

資本フローの変動と中央銀行
—アジア通貨危機の教訓と今後の課題—

国際局 岩井荘平*、小中進悟、久光孔世留**、野々口秀樹

Bank of Japan Review

2017年6月

アジアにおける資本フローの動きをみると、米国の金融政策正常化に伴って 2000 年代前半から長く続いた資本流入基調に変化が見られ、資本流出時の新興国の耐性に注目が集まっている。1990 年代末のアジア通貨危機の教訓に学んだ様々な取り組みによって、アジア各国には資本流出に対して一定の耐性が備わっているが、外貨建て社債の増加や外国人投資家による国内債券の保有増加といった新たな懸念材料も出てきている。また、資本フローの基調変化は、アジアの中央銀行に国内金利のコントロールを通じた金融政策の波及メカニズムの確立という課題を投げかけている。具体的には、資金供給オペの拡充や短期金融市場の整備を通じた市場参加者間の取引の活性化が必要であり、日本銀行もそうした観点でのアジアにおける国際金融協力を展開している。

はじめに

アジアの新興国を巡る資本フローをみると、2000 年代前半からグロスでみた資本流入と流出の双方が拡大する中で、ネットでは資本流入基調が続いた。その後、米国の 2013 年の Taper Tantrum¹ を境に、資本流入基調に変調がみられ、資本フローが変動した場合の各国の耐性に関心が高まっている。

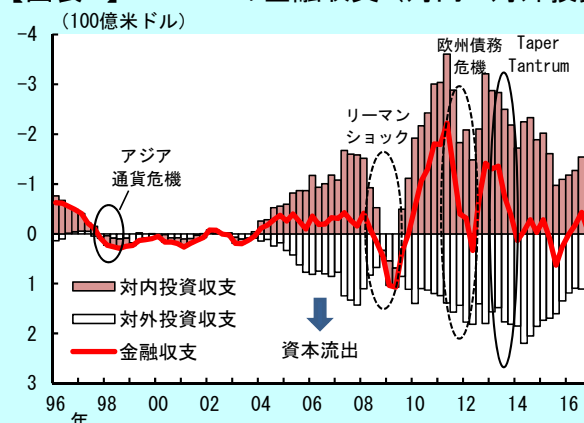
本稿では、まず、ASEAN4 各国（インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイ）を中心とするアジアを巡る資本フローの動きについての近年の変化を概観した後に、アジア通貨危機以降の取り組みによって各国が資本フローの変動に対して一定の耐性を備えるようになってきていることを示す。そのうえで、こうした資本フローの基調変化が国内金融調節の面でアジアの中央銀行に投げかけている課題を整理し、その課題への対応に向けて日本銀行として取り組んでいる国際金融協力について紹介する。

アジアを巡る資本フローの動向

ASEAN4 各国のアジア通貨危機以降の資本フローの動向をグロスでみると、2000 年代前半から流入額と流出額の双方が大きく拡大した（図表 1）。リーマンショックを受けて一旦両者は縮小した

ものの、その後は欧州債務危機前まで再び拡大を続け、特に資本流入の大幅な増加が目立った。しかしながら、Taper Tantrum を境にグロスでみた資本流入と流出は共に減少している。これをネット（金融収支）でみると、リーマンショックや欧州債務危機の時期を除くと長らく資本流入基調が続き、2010 年代前半には流入超額が急激に拡大した。ただ、Taper Tantrum 後は、対内投資の変動を主因に時に流出超に転じるなど、それまでの資本フローの流入基調に変化がみられる²。

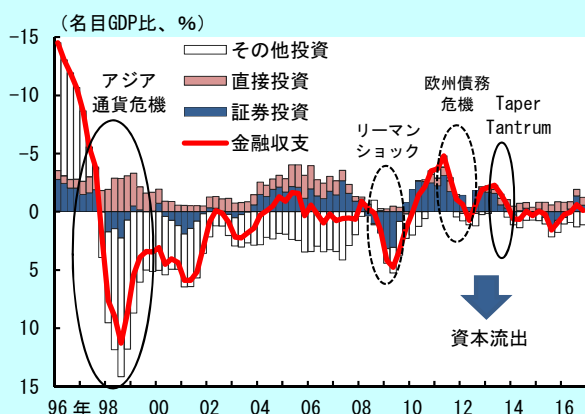
【図表 1】 ASEAN 4 の金融収支（対内・対外投資）



(注) 1. インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計。
2. 対内・対外投資収支は、直接投資、証券投資、その他投資（ただし、マレーシアは直接投資、証券投資のみ）の合計。金融収支は、直接投資、証券投資、その他投資の合計。いずれも後方 4 四半期移動平均。
3. 98 年までがタイ、99 年までがフィリピン・タイ、03 年までがマレーシア・フィリピン・タイのみ。
4. 直近は 16/4Q。
(出所) HAVER

