

みずほマーケット・トピック(2015 年 1 月 16 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: スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～	

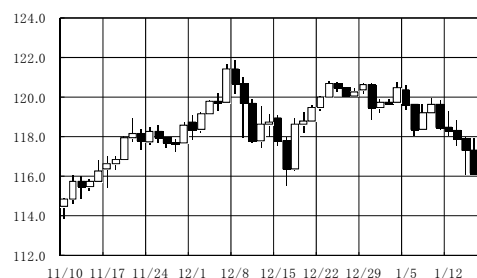
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ BK Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円は下落する展開。週初 12 日は 118 円台半ばでオープンし、欧州株が上昇する動きにドル/円は 119.32 円をつけるも、上昇して寄り付いた NY ダウ平均が下げに転じるとドル/円は 118 円台前半まで連れ安となった。13 日は、本邦 11 月経常収支が予想を上回る黒字となると 117 円台後半まで値を下げたが、日経平均株価が反発する展開に 118 円台後半まで一旦買い戻された。しかし大幅上昇で始まった NY ダウ平均がマイナス圏へ沈むと、ドル/円は 117 円台半ばまで反落。翌 14 日も米 12 月小売売上高が大幅に悪化したことを手掛かりに 116.07 円まで急落した。その後、115 円台手前では押し目買いも強く 117 円台まで回復したが、15 日に入るとスイス中銀がスイスフランの対ユーロ上限を廃止すると発表したことで、リスクオフムードが支配的となり、ドル/円は 116 円台前半まで急落した。その後原油価格の反発を横目に株高となり 117 円台を回復するも、米金利低下が重石となる中で上値は重く、本日は一時 116 円を割り込んでいる。
- ・今週のユーロ/ドルは揉み合う展開。週初 12 日に 1.18 後半でオープンし、先週末の米 12 月雇用統計を受けたドル売りの流れから一時週高値となる 1.1871 をつけた。米金利が上昇したことでドル買い戻しが入るとユーロ/ドルは 1.17 台後半まで反落したが、NY ダウ平均が軟化すると再びドルが売り進められて 1.18 半ばまで回復。13 日は特段大きな材料がない中、ECB による国債購入(ソブリン QE)への期待を背景にユーロ/ドルは 1.17 台半ばまで弱含みに。14 日には、ECB の無制限国債購入プログラム(OMT)について欧州司法裁判所が「合法」との見解を示したことからソブリン QE への期待が膨らみ、2005 年 12 月以来の安値となる 1.1728 をつけた。米 12 月小売売上高の冴えない結果を受けてドル売りが強まると 1.18 台半ばまで急反発する場面もみられたが、戻り売り圧力は強く、直ぐに 1.17 台後半へ反落した。15 日はスイス中銀の突然の政策変更によりユーロ/ドルは一時 1.16 割れまで急落し、ECB のソブリン QE への思惑が強まる状況下、一時 1.1568 まで値を下げた。来週に ECB 理事会を控える中、ユーロ相場は軟調であり、本日も 1.16 台前半で推移している。

今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		1/9(Fri)	1/12(Mon)	1/13(Tue)	1/14(Wed)	1/15(Thu)	
ドル/円	東京9:00	119.79	118.24	118.32	117.83	117.44	
	High	119.88	119.32	118.85	117.95	117.94	
	Low	118.42	118.10	117.53	116.07	116.15	
	NY 17:00	118.52	118.37	117.92	117.34	116.15	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1791	1.1870	1.1832	1.1777	1.1784	
	High	1.1846	1.1871	1.1859	1.1846	1.1792	
	Low	1.1762	1.1787	1.1753	1.1728	1.1568	
	NY 17:00	1.1840	1.1833	1.1771	1.1789	1.1631	
ユーロ/円	東京9:00	141.24	140.40	140.00	138.75	138.40	
	High	141.36	140.88	140.51	138.88	138.78	
	Low	140.20	139.77	138.34	137.02	135.00	
	NY 17:00	140.35	140.05	138.88	138.32	135.20	
日経平均株価		17,197.73	17,197.73	17,087.71	16,795.96	17,108.70	
TOPIX		1,380.58	1,380.58	1,374.69	1,357.98	1,376.60	
NYダウ工業株30種平均		17,737.37	17,640.84	17,613.68	17,427.09	17,320.71	
NASDAQ		4,704.07	4,664.71	4,661.50	4,639.32	4,570.82	
日本10年債		0.28%	0.28%	0.27%	0.26%	0.25%	
米国10年債		1.94%	1.91%	1.90%	1.86%	1.71%	
原油価格(WTI)		48.36	46.07	45.89	48.48	46.25	
金(NY)		1,222.52	1,233.26	1,230.75	1,228.70	1,262.73	

