

みずほマーケット・トピック(2020年12月18日)

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: 為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～

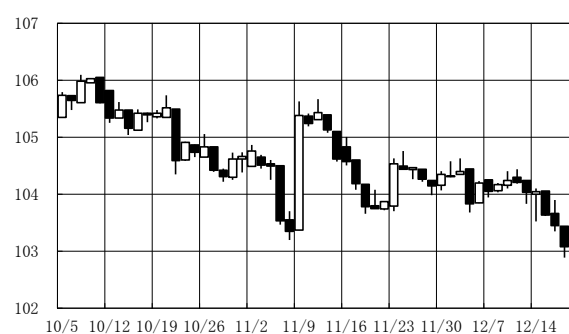
1. 為替相場の動向(関連レポート:「みずほ Customer Desk Report」、「今週の為替相場見通し」)

- 今週のドル/円相場は下落する展開。週初14日、103円台後半でオープンしたドル/円は、週末にジョンソン英首相と欧州委員長の電話会談で通商交渉を継続することで合意したことを受けて欧州通貨が上昇し、ドル売りが優勢となると103円台半ばまで下落。しかしその後は、ドルの買戻しも強まる中、ドル/円は104円台まで急伸。15日には、ドル/円は一時週高値となる104.15円をつけるも、欧州通貨に対するリスク志向のドル売りや米12月NY連銀製造業景気指数や米11月輸入物価指数の悪化を嫌気すると、103円台後半まで下落した。16日は、株式市場の堅調推移や欧州通貨の買いに、ドル/円は一時週安値となる103.26円まで下落したが、持ち高調整のドル買いが進むと103円台後半まで上昇した。その後、注目されたFOMCでは、予想通り政策金利の据え置きとなるも、パウエルFRB議長のハト派色の強いコメントにドル売りが強まり、ドル/円は103円台前半まで値を下げた。17日にかけてもドル売り優勢地合いが継続する中、ドル/円は一時週安値となる102.88円まで下落した。本日もドル/円は、103円台前半で上値の重い推移となっている。
- 今週のユーロ/ドル相場は年初来高値を更新する展開。週初14日、1.21台前半でオープンしたユーロ/ドルは、一時週高値となる1.2177まで上昇したが、その後はドルの買戻しが強まり、一時週安値となる1.2110まで押し戻された。15日は、リスク志向のドル売りに、ユーロ/ドルは、1.21台後半まで上昇したが、ジョンソン英首相が、引き続き合意ないケースが最も可能性が高いとの見方を示唆したことから、ポンドと共に売られると1.21台前半まで下落した。しかし米株価の堅調推移やブレグジット合意への期待感からポンド/ドルの上昇もあいまって、ユーロ/ドルは1.21台後半まで上昇した。16日には、ユーロ圏や独、仏12月マーケットPMIの軒並み良好な結果を好感すると、ユーロ/ドルは1.22台前半まで上昇。その後は、持ち高調整のドル買いが入って、ユーロ/ドルは一時1.21台前半まで押し戻された。17日は、ドル売り優勢地合いの展開。パウエルFRB議長のハト派色の強いコメントを受け、ユーロ/ドルは一時年初来高値となる1.2273までじりじりと値を上げた。本日にかけても、ユーロ/ドルは1.22台後半の高値圏で推移している。

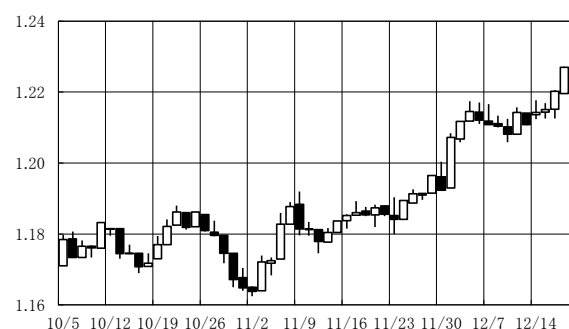
今週のおもな金融市場動向(出所:ブルームバーグ、みずほ銀行)

