

# 国際通貨研レポート



Institute for International Monetary Affairs (IIMA)

公益財団法人 国際通貨研究所

## 2010年代以降の長期ドル高サイクル の背景について

公益財団法人 国際通貨研究所  
Institute for International Monetary Affairs (IIMA)  
経済調査部 上席研究員 橋本将司

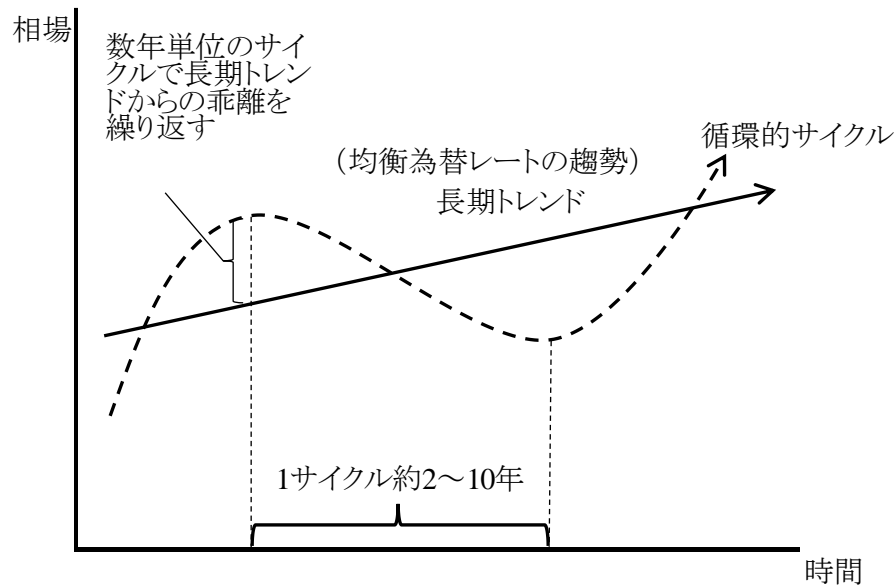
\* 本稿は2023年3月29日までの情報に基づき作成。

1. 為替レートの変動構造とドルの名目実効為替レートの推移	P3
2. ドルサイクルと株価指数比率	P4
3. ドルサイクルと株価指数比率の連動性の背景	P5
4. 株価指数比率のEPS比率・PER比率への要因分解	P6
5. PER比率の要因分解	P7
6. EPS比率の要因分解	P8
7. 米国と新興国の成長率格差とドル	P9
8. 米S&P500株価指数のセクター別動向	P10
9. 新興国経済成長率の鈍化の背景	P11
10. ドルサイクルと米金利要因	P12
11. 米金利の相対的な高止まりの背景①	P13
12. 米金利の相対的な高止まりの背景②	P14
まとめ	P15
主要参考文献	P16

# 1. 為替レートの変動構造とドルの名目実効為替レートの推移

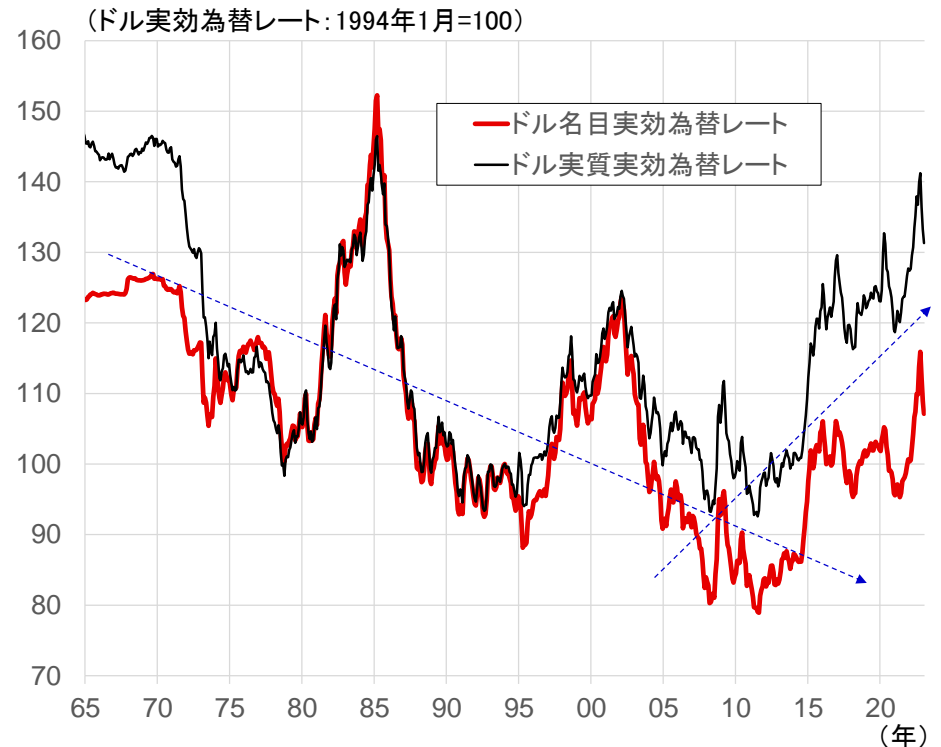
- 一般に為替レートの推移をみると、長期的には一定のトレンドがみられると同時に、そのトレンドを中心に約2～10年単位でサイクルを形成している(左図)。このサイクルの中心に位置しているトレンドは、長期的に為替レートが回帰している軌道であり、均衡為替レートの趨勢を表していると考えられる。均衡為替レートとは、大まかには各国の構造的な経済ファンダメンタルズに見合った為替相場水準である。一方、2年～10年単位のサイクルは、景気サイクルや金融政策のサイクルに対応した為替レートの動きと整理できる。
- 1960年代以降のドルの名目・実質実効為替レートの推移をみると、趨勢的な右下がりのトレンドを中心に5年～10年単位でサイクルを形成して来たことがわかる。最近の大幅なドル高は、2011年半ば頃をボトムとする上昇サイクルが続いているためとみることができる。2010年代初頭に趨勢的な右下がりのトレンドが変化した可能性もあるが、もう少し推移を見極める必要あり。以下本資料では、この2011年半ば以降の、過去約10年の上昇サイクルの背景について検証する。

