

## 第6章

# コスタリカにおける為替レート制度の変化と

## 政策金利の形成

三尾 寿幸

### 要約：

本章は、コスタリカにおける2006年10月17日から2015年1月30日までの為替レート制度であったクローリング・バンド制度とその後の管理変動相場制度への変化を論じた。次に、Ötker et al. [2007]とBubula and Ötker [2002]を参考に、為替レート制度がクローリング・バンド制度から独立変動相場制度に変化した、チリ、イスラエルとポーランドにおけるクローリング・バンド制度を検討した。

中央銀行による短期金利のコントロールは、クローリング・バンド制度下で、クローリング・ペッグ制度下に比べ潜在的に容易になり、変動相場制度下で更に容易になる。コスタリカ中央銀行は2009年8月に開始されたMIL市場において、短期金利を政策金利に誘導するために資金の供給と吸収を行った他、信用・預金ファシリティにより短期金利のコリドーを形成し、短期金利を安定化した。また、コスタリカにおいて広範に進展していた金融的ドル化の金融政策への含意を論じた。

### キーワード：

コスタリカ 金融政策 政策金利 為替レート制度 クローリング・バンド制度

### はじめに

コスタリカの為替レート制度は、2006年10月17日から2015年1月30日までクローリング・バンド制度であったが、その後管理変動相場制度 (managed floating system) に変化した。第1節では、コスタリカにおけるクローリング・バンド制度と管理変動

相場制度への変化を論じる。また、Ötker et al. [2007]と Bubula and Ötker [2002]を参考に、為替レート制度がクローリング・バンド制度から独立変動相場制度（independently floating）に変化した、チリ、イスラエルとポーランドにおけるクローリング・バンド制度を検討する。第2節では、中央銀行による銀行の中央銀行預け金（銀行準備）と短期金利のコントロールは、クローリング・バンド制度下では特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ潜在的に容易になり、管理変動相場制度下では更に容易になることを説明する。また、クローリング・バンド制度下でコスタリカ中央銀行は短期金利を政策金利に誘導したことを論じる。更に、コスタリカにおける預金と信用の広範なドル化の金融政策への含意を論じる。おわりに、では得られた主要な知見を要約する。

## 第1節 クローリング・バンド制度から管理変動相場制度への変化

### 1. コスタリカにおける為替レート制度の変化

コスタリカの為替レート制度は2006年10月17日にクローリング・ペッグ制度からクローリング・バンド制度に変化した<sup>1</sup>。クローリング・ペッグ制度は、為替レートが一定率、もしくは自国と主要貿易相手国における過去もしくは将来のインフレーション率の差等の数量的指標の変化に応じ、定期的に小額ずつ調整される為替レート制度である。また、クローリング・バンド制度は、一定率でもしくは数量的指標の変化に応じ定期的に調整される中央値の少なくとも $\pm 1\%$ における上限値と下限値からなるバンド内、もしくは、中央値を持たず、小刻みに変化する上限値と下限値からなる2%の幅を超えるバンド内に為替レートが維持される為替レート制度である。バンドは小刻みに変化する中央値に対称的に定められるか、上限値と下限値が非対称的に定められバンド幅が次第に拡大される。後者では、事前に定められる中央値が存在しない場合がある（IMF[2008]）。

国際通貨基金（IMF）の『為替取決め・為替制限年次報告』（Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions, 以下 AREAER と略す。）1999年版では、事実上の（de facto）為替レート制度分類が採用された。2009年版では更に為替レート制度分類の改訂が行われた（IMF[2009]）。IMF [2009]における改訂により、クローリング・バンド制度という分類は取り除かれ、コスタリカの為替レート制度は、2008年4月30日に遡及し「その他管理された制度」に分類され、2012年4月15日まで同分類に属した。また、2012年4月16日～2013年4月29日までは「現物市場の為替レートが（特定の数の例外的な値や平価調整を除き）6か月以上2%の幅以内にあり、かつ変動相場

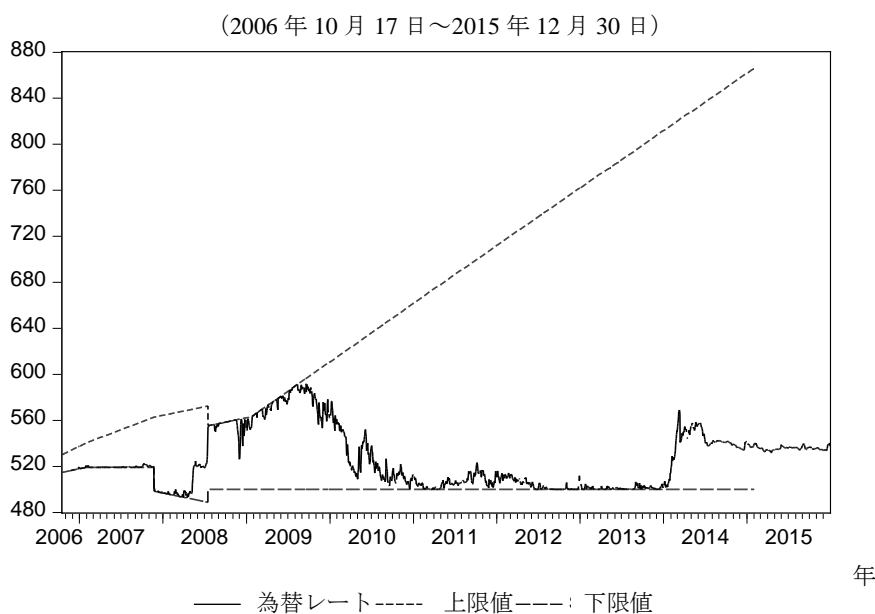
制度でない」とする定義を満たしたため「安定化制度」(Stabilized Arrangement)に分類されたが、その後再び「その他管理された制度」に分類された (IMF[2009-14])。

