

みずほマーケット・トピック(2014 年 5 月 9 日)

週末版

内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. 本日のトピック: ECB 理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～

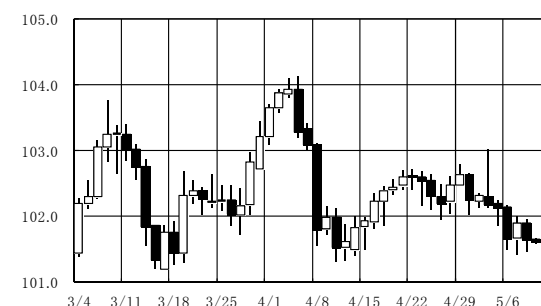
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は下落する展開。週初 5 日に 102 円台前半でオープンしたドル/円は、東京市場が GW で休場の中、一時週高値となる 102.26 円をつけるも、ウクライナ情勢の緊迫化からリスク回避姿勢が強く 101 円台後半に下落。6 日は、ユーロ圏各国 PMI の良好な結果を好感したユーロ買いや株式市場が軟調に推移する動きに、ドル/円は 101 円台半ばまで続落。7 日、日経平均株価が大幅下落する動きに、ドル/円は、一時週安値となる 101.43 円まで下落するも、イエレン FRB 議長の議会証言を受けて緩和路線継続への期待が高まり、米株価が堅調推移すると、101 円台後半まで値を戻した。8 日の注目された ECB 理事会では政策金利こそ据え置かれたものの、ドラギ ECB 総裁が 6 月の次回会合における追加緩和の可能性を示したことからユーロ/円が急反落する動きに、ドル/円も 101 円台半ばまで連れ安となった。本日にかけても前日の流れを引き継ぎ、ドル/円は 101 円台後半で上値重く推移している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は上昇するも、週後半に急落する展開。週初 5 日に 1.38 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、新規材料に欠ける中、値動きに乏しい展開。6 日は、ユーロ圏各国 PMI の良好な結果を好感しユーロ買いが強まると、ユーロ/ドルは 1.39 台半ばまで上昇したが、その後は、株式市場が軟調推移する動きに 1.39 台前半まで押し戻された。7 日は翌日の ECB 理事会を控え、調整売りなどが入る中、ユーロ/ドルは 1.39 台前半で小動き。8 日、注目された ECB 理事会では、政策金利が据え置かれ、直後ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.3995 まで急伸するも、その後のドラギ ECB 総裁の会見にて 6 月の次回会合における追加緩和の可能性が示されたことから、一気にユーロ売りが強まり、1.38 台後半まで急反落となった。その後もストップを巻き込みながら、ユーロ/ドルは売り進められ、1.3833 まで下落した。本日にかけては一時週安値を更新する場面もみられ、ユーロ/ドルは 1.38 台前半で底堅い推移が継続している。

今週のおもな金融市場動向

		前週末	今 週			
		5/2(Fri)	5/5(Mon)	5/6(Tue)	5/7(Wed)	5/8(Thu)
ドル/円	東京9:00	102.29	102.23	102.15	101.73	101.87
	High	103.02	102.26	102.19	102.01	101.96
	Low	102.13	101.86	101.50	101.43	101.47
	NY 17:00	102.18	102.13	101.68	101.90	101.66
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3869	1.3873	1.3875	1.3929	1.3911
	High	1.3881	1.3887	1.3952	1.3939	1.3995
	Low	1.3812	1.3865	1.3873	1.3910	1.3833
	NY 17:00	1.3872	1.3875	1.3927	1.3910	1.3840
ユーロ/円	東京9:00	141.82	141.77	141.69	141.72	141.73
	High	142.45	141.78	142.10	141.99	142.37
	Low	141.65	141.29	141.36	141.15	140.53
	NY 17:00	141.80	141.69	141.60	141.77	140.69
日経平均株価		14,457.51	-	-	14,033.45	14,163.78
TOPIX		1,182.48	-	-	1,152.01	1,160.01
NYダウ工業株30種平均		16,512.89	16,530.55	16,401.02	16,518.54	16,550.97
NASDAQ		4,123.90	4,138.06	4,080.76	4,067.67	4,051.50
日本10年債		0.61%	-	-	0.60%	0.61%
米国10年債		2.58%	2.61%	2.59%	2.59%	2.62%
原油価格(WTI)		99.76	99.48	99.50	100.81	100.29
金(NY)		1,302.90	1,309.30	1,308.60	1,290.00	1,289.50

