

みずほマーケット・トピック(2019年3月18日)

「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方

にわかにユーロ圏の日本化を懸念する論調が目立ち始めている。先週 11 日、ブルームバーグは『ユーロ圏は「失われた 10 年」に向かっている - 日本化を懸念する大合唱』と題し、大手外資系金融機関がこぞって「ユーロ圏の日本化」傾向を指摘し始めていると報道。筆者は約 5 年前に『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』(2014 年 7 月、東洋経済新報社、英名: 『Ready for the Japanization of Eurozone, Euro and ECB』)と題し、ユーロ圏が今後日本化していくリスクを題材とし、書籍を発売している。「今はどう考えているのか」という照会を複数頂戴するため、簡単に現時点での筆者の所感を示しておきたい。ユーロ債市場のボラティリティが停滞し、ベンチマークとなるドイツ債利回りがゼロに接近していることなどが日本化と言われがちだが、これはユーロ圏が日本化する中で発生した副産物でしかなく、不十分な理解。真の問題は「何故そのような相場になっているのか」を考えることであり、具体的なマクロ経済構造の変化を考察すること。貯蓄・投資(IS)バランスの変化などを中心に「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方を提供する。

～欧州通貨は戻り売り推奨～

にわかにユーロ圏の日本化を懸念する論調が目立ち始めている。先週 11 日、ブルームバーグは『ユーロ圏は「失われた 10 年」に向かっている - 日本化を懸念する大合唱』と題し、大手外資系金融機関がこぞって「ユーロ圏の日本化」傾向を指摘し始めているとの事実を報じている。この点、筆者は約 5 年前に『欧州リスク: 日本化・円化・日銀化』(2014 年 7 月、東洋経済新報社、英名: 『Ready for the Japanization of Eurozone, Euro and ECB』)と題し、ユーロ圏が今後日本化していくリスクを題材とし、書籍を発売している。そうした経緯もあり、最近の論調を受け「今はどう考えているのか」という照会を複数頂戴する。全ての論点を洗うには紙幅が必要になるが、簡単に現時点での筆者の所感を示しておきたい。上記記事の中では、ユーロ債市場のボラティリティが停滞し、ベンチマークとなるドイツ債利回りがゼロに接近していることなどが紹介されているが、これはユーロ圏の経済・金融構造が日本化する中で発生した副産物でしかない。そうした現象だけならばユーロ圏以外の主要国でも起きており、残念ながら「場況解説」の域を出ない。真の問題は「何故そのような相場になっているのか」を考えることであり、具体的なマクロ経済構造の変化を考察することである。

～ユーロ圏と日本、7つの共有体験～

ユーロ圏の日本化やユーロの円化そして ECB の日銀化が本当に進展しているならば、両者の経済・金融情勢には必然的に幾つかの共通体験が浮かび上がってくるはずである。この点、筆者は書籍の中で7つの共通体験を指摘した。それは具体的に「1.不況下の通貨高」、「2.貸出鈍化」、「3.民間部門の貯蓄過剰」、「4.蓄積する経常黒字」、「5.金融政策の通貨政策化」、「6.人口減少」を取り上げたうえで、その総合的な結果としての「7.上がらない物価」について考察した。このうち、2

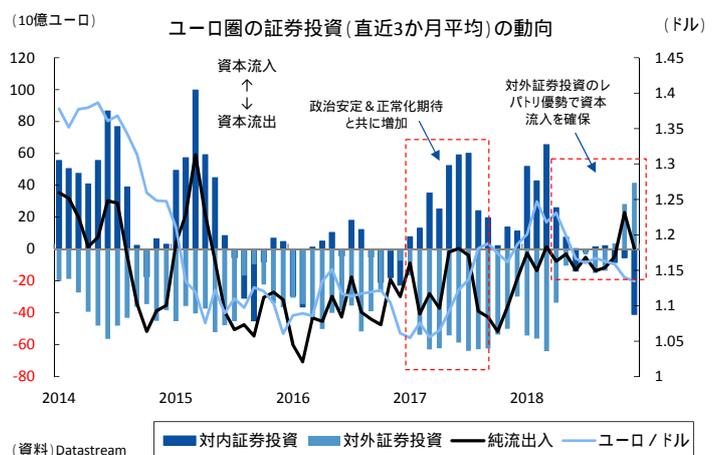
については予想に反してそうになっていないものの、3・4・7は進行、1・5・6も概ね当て嵌まっていると考えている。予想が外れにくい人口動態(6)について「概ね」と付けているのはドイツの状況を意識したからだ。周知の通り、ドイツは移民の大量受け入れによって数字の上では人口減を緩和しているという実情がある。だが、その決断が盤石だったメルケル政権を崩壊させ、域内における反EU機運を高めてしまったのだから、日本化以前の問題として全くもって喜ばしいことではない(メルケル首相による無制限難民受け入れは書籍発刊の約1年後に突如決断された)。