ネットの金融収支の変化を項目別にみると（図表2）、アジア通貨危機の際は、危機前に流入した短期与信（「その他投資」に分類）が急激に流出した。その後は直接投資が安定的な流入基調を続ける中で、2000年代前半から証券投資が金融収支の変化の主因となっている。証券投資はリーマンショック後に一旦大きく流出超に転じたものの、グローバルに金融緩和が進む中、投資家の中で高利回りを追求する動き（search for yield）が強まったことで、流入超幅が大幅に拡大した。しかしながら、Taper Tantrum を境に、証券投資の流入額は減少し、時には流出に転じている。特に、投資信託のファンドフローの動きをみると、リーマンショック以降に増加した債券への資金流入が流出に転じており、さらなる流出余地が残存しているとの見方もある。

【図表2】ASEAN 4の金融収支
（名目GDP比、項目別）



(注) 1. インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計。
2. 金融収支は、直接投資、証券投資、その他投資の合計。いずれも後方4四半期移動平均。
3. 98年までがタイ、99年までがフィリピン・タイ、03年までがマレーシア・フィリピン・タイのみ。
4. 直近は16/4Q。
(出所) HAVER

資本フローの変動に対する耐性

こうした証券投資を中心とする資本フローの変動に対するアジア新興国の耐性が注目されている。これまでのところ、アジア通貨危機の教訓から、①対外収支、②金融システム、③自国通貨建て債券市場、④為替政策、⑤資本規制といった面で様々な対応が進んでおり、相応の頑健性を備えていると評価できる。

(対外収支)

対外収支面をアジア通貨危機時と比較すると、

多くの国で経常収支の黒字化や外貨準備の積み上がり確認できる。また、対外純資産をみても資本流出への耐性は強まっている（図表3）。

【図表3】ASEAN 4のマクロ指標

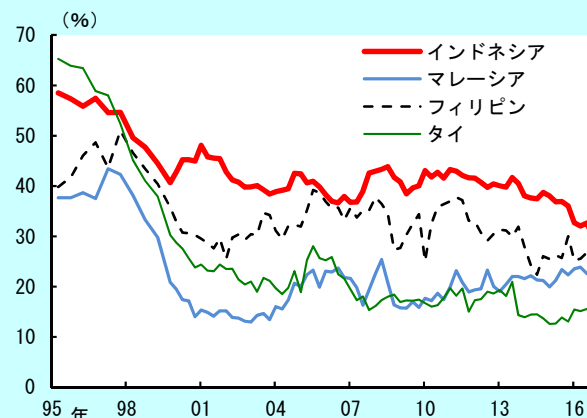
	経常収支 (名目GDP比、%)		外貨準備 (輸入額比、月)		対外純資産 (対外資産/ 対外負債)		不良債権比率 (%)	
	アジア 通貨 危機	直近	アジア 通貨 危機	直近	アジア 通貨 危機	直近	アジア 通貨 危機	直近
インドネシア	-2.3	-2.5	4.8	8.7	0.3	0.4	8.1	3.2
マレーシア	-6.2	2.9	4.4	7.1	0.6	1.1	14.9	1.2
フィリピン	-3.8	2.8	3.6	13.6	0.4	0.8	—	1.9
タイ	-6.0	7.1	6.1	9.6	0.5	0.9	34.6	3.0

(注) 1. 経常収支、外貨準備のアジア通貨危機は、95～97年の平均（ただし、マレーシアの外貨準備は98年の値）。対外純資産のアジア通貨危機は、01年時点。不良債権比率のアジア通貨危機は、98～02年の間のピーク値。
2. 経常収支、外貨準備の直近は、14～16年の平均（ただし、14～15年は実績値、16年は見通し）。対外純資産の直近は、15年時点。不良債権比率の直近は、インドネシア：16/10月末、マレーシア：17/3月末、フィリピン：16/12月末、タイ：16/12月末。
3. シャドローは、アジア通貨危機後改善した項目。
(出所) HAVER、CEIC、Bloomberg、IMF