ドル/円相場の動向



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 来週、本邦では15日(木)に1～3月期GDP一次速報値の発表が予定されている。1～3月期GDPは前期比年率4.2%増と昨年10～12月期の同0.7%増から大幅な加速が見込まれている。加速の主因は個人消費を中心とした民需。4月の消費増税を控えた駆け込み需要で耐久財、非耐久財ともに大幅な伸びが見込まれる。この他、非住宅設備投資も駆け込み需要により押し上げられた模様。一方で純輸出、住宅投資、在庫投資は全体の足を引っ張ったと思われる。住宅は契約ベースでの旧税率適用の期限が2013年9月末であったため、駆け込み需要の反動が早期に顕在化している。純輸出、在庫投資の減速は駆け込み需要への対応で、企業が在庫を取り崩したほか、輸出を抑え国内出荷を優先したことが背景にある。なお、1～3月期の高成長の反動により、4～6月期は前期比でマイナス成長となる可能性が高く、今後は景気の落ち込み度合いが焦点となろう。この他では12日(月)に3月経常収支、4月景気ウォッチャー調査が発表される。
- 米国では13日(火)に4月小売売上高、15日(木)に4月消費者物価指数(CPI)、鉱工業生産、5月NY/フィラデルフィア連銀製造業景況指数、16(金)に4月住宅着工件数、5月ミシガン大消費者信頼感指数の発表が多く予定されている。このうち多くの指標がこれまで通り米経済の回復基調継続を示唆する内容となると思われるが、こうした基調は強い4月雇用統計を終えてほぼ織り込み済みとなっていると思われる、この観点から市場の注目は足許まで出遅れが目立っているCPIと住宅関連統計に集まるだろう。CPIは食品とエネルギーを除くコアで前月比0.1%上昇、前年比1.7%上昇と、足許のトレンドに沿った伸びが予想されている。一方で住宅着工件数は98万件と3月の94.6万件からの反発が見込まれる。住宅着工件数については振れの大きい集合住宅着工件数の許可件数とのかい離が大きくなっており、大幅反発に注意したい。
- 欧州でも15日(木)にユーロ圏1～3月期GDPが発表される。本稿執筆時点の市場予想の中心値は前期比0.4%増と前期10～12月期の同0.2%増から加速する見込みとなっている。1～3月期のサーベイデータは総じて好調でユーロ圏経済の回復がより広範に広がっている可能性を示唆している。需要別では個人消費や民間設備投資、純輸出が成長に寄与した模様だ。片や、依然として大きな需給ギャップが残存していると思われ、域内物価もモメンタムが付き難い状況は当面変わりそうにない。この他、英国では14日(水)にインフレーション・レポートが公表される。好調な国内経済指標を背景に英中銀が経済・物価見通しを引き上げるかどうかは焦点となる。

	本 邦	海 外
5月9日(金)	-----	・米3月卸売上高
12日(月)	・3月国際収支 ・4月貸出・預金動向 ・景気ウォッチャー調査 ・4月企業倒産件数	・米4月財政収支
13日(火)	・4月マネーストック	・米4月小売売上高 ・米3月企業在庫
14日(水)	・4月企業物価	・米4月生産者物価
15日(木)	・3月第三次産業活動指数 ・1～3月期GDP(1次速報)	・米5月ニューヨーク連銀製造業景気指数 ・米4月消費者物価 ・米3月TICレポート(対内対外証券投資) ・米4月鉱工業生産 ・米5月フィラデルフィア連銀製造業景気指数
16日(金)	・3月鉱工業生産(確報)	・米5月ミシガン大学消費者マインド指数(速報) ・米4月住宅着工