為替レートの変動の2階層



(資料) 国際通貨研究所作成

ドルの名目・実質実効為替レートの推移

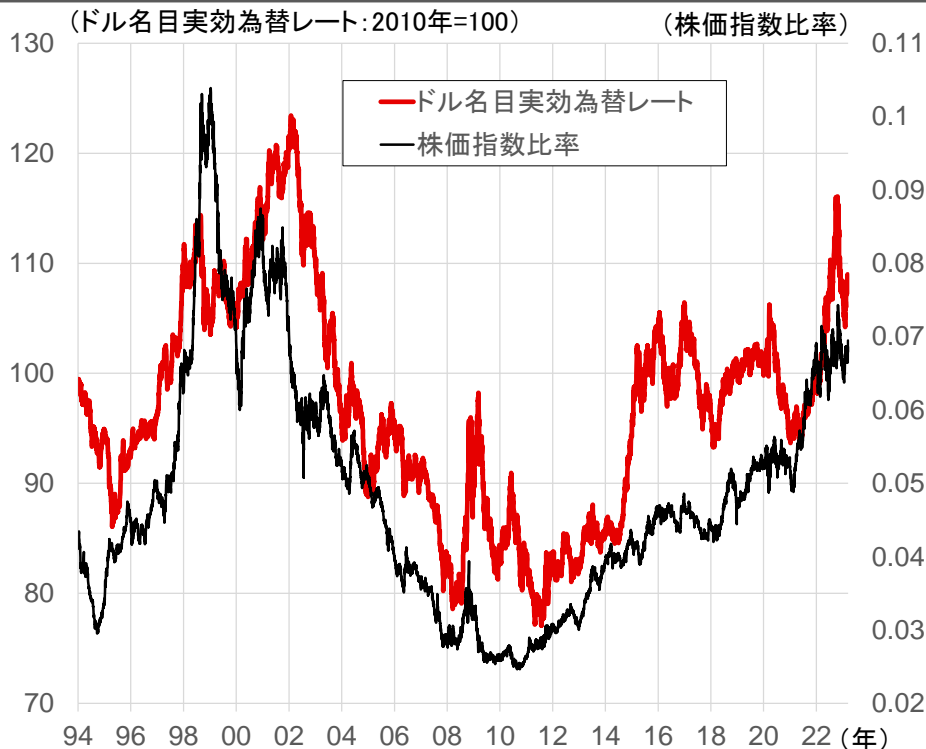


(資料) BISより国際通貨研究所作成

## 2. ドルサイクルと株価指数比率

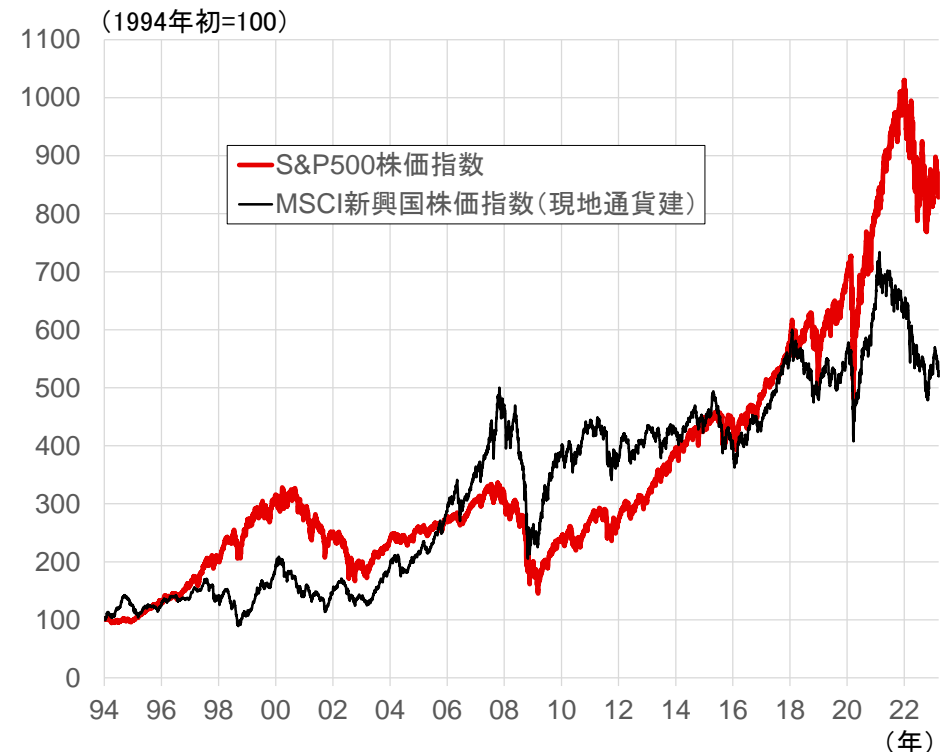
- ドルの名目実効為替レート(BIS狭義)の5年~10年単位のサイクル(以下ドルサイクル)は、1994年以降でみると、米国株価指数(米S&P500株価指数)を新興国株価指数(MSCI新興国株価指数:現地通貨建て)で割った株価指数比率と大局的には連動性が高い。後でみるように、ドルサイクルは米金利や内外金利差よりも、株価指数比率と高い連動性がある。
- ドルサイクルの大局的な推移の背景を、株価指数比率の動向を基に読み解くと、まず1990年代後半は、米国がIT革命を先導するなど好調であった一方、新興国は通貨危機などが相次いだこともあり、米株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームしたため、株価指数比率は上昇(ドル高)。2000年代は、中国経済の勃興を背景に資源ブームもあり新興国経済が好調で、新興国株価指数を米国株価指数がアウトパフォームし、株価指数比率は下落した(ドル安)。2010年代は、中国の成長率鈍化に合わせて新興国経済なども成長率が鈍化。米中摩擦の先鋭化などもあり、米国株価指数が新興国株価指数をアウトパフォームし、株価指数比率は上昇した(ドル高)。

ドル名目実効為替レートと株価指数比率



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数(現地通貨建て)



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

### 3. ドルサイクルと株価指数比率の連動性の背景

- 一般に為替レートは内外金利差の変動の影響を強く受けるとされる。金利平価式では、自国金利(i)や外国金利(i\*)の変動の影響を強く受けることを意味する。しかし、これは予想為替レート(E)が安定的であることが前提であるが、実際にはEは大きく変動していると考えられる。現実に内外金利差の水準を超えて為替レートの変動率が圧倒的に大きいことは、内外金利差以上にEが変動し、それに合わせて実際の為替レート(e)も変動していることを示唆しているためだ。そしてこのEを動かす様々な要因に関し、ドルについては先にみた株価指数比率が一種の代理変数になっていると考えられる。
- 新興国経済は世界経済の動向を敏感に反映し易い。新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームする局面では、米国経済よりも米国以外の国々の経済が好調で、ドル建て資産から非ドル建て資産への資本流入が増加し、ドルが下落すると考えられる。逆に米国株価指数がアウトパフォームする場合は、ドル建て資産に資金が集まり、ドルが上昇すると考えられる。ドルサイクルと株価指数比率の間の大局的な連動性の背景にはこうしたメカニズムが存在すると考えられる。

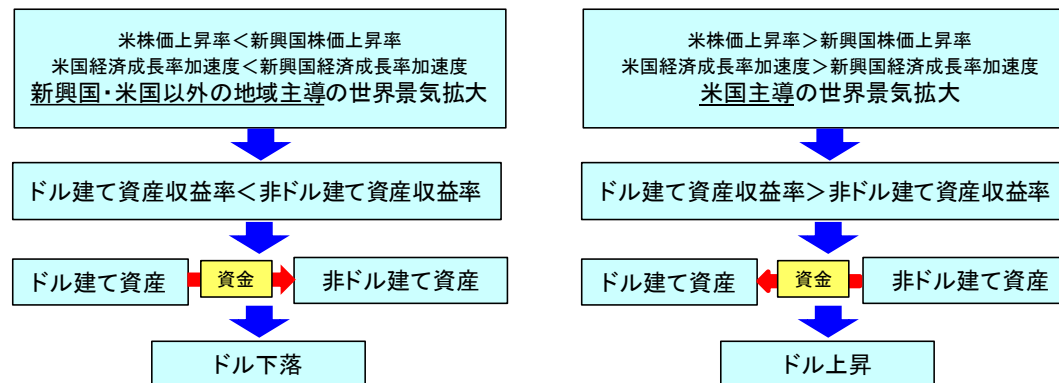
金利平価式(上)／米国株価指数・新興国株価指数の動きとドルを巡るグローバル資本フローの動き(下)

$$i = i^* + \frac{E - e}{e}$$

▶ 例えば、i\*上昇でEが一定ならば、eは上昇(円安)

<国内運用収益率>      <海外運用収益率>

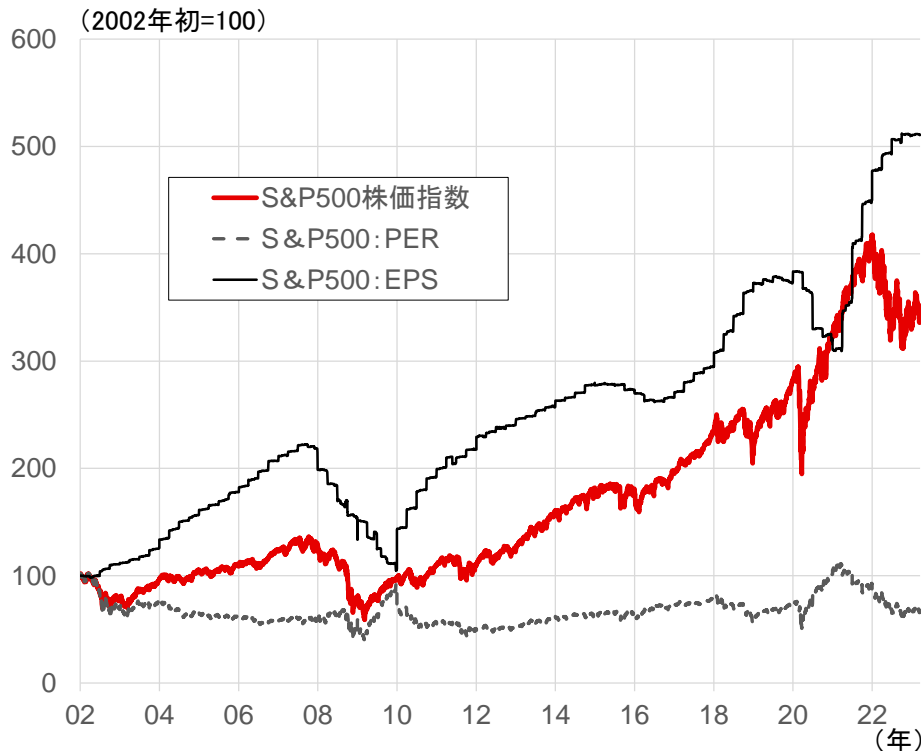
i: 自国金利、i\*: 外国金利、e: 自国通貨建て為替レート(この値の上昇は自国通貨安外国通貨高)  
E: 自国通貨建て為替レートの予想値



