

みずほマーケット・トピック(2016 年 8 月 19 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:円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、IS バランスなどの観点から～

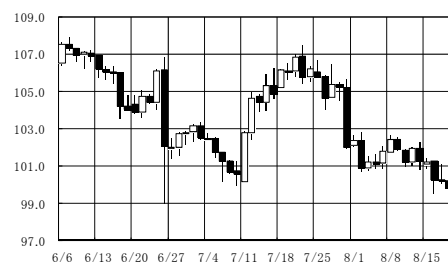
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- ・今週のドル/円相場は上値重い展開。週初 15 日、101 円台前半でオープンしたドル/円相場は、日経平均株価が下落幅を縮小する動きや実需によるドル買い期待などから一時週高値となる 101.46 円まで上昇。その後、ドル/円は 101 円を割り込む場面も見られたが、米金利上昇を背景に再び 101 円台前半まで反発した。16 日は夏季休暇で薄商いの中、まとまった円買いや米 7 月消費者物価指数(CPI)の市場予想を下回る結果が嫌気され、ドル/円は一週安値となる 99.55 円まで下落。しかし、ダドリーNY 連銀総裁が、9 月の利上げの可能性を示唆したことからドル/円は 100 円台まで反発した。17 日には日経平均株価の上昇にドル/円も 101 円台前半まで連れ高となるも、欧米株価が軟調推移し、クロス円の下落も相俟ってドル/円は 100 円台前半まで下落。その後発表された FOMC 議事要旨は市場予想ほどタカ派ではなく、利上げに慎重との観測が広がるドル売りが強まり、ドル/円は 100 円近辺まで値を下げた。18 日は、特段材料のない中、シドニー時間に 100 円を割り込むと、アジア時間のドル/円は 99 円台後半まで下落した。好調な英経済指標にポンド/円が上昇し、ドル/円も 100 円台半ばまで上昇する場面が見られるも、前日の FOMC 議事要旨を受けたドル売りや米金利低下を背景に、99 円台後半で上値重く推移した。本日にかけてのドル/円はやや値を戻すも 100 円台前半で小動きとなっている。
- ・今週のユーロ相場は上昇する展開。週初 15 日、1.11 台後半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週安値となる 1.1152 をつけるも、その後は 1.11 台後半で動意に乏しい推移が継続。16 日は、ドル売り優勢地合いの中、米 7 月 CPI の結果を嫌気しドル売りが強まると、ユーロ/ドルは一時 1.13 台前半まで上昇したが、ダドリーNY 連銀総裁の発言を受けたドルの買い戻しに 1.12 台半ばまで下落した。17 日は、軟調な NY ダウ平均の動きを受けたユーロ/円の売りや FOMC 議事要旨を受けて一端はドル買いが進む動きに、ユーロ/ドルは 1.12 台前半まで弱含むも、利上げに慎重との観測が改めて広がるドル売りが強まり 1.13 台前半まで上昇した。18 日、前日の FOMC 議事要旨を受けてドル売り優勢地合いの中、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1366 まで上昇。本日にかけても、ユーロ/ドルは 1.13 台前半で底堅い推移が継続している。

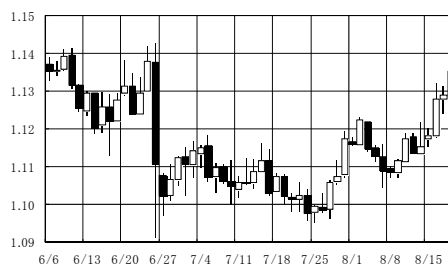
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週				
		8/12(Fri)	8/15(Mon)	8/16(Tue)	8/17(Wed)	8/18(Thu)	
ドル/円	東京9:00	101.84	101.26	101.26	100.17	99.93	
	High	102.28	101.46	101.26	101.16	100.51	
	Low	100.82	100.87	99.55	100.04	99.65	
	NY 17:00	101.30	101.25	100.30	100.28	99.88	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1138	1.1164	1.1181	1.1278	1.1299	
	High	1.1222	1.1204	1.1323	1.1316	1.1366	
	Low	1.1132	1.1152	1.1177	1.1240	1.1288	
	NY 17:00	1.1155	1.1182	1.1279	1.1291	1.1355	
ユーロ/円	東京9:00	113.42	113.05	113.21	113.00	112.90	
	High	114.03	113.28	113.27	113.92	113.70	
	Low	112.74	112.69	112.35	112.83	112.65	
	NY 17:00	113.06	113.25	113.12	113.21	113.44	
日経平均株価		16,919.92	16,869.56	16,596.51	16,745.64	16,486.01	
TOPIX		1,323.22	1,316.63	1,298.47	1,311.13	1,290.79	
NYダウ工業株30種平均		18,576.47	18,636.05	18,552.02	18,573.94	18,597.70	
NASDAQ		5,232.90	5,262.02	5,227.11	5,228.66	5,240.15	
日本10年債		-0.10%	-0.09%	-0.09%	-0.07%	-0.08%	
米国10年債		1.51%	1.56%	1.57%	1.55%	1.54%	
原油価格(WTI)		44.49	45.71	46.58	46.79	48.22	
金(NY)		1,343.20	1,344.60	1,356.90	1,348.80	1,357.20	

