みずほマーケット・トピック（2014 年 6 月 6 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～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～

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」）

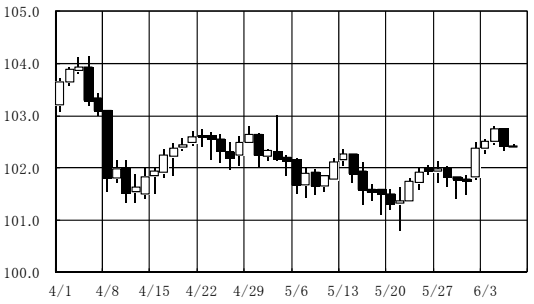
・今週のドル/円相場は上昇するも週後半に弱含む展開。週初 2 日に 101 円台後半でオープンしたドル/円は、一時週安値となる 101.76 円をつけるも米金利上昇や NY ダウ平均の続伸を好感すると、102 円台前半まで上昇。3 日にかけても米金利上昇が継続する中、米 4 月製造業新規受注の良好な結果もドル買いを後押しし、ドル/円は 102 円台後半まで値を上げた。4 日東京時間には、ドル/円は一時週高値となる 102.80 円をつけ、その後の海外時間もベージュブックや米 5 月 ISM 非製造業景気指数の市場予想を上回る結果を背景に、102 円台後半で底堅く推移。5 日、注目の ECB 理事会では各種政策金利の引き下げを含む緩和パッケージが発表され、直後ユーロ/ドルが週安値に急落する動きにドル/円も一時強含む場面がみられたが、その後は米金利の低下などを背景に、102 円台前半まで下落した。本日にかけては今晩に米 5 月雇用統計を控えて様子見ムードが強く、102 円台前半で底堅く推移している。

・今週のユーロ/ドル相場は週後半に上昇する展開。週初 2 日に 1.36 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米金利上昇を受けたドル買いや、ユーロ圏 5 月製造業 PMI の 6 か月ぶりの低水準も相俟って、1.36 台後半まで低下。3 日には、ユーロ圏 5 月消費者物価指数の市場予想を下回る結果が嫌気されると、ユーロ/ドルは 1.35 台後半まで下落し、5 日の ECB 理事会への期待が高まる中で、1.36 台半ばまで買い戻された。4 日は米経済指標の強弱入り混じる結果を背景に、ユーロ/ドルは 1.36 台前半で揉み合い推移。5 日の注目された ECB 理事会は、マイナス金利を含む各種政策金利を引き下げに加え、ターゲットを絞った長期流動性供給（TLTRO）の実施など、市場予想対比でほぼ満額回答の内容となり、直後のユーロ/ドルは一時週安値となる 1.3503 まで下落した。だが、その後は材料出尽くしから買い優勢となり、一時はストップを巻き込みながら週高値となる 1.3670 まで上昇した。本日も前日の流れを引き継ぎ、1.36 台後半で堅調に推移している。

今週のおもな金融市場動向

		前週末	今週			
		5/30(Fri)	6/2(Mon)	6/3(Tue)	6/4(Wed)	6/5(Thu)
ドル/円	東京9:00	101.73	101.89	102.44	102.56	102.68
	High	101.85	102.49	102.55	102.80	102.76
	Low	101.48	101.76	102.27	102.44	102.34
	NY 17:00	101.79	102.37	102.50	102.75	102.41
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3603	1.3629	1.3597	1.3621	1.3603
	High	1.3650	1.3644	1.3648	1.3639	1.3670
	Low	1.3599	1.3588	1.3586	1.3596	1.3503
	NY 17:00	1.3633	1.3597	1.3627	1.3599	1.3660
ユーロ/円	東京9:00	138.35	138.84	139.30	139.70	139.64
	High	138.89	139.32	139.77	139.96	139.99
	Low	138.07	138.70	139.11	139.57	138.68
	NY 17:00	138.73	139.20	139.71	139.71	139.91
日経平均株価		14,632.38	14,935.92	15,034.25	15,067.96	15,079.37
TOPIX		1,201.41	1,220.47	1,228.59	1,233.95	1,232.75
NYダウ工業株30種平均		16,717.17	16,743.63	16,722.34	16,737.53	16,836.11
NASDAQ		4,242.62	4,237.20	4,234.08	4,251.64	4,296.23
日本10年債		0.58%	0.59%	0.59%	0.62%	0.62%
米国10年債		2.48%	2.53%	2.60%	2.60%	2.58%
原油価格（WTI）		102.71	102.47	102.66	102.64	102.48
金（NY）		1,246.00	1,244.00	1,244.50	1,244.30	1,253.30