しかし、コスタリカにおける為替レート制度は、「その他管理された制度」と「安定化制度」に分類された時期においても、詳細な定義<sup>2</sup>の与えられた IMF[2008]におけるクローリング・バンド制度の定義を満たしていたため、本章ではクローリング・バンド制度と見做す。

図1にクローリング・バンド制度開始から2015年末のコスタリカ・コロンの名目対米ドル為替レートの推移を示した。2006年10月17日にはバンド幅は3.0%であった<sup>3</sup>。ここで、バンド幅は上限値と下限値の平均を求め、上限値もしくは下限値と平均の乖離率を2倍し計算された。2007年と2008年には上限値や下限値は大幅に変更された。上限値と下限値はそれぞれ一定の年率で日々調整された (三尾[2013])。2009年1月22日に上限値の減価率は9.0%に設定され、下限値は一定とされた。その後バンド幅は拡大を続け、クローリング・バンド制度の終了した2015年1月30日には53.6%に達した。

図1. 名目対米ドル為替レート (MONEX 平均)

コロン/米ドル



(出所) IMF[2009a] 7 ページの図 Daily Exchange Rate を参考にコスタリカ中央銀行ウェブサイトのデータに基づき筆者作成。為替レートは MONEX (外国為替の電子取引が行われるインターバンク市場) 平均レート。バンドの上限値・下限値はコスタリカ中央銀行の介入 (それぞれ売却・購入) レート。

(注) 対米ドル為替レートは、データの利用可能性の制約のため、2006年11月24日以降を示した。

2007年にはコスタリカ中央銀行による、為替レートの下限値を達成するための外国為替市場における外貨買い介入を反映し、外貨準備は2006年の1.6兆コロンから2兆コロンに増加した。また、2008年には、第2～3四半期におけるコスタリカ中央銀行による為替レートの上限値を達成するための外貨売り介入を反映し、外貨準備は微増するにとどまった（三尾[2013]、表1）。2012年には第4四半期における為替レートの下限値を達成するための外貨買い介入を反映し、外貨準備は2011年の2.4兆コロンから2012年の3.5兆コロンに増加した（表1）。

コスタリカの為替レート制度は2015年1月30日までクローリング・バンド制度であったが、その後管理変動相場制度に変化した。管理変動相場制度では、為替レートは外国為替市場で定められるが、大幅な為替レートの変動を和らげ、為替レートが中長期的傾向を決める変数の動向に基づく為替レートから乖離することを妨げるために、コスタリカ中央銀行は外国為替市場の取引に介入する権利を保有するとされた。また、管理変動相場制度への変化は、コスタリカ中央銀行の、為替レートのより大きな伸縮性を必要とする「インフレーション目標を用いる金融政策」に向けての移行の一部とされた（Banco Central de Costa Rica [2015]）。

## 2. チリ、イスラエルとポーランドの経験

Ötker et al. [2007]は、ブラジル（1999年に事実上のクローリング・ペッグ制度から自由変動相場制度）、チェコ（1997年に水平バンド制度から管理変動相場制度）、ウルグアイ（2002年にクローリング・バンド制度から自由変動相場制度）における為替レート制度の変化を「急で秩序立たない退出」と特徴づけた。それに対し、チリ、イスラエルとポーランドにおけるクローリング・バンド制度から独立変動相場制度の変化を「ゆるやかで秩序立った退出」と特徴づけた。また、Bubula and Ötker [2002]はIMF[1999]において採用された事実上の（de facto）分類に基づき、1990～2001年におけるIMF加盟国の為替レート制度の分類を行った。Ötker et al. [2007]の研究は、国際通貨基金（IMF）のコスタリカに関する第4条協議スタッフレポートIMF[2015a]においても引用された。

本章では、Ötker et al. [2007]とBubula and Ötker [2002]を参考に、AREAER本文の記載内容がIMF[2008]におけるクローリング・バンド制度の定義を満たす為替レート制度をクローリング・バンド制度と特定する。独立変動相場制度に変化する以前のチリ、イスラエルとポーランドの為替レート制度は、クローリング・バンド制度であった（IMF[1986-2004]）（表2）。独立変動相場制度とは、為替レートは市場で決定され、為替レートの水準を定めるよりはむしろ、為替レートの変化率を和らげ、過度の変動を防ぐための、いかなる公的外国為替市場介入も伴う為替レート制度である

表1. 金融政策に関連する指標 (2006～2015年) (他に説明がない場合は期末値、10億コロン、年率(%)、構成比(%)、伸び率(%) )

