

みずほマーケット・トピック(2014 年 7 月 4 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～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～

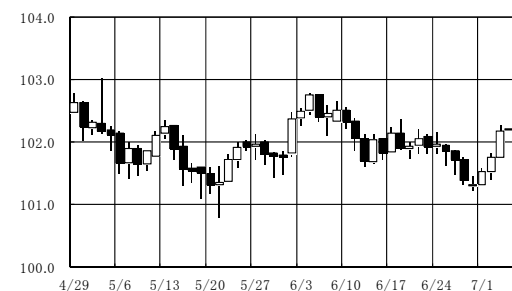
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は上昇する展開。週初 30 日に 101 円台前半でオープンしたドル/円は、本邦輸出企業の月末需要の円買いに、一時週安値となる 101.24 円をつけたが、その後は堅調なクロス円の上昇にサポートされ、101 円台前半で底堅い推移。7 月 1 日は、中国 6 月製造業 PMI の堅調な結果や日銀短観の設備投資が約 7 年ぶりの高水準を示したことなどを好感し、ドル/円は 101 円台後半まで上昇した。2 日は、米 6 月 ADP 雇用統計の市場予想を大幅に上回る結果にドル買いが強まると、米金利上昇も相俟って、ドル/円は 101 円台後半で堅調に推移した。3 日にかけてもドル買い地合いが継続する中、注目の米 6 月雇用統計が大幅な上振れを見せ、NY ダウ平均が史上初の 17000 ドル台に乗せると、ドル/円は一時週高値となる 102.27 円まで上昇。本日にかけてもドル/円は 102 円台前半の週高値圏で堅調に推移している。
- ・今週のユーロ/ドル相場は下落する展開。週初 30 日に 1.36 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、米金利低下を背景としたドル売り優勢地合いに、1.36 台後半で底堅い推移。翌 7 月 1 日もドルは軟調地合いを継続し、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.3701 をつけたが、このレベルでは売り意欲も強く 1.36 台後半まで反落した。2 日にかけては、市場予想を大幅に上回る米 6 月 ADP 雇用統計の結果を受けたドル買いに、ユーロ/ドルは 1.36 台前半まで下落し、その後は翌日の ECB 理事会や米 6 月雇用統計を控え、ユーロ/ドルは 1.36 台後半で方向感に欠ける値動きが継続した。3 日、注目された ECB 理事会は市場予想通りの現状維持となったが、ドラギ ECB 総裁は「景気に下振れリスクがある」として低金利政策を長期間続ける方針を改めて示し、同時に発表された米 6 月雇用統計の良好な結果を受けたドル買いも相俟って、ユーロ/ドルは一時週安値となる 1.3596 まで値を下げた。本日にかけても、ユーロ/ドルは 1.36 付近の週安値圏で動意に乏しい値動きが継続している。

今週のおもな金融市場動向

		前週末	今 週			
		6/27(Fri)	6/30(Mon)	7/1(Tue)	7/2(Wed)	7/3(Thu)
ドル/円	東京9:00	101.65	101.44	101.31	101.56	101.83
	High	101.77	101.48	101.59	101.84	102.27
	Low	101.32	101.24	101.29	101.41	101.76
	NY 17:00	101.40	101.33	101.53	101.77	102.18
ユーロ/ドル	東京9:00	1.3611	1.3643	1.3691	1.3681	1.3653
	High	1.3651	1.3698	1.3701	1.3683	1.3664
	Low	1.3610	1.3641	1.3676	1.3641	1.3596
	NY 17:00	1.3650	1.3692	1.3679	1.3659	1.3610
ユーロ/円	東京9:00	138.35	138.41	138.73	138.95	139.03
	High	138.49	138.77	139.13	139.06	139.29
	Low	137.99	138.13	138.70	138.55	138.96
	NY 17:00	138.42	138.75	138.89	138.99	139.07
日経平均株価		15,095.00	15,162.10	15,326.20	15,369.97	15,348.29
TOPIX		1,253.15	1,262.56	1,276.08	1,280.78	1,278.59
NYダウ工業株30種平均		16,851.84	16,826.60	16,956.07	16,976.24	17,068.26
NASDAQ		4,397.93	4,408.18	4,458.65	4,457.73	4,485.93
日本10年債		0.56%	0.57%	0.56%	0.56%	0.57%
米国10年債		2.53%	2.53%	2.56%	2.63%	2.64%
原油価格(WTI)		105.74	105.37	105.34	104.48	104.06
金(NY)		1,320.00	1,322.00	1,326.60	1,330.90	1,320.60

