



ロシア経済の現状と展望

公益財団法人 国際通貨研究所
経済調査部 主任研究員
志波 和幸
kazuyuki_shiba@iima.or.jp

2014 年 2 月に発生したウクライナ騒乱（ロシアのクリミア併合と東部 2 州での独立紛争）を発端とした欧米の経済制裁と、同時期の原油安により経済的打撃を受けたロシアであったが、その後の原油価格の持ち直しを主因とし 2016 年以降の実質 GDP 成長率はプラス圏で推移している。

本稿では、まず同国の経済状況を確認したうえで、今後の経済見通し及びその下振れリスクについて説明する。

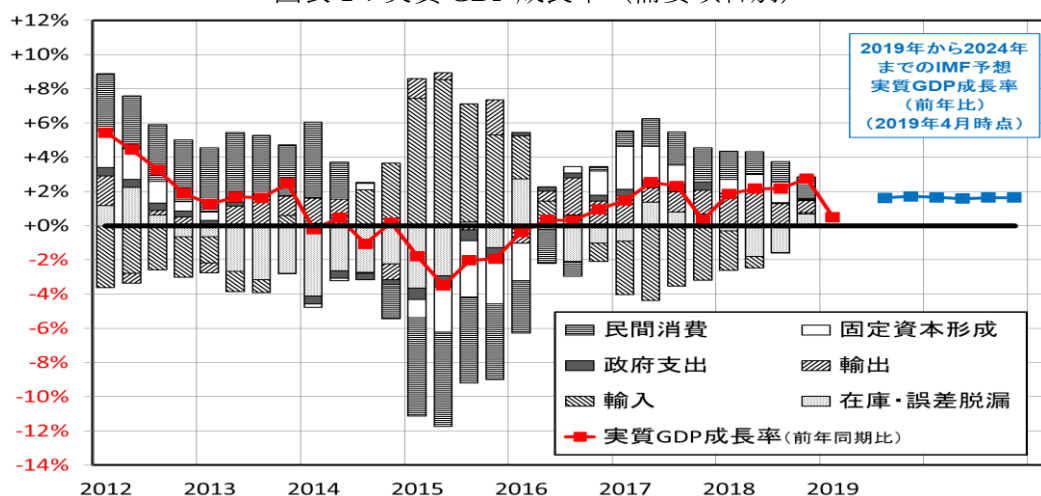
1. ロシア経済の現状

(1) 景気 ～ プラス成長を維持するも減速が鮮明に

5 月 17 日にロシア連邦統計局が発表した 2019 年第 1 四半期の実質 GDP は前年同期比+0.5%と 12 期連続のプラスとなったものの、2018 年第 2 四半期から第 4 四半期まで続いていた 2%台から急減した（図表 1）。

同期の成長率の需要項目別内訳は未だ公表されていないが、2018 年 10 月からの原油価格急落に伴う輸出額減少と 2019 年 1 月から実施された VAT（付加価値税）の税率引き上げ（18% → 20%）が 2019 年代 1 四半期の景気を一時的にせよ冷え込ませる要因となった模様である。

図表 1：実質 GDP 成長率（需要項目別）



(出典：Russian Federal State Statistics Service)

(2) 労働市場 ～ 失業率低下と賃金上昇が継続

こうしたなか、労働環境は引き続き良好である。2019年3月の失業率は4.7%と2000年代初め以降の最低水準で推移している（図表2）。また、名目賃金の上昇が引き続きインフレ率（後述）を上回っており、実質賃金は前年同月比プラスを維持している。

なお、名目賃金上昇の一因は最低賃金の引き上げにある（図表3）。ロシア全体の最低賃金は同国連邦法（82-FZ of 19.06.2000）で規定されており、貧困対策の一貫として定期的に引き上げられてきた。最近では、2018年12月の連邦法改正¹により2019年1月から最低賃金が「月額11,163ルーブル（約172ドル）」から「同11,280ルーブル（約174ドル）」と約1%引き上げられた。これにより、最低賃金は2001年初め（200ルーブル）からのべ18回の引き上げにより56.4倍上昇した。

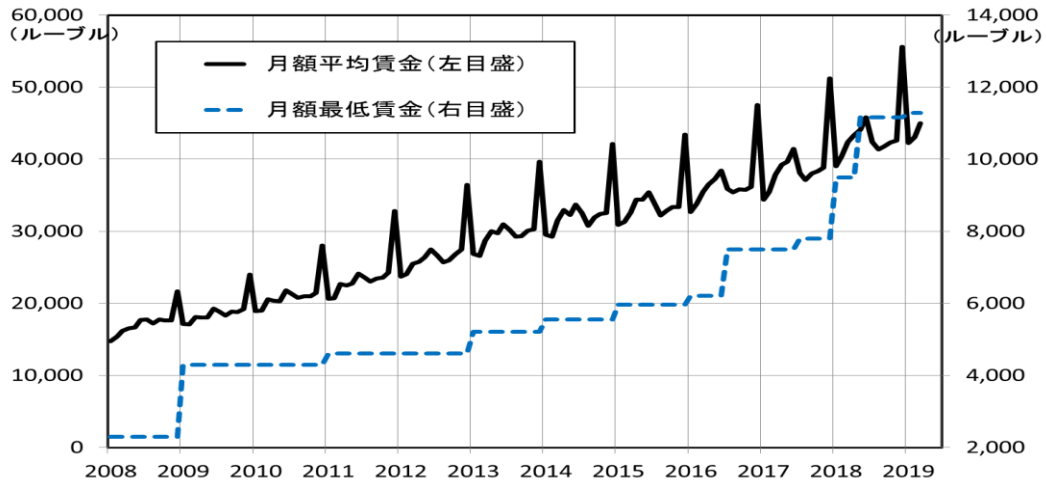
図表 2：実質賃金／実質売上／失業率



(出典：Russian Federal State Statistics Service（消費者物価（CPI）で実質化）／ロシア中央銀行)

¹ 2018年12月25日付連邦法第481号「連邦法『最低賃金について』第1条の改正について」より。（ロシア語のみ）

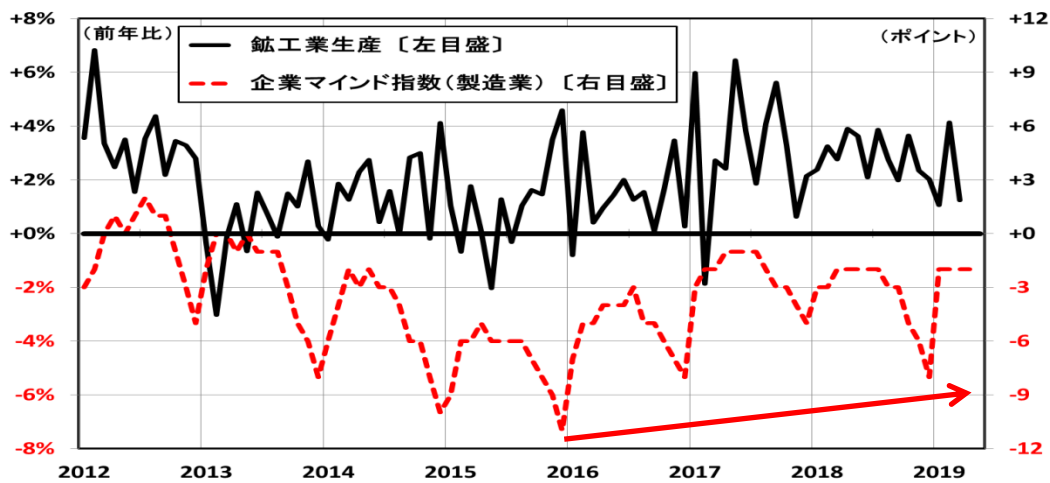
図表 3：平均賃金／最低賃金



(出典：Ministry of Economic Development of the Russian Federation)

