

米国の対外純負債の持続可能性を再考する ～対外資産・負債の投資リターン格差と持続可能な貿易赤字の規模～

金融研究会(於、神戸大学)

2009年12月19日

竹中正治

龍谷大学

経済学部教授

(財)国際通貨研究所客員研究員

m-takenaka@econ.ryukoku.ac.jp

takenaka1221@yahoo.co.jp



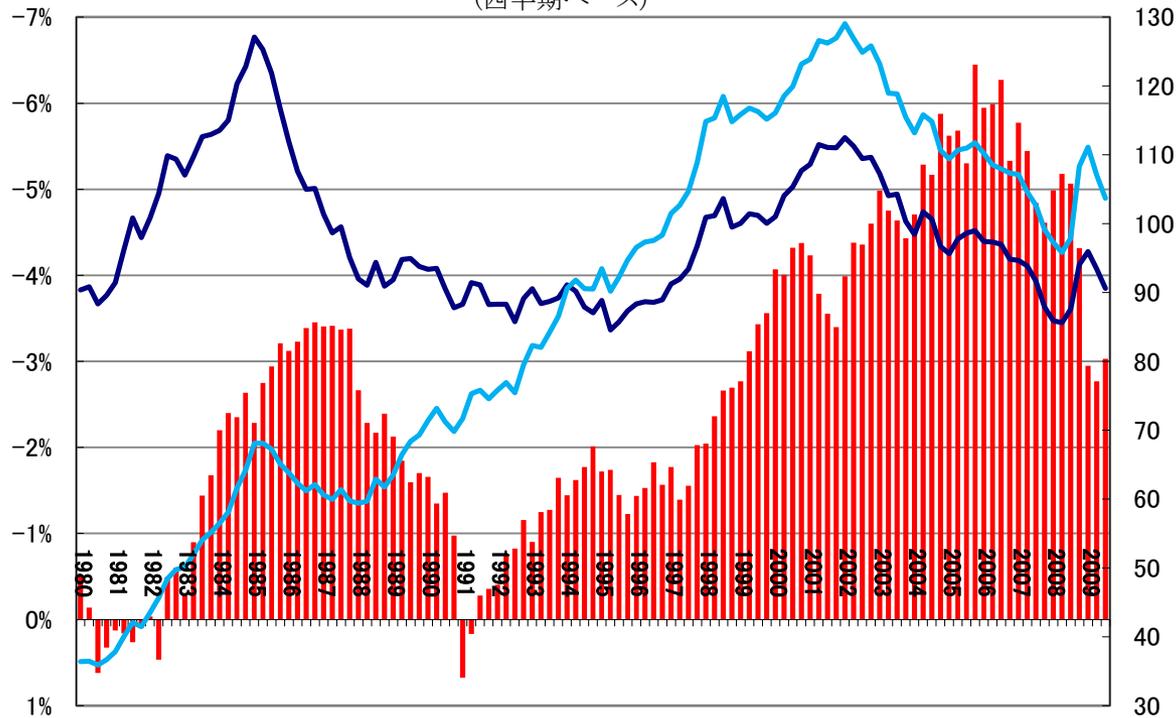
米国の対外不均衡とドル基軸通貨の地位に関する最近の議論

- ・ **ドル基軸通貨の地位の持続性に対する懸念**
 - ← 経常収支赤字の持続可能性への懸念
 - ← ドル相場の減価への懸念(ドル離れ)
- ・ **典型的なドル凋落論・ドル危機シナリオ**: 米国の経常収支赤字をファイナンスする海外からの対米投資マネーフローが細る、あるいは引き揚げられる
 - ドル相場と米国資産価格(株や債券など)の急落
 - ドルへの信認の低下・崩壊↑(悪循環) → 米ドル基軸通貨体制の凋落
- ・ そうしたドル危機シナリオは、1970年以降繰り返し語られてきたが、今回の危機を含めて極めて短期的な局面を除くと中長期的減少として起こったことがない。しかし、今回の危機を契機にドル凋落に向かい、ドル危機が起こるリスクも高まるとの議論が根強い。報告者はその点について極めて懐疑的。

経常収支赤字とドル相場の推移

2006年(名目GDP比率6.0%)をピークに足下、急速に縮小する経常収支赤字(09年四半期ベースで2%台後半~3.0%)。しかし今回の金融危機を契機に経常収支赤字、対外純負債の持続可能性を懸念するドル危機論、さらに基軸通貨としてのドルの地位の持続可能性に関する議論が再燃している。

図表2、米国の経常収支と実質ドル相場指数
(四半期ベース)



データ: 米国商務省、FRB

- 経常収支の対GDP比率(左目盛)
- 実質実効ドル相場指数(broad) (右目盛)
- 名目実効ドル相場指数(broad) (右目盛)

そもそも「対外純負債が持続可能」とはどういうことか？

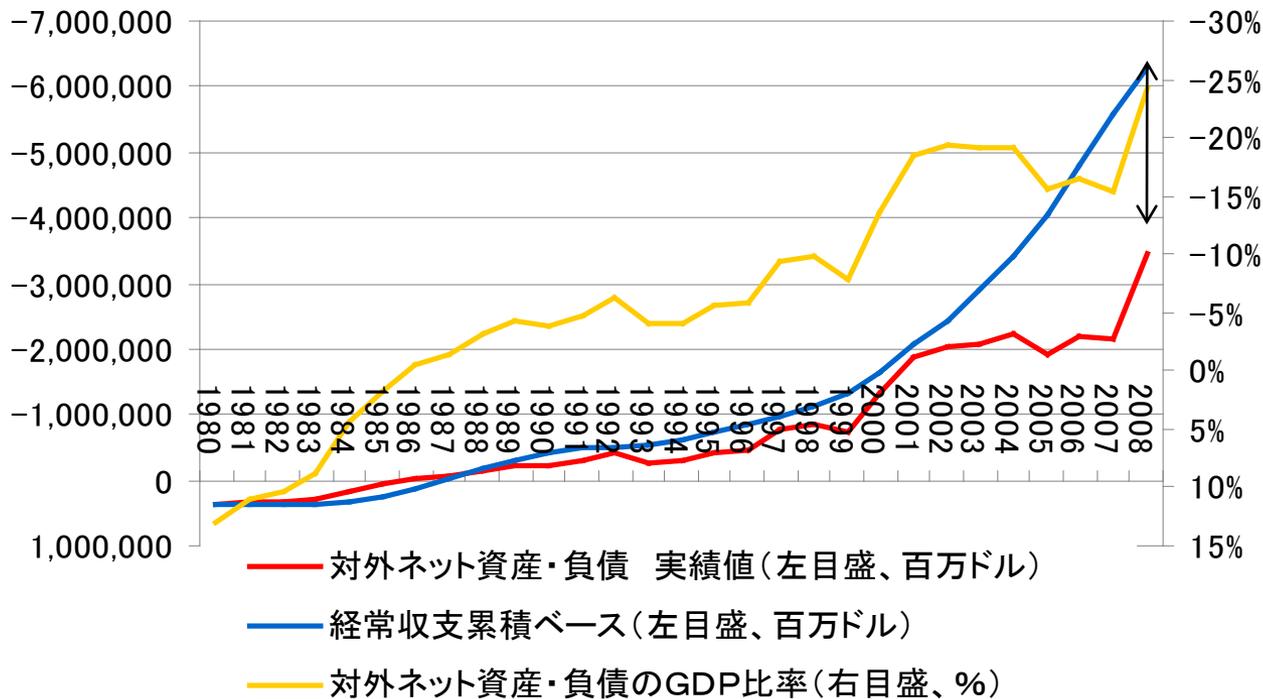
- ・ 小川・工藤(2004)による先行研究の整理
「対外債務が返済可能であるためには、貿易収支の輸出項目と輸入項目が共和分関係にあることが必要条件」であり、また「対外債務水準(の時系列値)が定常であることが、債務返済を可能とすることにとっての十分条件になる。」
- ・ 諸変数の現在までの時系列データの形状から判定する手法。しかし「持続不可能」と判定した結果、持続可能な状態に戻るためにはどのような与件の変化が起こり得るかを考え、さらに幾つかの想定の上に對外純負債の将来動向の試算をすることには不向き。
- ・ **発表者(竹中)の定義: 現在までの直近の過去の条件を所与として、対外純負債が長期的に返済可能(資産負債が均衡可能)であること。**
経常収支赤字(フロー)の持続可能性の問題は、ストックとしての対外純負債の持続可能性の問題に収斂する。
予見は時間とともに変わるので、現実に将来の時点で返済されることを意味しない。
「長期的」としてどの程度のタイムスパンの想定が妥当か。
対米投資を行う海外投資家の判断に依存している問題。推計は難しいが、5年では短すぎる。50年では長すぎる。本論では20年と仮定を置いて進める。

