

みずほマーケット・トピック(2022 年 3 月 28 日)

## 円安のメリット・デメリット～優勝劣敗の徹底～

ドル/円相場は断続的に年初来高値を更新中。こうした状況でも指値オペに踏み切るなど、日銀が円安を肯定する姿勢は依然鮮明。だが、黒田総裁が国会答弁で「円の信認」が問われるなど、不穏な空気も漂う。「円安」と表現するからメリットとデメリットを比較衡量する議論になるが、過去 1 年で起きていることが円独歩安であることも踏まえれば、それは「国力の低下」も予感させる。こうした状況下、「通貨の番人」として「安いことがプラス」と言い続けることが正しいのか。この点、今年 1 月の「展望レポート」では「円安は日本にとってプラス」と結論付けている。確かに、単純にメリットとデメリットを足し算して、不等号を付ければメリットが上回るのかもしれない。だが、「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」の間には超えられない壁があるのではないかと。円安が格差拡大を助長する相場現象になっている可能性に留意したい。メリットを享受できるのはグローバル大企業、デメリットを被るのは内需主導型の中小企業や家計部門であるならば、その優勝劣敗は円安で徹底される。今の日本経済に求められるのは前者から後者への波及経路の確保である。それは政府の仕事であって日銀の仕事ではない。

### ～「円安≡国力の低下」という理解～

ドル/円相場は依然として年初来高値圏で推移している。本日は日銀の指値オペ通告によるさらに続伸している。本欄では 2012～2013 年を境に起きた「貿易黒字の消滅」がドル/円相場の下支えに寄与してきたとの基本認識に立ち、現状は「貿易赤字の

国際収支の発展段階説

|          | ①未成熟な債務国 | ②成熟した債務国 | ③債務返済済国 | ④未成熟な債権国 | ⑤成熟した債権国 | ⑥債権取り崩し国 |
|----------|----------|----------|---------|----------|----------|----------|
| 経常収支     | 赤字       | 赤字       | 黒字      | 大幅黒字     | 黒字       | 赤字       |
| 財・サービス収支 | 赤字       | 黒字       | 大幅黒字    | 黒字       | 赤字       | 赤字       |
| 第一次所得収支  | 赤字       | 赤字       | 赤字      | 黒字       | 大幅黒字     | 黒字       |
| 対外純資産    | 赤字       | 赤字       | 赤字      | 黒字       | 大幅黒字     | 黒字       |
| 金融収支     | 黒字       | 黒字       | 赤字      | 大幅赤字     | 赤字       | 黒字       |

(資料)筆者作成

定着(ないし拡大)」がドル/円相場を押し上げる段階に入ったと考えている。それは「成熟した債権国」から「債権取り崩し国」に歩みが進んでいる可能性を示唆している(表)。パンデミックや戦争を背景とする広範な資源価格上昇が発展段階説における時計の針を早めてしまったという可能性は相当に感じざるを得ない。資源価格上昇を背景とする交易条件悪化は資源輸入国である日本から資源産出国への所得流出であり、程度の議論は脇に置くとしても、円安がこの状況を悪化させる相場現象であることは確かである。

かかる状況下、3 月の日銀金融政策決定会合では黒田日銀総裁が現下の円安に対してどのような対処方針を打ち出すのか注目された。しかし、黒田総裁は「円安が経済・物価にプラスとなる基本的な構図は変わっていない」と述べ、これを円安肯定と見なす向きから円売りが加速した。もちろん

ん、日銀が政策正常化に着手したからと言って、為替市場全体の流れが変わる保証はない。いや、恐らく変わらないだろう。それは円高機運が支配的だった時に白川体制が流れを変えることができなかったことを思い返せば分かる。変動為替相場は基本的に米国の通貨・金融政策と整合的に動くことが多い(必ずそうとは言わないが)。

とはいえ、円安を野放しにしておくことに不安はどうしても残る。黒田総裁は3月25日の衆院財務金融委員会で最近の円安相場について「円に対する信認が失われたということではない」と答弁しているが、「円の信認」が世でテーマ視されること自体、前代未聞である。それは単に「米国経済や米金利が上向きだからドル高になり、その結果で円安になっている」という「ドル高の裏としての円安」ではなく、「日本が駄目だから円安になっている」という「日本売りとしての円安」が懸念されていることの裏返しでもある。「円安」と表現するからメリットとデメリットを比較衡量する議論になるが、過去1年間で起きていることが円独歩安であることも踏まえれば、それは「国力の低下」と同義かもしれない。こうした状況下、「通貨の番人」として「安いことがプラス」と言い続けることが果たして正しいのか。指値オペのような処置が今、本当に必要なのか。立ち止まって再考する必要がある。

