

みずほマーケット・トピック(2015年3月9日)

## ECB 理事会を終えて～後ろめたさを見せたドラギ総裁～

先週5日のECB理事会後の記者会見では時節柄も手伝ってギリシャ関連の質問が多く出たが、こうした質疑の中で、ドラギ ECB 総裁は繰り返し「(ECBは)ルールに基づいた機関(a rule-based institution)」と表現した。特に、記者に詰められたわけでもないのにそのように連呼した辺りに、ギリシャ絡みの政策運営について、後ろめたさを感じている様子が窺える。注目される資産購入プログラム(QE)は本日からスタートするが、▲0.20%の罰金が科される状況下、豊富な超過準備を持つドイツの民間銀行がどの程度国債売却に応じるのかは定かではない。これまでの前例を踏襲し、その購入ペースは1週間後の16日に判明することになる。まずはこの金額の推移を丁寧にチェックしていくことが、「量」と「金利」の二兎を追うECBの状況を理解する上で重要になってくる。

### ～ドル相場は03年4月以来の高水準～

先週6日の米2月雇用統計は非農業部門雇用者数変化に関し、前月比29.5万人増と市場予想を大きく上回り、失業率も5.5%と前月比▲0.2ポイントも改善した。調査週における大雪の影響から下振れが懸念されていたムードとは裏腹に、極めて強い結果となり、市場では6月利上げとの声が強まっている。とはいえ、こうした状況下でドル相場は必然的に騰勢を強め、ドルインデックスは2003年4月以来の高水準をつけている。仮に、原油価格が下げ止まったとしてもこの今度はドル高経由の輸入物価下落がインフレ率を押し下げる展開が予想されており、筆者はやはり6月利上げは難しいのではないかと感じている(また、そうだとすると年内の追加利上げは厳しいだろう)。

### ～後ろめたさを見せたドラギ総裁～

ところで先週5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0.05%、市場の上限金利となる限界貸出金利を0.30%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利は▲0.20%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変わらず0.50%ポイントで据え置かれている。事前に言われていた通り、国債購入を対象とする量的緩和(QE、正式名称「the public sector purchase programme (PSPP)」)の詳細が公表され、特に会見の中で「預金ファシリティ金利(▲0.20%)までの国債を購入する」と述べたことがユーロ売りを誘い、対ドルでは一時2003年9月以来の1.10割れとなっている。QEの詳細に関しては別途本欄で整理したいが、月間600億ユーロの詳細が明らかにされたわけではない。今の所、カバードボンドやABS(資産担保証券)が概ね月100億ユーロ程度の購入になっていることを踏まえれば、国債は月400億ユーロ程度と推測されるが、後述するように、自らが設定した33%ルールに照らせば、相当タイトな運営を強いられる公算は大きい。

記者会見では時節柄も手伝ってギリシャ関連の質問が多く出ており、ECBの対ギリシャ与信残高

や緊急流動性支援 (ELA) の延長に言及があったのは新しい材料だった。こうしたギリシャ関連の質疑に絡めて、ドラギ ECB 総裁が計 4 回も ECB について「ルールに基づいた機関(a rule-based institution<sup>1</sup>)」と表現を使用したことは印象的であった。特に、記者に詰められたわけでもないのにそう連呼したのは、やはり後ろめたい運営を強いられているという本音があるからではないか。また、今回改定されたスタッフ経済見通しでは 2017 年の見通しが新たに加えられ、消費者物価指数 (HICP) が+1.8%と概ね目標に到達することが示された。当然にして本日 (9 日) からスタートする QE が奏功するとの前提に立つが、後述するようにその政策コンセプトは今一つ明瞭ではない。

### ～相変わらず混乱中の QE のコンセプト～

QE の詳細は ECB サイト上で「Implementation aspects of the public sector purchase programme (PSPP)」や「Q&A on the public sector purchase programme (PSPP)」といった格好で公表されており、ここで詳細な情報を確認できる。だが、その内容は「各国中銀 (NCBs) は購入内訳を決める裁量があるのか」、「ECB 出資金比率に従った購入はどの程度厳格に行われるのか。毎月チェックされるのか。それともプログラムの完了時に評価するのか」、「国際機関債を購入するのは国際機関が所在している国の NCBs なのか」といった込み入った論点が多く、別途本欄で整理したい。

