



## 資本フローとグローバル不均衡

Oxford Economics在日代表

**長井 滋人**

### はじめに

ご紹介頂きました長井でございます。昨年  
から経済モデルを用いた世界経済の予測や分  
析を行う英国の独立系調査会社Oxford  
Economicsで経済調査と日本拠点の立ち上げ  
に携わっております。それまでは日本銀行で  
主として国際畑を歩んで参りまして、本日の

#### 〈目次〉

はじめに

1. 先進国と新興国間の「資本のリサイ  
クル」
2. 「資本のリサイクル」と世界貿易
3. 資本のリサイクルとグローバル金融  
環境
4. 金融危機と反グローバリズム
5. 今後の米国の貿易政策
6. 揺らぐ国際金融システム

テーマも言わばこれまでライフワーク的に考  
えてきた問題であります。

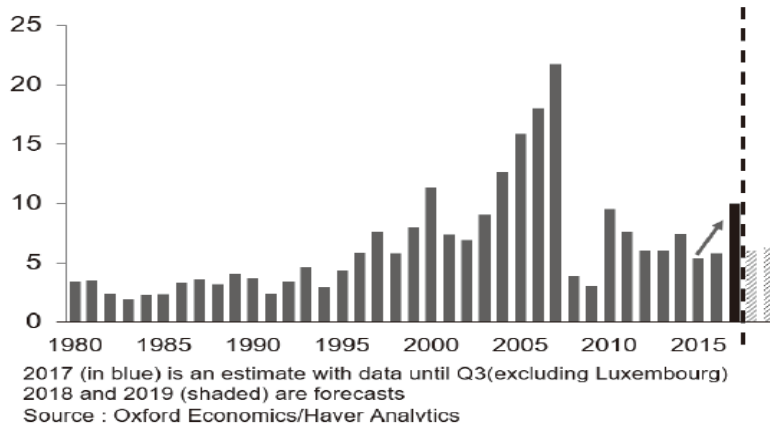
トランプ政権が二国間の貿易不均衡に強い  
こだわりを示して保護主義的な政策を打ち出  
しています。これに伴ってグローバルな経常  
不均衡の問題が再び注目を浴びていますが、  
この問題は今世紀に入ってからずっと国際金  
融界で議論されてきたものです。

グローバル不均衡は依然拡大したままの状  
態にあります。米国は金融危機前まで世界の  
需要のほとんどを米国の経常赤字で供給して  
いました。その後、新興国の一部が赤字に転  
じましたが、引き続き米国が貿易赤字を通じ  
て世界中に有効需要とドルを供給し続ける構  
図は変わりません。米国の提供する需要を輸  
出といった形で享受しているのは、ドイツを  
中心とするEU、日本、NIEs（新興工業経済  
地域）といった先で、実は中国の経常黒字は  
さほど大きくありません。

本日は、講演の題名が示すように、こうし

(図表1) 資本フロー：90年代後半からの急拡大と危機後の伸び悩み

### Global capital flows Gross Inflows to all countries, as % of world's GDP



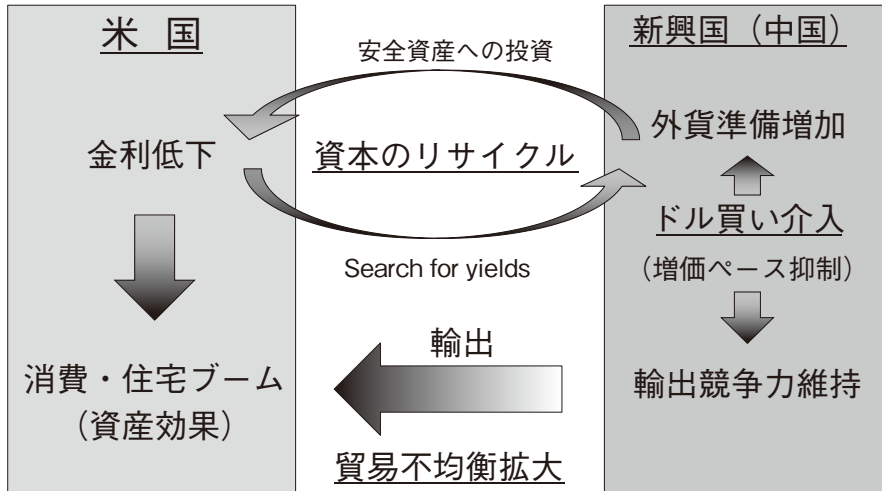
た経常・貿易収支といった実物経済の不均衡の裏にある資本フローの動きについてご説明をして、これまでの世界経済の動きや今後の見通しを行う際には両者をセットで考えることが重要であることを述べたいと思います。

