

みずほマーケット・トピック(2015年12月24日)

## 【暫定版】中期為替相場見通し～ドル/円相場～

12月に入ってからECBの(期待外れの)追加緩和、FRBによる9年半ぶりの利上げ、日銀の現行路線への補完措置など三極の金融政策を巡って相応の動きが見られたため、これらを踏まえた上での暫定的な為替相場見通しは示しておきたい。結論から言えば、3つの会合を経ても、筆者の考えは大きく変わっておらず、11月30日発行の『中期為替相場見通し』で示した見通しは概ね据え置き。現状の為替市場では円安派と円高派で大きく見通しが偏っているようには思えず、一言で言えばコンセンサスが無い状態に見受けられる。だが、両者を分けているポイントは極めてシンプルな2点に尽きる。それは①FRBの正常化プロセスが持続すると思うか否か、②日銀の追加緩和が実施されると思うか否かに対するスタンスの違いである。筆者は双方の論点に関し否定的に見ているため、2016年は5年ぶりに円安・ドル高がピークアウトする可能性が高いと考えている

### ～暫定版の中期為替相場見通し:ドル/円相場～

今月は毎月末恒例の『中期為替相場見通し』の発行は行わないものの、12月に入ってからECBの(期待外れの)追加緩和、FRBによる9年半ぶりの利上げ、日銀の現行路線への補完措置など三極の金融政策を巡って相応の動きが見られたため、これらを踏まえた上での暫定的な見通しは示しておきたい(表、※公式のハウスビュー改定は1月29日発行予定の『中期為替相場見通し』で行います)。結論から言えば、3つの会合を経ても、筆者の考えは大きく変わっておらず、11月30日発行の『中期為替相場見通し』で示した見通しは概ね据え置きである。まず本日の本欄ではドル/円相場の中期見通しを議論し、明日はユーロ相場を議論したい。

今後1年間のドル/円相場に関し、筆者が想定している基本パスは2016年1～3月期こそ円安・ドル高の流れが続くものの、それ以後は円高・ドル安方向へ折り返すというものである。現状の為替市場では円安派と円高派で大きく見通しが偏っているようには思えず、一言で言えばコンセンサスが無い状態に見受けられる。だが、両者を分けているポイントは極めてシンプルな2点に尽きる。それは①FRBの正常化プロセスが持続すると思うか否か、②日銀の追加緩和が実施されると思うか否かに対するスタンスの違いである。筆者は双方の論点に関し否定的であるため、2016年は5年

#### <暫定的なドル、円、ユーロの見通し>

	2015年 1～12月(実績)	2016年 1～3月期	4～6月期	7～9月期	10～12月期	2017年 1～3月期
ドル/円	115.86 ～ 125.86 (120.87)	119 ～ 127 (123)	118 ～ 126 (122)	117 ～ 125 (120)	114 ～ 123 (116)	113 ～ 122 (115)
ユーロ/ドル	1.0458 ～ 1.2170 (1.0915)	1.05 ～ 1.11 (1.08)	1.08 ～ 1.14 (1.10)	1.10 ～ 1.16 (1.12)	1.11 ～ 1.18 (1.13)	1.11 ～ 1.20 (1.15)
ユーロ/円	126.94 ～ 145.30 (131.93)	128 ～ 135 (133)	129 ～ 136 (134)	130 ～ 137 (134)	131 ～ 140 (131)	132 ～ 141 (132)

(注) 1. 実績の欄は12月24日までで、カッコ内は12月24日の午前10時頃。 2. 実績値はブルームバーグの値などを参照。

3. 予想の欄のカッコ内は四半期末の予想レベル。 ※公式見通しは2016年1月29日公表予定の『中期為替相場見通し』で行います。

ぶりに円安・ドル高がピークアウトする可能性が高いと考えている。片や、5年連続の円安・ドル高を期待する向きは②については自信なさげでも、①はほぼ例外なく肯定的に見ている印象である。

