

Newsletter



Institute for International Monetary Affairs
公益財団法人 国際通貨研究所

ユーロ圏経済の現状と展望

スペイン・イタリアは財政危機を脱したと言えるか？

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 上席研究員
山口 綾子
yamaguchi@iima.or.jp

<要旨>

- ▶ スペインは、2014年1月にトロイカ金融支援¹から卒業し、その後もおおむね順調な回復を続けてきた。対外投資ポジションの赤字には明確な改善がみられないものの、ユニット・レーバー・コストの低下により、経常収支は改善がみられる。
- ▶ イタリアは、政府債務残高がGDP比133%とEUのなかでも特に高いが、民間部門の負債は比較的小さい。財政もフロー面では、プライマリーバランスは黒字を維持するなど改善が進む。
- ▶ 両国とも欧州中央銀行（ECB）の金融緩和継続のもと、雇用環境の改善や原油安に支えられた個人消費の堅調、これまでのユーロ安による外需の下支えなどにより、2016年も景気回復が続く見込み。両国が起点となってユーロ危機につながるリスクは小さい。その意味では両国とも危機を脱したとすることができよう。
- ▶ 仮にギリシャがユーロ離脱（Grexit）に至った場合、ユーロ金融市場が混乱する可能性は否定できない。しかし、ユーロ危機を通じてさまざまな制度上のセーフティネットも拡充されてきている。ECBの国債買い取りプログラム（OMT）という手段もあり、金融市場を通じた両国への影響は限定的とみられる。

¹ 欧州連合（EU）、欧州中央銀行（ECB）、国際通貨基金（IMF）の三者による協調支援。スペインのケースではIMFは融資は行わず、勧告・モニタリングの役割のみを果たした。

- ただし両国はそれぞれ以下のリスクをかかえており、先行きを注視する必要がある。スペインの政局には不安定さが残る。2015年12月の総選挙で与党人民党がかろうじて第1党を維持したものの、ポデモス、シウダダノスなどの新興政党が議席を確保した。右派・左派双方とも過半数に達せず、連立協議は困難を極めている。再選挙の可能性も依然残り、政治的不安定が構造改革の進展を遅らせるおそれがある。
- イタリアは銀行部門の不良債権の積み上がりがリスク要因である。今後不良債権の処理が進むものとみられるが、バランスシート調整には相応の時間がかかり、銀行部門の貸出余力低下が景気の下押しとなるリスクは依然残る。

<本文>

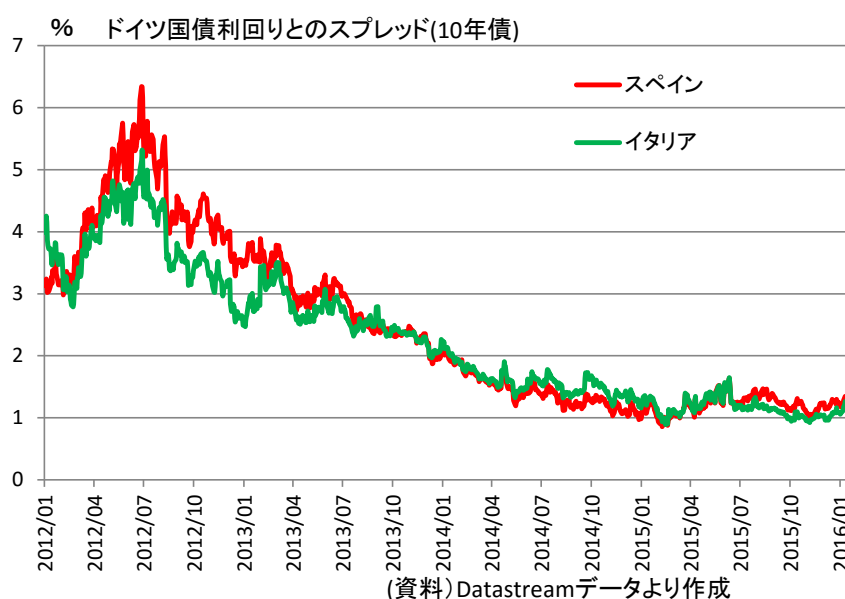
1. スペイン・イタリア経済の現状と見通し

トロイカ支援からの卒業

2012年6月、EUは最大1,000億ユーロのスペイン向け金融支援を決定した。同年12月、スペイン政府の正式要請により、欧州安定メカニズム（ESM）を通じて、394.7億ユーロ、2013年1月には18.6億ユーロの支援が実行され、結局合計支援額は413.3億ユーロにとどまった。支援プログラムは2014年1月に完了し、スペインはアイルランドに続き、トロイカ支援からの卒業第2号となった。

ソブリン・リスクの代表的指標であるドイツ国債とのスプレッドも順調に縮小してきた。

図表1：ドイツ国債との利回りスプレッド(10年物国債)



経済成長率

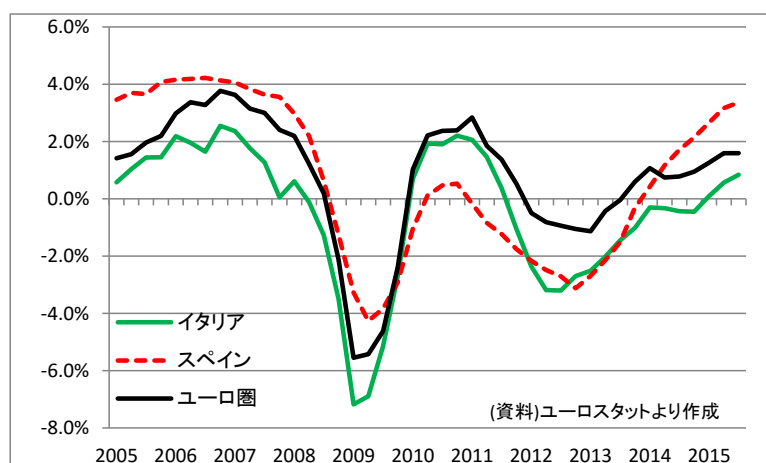
スペイン経済は堅調な回復軌道を続けており、足下の実質 GDP 成長率はユーロ圏平均を上回っている。イタリア経済は低迷を続けてきたが、2015 年年初より実質 GDP 成長率はようやくプラスに転じた。

