

みずほマーケット・トピック(2020年6月5日)

週末版

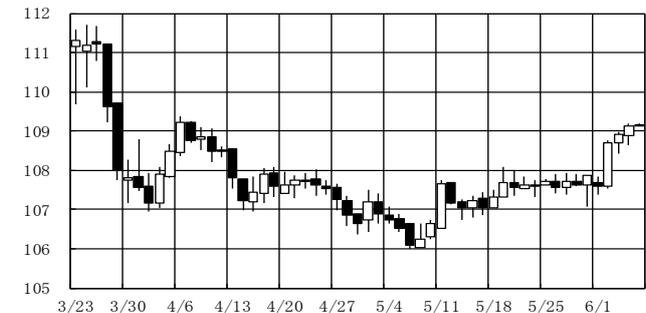
内容 1. 為替相場の動向 2. 来週の注目材料
3. ECB 政策理事会を終えて～2022 年末までバランスシート残高は高止まり～

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/円相場は週後半に高値をつける展開。週初1日、107円台後半でオープンしたドル/円は、日経平均株価が22,000円台を回復する流れを受けて堅調に推移したが、米国での警官による黒人男性殺害事件を発端とするデモ活動や、先週に続き香港を巡る米中対立が意識されてじり安の展開となり、一時週安値の107.38円まで下落した。2日は、世界的な株高を受けてリスクオンの動きが強まる中、ドル/円も急伸し、108円台後半をつけた。3日、オープン直後は実需のドル売りが優勢も、米金利の上昇に後押しされじりじりと値を上げる展開。米5月ADP雇用統計や米5月ISMサービス業景況指数といった各指標が市場予想ほどの減速とならなかったことが好感され、ドル/円も109円手前まで上昇した。4日は、約2か月ぶりに109円を上抜けた。後半にかけて ECB 政策理事会でのパンデミック緊急購入プログラム(PEPP)の資産購入額拡大決定が意識されて、ユーロ/円の上昇に伴い、ドル/円も連れ高となると、NYダウ平均株価の上昇もあいまって、一時週高値の109.20円まで上昇した。本日は週高値の付近での推移が続いている。
 - ・ 今週のユーロ/ドル相場は週後半に急伸する展開。週初1日、1.11前半でオープンしたユーロ/ドルは、欧州株が堅調に推移し、イタリアやスペインの5月製造業PMIが予想を上回ったことで底堅く推移した。2日は、欧州株の堅調な推移が続き、メルケル独政権が最大1,000億ユーロ相当の追加刺激策を講じることにに対する期待感が強まる中で、ユーロの買戻しが強まり1.11台後半まで上昇した。3日は、米国の主要経済指標が事前予想ほどの悪化とならず、世界的なリスクオンの動きが続いたことで、ユーロ/ドルも1.12を上抜けた。その後も、メルケル政権にて景気刺激策の合意成立との報道が伝わるとユーロ買いは加速し、約3か月ぶりの水準となる1.12台後半まで値を上げた。4日は、ECB政策理事会での金融緩和期待によるユーロ買いが一巡し、じり安となったが、ECB政策理事会の後、ユーロ圏経済の減速懸念以上にPEPPの増枠をはじめとする金融緩和の拡充が好感され、一時週高値の1.1362まで急伸した。本日は前日の高値付近での推移が続いている。

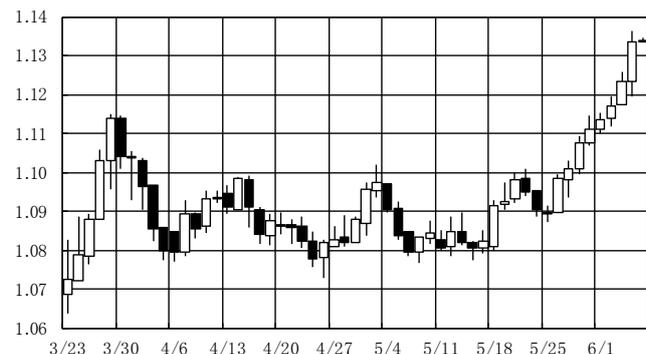
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

