

みずほマーケット・トピック(2017 年 12 月 1 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:「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～	

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/円相場は上昇する展開。週初 11 月 27 日に 111 円台半ばでオープンしたドル/円は、111 円台後半まで値を上げたが、対ユーロでのドル売りや米 10 年債金利の低下を受けて一時週安値となる 110.85 円まで値を下げた。その後は米 10 月新築住宅販売数の良好な結果を受け 111 円台前半まで反発し、28 日は米 11 月消費者信頼感指数が 17 年ぶりとなる高水準を記録する中で堅調に推移。一時値を下げる局面があったものの、英国と EU が離脱清算金で大筋合意との報道を受けたポンド/円の急騰に連れ高となり、さらに米上院予算委員会で税制改革法案が可決すると 111 円台後半まで続伸した。29 日は、北朝鮮が新型大陸間弾道ミサイル(ICBM)を発射した後、重大発表を行うとの報道に 111 円台前半まで値を下げた。しかし、イエレン FRB 議長の議会証言で「米経済は一段と強さを増した」、「物価低迷は一時的要因を反映している」といったタカ派なコメントが注目を集めるとドル/円はじり高となり、米 7～9 月期 GDP(2 次速報)などの経済指標が良好な結果になると 112 円台前半まで上昇した。30 日は 112 円近辺で揉み合い推移していたが、日経平均株価の上昇を背景に 112 円台半ばまで上昇。その後、月末需要に絡むドル売りフローにより 111 円台後半まで急落したが、米共和党の重鎮であるマケイン上院議員が税制改革法案に支持を表明するとドル/円は 112 円台後半まで急反発した。本日も一時週高値をつけ 112 円台半ばで底堅く推移している。
- ・ 今週のユーロ/ドル相場は週後半に買い戻される展開。週初 11 月 27 日に 1.19 台前半でオープンしたユーロ/ドルは、メルケル独首相が率いるキリスト教民主・社会同盟(CDU・CSU)と第 2 党である社会民主党(SPD)が大連立政権を目指して交渉を行う方針を正式に決定との報を手がかりに買われ、一時週高値となる 1.1961 をつけた。しかし、独国債利回り低下などを背景に 1.18 台後半まで反落。28 日は英国と EU が離脱清算金で大筋合意との報を受けてユーロ売りポンド買いの流れが強まり、ユーロ/ドルは 1.18 台前半まで連れ安となった。29 日は米金利上昇を背景に一段安となったが、英国の EU 離脱交渉は思ったほど進展していないと伝わるとポンドは下落、それに伴いユーロ/ポンド上昇に連れたユーロ買いにサポートされユーロ/ドルは 1.18 台半ばまで回復した。30 日はユーロ圏 11 月消費者物価指数(HICP、速報値)が市場予想を下回ると週安値となる 1.1809 をつけたが、ECB のプラート専務理事のタカ派的なコメントを受け 1.18 台半ばまで反発。さらに、月末需要に絡むドル売りフローを背景に 1.19 台を回復し、本日は 1.19 近辺で小動きとなっている。

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			
		11/24(Fri)	11/27(Mon)	11/28(Tue)	11/29(Wed)	11/30(Thu)
ドル/円	東京9:00	111.27	111.66	111.15	111.63	112.02
	High	111.63	111.69	111.64	112.15	112.63
	Low	111.16	110.85	110.94	111.38	111.74
	NY 17:00	111.54	111.11	111.47	111.92	112.53
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1850	1.1928	1.1904	1.1849	1.1850
	High	1.1944	1.1961	1.1920	1.1882	1.1931
	Low	1.1837	1.1896	1.1825	1.1817	1.1809
	NY 17:00	1.1933	1.1898	1.1837	1.1847	1.1904
ユーロ/円	東京9:00	131.86	133.18	132.32	132.25	132.74
	High	133.23	133.24	132.57	132.81	134.15
	Low	131.76	132.07	131.75	132.00	132.67
	NY 17:00	133.10	132.16	131.94	132.66	134.00
日経平均株価		22,550.85	22,495.99	22,486.24	22,597.20	22,724.96
TOPIX		1,780.56	1,776.73	1,772.07	1,786.15	1,792.08
NYダウ工業株30種平均		23,557.99	23,580.78	23,836.71	23,940.68	24,272.35
NASDAQ		6,889.16	6,878.52	6,912.36	6,824.39	6,873.97
日本10年債		0.03%	0.04%	0.04%	0.03%	0.04%
米国10年債		2.34%	2.33%	2.33%	2.39%	2.41%
原油価格(WTI)		58.95	58.11	57.99	57.30	57.40
金(NY)		1,288.80	1,294.56	1,293.96	1,283.89	1,274.94