経常不均衡は言わば恒等式的に資本フローで埋められます。こうしたネット・ベースで資本フローが流入しているか流出しているかだけでなく、グロスで資本フローがどう動いているかに今日は注目したいと思います。グロスの資本フローは、2000年代に入ってから急拡大し、国際金融界でも資本フローは大きなトピックとして議論されてきました。資本フローは、世界金融危機で落ち込んだ後、今は多少回復してきています。私は危機前の状況が「行き過ぎ」「出来過ぎ」だったと思っているので、現状のグロスの資本フローの規模がGDP比で危機前の半分にも及んでい

ないことは問題とは考えていません。最近の潤沢で円滑な資本フローの動きは十分に世界経済の好調に貢献していると思っています。

グローバル不均衡とグロスの資本フローの拡大を結びつけるのが、「先進国と新興国の間の資本のリサイクル」です。以下の構成としては、まずこの資本のリサイクルの概念をご説明した後、それが①世界貿易をどう拡大させたか、②世界的な金融危機に至る金融の行き過ぎにどうつながっていったか、③金融危機後の反グローバル化に向けた政治的な動きにどう関係しているのかを順を追って議論したいと思います。最後にトランプの貿易政策とそれが国際金融システムや米国の通貨政策にどういう含意を持つのかを論じます。

(図表2) 資本フローとグローバル不均衡のつながり



## 1. 先進国と新興国間の「資本のリサイクル」

本日のキーワード「資本のリサイクル」の概念を説明します。新興国に対する資本インフローの推移をみると、2000年に入ってから金融危機前までは銀行経由の流入を中心に猛烈な勢いで伸びました。重要なのは、その伸びがネットでみた場合よりグロスでみた場合の方が顕著であることで、これは大量の流入と同時にかなりの資本が新興国から外へ出ていっていることを意味します。具体的には、米国の国債や政府系機関債への証券投資という形で出ていきました。

こうした新興国からの資本のアウトフローの原資は何かを国際収支統計からみると、貿易黒字で稼いだおカネの額はさほどでもな

く、上記のように大量に流入した資本フローをリサイクルしている面が大きいことがわかります。新興国への資本流入を放っておくと、通貨が増価してしまいます。アジアを中心とした新興国の多くがこれを嫌ってドル買い介入で本国通貨の上昇ペースを抑え、対ドルで安定させてきました。その結果積みあがった外貨準備が米国国債などの安全資産へ流れていったというのが、新興国側からみた資本のリサイクルの大きな構図です。

この資本のリサイクルを米国側からみてみましょう。米国の資本フローの出入りは流入も流出も極めて大きいのが特徴です。資本流入の内訳は、直接投資もかなりありますが、証券投資を通じたものが圧倒的で、それに局面によって銀行経由の資本の流入が加わります。こうして入ってきた資本の額は巨額で、米国の経常赤字をファイナンスして余りある

ものでした。その差額は米国から新興国を含めた海外への大量の資本のアウトフローであり、米国でも資本のリサイクルが発生していたことがわかります。

米国は以前から海外への投資で高いリターンを上げてきた歴史がありますが、折からの米国国内の金利低下が高い利回りを求める資本流出を招いた面も大きいと思います。米国における金利低下と金融環境の緩和の背景には、経済のファンダメンタルズの変化とそれに応じた金融政策運営もありますが、海外からの大量の証券投資が長期金利を押し下げたという面も大きいと思っています。そういう意味で、新興国からの資本流入が米国金利を押し下げ、それが更なる新興国への資本フローを促すという循環が作用していたことを強調したいと思います。