		前週末	今 週			
		5/29(Fri)	6/1(Mon)	6/2(Tue)	6/3(Wed)	6/4(Thu)
ドル/円	東京9:00	107.65	107.71	107.35	108.83	109.00
	High	107.89	107.85	108.77	108.98	109.20
	Low	107.06	107.38	107.52	108.42	108.62
	NY 17:00	107.86	107.60	108.70	108.91	109.14
ユーロ/ドル	東京9:00	1.1078	1.1116	1.1127	1.1184	1.1235
	High	1.1145	1.1154	1.1197	1.1258	1.1362
	Low	1.1070	1.1101	1.1116	1.1167	1.1195
	NY 17:00	1.1110	1.1135	1.1171	1.1234	1.1337
ユーロ/円	東京9:00	119.22	119.69	119.65	121.70	122.44
	High	119.90	119.96	121.63	122.62	123.96
	Low	118.89	119.42	119.65	121.27	121.87
	NY 17:00	119.79	119.81	121.36	122.37	123.74
日経平均株価	21,877.89	22,062.39	22,325.61	22,613.76	22,695.74	
TOPIX	1,563.67	1,568.75	1,587.68	1,599.08	1,603.82	
NYダウ工業株30種平均	25,383.11	25,475.02	25,742.65	26,269.89	26,281.82	
NASDAQ	9,489.87	9,552.05	9,608.38	9,682.91	9,615.81	
日本10年債	0.00%	0.00%	0.01%	0.01%	0.03%	
米国10年債	0.65%	0.67%	0.69%	0.75%	0.82%	
原油価格(WTI)	35.49	35.44	36.81	37.29	37.41	
金(NY)	1,751.70	1,750.30	1,734.00	1,704.80	1,727.40	

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 5 日(金)に 5 月雇用統計が発表される。前回 4 月の非農業部門雇用者数は前月比▲2,054 万人減と過去最大の減少数を記録した。また、民間部門雇用者数は同▲1,956 万人となった。内訳を見ると、新型コロナウイルスの感染拡大によるロックダウンの影響を大きく受けた業種で減速が際立っており、宿泊・外食サービス部門では約▲630 万人減少した。そのほか、小売、ヘルスケア、製造業といった部門でも▲100 万人超の減少を記録した。失業率に関して、4 月の結果は 14.7%と前回 3 月から 10.3%pts 上昇した。この水準はリーマンショックのピーク時(10.0%)を優に上回る水準で、人数ベースでは 3 月の 710 万人から 2,300 万人と大幅に増加し、米国での雇用環境の悪化が際立つものとなった。詳細をみると、失業者の内訳として一時解雇者の比率が高いことが指摘されており、恒久的な失業者は全体の 10%程度に留まった。そのほか、求職中の失業者のみを対象として集計しているため、実際はより高い水準である可能性が指摘された。一方、平均時給の伸びは前月比+4.7%と高い数値を記録した。しかし、失業者の多くが低所得者層に集中していた結果、相対的に給与水準が増加したことが要因で、こちらも実態は労働環境の悪化を裏付ける内容となった。なお、ブルームバーグの予想では、5 月の非農業部門雇用者増加数を同▲750 万人の減少、失業率については 19.1%と悪化を見込んでいる。また、5 月平均時給は前年比+1.0%で小幅な上昇を見込んでいる。

9(火)～10 日(水)には FOMC の開催を控えている。前回 4 月末での会合では、政策金利は現状維持となったものの、最大の雇用と安定した物価目標達成のために、引き続き出来る限りの支援策を施していく方針が示された。また、前回会合までに各地区連銀から大幅な景気減速が数多く報告される中で、企業向け資金供給を意図した量的緩和を主軸とする追加緩和策を検討している点に言及した。その後発表された 4 月 FOMC 議事要旨では、今後の政策に関して具体的に、フォワードガイダンスの明確化、資産購入方針の明確化に加え、短・中期国債購入に際しての利回りの上限を設定する検討がされていることが明らかとなった。一方、マイナス金利導入にかかる記載は見られず、先週のパウエル FRB 議長の講演においても、マイナス金利は米国にとって適切ではないと言及しており、来週の会合では政策金利は現状維持となる見込みが大きい。そのほか、パウエル議長は新型コロナウイルスの感染の第 2 波が発生した場合に、米経済が長期的に停滞する懸念を指摘している。パウエル議長は今後も金融緩和を継続していくとしながらも、政府に対しては債務を懸念する局面ではなく、経済を支えるために財政の力を活用する重要性を指摘することで、FRB の政策動向に関して過剰な期待を受ける状況をけん制している。