### ～日銀の考える円安のメリット・デメリット～

もちろん、円安の原因が米国経済の好調であれ、国力の低下であれ、そのメリットがデメリットを上回る勝算があるならば黒田総裁が再三強調するように円安は国益である。金融政策が効くか効かないかは別にして、円安相場を肯定し続ける以上、円安の功罪は今一度再考されるべきである。

この点、今年1月の「展望レポート」では計量分析の下、「円安は日本にとってプラス」と結論付けている。ここではプラス効果として①価格競争力改善による財・サービス輸出の拡大、②円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善、③円建て所得

円安にまつわるメリット・デメリットのイメージ

|       |   | メリット・デメリット                   | 備考                                | 影響力の大小 | 経済主体             |
|-------|---|------------------------------|-----------------------------------|--------|------------------|
| メリット  | ① | 財・サービス輸出の拡大                  | 海外生産比率の上昇、パンデミックなどで期待薄            | 小～中    | グローバル大企業や輸出企業。   |
|       | ② | 円建て輸出額増加を通じた企業収益の改善          | 企業収益は改善するが、それが賃金に波及せず             | 中      |                  |
|       | ③ | 円建て所得収支の増大                   | 過去10年で実証済み。円安唯一のメリット？             | 大      |                  |
| デメリット | ④ | 輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下 | 年々、輸入ペネトレーションは上昇中。資源高もあって注目されやすい。 | 大      | 内需依存型の中小企業や家計部門。 |

(資料) 日銀「展望レポート(2022年1月)」などから筆者作成。

収支の増大が挙げられる一方、マイナス効果として④輸入コスト上昇による国内企業収益および消費者の購買力低下が挙げられている。「①+②+③>④」というのが日銀の基本認識と見受けられる。

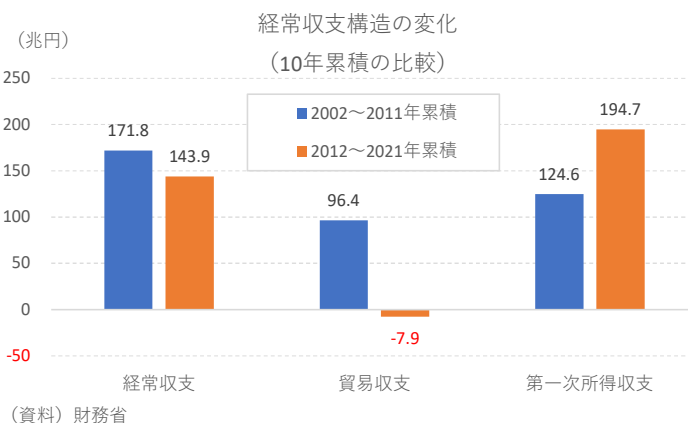
だが、このうち①は議論含みである。少なくとも財輸出は海外生産比率上昇や製品の高付加価値化などを反映し、「(財輸出に対するプラス効果は)近年低下している」と日銀も分析している。多くの品目に関し円安は輸出数量を増やす方向に作用するが、その感応度は低下が認められている。なお、サービス輸出は円安による旅行収支黒字の増加が想起されるものの、パンデミック下ではこれが蒸発しているためか、展望レポートでは一切の分析が見られていない(感染症の影響が和らげば再び働き始めるとの記載にとどまる)。①の円安メリットは相対的に弱まっているのが実情と言える。

なお、黒田体制が発足した直後から①のメリットにまつわるこうした問題点は指摘されていた(指

摘すると非常に強い批判に晒されたが)。しかし、①が弱まっても②があるから円安はプラスなのだという主張が長らく展開された。要するに「円安で企業収益が増えればいずれ設備投資や賃金にも波及する」という考え方である(ゼロ金利解除時、こうした考え方は「ダム論」などと呼ばれた)。しかし、現実には賃金が相応に上昇する結果にまでは至らなかったことは周知の通りである。

こうした中、最後の円安メリットでもある

③の「所得収支の増大」は「近年強まっている」とされ、「企業のグローバル化により、わが国の企業が海外事業から獲得する収益、及び配当等を通じたその国内への還流額は、着実に増加している」と結論付けられている。こうした海外からの所得移転額が増えることが国内の設備投資行動にも寄与しているともあり、これは説得力がある。右図に示すように、過去