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

- ・来週最大の注目は、22日(木)に開催されるECB理事会であり、ECBが国債購入を通じた量的緩和(ソブリンQE)に着手するか否かが焦点となる。市場ではECBがソブリンQEを実施することはコンセンサスとなっているが、その導入時期が1月になるか、それとも3月になるかにおいては見方が割れている。1月7日に発表されたユーロ圏12月消費者物価指数(HICP、速報値)が前年比▲0.2%と約5年ぶりのマイナスとなったことで、「手ぶら」で1月の理事会をやり過ごすことは困難になったことは確かである。こうした中、14日には、欧州司法裁判所が既存の枠組みであるOMT(Outright Monetary Transaction)に対して「合法」との司法判断を下した。12月会合においてドラギECB総裁は「OMTは財政ファイナンスではなく、責務の範囲内なので、我々は多様な手段を使うことが可能」といった旨を述べており、もともと欧州司法裁判所の決断がソブリンQE導入の障害になる可能性は排除されていたが、これでその種のハードルは完全に取り除かれたと言える。今会合ではソブリンQE導入を発表した上で、それ以降の6週間を使って万全な策を練り、3月に満を持して詳細を公表するのではないかと見られる。
- ・本邦では、20～21日にかけて日銀金融政策決定会合が行われ、会合後には経済・物価情勢の展望(展望レポート)の中間評価も発表される。日銀は2014年10月に公表した展望レポートで、消費者物価指数見通し(除く生鮮食品、消費税引き上げの影響を除くケース)は2014年度が+1.2%、2015年度は+1.7%としているが、原油急落の影響を考慮し、どのような見通しとするかに関心が集まる。原油急落は短期的には物価を押し下げることになるが、中期的には日本経済に対してプラスの効果をもたらす公算が大きく、これは物価押し上げ要因となる。甘利経済再生担当相は13日の会見で、2015年度の政府の物価上昇率見通しが+1.4%になっていることに触れ、日銀の判断を見たいとの考えを示している。日銀は2014年10月会合において、物価見通しの引き下げとともにハロウィン緩和を決めたが、2015年度に2%の物価目標達成が難しくなる中、どのようなスタンスを見せてくるか注目である。
- ・米国では、21日(水)に12月住宅着工が発表される。11月の着工件数は前月比▲1.6%の年率102.8万件に減少したものの、9月と10月に大幅な伸びをみせたことや、一部地域で大雪の影響が出たとみられる。着工の先行指標となる11月の許可件数は前月比▲5.2%の年率103.5万件とこちらも減少しているが、変動の大きい集合住宅の落ち込みの影響が大きい。12月NAHB住宅市場指数は引き続き9年ぶり高水準を維持しており、住宅着工は底堅い推移が見込まれる(市場予想の中心:年率104.0万件)。また、23日(金)には12月中古住宅販売の発表がある。11月は前月比▲6.1%の年率493万件と予想外の大幅減となったが、中古住宅販売の先行指標となる11月中古住宅販売留保指数は前月比+0.8%と2か月ぶりに上昇しているほか、前月の反動も考慮すれば12月の販売は小幅に増加しよう(市場予想の中心:前月比+2.4%)。要人発言では、今晚にウィリアムズ・サンフランシスコ連銀総裁の講演があるほか、17日(土)にはロックハート・アトランタ連銀総裁の講演が予定されている。