このような賃金上昇（特に 2018 年の 2 回に亘る大幅増）を受け、実質小売売上高は 2017 年初めから前年比で増加に転じた。また、企業マインド指数（製造業）は 2015 年末をボトムに改善傾向にあり、鉱工業生産も前年比プラス圏が定着している（図表 4）。

図表 4：鉱工業生産と企業マインド



(出典：Russian Federal State Statistics Service)

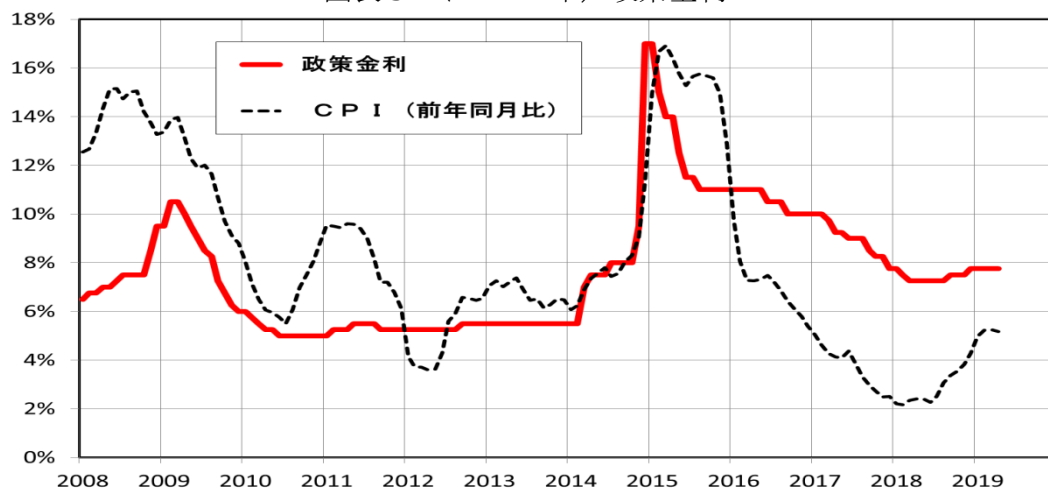
(3) 物価・金利・為替 ～ 利上げとともにインフレ率は下落の兆し。ルーブル相場は原油価格復調とともにやや回復

消費者物価をみると、2014 年のウクライナ騒乱に伴う欧米の経済制裁に対する報復措置として欧米からの農産品・食品の輸入を禁止した結果、対象となった食品価格が急上昇し、全体のインフレ率（消費者物価指数）は 2015 年 3 月に前年同月比+16.9%まで押し上げられた（図表 5）。しかし、その後の輸入代替措置としての国内食料生産増強策が奏功し、インフレ率は 2016 年に入ると急低下し、2017 年には当時のロシア中銀のインフレ・ターゲット（同+4%）を下回る同+2%台前半と 1992 年の統計開始以来

の最低水準を達成した。

その後、経済制裁の継続を背景に通貨ルーブルの下落が続き、通貨安による輸入物価やインフレ期待の高まりの抑制のため、2018年9月に3年9ヵ月ぶりに利上げを実施した（同年12月に2回目の利上げを実施）。それを受け、インフレ率は2019年3月の前年同月比+5.3%をピークに下落の兆しが見られる。

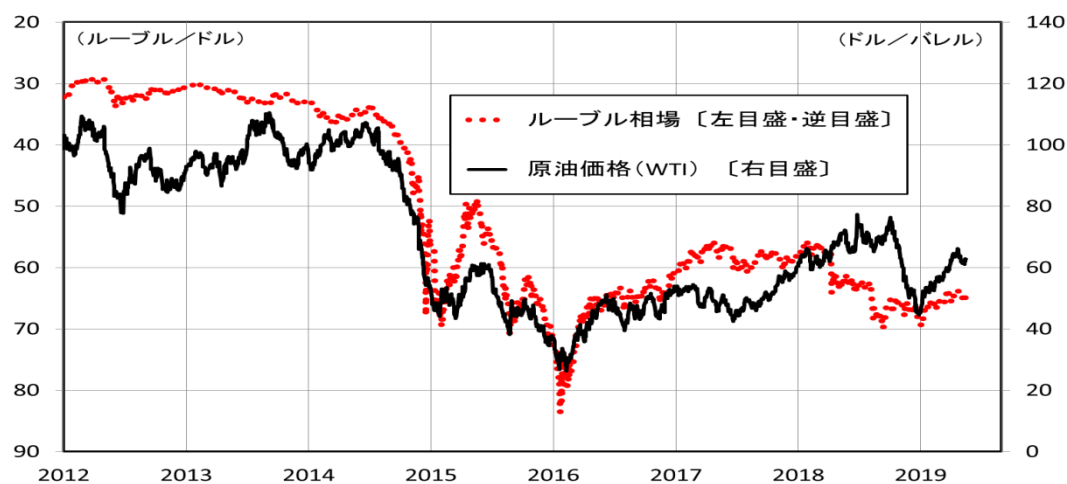
図表5：インフレ率／政策金利



(出典: Russian Federal State Statistics Service / ロシア中央銀行)

ルーブルの対ドル相場については、2014年11月の変動相場制移行後、ロシアの主要輸出品目である原油価格動向との相関がみられる（図表6）。2016年初頭に原油価格が1バレル=20ドル近辺まで下落した際には1ドル=80ルーブルの最安値をつけたが、その後の原油価格の復調とともに同60ルーブル前後に戻っている。それでも変動相場制移行前と比べると、ルーブル相場は約40%下落している。

図表6：原油価格と為替相場

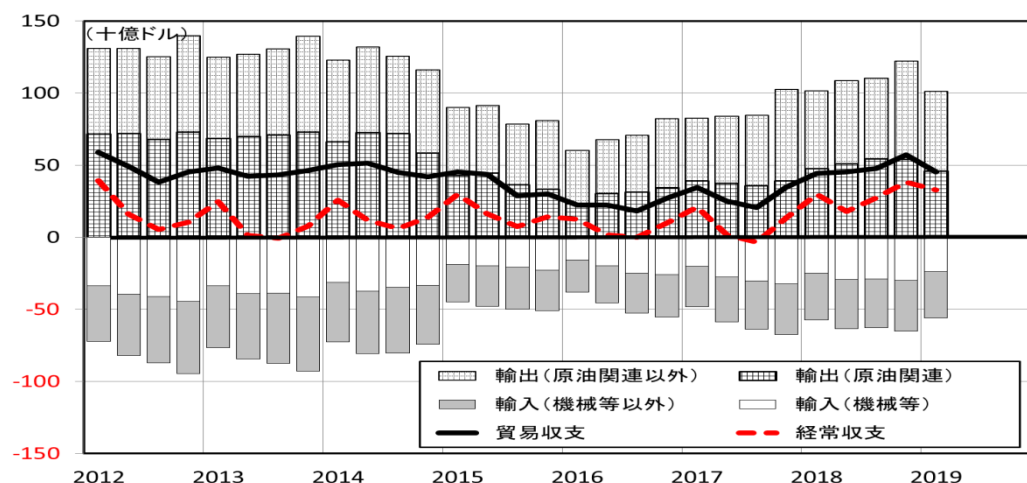


(出典: Thomson Reuter Datastream / ロシア中央銀行)