## ■ 2. 「資本のリサイクル」と世界貿易

こうした資本のリサイクルがグローバル不均衡問題とどう関係していたかです。大量の資本流入の助けもあって米国金利が低下した際に、米国で起きていたのが消費・住宅ブームです。サブプライム問題を潜在的に孕みつつも、金利低下による住宅価格の上昇、資産効果による伴う消費ブームが危機前までの米国の強い成長を支え、輸入の拡大と貿易赤字の拡大につながっていきました。一方、新興国側では、米国の強い内需に加えて、先ほど

述べたように為替介入で自国通貨の増価ペースを緩やかなものにする事で輸出を順調に伸ばすことができました。

ただ、私は2000年に入ってから金融危機に至るまでの世界貿易の高い伸びとそれを背景とした世界経済の繁栄は少し出来過ぎであったと思っています。出来過ぎの背景には、以下の3つの「行き過ぎ」あるいは「ブーム」が資本のリサイクルなどを梃子に相互に増幅し合うメカニズムが働いていました。

1つめは、中国ブームです。同国がWTO（世界貿易機関）に加盟し、本格的に10億人を超える安い労働力を使って世界のグローバルサプライチェーンで重要な役割を担おうと、世界経済に本格参入しました。これで世界的な供給力は爆発的に伸びました。

2つめは、金融の行き過ぎを背景にした米国の消費ブーム（バブル）です。米国の経済学者ミアン&サフィの共著『HOUSE OF DEBT』（2014年刊行）できちんと分析されているので、是非ご一読をお勧めします。今次危機で米国経済があれだけ落ち込み、立ち直りにも時間がかかっているのは、不況が金融システム問題に起因するものであったからではなく、住宅価格を通じた資産効果による消費ブームとその反動であったためであることを実証的に示しています。

3つめとして、中国を核にするサプライチェーンの拡大に伴って設備投資が拡大し、それが折からの資源価格のサイクルと相まって資源ブームにつながりました。資源国の外貨

準備も膨らみ、中国と並んで米国国債といった世界の安全資産を大量に購入しました。

こうした3つのブームが世界経済のエンジンとなりましたが、金融危機で米国の消費ブームというエンジンが最初に止まり、危機対策として無理をし過ぎた中国のエンジンが次に止まり、最後に2014年以降の資源価格急落に象徴されるように資源国のエンジンが止まるという展開を辿ったことは皆様の記憶に新しいところだと思います。

### ■ 3. 資本のリサイクルとグローバル金融環境

次に資本のリサイクルが最後は金融危機を招いたグローバルな金融環境の緩和にどう関係したかを議論したいと思います。米国の10年国債利回りは1980年代半ばから大きな下落トレンドにあります。その背景を巡っては様々な議論があり、今後の先行きを含めて見方は必ずしも一致していません。

ドルは国際基軸通貨ですので、その長期金利の動きを考えるには米国一国だけでなく、グローバルな視点が必要だと思います。例えば、少なくともこれまでの米国10年国債金利の大きな流れは、世界の名目GDPの動きである程度説明ができてしまいます。また、グローバルな貯蓄と投資のバランスを推計すると、過剰貯蓄の動きでかなり実質長期金利の低下を説明することもできます。

米欧の長期金利の低下を債券への需要と供

給からみてみましょう。米国とユーロ圏の固定利付債券への需要を主体別に分解すると、新興国からの需要も相応に寄与していますが、やはり危機前の債券需要の急伸を招いたのは先進国民間部門からの需要です。欧米の金融機関やディーラーがレバレッジを効かせる形で債券を大量に購入していました。

金融危機以降の先進国の債券への需要は危機前ほどの伸びを回復することはできていません。先進国の民間部門がレバレッジを効かした取引を自粛したことが主因で、それ自体は健全な方向性だと思われます。FEDの量的緩和による国債買入れなどもある程度は債券需要を下支えしましたが、米国国債への需要と供給全体の中では実はごく一部に過ぎなかったことがわかります。その中で新興市場国の外貨準備などによる債券購入は安定的な需要として存在感を持ち続けてきました。2014年以降の資源価格下落と新興国の成長減速時には徐々に減りましたが、その後は徐々に復活しています。

そして、危機前ほどの債券需要の伸びはない中でも、米国の長期金利は危機後一段と低下しました。このようにみると需要の伸びだけからは危機後の金利低下は説明がなかなか難しく、むしろ危機後の米国のエージェンシー債や欧州の銀行債の発行急減といった供給サイドも考えないとならないようです。