	本 邦	海 外
1月16日(金)	・11月第三次産業活動指数	・米12月鉱工業生産 ・米1月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・米12月消費者物価
19日(月)	・11月鉱工業生産(確報)	
20日(火)		・一般教書演説
21日(水)	・11月景気動向指数(確報) ・日銀金融政策決定会合(20日～)	・米12月住宅着工
22日(木)	・金融経済月報	・ECB理事会
23日(金)		・米12月景気先行指数 ・米12月中古住宅販売

【当面の主要行事日程(2015年1月～)】

ギリシャ総選挙(1月25日)
 G20財務相・中央銀行総裁会議(2月9～10日、イスタンブール)
 日銀金融政策決定会合(2月17～18日、3月16～17日、4月7～8日)
 欧州中銀理事会(3月5日、4月15日、6月3日)
 米FOMC(1月27～28日、3月17～18日、4月28～29日)

3. スイス国立銀行の政策決定について～日本に突きつけられた「撤退戦の難しさ」～

文字通り奇襲

昨日、スイス国立銀行(中央銀行、以下 SNB)は、スイスフランの対ユーロの上限であった1ユーロ=1.20フランを廃止すると発表した。あわせて、政策金利であるフラン建て 3 か月物ロンドン銀行間取引金利(LIBOR)の誘導目標レンジを▲0.75%～+0.25%から▲1.25%～▲0.25%へと引き下げた。この決定を受けてスイスフランは対ユーロ及び対ドルで一時的約40%上昇し、対円でも 30%弱上昇する動きが見られた。強烈なスイスフラン高が輸出産業へ深刻な打撃をもたらすとの懸念から、同国の主要株式指数であるSMI、SSMIは9%弱下落し、最近25年で最大の下落を記録している。今回の決定を受けて、スイス大手時計メーカー幹部の「スイスの輸出や観光産業、最終的には経済全体への津波になる(15日、ロイター)」といった発言も報じられており、強烈な通貨高がもたらす輸出減速、物価下落、最終的にはデフレ定着という日本の経験が一気に押し寄せてきそうな懸念を覚えざるを得ない。それにしても、僅か3日前にダンティーヌSNB副総裁が「1か月弱前にあらゆる角度から状況を再評価したが、スイスフランの上限は今後も金融政策の基礎であるべきと確信している」と断言していたことに照らせば、今回の政策変更は文字通り奇襲である。決定に至った経緯に関し、声明文のポイントを列挙すると以下の通りである:

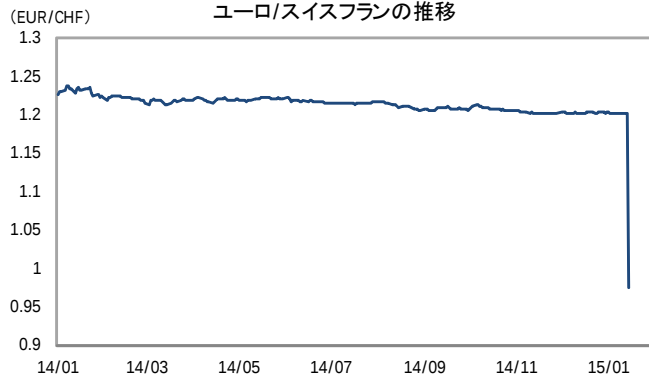
- (為替レートに上限を設けるという)例外的且つ一時的な手段はスイス経済を深刻な打撃から保護した。スイスフランは依然高いものの、上限導入に伴って過大評価は徐々に修正されている。
- ユーロは対ドルで急落しているものの、スイスフランも対ドルで弱くなっている。こうした状況下、SNBは対ユーロでの上限設定はもはや正当化されないとの結論に至った。
- 将来的な金融政策を考える上で、SNBは引き続き為替レートの状況を考慮する。それゆえ、もし必要ならば、為替市場においてアクティブで在り続け、金融状況に影響を与えるだろう。

