

アジアにおける金融セクター向け直接投資の活発化

菱川 功・内田真人

Bank of Japan Review

2004年10月

1997年夏のアジア通貨危機後、アジアにおける金融セクター向けの直接投資が活発化している。アジアは持続的な成長が見込まれるため、こうした傾向は今後も続くものとみられている。外資系金融機関の参入は、金融システムが危機に陥った国でその早期機能回復に大きく寄与しただけでなく、中長期的に金融市場の効率性を高めるなど、様々な便益をもたらしている。もっとも、他方で外資系金融機関の短期的な収益重視の戦略がもたらし得る副作用や国外の外生的ショックの影響、監督当局間の連携の必要性の強まりといった課題もある。このため、アジア諸国では、今後、直接投資の効果を最大限発揮させるため、環境整備を進めていくことが重要となっている¹。

はじめに

1990年代半以降、中南米・東欧などで大型金融機関の買収等を通じた欧米金融機関による進出が目立つ。国際決済銀行（BIS）のグローバル金融システム委員会では、このほどエマージング諸国²における海外からの金融セクター向け直接投資の特徴点を取りまとめた報告書を公表した³。こうした直接投資は、アジアでも時期的にやや遅れたが多くの国で近年増え始めており、注目されている。

本稿ではアジアにおける外資系金融機関の参入について、その流れ、ビジネス展開等、主な特徴点を、BIS報告書の分析を用いながら整理する。また、外資系金融機関のもたらした便益と懸念を考察する。その上で、今後大きな展開が予想される中国を中心に、アジアにおける海外からの直接投資の効果が発揮されるための環境整備を考えたい。

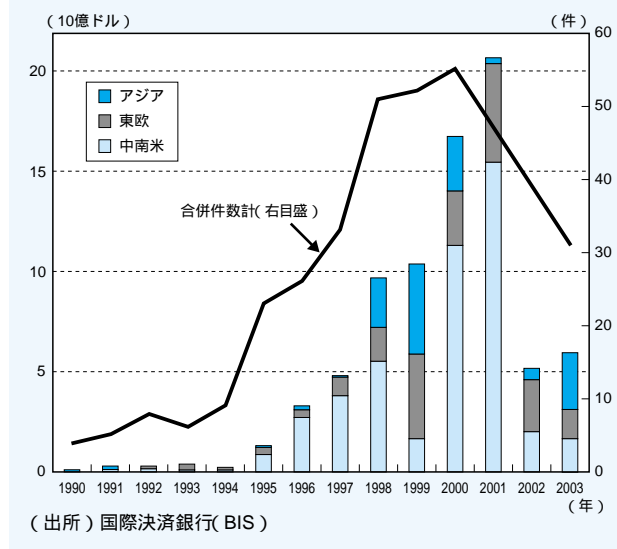
金融セクター向け直接投資の特徴

活発化する金融セクター向け直接投資

金融セクター向け直接投資には、経営参加や提携を目的とした海外投資家による地場金融機関の株式取得・買収、海外金融機関の支店・子会社・現地法人形態での進出がある。しかしながら、国際的に定義の統一された統計がないため、国際決済銀行（BIS）ではエマージング諸国における金融機関を対象としたクロスボーダーの買収（M&A）を調査した。その推移をみると、直接投資は1990

年代半から増加し始め、1998年以降は一段と拡大した。その後、2002年にアルゼンチン危機が生じると同国に進出していた多くの外国銀行が甚大な影響を被り、折からの世界的な株価の大幅調整局面入りも重なって減少した（アルゼンチン危機とその教訓⁴についてはBOX1参照）。それでも直接投資はなお年間30件を超える規模で続いている（図表1）

【図表1】地域別にみた金融機関のM&Aの動向



【BOX1】アルゼンチン危機とその教訓

アルゼンチン経済は、1998年以降、深刻な景気低迷局面に入り、2001年末には政府により債務返済の停止が発表されるまでに情勢が悪化した。同国では、いわゆるカレンシー・ボード制のもとで、自国通貨ペソとドルの関係が長期間にわたり固定レートで維持され、経済の「ドル化」が進む中で、銀行預金に占めるドル建て預金の比率が高かった。経済が危機的な状況を迎え、通貨切下げ不安が高まる中で、預金封鎖やペソへの強制転換を警戒した預金者のドル建て預金引出し圧力が高まった。これに対して、政府は、各行のドル建ての資産・負債を、銀行に対して不利なレートで強制的にペソ建てに転換する政策をはじめとする一方的措置を講じた。この結果、多くの銀行は巨額の損失を被った。