(金融システム)

金融システムについても、不良債権比率が低下している（前掲図表3）ほか、金融規制・監督体制の整備も進んでいる。アジア通貨危機の引き金の一つとなった通貨と期間のダブルミスマッチの解消に取り組んだことにより、外国銀行の外貨建て短期与信の割合は低下している（図表4）。

【図表4】外貨建て短期与信比率



(注) 1. 外国銀行の与信に占める外貨建て短期与信の比率。
2. 直近は16/12月末。
(出所) HAVER

(自国通貨建て債券市場)

アジア各国では、アジア通貨危機の原因となったとされる①通貨と期間のダブルミスマッチや②銀行一辺倒の金融システムといった問題の是

正を目指し、自国通貨建て債券市場の育成に取り組んできている。実際に市場規模は着実に拡大してきている（図表5）。

【図表5】自国通貨建て・外貨建て債券発行残高

	(100億米ドル)							
	インドネシア		マレーシア		フィリピン		タイ	
	自国通貨	外貨	自国通貨	外貨	自国通貨	外貨	自国通貨	外貨
01/3月末	5 (37%)	1 (4%)	7 (73%)	2 (17%)	2 (29%)	2 (27%)	3 (28%)	0 (0%)
16/12月末	16 (18%)	9 (10%)	26 (95%)	4 (15%)	10 (34%)	4 (14%)	30 (76%)	2 (4%)

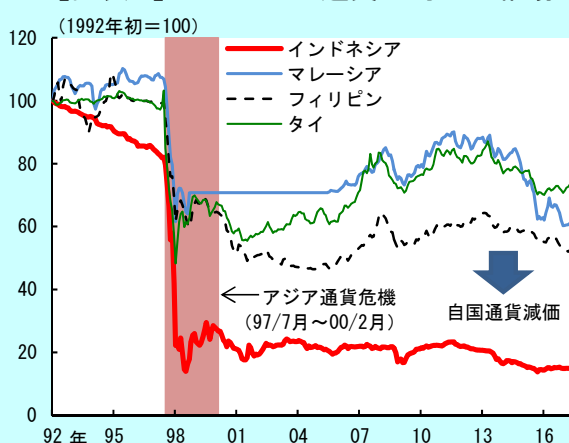
(注) 国債と社債の合計。下段括弧内は名目 GDP 比。

(出所) Asian Bonds Online

(為替政策)

アジア通貨危機以降、固定的な為替レート運営は投機を招くとの反省から、アジア各国は、為替制度を柔軟化し、ペッグからフロートへ転換した。このことにより、資本フローの変化がマクロ経済にもたらす影響に対する調整メカニズムが強化された（図表6）。同時に、固定為替レートに代わる政策アンカーとして、インフレ目標制度に基づく金融政策運営の枠組みが相次いで導入された。

【図表6】ASEAN 4の通貨の対ドル相場



(注) 直近は17/4月中平均。

(出所) Bloomberg

(資本規制)

アジア通貨危機以降、各国では資本フローの変動に対応するべく資本規制の枠組みが整備されている。主な規制の一つが、為替取引の実需原則である。非居住者の為替取引に対する規制をみると、香港やシンガポールでは自由に取引可能である一方、ASEAN4 各国では原則実需がある取引に制限している（図表7）。このほか、非居住者によ

る現地通貨のオフショア預金を禁止し、非居住者が現地通貨のショートポジションを造成できないようにしている。

【図表7】ASEAN 4の為替取引規制

	直物		先渡・為替スワップ	
	実需有	実需無	実需有	実需無
タイ	可	可	可	一定額上限
フィリピン	買：可 売：証明書類	買：可 売：不可	買：可 売：証明書類	買：可 売：不可
マレーシア	証明書類	不可	証明書類	不可
インドネシア	証明書類	不可	証明書類	不可

(出所) 各国中央銀行

また、アジア各国の中央銀行では、為替取引のモニタリング体制が構築され、非居住者取引や一定額以上の取引はオンラインシステムによって当日中に中央銀行当局に報告されるなど、資本フローの把握体制が整備されている。

2013 年以降の資本流出局面における政策対応をみると、アジアの中央銀行では、オフショア市場や国内の外貨保有、外貨建て債務の圧縮を図るために資本規制を強化する動きがみられる。具体的には、マレーシアでは、銀行に対して NDF³取引の禁止を徹底させる措置が発表されたほか、インドネシアでは、一定の債務に対しての外貨保有義務化や為替ヘッジの義務化が行われた。