経常収支ばかり見ていると対外不均衡問題を見誤る。

過去20年間の対外純負債<経常収支赤字の累積、その差約3兆ドルはどこから生まれた？ ←対外資産20.0兆ドル、対外負債23.4兆ドルが生み出す資産・負債評価損益。

資産・負債の総合投資リターンとその格差を考慮したモデルで考える必要がある。

米国の対外ネット資産・負債
逆メモリ(マイナスはネット負債)



データ: 米国商務省

対外純負債を試算する計算式(資産負債のリターンと貿易赤字のみで構成、新規フローを考慮しない場合)

$$D_{t+1}=B_{t+1}+A_t(1+r_a)-L_t(1+r_l) \quad \text{赤字はマイナス表示} \quad \textcircled{1}$$

D_{t+1} : t+1期末の対外純ポジション(純負債はマイナス表示)、 d_{t+1} : 同名目GDP比率

B_{t+1} : t+1期の貿易収支(赤字はマイナス表示)、 b_{t+1} : 同名目GDP比率

A_t : t期末の対外資産、 a_t : 同名目GDP比率

L_t : t期末の対外負債、 l_t : 同名目GDP比率

r_a : 対外資産の総合利回り(含む評価損益)

r_l : 対外負債の総合利回りコスト(含む評価損益)

g : 名目GDP成長率(各期一定の前提)

全て名目GDP比率で表示すると①は以下の通りとなる。

$$d_{t+1}=b_{t+1}+\{a_t(1+r_a)-l_t(1+r_l)\}/(1+g) \quad \textcircled{2}$$

持続可能な貿易収支比率 (Sustainable Trade Balance Ratio: STBR)

②式に基づき、タイムスパンを20年と仮定して、米国の対外純負債を20年間で $d_{20}=0$ になる貿易収支の名目GDP比率（これをSTBRと呼ぶ）を計算する。
対外的な予算制約条件を意味する。

対外純負債比率が前年比で減少する条件:PTBR(Primary Trade Balance Ratio)

$d_{t+1}-d_t > 0$ （ネット負債はマイナス表示）これに②を代入して展開すると

$$b_{t+1} + \{a_t(1+r_a) - l_t(1+r_l)\} / (1+g) - (a_t - l_t) > 0$$

$$b_{t+1} + a_t \{(1+r_a)/(1+g) - 1\} - l_t \{(1+r_l)/(1+g) - 1\} > 0 \quad \textcircled{3}$$

所得収支黒字の条件:

$$a_t r_a - l_t r_l > 0$$

$$a/l > r_l/r_a \quad \textcircled{4}$$

以上の関係式の含意(読み解き): 対外資産・負債リターンの関係が $r_a > r_f$ で一定であり、かつ対外資産の負債に対する比率が関係式④(所得収支黒字条件)を満たす場合には、対外資産のGDP比率(a)の拡大に連れて、対外予算制約条件としてのSTBR(赤字はマイナス値)もマイナスが拡大する。つまり持続可能な貿易収支赤字比率は大きくなる。

また、試算の都合上、算出するSTBRは貿易収支に経常移転収支(米国では政府対外援助などにより通常は赤字)を加えたものとする(以後本稿で、「貿易収支赤字比率」と記載した場合は全て経常移転収支を含む収支の名目GDP比率である)。

これは経常収支のうち所得収支は、対外資産・負債の変化に連れて増減するため、対GDP比率で一定値と想定する変数は経常収支から所得収支を除いた部分、つまり貿易収支と経常移転収支の合計とする方が、計算が簡単になるためである。

STBR計算の前提として対外資産・負債の総合投資リターンの計算

図表3、米国の対外資産・負債利回り	(％、年平均)		
	1989～08	1989～01	2002～08
対外資産総合リターン ①＝②＋③	9.3%	8.3%	11.2%
受取インカム・リターン ②	5.6%	6.1%	4.7%
資産価格変動リターン ③	3.7%	2.2%	6.5%
価格変動要因	1.6%	1.6%	1.7%
為替相場変動要因	0.0%	-0.8%	1.5%
その他要因	2.0%	1.3%	3.3%
対外負債総合リターン(コスト) ④＝⑤＋⑥	5.3%	5.6%	4.8%
支払インカム・リターン ⑤	4.2%	4.7%	3.3%
負債価格変動リターン ⑥	1.1%	1.0%	1.4%
価格変動要因	1.3%	1.8%	0.2%
為替相場変動要因	0.0%	-0.1%	0.2%
その他要因	-0.1%	-0.8%	1.0%
対外資産・負債総合リターン格差 ⑦＝①－④	4.0%	2.7%	6.4%
受取・支払インカム・リターン格差 ⑧＝②－⑤	1.4%	1.5%	1.4%
対外資産・負債価格変動リターン格差 ⑨＝③－⑥	2.5%	1.2%	5.1%

データ：米国商務省に基づき筆者が算出

注：計算の前提は以下の通り。

②＝国際収支の経常勘定の受取インカム／対外資産(期初残と期末残の平均)

⑤＝国際収支の経常勘定の支払インカム／対外負債(期初残と期末残の平均)

③＝商務省推計の資産評価変化額／期初対外資産

⑥＝商務省推計の負債評価変化額／期初対外負債

直接投資残高の評価はcurrent costベースのデータを使用

計算式②が現実の 対外純負債を近似 することの検証

②のまま計算すると1989年を起点にした08年値は $d = -30.8\%$ となり、実績値より純負債比率が大きくなる。

一致するための修正(新規マネーフローの追加)

$$F + C = Fa = Fl$$

C: 経常収支(赤字はマイナス表示)

