

## みずほマーケット・トピック(2020年12月11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～「中途半端」でユーロ高抑制できず～

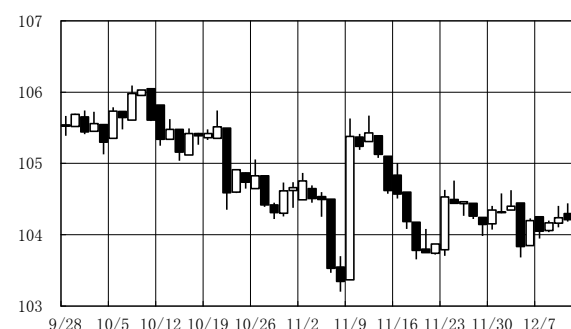
## 1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は上昇する展開。週初7日、104円台前半でオープンしたドル/円は、EUと英国のブレグジット協議が合意なしで打ち切られるとの見方が強まると、対ポンドでのドル買いが波及したが、対欧州通貨に対するドル売りが重しとなり、一時週安値となる103.93円まで反落した。翌8日は、米追加経済対策の行方やEUの通商交渉の不透明感が燃える状況下、ドル/円は終始104円台前半での小動きとなった。9日も、ブレグジット関連のニュースが交錯する中、欧州通貨や資源国通貨に対するドル買いが強まると、ドル/円は、堅調に推移した。しかし、米追加経済対策案の合意が難航との報道に米株価がマイナス圏に沈むと、ドル/円は、104円台前半まで値を下げた。10日には、鉄鉱石価格の上昇に資源国通貨の円売りが強まると、ドル/円は一時週高値となる104.58円まで上昇したが、ユーロや豪ドルに対するドル売りや米金利低下もあいまって、104円台前半まで反落した。本日も、104円台前半で上値の重い推移となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は揉み合う展開。週初7日、1.21台前半でオープンしたユーロ/ドルは、合意なき離脱を懸念したポンド/ドルの下落に連れ安となり、1.20台後半まで下落したが、押し目買いに一時週高値となる1.2166まで上昇。しかしその後は利益確定の売りが継続し、ユーロ/ドルは1.21台前半までじりじりと下落した。8日にかけても上値の重いポンド/ドルに連れ安となり、ユーロ/ドルは1.20台後半まで下落する場面も見られたが、ユーロ買いは底堅く、1.21台前半まで反発した。翌9日は、リスクオフのドル買いが先行し、米株価が下げ幅を拡大する動きに、ユーロ/円の下落も重しとなると、ユーロ/ドルは、一時週安値となる1.2058をつけた。10日、注目されたECB政策理事会では、ラガルドECB総裁がユーロ高によるデフレ圧力への懸念を示すと、ユーロ/ドルは弱含む場面が見られたが、その後はユーロの買戻しが強まり1.21台後半まで上昇。本日にかけては、ユーロ/ドルは1.21台前半での推移が続いている。

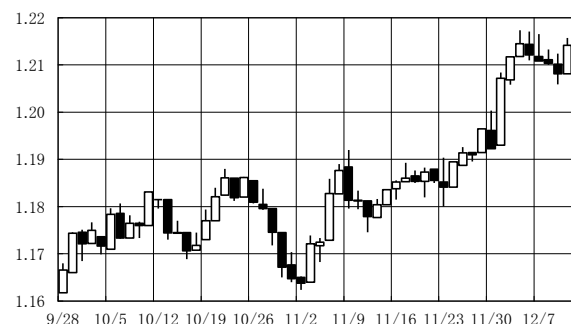
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