過去 10 余年で「貿易黒字の消滅」を経験した日本だが、これを補うように第一次所得収支黒字が増加している。これは「未成熟な債権国」から「成熟した債権国」へ段階が進んだことを意味していた。実のところ、「安全資産としての円買い」は過去 10 年において明らかに弱体化していることを為替市場参加者は肌で感じていた。しかし、「所得収支の増大」により経常黒字が確保されていたので、現状のように「円の信認」がテーマになることが避けられていたというのが実情に近いだろう。

こうした円安のメリット分析の一方、目下懸念される円安のデメリットである④は、円安の消費者物価への転嫁(輸入ペネトレーション)に関して「近年、強まっている」と記述され、非常に短い紙幅しか与えられていない。その後すぐに「このように、近年の経済構造の変化を考慮しても、円安は引き続き、全体としてみれば、わが国の景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる」という結論に入るので唐突感を覚える。

### ～日銀の示す 3 つの留意点～

こうした日銀の分析をラフに総括すると、そもそもサービス輸出はインバウンド消滅で全く期待できず、財輸出の効果が薄れ、企業収益増大の個人消費への波及効果も期待が持てないことは過去 10 年で実証済みであるため、円安メリットは「所得収支の増大」一点張りという話になる。それが CPI 上昇による購買力低下を打ち消すのかどうかだが、展望レポートはあくまで「①+②+③>④」という計算に立っているので「全体としてプラス」という結論に落ち着くという話だろう。

但し、展望レポートはメリット・デメリット分析を終えたのち、留意が必要として 3 点を挙げている。それは(1)円安であれ円高であれ、「安定」しない相場は悪影響を及ぼす可能性があること、(2)為替変動の影響や方向性は業種・事業規模で様々であり、輸入ペネトレーションの高まりを踏まえれば消費者物価への影響は強まっていること、(3)為替変動は株価や物価に与える影響など情勢次第でマインドに与える影響も異なること、である。結局、この(2)と(3)が④に対する補足の様な位置づけになっているように見える。特に、現状との対比では(3)が興味深い。内閣府「景気ウォッチャー調査」のコメント情報(家計動向関連)を見ると、(A)2012 年末～13 年の「円安」は「株価(上昇)」

と共に景気の改善を示唆するコメントの中で言及される傾向があったという。だが、その後の(B) 2014 年秋～15 年の「円安」は「物価(上昇)」と共に景気の悪化を示唆するコメントの中で言及されていたという。日銀総裁自ら「円の信認」を擁護しなければならないほど急速な円安(および資源高)に見舞われる現状が(A)と(B)のどちらの状況に近いのかは火を見るよりも明らかである。「①+②+③>④」が一旦の結論としても、日銀が補足した論点も踏まえれば、「①+②+③>④+(2)+(3)」と言えるのかどうかは留保が必要にも思える。この点も展望レポートだけからでは判断しかねる。

### ～円安は優勝劣敗の徹底～

もちろん、「①+②+③>④」という結論は日銀がモデル分析を用いて精査した結果であり、それが政策委員会の基本的理解である展望レポートに掲載された以上、一定の信頼性を持って受け止めるべきではある。だが、単純にメリットとデメリットを足し算して、不等号を付けるだけでは割り切れない問題も内包されているように感じられる。それは「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」の間には超えられない壁があるという事実である。それは円安が格差拡大を助長する相場現象になっている可能性を示唆する。

メリット・デメリットを比較衡量した結果、「GDP(ないし GNI)が計算上はプラスになる」というのが計量分析の結果としても、結局、メリットを享受できるのは輸出や海外投資の還流という動きが身近なグローバル大企業であって、内需主導型の中小企業や家計部門はデメリットが大きいという問題がある。この点は上述した「(2) 為替変動の影響や方向性は業種・事業規模で様々」と展望レポートが補足している論点と深く関連する。「日本経済にとってプラス」なのは単純にメリットとデメリットを「足し算」した結果であり、「メリットで得する経済主体」と「デメリットで損する経済主体」の間には超えられない壁があるのではないか。だとすると、円安は格差拡大や二極化といった問題を助長する、優勝劣敗の徹底を促す相場現象なのかもしれない。