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、今晚に 11 月 ISM 製造業景気指数の発表があり、各地区連銀の製造業指数は 10 月から低下しているものが目立つ中、市場では 58.3 と 10 月の 58.7 から小幅に悪化すると予想されている。週明け 5 日(火)に発表される 11 月 ISM 非製造業景気指数も、市場では 59.0 と 10 月の 60.1 から悪化すると予想されている。翌 6 日(水)には 11 月 ADP 雇用統計の発表が予定されており、前月比+19.0 万人と 10 月(同+23.5 万人)から増加ペースが鈍化すると見込まれている。これらの結果を受けて 8 日(金)の雇用統計の予想が確定することになるが、今のところ 11 月雇用統計では、非農業部門雇用者数(NFP)が前月比+21.0 万人(10 月:同+26.1 万人)と増加ペースは鈍化する見通しである。関連指標を確認すると、週次の失業保険統計では、雇用統計調査週(12 日を含む週)の新規失業保険申請件数は小幅に上昇し、ニューヨークおよびフィラデルフィア連銀で発表された 11 月製造業景気指数の雇用 DI は低下しているものの、引き続き水準としては高め維持している。失業率に関しては 4.1%と横ばいになると見込まれている。非農業部門の週平均労働時間は 10 月の 34.4 時間から横ばいとなる見通しで、時間当たり平均賃金は前月比+0.3%(10 月:同 0.0%)と伸びが加速すると見込まれている。金融政策関連では、今晚にカプラン・ダラス連銀総裁とハーカー・フィラデルフィア連銀総裁が講演を行い、それをもって明日から FOMC メンバーはブラック・アウト期間に入る。
- ・本邦では、8 日(金)に 7~9 月期 GDP(2 次速報)が公表される。本日発表された法人企業統計などを受けて、実質 GDP 成長率は前期比+0.5%(年率+2.0%)と、1 次速報(前期比+0.3%、年率+1.4%)から上方修正されると見込まれる。供給側の統計から推計された 1 次速報での名目設備投資は、前期比+0.6%と伸びが鈍化したことが示されていた。しかし、2 次速報の推計に用いられる法人企業統計の名目設備投資(需要側推計の基礎統計)は、財務省の季節調整ベースで前期比+1.0%とマイナスであった前期からプラスに転じている。特に、製造業は同+0.5%と過去 2 四半期の減少からすれば小幅だが、3 四半期ぶりに増加した。非製造業も同+1.3%と持ち直しており、2 次速報での実質設備投資は、1 次速報の前期比+0.2%から同+0.7%へと上方修正されると予想する。民間在庫投資は、法人企業統計による原材料在庫と仕掛品在庫の推計値が加わることで、実質 GDP に対する前期比寄与度が+0.4%pt と、1 次速報の+0.2%pt から上方修正されるとみられる。なお、7~9 月期の 2 次速報においては、2016 年度年次推計が反映されるほか、推計方法の変更などが予定されているため、過去分を含めて計数が大きく変更になる可能性があるため注意を要する。