アルゼンチンでは、資産規模で見ると半数程度の銀行が外資系であったが、上述のようないわゆる政治リスクの表面化に対して外資系の銀行のとった対応はまちまちであった。一部の銀行は、アルゼンチンからの撤退を決めた一方、殆どの銀行は、本部からの資本注入を受けて営業を継続することを選択した。

アルゼンチンでの経験は、国際的に活動する銀行にとって、エマージング諸国の金融セクター向けの直接投資が抱えるリスクの再考を迫るものとなった。多くの銀行では、以下のような点を教訓として挙げている。

- ・ 海外での業務は、投資対象国の政府による予期せぬ措置によって、大きな損失が発生することがあること。
- ・ 危機的な状況が生じた時、より大きな損失に耐えられるとみられがちな外資系の銀行は、当局によって不利な扱いを受ける可能性があること。
- ・ 一旦進出した国からの撤退は、金銭・法的手続き・評判などの面において大きな代償を伴うものであること。

この結果、エマージング諸国における銀行資産全体に占める外資系のシェア（総資産ベース、ここでは支店、子会社、現地法人を含む）をみると、1990年には殆どの国で1割以下であったが、2002年までにその比率が大きく上昇している。地域別にみると、中南米や中東欧で特に高く、主要国ではメキシコ、チェコで8割強、ポーランド、ハンガリーで6割を越えている⁵（図表2）。

投資は1998年～2000年に高まり、2003年に再び拡大、29億ドルと地域別にみて最も多くなっている。もっとも、外資系シェアはアジアの多くの国で依然1～2割に止まっており、中南米や東欧に比べると相対的にまだ低い。国別にみると、香港、シンガポールの2か国では早くから金融自由化が進んでおり、外資系のシェアは7割を超えているが、インドネシア、タイ等多くの東南アジア諸国やインドでは概ね1～2割となっている。また、中国では、外国銀行に対する参入規制が残っているため、僅か2%に止まっている（中国についてはBOX2参照）。

次に、直接投資の出し手をみると、欧米金融機関の積極性が目立つ（図表3）。

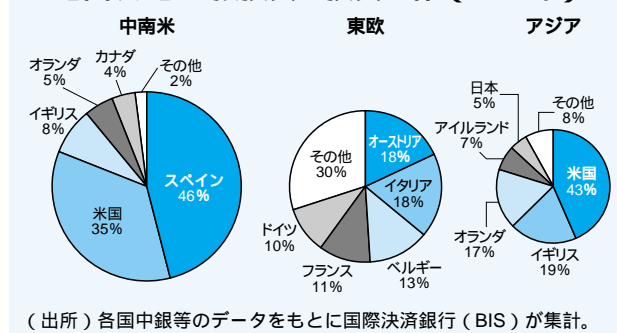
【図表2】エマージング諸国に対する外資系金融機関の進出動向

	1990年			2002年		
	民間銀行	政府系銀行	外資系銀行	民間銀行	政府系銀行	外資系銀行
アジア						
中国	0	100	0	98		2
香港	11	0	89	28		72
インドネシア	-	-	4	37	51	13
インド	4	91	5	12	80	8
韓国	75	21	4	62	30	8
マレーシア	-	-	-	72		18
フィリピン	84	7	9	70	12	18
シンガポール	11	0	89	24	0	76
タイ	82	13	5	51	31	18
中南米						
アルゼンチン	-	36	10	19	33	48
ブラジル	30	64	6	27	46	27
チリ	62	19	19	46	13	42
メキシコ	1	97	2	18	0	82
ペルー	41	55	4	43	11	46
ベネズエラ	93	6	1	39	27	34
中東欧						
ブルガリア	-	-	0	20	13	67
チェコ	12	78	10	14	4	82
エストニア	-	-	0	1	0	99
ハンガリー	9	81	10	11	27	62
ポーランド	17	80	3	10	17	63
ロシア	-	-	6	23	68	9
スロバキア	-	-	0	9	5	85