こうしてみると危機前後の米国の長期金利の低下を説明する際に資本のリサイクルによる新興国からの証券投資がどの程度寄与した

のかは判断が難しいところです。危機前はレバレッジを効かした先進国民間部門の果たした役割が大きかったですし、危機後は投資可能な債券の発行急減といった要因も大きく作用したようにみえます。ただ、その中で新興国からの資本のリサイクルによる需要が米国の長期金利を下げる形で一定の寄与を続けてきたことは間違いのないところだと思います。

これまで説明してきた資本のリサイクルとグローバル不均衡の組み合わせが続いていた状況は、「ブレトンウッズ2体制」と呼ばれることがあります。資本のリサイクルの過程で新興国は為替介入を通じて通貨の増価ペースを抑制した結果、対ドルではかなり安定的な通貨の動きがみられました。ニクソンショックで崩壊したブレトンウッズ体制では固定相場制による為替レートの安定の下で貿易を含めて世界経済がそれなりにうまく回っていたとの認識から、今世紀入り後も「ブレトンウッズ2」とも呼ぶべき安定的な一種の通貨システムが自然と成立していたという議論です。

ブレトンウッズ体制とのもう1つの共通点は覇権国米国のドルが国際基軸通貨として中心的な役割を果たしていることです。米国はいくら赤字を垂れ流してもサステナビリティを問われない法外な特権を持っており、それが故に一国で赤字を垂れ流して世界の需要を支え続けることができました。

米国がそうした役割を果たし続けられたも

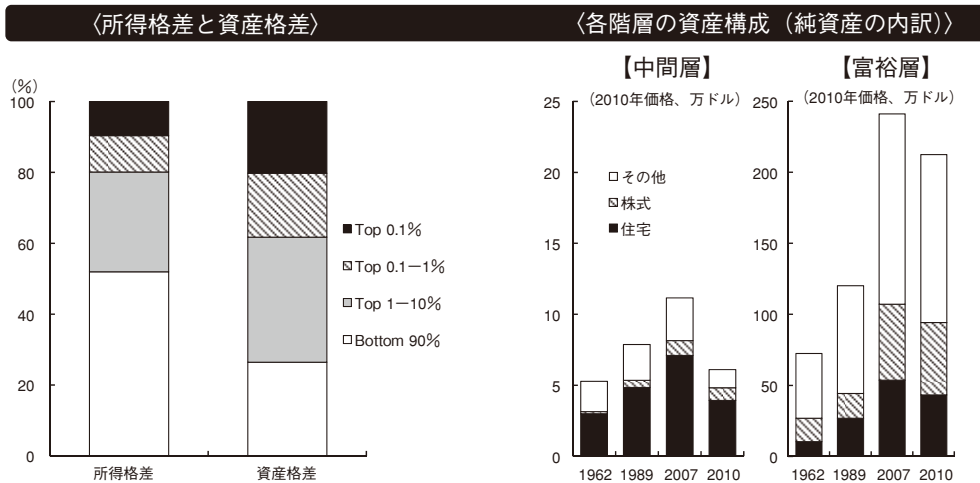
う1つの理由は、米国の金融市場が流動性も高く安心して投資しやすい環境を提供できたことです。新興国には投資機会が豊富で、資金は入りこそすれ出ていかないというのが今までの常識でした。しかしお金が必要なはずの新興国からお金が余っているはずの先進国に資金が逆流することが起きているのは、投資可能な金融資産が先進国にしかないからです。安心して買え、何かトラブルがあった時にきちんと法律で白黒つけられる、投資家も保護される、企業のディスクロージャーもされていて、自分の判断で投資もできる。こうした環境にある米国に比べて新興国の金融システムは未発展で、いくらお金があっても安心して投資できるところがありません。だからこうしたメカニズムが働いていたのです。

#### ■ 4. 金融危機と反グローバルイズム

今の世界経済の最大のリスクは反グローバル化の政治的な動きであるとみている方は多いのではないのでしょうか。その背景としては、危機前の出来過ぎの繁栄で覆い隠されていたグローバル化がもたらす痛みや歪みが一気に認識されたことが大きいと考えています。