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

- ・ 米国では、25 日(木)～27 日(土)にワイオミング州ジャクソンホールにて年次経済シンポジウムが開催される。昨年の同会議を欠席したイエレンFRB 議長だが、今回は出席し26 日(金)に講演を行う予定である。17 日に発表されたFOMC(7 月 26 日～27 日開催分)議事要旨においては、早期利上げを主張するメンバーは一部に止まり、大半のメンバーは米経済指標の更なる結果を確認する必要があるとし、様子見姿勢を維持した。そのため、イエレン議長の講演についても、利上げ時期が示唆される可能性は低く、引き続き国内・海外の経済情勢を注視していくという内容に止まるだろう。そのため、金融市場に与える影響は限定的になると考える。このほか、26 日(金)に4～6 月期 GDP(2 次速報値)の発表が予定されている。1 次速報値は、在庫の寄与度が大幅にマイナスになったことで、前期比年率+1.2%と市場予想(同+2.5%)を大きく下回る結果となった。4～6 月期貿易収支の改定も小幅に止まっており、2 次速報値については、ほぼ変わらず同+1.1%になると市場では見込まれている。そのほかの経済指標については、23 日(火)に7 月新築住宅販売件数、24 日(水)に7 月中古住宅販売件数が発表される予定である。
- ・ 本邦では、26 日(金)に7 月全国消費者物価指数(CPI)の発表が予定されている。原油など商品価格が低水準に止まっていることに加え、年初からの円高基調を背景に輸入価格が下落したことにより、全国 CPI は直近3 か月で前年比マイナスとなっている。7 月については、ドル/円の上値が重い中、原油が急落しているため、引き続き輸入物価の下落を背景に前年比マイナスになると見込む。なお、食料(酒類除く)・エネルギーを除く総合指数(所謂コアコア指数)も6 月は前年比+0.4%と約1 年振りの低い伸び率となっており、日本のインフレ率が持ち直す兆しは今のところ見られない。
- ・ 欧州では、24 日(水)に独4～6 月期 GDP(確報値)、25 日(木)に独8 月 IFO 企業景況感指数、26 日(金)に仏4～6 月期 GDP(速報値)及び英4～6 月期 GDP(改定値)の発表が予定されている。

	本 邦	海 外
8 月 19 日(金)	_____	_____
22 日(月)	_____	_____
23 日(火)	_____	・米7 月新築住宅販売
24 日(水)	・6 月景気動向指数(確報)	・米7 月中古住宅販売 ・ユーロ圏8 月製造業 PMI/サービス業 PMI ・独4～6 月期 GDP(確報)
25 日(木)	・7 月企業向けサービス価格	・米7 月耐久財受注 ・米経済シンポジウム(ジャクソンホール、～27 日) ・独8 月 IFO 企業景況感指数
26 日(金)	・8 月東京都都区部・7 月全国消費者物価	・米4～6 月期 GDP(2 次速報) ・米8 月ミシガン大学消費者マインド(確報)