	本 邦	海 外
6 月 5 日(金)	・4 月景気動向 CI 指数(速報)	・米 5 月雇用統計
6 月 8 日(月)	・1～3 月期 GDP(確報) ・4 月国際収支	—————
9 日(火)	・5 月工作機械受注(速報)	・米 FOMC(10 日まで) ・米 4 月卸売在庫(確報) ・1～3 月期ユーロ圏 GDP(確報)
10 日(水)	・5 月国内企業物価指数	・パウエル FRB 議長会見 ・米 5 月 CPI ・OECD 経済見通し発表
11 日(木)	・4～6 月期景況判断 BSI 大企業全産業	・米 5 月 PPI
12 日(金)	・4 月設備稼働率 ・4 月鉱工業生産(確報)	・米 5 月輸出・輸入物価指数 ・米 6 月ミシガン大学消費者マインド(速報) ・ユーロ圏 4 月鉱工業生産

【当面の主要行事日程(2020 年 6 月～)】

- ECB 政策理事会 (7 月 16 日、9 月 10 日、10 月 29 日)
- 米 FOMC (6 月 9～10 日、7 月 28～29 日、9 月 15～16 日)
- 日銀金融政策決定会合 (6 月 15～16 日、7 月 14～15 日、9 月 16～17 日)
- G20 財務相・中央銀行総裁会合(7 月 18～19 日、10 月 15～16 日)

3. ECB 政策理事会を終えて～2022 年末までバランスシート残高は高止まり～

最大のポイントは再投資方針の明示

昨日の ECB 政策理事会は市場予想通りパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の強化を決定した。規模は総額 7500 億ユーロに 6000 億ユーロを上乗せした 1.35 兆ユーロへ、期間は 2021 年 6 月末までに延長された。このほか、再投資方針も明示されたことも驚きであった。政策金利については全て据え置かれており、各種流動性供給プログラムも前回から不変である。

過去の本欄でも議論したように、現時点で PEPP 拡大に踏み込むことについて筆者は時期尚早と考えていた。まだ PEPP には 70% の余力が残されており、イタリア国債への傾斜が大きくなっている現状を踏まえれば、今少し新型コロナウイルスの感染状況を見計らっても良かったように感じられた。この点、ラガルド ECB 総裁は「2 つの要因があった」としており、①新型コロナウイルス危機によって物価見通しが著しく悪化していること、②域内の金融状況がタイト化しておりこれを緩和する必要性があったことの 2 点を挙げている。3 月時点では「7～9 月期以降に V 字回復」が大方の相場観であったため、こうした理屈は一応理解できるものだが、拡大額の大きさについてはやはり意外感があった。

だが、詰まるところは感染拡大見通しが思ったよりも長引きそうということに尽きるのだろう。元々、PEPP の終了は「新型コロナウイルスが終息次第 or 2020 年末」であった。これを 2021 年 6 月末までとした上で、これまで言及がなかった（すなわち償還による自然減が前提とされていた）元本の再投資まで「少なくとも 2022 年末」と明示したということは、「当分、新型コロナウイルスとの共存が続く」と金融政策面でも覚悟を決めたということに他ならない。今後 2 年半にわたって、ECB のバランスシートは高止まりすることになる。規模や期間の強化が取り沙汰されているが、将来的な効果波及という意味では、今回最大のポイントは再投資方針の明示だったと筆者は感じている。ちなみに今回の PEPP 強化についてラガルド総裁ははっきり「全会一致であった」と述べている。この点もやや意外感があった。政策決定を受けてユーロが買われているが「良好な対応策を評価してユーロが買われる」というのは欧州債務危機時に見られた反応だ。今回、ECB は「市場との対話」に成功したと評価して良いだろう。

再投資方針に政策間の齟齬あり

なお、PEPP で購入された債券の再投資については「the future roll-off of the PEPP portfolio will be managed to avoid interference with the appropriate monetary stance」と付言されており、将来的に期落ちする債券が政策スタンスに影響を与えることは無いという但し書きも見られている。今一つ意図が分かりにくいのが、これは PSPP の再投資方針との齟齬を意識しているのかもしれない。実際、この点の不整合 (discrepancy) を突く質問も会見では見られた。現在、PSPP を含む APP で購入された債券の再投資方針は「利上げ着手以降、当面の間 (an extended period of time past the date when we start raising the key ECB interest rates)」とされている。仮に PEPP の再投資が 2022 年末まで継続された場合、2023 年 1 月からは PEPP で購入された債券の期落ちが始まる (バランスシートが縮小し始める) ということになる。この際、その頃までに利上げをしてなかった場合 (恐らくしていない可能性が高い)、「PSPP における再投資継続を認めつつ、PEPP における再投資打ち切りは認める」という齟齬が発生することになる。しかし、PEPP であれ、PSPP であれ、ECB の購入と引き換えに銀行部門に流し込まれた資金であることには変わりないのだから、これは明らかに政策間の整合性が取れていない。この点に関し、記者からは「利上げ前に PEPP の再投資は停止されるという理解で良いか」とストレートな質問が見られた

