

# Newsletter



Institute for International Monetary Affairs

(財)国際通貨研究所

## グローバル金融危機の中南米経済への影響

～世界同時不況の中で経済パフォーマンスの格差が広がるか？～

(財) 国際通貨研究所  
経済調査部 上席研究員  
松井 謙一郎  
[matsui@iima.or.jp](mailto:matsui@iima.or.jp)

### 【要 旨】

1. 今後景気の鈍化や経常収支の悪化等の形で中南米経済でもグローバル金融危機の影響が出てくることは避けられない。証券投資資金などの流出で為替相場と株式相場が昨年夏以降大きく下落したことは主要国とも共通であるが、過去数年のファンダメンタルズ改善を背景に、これまでのところは大きな混乱、危機を招かずに対応ができたと言える。また域内諸国と関係国際機関と連携して、域内国への流動性供給枠確保の危機対応を迅速に表明する等地域の結束というプラス面も見られた。
2. 各国共に金融危機の余波への対応に追われたが、危機への対応は主要国でも大きく異なっている。ブラジルは為替・金融市場による混乱の余波は受けたものの内外の信認は総じて安定しており、G20 の枠組みでのプレゼンス拡大を図るといった新興国のリーダーを意識した動きも見られる。  
一方で、メキシコは米国への依存度が極めて高く、財政支出の拡大等で自国景気の減速を抑えることに追われている。また、アルゼンチンは農産物への輸出税引き上げ政策の失敗や穀物価格の下落のマイナス要因に加えて、民間に委ねていた年金運営を国が行う年金国有化の対応で内外の信認を大きく喪失することとなった。

3. 地域の経常収支はここ数年黒字基調が続いていたが、現在赤字に転じつつある。ブラジルの鉄鉱石、アルゼンチンの大豆、チリの銅、ベネズエラ・メキシコの石油など、主要国でも依然として食糧・鉱物が主要な輸出品目となっている。従って、食糧・鉱物等の一次産品価格の低迷が続くと、地域全体として経常収支赤字が拡大かつ慢性化するリスクがある。

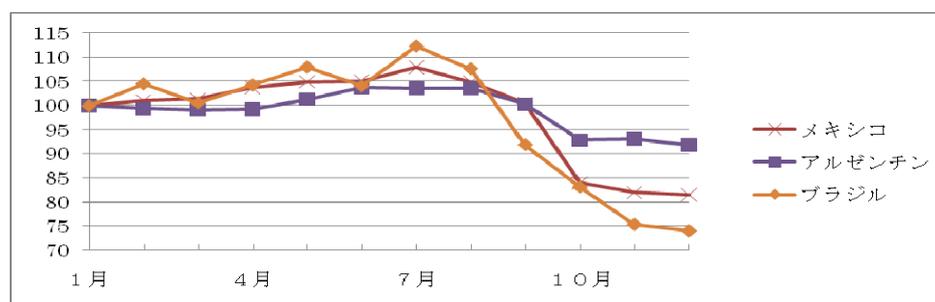
同じ産油国でもメキシコ、ベネズエラでは構造改革の取組みの遅れで長期的な競争力低下が懸念される。他方で、ブラジルは技術力も活用して石油の自給自足達成後に輸出品目の柱にすることも目指している。石油産業に象徴されるように、今後は主要国間でも政策対応の在り方次第で信用力・競争力の差が拡大、更には経済パフォーマンスの格差が拡大する可能性がある。

=====  
**【以下本文】**  
 =====

1. グローバル金融危機の影響

今般のグローバル危機の影響については、世界的に市場が動揺する中で、中南米主要国の市場も大きく影響を受けた。先ず為替レートについて見ると主要国では大きく下落している。アルゼンチンは為替介入による影響もあって下落幅は限定的であったが、ブラジルやメキシコでは大きく下落した。