	本 邦	海 外
12 月 1 日(金)	・11 月自動車販売台数	・ユーロ圏 11 月製造業 PMI(確報) ・米 11 月 ISM 製造業景気指数 ・米 10 月建設支出
4 日(月)	・11 月マネタリーベース	・米 10 月製造業新規受注 ・米 10 月耐久財受注(確報) ・ユーロ圏財務相会合
5 日(火)	—————	・ユーロ圏 11 月サービス業 PMI(確報) ・ユーロ圏 7~9 月期 GDP(確報値) ・EU 経済・財務相理事会(ECOFIN) ・米 10 月貿易収支 ・米 11 月 ISM 非製造業景気指数
6 日(水)	—————	・独 10 月製造業受注 ・米 11 月 ADP 雇用統計
7 日(木)	・10 月景気動向指数(速報)	・独 10 月鉱工業生産 ・米 10 月消費者信用残高
8 日(金)	・11 月貸出・預金動向 ・7~9 月期 GDP(2 次速報) ・10 月毎月勤労統計 ・11 月景気ウォッチャー調査	・独 10 月貿易収支 ・米 11 月雇用時計 ・米 10 月卸売売上高 ・米 12 月ミシガン大学消費者マインド指数(速報)

【当面の主要行事日程(2017 年 12 月~)】

米 FOMC(12 月 12~13 日、1 月 30~31 日、3 月 20~21 日)
 ECB 政策理事会(12 月 14 日、1 月 25 日、3 月 8 日)
 日銀金融政策決定会合(12 月 20~21 日、1 月 22~23 日、3 月 8~9 日)
 EU 首脳会議(12 月 14~15 日)
 中国中央経済工作会議(12 月中)

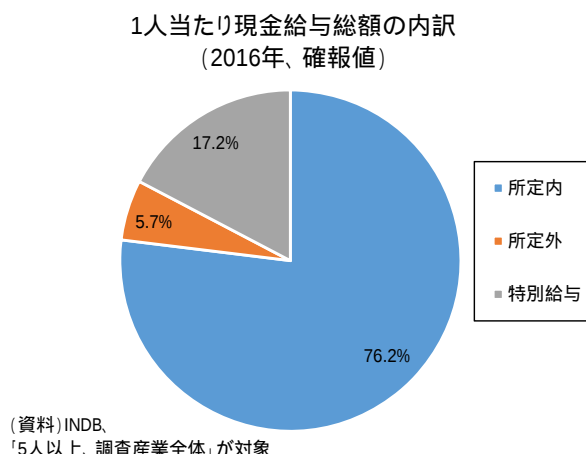
3. 「働き方改革」で給料は減るのか～残業代カットの影響について～

残業抑制の副作用

11月29日のロイターは『残業抑制で4～5兆円の所得減想定、3%賃上げで還元目指す』と題し、働き方改革により減少する残業代を賃上げ要請などで相殺する政府案を関係筋の話として報じている。働き方改革の一環として政府・与党は早ければ2019年4月以降に残業時間を年720時間（月60時間）に制限する規制の施行を目指しているが、長時間労働が慢性化している日本では残業代が生活費の前提となっている層が少なくないことも指摘される。ゆえに、一連の改革の副作用としてこれまでも取り上げられてきた論点である（同報道では30～40代の子育て世代において2割弱が残業代を生活費に組み込んでいるとの調査結果が紹介されている）。この議論で出てくる金額の規模は非常に大きく、日本経済への影響も小さくない論点であるため、本欄でも簡単に数字関係を整理しておきたい。

消費増税に匹敵するインパクト？

同報道によれば、改革の結果、減少が見込まれる残業代は▲4～5兆円という政府試算が紹介されている。今夏には一部民間シンクタンクの推計として▲8.5兆円という数字が報じられていたが、今回の報道の中では、これを過大と考える政府筋のコメントも見られている。実際にこれがどのような規模感なのかは『毎月勤労統計』を見ればイメージが沸く。1人当たり現金給与総額（月間）に関し、2016年を例に取れば残業に相当する所定外給与は全体の5.7%であった。この数字を前提とした場合、2016年の雇用者報酬全体が268



兆円であるため、この5.7%に相当する15.2兆円が日本経済全体の残業代というイメージになる。政府試算の▲4～5兆円はこの30%前後、雇用者報酬全体にとっては2%弱に相当する。言い換えれば、新たな規制による「60時間超の残業代カット」は「残業代の30%カット」をもたらす可能性がある。