(4) 経常収支・財政収支 ～ 原油価格持ち直しにより悲観論は後退

経常収支は、2014年夏から2016年初めにかけての原油価格下落に伴い黒字が減少し、2017年第3四半期には4年ぶりに赤字を計上した（図表7）。その後は、原油価格の持ち直しに伴う輸出の増加などに伴い回復し、2018年第4四半期には約7年ぶりの大幅な黒字となった。

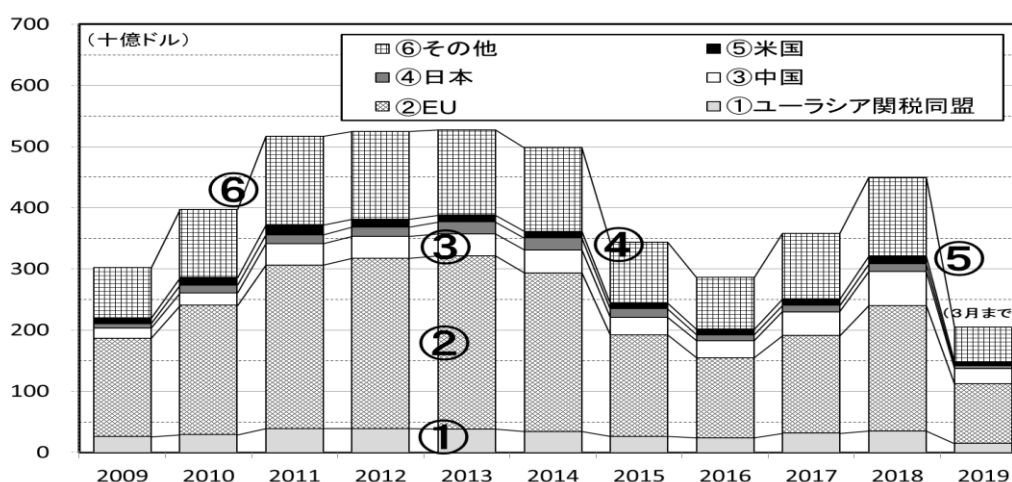
図表7：貿易収支／経常収支



(出典：Russian Federal State Statistics Service／ロシア中央銀行)

なお、ウクライナ騒乱に伴う欧米の経済制裁を受け、特に 2015 年以降は EU 向け輸出が減少した（図表 8）。すなわち、輸出全体に占める EU 向けのシェアは、経済制裁前の 50%台前半から制裁後は 45%前後に低下した。一方、中国向けが増加し、そのシェアは約 7%から約 12%に上昇している（図表 9）。

図表8：輸出相手国



(出典：Russian Federal Customs Service、2019 年は 3 月までのデータ)

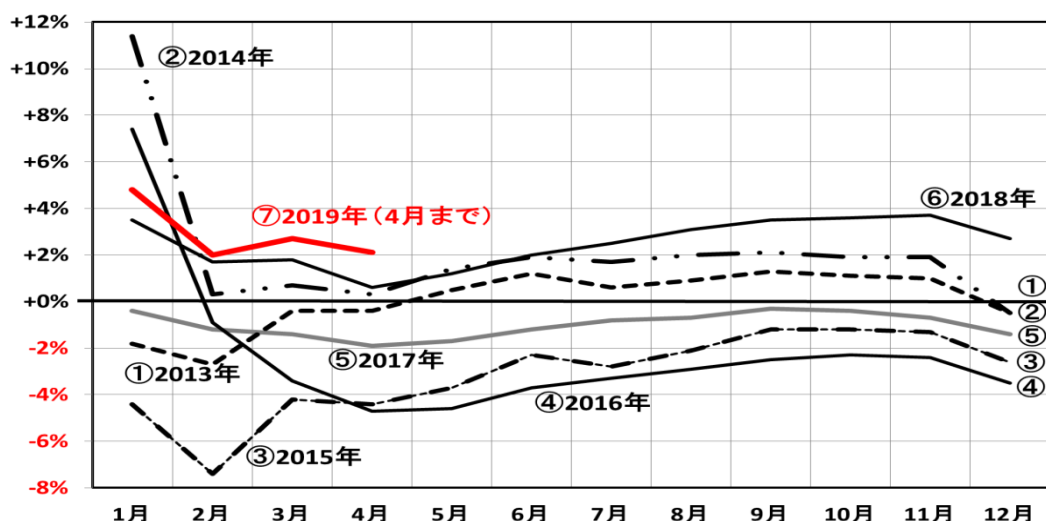
図表9：輸出の国・地域別内訳とそのシェア（単位：十億ドル）

	2013年 (経済制裁前)	シェア の推移	2014年 (経済制裁後)	シェア の推移	2017年	シェア の推移	2019年 (3月まで)
ユーラシア関税同盟 (ロシア、ベラルーシ、カザフスタン)	37.9 7.2%	↘	34.1 6.8%	↗	31.1 8.7%	↘	14.3 7.0%
EU	283.4 53.8%	↘	259.1 52.0%	↘	159.7 44.6%	↗	97.4 47.6%
中国	35.6 6.8%	↗	37.5 7.5%	↗	38.9 10.9%	↗	25.4 12.4%
日本	19.7 3.7%	→	19.9 4.0%	↘	10.4 2.9%	↘	4.8 2.4%
米国	11.1 2.1%	→	10.6 2.1%	↗	10.6 3.0%	↘	5.2 2.5%
その他	139.6 26.5%	↗	136.7 27.5%	↗	107.1 29.9%	↘	57.3 28.0%
全体	527.3 100.0%	—	497.8 100.0%	—	357.8 100.0%	—	204.4 100.0%

(出典：Russian Federal Customs Service)

一方、財政に目を向けると、主な収入源である原油・天然ガスの輸出・採取税の落ち込みで財政赤字（GDP 比）は 2016 年に▲3.5%まで悪化したが、その後の原油価格復調に伴う歳入増加と 2017 年からの緊縮財政（最大の支出項目である社会保障費関連の予算削減と 2 番目に多い国防費の抑制）により、2018 年には 7 年ぶりの黒字化を達成した。2019 年も、同年 1 月からの VAT（付加価値税）引き上げに伴う歳入増加もあり、前年以上の黒字を計上している。

図表 10：財政収支（GDP 比）



(出典) Ministry of Finance (2019 年分は 2018 年の名目 GDP で試算)