建前上の理由としては、2011年9月6日以来続けられてきた対ユーロ相場の上限設定によりスイス経済は持ち直しており、対ユーロでの騰勢は依然として続くものの、対ドルで十分下落しているため上限設定は撤廃する、というものである。しかし、そもそもの問題意識はあくまで対ユーロ相場であったはずであり、ここに至って突然対ドル相場の動きを持ち出すことには違和感を覚える。100歩譲って足許に至るまでのドル/スイス相場の上昇がSNBに安心感を与えたのだとしても、図示されるようにその上幅は昨日全て吐き出した格好であり、声明文のロジックに照らせば、今直ぐにでも無限スイスフラン売り介入の再開が求められる状況である(ドル/スイスは2011年9月の水準まで上昇している)。事実、必要ならば今後も介入が有り得る可能性が示唆されており、ジョルダン総裁が会見で「現在の(スイスフランのクロスレート)の価値はフランがかなり過大評価されていることを示している。より持続的な水準まで再び下落するはずだ」、「現在の諸条件は2015年において、スイスの輸出業者にとって適切なものではなく、より妥当な水準に戻るはずだ」などと述べていることを踏まえれば、上限設定という極端な方法からは距離を置くにせよ、規模を緩めつつユーロ買い・スイスフラン売りを続ける公算は大きい。少なくともGDP比で10%以上の経常黒字で、財政収支は均衡というファンダメンタルズを踏まえればスイスフランは引き続き投資家にとって「買いたい通貨」に違いない。まして隣国の通貨ユーロがこの惨状では尚のこと、シフトは起きやすいはずだ。

上限撤廃に至った本当の理由:信認とバブルの問題

上限撤廃に至った本当の理由は別のところにあるのだろう。大きく分けて①中銀の信認維持、②バブルへの懸念の2点が懸念されたのではないかと思われる。①に関しては、ユーロの先安観に白旗をあげたとも言えるかもしれない。ユーロ相場の急落により、従前までに実施されたユーロ買い・スイスフラン売りは潜在的な含み損の累積を

ユーロ/スイスフランの推移



(資料) Bloomberg

ドル/スイスフランの推移



(資料) Bloomberg

もたらしている。来週 22 日(木)の理事会におけるソブリン QE 導入は元より、今後 ECB が緩和路線からの脱却が恐らく難しいだろうとの判断があったとすれば、もはやユーロ相場にはダウンサイドリスクしかない、という発想になる。ユーロ買い介入のもたらす損失の累積そしてその先に予想される中銀の債務超過を見据えるならば、敢えてユーロを買い進める必要はないとの判断は首肯できる。なお、この無限介入政策によって SNB の総資産はスイス名目 GDP の 80% にまで膨らんでいたが、これは米国や日本よりもかなり大きいイメージになる。直感的にも、経済規模に照らして相当無理な政策運営となっていたことは想像に難くなく、会見でもジョルダン総裁自身が「持続不可能な政策だった」との思いを吐露している。

しかし、理論的に自国通貨売りは無限に可能であり、中央銀行の債務超過など本質的には気にする必要はないため、やはり後者のバブル懸念も相応に気にされたのではないと思われる。上限設定以降のスイスでは無限介入のもたらす流動性が不動産バブルの芽を蒔いているとの懸念が燻っており、マクロブルーデンスの観点から無限介入政策が持続できないとの判断に至った可能性も十分考えられるだろう。少なくとも「対ドルでのスイスフランの騰勢が落ち着いたから」というのはあまりにも建前であり、本音は①や②にあると考えるのが自然である。