このマクロ経済へのインパクトは小さいものではない。内閣府試算などを参考にした場合、2014年度の消費増税（+3%ポイント）は実質雇用者報酬を約▲3.5兆円押し下げ、この結果、実質個人消費は▲2.7兆円減少している¹。ロイター報道における▲4～5兆円は金額の影響だけを見れば2014年度の増税以上という話になりかねない。仮に、▲5兆円の実質雇用者報酬が減少した場合、平均消費性向を0.77とすれば（脚注1参照）、実質個人消費は▲4兆円弱減少する可能性がある。2016年度実績を前提とした場合、実質GDPは▲0.8%ポイント弱押し下げられる話になる。やはり小さい話ではない。なお、ここまで考えてみると、民間シンクタンク試算の▲8.5兆円が過大という政府筋のコメントは首肯できるものがある。金額だけならば2014年度増税に比べて、倍の影響という話になってしまう。

¹ 本欄では以下のように考えた：内閣府『平成27年版（2015年）経済財政白書』では「消費税率引上げによる物価上昇が個人消費に与えた影響を機械的に計算すると2兆円台半ばとなり、2014年度の個人消費を前年比0.9%ポイント程度、GDP全体を同0.5%ポイント程度押し下げたと考えられる」とある。2014年度の実質個人消費は296.4兆円である。前年比0.9%ポイントという増税の影響を除去すれば299.1兆円となり、両者の差額（299.1兆円 - 296.4兆円）が▲2.7兆円となる。上記白書における内閣府推計式が実質雇用者報酬に係る平均消費性向を0.77と置いていることを利用すれば、増税による実質雇用者報酬の減少額は約▲3.5兆円となる（▲2.7兆円 ÷ 0.77 = ▲3.5兆円）。

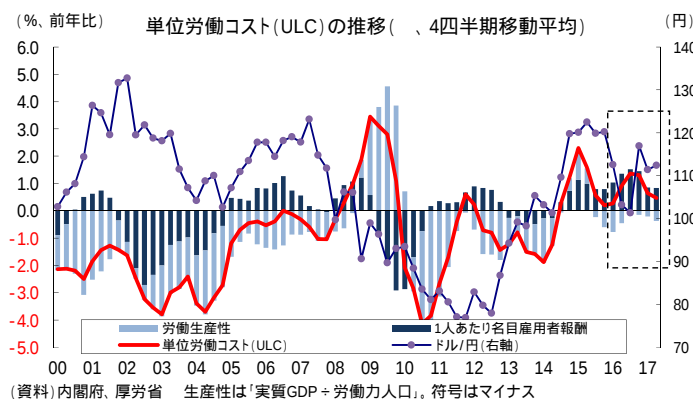
もちろん、残業代を前提に消費しない家計も多いことを思えば、直接的に増税と同じ影響をもたらすとは限らない。しかし、政府・与党が残業抑制を主導している以上、政治的に気になる論点であることは間違いない。安倍首相が2018年の春季労使交渉において3%の賃上げ要請を行っている背景には、翌年度の規制導入から本格減少する恐れがある残業代の穴埋めを企図したものという報道も一面では事実なのだろう。雇用者報酬の2%が減少する以上、放置されれば消費行動は必然的に抑制される。

生産性上昇なき残業抑制の結末は・・・

しかし、よく考えれば不可思議な話でもある。因果関係で言えば、生産性上昇という「原因」があり、その必然的な「結果」として残業抑制があるはずだ。残業抑制が「原因」で生産性向上が「結果」というケースもあるのかもしれないが、それは既存の残業のうち「無駄な残業」が相当数あったということになる。それがどの程度なのかは測りかねるゆえ、ここでは「やることをやったら直ぐに退社する」という合理的な労働者を前提にして議論を進めたい。

生産性向上に伴う賃上げならば、企業にとっての単位労働コスト（ULC²） 端的には人件費は膨らまないで済む。首相自らが賃上げ要請する状況では、企業が生産性向上を実現していない可能性もあるが、それでも規制が施行されたら遵守せざるを得ないので現場では60時間超の残業抑制が始まる。その際、アウトプットの総量を維持するにはどうすればいいのか。生産性が向上していないことを前提とすれば、「人を増やす」という措置が最もシンプルである。例えば1人の正社員がやっていたことを3名の非正規社員でやるようになれば、少なくとも1人当たりの残業時間は抑制される。しかし、その結果として生産性はどうなるのか。ある業務の熟練労働者が無理やり労働時間をカットされ、非熟練労働者に仕事を振ることになれば、むしろ生産性は下がるかもしれない。そうなれば従業員に対して支払う賃金は総額で変わらないのに、生産性は下がり、ULCは大きくなる。企業にとっては最悪である。

