

第 I 部

金融グローバル化の進展とその影響

第1章

インドシナ3国における「ドル化」と金融システムの発展

渡 辺 慎 一

はじめに

米国ドルが多くの途上国や市場経済への移行国のなかを闊歩している。世界中のすべての経済取引とそこで使われている支払い手段としての貨幣の全体を考えたとき、ほとんどの国民通貨はその国境の内部（国境の外であってもその近辺）でしか流通していない⁽¹⁾。しかし、ドル、ユーロなどのいくつかの国民（地域）通貨は、その国境（地域）を遠く離れた国や地域、とくに開発途上国や市場経済への移行国でも広く貨幣として使われている⁽²⁾。こうしたユーロを含む外国貨幣の使用一般について、「ドル化」という言葉が使われている⁽³⁾。「ドル化」の中心になっているのが米国ドルであるためである。

「ドル化」の研究は中南米諸国の経験をもとに進められてきた。米国ドルが国内貨幣と並んで保有されるという現象が早くから中南米諸国で広く観察されたためである。これらの研究では、「ドル化」はさらに資産代替が生じている状態と、「ドル化」がさらに進んだ通貨代替の生じている状態とに分類されている。資産代替は、外国貨幣が金融資産（価値の貯蔵手段）として保有されている状態を指している。通貨代替は、外国貨幣（通貨および預金）が国内貨幣と並行して支払い手段として機能している状態を指しており、ここでは外国貨幣が交換手段としての貨幣の本質的な機能を担っている。

こうした貨幣の「ドル化」がどのような状況で発生するかに関しては、お

およそ共通の理解が成立している。軍事的な混乱や政治経済体制の移行などの政治経済上の大きなショックによって財政基盤が決定的に弱体化した政府が、その財政支出を賄うために大量に通貨を発行し、それによってインフレが高進し、為替レート（自国通貨で測った「ドル」の価値）が急激に上昇する結果、市民がその保有する金融資産の価値を守るために自国通貨から「ドル」へ逃避すること、これが貨幣の「ドル化」という現象の背後にある典型的なストーリーである⁽⁴⁾。

しかしながら、金融取引のグローバル化と1997年に生じたアジア危機を背景に、近年になって、「ドル化」という概念が、「より狭く」あるいは「より広く」使われるようになった。「より狭い」意味での「ドル化」は、自国通貨を廃止しその代わりに外国通貨「ドル」を法定通貨として採用する政策を指し、「公式のドル化」あるいは「完全なドル化」とも呼ばれている⁽⁵⁾。他方、「より広い」意味での「ドル化」は、貨幣の「ドル化」に加えて、多額の外国通貨建ての金融債権や金融債務を国内の居住者が保有している状態を含むより広い概念として使われている。しかしながら、このような金融債権や債務の「ドル化」は、経済や金融の国際的な統合過程の一面であり、政府の財政危機と自国通貨価値の下落を原因とした貨幣の「ドル化」とはその原因を異にしている。そこで不必要な混乱を避けるために、本章では、以下、貨幣の「ドル化」を「貨幣のドル化」、金融債権や債務のドル化を「債権のドル化」、「債務のドル化」、負債側・資産側双方を含むバランスシート全体のドル化を「バランスシートのドル化」、それらすべてあわせたより広い意味での「ドル化」を単に「ドル化」と呼んでできるだけ区別して扱うことにする。

多くの途上国や市場経済への移行国で、こうしたさまざまな側面をもつ「ドル化」という現象が進行しているという事実は、途上国の金融システムの発展や成長経路について興味深い問題を提起している。金融システムの発展や成長経路に「ドル化」がどのような影響を与えているか、また、与える可能性があるかという問題である。この問題はさまざまな問題に関連している。まず、それは、ある国の金融システムの発展や成長経路が国際的な通貨

制度のあり方にどのように依存するかというより一般的な問題と関連している。さらにまた、金融発展と経済成長に関する最近の研究とも密接な関連がある。これらの研究は、貨幣的な信用取引を支える制度インフラのあり方が金融発展と経済成長に大きな影響を与えているという重要な事実を見いだしているが⁽⁶⁾、言うまでもなく通貨の発行と流通を制御する仕組みは、金融制度の最も基礎的な制度インフラのひとつである。しかしながら、これらの研究では、所与の国民経済では一つの通貨が使われることを前提しており、「ドル化」という現象は全く視野に入っていない。外国で発行された通貨が保有され使われるという事実、あるいは、信用取引が外貨でなされるという事実は、米国ドルやユーロが国際通貨として機能するという歴史的な条件のなかで、途上国における金融システムの発展と経済成長の関係を考えるための新しい切り口を与えてくれると考えられる。

