

みずほマーケット・トピック (2019 年 6 月 7 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: ECB 政策理事会を終えて～シントラから 2 年で振り出しに戻った ECB～

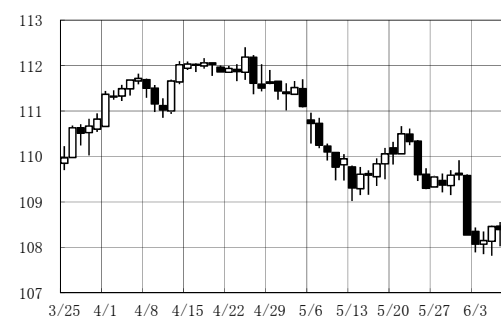
1. 為替相場の動向 (関連レポート: 「みずほ Customer Desk Report」、 「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は揉み合う展開。週初 3 日に 108 円台前半でオープンしたドル/円は、米 5 月 ISM 製造業景気指数や米 4 月建設支出の弱い結果に加え、ブラード・セントルイス連銀総裁が近い将来の利下げの可能性に言及したことからドル売りが加速すると、107 円台後半まで下落。しかしその後は、NY ダウ平均が持ち直したことからドル/円は 108 円台近辺まで回復した。4 日にかけても、世界的な貿易戦争激化への懸念や米利下げ観測の高まりが意識される中、ドル/円は 108 円台前半で上値重く推移。翌 5 日、米 5 月 ADP 雇用統計が市場予想を大きく下回り、米金利低下と相俟ってドル/円は一時週安値となる 107.81 円まで値を下げた。その後はナバロ米国家通商会議 (NTC) 委員長やグラスリー米上院議員からメキシコの関税を回避する方向の発言が聞かれると、ドル/円は 108 円台半ばまで反発した。6 日には、米政府が対メキシコ関税発動の先送りを検討しているとの報道を受け、貿易戦争激化への懸念が後退する中、ドル/円は一時週高値となる 108.56 円をつけたが、買い一巡後は 108 円台前半まで反落。本日にかけては、今晚に米 5 月雇用統計の発表を控え、ドル/円は 108 円台前半で堅調推移が継続している。
- 今週のユーロ/ドル相場は上昇する展開。週初 3 日に 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 1.1159 をつけたが、米経済指標の弱い結果やブラード・セントルイス連銀総裁の発言を受けてドル売りが強まると 1.12 台後半まで上昇。翌 4 日はドルが買い戻される展開の中でユーロ/ドルは 1.12 台前半まで反落する動きがみられたが、米金利低下を受けたドル売りによって 1.12 台後半を回復した。5 日には、米 5 月 ADP 雇用統計の市場予想を大きく下回る結果にドル売りが進むとユーロ/ドルは 1.13 台に乗せたが、米国がメキシコに対して関税を取り下げの見方が強まったことでドルが買われると 1.12 台前半まで反落した。6 日は、ECB 政策理事会が市場予想ほどハト派な内容でなかったことからユーロ買いが先行すると、ユーロ/ドルは一時週高値となる 1.1309 まで上昇。本日のユーロ/ドルは、1.12 台後半で方向感に乏しい値動きとなっている。

