

ユーロ導入後の欧州における銀行、保険会社の戦略

(財)国際通貨研究所
研究員 伊藤 嘉人

(本稿は『国際金融』2000年3月15日：1042号に掲載された。)

1. はじめに

金融機関^{注1}を取り巻く環境は、資本移動のグローバル化、情報技術 (Information Technology = IT) の進歩による社会基盤の変化や金融技術革新等で大きく変化しており、金融機関間の競争も国境をまたぐ形で激化している。こうした変化に対応するため各国では、自国金融機関の競争力維持、強化を目的として規制緩和が進められてきた。

欧州では以前から銀行による証券・信託業務の兼営が可能であった。銀行業務と保険業務の相互乗り入れについては、銀行が保険の引受業務に進出する場合には子会社での参入となるが、保険の販売は銀行本体で行うことが可能である。同様に保険会社も子会社での銀行業務等への参入が可能であり、既にこうした形での相互参入が実現している。またEU内のいずれかの国の監督当局から免許や認可を得れば、圏内他国においても金融商品の提供や支店の設立が自由に認められるシングル・パスポート・ルールと、当該金融機関に免許や認可を与えた国の監督当局がEUの他国で営む業務についても監督するホーム・カントリー・コントロールが法制化されている。金融機関にとって幅広い金融業務^{注2}の兼営は、経営資源の有効活用によるシナジー効果、リスクの分散、利便性向上による顧客囲い込み等でメリットがあるが、そのための環境は整備されてきている。

さらにユーロの導入も金融環境に大きな変化をもたらしている。直接的には単一通貨となったために金融機関の競争の領域がユーロ圏内に広がったこと、国境をまたぐ取引でも為替リスクが消滅したこと、ECBによる金融政策の一元化と参加国の経済収斂基準の達成により、ユーロ圏の長短金利が過去最低水準まで低下したこと、またそれ等の結果として各国の資本市場が統合の過程にあり直接金融化が進展しつつあること等が挙げられる。同時に圏内での企業間の競争激化等を反映して合併や買収の増加等にも繋がっている。

こうした欧州における金融機関を取り巻く環境の変化により、金融の各業務がどのような影響を受けているのか、それ等に対応するために欧州金融機関がどのような戦略を採りつつあるのかを、以下では銀行、保険会社それぞれの視点から具体的に見ていくことにする。

2. 金融業務の変容

前述のように欧州の銀行は、ユニバーサル・バンキングを行うことが法制上は可能であり、実際に証券業務等も行われてきた。しかし従来の間接金融中心の金融構造の中では、銀行にとって業務の中心は預貸業務であり、外国為替業務、決済サービス業務であったといえる。預金についてはユーロの導入による金利低下の影響により投資対象としては魅力が薄れたことから、投信等への資金シフトが起きている。融資の面でも、保険会社とも競争する大企業向け貸し出しは、各国資本市場の統合により企業はより多くの投資家から多様な資金調達が可能となり、直接金融化が進展しつつあることから残高の伸びが見込めなくなっている。同時に銀行にとってもこれ等大企業相手の融資業務は利鞘が薄くなっていることにより、自己資本比率、株主資本利益率（ROE）を重視するようになった経営姿勢からは、その魅力が低下してきている。

外国為替業務では、EMU参加国通貨間のヘッジ・ニーズが消滅したことに加え、他通貨との間の為替手数料収入も競争の激化により減少傾向にあることから、ユーロの導入によるネガティブ・インパクトが大きい。銀行はその対応として、直物取引の電子ブローキングへの移行やディーリング部門の集約といった構造的な改革により、効率化、合理化を追求している。しかし市場全体が縮小し取引が大手銀行に集中しつつある中で、従来圏内地場通貨の為替取引を主体としてきた中小銀行が、この業務を続けるのは益々難しくなると思われる。

決済サービス業務では、コスト、利便性、信頼性等が差別化のポイントとなり、手数

料の引き下げ、高度なキャッシュ・マネジメント・サービス（CMS）の提供、幅広い取引の同日決済等の顧客ニーズに如何に対応できるかで優劣が決まる。特にグローバルなCMSの提供は、巨額のシステム投資が必要となるため、資本力があり大量の顧客を確保できる一部の大手銀行に限られてきている。一方ITの進歩によって、必ずしも店舗網を持たずとも仮想店舗の利用等で決済サービス業務を営むことも可能となり、保険会社にとっては銀行業務への進出のハードルが低くなった。