ドル/円相場の動向

		前週末	今 週				
		12/11(Fri)	12/14(Mon)	12/15(Tue)	12/16(Wed)	12/17(Thu)	
ドル/円	東京9:00	104.17	103.98	104.01	103.64	103.48	
	High	104.26	104.10	104.15	103.91	103.56	
	Low	103.83	103.52	103.61	103.26	102.88	
	NY 17:00	104.04	104.05	103.64	103.45	103.08	
ユーロ/ドル	東京9:00	1.2144	1.2133	1.2149	1.2152	1.2196	
	High	1.2163	1.2177	1.2169	1.2212	1.2273	
	Low	1.2106	1.2110	1.2121	1.2126	1.2189	
	NY 17:00	1.2108	1.2143	1.2151	1.2202	1.2270	
ユーロ/円	東京9:00	126.46	126.12	126.38	125.93	126.26	
	High	126.60	126.50	126.58	126.33	126.51	
	Low	125.80	125.96	125.96	125.73	126.02	
	NY 17:00	126.04	126.36	125.99	126.12	126.50	
日経平均株価		26,652.52	26,732.44	26,687.84	26,757.40	26,806.67	
TOPIX		1,782.01	1,790.52	1,782.05	1,786.83	1,792.58	
NYダウ工業株30種平均		30,046.37	29,861.55	30,199.31	30,154.54	30,303.37	
NASDAQ		12,377.87	12,440.04	12,595.06	12,658.19	12,764.75	
日本10年債		0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	0.01%	
米国10年債		0.90%	0.89%	0.91%	0.92%	0.93%	
原油価格(WTI)		46.57	46.99	47.62	47.82	48.36	
金(NY)		1,843.60	1,832.10	1,855.30	1,859.10	1,890.40	



ユーロ/ドル相場の動向



2. 来週の注目材料

- 米国では、22日(火)に11月中古住宅販売件数、23日(水)に11月新築住宅販売件数の発表を控える。10月の中古住宅販売件数は市場予想では減少が見込まれていたものの、前月比+4.3%の5か月連続での増加を見せた。件数ベースでは685万戸と15年ぶりの高水準を記録した。住宅市況は引き続き活況であるが、10月の在庫月数(在庫件数÷販売件数)は2.5か月(9月:2.7か月)と縮小し、統計開始以来の最小値を更新した。これを受けて、販売価格の中央値は31.3万ドルと前年比+15.5%上昇した。NAR(全米不動産業者協会)は、販売価格の上昇が足許の低金利によって相殺されている点がコロナ禍での市況の活性化に寄与したことを指摘した。また、10月新築住宅販売件数に関しては、前月比▲0.3%と小幅に減速したが、依然高水準を維持している。在庫月数が逼迫しつつある状況も中古住宅販売と共通した課題となっている。なお、ブルームバーグの事前予想では11月の中古住宅販売件数を▲2.9%、件数ベースでは665万件を予想している。新築住宅販売件数に関しては、同▲0.9%、件数ベースでは99万件の予想となっている。
- 本邦では25日(金)に11月失業率、有効求人倍率が公表予定である。失業率について、前回10月の結果は3.1%と前月から+0.1%ポイント上昇した。就業者数は前年比▲93万人の減少となった。業種別に見ると、製造業は生産活動の正常化の動きが続いたことで同+5万人と9か月ぶりの増加となった。一方で宿泊業・飲食サービス業では引き続き就業者の減少が目立った。休業者数は170万人で4月に597万人を記録して以降、減少が続いており、新型コロナウイルスの感染拡大前の19年の平均値(176万人)と遜色ない水準にまで改善した。有効求人倍率に関しては、1.04倍と9月から+0.01ポイント上昇して、前月比では19年4月以来の回復となった。企業からの有効求人が9月から改善した点が寄与した格好となったが、前年比でみると、新規求人は▲23.2%と企業の採用意欲はかなりの低水準で推移している状況となっている。今週発表された日銀短観では、3か月先の見通しを示すDIは大企業の製造業・非製造業ともマイナスを推移しており、景気見通しについては慎重な見方を持つ企業は多く、今後にかけても有効求人倍率の改善は時間を要することが見込まれる。なお、ブルームバーグの予想では、11月の結果に関して完全失業率を3.1%、有効求人倍率を1.04としており、共に横ばいでの推移を見込んでいる。

