

金融危機と情報伝達メカニズム

——米中株式市場の夜間ボラティリティ・スピルオーバーによる検証——

対外経済貿易大学大学院 西村友作

北京大学大学院 孫 便霞

対外経済貿易大学 門 明

2008年9月15日、米大手証券リーマン・ブラザーズが経営破綻、世界中の金融市場に大激震が走った。このリーマン・ショック以降、株式市場のボラティリティが急速に増大、不確実性の高まりが懸念された。

本稿は、このリーマン・ショック前後における、中国・香港と米国株式市場間の夜間ボラティリティ・スピルオーバーについて分析を行ったものである。具体的には、2008年7月15日から2009年1月31日のサンプル期間を、リーマン・ショック前後で分割し、市場間のスピルオーバー効果に変化が生じたか否かを検証した。分析方法としては、各市場の5分間リターンを用いて、Realized Volatility (RV) を算出、ある市場の日内RVの変動が他市場の夜間ボラティリティに与える影響を、2種類の時系列モデル (ARMA-RV モデル、EGARCH-RV モデル) を用いて考察している。

実証結果から、以下の点が明らかになった。(1) ARMA-RV モデル、EGARCH-RV モデルの推定結果、2008年9月15日のリーマン・ショック以降、各市場間における株価連動性は高まっていることが示唆された。また、金融危機の震源地である米国市場の影響がとりわけ強いことが明らかとなった。近年の株価連動性の研究結果を見てみると、ブラックマンデーに代表される株価の大暴落時やアジア金融危機のような世界的金融危機の局面では、株価の波及効果は高まるという結果を得ているが、本稿でもそれを支持する結果となった。(2) リーマン・ショック発生後、すべての市場において不確実性が高まり、ボラティリティは急上昇したが、中国株式市場への影響は比較的小さく、その市場リスクは米国株式市場よりも低いレベルにとどまっていることが明らかとなった。(3) 米国・香港株式市場と比較して、国外情報が中国株式市場に与えるショックは比較的小さいことが示唆された。中国株式市場は、「厳しい資本規制の存在」と「投資家構造の偏り」といった固有の特徴を有しており、これが国外から中国国内への情報伝達が受けている主たる阻害要因であると考えられる。