|              |          | 前週末       | 今 週       |           |           |            |
|--------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|
|              |          | 12/4(Fri) | 12/7(Mon) | 12/8(Tue) | 12/9(Wed) | 12/10(Thu) |
| ドル/円         | 東京9:00   | 103.83    | 104.20    | 104.01    | 104.14    | 104.29     |
|              | High     | 104.24    | 104.31    | 104.20    | 104.41    | 104.58     |
|              | Low      | 103.74    | 103.93    | 103.96    | 104.05    | 104.18     |
|              | NY 17:00 | 104.20    | 104.05    | 104.17    | 104.24    | 104.21     |
| ユーロ/ドル       | 東京9:00   | 1.2144    | 1.2121    | 1.2109    | 1.2109    | 1.2079     |
|              | High     | 1.2177    | 1.2166    | 1.2134    | 1.2147    | 1.2158     |
|              | Low      | 1.2110    | 1.2079    | 1.2096    | 1.2058    | 1.2073     |
|              | NY 17:00 | 1.2121    | 1.2109    | 1.2104    | 1.2082    | 1.2142     |
| ユーロ/円        | 東京9:00   | 126.08    | 126.27    | 125.94    | 126.09    | 126.01     |
|              | High     | 126.66    | 126.47    | 126.25    | 126.50    | 126.73     |
|              | Low      | 126.06    | 125.97    | 125.89    | 125.79    | 125.91     |
|              | NY 17:00 | 126.24    | 126.01    | 126.10    | 125.90    | 126.51     |
| 日経平均株価       |          | 26,751.24 | 26,547.44 | 26,467.08 | 26,817.94 | 26,756.24  |
| TOPIX        |          | 1,775.94  | 1,760.75  | 1,758.81  | 1,779.42  | 1,776.21   |
| NYダウ工業株30種平均 |          | 30,218.26 | 30,069.79 | 30,173.88 | 30,068.81 | 29,999.26  |
| NASDAQ       |          | 12,464.23 | 12,519.95 | 12,582.77 | 12,338.95 | 12,405.81  |
| 日本10年債       |          | 0.02%     | 0.02%     | 0.01%     | 0.01%     | 0.01%      |
| 米国10年債       |          | 0.97%     | 0.92%     | 0.92%     | 0.94%     | 0.91%      |
| 原油価格(WTI)    |          | 46.26     | 45.76     | 45.60     | 45.52     | 46.78      |
| 金(NY)        |          | 1,840.00  | 1,866.00  | 1,874.90  | 1,838.50  | 1,837.40   |

## 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、15(火)～16(水)にFOMCの開催を控える。先月下旬に公表されたFOMC議事要旨では、金融政策は現状維持となったものの、新型コロナウイルスの感染再拡大の影響によって景気の二番底を迎えるといった懸念や、米金利がじりじりと上昇している状況を受けて金融政策の見直しを議論したことが明らかになった。特に、FOMCメンバーの間では資産購入の指針が話題となり、米国債の買入ペースの見直しや購入国債の年限長期化が追加緩和の具体案として協議された。また、議事要旨内には、最速で今回会合にて量的緩和の拡充に踏み切る可能性が示唆されている。その他、政治関連では14日(月)に大統領選の選挙人による投票日となっている。バイデン次期大統領は閣僚の発表をはじめ政権移行を進める一方、ペンシルベニア州で郵便投票の一部を無効だとする共和党の主張は今週、連邦最高裁判所に棄却された。このままいけば、選挙人投票は約70票の差でバイデン次期大統領が勝利する見込みとなっており、トランプ大統領が政局を覆す手段は少なくなっている。
- 欧州では16日(水)にユーロ圏12月PMI(速報)が公表予定となっている。11月総合PMIの結果は45.3と9月から▲4.7ポイント下落し、7月から4か月連続で低下し、好況・不況の境目である50を割り込んだ。内訳を見ると、前回から更に製造業とサービス業の業況判断の差が広がっており、製造業は依然50以上を維持したものの、サービス業に関しては41.7と、今年の5月以来の低水準を記録した。今月に関しても、新型コロナウイルスの感染再拡大が意識される中、ブルームバーグの事前予想では総合が44.7、製造業、サービス業がそれぞれ53.0、40.9と軟調推移を見込む。
- 本邦では、14日(月)に日銀短観(12月調査)が発表される。前回9月調査では、大企業製造業業況指数(DI)が6月調査から7ポイント上昇して▲27となり、17年12月調査以来の改善を見せた。非製造業DIは5ポイント改善して▲12となったが、ともにリーマンショック後と同じ水準に低迷している。業種別では、概ね業況の回復が見られたものの、宿泊・飲食業など未だ過去最低水準に落ち込む業種も見られた。中小企業の製造業・非製造業DIも6月調査から良化した。一方、先行きの景況感について、大企業、中小企業とも慎重な判断をしており、新型コロナウイルスの影響を払拭するには相応の時間を要するとの見方が大宗を占めた。なお、12月調査に関し、ブルームバーグの事前予想では大企業製造業DIを▲16、非製造業DIを▲7と見込んでいる。なお17日(木)からは、日銀金融政策決定会合を控えており、12月調査の結果を踏まえた政策決定がなされることとなる。