それでは、「ドル化」は途上国における金融システムの発展と経済成長にどのような影響を与えるだろうか。「債務のドル化」については、それが金融発展と経済成長を不安定にするという有力な主張がある。途上国の多くは対外的には純債務国であり、その債務のほとんどは外国通貨建てである。この事実は、途上国にとってはとくに「債務のドル化」とそれにとまなう為替リスクが大きな問題になりうることを示している。実際、アジア危機で決定的な役割を果たしたのは途上国の銀行や企業の「債務のドル化」であった。「債務のドル化」の水準が高い経済では、為替レートが大幅に上昇（「ドル」で測った自国通貨価値が下落）すると、自国通貨で測った外国通貨建ての債務残高が大きく上昇し、外国通貨建ての債務をもっている借り手の財務状態が急速に悪化する。その結果、借り手の破産リスクが急激に増加し、投資需要と信用の全般的な収縮によって、経済活動の水準全体が低下する。Calvo [1999]、Calvo and Reinhart [1999] は、「債務のドル化」がこうした不安定性を途上国経済の発展過程に持ち込むという事実の重要性を強く主張している⁽⁷⁾。

他方、「貨幣のドル化」に関しては、それが経済成長に肯定的な影響を与

えるという主張が支配的である。「ドル」を保有することによって、家計や企業などの資産保有者は自国通貨価値の下落による金融資産の減価を防ぐことができるためである。Balino, Bennett and Borensztein [1999] は、さらに一步進んで、自国通貨に対する信認が失われている場合でも、銀行は「ドル」預金を提供することによって、「ドル」をベースにした金融仲介活動を行い、金融仲介機構の活動基盤を整備することができると主張している。しかし、この主張が成立するためには、国内の経済活動の主要な部分がすでにドル化していることが必要であり、国内通貨によって担われている部門（例えば非貿易部門）の比重が大きい経済では、「ドル」をベースにして金融仲介機能が発展するとは考え難い。

また、家計や企業などの資産保有者は国内で外貨建て預金をもつことができるため、「ドル」を海外に持ち出す必要がなく、その分、為替危機が起きたときでも、「ドル」の海外流出を防ぐことができるという主張もある。しかし、この主張も、危機時に銀行が積極的に資金を海外で運用する可能性を無視している。

「貨幣のドル化」は、また、「現金通貨のドル化」だけでなく「預金のドル化」からもなっており、「預金のドル化」は、銀行にとって為替リスクを生むため、銀行の金融仲介活動の全体に影響を与える。「貨幣のドル化」に関する従来の「ドル化」の研究の多くは、家計や企業の資産選択行動に焦点をあてており、「ドル化」が金融仲介機構の機能に与える影響についてはほとんどまったく取り上げていない。しかし、後で議論するように、銀行が「預金のドル化」にともなう為替リスクをどう管理するかという問題は、銀行の金融仲介活動に重要な影響を与えている。

このように、「ドル化」が途上国における金融システムの発展と経済成長にどのような影響を与えるかという問題は、まだ、不明瞭な点が多い。とくに、経済発展の初期段階にある途上国における「ドル化」の影響については、ごく最近現れたいくつかの研究を除き、ほとんど手付かずである。そこで、本章では、カンボジア、ラオス、ベトナムの3カ国の経済を対象にして、

「貨幣のドル化」, 「預金のドル化」, 「債権のドル化」, 「債務のドル化」などがどのように関連しているかを調べる。カンボジア, ラオス, ベトナムの3カ国は地理的に隣接しているだけでなく, 政治的, 経済的, 社会的に密接な関連をもっており, 経済の発展段階も類似している。しかし, 3カ国の「ドル化」の状態は著しく異なっている。第1節では, 3カ国の「貨幣のドル化」に関する特徴, 第2節では, 「預金のドル化」, 「銀行債権のドル化」など, 銀行の「金融仲介活動のドル化」に関する特徴を比較し, その差異や類似点があるような理由によって生まれてきたかを検討する。第3節では, 「ドル化」に関するそれらの観察事実が, 金融システムや金融政策にどのような影響を与えているかを検討する。また, 「ドル化」が金融仲介機能の発展に与えている影響についても考える。最後に, 望ましい「ドル化」の水準について問題を提起する。

第1節 「貨幣のドル化」

カンボジア, ベトナムにおける「ドル化」は文字どおり米国ドルによって担われている⁽⁸⁾。ラオスでは, 米国ドルのほかにタイバーツが貨幣として機能している。しかしながら, 価値の貯蔵機能がその主要な役割であるが, ベトナムやラオスにおいては金が貨幣機能の一部を担っており, 土地や家などの不動産価格を測るための価値尺度としても用いられている⁽⁹⁾。貨幣用の金は外国政府の発行した通貨ではないが, それを国際通貨として外国通貨に含めて考えると, 貨幣用の金も「ドル化」の主要な担い手のひとつになる⁽¹⁰⁾。