今後は、スペイン、イタリアとも、欧州中央銀行（ECB）による量的緩和が引き続き景気を支えるなか、原油安による消費の押し上げ、これまでのユーロ安による輸出の下支えなどから景気回復が続くという見方が多い。

スペインはこれまでの高い成長からは若干減速するものの、引き続きユーロ圏の平均を上回る成長を続けるとみられる。2015 年にようやくプラスに転じたイタリアは 2016 年も回復を続け、2017 年にかけても緩やかな景気回復が続く見込み。ただし回復ペースは非常に緩やかで、2017 年時点でもデフレ・ギャップは残り、その大きさはスペインを上回る見込み（図表 3）。

なお、IMF は 2016 年 1 月の経済見通し改定で、世界全体の成長率を 2016、2017 年とも下方修正するなかで、スペイン、ユーロ圏全体について 2015 年 9 月時点から見通しを上方修正した。

図表 2：スペイン・イタリアの実質 GDP 成長率(前年比)

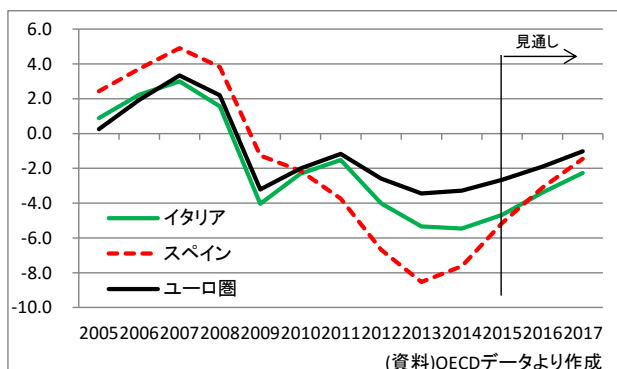


	見通し		
	2015	2016	2017
ユーロ圏	1.6	1.7 ↓	1.9
	1.5	1.7 ↑	1.7
スペイン	1.5	1.8	1.9
	3.2 ↑	2.7 ↑	2.3 ↑
イタリア	3.1	2.7 ↑	2.3 ↑
	0.8 ↓	1.4 ↓	1.3 ↓
	0.8	1.3	1.2
	0.8	1.4	1.4

(注) 上段:欧州委員会、中段:IMF、下段:OECD

↑ ↓ は直近時点での前回比修正 (資料)後掲参考文献

図表 3：GDP ギャップの推移 (潜在 GDP 比、%)



マクロ経済不均衡

マクロ経済の不均衡をみると、スペイン・イタリアともフロー面では改善が続くが、ストック面ではなかなか改善がみられない点で共通している。

図表 4：マクロ経済不均衡是正手続き（MIP）スコアボード

MIP (Macroeconomic Imbalance Procedure) スコアボード2014: Alert Mechanism Report 2016 (2015/11/26公表) より

	対外不均衡および競争力					国内不均衡						雇用指標(新たに加えられたもの)		
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間の変化率)	輸出市場シェア(5年間の変化率)	ユニット・レバー・コスト (3年間の変化率)	住宅価格変化率 (消費デフレーターで実質化)	民間部門のクレジット (フロー：GDP比)	民間部門の債務(GDP比)	一般政府債務(GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率%	労働参加率 (3年間の変化%ポイント)	長期失業率 (3年間の変化%ポイント)	若年失業率 (3年間の変化%ポイント)
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%	-0.2%	0.5%	0.2%
アイルランド	1.8	-106.7	-3.5	-6.1	-2.2	11.1	13.7	263.3	107.5	13.0	16.0	0.6	-2.0	-5.2
ギリシャ	-2.6	-124.1	-5.6	-17.5	-11.6	-4.9	-2.7	130.5	178.6	26.2	-7.6	0.1	10.7	7.7
スペイン	0.7	-94.1	-1.0	-11.5	-4.1	0.1	-7.1	165.8	99.3	25.1	-1.9	0.3	4.0	7.0
イタリア	0.8	-27.9	0.2	-14.0	3.6	-4.6	-0.9	119.3	132.3	11.8	-0.7	1.8	3.5	13.5
キプロス	-4.9	-139.8	-1.4	-26.7	-7.7	0.3	-8.5	348.3	108.2	14.6	0.7	0.8	6.1	13.6
ポルトガル	0.0	-113.3	-1.8	-4.7	-2.3	3.6	-8.7	189.6	130.2	15.4	-6.1	-0.4	2.2	4.5