投資銀行業務は有価証券発行に際しての引受、仲介と、事業組織、資本構成、合併・買収戦略等に関するコンサルティングが主体となるが、欧州では直接金融化の流れによって社債発行が増加し、国営企業の民営化や新興企業の育成等の動きを背景として新規株式公開（IPO）案件も増加している。さらに合併や買収の案件も急増しており、収益機会は拡大している。銀行にとって投資銀行業務は、手数料収入が望めるうえに自己資本比率の低下要因となるリスク性資産の増加を伴わないことから有望な収益源であるが、高度なノウハウが必要であること、収益のブレが大きいこと等から、大手銀行が中心となって展開している。

資産運用業務は、これまでも市場規模の拡大に併せて銀行、保険会社が共に投信・投資顧問子会社を設立して参入しており、両者が競合してきた業務である。これに金利低下に起因する銀行預金から投信への資金シフトや、高齢化を背景とする年金を主とした退職準備資産の規模の拡大が拍車を掛けている。投信への資金流入は、ユーロの導入が目前に迫った98年以降急増し、ドイツ、フランス、イタリア、スペインのユーロ圏主要4カ国の残高は98年には月平均で22.1%増加し、99年も8月までの月平均の伸びは23.1%になっている。

保険業務でも通貨の壁が無くなったことから、国籍による商品の差が無くなり競争が激しくなっている。欧州では多くの保険会社が生命保険業務と損害保険業務の両方を営んでいるが、高齢化の進展に伴う年金制度改革等により個人年金制度の拡充が見込まれることから、概して生命保険業務の中心となっている貯蓄型商品へのニーズは今後益々拡大していくと考えられている。また保険会社が過去蓄積してきたポートフォリオ運用のノウハウは銀行が資産運用業務強化の中で注目している分野であるが、この面でも損害保険業務よりも資産規模の大きい生命保険業務の方が有利に展開しており、銀行にとってこの両面から生命保険業務への参入に関心が強まっている。

3. 金融機関の戦略

こうした業務の変容のなかで金融機関が見せている戦略は、大きく2つに分けて考えることができる。1つは従来のコア業務を強化して営業規模の拡大を図るものであり、もう1つは新たな収益の柱を育てるために業務分野の拡大を図るものである。営業規模を拡大する狙いは、業務の効率化による経費率の低下 市場への影響力の強化 敵対的買収の阻止 引受業務等の資本力の裏付けが必要とされる業務での競争上の優位性確保 ブランド認知度の向上 等の効果が期待される。一方、業務分野拡大の狙いとしては、新たな収益機会の追求 経営資源の有効活用によるシナジー効果 ROEの向上 幅広い顧客ニーズへの対応 リスクの分散 等が挙げられる。また業務分野拡大の背景には金融技術の進歩により、多彩な金融業務に関わるリスク要因の分解、再構築が可能になり、またリスク管理技術も進歩したこと、各社が販売面でファイナンシャル・プランナー（FP）の活用を重視するようになったことで品揃えに対するニーズが増したこと等も指摘できる。

(1) 銀行の戦略

預貸業務、外国為替業務、決済サービス業務といった伝統的な銀行業務を従前通り継続するだけでは生き残りは難しくなっているため銀行は国内では、スケール・メリットの追求 業務の効率化 競争相手排除 等の目的で、同時に近隣諸国では自国内では乏しい拡大余地を補うために、合併や買収による営業規模の拡大や他行との提携を進めている。こうした動きは中規模以上の銀行に多いが、自国市場での足場固めと同時に外資に飲み込まれない規模と体力をつけることを狙った戦略であり、汎欧州ベースで行われる企業活動への対応や将来の汎欧州ベースでの営業基盤の確立を狙い、本格的なクロス・ボーダーでの競争激化に立ち向かうための助走段階であるといえる。