Fa: ネット新規フローによる対外資産の増加

Fl: 同対外負債の増加

$f + c = fa = fl$ (対名目GDP比で表示)

$$a_{t+1} = a_t(1+r_a) + fa$$

$$l_{t+1} = l_t(1+r_l) / (1+g) -$$

$$b_{t+1} + fl$$

$$d_{t+1} = a_{t+1} - l_{t+1} \quad \textcircled{5}$$

ただし後で示す将来試算は②のまま行う。

図表2、1989年を起点にしたシミュレーション

各変数並びに初期値	図表2、1989年を起点にしたシミュレーション				
	説明	記号	値	設定	
	ネット新規フローによる対外資産の増加(GDP比)	fa	0.80%	調整項目として設定	
	同対外負債の増加(GDP比)	fl	0.80%	同上	
	貿易収支(含む経常移転収支)比率	b	-3.45%	1989-08年平均値	
	名目GDP成長率	g	5.16%	同上	
	対外資産比率(1989年)	a	37.8%	起点時点実績値	
	対外負債比率(1989年)	l	42.1%	同上	
	対外資産総合投資リターン	ra	9.3%	1989-08年平均値	
	対外負債総合投資リターン	rl	5.3%	同上	
		d	a	l	対外純負債比率実績値
1989		-4.3%	37.8%	42.1%	-4.4%
1990		-6.3%	40.1%	46.4%	-3.9%
1991		-8.3%	42.5%	50.7%	-4.8%
1992		-10.1%	44.9%	55.0%	-6.4%
1993		-11.9%	47.5%	59.4%	-4.2%
1994		-13.5%	50.2%	63.7%	-4.1%
1995		-15.1%	53.0%	68.0%	-5.7%
1996		-16.5%	55.8%	72.4%	-5.8%
1997		-17.9%	58.8%	76.7%	-9.4%
1998		-19.1%	62.0%	81.1%	-9.7%
1999		-20.2%	65.2%	85.4%	-7.7%
2000		-21.2%	68.6%	89.8%	-13.4%
2001		-22.1%	72.1%	94.2%	-18.2%
2002		-22.8%	75.7%	98.5%	-19.1%
2003		-23.4%	79.5%	102.9%	-18.7%
2004		-23.9%	83.4%	107.3%	-18.9%
2005		-24.2%	87.5%	111.7%	-15.2%
2006		-24.4%	91.7%	116.1%	-16.3%
2007		-24.4%	96.1%	120.5%	-15.2%
2008		-24.2%	100.7%	124.9%	-24.0%

持続可能な貿易収支比率(STBR)の過去に遡った試算結果

図表4-1、「持続可能な貿易収支比率(STBR)」の試算結果

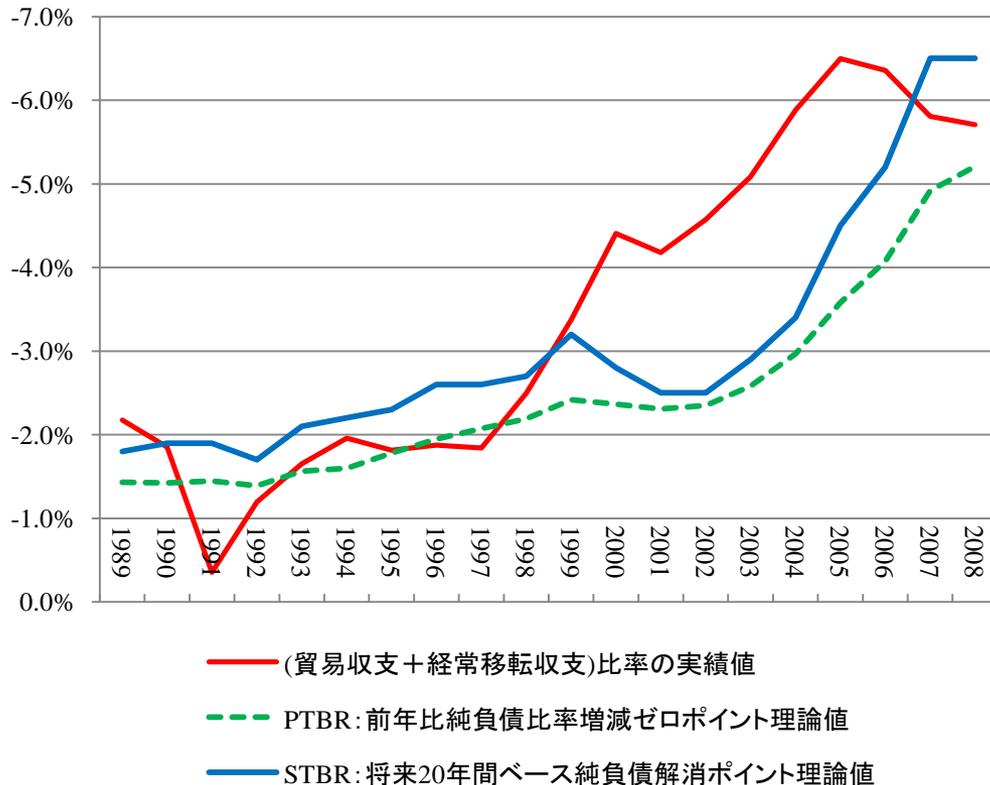
年	過去実績値					いずれも対名目GDP比率				
	対外資産(百万ドル)	対外負債(百万ドル)	対外資産GDP比率(左目盛)	対外負債GDP比率(左目盛)	純ポジションGDP比率(マイナスは純負債)(右目盛)	名目GDP(10億ドル)	(貿易収支+経常移転収支)比率の実績値	PTBR:前年比純負債比率増減ゼロポイント理論値	STBR:将来20年間ベース純負債解消ポイント理論値	
1989	2,070,868	2,310,661	37.8%	42.1%	-4.4%	5,482	-2.2%	-1.4%	-1.8%	
1990	2,178,978	2,402,383	37.6%	41.4%	-3.9%	5,801	-1.9%	-1.4%	-1.9%	
1991	2,286,456	2,571,202	38.2%	42.9%	-4.8%	5,992	-0.4%	-1.4%	-1.9%	
1992	2,331,696	2,735,980	36.8%	43.1%	-6.4%	6,342	-1.2%	-1.4%	-1.7%	
1993	2,753,648	3,031,378	41.3%	45.5%	-4.2%	6,667	-1.7%	-1.6%	-2.1%	
1994	2,987,118	3,278,423	42.2%	46.3%	-4.1%	7,085	-2.0%	-1.6%	-2.2%	
1995	3,486,272	3,909,183	47.0%	52.7%	-5.7%	7,415	-1.8%	-1.8%	-2.3%	
1996	4,032,307	4,488,600	51.4%	57.3%	-5.8%	7,839	-1.9%	-1.9%	-2.6%	
1997	4,567,906	5,347,469	54.8%	64.2%	-9.4%	8,332	-1.8%	-2.1%	-2.6%	
1998	5,095,546	5,947,010	57.9%	67.6%	-9.7%	8,794	-2.5%	-2.2%	-2.7%	
1999	5,974,394	6,698,737	63.9%	71.6%	-7.7%	9,354	-3.4%	-2.4%	-3.2%	
2000	6,238,785	7,569,415	62.7%	76.1%	-13.4%	9,952	-4.4%	-2.4%	-2.8%	
2001	6,308,681	8,177,556	61.3%	79.5%	-18.2%	10,286	-4.2%	-2.3%	-2.5%	
2002	6,649,079	8,687,049	62.5%	81.6%	-19.1%	10,642	-4.6%	-2.4%	-2.5%	
2003	7,638,086	9,724,599	68.6%	87.3%	-18.7%	11,142	-5.1%	-2.6%	-2.9%	
2004	9,340,634	11,586,051	78.7%	97.6%	-18.9%	11,868	-5.9%	-3.0%	-3.4%	
2005	11,961,552	13,886,698	94.6%	109.9%	-15.2%	12,638	-6.5%	-3.6%	-4.5%	
2006	14,428,137	16,612,419	107.7%	124.0%	-16.3%	13,399	-6.4%	-4.1%	-5.2%	
2007	18,278,842	20,418,758	129.8%	145.0%	-15.2%	14,078	-5.8%	-4.9%	-6.5%	
2008	19,888,158	23,357,404	137.7%	161.7%	-24.0%	14,441	-5.7%	-5.2%	-6.5%	