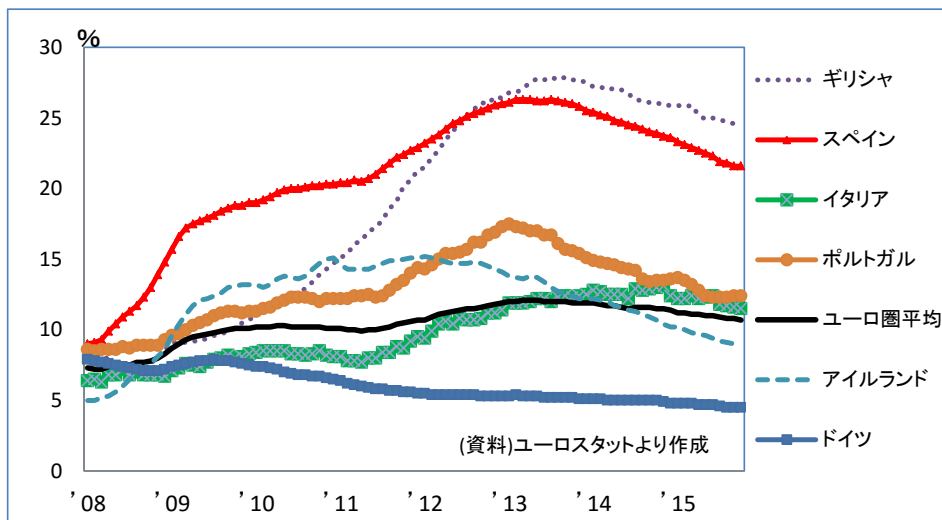
(注) * 閾値の上段：ユーロ国、下段：非ユーロ国。網掛けは閾値を超えるもの。(資料) 欧州委員会資料より作成

MIPスコアボード2013

	対外不均衡および競争力					国内不均衡					
	経常収支 (GDP比、3年平均)	ネット対外投資ポジション (GDP比)	実質実効相場(3年間の変化率)	輸出市場シェア(5年間の変化率)	ユニット・レバー・コスト (3年間の変化率)	住宅価格変化率 (消費デフレーターで実質化)	民間部門のクレジット (フロー：GDP比)	民間部門の債務(GDP比)	一般政府債務(GDP比)	失業率 (3年平均)	金融部門の負債伸び率%
閾値*	-4/+6%	-35%	±5% ±11%	-6%	+9% +12%	+6%	14%	133%	60%	10%	16.5%
アイルランド	1.1	-104.9	-3.9	-4.9	1.3	0.3	-5.7	266.3	123.3	14.2	1.0
ギリシャ	-3.9	-121.1	-4.4	-27.3	-10.3	-9.3	-1.1	135.6	174.9	23.3	-16.3
スペイン	-0.7	-92.6	-0.4	-7.1	-4.6	-9.9	-10.7	172.2	92.1	24.1	-10.2
イタリア	-0.9	-30.7	0.0	-18.4	4.1	-6.9	-3.0	118.8	127.9	10.4	-0.7
キプロス	-4.0	-156.8	-0.8	-27.2	-5.9	-5.5	-11.2	344.8	102.2	11.9	-19.5
ポルトガル	-2.5	-116.2	-0.6	-5.3	-3.0	-2.5	-2.4	202.8	128.0	15.0	-5.3

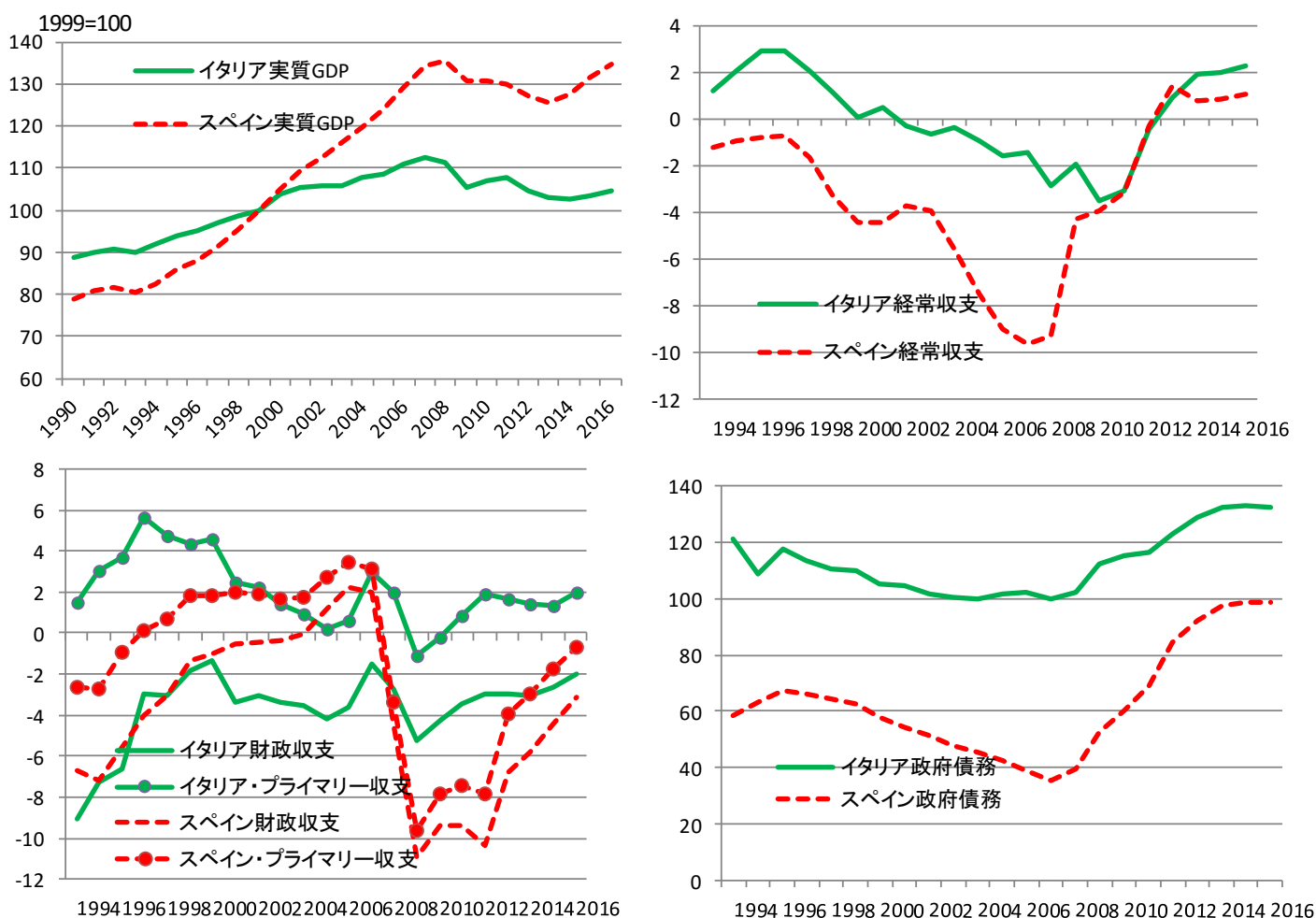
(注) * 閾値の上段：ユーロ国、下段：非ユーロ国。網掛けは閾値を超えるもの。(資料) 欧州委員会資料より作成