上述したように、2013 年以降、アベノミックスの掛け声の下、円安と共に企業収益は著しく増えたが、家計部門における賃金・消費の増加が相応に増えたわけではなかった。円安が企業部門の収益を押し上げたとしても、それが内需に還元される経路が断たれている現状では、円安で購買力を削がれる家計部門の苦境は救われる筋合いがない。この点は GDP デフレーターや交易条件などの計数をもって本欄では繰り返し議論した通りである。家計部門だけではなく、内需を収益源とする中小企業も同様の苦境が続くことになるだろう。今の世相では「デメリットで損する経済主体」の声が明らかに大きくなっているし、これを政治的に放置するのは容易ではないように感じる。

### ～実質的には難しい金融政策の修正～

こうした円安を取り巻く原因や影響を考えると、「日銀が緩和路線を修正すべきか」という疑問が当然浮上する。「すべきかどうか」という問いに対し、確かに筆者はイエスの立場だが、現実問題として「日銀は緩和路線の修正に動けると思うか」というノーと言わざるを得ない。過去の本欄でも論じたが、「円の信認」や「悪い円安」がテーマ視される中で円売りが進んでいる以上、中央銀行としては下手に動かない方が良いという状況でもある。ドル/円相場の上昇が加速し始めたのは 1 月国際収支で経常赤字が発表されてからであり、結果的にそれが「債権取り崩し国」へのシフトという局面変化を予感させ、「円の信認」という大仰なテーマに至ってしまった。

得てして為替市場は政策当局の行って欲しくない方向を試す傾向にある。日銀が緩和路線の修正に動き、「円安に行って欲しくないのだ」という理解が広まれば、為替市場では引き締めカードを催促するように円売りを強めるだろう。実際に政策が修正(引き締め)された時に買い戻せば収益は上がりやすい。それが奏功すれば、次の会合を前に同じことを試すだろう。リーマンショックや欧州債務危機の最中で日銀が円高抑止の一手を試されたように、だ。その展開は日銀も視野に入っているだろうし、だからこそ黒田総裁は「日本経済にとってプラス」と連呼し続けるしかない。そもそも日銀総裁自ら「円安はマイナス」と言えるはずがないし、まして信認の毀損など認めるはずがない。

今、日銀にとって最善手は従前路線と共に「待つ」ことなのだろう。経常赤字は資源高に駆動された結果であるため、これが一過性のもので収束すれば 2014 年がそうであったように再び経常黒字復活と共に「安全資産としての円」が見直される可能性もある。米イーールドカーブのフラットニング傾向も相当終盤にあるため、米金利上昇を理由にしたドル買いも先が見えているのは確かだ。黒田総裁は円安の理由を「堅調な米国経済と、米長期金利の上昇を背景に、運用に有利なドルを買うために円を売る動きがある」ためだと指摘している。その点に関してはある程度先が見えている。下手に動いて投機の円売りを招来するくらいなら従前の路線を貫くという胸中ならば理解できる。

### ～円安メリットを活かす経路確保は政府の仕事～

だが、黒田総裁は円安の理由として「国内企業が輸入する原油などの価格が値上がりし、企業が支払いのために円を売ってドルなどを調達する需要も強くなっている」との論点も挙げている。これは端的には貿易赤字が拡大しているという話であり、収束の目途は立ちづらい。ウクライナ危機が停戦を迎えれば、今よりも資源価格の騰勢は落ち着くのかかもしれない。しかし、世界経済が「ロシア抜きの世界」を前提に動くという未来は変わらないだろう。そう考えると、今までよりも資源供給に制約が生じ、コストがかかる世界が到来するのはある程度間違いない。「経常赤字の定着(ないし拡大)」までいかずとも「経常黒字の消滅」はアフターコロナないしアフターウクライナでも残る可能性があるのではないか。それはドル/円相場の水準が、今後円高方向に戻る時間帯はあるにしても、かつてほど根深い調整にはならないということを意味する。

今、日本経済に求められるのは円安の最中、「メリットで得する経済主体」から「デメリットで損する経済主体」への波及経路の確保である。それは再三話題になる終身雇用・年功賃金に象徴される日本型雇用の改革など、政府側で取り組むべき問題であって、中央銀行で処理できるような問題ではないと考えられる。言い換えれば、黒田総裁は円安を肯定しながら社会が変わるのを待つしかない状況とも言える。しかし、現実問題として、岸田政権が物価高に危機感を覚え始めている状況を踏まえると、日銀の金融政策運営について何らかの政治的関心が及ぶ展開は十分考えられる。元より、システミックリスクを高めるだけで効果が薄いと考えられていたマイナス金利の解除などを検討するならば、現在は千載一遇の好機でもあるだろう。但し、この状況でも指値オペに踏み込む姿勢を見る限り、黒田体制が存続している間は円売り安心感は消えない可能性が高そうではある。