【当面の主要行事日程(2014年5月～)】

日銀金融政策決定会合(5月20～21日、6月12～13日、7月14～15日)
 欧州議会選挙(5月22～25日)
 欧州中銀理事会(6月5日、7月3日、8月7日)
 米FOMC(6月17～18日、7月29～30日、9月16～17日)
 ユーロ圏財務相会合/EU・経済財務相理事会(6月19～20日、ルクセンブルク)

3. ECB 理事会を終えて～賽は投げられた。始まる為替市場との心理戦～

6 月、利下げ程度であれば「噂で売って、事実で買い」も

昨日の ECB 理事会は政策金利である主要リファイナンスオペ金利を 0.25% で据え置いた。また、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.75%、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は 0.0% で据え置いた結果、ECB が操作対象とする上限金利と下限金利の差であるコリドーもこれまでの 0.75% ポイントが据え置かれた。だが、ドラギ ECB 総裁は「理事会は次回会合でアクションを採ることに違和感はない」と述べ、事実上の 6 月緩和宣言を行っている（少なくとも市場はそう受け取っている）。

とはいえ、具体的に採られる手段が明かされていない以上、今後 1 か月間は各種報道から様々なヘッドラインが飛び交い、ユーロ相場は荒れるだろう。心配されるのは、こうした明確な緩和宣言は得てして中央銀行の立ち位置を苦しくしてしまう可能性があるということである。追加緩和が為替に最も効くのは恐らく昨年 11 月のサブライズ利下げのような急襲だが、足許のユーロ相場の騰勢を前に（緩和の可能性に関し）黙っていられなかったというのが ECB の本音だろう。こうなると「市場期待を圧倒する緩和」を導入するか、「(QE3 や QQE のような) 連続的緩和」を約束するしかない。手札の少ない ECB の立場を踏まえれば恐らく後者は難しいと思われるため、ユーロ相場を押し下げるには恐らく前者に賭けるしかない。だが、6 月に想定される最も可能性が高い一手は政策金利引き下げ (0.15%) であり、この程度であれば「噂で売って、事実で買い」になってしまう可能性も否めない。本当の勝負は利下げカードを使った後に残る「市場の量的緩和 (QE) 期待」にどう応えるかになってこよう。

昨日から本日にかけてユーロ相場は急落したものの、後述するように、基本的に為替市場は債券市場ほど ECB の「次の一手 (特に QE)」を信じておらず、それがディスインフレとの戦いを苦しいものになっている。昨年 10 月以降、ECB 理事会の記者会見では為替関連の質問が増え始めたが、この期に及んではもはや為替一色であり、為替市場の説得が ECB にとっての最優先課題のようにになっている。本欄で予想してきた ECB 金融政策の通貨政策化そして日銀化が順調に進んでいると言わざるを得ない。

6 月スタッフ見通しで HICP は下方修正されるはず

ドラギ総裁は記者会見において、「今回の議論は次回の議論のプレビューと私は考えている」、「理事会は次回会合でアクションを採ることに違和感はない」と述べた。こうした予告めいた言動は 2 月 ECB 理事会でも行われたが¹、今回は一段と踏み込んだ印象は受ける。元より、これで 2 月、3 月、4 月、5 月と 4 回連続の口先緩和であり、6 月も同様の手法で乗り切

ユーロ高が HICPI に与える影響と想定 HICP など

	ユーロ/ドル			
	1.40	1.42	1.45	1.50
①ユーロ高度合い (%, 14年3月スタッフ見通し対比、※1)	2.9	4.4	6.6	10.3
②HICP への下押し程度 (ポイント、※2)	-0.15	-0.22	-0.33	-0.51
③ユーロ高の結果として想定される HICP (%, 前年比※3)	0.7	0.6	0.5	0.3