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

・来週にかけて、米国では今晩に米5月雇用統計が発表される。雇用情勢は寒波の影響で冬場の悪化し、前月にその反動が出た格好となっているが、今後はそれまでのトレンドである 20 万人前後の雇用増ペースに戻るとみられる。各種マインド指標からは雇用の持ち直しが確認でき、5 日に発表された米 5 月 ADP 雇用統計は前月比+17.9 万人と市場予想を下回る結果に留まったがまずまずの水準である。市場では米国の雇用に関し、量よりも質を重視する方向にシフトしつつあり、時間あたり賃金、週平均労働時間および労働参加率の改善等を伴う、良好な雇用の回復を示すかどうかが重要となろう(市場予想の中心:非農業部門雇用者数前月比+21.5 万人増、失業率 6.4%)。また、12 日(木)に米 5 月小売売上高が発表される。5 月自動車販売台数は前月から増加したほか、ガソリン価格は横ばいであったものの、ガソリン需要は旺盛であった。また、5 月 ISM 非製造業景気指数は主要系列が全て上昇するなど強い結果となったほか、週次小売統計をみても個人消費は堅調に推移したとみられ、ヘッドライン、コア小売売上高(自動車・ガソリン・建材除くベース)共に加速すると予測されている(市場予想の中心:前月比+0.5%、コア 同+0.3%)。翌 13 日(金)には、米 6 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)がある。先に発表されている米 6 月 IBD/TIPP 景気楽観指数は 47.7 と前月の 45.8 から上昇しているほか、日次で公表されているラスムッセン指数も前月から改善傾向がみてとれる。NY ダウ平均が過去最高値圏で推移していることもあって、消費者マインドは上向いているだろう(市場予想の中心:83.0)。要人発言では、9 日(月)にブラード・セントルイス連銀総裁とローゼングレン・ボストン連銀総裁の講演等が予定されている。

・本邦では、9 日(月)に 1～3 月期 GDP(2 次速報)が発表される。1 次速報後に公表された 1～3 月期法人企業統計やそのほかの関連統計を受けて、1 次速報の前期比年率+5.9%から同+5.6%へ下方修正されると見込まれている。1～3 月期法人企業統計によると、1～3 月期の設備投資(ソフトウェアを除く全産業ベース)は前期比+3.1%と4四半期連続で増加した。しかし、1次速報の設備投資の伸びを若干下回るほか、在庫投資や公共投資も僅かに下方修正されるとみられる。但し、下方修正は小幅に留まり、消費税引き上げ前の駆け込み需要などから民需が大幅に増加し、高成長になったとの評価は変わらないだろう。そのほかには、同日に 4 月国際収支や 5 月景気ウォッチャー調査、11 日(水)に 4～6 月期法人企業景気予測調査、12 日(木)には 4 月機械受注の発表などが予定されている。なお、同じく 12～13 日にかけて開催される日銀金融政策決定会合では、政策の現状維持が予想される。