とりわけ日本化の象徴でもあるデysinフレ(ないしデフレ)の様相が強まっているという意味で7の進行が着目されやすいだろう。確かに、容易には復調を見込みづらいインフレ期待までもが地盤沈下していることは重要な事実である。だが、後述するように、筆者は「3.民間部門の貯蓄過剰」やその裏返しである「4.蓄積する経常黒字」といったマクロ経済の本質的且つ構造的な変化こそ、ユーロ圏の日本化を考察する上で重要な論点だと筆者は思っている。これを中心に以下で議論してみたい。なお、書籍からの引用部分については黒太字としている。

～不況下の通貨高:「下がらないユーロ」は健在～

まず、「1.不況下の通貨高」については書籍の中で「**経常黒字の蓄積や物価の停滞も続くのであれば、円と同様に、為替市場において『リスク回避通貨としてのユーロ』が認知される日も遠くない**」と述べた。この点、「リスク回避のユーロ買い」というフレーズが為替市場で取り沙汰されるほどの状況にはなっていないものの、「悲惨な政治・経済情勢の割にユーロが売られない」と体感している為替市場参加者は多いだろう。現状、ブレグジットを巡る混乱は元より、域内センチメントの急悪化、イタリア経済のリセッション入り、ドイツ経済の急失速、政治面ではフランスのデモ激化やフランス・イタリアの外交関係悪化など、ユーロ売り材料には事欠かない。ユーロ圏経済の失速が取りざたされ、国際機関などで見通しの引き下げが頻発、ECBもハト派に傾斜したのは最近3か月の話だが、同期間のユーロの対ドル下落幅は▲0.3%(2018年12月18日～2019年3月18日)とほぼ横ばいである。世界最大の経常黒字が寄与していそうなことは言うまでもないが、後述するようなデysinフレ状況が続いていることが、購買力平価上の通貨価値を高めている可能性も見逃せない。少なくとも円がリスク回避通貨と呼ばれてきた際の条件をユーロは明らかに備えている。

また、現状の資本フローを見ても、やはりユーロの増値しやすい性質を感じる。過去の本欄¹でも議論したが、近年のユーロ圏の証券投資動向を見ると対内証券投資が細る一方、対外証券投資の売り越し(レパトリ)が増えることでむしろ域内への資本流入がネットで確保されている。世界最大の経常黒字を抱える一方、域外へのリスクイクが抑えられれば実需の資本フローがユーロ買いに傾斜しそうなことは直感的に分かる。経済・金融情勢が強くなって

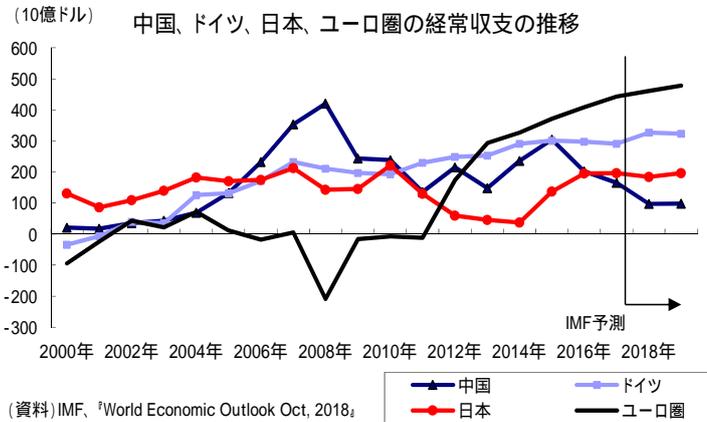


¹ 本欄 2019年1月22日号『堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速』をご参照下さい。

