

アメリカへの国際資本流入と金利の関係

慶應義塾大学大学院生 戸部智

アメリカで発行される金融資産の金利は長期に渡って低下傾向にある。この金利低下トレンドは、一般的には政策金利の水準やインフレ率、金利ボラティリティーの動向によって説明される。というのも、長期金利と同様に政策金利も低下トレンドにあることに加えて、インフレ率や金利ボラティリティーが以前と比べて低下したことに伴って長期金利のタームプレミアム成分も低下していると考えられるためである。これらのファンダメンタルズの低位安定化はグレート・モデレーションと呼ばれ、長期金利の低下を説明する支配的な仮説である。

しかし、本論文では以上に挙げたファンダメンタルズの低位安定化に加えて、アメリカで発行される金融資産に対する国際資本流入も各種金利の低下傾向と関連していることを明らかにする。アメリカへの国際資本流入の内訳を確認すると、粗資本流入の内、平均して約 25%、この数年では 50%以上が国債に対する資本流入で構成されていることが分かる。また、直近の金融危機の影響を受けて現在は大きく規模が縮小しているものの、社債やエージェンシー債、GSE 保証証券(GSE-backed Securities)に対する資本流入の動向も対応する金利に影響を与えうる要因として見逃すことができない。

本稿では最初に金利と国際資本流入に関して定量的な事実確認を行った。ここで提示する各金融資産に対する国際資本流入のデータは金融危機等のイベントに過度に影響されないように追加的な工夫が施されている。というのも、先行研究で利用されている資本流入データは、その推計手続きの特徴から、極端なイベントを含む期間の推計の際に資本流入を過小評価してしまう場合があるためである。本稿で示す改良を加えた国際資本流入のデータは先行研究のものとは比べて信頼性の高いものとなっている。

次に、本稿では国際資本流入と金利の関係について実証分析を実施した。まず、長期的な相関関係を分析するために重回帰モデルによる推定を行った。この推定から、政策金利やインフレ率、金利ボラティリティー、米国債発行残高等の要因をコントロールしても各種金利と対応する金融資産に対する国際資本流入の間に負の相関関係が認められた。それに加えて、本稿では頑健性のチェックを兼ねて変数間の共和分関係を考慮した誤差修正モデル(ECM)による推定を行った。この推定から、長期的だけでなく短期的にも国債に対する資本流入と長期金利の間に負の相関関係が存在することを明らかにできた。