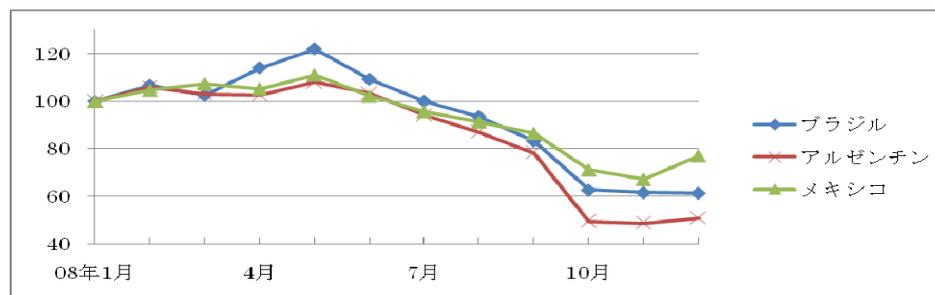
図1 主要3か国の為替相場の推移(2008年初の対米ドル為替を100として指数化)



(出所)IMF の IFS、各国の中銀データより作成

また株価については、昨年の5月頃までは上昇基調にあったが、昨年半ば以降急落した。主要3か国での昨年末の水準は昨年ピーク時の半分程度の水準まで下落している。

図2 主要3か国の株式市場の指数(2008年初を100)の推移



(出所)各国の中銀データより作成

一方で、投資家の信用度を示すソブリン・スプレッド(米国債との各国債とのスプレッド)は、今般の危機の中で内外の不信任が高まったアルゼンチンについて急上昇したが、これを除けば地域全体の信用度の低下は一定の限度に止まっている。外貨準備高も、ブラジルは2,000億ドルを上回る水準を安定的に確保、メキシコやアルゼンチンの外準もグローバル金融危機の影響もあって一時的な落ち込みはあったものの、概ね安定的な水準で推移している。

図3 ソブリン・スプレッドの推移(アルゼンチン)(単位:bp)

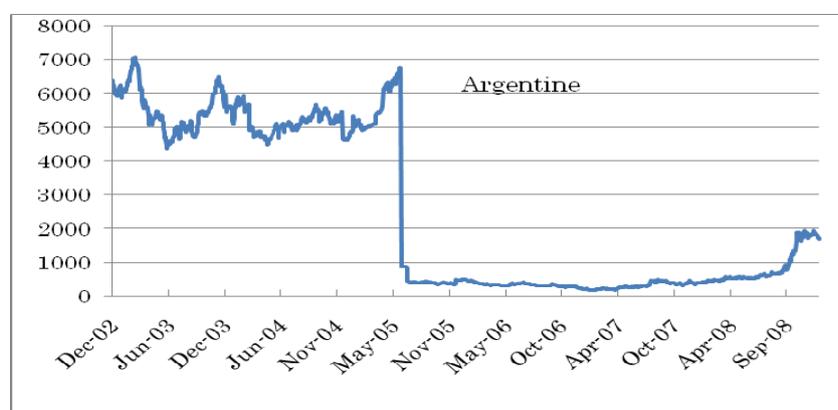
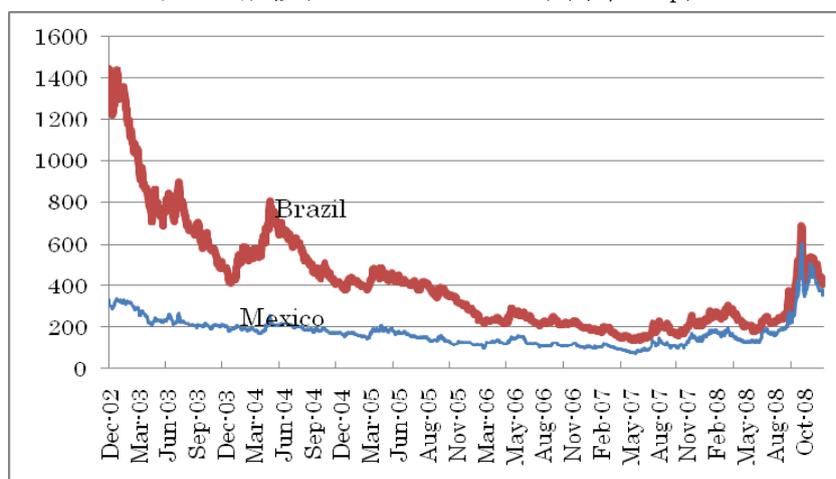