新たな懸念材料

このようにアジアの新興国はアジア通貨危機の教訓から多くを学び、資本フローの変動に対して一定の耐性を備えるようになってきている。その一方で、金融のグローバル化が進む中でアジアの債券市場が発展することに伴って、①外貨建て社債の増加や、②外国人による債券保有の増加といった新たな懸念材料も生まれている。

(外貨建て社債の増加)

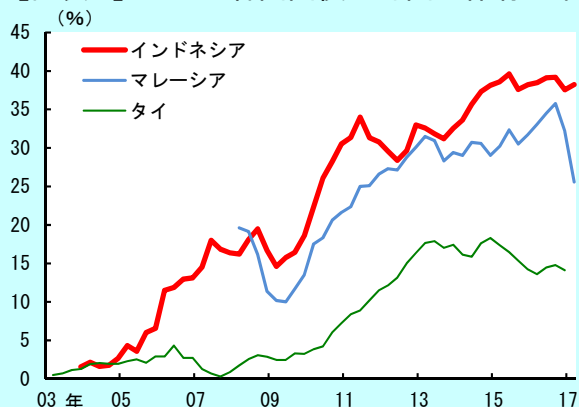
アジアでは、前述のとおり、アジア通貨危機への反省から自国通貨建て債券市場を整備する取り組みが進められ、市場規模の拡大をみてきた。しかしながら、リーマンショック以降、米国の金融緩和政策を背景にドル金利が低下する中、企業や銀行がコスト最小化の観点からむしろ意図的に外貨建て社債の発行残高を増やした（前掲図表

5)。こうした動きは、外貨収入の少ない国内業種でもみられ、為替が自国通貨減価となった場合の返済負担の増大リスクが指摘されている。

(外国人の債券保有)

また、アジア各国では、自国通貨建て債券市場における外国人保有比率が増加している(図表8)。

【図表8】アジア各国国債の外国人保有比率



(注) 1. 自国通貨建てのみ。
2. 直近は、インドネシア・マレーシア：17/3月末、タイ：16/12月末。なお、ASEAN4のうち、フィリピンは利用可能なデータが無いため、上記3か国で比較。

(出所) Asian Bonds Online

市場育成によって自国通貨建て債券市場が厚みを増し、流動性が高まってきたことにより外国人投資家が参入しやすくなった。また、アジア各国の為替制度の柔軟化によって、自国通貨増価による利益を狙った外国人投資家が自国通貨建て債券への投資を積極化させたと考えられる。この結果、アジアの債券流通市場では、外国人投資家が売りに回った際に買い向かう国内の市場参加者が少ないため、外国人の投資行動による影響を受けやすくなっている。実際、2016年11月の米国大統領選挙後、マレーシアでは、外国人投資家による債券売却が長期金利の急激な上昇や自国通貨減価の引き金となった。

資本フローと国内金融調節

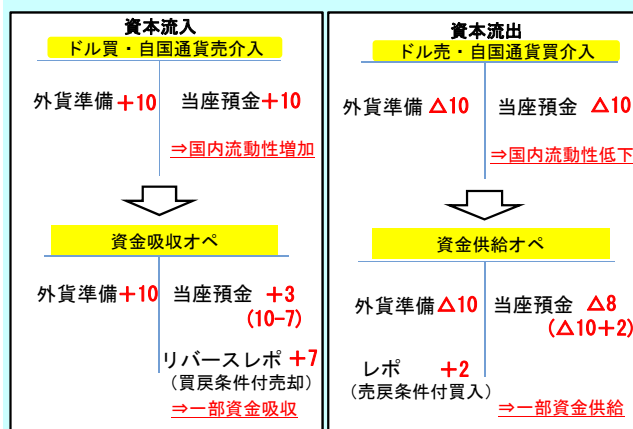
アジアにおける長年に亘る資本フローの流入基調が弱まったことは、ここまで議論した対外的な脆弱性だけではなく、国内短期金融市場における金融調節という観点でも中央銀行に新たな課題を投げかけている。

(為替介入と金融調節のメカニズム)

