



支援要請を巡って揺れるスペインの現状

公益財団法人 国際通貨研究所
開発経済調査部 上席研究員
(政策・メディア博士)
松井 謙一郎
matsui@iima.or.jp

(要 約)

1. スペインは、財政再建への不透明感が高まる中で信用が悪化し、更に地方政府の反発の強まりが新たな不安要因となってきた。特に、2012年のカタルニア州の選挙ではスペインからの離脱や独立国家としての欧州連合（EU）への参加が現実的な選択肢として議論されるなど、財政再建下での地方政府への対応の難しさが改めて浮き彫りになった。
2. この中で、スペインが国際通貨基金（IMF）・ユーロ圏に支援を要請するかが注目されてきたが、2012年9月に欧州中央銀行（ECB）が国債買い入れプログラム（OMT）を発表して以降は、市場も落ち着きを取り戻して小康状態にある。
3. 但し、OMTの利用については、スペインの多国籍企業のようにビジネス環境の安定のために早期申請への要望もある一方で、申請した場合の厳しい条件への社会全体や地方政府の強い反発がある。このため、スペイン政府も申請を事実上先送りしている。
4. 今後も当面は厳しい経済状況が続く事に加えて、地方政府の反発や OMT 申請を巡

る政府の先送り対応などの個別要因もあって、同国への市場での信認が安定するかどうかは不透明であり、引き続き楽観視はできない状況にある。

(本 文)

本稿では、支援要請に関係する事項を整理しながら、スペインの直面しているジレンマを分析する。1.では、IMF 支援下にあるユーロ圏の国々とのマクロ経済データの比較を通じてスペイン経済が直面する厳しい状況を要約する。2.では、市場不安への対応として主としてスペイン支援のために設定されてきたユーロ圏の支援枠組みを整理する。3.では、スペインの新たな不安定要因として注視されている地方財政の問題を歴史的な背景も踏まえて概観する。4.で今後のユーロ圏によるスペイン支援の在り方を分析する。

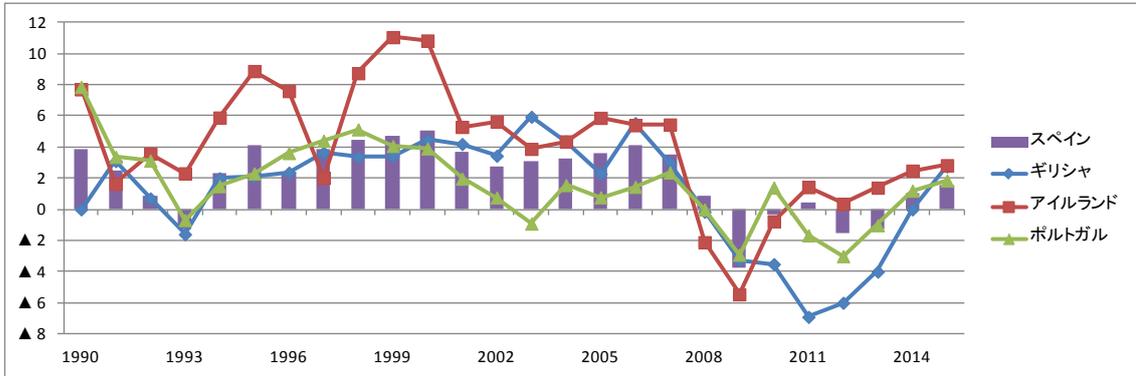
1. スペイン経済の現状

スペインは、非常に厳しい状況に直面している。最初に、経済の現状に関して、IMF 支援を受けているユーロ圏の3カ国（ギリシャ、アイルランド、ポルトガル）と比較しながら概観する。

スペインでは2009年から景気低迷が恒常的に続いているが、2010年代前半を通じても殆ど成長が期待できない状況にある（図表1）。2000年代末に落ち込みが大きかったアイルランドが成長を回復する見込みであるのに対して、スペインはギリシャ・ポルトガルと同様に回復後も低い成長に留まる見込みである。