図4 ソブリン・スプレッドの推移(ブラジル・メキシコ)(単位:bp)



(出所)JP Morgan Chase EMBI ソブリン・スプレッドのデータより作成

2001～03年の3年間はアルゼンチンの債務危機、ブラジルの大統領選挙の結果への不安の高まり等、地域全体のセンチメントが低迷し、成長率は大きく落ち込んだ。しかし2004年以降は持ち直して、地域全体での成長率は5%程度の水準を維持してきた。経常収支は1990年代から2000年代初頭までは慢性的に赤字であったが、世界全般の好景気の持続や資源・食料価格の高騰もあり、2003年以降は黒字となった。インフレ率も主要国では金融政策の機動的な運営が行われて、コントロールされてきたと言える。このような最近数年のファンダメンタルズ改善を背景とした対外的脆弱性の低下により、総じてみれば地域として直接的には大きな混乱を招かずに危機対応ができたと言える。

また、今般のグローバル金融危機では、一部の国際機関と連携して域内諸国への流動性供給枠確保という危機対応を迅速に表明する等、地域の結束というプラス面が見られた点は特筆すべきことと言えよう。具体的には、2008年10月13日に、域内として金融混乱への対応として3地域機関が総額93億ドルの融資枠の設定を発表した。内訳は、IDB(米州開発銀行)が60億ドル、CAF(アンデス開発公社)が15億ドル、FLAR(ラテンアメリカ準備基金)が18億ドルをコミットする等、地域としては迅速な対応を行った。この背景には、地域全体としてIMFの支援を受ける事態は回避したいという政策的な意思が働いていると思われる。

一方で、世界的な規模でグローバル金融危機が实体经济に及ぶ中で中南米地域も例外ではなく、今後は地域全体の景気の減速は避けられない見込みである。2008年の中南米地域の実質GDP成長率は4.0%と、2007年の5.3%から鈍化する見込みである。ブラジルは2007年の5.4%成長に続き、2008年は第3四半期まで6%を超える高い成長を遂げているが、グローバル金融危機の影響で第4四半期以降の急激な

減速は避けられないと思われる。

表 1 主要 3 か国の実質 GDP 成長率の推移(2007 年以降四半期毎)

	2007第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	2008第1Q	第2Q	第3Q
ブラジル	4.4	5.4	5.4	6.1	6.1	6.2	6.8
アルゼンチン	8	8.6	8.8	9.1	8.3	7.6	6.5
メキシコ	2.5	2.6	3.4	4.2	2.6	2.7	1.6

(出所) 各国統計局のデータより作成

## 2. グローバル金融危機への域内主要国の政策対応と影響

各国共にグローバル金融危機の余波への対応に迫られたが、ここではブラジル、アルゼンチン、メキシコの主要 3 か国の対応と影響を個別に見る。この 3 か国は G20 のメンバー国であるが、対応や影響には差が出てきている。

### (1) ブラジル:証券投資の流出で株価、為替相場とも大幅下落したが相対的には良好

2005 年 9 月に中銀が金融緩和政策に転じて以降約 2 年間政策金利の引下げ策を続けたこともあり景気は好調に推移してきた。2007 年に入ってから堅調な成長を続ける中でインフレ圧力が再燃したため、10 月に中銀は約 2 年間続けてきた政策金利の連続引下げ策停止を発表した。更にインフレ圧力が一段と高まってきたことから、2008 年 4 月には政策金利の引き上げに転じた。このように同国の金融政策は、成長率とインフレ率のバランスをとりながら、機動的な金融政策運営を行ってきた。好調な国内消費を背景に 2007 年の実質 GDP 成長率は 5.4%と 2006 年の 3.7%を上回る水準となり、2008 年に入っても第 3 四半期まで 6%の前後の高いペースでの成長が続いている。