も、頑強な対外経済部門に裏打ちされた資本フローが通貨の底堅さを演出してしまう。我々日本人が良く知っている事実だろう。

～ユーロ圏経常黒字は5年で約1.5倍～

筆者が注目するのは「3.民間部門の貯蓄過剰」と「4.蓄積する経常黒字」である。両者は裏表一体の関係にあるが、まず後者から見ておきたい。書籍発刊時に判明していた経常黒字額は約2900億ドル(2013年)と当時としては過去最大であった。だが、2018年には約4200億ドルと約1.5倍に膨らんでいる。言うまでもなく世界最大であり、中国(2018年で約975億ドル)の約4倍という規模に相当する。ちな



みにより重要な対GDP比で見ると、+2.2%だったものが+3.0%まで拡大している。同期間に中国が+1.5%から+0.7%に縮小したことと対照的である。ユーロ圏の経常黒字をけん引してきたのはもちろんドイツであり、同国の経常黒字(対GDP比)は2013年の+6.7%から2018年の+8.1%へ拡大している。今やグローバルインバランスの主因はユーロ圏、とりわけドイツとって過言ではない。

ちなみに、書籍の中で筆者は「巨大な経常黒字を抱えながら、金融緩和により通貨安を志向していくような政策運営を米国が見過ぐすとは思えない。本稿執筆時点(2014年7月)ではそこまでの緊張状態には至っていないものの、ドイツそしてユーロ圏の出方次第では欧米貿易摩擦というのは重要なトピックに成り得る」と述べた。米-EUの通商交渉はまだ本格的な始まっていないが、欧米の通商関係が一触即発の状況であることは周知の通りだ。今後、経常黒字や為替といったテーマに関心が及ぶことは不可避であろう。トランプ政権発足直後からドイツがユーロ安にフリーライドしていることへの不満は漏れ聞えており、為替市場でも大いに関心を集めることが予想される。

～マクロ経済構造の日本化:民間部門の貯蓄過剰～

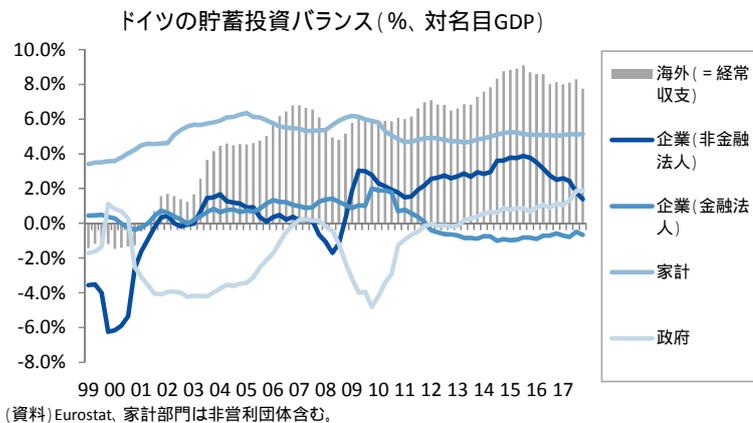
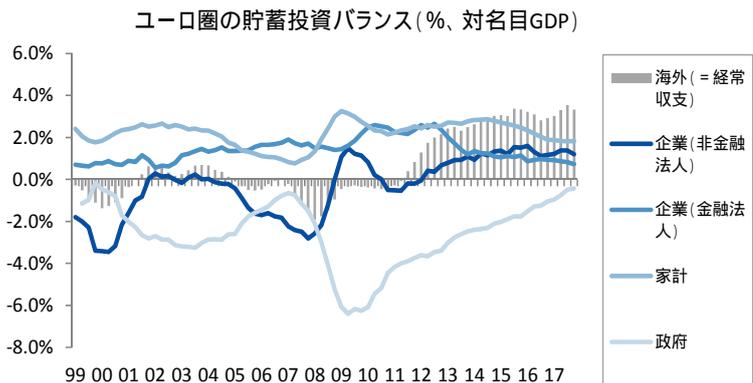
理論上、経常黒字は貯蓄投資バランス(以下ISバランス)の結果でもある。ISバランスは当該国(地域)のマクロ経済構造を端的に映す計数だ。筆者は書籍において「民間部門の貯蓄過剰はデフレのサイン」として、相応の紙幅を割いて日欧の比較を行った。とりわけ以下のように述べていたことを今一度、ご紹介したい。長いが、7つの共有体験の中で筆者が最も構造的且つ重要な事実だと考えている部分なので引用する(下線部は改めて強調したい部分):