過去実績データ: 商務省
 試算の想定: 名目GDP伸び率5.16%、対外投資総合リターン9.3%、同負債5.3%(いずれも上記期間の平均実績値)

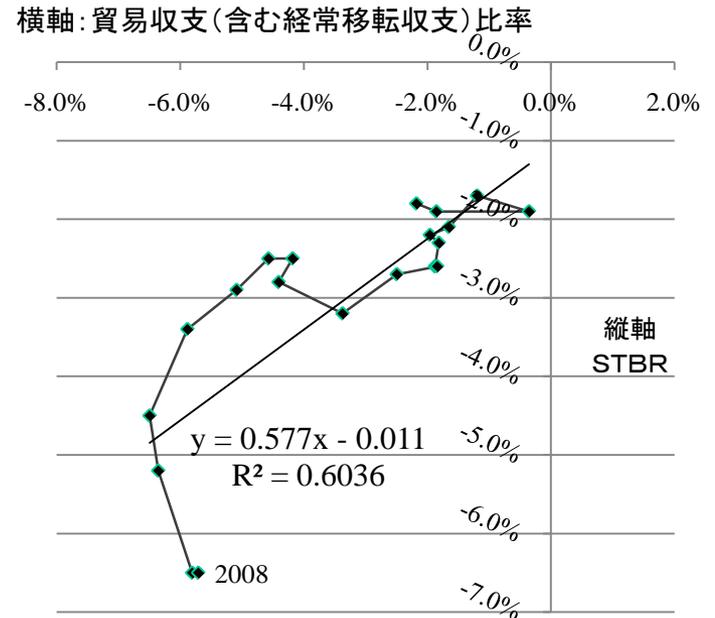
貿易収支比率実績値とSTBR(持続可能な貿易収支比率)の推移

含意: 1990年代から2000年代前半にかけての米国の対外不均衡の拡大は必ずしも無軌道なものではなく、対外予算制約条件としてのSTBRのマイナス値の拡大と連動したものであった。ただし、99年～06年の時期は現実の赤字がSTBRを上回り、持続不可能なレベルに達していた。07年以降はその調整局面と考えられる。

図表4-2、貿易収支(含む経常移転収支)実績と「持続可能貿易収支」理論値の推移



図表4-3、貿易収支比率実績値とSTBR



投資リターン格差を考慮した対外純負債の3つの長期コース

その1:純資産転換コース

諸変数を過去20年間の平均値で想定すると10年足らずで対外純負債は純資産に転換する！

その2:資産・負債均衡コース

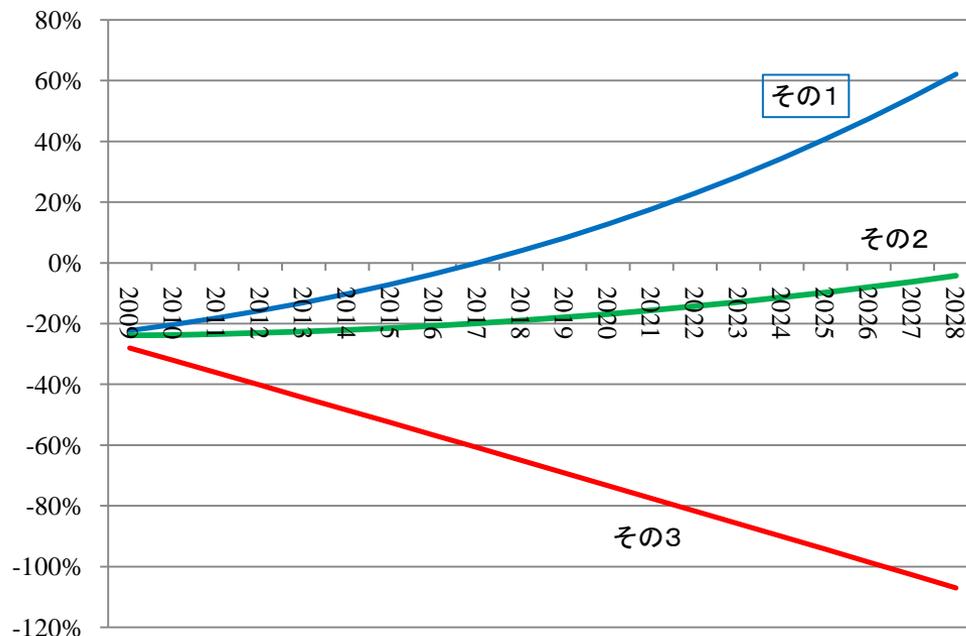
諸変数を過去20年間平均値よりやや不利に想定

その3:対外負債発散(膨張)コース

その2の条件からさらに投資リターンがフラットになる不利な想定

→含意:対外資産負債のプラスの投資リターン格差と資産負債両建ての増加基調は、対外不均衡のソフトランディング調整のための米国の生命線

図表5、米国の対外純負債(対GDP比率)の将来試算



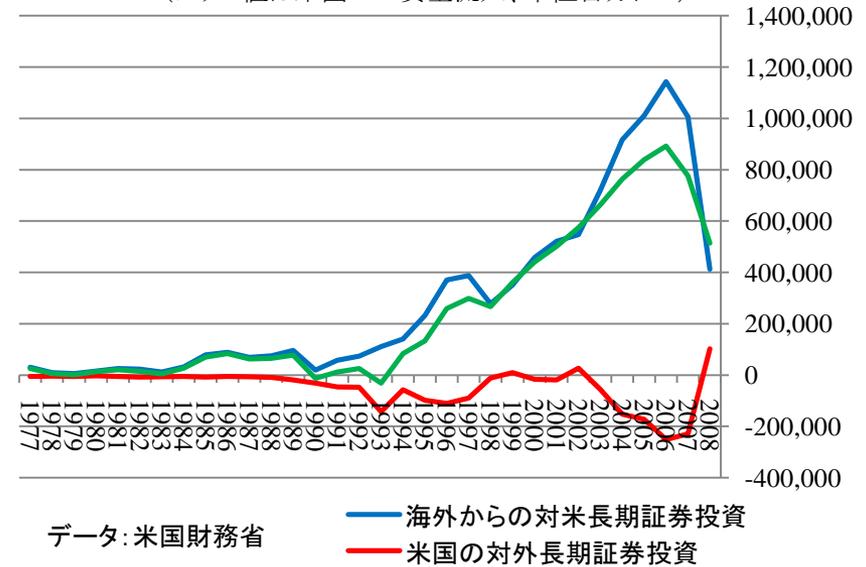
将来試算の想定 — その1 — その2 — その3

	その1	その2	その3
貿易収支(含む經常移転収支)の名目GDP比率	-3.45% 1989-2008年平均値	-4.00%	-4.00%
名目GDP成長率	g 5.16%同上	4.75%	4.75%
総合対外資産リターン	ra 9.30% 1989-2008年平均値	7.00%	5.00%
総合対外負債リターン	rl 5.30% 1989-2008年平均値	4.00%	5.00%
対外資産比率	a 137.7% 2008年末実績		
対外負債比率	l 161.7%同上		
対外純負債比率	d -24.0%同上		