また、昨年 11 月に G20 会合がブラジルで開催されたが、ブラジルは G20 の枠組みでのプレゼンス拡大を図るという新興国のリーダーを意識した動きも見られる。地域内でも、アルゼンチンとの間で貿易決済での自国通貨利用促進を発表したことに見られるように地域統合で主導権の発揮を意識している。自国通貨建てシフトが進めば、貿易決済に必要なドルの売買のスプレッドや銀行手数料の節約、ドル決済に要する申請手続きの省略等の実務的なメリットも期待され、将来的にはメルコスール全般に拡大することが見込まれる。

政府は昨年 10 月に、金融危機の影響で資金不足に陥った銀行が株式を発行し、政府系銀行がこれを取得する形での中小金融機関の支援策をいち早く発表した。また、昨年末には政府は所得税率の一部引き下げと自動車税の引き下げで、低・中所得層に配慮した形での総額約 39 億ドル相当の減税策を発表した。

しかしながら、好調に推移してきた国内消費においても、銀行融資の厳格化の結果、減速、あるいは落ち込みが不可避な状況になってきている。昨年 9 月までは自動車販

売も非常に好調に推移していたが、11月以降落ち込みが顕著となっている。個人消費を牽引してきた自動車販売台数の落ち込みの大きな要因として自動車ローンの厳格化が挙げられている。

表2 ブラジルの自動車販売台数の推移 (単位は千台)

	08年4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
販売台数	261	242	256	288	245	269	239	178	194
前年同期	179	211	199	217	235	204	244	237	242
前年同期比(%)	45.9	14.6	28.9	32.5	4.1	31.7	▲ 2.1	▲ 25.0	▲ 19.7

(出所)ブラジル統計局のデータより作成

また、対外収支面でも、既に見た通りの03年以降の顕著なレアル相場の上昇と国内の好調な消費を背景に、輸入が輸出を大きく上回るペースで増加している。この結果、03年から06年まで黒字となった経常収支は07年末頃から一転して赤字幅が拡大している。国内消費の鈍化で輸入の伸びが鈍化して経常収支の赤字拡大に歯止めがかかる面もあるが、経常収支の赤字のレベルについては今後留意が必要であろう。

加えて、対外資産・負債のバランスで見ても、ブラジルの対外負債は近年株式市場への資金流入の拡大で大きく増加している。以下の表にあるように、対外負債は近年大きく増加したが、かなりの部分が同国への株式市場への資金流入となっている。海外から同国の株式市場向けの投資金額は2008年6月末現在で約4,000億ドルに達しており、将来的にこの資金の動向に大きく左右されるリスクを内包している。実際、昨年夏以降の同国株式と為替相場の下落は、こうした流入資金の一部が引き揚げられた(資金流出)結果であろう。長期的に見れば依然として脆弱性を抱えている点は否めない。

表3 ブラジルへのポートフォリオ投資の推移 (単位:億ドル)

	2007年3月	6月	9月	12月	2008年3月	6月
対外負債	6,676	7,774	8,690	9,391	9,437	10,600
ポートフォリオ投資	3,200	3,920	4,610	5,096	4,935	5,650
(内、株式投資)	1,997	2,584	3,192	3,640	3,356	4,021