それでは, 「貨幣のドル化」の水準をどうやって測るか。最も広義に捉えると, 自国通貨(現金), 自国通貨建て預金, 外国通貨建て預金, 外国通貨(現金), 貨幣用の金を加えあわせたものが貨幣の総量であるが, M2(広義の貨幣)は, 最初の3変数の合計にすぎない。外国通貨(現金)が貨幣機能を担っているような経済においては, それをM2のなかに含めて考えないと,

表1 外貨預金／M2比率

	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
カンボジア		0.26	0.39	0.52	0.56	0.63	0.63	0.54	0.60	0.68
ラオス	0.39	0.37	0.41	0.34	0.42	0.40	0.57	0.67	0.79	0.76
ベトナム	0.41	0.30	0.23	0.22	0.21	0.20	0.23	0.24	0.28	0.28
インドネシア	0.19	0.20	0.20	0.18	0.18	0.17	0.26	0.20	0.17	n. a.

(出所) IMF Staff Country Reports.

カンボジアの1991年から1995年までは Balino, Bennett and Borensztein [1999: Table I],
1996年以降は IMF Staff Country Reports。

ラオスの1991年から1994年までは Balino, Bennett and Borensztein [1999: Table I],
1995年以降は IMF Staff Country Reports。

貨幣と実体経済の間に安定した関係がたとえあったとしても、それを把握することができない。しかし、外国通貨（現金）の保有量の推定が困難なため、ほとんどの場合、便宜上、外国通貨建て預金だけを M2 に含めて「貨幣のドル化」の水準を測っている⁽¹¹⁾。

表1は、外貨預金／M2比率で測ったインドシナ3国およびインドネシアにおける「貨幣のドル化」の推移を示している。インドネシアのデータをつけ加えたのは、金融取引のグローバル化が「貨幣のドル化」に与える影響をみるのに好都合であると考えられるためである⁽¹²⁾。インドネシアでは外国との資本取引を含む外国通貨建ての金融取引が一部の例外を除いて自由であり、家計や企業は自由に自国通貨建て預金と外貨建て預金を選択し、その残高を調整することができる。

表1はインドネシアの外貨預金／M2比率が金融危機の発生した1997年を除くとほぼ17%から20%の間で安定していることを示している。また、Balino, Bennett and Borensztein [1999] は、IMF に報告のあった52カ国の外貨預金／M2比率を表にまとめているが、1995年におけるそのメディアンは21.8%であった。そこで、20%という数字を比較のための「国際標準」として考えることにすると、2000年時点におけるカンボジア、ラオスの「貨幣のドル化」の水準は著しく高い。カンボジアでは、1994年に50%を超え、その後はほぼ継続して60%を超える値を示している⁽¹³⁾。ラオスでは、タイ危機が発

生ずる1997年以前には40%前後の値であったが、1997年以降、「貨幣のドル化」が急速に進み1999年には80%近くにまで達した。ラオスがタイ危機の影響をまともに受けてしまったためである⁽¹⁴⁾。カンボジア、ラオスと比べるとベトナムでは、1990年代前半を通して「貨幣の非ドル化」が進み、徐々に「国際標準」である20%に収束する傾向を示していた⁽¹⁵⁾。しかし、1997年以降は、「貨幣の非ドル化」の傾向が逆転し、ゆっくりしたペースではあるが「貨幣のドル化」が進行している。

カンボジアにおける90%を超える「貨幣のドル化」は注(13)で述べたように、国連カンボジア暫定統治機構(UNTAC)が持ち込んだ大量のドルがその主要な理由であり、ラオスにおける「貨幣のドル化」はハイパーインフレによる古典的な「貨幣のドル化」のケースである。それに対し、ベトナムにおける「貨幣のドル化」を進めている要因は自明ではない。以下、ベトナムに焦点をあてて、やや詳しく「貨幣のドル化」の内容を探ってみる。

ベトナムでは、1997年以降、「非ドル化」の傾向が逆転し、「貨幣のドル化」が進行した。アジア危機と関連がありそうなことは推測できる。確かに、1998年3月までは4.5%にすぎなかったインフレ率が5月には8.8%に達し、以降1999年3月まで9%前後で推移した。しかし、インフレ率が10%を超えることはなく、その後急速に沈静化し、1999年10月からはかえって物価はほぼ継続して下落している。物価が下落しドン通貨の購買力が上昇するなかで、「貨幣のドル化」が進んだわけであり、ハイパーインフレによって通貨代替が生じる古典的なケースとは明らかに異なっている。それでは、なぜベトナムでは「貨幣のドル化」が進んだのだろうか。