（出所）各国中銀等のデータをもとに国際決済銀行（BIS）が集計。
 注1．銀行資産ベースでのシェアを計算したもの。
 2．一部に年が異なるものがある。
 3．四捨五入の関係で合計が100に一致しない国がある。

一方、アジア諸国では、従来、外資系金融機関の活動は短期与信が中心であり、直接投資は限られていた。しかし、アジア通貨危機⁶後における経済面、規制面での環境変化を契機として、直接

【図表3】直接投資の投資主体（2002年）



（出所）各国中銀等のデータをもとに国際決済銀行（BIS）が集計。

具体的にみると、中南米向け⁷では米国、東欧については欧州（オーストリア、イタリア等）といったように、地理的に近接する国・地域からの投資が多い。一方、アジアについては、欧米各国の金融機関が活発に投資を行っており、邦銀は地理的に近いもののシェアは5%に止まっている。

【BOX2】中国における銀行への外資導入状況

中国も、外国銀行と地場銀行との競争促進、外資導入による地場銀行の資本基盤やコーポレート・ガバナンスの改善を通じて、金融システムの強化を図ろうとしている。

まず、中国は、2001年12月のWTO加盟に伴い、外国銀行の業務開放にコミットしている。具体的には、外貨業務については、加盟と同時に、中国企業・中国個人との取引が開放され、人民元業務についても、2003年末には、中国企業との取引が開放されたほか、2006年末までには、中国個人との取引も開放される予定である。加えて、地域制限も徐々に緩和されてきており、2006年末までに、完全に撤廃される予定である。

また、地場銀行に対し、外資を積極的に導入する動きも注目される。中国の商業銀行は、国有商業銀行4行以外に、地方政府等が出資する商業銀行が多く存在するが、今のところ、後者の商業銀行のうち6行に対し海外投資家の出資が認められている。さらに、国有商業銀行も、国内外での株式上場に向けて、公的資本注入等の財務健全化策を講じてきている。

ただ、外国銀行が新規業務を行なうためには、中国当局の許可が必要であるが、外国銀行への業務開放は漸進的に進められていること、地場銀行への出資において、外資は全体で25%が上限となっていること、地場企業の情報開示が十分でないため、外国銀行と地場企業間での取引が急激に増加するとは考えられないことなどから、90年代後半の中南米・東欧の経験と違って、外資のウエイトが急激に高まる可能性は低いとの見方が一般的になっている。

WTO加盟後の外国銀行への業務開放および地場銀行への出資規制緩和

2001年12月	外国銀行に対して、中国企業・中国個人との外貨取引を開放 外国銀行に対して、人民元取引の地域制限を段階的に緩和（2006年12月迄）
2003年11月	外資1主体の地場銀行への外資の出資比率を15%から20%に引き上げ
2003年12月	外国銀行に対して、中国企業との人民元取引を開放
2006年12月	外国銀行に対して、中国個人との人民元取引を開放

なお、邦銀のアジアでのプレゼンスは现阶段では低いですが、1990年代前半までは高かった。この点を確認するため、邦銀のアジア向け与信をみると、1990年代前半まではアジア諸国のGDPの拡大に伴って増加していたが、1996年以降は減少傾向を辿り、2004年3月末の与信残高はピーク比8割減の726億ドルとなっている（図表4）。そして直近になって中国向け融資の増加を中心に漸く減少に歯止めがかかりつつある。一方、欧州を中心としたその他地域の金融機関は1990年代に増加、特に1990年代半には伸びを高めた。1997年末後にアジア危機の影響で一旦与信を急減させたが、アジア経済が回復する中で2003年入り後は再び増加して

おり、2004年3月末には4,602億ドルと邦銀の約6倍の規模となっている。この結果、邦銀のアジア向け与信に占めるシェアは、1994年までは過半を占めていたが、2004年3月末には15%に後退している。

邦銀の与信が1990年代半以降減少したのは、邦銀は、不良債権問題を背景にリスクアセットを全般的に圧縮させていること、メガバンクの合併や収益向上策の一環として、採算性の低い海外業務の見直し・縮小で海外拠点の撤退や支店統合等が行われたこと、が影響しているものとみられる。