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
外貨準備 <sup>(1)</sup>	1613	2049	2110	2298	2374	2434	3485	3676	3890	4218
マナタリー・ベース	773	1028	1151	1210	1345	1500	1754	1934	2136	2332
現金通貨	413	546	575	613	665	743	845	921	988	1051
中央銀行預け金 (自国通貨建)	360	482	576	597	680	757	909	1013	1147	1281
中央銀行預け金 (外国通貨建)	361	381	525	736	626	716	733	809	936	1048
公開市場操作手段 (中央銀行の負債)										
短期投資システム (SICP) (自国通貨建)	162	0	0	0	0	0	0	0	0	0
電子預金 (DEP) (自国通貨建)	68	252	192	272	127	109	264	138	56	67
貨幣安定化 (BEM) 債 (自国通貨建)	996	1341	1171	993	1182	1525	1757	2456	2270	2444
貨幣安定化 (BEM) 債 (外国通貨建)	309	207	119	108	49	49	17	0.7	0.2	0
預金準備率 (自国通貨、%)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
預金準備率 (外国通貨、%)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
政策金利 (自国通貨建、1日満期、12月末、年率%)	8.97	5.52	10	9	6.5	5	5	3.75	5.25	2.25
自国通貨建短期金利 <sup>(3)</sup> (日平均の12月平均、年率%)	9.22	5.13	3.57	4.64	5.15	5.15	4.77	4.02	4.39	1.41
米ドル建短期金利 <sup>(3)</sup> (日平均の12月平均、年率%)	3.34	4.72	1.57	0.13	0.35	0.19	2.05	0.16	0.11	0.20
米国の政策金利 (FF (Federal Funds) レート、12月末、年率%)	5.24	4.24	0.16	0.12	0.18	0.07	0.16	0.09	0.12	0.24
M1 <sup>(4)</sup>	1192	1459	1482	1478	1787	1890	2133	2306	2504	2840
M2 <sup>(4)</sup>	3139	4087	4609	5123	5751	6431	7598	8598	9710	11130
M3 <sup>(4)</sup>	5608	6621	8150	9293	9803	10461	11779	13087	15087	16683
預金計 <sup>(5)</sup>	5303	6230	7749	8862	9329	9915	11188	12447	14390	15942
自国通貨建	2834	3695	4209	4692	5277	5885	7007	7958	9013	10389
外国通貨建	2469	2534	3540	4170	4052	4030	4181	4489	5377	5553
対非金融民間部門信用 (金融システム) 計										
自国通貨建	2361	3438	4352	4712	5257	5870	6509	7182	8599	9460
外国通貨建	1945	2533	3505	3492	3312	3818	4538	5225	5987	6832
外貨建預金の預金計に占める構成比 (%)	46.6	40.7	45.7	47.1	43.4	40.6	37.4	36.1	37.4	34.8
外貨建信用の信用 (金融システム) 計に占める構成比 (%)	45.2	42.4	44.6	42.6	38.7	39.4	41.1	42.1	41.0	41.9
GDP成長率 (%)	8.8	7.9	2.7	-1.0	5.0	4.4	5.1	3.6	3.5	n.a.
インフレーション率 <sup>(6)</sup> (%)	11.5	9.4	13.4	7.8	5.7	4.9	4.5	5.2	4.5	0.8
マナタリー・ベース <sup>(7)</sup> の伸び率 (%)	30.2	25.4	25.7	6.3	10.0	11.7	12.1	14.1	11.7	11.1

(出所) コスタリカ中央銀行のウェブサイトでダウンロードされたデータと International Financial Statistics (IFS), December 2015, IMF CD-ROMおよび

IMFのIFSウェブサイトでダウンロードされたデータより筆者作成。

- (注) (1) n.a. は利用可能でないを意味する。  
(2) 外貨準備の値として2006～14年にはIFSのtotal reserve minus gold、2015年にはコスタリカ中央銀行のreserve assetを用いた。  
(3) 2006～2009年にはMIB (Mercado Interbancario de Dinero) 市場、2009～2015年にはMIL (Mercado Integrado de Liquidez) 市場の短期金利。MIB市場における12月の自国通貨建短期金利では、平均満期は1.8日、中央銀行の参加を含む場合の金利。MIL市場における12月の自国通貨建短期金利では、オーバーナイト物、中央銀行の参加を含まない場合の金利。MIB市場とMIL市場における12月の米ドル建短期金利の平均満期はそれぞれ2.3日と2.1日。2008～2009年の間の破綻により短期金利の継続性がないことを強調した。  
(4) M1は非金融民間部門の保有する現金通貨と預金通貨 (自国通貨建) の和、M2はM1と準備通貨 (自国通貨建) の和、M3はM2と準備通貨 (外国通貨建) の和である。  
(5) 本章における預金は自国通貨建の預金通貨・準備通貨と外国通貨建の準備通貨から構成される。  
(6) 年平均消費者物価上昇率。  
(7) 年平均残高の伸び。

表2. チリ、イスラエル、ポーランドにおけるクローリング・バンド制度の中央値、バンド幅に関する指標とインフレーション率  
(チリ (1985～1998年)、イスラエル (1991～2003年)、ポーランド (1995～1999年)、他に説明のない場合には年末値、%) (1)

年	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
ポーランド															
ベソ (対米ドル、対通貨バスケット <sup>(2)</sup> )															
中央値 (ベソ/米ドル)	180.22	201.46	234.05	249.70	282.64	353.84	372.16	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
バンド幅 (%)	±2%	±2%	±2%	±3%	±5%	±5%	±5%	±10%	±10%	±10%	±10%	±10%	±10%	±12.5%	±約18%
インフレーション率 (%)	30.7	19.5	19.9	14.7	17.0	26.0	21.8	15.4	12.7	11.5	8.2	7.4	6.1	5.1	5.1
イスラエル															
年	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003		
新シエケル (対通貨バスケット <sup>(3)</sup> )															
中央値 (新シエケル/バスケット <sup>(4)</sup> )	2.64	2.96	3.23	3.43	3.66	3.88	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.		
バンド幅 (%) (5)	±5%	±5%	±5%	±5%	±7%	±7%	±7%	±7%	±7%	±7%	±7%	±7%	±7%		
上限値の減価率 (%、年率)							6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%		
下限値の増価率 (%、年率) (6)							4%	2%	2%	2%	0%	0%	0%		
インフレーション率 (%)	19.0	12.0	10.9	12.4	10.0	11.3	9.0	5.4	5.2	1.1	1.1	5.7	0.7		
ポーランド															
年	1995	1996	1997	1998	1999										
ズロチ (対通貨バスケット <sup>(7)</sup> )															
中央値の月次減価率 (%) (8)	1.2%	1.0%	1.0%	0.5%	0.3%										
バンド幅 (%)	±7%	±7%	±7%	±2.5%	±15%										
インフレーション率 (%)	28.1	19.8	15.1	11.7	7.3										