幸い、この問題を考える手がかりになるいくつかのデータが存在する。まず、ドル預金がどのように変化したかを部門別(家計部門および企業部門)に示す中央銀行統計が存在する。表2はそれを1995年から2001年にかけて示したものであるが、ドル預金でみたとき、「貨幣のドル化」が1999年ごろからまず家計部門で急速に進み、その後、企業部門にもそれが波及したことがわかる。1995年には1億ドルしかなかった家計部門のドル預金が1998年には12

表2 ベトナムにおけるドル預金の推移

(単位：10億ドル)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
ドル預金	1.0	1.2	1.5	1.7	3.1	4.9	6.0
家計部門	0.1	0.3	0.6	1.2	1.6	3.0	3.6
企業部門	0.9	0.9	1.0	0.6	1.6	1.9	2.4

(出所) SBV/JICA [2002: 19, 26].

億ドルに増え、さらに、2000年には30億ドル、2001年には36億ドルにまで達している。しかし、預金するための大量のドルを家計部門はどこから手に入れたのだろうか。

表3は国際収支統計表に現れた1995年以降の純私的移転（フローおよびストック）の推移を示している。年によって変動はあるが、ネットでみておよそ10億ドル前後のドルが海外から家計部門に送金されている。ストックで見ると、その累積額は2001年時点で64億ドルに達している。これは、家計部門が銀行に保有するドル預金の残高36億ドルに較べて十分大きく、いわゆる「越橋」による海外からの送金がドル預金の主要な原資になっていることを示している。2000年に海外からの純私的移転の額が大きく増加しているのは、2000年にドル送金がほぼ完全に自由化された影響であると考えられる⁽¹⁶⁾。

さらに、表3には、純私的移転の累積額に1995年時点で家計部門が保有していた現金ドルの推定額20億ドルを加えたドル貨幣の総額と、それからドル預金を差し引いた現金ドルの保有額の推定値が示してある⁽¹⁷⁾。それによれば、2001年時点で家計部門は85億ドルのドル貨幣を保有しており、そのうち36億ドルを預金、49億ドルを現金でもっている。2001年末の1ドル＝1万5084ドンで評価すると、家計部門が保有する現金ドルの値は73兆9000億ドンに相当する。これは同時点において銀行部門の外で保有されている現金ドンの残高66兆3000億ドンより大きい。また、海外からの純私的移転の累積額は96兆6000億ドンで、中央銀行が発行した基礎貨幣（ベース・マネー）の残高85兆ドンを上回っている。それは、家計部門の保有する貨幣のうち、海外から送金されたドル貨幣の方が中央銀行の発行したドン貨幣よりも大きいという驚

表3 ベトナムにおける海外からの送金とドル貨幣の推移

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
海外からの送金							
海外からの純私的移転（10億ドル）	0.1	1.1	0.7	1.0	1.1	1.6	1.1
海外からの純私的移転の累積額（10億ドル）		1.1	1.8	2.7	3.8	5.3	6.4
家計部門の保有するドル貨幣(10億ドル)	2.1	3.2	3.9	4.8	5.9	7.4	8.5
ドル預金（10億ドル）	0.1	0.3	0.6	1.2	1.6	3.0	3.6
ドル紙幣（10億ドル）	2.0	2.9	3.3	3.6	4.3	4.5	4.9
ドル預金／ドル貨幣比率（％）	4.8	9.4	15.4	25.0	27.1	40.5	42.4
現金ドン（銀行保有分を除く、兆ドン）	19.4	22.6	25.1	27.0	41.3	52.2	66.3
基礎貨幣（兆ドン）	26.3	31.6	35.6	38.7	58.2	72.8	85.0
海外からの純私的移転の累積額(兆ドン)		12.2	22.1	37.5	53.2	76.9	96.6
為替レート（1000ドン／1ドル）	11.0	11.1	12.3	13.9	14.0	14.5	15.1

（出所） SBV/JICA [2002: 5, 19], *IFS* [2002].