	本 邦	海 外
12月18日(金)	・日銀金融政策決定会合 ・黒田日銀総裁会見	・ユーロ圏10月経常収支
21日(月)	_____	・米11月シカゴ連銀全米活動指数 ・ユーロ圏12月消費者信頼感指数
22日(火)	・11月工作機械受注(確報)	・米7～9月期GDP(確報) ・米11月中古住宅販売件数
23日(水)	・日銀金融政策決定会合議事要旨(10月分)	・米12月ミシガン大学消費者マインド(確報) ・米11月新築住宅販売件数 ・英7～9月期GDP(確報)
24日(木)	_____	_____
25日(金)	・11月失業率/有効求人倍率 ・11月小売売上高	_____

【当面の主要行事日程(2021年1月～)】

日銀金融政策決定会合(1月20～21日、3月18～19日、4月26～27日)
 ECB政策理事会(1月21日、3月11日、4月22日)
 FOMC(1月26～27日、3月16～17日、4月27～28日)

3. 為替政策報告書を受けて～垣間見える「まだ、ドル高」の本音～

11 か月ぶりの為替政策報告書。「年2回」をぎりぎり守る

昨日の為替市場ではドル/円相場が一時9か月ぶりの102円台に突入する場面が見られている。米金融緩和の長期化観測が原因との解説が目立つが、それ自体は今に始まったことではあるまい。やはり「最悪の冬」に相当する今年10～12月期、年明け1～3月期までは米金利低迷とドルの過剰感を理由にドルが敬遠される地合いが続くのだと思われる。それが春先以降も続くかが2021年の注目ポイントであろう。

ところで、FOMCに紛れて注目度が下がっているが、昨日は米財務省から半期に一度の為替政策報告書が公表されている。本来、毎年4月・10月のタイミングで公表される同報告書はトランプ政権になってから為替操作国認定を念頭に置いた政治ツールとして恣意的に運用されるようになり、不規則な公表が常態化している。前回の公表は今年1月13日であり、実に11か月ぶりの報告書となる。ちなみに前回公表のタイミングは、米中貿易交渉で第一段階合意がなされる直前だった。あたかも合意に漕ぎ着けた「ご褒美」のごとく、中国に対する為替操作国認定が解除されるという動きが如何にも政治的だった。

今回の報告書がこのタイミングになった理由は定かではないが、年2回のルーチンを守るとすれば、クリスマス休暇も考えた上でこのタイミングしかなかったとも言える。また、年が明ければ大統領が正式に代わる。トランプ政権として出せる最後の為替政策報告書という思惑もあったかもしれない。

操作国とされてしまったスイスとベトナム

今回は為替操作国としてスイスとベトナムの2か国が認定され、監視リスト対象国として中国、日本、韓国、ドイツ、イタリア、シンガポール、マレーシア、台湾、タイ、インドの10か国が認定されている(下表)。スイスに関しては12月10日のブルームバーグが「スイス当局によるフラン高抑制のための為替介入は、米国が指定する為替操作国の基準を満たす」と匿名関係者のコメントを報じていたので、この観測報道が事実だったことになる。改めて為替操作国および監視リスト入りに係る認定基準を確認して

監視リストを巡る三条件の現状(赤は為替操作国、緑は監視リスト対象国、20年12月時点の監視リスト対象国)