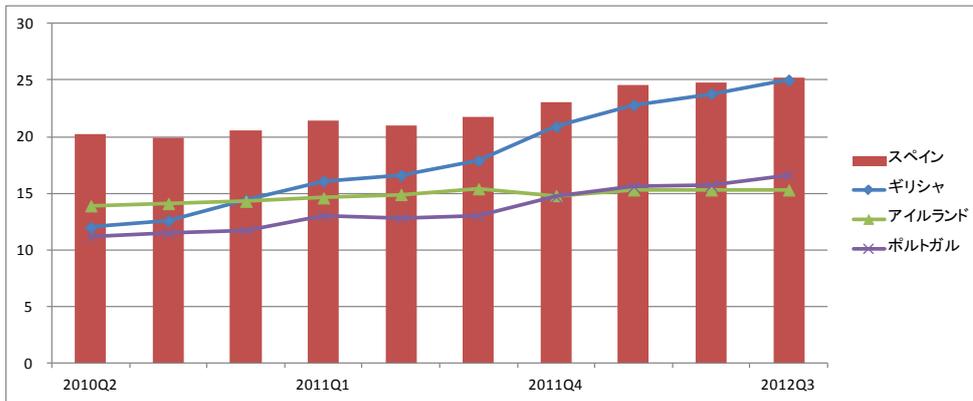
2010年代以降の失業率（4半期毎）は図表2の通りだが、直近ではギリシャと並んで最も高い水準にあり、アイルランド、ポルトガルとは10%近くの差があるが、同国の労働市場の硬直性が大きな要因として指摘されている。更に、若年層の失業率の高さ（例えば、25歳未満の失業率は50%近くの水準に達している）が、社会的な不満が強まる大きな要因となっている。

図表 1 4カ国の成長率の比較



(出所) IMF のデータベース(2012 年以降は IMF の予測)

図表 2 4カ国の失業率の比較

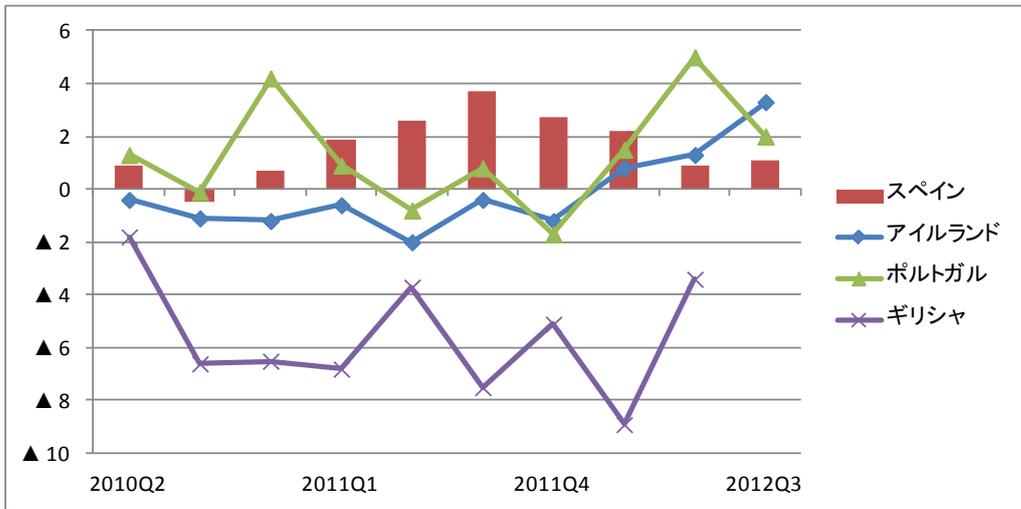


(出所) ユーロスタットのデータベース

他方で、同国では構造改革が推進されているが、改革効果の発揮や競争力改善を短期間に期待する事は難しい。図表 3 のように、ギリシャでは労働コストが低下の傾向にあつて構造改革の成果が見られ、アイルランドでもコストの上昇が概ね抑制されてきた。ポルトガルやスペインでも上昇に歯止めはかかりつつあるが、目立った効果を期待するのは難しい。