今問題になっている所得格差の拡大は、実は金融危機が起きる前から着々と進んでおり、本来なら政治的な不満は高まっていたはずなのに、表面化しませんでした。なぜならばサブプライム・ローン隆盛の下では移民で

(図表3) 所得格差と資産格差



(注) 2010年の値。

(注) 中間層は純資産保有額が上位40～60パーセンタイルの層。富裕層は、同1～10パーセンタイルの層。

(出所) Piketty and Saez (2013)、Saez and Zucman (2014)、FRB

来たばかりの人でもほとんど審査なしに家を買って、それが値上がりして、その含み益を担保に借入をして消費するようになったからです。低所得者層を中心に住宅資産の上昇とそれに伴う消費が期待できて、あたかも引き続きアメリカンドリームが存在するという幻想を与えることができました。米国の家計債務をみると、所得下位95%の層の人々が危機前にお金を借りまくっていた姿が明らかです。同時に持ち家比率も危機前に急上昇して、その後急落しています。

所得格差の拡大はフローの話ですが、ストックでも格差は拡大しており、より不平等度、集中度が目立ちます。内容を見ると、富裕層は豪邸を持つうえに株式等金融資産を色々持

っていますが、多くの中間層は住宅が自分の資産の大半を占めるといのが特徴です。このため、危機後に住宅価格が落ち続けたことは低所得あるいは中間層の家計にとって厳しいバランスシート調整を強いました。その一方で、所得トップ10%の家計のバランスシートをみると、こちらも非金融資産である住宅の価値は落ちましたが、一方でより大きなシェアを持つ金融資産は大胆な金融緩和もあって急激に価値を回復しました。逆に言うと、中央銀行による量的緩和や長期にわたる低金利は、そもそも金融資産を持たない多くの庶民には、その恩恵はあまり及びませんでした。それが大不況の後、金融政策で頑張っても米国の経済の低迷が続いた大きな理由です。そ

して金融政策は所得分配にある程度影響を与えているとも言えます。

振り返れば、米国は貿易赤字に象徴される実体経済面でのグローバル化の痛みを大量に流入する資本フローがもたらす金融面の恩恵を最大限に活用することで覆い隠していたことができます。しかしながら、金融危機後の反省で金融規制が厳しくなり、金融の魔法も効かなくなりました。

## ■ 5. 今後の米国の貿易政策

ここまでは資本のリサイクルとグローバル不均衡の組み合わせがこれまでの世界経済をどのように動かしてきたかをお話してきました。残りの時間で米国の保護主義的な政策を中心に今後の話をします。

トランプ政権は、二国間の貿易不均衡に異様にこだわっています。米国の対中貿易赤字は拡大の一途を辿っていますが、一方で中国は他の国に対して赤字も出していて、経常黒字は全体でGDP比2%を切っています。そういった意味では二国間の赤字を問題視しても仕方がないというのが経済学の常識ですが、トランプ大統領はそれが通用する相手ではありません。また、米国の良識派、議会を中心に政権への批判は多い中でも、こと中国に対する最近の政策については議会でもサポートする動きがあるようです。米中対立は世界経済にとっての最大のリスクと位置付けています。

一方で、通商法301条に基づいたトランプ大統領の中国への関税措置等への金融市場の当初のリアクションは騒ぎすぎだったとも思っています。弊社の世界経済モデルを用いて、米国が中国からの500億ドルの輸入に対して25%の関税をかけ、それに中国が相応の報復措置をとった際にどれくらい各国のGDPを下げるのか試算しました。500億ドルは中国の米国向け輸出の約1割、中国の全輸出のシェアでは2.2%に過ぎず、中国のGDP比では0.4%です。それに25%の関税がかかると、中国のGDPの伸びが0.07ポイント落ちるだけというシミュレーション結果でした。2019年に中国が6%程度の成長をすると考えると大した影響はないとも言えます。対象となる輸入額などの前提が変わっても影響が爆発的に増えるという話にはならないと思っています。また、何よりも中国も口では強気なことを言っても、最後は話し合いで解決しようという姿勢であると判断しており、全面的な貿易戦争というテールリスクが実現する危険性は小さいと考えています。

