

市場の論理と投機の意味

昨日の 10 月の米国の CPI の発表で今度こそ大勢が決した可能性がある。利上げサイクルの終了だ。FED のこれまでの金融引き締め策が功を奏し、2%のインフレ目標に向かって確かな歩みが進行中との期待が高まった。市場は債券高、株高、ドル安と大きく反応した。

FED にとっては好ましいことだ。だが FED は素直に喜ばない。インフレ抑制は最後の一押しが難しいとの認識が染みついている。だから長期金利の大幅な低下は歓迎しない。引き締め効果が損なわれる懸念があるからだ。目標にもう一步のところにきてインフレが反転したら元も子もない。これまで以上の引き締めを余儀なくされ、景気を犠牲にせざるを得なくなると考えるのだ。

こうしたことから今回も FED の牽制が議長のパウエルたちの発言を通して伝わり、市場が元に戻る可能性は否定できない。だがインフレ低下の見通しが強まれば長期金利が低下するのは市場の論理だ。インフレ低下は好ましいが長期金利の低下は嫌だと言うのは無理がある。そうした無理は 2、3 度は通じるかもしれないが、何度もと言うわけにはいかない。昨日の市場の動きはトレンドとしてしばらく続くのではないか。

市場のメカニズムに反すると言えば日本の金融政策と為替レートにもそうした点が見られる。

マイナス金利や YCC を続けて 150 円台の円安は困ると言う。円安は投機が要因なのでけしからんと財務省や日銀の幹部たちが非難する。おかしい話だ。円安要因は日銀の金融政策にあり、投機は要因でも何でもない。為替介入を正当化するために投機を悪として位置づけるのは昔からの当局の手法だ。悪を成敗するのがお上と言う構図だ。

そもそも投機とは何か。為替で言う投機とは実需に対する言葉だ。輸出入などの商業取引の裏付けのある為替取引である実需に対して、そうした裏付けのないカバー取引や鞘取りなどを目的にした取引が投機だ。為替市場で実需は全取引量の 1 割以下で、残りを投機取引が占める。つまり投機取引がなければ市場は機能しないのだ。

それに投機の中には金利裁定取引も含まれる。当局の誤ったあるいは不合理な政策により生じた市場のゆがみを利用して取引することもある。そうした投機取引により政策が是正される。権力者である金融当局に対して市場の力で異議申し立てをするのだ。だから権威主義的な国ほど投機や金利裁定取引を制限する。中国やロシアではできない。

現在の日本の政策で円を売ってドルなどの外貨を買うオペレーションは市場の論理に沿ったものだ。例えばドル円の場合、金利差が5%近くもあれば円キャリートレードは合理的だ。これを防ごうとするなら方法は二つ。一つはドル金利を下げるか、円金利を上げるかだ。日本でドル金利はどうすることもできないので円金利を上げる。もう一つはドル円が将来5%を超える円高に振れるとの見方を強めることだ。先行きの円高リスクがそれだけ高まれば円キャリーは細る。

だが日銀の政策を見ていると YCC の微調整だけでとても将来の5%以上の円高リスクを懸念させるようなものではない。そうした発言は皆無だ。

これでは円安トレンドは変わらない。せいぜい他力本願でドル金利の低下をひたすら願うしかない。