(出所)ブラジル中央銀行のデータより作成

## (2) アルゼンチン: 政府介入型の強引な政策が行き詰る

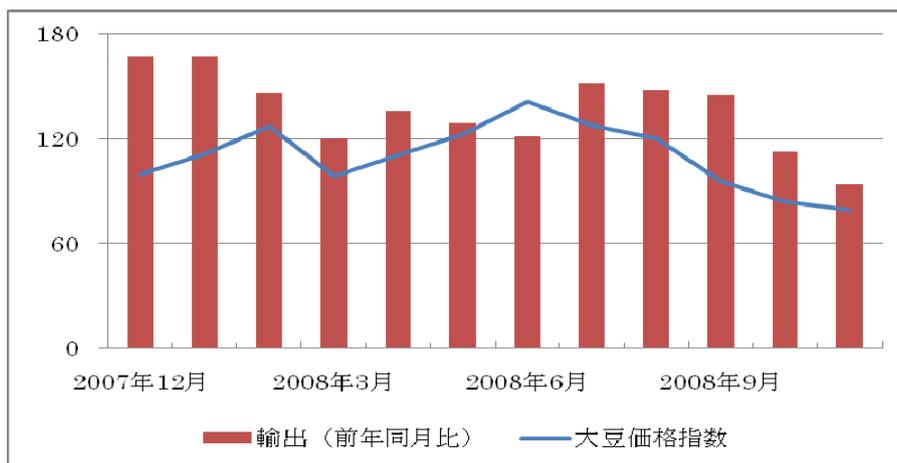
2006年1月のIMFへの融資全額返済以降、政府は国内の主要な生産部門と協約を交わして半ば強制的な形での価格引き上げの抑制を求めるなど市場メカニズムによらない形でインフレ抑制を行ってきた。この措置の効果もあってインフレ率は10%程度

の水準に抑えられてきたものの、価格メカニズムを歪める政策として企業からの不満も強く出ていた。2007 年末に発足した現在のフェルナンデス政権は、これまで前キルチネル大統領の路線を概ね踏襲してきたが、今まで抑制してきた歪みが徐々に表面化してきている。

食糧を輸出から国内の供給に回して国内でのインフレ圧力の高まりと食糧不足を緩和する目的で、政府は昨年 3 月に大豆等の穀物への輸出税引き上げを決定した。これに対して、農作物の輸出に携わる中小零細農家が中心となって農産物運送の交通妨害を始めるなど、農業関係者の抗議運動が激化した。また、政府は昨年 7 月に大豆・ヒマワリへの輸出税の引き上げ政策の導入を試みましたが、議会で法案が否決された。法案否決の背景には農牧業者の強い反発を背景とした与党内の造反もあり、政策運営への信認が大きく低下した。

更に、年金基金国有化の問題で内外の信認が決定的に低下する結果となった。昨年 10 月に、政府は「年金受給者を世界的な金融混乱から守り、目先の市場の動きにとらわれない長期的な視点での投資を行うため」として、民間に任せていた年金基金運営を国有化する案を発表した。これに対して野党は、国有化は年金資産の運用を国債に固定化させ、また年金資産を対外債務返済の原資に充てる意図があるとして強く反発、海外投資家の不安感も増幅して株式市場は大きく下落した。このほかにも現政権では物価の統制、大豆への輸出税の引き上げ、アルゼンチン航空国営化による企業再建への国家介入の動き等に見られるように様々な形で国家が民間の経済活動への介入を強めている。

図 5 大豆価格と輸出の推移



(出所) Bloomberg のデータより作成

(注)大豆価格は2007年末の価格を100として指数化、輸出は対前年同月比で指数化

2003 年以降、政府は債務再編による債務返済負担軽減、通貨金融危機によるペソ相場的大幅な下落、インフレ抑制などを背景に景気回復の持続を実現した。大幅な元本削減を伴う債務再編、政府の企業統制によるインフレ抑制等の強権的な手法には根強い批判を受けつつも、高い経済成長率の持続を背景に債務危機によって大きく喪失した内外の信認を回復してきた。

しかし、今般の危機において IMF からの再融資を回避するために強権発動的な政策を取った面もあり、結果として内外の信認を大きく喪失することとなった。2008 年まで高い水準を維持してきた経済成長率についても、2009 年は 4% 台を確保するのも困難と見られている。本年は中間選挙を控えて、現政権は政治面でも困難な状況に直面することが予想される。