|           | 本 邦                              | 海 外                                                                    |
|-----------|----------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| 12月11日(金) | ――                               | ・米11月ミシガン大学消費者マインド(速報)<br>・米11月PPI                                     |
| 14日(月)    | ・日銀短観(12月調査)<br>・10月鉱工業生産(確報)    | ・米大統領選 選挙人投票<br>・ユーロ圏10月鉱工業生産                                          |
| 15日(火)    | ――                               | ・米FOMC(16日まで)                                                          |
| 16日(水)    | ・11月貿易収支<br>・12月製造業・サービス業PMI(速報) | ・米11月小売売上高<br>・パウエルFRB議長会見<br>・ユーロ圏12月製造業・サービス業PMI(速報)<br>・ユーロ圏10月貿易収支 |
| 17日(木)    | ・日銀金融政策決定会合(18日まで)               | ・米12月カンザスシティ連銀製造業活動指数<br>・ユーロ圏11月CPI(確報)<br>・英 金融政策会合                  |
| 18日(金)    | ・黒田日銀総裁会見                        | ・ユーロ圏10月経常収支                                                           |

## 【当面の主要行事日程(2020年12月～)】

FOMC(12月15～16日、1月26～27日、3月16～17日)  
 日銀金融政策決定会合(12月17～18日、1月20～21日、3月18～19日)  
 ECB政策理事会(1月21日、3月11日、4月22日)

### 3. ECB 政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～

#### 「中途半端」の一言

昨日の ECB 政策理事会はパンデミック緊急購入プログラム (PEPP) の拡大・延長ならびにターゲット型長期流動性供給 (TLTRO3) の延長を決定した。決定された内容の印象を一言で述べるならば「中途半端」である。目玉とされた PEPP の規模は 1.35 兆ユーロから 1.85 兆ユーロへ、5000 億ユーロ拡大され、期間は 2021 年 6 月末から 9 か月間延長の 2022 年 3 月末とされた。5000 億ユーロ拡大は 10 月会合で予告する前から観測が出ていた金額であり意外感はない。期間については元々 6 か月延長がコンセンサスだったので 9 か月間はやや踏み込んだ感もあるが、一部では 1 年延長という期待も出ていたので新鮮味がない。結局、要らぬ緩和予告をしたことで前回会合からの過去 6 週間、市場期待が余計に膨らんでしまった感は否めない。ゆえに真の目的であるユーロ高是正に対し「焼け石に水」であるどころか、何の役にも立たなかった。為替市場を相手に目的を果たしたければ緩和は予告すべきではなかった。

そもそも、「6 か月で 5000 億ユーロ」という計算は 1 か月当たりの使用実績 (約 800 億ユーロ) から割り出したものではなかったのだろうか。少なくとも筆者はそう考えて予想していた。「9 か月間で 5000 億ユーロ」は使用ペースの抑制も視野に入る条件設定になってしまう。期間を延ばしても経済・金融情勢が改善してくれば全部使う義務はないのだから、3 か月延ばした分、7000～7500 億ユーロまで積んでおけば良かったのではないか。一連の結果を受けたユーロ/ドル相場は 1.21 台と直近高値圏で推移しており、実効ベースでの高値も是正に至っていない。ユーロ高是正という意味では「中途半端」にカードを切らされてしまっただけという印象が強い。