### ～「ハト派なタカ派」という分かり難さ～

まず①に関し、筆者がFRBの正常化プロセスについて持続可能性を感じるできないのは、率直に言って、その理屈が分かり難いからということに尽きる。12月16～17日のFOMCでは9年半ぶりに利上げが行われたが、今後の利上げペースは「あくまで緩やかである」ことが強調された。「ハト派なタカ派」といべきか、「タカ派なハト派」といべきか迷うが、いずれにせよスタンスに確固たるポリシーや自信が無いように見えるのは筆者だけではないだろう。テーパリングを示唆した2013年5月のバーナンキショック以降、FRBの一挙手一投足を見ていて最も感じることは「そんなに不安なら止めれば良いのに」という率直な思いである。イエレンFRB議長の会見を見る限り、今次利上げを行う最大の理由は「今やらないと将来的に急激な利上げが必要になる。そうなったら混乱が起きるので今から少しずつ利上げしておく必要がある」という点にありそうだが、利上げをしなかった場合、本当にそのような手遅れになる局面が到来するのかどうか疑義は残る。未曾有の金融危機により深手を負った後であり、9年以上の長期間に亘って緩和的な環境を継続してきた今となつては、物価や銀行間金利の上昇などを確認した上で利上げを行うという姿勢でも良かったのではないか。かつて植田和雄・日銀審議委員は日銀の量的緩和解除のタイミングが注目を集めている最中、「経済データとそれに対する市場の反応が日銀を出口に連れて行ってくれる」と述べ、敢えてビハインドザカーブの政策運営で慎重を期することを主張したが、そうした考え方は今のFRBにとって示唆に富むものだろう。そもそも、景気が回復するに伴って超過準備が与信経路を介して暴発（貸出の急加速→バブル）を招くことを不安視するのであれば、まずは利上げよりもバランスシートの縮小が先に来るべきだったようにも思われる。

なお、筆者のように利上げのダメージを殊更不安視する意見に対して「0.25～0.50%ポイント程度の利上げならば耐えられる」という声も見聞きする。しかし、そもそも耐えられるか否かが議論的になるようでは利上げの適切なタイミングとは言えないのではないか。

### ～そもそも利上げを巡るロジックが分かり難い～

なお、FRBの正常化プロセスに関し、持続可能性に自信を持つ向きはドル高の悪影響は軽微と考えており、だからこそ年4回の利上げペースを前提とした円安・ドル高シナリオを描けると思われる。だが、『中期為替相場見通し』や本欄12月2日号『実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場』そして各種寄稿<sup>1</sup>でも議論したように、REERで見た場合、足許のドル相場の騰勢は歴史的に見ても特筆されるものがある。少なくとも、これほどの通貨高を意に介さないほど实体经济が強いのであれば、今年4月や6月に利上げ出来ていなかったことに違和感を覚える。結局、2013年5月以降、2年以上も対話の時間を設けたことで、しかもその間に他中銀では一段緩和が進められたこともあって、もはやドル相場は数回分の利上げを織り込んだと考えるべきではないだろうか。

<sup>1</sup> その他、東洋経済オンライン『2016年が5年ぶりの円高ドル安になる理由～実質実効相場で見れば今がそのとき～』、ロイター外国為替フォーラム『来年のドル円、米利上げ後の手掛かり』をご参照下さい。

繰り返して述べているように、過去の目立ったドル高局面としては2つ挙げられる。まず1つは、カーター政権によるドル防衛策(ドル買い協調介入、公定歩合や預金準備率引き上げなど)やボルカー元FRB議長による連続利上げに加え、イラン革命や旧ソ連のアフガン侵攻など「有事のドル買い」も重なりドル相場が急騰した1978～1985年の約7年間である。そしてもう1つがルービン米財務長官を擁し「強いドルは国益」との掛け声の下で通貨政策がドル高を志向し1995年から2002年までの約7年間である。



現状のドル高はそれらの時代と比較しても全く遜色がないペースで進んでいる(表)。また、過去2回のドル高局面が「望んで演出されたドル高」であったのに対し、今は明らかに「リスクファクターとしてのドル高」という色合いが強いという違いがある。ISM製造業景気指数や輸出金額、企業収益など、ドル高に足を取られ始めている実体経済の兆候はそこかしこに見られ、少なくとも過去2年と同様のペースで今後もドル相場が騰勢を強めると想定するのは無理筋に思える。