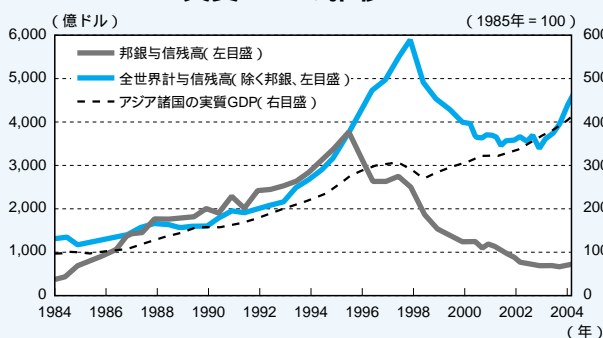
アジアで直接投資が拡大している理由

エマージング諸国に対して金融セクター向けの直接投資が増加している背景として、BIS報告書では、1980年代以降、中南米、東欧で金融や資本取引の自由化、民営化などの改革が実施されたこと、金融技術の進歩、各種データやインフラ整備の拡充に伴って、投融資に係るカントリー・リスク等に対する管理技術が向上してきたこと、

金融業におけるグローバル化の進展で、国際的に活動を行っている金融機関は、既存の市場における競争が厳しさを増していることから、新たな成長分野に進出するニーズが強まってきたこと、などが複合的に重なって生じたと指摘している。

こうした中で、アジアも経済成長が著しく、今後も持続的な成長が見込まれるため、戦略的に有望な市場の一つになっている。なお、アジア諸国における投資実績がこれまで中南米・東欧に比べ

【図表4】アジア太平洋向け与信残高と実質GDPの推移



（注）与信残高と実質GDPでは、集計対象国に若干の相違がある。与信残高の直近値は2004年3月末。実質GDPの2004年分はIMFによる予想値。

（出所）国際決済銀行（BIS）、国際通貨基金（IMF）

て相対的に少なく、時期的に遅れた理由としては、各国が外資系金融機関の参入に関する自由化を中南米・東欧と比較して、緩やかに行ってきた点が大きく影響していると考えられる⁸。具体的には、

アジアでは中南米・東欧のように国有銀行の民営化や資産内容が劣化した大手銀行の身売りの事例が少なかった、法制を含めた市場インフラ整備が遅れている、急激な変化は国内金融機関や借り手企業へ悪影響を及ぼすとの配慮から資本注入等公的な関与も組み合わせた、といった諸点が指摘できる⁹。このほか、近隣国である邦銀のアジアにおける活動が、与信減少の事情で述べたように、これまで限定的であった点も影響したとみられる。さらに、アジアの場合、もともと他のエマージング諸国で見られたような大口融資が比較的少なくクロスボーダーの貿易関連取引が多いことや、現地企業向け融資は、アジア独特の人的ネットワークの強い慣行の中で外資系にとって一種の参入障壁として作用した点もしばしば指摘されている。

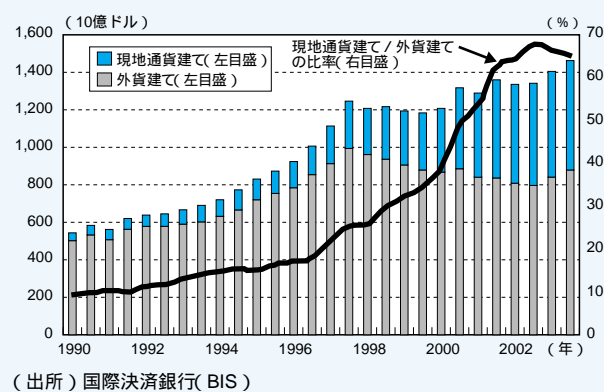
外資系金融機関のビジネス展開の変化

アジア諸国に進出している外資系金融機関の業務内容をみると、もともとは貿易関連取引が主体であった。しかし、1997年以降、外資系金融機関はリスクに見合った採算を強く意識しており、従来型業務に加えて、自行の高い信用力をバックにしたリテール・バンキングや高度なノウハウを活かした証券ビジネス、デリバティブ取引など、収益性の高い優良顧客を獲得する戦略に経営資源を重点的に投下しているのが目立つ。

また、金融機関の与信面でも変化が生じている。そもそも、金融機関にとって顧客との関係構築と良好な評判の確立が企業価値の重要な源泉となっており、ある国から撤退するとそのコストはかなり大きいとの認識が高まっている。この結果、外資系金融機関は長期的視野から進出先市場でのプレゼンスの維持を重視する姿勢を強めている¹⁰。さらに取引通貨別にみると、従来取引の大半を占めたクロスボーダーの与信が頭打ちとなる一方で、現地金融機関の買収等を通じて現地での与信がかなり増えている。この結果、現地通貨建て取引は2003年には外貨建て取引の6～7割にまで達しており、外貨建てから現地通貨建て取引への転換も進んでいる¹¹(図表5)。