(出所) Ötker et al [2007] と Bubula and Ötker [2002] を参考に、IMF [1986-2004] Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER)、イスラエル銀行ウェブサイトでダウンロードされたデータ、IMF [1998a; 2000a] および International Financial Statistics (IFS), December 2015, IMF, CD-ROM に基づき筆者作成。

- (注) (1) クローリング・バンド制度の特定には Ötker et al. [2007] と Bubula and Ötker [2002] を参考にした。1998年以降には AREAER の事実上の為替レート制度の分類に従った。  
1997年以前には為替レート制度が「管理変動相場制度」等と分類されていた。AREAER 本文の記載内容が IMF [2008] のクローリング・バンド制度の定義を満たす場合にはクローリング・バンド制度と特定した。インフレーション率は年平均消費者物価上昇率。また、n.a. は利用可能でないを意味する。  
(2) ベソの中央値とバンド幅は本表の1985～1991年には対米ドル、1992～1998年には対通貨バスケット、1999～2000年には対通貨バスケットの構成は本表の1992～1993年に米ドル50%、マルク30%、円20%、本表の1994～1996年に米ドル45%、マルク30%、円25%、本表の1997～1998年に米ドル80%、マルク15%、円5%であった。通貨バスケットの構成は Ötker et al. (2007) 表6に基づく。中央値は自国と外国のインフレーション率の差や通貨バスケットを構成する国々の為替レートの変動に応じて日々調整された。  
(3) マルク、フランスフラン、円、ポンド、米ドルであった新シエケルの通貨バスケットの構成は、1998年にユーロ、円、ポンド、米ドルに変化した。  
(4) 新シエケルの中央値はイスラエル銀行のデータにより筆者計算。  
(5) バンド幅は対中央値。中央値のない1997年以降には、上限値と下限値の平均を求め、平均からの上限値もしくは下限値からの乖離率を2倍した値をバンド幅とした。したがって2で除することにより1996年以前のバンド幅と比較が可能である。1997～2000年の値はイスラエル銀行のデータにより筆者計算。  
(6) 新シエケルの下限値は2001年12月24日に約1%切上げられ、以後据置かれた。  
(7) 米ドル45%、マルク35%、ポンド10%、フランスフラン5%、スイスフラン5%であったズロチの通貨バスケットの構成は、1999年にユーロ55%、米ドル45%に変化した。  
(8) ズロチの中央値の月次減価率は IMF [1998a; 2000a] に基づく。

(IMF[2008])。

チリでは1985～1999年9月2日まで基本的には中央値の上下にバンドが設定される種類のクローリング・バンド制度が採用された。中央値は1985～1991年には米ドルに対し設定され、自国と世界のインフレーション率の差に応じ日々調整された。中央値は1992～1998年には米ドル、マルク、円から構成される通貨バスケットに対し設定され、自国と通貨バスケットを構成する国々のインフレーション率の差と為替レートの変動に応じ日々調整された。バンド幅は1985～1987年に中央値の上下 $\pm 2\%$ 、1988年に $\pm 3\%$ であった。1989～1991年に $\pm 5\%$ であったバンド幅は、1992～1996年に $\pm 10\%$ 、1997年に $\pm 12.5\%$ に拡大した。資本流出を防ぐために、バンド幅は1998年6月に上下合わせて5.5%に狭められ、9月に $\pm 3.5\%$ 、12月末には $\pm$ 約8%に変化した。クローリング・バンド制度は1999年9月2日に停止され、独立変動相場制度に変化した。

イスラエルでは1991年12月17日～1997年6月まで中央値の上下にバンドが設定される種類のクローリング・バンド制度が採用された。中央値はマルク、フランスフラン、円、ポンド、米ドルから構成される通貨バスケットに対し設定され、日々調整された。通貨バスケットの構成は1998年にユーロ、円、ポンド、米ドルに変化した。1991～1994年に中央値の上下 $\pm 5\%$ であったバンド幅は、1995～96年に $\pm 7\%$ に拡大した。1997年6月に、中央値の上下にバンドが設定される種類のクローリング・バンド制度は、中央値を持たず、上限値と下限値が日々調整される種類のクローリング・バンド制度に変化した。1997年6月には下限値の増価率が年4%に設定され、下限値の減価率は年6%であった。下限値の増価率は、1998年8月に2%に低下した。下限値は2001年12月に約1%切上げられ、以後一定で推移した。バンド幅は基本的に拡大を続けた。2004年1月1日以降の為替レート制度は独立変動相場制度に分類された。

ポーランドでは1995年5月16日～2000年4月11日まで中央値の上下にバンドが設定される種類のクローリング・バンド制度が採用された。中央値は米ドル、マルク、ポンド、フランスフラン、スイスフランから構成される通貨バスケットに対し設定され、日々調整された。通貨バスケットの構成は1999年にユーロと米ドルに変化した。中央値は当初月次1.2%で減価され、1995年12月には6%切上げられた。1996年1月に1%に低下した中央値の月次減価率は、1998年に3度にわたり段階的に0.5%に低下し、1999年3月に0.3%に達した。バンド幅は1995～1997年には中央値の上下 $\pm 7\%$ 、1998年に $\pm 12.5\%$ 、1995年に $\pm 15\%$ と次第に拡大した。2000年4月12日に独立変動相場制度が採用された。