- 日本における民間部門の貯蓄過剰はバブル崩壊直後の1990年代初頭から始まった。より正確には、1980年代から家計部門は常に貯蓄過剰であったが、1990年以降は家計部門に加え、それまで貯蓄不足だった企業部門まで貯蓄過剰に転じたという経緯がある。これはバブルが崩壊するまでの企業部門は、家計部門の貯蓄を(銀行などを通して)借入れることで旺盛な消費・投資行動に充てていたが、バブル崩壊後は傷ついたバランスシートを復元するために、と

にかく借金返済や手元資金確保に奔走するようになった様子を表している<中略>解消されない民間部門の貯蓄過剰はひとえに活力に乏しい実体経済の反映であり、物価下落や円高と並んで、デフレ経済の象徴と言っても過言ではない。

- 2007～08 年のバブル崩壊及び金融危機を経て、民間部門の貯蓄過剰現象はユーロ圏でも見られ始めている。ユーロが導入された 99 年以降、家計部門と企業部門が同時に貯蓄余剰方向に振れるような事態は経験がなかった。ユーロ圏の問題が深刻なのは、民間部門が貯蓄余剰になっている分、政府部門がその資金を借り入れて消費・投資しなければならないところ、政府部門まで一緒になって消費・投資を控え、貯蓄過剰方向へ舵を切ったことである。2009 年以降、政府部門の貯蓄不足が急速に縮小へ向かっていることがそれを表している。家計も企業も政府も積極的に消費・投資をしなければ当然ユーロ圏経済全体としては貯蓄過剰になり、海外部門が貯蓄不足(経常黒字)となる以外にない<中略>1989 年のバブル崩壊そして 1990 年代の金融危機を経て、日本企業は借金をして消費・投資することを忌避するようになったと言われるが(今も見られている企業部門の貯蓄過剰はその証左である)、金融危機後のユーロ圏の IS バランスを見ている限り、同様の状況に陥るサインが点灯しているように思える。

右図(上)に示されるように 2013 年当時と比べてユーロ圏全体の IS バランスはさらに貯蓄過剰が増している。財政緊縮の結果、政府部門の貯蓄不足幅が急速に縮まったことが目につく。上述した経常黒字はバランスシート調整の結果、ユーロ圏の民間部門が貯蓄過剰となっているという事実を海外部門の側面から解釈しているだけだ。民間部門の消費・投資意欲が発揮されるような投資機会がないからこそ、資金が債券市場に周り、各国の金利が低位安定しているのである。単にドイツ国債の金利が低いことや相場のボラティリティが低いことを日本化と呼ぶわけではない。また、中央銀行(ECB)が量的緩和政策(QE)をしていることを日本化と呼ぶわけでもない。それらはユーロ圏以外の主要国でも見られる近年の傾向である。重要なことは、そのような傾向が出てくる背景に相応のマクロ経済構造の変化があるということであり、とりわけ動学的資源配分の要である IS バランスに現れるという事実である。危機前後でユーロ圏の IS バランスの形は明確に変わった。