## 4. 株価指数比率のEPS比率・PER比率への要因分解

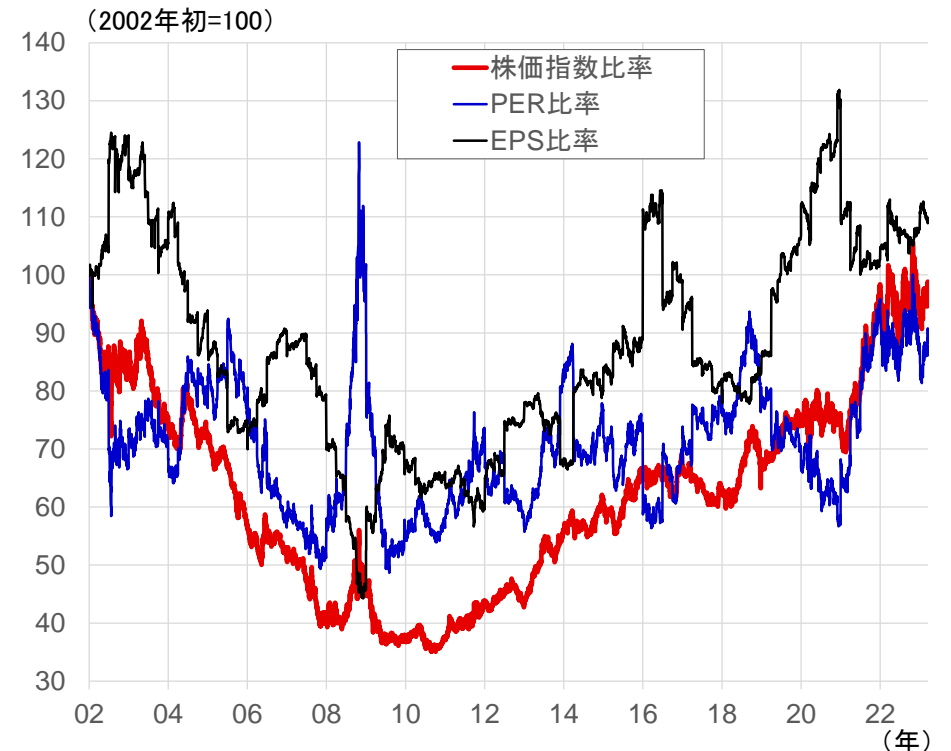
- 株価(P)は、一株あたり利益(EPS)という企業業績・ファンダメンタルズ要因と、株価収益率(PER)という期待要因に要因分解することが可能( $P=EPS \times PER$ )。米S&P500株価指数をEPS要因とPER要因に分解すると、両株価指数の長期的な上昇はEPS要因であることを確認できる(MSCI新興国株価指数も同様)。
- こうした関係に基づいて、株価指数比率(S&P500株価指数/MSCI新興国株価指数) = EPS比率(S&P500指数EPS/MSCI新興国指数EPS) × PER比率(S&P500指数PER/MSCI新興国指数PER)に基づき要因分解すると、株価指数比率の趨勢的な上昇・下落は、PER比率による部分も一定程度寄与しているが、相対的にはEPS比率の変動による部分が多い。2011年半ば以降のドルの上昇サイクルの背景となっている株価指数比率の上昇も、PER比率上昇も一定の要因となっているが、EPS比率上昇の寄与が大きい。

米S&P500株価指数とPER, EPS



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

株価指数比率の要因分解

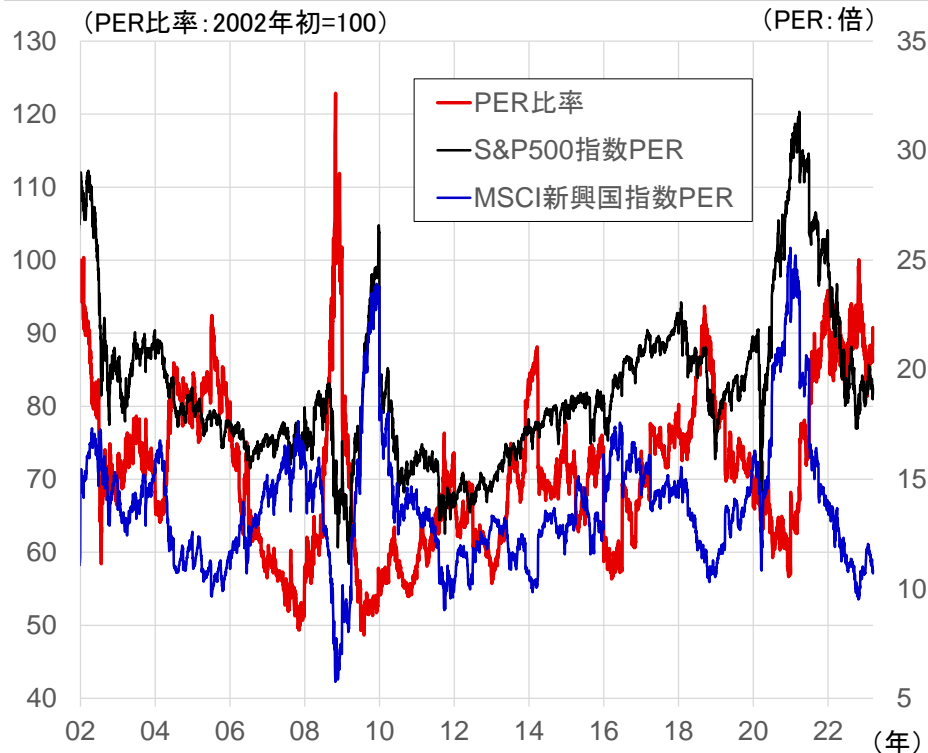


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 5. PER比率の要因分解

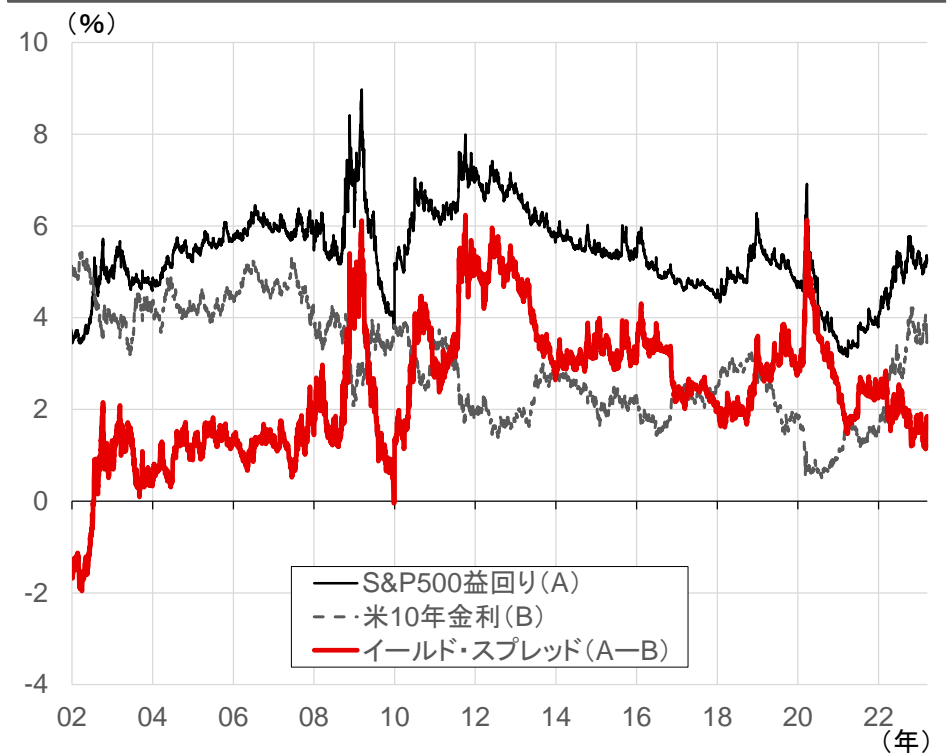
- 前ページでみたPER比率の2011年半ば以降の上昇の内訳を、米S&P500指数とMSCI新興国指数の各PERに分けてみると、まずMSCI新興国指数のPERは、コロナ・ショック後の2020年～2021年頃に25倍程度まで上昇した場面もあったが、総じて10倍～15倍を中心とした領域で横ばい基調にあった。一方、米S&P500指数のPERは、2011年代半ばの15倍程度から2020年以降は20倍を挟む領域へ緩やかに上昇しており、PER比率上昇の主因になっていた。
- 安全資産金利を*i*、EPS成長率を*g*、市場が求めるリスクプレミアムを*r*とすると、定率成長配当割引モデルによる理論株価は $P = \text{EPS} / (i + r - g)$ であり、 $\text{PER} = P / \text{EPS} = 1 / (i + r - g)$ となる。さらに、益回り $= 1 / \text{PER} = \text{EPS} / P = i + r - g$ 、イールド・スプレッド $= \text{益回り} - i = r - g$ となる。2011年半ば以降の米S&P500指数のイールド・スプレッドをみると、緩やかに低下している。同株価指数が割高方向へ推移しているとみることができると共に、*r*の低下あるいは*g*の上昇である点からは前向きな資金が流入しているとみることにもできる。2011年半ば以降のPERの上昇は、米10年金利の低下と共に、前向きな資金の流入も一因の可能性。