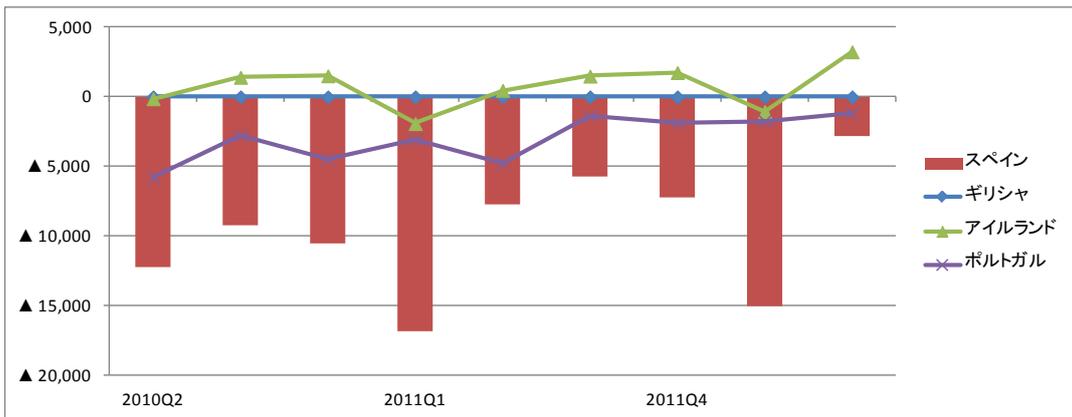
国全体の競争力の観点から 4カ国の経常収支をみると、スペインでは図表 4 のように徐々に縮小しているものの、依然として赤字の状況が続いている。ギリシャやポルトガルでも同様に赤字である一方、アイルランドは概ね黒字が定着している。

図表3 4カ国の労働コストの比較（前年同期の伸び率）



(出所) ユーロスタットのデータベース

図表4 4カ国の経常収支の比較（単位：百万ユーロ）



(出所) ユーロスタットのデータベース

2. これまでに設けられたスペイン支援の枠組み

2012年に入ってから同国の財政再建への不透明感が高まる中で、市場での信用が悪化した。2013年に入ってからスペインがIMFやユーロ圏への支援を要請するかどうか注目されている。以下では、支援要請に関する事項を整理しながら、今後のユーロ圏によるスペイン支援の在り方について分析する。

(1) ユーロ圏による支援策

ユーロ圏の加盟国支援の枠組みとしては欧州金融安定基金（EFSF）が主要な役割を果たしていたが、2012年10月に支援総枠が7,000億ユーロの欧州安定メカニズム（ESM）の成立が決まった事でEFSFの役割は実質的に引き継がれた。

ESMの役割は当初はEFSFと同様に資金の貸付が想定されていた。しかしながら、スペインの金融部門に対する市場の不安の表面化を背景に、ESMが金融部門へ直接資金注入する枠組みが作られた。2012年7月には、ESMがスペインの金融部門への資金注入の枠組み（最大1,000億ユーロ）が認められた。その後、スペインの金融部門の必要な資金注入額は、ストレステストの結果では510億～620億ユーロとされた。

ESMの資金注入支援の全体的な枠組みについて細部は固まっていないが、スペインの金融部門への資金注入は既にEUとして決定している事項であり、12月には国有化が決まっているバンキアなど4行への資金注入（約400億ユーロ）が承認された。金融部門への資金注入は、最大でも1,000億ユーロ程度には収まり、スペインの財政を今後大きく圧迫する要因とはならないという見方が大半を占めている。

(2) ECBによる支援

2010年のギリシャ危機が表面化して以降は、ECBに対しても南欧諸国支援の役割が期待されるようになってきた。当初は、ECBは各国政府の取り組みによって危機が解決されるべきとのスタンスを貫いていたが、ユーロ危機の長期化・深刻化に伴って、危機対応への関与を強めていかざるを得なくなった。ECBには、利下げによる景気浮揚や銀行に対しての融資拡大促進といった支援手段があるが、景気の悪化による資金需要の後退もあって効果は限定的であった。この中で、南欧諸国の国債の買い入れが重要な役割を果たしてきた。