チリで採用されたクローリング・バンド制度では、単一通貨もしくは通貨バスケットに対し小刻みに変化する中央値が基本的には設けられた。ポーランドでは、通貨バスケットに対し小刻みに変化する中央値が設けられた。イスラエルでは1991～1997年6月に通貨バスケットに対し小刻みに変化する中央値が設けられた。1997年6月～2003

年のイスラエルにおけるクローリング・バンド制度は小刻みに変化する中央値を持たなかった点でコスタリカにおいて採用されたクローリング・バンド制度に類似する。3国共に、バンド幅は基本的に次第に拡大し、インフレーション率は基本的に次第に低下した（表2）。

## 第2節 政策金利の形成

### 1. 金融政策と為替レート制度

中央銀行は金融政策において現金通貨と銀行の中央銀行預け金（銀行準備）の和であるマネタリー・ベースもしくは短期金利のコントロールにより、一般物価水準と短期的生産量の安定をはかる。資本移動が自由化された環境においては金融政策と為替レート制度の選択は独立ではない。通常固定相場制度やクローリング・ペッグ制度等の特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下では、通貨当局は外国為替市場における不均衡に応じ、外国為替市場に介入し外貨を売買する義務を負う。通貨当局の外貨準備の変化は現金通貨と中央銀行預け金の和であるマネタリー・ベースの等しい変化をもたらす。マネタリー・ベースは中央銀行がインフレーション率をコントロールするための重要な政策手段である。このため、特定の為替レートを達成する必要のある為替レート制度の採用は、金融政策に制約を課す。

クローリング・バンド制度下では、通貨当局による外国為替市場における義務的な外貨の売買は、バンドの上限値と下限値を達成する場合に限られる。このため、クローリング・バンド制度下では、特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ、マネタリー・ベースのコントロールは潜在的に容易になる。また、バンド幅の拡大に伴い、マネタリー・ベースのコントロールは潜在的により容易になる。変動相場制度下では、通貨当局は特定の値の為替レートを達成するための外国為替市場における外貨の売買の義務を負わないために、マネタリー・ベースをコントロールする容易さは更に向上する。

第1節で検討されたように、コスタリカにおいて、またチリ、イスラエルとポーランドにおいて採用されたクローリング・バンド制度においても、バンド幅は基本的に次第に拡大し、その後これらの国々の為替レート制度は管理変動相場制度や独立変動相場制度に変化した。これらの国々では、通貨当局がバンドの上限値と下限値を達成するために、外国為替市場に介入し外貨を売買しなければならなかった場合を除き、マネタリー・ベースのコントロールは、クローリング・バンド制度下で、特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ容易になり、バンドの拡大に伴い



より容易になり、変動相場制度下におけるその容易さは更に向上したと考えられる。

中央銀行預け金はマネタリー・ベースの構成要素であり、マネタリー・ベースのコントロールと同様に、中央銀行預け金のコントロールは、クローリング・バンド制度下では特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ潜在的に容易になり、変動相場制度下では更に容易になる。中央銀行が金融政策の操作目標として用いる短期金利は、中央銀行預け金に対する需要と供給により決定される。為替レートの伸縮性を高めることにより銀行の中央銀行預け金のコントロールが容易になれば、中央銀行による短期金利のコントロールも容易になる。主要工業国においては変動相場制度下で短期金利を操作目標とする金融政策が行われている。第1節で検討されたように、コスタリカ中央銀行はクローリング・バンド制度下で、バンドの上限値と下限値を達成するために、外国為替市場に介入し外貨を売買しなければならなかった。この場合を除き、短期金利のコントロールは、クローリング・バンド制度下で、クローリング・ペッグ制度下に比べ容易に、バンドの拡大に伴いより容易になり、管理変動相場制度下におけるその容易さは更に向上したと考えられる。

## 2. 政策金利の形成

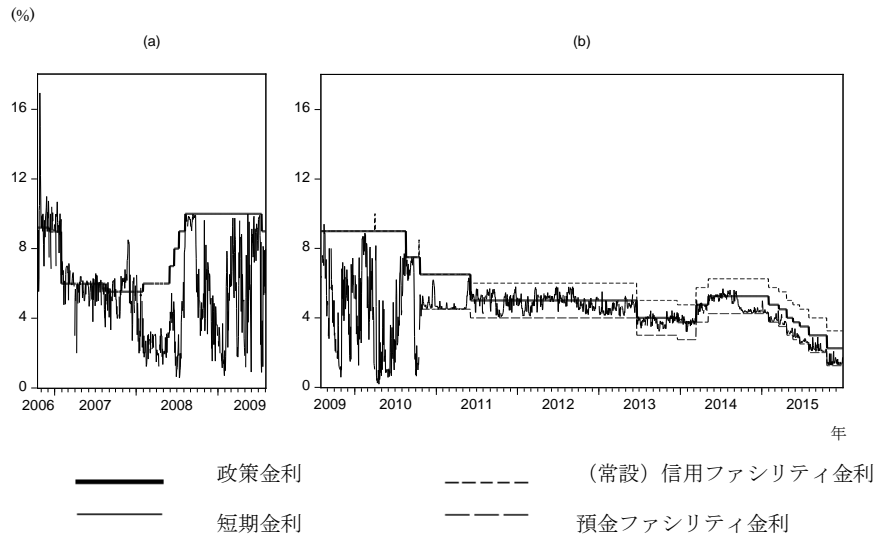
2006年3月にコスタリカ中央銀行は政策金利 (Tasa de Política Monetaria) を30日物預金金利からオーバーナイト預金金利に変更した (IMF[2006a])。金融機関は日々の資金過不足をインターバンク市場である MIB (Mercado Interbancario de Dinero) 市場で運用・調達した<sup>4</sup>。コスタリカには準備預金制度が存在した。銀行準備の計算・積み期間は半月であった。金融機関は計算期間における銀行準備の対象となる預金額の平均に預金準備率を乗じた法定準備金額 (所要準備額) を2期間後の積み期間の最終日までに平均で積み立てることが義務付けられた。所要準備額には利子は付与されないとされた。自国通貨建の銀行準備の他に外国通貨建の銀行準備が存在した。預金準備率は自国通貨建では15%、外国通貨建では基本的には15%で推移した。