図表 11：2013 年以降の 6 月時点と通年の財政収支（GDP 比）

	上半期（1～6月）	通年（1～12月）
①2013年	+1.2%	▲0.5%
②2014年	+1.9%	▲0.5%
③2015年	▲2.3%	▲2.6%
④2016年	▲3.7%	▲3.5%
⑤2017年	▲1.2%	▲1.4%
⑥2018年	+2.0%	+2.7%
⑦2019年	+2.1%（4月時点）	

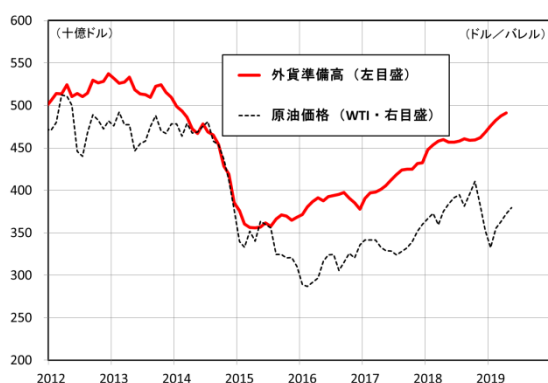
（出典）Ministry of Finance（2019 年分は 2018 年の名目 GDP で試算）

外貨準備は、2014 年の原油価格急落・欧米の経済制裁により急減したものの、2015 年初以降は順調に積み上げが進み、現状 5,000 億ドル台回復を目指す動きとなっている（図表 12）。なお、政府は 2015 年 7 月を最後に為替介入を行っていない。

また、直近の対外債務残高は 4,678 億ドルと 2014 年第 2 四半期のピーク（7,328 億ドル）から約 36%減少した（図表 13）。加えて、その内、政府及び中央銀行等の通貨当局の対外債務は合計しても全体の約 15%と少ない。

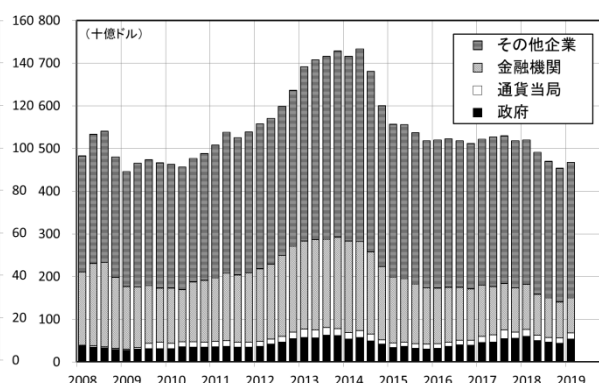
これらにより、現状のロシアの金融市場は 2014 年にみられた混乱から完全に脱していると言えよう。実際、BRICS（ロシア、ブラジル、中国、南アフリカ、インド）の CDS（5 年物）の推移を見ると、2014 年の経済制裁を機にロシアでは急騰したものの、その後は 100bp 台前半と危機前の水準で落ち着いている（図表 14）。

図表 12：外貨準備高



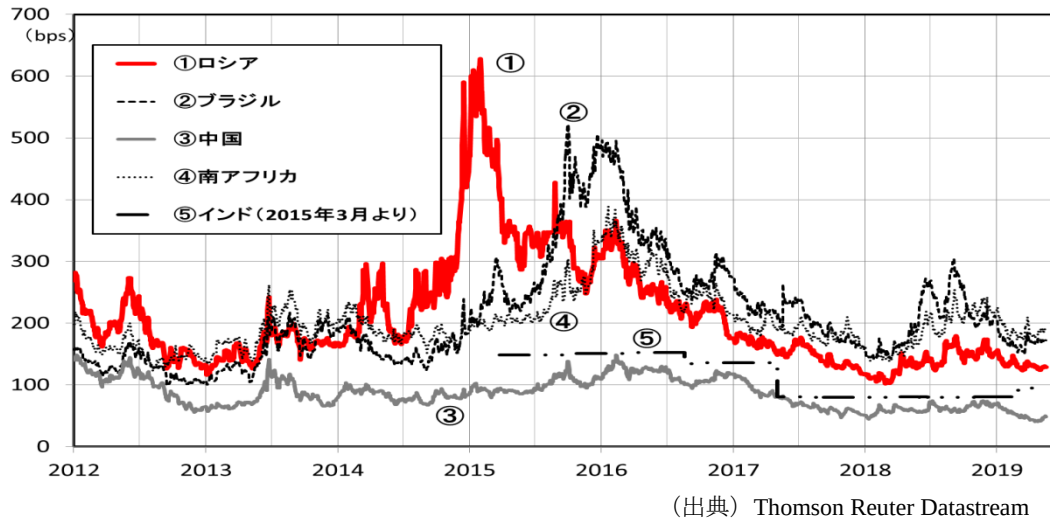
（出典）ロシア中央銀行

図表 13：対外債務残高



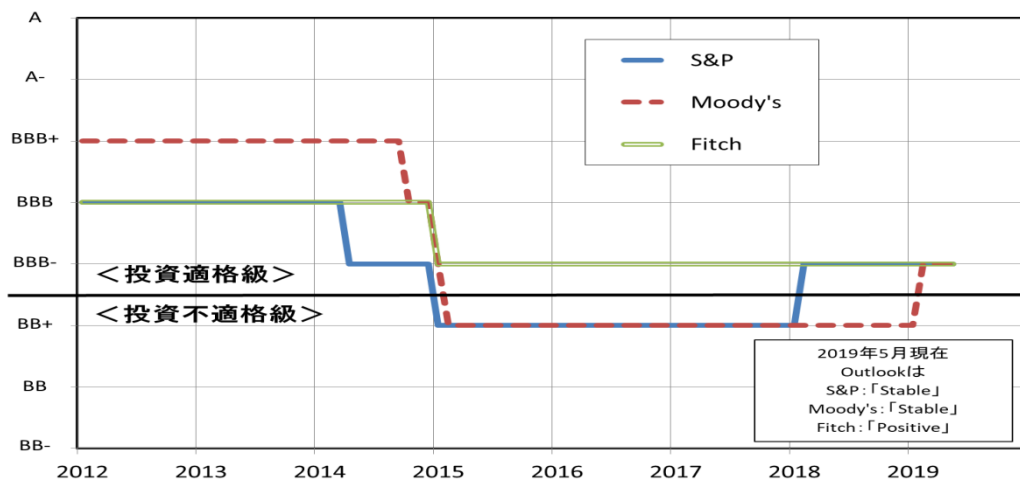
（出典）ロシア中央銀行

図表 14 : BRICS の CDS (5 年物)



こうしたなか、2019 年 2 月に大手格付機関の一つであるムーディーズは、近年の政策対応で公的財政の底堅さが増したことを評価し、同国の信用格付けを投資適格級（Baa3）に引き上げた（見通しは「ポジティブ（強含み）」から「安定的」に変更）。これにより主要 3 格付機関すべてが約 4 年ぶりに「投資適格級」に復帰し、同国の投資環境は改善していることを示した。

図表 15 : ロシアの外部格付け推移



(各種資料から国際通貨研究所作成)