国債買い入れの拡大には、ECBの資産劣化の懸念、将来的なインフレにつながる懸念、中央銀行の財政からの独立性などの問題がある。このため、ユーロ圏内でもドイツを中心とする北部諸国の慎重な対応を求める意見も強く、容易には進まなかった。これまでに採用されてきた非伝統的なオペレーションの代表的なものは、SMP（Securities Market Program）、LTRO（Long Term Refinancing Operation）、OMT（Outright Market Transaction）の3種類であり、対比したのが図表5である。

図表 5 ECB のオペレーションの比較

	SMP	LTRO	OMT
内容	流通市場での短期国債の 買い取り	ユーロ圏内の銀行への資 金供給オペ（3年物）	流通市場での短期国債 （償還期間 1～3 年）買い 取り
時期	2010 年 5 月～2012 年 3 月 実施（以後停止）	2011 年 12 月、2012 年 2 月の 2 回実施	2012 年 9 月に枠組決定
規模	総額 2,000 億ユーロ	（2011 年 12 月） 約 4,900 億ユーロ （2012 年 2 月） 約 5,300 億ユーロ	無制限
供与の条件	特段付与せず	特段付与せず	ESM への支援要請
データの公表	買取総額以外は非開示	総額のみ公開、国債の国別 内訳などは公表せず	債券の国別内訳・保有残 高・時価・平均償還期間等 を定期的に公表

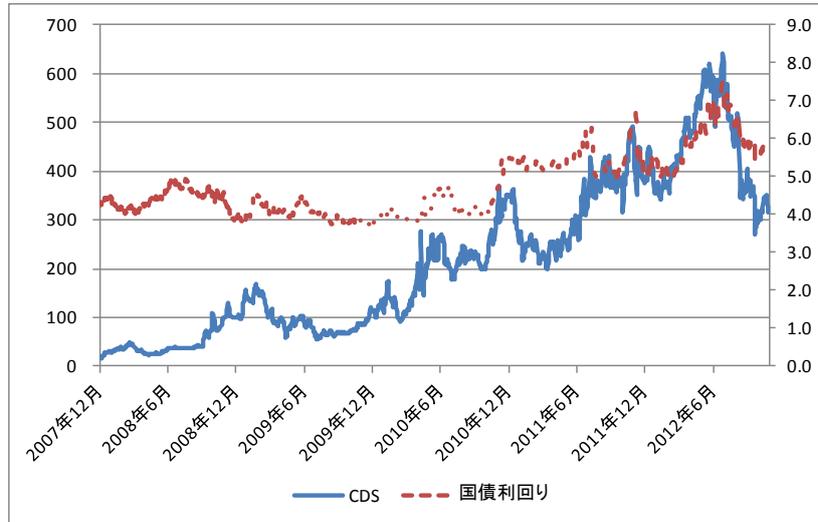
（出所）各種資料

SMP は、2010 年 5 月にギリシャ危機に端を発した市場対応のために南欧国債購入の枠組みとして開始された。LTRO は、銀行債の償還を控える中でユーロ圏内の銀行への資金供給オペとして使われたが、市場の不安の鎮静化には相応の効果を発揮した。LTRO の効果もあって市場が安定した事を背景に、SMP は 2012 年 4 月以降の発動は停止された。

しかしながら、市場の不安が再燃する中で、スペインは 6 月には金融部門に限定した形での支援を余儀なくされた。金融部門への支援要請後も、スペインへの市場の信認が安定しない中で、ECB は OMT の枠組みを 9 月に発表した。

OMT の発動はユーロ圏の支援（ESM による国債買い取り）が条件であるため、枠組みは決まったが実際には運用されていない。但し、ECB が OMT の発表に踏み切った事で、9 月以降はスペインの調達金利（10 年物長期国債）、信用リスク（CDS）の水準は安定している（図表 6）。