	本　　邦	海　　外
6 月 6 日(金)	----------	・米 5 月雇用統計 ・米 4 月消費者信用残高
6 月 9 日(月)	・4 月国際収支 ・1～3 月期 GDP(2 次速報) ・5 月貸出・預金動向 ・5 月景気ウォッチャー調査 ・5 月企業倒産件数	----------
10 日(火)	・5 月マネーストック ・4 月第三次産業活動指数	・米 4 月卸売売上高
11 日(水)	・5 月企業物価 ・4～6 月期法人企業景気予測調査	・米 5 月財政収支
12 日(木)	・日銀金融政策決定会合(～13 日) ・4 月機械受注	・米 5 月小売売上高 ・米 4 月企業在庫
13 日(金)	・4 月鉱工業生産(確報)	・米 5 月生産者物価 ・米 6 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)

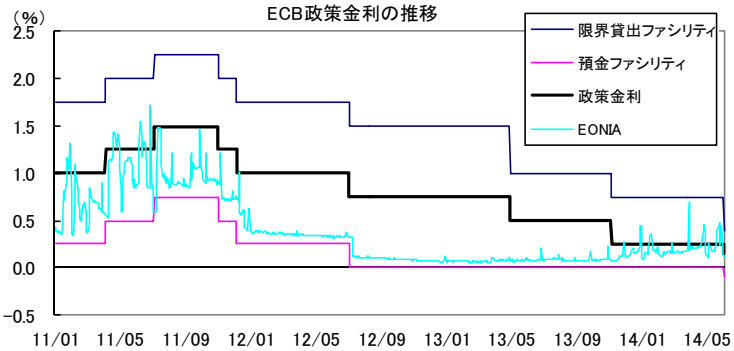
【当面の主要行事日程(2014 年 6 月～)】

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)
EU 首脳会議(6 月 26～27 日、ブリュッセル)
欧州中銀理事会(7 月 3 日、8 月 7 日、9 月 4 日)
日銀金融政策決定会合(7 月 14～15 日、8 月 7～8 日、9 月 3～4 日)

3. ECB 理事会を終えて～「百害あって一利なし」のマイナス金利導入～

見た目ほど盛り沢山とは言い難い緩和策

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（MRO）金利を 0.25%から 0.15%へ引き下げた。また、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.75%から 0.40%へ、市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は 0.0%から▲0.10%へと初のマイナス圏に引き下げた。この結果、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はこれまでの 0.75%ポイントから 0.50%ポイントへ縮小している。コリドーの縮小からは EONIA 抑制への意欲が読み取れるものの、「0.50%ポイント」というキリの良さに拘ったせいか、MRO 金利の引き下げ幅が 0.15%ポイントではなく 0.10%ポイントに止まったことは市場にとってはやや失望感があった。なお、預金ファシリティ金利のマイナス化に関し実効性を担保すべく、同様のマイナス金利が所要準備以外のあらゆる口座（超過準備だけでなく、TARGET2 用口座や無利息のリザーブマネジメントサービスの口座等）に適用される方針も発表されている。



（資料）Bloomberg

また、「27 個質問があります、冗談です（I think I need 27 questions – just joking）」との質問を皮切りに Q&A セッションが始まったことにも表れるように、緩和策は利下げに止まらず、多岐に亘った。具体的には①政策金利引き下げの他に、②用途を絞った長期流動性供給（TLTRO：targeted longer-term refinancing operations）や③資産担保証券（ABS）の買い切りプログラムの検討、④固定金利・無制限資金供給の延長、そして⑤証券市場プログラム（SMP）の非不胎化を合わせた 5 本の政策を打ち出した。本欄 2014 年 6 月 2 日号『ECB 理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～』では「利下げ＋固定金利・無制限資金供給延長+SMP 非不胎化」までは予想していたが、ここに信用緩和策（②や③）とマイナス金利まで乗せてくるのは予想外ではあった。同欄において筆者はマイナス金利を予想しない 5 つの理由を掲げたが、そこで懸念したデメリットは今でも正しいと思っている。後述するように、マイナス金利という奇策がユーロ圏にとって良い効果をもたらすとは全く思わない。例えば、固定金利・無制限資金供給は 2016 年 12 月まで延長されているが、マイナス金利の併用とは難しいはずで、明らかな自己矛盾を起こしているように思えてならない。これは SMP 非不胎化もそうだが、そもそも流動性供給とマイナス金利は相性が悪いという点を考えると、今回の政策パッケージは見た目ほど盛り沢山とは言い難いのではないか。なお、一連の決定は全会一致であったという。

