

中国株式市場と各主要市場の連動性とボラティリティ

: QFII と QDII 制度の導入効果について

劉偉 (福岡大学大学院)

sunshineliu0168@msn.com

本論文は、近年の中国の株式市場改革において重要な位置を占める QFII と QDII 制度の実施によって、市場の成熟度がどれだけ増加し、各国主要市場との連動性がどれだけ高まったかを、計量的に評価し検証することを目的としている。

未だに閉鎖性を拭いきれない中国市場であるが、対外開放の進展は世界主要国市場との連動性を強めることが予想される。しかし、それはそれぞれの市場によって出現の度に違いがあるであろう。また、市場開放が株価収益率の中国市場のボラティリティに及ぼす効果の測定も必要なものである。

本論文では、この目的のため、アメリカ、中国、香港、シンガポールと日本という五つの国について、1998年1月1日から2011年3月31日までの open to close 株価指数の収益率を、日次データを用いて計算し実証分析を行った。データは QFII と QDII 制度実施を境として三つの時期に区分した。

計量分析の方法としては、データの非定常性を単位根検定で確認した上で、市場間の連動性を、共和分検定を用いて検証した。エンゲル＝グレンジャー検定とヨハンセン検定を共に行った。結果は中国市場と各市場間に有意な連動な連動が観察できないというものであり、未だ中国市場相当閉鎖的な市場であることが分かった。しかし、一部市場では連動性の増加が認められた。

ボラティリティについては、上記の通り時期区分した上で、ARCH モデルの拡張型である GARCH、EGARCH を用いて分析を行った。各時期でボラティリティ連動を分析した結果は、QFII 以降、中国とアメリカ、香港の間で有意な数値が観察された。また、シンガポール市場との間でも有意水準近い数値が観測された。また、アメリカ市場との間では双方向のボラティリティ変動が観測された。

さらに、QDII 以降は、中国と各市場の係数が増大したことから、改革によって中国市場と世界各主要市場との連動関係が深まっていることが読み取れる。

分析結果から総論的に言えるのは、QFII と QDII 改革の実施が市場自由化に寄与した効果が非常に大きいということである。ただし、いずれの時期にも、日本市場との間には有意な関係性が見られなかったことも特筆すべきであろう。

今後、開放と自由化が進められていくなかで、中国株式市場が将来的に他の市場に与える影響も増大していくことが予想できる。そうした株価連動性の観点からも、市場監督当局である中国政府は、改革の持続や市場規則の法律の制定、人民元の自由化などを進めていかなければならない。

今後の研究では、各市場の基本経済指標の金利、消費指数、為替レートなども加えた構造 VAR モデルを解析していきたい。