

円金利とキャリートレード

週初植田日銀総裁の講演での発言で世界の債券市場に激震が走った。今月の日銀の政策決定会合で 0.25%の利上げの確度が一気に高まったからだ。日本国債は売られ 10 年債のイールドは 1.9%近くまで上昇した。こうなると日本の機関投資家が、海外債券で運用するポートフォリオを売って資金をイールドの上昇した日本国債に戻すのではないか、あるいは今後海外債券へ振り向ける資金が減るのではないか、との思惑が生まれた。それで海外債券も売られた。円高にもなったのでキャリートレードの巻き戻しとの見方も出た。

日銀の利上げについては米国財務長官が日銀は政策変更が後手に回っていると言ったが、昨日世界の経済予測を発表した OECD も日銀が徐々に金融引き締めに進むとの見方だ。他の主要先進国ではユーロ圏やカナダは既に利下げは打ち止めで、英国は来年前半で打ち止めになるとの予想だ。

米国については来年末までに二度の利下げを行い、フェッドファンドの水準は 3.25-3.50%になり、翌年はその水準を保つとの見方だ。今月の FOMC で 0.25%の利下げをすれば来年の利下げは一度だけということになる。

米国の金融市場では今月の利下げの可能性は 90%ほどでほぼ確実と見ている。来年末のフェッドファンドの水準は 3.00-3.25%の見方が多い。来年中に 2 度の利下げになる。

今週米国では遅れていたインフレ指標が発表される。9 月の個人消費支出指数だ。FED が重視する食料とエネルギー価格を除くコア指数は、前月比で 0.2%、前年比で 2.9%の予想で 8 月と変わらない。予想と大きな違いがなければインフレの上昇は特に目立たず、利下げを抑制する要因にならない。この点も今月の利下げがほぼ確実との見方を後押しする。

ただ市場での来年の利下げの可能性は以前より低下している。つまりインフレ懸念は払しょくされたわけではない。先送りされたということだろう。

さて為替市場の動きだが、ドル金利と円金利がほぼ同時に反対に動き、金利差が縮小する事態の割にはドル円の為替レートの変動は抑制されている。円高に

3-4 円振れてもおかしくない局面のはずだ。強力な為替変動要因である金利差の威力が減退している。なぜだろう。

一つにはドルでも円でも利下げや利上げの持続性だ。今後も金利変更が続くことに市場が自信を持てないでいることだ。

もう一つは、金利差が以前ほど資本移動の誘発要因になっていないことだ。金利差が有力な為替変動要因になりえたのは資本移動が経済的合理性で自由に動くことが前提になっている。グローバル化が進む世界では資本移動の制約はあまりなかった。それで為替レートの変動に直に結びついた。

しかし世界各国は規制を増やし、グローバル化は徐々に力をそがれた。そしてトランプの制裁、関税、政治要因による投資が続き、資本移動が金利差に誘引される程度が相対的に低下した。

同様な要因でキャリートレードの規模も縮小しているのではないかと思う。