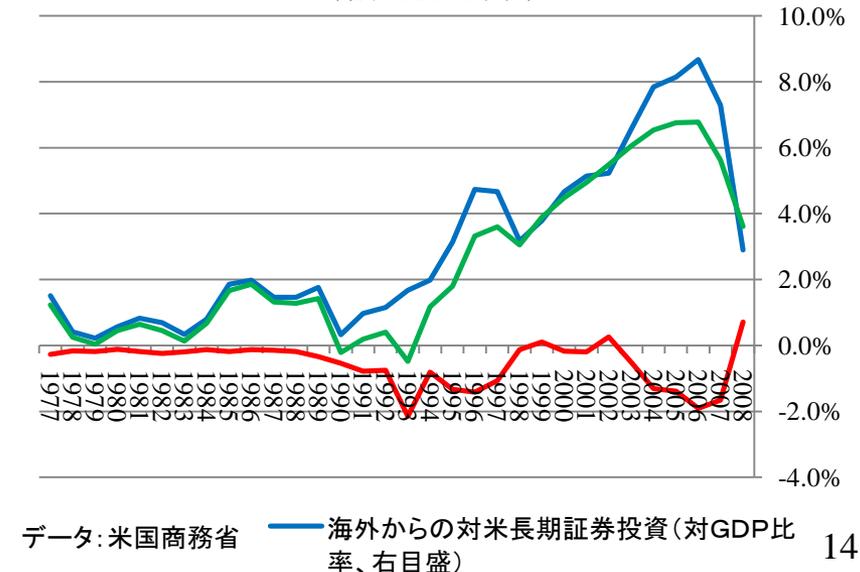
90年代以降急拡大した対外、 対米投資フロー、 対外資産・負債両建ての拡張 基調は今後も続くか？

金融・投資のグローバル化(ホームバイアスの低下)、2008年は危機でスローダウン。それでも対外資産・負債(ストック)のGDP比率は増加を続けている。
投資の世界的なホームバイアスの低下基調を想定するなら、対外資産負債両建て拡張はまだ続く(ホームバイアス・ゼロポイントまでまだかなり距離がある)。

図表6-1, 米国の対外・対内長期証券投資フロー
(プラス値は米国への資金流入、単位百万ドル)



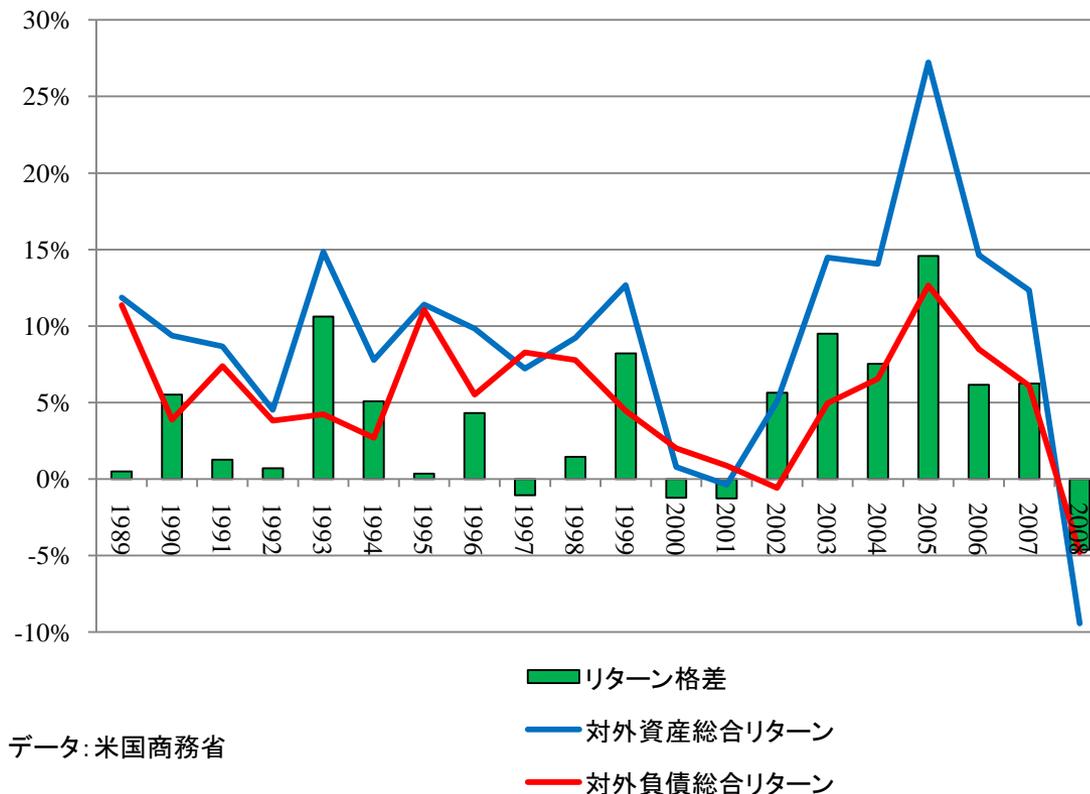
図表6-2, 米国の対外・対内長期証券投資フロー
(名目GDP比率%)



今回の危機は対外投資リターン格差の縮小、逆転への契機になるか？
 おそらくならない。

2008年は世界株暴落とドル高でリターン格差マイナスだが、おそらく09年は株価回復とドル安で戻る(リターンがプラスに戻る)。米国の対外資産・負債構造は世界経済の回復が持続する場合、海外収益増加、海外株高の恩恵を受けるポートフォリオになっている。

図表7、対外資産・負債の総合投資リターンの格差の推移



対外投資リターンのプラス格差の原因:

①米国の対外資産負債のリスク構成の違い

直接投資と株式保有のリスク性資産に傾斜する対外資産→ハイリスク/ハイリターン

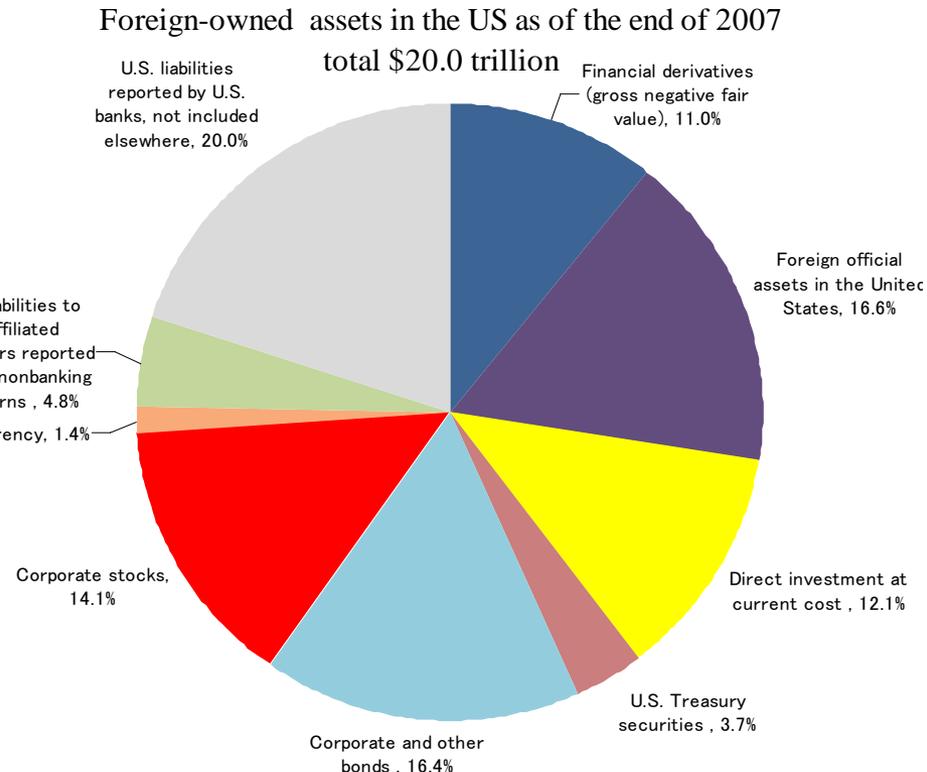
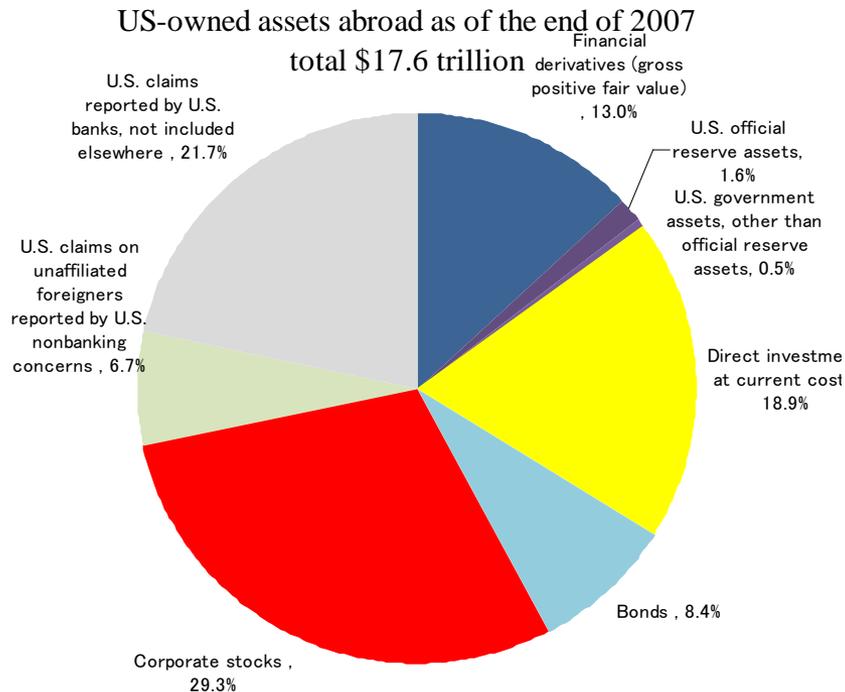
債券(米国債と社債など確定利回り証券に傾斜した対外負債→ローリスク/ローリターン

