



マレーシア経済の現状と展望

～経常黒字の持続性とリスク要因について～

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 副部長
中村 明

akira.nakamura@iima.or.jp

<要旨>

1. マレーシアの実質 GDP 成長率は、2016 年後半以降上昇に転じた。失業率が低水準で推移する一方で、消費者物価の上昇は比較的落ち着いている。また、財政収支も単年度の赤字幅は小幅にとどまっている。景気は、今後も当面は拡大基調を続ける見通しであり、国内経済に大きな不安材料は見当たらない。
2. 経常収支は黒字が続いているが、貿易黒字の縮小を主因に黒字額は減少傾向にあり、2016 年には名目 GDP に対する比率が 2.0% にまで低下した。他方で、主に直接投資収益と証券投資収益から構成される第一次所得収支は、2015 年以降、徐々に赤字幅が縮小し、経常黒字の縮小にわずかながら歯止めをかけている。
3. 外貨準備高は 2017 年 5 月の時点で、964 億ドルと輸入の 8.2 カ月分に相当しており、対外決済の観点からみた必要水準は満たしている。短期対外債務残高の外貨準備に対する比率は 2015 年末時点で 80% に達し、世界の新興国のなかでも高水準にあるが、マレーシアは、国際投資ポジションがネットの資産超過であるため、以上の状況が直ちに対外債務の支払いに対する懸念につながるとは考えにくい。
4. 短期的な経常黒字の縮小への懸念は、主因の貿易黒字の縮小には足元では歯止めがかかっているほか、今後しばらくは、①海外景気の拡大、②通貨リング安、③鉱物

性燃料の価格の下げ止まりなどにより、輸出が増加を続け、貿易黒字が拡大傾向で推移するとみられるため、払拭されそうである。

5. ただし、長期的には貿易黒字の拡大持続は困難となる可能性が大きいことから、経常収支の黒字を維持するためには、第一次所得収支が黒字に転じその状態を続ける必要がある。第一次所得収支は、今後は黒字となることが予想される。
6. 仮に、第一次所得収支が黒字化しなければ、貿易・サービス収支の黒字縮小とあいまって、経常収支が赤字に転落する事態となりかねず、注意が必要である。第一次所得収支の黒字につながるよう、対外直接投資の資産から確実に利益がもたらされ回収されるべく、債権者は十分な運営・管理が求められる。
7. なお、当面のリスク要因は政治動向である。2018年4月に予定されている下院総選挙が2017年中にも前倒しで実施される可能性があるなど、重要な政治日程が不透明となっている。仮に、ナジブ首相の政府系投資会社に関する資金問題により、与党連合の議席が大きく減れば、政局の混迷および政策進捗の遅れへの懸念が高まり、対内直接投資の停滞や、通貨リングの下落につながるおそれがあるため注意を要するが、現時点でその可能性は大きくないと判断される。

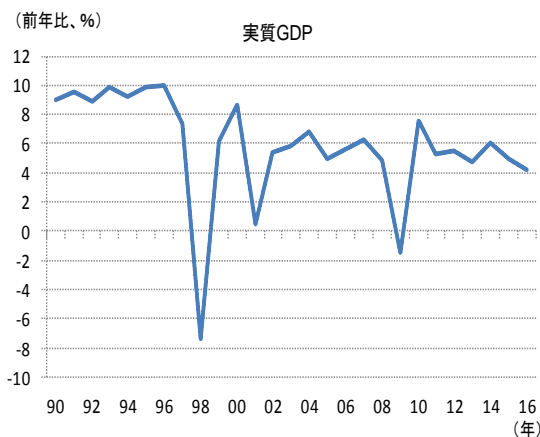
1. 経済は2016年後半より再び成長ペースが拡大

マレーシア経済は、2015年に続き2016年前半まで減速基調を続けた。輸出が主要相手先の先進国景気の減速や、主要輸出品目の資源価格の下落を主因に不振となったこと、およびこれを受け企業の投資意欲が低下し、設備投資が伸び悩んだことが原因である。他方で、個人消費は、最低賃金の引き上げや、低所得向け家計への現金支給の効果などに支えられ比較的底固く推移した。この結果、2016年の実質GDPは前年比4.2%と、2015年の同5.0%から減速しつつも比較的高めの伸びを示した（図表1）。