が、ラガルド総裁は直接的な表現を避けつつ、回答の中で「PEPP と PSPP は性質 (nature) が違う」と述べるにとどまっている。しかし、それは ECB の立場や見解であって、金融市場への流動性という意味では政策効果は同じはずである。

6000 億ユーロ拡大の理由とマイナス金利深掘りについて

ちなみに 6000 億ユーロの拡大は市場予想を超えるものだが、「なぜもっと大きくないのか。(6000 億ユーロを拡大しても)、現在のペースが続けば 2021 年 2 月には使い切ってしまう」という質問もあった。この点についてはシンプルなロジックがある。現在の ECB は今年 7~9 月期からリバウンドが始まり、徐々に「コロナ以前のインフレ軌道 (the pre-COVID inflation path)」に復することをメインシナリオに置いている。そもそも PEPP の債券購入にまつわる「現在のペース」は最悪期を含めた過去 2 か月のペースであり、「2021 年 2 月までそれを続けられるのであれば十分であるし、恐らく使い切れない」というのが ECB の基本認識なのだと思います。ラガルド総裁もそういった趣旨で回答している(もっとも、こうしたメインシナリオに関しては多大なる不透明感が付き纏うことを指摘することも忘れていない)。

また、マイナス金利の深掘りが行われないことについて「もう下限と考えているのか」という質問も見られているが、「今回は PEPP 強化を決定し、現時点ではそれが考え得る最善のツール (the best possible instrument) ではあるが、他に何も無いというわけではない。PEPP もパッケージの 1 つに過ぎない」といった趣旨の回答をしており、企業金融周りの支援策が豊富にあることも強調している。昨日の本欄でも議論したように PEPP は CP・社債の発行市場に直接的な介入を行っており、企業金融支援策という顔も明らかになっている。マイナス金利深掘りに執着する見方はナンセンスと言わざるを得ない。

ジャンク債購入とドイツ憲法裁判による違憲判決について

以上のような PEPP に関する論点以外では、ジャンク債の購入可否やドイツ憲法裁判所の違憲判決への見解などが注目されることになる。実際、今回 1 人目の質問者は双方の論点をまとめて尋ねていた。まず、FRB が踏み切ったことで注目されるジャンク債 (fallen angel) の購入については「自己実現的な景気循環増幅効果 (プロシクリカリティ) は避けたい」と政策自体を退けるようなコメントをしており、政策理事会としても「議論していない」と一蹴している。将来的な選択肢としても検討されない雰囲気を感じられた。また、ドイツ憲法裁判所による違憲判決については、欧州司法裁判所 (ECJ) が公的部門購入プログラム (PSPP) を合憲と認めていることを引き合いにあくまで ECB の責務に沿っていることを再確認している。その上でドイツ政府・議会に向けられたドイツ憲法裁判所判決をもちろん注視はしており、「良い解決策が見つかる」と確信している。その策とは我々の独立性を毀損しないものだろう (we are confident that a good solution will be found. A good solution that will not compromise the ECB's independence)」と述べており、当然ながら PEPP の適法性を当然視する立場を表明している。政策理事会は政策の効率性やコスト・ベネフィット分析を定期的に行っており、これが適法性を証明することに繋がっていくだろう立場を示している。今夏における一大注目材料となりそうである。

ちなみに昨日の本欄でも指摘したが、PSPP で購入されなかった分を取り返すかのように PEPP でドイツ国債が購入されているという事実が明らかになっている。この点、「なぜ PEPP において、急にドイツ国債が資本金出資比率に応じて (大量に) 買われることになったのか。何か理由はあるのか」という質問が見られている。暗にドイツ憲法裁判所の違憲判断 (PSPP が対象で PEPP は対象外) に対し「抜け

道」的に PEPP を使っているのではないかとの思いがあったと推測される。この点、ラガルド総裁は PEPP の政策目的を説明するだけで明確な回答を避けているが、両者の購入実績について資本金出資比率からの乖離度合いがあまりにも異なると、その理由が探られることになるだろう。