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](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                                         |
|-------------|----------------------------------------------------|
| 2022年3月25日  | 週末版                                                |
| 2022年3月22日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年2月分)                        |
|             | 「貿易黒字の消滅」から「貿易赤字の定着」へ                              |
| 2022年3月18日  | 週末版(GDPデフレーターに注目すべき局面～「デフレの原因はインフレ」という理解～)         |
| 2022年3月17日  | FOMCを終えて～短期決戦型の利上げ。効果は24年以降～                       |
| 2022年3月15日  | 円安相場の考え方～「三步進んで二歩下がる」～                             |
| 2022年3月14日  | 3つの円安要因～「成熟した債権国」が終わる時～                            |
| 2022年3月11日  | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「戦下の正常化」に着手～)                     |
| 2022年3月9日   | 経常赤字は新常态なのか?～「債権取り崩し国」へ～                           |
| 2022年3月8日   | 賃金上昇が遅れるユーロ圏、「嵐の前の静けさ」か?                           |
| 2022年3月4日   | 週末版                                                |
| 2022年3月3日   | ロシアのデフォルトはシステミックリスクになるのか?                          |
| 2022年3月2日   | ECB政策理事会プレビュー～安全通貨としてのユーロ～                         |
| 2022年3月1日   | 日銀のロシア中銀取引禁止について～保有資産の実態～                          |
| 2022年2月28日  | SWIFT遮断にまつわる論点整理～7つのQ&A～                           |
| 2022年2月25日  | 週末版                                                |
| 2022年2月24日  | 年初来の為替市場総括～円キャリー取引復活の兆候?～                          |
| 2022年2月22日  | 孤立する日本株市場～「新しい資本主義」の誤解?～                           |
| 2022年2月21日  | ECB利上げの有無について～非公式政策理事会を前に～                         |
| 2022年2月18日  | 週末版(「50年ぶりの円安」が意味するもの～「経済より命」路線の結末～)               |
| 2022年2月17日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年1月分)                        |
|             | 円相場の構造変化～変わる基礎収支の姿～                                |
| 2022年2月16日  | ラガルド講演を受けて～認める金融政策の無効性～                            |
| 2022年2月15日  | 本邦10～12月期GDPを受けて～依然大きな内外格差～                        |
| 2022年2月14日  | 「開始前から終盤」の様相を呈するFRBの正常化プロセス                        |
| 2022年2月10日  | 週末版(ウクライナ問題～ドイツの自傷行為は止まらないのか～)                     |
| 2022年2月8日   | 為替は金利の代わりに政治へアラームを鳴らすか?                            |
| 2022年2月7日   | 米1月雇用統計～労働参加率上昇にも注目すべき～                            |
| 2022年2月4日   | 週末版(ECB政策理事会を終えて～利上げは最速7月か?～)                      |
| 2022年2月2日   | 沈む円相場の全体感と日本の現状                                    |
| 2022年2月1日   | オーバーキル懸念が色濃くなる米国経済                                 |
| 2022年1月28日  | 週末版                                                |
| 2022年1月27日  | FOMCを終えて～いつまで株価を無視できるか～                            |
| 2022年1月26日  | IMF見直し改定について～リスク満載の世界経済～                           |
| 2022年1月25日  | 孤立感が強まるドイツ～シヨルト政権の迷走～                              |
| 2022年1月24日  | 夜明けは近いのか、遠いのか～鳴かないカナリア～                            |
| 2022年1月21日  | 週末版(インフレに変化を強いられそうなECBの政策姿勢～ドイツ10年金利は約3年ぶりにプラス圏へ～) |
| 2022年1月20日  | 米実質金利上昇とドル相場への影響                                   |
| 2022年1月19日  | 日銀金融政策決定会合～「悪い円安」をどう処理するか～                         |
| 2022年1月18日  | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年12月分)                       |
|             | 続きそうな「日本回避」～「市場の声」は届くのか～                           |
| 2022年1月17日  | 既に漂うオーバーキル懸念～「最後のテーマ」は?～                           |
| 2022年1月14日  | 週末版                                                |