PER比率とS&P500指数及びMSCI新興国指数のPER



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

S&P500指数益回りと米10年金利、及びイールドスプレッド

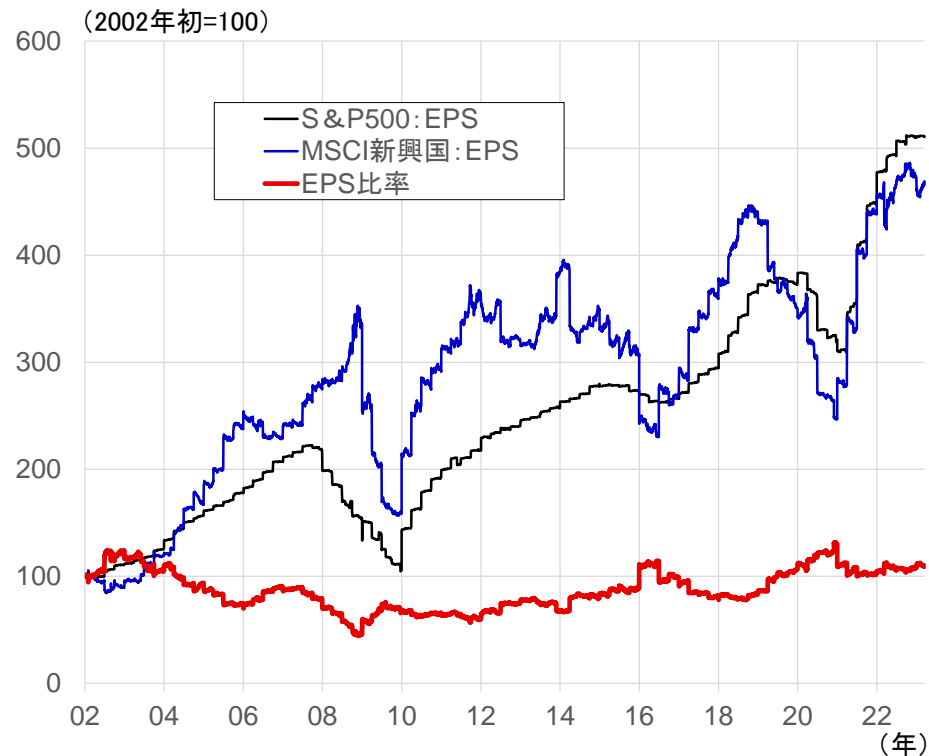


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 6. EPS比率の要因分解

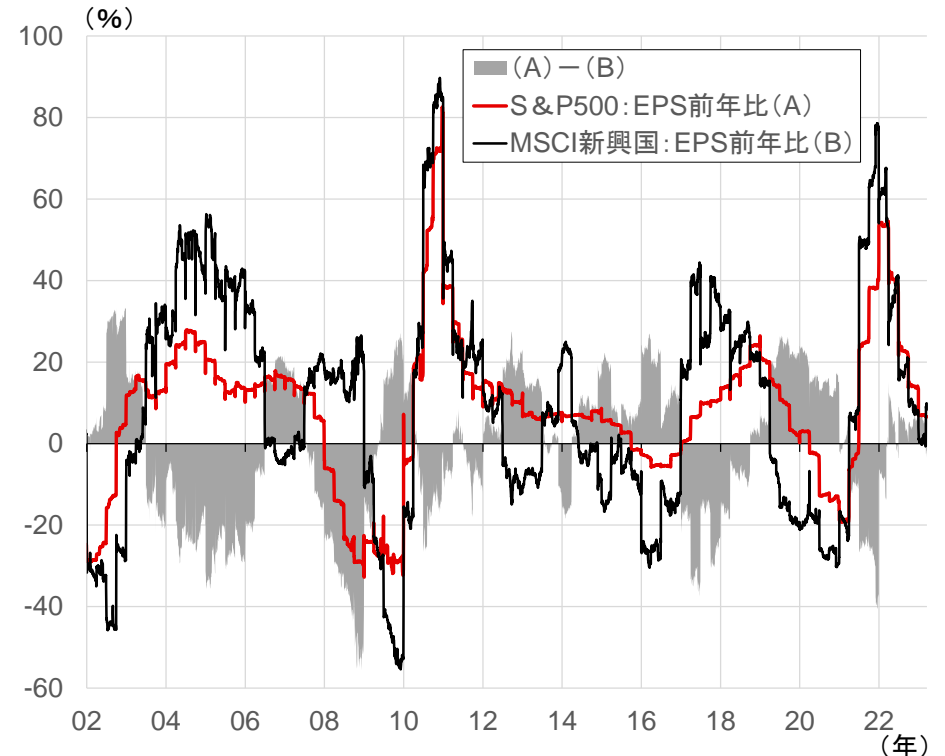
- 先にみたEPS比率の2011年半ば以降の上昇の内訳を、米S&P500指数とMSCI新興国指数の各EPSに分けてみると、双方とも趨勢的に増加傾向にあったが、S&P500指数のEPSがより増加していたことが、EPS比率上昇の要因となっていた。
- 両EPSの前年比の推移をみると、EPS比率が低下していた2000年代はMSCI新興国指数のEPSの前年比がS&P500指数のそれを上回る傾向にあったのに対し、2011年代半ば以降は、逆にS&P500指数の前年比が上回る傾向があったことがわかる。
- 但し、その背景は、2011年代半ば以降にS&P500指数のEPSの前年比が高まったのではなく、MSCI新興国指数のEPSの前年比が低下したことが主因。S&P500指数のEPSの前年比も、2011年代半ば以降は、2010年代前半などが顕著だが、むしろ伸び悩み傾向がみられている。つまり2011年代半ば以降のEPS比率上昇の主な要因は、MSCI新興国指数のEPSの大幅な伸び悩みとみることができる。

EPS比率とS&P500指数及びMSCI新興国指数のEPS



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

S&P500指数とMSCI新興国EPSの前年比



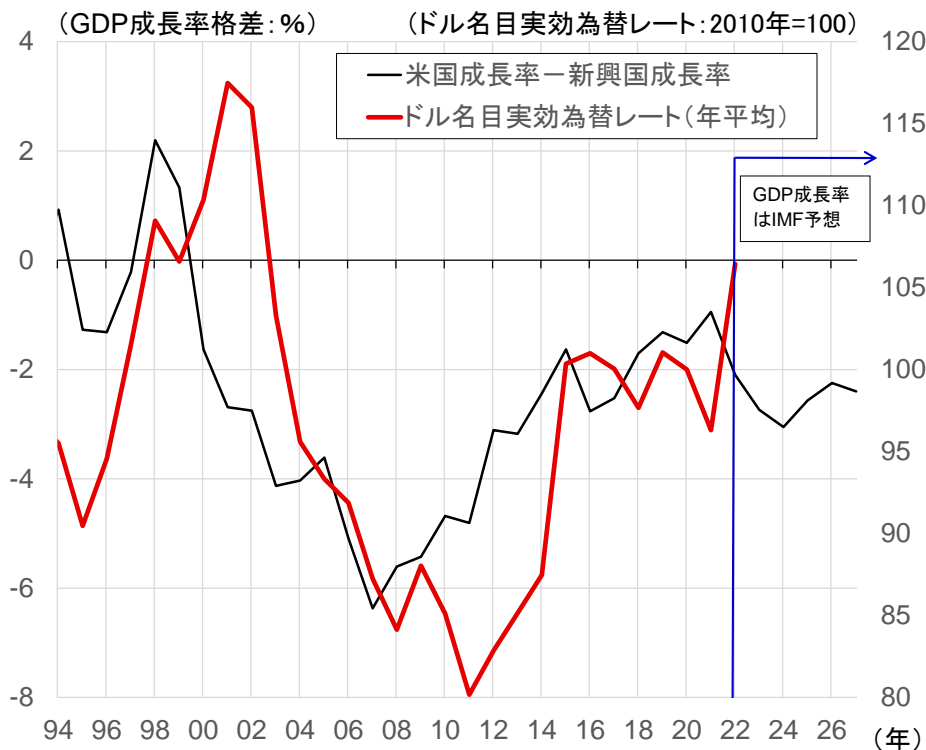
(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成