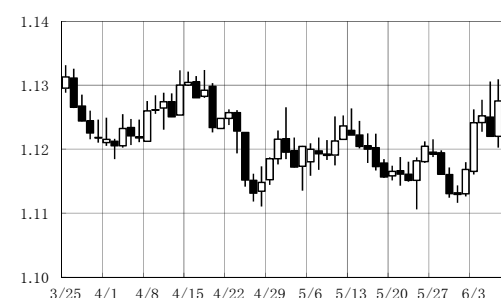
今週のおもな金融市場動向 (出所: ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		5/31(Fri)	6/3(Mon)	6/4(Tue)	6/5(Wed)	6/6(Thu)
ドル/円	東京9:00	109.34	108.23	108.04	108.26	108.34
	High	109.63	108.44	108.35	108.48	108.56
	Low	108.28	107.89	107.85	107.81	108.02
	NY 17:00	108.28	108.07	108.15	108.46	108.40
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1130	1.1173	1.1246	1.1254	1.1229
	High	1.1179	1.1262	1.1277	1.1307	1.1309
	Low	1.1126	1.1159	1.1227	1.1220	1.1201
	NY 17:00	1.1168	1.1241	1.1252	1.1220	1.1275
ユーロ/円	東京9:00	121.66	120.93	121.52	121.82	121.65
	High	122.01	121.66	121.78	122.26	122.39
	Low	120.93	120.80	121.31	121.56	121.28
	NY 17:00	121.00	121.49	121.69	121.70	122.21
日経平均株価		20,601.19	20,410.88	20,408.54	20,776.10	20,774.04
TOPIX		1,512.28	1,498.96	1,499.09	1,530.08	1,524.91
NYダウ工業株30種平均		24,815.04	24,819.78	25,332.18	25,539.57	25,720.66
NASDAQ		7,453.15	7,333.02	7,527.12	7,575.48	7,615.55
日本10年債		-0.10%	-0.09%	-0.11%	-0.13%	-0.12%
米国10年債		2.13%	2.07%	2.12%	2.13%	2.12%
原油価格 (WTI)		53.50	53.25	53.48	51.68	51.41
金 (NY)		1,311.10	1,327.90	1,328.70	1,330.60	1,338.00

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 5 月雇用統計が発表される。非農業部門雇用者(NFP)は前月比+17.5 万人(4 月:同+26.3 万人)と予想されている。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低下している。3 日に発表された ISM 製造業景気指数の雇用指数は上昇し、5 日の非 ISM 製造業景気指数の雇用指数も改善。他方、同日発表の ADP 全米雇用報告では、民間部門雇用者数が前月比+2.7 万人と市場予想(同+18.5 万人)を大幅に下回り、前月分も小幅に下方修正された。失業率に関しては 3.6%と前月から横ばい、時間当たり平均賃金は前月比+0.3%(4 月:同+0.2%)と伸びが加速する見通しだ。来週に入ると、11 日(火)に 5 月生産者物価指数(PPI)、翌 12 日(水)には 5 月消費者物価指数(CPI)の発表がある。総合 PPI はエネルギーによる押し上げから前月比+0.3%(2 月:同+0.1%)に加速し、コア PPI も同+0.2%(2 月:同+0.1%)と上昇ペースが早まると予測されている。総合 CPI は前月比+0.3%と、エネルギー価格の上昇による押し上げ圧力に伴い 2 月の同+0.2 から加速し、コア CPI は再び同+0.2%(前月:同+0.1)に戻る見通しだ。14 日(金)には 5 月小売売上高の発表もあり、前月比+0.6%(4 月:同▲0.2%)と増加する見通しである。ガソリンスタンドの売上高は小幅な伸びにとどまりそうだが、5 月の自動車販売台数が前月比+5.5%と前月(同▲6.3%)の大幅な落ち込みからの持ち直しており、小売売上高の自動車部分も増加したとみられる。ここもと振れが大きくなっている自動車とガソリンを除く小売売上高は同+0.4%(4 月:同▲0.2)と 2019 年入り後の平均並みの増加が見込まれている。金融政策関連では、本日デーリー・サンフランシスコ連銀総裁が講演し、8 日(土)からブラック・アウト期間に入る。
- ・本邦では、10 日(月)に 1～3 月期 GDP(2 次速報)が公表される。3 日に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+1.9%)と、1 次速報(前期比+0.5%、年率+2.1%)からほぼ横ばいとなる見通しである。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)は前期比+1.1%と 2 四半期連続で増加したことで、2 次速報での実質設備投資は、1 次速報の前期比▲0.3%から同+0.5%へと大幅に上方修正されそう。同じく法人企業統計の結果が反映される在庫投資は、前期比寄与度が▲0.1%ポイントと 1 次速報の+0.1%ポイントから下方修正が見込まれる。このほか、12 日(水)には 4 月コア機械受注(船舶・電力を除く民需)が発表される。3 月のコア機械受注は前月比+3.8%と 2 か月連続で増加した。もっとも、1～3 月期でみると、1 月の大幅減少を挽回できず前期比▲3.2%と 2 四半期連続のマイナスとなった。内閣府が公表した主要な機械製造業者による 4～6 月期の機械受注見通し(調査時点は 3 月下旬)は前期比+15.7%と急増が見込まれているものの、足許の米中貿易摩擦の激化などを踏まえると下振れる可能性が高い。関連指標を確認すると、4 月工作機械受注(みずほ銀行による季節調整値)が前月比▲2.5%と 8 か月連続で減少する中、市場では機械受注は同▲0.8%と減少すると予測されている。