以上のような考察を踏まえると、政府の要請にしたがい残業（代）は抑制され、その穴も賃上げ要請で埋まるのかもしれないが、生産性上昇に勝算がない状況でそれをやるとULCが押し上げられるだけに終わる恐れがある。価格転嫁を恐れる日本企業はしばらくそのコスト転嫁を我慢するだろうが、経営体力の限界もあろう。その先にあるのは悪い物価上昇と実質賃金の下落、結果としての景気後退である。持続的な物価上昇どころの話ではない。図に示されるように、ただでさえULCは名目賃金主導で上昇基調にあり、生産性は殆どULCの抑制に効いていないという現状がある。



今のところ残業は減っていない

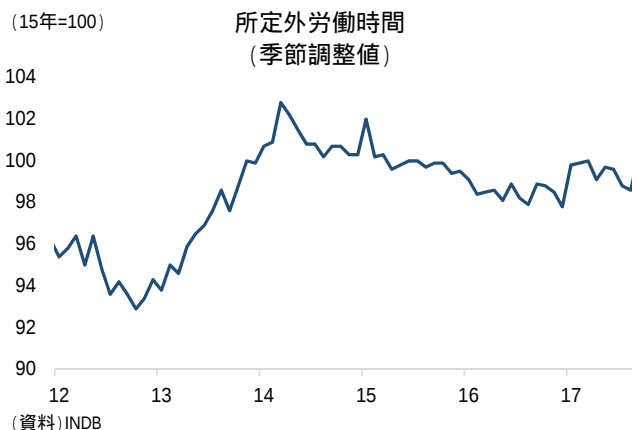
なお、実際の施行は2019年4月よりも後ずれするかもしれないが、長時間労働やこれに付随する過労

² ULC=名目雇用者報酬÷実質GDP=1人当たり名目雇用者報酬(名目雇用者報酬÷労働者数)÷1人当たり労働生産性(実質GDP÷労働者数)

死などはもはや社会問題化しており、国際機関などからも指摘される中、政府・与党としての問題意識も極めて強い。多くの企業が規制導入以前から動き始めていると思われ、残業抑制を巡る動静は今後も耳目を集める論点になろう。

2014年以降、所定外労働時間は緩やかに減少基調にあったが、今年に入ってから再び増加に転じており(図)、残業抑制と個人消費低迷が直ぐにリンクするような段階ではない。幸いにしてマクロ経済環境が良好であることが経済活動の

活発化を通じて労働時間の増加を招いているだけなのかもしれない。もしくは残業代未払い(いわゆるサービス残業)が問題となる風潮を受けて、これまでノーカウントだった残業が算入されている可能性もある。「働き方改革」でむしろ残業が減るに伴い、賃金まで減って景気が悪くなるという皮肉な事態が発生しないのかどうか。計数面から丁寧なチェックが欠かせない。



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 (2017年12月)