## 7. 米国と新興国の成長率格差とドル

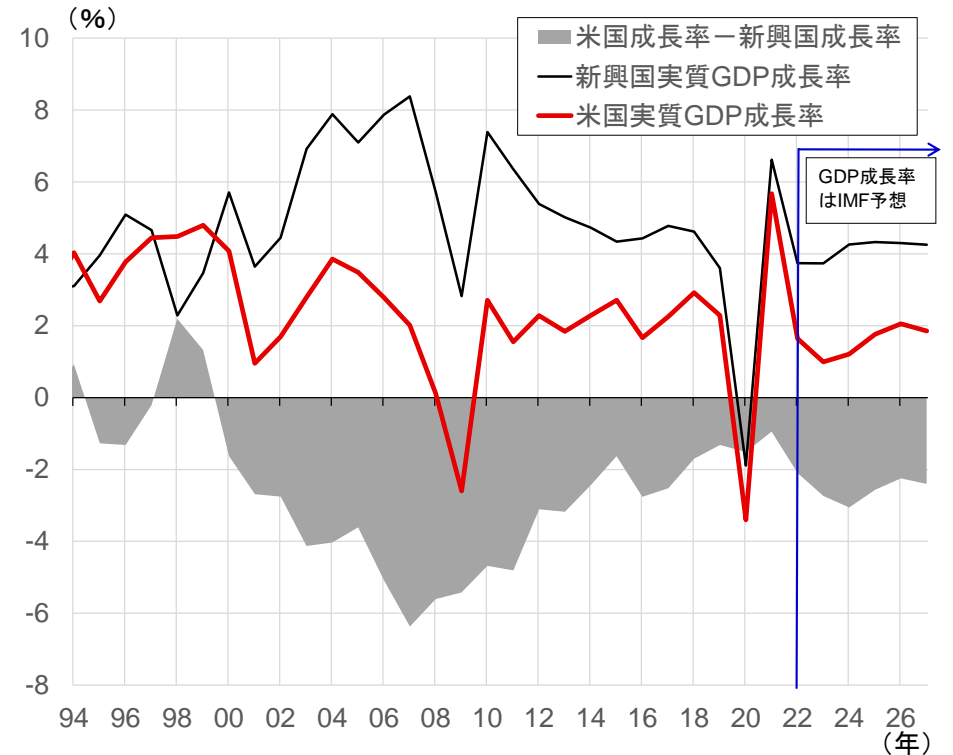
- EPSの前年比は、主要企業の利益の前年比であるため、より包括的に米国と新興国全体(IMF集計)の実質GDP成長率の格差(米国-新興国)とドルの名目実効為替レート(2010年=100)の大局的な推移をみると、相応の連動性を確認できる。2011年半ばから足元までのドル高サイクルは、米国と新興国の成長率の格差(米国<新興国)が縮小傾向にあったことに対応していたと考えられる。
- また、2010年代の両者の成長率格差の縮小は、米国の成長率が加速したのではなく、両者とも2000年代に比べて2010年代は成長率が鈍化傾向となった中で、特に新興国の成長率がより鈍化したことがその要因となっている。
- これにより、2010年代は2000年代に比べると、グローバルな投資資金が米国以外の国々の非ドル建て資産から、米国のドル建て資産へ向かい易くなり、ドルの大局的な上昇につながったと推察される。

ドル名目実効為替レートと米国と新興国の実質GDP成長率格差



(資料) Bloomberg、IMFより国際通貨研究所作成

米国と新興国の実質GDP成長率の推移

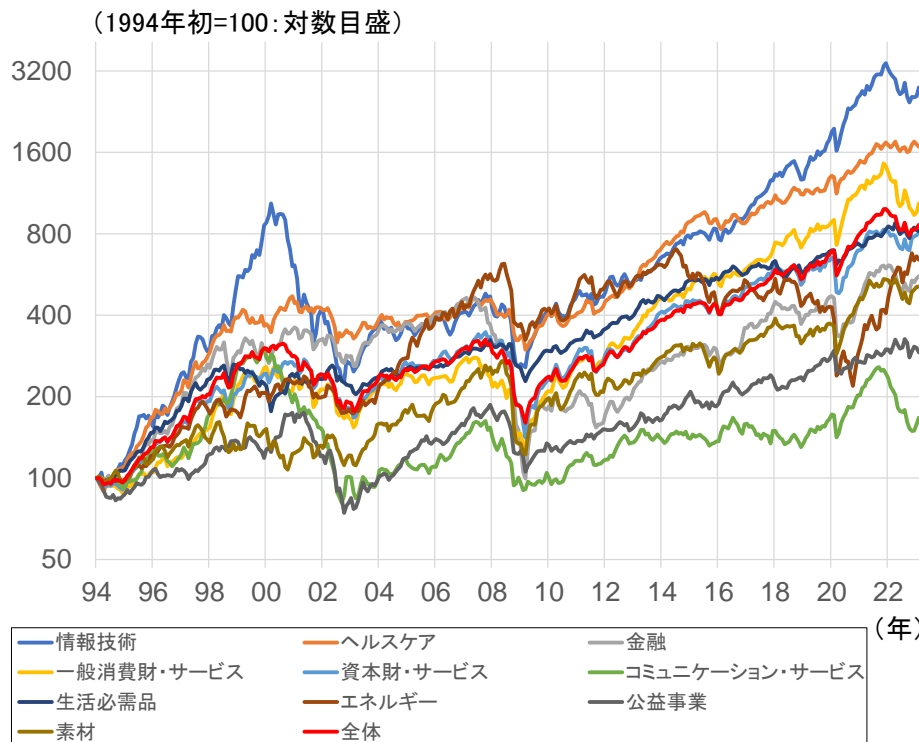


(資料) IMFより国際通貨研究所作成

## 8. 米S&P500株価指数のセクター別動向

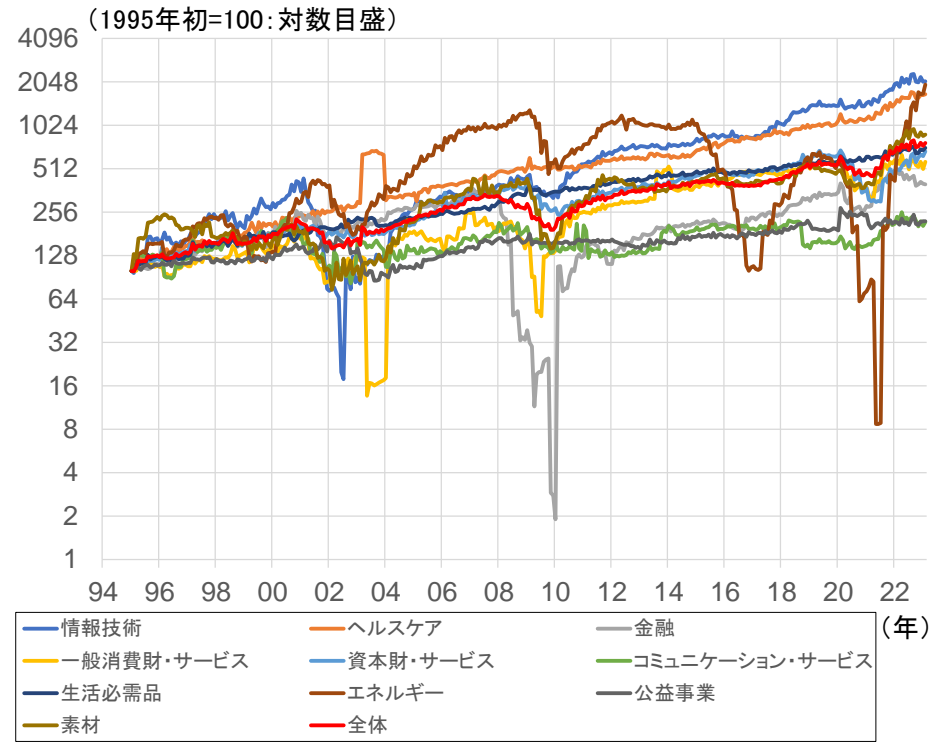
- 米S&P500株価指数の主要セクター(除く不動産)の株価指数とEPSの推移をみると、趨勢的に情報技術やヘルスケア、一般消費財・サービスが全体株価指数の牽引役になっている。情報技術の主要な銘柄はアップル(時価総額2.5兆ドル)、マイクロソフト(同2.0兆ドル)など。ヘルスケアの主要な銘柄はジョンソン・エンド・ジョンソン(同4,801億ドル)、ユナイテッド・ヘルス・グループ(同4,479億ドル)など。一般消費財・サービスの主要な銘柄はアマゾン・ドットコム(同1.0兆ドル)、テスラ(同6,252億ドル)など。
- 2010年末から2023年3月21日にかけて、S&P500株価指数の時価総額が11.7兆ドルから35.0兆ドルへと約3倍増加した間、アップルやマイクロソフトなどの主要IT5社(GAFAM)の時価総額合計は8,056億ドルから7.5兆ドルへと約9倍増加。5社の時価総額シェアは6.9%から21.4%へと増加した。こうした5社などが米国の企業収益を牽引したのは事実だが、他のセクターが伸び悩んだこともあり、米国の企業収益全体としては、先にみたように2010年代は相対的には伸び悩んでいた。

