

ロシアにおける為替レートと株価の相互関係に関する分析

旭川大学 大野成樹

本報告では、VAR モデルを用い、ロシアにおける為替レートと株価の関係について論じる。ロシア経済に関する先行研究では同様の分析が存在しないのみならず、1998年のロシア通貨危機と2008年の米国発金融不安のもとでの為替レートと株価の関係を比較した研究は、管見の限り、他国の分析においても見当たらない。為替レートと株価の関係に関しては、(1) 為替レートが企業の競争力および業績に影響を与え、これを反映して株価が形成されると見る Goods Market アプローチ、(2) 株価が資本の流出入を促し、為替レートに影響を与えると見る Portfolio Balance アプローチがあるが、報告の中でこれらのアプローチによる説明が可能かについても論及する。

分析に際しては1998～2008年の日次データを使用し、分析期間を以下の5期間に区分した。第1期：1998年1月から1998年8月（ロシア政府デフォルト前）、第2期：1998年8月から1999年4月（ルーブル大幅減価）、第3期：1999年4月から2003年1月（ルーブルの緩やかな減価と生産の回復）、第4期：2003年1月から2008年7月（原油価格の上昇とルーブルの増価）、第5期：2008年7月から2008年12月（原油価格の下落とルーブルの急激な減価）。

本報告では、為替レートおよび株価の他に、ロシアおよび米国の金利差（スプレッド）、および原油価格を外生変数として使用した。分析結果は以下の通りである。第1期には、株価から為替レートへのグレンジャー因果性が見られた。実際のデータでは、株価の下落とルーブルの緩やかな減価が見られ、Portfolio Balance アプローチによる説明が可能である。第2期には為替レートから株価への因果性が見られたが、為替レートの減価と株価の暴落が起きており、上述の2つのアプローチでは説明ができない。アジア通貨危機に関する先行研究と同様、本事例は、投資家の「群衆行動」により説明がなされ得る。第3期には、為替レートと株価の因果性は双方向であった。実際のデータでは、為替レートの減価と株価の上昇が見られたため、為替レートの減価が株価の上昇を導く Goods Market アプローチによる説明が可能である。ただし、株価上昇による為替レートの増価効果 (Portfolio Balance アプローチ) により、為替レートの減価の程度が弱められている可能性もある。第4期および第5期には、株価から為替レートへの因果性が見られた。第4期には株価の上昇と為替レートの増価が、第5期は株価の下落と為替レートの減価が見られ、共に Portfolio Balance アプローチにより説明可能である。

以上、本分析により、特に、1998年のロシア通貨危機と2008年の金融不安のもとで、為替レートと株価の間の因果性が異なる可能性が示唆された。