この間、邦銀については、進出戦略が顧客追随型で、取引先日系企業のアジアでの活動拡大に対応するために、現地に進出する傾向が強い。また、進出形態としては、本格的なリテール業務の展開は非常に大きな投資が必要なことから、買収等を通じて進出は殆どみられず、多くの場合は支店

【図表5】エマージング諸国向けの
外資系銀行与信残高の構造



等の開設を通じた進出、続いて現地法人の設立となっている。この点、欧米の金融機関のように、エマージング諸国の成長性そのものをビジネスチャンスとみなす発想に基づき、現地の大手金融機関を丸ごと買収するといった進出戦略とは大きな違いがみられる。なお、進出後は、日系企業向けの融資・資金管理ビジネスに加え、一定のビジネス規模を確保する観点から、非日系大企業向けを中心に融資や金融サービスの提供に取り組む先も見られ始めている。

直接投資のもたらす便益と懸念

直接投資のもたらす便益

金融セクター向けの直接投資が受入れ国にもたらし得る持続的な便益としては、BIS報告書では以下の4点を指摘している。

第一に、短期的にみれば、金融危機等で金融セクターが損傷している国において、直接投資に伴う資金や人的資本の流入は金融システムの機能を早期に回復させる効果がある。また、金融情勢が悪化した場合には、地場金融機関に代わる預金先の存在は、危機時における資金の国外流出の歯止めとなり得るメリットも併せ持つと考えられる。

第二に、中長期的には、外資が参入する結果、競争が強まり、資金の借り手等にとっての借り入れコストや金融サービスの利用コストの低下、金融機関の生産性の上昇等を通じて金融市場における効率性の向上が期待できる。また、コーポレート・ガバナンスに対する意識の違い等がリレーションシップ・バンキング等従来型のビジネスのあり方を改めて考え直す機会を提供し、その結果、金利形成、市場全体としての信用配分機能などの面において、改善をもたらす触媒となる可能性もある。

第三に、従来型の銀行経営にはないビジネス手法の導入や新しい金融商品(例えば証券化ビジネスや個人向けローン商品など)の導入を通じて、

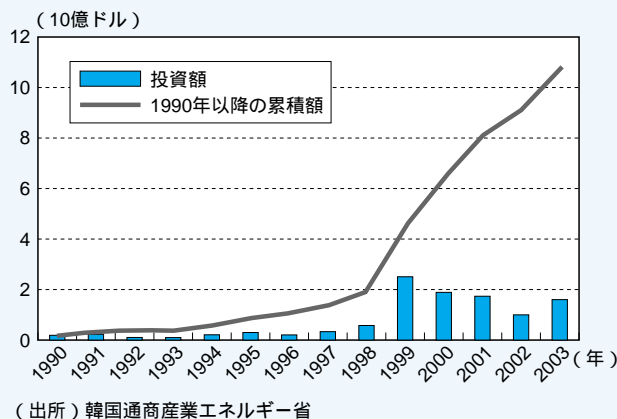
【BOX3】韓国における外資系金融機関のパフォーマンス

韓国では、1993年に外資系銀行の参入規制が緩和され、主に支店形態での進出が増加した。さらに、1997年の金融危機に対応した1998年の銀行法の改正、外資参入規制の追加緩和（外国人の持ち株比率引き上げ等）により、1999年以降外資系の直接投資は1990年代前半に比べて増加している。この結果、同国の7大銀行をみると、2003年末にはそのうち5行について外資がほぼ過半を占める株主となったほか、外資が役員を派遣する先も増えるなど、外資の活動が活発化している。