②直接投資リターンの格差

③対外資産負債の通貨構成の違い:

対外資産:50%以上が外貨建て(ドルの下落→対外資産から莫大な評価益)

対外負債:90%以上がドル建て(ドル相場に損益的に中立、海外投資家が為替リスクを負う)



インカムリターンについては米国のFDI投資リターンが高いことが、プラスの投資リターンの主要な要因

米国のFDIリターンが海外の対米FDIリターンと同じ水準になったとして計算すると、米国の対外資産リターン全体は1.09%ポイント低下する。すなわちプラスの投資格差の81% (=1.09/1.34)は直接投資利回り格差に起因すると言える。

図表8、インカム・リターン格差

単位:百万ドル

対象期間	2002-08	米国の対外投資(米国の対外資産)	構成比 (%)	海外の対米投資(米国の対外負債)	構成比 (%)
カテゴリー別	政府部門	285,701	2.4%	2,215,732	15.6%
平均資産残高	民間直接投資	2,556,755	21.2%	1,884,009	13.3%
	民間投資(除く直投)	9,211,580	76.4%	10,081,194	71.1%
	合計	12,054,035	100.0%	14,180,934	100.0%
平均年率リターン%					格差
	政府部門	1.10%		5.16%	-4.06%
	民間直接投資	10.51%		5.38%	5.13%
	民間投資(除く直投)	3.31%		2.79%	0.52%
	合計	4.68%		3.34%	1.34%

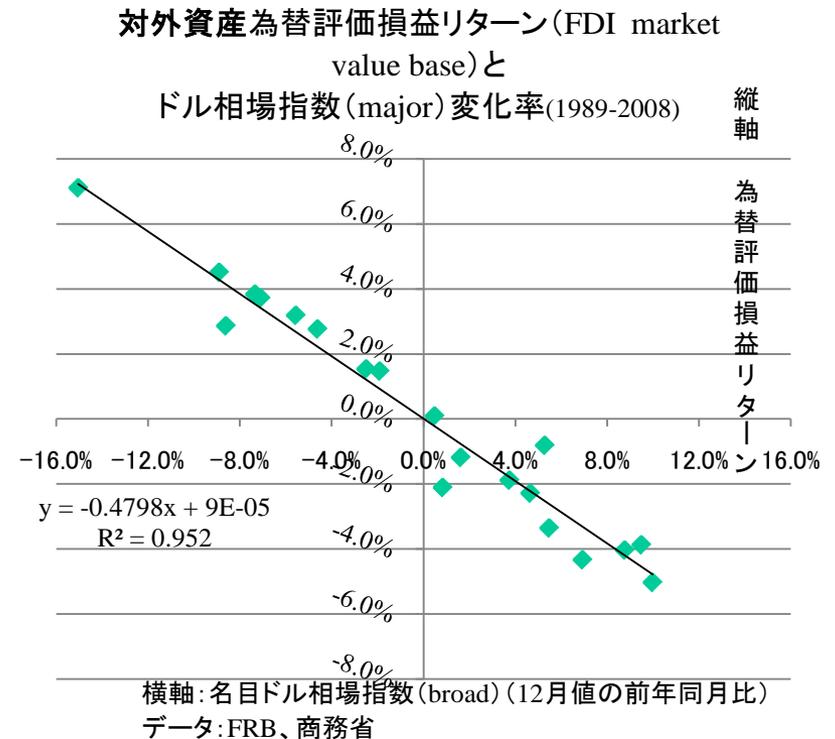
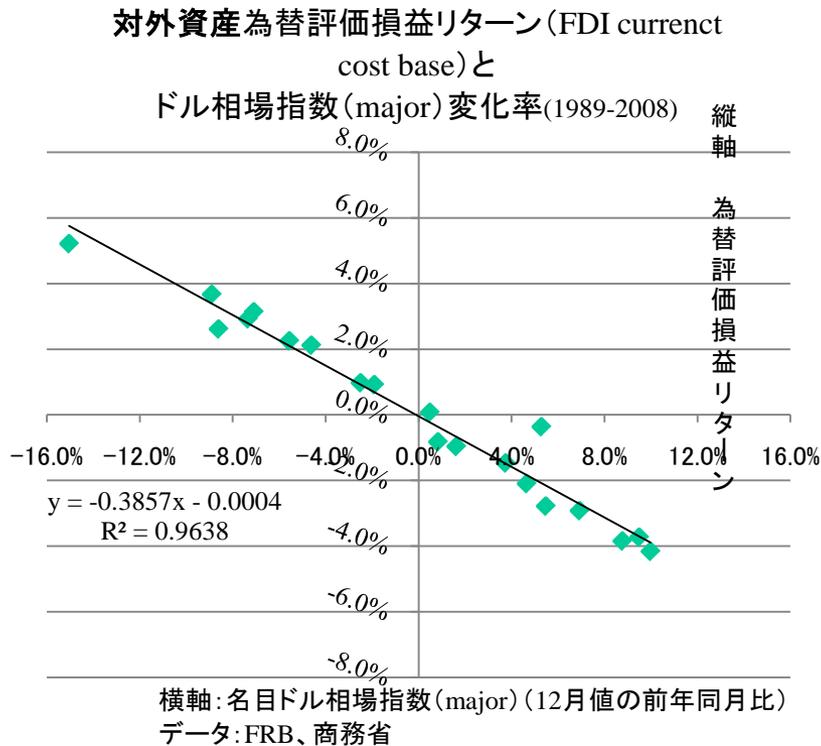
データ: 米国商務省データから筆者算出

資産残高: 対象期間の年末残高の平均

平均年率リターン: 対象期間の各年の年率リターンの平均を算出(図表2の算出法と同じ)