S&P500株価指数セクター別株価指数動向(対数目盛)



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

S&P500指数セクター別EPSの動向(対数目盛)

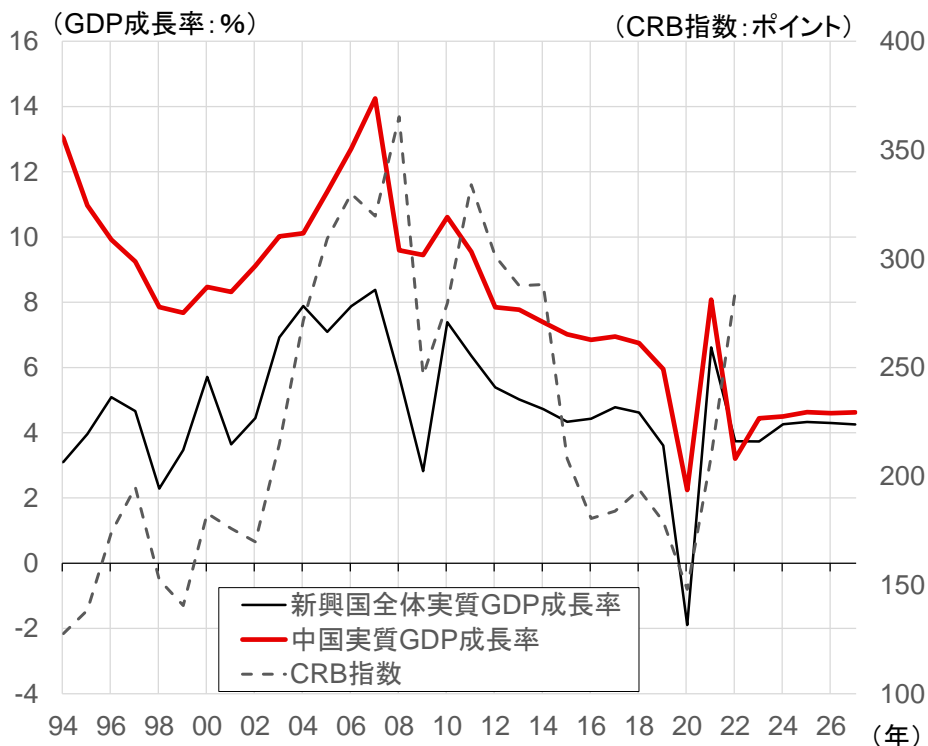


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

## 9. 新興国経済成長率の鈍化の背景

- 中国経済は、2001年のWTOへの加盟もあり世界の工場としてプレゼンスを飛躍的に増大させ、2000年代は一時10%をも上回る高い成長率で推移。2008年のリーマン・ショックの際も、4兆円にも及ぶ大規模な財政刺激策を発動して経済成長率の落ち込みを抑え、2010年代初頭まで10%近辺の成長率ペースを維持した。
- もっとも、2010年代に入ると、国内人件費の上昇や労働人口の伸び鈍化、高成長の裏で積み上がった多額の債務の問題なども浮上し、高成長は一服した。2015年8月には上昇が進んだ人民元相場の対ドルでの事実上の切り下げ措置が、資本流出を招くなどの事態も発生。2018年頃からは、米国や西側諸国との経済摩擦が次第に先鋭化しており、さらなる経済成長率の押し下げ要因となっている。
- 2010年代の新興国の経済成長率鈍化の背景の重要な要素としては、近年特に貿易面などで米国に匹敵する規模・影響力を持つようになった中国経済の成長率鈍化があると考えられる。

新興国・中国GDP成長率とCRB指数



(資料) Bloomberg、IMFより国際通貨研究所作成

2021年の貿易額上位10位国(億ドル、%)

順位	輸出				輸入			
	国	金額	構成比	伸び率	国	金額	構成比	伸び率
1	中国	33,680	15.5	29.7	米国	28,329	12.7	21.3
2	米国	17,539	8.1	23.1	中国	26,788	12.0	30.0
3	ドイツ	16,316	7.5	18.0	ドイツ	14,196	6.4	21.2
4	オランダ	8,363	3.8	24.0	日本	7,734	3.5	21.7
5	日本	7,586	3.5	18.5	オランダ	7,574	3.4	27.3
6	韓国	6,444	3.0	25.7	フランス	7,139	3.2	22.8
7	イタリア	6,102	2.8	22.1	英国	6,909	3.1	9.7
8	フランス	5,847	2.7	19.7	韓国	6,151	2.8	31.5
9	ベルギー	5,452	2.5	29.1	インド	5,735	2.6	53.7
10	メキシコ	4,942	2.3	18.5	イタリア	5,574	2.5	30.6

(資料) ジェトロ

# 10. ドルサイクルと米金利要因

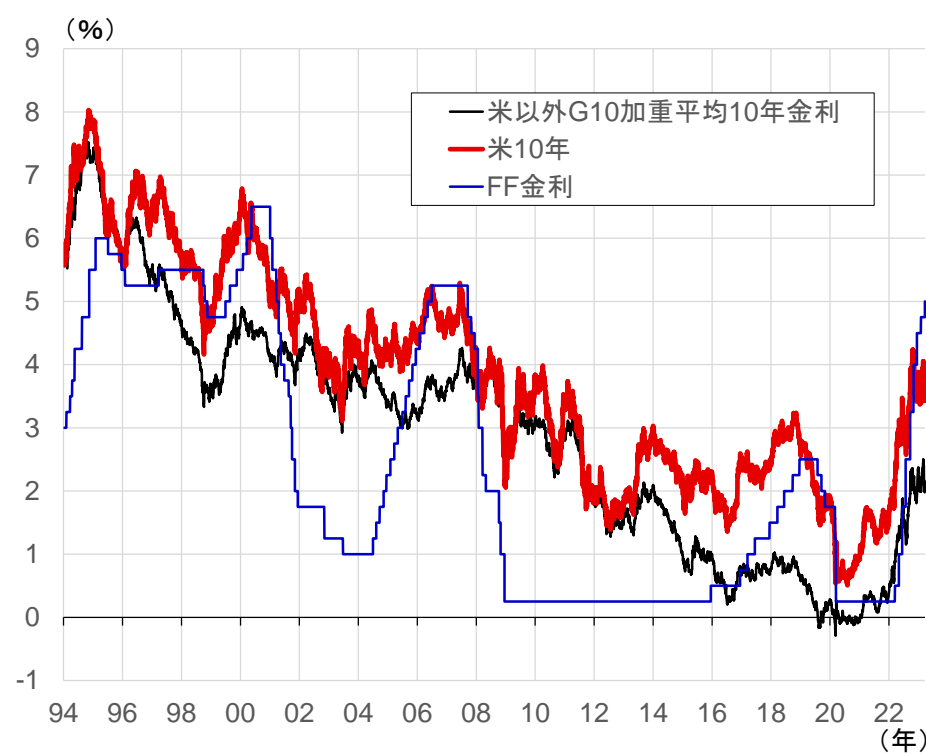
- 米国以外のG10通貨保有国の国債10年金利を世界における為替取引量のシェアで加重平均した加重平均金利を計算。米国債10年金利からこの加重平均金利を差し引いた「金利差」は、先にみた株価指数比率ほどドルとの連動性は高くないものの、大局的な一定の連動性はある。2010年代の金利差は大局的にドル有利な方向へ上昇しており、この時期のドルの上昇サイクルの1つの背景になっていたと考えられる。
- 米金利と加重平均金利の推移をみると、双方とも過去30年ほど趨勢的な下落基調にあったが、2010年代は米金利が相対的に下げ渋ったことから、この時期の大局的な金利差の拡大につながっている。米国ではFRBが2013年頃から超金融緩和政策の正常化を模索し始めていたのに対し、欧州債務危機の影響長期化などから、欧州の中央銀行を中心に金融緩和政策が長引き、日銀も2013年以降の量的・質的金融緩和開始からさらに金利が低下していたことなどが背景。

