

投資家の予測形成とマクロ経済指標の関連性

—QUICK 債券月次調査による分析—

日本経済研究センター 蓮見 亮

法政大学 平田 英明

本稿は、QUICK 社による債券月次調査の結果を利用して、直近 10 年程度の期間において投資家が傾向的にもっている長期金利の上昇期待形成の要因を分析したものである。分析期間（1998 年 7 月～2008 年 4 月）の投資家による 10 年国債利回りの予測値には明らかな上方バイアスが見られる。そこで、予測誤差ではなく、6 ヶ月後予測値と予測時点での実績値の差として定義した「期待」に着目して分析することとした。

アンケートには、金利の予測値の他にも、今後 6 ヶ月間程度の想定で、景気動向、物価動向、短期金利／金融政策、為替動向、海外金利、債券需給、株価動向の 7 つの要因が、それぞれ債券相場にどのような影響を与えると予測するかについての質問があるので、まず、そのアンケート回答と相関の高いマクロ指標を複数の候補の中から探した。

次に、2 通りの回帰分析を行った。まず、コンセンサス予測の期待をマクロ指標に回帰することで、大局的な相関関係を把握した。しかし、これはあくまでもコンセンサス予測とマクロ指標の単なる相関を見ただけであって、得られる回帰係数が予め求めたアンケート回答とマクロ指標との相関関係と整合的でなければならぬ理由は、必ずしも存在しない。

そこで、個々の回答者のアンケート回答という個票情報を利用したパネル回帰を行った。パネル回帰により、金利変動の期待に影響を与える主要な要因は、金融政策、為替動向および海外金利であることが判明した。金融政策の変更がイールドカーブの変化を通じて長期金利に影響を及ぼすという経路の存在を前提とすれば、他の要因に比較してある意味当然といえるであろう。為替動向は、このケースでは、海外景気要因と読み替えられる。分析期間における GDP 成長率の寄与度に占める輸出の割合がかなり大きいいため、円高→輸出減→GDP 成長率の低下という連想が働いたと考えられる。