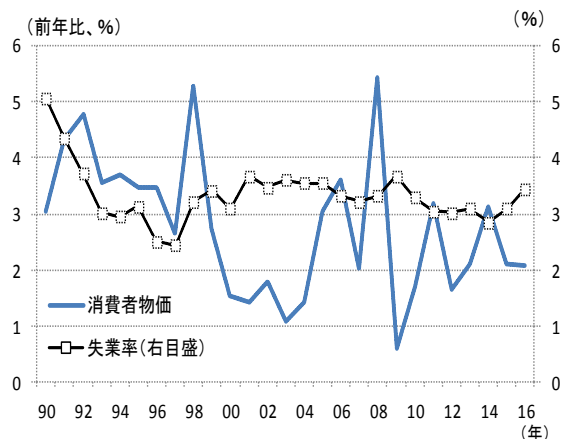
一方、2016年後半以降は、引き続き個人消費が底固く推移したほか、輸出が世界景気の回復や通貨リング安の効果から持ち直しに転じたため、実質GDP成長率は上昇に転じた。実質GDPは2016年10-12月期に前年比4.5%にまで回復したあと、2017年1-3月期は同5.8%と、2015年1-3月期以来の高成長を示した。今後も、経済は先進国を中心とした世界景気の拡大やこれまでのリング安、および一次産品価格の下げ止まりなどに支えられ、拡大基調を続ける見通しである。国際通貨基金（IMF）は、4月発表の世界経済見通しのなかで、今後のマレーシアの実質GDP成長率に関して、2017年が4.5%、

2018 年が 4.7%と緩やかな景気拡大の持続を予想している。なお、1-3 月期の高成長により、2017 年の成長率は IMF の見通しを幾分上回る可能性が大きい。

図表 1：マレーシアの実質 GDP



図表 2：マレーシアの消費者物価、失業率



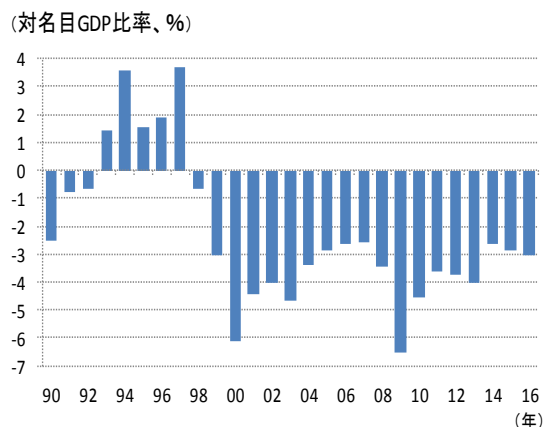
(資料) IMF・マレーシア中央銀行データより作成

こうしたなか、雇用情勢は総じて良好に推移したため、失業率は低水準を続け、2015 年以降は 2 年連続で上昇を続けたものの、2016 年は平均で 3.5%と過去 20 年のピーク内にとどまっている (図表 2)。月ごとの動きをみても、2016 年 11 月に 3.6%まで上昇したあとは低下傾向で推移している。

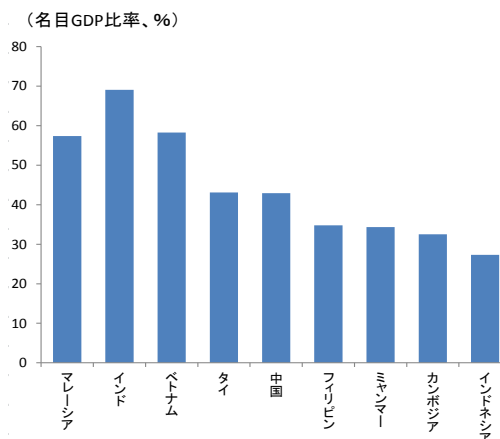
消費者物価は、食料品・飲料が上昇を続けたが、原油安による燃料価格の下落の影響が大きかったため全体では安定を続け、2016 年の上昇率は 2.1%と 2015 年と同水準となった。消費者物価は、2017 年に入りエネルギー価格の上昇などから伸びを高めた。ただし、食料・エネルギーを除くコア部分の安定傾向に変わりはないなかで、4 月以降はエネルギー価格の上昇が一服したため、落ち着きを取り戻しつつある (図表 2)。