月	火	水	木	金	週末
2				1 日本 失業率(10月) 日本 家計調査(10月) 日本 全国消費者物価(10月) 日本 東京都都区消費者物価(11月) 日本 自動車販売台数(11月) ユーロ圏 製造業PMI(確報、11月) 米国 ISM製造業景気指数(11月) 米国 建設支出(10月)	
4 日本 マネタリーベース(11月) 米国 製造業新規受注(10月) 米国 耐久財受注(確報、10月)	5 ユーロ圏 サービス業PMI(確報、11月) ユーロ圏 GDP(確報、7～9月期) ユーロ圏 財務相会合(ブリュッセル) 米国 貿易収支(10月) 米国 ISM非製造業景気指数(11月)	6 ドイツ 製造業受注(10月) 米国 ADP雇用統計(11月)	7 日本 景気動向指数(速報、10月) ドイツ 鉱工業生産(10月) 米国 消費者信用残高(10月)	8 日本 貸出・預金動向(11月) 日本 GDP(確報、7～9月期) 日本 毎月勤労統計(10月) 日本 景気ウォッチャー調査(11月) ドイツ 貿易収支(10月) 米国 雇用統計(11月) 米国 失業率(11月) 米国 卸売売上高(10月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(速報、12月)	
11 日本 マネーストック(11月)	12 国内企業物価(11月) 日本 第三次産業活動指数(10月) 米国 生産者物価(11月) 米国 財政収支(11月) 米国 FOMC(～13日)	13 ドイツ 消費者物価(確報、11月) ユーロ圏 鉱工業生産(10月) 米国 消費者物価(11月)	14 日本 鉱工業生産(確報、10月) ユーロ圏 ECB理事会(フランクフルト) 米国 小売売上高(11月) 米国 企業在庫(10月)	15 日本 日銀短観(10～12月期) ユーロ圏 貿易収支(10月) 米国 ニューヨーク連銀製造業景気指数(12月) 米国 鉱工業生産(11月) 米国 TICレポート(対外対内証券投資)(10月)	16
18 日本 貿易収支(11月) ユーロ圏 消費者物価指数(確報、11月)	19 ドイツ IFO企業景況指数(12月) 米国 住宅着工(11月)	20 ユーロ圏 経常収支(10月) 米国 中古住宅販売(11月) 日本 日銀金融政策決定会合(～21日)	21 米国 GDP(3次速報、7～9月期) 米国 個人消費(3次速報、7～9月期) 米国 フィラデルフィア連銀製造業景気指数(12月) 米国 PCEコアデフレーター(3次速報、7～9月期) 米国 シカゴ購買部協会景気指数(11月) 米国 景気先行指数(11月)	22 米国 個人消費・所得(11月) 米国 耐久財受注(速報、11月) 米国 新築住宅販売(11月) 米国 ミシガン大学消費者マインド(確報、12月)	
25 日本 景気動向指数(確報、10月)	26 日本 失業率(11月) 日本 家計調査(11月) 日本 全国消費者物価(11月) 日本 東京都都区消費者物価(12月) 日本 企業向けサービス価格(11月) 米国 S&Pコアロジックケース・シラー住宅価格(10月)	27 日本 新設住宅着工(11月) 米国 消費者信頼感指数(12月)	28 日本 鉱工業生産(速報、11月)	29 ドイツ 消費者物価(速報、12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 (2018年1月)

月	火	水	木	金	週末
1	2 ユーロ圏 製造業PMI (確報、12月)	3 米国 建設支出 (11月) 米国 FOMC議事要旨 (2017年12月12～13日開催分)	4 ユーロ圏 サービス業PMI (確報、12月)	5 日本 マネタリーベース (12月) 日本 自動車販売台数 (12月) ユーロ圏 消費者物価指数 (速報、12月) 米国 雇用統計 (12月) 米国 失業率 (12月) 米国 貿易収支 (11月) 米国 耐久財受注 (確報、11月) 米国 製造業新規受注 (11月)	
8 日本 成人の日 ドイツ 製造業受注 (11月)	9 日本 毎月勤労統計 (11月) ドイツ 鉱工業生産 (11月) ドイツ 貿易収支 (11月) ユーロ圏 失業率 (11月)	10 米国 卸売売上高 (11月)	11 日本 景気動向指数 (速報、11月) ユーロ圏 鉱工業生産 (11月) 米国 生産者物価 (12月) 米国 財政収支 (12月)	12 日本 貸出・預金動向 (12月) 日本 景気ウォッチャー調査 (12月) 米国 消費者物価 (12月) 米国 小売売上高 (12月) 米国 企業在庫 (11月)	
15 日本 マネースtock (12月) ユーロ圏 貿易収支 (11月)	16 日本 国内企業物価 (12月) 日本 第三次産業活動指数 (11月) ドイツ 消費者物価 (確報、12月)	17 ユーロ圏 消費者物価指数 (確報、12月)	18 日本 鉱工業生産 (確報、11月) 米国 住宅着工 (12月)	19 ユーロ圏 経常収支 (11月) 米国 ミシガン大学消費者マインド (速報、1月)	
22 日本 日銀金融政策決定会合 (～23日)	23	24 日本 貿易収支 (12月) 日本 景気動向指数 (確報、11月) ユーロ圏 製造業PMI (速報、1月) ユーロ圏 サービス業PMI (速報、1月) 米国 中古住宅販売 (12月)	25 ドイツ IFO企業景況指数 (1月) ユーロ圏 ECB理事会 (フランクフルト) 米国 新築住宅販売 (12月)	26 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 企業向けサービス価格 (12月) 米国 耐久財受注 (速報、12月)	
29	30 日本 失業率 (12月) 日本 家計調査 (12月) ユーロ圏 GDP (1次速報、10～12月期) ドイツ 消費者物価 (速報、1月) 米国 FOMC (～31日)	31 日本 鉱工業生産 (速報、12月) 日本 新設住宅着工 (12月) ユーロ圏 失業率 (12月) ユーロ圏 消費者物価指数 (速報、1月) 米国 雇用コスト (10～12月期)			