過去的大幅なドル高局面とのラフな比較

	上昇率 (①、%)	年数 (②)	年間上昇ペース (①÷②、%pts)
1978年～1985年	30	7	4.29
1995年～2002年	21	7	3.05
2013年～現在	15	2	7.28

(資料) FRB、スタート年の1月と終了年の12月に関し、broadベースのREERを比較。現在については2015年9月時点のREERを使用。

～日銀追加緩和に対する見方～

次に②の日銀の追加緩和を巡る考え方が、確かにこれは意見が分かれるところである。今年10月30日の日銀金融政策決定会合では実に44%のアナリストが追加緩和を見込んでいた(Bloombergサーベイ)。そうした観測の背景には、昨年10月31日のハロウィン緩和時の理屈と整合性を取るのであれば追加緩和は行われて当然という

ポリシーミックスの組み合わせ

	金融政策	財政政策	通貨政策	政策意図	日米欧では..
①	緩和	緩和	通貨安	不況脱却、デフレスパイラル回避	アベノミクス当初の日本
②	緩和	緩和	通貨高	×	今の日本?
③	緩和	引締め	通貨安	景気下支え	ユーロ圏
④	緩和	引締め	通貨高	×	
⑤	引締め	緩和	通貨安	×	
⑥	引締め	緩和	通貨高	経常黒字縮小、景気過熱防止	米国(※)
⑦	引締め	引締め	通貨安	×	
⑧	引締め	引締め	通貨高	景気過熱防止	

(資料) 筆者作成による。×は実現不可能なポリシーミックス。(※) 緊縮的な財政運営の縛りが緩くなりつつあるという意味で、米国は⑥に位置付けた。

思いがあったとみられる。「追加緩和なし」をハウスビューの前提とする筆者からしてもその気持ちは良く分かる。黒田日銀の奇襲癖を踏まえれば、執行部の強気スタンスとは裏腹に、追加緩和はいつ行われても不思議ではない。折しも12月18日の日銀会合では突如として現行路線を補強する

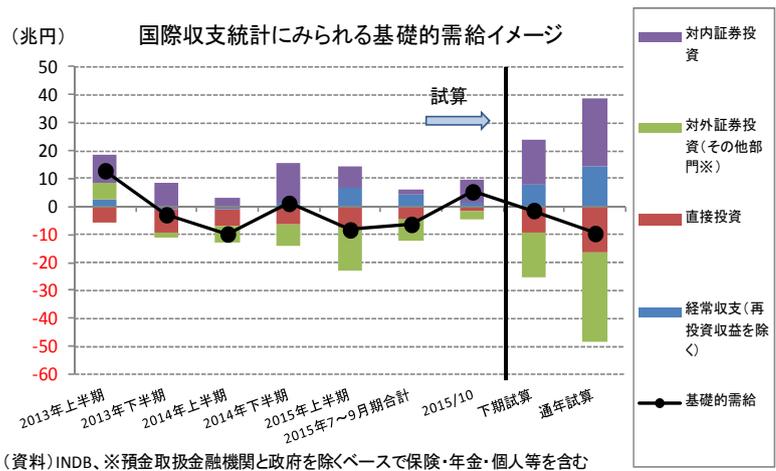
かのような決定が行われたが、あのような挙動に出ることを予想していた向きは皆無に近い。今後もそのようなことは十分起こり得るだろう。

だが、本欄では繰り返し論じているように、2014年までと2015年以降の政策環境に関する最大の違いは、政府の通貨政策と日銀の金融政策の捻じれが隠しようのないほど強まっているという点にある。筆者は1年以上前から同論点の重要性を説いてきたが<sup>2</sup>、やはり今年に入ってから金融政策で物価高(≒通貨安)を目指し、通貨政策では過度な通貨安を避けようとする日本のポリシーミックスの矛盾が際立ち始めている(前頁表)。円安を追求すれば必然、物価上昇が付いてくる。これはアベノミクスが当初企図した通りの動きだが、もはや政府の所管する通貨政策としてこれを快く受け入れる状況には見えない。首相自らが携帯料金の引き下げを指示したり、軽減税率を巡る公明党案が導入に向けて議論されたりしている状況などを踏まえれば、円安発・輸入物価経由の物価高がこれ以上、政府・与党において甘受されるとは思えない。円安が進んだ結果、輸入物価経由で実質賃金が下がるという経路は過去2年で明らかになっており、政府の司る通貨政策として安易に円安を認めるわけにはいかないというのが胸の内と思われる。追加緩和を行うためには家計部門の購買力を削ぐという覚悟が必要だが、少なくとも国政選挙を前にした政府・与党がこれにゴーサインを出すのは難しいと思われる。