デフレ懸念再び

今回の記者会見ではデフレ圧力の再来について複数の質問が見られたことも印象的であった。ユーロ圏の日本化懸念が芽を出し、筆者が拙著『欧州リスク：日本化・円化・日銀化』を発刊したのが 2014 年 7 月であった。当時はインフレ期待の腰折れ懸念と共に実績として挙がってこないユーロ圏消費者物価指数 (HICP) も問題視されていた。今回、ECB から公表されたスタッフ見通しによれば HICP は 2020～2022 年の 3 年間に、総合ベースで +0.3%/+0.8%/+1.3%、食料・エネルギー除くベースでは +0.8%/+0.7%/+0.9% と今後 2 年で +1.0% にも到達できないというショッキングな見通しになっている。これは 2022 年末まで PEPP で購入された債券が再投資されるという政策と整合的であろう。実際、会見の中でもラガルド総裁は「when we see an inflation outlook at the end of our projection period, in 2022 at 1.3%, we make the determination that measures are needed, action is necessary」と述べ、インフレ見通しの軟化が追加緩和の決め手の 1 つとなったことを口にしている。近年、HICP やインフレ期待を見つつ ECB の「次の一手」を予見する基本的なアプローチは注目されない傾向にあったが、当面はこうした物価動向から政策動向を推し量るという基本に立ち返る目線も重要になりそうである。