財政収支は赤字を続けており、2015 年および 2016 年は、景気の減速により税収が減少したことなどから、2 年続けて対名目 GDP 比のマイナス幅が拡大した。ただし、物品・サービス税 (GST) の導入などが税収の減少に歯止めをかけたため、その水準は 3%程度と比較的小幅にとどまっている (図表 3)。一方、公的債務残高は拡大を続け、名目 GDP に対する比率は、2015 年末に 60%に迫るなど、アジアの途上国のなかでも高水準にある (図表 4)。マレーシア政府は、こうした状況を踏まえ、歳入・歳出の見直しにより、2020 年を目途に財政収支の均衡化を目指しているが、IMF は同年において 2%程度の財政赤字を予想している。

図表 3：マレーシアの財政収支
(対名目 GDP 比率)



図表 4：マレーシアの公的債務残高
(対名目 GDP 比率、2015 年末)

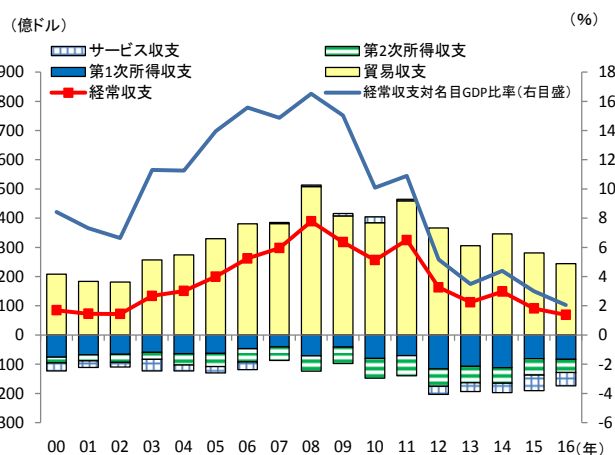


(資料) IMF・マレーシア中央銀行データより作成

2. 経常黒字の縮小が続く一方で資産超過となる国際投資ポジション

マレーシアの経常収支は黒字が続いているが、貿易黒字の縮小を主因に黒字額は減少傾向にあり、2016 年には名目 GDP に対する比率が 2.0%にまで低下した。他方で、主に直接投資収益と証券投資収益から構成される第一次所得収支は、2015 年以降、徐々に赤字幅が縮小し、経常黒字の縮小にわずかながら歯止めをかけている (図表 5)。

図表 5：マレーシアの経常収支の推移

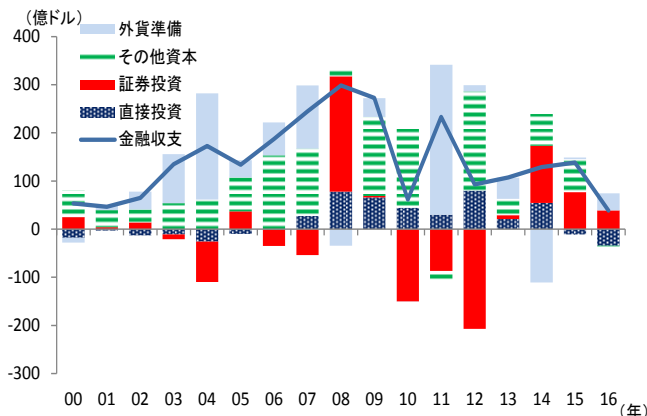


(資料) IMF・マレーシア中央銀行データより作成

一方、経常黒字が続くなか、金融収支は、マレーシア資本による対外資産の取得 (資金は流出) が、外国資本によるマレーシア資産の取得 (資金は流入) を上回る状況が続

いている（図表6）。ただし、マレーシア資本による対外資産の取得超過額は、経常黒字の縮小により減少傾向にある。証券投資は、2014年以降2016年までの3年間、マレーシア資本による対外資産の取得超過となる反面、直接投資は、2015年、2016年と2年連続で外国資本によるマレーシア資産の取得超過となった。