資本フローの変化が、為替を通じて小国開放経

済における中央銀行の金融調節に影響を与えるメカニズムは以下のとおりである(図表9)。

【図表9】資本フローの変化と中央銀行のバランスシート

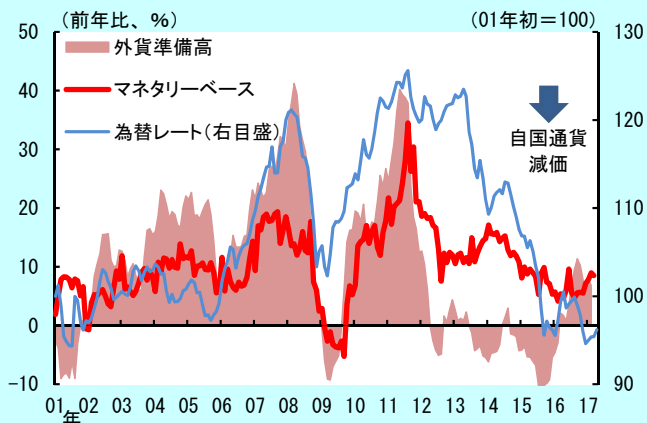


資本流入の場合、自国通貨の増価圧力を緩和する目的での中央銀行による自国通貨売り介入を行うと国内流動性が増加する。介入に伴う通貨供給量の変化を防ぐには、増加した流動性を全て吸収して中立化(不胎化)する必要がある。しかしながら、増価ペース調整という為替介入の効果を保つ観点からは、資金吸収を限定的にすることで緩和気味に金融調節を行うことが有効となる。

逆に、資本流出の場合、自国通貨の減価圧力を緩和する目的での自国通貨買い介入によって、国内流動性は低下する。これを中立化するためには、金融調節により資金供給を行う必要があるが、過度の減価を防ぐという観点で介入を行った場合、介入の効果が減殺されないようにするためには、引き締め気味の金融調節が求められる。

実際、ASEAN4 各国の外貨準備高、マネタリーベースの伸び率と為替レートの動きをみると、上記のメカニズムが働いていることを示唆している(図表10)。すなわち、資本流入圧力が高まる下で為替が2013年頃(リーマンショックや欧州債務危機の時期を除く)まで自国通貨増価の方向で推移した局面では、為替増価圧力を緩和するためにドル買い自国通貨売りの介入が行われ、外貨準備高が増加するとともに、マネタリーベースの伸びも上昇基調を辿った。その後、資本フローの流れの変化に伴って自国通貨が減価すると、外貨準備高は頭打ちから減少基調に転じた。同時に国内の金融環境も引き締め方向に転じ、マネタリーベースの伸びも趨勢的に低下した。

【図表 10】 ASEAN 4 のマネタリーベースと為替



(注) 1. 外貨準備高、マネタリーベースは、インドネシア、マレーシア、フィリピン、タイの合計値の前年比。但し、マネタリーベースの01/1月～03/12月はマレーシア・フィリピン、04/1月～07/3月はマレーシア・フィリピン・タイの合算ベース。
2. 為替レートは、各国通貨の対ドル相場の平均。
3. 直近は、外貨準備高：17/2月、マネタリーベース：17/3月、為替レート：17/4月。

(出所) Bloomberg

（資本流出局面における金融調節上の課題）

このように長年に亘る資本フローの流入基調を利用した金融調節が行えなくなる中で、アジアの新興国経済の中央銀行の多くが金融調節上の新たな課題に直面している。

資本流出局面では、外貨準備高を減少させる為替介入（外貨売り・自国通貨買い）には限界があるため、為替を安定させるためには、資金供給オペを通じた金利のコントロールによる内外金利差の操作が重要となる。また、長年に亘る資本流入時に国内の金融環境が緩和的な状態が続いたことで、多くの国でかなりの水準まで債務が拡大しており、金融システム安定の観点からも金利の適切なコントロールが重要性を増している。実際、インドネシア中銀やフィリピン中銀では、金利コリドー⁴の創設を含めて、短期金融市場の機能を一段と活用した金融政策運営を指向している。

しかしながら、アジアの新興国経済では、中央銀行による金融調節が国内金融市場におけるイールドカーブの形成を通じて金融政策の効果を伝達するというトランスミッション・メカニズムがまだ十分に確立されていない先が目立つ。

ひとつには、金融政策運営の具体的な手段となる中央銀行のオペ手段が十分には整備されていない。特に、従来、資本フローの流入局面で外貨買い・自国通貨売り介入と資金吸収オペを実施し