【当面の主要行事日程(2016 年9 月～)】

ECB 理事会(9 月 8 日、10 月 20 日、12 月 8 日)
 ユーロ圏財務相理事会・EU 経済・財務相理事会(9 月 9～10 日、ブラチスラバ)
 米 FOMC(9 月 20～21 日、11 月 1～2 日、12 月 13～14 日)
 日銀金融政策決定会合(9 月 20～21 日、10 月 31～11 月 1 日、12 月 19～20 日)

3. 円安・円高の正しい評価とは～交易条件、実質所得、IS バランスなどの観点から～

80 年代後半以来の交易条件改善

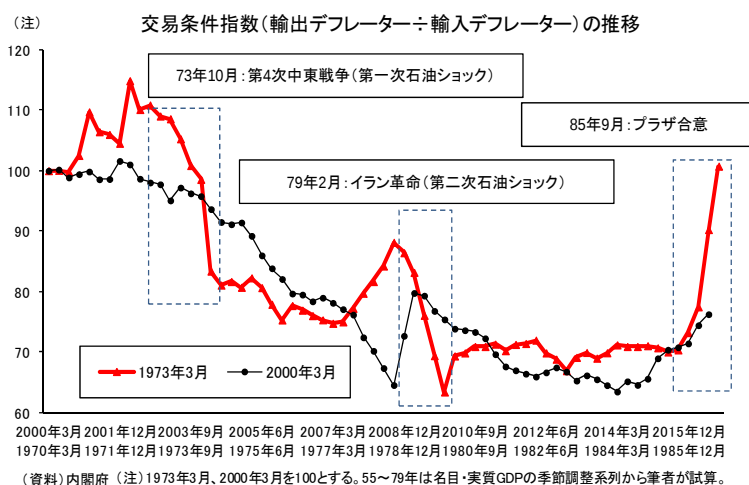
本欄 2016 年 8 月 15 日号『本邦 4～6 月期 GDP～実質所得環境は改善中～』でも言及したが、円高と原油価格の低位安定は日本経済における交易条件の改善を促すものである。国内経済が供給制約に陥っていることを踏まえれば、円高を条件反射的に全面悪として切って捨てることには慎重でありたい。プラザ合意後にも円相場の急騰と原油価格の下落

(いわゆる逆石油ショック) が同時発生し、交易条件の急改善を経験したが、現在のそれは当時に匹敵する震度と見受

けられる(図)。当時の日銀はプラザ合意に起因する「円高不況」からの回復を企図して大幅な金融緩和に踏み切り、1985 年末～1987 年初頭にかけて連続的に利下げ(公定歩合引き下げ)を行った。交易条件の改善を背景として実質所得環境が上向き、国内経済も(今とは違って)通貨安で輸出を加速させるだけの供給能力があった中で金融緩和に踏み切ったことが、その後のバブル膨張そして破裂へと繋がったとの言説は多い。かつて白川元日銀総裁は「円高は、やや長い目でみると、輸入物価の下落を通じ、交易条件の改善、すなわち、日本全体の実質所得の増加に繋がるという効果も有しています」と述べ¹、同様の趣旨の発言をその後も繰り返していた。