	本 邦	海 外
6 月 7 日(金)	・4 月景気動向指数(速報)	・独 4 月鉱工業生産 ・独 4 月貿易統計 ・米 1～3 月期資金循環 ・米 5 月雇用統計
10 日(月)	・1～3 月期 GDP(2 次速報) ・4 月国際収支 ・5 月貸出・預金動向 ・5 月景気ウォッチャー調査	
11 日(火)	・5 月マネーストック	・米 5 月生産者物価
12 日(水)	・5 月国内企業物価 ・4 月機械受注	・米 5 月消費者物価 ・米 5 月財政収支
13 日(木)	・4 月第 3 次産業活動指数	・独 5 月消費者物価(確報) ・ユーロ圏 4 月鉱工業生産 ・米 5 月財政収支
14 日(金)	・4 月鉱工業生産(確報)	・米 5 月小売売上高 ・米 5 月鉱工業生産 ・米 4 月企業在庫 ・米 6 月ミンガン大学消費者マインド(速報)

【当面の主要行事日程(2019 年 6 月～)】

米 FOMC(6 月 18～19 日、7 月 30～31 日、9 月 17～18 日)

日銀金融政策決定会合(6 月 19～20 日、7 月 29～30 日、9 月 18～19 日)

G20 財務相・中央銀行総裁会合(6 月 8～9 日、福岡)、G20 サミット(6 月 28～29 日、大阪)

ECB 政策理事会(7 月 25 日、9 月 12 日、10 月 24 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～シントラから2年で振り出しに戻った ECB～

シントラから2年で振り出しに戻る

昨日行われた ECB 政策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 0.00%、市場の上限金利となる限界貸出金利は 0.25%、そして市場の下限金利となる預金ファシリティ金利を▲0.40%とそれぞれ据え置き、上限金利と下限金利の差であるコリドーも 0.65%ポイントで現状維持としている。今回の会合に関しては、もっぱらターゲット型長期流動性供給第3弾（TLTRO3）の詳細に注目が集まっていたが、可能性がないと思われたフォワードガイダンスの修正が行われ、その上で追加緩和の手段にも言及があるなどやや意外感の強い内容となった。TLTRO3 は「預金ファシリティ金利に 10bps プラスした水準」とのことでやや旨味が減ったものの、やはり金融機関への「ご褒美」は健在となった。むしろ、マイナス金利の長期化や利下げ、量的緩和（QE）の再開などが示唆されたことを思えば、金融機関を取り巻く環境は当面酷いものになりそうであり、「ご褒美」の必要性は増した状況だろう。

今回の政策理事会で交わされた議論について、ドラギ ECB 総裁は 3 つの要点があったとまとめている。1 つが①不透明感の高まりと長期化が認められること、②リスクのより詳細な分析を進める必要があること、③不測の事態に向けて行動する準備（the readiness to act in case of adverse contingencies）があること、である。総じて現状への悲観ムードが滲み出る論点だが、やはり③のインパクトは大きい。元より声明文には「stands ready to adjust all of its instruments」とのフレーズが使われており、「次の一手」としての緩和を仄めかす状況にはあったが、今回はこの点に関し踏み込んだ議論があった様子が窺い知れる。ドラギ総裁がポルトガルのシントラで開催された ECB 年次総会で来るべき正常化プロセスへの道程を宣言し、ユーロ相場が急騰してから今月で丸 2 年が経つが、また振り出しに戻った印象である。