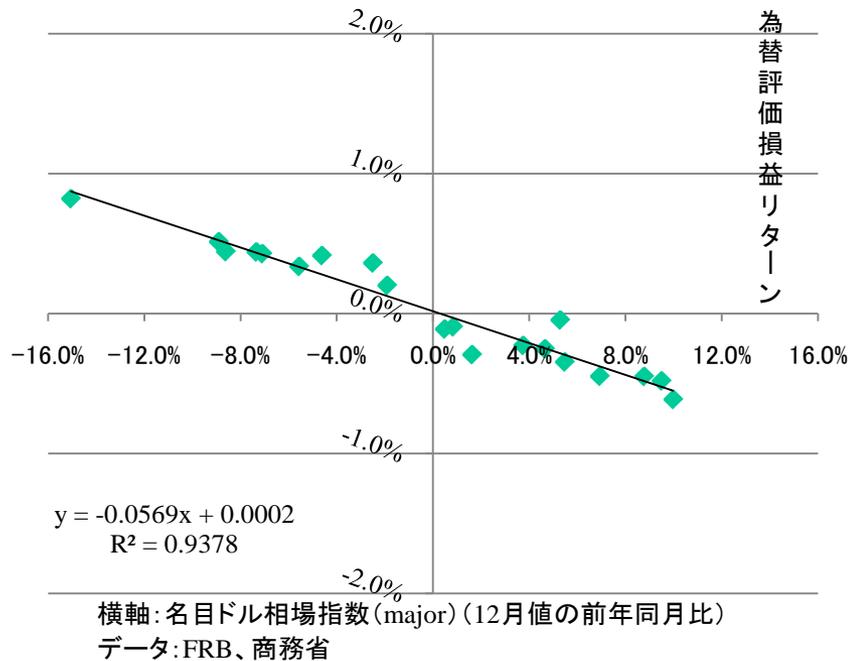
米国商務省の公表する対外資産の為替評価損益は、FRBの実効ドル相場指数 (major) と極めて高い相関関係を持っている。

当該相関関係から推計される対外資産の外貨建て比率は48% (FDI market value baseの場合)

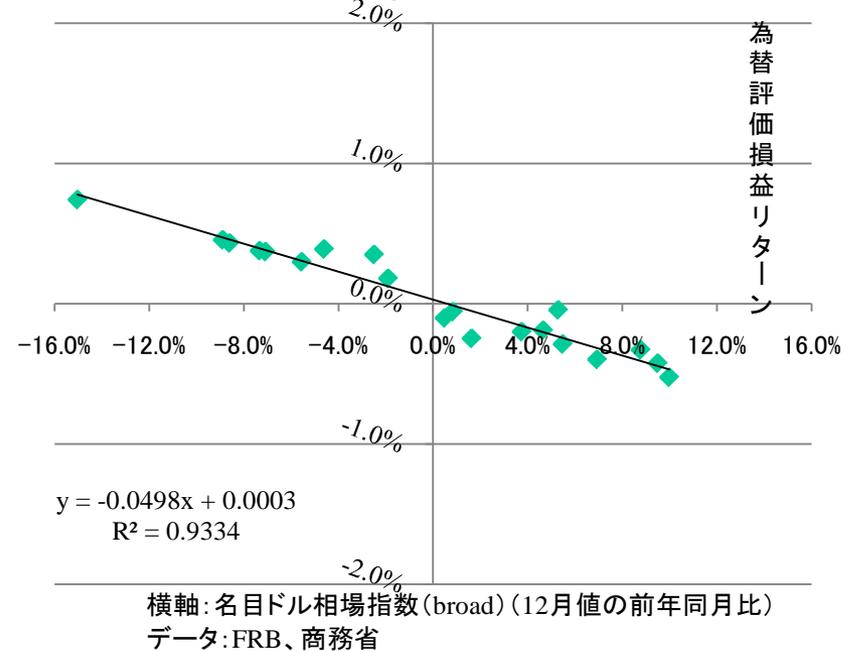


同様に対外負債の外貨比率は10%未満(ドル建て比率90%以上)と推計される。

対外負債為替評価損益リターン(FDI current cost base)と
ドル相場指数(major)変化率(1989-2008)



対外負債為替評価損益リターン(FDI market value base)と
ドル相場指数(major)変化率(1989-2008)

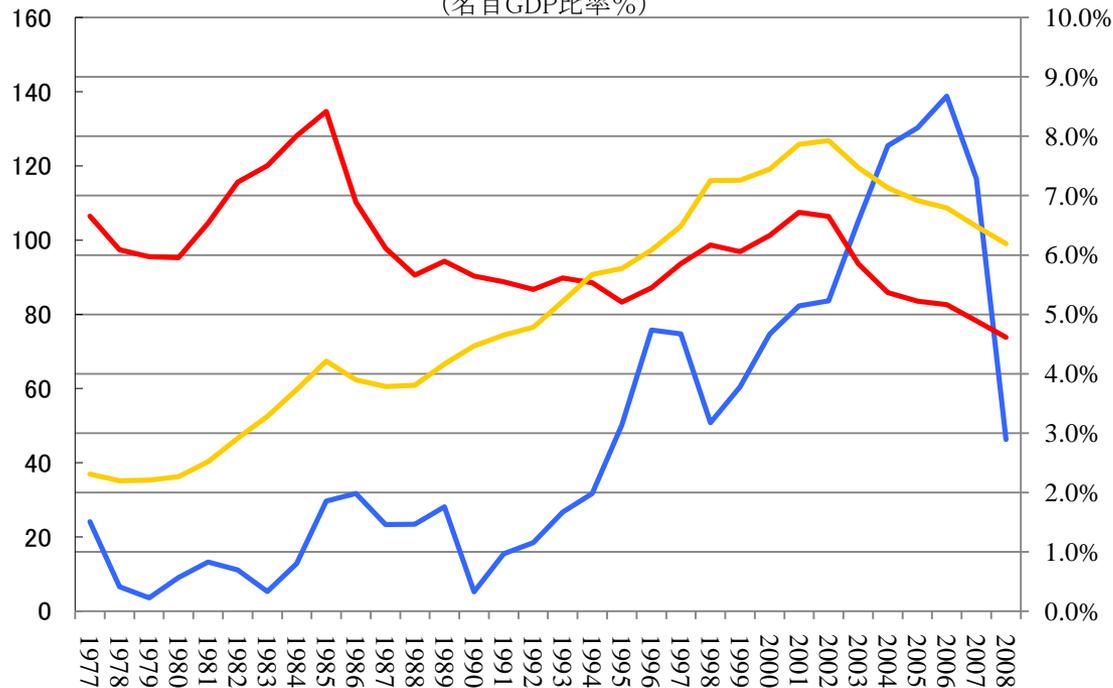


「ドル相場下落＝ドル基軸通貨の凋落」ではない。

ドル相場の変動と対米投資フローの変化には長期的には相関関係が観測されない。基軸通貨に求められる価値の安定性とは、通貨の購買力の相対的安定性である。従って、米国のインフレ高進は安定性条件を損なう。

米国のインフレ率が米国外の世界のインフレ率とほぼ同じレンジにとどまるなら問題はない。逆に言うと、「ドル下落→ドル基軸通貨の終焉」のためには、米国のインフレが相対的かつ顕著に高進することが条件。

米国の対外・対内長期証券投資フロー
(名目GDP比率%)



データ: 米国FRB、財務省

— 海外からの対米長期証券投資(対GDP比率、右目盛)