こうした状況にも拘わらず追加緩和の芽が消えないのは株価と円安の間の正相関が未だに健在だからだろう。追加緩和によって実質賃金は下がり、恐らくGDPの上でも景気は押し下げられる公算が大きい、同時に株価が上がる公算も大きい。株価上昇が内閣支持率の押し上げに寄与すると判断された場合、政府と日銀の利害は追加緩和で一致することができる。要するに、今の日本の通貨・金融政策は「株価か、実質賃金か」の二者択一を迫られている段階にある。筆者のメインシナリオは後者が重視されるというものであり、それゆえに日銀の追加緩和はリスクシナリオの範疇である。しかし、12月の日銀金融政策決定会合で将来の追加緩和に向けての「環境整備」が行われたことは、そのリスクシナリオの確率を高めるものとして警戒すべきとは考えている<sup>3</sup>。

### ～円相場の基礎的需給環境～

冒頭述べたように、市場の見方を大きく分けているのは上述した①や②のような日米金融政策に関する前提と思われるが、見通しを作る上では当然、基礎的な需給環境の現状と展望は押さえておかねばならない。本欄で円相場予想の指針としている基礎的需給バランス(以下基礎的需給、図)を見れば、年初来1～10月合計で約▲9.1兆円の円売り超過というイメージになる。下期(7～12月期)という意味ではあと2か月を残す状況だが、仮に11～12月期も足



<sup>2</sup> 例えば2014年11月6日号『当面は温存されそうな実現不可能なポリシーミックス』をご参照下さい。

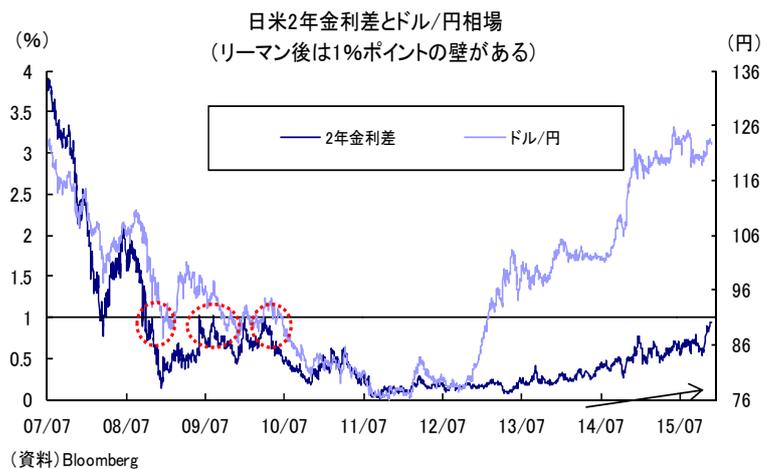
<sup>3</sup> 本欄2015年12月21日号『日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～』をご参照下さい。

許までのペースが続いた場合、下期の基礎的需給は約▲1.3兆円の円売り超過に着地する見込みとなり、年間で見れば約▲10兆円規模に達する。年間10兆円前後の円売り超過は2013年以降の円安局面ではコンスタントに見られているものであり、今年の需給環境も過去2年から大きな変化はなく、円安を支える主因となったと推測される。

本欄では「2015年は対外証券投資が円売り需給をけん引する」との見通しを貫いてきたが、年初来の円相場に起きていることはその見通しに沿ったものと言える。下期に入ってから原油安を背景とする輸入減少や第一次所得収支黒字の積み上げを主因として経常黒字の着実な積み上げが継続しているものの、対外証券投資や対外直接投資がこれらを相殺して余りある構図が続いており、ドル/円相場が需給面から簡単に底割れする雰囲気は今のところない。