### (3) メキシコ：米国経済への深い依存がアキレス腱

メキシコは経済面での米国への依存度が極めて高く、米国経済の混乱の影響緩和のために政府の財政支出の拡大等、自国景気の後退を抑えることに追われている。

最近数年間は景気とインフレ率のバランスを取りながら政策運営がなされてきた。2006 年 5 月以降は景気が安定基調をたどったことから中銀は利下げを見送っていたが、2007 年に入ってからインフレ圧力が強まってきたため、4 月に金利引き上げに転じ、10 月にも追加利上げを行う等機動的に対応してきた。この効果もあり、2007 年の実質 GDP 成長率は 3.3%、インフレ率は 4.0% と成長とインフレ抑制のバランスの取れた結果となった。2008 年にはいってからも国内消費と財政支出拡大が景気を下支えしてきたが、現在米国景気の減速の影響が顕著になってきている。

国際収支面では貿易・サービス収支が恒常的に赤字を計上しており、これを郷里送金の受取(経常収支項目の中の移転収支に分類される)で埋めてきた。2008 年は主要輸出先の米国の景気後退の影響もあり、経常収支の赤字幅は前年比で拡大した。2009 年には赤字幅が更に拡大すると見込まれている。

メキシコの国内消費を支えてきた要因として、近年の米国などからの郷里送金(在外のメキシコ人からメキシコ本国への送金)の増加が指摘できる。郷里送金は 2007 年中頃までは順調に推移していたが、本年に入ってから前年同期比を下回っている。この減少の結果、低所得者層の消費者金融債務の延滞の増加につながる等、景気を支えてきた国内消費にも陰りが出てきている。

表 4 メキシコの郷里送金(四半期)の推移 (単位:億ドル)

期間	2007 第1Q	第2Q	第3Q	第4Q	2008 第1Q	第2Q	第3Q
送金額	55	64	63	58	53	63	59
前年同期比	103%	99%	103%	100%	97%	99%	93%

(出所)メキシコ中央銀行のデータより作成

今後の経済成長率の見通しについて、民間機関による予想ではマイナス成長の予測が多数を占めている。政府は財政支出拡大による景気浮揚効果を狙っているが、インフラ整備を中心とした景気刺激策が内需をどの程度維持できるかは不透明である。

### 3. 石油産業をめぐる各国の競争力格差の拡大

地域の経常収支はここ数年黒字基調が続いていたが、現在赤字基調に転じつつある。ブラジルの鉄鉱石、アルゼンチン的大豆、チリの銅、ベネズエラ・メキシコの石油等、主要国でも依然として食糧・鉱物が重要な輸出品目となっている。従って、食糧・鉱物等の一次産品の価格低迷が続くと、地域全体として経常収支赤字が拡大かつ慢性化するリスクがある。

同じ産油国でもメキシコ、ベネズエラは構造改革の取組みの遅れによる長期的な競争力低下のリスクを潜在的に抱える一方で、ブラジルは技術力も活用して石油を自給自足達成後の輸出品目の柱にすることを目指している。このように、今後は政策対応の在り方次第で主要国間の信用力、競争力の差が拡大していく可能性がある。以下ではメキシコ、ベネズエラ、ブラジルの3か国の石油産業を例に構造改革への取組みを比較する。

#### (1)メキシコ:遅延する石油産業の構造改革

同国は中南米域内において石油生産量ではベネズエラに次いで第2位の域内有数の産油国である。同国では国家による石油産業管理は憲法上の資源ナショナリズムの象徴であり、PEMEX(メキシコ国営石油公社)は世界有数規模の国営石油公社としての地位を維持してきた。同国の輸出において石油関連は現在でも2割程度のシェアを占めており、国家財政にとっても重要な存在である。