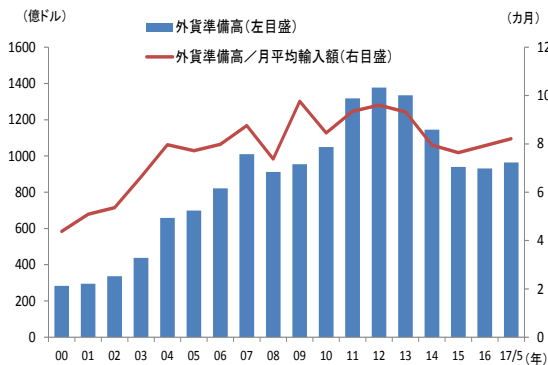
図表6：マレーシアの金融収支の推移



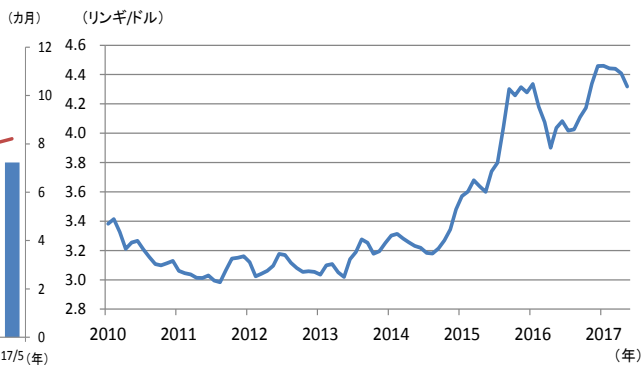
(注) 金融収支のプラスはマレーシアによる外国資産の取得超過（資金は流出）、
金融収支のマイナスは外国によるマレーシア資産の取得超過（資金は流入）
(資料) IMF・マレーシア中央銀行データより作成

こうしたなか、外貨準備高は2014年および2015年に目立って減少した。マレーシア中央銀行が、通貨リングの相場下落に歯止めをかけるべく、リング買い・ドル売り介入を続けたことが主因とみられる。もっとも、外貨準備高は2016年に減少に歯止めがなかったほか、その水準は2017年5月の時点で、964億ドルと輸入の8.2カ月分に相当しており、対外的な決済という観点からみた必要水準は満たしている¹（図表7）。

図表7：マレーシアの外貨準備高の推移



図表8：マレーシアリングの推移

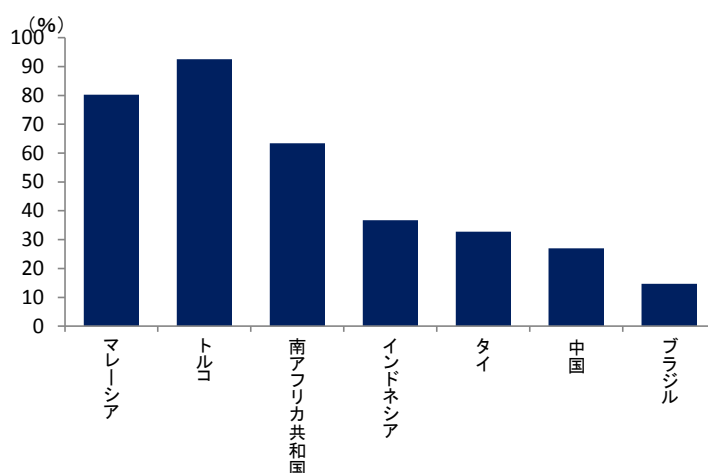


(資料) IMF、マレーシア中央銀行データより作成。

¹ 2016年終盤にかけ、マレーシア中銀が通貨安への対応として実施した対策については補足1の通り。

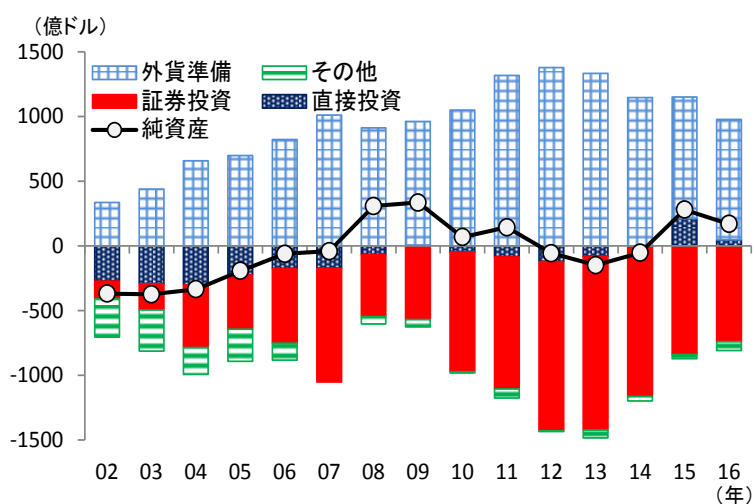
他方で、短期対外債務残高の外貨準備に対する比率は2015年末時点で80%に達し、世界の新興国のなかでも高水準にある（図表9）。マレーシアは、国際投資ポジションがネットの資産超過であるため、この状況が直ちに対外債務の支払いに対する懸念につながるとは考えにくい。最近の経常黒字の推移を踏まえると楽観は禁物である（図表10）。経常収支がこの先黒字の減少を続け、赤字に転じる事態となれば、外国資本によるマレーシア資産の取得超過を通じて、対外負債の拡大が進むためである。

