

## 金利の見方とその影響

G20が終わり、米中貿易協議の再開やトランプと金正恩の再会などで緊張が和らぎ市場のリスクオフモードに変化が起きたように見える。だが市場の金利への見方には変化がない。

世界ではマイナス金利で取引されている債券が日本の国債を始め、ドイツ、スウェーデン、フランスなど合計で13兆ドル近くにも上り史上最高額を更新している。世界金融危機後、欧州諸国や日本がマイナス金利を導入したころは大いに関心を集めたマイナス金利も再度拡大した今回はあまり話題にもならない。資金の貸し手が金利を払い、借り手が金利を受け取ると言った常識を覆す事態が拡大していることを当然のこととして受け止めているように見える。それは原因が単なる景気循環的なことではなく、構造的要因に起因していると市場が気づいているからなのか。

異常事態はマイナス金利ばかりではない。ドル金利についての市場と政策当局者（FED＝連邦準備銀行）の見方の乖離もそうだ。金融市場の見方では7月のFOMCでの利下げの可能性が100%、内0.5%の利下げの可能性も3割近くある。12月までには1回の利下げが0.25%の幅とすると3回の利下げの可能性が最も多く、次いで4回、2回と続く。一方、FOMCのメンバーは1度か2度の利上げの見方が多い。

金融市場の見方だが、これは単なる予想と違う。フェドファンドの先物レートから導き出した可能性だ。つまり市場参加者がリスクを取った結果としてのレートが反映している。自分の懐が痛まない無責任な予想とは違い、間違えれば損失に繋がる。

金融市場と政策当局者の見方の相違はこれまでもあったが、今回ほど大きな差はあまりない。今週の雇用統計の数字次第では7月の利下げシナリオに影響がでることも考えられるが、全体としての利下げ基調は崩れないと思われる。

こうした見方が付け焼刃的で脆弱なものだとしたら、すぐに裁定取引が入りフェドファンドの先物レートは変化し、利下げの可能性も変わる。

裁定取引と言えば、最近の香港ドルの市場だ。香港ドルは対米ドルで7.75から7.85の変動幅を持つが、このところ上限（米ドルの上限香港ドルの下限）付近で長く推移していた。しかし最近になって中心レート7.80近くまで香港ドルが買われてきた（ドル売り）。直近では7.80を割ってきた。米ドル金利の低下と香港ドル金利の上昇で、金利差が縮小、逆転した。そこでドルを借り、それを売って香港ドルを買い、香港ドルの運用をする裁定取引が増えたためだ。

いずれにせよドルの利下げが7月に実行されれば、それは市場の見方の正当性を裏付けることになり、利下げの継続が視野に入る。そうなれば金融市場に留まらず為替市場などにも大きな影響を及ぼすことになるだろう。