市場も消化不良を起こしているように見受けられ、ファーストリアクションは ECB にとって決して望ましいものとはなっていない。ユーロ/ドルは一旦 1.3503 まで急落したが、結局 1.3670 と 10 日ぶりの高値まで戻ってきており、マイナス金利に最も期待された通貨安効果は今のところ限定的である。ドラギ ECB 総裁は「これで終わりではない（we aren't finished here）」と述べ、将来的な量的緩和（QE）の可能性も仄めかしているが、中銀預金への罰金を科した状態では量的・質的金融緩和（QQE）のような「量で勝負」は叶わない。マイナス金利は驚きの奇策であり、発表直後の為替相場もこれに即応した格好だが、一発芸で打開できるほど日本化現象は甘いものではない、というのが筆者の考えである。後述するように通貨安を起こせないマイナス金利は「百害あって一利なし」である。

利下げについて～金利調節は打ち止め、「次の一手」は金利引き上げ～

盛り沢山の緩和メニューに埋もれてしまった感があるが、今回はフォワードガイダンス文言も変更されている。具体的には「the key ECB interest rates will remain at present levels for an extended period of time in view of the current outlook for inflation」とあり、これまでの「at present or lower levels」が「at present levels」に変更されている。これは、ドラギ総裁も「事実上、本日をもって金利は下限に達したと考えている」と述べているように、伝統的な金利調節は今回で打ち止めというメッセージである。預金ファシリティ金利のマイナス幅が拡がっていく展開はやはり有り得ないと考えて差し支えないだろう。今後、本当に「量」で勝負する黒田日銀のような QQE を目指すのであれば、金利に関する「次の一手」は預金ファシリティ金利の引き上げとなるはずだ。

マイナス金利について～通貨安が起こせなければ「百害あって一利なし」～

また、マイナス金利に関しては、あくまで預金金利であって貸出金利が下がる筋合いはないという点を今一度強調しておきたい。実際、デンマーク中銀が 2012 年 7 月導入した際はむしろ貸出金利が上昇したことは本欄で何度も説明してきた通りである。金融機関の立場に立てば、中銀預金に罰金が取られるならば「中銀預金と同程度

の安全資産」に資金をシフトさせるだけであり、恐らくドイツを筆頭とするコア国の短期債の金利が今後じわじわと低下してくるはずである(短期だけではなく中長期にも及んでくる可能性がある)。また、(これも本欄では何度も述べてきたが)そもそも預金ファシリティ金利や超過準備を潤沢に保有しているのがコア国である以上、100 歩譲ってそれらの余資が貸出に活用されたとしても周縁国における金利高止まり(≒分断化現象)が解消されることはない。そのうえ、通貨安にも効いていないとすれば、マイナス金利は単なる「量的緩和への妨害」に過ぎない。今後1年の間に、ECB は大規模 QE を実現すべく、マイナス金利の撤回を迫られる可能性もあるだろう。

もちろん、それでもユーロ安を起こすことができれば消費者物価指数(HICP)の引き上げに繋がるので、ECB としては狙い通りだが、結局そうした効果も今のところは見られていない。ちなみに、デンマーク中銀のマイナス金利は貸出金利上昇を招いたものの、通貨安(デンマーククローネ下落)には効いた。これは小国デンマークへの投機資金は中銀預金に集まり易いという状況があったからである。この点、ドルに匹敵する通貨圏を持つユーロをマイナス金利だけで押し下げるのは容易ではない。上述したように、ユーロ圏には「中銀預金と同程度の安全資産」が豊富に存在する状況があり、マイナス金利導入によってユーロ圏外へ資本が流出する、要するにユーロ売りが発生するという事態は容易に起こり得ない。貸出金利も下がらない、通貨安も起こせないとなれば、マイナス金利は、繰り返しになるが、単なる「量的緩和への妨害」でしかなく、「百害あって一利なし」である。