※1: 2014年3月スタッフ見通しはユーロ/ドル「1.36」を前提としている。

※2: 過去の ECB 論文やドラギ総裁発言を踏まえ、「1% のユーロ高は ▲0.05 ポイントのデフレ圧力」と仮定している。

※3: 14年4月の「前年同月比 0.8% 上昇」を起点としている。

(資料) ECB

るのはかなり厳しいと考えた可能性もあるだろう。ドラギ総裁は、一応、「6 月スタッフ見通しの改定を見てから」という条件を付けており、中期見通しの変更を確認したうえでの行動を基本としているが、3 月のスタッフ見通し以降に明らかになった 3 月分ないし 4 月分のユーロ圏消費者物価指数 (HICP) が総じて前年同月比 1% を割り込んだのは予想外だったと思われ、6 月に HICP 見通しが下方修正されても不思議ではない。しかも、3 月スタッフ見通し時点で想定されていたユーロ/ドルは「1.36」だが、3～5 月にかけてこの水準は常時超えており、このままいけば為替レート的前提は修正されざるを得ない。これは、見通し作成上、HICP 引き下げ要因である。筆者試算では、1.40 以上のユーロ/ドル上昇を許容すれば、HICP は 0.7% 程度に押さえ込まれる可能性があり、1.45 まで上昇すれば 0.5% 未満も見えてくる (表)。

なお、記者会見では「“長期間の低インフレ”が“非常に長期間の低インフレ”になる定義に関し、コンセンサスはあるのか」と問う記者が現れた (1 番目の質問者である)。これは「理事会は、非常に長期間の低インフレが継続するリスクに効果的に対処すべく、非伝統的手段にコミットすることについて全会で一致している」という声明文に疑問を呈したものである。言い換えれば、「どこまでインフレ率が低くなれば動くつもりなのか」という質問である。この点、ドラギ総裁は 2 つの要素から定義されると述べており、それは「低いインフレ率の水準 (the level of inflation, and that is to say low inflation)」と「それが続く長さ (the length of time while one has low inflation)」だとし、低インフレが長引くほどインフレ期待がアンカーされない (de-anchor する) リスクが高まると述べている。昨年 12 月に

¹ 本欄 2014 年 2 月 7 日号『ECB 理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～』をご参照下さい。

「1%未満が続けば危険」と述べていたことを踏まえれば、2013年10月から2014年4月まで7か月連続で1%を割り込んでいることは十分危険と考えて差し支えないだろう。6月の行動は物価状況に照らして正当化し得る。

なお、今回、声明文で現状維持が公表されてから記者会見が始まるまでの間にユーロ/ドルが1.40付近まで急上昇したことに表れるように、「緩和がなければユーロ買い」は今の為替市場に染み込んだ取引パターンである。これを放置できるほど今の ECB やユーロ圏は強くないはずであり、やはり行動の時は迫っていると考えたい。

為替介入に対するスタンスも大きく変化

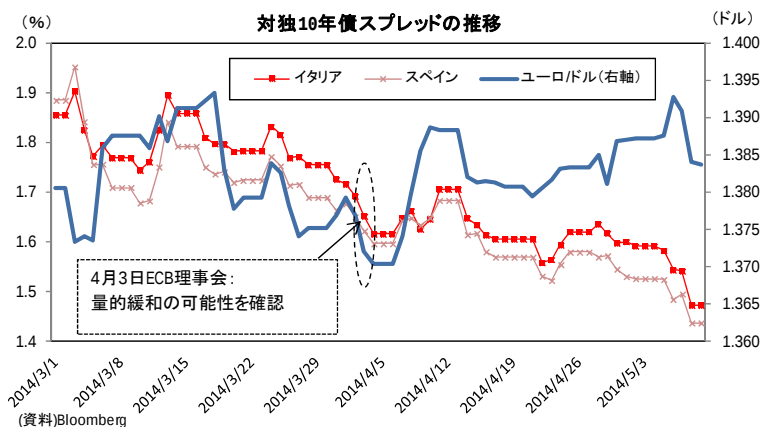
なお、記者からは「為替介入は為替レートを下げるための有効なツールと思うか。本日の理事会で議論されたか」との質問も出ている。非常に直球の質問だが、これについては「もちろん、議論はあった」と即答したうえで、ユーロ高が如何にインフレ率にとって脅威かを強調している。為替介入の可能性に関しては、昨年12月の理事会でも記者質問があつて、この際、ドラギ総裁は「単独介入は G20 合意で考慮されていない」と一蹴したという経緯がある。形振り構わずにユーロ高を止めに入る姿勢は過去3か月間で急激に強まっており、それを象徴する問答であつたように感じられた。とはいえ、莫大な経常黒字に加え、ロシア情勢を嫌気した資本フローがユーロ圏に流入し続ける現状を前提とすると、断続的な金融緩和は対症療法にしかならないだろう(ドラギ総裁はロシアからの資本流出が南欧債の利回り低下に効いていると述べているが、それは恐らくユーロ高にも効いていると考えるのが自然である)。構造的な通貨高圧力は金融緩和(や為替介入)では覆せない、円相場が示してきた教訓である。