図表 5：ユーロ圏各国の失業率



イタリアはトロイカ被支援国（以下被支援国）と比較すると、経常収支、ネット対外投資ポジションなど対外面での不均衡が小さいことが特徴と言える。このことが、ユーロ危機が深刻化するなかでも同国がトロイカ支援に追い込まれなかった理由と考えられる。他の被支援国は、財政危機だけでなく国際収支危機にも見舞われたが、イタリアは、財政は問題であったが、国際収支危機ではなかったとすることができよう。民間部門の債務負担が小さいのもイタリアの特徴であり、国内に大きなバブルが生じていたアイルランドやスペインとは大きく異なる。また、雇用問題でも失業率が 20%を超えるギリシャやスペインと比べるとイタリアは 11.5%（2015 年 10 月）とほぼユーロ圏の平均並みにとどまっている。

図表 6：スペインとイタリアの経済指標の比較（特記なき限り GDP 比、%）



(注)2014年以降はIMF推計、見通し。(資料) IMFデータより作成。

財政再建の進捗状況

EUでは安定成長協定（SGP）に基づき、GDP比3%を超える財政赤字が続く場合、過度の財政赤字是正手続き（Excessive Deficit Procedure：EDP）によって赤字削減計画作成が義務付けられ、再建が進まない場合には、制裁が課されることもある。イタリアは2012年にEDPが終了しているが、現在は中期財政計画に基づく予防的措置を受けている。スペインは、現在2016年を目標にEDPを進めている。

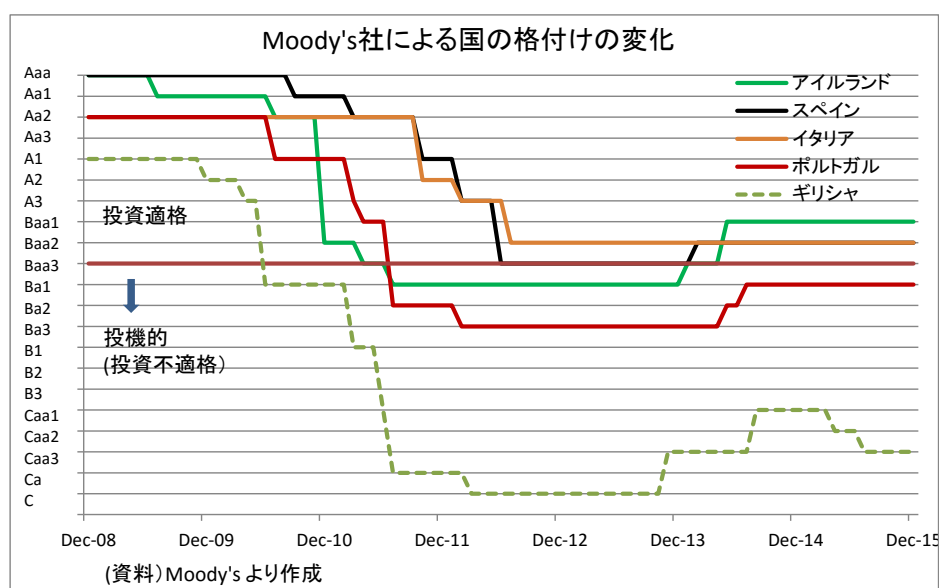
EUのヨーロッパ・セメスターに基づく財政政策協調の一環として加盟各国は新年度予算案を事前に欧州委員会に提出し、レビューを受ける必要がある。2016年予算について2015年11月に公表された欧州委員会の意見は、イタリア、スペインについてそれぞれ「SGPに違反する恐れがある」であった。両国とも2016年の財政再建は中期計画通りにはいかないようだ。欧州委員会は加盟国の予算案を変更させる権限はもたないが、事前に意見を伝えることで、加盟国への牽制の意味をもつ。

格付けは上方修正

ソブリン危機後、ユーロ諸国の格付けは相次いで引き下げられてきた。ムーディーズ・インベスターズ・サービスの格付けでみると、スペインはAaaからBaa3へと9段階、イタリアはAa2からBaa2へと6段階引き下げられた。同社は2014年にスペインの格付けをBaa2へ引き上げ、現在ではスペインとイタリアは同水準となっている。

なお、2015年12月のスペイン総選挙（詳細後述）結果を受け、大手格付け会社フィッチ・レーティングスは、同国の政治的不安定が今後の経済構造改革の進展を遅らせる懸念があると警告している。