本来であればマイナス金利は OMT(債券購入プログラム)のように「抜かずの宝刀」である状態が最も効果があった。5 月に要らぬ予告緩和をしてしまったがために市場が期待を膨らませ、温存しておきたかったマイナス金利やそれ以外の一連の緩和策を市場から剥ぎ取られてしまった、というのが過去 1 か月の ECB ではないだろうか。マイナス金利に手をつけてしまったせいで、金利打ち止め宣言まで強いられたことは今後の政策余地を考えると痛手だったように思う。

TLTRO について～甘い発想～

また、TLTRO に関しては、総額 4000 億ユーロを想定し、2014 年 9 月及び 12 月に実施され、共に 2018 年 9 月に満期を迎える最長 4 年物とされている(貸出金利は MRO 金利+0.10%)。具体的には、「対象金融機関のユーロ圏民間・非金融法人向け貸出から住宅ローンを引いた額の 7%」が借入可能とされているうえ、「対象金融機関は、2015 年 3 月から 2016 年 6 月までに関し、ユーロ圏民間・非金融法人向けの純貸出から家計の住宅ローンを除いた額の最大で 3 倍の資金を四半期ごとに借り入れることが可能」ともされている。要するに、事業法人向け貸出の誘発を企図したスキームであり、使用用途に関しても「チェックする」とドラギ総裁は述べている。

日銀の貸出支援基金やイングランド中銀(BOE)の FLS(Funding for Lending scheme)を想起させるスキームだが、貸出が伸びないのは決して金利が高いからでもなければ、流動性に余裕がないからでもない。あくまで借入需要が存在しないのが原因と考えるのが筋である以上、「流動性を潤沢に供給すれば銀行貸出が増えるはず」という発想は日本の経験からすれば甘いと言わざるを得ない。もちろん、TLTRO で得た資金が銀行の自己資本算出時に優遇される等の措置があれば、多少、貸出が伸びる芽はあるかもしれないが、そのような規定はない(なお、FLS にはある)。いずれにしても、これだけ貸出刺激を志向したスキームを導入した以上、毎月下旬にマネーサプライ統計と共に発表される民間向け貸出(最新4月時点で24か月連続の前年比マイナス)はこれまで以上に要注目したいが、ドラギ総裁は TLTRO の効果発現までに掛かる期間に関し「恐らくは 3～4 四半期」と述べており、約1年は掛かると述べている。

14 年 HICP は 1%未満定着～大規模 QE が検討される状況～

なお、改定された ECB スタッフ見通しは HICP 見通しに関し、2014 年が 1.0%から 0.7%に、2015 年が 1.3%から 1.1%に、そして 2016 年が 1.5%から 1.4%へと軒並み引き下げられている。ECB の抱く「中期的なインフレ見通し(medium-term inflation outlook)」が下振れたことに伴い、今回の追加緩和が実施されたという建付けになろう。

ECBのスタッフ見通し(2014年6月) (%)

	2013	2014	2015	2016
消費者物価上昇率(HICP)	1.4	0.6～0.8	0.5～1.7	0.6～2.2
(前回:2014年3月)		(0.7～1.3)	(0.6～2.0)	-
実質GDP	▲ 0.4	0.6～1.4	0.6～2.8	0.5～3.1
(前回:2014年3月)		(0.8～1.6)	(0.4～2.6)	-
消費支出	▲ 0.6	0.7	1.5	1.6
政府支出	0.2	0.4	0.4	0.4
総固定資本形成	▲ 2.7	1.7	3.1	3.5
輸出(財・サービス)	1.7	3.6	4.8	5.5
輸入(財・サービス)	0.5	3.6	4.8	5.5