2008年5月には政策金利は MIB 市場における中央銀行の1日貸出の金利とされた (Muñoz [2012])。2009年8月には金融機関による1~90日の短期流動性取引のための市場である MIL (Mercado Integrado de Liquidez) 市場が開始された。このため、MIB 市場における取引は2010年3月に終了した。MIL 市場の取引には有担保取引と無担保取引があり、適格担保はコスタリカ中央銀行もしくは財務省の発行する証券とされた。MIL 市場の開始に伴い、政策金利は MIL 市場における中央銀行の1日貸出の金利とされた。コスタリカ中央銀行は短期金利を金融政策の操作目標にするために MIL 市場に参加した。

短期金利の変動性が高かった (図2) ため、2010年10月に短期金利の安定化を目

図 2. 自国通貨建の政策金利、短期金利と（常設）信用・預金ファシリティ金利

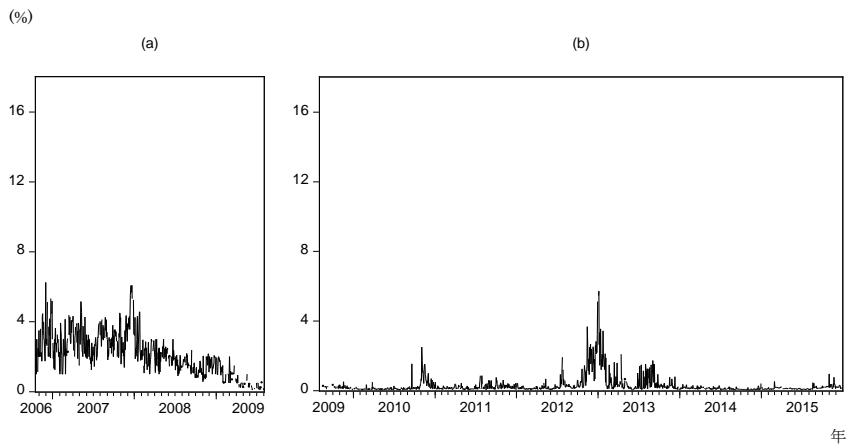
((a)は MIB 市場、(b)は MIL 市場)



(出所) IMF[2011a] 5 ページの図 Interest Rate Corridor を参考にコスタリカ中央銀行のウェブサイトからダウンロードされたデータにより筆者作成。

- (注) (1) (a)は MIB (Mercado Interbancario de Dinero) 市場 (2006 年 10 月 17 日～2009 年 8 月 3 日)  
 (b)は MIL (Mercado Integrado de Liquidez) 市場 (2009 年 8 月 4 日～2015 年 12 月 30 日)  
 (2) MIB 市場の短期金利は平均満期 1.7 日、日平均、中央銀行の参加を含む場合の金利。  
 MIL 市場の短期金利はオーバーナイト金利、日平均、中央銀行の参加を含まない場合の金利。

図 3. 米ドル建短期金利 ((a)は MIB 市場、(b)は MIL 市場)



(出所) コスタリカ中央銀行のウェブサイトからダウンロードされたデータにより筆者作成。

- (注) (1) 図 2 注 (1) に同じ。  
 (2) MIB 市場の米ドル建短期金利は平均満期 1.6 日、日平均。  
 MIL 市場の米ドル建短期金利は平均満期 2.2 日、日平均。

的として預金ファシリティが導入された (Banco Central de Costa Rica [2010])。預金ファシリティとは、中央銀行における金融機関の預金ファシリティの対象となる預金に付利される制度であり、市場金利が預金ファシリティ金利を下回る場合には、金融機関にとり預金ファシリティの利用が有利なため、市場金利の過度の低下を起こりにくくする。また、中央銀行が金融機関に信用を供与する制度である (常設) 信用ファシリティ (Facilidad Permanente de Crédito) が存在した。市場金利が信用ファシリティ金利を上回る場合には、金融機関にとり信用ファシリティの利用が有利なため、信用ファシリティは市場金利の過度の上昇を起こりにくくする。信用ファシリティと預金ファシリティにより上限と下限が画された短期金利の変動幅はコリドーと呼ばれる。短期金利はコリドーの導入によりコリドーの下限値で安定化された (IMF[2011a])。2011年6月には政策金利は信用ファシリティ金利より1%低く、預金ファシリティ金利より1%高いものとされた。コリドーの形成の他に、コスタリカ中央銀行はMIL市場において短期金利を政策金利に誘導するために資金の供給と吸収を行った。