てきたことから、資金吸収オペの手段は多い一方で、資金供給オペの手段は十分に整備されていない（図表 11）。

【図表 11】 ASEAN 4 の中央銀行のオペ手段

	資金吸収	資金供給
タイ	中銀債発行 リバースレポ 国債売却	レポ 為替スワップ 国債買入
マレーシア	中銀債発行 レポ（注）	リバースレポ（注）
インドネシア	中銀債発行 ターム物預金 リバースレポ	為替スワップ レポ
フィリピン	ターム物預金 リバースレポ 国債売却	為替スワップ レポ 国債買入

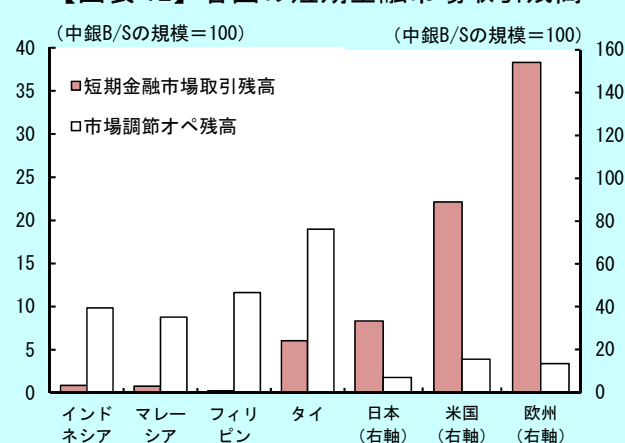
債券流通市場が未成熟であるため実施は限定的

(注) マレーシア中銀のみ、資金吸収オペをレポ、資金供給オペをリバースレポと呼称。

(出所) 各国中央銀行

短期金融市場における市場参加者間の取引が限定的であることも市場におけるイールドカーブの形成を妨げている。アジア各国の短期金融市場の取引残高をみると、中央銀行の市場調節オペ残高の半分にも満たない水準に止まっており、日米欧の水準と比較すると、市場規模が極めて小さいことが分かる（図表 12）。インターバンク市場の参照金利はターム毎に存在するものの、実際の市場取引は翌日物が中心となっており、ターム物の取引が非常に少ないことから、市場取引に裏付けされたイールドカーブの形成が不十分であることが指摘されている。

【図表 12】 各国の短期金融市場取引残高

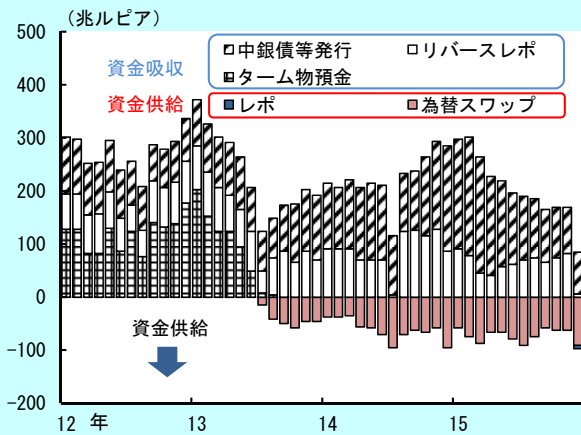


(注) 1. 16/12月末時点。但し、タイは14/12月末時点。
2. 市場調節オペは、各国中銀の Open Market Operation の定義に基づく。
3. 短期金融取引は、米欧はレポ取引残高。その他の国はインターバンク取引残高。

(出所) 各国中央銀行

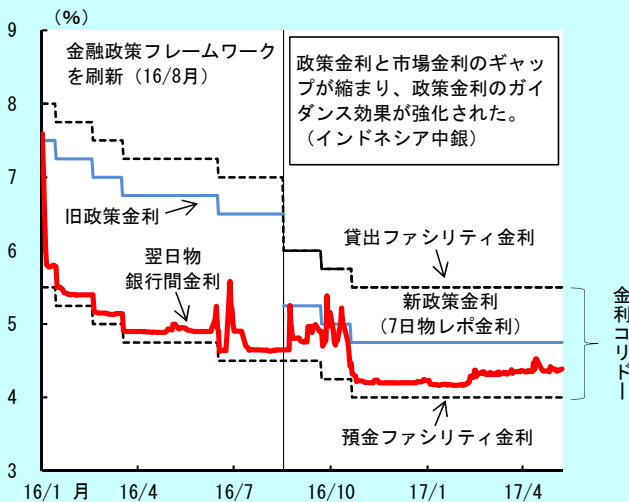
このことには国内債券市場が未発達であることが大きく関係している。例えば、インドネシア中銀では、Taper Tantrum以降、資金供給オペを実施しているが、その殆どが先進国で一般的な債券レポ取引ではなく為替スワップである(図表13)。もっとも、資金流出局面では外貨(特にドル)が希少化するため、インドネシア中銀は、債券を担保とするレポ金利を政策金利に採用するなど、政策金利の指標性向上に取り組んでいる(図表14)。