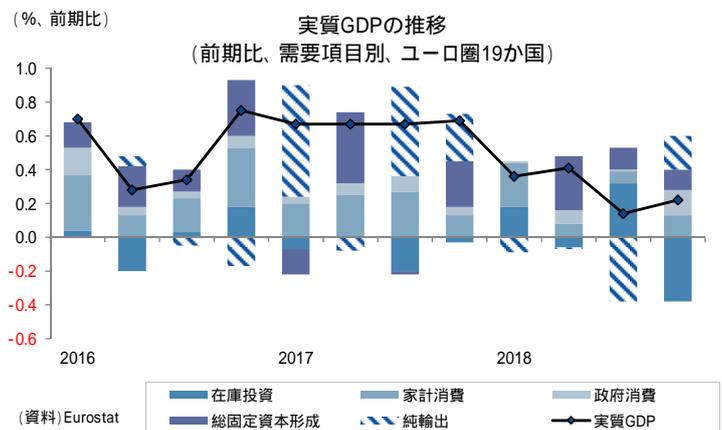


なお、2013年当時からドイツは政府部門を含めた国内経済部門全てが貯蓄過剰という異形な構図になっていたが(前頁図・下)、その「異形さ」は2018年までの5年間を経ても不変である。この点、日本化を超える異常事態だと筆者は考えている。日本は政府部門が貯蓄不足となることで底割れを防いできたが、ドイツは「永遠の割安通貨」の存在も手伝ってその必要がないという面があるのだろう。上で見たように、このような構図はユーロ圏全体でも強まっている。財政支出の多寡をドイツ好みのEUルールで縛っているのだから当然の結果でもあるが、ユーロ圏は日本化の傍らドイツ化をも強いられているという側面もある。

～為替に隷属するようになる金融政策～

なお、「5.金融政策の通貨政策化」も否定できない。上述したようにマクロ経済構造が海外経済部門(外需)頼みとなっている以上、通貨の騰勢に神経質になるのは必然の帰結である。例えば近年では2017年がユーロ全面高となった年であり、対ドルで最大+15%も上昇した。同年6月のECB年次総会でドラギ総裁が「デフレ圧力はリフレ圧力に置き換わった」と物価にまつわる懸念を一蹴し、これから正常化プロセスに入ることを半ば宣言したことが主因となった。その後、同年9月の政策理事会後の会見においてドラギ総裁は会合のトピックが成長、インフレ、為替相場の3つに集約されたと述べ、為替が主題となったことを明かした。その上で「最近のユーロ高を受けて、ユーロ圏の金融環境は明確に引き締まった」とはっきりと懸念を表明した。先進国の中銀総裁が為替の動きに対してこれほどはっきりとスタンスを表明するのは珍しい(というよりも御法度である)。なお、同会合の声明文でも「the recent volatility in the exchange rate represents a source of uncertainty which requires monitoring with regard to its possible implications for the medium-term outlook for price stability」との文言が挿入され、ユーロ高が看過できない論点として浮上していることを隠さなかった。

そして、翌2018年のユーロ圏経済は顕著に失速し、一部の国ではリセッションにまで陥った。需要項目別に見れば純輸出の落ち込みが全体を押し下げたことは明白である(図)。2017年にユーロ相場が急伸したことで2018年に純輸出主導で景気が減速したことが全くの無関係であるはずもない。ユーロ圏の経済・金融情勢を安定化させなければならないECBは、今後ユーロ相場動向に一段と敏感な状態が続く



だろう。日銀ほど金融政策が為替相場に従属しているわけではまだないが、外需を生命線とする成長スタイルの下では必然的に為替睨みで政策運営をせざるを得ないことになるだろう。

～日本化の象徴「上がらない物価」～

多くの海外市場参加者にとって「日本化すること(Japanification)」と「物価が上がらないこと(disinflation)」もしくは「物価が下がること(deflation)」は同義だろう。この点、ユーロ圏消費者物価指数は明らかに債務危機を経て失速しており、過去5年平均(14年1月～18年12月の前年比を

対象)に関し、総合ベースでは約+0.8%、コアベースでは約+0.9%での横這いが続いている。欧州債務危機が発生する直前の5年(04年1月～08年12月)についてはそれぞれ約+2.4%と約+1.7%だったことを思えば、デフレとは言わないまでもデイスインフレは確実に進んでいる。

また、インフレ期待として ECB が伝統的に注視する5年先5年物ブレイク・オープン・フォワードレート(5年先5年物 BEI)の動向も見逃せない(図)。書籍では「5年先5年物 BEI が明確に2%を割り込んでくるようなことがあれば、ドラギ総裁の口からも一歩踏み込んだデフレ懸念が聞かれるかもしれない」と懸念を示していたが、ちょうど書籍を発刊した2014年7月前後を境と



して5年先5年物 BEI は明らかに下方へ屈折、その後は一度も2%の水準に戻れていない。日本の経験を踏まえればデフレの粘着性は相当に強いものであり、今後復帰できる見込みは立たない。