政治圧力の影響も不可避に

また、フランスを中心として政治的な圧力が相当高まっている²ことも ECB に焦燥感を与えているかもしれない。政治的圧力の高まりに関しては、記者からも「パリ方面からユーロ上昇について多くの苦情が聞こえてきているが、彼らに言いたいことはあるか」との質問が出ている。これに対し、ドラギ総裁は「助言には感謝するが、条約上、ECBは独立している」と無難な切り返しを行っている。とはいえ、EU 経済・財務相理事会(ECOFIN)などの各国閣僚レベルにおいても為替政策に関して指針を示すことは一応可能であり、昨今の政治的圧力の高まりを完全に無視することが難しいのも事実ではないかと推測される。3か月前の本欄2014年2月20日号『相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～』ではフランスを中心とする EU 高官のユーロ高牽制発言を取り上げ、「市場の注目はこうした政治的な通貨高懸念がどのタイミングで ECB 理事会に持ち込まれるか」と述べたが、そのタイミングが今、正に到来しているのではないと思われる。

ECBを信じない為替市場～賽は投げられた。始まった心理戦～

なお、図はイタリアおよびスペインの10年債利回りの対独スプレッドの推移を今年3月以降に関し見たものだが、QE 宣言を行った前回理事会(4月3日)を境にタイト化しているように見える。こうした動きが全て債券市場における追加緩和期待と言うつもりはないが、無関係ではないだろう。一方、ユーロ/ドルを見ると、同時期を境として騰勢を強めているように見受けられ、少なくとも為替市場は ECB の追加緩和を信じていない(昨日こそ急落したものの、4月初旬から見ればまだ高いのが実情である)。目下 ECB が最も警戒しなければならないのは-自身でも執拗に述べているように-ユーロ高経由のデysinフレ



圧力であり、為替市場に信じて貰えない以上は、一連のハト派アピールも ECB にとって殆ど無価値である。恐らく「次の一手」は政策金利の0.25%から0.10%への引き下げと思われるが、QEに関しては、本欄2014年5月7日号『ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～』でも述べたように、早くても今秋のストレステスト結果の発表を挟んだ10～12月期ではないと思われる。

いずれにしても、今回の理事会をもって、賽は投げられた。あとは行動を待つのみであり、当面、ECB と為替市場の心理戦が続くことだろう。心理戦を戦ううえでは手札は多い方が良い。この際、QEを導入していれば、購入規模や対象資産を微修正することで戦(いくさ)を巧妙に進めることが出来るようになる。そのフェイズは年内に来

² 例えば今週に入ってから7日(水)にモントブール仏経済相が「政府当局者には為替相場の適正水準について判断する権利がある」と述べ、大きく報じられている。同相は昨年来、執拗にユーロ高を牽制(というよりも批難)する発言を繰り返している。