本欄のメインシナリオでは、こうした基礎的需給を巡る構図が劇的に変わることを想定していない。過去最大・最速ペースで買い越しが続いた今年と比べれば迫力は衰えるだろうが、国内の金利環境を踏まえれば引き続き対外証券投資が押し出される状況は2016年も存在するだろう。実際問題として、国内の投資家にとってドル以外の運用先は乏しいのが現状である。米実体経済がドル高に耐えられないとの懸念はあるにせよ、事実として金利差が拡大している以上、ドル高が継続する芽は残る。当面は次回(3月 or 4月)利上げを模索するファイティングポーズが続く可能性が大きいと思われ、これに応じて米金利は堅調を維持しそうである。

例えば、短期的なドル/円のドライバーとして機能してきた日米2年金利差はいよいよリーマンショック後に到達することのなかった「1%ポイントの壁」に到達しようとしており(図)、少なくとも2016年1~3月期に関しては、円安・ドル高が引張られる展開を予想しておきたい。この際、2016年1~3月期には2015年6月につけた高値(125.86円)を抜ける可能性も想定している。しかし、ここでも2016年を通せば、「日米両政府に望まれない円安・ドル高に関し持続性は無い」という本欄の基本的な見方が重要になる。これまで繰り返し述べてきているように、旺盛な対外証券投資は「FRBの正常化プロセスが順当に進んでいること」という大前提に支えられていることを忘れてはならず、この点について、2016年は風向きが変わる可能性が高いというのが筆者の考えである。



### ～メインシナリオへのリスク:アップサイドとダウンサイド～

以上の様なFRB及び日銀に対する見方から、筆者は2016年におけるドル/円相場の続伸は期待できないと考えている。但し、当然、メインシナリオの他にリスクシナリオもある。

まず、2016年も円安・ドル高となるリスク(アップサイドリスク)としては何が考えられるか。第一に米経済が予想外に底堅く、FRBの正常化プロセスが想定以上に巧くいくということである。その場合、順当にドル高相場が続き、ドル/円相場も5年連続の円安を目指すことになる。だが、既に述べたよ

うに、ドル高局面は相応に長く、しかも速いものになっている。足許の物価動向の弱さを踏まえれば、連続的な利上げとそれに応じた堅調な景気回復というセットは両立させるのが難しいと考えられる。第二に、日銀が追加緩和を行うと

メインシナリオに対して考えられるリスクは・・・？

		リスク要因	備考	方向感
米国	①	FRB正常化の継続	・意外にも米経済が堅調で、連続的な利上げ、そしてB/S縮小の議論にまで到達。	円安ドル高
	②	ドル需要の逼迫継続	・規制等、各種要因でドルの調達難が慢性化。	円安ドル高
日本	③	追加緩和	・政権支持率の低迷を受け、参院選前に株価対策へ。実質所得環境は無視・・・。	円安ドル高
	④	日銀のテーパリング	・2%到達を視野にテーパリング。	円高ドル安
欧州	⑤	継続的なマイナス金利拡大	・例えばスウェーデンのような▲100bpを目指すなど。	円安ドル高

(資料)筆者作成

ということである。これは2016年7月の参院選を前に株価を下支えたいという政治的配慮が家計部門の実質所得を回復させたいという政治的配慮に勝るといふ展開である。しかし、安倍首相を筆頭とする高官発言を踏まえる限り、現状ではやはり考え難い。第三<sup>4</sup>に、足許のドル調達を巡るひっ迫状況が続くということである。11月以降に見られたドル調達コストの急騰は利上げ前、年末越えという季節要因が意識された結果、際立ってドル需要が高まっているとの側面が強そうだが、それ以前に構造的な各種規制要因が寄与しているという側面も指摘される。端的に言えば「簡単にドルを放出するわけにはいかない」プレイヤーが増える中で、ドルの希少価値が実体経済の強弱とは別に上がって行ってしまふ可能性は否めない。