【図表13】インドネシア中銀のオペ残高の推移



(注) 直近は15/12月。
(出所) インドネシア中央銀行

【図表14】インドネシア中銀の金融政策の刷新

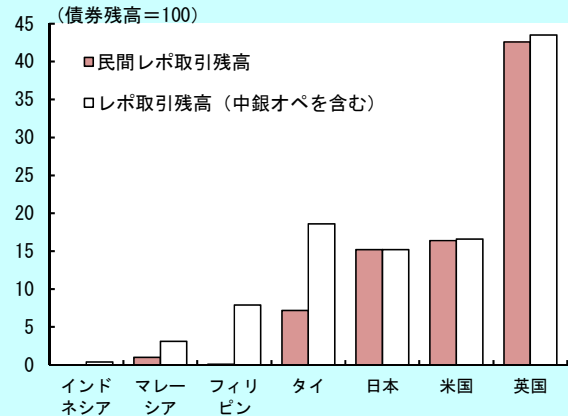


(注) 直近は2017年5月8日。
(出所) インドネシア中央銀行、Bloomberg

レポ市場では、中央銀行の金融調節に伴う取引が多くを占め、民間での取引は少ない(図表15)。この背景としては、銀行セクター以外の市場参加者(機関投資家や非居住者)が少ないこと、国際基準の基本契約書などの取引慣行の整備が途上

にあること、税制面の阻害要因があること等が指摘されている⁵。

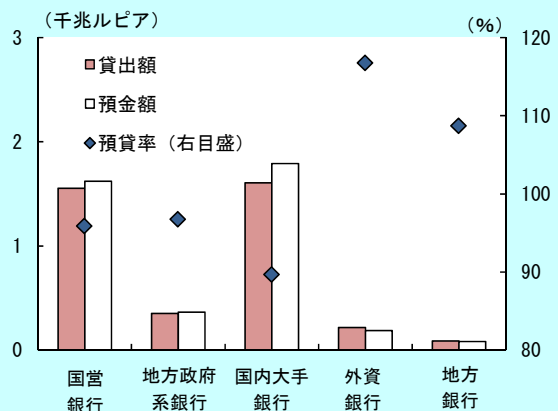
【図表15】各国のレポ市場の規模



(注) 1. 12/12月末時点。
2. 米国の債券は、米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBS、社債を含む。
3. 日本の債券は、国債および国庫短期証券を含む。
4. タイの債券は、国債、中銀債、国営企業債を含む。
(出所) 各国中央銀行

このように市場参加者間の取引が限定的であることは、資金偏在の問題を顕在化させている。例えば、インドネシアでは、国営銀行や大手銀行が預超に対し、地方銀行や外国銀行は貸超となっており(図表16)、資金が偏在している。こうした資金偏在の問題は、資本流入局面では国内の金融環境は緩和的であったために顕在化しにくかったが、資本流出局面で金融環境が引き締め気味になっていると表面化し易い。実際、2013年以降の資本流出局面では、急激に短期金利が上昇する局面がみられている。

【図表16】インドネシアの業態別預貸率



(注) 16/12月末時点。
(出所) インドネシア中央銀行

日本銀行の取り組み

(EMEAP⁶金融市場ワーキンググループ、TA/TC)

日本銀行は、こうした資本フローの基調変化がアジアの中央銀行に投げかける課題に対して金融協力の観点から積極的にサポートを行っている。具体的には、EMEAP 金融市場ワーキンググループの議長国（任期：2016～2018年）として、メンバー国の中央銀行との間で、域内の短期金融市場の機能向上に向けた様々な取り組みを主導している。また、海外の中央銀行等から要請を受けて、中央銀行の業務運営上のノウハウを提供する海外技術支援（TA/TC、Technical Assistance/Technical Cooperation）を展開している。

(ASEAN+3⁷、クロスボーダー担保スキーム)

さらに、日本銀行は、急激な資本流出時への対応などの金融のバックストップ整備の観点から、ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議(ASEAN10 各国と日中韓が参加)の枠組みで、CMIM (Chiang Mai Initiative Multilateralization、有事の際に ASEAN+3 各国が外貨準備を融通し合う枠組み)の発動訓練などの取り組みに参画している。