図表6：各国のソブリン格付け（Moody's社）

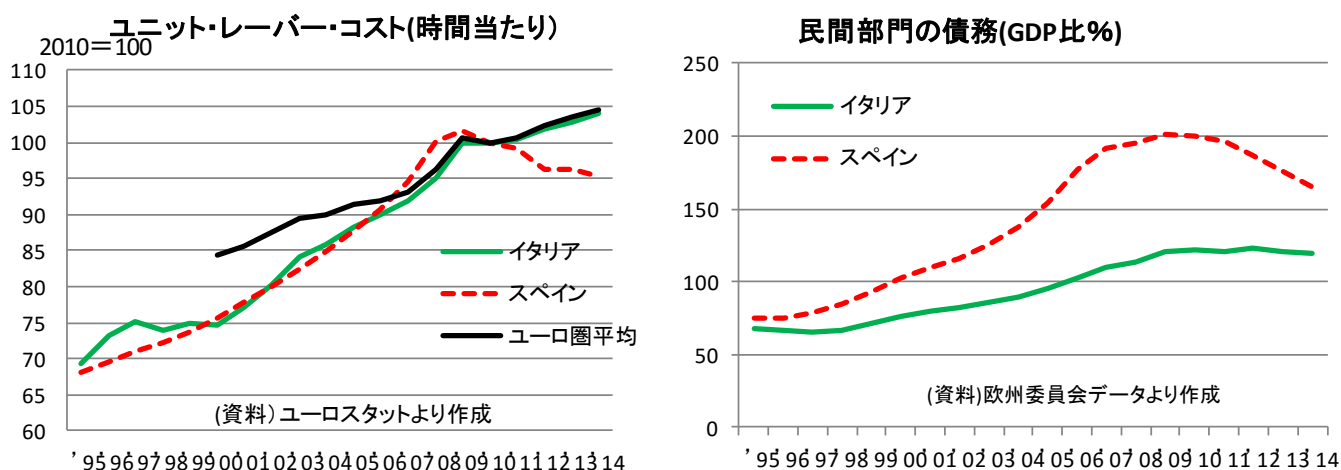


低成長の克服がイタリアの課題

イタリアにとって最大の問題は長期にわたる景気の低迷である。高齢化の進展に加え、労働生産性の低迷がこの背景にある。スペイン、アイルランドなど被支援国が構造改革を進め、ユニット・レーバー・コスト（ULC）の抑制に成功したのと対照的に、イタリアは労働生産性の低迷が ULC の上昇を招き、競争力低下につながっている（図表 7）。IMF は、家族主義・クローニズム経営の小規模企業が 21 世紀のグローバルな変化（中国を始めとした新興国の台頭、IT 革命など）に対応できていないこと、公的部門の非効率などが問題と指摘している。特に、地方政府の効率性の高い北中部と、非効率な南部との格差が激しく、政府の効率性格差が企業の効率性・競争力格差につながっているとのことである。

世界銀行の Doing Business 2016 によるビジネスのしやすさランキングで見ると、イタリアは 45 位と 2015 年の 56 位からは大きく前進したものの、EU の西側諸国の中では順位が低い。スペインは 33 位とこちらも EU のなかでは低い方である。

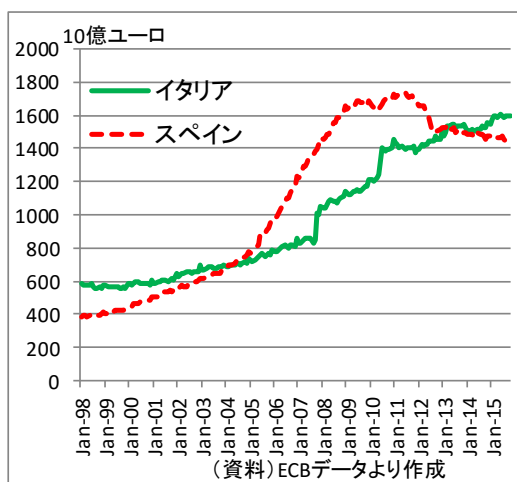
図表 7：スペインとイタリアの経済指標の比較



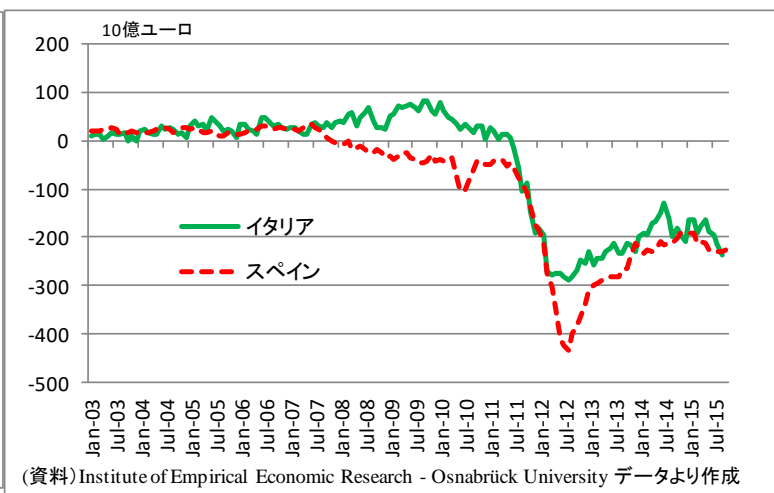
金融セクターの動向

図表 8 は銀行預金残高（金融機関・中央政府を除く）の推移をみたものである。スペインの銀行部門は 2011 年に預金流出がみられたが、2012 年央あたりをボトムにほぼ横ばいに転じている。一方、イタリアの銀行には預金流出はみられず、順調に預金を増やしている姿が窺える。図表 9 はユーロの決済システムである TARGET II に対する国別の資産・負債残高をみたものである。預金流出にみまわれたスペインの銀行部門が、流動性を確保するため、中央銀行を通じてユーロ決済システムに対して債務を負ってきた姿が窺える。TARGET II に対する債務も 2012 年半ば以降は縮小し、その後はほぼ横ばいとなっている。