くべき事実を意味している。

表3は、また、家計部門が保有しているドル貨幣のうちドル預金として保有されている部分の割合が1995年から2001年の間に4.8％から42.4％へと急速に拡大したことをも示している。これは、家計部門が大量のドルを現金として保有すると同時に、銀行預金をもその金融資産の一部として組み込むようになったことを表していると考えることができる。

当然、これらの事実は金融政策の選択にとって大きな意味をもたざるをえないが、金融政策に及ぼす影響については第4節で取り上げることにし、ここでは、家計部門と企業部門の預金行動に関するひとつの興味深い事実をみておくことにする。

表4は、家計部門が保有しているドル預金のドン預金に対する比率が1990年代後半に急速に上昇したこと、1995年には11％にすぎなかった同比率が、1997年ごろから急速に上昇し2000年には106％にまで達し、ドン預金を上回るほどになったことを示している。これは、家計部門へドルが流入したことを反映していると同時に、ドル預金とドン預金のポートフォリオに対する家計部門の選択が銀行部門にとって重要な影響を与える条件を作り出したこと

表4 ベトナムにおける「預金のドル化」

(単位：兆ドン)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
家計部門の預金	4.2	5.6	9.2	14.4	18.7	25.7	42.2	52.8	84.1	106.3
ドン預金(1)	3.8	5.0	8.2	13.0	15.8	18.8	26.2	31.1	40.9	52.3
ドル預金(2)	0.4	0.6	1.0	1.4	2.9	6.9	16.0	21.7	43.2	54.0
(2)/(1) (%)	10.5	12.0	12.2	10.8	18.4	36.7	61.1	69.8	105.6	103.3
企業部門	12.1	12.4	13.4	19.2	23.3	30.8	32.0	48.3	86.6	107.2
ドン預金(1)	4.3	5.6	6.2	9.5	13.1	19.0	23.1	32.8	59.4	72.5
ドル預金(2)	7.8	6.8	7.2	9.7	10.2	11.8	8.9	15.5	27.2	32.7
(2)/(1) (%)	181.4	121.4	116.1	102.1	77.9	62.1	38.5	47.3	45.8	47.9

(出所) SBV/JICA [2002: 87-91].

を示している。それに対し、企業部門が保有するドル預金／ドン預金比率は1990年代前半に200%近い値から100%近くまで急速に減少し、さらに、1990年代後半になって45%前後で安定した動きを示すようになってきている。これには、企業部門の預金行動が、主に経済取引に必要な貨幣需要に基づいていることと、1998年にドルによる受け取りの一定割合をドン預金に変換するよう強制する規制が導入されたことの二つの要因が作用していると考えられる⁽¹⁸⁾。

第2節 銀行の「バランスシートのドル化」

前節では「貨幣のドル化」の多くの部分が「現金通貨のドル化」からなっていること、しかし同時に、「預金のドル化」も進んでいることがわかった。「預金のドル化」は、銀行にとって為替リスクの管理というやっかいな問題を生じさせる。預金を含む外貨建て債務が銀行の保有する外貨建て債権の大きさを上回っていると、為替レートが上昇（自国通貨価値の減少）した際、銀行は損失を被る。さらに、バランスシートのうえでは通貨のミスマッチが存在しない場合でも、為替レートの下落によって銀行から「ドル」で借りている企業の財務状態が悪化する場合は、銀行が抱える信用リスクは大きくな

り、外貨建て債権の経済的な価値が低下するために銀行の純企業価値（net worth）が低下する。実際、為替レートの上昇によって借り手企業の信用リスクが急激に増加し外貨建て債権の経済的価値が大きく低下する場合には、たとえ銀行の保有する外貨建て債務の方が外貨建て債権よりも小さく、会計上は為替差益が生じるような場合でも、経済的には銀行の純企業価値が減少することがありうる。

1. カンボジア

表5はカンボジアの預金銀行のバランスシートである。その最も顕著な特徴は、「ドル化」の水準がきわめて高いことである。預金を含む債務の95%近くが外貨建てである。

次に、銀行が保有している「債権のドル化」の水準がきわめて高いことがあげられる。実際、表5で示されている期間のすべての時点で、外貨建て債権の総額（対民間企業貸付および外貨建て資産の合計）の方が外貨預金を含む外貨建て債務の総額よりも大きい⁽⁹⁾。さらに、外貨建て資産の額がきわめて大きく、その対民間企業貸付に対する割合は70%を超えている。これは多額の外貨を海外の銀行間市場などで運用していることを示していると考えられる。これらの事実、カンボジアの預金銀行の直接的な為替リスクがきわめて小さいこと、為替レートの変動が銀行のバランスシートに与える直接的な影響が小さいことを示している。

最後に、外貨預金が順調に伸びていて、1997年から2000年にかけて観察されたM2の増加分のほぼ全額が外貨預金の増加によって占められているという事実が目につく。

外貨建て預金の源泉が問題になるが、表6は、ドル預金の増加分をはるかに上回る海外からのドル送金が存在することを示している。1996年までは、海外からの送金（フロー）が、カンボジアの外貨準備（ストック）を上回っており、海外からの大量のドル送金が「預金のドル化」の源泉になっている