	対米貿易黒字 (10億ドル)	経常収支			ドル買い・自国通貨売り 為替介入
		対GDP比 (%)	過去3年間の変化幅 (%pts)	絶対額 (10億ドル)	対GDP比
中国	310	1.1%	-0.3%	157	-0.1%
メキシコ	96	-0.2%	1.9%	-2	0.0%
ドイツ	62	6.8%	-0.9%	253	-
ベトナム	58	4.6%	6.5%	15	5.1%
日本	57	3.1%	-0.8%	158	0.0%
アイルランド	55	-5.5%	6.4%	-22	-
スイス	49	8.8%	-0.3%	64	14.2%
イタリア	30	3.0%	0.4%	55	-
マレーシア	29	2.5%	-0.2%	9	1.1%
台湾	25	10.9%	-1.5%	68	1.7%
カナダ	24	-1.9%	0.7%	-31	0.0%
タイ	22	6.3%	-3.1%	33	1.8%
インド	22	0.4%	1.6%	10	2.4%
韓国	20	3.5%	-1.3%	57	-0.6%
フランス	15	-1.6%	-0.7%	-41	-
シンガポール	-1	16.1%	-1.1%	56	21.3%
英国	-8	-2.8%	1.9%	-76	0.0%
ベルギー	-11	0.6%	0.9%	3	-
ブラジル	-13	-2.8%	-1.9%	-47	-2.3%
オランダ	-18	9.4%	-0.2%	83	-
ユーロ圏	152	2.1%	-0.5%	271	0.0%

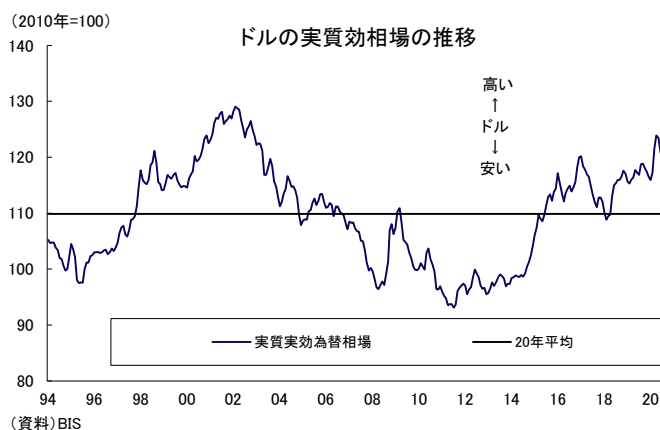
(資料)米財務省、(注)対米貿易黒字、経常収支、介入額は「20年6月までの1年間(4四半期)」を対象としている。
四半期データが利用できない国は19年の年次データを使用。

おくと、①対米貿易黒字（年間 200 億ドル以上）、②経常黒字（GDP 比で+2%以上）、③一方的且つ継続的な外貨買い為替介入（GDP の+2%以上、過去 12 か月のうち 6 か月間で実施）、2 つ満たすと監視リスト対象国に、3 つを満たすと為替操作対象国として認定される。毎度のことはあるが、中国は条件を①しか満たしていないが「米国の貿易赤字において巨大且つ不相応なシェアを占めている」ということを理由に監視リスト対象国とされている。なお、この基準に照らせば、いずれメキシコなども同じロジックを適用される芽はあるだろう。現状のところ、操作国認定が下されたスイスやベトナムに対して具体的な制裁などが科されているわけではないが、これら小国開放経済からすれば「自国経済が生き残るために為替を操作する必要がある」というのが言い分であり、制裁に対しては全力で抵抗を示すと思われる。そもそもあのトランプ政権が自国第一主義を掲げているのだから、操作国であろうと、監視国であろうと、指差された国からすれば「言われる筋合いはない」というのが本音ではないか。