図表9：マレーシアの短期対外債務残高の外貨準備残高に対する比率



（資料）世界銀行データより作成。

図表10：マレーシアの国際投資ポジション



（注）その他は銀行の融資残高など。

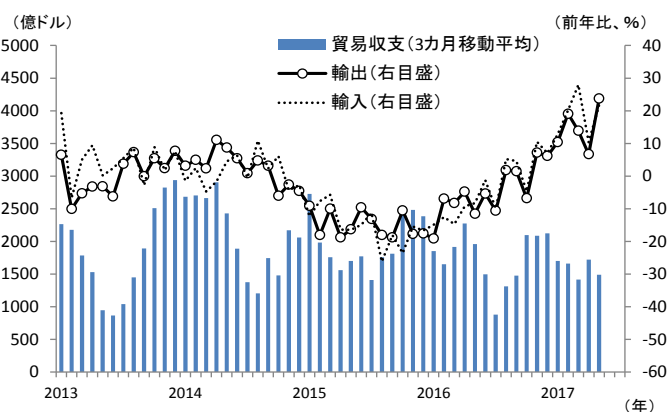
（資料）マレーシア中央銀行データより作成

3. 経常黒字の持続性と長期的な課題

(1) 当面の経常収支を左右する貿易収支

今後当面の経常黒字の持続性を展望するうえで、注目すべきは貿易収支の動向である。貿易収支は2015年、2016年と2年連続で減少し、経常黒字の縮小をもたらした（図表5）。ただし、輸出の拡大ペースが高まるなか、2016年半ば以降は黒字の縮小傾向に歯止めがかかっている（図表11）。

図表 11：マレーシアの輸出入と貿易収支の推移



（資料）マレーシア中央銀行データより作成

図表 12：マレーシアの主要輸出相手先

輸出相手国・地域	割合 (%)
中国	12.5
米国	10.2
日本	8.1
香港	4.8
インド	4.1
オーストラリア	3.4
韓国	2.9
台湾	2.7
ASEAN(マレーシアを除く)	29.4
EU	10.2

マレーシアの輸出の内訳を地域別にみると、単体の国では中国の割合が12.5%と最も大きいため、今後中国景気がすれば、輸出の拡大にマイナスの影響が及ぶおそれがある。しかし、他方で今後の景気拡大が予想され、輸出の増加が見込まれる米国（輸出割合10.2%）、日本（同8.1%）、EU（同10.2%）といった先進国、およびASEAN9カ国（マレーシアを除く、同29.4%）の割合は、合計で約6割と全体の過半を占める。したがって、輸出相手先全体で見れば、輸出の増加を促進する力が勝ると考えられる（図表12）。

さらに、これまでのリンギ安や主力輸出品目の鉱物性燃料の価格の下げ止まりなどに支えられ、輸出は当面増加傾向で推移する見通しである。輸入の増加をある程度勘案しても、貿易黒字は今後しばらく増加基調を続けよう。

(2) 長期的に鍵を握る所得収支～国際収支の発展段階説から判断されるマレーシアの経常黒字の先行き

長期的にみた場合、マレーシアの経常黒字の持続性に対して、貿易黒字の持続に加えて重要な役割を担うのは、所得収支の動向であろう。マレーシアは、貿易・サービス収支が黒字、第一次所得収支が赤字であり、かつ前者のプラス幅が後者のマイナス幅を上回っているため、経常収支は黒字となっており、この傾向は 1998 年より続いてきた²。したがって、国際収支の構造が一国の経済発展に伴い変化するという国際収支の発展段階説の観点に立つと、長い間、債務返済国の状況にあったと考えられる³。国際収支の発展段階説によれば、一国の工業生産力は債務返済国の時期にピークを迎えるとされる。マレーシアは、この時期をすでに 20 年経験していることから、今後は従来に比べ、工業生産力の拡大を背景とした輸出の増加が難しくなる可能性がある。

