

## 国際金融パネル

### 円キャリー・トレード、グローバル・インバランス、世界金融危機

神戸大学 岩壺 健太郎

米国の金融危機はまたたく間に波及し、世界経済を同時不況に陥れた。周知のとおり、危機の発端は米国のサブプライム問題にあり、欧米の金融機関をはじめ多くの投資家がサブプライム関連の証券化商品を保有していたことからリーマン・ブラザーズの経営破綻を機に、全般的な信用市場の崩壊、その後の世界的な景気の悪化につながった。しかし、危機の元凶といえば資産価格バブルであろう。米国の資産バブルの原因が国内にあるのか海外にあるのかという問題は、グローバル・インバランスの原因を米国の過小貯蓄・過剰投資に求めるのか、アジアや石油産出国を中心とする経常収支黒字国の過剰貯蓄・過小投資に求めるかという問題に関連している。いずれの問題においても、国際的な要因を重視する論者たちは経常収支黒字国から米国への国際資本移動が重要な役割を演じていると考えている。本稿で注目する円キャリー・トレードは、米国への資本移動の一部であり規模は小さいかもしれないが、為替や株価などの資産価格に影響を与える可能性は否定できない。

本稿では、シカゴ・マーカンタイル取引所で取引されている IMM 通貨先物のネット・ポジションを円キャリー・トレードの代理変数とすることで、円キャリー・トレードの原因とその資産価格への影響について時系列分析を行う。キャリー・トレードを厳密に計測することは困難であるが、IMM 先物ポジションを代理変数とすることで大まかな定量的な把握が可能となる。この分析を通じて、世界金融危機の元凶となった米国の資産バブルに円キャリー・トレードが影響を与えていたのかについて検証を行う。

日米金利差、為替の予想変動率、IMM 先物ポジション、円ドルレート、米国の株価の 5 変数を用いて、VAR 分析をしたところ、(1) 日米金利差は円キャリー・トレードに影響を与えていないが、為替の予想変動率の低下は円キャリー・トレードを増加させたこと、(2) 円キャリー・トレードが急増する 2004 年以降とそれ以前を比べてみると、それまでには見られなかった為替の予想変動率、IMM 先物ポジション、円ドルレートの連動が、2004 年以降には米国の株価にも及んでおり、国際資本移動が為替市場のみならず米国の資産価格にも影響を与えていることが確認された。