

## グローバル化した金融市場の下での経済政策の自由度

[セリム・エレクダグ](#) [ガストン・ゲロス](#)

2017年4月6日

米連銀が利上げモードに入ったことから、政策上の重要問題が脚光を浴びるようになった。即ち、グローバルに統合された金融システムの下で、米国以外の各国が経済政策の自由度をどの程度持っているか、という問題である。

世界中の政策当局者にとってこの問題は理論的な問題ではなく、切実な問いである。

グローバルな事象が金融市場に大きな影響を与えるため、自国の完全雇用やインフレ抑制などの政策目的を実現するための政策の自由度が著しく制約されてしまっているのではないか、という心配だ。

### 好ましからざる事態

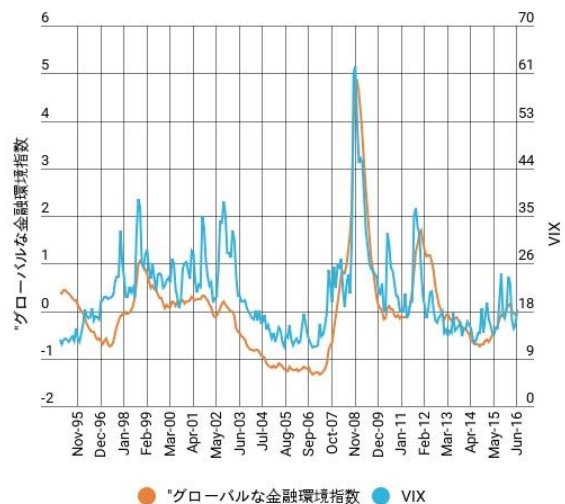
なぜこうなるか、わかりやすい実例をあげよう。米連銀による政策金利の引き上げは米国の国内資産の利回りを上昇させ、他国からの資本流入を促す。その結果、資本の流出元の国でも金利が上昇し、消費者や企業がモノを買ったり新しい設備に投資することが難しくなる可能性がある。借入金利を抑えることで失業率を下げたり成長を維持しようとしている国にとって、これは好ましくない事態である。

中央銀行が自らの政策目標を追求する余地がどの程度あるかを検証するため、IMFの最新の国際金融安定報告書では多くの先進国・途上国に適用可能な金融市場環境の指標を開発した。ここでいう金融市場環境とは、資金の借入の容易さを表すもので、債券金利や為替レートに影響される。このような指標は政策の効果を推定する上で有用である。

### アメリカがくしゃみをする...

グローバルな金融環境はカゴ取引所のオプションボラティリティ指数 (VIX) で代表される米国の金融環境と密接に相関している。

(高い数値は金融環境がよりタイトであることを示す)



データ出典: Haver Analytics及び事務局試算

## 金融的なショック

我々が開発した指標で見ると、各国の金融市場環境がグローバルな事象に左右される程度は 20 ないし 40 パーセント程度で、各国当局が政策を用いる余地は依然大きいと見られる。過去二十年間で金融市場の世界的な統合は進んだものの、各国当局が国内経済をコントロールする力はさほど低下していない。とは言え、外的なショックは国内市場に急激かつ大きな影響を及ぼすため、各国当局が外的なショックに対処する政策を適時取ることは難しくなっている。

グローバルな市場環境は米国の状況に左右されることが多い。これは米ドルが取引通貨として世界的に突出した地位を占めているからである。我々の研究でも、グローバルな金融環境は米国の金融環境との相関が高く、中でも米国株式のリスク指標であるシカゴオプション取引所ボラティリティ指数 (VIX) との相関が高い。

新興市場国は先進国よりもグローバルな環境変化に影響されやすいため、新興国はグローバルなショックに対する耐性を高めるよう、努力すべきである。新興国は国内金融市場の厚みを増し国内投資家のベースを充実させることで、市場が海外からの資本の流出入に影響されにくくするようにすべきである。

米連銀のが金利引き上げにより金融市場がタイト化しつつある今、そのような対応がますます重要になっている。

\*\*\*\*\*



**セリム・エレクダグ (Selim Elekdag)** は IMF の金融資本市場局国際金融安定課課長補佐。IMF の調査局、欧州局、アジア太平洋局を歴任し、アルバ国担当主査などを務める。トルコ中銀に調査・金融政策局アドバイザーとして派遣。主たる研究分野はマクロ金融部門政策で成果は主要学術誌にも掲載。ジョンズ・ホプキンス大学博士。



**ガストン・ゲロス (Gaston Gelos)** は IMF 金融資本市場局局长補兼金融政策・マクロプレーデンス政策課長。金融資本市場局、IMF 研修所、調査局、欧州局、西半球局を歴任し、アルゼンチン、ウルグアイの現地事務所長などを務める。研究分野はマクロ・金融部門広範に及び、学術誌への論文掲載多数。エール大学博士、ボン大学修士。