この1年間の動きを見ても、フランスでは、ソシエテ・ジェネラルとパリバが合併に向け合意したため、国内での基盤強化が難しくなったパリ国立銀行（BNP）が、対抗策として3行合併を打ち出し、最終的にBNPによるパリバの買収で決着したこと イギリスでは、保険会社の買収に乗り出したナット・ウエスト（NW）の戦略に対する疑問からNWの株価が急落したため、バンク・オブ・スコットランドとロイヤル・バンク・オブ・スコットランド（RBS）がNWの買収に乗り出し、結果としてコマーシャル・ジェネラル・ユニオン（CGU）とスペインのバンコ・サンタンデル・セントラル・イス

パノ（BSCH）の協力を得たRBSが小が大を飲み込む形でNWを買収したこと 等が新聞報道等で大きく取り上げられた。

また合併や買収以外の形でも提携の他、ITの進歩からインターネット・バンキングやテレビ・バンキングといった仮想店舗を営業基盤の拡大に積極的に活用する動きも見られる。銀行は利鞘の縮小で収益性が低下した既存の店舗網を軸とした展開の見直しを迫られているが、仮想店舗は低コストでの店舗運営が可能である。

一方、業務の多角化により新たな収益の柱を育てようとする動きも顕著であり、リスク性資産の増加を抑えつつ収益を上げるために、既述のように特に投資銀行業務、資産運用業務等を取り込もうとする動きが目立っている。これまでも欧州の銀行は投資銀行業務の強化のために、英マーチャント・バンクの買収等を行ってきたが力不足は否めず、欧州における合併や買収の仲介ランキングの上位はゴールドマン・サックス、モルガン・スタンレー・ディーン・ウィッターといった米系の投資銀行が占めている。そのため欧州の銀行は新たに投資銀行を買収したり、他行と提携することによって、さらなる投資銀行業務の強化を図っている。具体的には98年のドイチェ・バンクによるバンカース・トラストの買収や99年のラボバンクとDGバンクによる投資銀行業務の統合、同じく99年のコメルツバンク、クレディ・リヨネ、BSCH、バンカ・インテーサの4行共同によるユーロ圏全体をカバーする新投資銀行の設立等である。

また今後、投信等の運用資産規模の増大が見込まれるため、資産運用業務に強い保険会社を買収して傘下に収めるという動きもある。銀行には投資対象規制が課されているため、銀行系投信では株式等のリスク性資産を多く含むポートフォリオ運用のノウハウが必ずしも十分には蓄積されてこなかった。このため銀行は運用ノウハウの獲得と投信の運用規模の拡大を主な目的として、保険会社の買収に動いている。99年にスウェーデンでスベンスカ・エンスキルダ・バンケンがトリグ・ハンザを買収後、生命保険業務以外の業務を直ちにイギリスのロイヤル・アンド・サンアライアンスに売却したことは、その戦略の代表的な例と言えよう。

（2）保険会社の戦略

保険会社では、販売チャネルの違いにより、再保険会社と元受保険会社では営業規模の拡大方法が異なっている。銀行同様販売チャネルが自前のものである再保険会社と違って、元受保険会社では契約により保険の販売を行う営業職員や専属代理店、保険プロ

カーや銀行窓口といったそれぞれの販売チャネルが保険会社から独立している。そのため元受保険会社間での合併や買収は、営業地域もしくは業務分野の重複しない保険会社相互間、あるいは重複していてもどちらかの規模が小さく効率化が期待できる場合に限られる。これは地域等が重なる元受保険会社間の合併や買収では、営業職員や専属代理店同士の縄張り争いから販売チャネルの強化に繋がらず、それほど効果が期待できないためである。最近の例としては、イタリア北部に強いジェネラリが、99年に同国南部に強いイタリア保険公社（INA）を買収しイタリアでの基盤を磐石なものにしたこと、2000年に入ってイギリスで損害保険業務に強いCGUと生命保険業務に強いノーリッチ・ユニオンが合併してCGNUとなり、国内での生損保の基盤を固めたこと等が挙げられる。

またITの進歩を利用した例では、イギリスで自動車保険の通信販売をしているダイレクト・ラインが、インターネット上でアクセスから2分以内で自動車保険を買えるサービスを99年8月から開始し、イギリスでの自動車保険最大手の地位を揺るぎないものにしてしようとしているという例がある。

一方、保険会社も決済サービス業務を手に入れることを目的として、銀行業務に参入している。保険会社にとって保険金や給付金という形で流出する資金のつなぎ止めは課題となっており、決済サービス業務を持つことでそれらをグループ内に滞留させ、グループ内の商品で運用してもらうことは、滞留資金の運用益確保、保険業務とのシナジー効果が得られ魅力的だからである。