「まだドル高」が米財務省の本音か？

今回、報告書内の「Foreign Exchange Markets」ではドル相場への所感が示されているが、総括すれば「今年、ドル相場は下がったものの、まだ高い」という基本認識が透けて見える。春先の「悲観の極み」とも言える時間帯では金融市場全体でドル調達懸念が強まり、ドル相場が急騰した。具体的には名目実効ベース（NEER）で「年初来から 3 月 23 日までに+10.2%上昇した。主要な貿易相手国、ほぼ全部に対して上昇した」と強調している。しかし、既報の通り、その後は状況の落ち着きに依じて一転ドル安相場が定着したというのが 2020 年であった。だが、この点について報告書は「(最もドル高が進んだ) 3 月 23 日と比較すれば 10 月末時点で▲7.9%下落したものの、年初来の 10 か月という意味では+1.6%上昇している」と「まだ高い」と不満を抱いているようにも見受けられる。

さらに「実質実効ベース（REER）で見たドル相場が過剰評価という IMF の判断にもあ
るように、持続的なドルの強さ（sustained dollar strength）は不安である」との見解を
示しており、方向感としてドル安が進んでも
水準感としてのドル高が持続していることに
不満を抱いている様子が窺える。具体的には REER が 20 年平均に照らして「概ね（roughly）7%高い」としている。図示されるように、確かにドルの REER は 20 年平均を優に上回っており、10 月時点で+6.5%の上方乖離となっている。ピーク時から調整は進んでいるものの、確かに 2014 年 6 月に始まったドル高局面の調整はまだ道半ばであることが分かる。



円は「まだ安い」が本音？

個別通貨の評価でも見るべき表現はいくつかあった。足許で騰勢が続いている円に関しては「対ドルで 2019 年に+1%上昇したのに続き、10 月末までにさらに+4%上昇している。また、REER ベースでは 2019 年の+1.5%上昇に続いて、10 月末までにさらに+1.5%上昇している」と基本的に円高が進んでいることを認識しつつも、「こうした最近の上昇にもかかわらず、REER ベースで見れば円は未だに過去の平均に

照らして弱い」と言外に円高が足りないという本音も垣間見える。しかし、最も対ドルで円安が進んでいた 2015 年 6 月、円の REER は 20 年平均対比で▲30%以上の過小評価だった。それが今年 10 月時点では▲14%程度まで調整が進んでおり、過去 5 年間の動きとしては十分、揺り戻しが進んでいると評価しても良いようにも思える。ちなみに、報告書ではコロナショックの最中で「traditional safe haven currencies」としての円が評価されたという記述もあった。結局、危機的状況を受けて買われる通貨として円やスイスフランが強いというのはリーマンショック後から引き継がれている事実であり、近年目にする「円はもう安全資産ではない」という評価が極論に過ぎることを 2020 年は確認したと言える。

やはり高金利と貿易黒字が指摘された人民元

過去の本欄¹でも議論したように、2020 年のドル全面安は人民元そしてユーロの上昇に駆動された部分が多い。それだけにこの 2 通貨に対する報告書の評価は注目されるものだ。人民元に関しては年前半こそ安定していたものの、6 月末から 10 月末の間に対ドルで+5.6%上昇したとあり、その理由としては元買いをする上での良好な金利差の存在 (favorable interest rate differentials)、中国に対する資本流入の増加 (increased investment inflows)、巨大な貿易黒字を含めた良好な経済指標 (positive economic data, including a substantial trade surplus) が挙げられている。本欄でも中国における高金利と貿易黒字の存在が元高ひいてはドル安に寄与していると議論したが、米財務省も同様の認識を示している。

とはいえ、中国に関しては依然、為替政策運営に不透明な部分が多いとの指摘もあり、人民元の水準以前問題として構造的な課題が放置されていることを懸念している。過去の本欄でも議論したが、2021 年は中国の輸出減速、旅行収支赤字の拡大などが予見されることから 2020 年と比べれば需給に支えられた元買いは抑制されるのではないかと読むが、そうしたファンダメンタルズ分析と同等以上にバイデン次期政権の対中政策がどの程度、柔和なものになるのかは市場にとって非常に重要と考えられる。