「焼け石に水」のフォワードガイダンス修正

ECB は 3 月の政策理事会で「at least through the summer of 2019」とされていたフォワードガイダンスを「at least through the end of 2019」に修正し、想定される利上げタイミングを 9 月から 12 月に延ばしたばかりであった。今回はこれが「at least through the first half of 2020」へ修正され、2020 年前半における金利据え置きを示唆する表現になった。2020 年前半は最長で 2020 年 6 月末を意味するだろうから、今後 1 年間の利上げを封印したことになる。もちろん、今年後半以降の経済・金融情勢の変化にしたがってフォワードガイダンスが前向きに修正される可能性はないとは言えないし、11 月以降、総裁が替わることを踏まえればその可能性は低くはない。だが、今回の声明文や会見を見る限り、読み取るべきは「正常化局面の終了」と「次なる緩和への布石」であろう。文字通り、後任に対する「置き土産」を用意して退任に臨んでいるように見える。

筆者自身、フォワードガイダンスは今すぐにでも変えた方が良くと考えてはいた。ユーロ圏無担保翌日物平均金利（EONIA）先物市場は既に 1 年後の利下げを 50～60%程度織り込んでいる。今回、フォワードガイダンスの修正こそされたものの、「2020 年前半の利上げ意欲」が示されている状態であり、市場期待との乖離は相当大きいと言わざるを得ない。

EONIAと預金ファシリティ金利のイメージ (6月7日時点)

	EONIA	想定される預金 ファシリティ金利	時期
現在	-0.37	-0.40	
6か月先6M	-0.43	-0.46	2020年4月
12か月先3M	-0.43	-0.46	2020年7月
15か月先3M	-0.44	-0.47	2020年10月
18か月先3M	-0.42	-0.45	2021年1月
21か月先3か月	-0.42	-0.45	2021年4月
24か月先3M	-0.41	-0.44	2021年7月
24か月先6M	-0.40	-0.43	2021年10月

(資料) Bloomberg

※預金ファシリティ金利とEONIAのスプレッドは3bpsと仮定

フォワードガイダンスを修正してみたものの、文字通り「焼け石に水」と言わざるを得ないのが現状である。この点、会見では「(FRB が利下げを示唆する傍らで) フォワードガイダンスは依然利上げバイアスに傾斜しているようだが、次の一手 (the next move) は利下げよりも利上げという理解で正しいのか」と率直に聞く記者も現れている。当然の疑問であろう。ドラギ総裁はこれに対し「No...」と返すにとどまっている。2017 年 6 月から続く一連の流れに沿うならば、ここは自信を持って「Yes」と答えても不思議ではないはずだが、2019 年に入ってからのもう一つのムードを踏まえれば、それが難しいのは周知の通りである。ECB の正常化プロセスの息の根が完全に止まったことを感じさせる一コマと思えた。

なお、改めて解説する必要はないが、今回のフォワードガイダンス修正の理由は「the prolongation of uncertainty」とされ、保護主義や英国の EU 離脱交渉、新興国の脆弱性といった御馴染みのリスクが掲げられている。外需の影響を受けやすいユーロ圏経済にとってこれらのリスクが重く押し掛かることは既に統計に示されており、製造業の輸出が衰えることをもって域内経済の失速が顕著になっている。

「金融政策よりも財政政策」を滲ませたドラギ総裁

冒頭に言及した③については、具体的にさらなる利下げ (further rate cuts)、資産購入プログラムの再稼働 (the possibility of restarting the asset purchase programme)、フォワードガイダンスのさらなる延伸 (further extensions in the forward guidance) が言及されている。ECB は拡大資産購入プログラム (APP) を半年前に終了したばかりだが、今年 3 月にフォワードガイダンスを延伸した時点で正常化プロセスが青息吐息の状態だったことを思えばさほど驚きではないだろう。なお、ドラギ総裁は不測の事態が発生した場合、財政政策も考慮に入れる必要があり、これが根本的な役割 (a fundamental role) を担うと述べている。世界的に「金融政策よりも財政政策に力点を置くべし」という潮流が強まっているが、これは ECB においても認識されていることがよく分かる。