図表 6 スペインの信用状況の推移



(注) CDS の単位は左軸、国債利回りの単位は右軸

(出所) Bloomberg のデータベース

3. 新たな火種としての地方政府財政の問題

(1) 地方政府の歴史的な独自志向の強さ

スペインは歴史的に各地方の独自性が強い事を背景に地域分権化の傾向が強かった(図表 7) が、財政再建圧力が高まる中で中央政府と地方との対立が深まっている。

スペインは 1975 年までフランコ将軍の下で強力な中央集権体制が敷かれてきたが、将軍死去後の 1978 年に成立した民主的な憲法では 17 の自治州の自治が確保された。バスク、カタルニア、ガリシアなどでは地域固有の言語が標準スペイン語に加えて地域公用語となったが、中でもバスクでは言語系統がスペイン語と全く異なるバスク語が使用されている。政治的にも中央からの独立を強く志向し、バスク地方の政治的な過激派組織の ETA (バスク祖国と自由) は独立のためにテロ活動を長年続けてきた。また、カタルニアもフランコ将軍の時代に最も強い弾圧を受けたという反動もあって中央政府からの独立志向を強く持っており、州独自の政府組織 (ジャナラリート) も有する。

図表 7 スペインの主要な州と中央政府の関係

州	人口（百万人）	GDP シェア（%）	1 人当たり GDP（百ユーロ）	主要都市	州と中央政府の関係
カタルニア	7.4	18.5	282	バルセロナ	経済規模では国内の州で最大で、政府からの自立性を高める自治州憲章の改正問題が焦点となっている。
バスク	2.2	6.1	316	ビルバオ	鉄鋼業・エネルギー産業・金融業など競争力のある産業を有し、歴史的に独立性志向が強い。
ガリシア	2.8	5.4	218	サンチャゴ・デ・コンポステラ	言語・文化面での独自意識は強いが、農業・漁業などが中心で経済面での中央政府からの自立は困難な状況。
アンダルシア	8.2	13.7	186	セビリア コルドバ	観光業を除くと、中央政府からの各種支援（高速鉄道 AVE の開業など）への依存度が高い。
マドリッド	6.3	18.1	319	マドリッド	中央政府の所在地として歴史的に同国の政治の中心となってきた。
国全体	46.0	100.0	238		

（出所）各種資料（データは 2011 年時点）

これに対して、ポルトガルに隣接してポルトガル語に近いガリシア語が使用されているガリシアは、総体的に産業に恵まれていない。アンダルシアは観光収入には恵まれているが、EU や中央政府など外部支援への依存度が高い地域である。アンダルシアに代表される南部やガリシアのような小規模な州は中央政府への経済依存体質が強いため、カタルニアのような経済的に豊かな州が中央政府からの自立度を高める動きには反対する形での地域対立の構図がスペインでは見られてきた。

(2) 地方政府の財政再建問題

ユーロ危機がスペインにも拡大して、国全体としての財政再建を迫られる中で、中央政府が各州政府に対して財政規模の圧力を強めてきた。この中で、中央と地方の軋轢が

増してきた。その一方で、自力で市場調達が出来なくなった州政府が相次いで中央への支援を余儀なくされた。

2012年の10月下旬までに8州が合計約170億ユーロの支援要請を行っているが、政府が7月に州政府の債務償還支援の目的で設定した180億ユーロの緊急融資危機の支援枠に余裕が無くなった（図表8）。

図表8 スペイン州政府の債務と支援要請の状況

州	債務残高（10億ユーロ）	債務残高の州GDP（%）	2012年後半の償還額（10億ユーロ）	中央政府への支援要請の状況
カタルニア	42	21	6	支援要請（50億ユーロ）
バレンシア	21	20	3	支援要請（45億ユーロ）
マドリッド	17	9	1	支援要請はしていない
アンダルシア	15	11	2	支援要請（49億ユーロ）
ガリシア	7	13	少額	支援要請はしていない
バスク	7	10	少額	支援要請はしていない
国全体	145	-	15	-