円安がもたらした所得移転

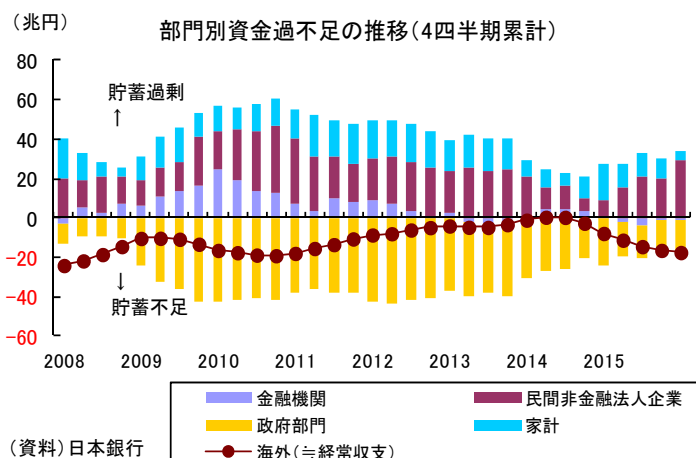
そうした白川元総裁の発言は危機時の円高地合いを後押しするものとして痛烈な批判を浴びたものの、今となっては一考に値するものである。上述した本欄でも述べたように、供給制約に直面している日本では円安が輸出増を通じて国内経済を押し上げる経路が断たれている。実際、実体経済のパイ拡大は見られておらず、2014 年以降の 10 四半期中 4 期がマイナス成長、1 期がゼロ成長という仕上がりになっている。投入した政策資源に照らせば十分な成果とは言いがたい。不動産価格の上昇は見られているが、都心部に限った局所的な現象である。唯一、株価は目に見えて上がっており、これがアベノミクスの成果であることは間違いない。しかし、「株が上がって困る人はいない」のはその通りにしても、家計部門は「困りもしないが喜びもしなかった」というのが実態に近い。例えば「株価上昇を背景とした資産効果によって個人消費を加速させる」という現象について、納得感が得られる市井の人々は多くないはずである。輸出を数量的に増やせない通貨安は単に輸入物価経由で消費者物価指数(CPI)を押し上げるだけであり、それは交易条件の悪化を通じて家計部門の実質所得を押し下げることに繋がる。確かに、過去 3 年間の円安で輸出企業は潤い、税収は伸びたので政府部門も潤ったが、家計部門には目立った恩恵は感じられない(もちろん、名目ベースでの賃金は上昇したが、実質ベースでの成果は芳しいものと



¹ 『最近の金融経済情勢と金融政策運営』日本銀行総裁 白川方明、2010 年 11 月 29 日

は言えない)。結局、円安発・輸入物価経由の物価高は家計部門から企業部門への所得移転を進め、その企業部門から政府部門への納税額が増えたということではないか。

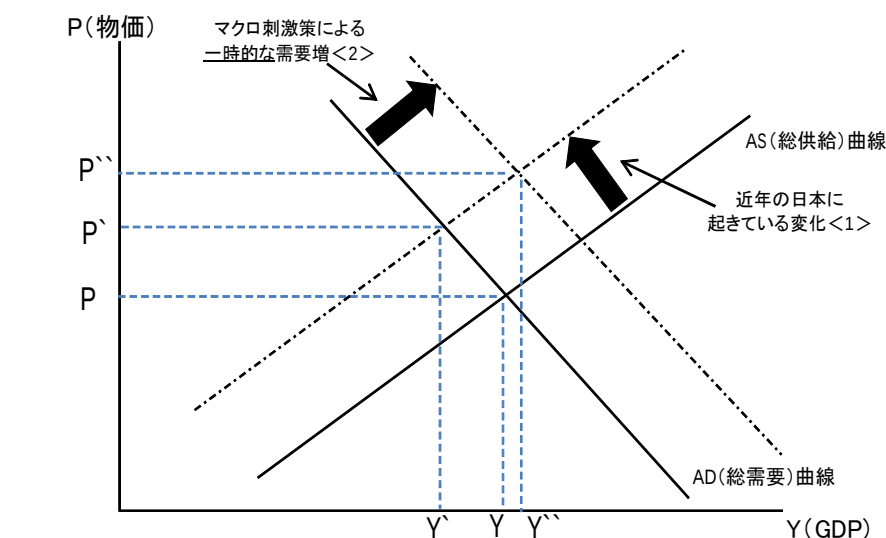
この点は一国経済の動学的な資源配分を考える上での要である貯蓄・投資（IS）バランスで見ても確認できる。IS バランスの近況を見ると、企業部門の貯蓄過剰が増加する一方で、家計部門の貯蓄過剰は減少しており、過去 3 年間に於ける日本の民間部門の蓄えが、企業の増収増益から得られるイメージほど拡大しているわけではないことが分かる（図）。やはり過去 3 年間の円安が日本のマクロ経済バランスにもたらしたものは、「家計→企業→政府」の国内 3 部門にまたがる所得移転だったという疑いは抱かれる。



インフレ増税からインフレ減税へ

目下、金融政策に関しては、マイナス金利付き量的・質的金融緩和（QQEN）の総括的検証が進められている最中ではあるが、上述したような分析を踏まえる限り、QQEN による円安がもたらした成果は「軽度のインフレ課税による財政の改善」という整理になるのかもしれない。日本では過去 2 年間で 2 度、消費増税の先送りが決断され、今秋には大型補正予算が組まれるなど、財政再建の歩みが止まっている。だが、一国の公的債務を減らすには①財政再建、②高成長、③インフレ課税のどれかしかない。①が一向に進まず、そもそも②が現実的な国では公的債務は問題視されないことを思えば、やはり過去 3 年で起きたことは、③だったように感じられる。