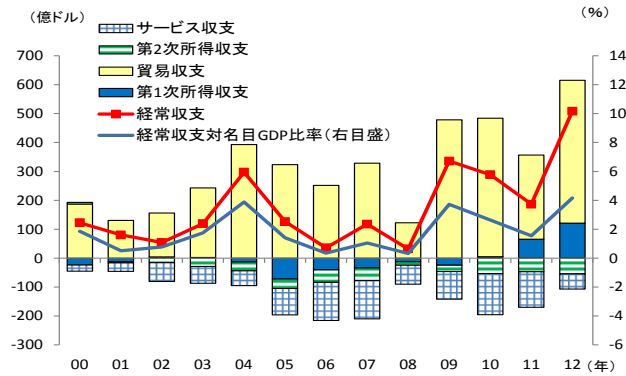
こうしたなか、先行き経常黒字の持続への貢献が期待されるのが、第一次所得収支の黒字化である。マレーシアの国際投資ポジションは、直接投資が資産超過に転じたこともあり、全体でも資産が負債を上回っている（図表 10）。第一次所得収支は赤字ながらその金額を縮小させており、今後は黒字となることが予想される。

マレーシアに先行して工業輸出立国となった韓国の例をみると、貿易・サービス黒字は 2000 年代半ばに概ね頭打ちとなる一方で、第一次所得収支は 2005 年以降赤字の縮小を続け、2010 年に黒字に転じた（図表 13）。その後、貿易・サービス収支と第一次所得収支はともに黒字で推移しているため、国際収支の発展段階説の見方に立つと、韓国は、2010 年を目途に債務返済国から未成熟の債権国へ移行したと判断される。マレーシアも同様に経常収支の黒字を維持するためには、第一次所得収支が黒字に転じその状態を続ける必要がある。そうでなければ、債務返済国から成熟した債務国への後退、すなわち貿易・サービス収支の黒字の縮小と第一次所得収支の赤字により経常収支が赤字に転落する事態となりかねない。

² ここでは第一次所得収支のみを対象としているが、第二次所得収支は全体に占める割合が小さく経常収支の動向を左右するとは考えにくいので、考察の対象から除いても議論の本質に影響しない。

³ 国際収支の発展段階説は本稿末の補足 2 を参照のこと。

図表 13：韓国の経常収支の推移



(資料) IMF “International Financial Statistics” より作成。

そのために注目すべきは、対外直接投資の動向である。マレーシアの対外直接投資は、エネルギー関連を含む鉱業、金融・保険業、情報通信業などが中心となっており、昨今の大口案件は、途上国を対象とした権益の確保やエネルギー開発が主である（図表 14、図表 15）。これらの案件を中心とした対外直接投資から確実に利益がもたらされ、回収されるよう、債権者は十分な運営・管理が求められる。また、今後の投資先も慎重に選別される必要があろう。

図表 14：マレーシアの対外直接投資

	(百万ドル、%)			
	2014年	2015年	2016年	
	金額	金額	金額	構成比
農林水産業	483.3	862.5	258.4	2.5
鉱業(石油・ガスを含む)	7100.4	6793.7	3314.7	32.7
製造業	165.4	-241.2	1733.0	17.1
建設業	133.8	141.5	-128.7	-
情報通信業	2502.3	955.9	777.7	7.7
金融・保険業	3626.6	1263.1	2159.8	21.3
その他	2080.7	403.5	2028.5	20.0
合計	16092.5	10179.0	10143.4	100.0

(資料) マレーシア中央銀行データより作成

図表 15：マレーシアの対外直接投資の事例

(百万ドル)				
投資時期	業種	出資企業名	投資対象国	投資額
2015年2月	パーム油	サイム・ダービー	バブア ニューギニア	1,964
2015年4月	石油・ガス	ペトロナス	アゼルバイジャン	2,250
2015年12月	電力	YTL	インドネシア	2,700
2016年1月	電力	YTL	ヨルダン	1,600
2016年4月	通信	アクシアタ	ノルウェー	1,365

(資料) ジェトロ「世界貿易投資報告」より作成

4. 政治的リスク要因

向こう1年という短期でみた場合のリスク要因は政治動向であろう。政治日程では、2018年4月に下院総選挙が行われる予定であるが、ナジブ首相が2017年中にも総選挙を実施するとの見方が広がりつつある。ナジブ首相が率いる与党連合第一党の統一マレー国民組織（UMNO）は、低所得者向けの支援金の増額などにより、選挙対策を進める一方で、野党は足並みがそろわず選挙を戦う準備が整っていないためである。

ナジブ首相は政府系投資会社のワン・マレーシア開発（1 Malaysia Development Berhad, 1MDB）の資金洗浄・不正流用などの問題を抱えており、国民の不満は解消されていないとみられる。このため、仮に、総選挙の結果、与党連合が議席を大きく減らす事態となれば、政局の混迷および政策進捗の遅れなどへの懸念が高まり、対内直接投資の停滞や、通貨リングの下落につながるおそれがあるため注意を要するが、現時点でその可能性は大きくないと判断される⁴。