市場営業部
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.mizuuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2020年6月4日	明らかにされたパンデミック緊急購入プログラムの全貌
2020年6月3日	米個人消費・所得、急変動に透けて見える日本化の胎動
2020年5月29日	週末版(ECB政策理事会プレビュー～PEPPIに孕む隠蔽リスク～)
2020年5月27日	最近の元安・ドル高相場の読み方
2020年5月26日	IMF「国際金融安定報告」続報から読み取れるもの
2020年5月22日	週末版(EU復興基金設立の現状と展望～立ちはだかる「新ハンザ同盟」の壁～)
2020年5月20日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年4月分) コロナショックは反グローバルの「とどめ」なのか？
2020年5月19日	アフターコロナの世界で定着しそうな「皮肉な株高」
2020年5月15日	週末版(マイナス金利を正当化したECB論文～「次の一手」としての深掘りを予見させるものか？～)
2020年5月14日	不安を吐露したパウエル議長とマイナス金利の足音
2020年5月12日	独憲法裁判所の判断とECB買い入れ近況について
2020年5月8日	アフターコロナはインフレか？デフレか？
2020年5月7日	アフターコロナで注目したい世界の「日本化」兆候
2020年5月1日	週末版(ECB政策理事会を終えて～形骸化する政策金利と「次の一手」～)
2020年4月28日	日銀金融政策決定会合を受けて～同調圧力への対応～
2020年4月24日	週末版(原油急落に感じる株・為替市場との差異～原油に「ごまかし」は効かず～)
2020年4月22日	拡張財政と「ドルの信認」～目先の下落は濃厚か？～
2020年4月21日	資本逃避スピードはリーマンショックの倍に～IMF報告～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年3月分)
2020年4月17日	週末版(「The Great Lockdown」で最も傷が深いのは欧州か？～IMF世界経済見通し～)
2020年4月15日	ECBの「次の一手」はYCCも視野に～工夫も必要～
2020年4月14日	「超リスクオフ」から「リスクオフ」へ～改めて米金利を意識へ～
2020年4月10日	週末版(明らかになったECB資産購入の実情～このペースではあと半年が限度～)
2020年4月9日	英国のEU離脱はどこへ～移行期間は延長不可避の情勢～
2020年4月7日	「金利差なき世界」のあるべき視座～big picture～
2020年4月6日	「悲観の極み」の中で「光」をどう見出すべきか
2020年4月3日	週末版(「令和元年度 企業行動に関するアンケート調査」を受けて～かすかに暗雲漂う円相場～)
2020年4月2日	今でも「危機対応のフロントランナー」の日銀
2020年4月1日	過去最大のスタートダッシュを切ったECB
2020年3月30日	ドル高の裏にある新興国通貨安～半分はメキシコ由来～
2020年3月27日	週末版(EUが直面する「第三の危機」～債務、難民そして疫病へ～)
2020年3月26日	EUに楔を打ち込む中国～マスク外交と侮れず～
2020年3月25日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年2月分) リスクナリオも練り直し～日米金利差逆転というリスク～
2020年3月24日	「ドル化する世界」と新興国通貨の選別
2020年3月23日	「08年型のドル高」と円「2大ステータス」
2020年3月19日	週末版(踏み込んだECB、パンデミック緊急資産購入プログラム～「抜かずの宝刀」も抜かれるのか？～)
2020年3月18日	FOMCレビュー～「不要不急で自滅」は予定通り？～
2020年3月17日	ECB政策理事会レビュー～胆力と失望の狭間～
2020年3月13日	週末版
2020年3月11日	ECB政策理事会プレビュー～実質的なデビュ戦～
2020年3月10日	日銀の「次の一手」を考える～GPIFとの共同戦線は？～
2020年3月9日	ドル安相場の当然の帰結～疫病は契機に過ぎず～
2020年3月6日	週末版
2020年3月5日	欧州難民危機再び？～「見えない脅威」と「見える脅威」～
2020年3月4日	不要不急の利下げで自滅したFRB
2020年3月3日	各国政府・中銀の政策協調姿勢を受けて
2020年3月2日	最強通貨に返り咲いた円～年初来変化率がプラスに～
2020年2月28日	週末版(メインシナリオに関するリスク点検～疫病リスク、米利下げ、円高～)
2020年2月27日	健在だった「安全資産としての円買い」と加速する悲観
2020年2月21日	週末版(忌避されるユーロ～通貨安政策として先鋭化するマイナス金利政策～)
2020年2月20日	円急落は「日本売り」の結果なのか？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年1月分)
2020年2月19日	危機モードが続く為替市場と無国籍通貨「金」の上昇
2020年2月18日	ユーロ圏経済の現状～中国とユーロ圏が風邪を引くと・・・
2020年2月14日	週末版
2020年2月13日	それほど信頼できない「3月円高説」の実情
2020年2月12日	流動化し始めたドイツ政局～メルケル退陣まで1年半余り～
2020年2月10日	良好な雇用統計が浮き彫りにした市場の「甘え」
2020年2月7日	週末版(上がりそうにない原油価格～3つの理由と共にドル/円相場への含意を考える～)
2020年2月6日	改善が続く企業マインドをどう読むべきか
2020年2月4日	債券相場の現状と展望～遠すぎる物価「2%」～
2020年2月3日	プレジデントQ&A～アイルランド問題から漁業権問題へ～
2020年1月31日	週末版
2020年1月30日	FOMCを終えて～新型肺炎リスクと減速軌道の米国～
2020年1月29日	メインシナリオに関するリスク点検
2020年1月28日	デジタル通貨を巡る4大勢力～群雄割拠を読み解く～
2020年1月27日	疫病リスクと金融政策への影響などについて
2020年1月24日	週末版(ECB政策理事会を終えて～やや先走り感のあるラガルド総裁～)
2020年1月22日	日銀金融政策決定会合～「政熱経済」という運～
2020年1月21日	ECB政策理事会プレビュー～底打ち機運に乗り静観～
2020年1月20日	米大統領選挙と為替～潜む一抹の不安～ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年12月分)
2020年1月17日	週末版
2020年1月15日	「1998～99年」との違いはどこにあるのか～その②～
2020年1月14日	中国の為替操作国認定解除を受けて～ドル売り介入の催促～
2020年1月10日	週末版(「調達通貨は円よりユーロ」の答え合わせ～中東リスクを前に～)
2020年1月9日	予防的利下げの成否～「98年型利下げ」と「99年型利上げ」～
2020年1月8日	軍事衝突と原油高への考え方～円高は不幸中の幸いか？～
2020年1月6日	2020年、レンジ脱却に必要なもの～その②～
2019年12月25日	2020年、レンジ脱却に必要なもの
2019年12月24日	2020年の想定外はどこにあるのか？～6つの論点～
2019年12月23日	スウェーデン、マイナス金利解除の読み方～2020年への示唆～
2019年12月20日	週末版
2019年12月19日	米大統領選挙の左派リスクは2020年の波乱要因か？ 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2019年11月分)
2019年12月18日	やはり上げを失った債券相場～政治も金融もボンドの足枷～
2019年12月17日	日銀金融政策決定会合プレビュー
2019年12月16日	英総選挙を終えて～「次の山」は2020年6月末に～
2019年12月13日	週末版(ECB政策理事会を終えて～フクロウ型総裁の「人となり」～)