このほか、アジアの複数の中央銀行・通貨当局との間で、日本国債や日本円を担保とした現地通貨の資金供給を行うためのクロスボーダー担保スキームの構築に取り組んでいる。

おわりに

本稿では、ASEAN4 各国において、アジア通貨危機以降の様々な取り組みによって、資本流出に対して一定の耐性が備わってきたとみられる一方、資本フローの基調変化によって、各国の中央銀行は資金供給手段の拡充や短期金融市場の整備の面から新たな課題に直面していることを示した。本稿では直接の分析対象とはしなかったが、こうした課題は ASEAN4 各国だけでなく、2015 年以降に外国銀行の国内貸出の引揚げ等により対内投資が大幅に減少した中国にもあてはまり、近年は一段とその重要性を増している。

日本銀行は、資本フローの基調変化を背景として生じているアジアの中央銀行の課題を踏まえ、域内の短期金融市場やバックストップの整備などの国際金融協力に取り組んでいる。こうした取

り組みは、アジアの中央銀行の課題への対応を後押しするだけではなく、アジア域内市場全体の機能の向上、ひいては本邦金融機関のアジア域内における安定的な活動にも資すると考えられる。

* 現・パリ事務所

** 現・金融機構局

¹ 2013年5月に、米上下両院合同経済委員会におけるバーナンキFRB議長(当時)の発言を受け、金融緩和縮小への思惑から、米長期金利が急上昇するなど、金融市場が混乱した現象。量的緩和縮小(tapering)とtemper tantrum(かんしゃく発作)を掛けてTaper Tantrumと呼ばれている。

² 2011年頃から対内投資が減少している点は、欧州債務危機による欧州金融機関のアジア撤退が契機とみられる。

³ Non Deliverable Forwardの略。当事者間で先日付の為替レートを決定し、実際の決済時には、通貨の受渡しは行わず、ドル等の主要通貨で差金決済を行う相対取引。NDF取引は、現地オンショア市場で非居住者の為替先渡取引が制限されている場合にオフショアで行われることが多い。また、証券投資の為替ヘッジについても、為替取引規制上は実需に該当するものの、認可手続きが煩雑であるため、NDF取引が利用されることが多い。

⁴ 貸出ファシリティ金利(上限)と預金ファシリティ金利(下限)を設定し、両金利の間に翌日物銀行間金利を誘導する金融政策の枠組み。

⁵ EMEAP 金融市場ワーキンググループ報告書「EMEAP Repo Markets: State of Play (EMEAP 域内レポ市場の現状)」を参照(https://www.boj.or.jp/announcements/release_2015/data/rel150313c.pdf)。本報告書は、EMEAP 域内各国のレポ市場を精査し、市場規模や参加者、担保債券、税制、中央銀行の金融調節での利用状況など、レポ市場の現状と、今後の発展を阻害し得る要因について取りまとめたもの。

⁶ Executives' Meeting of East Asia and Pacific Central Banks(東アジア・オセアニア中央銀行役員会議)の略称。1991年に日本銀行の提唱により、各国・地域の金融政策運営や中央銀行業務などについて自由に情報や意見を交換する場として発足した。メンバーは、オーストラリア、中国、香港、インドネシア、日本、韓国、マレーシア、ニュージーランド、フィリピン、シンガポール、タイの11 各国・地域の中央銀行および通貨当局。現在、EMEAP では、総裁会議が年1回開催されるほか、総裁代理者会合やワーキンググループなどにおいて、域内のマクロ経済情勢、金融安定、決済システム、銀行監督制度・手法、金融為替市場動向、情報技術(IT)などに関する意見交換が行われている。

⁷ ASEAN を構成するブルネイ、カンボジア、インドネシア、ラオス、マレーシア、ミャンマー、フィリピン、シンガポール、タイ、ベトナムの10 各国に、中国、日本、韓国の3 各国を加えた13 各国。アジア通貨危機を契機に、ASEAN 首脳会議に日中韓3 各国が招待され、定期的に ASEAN+3 による首脳会議や外相会議などが開かれている。また、2012 年からは、従来の ASEAN+3 財務大臣会議に中央銀行総裁が加わり、ASEAN+3 財務大臣・中央銀行総裁会議として開催されている。

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等に関しましては、日本銀行国際局国際連携課（代表 03-3279-1111）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。