市場で材料視された事実は、これらのペーパーで明らかにされた論点ではなく、「どこまでのマイナス利回りならば購入するのか」といった質問に対し、ドラギ総裁が述べた「どこまでのマイナスを我々が許容するかって？それは中銀預金金利までだ (how negative do we go? Until the deposit rate)」という回答である。この発言を受けて、市場の一部では「購入できる国債が枯渇すれば、預金ファシリティ金利のマイナス幅を拡げるのではないか」との観測が既に見られている。理事会後のユーロ相場下落はこの発言に拠るところがやはり大きいだらう。なお、ECB 初の議事要旨を取り扱った本欄 2015 年 2 月 20 日号『初の ECB 議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～』では、ECB 理事会内部が、現行の政策運営のコンセプトに関し、「量」なのか「金利」なのか軸が定まっていなと指摘したが、この「▲0.20%まで購入」との発言もその混乱の一端を示すものだろう。

TLTRO が満期を迎える 2018 年までに自身のバランスシートを 3 兆ユーロまで拡大したいという「量」の目標を掲げる状況下、マイナス金利幅の拡大を推測されるような情報発信を行うことはやはり矛盾していると言わざるを得ない。本場に「量」を蓄積したいのであれば、「民間銀行が ECB に資産を売却しやすい環境」、言い換えれば「民間銀行が資産売却の対価として受け取った流動性を運用しやすい環境」が必要になる。マイナス金利の適用ないしその拡大はそうした環境から遠ざかる措置である。「▲0.20%まで購入」発言は通貨の低め誘導には抜群の効果を発揮するが、「量」を積み上げるにあたっては一段とその難易度を高めるものだったと言える。

### ～導入前からマイナス金利定着の意味～

また、そもそも、まだ資産購入が始まってもない段階から多くの国債がマイナス化している事実は、将来的な出口を考える上で非常に重要である。普通に考えれば、これから ECB そして NCBs が購入する国債の多くは現状以上のマイナス幅の銘柄となる公算が大きい。とすれば、出口における資産売却で ECB が被るだろう損失は非常に大きなものにならざるを得ない。こうした論点は、少なくとも

<sup>1</sup> 正確には、a rules-based と a rule-based が混在しており、計 4 回。両者の違いは恐らくない。

も1月理事会の議事要旨を見る限り、議論の俎上には全く上っていない模様である。例えば、独連銀がこれから購入することになる自国国債の少なくない部分(現状6年物まで)がマイナス化しており、それ以上の年限についても歴史的な低利回りとなっている。仮にQEが奏功して景気が回復した場合、独連銀が売却する自国国債はかなり含み損が実現する格好になるだろう。潔癖主義の同行はそのリスクを容認しているのだろうか(容認するものにもNCBs経由の購入ウェイト引き上げを主張したのはドイツを筆頭とする健全国であったわけだが・・・)。

### ～金利を下げたいのか、量で心理面を改善したいのか～

1月議事要旨の段階で「price(価格)」と「spread(スプレッド)」の次元で言えば期待以上だが、「quantitative(量)」は当初の期待に届いていない」と二兎を追うような表現が出ていたことから分かる様に、結局、今のECB理事会は「QEを使って何がしたいのか」が定まっていなると言える。会見中、ドラギ総裁は資産購入プログラムの効果について「期待が第一、アナウンスメントが第二」といった趣旨の発言を行っているが<sup>2</sup>、肝心なのは購入スタート後の第三の効果として、实体经济にどのような影響があるか、である。この点、ドラギ総裁は域内の貸出金利が低位収斂することの効果を目指しており、「lower borrowing costs to the real economy」に期待を寄せている。要するに、政策効果としては金利ルートを企図していることになる。現状、スペイン10年金利が米国10年金利を下回る現状に表れるように、かつて問題になっていた金融機関の調達金利のfragmentation(分断化)は解決しつつあって、次の段階として「貸出金利の低下→貸出増加」を期待するのは分からなくはない。しかし、かつての日本の経験に照らせば貸出が増えないのは貸出金利の水準ではなく借入需要の大小に依存する部分が多い。金利の押し下げは今後期待されるものの、それがどの程度プラスに寄与するかは定かではない。