今後への教訓～SNB が教える撤退戦の難しさ～

今回の SNB の決定から得られる教訓は 2 つある。第一に、為替に対しては迂遠な金利ルートよりも直接的な決済(介入)ルートの方が効くということ、第二に持続可能性が疑われる政策の出口は相当なショックが訪れること、である。特に、今後の日本にとって後者が示唆する「撤退戦の難しさ」は非常に重要な教訓と考えられる。

前者に関しては、今回の SNB の決定では政策金利の誘導レンジを完全にマイナス圏まで引き下げるという踏み込んだ措置があったにも拘わらず、為替市場では意に介さずスイスフランが急騰した。逆サイドの話ではあるが、昨年 12 月、ロシア中銀が 6.5% の利上げを行ったにも拘わらずロシアルーブルの急落を殆ど止められなかったことが思い返される。こうした論点は幾ら金融緩和しても円高を止められず、断続的に円売り介入に追い込まれた日本の経験からも明らかだろう。結局、最終的に為替相場が不都合な方向に暴走した場合、金利ルートで踏み込んだ措置を行っても効果は発揮され難く、介入ルートを模索するしかないというのは今回の一件から改めて感じる事実である。だが、ロシアないし通貨危機に陥った多くの国がそうであったように「金利ルートの踏み込んだ措置」がもたらす副作用は残る。今回、為替相場に効かなくとも、「藁をもつかむ」思いで導入されたマイナス金利がスイスの実体経済にどのような影響を与えるのか、そもそも貸出を締め付ける(貸出金利に上乗せされる)ような動きが出ないのかどうかは注視していく必要がある。

日本にとって重要な教訓は後者だろう。上述したように、無限スイスフラン売り介入の撤退は一方向に全力でベット(bet)する政策の撤退戦の難しさを示している。緩やかにやろうとした FRB も、一度で済まそうとした SNB も結局はショックを避けることが出来なかった。殆ど無限に国債を買う勢いで行われている量的・質的金融緩和(QQE)の撤退戦が一筋縄でいかないであろうことも想像に難くない。前掲図に示したように、中銀総資産の名目 GDP 比率で見れば、足許では SNB が 80%、日銀が 57%、FRB が 25% といったイメージであり、まだ SNB と日銀の間には距離がある。だが、現行の QQE ペースで買い進めれば来年にも 80% に到達する可能性がある。本欄では 2015 年の抱えるリスクとして通貨政策と金融政策の捻じれ修正に伴い、円安懸念から QQE が後退的修正を迫れる可能性を指摘してきたが、本当にそうなった場合、一時的であるにせよ、強烈な円高・株安を余儀なくされるだろう。しかし、本当に恐ろしいのはその際に貿易赤字が殆ど復元されておらず、需給主導で円相場は大して上昇せず、株だけが下がる展開である。なお、名目 GDP の 80% まで中銀総資産を膨らませたスイスの消費者物価指数(CPI)が前年比で▲0.3%とむしろ下落していることも、QQE の今後について考えさせられる材料ではないか。

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。

経済指標カレンダー(2015年1月)