そうは言っても貿易戦争が一段と拡大したらどうなるかモデルを回してみましょ。具体的には、中国からのあらゆる輸入に25%関税をかけ、中国も同じような報復をやります。色々揉めている台湾や韓国からの輸入に対しても10%の関税をかけて、彼らも報復措置をとる。さらにNAFTA（北米自由貿易協定）から米国が単独で2019年1月に脱退したとします。そこまでトランプ政権がやけになった



らGDPはどうなるのか、金融市場の即座の反応も想定してシミュレーションをすると、世界のGDP成長率はベースラインの約3%成長から2.5%まで落ちます。世界経済の底が抜けるわけではありませんが、0.5ポイント落ちるのは大変なことではあります。このシナリオはEUと米国の紛争は考慮に入っていないので、そこまで飛び火すると、さらなる悪化も懸念されます。

これほど極端な展開にはならないというのが弊社の基本シナリオですが、不安要素も確かにあります。各国の輸入を製品ベースで分析すると、一部の製品への集中化が進んでいます。中国の輸入は50%以上をトップ50の製品が占め、30%以上をトップ10の製品が占めています。したがって、目にみえる形で二国間の貿易不均衡を減らそうと真剣に考えると、こうしたトップの品目に触らざるを得なくなり、そうした製品はIT関連やテレコムといった戦略的産業に関係しています。そうした産業ではグローバルな覇権を巡って熾烈な競争が行われ、各国政府が大きく関与しています。万が一、1つの製品や産業で揉めた時に、たかが一産業、一製品の話では済まず、政治的、経済的インパクトが大きく拡がるリスクがあります。

もう1つ気になるのは貿易紛争が金融面にも波及するリスクです。本日お話したように、グローバルな資本フローとグローバルインバランスは裏表でつながっています。貿易面の問題は、その裏にある資本フローの問題を一

緒に考えて今後のリスクを考えるべきです。301条の話が出た当初は、メディアで中国が外貨準備として大量に保有する米国国債を売るのではないかという観測が流れました。この点については、米国長期金利が急上昇したり、資産価格が下落することは中国自身にとっても保有外貨資産の価値下落として跳ね返ってきます。脅しとしては使われるかもしれませんが、実際にそういうステップがとられるリスクは極めて小さいと思っています。

## ■ 6. 揺らぐ国際金融システム

より深刻な問題として私が心配するのは、米国と韓国との間のFTAの再交渉がいきなり解決してしまった際の、その合意内容です。北朝鮮問題があり、米国の支持を得たい韓国がだいたい折れたという見方が大勢で、それはそれとして、その合意文書の中に「為替を安値誘導しない」、金融政策についても「透明性を高めて説明責任を果たす」ということが入っていることは気になります。貿易不均衡の問題が為替政策やその背景にある中央銀行の金融政策運営に影響が及んでくることはひとつのリスクで、わが国にとっても他人事ではありません。より大上段に言えば、これまで安定してきた国際金融システムのパラダイムが揺らいでいるということができます。

歴史的に国際金融システムの変遷を振り返ってみると、貿易不均衡をどう解決するか、資本移動をどの程度自由にすべきか、各国が

(図表4) 国際金融システムはどこに行くのか

ブレトンウッズ体制 1945—1971年	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ adjustable peg制 (為替が国内政策目標に優先)</li> <li>・ 資本取引規制</li> </ul>
70年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ adjustable peg制再建の試み</li> <li>・ マクロ政策協調の試み (機関車論)</li> </ul>
80年代	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ レーガン政権前半のmalign neglect</li> <li>・ 協調為替介入の時代 (プラザ、ルーブル合意)</li> </ul>
90年代以降	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 市場機能の尊重：強いドルは米国の国益</li> <li>・ 各国は自国にとって最適なマクロ政策を追求</li> </ul>

どれだけ独立して金融政策を行うべきか、といった相互に密接に関連した問題が中心的なテーマになってきました。資本取引を規制して固定為替制度をとったブレトンウッズ体制が崩壊した後は、資本移動はどんどん自由化されていきました。その中で70年代には機関車論—ドイツに景気刺激策を打ってもらって機関車になってもらおうなどと、マクロ経済政策の国際協調の実験をした時代もありました。それもうまくいなくて、レーガン政権前半には自由放任でドル高と貿易赤字がどんどん拡大していきます。政権後半になってきたらいきなりプラザ、ルーブル合意という話になり、協調介入で為替を捻じ曲げて貿易不均衡を直していこうという、そういう時代に入っていました。