表5 カンボジアの預金銀行の「バランスシートのドル化」
(単位：10億リエル)

	1997	1998	1999	2000
負債・資本				
預金	707	721	953	1,336
リエル要求払い預金	29	34	42	45
リエル定期預金	13	20	32	46
外貨建て定期預金	665	667	879	1,245
外貨建て負債	200	224	214	173
資本	603	690	767	791
資産				
準備金	200	346	504	737
対民間企業貸付 ¹⁾	637	655	763	898
外貨建て資産	564	528	585	659
その他の資産	229	248	251	207
参考				
外貨預金および負債(1)	865	891	1,093	1,418
民間企業貸付および外貨建て資産(2)	1,201	1,183	1,348	1,557
(1)/(2)	1.39	1.33	1.23	1.10
リエル（現金）	356	509	490	495
M2	1,063	1,230	1,443	1,831
M2/GDP	0.10	0.11	0.12	0.15

(注) 1) 大部分が外貨建て。

(出所) IMF Staff Country Reports.

表6 カンボジアにおける海外からの送金とドル預金の推移
(単位：100万ドル)

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
海外からの送金										
海外からの私的移転	120.4	156.4	230.0	277.9	383.4	188.5	224.0	235.9	305.3	273.1
海外への私的移転	n. a.	-0.2	n. a.	-0.9	-2.4	-0.3	-0.6	-1.6	-0.4	-0.4
ドル預金	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	193	176	233	353	n. a.
国の外貨準備	n. a.	24.2	118.5	192.0	265.8	298.5	324.3	393.2	501.7	586.8

(出所) IFS [2002], IMF [2000].

ことを示している。海外からのドル送金がドル預金増の主要な源泉であるという点ではベトナムにおける「貨幣のドル化」ときわめて類似した構造をも

っている。しかし、ドルの大部分が預金として銀行にとどまらず、現金通貨として流通している点がベトナムとは異なっている²⁰⁾。

2. ラオス

表7はラオスの預金銀行における「預金のドル化」と「債権のドル化」の推移を示したものである。

「預金のドル化」水準はカンボジアほど極端に高くない。1996年まではキップ預金の額の方が外貨預金よりも大きかった。しかし、1997年以降、「預金のドル化」が急速に進んだ。データが1999年、2000年の2年間しかないが、海外からの送金を外貨預金増の源泉であった可能性を示している。他方、外貨貸出と純外貨資産を加えると、「債権のドル化」の水準は「預金のドル化」の水準よりも高いことが推定できる。これはカンボジアで観察された現象と

表7 ラオスの預金銀行における「バランスシートのドル化」

(単位：10億キップ)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000
預金	151	202	353	803	1,467	2,183
キップ預金	70	103	123	222	240	471
外貨預金	82	99	230	581	1,227	1,712
貸出	139	168	308	571	950	1,372
外貨貸出 ¹⁾	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	725	1,003
純外貨資産	51	61	103	283	861	1,037
キップ (現金)	42	43	53	63	7	68
M2	193	245	406	866	1,545	2,251
M2/GDP	0.13	0.14	0.19	0.20	0.14	0.15
外貨預金 (100万ドル)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	161.5	208.3
外貨貸出 ¹⁾ (100万ドル)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	95.4	122.1
海外からの純私的移転 (100万ドル)	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	29.6	116.3

(注) 1) 外貨貸出の額はラオ中央銀行による貸出を含む。キップ単位の外貨貸出額は、ドル単位の外貨貸出額に期末の為替レートを掛けて筆者が計算した値。1ドル当たり1999年7600キップ、2000年8218キップ。

(出所) IMF Staff Country Reports.

きわめて似ており、銀行が海外の銀行間預金市場など、リスクの少ない市場で外貨預金によって集めた資金を運用していることを示していると考えられる。

さらに、はっきりしたデータは存在しないものの、ラオスでは、銀行部門の外でかなり多くのドルとバーツ（タイ通貨）の現金が保有され、流通していると考えられている。もしそれらの外国通貨を貨幣のなかに含めて計算することができれば、金融深化の水準は表に示されている値（0.13から0.20）よりもかなり高くなる可能性がある。