ドル名目実効為替レートと米金利・先進国加重平均金利差



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

米10年金利・先進国加重平均10年金利・FF金利

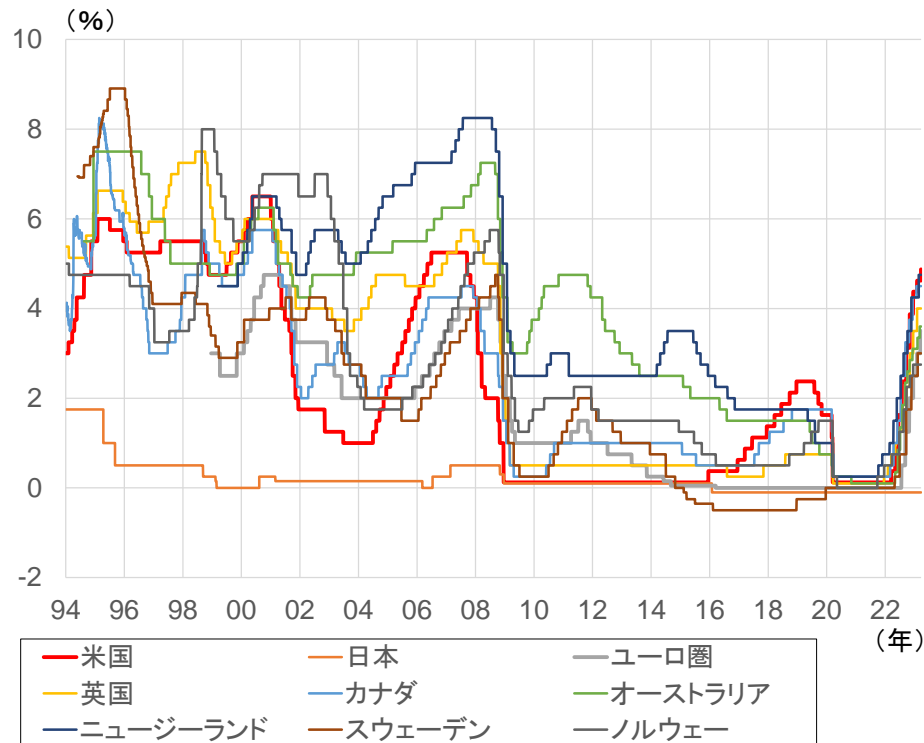


(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

# 11. 米金利の相対的な高止まりの背景①

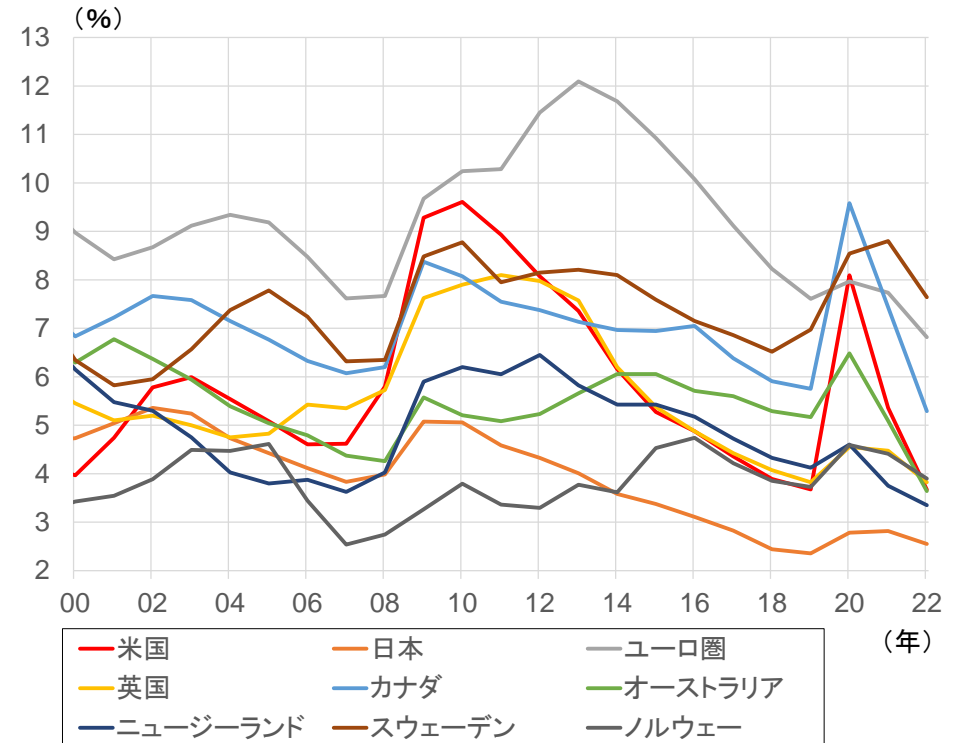
- 主要先進国中央銀行の政策金利の推移をみると、米国は2008年の金融危機直後に急激に政策金利を引き下げた影響もあり、相対的に経済が順調に回復し、2013年頃からは金融緩和の巻き戻しを模索し始め、2015年末から利上げに転じた。一方、ユーロ圏を始め多くの先進国中央銀行は、金融危機直後の大幅利下げの後、2011年頃まで一旦利上げに転じたが、その後再び利下げ局面に転じてそれが比較的長期化するなど、米国とは対照的な推移となり、長期金利の動向にも違いが出た。
- こうした金融政策の方向性の違いの背景は、例えば各国の失業率の推移に表れている。米国の失業率は2010年までの急上昇後に低下に転じ、2010年代半ば頃には金融危機前の水準へ回帰した。これに対し、ユーロ圏は欧州債務危機の影響もあって失業率のピークは2013年までずれ込み、金融危機前の水準への回帰は2010年代終盤までを要した。オーストラリアも、金融危機直後こそ失業率は然程上昇しなかったが、その後2010年代を通して失業率は高止まり傾向となっていた。2010年代は欧州債務危機や資源ブームの終了などが、欧州や資源輸出国の主要先進国の経済正常化の抑制要因になった可能性。

主要先進国の中央銀行政策金利



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

主要先進国の失業率(年次)