珍しくドイツに対して前向きな評価も

片や、同じく 2020 年に強烈な上昇を見せたユーロに関しては「4 月下旬から徐々に上昇し、10 月末までに対ドルで+3.7%上昇している。さらに同じく 10 月末までに NEER ベースで+6.6%、REER ベースで+5.0%上昇した」と大幅高を認めた上で、IMF の分析を持ち出し「ユーロ圏の対外収支は中期的なファンダメンタルズと望ましい政策に照らせば、やや強い（黒字が多い）」としており、多額の黒字に起因したユーロ高であるとの見方を示唆している。これは一定の事実である。周知の通り、この黒字の殆どがドイツに由来するものであるため、同国に対する報告書の評価に目をやると「2020 年、ドイツの経常黒字は GDP 比で+7.2%から+6.8%へ、輸出減速もあって縮小した。しかし、それでも金額ベースで見れば世界最大である」と依然として大きい不均衡の存在に言及している。

とはいえ、今回の報告書では「ドイツの成長が外需から内需にシフトしている兆候 (sign) がある。輸出の急落 (precipitous drop) と比較すれば、財政刺激策によって内需の押し上げが見られる」と遂に重い腰を上げたドイツ政府による財政出動を評価している。もちろん、現在の財政出動はコロナ禍での一時対応であり、実際、消費減税も暫定的な政策として打ち出されている。ゆえに報告書はこの動きを危機後も継続し、国内の過剰貯蓄を削減した上で消費・投資を促すべきとの提言で占めている。この辺りは一方的な要求が目立つ報告書の中でも正論と言える部分であり、ポストメルケルのドイツが教条主義的な緊

¹ 2020 年 12 月 14 日号『ドル安の裏側には何があるのか？～元、ユーロの存在～』をご参照下さい。

縮路線を脱却して、どのような政策運営をするかが注目されるところである。

バイデン次期政権はトランプ支持層も取り込みたいはず

過去の本欄²でも論じたが、次期政権における米財務省の通貨政策に関しては「イエレン氏に限って露骨なドル安誘導のような下品なことはしない」というのが既定路線ではある。だが、先の大統領選挙で見せつけられたように、未だトランプ大統領を支持する層は相当大きい。とりわけ同大統領の掲げてきた先鋭的な保護主義については米国にとって必要という声も根強く、慢性的に拡大する貿易赤字を放置した結果がトランプ大統領を生み出してしまったとの政治分析もある。

バイデン次期政権は米国の抱える分断を癒していきたい立場を前面に打ち出しているが、そうであれば選挙で目の当たりにした根強いトランプ支持層も取り込む必要があるのは明白だろう。その際、ここ数年高止まりしてきたドル相場を一段と押し下げることで製造業の従事者などにアピールするという一手は十分考えられる。与えられた職務を全うするだろうイエレン新財務長官もそうした政治的要請を完全には無視できないかもしれない。歴史的にも共和党政権よりも民主党政権の方が通貨安にアピールしてくるという印象もあるだけに、2021年のリスクシナリオとして「政治主導のドル安」という論点を念頭に置きたいところである。

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

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。

² 2020年12月10日号『「イエレン次期財務長官と為替」というテーマ』をご参照下さい。

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
2020年12月17日	FOMCを終えて～約束された「金利差なき世界」～
2020年12月16日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2020年11月分)
2020年12月15日	イエレンダッシュボードで見る米雇用の現状
2020年12月14日	ドル安の裏側には何があるのか?～元、ユーロの存在～
2020年12月11日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「中途半端」でユーロ高抑制できず～)
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	前門のブレイグジット、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「収獲通減」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イ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	アフターコロナと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～求められる緩和と仕事～
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・ブレイグジット 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感度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	ブレイグジット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イタリ金利なのか?
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」～