なお、ドラギ総裁は「通常のシグナル経路、信認経路、金利経路、資産効果そしてもちろん為替レートの効果も(the usual signalling channel, confidence channel, interest rate channels, wealth effects, and exchange rate effect of course)」などと諸々の効果にも言及しており、「量」の追求によってマインド面に訴えかけ、為替も含めた資産価格の変化を通じた押し上げ効果も希望しているように見受けられる。だが、後述するように、「量」の追求に当たっては上述の「▲0.20%」シーリングに加えて、自らが設定した「33%」ルールも足枷として存在する。QE導入という事実が目的化してしまい、建付けが非常に中途半端且つ逐次修正が効かないものになってしまっているのが実情だろう。QEの強みは適宜、資産購入の対象や金額を修正することで市場との心理戦を優位に進められることにあると筆者は考えるが、今のままではその強みはあまり発揮できそうにない。

### ～「rule-based」を連呼する後ろめたさ～

なお、ギリシャ騒動の直後(最中とも言えるが)ということもあって、ECBの対ギリシャ与信の在り方について、多くの質問が出た。また、キプロスのニコシアで開催されているということもあり、同じく更生プログラムの下にあるキプロスの扱いなどにも質問が飛び、ゲオルガジ・キプロス中銀総裁が回答するという場面も4回ほどあった。具体的には、ギリシャに対するELA枠を5億ユーロ拡大したこ

<sup>2</sup> 正確には「the expectation first and the announcement second, of our asset purchase programme has also been quite effective and quite positive」と述べていた。

と、ECB の対ギリシャ与信残高が過去 2 か月間で 500 億ユーロから 1000 億ユーロに拡大したこと（そしてそれはギリシャ GDP の 68%に相当すること）などに言及があった。また、現状では QE においてギリシャ国債を購入できない理由として、①改革プログラムにおいて審査中であること、②信用格付けが投資適格級に達していないこと、そして③既に 33%ルールに抵触していること、の 3 つが挙げられている。なお、①の理由はキプロスにも当て嵌まるため、今回の QE ではギリシャ及びキプロスの国債が対象外となる。

冒頭述べたように、今回、ドラギ総裁は「ルールに基づいた機関(a rule-based institution)」という普段はあまり出てこない単語を計 4 回も口にしている。4 回すべてがギリシャに対する質疑で飛び出したものであった。急進左派連合がトロイカの要求を突っぱねる状況で ELA を供給することに関し、恐らく理事会内でも相応の議論があったのではないかと推測される。ここでいうルールとは財政ファイナンスを禁じた EU 機能条約 123 条などを指しているそうだが、現実問題として ECB がギリシャ GDP の 68%もの与信を抱えているという事実は「ECB はギリシャ中銀のようなもの」という揶揄を惹き起こしても致し方ないだろう。今回、rule-based と繰り返した裏には、あくまでギリシャへの今次対応は事前に決められたルールに則ったものであり、済し崩し的に救済したわけではないという自戒にも似た主張を表したのではないかと筆者は感じている。

### ～ECB スタッフ見通しについて～

今回改訂されたスタッフ見通し(表)によれば実質 GDP 成長率見通しは 2015 年/2016 年/2017 年それぞれに関し、1.5%/1.9%/2.1%となっており、12 月時点(1.0%/1.5%/※発表なし)からは

ECBのスタッフ見通し(2015年3月)

	2014	2015	2016	2017
消費者物価上昇率(HICP) (前回:2014年12月)	0.4	▲0.3~0.3 (0.2~1.2)	0.8~2.2 (0.6~2.0)	1.0~2.6 -
実質GDP (前回:2014年12月)	0.9	1.1~1.9 (0.4~1.6)	0.8~3.0 (0.4~2.6)	0.9~3.3 -