当然、ここで関心が高いのが「どういった状況になれば利下げや QE に至るのか」という点だが、これについてドラギ総裁はどういった事態がどういった手段を要求するかまでは今回議論していないと述べている。QE については「目的や責務に沿う限りにおいて欧州司法裁判所が ECB に幅広い裁量を認めている」ことを引き合いに出し、いつでも動ける状況にあることをアピールしているが、動く条件までは言質を与えていない。片や、利下げについては金融機関へのダメージが当然不安視され、ドラギ総裁もマイナス金利の期間やフォワードガイダンスの延伸が金融機関の収益を毀損し、貸出の妨げになるという点について非常に長い議論 (a quite long discussion) があったと述べている。総じて「今のところは影響なし」というのが政策理事会の総意とされているが、今後フォワードガイダンスがさらに延伸され、追加利下げが行われた場合、その限りではない (悪影響があるかもしれない) という認識もあるようだ。こうした立場は声明文で金融機関への配慮を滲ませた「軽減策 (mitigating measures)」のフレーズが使われていることに繋がっていると考えられ、今後 ECB が利下げやフォワードガイダンス延伸に動く際には、何らかの軽減策 (例えば準備預金の階層化など) がセットで打ち出される可能性がありそうである。

インフレ期待の低迷に対する ECB の見解

また、今回は市場ベースのインフレ期待が全く立ち上がってこないことを指摘する質問が複数見られた。例えば 1 番手の質問者は「ドラギ総裁は (市場ベースのインフレ期待が落ち込んでいるのは) リスクプレミアムがマイナスになっているから (デフレリスクはない) と述べていますが、どれほどの期間、市

場ベースのインフレ期待は目的を下回るのでしょ
うか」と ECB にとって痛いところを突く質問
をぶつけている。また、最後の質問者も「これま
での ECB の努力にもかかわらず、インフレ期待
は歴史的な低水準にあります。潜在的に想定され
るショックによってインフレ期待が不安定化
(dis-anchoring) することを懸念していま
すか。また、全ての手段 (all instruments) が利用
可能と述べているのはそれが理由ですか」と尋



ねている。図示されるように、ECB が伝統的に重視している 5 年先 5 年物ブレイクイーブン・フォワードレート (5 年先 5 年物 BEI) は 1.20%前半で推移しており、歴史的に経験のない水準まで押し込まれている。ECB ウォッチの立場からすれば、5 年先 5 年物 BEI の悪化が QE の導入や拡大の契機となってきた歴史もあるため、関心が高まるのは当然である。

これらの懸念に対するドラギ総裁は「懸念はしているが、不安定化の兆候ではないし、ましてデフレの可能性もない。例えば調査ベースのインフレ期待は長期的に 1.6～1.7%で安定している」との趣旨で回答している。とりわけ、「市場が想像している将来と人々が期待していることの間には断絶がある」とし、調査ベースのインフレ期待が安定していることに重きを置いて「市場は単なる貿易摩擦以上の何か大きなことを想像しているように見える」としている。あくまで「市場の見方が誤っているとかが正しいとかという話ではない」との断りを入れているものの、総じて「市場の悲観は行き過ぎている」との思いを抱いているように見受けられた。確かに、金融市場は最も極端なシナリオを織り込みにくいためドラギ総裁の指摘は一理ある。また、2016 年に 5 年先 5 年物 BEI が悪化した時などは「不安定化の真の脅威 (a real danger of de-anchoring)」があったものの、今はあくまで経済見通しの悪化に応じたものであり、人々の期待が屈折しているわけではないという見方も強調されている。