図表 8 : 銀行預金残高



図表 9 : TARGET II システムの残高



2. 残るリスク

デフレ懸念

ユーロ圏ではソブリン危機を経験した国を中心に、足下でも物価下落がみられる。国際的な資源価格下落なども加わり、ユーロ圏全体としてデフレに陥る懸念が依然として払拭されていない。2015年12月現在、ユーロ圏19カ国のうち、消費者物価が前年比マイナスとなっている国は、被支援国（スペイン、キプロス）、ロシア経済の減速の影響を大きく受けている国（フィンランド、リトアニア、エストニア）など7カ国ある。このうち、スペインは2016年1月もマイナスとなり、2015年8月より6カ月連続してマイナスとなっている（図表10）。

図表 10 : ユーロ圏各国の消費者物価（前年比変化率）

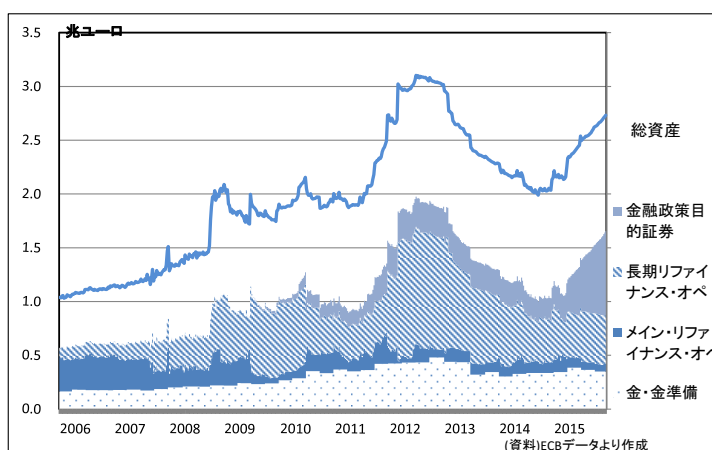


こうした状況に対し ECB は金融緩和を続けてきたが、2015年1月、拡大債券買い取

りプログラム（欧州版量的緩和）の開始を発表した²。同プログラムは2015年3月から開始され、12月末現在、公的債券買い取りプログラム（PSPP）の購入残高は、4,912億ユーロとなっている。ECBのバランスシートも2.7兆ユーロを超える水準まで回復してきた（図表11）。12月には、追加緩和策として、政策金利のマイナス幅拡大（預金ファシリティ金利-0.2%⇒-0.3%）と欧州版量的緩和の6カ月延長（2016年9月まで⇒2017年3月まで、必要に応じそれ以降も継続）が決められた。2016年1月の会合では金融政策の変更はされなかったが、ドラギ総裁は記者会見で近い将来の追加緩和を示唆する発言を行った。

以上のようなECBの対応や、各国経済情勢が依然厳しいながらも改善に向かいつつあることもあって、ユーロ圏の消費者物価は2015年4月以降プラスに転じ、2016年1月には前年比+0.4%となった。ユーロ圏全体がデフレに陥るのではないかと懸念は薄らいできている。

図表 11：欧州中央銀行の総資産



積みあがる不良債権

長期にわたる経済の低迷を背景に、イタリアの銀行部門の不良債権比率は上昇を続けてきた。ソブリン危機後の上昇幅は、ユーロ圏のなかではキプロス、ギリシャ、アイルランドに次ぎ、スペインよりも大きい。イタリア中銀によれば、2015年6月現在不良債権額³は3,610億ユーロ、貸出に対する比率は18%に達している（うちBad debts 2,070億ユーロ、その他問題債権1,550億ユーロ）。不良債権の引当率は44.7%となっている。図表13に明らかなように、2008年以降貸出残高が横ばいなのに対し、Bad debtsの増加が目立つ。このためBad debts比率も2008年以降急上昇し、1990年代末のユーロ導入前の水準に達している。

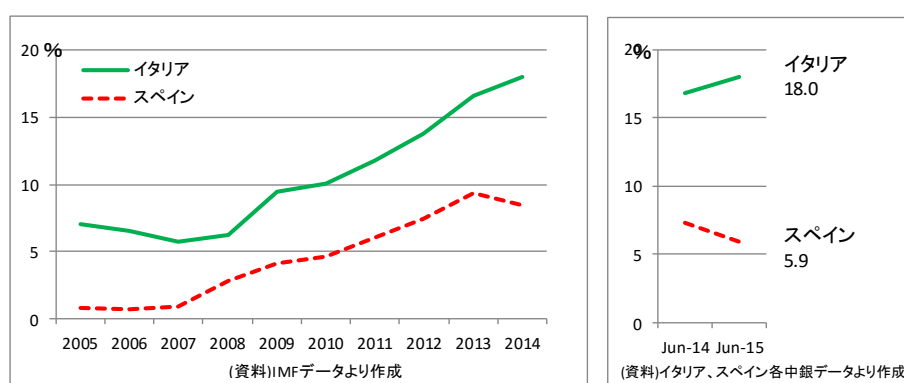
² 欧州版量的緩和については、2015/2/14IIMA ニュースレター「ユーロ圏経済の動向～ギリシャ不安再燃に揺れるユーロ圏経済」 http://www.iima.or.jp/Docs/newsletter/2015/NL2015No_6_j.pdf 参照

³ 不良債権は90日以上の延滞債権。そのうちBad debtsは支払い不能もしくはそれに近いと判断される債権。

スペインやアイルランドなどバブルを経験した国の不良債権が主に不動産融資案件だったのに対し、イタリアは企業向け(特に中小企業)融資が中心であることもあって、不良債権処理が進んでいない。特にイタリアでは大手銀行の不良債権比率が相対的に高いことも懸念材料である。

イタリア中銀は、2015年夏に破綻法が改正され、企業の破綻処理の迅速化が図られ、また税制の改正により、銀行の無税償却がしやすくなったことで、今後不良債権処理が進むことが期待されるとしている。