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、米国では9日(水)にFOMC議事要旨(6月17～18日開催分)が公表される。同会合では予想通り月間の資産購入額を国債、住宅ローン担保証券(MBS)それぞれ50億ドル、合計100億ドル縮小することを決めた。フォワードガイダンスの変更もなく、声明文には特に目立った変更はなかったものの、同時に発表されたFOMCメンバーの経済・政策金利見通しは、ややタカ派に振れた印象だった。成長率見通しについては、1～3月期の減速を反映して2014年の見通しが引き下げられものの、2015年、2016年の見通しはほぼ据え置きとなり、景気が今後徐々に加速するシナリオを維持していることが窺える。政策金利見通しは2015年、2016年について上方修正されているが、イエレンFRB議長が記者会見にて、あくまで予測メンバー変更に伴うものと発言するなど総じてハト派なトーンを示し牽制している。但し、政策金利の長期均衡水準見通しが下方修正されており、成長率の長期均衡見通しの低下傾向も踏まえ、FOMC内で潜在成長率が低下しているとの認識が強まっているかどうかは注目の論点である。また、今年後半に出口戦略についてFOMCとしての見解を示すとしていることから、出口戦略にかかる議論が注目されるほか、昨日の強い6月雇用統計の結果などに鑑み、労働市場やインフレ動向に関しての認識も注視する必要がある。
- 本邦では、8日(火)に5月国際収支統計が公表される。既に発表された通関統計の5月貿易赤字は▲9090億円と、4月の▲8117億円とほぼ同水準であった。輸入は1～3月期に消費増税前の駆け込み需要を反映して増加したあと、4～6月期は反動から大きく減少に転じており、貿易赤字は2か月連続で▲1兆円を下回っている。第一次所得収支も5月は四半期末を控えて堅調な黒字を計上するとみられ、5月经常収支は4か月連続の黒字となる見通しである(市場予想の中心:4175億円)。また、10日(木)には5月機械受注(船舶・電力を除く民需)がある。先行指標となる関連統計では、5月鉱工業生産における資本財出荷(除く輸送機械)が前月比▲1.5%となった一方、日本工作機械工業会発表の5月工作機械受注(内需合計額)は同+5.4%となっている。5月関連統計はまちまちとなっているものの、前月の大幅減の反動もあって5月は前月比+0.7%と小幅なプラスと予想されている。なお、主要な機械製造業者による4～6月期見通し(調査時点は3月下旬)では、前期比+0.4%と4四半期連続の増加が見込まれている。

	本 邦	海 外
7月4日(金)	-----	米休場(独立記念日)
7日(月)	・5月景気動向指数(速報)	-----
8日(火)	・5月国際収支 ・6月貸出・預金動向 ・6月景気ウォッチャー調査 ・6月企業倒産件数	・米5月消費者信用残高
9日(水)	・6月マネーストック	・FOMC議事要旨
10日(木)	・6月企業物価 ・5月第三次産業活動指数 ・5月機械受注	・米5月卸売売上高
11日(金)	-----	・米6月財政収支

【当面の主要行事日程(2014年7月～)】

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)
 米FOMC(7月29～30日、9月16～17日、10月28～29日)
 欧州中銀理事会(8月7日、9月4日、10月2日)
 G20財務相・中央銀行総裁会議(9月20～21日)

3. ECB 理事会を終えて～市場期待に苛立つドラギ総裁は日銀を思い返すべき～

政策変更は無風だが、大きな制度変更を決定

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 0.15%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.40%そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.10%で据え置いた。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も 0.50%ポイントで据え置かれたことになる。