なお、こうした一連の動きは、マクロ経済学の基本に沿ったものでもあった。供給制約が生じている状態ではインフレ圧力は増しやすく（図中<1>の動き、 $P \rightarrow P'$ への上昇）、そこへ金融・財政面での需要刺激を図ればさらにインフレが高進する（図中<2>の動き、 $P' \rightarrow P''$ への上昇）。この際、短期的には GDP は Y から Y'' へ拡大するものの、上昇した P'' という物価水準により実質所得は押



し下げられ、中長期的には GDP は当初の Y よりも低く、物価は当初の P よりも高いという状況に収束することになる。ラフに言えば、供給制約下での円安はインフレ課税という増税により最終的に需要を

減らし、それが GDP 全体を下押しする可能性が高いということである。

本日の日本経済新聞朝刊 2 面では人手不足の長期化を背景として派遣社員の時給上昇が止まらないとの報道があった。現状、CPI に代表される一般物価が抑制されているのは原油価格が低位安定していることに加え、こうした人件費上昇がまだ企業努力によって吸収されている段階にあるためと推測される。だが、この状況が徐々に極まっていけば、どこかで価格転嫁が起こり、物価は上昇し始める。企業としては景気過熱に応じた前向きな価格転嫁ではないため、実質所得はやはり毀損が想定される。

いずれにせよ、近年の円安がインフレ増税という形で家計部門の実質所得を圧迫したのだとすれば、少なくとも円高はインフレ減税という形で実質所得の押し上げに繋がり得るはずである。供給制約の下で家計部門の実質所得を防衛するには、少なくとも理論的には円安よりも円高が支持される芽がある。

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(2016年8月)

月		火		水		木		金		週末	
1		2		3		4		5			
日本 自動車販売台数(7月) 米国 ISM製造業景気指数(7月) 米国 建設支出(6月)		日本 マネタリーベース(7月) 米国 個人所得・消費(6月)		日本 日銀金融政策決定会合議事要旨 (6月15～16日開催分) 米国 ADP雇用統計(7月) 米国 ISM非製造業新規受注(7月)		米国 製造業新規受注(6月) 米国 耐久財受注(確報、6月)		日本 景気動向指数(速報、6月) 日本 毎月勤労統計(6月) 米国 雇用統計(6月) 米国 貿易収支(6月) 米国 消費者信用残高(6月) ドイツ 製造業受注(6月) ドイツ 鉱工業生産(6月)			
8		9		10		11		12			
日本 国際収支(6月) 日本 貸出・預金動向(7月) 日本 景気ウォッチャー調査(7月) 日本 企業倒産件数(7月) 日本 金融政策決定会合による主な意見 (7月28～29日開催分) 米国 労働市場情勢指数(7月)		日本 マネーストック(7月) 米国 卸売売上高(6月) 米国 労働生産性(速報、4～6月期) ドイツ 貿易収支(6月)		日本 機械受注(6月) 日本 企業物価(7月) 日本 第三次産業活動指数6月) 米国 財政収支(7月)		日本 山の日		米国 小売売上高(7月) 米国 生産者物価(7月) 米国 企業在庫(6月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(8月) ユーロ圏 鉱工業生産(6月) ユーロ圏 GDP(速報、4～6月期) ドイツ GDP(速報、4～6月期)			
15		16		17		18		19			
日本 GDP(速報、4～6月期) 日本 鉱工業生産(速報、6月) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(8月) 米国 TICレポート(対内対外証券投資、6月)		米国 住宅着工(7月) 米国 消費者物価(7月) 米国 鉱工業生産(7月) ユーロ圏 貿易収支(6月) ドイツ ZEW景況指数(8月)		米国 FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)		日本 貿易収支(7月) 米国 景気先行指数(7月) 米国 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(8月) ユーロ圏 経常収支(6月) ユーロ圏 消費者物価(確報値、7月)					
22		23		24		25		26			
		米国 新築住宅販売(7月)		日本 景気動向指数(確報、6月) 米国 中古住宅販売(7月) ユーロ圏 製造業PMI、サービス業PMI(8月) ドイツ GDP(速報、4～6月期)		日本 企業向けサービス価格(7月) 米国 耐久財受注(7月) 米国 経済シンポジウム(ジャクソンホール、～27日) ドイツ IFO企業景況指数(8月)		日本 全国消費者物価(7月) 日本 東京都都区消費者物価(8月) 米国 GDP(第2次速報、4～6月期) 米国 ミシガン大学消費者マインド(確報、8月)			
29		30		31							
米国 個人所得・消費(7月) 米国 PCEコアデフレーター(7月)		日本 労働力調査(7月) 日本 家計調査(7月) 日本 商業販売統計(7月) 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(6月) 米国 消費者信頼感指数(8月)		日本 鉱工業生産(速報、7月) 日本 新設住宅着工(7月) 米国 ADP雇用統計(8月) 米国 シカゴ購買部協会景気指数(8月) ユーロ圏 失業率(7月)							