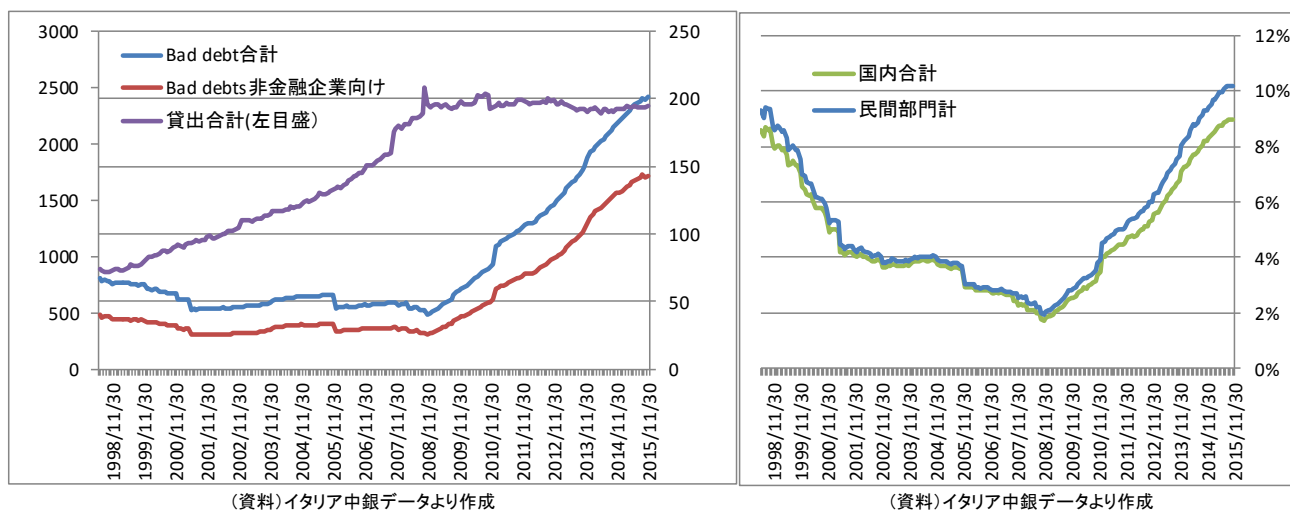
図表 12：イタリア・スペインの不良債権比率（対総貸出比）⁴



一方スペインでは、不良債権処理が進められた結果、不良債権比率は2013年にピークを打ち、その後は順調に低下を示している。スペイン中銀によれば2015年6月現在で、5.9%と2013年のピーク時より1.8%ポイント低下した。

図表 13：イタリアの不良資産

Bad debts 残高 (単位:10 億ユーロ) Bad debts 比率



⁴ IMF のデータとイタリア中銀、スペイン中銀のデータは必ずしも一致しない。

EUの銀行同盟の第1の柱である単一銀行監督メカニズム（SSM）発足後、各国の中銀による資産査定がEU共通の定義で行われることになり、不良債権比率などの項目も域内で比較可能なものとなった。こうした透明性の高まりは、これまで不透明感の高かった欧州金融セクターの健全性向上につながっていくとみられる。また銀行同盟の第2の柱である単一破綻処理メカニズム（SRM）が2016年1月に正式に稼働開始となった。銀行破綻処理に際して、ベイル・インが制度化されたこともあって、銀行救済が財政負担に直結しない仕組みが出来上がった⁵。まだ十分とは言えないが、この制度が順調に動き出せば、イタリアにとっても銀行の破綻が引き金となって財政危機に陥るリスクは小さくなるといえよう。

なお、2014年10月に公表された欧州中央銀行（ECB）の包括査定の結果、イタリアは、最も多くの銀行が資本不足と判定（対象15行中、9行が資本不足、そのうち5行は結果公表時点で対応済み）されたが、その後は各行とも資本増強に努め、2015年には改善がみられたと評価されている。

総選挙後のスペイン政治情勢

2015年12月20日のスペインの総選挙（下院350全議席、上院286議席中208議席改選）では、与党国民党（PP）が上下両院でかろうじて第1党を維持したものの、野党第一党のスペイン社会労働党（PSOE）ともども大幅に議席を減らした（図表14）。一方で、反緊縮・反EU派の極左政党ポデモス、中道右派シウダダノスなどの新興政党が議席を確保した。これまでスペインでは、PPとPSOEの二大政党による政権のキャッチボールによって政治的安定が保たれてきた。今回の選挙はこうした二大政党による政治の終焉を示すものとなった。

連立協議は困難を極め、PP、PSOE、シウダダノスの3党での連立が提案されたものの、いまだ合意には至っていない模様。PSOEのPatxi Lopez氏が下院議長に選出され、現憲法下で初めて第1党以外の下院議長が誕生した。選挙から2カ月たっても首相が決まらない場合には、議会は解散され、再選挙となるが、その可能性も依然残る。2015年9月のカタルニア州議会選挙でカタルニア独立派が多数派となったことも加わり、スペインの政治的安定は当分見込み難い。ただし、ギリシャの例にみられるような強硬なEUとの対立に走るリスクは小さいとみられる。

⁵ SRMのもとで、単一破綻処理基金（SRF）を創設し、今後8年かけて金融機関からの拠出により、総額550億ユーロの基金が完成することになっている。当面の破綻処理は各国の破綻処理基金で賄うこととなる。各国の基金で賄いきれない場合は、ESMに対し銀行への直接支援が要請される。前述のように、スペイン政府が資本増強のためにESMから受けた支援額が400億ユーロ強であったことを考えると、SRFの規模は決して十分とは言えない。

図表 14: スペイン下院議員選挙結果

	得票率	議席数	増減
国民党(PP)	28.7	123	-63
スペイン社会労働党(PSOE)	22.0	90	-20
ポデモス(PODEMOS) *	20.7	69	63
シウダダノス(Ciudadanos)	13.9	40	40
その他	14.7	28	-20
合計	100.0	350	0