激動の 6 月理事会と比べればほぼ無風と言える内容であったものの、2015 年 1 月から理事会開催の頻度が現状の「月次」から「6 週間」となり、同時に「理事会の定期説明(regular accounts of the monetary policy meetings)」を公表するという大きな制度変更が決定されている。後述するように、これは ECB が市場との心理戦を巧く進めるにあたって下された戦略の 1 つだと筆者は考えている。

なお、注目の記者会見では、とにかくターゲット型長期流動性供給(TLTRO)や資産担保証券(ABS) 買い取りの仕様説明が長く、記者会見のかかなりの部分を占めた。別紙が出ているため、そこまで仔細に時間を割く必要があるのかという印象だが、それだけ TLTRO や ABS 買い取りに「賭けている」という気持ちは伝わってきた。また、ドラギ ECB 総裁は執拗な市場の緩和期待に苛立ちを隠せない様子であり、一連の制度変更もそれと密接に関係がありそうだが、そうして市場(特に為替市場)の「連想ゲーム」に巻き込まれるのが日銀化の症状でもある。

理事会後の為替市場ではユーロ相場が大きく値を下げ、対ドルで一時 1.3596 をつけているが、これは米 6 月雇用統計の非常に強い結果を受けたもので ECB から何らかの政策的含意を汲みとったわけではない。自国通貨が米国経済の状況に振られ、これに応じて中銀の政策運営が左右されてしまうのも日銀と同じであり、フランクフルト連銀さながらの様相を呈している(本欄 2014 年 7 月 1 日号『ECB 理事会プレビュー～QE を仄めかしつつ現状維持～』をご参照下さい)。

開催頻度変更の 2 つの理由

今回の理事会の最も大きなポイントは理事会の開催頻度変更と TLTRO の仕様発表であり、記者質問もほぼこの 2 点に集中した。開催頻度の変更に関しては、「FRB と間隔を合わせたのか」といった質問や、後述する「もう手は尽くしているので高頻度で開催する必要がないということか」といった質問が飛んだ。前者の質問は「ECB の日銀化」ないし「ECB のフランクフルト連銀化」を皮肉ったものに思われる。今後、ECB は FRB と同様、年 8 回開催に移行するが、これにより当然、政策決定のタイミングも被り易くなる。それゆえ、「FRB がハト派的な決定を下しユーロ高に振れる」という局面があったとしても ECB が直ぐに対処できるかもしれないし、あわよくば「FRB がタカ派的な決定を下しユーロ安に振れる」ことで、ECB は何もせず済むかもしれない。以下、ドラギ総裁が述べる①の理由(の背後にある本音)を見る限り、そのような戦略的な要素が今回の決定に全くなかったとは言い切れないだろう。

ドラギ総裁からは開催頻度変更の主な理由として 2 つがあげられている。1つは①ECB の物価見通しはあくまで短期ではなく中長期に基づいており、月次開催は現状に対してタイト過ぎるという理由で、これが主な理由(the main reason)だと述べられている。これは建前的な言い方であり、本音を要約すれば「執拗な市場期待と付き合う機会を減らしたい」というものだろう。通貨高とデフレーションが併存する状況下、「QE 以外は全部出し」というカードの切り方をしてしまった ECB にとって月次開催の荷が重いことは容易に想像される。後で紹介するドラギ総裁の言にも現れるが、執拗な市場期待に ECB が疲弊している様子はある。

もう 1 つはロジ的(logistical)な理由である。2015 年 1 月以降の開催頻度変更に伴って、ECB は定期説明(regular accounts)を公表する方針としているが、これを作成する時間を確保するために 6 週間というインターバルを取ったという点も理由とされている。なお、重要なことは公表されるのはあくまで「accounts(説明)」であって「minutes(議事要旨)」とは表現されていないことには注意したい。投票者の名前を明記すべきかどうかを含め非常に多くの側面を(理事会の場に限らず)議論していかなければならないとドラギ総裁は述べており、続報が待たれる。なお、市場との対話において透明性は確かに重要だが、「敢えて見せない」ことによって確保される安定性もあるはずで、少なくとも内部対立をわざわざ露呈するような情報公開はする必要がないと思われる。