(注)*を付したものは公表予定が未定であることを示す。
〔資料〕ブルームバーグ等より、みずほ銀行作成

経済指標カレンダー(2016年9月)

月	火	水	木	金	週末
			1 日本 法人企業統計(4～6月期) 日本 自動車販売台数(8月) 米国 労働生産性(確報、4～6月期) 米国 建設支出(7月) 米国 ISM製造業景気指数(8月)	2 日本 マネタリーベース(8月) 米国 雇用統計(8月) 米国 貿易収支(7月) 米国 製造業新規受注(7月) 米国 耐久財受注(確報、7月)	G20(浙江省杭州・サミット、4～5日)
5 日本 毎月勤労統計(7月)	6 米国 労働市場情勢指数(8月) 米国 ISM非製造業景気指数(8月) ユーロ圏 GDP(確報、4～6月期) ドイツ 製造業受注(7月)	7 日本 景気動向指数(速報、7月) 米国 ページ・ブック ドイツ 鉱工業生産(7月)	8 日本 国際収支(7月) 日本 GDP(確報、4～6月期) 日本 貸出・預金動向(8月) 日本 景気ウォッチャー調査(8月) 日本 企業倒産件数(8月) 米国 消費者信用残高(7月) ユーロ圏 ECB理事会(フランクフルト)	9 日本 マネーストック(8月) 日本 第三次産業活動指数(7月) 日本 即売売上高(7月) ユーロ圏 財務相会合(ブラチスラバ(スロバキア)) ドイツ 貿易収支(7月)	10 ユーロ圏 EU経済・財務相理事会(ブラチスラバ)
12 日本 機械受注(7月) 日本 企業物価(8月)	13 日本 法人企業景気予測調査(7～9月期) 米国 財政収支(8月) ドイツ ZEW景況指数(9月)	14 日本 鉱工業生産(確報、7月) ユーロ圏 鉱工業生産(7月)	15 米国 経常収支(4～6月期) 米国 小売売上高(8月) 米国 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(9月) 米国 生産者物価(8月) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(9月) 米国 鉱工業生産(8月) 米国 企業在庫(7月) ユーロ圏 消費者物価(確報、8月) ユーロ圏 貿易収支(7月)	16 米国 消費者物価(8月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、9月) 米国 TICレポート(対内対外証券投資、7月) ユーロ圏 EU首脳会議(ブラチスラバ)	
19 日本 敬老の日 ユーロ圏 経常収支(7月)	20 日本 金融政策決定会合(～21日) 米国 FOMC(～21日) 米国 住宅着工(8月)	21 日本 貿易収支(8月)	22 日本 秋分の日 米国 中古住宅販売(8月) 米国 景気先行指数(8月)	23 ユーロ圏 製造業PMI、サービス業PMI(9月)	
26 日本 景気動向指数(確報、7月) 米国 新築住宅販売(8月) ドイツ IFO企業景況指数(9月)	27 日本 日銀金融政策決定会合議事要旨(7月28～29日開催分) 日本 企業向けサービス価格(8月) 米国 S&P/ケース・シラー住宅価格(7月) 米国 消費者信頼感指数(9月)	28 米国 耐久財受注(速報、8月)	29 日本 商業販売統計(8月) 米国 GDP(3次速報、4～6月期)	30 日本 金融政策決定会合による主な意見(9月20～21日開催分) 日本 労働力調査(8月) 日本 家計調査(8月) 日本 全国消費者物価(8月) 日本 東京都都区消費者物価(9月) 日本 鉱工業生産(速報、8月) 日本 住宅着工(8月) 米国 個人所得・消費(8月) 米国 PCEコアデフレーター(8月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(確報、9月) ユーロ圏 失業率(8月) ユーロ圏 消費者物価(速報、9月)	