月	火	水	木	金	週末
			1	2 米国 建設支出(11月) 米国 ISM製造業景気指数(12月)	
5 日本 自動車販売台数(12月)	6 日本 マネタリーベース(12月) 米国 製造業新規受注(11月) 米国 ISM非製造業景気指数(12月)	7 米国 貿易収支(11月) 米国 FOMC議事要旨 ユーロ圏 失業率(11月) ユーロ圏 消費者物価(速報、12月)	8 米国 消費者信用残高(11月) ドイツ 製造業受注(11月)	9 日本 景気動向指数(速報、11月) 米国 雇用統計(12月) 米国 卸売売上高(11月) ドイツ 鉱工業生産(11月) ドイツ 貿易収支(11月)	
12 日本 成人の日 日本 日銀短観(12月調査)	13 日本 国際収支(11月) 日本 景気ウォッチャー調査(12月) 日本 貸出・預金動向(12月) 日本 *企業倒産件数(12月) 米国 財政収支(12月)	14 日本 マネーストック(12月) 米国 小売売上高(12月) 米国 企業在庫(11月) ユーロ圏 鉱工業生産(11月)	15 日本 機械受注(11月) 日本 企業物価(12月) 米国 生産者物価(12月) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(1月) 米国 フィラデルフィア連銀景気指数(1月) ユーロ圏 貿易収支(11月) ドイツ GDP(1次速報、10～12月期)	16 日本 第三次産業活動指数(11月) 米国 鉱工業生産(12月) 米国 消費者物価(12月) 米国 TICLレポート(対内対外証券投資、11月) ユーロ圏 消費者物価(速報、12月)	
19 日本 鉱工業生産(速報、11月) ユーロ圏 経常収支(11月)	20 日本 日銀金融政策決定会合(～21日) ドイツ ZEW景況指数(1月)	21 日本 景気動向指数(速報、11月) 米国 住宅着工(12月)	22 日本 金融経済月報 ユーロ圏 ECB理事会	23 米国 景気先行指数(12月) 米国 中古住宅販売(12月)	
26 日本 貿易収支(12月) ドイツ IFO企業景況感指数(1月)	27 日本 企業向けサービス価格(12月) 米国 新築住宅販売(12月) 米国 耐久財受注(11月) 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(11月) 米国 FOMC(～28日) 米国 消費者信頼感指数(1月)	28	29 日本 商業販売統計(12月)	30 日本 鉱工業生産(速報、12月) 日本 労働力調査(12月) 日本 家計調査(12月) 日本 全国消費者物価(12月) 日本 東京都都区消費者物価(1月) 日本 新設住宅着工(12月) 米国 GDP(1次速報、10～12月期) 米国 シカゴPMI(1月) ユーロ圏 失業率(12月) ユーロ圏 消費者物価(速報、1月)	31 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、1月)

(注)*を付したものは公表予定が未定であることを示す。

経済指標カレンダー(2015年2月)

月	火	水	木	金	週末
2 日本 自動車販売台数(1月) 米国 個人所得・消費(12月) 米国 ISM製造業景気指数(1月) 米国 建設支出(12月)	3 日本 マネタリーベース(1月) 米国 製造業新規受注(12月)	4 米国 ISM非製造業景気指数(1月)	5 米国 貿易収支(12月) 米国 労働生産性(速報、10～12月期) ドイツ 製造業受注(12月)	6 日本 景気動向指数(速報、12月) 米国 雇用統計(1月) 米国 消費者信用残高(12月) ドイツ 鉱工業生産(12月)	
9 日本 国際収支(12月) 日本 貸出・預金動向(1月) 日本 *企業倒産件数(1月) 日本 景気ウォッチャー調査(1月) ドイツ 貿易収支(12月)	10 日本 第三次産業活動指数(12月) 日本 マネーストック(1月) 米国 卸売売上高(12月)	11 日本 建国記念の日 米国 財政収支(1月)	12 日本 企業物価(1月) 日本 機械受注(12月) 米国 小売売上高(1月) 米国 企業在庫(12月) ユーロ圏 鉱工業生産(12月)	13 ユーロ圏 GDP(1次速報、10～12月期) ユーロ圏 貿易収支(12月) ドイツ GDP(1次速報、10～12月期)	
16 日本 鉱工業生産(速報、12月) 日本 GDP(1次速報、10～12月期)	17 日本 日銀金融政策決定会合(～18日) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(2月) 米国 TICレポート(対内対外証券投資、12月) ドイツ ZEW景況指数(2月)	18 米国 生産者物価(1月) 米国 鉱工業生産(1月) 米国 住宅着工(1月) 米国 FOMC議事要旨	19 日本 貿易収支(1月) 日本 金融経済月報 日本 景気動向指数(速報、12月) 米国 フィラデルフィア連銀景気指数(2月) 米国 景気先行指数(1月) ユーロ圏 ECBユーロ圏経常収支(12月)	20	
23 米国 中古住宅販売(1月) ドイツ IFO企業景況感指数(2月)	24 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(12月) 米国 消費者信頼感指数(2月) ユーロ圏 消費者物価(速報、1月)	25 米国 新築住宅販売(1月)	26 米国 消費者物価(1月) 米国 耐久財受注(1月)	27 日本 労働力調査(1月) 日本 家計調査(1月) 日本 全国消費者物価(1月) 日本 東京都都区消費者物価(2月) 日本 商業販売統計(1月) 日本 鉱工業生産(速報、1月) 日本 新設住宅着工(1月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、2月) 米国 GDP(2次速報、10～12月期) 米国 シカゴPMI(2月)	