～「日本化を超えて何が起きるか」が重要～

以上は5年前の書籍から重要と思われる部分を簡易に抜き出して確認しただけである。実際の議論はより広範に行っているのでは是非ご参照頂きたい。

繰り返しになるが、単に金利が下がることや、債券市場がボラティリティを失うことが「日本化」というわけではない。それは低成長ゆえの低物価というマクロ経済環境が定着し、民間部門を中心として消費や投資を控える世相になったことの結果でしかない。そのような世相をどのような計数で捉えようとするかが重要なのであり、本日の本欄で示したようなISバランスなどは構造変化の要諦にあると筆者は考えている。少なくとも通貨ユーロがドイツにとって「永遠の割安通貨」であることや、EUがルールとして財政出動を抑制していることなどはユーロ圏に埋め込まれた半永久的な論点である(宿痾と言っても良い)。しかし、その半永久的な論点が巨大な経常黒字やその裏側にある民間部門の貯蓄過剰を生み、通貨高や物価安といった悩ましい事象に繋がっているのである。今後5年についても、その半永久的な論点は解消されず、ユーロ圏の日本化傾向は継続するはずだ。

なお、日本は「経常黒字(貿易黒字)→円高」というメカニズムが働いたこともあり貿易収支は稼ぎ頭ではなくなっている。だが、ユーロ圏ではこうしたメカニズムは働かない。現行制度の下ではユーロがドイツに相応しい強さまで上昇することは今後も絶対にない。その意味で「日本化を超えて何が起きるか」も考える余地があるというのがユーロ圏の日本化問題の一步進んだ理解と思われる。それ自体は相応の紙幅を要する上、筆者の今後の研究課題としたい。

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。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