(注)*を付したものは公表予定が未定であることを示す。
(資料)ブルームバーグ等より、みずほ銀行作成

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.mizuho-bank.co.jp/forex/esgn.html>

発行年月日	過去6か月のタイトル
2016年8月18日	FOMC議事要旨(7月26～27日開催分)～自信喪失?～
2016年8月17日	「円買い」ではなく「ドル売り」に主導された円高
2016年8月16日	リスクシナリオとしての世界経済の底打ち機運
2016年8月15日	本邦4～6月期GDP～実質所得環境は改善中～
2016年8月12日	週末版(人民元ショックから1年～『国際金融のトリレンマ』に照らしたおさらい)
2016年8月10日	円相場の基礎的需給環境～2016年上半期～
2016年8月5日	週末版(総括的検証で問われるべきは「戦術」ではなく「戦略」の妥当性～『失敗の本質』は何か～)
2016年8月4日	イタリア問題Q&A～Italeaveまで至るか否か～
2016年8月3日	今一度確認しておきたい米利上げとドル高の意味
2016年8月2日	欧州銀行に対するストレステスト～残るイタリアへの不安～
2016年8月1日	日銀金融政策決定会合を終えて(7月28～29日開催分)
2016年7月29日	週末版
2016年7月28日	FOMCを終えて(7月26～27日開催分)
2016年7月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年6月分)
2016年7月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「嵐」の前の静けさ～)
2016年7月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー(7月28～29日開催分)
2016年7月20日	明らかになり始めたBrexitの下押し圧力について
2016年7月19日	「空気を読まない」EU政策当局への危機感
2016年7月15日	週末版(ECB理事会プレビュー～現状維持も「次の一手」は近い～)
2016年7月14日	危う過ぎるヘリマネ議論～円の信認を「叩き壊す」政策～
2016年7月13日	ドル/円相場、急騰の解釈～「木」ではなく「森」を見るべき～
2016年7月11日	米6月雇用統計～いよいよ論議が漂い始めた米利上げ～
2016年7月8日	週末版(円相場の基礎的需給環境について～頭打ちの経常黒字～)
2016年7月7日	FOMC議事要旨～崩れ始めるファイティングポーズ～
2016年7月4日	経験則に学ぶドル/円相場の「波」～簡単には終わらず～
2016年7月1日	週末版(BrexitにEUの責任はないのか?～ユーロ圏を「監獄」にしないために～)
2016年6月27日	Brexit後のリスク要因再点検～トランプリスクとFRB緩和リスク～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年5月分)
2016年6月24日	週末版
2016年6月23日	TLTRO II プレビュー～6月23日、もう1つの論点～
2016年6月21日	英国のEU離脱(Brexit)とユーロ相場見通し
2016年6月20日	英議員殺害で思い返されるアンナ・リンド事件
2016年6月17日	週末版(日銀金融政策決定会合を終えて～「No」と言う勇気と奇襲の「ツケ」～)
2016年6月16日	FOMCを終えて～「利上げの有無」を超えて～
2016年6月15日	英国のEU離脱(Brexit)を巡るQ&A
2016年6月14日	ドル/円相場、水準感の整理～攻守交代の時～
2016年6月10日	週末版(7月以降、ECBは現状維持を貫けるか～戻らないHICPIに苦しめられる公算～)
2016年6月9日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2016年6月8日	円相場の基礎的需給環境について
2016年6月7日	イエレンFRB議長講演と米雇用情勢について
2016年6月6日	米5月雇用統計～もはや正常化以前の問題か～
2016年6月3日	週末版(ECB理事会を終えて～2周年を迎えたマイナス金利～)