現在の国際金融システムを支配するパラダイムは、90年代に定着したものです。その下

では、資本の移動は基本的に自由なことが望ましく、為替市場の自由な価格形成は尊重して、なるべく操作すべきでない。為替レート安定という制約がない分、各国のマクロ経済政策は金融政策も含めて独立して自国に最適な政策を追求する自由を持つ。機関車論やプラザ合意のような対外不均衡是正を主眼とする他国からの介入はしないというものです。日銀を含めての金融危機後の中央銀行の異例な政策は為替レートを通じた効果に期待するところも大きいのは事実ですが、あくまでも国内物価の安定を目的としたもので、為替レート自体を誘導するものではないという論理で、ぎりぎりのところで政治的な正当性を保っています。

このパラダイムを支えたのが米国の「強いドルは国益」という通貨政策です。なぜ米国は、経常赤字がどんどん拡大する中でも、強

(図表5) ドルの歴史的スウィング



いドルが国益だと言えたのか。それは、本  
ご説明したように、国際基軸通貨と競争力  
のある金融市場を持つ米国が、それを利用  
して世界中から流れてくる資本フローを  
活用していく方が得策だと割り切ったの  
だと思います。そもそも強いドルは国益  
と云っている人は、だいたいウォール  
ストリートで金融を中心としたグロー  
バル化のメリットを享受する層です。  
そうしたメリットが経常赤字で製造業  
がなくなる痛みを上回っていたので、  
今までは良かったのです。ところが金  
融規制が厳しくなり、金融の資本フ  
ローでメリットを最大限享受すること  
が政治的にもだめになり、経常赤字  
で製造業が衰退するのは問題だと出  
てきたのがトランプ大統領ではないで  
しょうか。それが故に強いドルは本  
当に国益なのか。強いドルでは貿易  
赤字が拡大して職がなくなるでは  
ないかという危機感の方が今は優勢に

なっているということだと思います。こ  
うした動きが国際金融システムを支配  
する現在のパラダイムも揺るがし始め  
ると問題はより深刻になると思いま  
す。

これからのドルの方向性は、現状は  
まだドルは割高で、弊社はもう少し  
ドル安方向への調整が続くと考えて  
います。トランプ大統領による対外  
不均衡是正へのこだわりはドル安  
圧力となりますし、何よりも米国の  
双子の赤字の拡大は歴史的にドル安  
の動きにつながってきています。そ  
の中で、グラフでお示したように、  
過去のドル安局面は平均して実質  
実効ベースで3割以上減価するなど  
大きなスウィングになることが多い  
ことは少し気になります。これまで  
のところ1割程度しか調整が進んで  
いない中で、さらに2割以上も大  
幅にドル安が進むことは基本シナ  
リオとしてはいませんが、1つの  
リスクとして一応は考え

ておく必要もあると思います。

ただ、ドルが実質実効ベースで高すぎる水準からある程度下落することは、円高を懸念する方も多いかもしれませんが、必ずしも日本にとって悪いことではありません。昨年公表された米国の経済学者の画期的な実証分析は、ドルが実質実効ベースで減価すると世界の貿易量全体が増えることを示しました。世界の貿易はドルベースで値付けされることが多く、ドルが安くなれば買いやすくなって需要が伸びるということです。逆に二国間の対ドル為替レートは貿易量にあまり影響がないことも明らかになっています。黒田バズーカの下で円安が進んでも日本の輸出が増えなかったものが、最近では資本財を中心に輸出が伸

びています。これはドル高修正などもあって世界の貿易量自体が増えていて、その中で一定のシェアを日本が確保できているのです。

ドル安が良いことは金融面でも言えます。ドルは国際基軸通貨で、新興国を含めて多くはドルでファンディングするので、ドル建ての債務自体ドルが安くなって負担が減ります。また、資本フローが米国から出ていくことに伴うドル安は、世界のドルの流動性を潤沢にし、世界の金融環境を緩和的にしています。

このように、ある程度のドル高の調整は日本を含む世界経済にとって必ずしも悪いことばかりではないことを申し上げて本日の私の話を締めたいと思います。

ご清聴ありがとうございました。 ▨