TLTRO について～1 兆ユーロは「はったり」?～

今回は、TLTRO に関し詳細な仕様が公表されるという進展もあった。ひとしきり仕様の説明を行ったドラギ総裁自身が「やや複雑に聞こえたのであれば、それは正しいと思います。後ほどより詳しいブリーフィングがあります」と述べるように、その内容は一見して分かり難く、解説は別の機会に譲りたい。だが、具体的な金額見通しに言及したことは市場関係者として無視できない。ドラギ総裁は当初 2 回(2014 年 9 月 18 日、12 月 11 日)について最大 4000 億ユーロと述べ、これは前月にも言及された数字だが、今回は 2015 年以降の 6 回も含めれば最終的な規模は最大 1 兆ユーロに達すると述べられている。既存の銀行貸出残高を元に供給上限が決まる TLTRO のスキームを踏まえれば、本当にこの金額が供給されるのかは不透明と言わざるを得ず、「はったり」感は拭えない。

問題なのは、こうして大風呂敷を広げた TLTRO に対し需要がさほど集まらず、その資金供給規模に市場から

物言いがつくようになると、他中銀とのバランスシートとの比較を持ち出されたうえでユーロが騰勢を強める可能性があるということである。これはECBにとっては非常に厄介な展開だが、本欄ではその可能性は否定できないと考える(本欄 2014 年 6 月 18 日号『ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較』をご参照下さい)。

なお、最長 4 年の TLTRO のコストは「主要リファイナンスオペ金利+10bp」の固定金利とされているが、これは 4 年の間に利上げがあれば元が取れそうだが、仮に現状維持だった場合は高くつく可能性もある。「長期間 (for an extended period of time)」という時間軸効果をテコに貸出を誘発したい立場ならば、この「10bp」は余計だったように思う。

市場期待に苛立つドラギ総裁、思い出される日銀の苦闘

今回の理事会で最も印象に残ったのは、ドラギ総裁が市場の催促に明らかに苛立っている様子が窺えたことだろう。上述の理事会の開催頻度変更を含め、そうした様子が窺い知れる箇所は幾つかあったが、例えば、ある記者の「理事会を 6 週間毎の開催とするのは、既に多くのことを実施し、高頻度に開催する必要があるという意味なのか」との質問に対し、ドラギ総裁は以下のようなことを述べている：

- **【ドラギ総裁】**われわれの仕事が終わったとは当然考えていない。そのようなことは全くない。理事会は非伝統的政策も用いる決意で一致していると改めて表明する。理事会は金利を現在の水準で長期間維持することも改めて表明している。それ故、われわれの仕事は終わっていない。
- **【ドラギ総裁】**問題は、毎月のように我々が行動することへの期待があるべきか否かである。行動への期待自体が市場の一定の動きに繋がるものの、そうした動きはファンダメンタルズと無関係あるいは殆ど関係ないかもしれない。期待された結果が市場へと跳ね返る状態に陥る可能性がある。

また、執拗に量的緩和 (QE) 導入の可能性を問う記者との問答では以下のようなやりとりも目を惹いた。緩和期待に対して皮肉めいた冗談で返している：

- **【記者】**追加緩和策を打ち出すにあたって、既にアナウンスされている TLTRO や ABS 購入などのステップを踏む必要がありますか。もしくはそれらのステップを踏むことなく、QE に踏み込むことはありますか。
- **【ドラギ総裁】**中長期のインフレ評価が変わる場合、われわれは当然広範な資産購入プログラムを使います。それゆえ、スケジュールはありません。まずは現状のプログラムの影響を注視します(中略)我々は事前に述べることはしません。ほら、こういうことが継続する自己実現的な期待なのです。恐らく、6 週間(ごとの開催)よりも 6 か月(ごとの開催)にすべきなのかもしれませんね。