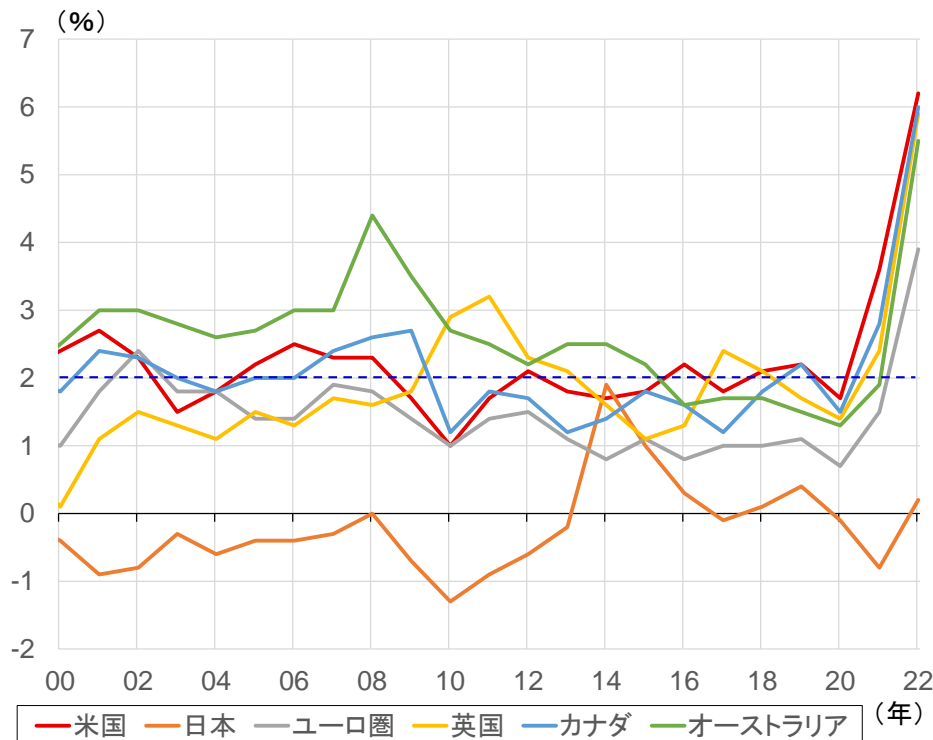


(資料) IMFより国際通貨研究所作成

## 12. 米金利の相対的な高止まりの背景②

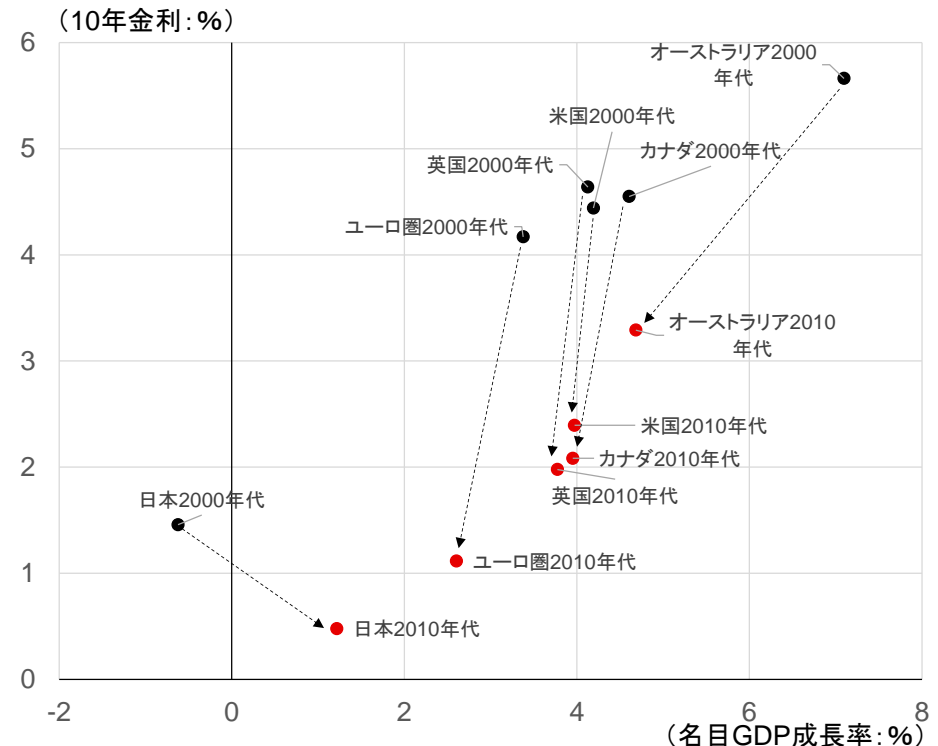
- 主要国の中央銀行は総じて2%近辺をインフレ目標として金融政策を運営。足元のインフレ率急上昇前までの各国のインフレ率の趨勢をコアCPI前年比でみると、米国は2000年代に比べ2010年代はややインフレ率が低下していたものの、概ね2%近辺で維持されていた。一方、ユーロ圏では2010年代以降、2%を大きく割り込んで推移。オーストラリアでも、2~3%のインフレ目標を2010年代後半に割り込み始めるなど、米国以外の一部主要先進国で強まったディスインフレ傾向も、米国と米国以外の金融政策の方向性の違い、米長期金利の相対的な高止まりの背景になったと考えられる。
- 主要先進国の2000年代と2010年代の名目GDP成長率と10年金利の平均の推移をみると、2010年代は総じて名目GDP成長率が低下し、相対的な低成長・ディスインフレ傾向にあった(異次元緩和で名目成長率が上昇した日本を除く)。これに合わせて長期金利も低下傾向にあったが、名目GDP成長率の落ち込みが相対的に限定的であった米国は、長期金利の低下も限定的となった模様。ユーロ圏などは、金利低下(金融緩和)によりディスインフレのさらなる悪化が抑えられていた面もある。

主要先進国のコアCPI前年比(年次平均)



(資料) Bloombergより国際通貨研究所作成

主要先進国の名目GDP成長率と10年金利(2000年代平均vs2010年代平均)



(資料) IMF, Bloombergより国際通貨研究所作成

- 一般に長期的な為替レートの推移をみると、経済の構造要因を反映した均衡為替レートの趨勢を中心にして、景気や金融政策のサイクルに対応した約2～10年単位のサイクルを形成している。ドルの名目実効為替レートは、過去1年程度、数十年来のインフレ圧力への対応からFRBが急激な利上げを行ったことで大幅に上昇したが、大局的には2011年半ば以来の上昇サイクルが続いていることで、歴史的とも言えるドル高となった。本稿ではこうした2011年半ば以降のドル高サイクルを検証した。
- ドルは数ヵ月単位では金利動向との連動性が高いが、より長期では米S&P500株価指数をMSCI新興国株価指数(現地通貨建て)で割った株価指数比率と連動性が高い。新興国経済は世界経済の動向を敏感に反映し易く、例えば新興国株価指数が米国株価指数をアウトパフォームする局面では、米国経済よりも米国以外の国々の経済が好調で、ドル建て資産から非ドル建て資産への資本流入が増加し、ドルが下落すると考えられる。為替レートは内外金利差の動向で説明されることが多いが、それ以上に為替レートの先行き予想(予想為替レート)の影響が大きい。ドルの先行き予想については、この株価指数比率が一種の代理変数になっていると考えられる。2011年代半ば以降の大局的なドル高サイクルも、この株価指数比率の上昇に沿って推移。
- 株価(P)＝一株あたり利益(EPS)×株価収益率(PER)に分解できることから、株価指数比率も米S&P500株価指数とMSCI新興国株価指数のEPSとPERを利用してEPS比率とPER比率に要因分解できる。2011年半ば以降の株価指数比率の上昇は、PER比率の上昇による部分もあるが、EPS比率の上昇によるところが大きい。
- EPS比率の上昇は、米S&P500株価指数のEPSの上昇が、MSCI新興国株価指数のEPSの上昇を上回っていたことが要因。もっとも、両EPSの2010年代の上昇率は、2000年代に比べて鈍化しており、特にMSCI新興国株価指数のEPSがより伸び悩んだことが、EPS比率上昇の主因となっていた。米国と新興国の実質GDP成長率の推移をみても、2000年代に比べ2010年代は両者とも伸びが鈍化しているが、特に新興国の伸びの鈍化が顕著であり、両者の伸び率(米<新興国)の格差は縮小傾向にある。こうした動向の背後には2010年代以降の中国経済の成長率鈍化とその新興国経済や世界経済への影響が考えられる。
- また、ドルの名目実効為替レートは、米10年金利から先進国(G10通貨保有国)の加重平均10年金利を差し引いて計算した米国からみた内外金利差とも、株価指数比率ほどではないが相応の連動性がある。主要先進国の金利は、過去数十年趨勢的な低下傾向にあったが、ドルが大局的に上昇した2010年代は米金利が相対的に下げ渋り、この金利差もドル有利な方向に推移していた。2010年代は主要先進国でディスインフレ傾向が強まったが、相対的に米国では限定的であったことが一因とみられる。
- 2011年代半ば以降の大局的なドルの上昇は、2010年代に入り中国経済の高度成長期が終焉し、それに伴い新興国や資源国などの成長率も大きく鈍化したことが大きいとみられる。さらに欧米での金融危機を経て世界経済全体も成長率鈍化とディスインフレ傾向が台頭。2000年代には米国内のドル建て資産から米国外の非ドル建て資産へ資金が流入してドル安サイクルが発生していたが、2010年代はこうした流れが逆転し、ドルの趨勢的な上昇の主因になったと考えられる。2010年代終盤以降の米中経済摩擦の先鋭化や世界的な新型コロナ・パンデミック、ウクライナ紛争なども、グローバル化の巻き戻しにつながり、新興国経済の成長率鈍化・非ドル建てリスク資産の魅力低下につながり、ドル高サイクルを支援した可能性が高い。今後のドルサイクルの行方は、米国経済自体の強弱もさることながら、中国経済や新興国経済がもう一段の飛躍を見せて米国以外の国々の経済が相対的に好調に推移し、再び非ドル建て資産への資金流入を増加させる状況が起きるかどうか焦点と言えよう。

- 橋本将司(2017)「主要・新興国通貨の均衡為替レート水準について」 三菱東京UFJ銀行 経済調査室 経済レビューNo.2017-2([https://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review\\_20170808.pdf](https://www.bk.mufg.jp/report/ecorevi2017/review_20170808.pdf))
- 橋本将司(2020)「ドルサイクルの変動メカニズムを探る～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証～」国際通貨研究所 国際経済金融論考 ir2020.01(<https://www.iima.or.jp/docs/report/2020/ir2020.01.pdf>)
- 橋本将司(2021)「ドルサイクルと金利要因の関係を考える～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証(その2)～」国際通貨研究所 国際経済金融論考 ir2021.02(<https://www.iima.or.jp/docs/report/2021/ir2021.02.pdf>)
- 橋本将司(2021)「ドルサイクルと実質金利・期待インフレ率～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証(その3)～」国際通貨研究所 国際経済金融論考 ir2021.03(<https://www.iima.or.jp/docs/report/2021/ir2021.03.pdf>)
- 橋本将司(2021)「ドルサイクルと米国の双子の赤字～為替レートの変動メカニズムにおける循環論の検証(その4)～」国際通貨研究所 国際経済金融論考 ir2021.04(<https://www.iima.or.jp/docs/report/2021/ir2021.04.pdf>)



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべて御客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。

当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、その正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

**Copyright 2023 Institute for International Monetary Affairs (公益財団法人 国際通貨研究所)**

**All rights reserved. Except for brief quotations embodied in articles and reviews, no part of this publication may be reproduced in any form or by any means, including photocopy, without permission from the Institute for International Monetary Affairs.**

**Address: Nihon Life Nihonbashi Bldg., 8F 2-13-12, Nihonbashi, Chuo-ku, Tokyo 103-0027, Japan**

**Telephone: 81-3-3510-0882**

**〒103-0027 東京都中央区日本橋本2-13-12 日本生命日本橋ビル8階**

**電話 : 03-3510-0882 (代)**

**e-mail: [admin@iima.or.jp](mailto:admin@iima.or.jp)**

**URL: <https://www.iima.or.jp>**