#### 与信環境の整備

また、TLTRO3 についても期限が 1 年延長 (2022 年 6 月末) とされた。流動性供給の際に適用される金利優遇は維持されたものの、落札上限に関して適格貸出残高の 50% だったものが 55% へ引き上げられている。ラガルド総裁は貸出金利が低下し、貸出が伸びている動きを捉えて TLTRO3 が企図した効果を上げていると述べているが、従前から指摘されているように域内の銀行貸出態度調査では先行きの貸出姿勢厳格化の兆候も見られていた。今回決定された与信周りの政策強化はこうした不穏な兆候への予防策という位置づけである。会見では「家計・企業の抱えるリスクは流動性 (liquidity) から返済可能性 (solvency) に移行しており、中銀としてこれ以上貸し込むことにリスクないのか」といった趣旨の質問も見られた。この点、ラガルド総裁は TLTRO3 によって返済可能性の問題も解決するとの認識を述べ、流動性問題を解決することで返済可能性問題も解決されるのだという立場を示している。別の記者からも中銀による安価な流動性供給が域内の不良債権問題を悪化させるのではないかという類似の質問が見られているが、「リスクを評価・管理し、適切な保証を取った上で資金供給を行うのは最終的な貸し手となる民間銀行である」と述べ、あくまで中銀の仕事はそのための環境整備だと返している。

なお、一連のやり取りからは、必要と判断されれば、金利優遇の拡充可能も示唆されており、そのための利下げが実施される可能性もあることをラガルド総裁は否定していない。

#### 適切な購入規模で割れる政策理事会

一連の決定は全会一致ではなく過半数だったという。一部報道では PEPP 拡大規模について、6000 億ユーロを主張するメンバーと 4000 億ユーロを主張するメンバーに割れた結果、間を取って 5000 億ユーロ

ロになったと伝えられている。片や、9か月間という延長期間については全会一致だったという。9か月という期間についてラガルド ECB 総裁は「2021 年末までに集団免疫が獲得できていると信じるに足る十分な理由がある」とし、コロナショックから丸2年で経済が正常化するという前提で2022年3月末という期間で区切ったとの説明が展開されている。これに関しての異論・反論もあり得るだろうが、政策理事会内ではこれで意見集約が進んでいるようだ。なお、この「2021 年末までに集団免疫」というフレーズは今回、複数回出てくるものであり、政策運営上、重要な前提となっていることが窺えた。

「規模で割れて期間で一致した」ということは「月当たりの購入ペース」という点で意見が割れたということだ。単純計算すれば、6000 億ユーロならば月間 666 億ユーロ（667 億ユーロ×9 か月÷6000 億ユーロ）、5000 億ユーロならば月間 556 億ユーロ（556 億ユーロ×9 か月÷5000 億ユーロ）というイメージになる。ちなみに3～10月の8か月間での平均使用実績は786 億ユーロであったので、6000 億ユーロでも購入ペースは落ちることになる。もちろん、4～6 月期の市場ムードが特殊であったことを割り引く必要はあるだろうが、購入ペースは今年対比、来年は落ちていくというイメージになりそうである。

しかし、10月政策理事会の議事要旨では今後の追加策に関して収穫逨減（diminishing returns）が指摘されており、追加的な資産購入を行っても金融市場や実体経済に対して同じ影響を持つとは限らないという懸念が示されていた。だとすれば、これまでと同じ効果を狙うには同額以上の購入が求められるという話にならないだろうか。そう考えたメンバーは6000 億ユーロを主張したということなのかもしれない。いずれにせよ、資産購入の効果とそれを踏まえた上での然るべき購入規模という点について政策理事会にやや亀裂が生じ始めている様子が窺える。ただ、どちらかと言えば「2020 年と比べれば買わなくて良い」という認識は政策理事会に通底しているのではないかと推測する。というのも、今後、月間200 億ユーロという定例の拡大資産購入プログラム（APP）も継続することにはなるようだが、2020 年に与えられた増枠分1200 億ユーロは使い切りの上、密かに終了することが決まっている。数ある緩和策の一部を撤収することに成功したという点は見逃せない。