(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.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2017年11月28日	英仏GDP逆転の読み方～格差は広がるか～
2017年11月27日	メインシナリオへのリスク点検～中立金利の行方～
2017年11月24日	週末版(欧米中銀の会合議事要旨について～FRBは自信喪失、ECBは内部分裂～)
2017年11月22日	リバーサル・レート発言から考える「次の一手」や為替への含意 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年10月分)
2017年11月21日	欧州政局の流動化とユーロ圏経済・金融への影響
2017年11月20日	やはり「選挙の年」だった欧州の2017年
2017年11月17日	週末版
2017年11月15日	本邦7～9月期GDPを受けて～「デフレ脱却宣言」も視野？～
2017年11月14日	一足早い「2017年の為替相場」振り返り
2017年11月13日	利上げでも買えないボンドの苦境～BOE利上げの読み方～
2017年11月10日	週末版(円相場の基礎的需給環境～気がかりな需給と実勢相場の「ねじれ」～)
2017年11月8日	「常識的な論点」から見直したい相場の現状
2017年11月7日	「薄氷の上昇」と懸念すべきドル/円相場の現状
2017年11月6日	パウエル理事の議長指名を受けて～意識すべき論点～
2017年11月2日	週末版(FOMCを終えて～「危ない橋」を渡り続けるFRB～)
2017年11月1日	日銀金融政策決定会合を受けて～最もビュアな片岡委員～
2017年10月31日	メインシナリオへのリスク点検～日米FTAと欧州政治～
2017年10月30日	ECB政策理事会を終えて～「弱気な強気」の正常化～
2017年10月27日	週末版
2017年10月24日	「円安なき日本株上昇」の実態と危うさ
2017年10月23日	衆院解散総選挙を受けて～増税可否、日銀人事、政策への影響～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年9月分)
2017年10月20日	週末版
2017年10月19日	為替政策報告書と日米経済対話～忍び寄る日米FTA～
2017年10月18日	ECB政策理事会プレビュー～「腫れ物」を触るかのような正常化～
2017年10月17日	「優等生の右傾化」が示唆する欧州のリスク
2017年10月16日	G20財務相・中央銀行総裁会議～最後のショイブレ節～
2017年10月13日	週末版(内部留保課税を巡る論点整理～何が正しくて、間違っているのか～)
2017年10月12日	FOMC議事要旨～危うい法廷弁護士のごとき政策運営～
2017年10月11日	円相場の基礎的需給環境～円高地合い続く～
2017年10月10日	米9月雇用統計を受けて～過信は禁物～
2017年10月6日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月7日開催分)～APPIは「小さく減らして長く延長」が有力～)
2017年10月5日	正規雇用の賃金は本当に上がるのか？
2017年10月4日	好調過ぎる日銀短観に見る危うさ
2017年10月3日	「賃金と雇用の断絶」に関するIMF分析について
2017年10月2日	カタルーニャ混乱と反EU機運の関係性について
2017年9月29日	週末版
2017年9月27日	次期ECB総裁人事に関する現状整理
2017年9月26日	メインシナリオへのリスク点検～本邦政局リスクは後退～
2017年9月25日	日銀金融政策決定会合を終えて～「寝た子を起こす」反対票～
2017年9月22日	週末版
2017年9月21日	FOMCを終えて～短期は強気、長期は弱気の金利見通し～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年8月分)
2017年9月20日	衆議院解散・総選挙の為替、日銀総裁人事への影響などについて