(資料)ECB、為替レート(ユーロ/ドル)の前提は15年が1.14、16~17年は1.13。

上方修正されている。一方、HICP 見通しは 0.0%/1.5%/1.8%となっており、12 月時点(0.7%/1.3%/※発表なし)から 2015 年が大幅下方修正されたものの、2016 年から 2017 年にかけて加速する構図になっている。この強気の HICP 見通しに関しては、「コアインフレ率も低いままだが、2016 年にかけて上昇するのは原油価格の反発を見込んでいるからなのか。それとも経済見通しに強気でそれがコアインフレ率にも影響しているからなのか」といった質問が見られている。これに対し、ドラギ総裁は、スタッフ見通しは(上昇を想定している)原油先物をベースにしていると述べながらも、それだけではないことも強調している。具体的には、ECB の金融政策やそれに付随する為替相場の動き(≒ユーロの下落)、そして 2017 年にかけての GDP ギャップの縮小、実質可処分所得の堅調さ(原油価格だけではなく政策効果を受けたもの)がコアインフレ率を押し上げる見込みとしている。裏を返せば、現状のコアインフレ率の鈍化が原油価格といった市況要因だけではなく、これらファンダメンタルズに影響を受けた動きであることを暗に認めていると言えよう。先般の欧州委員会冬季経済予測も同様のトーンが見られたが<sup>3</sup>、ユーロ圏の物価低迷に関し、単に市況要因とは整理せず、構造要因も意識する流れはここにきて定着し始めてきている。

<sup>3</sup> 本欄 2015 年 2 月 17 日号『ユーロ圏 GDP や欧州委員会冬季経済予測を受けて』をご参照下さい。

また、ECB ウォッチの上では非常に重要となるキープレーズ、「二次的波及効果(second round effects)」も再三出てきている。2～3か月前までは原油価格下落によって人々のデフレマインドが深まり、将来的な値下がりへの懸念が消費・投資行動が抑制されるとの懸念があったが(要は二次的波及効果への懸念があったが)、足許の貯蓄率の底堅さや消費の増勢傾向を例に出しつつ、ECB の金融政策がこのデフレスパイラルに係る流れを断ち切ることに成功したとドラギ総裁は自賛している。

～今晚(9日)スタート、16日にチェック～

確かに、5年先5年物BEIなどを見る限り、ようやくインフレ期待は下げ止まっており、ディスインフレーションは最悪期を脱したかのような印象を受ける。しかし、まだ始まっていないQEを前にして政策運営を自画自賛し、勝利宣言に近いような肯定的評価を与えるのは気が早いように思われる。せめてQEが軌道に乗り、自身のバランスシート拡大と景気及び物価の浮揚が見えてきたところで中間的に総括すべきだろう。ドラギ総裁はQEについて「昨年6月に始まった一連の政策決定における最後の

ユーロ圏政府債務残高とQEの関係(10億ユーロ)

	2014年	「33%ルール」から算出される購入上限	出資比率	出資比率から算出される購入金額 (国債購入を400億×19か月=7600億と仮定) (D)=760×(C)	上限までの拡大余地
	(A)	(B)=(A)×33%	(C)	(D)=760×(C)	(B)-(D)
オーストリア	217	71	2.8%	21.2	50.3
ベルギー	317	105	3.5%	26.8	77.7
キプロス	6	2	0.2%	1.6	0.5
エストニア	0	0	0.3%	2.1	0.0
フィンランド	80	26	1.8%	13.6	12.7
フランス	1,341	443	20.1%	153.1	289.4
ドイツ	1,181	390	25.6%	194.3	195.4
ギリシャ	67	22	2.9%	22.0	0.0
アイルランド	116	38	1.6%	12.5	25.9
イタリア	1,620	535	17.5%	132.9	401.6
ラトビア	3.8	1	0.4%	3.0	-1.8
ルクセンブルグ	6	2	0.3%	2.2	-0.1
マルタ	5	2	0.1%	0.7	0.9
オランダ	329	108	5.7%	43.2	65.3
ポルトガル	108	36	2.5%	18.8	16.7
スロバキア	32	11	1.1%	8.3	2.2
スロベニア	19	6	0.5%	3.7	2.4
スペイン	733	242	12.6%	95.5	146.4
リトアニア	0	-	0.6%	4.5	0.0
ユーロ圏19か国	6,179	2,039	100.0%	760	1,279.1
QE(15年1月決定)	-	1,140	-	-	-