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は14～16年で1.38で横置き。

但し、これらの見通しは今回の緩和措置を盛り込んでおらず、ECB の想定では政策が所期の効果を発揮することによって HICP は再浮上を始めるということになる。だが、マイナス金利という劇薬を使ってもユーロ安が起きていないことを見るにつけ、HICP がどのようにして再浮上のきっかけを掴むのかは想像が難しい。需要項目別に見ると、輸出の伸びが加速していく想定になっているが、それも「望まぬユーロ高」が是正されてこそのシナリオだろう(ただ、

そうして「通貨安→輸出増→黒字蓄積」を狙うこと自体が通貨高要因なのだが・・・)。なお、実質 GDP 成長率に関しては 2014 年が 1.2%から 1.0%へ下方修正されたものの、2015 年が 1.5%から 1.7%へ上方修正され、今回から予想に加えられた 2016 年が 1.8%とされた。

いずれにせよ 2014 年のインフレ率に関し、最もタカ派のメンバーを含めて「2014 年内の HICP は 1.0%未満」という見方が定着したことは大きな変化であり、物価安定を重視してきた ECB(≒ブンデスバンク)の DNA を勘案すれば、大規模 QE の検討が始まっても不思議ではない。この点、事実上の QE である「SMP の非不胎化」が決定されたことはその端緒と捉えたい。

本当に重要なことは「持続可能な緩和路線」の確保である

本欄 2014 年 6 月 2 日号『ECB 理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～』では、「ECB にとって本当に重要なことは、長きに亘るかもしれない「ディスインフレとの戦い」を視野に入れた、「持続可能な緩和路線」を確保すること」と述べた。これは言い換えれば「マイナス金利という一発芸に頼らず、QE への道筋を確保すべき」という意味でもあった。筆者は「QE を導入することで、今後は買い入れ規模や対象資産を逐次修正しながら市場との心理戦をやり過ごす」のが最善の方法であると今でも考えている。だが、今回の決定をもって、少なくとも日銀の QQE のような「量で圧倒する」ことで通貨安を演出するという道は一旦塞がれてしまった。4～5 月に続き、今回も QE の可能性に言及していることを考えると、遠くない将来に ECB が QE 期待に付き纏われる局面が来ても全く不思議ではない。その際に ECB は預金ファシリティ金利を引き上げるのだろうか。フォワードルッキングな政策運営という観点からは、今回の決定は前向きに評価しかねるというのが率直な印象である。

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に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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年6月4日	ユーロ圏5月消費者物価指数(HICP)などについて
2014年6月2日	ECB理事会プレビュー～プラスアルファの読み方～
2014年5月30日	週末版
2014年5月28日	2013年末対外資産・負債残高～過去最大の対外純資産に～
2014年5月27日	「5・23」ショックから1年で思うこと～「魅せる」政策は限界に～
2014年5月26日	労働時間規制について～「第三の矢」の担う雇用規制改革～
2014年5月23日	週末版(過去最大の中期債取得とユーロ債動向～順調に織り込まれるECBへの期待～)
2014年5月22日	日銀金融政策決定会合～緩和は「やるも地獄、やらぬも地獄」か～
2014年5月21日	IMF、対ドイツ第4条協議について～財政出動はもはや義務～
2014年5月20日	出生率目標設定も雇用規制緩和に通ず
2014年5月19日	ドルはどうして上がらないのか？～需給面からの解説～
2014年5月16日	週末版(ユーロ圏1～3月期GDPについて～6月緩和は既定路線に～)
2014年5月15日	欧州議会選挙プレビュー～「真の危機」はブリュッセルにあらず～
2014年5月13日	米金利低下の背景～むしろ間違っているのは米株か？～
2014年5月12日	13年度国際収支統計～強まる「成熟した債権国」の傾向～
2014年5月9日	週末版(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～)
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躓いた日本株～
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～CPIピークアウトへの布石～
2014年1月22日	IMF世界経済見通し改定～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	燃料だけではない「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～プ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