

アジア・中南米諸国における通貨危機と株価連動

高千穂大学 大野 早苗

本研究では、アジア、中南米諸国の株価変動と為替変動との関係を、通貨危機との関係に焦点を当てながら分析する。為替レートの変動は当該 2 国の企業価値に対して相反する影響を与えるため、為替変動の増大は 2 国の株価の相関を低下させる効果をもつはずであるが、メキシコ危機やアジア危機など通貨危機の発生時に各国の株価の連動性が高まる現象が指摘された。その原因として、通貨危機の発生国と類似的な経済構造を持つ国への危機の連想が働くことなどが考えられる。ある国の通貨が暴落すると、周辺諸国の通貨価値が割高になり周辺諸国の国際競争力が低下するため、周辺諸国もいずれは通貨危機に陥ると予想され、周辺諸国の株安連鎖が生じる可能性がある。ただし、ボラティリティーの増大による見せかけの株価連動の上昇による可能性もある。

ここでは、株価と為替レートとの関係に関する以下のような仮説を考える。一つは、固定為替相場制を維持するための政策が株価の連動性に与える影響である。固定相場制の下では各国に何らかのショックが生じてても為替レートの調整は行われなため、ショックの影響は他の経済変数によって吸収される。たとえば固定相場制を維持するために積極的な為替介入や金利操作が行われれば、市中金利や企業利益などの諸経済変数の変動が増大し、株価のボラティリティーが増大することが考えられる。また、為替レート維持のために協調的なマクロ政策が実施されれば、2 国の株価のファンダメンタルズに共変動が生じ、株価の相関が高まる可能性がある。そうすると、為替レートが安定している 2 国ほど、株価のボラティリティーが高く、かつ株価の連動性も高いことが予想される。

第 2 に、為替変動が株価の経済ファンダメンタルズに与える影響を通じた効果があげられる。為替リスクを完全にヘッジできなければ、為替変動が増大するほど企業価値の変動も増大し、それを反映して株価の変動も増大する。一方、為替変動は内外企業の利益に対して相反する影響をもつため、為替変動は株価の相関を低下させる効果をもつはずである。そうすると、為替変動が 2 国の株価の共分散に与える影響は一意には定まらないが、株価のボラティリティーを増大させる効果が十分に大きければ、株価の共分散は増大する。

第 3 に、投資家の記憶の不完全性、流動性問題などの影響があげられる。この場合は、為替レートが不安定であるほど、株価のボラティリティーが高く、株価の連動性も高まる。

ある国における通貨の暴落・株価暴落が一時的に周辺諸国の大幅な株価下落をもたらすのであれば、短期的に国際資本市場から国内資本市場を遮断させる政策によって株安連鎖を食い止める政策が有効になるかもしれない。しかし、経済ファンダメンタルズを反映した株価変動の増大から為替連動が高まったかのように見えるだけであれば、一時的に市場を遮断させる政策はショックに対する株価の反応を遅らせるだけとなる。

本研究では、過去 8 年間に通貨危機を経験したアジア・中南米諸国を対象に、為替変動が株価のボラティリティーや株価の相関に与える影響を GARCH モデルを用いて分析し、通貨危機の発生時における株価変動と為替変動との関係について検証する。さらに、為替変動の影響をクロス・セクションで比較をし、為替変動の増大とともに株価の連動性が高まる関係が観測されるか否かを分析する