その場合、既にある銀行の店舗網に対抗できるような拠点の構築はコスト負担が大きいため、多くの場合には銀行との合併や買収等により、店舗を含めた銀行の業務基盤を一挙に手に入れる手法が採られることが多い。最近の例としては、99年にデンマークでトリグ・バルチカがユニバンクと共同で持株会社を設立したこと、オランダのINGが近年ベルギー、ドイツ等近隣諸国も含め積極的に銀行の買収を行っていること等が挙げられる。

しかし一方で、ITの進歩により低コストで運営できるエレクトロニック・バンキングを展開することが可能になっている。こうしたものの中には高金利を提示したり、あるいは24時間365日取引ができるといった、既存の銀行店舗では対応できないような顧客の利便性を考慮した運営をしている例も見られる。イギリスではプルデンシャルのインターネット専門の銀行子会社であるエッグが、高金利預金と低利の住宅融資を武器に、98年10月の設立からわずか1年あまりで80万人の顧客と資産総額76億ポンドを獲得し、株式の公開を予定するまでになっている。

4. バンカシュアランス^{注3}について

これまで述べてきたように、銀行、保険会社がそれぞれのマーケットにグループとして相互参入を進めている。参入する方法としては、業務提携、自前の子会社設立により一から育てていく方法、既存の銀行や保険会社を買収等で一挙に傘下に組み入れる方法等がある。この中で銀行と保険会社の間で行われる業務提携は、銀行にとっては他行に勝る取扱商品の拡充を図るといふ点で、また保険会社にとってはなるべく多くの銀行店舗で自らの保険商品を販売し他の保険会社を上回る販売チャネルの充実を図るといった点で、それぞれ既存銀行相互間の競合、あるいは保険会社相互間の競合への対応と捉えることが可能である。これに対して、子会社設立もしくは合併や買収による業務への全面的な参入は、銀行、保険会社相互のマーケットに異業種により支配される参入者が現れることになり、既存の銀行と保険会社との間の競合という側面を持っている。

業務提携の場合、銀行にとっては取扱商品の幅が広がり手数料ビジネスの強化には繋がるが、資産運用業務の強化には繋がらない。保険会社にとっては新たな販売チャネルを確保できるが、決済サービス業務を手に入れることはできないため、保険金や給付金等の社外流出資金のグループ内引き留めはこれまで同様に難しい。保険会社ではアリアンツ、アクサ、CGNU等が、銀行ではドイチェ・バンク等の欧州を代表する金融機関がこの戦略を採っているが、アリアンツ、アクサ両社も銀行への出資をしていないわけではない。両社は大株主としての立場を利用して、自らの有利な販売チャネルが築けるように銀行の再編を積極的にリードしようとしているが、現状では両社共に主業務である保険業務にこだわり、銀行業務には興味がないという基本スタンスを取っている。

自前の子会社を設立して銀行が保険業務へ参入するのは運用技術面でのメリットも無く、むしろ銀行として取扱保険商品を絞らざるを得ず、かえって手数料収入の減少に繋がる恐れもあることから、89年のドイチェ・バンクの例がある程度である。しかしそのドイチェ・バンクも現在では子会社を廃して業務提携へと戦略を変更している。同じく保険会社が自前の銀行子会社を設立して決済サービス業務へ進出するという戦略は、英ブルデンシャル、スカンディア等に見られ一定の成功を収めているが、既存の銀行に比べ規模で劣るため、利益面では保険業務を補完する程度に留まっている。

合併や買収による参入の場合、銀行にとってはグループとして資産運用業務の強化、保険商品設計技術の獲得といったメリットは大きいと考えられるが、子会社の設立の場合と同様、店舗で販売できる保険商品が傘下の保険会社のものに絞られる可能性がある。

こうした参入の例が逆のケースほど多くないのは、成熟した保険市場に参入するリスクは大きく、窓口販売による手数料収入が減るリスクを冒してまで、採るべき戦略ではないという考え方もあるからであろう。逆に保険会社の場合は、決済サービス業務への本格的な参入により保険金や給付金のグループ内への滞留は期待できるが、各金融機関がそれぞれに規模の拡大に努め、寡占化が進展する中で、戦力が分散しかねないという懸念がある。この戦略を採って参入が成功しているように見えるING、Fortis等ですら、国内のマーケットが狭隘で、且つ本格的なクロス・ボーダーでの買収のための環境が未だ整っていない中での限られた選択肢とも見ることができる。