3. ベトナム

第2節で、ベトナムで「預金のドル化」が1990年代後半に急速に進んだことをみた。その源泉になったのは、海外からの大量のドル送金である。しかし、表8は国内企業に対する外貨建ての貸出が1997年から1999年にかけて減少したこと、それが増えはじめたのは2000年になってからであることを示している。外貨預金が急速に増加し、外貨資金のアヴェイラビリティが高まったにもかかわらず、国内企業への外貨貸出は停滞した。そのギャップを埋めたのは、カンボジアやラオスと同じくベトナムにおいても、海外の銀行への再預金であった。アジア通貨危機のなかで国内の借り手企業の信用リスクが高まったため、増大した外貨預金をリスクの少ない海外の銀行間市場で運用しているためである。そのため、1998年以降、純外貨資産の値が急増し

表8 ベトナムの預金銀行における「バランスシートのドル化」
(単位：10億ドル)

	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
外貨預金	0.86	1.00	1.18	1.52	1.73	3.13	4.85	5.98
外貨貸出		1.41	1.66	1.58	1.37	1.29	2.21	2.41
純外貨資産		0.68	0.89	1.30	1.73	4.18	4.05	4.86
M2/GDP 比率	0.24	0.23	0.24	0.26	0.28	0.36	0.40	0.52

(出所) IMF Staff Country Reports, 1999, 2001.

ている。

M2/GDPで測ったベトナムの金融深化の水準は、カンボジアやラオスに較べるとかなり高い。しかし、経済の高度成長にもかかわらず、その値は1990年代前半には20数%の水準にとどまっており、それが上昇しはじめたのは「預金のドル化」が進んだ1997年以降であった。すなわち「預金のドル化」と並行して「金融深化」が進んだ。この事実がもっている意味については、節を改めて検討する。

第3節 「ドル化」が金融システムに与える影響

第1, 2節では、インドシナ3国における「ドル化」についていくつかの興味深い事実を見いだした。(1)アジア危機後3カ国で共通して、「現金のドル化」と「預金のドル化」の双方を含む「貨幣のドル化」が進んだ。(2)その推進力になっているのは海外からの多量の「ドル」の持ち込みや送金であり、国内貨幣に較べて非常に多量の「ドル」が家計部門によって保有されている。(3)アジア危機後、借り手企業の為替リスクとそれにとまなう信用リスクが増大し、銀行も借り手企業も為替リスクに対してより敏感になっており、そのため国内企業に対する「貸出の非ドル化」が進んでいる。「預金のドル化」と「貸出の非ドル化」のギャップから生まれる為替リスクを回避するために、銀行は預金として集めた「ドル」を海外の銀行に再預金するなどの手段をとっている。

これらの事実は、金融システムの発展、金融政策や為替政策のあり方などにどのような問題を提起しているだろうか。

1. 「ドル」の送金が金融システムや金融政策に与える影響

第1, 2節でみたいいくつかの事実のなかで、最も基本的なのは、国民通貨

の存在量に比して貨幣として機能する非常に大きな「ドル」が存在するという事実である。3カ国のなかでは「ドル化」の水準が最も低いベトナムでさえ、1998年以降になると、家計部門が保有する現金ドル残高が現金ドン残高を上回るようになり、2000年以降には、ドル預金残高もドン預金残高を超えるようになった。家計部門が保有する「ドル」の保有量は増加しつづけているが、その増加を支えている主要な要因はすでにみたように海外からの送金である。

それでは、海外からの「ドル」の送金は、金融システムのあり方や金融政策にどのような影響を与えているだろうか。

まず、海外からの「ドル」送金の増減が金融システムの基礎である貨幣供給量の変動を直接左右している。インドシナ3国で機能している貨幣供給機構は、中央銀行が貨幣（とくにベース・マネー）の供給量を制御するという通常の図式からは完全にはみ出ている。銀行間市場であるとか、公開市場操作であるとか、貨幣供給量を制御するための標準的な仕組み作りが国際機関のアドバイスを受けながら進められているが、これらの仕組みは、国民通貨が貨幣として機能していることを前提しており、「ドル化」が進んだこれらの経済において、それらが貨幣供給量の制御機構としてどれだけ有効性をもつかはきわめて疑わしい。例えば、カンボジアでは、米国ドルが「国民通貨化」しており、国民通貨リエルを対象にした貨幣政策はほとんど意味をもたない。

次に、送金額の増減や送金の時期をずらすなどの工夫によって、国内のドル預金と海外のドル預金の間に、裁定が働いていることが報告されている（SBV/JICA [2002: 71-82]）。そのため、国内のドル預金利子率は海外のドル預金利子率よりも低くできない。すなわち、海外市場で決定されるドル預金利子率が国内のドル預金利子率のフロアーになる。

3番目に、個人に送られてきた大量の「ドル」は、それを国民通貨と交換するための市場を生み出す。ベトナムとラオスではこの市場は公的な市場と闇市場からなっているが、最近の調査によれば、闇市場の規模は非常に大き