| 2022年1月13日  | 円安と物価高と国民感情の近況について                                 |
| 2022年1月12日  | 「嵐の前の静けさ」を警告するIMF                                  |
| 2022年1月11日  | 信じて貰えないECBのハト派姿勢                                   |
| 2022年1月7日   | 週末版(FOMC議事要旨を受けて～「正常化レースの進捗」≡「為替の進捗」～)             |
| 2022年1月5日   | 欺瞞を晒したEUの天然ガス・原子力グリーン認定                            |
| 2022年1月4日   | 2022年、円安・ドル高シナリオの死角は「日銀の正常化」か?                     |
| 2021年12月28日 | 2022年の為替概観②～「2つの正常化」と新興国～                          |
| 2021年12月27日 | 2022年の為替概観～2つの「正常化」が作る世界観～                         |
| 2021年12月24日 | 週末版                                                |
| 2021年12月23日 | 円相場の近況～5年ぶり値幅、最低の取引量、感染拡大～                         |
| 2021年12月22日 | 無視はできない需給面のドル安リスク                                  |
| 2021年12月20日 | 2021年に浮上した「悪い円安」論を再考する                             |
| 2021年12月17日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～「ラガルド・バズーカ」と利上げ見通し～)              |
| 2021年12月16日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年11月分)                       |
|             | FOMCを受けて～今度はインフレが「一時的」であるリスク?～                     |
| 2021年12月15日 | 「安い日本」を体現するアパレル生産日本回帰報道                            |
| 2021年12月13日 | 41年ぶりの企業物価上昇～圧迫される企業収益～                            |
| 2021年12月10日 | 週末版(いきなり外交的試練に直面するドイツ新政権～北京五輪という「踏み絵」～)            |
| 2021年12月8日  | 2022年も「日本回避」がテーマか～首相演説を受けて～                        |
| 2021年12月7日  | 過去最大のインフレ率を前にECBはどう動くか                             |
| 2021年12月6日  | 弱い雇用統計とFRBの正常化プロセスについて                             |
| 2021年12月3日  | 週末版(FRBの政策運営をどう考えるか～本場の正常化プロセスは23年以降に～)            |
| 2021年12月2日  | 変節し始めたECB～減らないPEPP、隠れる本音～                          |
| 2021年11月29日 | アフター・メルケル政権誕生へ～新連立の見どころ～                           |
| 2021年11月26日 | 週末版                                                |
| 2021年11月25日 | 再び浮上する「合意なき離脱」リスク～6年目の混乱～                          |
| 2021年11月24日 | ドル/円、115円台突破を受けて～色濃い日本回避～                          |
| 2021年11月22日 | 欧州の感染再拡大の影響をどう見るか?                                 |
| 2021年11月19日 | 週末版                                                |
| 2021年11月17日 | 10月貿易統計を受けて～補強される円安シナリオ～                           |
|             | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年10月分)                       |
| 2021年11月16日 | 不安視される米消費者心理の悪化                                    |
| 2021年11月15日 | 今年2度目のマイナス成長となった日本                                 |
| 2021年11月12日 | 週末版(本邦10月国内企業物価指数を受けて～可視化され始めた円安&資源高の怖さ～)          |
| 2021年11月11日 | ドル/円相場、5年ぶりの値幅は大相場の前兆か?                            |
| 2021年11月10日 | 欧米7～9月期GDPについて～大きすぎる日本との格差～                        |
| 2021年11月9日  | FOMCと米10月雇用統計を受けて～今後の見方～                           |
| 2021年11月5日  | 週末版                                                |
| 2021年10月29日 | 週末版(ECB政策理事会を終えて～冷静なインフレ分析と盛り沢山の12月会合～)            |
| 2021年10月28日 | 2%を突破したユーロ圏のインフレ期待と利上げの今後                          |
| 2021年10月26日 | 供給制約下の利上げは正当化されるのか?                                |
| 2021年10月25日 | ECB政策理事会プレビュー～12月に向けた露払い～                          |
| 2021年10月22日 | 週末版(ドイツメンバー、4度目の退場～バイトマン独連銀総裁の辞任報道を受けて～)           |
| 2021年10月20日 | 本邦9月貿易収支を受けて～需給も円売り材料に～                            |
| 2021年10月19日 | ドイツ連立政権発足へ前進～クリスマス前にも?～                            |
| 2021年10月18日 | 本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2021年9月分)                        |