現状では、バンカシュアランスを志向しながら銀行・保険業務の両方で大手といえるような体制を整備している金融機関は少ない。これはドイチェ・バンク、アリアンツ、アクサ等の戦略で明らかなように、全世界を舞台にして繰り広げられている金融機関の競争の中で、トップ・クラスに位置する欧州の金融機関は特にアメリカの金融機関に対抗するために、ターゲットを絞り戦略的な展開を図る必要に迫られていることが理由と考えられる。むしろ、欧州内でのみ活動する金融機関が合併や買収を中心にバンカシュアランスを進めている。

バンカシュアランスは金融環境の変化に対する銀行、保険会社の戦略として1つの方向であり、今後より多くの金融機関に広がる可能性があるだろう。しかし欧州では今後も国内を中心に銀行、保険会社それぞれの中での再編が一層進み、またクロス・ボーダーでの再編も近隣国に留まらず本格化すると見られることから、規模が拡大した金融機関による寡占化した市場での競争はさらに激化しよう。そうした中には、一旦保険業務に進出した銀行や銀行業務に進出した保険会社であっても、競争力強化のためにその業務から撤退し、従来手掛けてきた業務に再び特化するようなところも出てこよう。欧州でのバンカシュアランスの進展には今後も多様な展開が考えられるが、我が国における銀行、保険会社による業務の相互参入のあり方を考える上で、その先行きが注目される。

注¹ 本稿では、銀行業務や保険業務を営む機関と定義する。

注² 本稿では、銀行業務、証券業務、保険業務を総括した業務と定義する。

注³ 本稿では、保険業務と銀行業務を一体として取り扱う業態と定義する。フランスではバンカシュアランス（Bancassurance）、ドイツではアルフィナンツ（Allfinanz）と呼ばれている。

表 ユーロ導入後の欧州金融機関の主要な合併、買収、出資及び提携

事 例	発表年
<p>(ドイツ)</p> <p>Bayerische Landesbank(銀行)とHelaba(銀行)とLandesbank Baden-Wuerttemberg(銀行)が合併 Commerzbankが以下の3銀行と共同で投資銀行を設立</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ Banco Santander Central Hispano (スペイン) ・ Credit Lyonnais (フランス) ・ Banca Intesa (イタリア) 	<p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(フランス)</p> <p>Banque Nationale de Paris (銀行)がBanque Paribas (銀行)を買収 Axa (保険)がGuardian Royal Exchange (イギリス、保険)を買収</p>	<p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(イタリア)</p> <p>Banca Commerciale Italiana (銀行)がPrivredna Banka (クロアチア、銀行)を買収 Banca Intesa (銀行)がBanca Commerciale Italiana (銀行)を買収 San Paolo-IMI (銀行)が以下の金融機関を買収</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ Acqua Marcia (銀行) ・ Banco di Napoli (銀行) <p>Unicredito Italiano (銀行)がBank Pekao (ポーランド、銀行)を買収 Banca di Roma (銀行)がMediocredito Centrale (銀行)を買収 Banca Lombarda (銀行)がBanca Regionale Europea (銀行)を買収 Generali (保険)がInstitut National de l'Audiovisuel(INA) (保険)を買収</p>	<p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(スペイン)</p> <p>Banco Santander(銀行)Banco Central Hispano(銀行)と合併し、Banco Santander Central Hispanoとなる Banco Santander Central Hispano (銀行)がChampalimaud Group (ポルトガル、金融持株会社)に41%出資 Banco Bilbao Vizcaya (銀行)とArgentaria (銀行)が合併し、Banco Bilbao Vizcaya Argentariaとなる</p>	<p>1999</p> <p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(オランダ)</p> <p>RabobankがDG Bank (ドイツ、銀行)と投資銀行業務を統合 ING (保険)がUBS (スイス、銀行)から以下の4資産証券化子会社を買収</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ Mont Blanc Capital (スイス) ・ Monte Rosa Capital (スイス) ・ Matterhorn Capital (スイス) ・ Eiger Capital (スイス) 	<p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(ベルギー)</p> <p>Fortis Group (ベルギー/オランダ、保険)がBanque Generale du Luxembourg (ルクセンブルグ、銀行)を買収</p>	<p>2000</p>
<p>(フィンランド)</p> <p>MeritaNordbanken (フィンランド/スウェーデン、銀行)が以下の金融機関を買収</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ Christiania Bank (ノルウェー、銀行) ・ Maizels Westerberg (ノルウェー、銀行) <p>・ 持株会社Nordic Baltic HoldingがUnidanmark (デンマーク、金融持株会社)を買収 Sampo Insurance (保険)がLeonia (銀行)と合併し、共同持株会社Sampo-Leoniaを設立</p>	<p>1999</p> <p>2000</p> <p>1999</p> <p>1999</p>
<p>(ポルトガル)</p> <p>Banco Comercial Portugues (銀行)が以下の金融機関を買収</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ Champalimaud Group (金融持株会社)から以下の3銀行を買収 <ul style="list-style-type: none"> ・ Banco Pinto e Sotto Mayor ・ Credito Predial Portugues ・ Banco Totta & Acores ・ Mello banking and insurance group傘下のBanco Mello (銀行)とImperio (保険)を買収 <p>Banco Espirito Santo (銀行)とBanco Portugues de Investimento (銀行)が合併</p>	<p>1999</p> <p>2000</p> <p>2000</p>