2016年6月2日	消費増税先送り「悪い円安」論について
2016年6月1日	年内「最後の円安」に備える時か
2016年5月30日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016 年4月分)
2016年5月27日	週末版(本日のトピック:ECB理事会プレビュー～目玉政策を控えて現状維持～)
2016年5月26日	投機ポジションにおける「ドル買い」の正体
2016年5月25日	米通貨・金融政策の捻じれ～「ドル高の罠」から抜けられず～
2016年5月23日	仙台G7 を終えて～論点変わらず見通しに影響なし～
2016年5月20日	週末版
2016年5月18日	本邦1～3月期GDP～「不都合な結果」とはならず～
2016年5月17日	ECBのバランスシートとユーロ相場の関係などについて
2016年5月16日	消費増税先送り報道と市場への影響などについて
2016年5月13日	週末版(マイナス金利導入から3か月～外的要因に圧倒される状況続く～)
2016年5月12日	円相場の基礎的需給環境について～第1四半期を終えて～
2016年5月11日	伊勢志摩合意に必要なドイツの説得
2016年5月9日	薄れる米雇用統計の影響力～「量」と「質」の捻じれも懸念～
2016年5月6日	週末版(米為替政策報告書と「秩序的(orderly)」について～結局はドル高が辛くなっただけ～)
2016年4月28日	日銀金融政策決定会合～「良い球」を逃した結末は……～
	週末版(FOMCを終えて～論点は変わらずドル高懸念～)
2016年4月26日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2016年3月分)
	「原油価格上昇&円安」をどう考えるべきか?
2016年4月25日	3週間ぶりの111円台を受けて～想定通りの円安～
2016年4月22日	週末版(ECB理事会を終えて～「不都合な真実」を黙殺したドラギ総裁～)
2016年4月21日	日銀金融政策決定会合プレビュー～日銀版TLTRO2か～
2016年4月20日	ECB理事会プレビュー～強まる日本化・円化・日銀化～
2016年4月19日	震災と為替～2011年3月を参考にすべきか?～
2016年4月18日	G20を終えて～追加緩和、「やるなら今」か?～
2016年4月15日	週末版(黒田総裁NY講演を受けて思うこと～「最凶の緩和スキーム」にならないために～)
2016年4月14日	ドル高、金利上昇に脆弱な米経済の現状
2016年4月13日	通貨安競争回避で最も分が悪いユーロ圏(≒ドイツ)
2016年4月12日	散えて探す円安材料と国際的文脈の踏まえ方
2016年4月11日	円高を巡るQ&A～よくある照会の論点整理～
2016年4月8日	週末版
2016年4月7日	FOMC議事要旨(3月15～16日開催分)
2016年4月6日	ドル/円相場、110円割れの読み方
2016年4月5日	深まるユーロ圏のデフレーションとユーロ高懸念
2016年4月4日	QQE3周年と海外の反応～米国講演を踏まえて～
2016年4月1日	週末版
2016年3月28日	日銀、「5分で読めるマイナス金利」に思うこと
2016年3月25日	週末版
2016年3月24日	ユーロ相場、再考～実質金利、PPP、実質実効為替相場～
2016年3月23日	ブリュッセルテロを受けて～目立つ英ポンドの動揺～
2016年3月22日	ユーロ圏経常黒字とユーロ相場の近況について
2016年3月18日	週末版(過去2か月のG3通貨相場から言えること～基軸通貨には逆らえず～)
2016年3月17日	FOMCを終えて～やはり「2回出来れば御の字」の米利上げ～
2016年3月16日	日銀金融政策決定会合について～際立つECBとの対比～
2016年3月15日	TLTRO2に関するQ&A～侮れない、その実力～
2016年3月14日	求められる、市場期待に対して「No」と言う勇気
2016年3月11日	週末版(ECB理事会を終えて～悔やまれる満点回答～)
2016年3月10日	日銀会合プレビュー～「Mr.Kurodaは気にしない」のか?～
2016年3月4日	週末版
2016年3月3日	今年が「円高の年」なら、まだ底は深い～過去30年の経験則～