（出所）各種資料

このため政府は地方政府に対して緊縮度を高まるように要求してきたが、地方政府の反発をより強めるという悪循環につながっている。2012年10月の地方選挙では、ガリシアでは与党が勝利したが、バスクでは中央への反発を強める勢力が得票を伸ばした。このように地方で中央への反発が強まれば強まる程、政府としては国民や地方政府に緊縮政策を強いるユーロ圏への支援要請を遅らせざるを得なくなる。このように、中央と地方の対立問題は、現在のスペインにとっての大きな不安定要因となっている。

(3) カタルニア州での選挙

2012年11月に行われたスペインのカタルニア州選挙の結果は図表9の通りで、独立派が勝利する形となった。与党として穏健な形での独立を推進してきた CiU 党への支持は伸び悩み、今般の選挙で議席を大きく減らした（62議席から50議席）。その一方で、独立問題でより急進的な主張を掲げる政党 ERC が大きく議席を伸ばした（10議席

から 21 議席)。

図表 9 カタルニア州の選挙結果

政党名	スタンス	選挙結果	
		2010	2012
CiU (カタルニア集中と統一)	穏健な形での独立推進	62	50
PSC-PSOE (社会労働党系)	州の自治権拡大	28	20
PPC (国民党系)	現行の体制維持	18	19
ERC (左翼共和党)	急進的な形での独立推進	10	21
その他		17	25
合計		135	135

(出所) 各種資料より筆者作成

CiU や ERC のようにスタンスが違う独立推進派が議会の過半数を占めているため、独立推進の方針を巡る足並みがそろわない事や議会運営が安定しなくなるなど、カタルニア州の情勢が今後不安定化する懸念がある。

独立を問う住民投票は現行のスペイン憲法上は違憲とされているなど、独立推進派にとっても、カタルニアの独立に向けた動きは容易なものではない。しかしながら、今般の選挙ではカタルニア州のスペイン離脱や独立国家としての EU への参加が現実的な選択肢として議論されるなど、地方財政再建問題への対応が政治的に非常に難しい課題である事を改めて浮き彫りにする事となった。

4. スペインの支援形態についての分析

スペイン政府は、現時点では支援要請不要としており、ユーロ圏内でもスペインの自助努力を期待する声も依然として強く、具体的な支援の在り方についての議論は殆ど見られない状況にある。以下では、スペインの支援形態について既存枠組みと代替選択肢の有無の観点から整理した。

(1) スペイン政府のジレンマ

2012 年 9 月に ECB が OMT の枠組みを発表して以降は、市場も落ち着きを取り戻し

て小康状態にあるが、財政再建に対する社会や地方政府の強い反発もあって今後の状況は不透明である。一方で、スペインの民間部門は早期に申請を行う事で市場でのスペインへの信認を安定させて、資金調達環境を改善する事を強く要望している。

スペインは、2012年9月に発表した2013年予算案では前年比で約9%の歳出削減を行うなど財政再建に向けた努力を行っている。現状の再建措置に対しては社会的に大きな反発が起きているが、ESMの支援を受ける場合にはより一層厳しい条件を追加的に課される可能性が高い。このため、支援要請に踏み切れないというジレンマに陥っている。政府としては2012年内に必要な資金調達はほぼ終えているが、2013年は要資金調達額が1,300億ドル程度にまで達すると見られている。このような中で、スペイン政府は支援要請を行うメリットと、要請を先送りするデメリットを勘案しながら、今後も難しい判断を迫られると考えられる。

(2) 要ファイナンス額と ESM の支援

スペインがユーロ圏に支援を要請した場合、既存の枠組みを利用した支援という事以外は、具体的な支援についての議論は殆ど聞かれない。要ファイナンス額の観点から ESM の支援を考えると、以下の通りである。

ユーロ周縁国の要ファイナンス額（期間毎の国債の償還金額）は、図表 10 の通りである。既に支援を受けているギリシャ、アイルランド、ポルトガルの3カ国について言えば、ギリシャはまだまだ不透明要因は多く追加支援の必要性が議論されるなど、今後も支援依存から脱却するのは当面困難な状況にある。

一方で、アイルランド・ポルトガル支援の枠組みにおいても2013年以降、両国の市場復帰と市場調達の本格化が想定されていた。現在のアイルランドへの市場の評価は高く、ポルトガルも着実に改革を進めている事を背景に、両国は徐々に市場調達を再開している。この点で、想定通りに進みつつある。