本欄 2013 年 11 月 25 日号『ECB も「連想ゲーム」に巻き込まれるのか』では ECB が「ユーロ高→域内景気停滞 & ディスインフレ懸念台頭→追加緩和の必要性」という「連想ゲーム」に苦しめられる展開を予想したが、この懸念はもはや現実となっており、ドラギ総裁からもその思いが吐露されるに至っている。

構造的な通貨高を修正するために金融緩和を行った昨年 11 月以来、市場には「通貨高に挑戦する ECB」との要らぬ理解が埋め込まれてしまった。本欄では執拗に述べていることだが、経常黒字蓄積とディスインフレという真つ当な理由に裏打ちされた通貨高にとって金融緩和は所詮、対症療法であり、事態を覆すのは難しい。マイナス金利導入により、大型の QE への道を断ってしまった以上、引き続き ECB は苦しい心理戦を強いられるだろう。ドラギ総裁の「問題は、毎月のように我々が行動することへの期待があるべきか否か」、「そうした動きはファンダメンタルズと無関係あるいは殆ど関係ない」といった発言は至極もつともである。しかし、日銀は常にそうした市場の理不尽と闘ってきたことを忘れてはならない。

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。

2014年7月の予定

日	月	火	水	木	金	土
6/29	6/30 5月鉱工業生産(速報) 5月新設住宅着工 米6月シカゴPMI	7/1 日銀短観(6月調査) 6月自動車販売台数 米6月ISM製造業 景気指数 米5月建設支出	2 6月マネタリーベース 米5月製造業新規受注 米6月ADP雇用統計	3 米6月雇用統計 米5月貿易収支 米6月ISM非製造業 景気指数 ECB理事会 (フランクフルト)	4 米独立記念日	5
6	7 5月景気動向指数(速報)	8 5月国際収支 6月貸出・預金動向 6月景気ウォッチャー調査 6月企業倒産件数 米5月消費者信用残高	9 6月マネースtock FOMC議事要旨	10 6月企業物価 5月第三次産業活動指数 5月機械受注 米5月卸売売上高	11 米6月財政収支	12
13	14 日銀金融政策決定会合 ・展望レポート(～15日) 5月鉱工業生産(確報)	15 米6月小売売上高 米7月ニューヨーク連銀 製造業景気指数 米5月企業在庫	16 金融経済月報 米6月生産者物価 米6月鉱工業生産 米5月TICレポート (対内対外証券投資) 米地区連銀経済報 (米ベージュブック)	17 米6月住宅着工 米7月フィラデルフィア 連銀製造業景気指数	18 日銀金融政策 決定会合議事要旨 米7月ミシガン大学消費 者マインド指数(速報) 米6月景気先行指数	19
20	21 海の日	22 4月景気動向指数(確報) 米6月消費者物価 米6月中古住宅販売	23	24 6月貿易統計 米6月新築住宅販売	25 7月東京都区部/ 6月全国消費者物価 6月企業向けサービス 価格 米6月耐久財受注	26
27	28	29 6月家計調査 6月労働力調査 6月商業販売統計 米FOMC(～30日) 米7月消費者信頼感指数 米5月S&P/ケース・ シラー住宅価格	30 6月鉱工業生産(速報) 米7月ADP雇用統計 米4～6月期GDP (事前推定値)	31 6月新設住宅着工 米4～6月期雇用コスト 米7月シカゴPMI	8/1 7月自動車販売台数 米7月雇用統計 米6月建設支出 米7月ミシガン大学消費 者マインド指数(確報) 米6月個人所得・消費 米7月ISM製造業 景気指数	8/2

(注) 2014年7月4日現在、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、完全性を全面的に保証するものではありません。なお、(*)を付したものは未定のものであることを表します。