### 3. 金融的ドル化

2006～2015年に預金と信用 (対非金融民間部門) の外国通貨建化 (金融的ドル化) が広範に進展していた (表1)。コスタリカに存在する米ドル建の預金と米ドルの現金の総量は究極的には、連邦準備制度の供給するドルの貨幣供給量に規定されよう。コスタリカにおける米ドル建の貨幣の超過供給により、米ドル建の貨幣を用い行われる財・サービスの取引に伴うコスタリカの物価水準は上昇する。コスタリカにおける外国通貨建の短期金利 (図3) は米国の政策金利の影響を受けた。米ドル建短期金利の推移は、対米ドル為替レートが基本的には安定していた下で、2012年を例外<sup>5</sup>として、米国の政策金利であるFFレートに基本的には類似した (表1)。金融的ドル化は、コスタリカ中央銀行が自国通貨を用い行う金融政策の効果の及ぶ領域を制約した。また、中央銀行の負債であり、公開市場操作の手段であった外国通貨建の中央銀行債 (BEM) の残高は、2006年から基本的には次第に減少し、2015年にはゼロとなった (表1)。

外国通貨建預金の預金計に占める構成比は2006～2015年に46.6%から34.8%に低下した。他方、外国通貨建信用の金融システムにおける信用計に占める構成比は同期間に45.2%から41.9%に低下した。また、コスタリカの部門間純資産負債残高表 (対GDP比) (IMF[2015b]) によれば、2010年には、非金融民間部門 (非金融法人企業と家計) の保有する自国通貨建純資産は対GDP比で15.1%、外国通貨建純負債は22.1%であったため、正味資産は-6.9%であった。2013年には、対GDP比で自国通貨建純資産は29.6%、外国通貨建純負債は32.1%であったため、正味資産は-2.5%であった。金融的ドル化が進展した経済では、為替レートの変化が外貨建て借入を行う企業の自国通

貨建の正味資産の変化を通じ投資を増減させ、景気循環の振幅を高める可能性があり (Bernanke and Gertler [1989], Goldstein and Turner[2004])、金融政策運営において注意が払われる必要がある。

## おわりに

コスタリカの為替レート制度は、2006年10月17日から2015年1月30日までクローリング・バンド制度であったが、その後管理変動相場制度に変化した。コスタリカにおけるクローリング・バンド制度下では、コスタリカ中央銀行はバンドの上限値や下限値の達成のために、外国為替市場に介入しなければならなかった。また、バンド幅は基本的に拡大した。

次に、Ötker et al. [2007]と Bubula and Ötker [2002]を参考に、為替レート制度がクローリング・バンド制度から独立変動相場制度に変化した、チリ、イスラエルとポーランドにおけるクローリング・バンド制度を検討した。これら3国においてもバンド幅は基本的に拡大した。

クローリング・バンド制度下では、通貨当局による外国為替市場における義務的な外貨の売買は、バンドの上限値と下限値を達成する場合に限られる。このため、クローリング・バンド制度下では、特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ、マネタリー・ベースのコントロールは潜在的に容易になる。また、バンド幅の拡大に伴い、マネタリー・ベースのコントロールは潜在的により容易になる。変動相場制度下では、通貨当局は特定の値の為替レートを達成するための外国為替市場における外貨の売買の義務を負わないために、マネタリー・ベースのコントロールの容易さは更に向上する。

中央銀行預け金はマネタリー・ベースの構成要素であり、マネタリー・ベースのコントロールと同様に、中央銀行預け金のコントロールは、クローリング・バンド制度下では特定の為替レートの達成を必要とする為替レート制度下に比べ潜在的に容易になり、変動相場制度下では更に容易になる。為替レートの伸縮性を高めることにより銀行の中央銀行預け金のコントロールが容易になれば、中央銀行による短期金利のコントロールも容易になる。コスタリカ中央銀行はクローリング・バンド制度下で、バンドの上限値と下限値を達成するために、外国為替市場に介入し外貨を売買しなければならなかった。この場合を除き、短期金利のコントロールは、クローリング・バンド制度下で、クローリング・ペッグ制度下に比べ容易に、バンドの拡大に伴いより容易になり、管理変動相場制度下におけるその容易さは更に高まったと考えられる。

コスタリカ中央銀行は短期金利を金融政策の操作目標にするために MIL 市場に参加

した。コスタリカ中央銀行は MIL 市場において、短期金利を政策金利に誘導するために資金の供給と吸収を行った。また、2010 年 10 月に導入された預金ファシリティと既存の信用ファシリティにより上限と下限が画された短期金利の変動幅であるコリドーが形成され、短期金利は安定化された。

2006～2015 年に預金と信用（対非金融民間部門）の外国通貨建化（金融的ドル化）が広範に進展していた。金融的ドル化は、コスタリカ中央銀行が自国通貨を用い行う金融政策の効果の及ぶ領域を制約した。また、金融的ドル化が進展した経済では、為替レート変化が外貨建て借入を行う企業の自国通貨建の正味資産の変化を通じ投資を増減させ、景気循環の振幅を高める可能性があり（Bernanke and Gertler [1989], Goldstein and Turner[2004]）、金融政策運営において注意が払われる必要がある。

---

<sup>1</sup> コスタリカにおけるクローリング・ペッグ制度と 2011 年までのクローリング・バンド制度については三尾[2013]を参照されたい。

<sup>2</sup> IMF[2008]におけるクローリング・バンド制度の詳細な定義は IMF[2004-2007]においても与えられた。

<sup>3</sup> 三尾[2013]ではバンド幅は上限値から下限値を差引いた値を下限値で除して計算された。

<sup>4</sup> 短期金融市場には MIB 市場と MIL 市場の他に MEDI（Mercado de Dinero）市場が自国通貨と米ドルについて存在した。