2. 今後のロシア経済の見通し

(1) ベースライン・シナリオ ～ 緩やかな経済成長が持続

IMF や世界銀行は、米中貿易摩擦の激化、アルゼンチンやトルコでのマクロ経済的なストレス、主要先進国での金融政策正常化などを背景に景気拡大ペースが鈍化すると

見通しをたてている。それはロシアも例外ではなく、同国経済は 2021 年にかけて 1% 台半ばから後半の緩やかな成長を続けると予測している（図表 16）。

図表 16：IMF 及び世界銀行の予測

			2019年 (予想)	2020年 (予想)	2021年 (予想)
IMF World Economic Outlook 2019年4月	世界経済	実質GDP成長率	+3.33%	+3.61%	+3.63%
	ロシア経済	実質GDP成長率	+1.62%	+1.71%	+1.65%
	原油価格	1バレル当たり	59.2ドル	59.0ドル	58.1ドル
世界銀行 Russia Economic Outlook 2018年11月	世界経済	実質GDP成長率	+3.00%	+2.90%	
	ロシア経済	実質GDP成長率	+1.50% →+1.40%に下方修正 (2019年4月)	+1.80%	
	原油価格(※)	1バレル当たり	66.0ドル	65.0ドル	65.5ドル

(出典) 各種資料より国際通貨研究所が作成

(※) 「Commodity Markets Outlook (April 2019)」より

(2) 2つの下振れリスク

上記メインシナリオに対し、下振れリスクとして①米国の増産による原油価格の急落、②欧米の経済制裁の継続、という2点が挙げられる。

大手格付機関の一つであるムーディーズも、2019年2月に同国の信用格付けを投資適格級（Baa3）に引き上げた際、「原油価格へのエクスポージャーが低下しつつも続いていること、もしくは依然高い地政学的緊張のいずれかを反映し、ロシアが基調的にさらに外的ショックを受けやすいことは、投資適格級への復帰を遅くした」と指摘し、これらのリスクが具現した場合は再び投資不適格級（Ba1 以下）に引き下げる可能性を示唆している。

① 米国の増産による原油価格の急落

OPEC 加盟国とロシアなど非加盟の主要産油国との協調減産が継続していることに加えて、ベネズエラ（政情不安）やイラン（米国の制裁）の供給減少観測の高まりにより、原油価格（WTI）は 2016 年初の 1 バレル＝20 ドル台から足元（2019 年 5 月末）では同 60 ドル前後と 2014 年末の水準まで回復している（図表 17）。

特に、2018 年 12 月の OPEC とロシアなど非加盟国の主要産油国との会合で、2019 年 1 月から 6 ヶ月の間、世界の原油供給の 1%強に相当する日量 120 万バレルの減産を実施することで合意したとの報は、世界景気減速の不安による需要落ち込み懸念から下落していた原油価格に歯止めをかけるものとなった。

図表 17：原油価格（WTI）



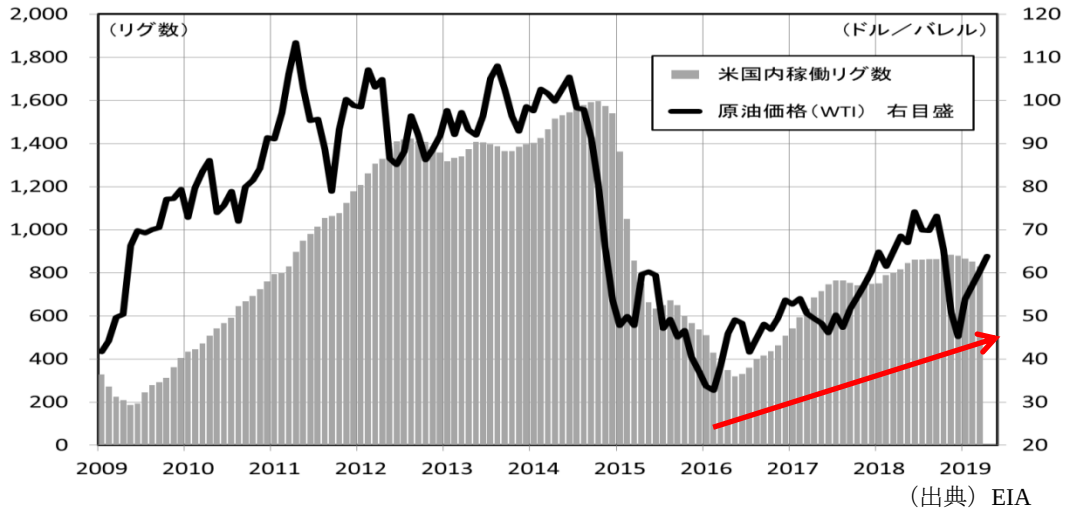
(出典) Thomson Reuter Datastream

ただし、以下のように、米国をトリガーとして原油価格の上昇基調が反転するおそれがある点には注意が必要である。

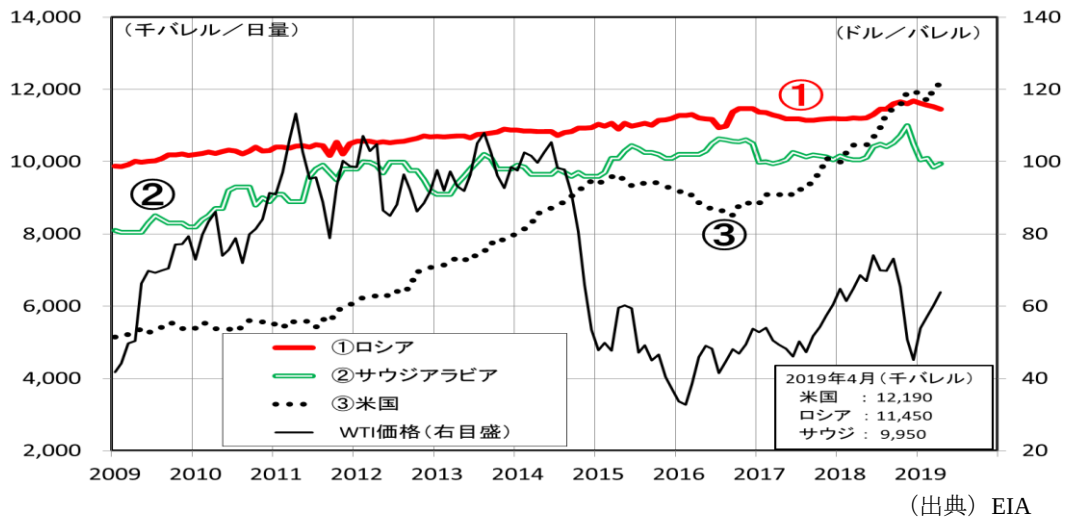
- 1) シェール・オイル革命で原油産出大国となった米国が、その採算ラインといわれる「1 バレル＝50 ドル」まで原油価格が上昇したことで、今後産油量を一段と増やせる状況にあること。実際、稼働リグ数は回復中にある。(図表 18)。
- 2) トランプ米大統領が、国内製油業を保護・奨励する方針を打ち出していること。加えて、2020 年の大統領選挙での再選の一環として、有権者に不人気のガソリン高を避けるため、OPEC に原油増産を要求し続けていること²。
- 3) 上記 2 点もあり、米国の原油産出量が 2018 年 1 月にサウジアラビアを、そして同年 11 月にはロシアを抜き、世界最大の産油国となったこと（米国は減産に合意した非 OPEC 諸国に含まれていない。図表 19)。
- 4) 米国エネルギー情報局（EIA）の最新の予測（2019 年 4 月）では、原油の需要過多／供給不足状況は 2019 年 10 月に解消し、その後 2020 年末までは概ね需要と供給のバランスが一致する見通しをたてていること（図表 20）。