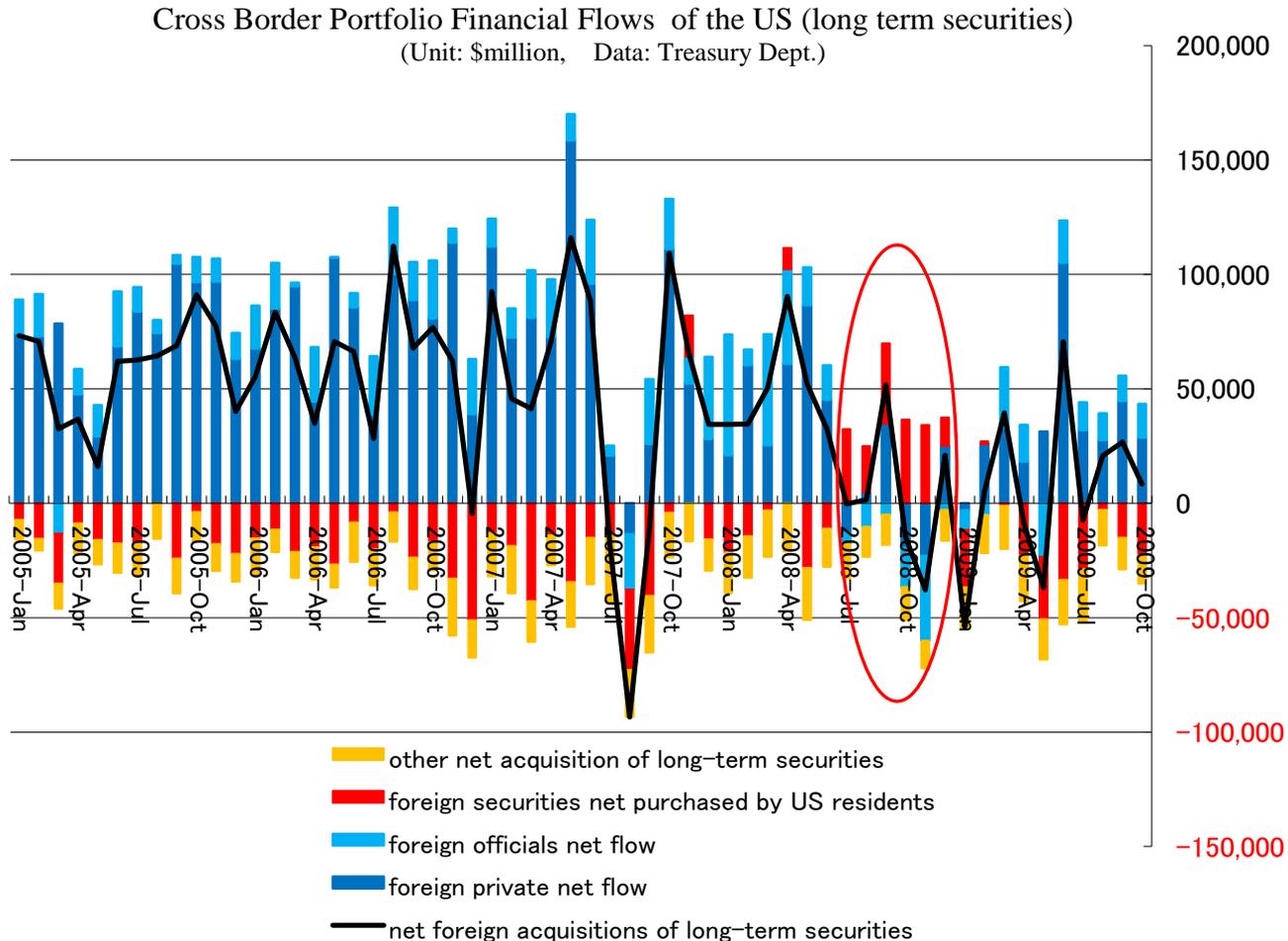
— Dollar index nominal major(左目盛)

— Dollar index nominal broad(左目盛)

復調に向かっている対外・対米投資フロー

危機の局面:リーマンショックで対外投資フロー引き揚げた米国投資家→危機下のドル高の原因

09年春以降の正常化局面:海外の対米投資と米国の投資家の対外投資再拡大、ネット資金流入額は半減しているが、経常収支赤字が半減している結果を反映している。



「終わりの始まり」はまだ始まらない。←世界は事実上のドル基軸通貨体制に代わるものを発見していない。

多極化？

通貨の3機能、①価値表示、②交換媒介手段、③価値保蔵。③についてはリスク分散が働き、ドルのシェアは下がる余地がある。主要通貨間の交換の自由が実現されていればそれで支障はない。しかし、①②については正のネットワークの外部性の効果が強く、ひとつの通貨に収斂する。それは現状ドル以外にない。

ユーロ圏の成立、ところが同地域のビジネス公用語は英語

ユーロがドルにとって代わる？

ユーロの弱点→ドル基軸通貨体制のサブ基軸通貨として補完(金本位制の下での銀)
一元的政治権力の欠如、NY、LDNに匹敵する国際金融都市の欠如
統一されかつ十分な規模の政府債券市場の欠如

中国元？ 中国政府と共産党は内外資本移動の自由化が中国にもたらすリスクの大きさを理解しており、自由化を最後までためらう。 →主要先進国の諸通貨と同様の国際通貨(自由な交換性の保証)になかなかない。

産業的な勃興と通貨・金融的な覇権は同じではない。

SDRなど人工合成通貨？ 十分な規模と流動性をもった金融/資本市場のない合成通貨は基軸通貨にはなり得ない。IMFが行う途上国向け国際流動性供給の手段としては拡張の余地がある。

参考文献(論文引用順)

- Paul R. Krugman “Is the Strong Dollar Sustainable?” in the U.S. Dollar: Prospect and Policy Options, Federal Reserve Bank of Kansas City, 1985 “Exchange -Rate Instability” Massachusetts Institute of Technology, 1989
- Gourinchas, Pierr-Olivier and Helene, Rey “From World Bankers to World venture Capitalist, U.S. External Adjustment and the Exorbitant Privilege ” NBER Conference in G7 Current Account Imbalances, 2005
- “International Financial Adjustment” Journal of Political Economy, 2007 vol.115, no.4
- 小川英治、工藤健「アメリカへの資金流入の変化と世界経済への影響」アメリカ経済研究会提出論文、財務省財務総合政策研究所、2004
- Phil Garton “Asymmetric Investment Returns and the Sustainability of US External Imbalance” Treasury Working Paper 2007-1 Feb.2007
- Francis E. Warnock and Veronica C. Warnock (2005), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” Board of Governors of Federal Reserve System, International Finance Discussion Paper No. 840.
- Francis E. Warnock and Veronica C. Warnock (2006), “International Capital Flows and U.S. Interest Rates,” NBER Working Paper, No. 12560, October
- 竹中正治「21世紀型複合金融危機の教訓」政策研究フォーラム「改革者」2008年12月
- Juann H. Hung and Angelo Mascaro, Return on Cross-Border Investment: Why Does U.S. Investment Abroad Do Better? CBO Technical Paper 2004-17 (December 2004)
- Congressional Budget Office 2005, “Why does US Investment Abroad Earn Higher Return than Foreign Investment in the United States?”, Economic and Budget Issue Brief, Nov.30 2005
- Stephanie E. Curcuru, Tomas Dvorak, Francis E. Warnock “CROSS-BORDER RETURNS DIFFERENTIALS”, Working Paper 13768 NBER February 2008
- 竹中正治「米国が金融危機に襲われてもドルが暴落しない理由」毎日新聞社「エコノミスト」2008年12月臨時増刊号
- 竹中正治「グローバル・インバランスとドル基軸通貨体制の行方」日本総合研究所、Business & Economic Review 2010年2月号(2010年1月発刊予定)