

米国利上げ局面におけるアジア諸国の政策対応 —国際金融のトリレンマの観点から—

奥山 聡子

要 旨

本論文は、米国の政策金利引き上げがアジア諸国の為替市場および金融政策に与える影響を、国際金融のトリレンマの観点から検証するものである。対象はアジア 12 か国（日本、韓国、中国、香港、台湾、インド、シンガポール、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、ベトナム）であり、2010～2025 年の月次データを用いた。

分析の第一の柱は、為替市場圧力（Exchange Market Pressure, EMP）の推計である。本研究は Goldberg and Krogstrup（2018）の定義に基づき、金利項を除いた EMP を構築し、為替変動要因と外貨準備変動要因に分解した。分析対象を米国利上げ局面（2022–2023 年）に絞った結果、MI+ERS 型の国々（インド、フィリピン、ベトナムなど）で EMP が最も大きく、その多くを外貨準備介入が占めていた。一方、FO+MI 型（日本やマレーシア）では EMP のピークは限定的であり、為替の柔軟性を許容する姿勢がショック吸収に寄与していた。Balanced 型（韓国、タイ、台湾など）では EMP のピークは中程度であったが、国ごとに介入依存度に差が見られた。これらの結果から、危機時における EMP の大きさと構造は、平常時の制度選択に規定されることが確認された。

第二の柱は、政策金利の反応度分析である。Shambaugh（2004）や Aizenman, Chinn, and Ito（2010）の手法に基づき、各国の金利変化を米国金利変化に回帰し、平常時と利上げ期の比較を行った。平常時には多くの国で反応度はゼロに近く、金融政策の独立性が維持されていたが、米国利上げ期には多くの国で有意に反応度が上昇した。特に MI+ERS 型と Balanced 型で追随性が顕著に高まり、金融政策の独立性が大きく制約された。他方、FO+MI 型は利上げ期においても反応度が比較的 low、一定の独立性を保持していた。ERS+FO 型（香港）は特殊な為替制度のため、制度効果としての一般化は難しいが、完全ペッグのもとで高い追随性を示した。

総じて、本研究は、アジア諸国の中間的な制度選択が平常時には金融政策の独立性を一定程度維持する一方、米国利上げ局面のような外的ショック期には脆弱性を抱えることを示した。特に、為替安定と金融独立を同時に追求する制度は、危機時に外貨準備への依存や金利追随の強まりを通じて独立性を失いやすい。一方、為替の柔軟性を容認する制度は、短期的には通貨下落を伴うものの、金融政策独立性を保持する余地を残す。本研究はこのようなトレードオフを明示し、Rey（2015）の「ディレンマ」論を補完する新たな実証証拠を提示した。さらに、アジア域内の金融協力や為替リスク耐性の強化といった政策的含意を導き出し、国際金融体制の持続的安定に向けた課題を提起する。