* ポデモスは選挙連合を組んだ他党を含む。単体では得票率13%、議席42。
(資料)新聞報道等より作成

中国減速の影響

中国経済の減速が世界経済に与える影響が懸念されている。もっとも欧州の中国向け輸出比率は近年高まってはいるものの、EU全体で3.0%、イタリアは2.6%、スペインは1.7%に過ぎない。欧州委員会のモデルによる試算では、中国の成長率がベースラインから2016年1%ポイント、2017年1%ポイント低下するシナリオで、ユーロ圏の成長率を2016年0.2%、2017年0.3%押し下げる。中国経済の減速が資源価格の低下などをもたらし、他の新興国経済の減速につながるものの影響も考慮する必要はあるものの、資源価格の低下は欧州にとってはむしろ消費を支える要因にもなる。イタリア、スペイン双方とも中国向け貿易依存度が低いことを考えると、影響は限定的とみてよいだろう。

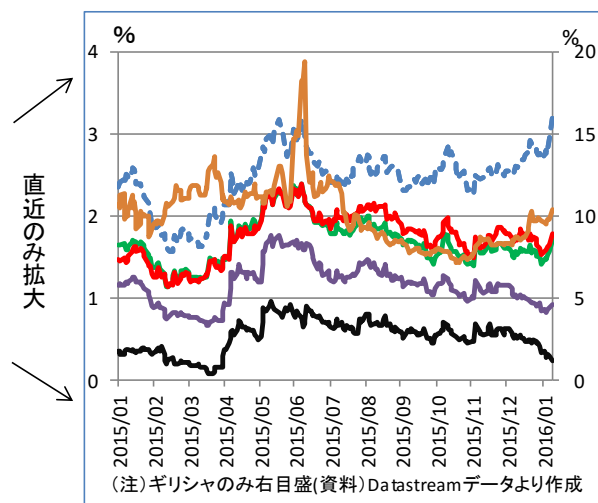
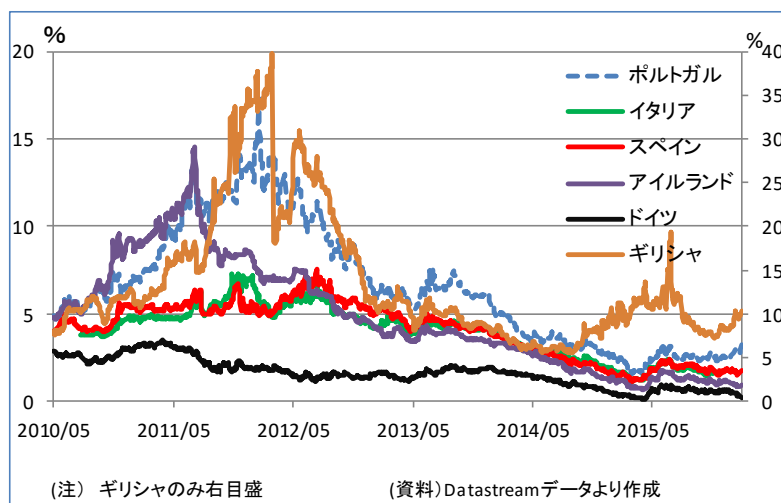
ギリシャのユーロ離脱 (Grexit) の場合のスペイン、イタリアへの影響

Grexit のリスクは高くはないとみられるが、仮にギリシャの構造改革プログラムが計画通り進まず、EUとの交渉が頓挫し Grexit に至った場合、ユーロ金融市場が再び動揺するリスクは否定できない。しかし、ユーロ債務危機を通じて、さまざまな制度上のセーフティネット (EU共通のセーフティネットとしてのESM、ECBによる国債買い取りプログラム: OMT など) も拡充されてきており、金融市場を通じた影響は限定的とみられる。

Grexit の場合でもユーロ圏の他国への波及は限定的なものにとどまるとみられる。実際、Grexit の危機が騒がれた2015年夏場時点での各国の国債利回りの推移をみると、ギリシャ国債が大きく売られたのに対し、他の支援国の利回り上昇幅は限定的なものであった (図表 15)。

ただし、Grexit はユーロからの脱落の初めてのケースとなり、ユーロ・システムには脱落がありうることを示す結果となる。短期的にはECBやEUの対応により他国への波及を避けられても、中長期的に同様な問題が起こるリスクの芽を生むことになる。その意味からも欧州のリーダー達の Grexit 回避にむけての努力が望まれる。

図表 15 : ユーロ圏各国国債利回り(10年債)



【参考文献】

- Banco de Espana, “Financial Stability Report”, Nov.2015
- Banca D’Italia, “Financial Stability Report”, Nov.2015
- European Commission, “Alert Mechanism Report 2016”, Nov.2015
- European Commission, “European Economic Forecast Autumn 2015”, Nov.2015
- European Commission, “European Economic Forecast Winter 2016”, Feb.2016
- IMF, “Italy 2015 article IVconsultation”, July 2015
- IMF, ”Italy : Selected Issues”, July 2015
- IMF, ”Spain 2015 article IV consultation”, Aug.2015
- IMF, ”Spain : Selected Issues”, Aug.2015
- IMF, “World Economic Outlook”, Oct.2015、同 Update, Jan.2016
- Nadege Jassaud and Kenneth Kang, “A Strategy for Developing a Market for Nonperforming Loans in Italy”, IMF WP15/24, Feb.2015
- OECD, “Economic Outlook”, Oct. 2015
- OECD, “Economic Survey Italy” Feb.2015
- OECD, “Economic Survey Spain” Sept. 2014
- 内閣府「世界経済の潮流Ⅱ～中国経済の減速と世界経済」2015/12

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 2016 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>