5. まとめ

マレーシア経済は、2016年半ば以降回復を続け、失業率が低水準で推移する一方で、消費者物価の上昇は比較的落ち着いている。また、財政収支も政府の歳出・歳入の見直しがある程度は功を奏し、単年度の赤字幅は小幅にとどまっている。このように、国内経済に大きな不安材料は見当たらない。

国際収支に関しては、短期的な経常黒字の縮小への懸念は払拭されそうである。主因の貿易黒字の縮小にはすでに歯止めがかかっているほか、今後しばらくは、①海外景気の拡大、②リング安、③鉱物性燃料の価格の下げ止まりなどにより、輸出が増加を続け、貿易黒字が拡大傾向で推移するとみられるためである。

一方で、長期的には貿易黒字の拡大持続は困難となる可能性が大きいことから、経常収支の黒字を維持するためには、第一次所得収支が黒字に転じその状態を続ける必要がある。国際投資ポジションはすでに資産超過となっており、また、第一次所得収支は赤字ながらその金額を縮小させていることから、今後は黒字となることが予想される。ただし、仮にそうならなければ、貿易・サービス収支の黒字の縮小と第一次所得収支の赤字により経常収支が赤字に転落する事態となりかねない。第一次所得収支の黒字につ

⁴ 理由については補足3を参照のこと。

ながるよう、対外直接投資に関わる資産から確実に利益がもたらされ、回収されるべく、債権者は十分な運営・管理が求められよう。

なお、当面のリスク要因は政治動向である。2018年4月に下院総選挙が予定されているが、ナジブ首相は2017年中にも前倒して総選挙を実施するとの見方が広がるなど、重要な政治日程が不透明となっている。また、ナジブ首相は政府系投資会社に関わる資金問題を抱えているため、国民の不満は解消されていない可能性が高い。このため、仮に、与党連合が議席を大きく減らす事態となれば、政局の混迷および政策進捗の遅れなどへの懸念が高まり、対内直接投資の停滞や、通貨リングの下落につながるおそれがあるため注意を要するが、現時点でその可能性は大きくないと判断される。

【補足1】

2016年後半に入り、通貨リングは貿易・経常黒字の縮小などから再び下落基調で推移し、11月の米国大統領選挙において共和党トランプ候補が勝利すると、ドル高進行により下落ペースが加速した。こうしたなか、11月13日、マレーシア中銀は、国内銀行によるリングのNDF（ノン・デリバラブル・フォワード）取引が禁止されていることを改めて通知した。外貨準備の減少もあり、規制によりリング下落に歯止めをかけることを意図したものの、NDF取引が対象に選ばれたのは、リングがNDFでのドル・リング取引において、他の取引よりも大きく下落したためとみられている。ただし、NDF取引は外国人投資家がマレーシア資産、とりわけマレーシア国債を購入する際に頻繁に用いられていたため、同取引に対する実質的な規制強化というべき通知が行われた結果、外国人投資家によるマレーシア国債投資が落ち込むという大きな副作用が生じた。リング相場も下げ止まらず、期待通りの効果はみられなかった。

マレーシア中銀はリング相場が下げ止まらないことを受け、12月2日に、国内の企業が輸出で得た外貨の75%以上をリングに両替することを義務とする新たな規制を、同月5日から導入すると発表した。リング相場は2日の規制発表後に上昇に転じたが、その基調は長続きせず、12月中旬以降は下落基調に復した。その後2017年1月初旬にリング相場は底を打ち、以後はおおむね上昇傾向で推移している。もっとも、その原因は、通貨取引への規制でなく、①実質GDP成長率の上昇、②貿易・経常黒字の再拡大、③資源価格の底打ちなど、経済の基礎的条件の改善と考えられる。これらのマクロ経済およびその環境の改善は当面は持続し、リング相場を下支えすることが予想される。

【補足 2】

国際収支の発展段階説によると、一国の経済は図表 16 の通り、(1) 未成熟の債務国、(2) 成熟した債務国、(3) 債務返済国、(4) 未成熟の債権国、(5) 成熟した債権国、(6) 債権取り崩し国という 6 つの発展段階を辿り、各発展段階に応じた国際収支構造があるとされる。これは、経済が資本蓄積の深化とそれに伴う工業生産力の高まりにより発展し、次第に工業生産力が低下していくことを前提としたものとされ、通常は工業輸出立国に当てはまるとされる。