(注)*を付したものは公表予定が未定であることを示す。

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
2015年1月14日	本邦企業の海外進出と為替について
2015年1月13日	11月国際収支統計や12月対内対外証券投資について
2015年1月9日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳について(14年9月末時点)～ユーロ比率の大幅低下をどう読むか?～)
2015年1月8日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月7日	最近のユーロ相場に対する考え方
2015年1月5日	2015年、日米欧の3大コンセンサス
2014年12月26日	週末版
2014年12月25日	2015年の円相場～見通しのポイント～
2014年12月24日	2015年、最初のテーマはギリシャになるか?
2014年12月22日	ECB理事会、輪番制の解説
2014年12月19日	週末版
2014年12月18日	FOMC(12月17～18日開催分)を終えて
2014年12月17日	2014年の値幅と来年への含意～「97-98年」との比較～
2014年12月16日	最近の原油安について～混同しがちな因果関係～
2014年12月15日	衆院選挙後も注目はポリシーミックスの持続性
2014年12月12日	週末版
2014年12月11日	健在だったドル建て日経平均株価「150ドル」の壁
2014年12月10日	実質賃金と交易条件そして円安の関係
2014年12月9日	今、敢えて考える円高リスク
2014年12月8日	円安倒産報道に関し思うこと～円安の是非を超えて～
2014年12月5日	週末版(ECB 理事会を終えて～expectation(期待)以上、target(目標)未達のintention(意思)～)
2014年12月4日	最近のユーロ/ドル相場について
2014年12月3日	「日本売り」に対する所感～懸念は尚早だが…～
2014年12月2日	ECB 理事会(12月4日)プレビュー
2014年12月1日	原油価格下落が円・ドル・ユーロに与える影響について
2014年11月28日	週末版
2014年11月27日	最近のドラギ発言などを受けて～金購入なども含め～
2014年11月26日	GPIFの売買余地や基礎的需給への影響などについて
2014年11月25日	解散総選挙後のアベノミクスを待ち受けるもの
2014年11月21日	週末版
2014年11月20日	豪ドル資産の軟調が目立つ
2014年11月18日	過去の円安局面と違う2つの要素～実質金利と需給～
2014年11月17日	本邦7～9月期GDP～続く所得面の悪化～
2014年11月14日	週末版(2周年を迎えたアベノミクス～何が変わったのか～)
2014年11月11日	本邦9月国際収支統計などについて
2014年11月10日	【特別版】『中期為替相場見通し』の臨時改訂
2014年11月7日	週末版(ECB理事会を終えて～正式に始まった「量」への挑戦～)
2014年11月6日	当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス
2014年11月5日	ECB理事会プレビュー～現状維持を予想～
2014年11月4日	日銀金融政策決定会合(10月31日開催分)
2014年10月31日	週末版
2014年10月30日	FOMC声明文を受けて(10月28～29日開催分)
2014年10月28日	カバードボンド購入額をどう読むか?
2014年10月27日	欧州ストレステストを受けて～本当の勝負はこれから～
2014年10月24日	週末版(ユーロ圏PMIや域内のスラック(弛み)について～インフレ率が上がらない構造的背景～)
2014年10月23日	ECB社債購入を巡る3つの問題点