1990年代以降同国の石油産業の将来性に陰りが見え始める中で、設備投資の近代化、新規油田の開発の促進のためのPEMEXの改革が重要な課題となってきた。同国では与党PRI(制度的革命党)による一党支配が70年以上続いていたが、2000年7月の大統領選で変革を訴えたフォックス候補が勝利、71年ぶりに政権政党が交代した。フォックス前政権はPEMEX改革を重要な課題として取り組んできたが、政権政党のPAN(国民行動党)が議会で過半数をとれなかったため、PEMEX改革、税制改革、労働改革などの構造改革は容易に進まなかった。

昨年夏までの石油価格の高騰の結果、それまでは石油輸出額は大きく伸びてきたが、昨年秋以降は石油価格が急落し、石油収入も大きく落ち込んでいる。PEMEX改革問題への取組みを重点課題として掲げてきた現カルデロン政権は、昨年10月にPEMEX強化法案を国会で可決させ、この問題に一つの区切りを付けることには成功した。

しかしながら、内容面では当初政府が提案していた民間資本などの導入は認められ

ず、PEMEX の組織体制と経営自主権の強化を中心とする小幅な前進にとどまったという見方が多い。最終的には石油製品の upstream から downstream までの国家独占が維持される形となっている。外資系企業などの民間資本を活用せずに PEMEX 独自で新たな油田開発を進めることは実質的に困難とされており、民間資本の導入制限の見直し等、今後更なる改革の必要性が同国の産業界を中心に指摘されている。

表 5 メキシコの輸出と石油の割合 (単位:億ドル)

	総輸出	(前年同期比)	石油輸出	(前年同期比)	石油輸出比率
2008年1月	222	117%	42	159%	19%
2月	229	117%	38	136%	17%
3月	251	116%	50	160%	20%
4月	271	129%	48	153%	18%
5月	260	109%	50	142%	19%
6月	264	116%	56	159%	21%
7月	276	122%	59	150%	22%
8月	259	106%	55	154%	21%
9月	253	110%	37	95%	15%
10月	252	96%	34	92%	14%
11月	204	84%	23	47%	11%

(出所)メキシコ中央銀行のデータより作成

## (2) ベネズエラ:過度な石油依存の行き詰まり

同国の輸出に占める石油の割合は 7~8 割と石油依存度は極めて高く、2008 年前半までは石油価格の高騰を背景にマクロ経済指標が大きく改善した。また、現在のチャベス政権は OPEC の天然ガス版の機構設立構想やイラン・キューバ・ロシアといった反米色の強い国々との関係強化を打ち出す等、ここ数年は国際社会においても存在感を高めてきた。中南米地域内でも南米銀行の設立の提唱や国債購入によるアルゼンチンの国際収支支援等で域内での影響力を高めてきた。このような政策推進は、石油収入を背景とした積極的な財政支出とそれによる国民の支持基盤確保で可能であった。

PDVSA(ベネズエラ国営石油公社)も同国の石油産業の中核として中南米における存在感を近年強めてきた。例えば、ブラジルの PETROBRAS やアルゼンチンの YPF といった南米域内の主要国の石油会社との連携を強化し、2004 年には南米各国の石油会社を統合した機構である PETROAMERICA の構想も打ち出されている。一方で、キューバを中心にカリブ海諸国に低価格での供給を行う等、ベネズエラの対外戦略の重要な担い手となってきた。

表 6 ベネズエラの国際収支の状況

(単位:億ドル)

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
輸出	254	259	240	340	519	592	692
(内、石油)	201	188	186	268	390	478	516
輸入	165	117	83	152	218	306	419
外貨準備高	92	85	160	184	239	294	242

(出所)IMF (IFS) のデータより作成

しかしながら、昨年夏以降の原油価格の急落により、石油に全面的に依存してきた同国の脆弱体質が顕在化しつつある。足許では、昨年第 3 四半期の GDP 成長率は前年同期比 4.6% で、減速傾向が明確になってきている。また、昨年 11 月に行われた統一地方選挙では、反チャベス派も主要な州で勢力を伸ばす等現政権の影響力の低下が目立ってきている。