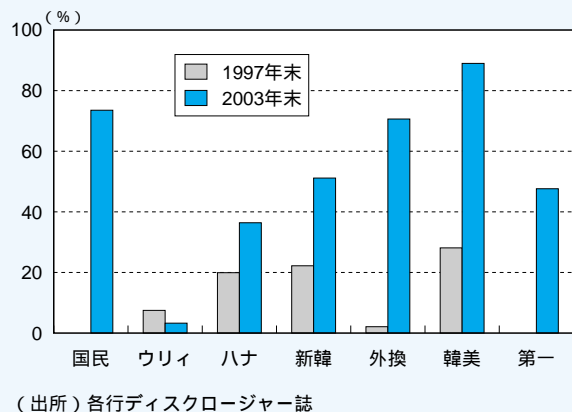
こうした外資参入の影響について、中央銀行である韓国銀行は、「1997年の金融危機後に預金の国外流出の歯止めになったほか、金融システムにおける競争の促進、リスク管理策の向上等の効果をもたらした一方、外資系とその他民間銀行との間では収益、融資量などの経営指標、コーポレートガバナンス面で有意な差は認められていない」と分析している^(注)。もっとも、外資系は不良債権処理に対しより積極的に取り組んでいる分収益を引下げており、現段階で単純な国内系金融機関との比較は難しいものとみられる。

(注) Bank of Korea Banking Institutions Dep. [2003], “Effects of Foreign Participation in the Banking Industry, and Policy Implications” Research Paper.

韓国における金融機関向け直接投資の推移



韓国7大銀行における外国人持ち株比率の上昇



エマージング諸国に対する金融サービス面での技術移転をもたらし得る。また、高度で計量的なリスク評価に基づく与信審査の導入によって、貸出構造の偏りが軽減し、不良債権の処理が進展する効果も期待し得る。

第四に、金融システム安定性の観点からは、外資系の金融機関は、充実した自己資本、多様な資産構成、親銀行の資金力へのアクセスなどの特性を持つために、受入れ国の銀行部門が当該国の景気循環や金融市場情勢に大きく左右される度合いを薄める効果がある。また、外資系金融機関は金融自由化やインフラ整備の進展を促す存在にもなっている。

直接投資の抱える懸念

上述のような便益がある一方で、BIS報告書では以下の2点を懸念として挙げている。

一つ目は、外資のプレゼンスが大きい国の金融システムでは、自国以外の経済や金融面でのショックを受けやすくなるのが挙げられる。特に、海外の親銀行本部による統一的・集中的なリスク管理に基づく経営上の決定が、投資受入れ国の金融市場に著しい影響を及ぼすようなケースでは大き

な問題になり得る。これがどの程度のリスクになるかは、投資受入れ国や各銀行固有の事情、具体的には、金融システムの構造、経営戦略、経営手法、進出の法的形態などに大きく依存すると考えられる。

二つ目は、市場を通じたシグナルや情報が失われる点が挙げられる。例えば、外資による買収が行われると、従来現地銀行にあった経営戦略の策定など重要な意思決定機能が海外の親会社にシフトし、現地での情報収集手段が減少する。海外の事例をみると、現地の金融機関が買収されたのを契機に地元の株式市場への上場が廃止されることもあるが、この場合、一般的には現地で開示される情報は限定されるため、海外の親会社による情報開示だけでは補い切れない可能性が高い。

そのほか、アジア地域の関係者は、外資系の資産シェアが高い金融機関を持つ国々を中心に国内金融の安定性に対して懸念も指摘している（一例として韓国における外資系金融機関のパフォーマンスとその影響についてBOX3参照）。外資系金融機関は短期的な収益性を重視する場合には、一部の成長企業や富裕層向けの貸出を増加させる一方、中小企業向け貸出には概して注力していないとい

う指摘がある。こうした見方に立てば、長期的な視点から必要とみられる産業金融に資金が十分に回らなくなるといふ歪みが発生する可能性がある。また、外資系金融機関の参入が急速に進むと、競争力の弱い現地金融機関の経営が圧迫されるため、かえって金融市場が不安定化するリスクもある。

今後の展望と求められる環境整備

今後の展望

わが国を含む外資系輸出型製造業がアジアで積極的な役割を果たす中で、外資系金融機関は今後も企業をサポートする顧客追随型の進出を活発化させる可能性が高い。特に、現時点でも外資系比率が低く止まっている中国では、今後WTO加盟に伴って外国銀行の参入規制を含め金融サービスの自由化が見込まれており、製造業中心の対中直接投資が金融セクターにも拡大するかたちで直接投資の姿が大きく変貌する可能性がある。また、中国では地場銀行の資本基盤やコーポレート・ガバナンスの改善を通じて金融システムの強化を企図しており、この点でも外資系の金融機関の果たす役割が期待されている。