2017年9月15日	週末版
2017年9月14日	日銀金融政策決定会合プレビュー～総括的「再」検証も視野に～
2017年9月13日	ユーロ圏金融状況指数(MCI)に見るユーロ高の影響などについて
2017年9月12日	クレーン理事発言の真意～ユーロ高はもう看過できない～
2017年9月11日	円相場の基礎的需給環境～ドルインデックス半値押しで思うこと～
2017年9月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～解せないユーロ買い～)
2017年9月7日	タカ派の劣勢が強まるFOMC～フィッシャー辞任を受けて～
2017年9月6日	追い込まれる日銀～倒錯した政策運営の現状・展望～
2017年9月5日	ECB政策理事会プレビュー～テーパリングまで至るのか？～
2017年9月4日	ユーロ買いに対する現状認識について
2017年9月1日	週末版
2017年8月30日	メインシナリオへのリスク点検～急浮上してきた地政学リスク～
2017年8月29日	北朝鮮ミサイル発射と円急騰を受けて
2017年8月28日	ジャクソンホール講演～イエレン・ドラギ講演のレビュー～
2017年8月25日	週末版
2017年8月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年7月分)
2017年8月18日	週末版(ECB政策理事会議事要旨(7月20日開催分)～強まる為替への問題意識～)
2017年8月17日	FOMC議事要旨を受けて～疑われるフィリップス曲線～
2017年8月16日	17年上半期の対米証券投資～下半期に向けてのみどころ～
2017年8月15日	米インフレ期待の現状について～NY連銀消費者調査～
2017年8月14日	VIX急騰で断たれるキャリア取引の芽と不安な米株調整
2017年8月10日	週末版
2017年8月9日	2017年上半期の円の基礎的需給環境などについて
2017年8月8日	技術的難しさが極まるECBの量的緩和の現状
2017年8月7日	米7月雇用統計～加速しない賃金と伸び悩む「質」～
2017年8月4日	週末版(ユーロ圏のフィリップス曲線の現状～フラット化して下方シフト～)
2017年8月3日	フォワードルッキングという幻想～OECD景気先行指数を通じて～
2017年8月2日	フォワードルッキングという幻想～日銀議事要旨が示唆する戒め～
2017年8月1日	実効相場で考えるドル相場の現状～調整は始まったばかり～
2017年7月28日	週末版(メインシナリオへのリスク点検～新しいリスクは「安倍退陣」と「正常化ブーム」～)
2017年7月27日	FOMCを終えて～後任人事を見据えてハト派化も？～
2017年7月26日	ECB政策理事会の読み方～シントラ発言の火は消せず～
2017年7月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2017年6月分)
2017年7月21日	週末版(日銀金融政策決定会合を受けて～次の論点は外交的視点～)
2017年7月20日	最近のユーロ相場について～投機筋、PPP、金利差～
2017年7月19日	ECB政策理事会プレビュー～「火に油」を避けるべく・・・～
2017年7月14日	週末版(ドル/円相場の水準感について～現状の「異常さ」を見つめ直す～)
2017年7月13日	イエレン議会証言を受けて～花道的正常化は続く模様～
2017年7月12日	EU回帰でドイツは変わるのか？
2017年7月11日	正常化ブームの中で考えたい各国中銀の立ち位置
2017年7月10日	円相場の基礎的需給環境～円キャリーの兆候はあるか？～
2017年7月7日	週末版(ECB政策理事会議事要旨～ドラギ総裁はしじった模様～)
2017年7月6日	FOMC議事要旨～正常化は資産バブル対応？～
2017年7月5日	ECB版テーパ・タントラムの現状と展望
2017年7月4日	ドル安・円安の読み方～「正常化」ブームは流れを変えるのか～
2017年7月3日	都議選の影響を考える～新しいリスクの浮上～