(資料)ECB ※14年時点のユーロ建てデータの無いリトアニアの政府債務はここでは無視している(無視できるほどの少額である)。QE(15年1月決定)は「600億×10か月」+「600億×9か月」の合計。債務残高はECBより「中央政府発行の長期政府債券有価証券」黄色で塗っている国は既に「33%ルール」の観点から購入が制限される国。

手段(the final set of measures of a series of decisions that have been taken starting in June)」とまで断言しており、見方によっては打ち止め宣言とも言える。しかし、仮に今後物価が思うように上がってこなかった場合(それが原油要因であるにせよ)、QEを巧く拡張できるのだろうか。例えばQEの最終的な「量」感はやはりドイツやフランスといった大国の金融機関が着実にECBへ国債を持ちこむことが必要になるが、▲0.20%の罰金が科される状況下、豊富な超過準備を持つドイツの民間銀行がどの程度国債売却に応じるのかは定かではない。

資産購入は本日(9日)からスタートするが、これまでの前例を踏襲し、その購入ペースは1週間後の16日に判明することになる。まずはこの金額の推移を丁寧にチェックしていくことが、「量」と「金利」の二兎を追うECBの状況を理解する上で重要になる。

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](mailto: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.mizuhoobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年3月6日	週末版
2015年2月27日	週末版
2015年2月26日	為替証拠金取引で外貨買いポジションが急増
2015年2月25日	イエレン議会証言を終えて～年央利上げに言質与えず～
2015年2月24日	円安シナリオをめぐる死角～リスク要因の点検～
2015年2月23日	ユーロ圏財務相会合を受けて～しばしの休息～
2015年2月20日	週末版(初のECB議事要旨公表を受けて～歴史に残る発行物に～)
2015年2月19日	本邦1月貿易収支について～輸出増に過信は禁物～
2015年2月18日	当面のギリシャ情勢に関する論点整理
2015年2月17日	ユーロ圏GDPや欧州委員会冬季経済予測を受けて
2015年2月16日	本邦10～12月期GDP(1次速報値)について
2015年2月13日	週末版(米国における雇用と物価の関係～デュアルマンドートの狭間で～)
2015年2月12日	イスタンブールG20を終えて～為替と財政への含意～
2015年2月10日	最近の対外証券投資とドル/円相場の関係について
2015年2月9日	本邦2014年国際収支状況を受けて～円買い復活?～
2015年2月6日	週末版
2015年2月4日	RBA利下げと今後の豪ドル相場の水準感について
2015年2月3日	独走するドイツの経常黒字が意味するもの
2015年2月2日	ユーロ圏12月消費者物価指数(HICP)について
2015年1月30日	週末版
2015年1月29日	FOMCを終えて～どこまでドル高に寛容か?～
2015年1月28日	改めて確認する通貨・金融政策の立ち位置
2015年1月27日	2014年貿易収支と円相場～円安見通しのリスク～
2015年1月26日	米ドル建て投資信託が好調
2015年1月23日	週末版(ECB理事会を終えて～今後の鍵は「25%ルール」の行方～)
2015年1月22日	日銀金融政策決定会合～ハロウィン・ロジックの行方～
2015年1月21日	ユーロ相場にまつわる資本フローについて
2015年1月20日	ECB理事会プレビュー～QE、4つのタイプ～
2015年1月19日	スイス関連のエクスポージャー～BIS統計より～
2015年1月16日	週末版(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」～)
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