直接投資の効果を発揮させるための環境整備

アジアでは今後もさらに直接投資の増加が見込まれるが、各国の金融システムの安定性を維持しながら、いかに外資系の直接投資の持つ効果を最大限発揮させていくかを考えていくことが重要である。そこで、最後にそのために必要な環境整備について触れたい。

第一に、直接投資を促す観点から投資受入れ国は良好な経済金融パフォーマンスを維持することが必要である。具体的には、財政規律の維持、持続可能な国際収支運営といった長期的な視野に立った経済政策運営が大きなポイントと考えられる。また、内外金融機関の平等待遇、財産権の保護、透明性の高い会計制度や企業買収・倒産法制の整備、中小企業等の情報開示の充実などといった市場インフラの整備も重要である。

第二に、投資を行う金融機関については、進出先の経済発展に貢献していく長期的なコミットメントを極力明確にすることが、現地での円滑な業務展開に寄与すると考えられる。また、適切なカントリー・リスク評価体制の確立、現地拠点の経営に関する情報開示の拡充も必要である。

第三に、金融システムの効率化や安定を確保する観点も必要である。例えば、グローバル・ネットワークを活かした金融サービスを提供する外資系金融機関と幅広い顧客ベースを有する地場金融

機関とが、それぞれの特性を發揮しながら、競争する過程で新たな金融技術やノウハウが市場全体に行き渡る方策を検討したり、競争の結果一時的に混乱が生じて、金融システムの安定が揺らがない仕組みを構築していくことが必要と考えられる。

最後に、金融監督当局・中央銀行間の情報共有・連携の強化も重要である。金融市場の統合が国際的に急速に進展する今日、金融機関の支店や現地法人を經由して巨額の資金が国境を越えて移動している。こうした資金フローがもたらす各国市場や金融システムへの影響を的確に把握し、必要な場合適切に対応するためには、各国金融当局内の一層緊密な協力関係の構築が求められていると考えられる。

¹ 本稿作成に当たってはBOX2の作成をはじめとして日本銀行国際局赤岡弘氏の協力を得た。

² エマージング諸国とは、経済が急成長している発展途上国・地域を指し、アジアに加え、中南米、東欧が含まれる。

³ BIS Committee on the Global Financial System “Foreign direct investment in the financial sector of emerging market economies” (2004年3月)。本報告書はエマージング国全体を対象としているが、地域的に投資金額の多い中南米、東欧の分析が多い。

⁴ 1998年のロシア危機や、2002年のアルゼンチン危機といった経験を経て、金融機関は「確率は低いが潜在的なコストが高い」リスクに対してより敏感になっている。

⁵ 1990年～2002年の直接投資件数（合併件数の累計）を国別にみると、メキシコ（21件）、ブラジル（14件）、ポーランド、韓国（各6件）の順に多い。

⁶ 1997年7月、タイ・バーツ暴落を契機として金融市場の混乱が韓国等アジア諸国に広がり、金融危機が発生した。翌年にはこうした金融の混乱がロシア、中南米にも広がった。なお、後述のようにアジア通貨危機前には、海外からの短期与信への強まりが観察され、危機時の急激な流出が危機を深刻化させた一因との見方が存在する。本稿で取り上げている直接投資は、より中期的なコミットメントを伴うことが多く、こうした短期与信などを通じた資金流入とは意味合いが異なるとの見方が一般的である。

⁷ 中南米向けは、歴史・言語のつながりからスペインからの投資も多い。

⁸ アジア諸国の中でも、規制のないインドネシアから規制色の比較的強いマレーシアまで、規制の強さは国によって違いが大きい。

⁹ なお、資本注入が可能であったのは当該国の財政が健全であった点も影響している。

¹⁰ アルゼンチンなどの金融危機の経験をもみても、多くの外資系金融機関は危機後も営業を継続しており、撤退する先はごく少数の先に限られた。

¹¹ この点について、BIS報告書では、過去の金融危機の経験を踏まえて、多くの金融機関がエマージング諸国向け与信は、クロスボーダーよりも現地通貨建て預金とマッチさせつつ現地通貨建てを伸ばした方がリスク管理面で望ましいと判断していることも影響している、と指摘している。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行金融市場局 馬場直彦（E-mail: naohiko.baba@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。