

流動性効果が国際証券ポートフォリオのパフォーマンスに与える影響

武蔵大学 大野 早苗

国際分散投資においては為替ヘッジを実施したほうリスク低減が図れるとの一般的認識があるが、時には為替ヘッジの実施がリスク低減に寄与しない時期が見られ、こうした時期には株価と為替の分散効果が顕著になっている。本研究では、内外の株式および為替レートを分析対象とし、潜在変数モデルを基に株価と為替レートの共変動をもたらす要因を確認した上で、潜在変数モデルを多変量 GARCH モデルへと拡張し、共通ファクターが相関係数に及ぼす影響を分析した。

株価と為替の共通ファクターとして金利の影響が顕著であるとの実証結果があり、また、金利変動に影響を及ぼす要因として流動性効果の影響も注目されている。さらに、日米のマネタリーベースの相対比と円ドルレートには密接な関係が観測されているとともに、国際金融の分野で長らくアノマリーと称されてきた「先物プレミアムパズル」が流動性効果によって解明できることを示唆する先行研究も報告されている。日本では 2001 年から量的緩和政策が導入され、所要準備を大幅に上回る潤沢な流動性が銀行部門へと注入されたが、こうした流動性の供給は外為市場のみならず証券市場に対しても影響を及ぼしていた可能性が考えられる。

名目金利も流動性効果を反映しているはずだが、本研究では名目金利とは別に流動性指標を作成している。それは、流動性効果の他に期待インフレ率や自然利子率などにも依存して名目金利が決定されるため、金融緩和政策によって名目金利が変化しても、その効果がいずれの要因によるものなのか識別する必要があるためである。特に、ゼロ金利政策の下では名目金利はゼロ以下には低下しないが、同時に実施された量的緩和政策による流動性の拡大は、外為市場、証券市場ともに影響を与えていた可能性がある。

ところで、流動性などの潜在変数は内外の株価とともに影響を与える global shock として作用すると考えられるが、為替レートは 2 国の通貨の相対価格であるため、為替レートに影響を与えるのは 2 国の潜在変数の相対比となる。したがって、仮に米国に対して日本の生産や流動性といった潜在変数が相対的に高まったとしても、潜在変数の内外格差が株価と為替の相関に与える影響は潜在変数が増大している局面と減少している局面では異なることが予想される。多変量 GARCH モデルの推計ではこうした非対称性による相関の可変性も考慮して分析している。