<p>(イギリス)</p> <p>Royal Bank of Scotland (銀行) がNational Westminster Bank (銀行) を買収 Lloyds TSB (銀行) がScottish Widows (保険) を買収 Standard Chartered Bank (銀行) がNakomthon Bank (タイ、銀行) を買収 Norwich Union (保険) がCaixa Catalunya (スペイン、銀行) からASCAT (スペイン、保険) とMNA (スペイン、保険) を買収 Commercial General Union (保険) が以下の金融機関を買収・合併 ・ Nuts Ohra (オランダ、保険) を買収 ・ Norwich Union (保険) と合併し、Commercial General Norwich Unionとなる Royal & SunAlliance (保険) がSkandinaviska Enskilda Banken (スウェーデン、銀行) からTrygg-Hansa (スウェーデン、保険) のnon-life部門を買収</p>	<p>2000 1999 1999 1999 1999 1999 2000 1999</p>
<p>(スウェーデン)</p> <p>Skandinaviska Enskilda Banken (銀行) が以下の金融機関を買収 ・ Trygg-Hansa (保険) ・ Credit Lyonnais (フランス、銀行) 傘下のBfG Bank (ドイツ、銀行) Skandia (保険) がStorebrand (ノルウェー、保険) とPohjala (フィンランド、保険) とnon-life部門を統合</p>	<p>1999 1999 1999</p>
<p>(デンマーク)</p> <p>Unibank (銀行) とTryg-Baltica (保険) が共同持株会社Unidanmarkを設立</p>	<p>1999</p>
<p>(スイス)</p> <p>Credit Suisse Group (銀行) が以下の金融機関の業務部門を買収 ・ ABN-AMRO (オランダ、銀行) のスペインにおけるプライベート・バンキング部門 ・ Schroders (イギリス、銀行) の日本株部門 Zurich Financial Services (保険) が以下の金融機関に出資・買収 ・ Baloise (保険) に23%出資 ・ Abbey National Life (イギリス、保険) の販売部門を買収 Swiss Life (保険) が住友銀行 (日本、銀行) からgotthard Bank of Switzerland (銀行) を買収 Winterthur (保険) が傘下のSkandia (スウェーデン、保険) からNational Insurance and Guarantee (イギリス、保険) を買収</p>	<p>1999 2000 1999 2000 1999 1999</p>

(出所) Financial Times, International Herald Tribune, Reuters等より筆者作成

C 2000 Institute for International Monetary Affairs (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: 3-2, Nihombashi Hongokucho 1-chome, Chuo-ku, Tokyo 103-0021, Japan
Telephone: 81-3-3245-6934, Facsimile: 81-3-3231-5422

〒103-0021 東京都中央区日本橋本石町1-3-2
電話 : 03-3245-6934 代 ファックス : 03-3231-5422
e-mail: admin@iima.or.jp
URL: <http://www.iima.or.jp/>