マレーシアが該当すると考えられる債務返済国は、経常収支、貿易・サービス収支がプラス（黒字）、所得収支がマイナス（赤字）で、この結果、経常収支がプラス（黒字）となり、また金融収支もプラス（対外資産の取得超過、資金の純流出）となる。

図表 16：国際収支の発展段階と各収支項目

	貿易・サービス 収支	所得収支	経常収支	金融収支
(1) 未成熟の債務国	—	—	—	—
(2) 成熟した債務国	+	—	—	—
(3) 債務返済国	++	—	+	+
(4) 未成熟の債権国	+	+	++	++
(5) 成熟した債権国	—	++	+	+
(6) 債権取り崩し国	—	+	—	—

(注) 経常勘定においては+は黒字を、—は赤字を示し、金融勘定においては+は自国による対外資産の取得超過（資金の純流出）を、—は外国による対内資産の取得超過（資金の純流入）を示す。

(資料) 秦忠夫、本田敬吉、西村陽造著（2012 年）「国際金融のしくみ 第 4 版」有斐閣アルマなどより作成。

なお、マレーシアを含む ASEAN 諸国を、国際収支の発展段階説に基づき可能な範囲で分類すると次の通りとなる。なお、本学説は工業輸出立国に当てはまるとされるため、金融サービスの比率が大きい都市国家のシンガポールと産油国のブルネイは対象から除いた。また、フィリピンとベトナムは、対外純債務国であるにもかかわらず、海外への出稼ぎ労働者の本国送金が巨額に達していることなどから、経常収支が黒字となっており、本学説になじまないため同じく対象から外した。

図表 17：ASEAN 各国の経常収支の発展段階

	貿易・サービス 収支	所得収支	経常収支	該当国
(1) 未成熟の債務国	－	－	－－	カンボジア、ラオス、ミャンマー
(2) 成熟した債務国	＋	－－	－	インドネシア、タイ
(3) 債務返済国	＋＋	－	＋	マレーシア
(4) 未成熟の債権国	＋	＋	＋＋	該当なし
(5) 成熟した債権国	－	＋＋	＋	
(6) 債権取り崩し国	－－	＋	－	

(注) 図表 16 に同じ。

【補足 3】

2017 年内の下院の早期解散・総選挙の可能性は否定できないが、予定通りの実施となればその時期は 2018 年の 4 月と現時点から半年以上先となる。このため、通常選挙前に行われる世論調査は本格化していない模様であり、現時点で政党別の支持率の把握は難しい。

そうしたなかで、参考になるのが 2016 年 5 月に実施された、サラワク州の議会選挙である。他の州の議会選挙は下院総選挙と同時に進行するため、本選挙は、マレーシアにおいて、総選挙と異なる時期に実施される唯一の大規模選挙である。1MDB に関わるナジブ首相の不正流用疑惑の発覚後となるタイミングで実施されたこともあり、選挙結果は注目された。

結果は、与党連合である国民戦線（BN）が議席数を改選前の 54 議席から 72 議席へと増やし、総議席数 82 議席の 9 割弱を獲得する大勝となった。野党連合である希望連盟（PH）は改選前の 13 議席から 10 議席へと減らす惨敗となり、その勢力は一段と低下した。なお、投票率は 70%と高水準であり、多くの市民の声を反映している。

ナジブ首相に対する国民の不満は根強いと見られ、与党連合 BN への支持は低下しつつあったと考えられるが、野党連合 PH はまとまりがなく、政策の軸足が定まらなかったことから、サラワク州の議会選挙においては、むしろ BN が得票を伸ばし議席を増加させる事態となった。本州議会選挙は、実施からすでに 1 年以上が経過していること、および同州の政治にナジブ首相が属する統一マレー国民組織（UMNO）は関与していないため、結果が完全な形でナジブ首相への評価といえないことは割り引く必要がある。しかし、野党連合 PH はその後も体制整備が進捗せず、また 2017 年に入り有力政党の汎マレーシア・イスラム党（PAS）が脱退したことも打撃となり、今日まで国民の信任

を受けるに至っていないとみられる。こうした状況のもとで下院総選挙が行われた場合、与党連合は幾分議席を減らすことはあり得ても、過半数割れに至るような大敗の可能性は小さいと考えられる。

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 2017 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>