² これに対し、2019 年 5 月 19 日に OPEC とロシアなどの非加盟の主要産油国はサウジアラビア（ジッダ）で会合を開催し、7 月以降も協調減産を続ける方針を示した。米国の圧力に対しサウジアラビアもロシアも慎重姿勢で、当分の間増産する意向は薄いとみられている。

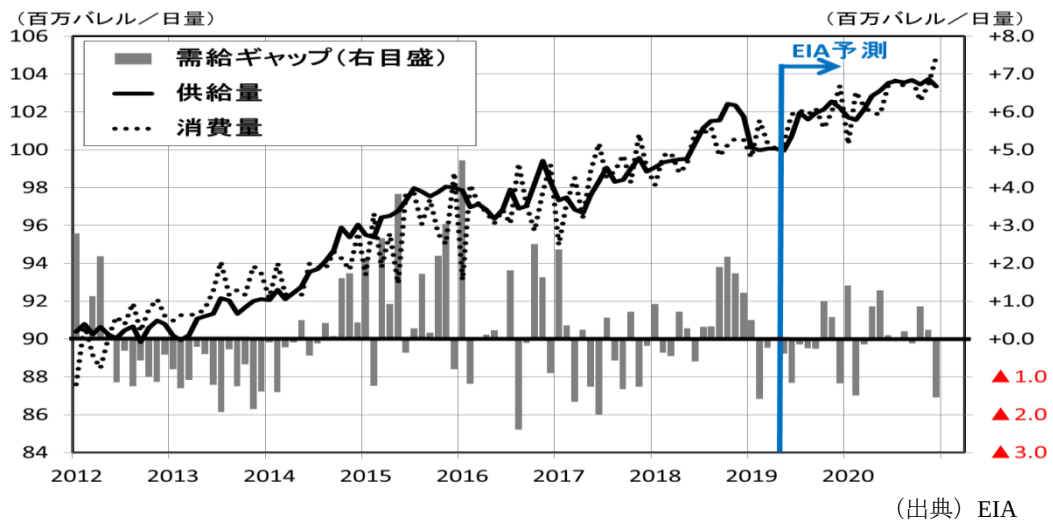
図表 18：米国内稼働リグ数



図表 19：主要 3 カ国の原油産出量



図表 20：世界全体の原油供給／消費量



② 欧米の経済制裁の継続

ウクライナ騒乱を機に 2014 年に導入された欧米諸国の経済制裁であったが、もともと制裁分野が狭いこともあり、その効果は十分ではなかった（図表 21）。

図表 21：欧米諸国の経済制裁の概要（2014 年）

欧州	米国	制裁概要	制裁開始時期
*	*	ロシア政府・財界要人の入国禁止	2014年3月
*	*	ロシア政府・財界要人の対外資産の凍結	2014年3月
*	*	ロシア政府系金融機関による資金調達禁止	2014年7月
*	*	北極海などで石油開発技術などの提供禁止	2014年7月
*		新規の武器輸出を禁止	2014年7月
*		軍事転用可能な製品・技術の提供禁止	2014年7月
	*	ロシア国営軍需企業の米国内の資産凍結と取引禁止	2014年7月

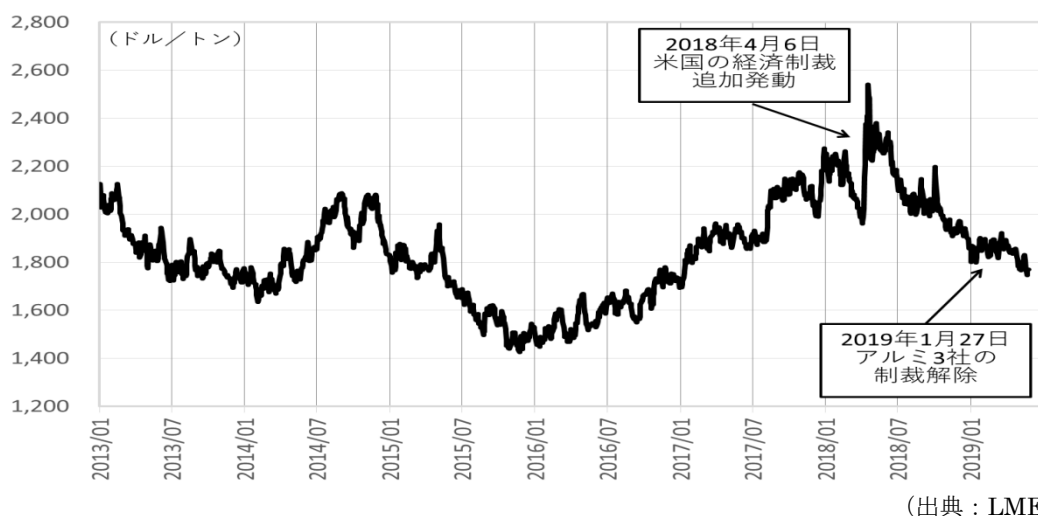
（出典）各種資料より国際通貨研究所作成

しかし、2018 年 4 月 6 日に米国が追加発動した以下 3 つの経済制裁のうち、特に 3 点目は効果が高く、ロシア経済に直接的な影響が生じる可能性がある。実際、ルーブル相場、ロシア国内の株式相場及び国際市場のアルミ価格は、追加制裁の公表直後に大きく変動した（その後、欧州諸国の要望を受けて制裁発動時期を当初の 6 月から 10 月に延期）。

- ・制裁対象をプーチン大統領に近い企業および個人に拡大する。
- ・ロシア国内のアルミの生産及び輸出を独占しているルサル社を制裁対象に含める（なお、ロシアのアルミの最大輸出先は米国である）。
- ・日本企業を含む非米国人でも、制裁対象企業・個人のために「意図的に大規模な取引を容易にする行為」を行ったと米国財務省が認定した場合、その者を制裁対象とする。