これに対して、スペインは、前述3カ国に比べて要ファイナンスが非常に大きい。3カ国合計で年間300億ユーロ程度であるのに比べて、スペインの要ファイナンス額は毎年1,000億ユーロ規模となっている。

図表 10 ユーロ周縁国の要ファイナンス額（単位は 10 億ユーロ）

	2013	2014	2015	2016
ギリシャ	0	0	0	0.3
ポルトガル	9.3	15.9	14.5	25.4
アイルランド	14	14	14	14
合計	23.3	29.9	28.5	39.7
スペイン	132	107	99	102
イタリア	230	201	194	139

（出所）Giovannini and Gros（2012）より筆者作成

ESM の支援総枠の 7,000 億ユーロの内、4,500 億ユーロ程度が使用可能とされているが、スペインが枠を必要とする状況となった場合にはイタリアに波及している可能性も高い。過去の 3 カ国の支援では 3 年の支援期間が基本となっているが、スペインの場合には ESM が支援を行う場合には、取りあえずは期間を短期間（例えば 1 年）に限定した上での支援を行うのが現実的と考えられる。

(3) 既存の支援枠組みとの比較

スペインの支援で想定されている枠組みが既存の 3 カ国と異なるのは、1) 金融部門への資金注入を行う枠組みが設定され、スペインの特定の問題行への資金注入が既に認められている、2) ECB によるオペレーションとして SMP・LTRO より更に踏み込んだ OMT の枠組みが設けられている、という 2 点である（図表 11）。

OMT が実際に発動されるためには、ESM による政策条件（コンディショナリティ）賦課と支援（金融部門への資金注入に限定しない支援）が条件として必要となっている。ESM のスペインの金融部門支援は既に 2012 年 12 月上旬になって発動されたが、OMT はスペインからの支援要請が行われていないため、未だ発動される見込みはない。ユーロ圏内では、支援への ESM の全面的な関与への慎重意見も強く、現時点では ESM のスペイン支援の詳細は明らかにされていない。

図表 11 支援の枠組みの比較

	ギリシャ	ポルトガル	アイルランド	(スペイン 支援の枠組)	(代替選択肢)
支援金額	第1次 1,100 億ユーロ 第2次 1,726 億ユーロ	780 億ユーロ	675 億ユーロ	金額が大き く、1 年程度 の支援期間 が現実的	(丸抱の支援で はなく、市場金 利の安定確保が 必要)
(ESM)	第1次 800 億ユーロ 第2次 1,446 億ユーロ	520 億ユーロ を負担 (IMF は 260 億ユーロ)	450 億ユーロ を負担 (IMF は 225 億ユーロ)	金融部門へ の支援は決 定済	ESM の金額拡充 は困難な選択肢
(ECB)	SMP/LTRO では国別内訳不明			OMT	OMT の枠組み拡 充
備考	民間債権者に 対して債務削 減実施	2013 年に本格 的に市場調達 再開する事を 想定	2013 年に本格 的に市場調達 再開する事を 想定	スペイン政 府は「支援は 不要」として おり、OMT は未発動	OMT では期間 3 年までの国債が 買取対象だが、 例えば期間の長 期化による拡充

(出所) 各種資料より筆者作成

(4) 支援要請に係るシナリオ

以上を踏まえて支援要請に係るシナリオを整理したのが、図表 12 である¹。

¹ スペインの支援要請の形態については、英語の一般情報の他、スペインの主要新聞 2 誌 (El Mundo, El País)、欧州の複数のシンクタンク (ブリッセルの CEPS、マドリッドの Elcano) のサイトなどを検索したものの、具体的な金額を示した形でまとめたものは特段見当たらなかった。この背景には、現在は OMT が支援の中心メニューとして位置付けられている一方で、ESM による支援は非常に大型のものとなり具体的な対応についてはユーロ圏内でも考え方に大きな違いがある点が要因と思われる。