るかもしれない。

以 上

国際為替部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌 大輔 (TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です
<http://www.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年5月8日	イエレンFRB議長議会証言について～利上げ観測の牽制～
2014年5月7日	ECB理事会プレビュー～無駄打ちを避け現状維持～
2014年5月2日	週末版(下振れるユーロ圏のインフレ期待などについて～マイナス圏へ沈むイタリア、スペイン～)
2014年5月1日	日銀金融政策決定会合や「展望レポート」を受けて
2014年4月25日	週末版(南欧債の金利低下をもたらす3つの要因～国債管理体制に組み込まれるユーロシステム～)
2014年4月23日	オーストラリア経済や豪ドル相場は持続可能なのか？
2014年4月21日	円キャリー取引を巡る環境について
2014年4月18日	週末版(日米欧の物価比較～PPIではもうデフレ。鮮明になってきたユーロ圏の劣後～)
2014年4月17日	完全雇用の背後にあるもの～賃上げ犠牲の果てに～
2014年4月16日	米為替政策報告書～滲み出るドイツ及びユーロ圏への不満～
2014年4月15日	説得力に欠けるユーロ高牽制～通貨政策への傾斜を考える～
2014年4月14日	アベノミクスを巡る国内外の温度差～豪州出張を終えて～
2014年4月11日	週末版
2014年4月7日	ECB版QEについて～14年4月3日は日銀化記念日～
2014年4月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「限りなく緩和に近い現状維持」。市場期待は臨界点へ～)
2014年4月3日	物価上昇は価格転嫁と賃金上昇が求められるステージへ
2014年4月2日	外貨準備構成通貨の内訳～ユーロ比率はボトムアウト？～
2014年4月1日	ECB理事会プレビュー～マジックを見せるなら今～
2014年3月28日	週末版(ユーロ圏M3や民間向け貸出について～貸出減少は本当に年内までか？～)
2014年3月26日	本邦10～12月期資金循環統計～際立つリスク性資産の伸び～
2014年3月25日	遂に動き出す欧州銀行同盟～不安を抱えながらの船出～
2014年3月24日	拡大する日米経常収支格差～対照的な日米需給動向～
2014年3月20日	週末版(FOMCを終えて～金利差が幅を利かせるのは14年後半から15年初か～)
2014年3月14日	週末版
2014年3月11日	今一度整理する経常収支の意味～「稼ぐ力」の誤解～
2014年3月10日	本邦1月国際収支などについて～年度赤字転落が視野に～
2014年3月7日	週末版(ECB理事会を終えて～予想外の「手ぶら」、完全なるゼロ回答を決定～)
2014年3月6日	最近の証券投資動向～スタートダッシュに預いた日本株～
2014年3月4日	ウクライナ情勢がEU&ユーロ圏へもたらす影響などについて
2014年3月3日	ECB理事会プレビュー～「手ぶら」は想定し得ない情勢～
2014年2月28日	週末版
2014年2月26日	欧州委員会冬季経済予測を受けて～デフレの分析～
2014年2月25日	佳境を迎えるECBの情報収集～プレ・プレビュー～
2014年2月24日	G20財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年2月21日	ユーロ圏消費者信頼感指数やGDP稼働率、設備投資などについて
2014年2月20日	相次ぐユーロ高牽制の読み方～高コスト温存の代償として～
2014年2月19日	日本化を否定する独連銀理事講演の読み方
2014年2月18日	本邦10～12月期GDP統計に見る「実感なき景気回復」
2014年2月14日	週末版(ユーロ圏にとって期待インフレ率とは何か？～各種指標でみるユーロ圏の期待インフレ～)
2014年2月13日	混迷度を深めるECB政策運営～マイナス金利報道を受けて～
2014年2月10日	基礎的需給などで見る円相場～2013年国際収支を受けて～
2014年2月7日	週末版(ECB理事会を終えて～現状維持というよりも緩和先送り～)
2014年2月6日	「リスク回避のユーロ買い」の考察～「資本流出への防波堤」～