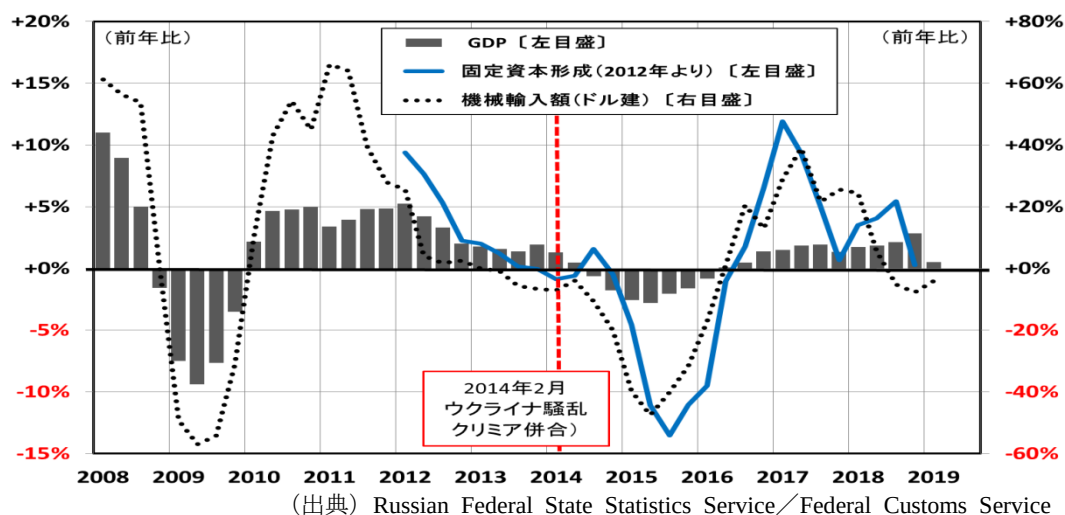
その後、2019 年 1 月 27 日に、アルミニウム価格の高騰による産業界への打撃を懸念する欧州諸国に配慮する形で、アルミニウム世界大手のルサル社を含む 3 社の経済制裁を解除したが、同年 3 月 15 日にはロシア政府がウクライナ艦船の拿捕した事件に関わったとして関連治安当局者や防衛関連企業などの 6 個人・8 団体が追加で制裁対象とされるなど、外国企業にとってもロシアとの取引がしづらい状況が続いている。

図表 22：アルミニウムの国際価格の推移（Cash ベース）

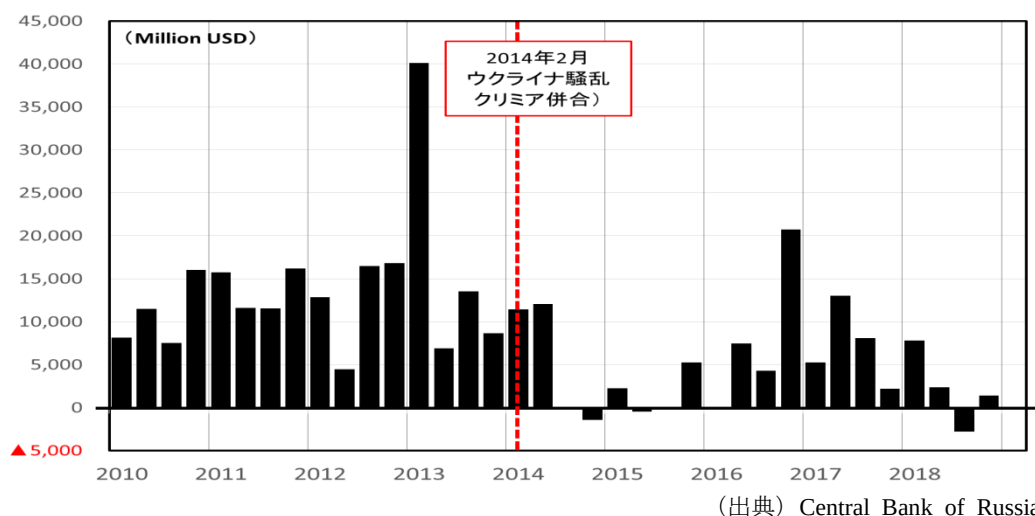


こうしたなか、ロシア国内の設備投資の低迷が明らかとなってきた。もともと同国のインフラは慢性的に不足しており、景気回復・拡大局面においては海外からの機械輸入が増加して設備投資が拡大する傾向にある（図表 23）。しかし、設備稼働率が高水準で推移しているにもかかわらず、今後の景気回復及び維持局面では欧米による経済制裁が続く、ロシア宛て直接投資が鈍いことも一因となり、設備投資が盛り上がりには欠けている（図表 24、図表 25）。実際、機械輸入には足元で伸び悩みがみられる。そうしたなかでの今後の米国による追加制裁の発動は、設備投資を更に抑制する可能性がある。

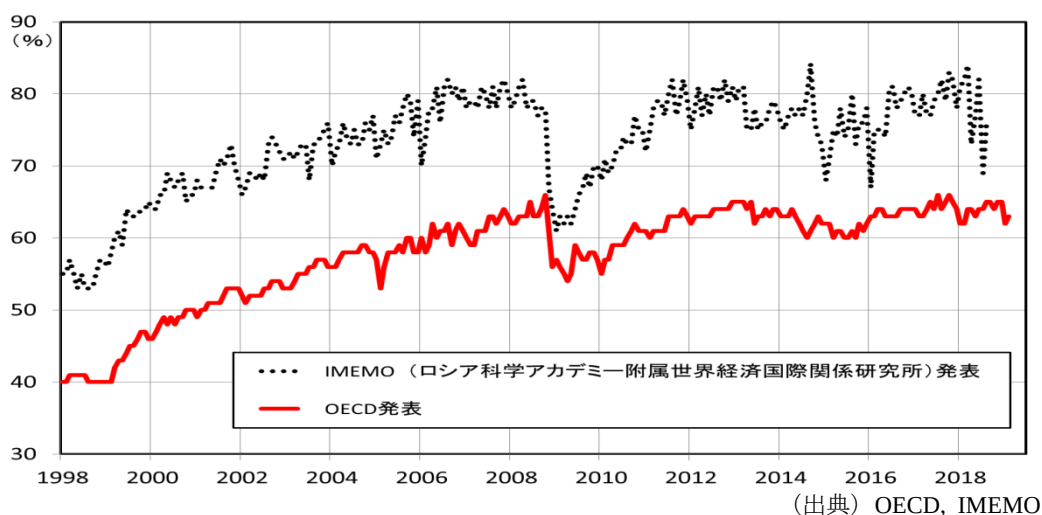
図表 23：固定資産形成／機械輸入額



図表 24：外国直接投資額（ネット）



図表 25：設備稼働率



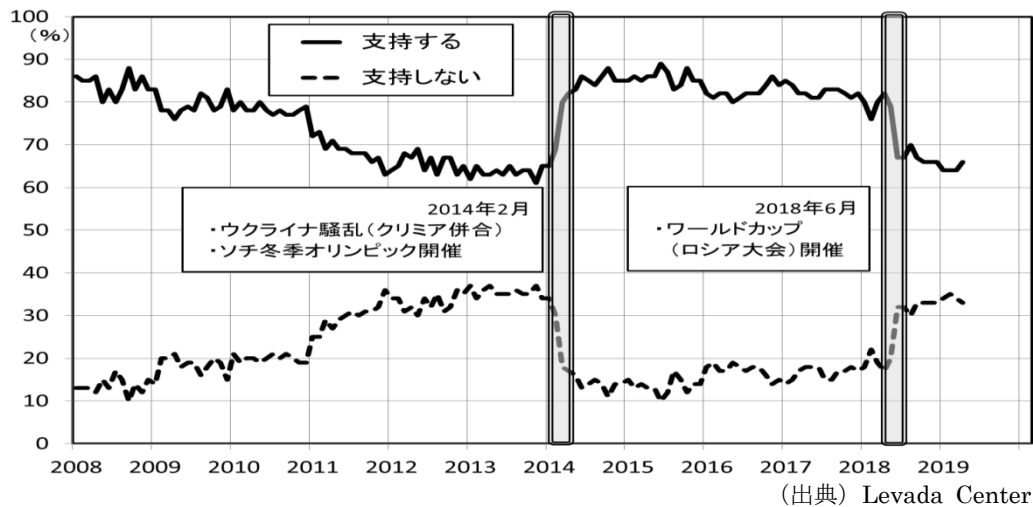
(3) プーチン大統領下で策定の経済プログラムの実現後は不透明

プーチン大統領は、2014 年のウクライナ騒乱（クリミア併合）とソチ冬季オリンピック開催によるナショナリズム高揚で支持率を押し上げ、その後は、平均賃金を上回るペースでの最低賃金の引き上げなどにより高い支持率を維持してきた。