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.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
2019年3月15日	週末版(ブレグジット交渉、当面の読み方～人質戦略は奏功するのか?～)
2019年3月14日	「地方の南欧化」を想起させる業種別一律最低賃金
2019年3月13日	ブレグジット、「2度目の否決」と「新たな期限」
2019年3月12日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年1月分)
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年12月分)
2019年3月8日	週末版(ECB政策理事会を終えて～ドラギ総裁は1度も利上げできずに退任へ～)
2019年3月5日	米金利上昇&ドル高を阻む「ドル化した世界」
2019年3月4日	大統領のドル高けん制～不安な「相手国が悪い」という理屈～
2019年3月1日	週末版(金融政策格差に落ち着いた年初の2か月間～互いに「住む世界が違う」様相～)
2019年2月27日	米中貿易協議再延期を受けて～現状と展望の整理～
2019年2月25日	円安リスクの点検～想定外の米経済堅調が招く円安～
2019年2月22日	週末版
2019年2月21日	FOMC議事要旨～「patient」の舞台裏～
2019年2月20日	自動車関税を前に考える日欧の立ち位置
2019年2月18日	停滞する日米欧中銀への期待と為替相場
2019年2月15日	週末版(米小売売上高ショックをどう読むか?～懸念される逆資産効果～)
2019年2月14日	看過できない仏伊関係の悪化～大戦以来の大使召還～
2019年2月13日	ドル/円相場は新常态にあるのか?
2019年2月12日	変わりそうにない対外直接投資の潮流
2019年2月8日	週末版(2018年の円相場の基礎的需給環境～対外証券投資への期待は難しそうな2019年～)
2019年2月7日	次期ECB総裁レースの現状整理
2019年2月6日	バイマン独連銀総裁も認める景気減速の現状
2019年2月5日	ブレグジット交渉を巡るQ&A～今一度行う現状整理～
2019年2月1日	週末版
2019年1月31日	FOMCを受けて～正常化プロセスの終了～
2019年1月29日	「株価ファースト」という誤解を招きかねないB/S縮小戦略
2019年1月28日	円安リスクの点検～円高のメインシナリオを揺るがすもの～
2019年1月25日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「年内利上げ無し」を暗に認めたドラギ総裁～)
2019年1月24日	日銀金融政策決定会合を受けて～「願望」すら難しい状況に～
2019年1月22日	堅調なユーロ相場の背景にある欧州の減速
2019年1月21日	対米貿易黒字ゼロ計画について～マッチポンプは終わらず～
2019年1月18日	週末版(正常化どころではないECBを取り巻く近況～市場のメインシナリオは転換済み～)
2019年1月17日	英国情勢の論点整理～「壮大な茶番劇」に終わるか～
2019年1月11日	週末版
2019年1月8日	財界トップの相場観と静か過ぎる「波」
2019年1月7日	「バブルは崩れてからがバブル」という考え方について
2019年1月4日	波乱の幕開けの読み方～猪突猛進の円高スタート～
2018年12月27日	3つの論点で要約する19年見通し
2018年12月25日	FRB議長解任騒動について～真正正銘のリスクオフの前に～
2018年12月21日	週末版(FOMCを終えて～新局面への第一歩、為替への影響は～)
2018年12月19日	FOMCを前に読みたい白川元日銀総裁インタビュー
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年11月分)
2018年12月17日	2019年、日米欧のテールリスクはどこにあるのか?
2018年12月14日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「高まる警戒」と「続く自信」～)
2018年12月12日	2019年、世界経済の勘所～利上げの真価が現れる年～
2018年12月11日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年12月10日	動き出した「メルケル後」のドイツそしてEU
2018年12月7日	週末版
2018年12月5日	遂に発生した逆イールド～金利に追随する株価～
2018年12月4日	バリ暴動の読み方～2つの懸念～
2018年12月3日	米中首脳会談～2020年まで続きそうな「壮大なマッチポンプ」～
2018年11月30日	週末版
2018年11月28日	メインシナリオへのリスク点検～FRBは来年こそ変わる～
2018年11月27日	続「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年11月26日	ECB政策理事会議事要旨～TLTRO3の行方～
2018年11月22日	週末版(制裁手続き着手を表明した欧州委員会～イタリアにとっては辛いポリシーミックス～)
2018年11月21日	ノーディールを視野に入れ始めた債券相場
2018年11月20日	ユーロ圏を巡る資本フローとユーロ相場について
2018年11月19日	イタリア政局を巡る現状と展望～制裁が視野に～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年10月分)
2018年11月16日	週末版
2018年11月15日	メイ首相、最後の戦いへ～「外」から「内」へ～
2018年11月14日	ドル/円相場、現水準をどう理解すべきか
2018年11月13日	四面楚歌のユーロ相場～「5つの不安」～
2018年11月12日	円相場の基礎的需給環境の現状と展望
2018年11月9日	週末版(米中間選挙の見通しへの影響～不透明感後退も見通し大勢に影響なし～)
2018年11月8日	メンツを賭けた「70防衛」の危うさ～外準減少を受けて～
2018年11月7日	示唆される世界経済の先行き減速懸念～PMIとCLI～
2018年11月6日	露わになるユーロ圏の経済減速～注目されるECBの挙動～
2018年11月5日	米景気改善の「きわみ」～悩ましい貯蓄率の読み方～
2018年11月2日	週末版(ドル相場の近況に思うこと～ドル高の背景と今後の勘所～)
2018年10月30日	「メルケルなきEU」の幕開け～理想主義の後始末へ～
2018年10月29日	メインシナリオへのリスク点検～「高値波乱含み」という警告～
2018年10月26日	週末版(ECB政策理事会を終えて～不安を煽るECBの強気～)
2018年10月25日	ECB政策理事会プレビュー～再投資方針の行方～
2018年10月24日	「安全資産としての円買い」が勢いづかない理由
2018年10月23日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2018年9月分)
2018年10月19日	週末版(FOMC議事要旨を受けて～「鏡に映った自分」に踊るFRBの危うさ～)
2018年10月18日	為替政策報告書を受けて～抜き出た中国の取り扱い～
2018年10月17日	ブレグジットを巡る近況整理～曖昧な危機認識～
2018年10月16日	ユーロ相場と資本フローの近況
2018年10月15日	為替条項要求の冷静な読み方～底ほど弱点として露呈～
2018年10月12日	週末版(国際与信統計が示唆するドル高リスク～ドル建て債務を如何に軟着陸させるべきか～)
2018年10月11日	NYダウ平均株価の大幅調整について～起こるべくして…～
2018年10月10日	ベネシス上昇と米金利上昇とドル/円上昇の関係
2018年10月9日	米9月雇用統計を受けて～「想定外の加速」は継続中～
2018年10月5日	週末版(ECBが迎える「未知の世界」～緊縮下での金融引き締め～)
2018年10月4日	ドイツ化するユーロ圏～求められる正しい陣頭指揮～
2018年10月3日	イタリア政局の整理～今回ばかりはイタリアに言い分も～
2018年10月2日	外国人労働者受け入れ拡大～昔「円高是正」、今「人手不足」～
2018年10月1日	円高見通しが実現していない理由