一方、メインシナリオで想定する以上に円高・ドル安になるリスク(ダウンサイドリスク)としては、米経済の好循環が遂に終焉を迎え、金融政策は正常化どころか追加緩和(例えばQE4など)が必要とされるような展開が考えられる。この場合、日本における如何なる政策運営にも拘わらず、円高・ドル安が加速することになろう。繰り返し述べたように、REERで見れば行き過ぎた円安であることに疑いは無く、本格的な調整が訪れた場合の震度はかなり大きなものになる可能性は秘めている。なお、日銀のQQEが巻き戻される展開なども同様の値動きを引き起こすリスクとして注目されるが、消費増税を控えた予測期間中にそのようなことが起きるとは思えない

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](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。

<sup>4</sup> 本欄 2015年11月13日号『ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資』をご参照下さい。

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.mizuohobank.co.jp/forex/econ.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2015年12月22日	完全雇用の背後にあるもの～景気と雇用のズレ～
2015年12月21日	日銀金融政策決定会合～QQE2.5の読み方～
2015年12月18日	週末版
2015年12月17日	FOMCを終えて～ドル/円見通しに影響なし～
2015年12月16日	日米金利差から見る現状のドル/円相場
2015年12月14日	日銀短観12月調査～後がない想定為替レート～
2015年12月11日	週末版(ECBのバランスシート拡大について～「2016年6月」に向けての進捗状況～原油価格下落のG3通貨への含意)
2015年12月9日	原油価格下落のG3通貨への含意
2015年12月8日	本邦10月国際収支統計と円相場の需給について
2015年12月7日	ECBはどうしたら踏み込むのか？今後のユーロ相場は？
2015年12月4日	週末版(ECB理事会を終えて～「故意的な失望」は軽ばぬ先の杖か～)
2015年12月3日	イエレン講演や限界に迫るドル買い相場
2015年12月2日	実質実効為替相場(REER)で見る、ドル相場・円相場
2015年12月1日	ECB理事会プレビューの補足～超日銀化現象～
2015年11月27日	週末版
2015年11月26日	追加緩和後のユーロ相場～また、「下落の時代」？～
2015年11月25日	ECB理事会プレビュー(12月3日開催分)～3つの緩和メニュー～
2015年11月24日	ECB理事会議事要旨～「未知の領域」への不安も～
2015年11月20日	週末版
2015年11月17日	本邦7～9月期GDPを受けて～最近のULC動向～
2015年11月16日	仏同時多発テロを受けて～政治統合か、瓦解か～
2015年11月13日	週末版(ドル調達コストの急騰について～「割に合わない」ムードが強まる対外証券投資～)
2015年11月12日	12月ECB緩和を阻むもの～戻ってしまったインフレ期待～
2015年11月11日	米輸入物価下落が示す「不況の輸入」
2015年11月10日	本邦9月国際収支統計と円相場の需給について
2015年11月9日	米10月雇用統計を受けて～問題は「何回できるか」～
2015年11月6日	週末版(ECBの「次の一手」を考える～預金ファンリシティ金利のマイナス幅はどこまでいくのか～)
2015年11月4日	3度目の正直に挑む、ドル/円相場の年間値幅
2015年11月2日	日銀金融政策決定会合を終えて～幻滅リスク回避も・・・～
2015年10月30日	週末版
2015年10月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年9月分)
2015年10月28日	FOMC声明文のプレビュー～注目すべき3点～
2015年10月27日	振り出しに戻った投機筋の円売り～2つの理由～
2015年10月26日	ECB緩和予告は日銀を追い詰めたと言えるのか？
2015年10月23日	週末版(ECB理事会を終えて～止まりそうにない金融政策の通貨政策化～)
2015年10月21日	米為替政策報告書について～我慢の限界は近い？～
2015年10月20日	日銀金融政策決定会合プレビュー(10月30日開催分)
2015年10月19日	ECB理事会プレビュー(10月22日開催分)