仮に、スペインが支援要請を行った場合、ESM によるスペインの全面的な支援は前述したように巨額になり、かつ域内諸国の慎重論もあって容易に実現するものではない。一方で、フランス国債が格下げされるなどユーロ圏全体の信用が低下する中で、丸抱え支援が可能になるように ESM の支援枠を大幅に増額する選択肢には大きな不確実性を伴う。従って、ESM による支援には限界があり、それを補完する意味での ECB の支援がより重要になってくる。

SMP・LTRO では金額も限定されていたが、OMT ではより踏み込んだ枠組みとなっている。但し、ECB は「グローバル金融危機・ソブリン債務危機という特殊事情に対応するために中銀の伝統的なオペレーションから一時的に逸脱した」として、SMP・LTRO・OMT などはいくまで異例なものとして位置付けている。

図表 12 支援要請に係るシナリオ

シナリオ	支援措置	補足
シナリオ① 当面 OMT 申請せず	金融機関資金注入による支援は既に EU として承認済	2012 年はほぼ調達済で支援要請不要だが、2013 年以降の調達には不安要因がある
シナリオ② OMT 申請・発動	ESM の短期支援（期間は 1 年程度）を抱き合わせにする	期間 3 年の支援は巨額になるため、支援期間は 1 年程度に留めて様子を見る
シナリオ③ OMT 発動後も効果薄い場合	OMT の弾力化検討（例えば、買取国債の長期化）	本格的支援に必要な ESM の大幅増額は容易ではなく、OMT 弾力化で時間稼ぎする

（出所）筆者作成

市場での不信が高まって調達金利や CDS が上昇するとスペインは支援要請に追い込まれ、今まで以上に厳しい財政再建削減措置を取る事が予想される。厳しい措置は、社会全体や地方政府の強い反発を招いてスペインの信用の一層の悪化につながる悪循環に陥る可能性も高い。政府は財政再建への強い反発をコントロールしながら辛抱強く構造改革を進める事になるが、このような状況で市場の信認が安定せず、OMT の効果が発揮されない事態も考えられる。

スペインの場合には、既に支援を受けている 3 カ国と異なって政府債務の水準（GDP 比）自体は高くないが、懸念材料が目立つ中で CDS や金利の水準が影響を受けている状況にある。従って、市場金利の安定が確保できれば、他の 3 カ国のような全面支援は必要ないと考えられる。

ECB による新規の国債引受は域内諸国からの猛反発を招くため選択肢とは考えられず、現実的には市場の動揺を抑制するために OMT の枠組みを更に拡充する事が考えられる。この場合、国債購入の枠組みを SMP から OMT に拡充させたように、枠組みを弾力的に拡充する（例えば、買取対象の国債の償還期間を 3 年以内からより長期間にする）事が選択肢として考えられる。

OMT の更なる拡充は、中央銀行の伝統的なオペレーションからの逸脱を固定化するもので、ユーロ圏内のコンセンサス形成は容易ではないのは確かである。しかしながら、ESM の支援枠増枠は不透明性が高く、ECB が既存の支援枠組みを小出しに拡充させながら市場を安定させる事が、「時間稼ぎ」の観点からも現実的な代替選択肢として考えられる。

(参考文献)

エコノミスト「スペイン 債務危機の行方を左右する地方財政の資金繰り問題」、2012 年 9 月 25 日号

松井謙一郎「緊縮財政の中で先鋭化するユーロ圏周縁国内の地域間対立
～イタリア・ベルギー・スペインの状況～」、国際金融トピックス No.215、国際通貨研究所、2012 年 4 月 27 日

Chislett ,William, “Spain’s Crisis: The State of Play”, Elcano WP , Nov2012

ECB “The ECB’s Non-Standard Measures -Impact and Phasing-Out”, July 2011

Eurostat のデータベース

Giovannini, Alessandro and Gros,Daniel “How high the firewall? Potential financing needs for the periphery”, CEPS Commentaries, March 30,2012

Gros,Daniel “Can Italy and Spain survive rates 6-7%?”, CEPS Policy Brief No.279, July 2012

IMF のデータベース

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、宜しくお願い申し上げます。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 2013 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: 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>