## 非常に長そうな第1段階

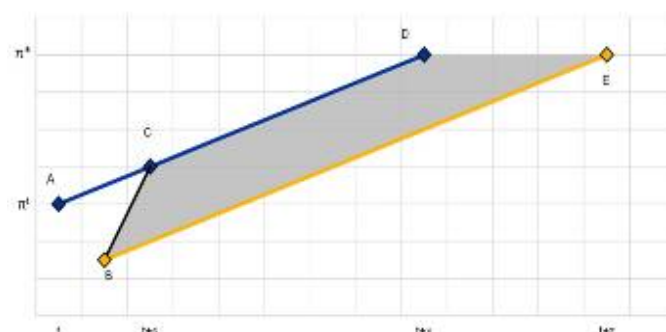
2021 年の ECB は物価低迷とユーロ高に如何に対処するかが問われる。もっとも、物価は対内価値、為替は対外価値なので、本質的には同じものだ。ユーロ高も長期間に及んできたので、そろそろ域内の一般物価への影響が議論されても不思議ではないだろう。物価が為替の動きに対してどの程度反応するのか（いわゆるパススルー効果）が注目されてきたそう。記者会見でもラガルド総裁は「為替レートは目標ではないが、とりわけユーロ高が重要な役割を果たし、物価に下落圧力（downward pressure）を及ぼすことは明白」と述べている。また、物価下落についても「ドイツの付加価値税引き下げなど特殊要因が挙げられるが、需要低迷も一因だ。賃金低下と為替（ユーロ）の上昇も要因である」とはっきりユーロ上昇を指差している。

過去の ECB による論文<sup>1</sup>では1%のユーロ高は1年後の消費者物価指数（HICP）を▲0.07%ポイント押し下げるという試算があった。名目実効為替相場（NEER）で見た場合、ユーロは年初から足許（12月9日）までに+6.7%上昇している。これは HICP の押し下げ効果としては▲0.5%ポイント程度に相当する。もちろん、試算値も変わっているだろうからそれが ECB の今の胸中とは限らないが、ユーロ高が収まらない限り、この手の議論は2021年のECBにとって大きな検討課題になりそうである。

<sup>1</sup> ECB “the impact of exchange rate shocks on sectoral activity and prices in the euro area” August 2007

その上で現在の ECB の政策運営ロジックである 2 段階アプローチに照らして「次の一手」を読むことになる。右図はチーフエコノミストであるレーン ECB 理事の講演で使われたものだが、現状ではコロナショックで沈んだ物価水準である B をいかに C に引き戻し、D を目指すかが問われている。B から C へのプロセスに必要なのが PEPP であり TLTRO3 という建付けになっているが、これほどカードをつぎ込んでもユーロ高が是正されず、結果的には

ECB の運営する「2段階アプローチ」のイメージ



(資料)ECB

物価の足を引っ張ることが懸念されるのが現状である。B から C への道のり、ECB の言葉を借りれば「第 1 段階」は非常に長そうである。ユーロ高の真因は巨額の経常黒字と貿易黒字と考えられるため、少なくともベースマネーを増やすだけの量的緩和では何ら影響を与えることができないことは白川前総裁時代の日銀が証明してきた通りなのだが、ECB がそれに気づくのはまだ先の話になりそうである。

## 気候変動に対する議論は続けるとの意思

なお、今回は最後の質問者が「中央銀行が気候変動に取り組むことに関してバイトマン独連銀総裁は責務に反すると述べているが、ラガルド総裁としては賛成するのか」と質す場面があった。ラガルド総裁はバイトマン総裁の立場に配慮しつつ慎重に言葉を選びながら、「気候変動のリスクやそれ持つ自然利子率への直接かつ間接的な影響、および物価目標やインフレ率への影響に留意する必要がある」と述べ、引き続き ECB としては議論を継続していく意思を示している。この辺りは別途機会を設けて、2021 年の本欄でも深掘りしてみたいと思っている。