2014年8月の予定

日	月	火	水	木	金	土
7/27	7/28	7/29 6月家計調査 6月労働力調査 6月商業販売統計 米FOMC(～30日) 米7月消費者信頼感指数 米5月S&P/ケース・ シラー住宅価格	7/30 6月鉱工業生産(速報) 米7月ADP雇用統計 米4～6月期GDP (事前推定値)	7/31 6月新設住宅着工 米4～6月期雇用コスト 米7月シカゴPMI	8/1 7月自動車販売台数 米7月雇用統計 米6月建設支出 米7月ミシガン大学消費者マインド指数(確報) 米6月個人所得・消費 米7月ISM製造業 景気指数	2
3	4 7月マネタリーベース	5 米7月ISM非製造業 景気指数 米6月製造業新規受注	6 6月景気動向指数(速報) 米6月貿易収支	7 日銀金融政策決定会合 (～8日) 米6月消費者信用残高 ECB理事会 (フランクフルト)	8 6月国際収支 7月貸出・預金動向 7月景気ウォッチャー 調査 *7月企業倒産件数 米6月卸売売上高 米4～6月期労働生産性 (速報)	9
10	11 金融経済月報 7月マネーストック 6月第三次産業活動指数	12 7月企業物価 6月鉱工業生産(確報) 米7月財政収支	13 日銀金融政策 決定会合議事要旨 4～6月期GDP(1次速報) 米6月企業在庫 米7月小売売上高	14 6月機械受注	15 米8月ミシガン大学消費者 マインド指数(速報) 米8月ニューヨーク連銀 製造業景気指数 米6月TICレポート (対内対外証券投資) 米7月生産者物価 米7月鉱工業生産	16
17	18	19 6月景気動向指数(確報) 米7月住宅着工 米7月消費者物価	20 7月貿易統計 FOMC議事要旨	21 米7月景気先行指数 米7月中古住宅販売 8月フィラデルフィア 連銀製造業景気指数	22	23

(注) 2014年7月4日現在、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、完全性を全面的に保証するものではありません。なお、(*)を付したものは未定のものであることを表します。

24/31	25 米7月新築住宅販売	26 7月企業向けサービス 価格 米7月耐久財受注 米6月S&P/ケース・ シラー住宅価格 米8月消費者信頼感指数	27	28 米4～6月期GDP (暫定推定値)	29 7月労働力調査 7月鉱工業生産(速報) 7月商業販売統計 7月家計調査 8月東京都区部/ 7月全国消費者物価 7月新設住宅着工 米8月ミシガン大学消費者 マインド指数(確報) 米8月シカゴPMI 米7月個人所得・消費	30
-------	-----------------	---	----	----------------------------	--	----

(注) 2014年7月4日現在、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、完全性を全面的に保証するものではありません。なお、(*)を付したものは未定のものであることを表します。

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/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2014年7月1日	ECB理事会プレビュー～QEを仄めかしつつ現状維持～
2014年6月27日	週末版「動かない相場」は企業の想定通り？～プラザ合意以降で最小の月間レンジに～
2014年6月26日	14年前半の終わりを前に～史上最小レンジが視野に～
2014年6月24日	強まった「デフレの足音」～ユーロ圏労働コストなどについて～
2014年6月23日	ユーロ圏貿易収支などについて～縮小均衡？～
2014年6月20日	週末版(実質金利からみる最近の為替相場～ユーロに買い安心感、円に売り安心感～)
2014年6月19日	FOMCを終えて～アップサイドリスクを考える時？～
2014年6月18日	ユーロシステムの流動性と欧米中銀のバランスシート比較
2014年6月17日	成長戦略案案について～雇用規制はあらゆる問題の遠因～
2014年6月16日	麻生財務相発言と「蓄積する現預金」について
2014年6月13日	週末版(オバマ米大統領の空爆示唆から思索する為替相場への影響)
2014年6月12日	今の日本は本当に人手不足か？
2014年6月11日	第二次ユーロフォリア？
2014年6月10日	進行するユーロ圏の日本化現象～金利・為替の現状から～
2014年6月9日	ECBIにまつわる3つの「分かり難さ」
2014年6月6日	週末版(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～)
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える円相場～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	燃料だけではなく「円安一輸入インフレ」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