<sup>5</sup> 非金融公的部門が国営銀行から外貨預金を引出したため、国営銀行は所要準備を満たすためにドルの MIL 市場で資金を調達した（Banco Central de Costa Rica [2012]）。このため、金利が上昇したと考えられる。

#### 参考文献：

##### <日本語文献>

三尾寿幸 [2013]「コスタリカの金融政策と為替レート制度」日本貿易振興機構アジア経済研究所（[http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Download/Other/2013\\_mitsuo.html](http://www.ide.go.jp/Japanese/Publish/Download/Other/2013_mitsuo.html)）

##### <外国語文献>

Banco Central de Costa Rica [2010, 2012] Memoria Anual, Banco Central de Costa Rica  
（<http://www.bccr.fi.cr/publicaciones/memoriaanual/> それぞれ 2013 年 1 月 15 日  
と 2015 年 8 月 28 日アクセス）

Banco Central de Costa Rica [2015] Exchange Rate Policy

([http://www.bccr.fi.cr/bccr\\_home\\_page/exchange\\_rate\\_policy/index.html](http://www.bccr.fi.cr/bccr_home_page/exchange_rate_policy/index.html) 2015年12月11日アクセス)

Bernanke, Ben, and Mark, Gertler [1989] “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations,” *American Economic Review* 79 (1) : 14-31.

Bubula, Andrea, and Inci Ötker [2002] “The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies,” IMF Working Paper No. 02/155, International Monetary Fund.

Goldstein, Morris, and Philip Turner [2004] *Controlling Currency Mismatches in Emerging Markets*, Washington D.C.: Institute for International Economics.

IMF[1986-2014] *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*. Washington, D.C.: International Monetary Fund.

----- [1998a] Republic of Poland - Selected Issues and Statistical Appendix, IMF Staff Country Report No. 98/51, International Monetary Fund.

----- [2000a] Republic of Poland: Staff Report for the 1999 Article IV Consultation:IMF Staff Country Report No. 00/45, International Monetary Fund.

----- [2006a] Costa Rica: 2006 Article IV Consultation - Staff Report; Staff Supplement; Public Information Notice on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Costa Rica. Country Report No. 06/416, International Monetary Fund.

----- [2009a] Costa Rica: Request for Stand-By Arrangement - Staff Report; Staff Supplement and Statement; Press Release on the Executive Board Discussion; and Statement by the Executive Director for Costa Rica. IMF Country Report No. 09/134, International Monetary Fund.

----- [2011a] Costa Rica: 2011 Article IV Consultation - Staff Report; Informational Annex; Public Information Notice, Press Release, and Statement by the Executive Director, IMF Country Report No. 11/161, International Monetary Fund.

----- [2015a] Costa Rica: 2014 Article IV Consultation - Staff Report; Press Release; Staff Statement; and Statement by the Executive Director for Costa Rica, Country Report No. 15/29, International Monetary Fund.

----- [2015b] Costa Rica: Selected Issues and Analytical Notes, IMF Country Report No. 15/30, International Monetary Fund.

Muñoz Salas, Evelyn [2012] “Costa Rica en la ruta hacia metas de inflación,” Documento de Trabajo (DT-014-2012), Banco Central de Costa Rica.

Ötker, Inci, David Vávra, and a team of economists [2007] *Moving to Greater Exchange Rate Flexibility: Operational Aspects Based on Lessons from Detailed Country*

*Experiences*, Occasional Paper No. 256, Washington, D.C.: International Monetary Fund.

[ウェブサイト]

コスタリカ中央銀行

( <http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=748&Idioma=2&FecInicial=2006/11/24&FecFinal=2015/12/31>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=712&Idioma=2&FecInicial=2006/08/16&FecFinal=2015/01/31&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=7&Idioma=2&FecInicial=2015/12/31&FecFinal=2015/12/31&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=400&Idioma=2&FecInicial=2015/12/31&FecFinal=2015/12/31&Filtro=366>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=913&Idioma=2&FecInicial=2006/12/31&FecFinal=2015/12/31&Filtro=12>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/cuadros/frmvercatcuadro.aspx?CodCuadro=779&Idioma=2&FecInicial=2006/01/01&FecFinal=2015/12/31>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=99&Idioma=2&FecInicial=2006/01/01&FecFinal=2011/12/22&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=231&Idioma=2&FecInicial=2006/01/01&FecFinal=2011/12/22&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=1599&Idioma=2&FecInicial=2009/08/04&FecFinal=2015/12/31&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=977&Idioma=2&FecInicial=2009/08/03&FecFinal=2015/12/31&Filtro=0&Exportar=True>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=1316&Idioma=2&FecInicial=2006/01/01&FecFinal=2015/12/31&Filtro=0>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=1312&Idioma=2&FecInicial=2005/01/01&FecFinal=2015/12/31&Filtro=0&Exportar=True>

<http://indicadoreseconomicos.bccr.fi.cr/indicadoreseconomicos/Cuadros/frmVerCatCuadro.aspx?CodCuadro=665&Idioma=2&FecInicial=2006/12/31&FecFinal=2015/12/31&Filtro=12>

2016年3月6日アクセス)

#### IMF

(<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998113>

<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998116>

<http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998111>

2016年3月6日 アクセス)

#### イスラエル銀行

(<http://www.boi.org.il/en/Markets/ForeignCurrencyMarket/Pages/currencyband.aspx> 2016年2月14日アクセス)