2014年2月5日	円安と株高の出自は違う～最近の為替・株式相場について～
2014年2月4日	ECB理事会プレビュー～3つの要素で判断する「次の一手」～
2014年2月3日	ユーロ圏、ソフトとハードの間に生じる「ねじれ」をどう考えるか
2014年1月31日	週末版
2014年1月30日	欧州系銀行の新興国向けエクスポージャーなどについて
2014年1月28日	最近の日経平均株価の下落などについて
2014年1月27日	新興国市場の大荒れと円相場、当面の見通しなどについて
2014年1月24日	週末版(ユーロ圏11月国際収支について～需給面で支えられるユーロ相場～)
2014年1月23日	日銀金融政策決定会合を終えて～GPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見直し改定～ユーロ圏のデフレ確率は10-20%～
2014年1月21日	BIS実質実効為替レートで見た直近の円相場について
2014年1月20日	最近のEONIA(ユーロ圏無担保翌日物平均金利)上昇について
2014年1月17日	週末版(対外直接投資と円相場について～為替への影響は両サイド～)
2014年1月16日	燃料だけではなく「円安→輸入インフレ」の実態
2014年1月15日	円キャリー取引の検証～外銀本支店勘定は5年ぶりの水準へ～
2014年1月14日	潜在成長率が半減するユーロ圏～ユーロ圏四半期報告書～
2014年1月9日	週末版(ECB理事会を終えて～「悪いこと」に慣れ過ぎているECB。政策変更のトリガーが視界不良に～)
2014年1月8日	ECB理事会プレビュー～デフレ懸念を横目に現状維持～
2014年1月7日	2014年の円相場の見通し、論点おさらい
2013年12月27日	週末版
2013年12月26日	2013年を終えて～ブラザ合意以来の動きに挑む2014年～
2013年12月20日	週末版(動き出したユーロ圏単一清算基金(SRF)～主要論点の整理～)
2013年12月19日	FOMCを終えて～強まる「放って置けば円安」の地合い～
2013年12月18日	ユーロ圏労働コストから聞こえるデフレの足音
2013年12月17日	「アスムセンなき政策理事会」を考察する
2013年12月16日	最近の相場をどう解釈すれば良いのか
2013年12月13日	週末版(流動性逼迫とユーロ上昇、そして国債ウェイト問題などについて)
2013年12月10日	米7～9月期資金循環統計～米家計は約6年ぶりの貯蓄不足～
2013年12月9日	米11月雇用統計や年内taperingの行方などについて
2013年12月6日	週末版(ECB理事会を終えて～存在感を増す為替関連の問答～)
2013年12月5日	直近の対内・対外証券投資とドル建て日本株投資の過熱感
2013年12月4日	緩和観測は海外勢の希望的観測～春先に似る過熱感～
2013年12月3日	103円台と整合的な実質レート及び物価などを考える
2013年12月2日	ECB理事会プレビュー～現状維持も、リスクはM3か～
2013年11月29日	週末版
2013年11月27日	ECB、「次の一手」の整理～5つの選択肢を点検する～
2013年11月26日	ユーロ圏M3で見るユーロ相場の展望などについて
2013年11月25日	ECBも「連想ゲーム」に巻き込まれるのか
2013年11月22日	週末版(年金運用改革に係る雑感などについて～インフレ対策というよりも、諸外国対比の是正が主眼～)
2013年11月20日	本邦10月貿易統計などについて
2013年11月19日	最近の欧米資本フローから見る為替相場
2013年11月18日	再び挑むドル建て日経平均「150ドル」の壁
2013年11月15日	週末版(ユーロ圏7～9月期GDPなどについて～今後の焦点は加盟国間の成長率格差に～)
2013年11月14日	衆院解散表明から1年～「良いとこ取り」から「平常運転」へ～
2013年11月13日	バイトマン独連銀総裁による国債リスクフリーの否定を考える
2013年11月12日	ユーロ圏の主導するグローバルインバランスの拡大
2013年11月11日	11月ECB理事会について～ドラギ・ブットの芽生え？～
2013年11月8日	週末版
2013年11月7日	生保下期運用計画などからみる円相場の今後
2013年11月6日	欧州委員会秋季経済見直し～不安な内需主導シナリオ～