2015年10月16日	週末版(ユーロ相場の乱高下を受けて～迫るHICPのマイナス常態化と追加緩和～)
2015年10月15日	米利上げを再検討すべき時期に
2015年10月14日	ドイツ経済に見られ始めた失速の兆候
2015年10月13日	正当性を増すブレイナードFRB理事のスタンス
2015年10月9日	週末版(ECB理事会議事要旨(9月2～3日開催分)～崩れるインフレ期待？～)
2015年10月8日	本邦8月国際収支統計と円相場の需給について
2015年10月7日	IMF秋季世界経済見通し～利上げ不安は高まるばかり～
2015年10月6日	「利上げの好機」を逸したか～待ちくたびれる雇用回復～
2015年10月5日	米9月雇用統計～皮肉な円安シナリオの延命も？～
2015年10月2日	週末版(外貨準備構成通貨の内訳(15年6月末時点)～中国報告開始の影響を考える～)
2015年10月1日	日銀短観9月調査～追加緩和の行方は？～
2015年9月29日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年8月分)
2015年9月28日	物価測定に照らしたドル/円相場の現状と展望
2015年9月25日	週末版(名目GDP600兆円への道～新「3本の矢」が目指すところ～)
2015年9月24日	欧州難民危機は統合深化の試金石に
2015年9月18日	週末版(FOMCを終えて(9月16～17日開催分)～期代論への未練がましい執着～)
2015年9月17日	日銀4～6月期資金循環統計について
2015年9月16日	判断を迫られる通貨・金融政策～株価が実質賃金か～
2015年9月15日	投機筋の円ショート縮小をどう読むか？～その②～
2015年9月14日	ポスト債務危機の様相を呈してきた欧州難民危機
2015年9月11日	週末版(ドル/円相場の水準感～上値と下値の用途の考え方～)
2015年9月10日	ユーロ圏経済の現状と展望及びユーロ相場について
2015年9月8日	本邦7月国際収支統計と円相場の需給について
2015年9月7日	アンカラG20を終えて～分があるのほどちらの主張か～
2015年9月4日	週末版(ECB理事会を終えて～FOMCIに先手を打ったECB～)
2015年9月3日	ECB理事会プレビュー～APP延長示唆か？～
2015年9月2日	国際金融のトリレンマから読む中国の外貨準備減少
2015年8月28日	週末版
2015年8月27日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」②
2015年8月26日	混乱を受けたドル/円相場の見直し改定について【暫定】
2015年8月25日	円相場の観点で見つめ直す日経平均株価の水準感
2015年8月24日	世界同時株安で台頭する「リスク回避のユーロ買い」
2015年8月21日	週末版(FOMC議事要旨(7月28～29日開催分)を受けて～「断固たる覚悟」は見えず～)
2015年8月19日	本邦7月貿易統計を受けて
2015年8月17日	日米欧4～6月期GDPを受けて
2015年8月14日	週末版(ECB理事会議事要旨(7月15～16日開催分)について～no reason for complacency～)
2015年8月13日	人民元切り下げとそれに付随する論点～その②～
2015年8月12日	人民元切り下げとそれに付随する論点
2015年8月11日	2015年上半年における円相場の基礎的需給環境
2015年8月10日	2016年日銀金融政策決定会合日程を受けて
2015年8月7日	週末版
2015年7月31日	週末版
2015年7月30日	FOMCを終えて～吹けば飛ぶような利上げ期待～
2015年7月29日	内閣支持率低下とドル/円相場
2015年7月28日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2015年6月分)
2015年7月27日	第三次金融支援でギリシャは幸せになれるのか
2015年7月24日	週末版(NZドルの現状と展望について～購買力平価(PPP)や実質実効為替相場(REER)からの評価～)
2015年7月23日	ユーロキャリー取引の妥当性を考える
2015年7月17日	週末版(ECB理事会を終えて～見直されるLLR機能～)
2015年7月16日	日銀金融政策決定会合を受けて
2015年7月15日	GPFI運用状況(15年3月末)から試算する円売り余力
2015年7月14日	ギリシャ第三次金融支援合意について
2015年7月13日	ユーロ圏、72時間以内の緊縮可決を要求
2015年7月10日	週末版(本当に本当の最後の会合～不安な「ギリシャ後の展開」～)