しかし、中銀が予断を持って行動することは危ういため「我々の立場からやるべきことは、こうした (市場ベースのインフレ期待のような) 数字を真摯に受け止めた上で、準備を怠らないことだ」と述べ、これを最後の回答として会見を締めている。ドラギ総裁らしい巧い返しとまとめ方ではあったが、日本を例に取れば調査ベースのインフレ期待が安定していてもデフレに陥っており、今日に至っていることも知っておいた方が良くかもしれない。

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。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6月6日	次のカタリストとしての中国の外貨準備
2019年6月5日	虚しい「フォワードルッキングな政策運営」
2019年6月4日	ECB政策理事会プレビュー～TLTRO3詳細発表へ～
2019年6月3日	「利下げタイミングを当てるゲーム」が始まりそう
2019年5月31日	週末版
2019年5月29日	米為替政策報告書を受けて～ドル高への不満も～
2019年5月28日	円安リスクの点検～円高リスク高まった5月～
2019年5月27日	ECB政策理事会議事要旨～衰える基本シナリオの信認～
2019年5月24日	週末版
2019年5月23日	ブレグジットQ&A～メイ辞任、再国民投票、勝負の6月～
2019年5月22日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年4月分)
2019年5月21日	ユーロ相場の需給と「ドルしか買えない」状況
2019年5月20日	「1ドル=7.00」の攻防再び
2019年5月17日	週末版(円相場の需給環境について～建値通貨別でユーロ建て証券投資が過去最大に～)
2019年5月15日	景気動向指数の「悪化」判断と増税の先行きについて
2019年5月14日	関税引き上げと通貨安～元安対抗にも限界あり～
2019年5月13日	米中協議は実質決裂へ～舞台は大阪G20へ？～
2019年5月10日	週末版(「中央銀行の独立性」とトランプの口先介入～「失言」と割り切って良いのか？～)
2019年5月9日	「相応の理由」なき投機のドル買いはいつまで続くか
2019年5月7日	追加関税騒動について～半年間の努力はどこへ～
2019年4月26日	週末版
2019年4月24日	薄氷のドル高相場～踏けるべき「次の一手」は～
2019年4月23日	10連休を契機に考える休日増加の功罪
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年3月分)
2019年4月22日	円安リスクの点検～年後半は「米国 vs. 欧中」～
2019年4月19日	週末版(ユーロ圏PMIを受けて～「底打ち」しても正常化は別の話～)
2019年4月18日	ドル高を容認できない中国の経常収支
2019年4月17日	相次ぐECBの「次の一手」に関するヒント
2019年4月16日	「改善の極み」を指摘したIMF～循環的なピーク～
2019年4月15日	ECB政策理事会～階層化とTLTRO3の取り扱い～
2019年4月12日	週末版(やはり直面した「欧州らしい結末」～臨時EU首脳会議を受けて～)
2019年4月10日	IMF世界経済見通し～「副題」で見る世界経済の変遷～
2019年4月9日	円相場の基礎的需給環境～「均衡」がもたらすレンジ～
2019年4月8日	ブレグジット情勢を巡るQ&A～臨時首脳会議を前に～
2019年4月5日	週末版(ドイツがけん引するユーロ圏の減速～大崩れしたドイツ製造業受注～)
2019年4月4日	外貨準備構成通貨の現状(18年12月末)
2019年4月3日	ECBはマイナス金利を階層化するのか？
2019年4月2日	円高を阻む経常収支構造の変化
2019年4月1日	「恵まれた為替環境」を再確認した内閣府調査
2019年3月29日	週末版
2019年3月26日	円安リスクの点検～敢えて考える円安リスク～
2019年3月25日	「自分の尾を追う犬」となったFRBと景気後退の考え方
2019年3月22日	週末版(コミュニケーションが荒れ始めたFRB～本末転倒感の拭えないドットチャート～)
2019年3月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年2月分)
2019年3月18日	「ユーロ圏の日本化」の正しい読み方
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度も利上げでせずに退任へ～)
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/円相場は新常態にあるのか？
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を前に～
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の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、世界経済の動所～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～