同大統領の支持率は 2018 年前半までは 80% 台で維持されていたが、同年 8 月に発表された年金改革（年金支給開始年齢の引き上げ³）に対する国民の不満が収まらず、6 月のサッカーワールドカップ（ロシア大会）が成功裏に終わったにもかかわらず、支持率は 20 ポイント低下した。

³ 2018 年時点で女性 55 歳・男性 60 歳であった年金支給開始年齢を、今後 10 年間で各々 60 歳と 65 歳まで段階的に引き上げることとしている。

図表 26：大統領支持／不支持率



こうしたなか、2018年3月の大統領選挙で再選（通算4期目）し、2024年まで大統領職を務め続けることとなったプーチン氏の経済のかじ取りが注目される。

同大統領は2018年5月7日に大統領令「2024年までのロシア連邦発展戦略の課題と国家目標について」を発し、今後6年間の内政目標を提示した。それを受け、2019年2月に政府は13本の国家プロジェクト（ナショナルプロジェクト）の概要を公表した^{4 5}。

これらの事業は、短期的には政府消費や公的固定資本形成の拡大による目下の景気の下支えになることが期待されよう。しかし中長期的にこれらの事業が同国の潜在成長率を引き上げるものとなるかについて疑問の声が挙がっている。その要因の一つに、総事業費（25.7兆ルーブル（約4,000億ドル）のうち約3割を民間資金などの外部資金に依存していることが挙げられる。特に、「⑦環境」（外部資金依存率：79.3%）と「⑬基幹インフラ近代化・拡張総合計画」（同：51.4%）という投資に対する経済成長への寄与度が比較的短期間で効果が見込める分野に対する民間への依存度が高い。これらは、前述の通り欧米による経済制裁の解除時期が見えないなか、制度設計次第では民間資金を呼び込むことができず、その結果計画が目標未達となる可能性に注意するべきである。

⁴ 『National Projects: Targets and Main Results』をご参照。（資料はロシア語のみ）

⁵ 2019年2月14日にメドведеフ首相は、「ロシア投資フォーラム（ソチ市）」での談話のなかで「9つの戦略的目標の達成と、12のナショナルプロジェクト及び76の連邦プロジェクトの実行」を言及した。しかし、上記「備考4」の資料では、ナショナルプロジェクト数及び連邦プロジェクト数はそれぞれ13と78である。

図表 27：国家プロジェクトの概要（2019 年 2 月発表分）

分野	ナショナルプロジェクト (大項目)	紐付けされた 連邦プロジェクト数	2024年までの事業規模 (10億ルーブル)	大統領令で設定された内政目標分野 (2018年5月17日発令)
人的資本	① 保健	8	1,725.8	平均寿命を78歳まで(2030年までには80歳)に伸長
	② 教育	10	784.5	
	③ 人口	5	3,105.2	定常的な人口増加
	④ 文化	3	113.5	
	小計	26	5,729.0	
生活環境	⑤ 安全で質の良い自動車道路	4	4,779.7	
	⑥ 住宅・都市環境	4	1,066.2	毎年500万世帯以上の住宅環境の改善
	⑦ 環境	11	4,041.0	貧困率の半減
	小計	19	9,886.9	
経済成長	⑧ 科学	3	636.0	ロシア連邦の技術発展の促進。技術革新を行う組織の数を組織総数の50%まで増大
	⑨ 中小企業活動及び個人事業の支援	5	481.5	
	⑩ デジタル経済	6	1,634.9	経済および社会分野へのデジタル技術導入の加速化
	⑪ 労働生産性・雇用支援	3	52.1	国民の実質所得増加。インフレ率を上回る年金給付額の増大の実現
	⑫ 国際協業・輸出	5	956.8	製造業および農業等の基幹産業で最新技術と高度技能人材によって支えられる生産性の高い輸出志向セクターの創出
	⑬ 基幹インフラ近代化・拡張総合計画	11	6,348.1	世界第5位の経済大国入り。インフレ率を4%以内にとどめる等マクロ経済の安定を維持しつつ、世界平均を上回るテンポで経済を成長
	小計	33	10,109.4	
総計		78	25,725.3	

図表 28：国家プロジェクトの個別予算編成

分野	ナショナルプロジェクト (大項目)	2024年までの 事業規模 (10億ルーブル)	投入資金構成							
			連邦予算	(比率)	地方予算	(比率)	政府基金	(比率)	外部資金	(比率)
人的資本	① 保健	1,725.8	1,366.7	79.2%	265.0	15.4%	94.0	5.4%	0.1	0.0%
	② 教育	784.5	723.3	92.2%	45.7	5.8%			15.4	2.0%
	③ 人口	3,105.2	2,973.4	95.8%	78.1	2.5%	53.7	1.7%		
	④ 文化	113.5	109.7	96.7%	3.8	3.3%				
	小計	5,729.0	5,173.1	90.3%	392.6	6.9%	147.7	2.6%	15.5	0.3%
生活環境	⑤ 安全で質の良い自動車道路	4,779.7	440.9	9.2%	4,139.1	86.6%			199.7	4.2%
	⑥ 住宅・都市環境	1,066.2	891.0	83.6%	167.8	15.7%			7.4	0.7%
	⑦ 環境	4,041.0	701.2	17.4%	133.8	3.3%			3,206.1	79.3%
	小計	9,886.9	2,033.1	20.6%	4,440.7	44.9%	0.0	0.0%	3,413.2	34.5%
経済成長	⑧ 科学	636.0	404.8	63.6%					231.2	36.4%
	⑨ 中小企業活動及び個人事業の支援	481.5	416.2	86.4%	11.4	2.4%			53.9	11.2%
	⑩ デジタル経済	1,634.9	1,099.5	67.3%					535.3	32.7%
	⑪ 労働生産性・雇用支援	52.1	45.7	87.7%	0.8	1.5%			5.6	10.7%
	⑫ 国際協業・輸出	956.8	956.8	100.0%						
	⑬ 基幹インフラ近代化・拡張総合計画	6,348.1	3,028.8	47.7%	58.7	0.9%			3,260.6	51.4%
	小計	10,109.4	5,951.8	58.9%	70.9	0.7%	0.0	0.0%	4,086.6	40.4%
総計		25,725.3	13,158.0	51.1%	4,904.2	19.1%	147.7	0.6%	7,515.3	29.2%

(出典) 図表 27、図表 28 は、各種資料より国際通貨研究所作成

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 2019 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: <https://www.iima.or.jp>