2000 年代以降、石油価格の高騰の状況の中で輸出製品の多角化が進まず、逆に石油への依存度を強める結果となった。また国家の石油産業を PDVSA が独占してきたことによる弊害や、現政権下で外資の影響力を排除してきたことに伴う技術力の低下が同国の長期的な石油産出に及ぼす悪影響が指摘されている。石油に依存してきた政策運営は大きな正念場を迎えている。

### (3) ブラジル: 相対的にバランスのとれたエネルギー政策

同国の場合は、メキシコやベネズエラと比較すると石油への依存度は低いが、産出量で見ると中南米地域では第 3 位の産油国である。国内でのエタノール利用の加速、新油田発見等の要因等もあり、石油自給を達成して現在は石油輸出国に転じつつある。ブラジルが近年資源大国としての投資人気が高まった背景には、最も注目されているエタノール利用や鉄鉱石の価格高騰の要因以外にも、原油輸出国へ転じた点も大きい。

グローバル金融危機が表面化するまでは、中東やアジアを始めとして多くの国では経常収支の黒字で蓄積した外貨の運用の多様化として SWF の創設が相次いで見られた。ブラジルも近年の急速な外貨準備高の積み上げに加え、新たな油田発掘を背景に将来の石油収入もファンドの資金源として組み入れることが議論された。当初の段階では、外貨や将来の石油収入をブラジル企業の海外進出や海外投資の支援のために充当すべきと言う意見もあった。政府案は昨年 7 月に議会に提出され、最終的には財政余剰の一部を財源と拠出するという形で保守的な意見でまとまったが、SWF 創設の議論で将来の石油収入の用途が大きな論点となった点は留意すべきと言えよう。

同国の場合には、国営石油会社の PETROBRAS(ペトロブラス)が巨大な資金力や一部民営化後の経営の自由度の高まりを背景に、中南米地域を中心に積極的な海外

展開を行ってきた。2000年には、ブラジルとベネズエラとの間で石油協力協定が結ばれ、ペトロブラスはベネズエラにおける原油採掘権を獲得した。また2002年には、当時債務問題で混乱していたアルゼンチンの石油会社を買収して、アルゼンチンでの地盤を強化した。またアジアも含めた積極的な海外進出以外にも、エタノールの分野での事業拡大や海底油田探索の技術における技術力の高さと要素も同社への安定した評価への背景にあると指摘される。

一方で同社の海外での事業展開は必ずしも順調に拡大し続けてきた訳ではなく、リスクにも直面している。例えば、ボリビアの天然ガスの開発にペトロブラスは15億ドル以上を投じて、ブラジルはボリビアから天然ガスの供給を受けてきた。ところが、2006年5月にボリビアが資源の国有化を宣言した結果、ボリビアでの開発計画は大きく見直しを迫られることとなった。ペトロブラスは昨年日本の中堅製油会社の買収を行ったが、この背景には今後の石油の輸出市場として重要なアジアでの拠点確保や中南米域外での事業のシェア拡大によるリスク分散の狙いがあるとされている。

以上の石油産業の例で見たように、ブラジルの状況は、メキシコやベネズエラの置かれた状況と相応に異なっている。また既述の通り、アルゼンチンは今まで抑制してきた政策的な歪みの表面化の対応に迫られ、内外の投資家信用の回復にも相応の時間を要する等、難しい課題を抱えている。政策対応の在り方次第で、今後信用力、競争力の差、更には経済パフォーマンスの格差がこれら主要国間で拡大する可能性があり、中南米主要国の競争力向上や構造改革の取組みが注目される。

以上

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、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しく申し上げます。当資料は信頼できるとさ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 2009 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, Nihonbashi Hongokuchō 1-chōme, Chūō-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：03-3235-6934 (代) ファックス：03-3231-5422

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

URL: <http://www.iima.or.jp>