市場営業部・金融市場部  
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](mailto: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](http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html)

| 発行年月日       | 過去6か月のタイトル                                       |
|-------------|--------------------------------------------------|
| 2020年12月10日 | 「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ                            |
| 2020年12月8日  | 前門のブレグジット、後門の次年度予算                               |
| 2020年12月7日  | 米労働市場の抱える怖さ～長期失業者の増加～                            |
| 2020年12月4日  | 週末版(FRBが直面するインフレ期待上昇～2021年の政策運営に影響必至か?～)         |
| 2020年12月2日  | 過去に類例のない物価低迷に直面するユーロ圏                            |
| 2020年12月1日  | 実質金利とドル/円相場にまつわる議論について                           |
| 2020年11月27日 | 週末版(緩和の「収穫逡減」に触れたECB～やればやるほど意味が薄れるリスク～)          |
| 2020年11月25日 | 拡大し続ける実体経済と金融市場の距離感                              |
| 2020年11月24日 | ECBの振りかざす「2段階アプローチ」とは                            |
| 2020年11月20日 | 週末版(「円高ではなくドル安」という葛藤～日本の政治・経済にとってのリスク～)          |
| 2020年11月18日 | 側近退場後のジョンソン政権とブレグジット交渉の行方                        |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年10月分)                     |
| 2020年11月17日 | 日米欧三極の成長率～急落と急騰の先にあるもの～                          |
| 2020年11月16日 | ワクチン報道はゲームチェンジャーになったのか?                          |
| 2020年11月13日 | 週末版                                              |
| 2020年11月12日 | 結局、解消されていないユーロ高～「量」の無力～                          |
| 2020年11月11日 | 円高・ドル安予想を修正する必要があるのか?                            |
| 2020年11月10日 | アフターコロナ&アフターランプに沸く金融市場の整理                        |
| 2020年11月6日  | 週末版                                              |
| 2020年10月30日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～ラガルド就任、1周年～)                    |
| 2020年10月29日 | ECB政策理事会プレビュー～求められる緩和仕草～                         |
| 2020年10月27日 | 中銀は環境に貢献すべきか?～ESG全盛の中で～                          |
| 2020年10月26日 | 解せないバイデントレード～米金利とドルの逆相関～                         |
| 2020年10月23日 | 週末版(2020年、どのような通貨が評価されているのか?～年初来の対ドル変化率を振り返って～)  |
| 2020年10月22日 | 続・ブレグジット Q&A～首脳会議で深まった「溝」～                       |
| 2020年10月20日 | IMF秋季世界経済見通し改定の見えるリスクシナリオ                        |
| 2020年10月19日 | 過去最悪の米財政赤字とIMF「財政報告」                             |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年9月分)                      |
| 2020年10月16日 | 週末版(この状況でも底堅いユーロ相場～IMF最新見通しでも欧米成長率格差は過去最大～)      |
| 2020年10月15日 | 「ミニ合意」騒動と EU首脳会議の行方                              |
| 2020年10月14日 | 元高の背景を整理～バイデントレードに加え金利と需給～                       |
| 2020年10月13日 | 米大統領選挙に対する市場思惑をどう整理すべきか?                         |
| 2020年10月9日  | 週末版(ECB政策理事会議事要旨(9月8～9日開催分)～露骨なユーロ高けん制の実情～)      |
| 2020年10月8日  | 深刻さを帯びてきたユーロ圏の物価情勢                               |
| 2020年10月6日  | ブレグジットQ&A～現状と展望のための6つの論点～                        |
| 2020年10月5日  | バイデントレードとは何か?～元買い、ペソ買い、株売り～                      |
| 2020年10月2日  | 週末版(日銀短観(9月調査)を受けて～業況改善の裏で進む業績悪化と不安な設備投資～)       |
| 2020年10月1日  | 米株高と企業収益、そして恒常所得の関係                              |
| 2020年9月29日  | 日米欧で最大になったECBバランスシート                             |
| 2020年9月28日  | 「民間部門の貯蓄過剰」で低体温化する経済                             |
| 2020年9月25日  | 週末版                                              |
| 2020年9月24日  | 為替市場を規定するユーロの値動き                                 |