2014年10月22日	現時点の消費増税に対する市場の反応イメージについて
2014年10月21日	カバードボンド購入プログラム(CBPP3)などについて
2014年10月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2014年9月分)
2014年10月17日	週末版(米為替政策報告書について～ドル高容認か?～)
2014年10月16日	昨日の相場混乱について～ドル/円は適正な水準まで調整へ～
2014年10月15日	原油価格下落が日米欧金融政策に与える影響
2014年10月14日	G20を終えて～円とユーロで全く違う「通貨安の正当性」～
2014年10月10日	週末版(ドル/円相場の新しい節目～均衡水準は20%円安に?～)
2014年10月9日	FOMC議事要旨(9月16～17日開催分)を受けて
2014年10月8日	日銀金融政策決定会合を終えて～迫る期限の弾力化～
2014年10月7日	経済財政諮問会議(10/1)議事要旨を受けて
2014年10月6日	米9月雇用統計を終えて～経験則に照らせば利上げ?～
2014年10月3日	週末版(ECB理事会を終えて～需要不足と向き合うECB～)
2014年10月2日	短観9月調査に見る円安コストの陰
2014年10月1日	ECB理事会プレビュー～「量」を評価軸とする難しさ～
2014年9月29日	ドル高を阻むもの
2014年9月26日	週末版
2014年9月25日	安倍首相発言や最近の株高などについて
2014年9月24日	ドラギ総裁の欧州議会証言について～「量」の再強調～
2014年9月22日	ケアンズG20 財務相・中央銀行総裁会議を終えて
2014年9月19日	週末版(第1回ターゲット型長期流動性供給(TLTRO)について～厳しくなる「量」の追求路線～)
2014年9月18日	FOMC(9月16～17日)を終えて
2014年9月17日	ドル/円相場の水準感に係るヒント
2014年9月16日	スコットランド独立についての論点整理
2014年9月12日	週末版(必要なのは「円安前提の成長戦略」～心配しなくても円安は進む～)
2014年9月10日	官製相場となったユーロ相場への考察
2014年9月9日	円安を巡る財界要人発言を受けて～伸び悩む実質GDI～
2014年9月8日	本邦7月国際収支統計などについて
2014年9月5日	週末版(ECB理事会を終えて～官製相場の様相を呈してきたユーロ相場～)
2014年9月4日	9月レバトリの妥当性や今後の直接収益などについて
2014年9月3日	105円台を受けて～日米2年金利差からの推計値など～
2014年9月2日	再び迫る「市場のユーロ売りvs.SNBのユーロ買い」
2014年9月1日	ECB理事会プレビュー～最大の注目点は声明文?～
2014年8月29日	週末版
2014年8月27日	止まらない欧州金利の低下～財政が嫌なら介入のみ～
2014年8月26日	ドラギ総裁の「3本の矢」～驚きずくめのジャクソンホール講演～
2014年8月25日	イエレンFRB議長講演～「見たいように見る」相場～
2014年8月22日	週末版(ユーロ圏からの資金流出見られず～俗説に反するユーロ圏6月国際収支統計～)
2014年8月21日	FOMC議事要旨～「終わりの始まり」をどう考えるか～
2014年8月20日	本邦7月貿易収支などについて
2014年8月19日	最近のサービス収支動向～旅行収支は経常収支を支えるか～
2014年8月18日	ユーロショートカバーに備える地合い～3つの契機～
2014年8月15日	週末版(ユーロ圏4～6月期GDPなどを受けて～日本化議論は疑念を越え、予防的視点へ～)
2014年8月13日	本邦4～6月期GDP1次速報値などについて
2014年8月12日	「国際金融のジレンマ」がもたらす金融政策の通貨政策化
2014年8月11日	改めて認識する「放って置けば円安」シナリオ