

## 日米欧の資本移動と資産価格の連動性

武蔵大学 大野 早苗

### 《報告要旨》

近年における国際間の資金フローは急速に拡大しており、特に 1990 年代後半においてめざましい拡大を遂げている。その背景には資本取引に関する規制撤廃、あるいはヘッジファンドや機関投資家などによる国際的な投資活動が活発になっていることがあげられるが、とりわけ欧州地域からの資本フローの拡大が著しい。本研究は、国際的な資金移動の拡大を背景とした過去 10 年における日米欧の株価の連動性の推移について検証する。

資金フローの拡大は資産価格の国際的連動性を増大させる可能性が考えられる。さらに、実体経済の面でも各国経済は相互に依存性を強めており、資産価格の国際的連動性に寄与する。こうした経済活動のグローバリゼーションの進展は資産価格の連動性の構造的要因として考えられ、国際分散投資における分散効果は中長期的に低減することになる。一方、資産価格の国際的連動性が一時的に高まる現象は伝染効果として注目されており、特に国際金融資本市場が危機的状況に直面した場合に連動性が顕著になる傾向があることから、リスク・ヘッジ手段が最も必要とされる局面で国際分散投資における分散効果が低下しているのではないかと懸念されている。

伝染効果の発生原因としては、情報の不完全性が存在する場合の流動性問題、投資家の危険回避度が内生的である場合の資産効果、不完全な期待形成などが挙げられる。例えば、欧州の株価上昇を背景に欧州からの資金フローが拡大した場合、欧州の株価下落によって欧州投資家が危険回避的になれば、諸外国に対する投資資金の回収により、欧州の株価下落が諸外国の株価下落をもたらすことになる。

伝染効果は異なるアセットクラス間でも発生することが予想される。外国の株式取引には為替取引が係わるため、何らかの要因によりある国の株価下落が他国の株価を過剰に下落させることになった場合には、当該国の通貨価値も過剰に下落している可能性がある。

本研究では、日米欧経済の相互依存関係を考慮して、構造 VAR モデルに基づき 3 カ国の株価と為替レートにおける伝染効果の存在を検証する。その際、分散不均一性によるバイアスを調整した上で相関係数を測定する。構造 VAR に関する Rolling regression によって相関関係の推移を検証し、資本移動に変調が見られた時期や、大規模なポートフォリオ調整が行われたと考えられるロシア危機・LTCM 危機において、相関係数にどのような変化が見られたかを確認する。さらに、分散分解やヒストリカル分解により構造ショックに対する各国株価と為替レートの反応を確認したうえで、相関関係の変化が国際株式ポートフォリオの分散にどのような影響をもたらしていたかを分析する。