| 2020年9月23日  | 越冬リスクという論点～安全資産「金」の薄さ～                           |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年8月分)                      |
| 2020年9月18日  | 週末版(通貨高に苦しむECB～通貨政策化する金融政策～)                     |
| 2020年9月17日  | FOMCを終えて～日銀に似てきた情報発信                             |
| 2020年9月15日  | アベノミクスからスガノミクスへ～マクロ政策からミクロ政策へ～                   |
| 2020年9月14日  | マネー急増から何を読むべきか～「インフレの芽」なのか?～                     |
| 2020年9月11日  | 週末版(ECB政策理事会について～実感する「ECBの日銀化」と「ユーロの円化」～)        |
| 2020年9月9日   | 過去の後退局面と何が異なるのか?～米雇用の深手～                         |
| 2020年9月8日   | ECB政策理事会プレビュー～ユーロ高けん制に動くか～                       |
| 2020年9月7日   | 米8月雇用統計から何を読むか～「宿泊・飲食」の深手～                       |
| 2020年9月4日   | 週末版                                              |
| 2020年9月3日   | アベノミクス総括その②～なぜ円安になったのかを知るべき～                     |
| 2020年9月2日   | 「真のリスクオフ通貨」になれるかの瀬戸際～試されるユーロ～                    |
| 2020年9月1日   | アベノミクス総括～「金融政策の無効性」という「地味な偉業」～                   |
| 2020年8月28日  | 週末版(FRB戦略見直しとパウエル講演について～「アベレージ・ターゲット」という現状追認～)   |
| 2020年8月26日  | 腰折れたままの米消費者マインド～株価に連動しない誤算～                      |
| 2020年8月24日  | ECB政策理事会議事要旨～PEPP「全部使う」が公式見解～                    |
| 2020年8月21日  | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～ほぼ完全に否定された米国版YCC～)              |
| 2020年8月20日  | 米大統領選挙・議会選挙と為替市場の関係について                          |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年7月分)                      |
| 2020年8月18日  | 「ドル化した世界」におけるドル相場の限界                             |
| 2020年8月17日  | ECBの資産購入運営の現状～PSPPとPEPPの乖離～                      |
| 2020年8月14日  | 週末版(ユーロ/ドルは購買力平価(PPP)に向かっているのか?～「1.20」台復帰を目指して～) |
| 2020年8月12日  | 2020年上半期の円の基礎的需給環境について                           |
| 2020年8月11日  | 全てを押し上げているのは実質マイナス金利なのか?                         |
| 2020年8月7日   | 週末版                                              |
| 2020年8月4日   | 米製造業マインドよりも心配な米消費者マインド                           |
| 2020年8月3日   | 「ユーロにあって円に無いもの」～基軸通貨性を考える～                       |
| 2020年7月31日  | 週末版                                              |
| 2020年7月28日  | 「ドル売りの受け皿」がテーマ～過去最大の欧米逆転～                        |
| 2020年7月27日  | ユーロ上昇の理由～金利差縮小よりドル過剰感～                           |
| 2020年7月22日  | 週末版                                              |
| 2020年7月21日  | 欧州銀行の貸出態度調査～ロックダウンの深手～                           |
| 2020年7月20日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年6月分)                      |
|             | 臨時EU首脳会議で透けて見えた「第三の亀裂」                           |
| 2020年7月17日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～PEPPは使い切り、「2つの機能」に向けて～)         |
| 2020年7月16日  | ユーロ相場の近況について～上昇の瀬戸際～                             |
| 2020年7月15日  | 臨時EU首脳会議～交錯する「2人の議長」～                            |
| 2020年7月14日  | 円相場の基礎的需給環境の現状と展望                                |
| 2020年7月13日  | ECBプレビュー～ラガルドインタビューは現状維持を示唆～                     |
| 2020年7月10日  | 週末版                                              |
| 2020年7月9日   | カレンシーボードに迫る脅威～米国の「諸刃の剣」～                         |
| 2020年7月8日   | 増枠分の天井に近づいたECBの拡大資産購入プログラム(APP)                  |
| 2020年7月7日   | 対外直接投資はこれからも増えるのか?                               |
| 2020年7月3日   | 週末版(明らかになる「物価差なき世界」～金利と共に失われる為替の変動要因～)           |
| 2020年7月2日   | 金価格が上がっている理由～リスクオフという方便～                         |
| 2020年7月1日   | 円相場の需給環境～ストック円高、フロー円安～                           |