く、さまざまなドル需要に応える機能を発達させている²⁰⁾。例えば、ベトナムの場合、個人が銀行で自由にドン預金をドル預金に変換することはできないが、闇市場を経由すれば、比較的わずかなコストでそれが可能である。そのため闇市場では、ドル預金とドン預金（ラオスの場合にはキップ預金）との間の裁定条件をほぼ満たすように、為替レートが決められる。ベトナムでもラオスでも闇市場の規模が大きいため、月単位でみると公的な為替レートは闇レートの動きに追随するように決められている。

こうして、大規模な「ドル」の送金は、ドルが貨幣として機能する社会的な条件を作り出し、それによって、国民通貨による預金、国内ドル預金、海外ドル預金の3市場の間に裁定条件が成立するような力を生み出している。海外ドル預金の利子率は所与であり、国内ドル預金の利子率も海外ドル預金の利子率に直接連動するため、ドル預金の利子率が変動したときは、国内通貨預金利子率が為替レートによる調整が必要になる。また、何らかの理由で為替レートの切下げ期待が生まれるような場合も同様である。

2. 「ドル化」が金融仲介機能に与える影響

第1節で、「貨幣のドル化」が銀行部門の金融仲介機能を高めるという議論があることに触れた。しかし、すでにみたように「預金のドル化」は国内における金融仲介機能の発展に必ずしも結びついていない。国内で集めた「ドル」は国内の資金不足主体ではなく、海外の銀行に預金されたり、米国財務省証券を購入するために使われたりしている。銀行を通じて資本が海外に流出しているわけである。金融仲介機能の本質的な機能が借り手企業の経営や財務の状態に関する情報生産とそれに基づく資金配分にあるとすれば、「ドル化」が金融仲介機能を高めているとはいえない。

ベトナムやラオスの場合をみていると、「ドル預金」の増加が銀行による貸出の増加に結びつかないのは為替リスクがその主要原因ではないかと推測できる。例えば、ベトナムにおける主要な借り手である国営企業はすでに

多額のドル債務を抱えており、1998年以降のドルの切下げによってその債務負担が大きく増加している。銀行の不良債権の処理が主要な政策課題となっているような状況では、銀行も借り手企業も為替リスクを小さくしようとす強い誘因をもつ。そのため、銀行はドル預金によって集めた資金を海外のリスクの小さなドル市場で運用しているという推論である。

このように為替リスクが国内における金融仲介機能の発展を妨げている主要な要因である場合には、ドル建ての貸出にともなう為替リスクを減らしたり、分散したりするための仕組みを作り出すことが個々の銀行にとっても政府にとっても重要な政策課題になる。

しかし、第2節でみたように、経済取引の90%以上がドル化しているカンボジアの場合でも、銀行はドル預金の大きな割合を海外の銀行間市場などで運用しており、為替リスクの問題を解決したからといって、ドル預金の増大が必ずしも情報生産を主な内容とする金融仲介機能の増進につながるとはかぎらない。個々の銀行のレベルでみると、むしろ有望な貸出先の発見と育成などといった金も時間もかかる行動よりも、市場が整備された安全な海外のドル資産に投資して手数料や利鞘を稼ぐという行動をとるほうが合理性をもつかもしい。社会全体でみても、金融的な貯蓄がドル化すると、海外のドル市場での運用に為替リスクが伴わないため、海外での資産運用が容易になり、資本が流出する。このような場合には、安全で効率的なドル市場が海外に存在することがかえって国内における金融仲介機能の発展を遅らせる要因になる。

このように、「貨幣のドル化」は必ずしも情報生産とそれに基づく資金配分という金融仲介機能の発展を促進するとはかぎらず、それを遅らせる可能性もある。経済発展の早い段階で海外投資（海外金融資産の取得）が始まってしまうと、かえって経済発展の阻害要因になる可能性がある。

やや余分になるが、「ドル化」した経済では、金融深化の標準的な指標である $M2/GDP$ 比率が金融システムの発展の指標として必ずしも有効でないことをみておく。カンボジアではそれが徐々に上昇している。また、1990年

代の前半に「預金の非ドル化」が進んだベトナムでも、1997年以降「預金のドル化」が進みはじめたのと同時にそれまで停滞していたM2/GDP比率が上昇を始めた。これらの事実、「預金のドル化」によって金融仲介機能が発展していることを表していないだろうか。

答えは否である。このような現象は、銀行部門の金融仲介機能が後退しているような状況でも起こりうるためである。例えば、何らかの理由で近い将来為替レートが上昇する（自国通貨の価値が減少する）という期待が資産保有者の間で高まったとする。すると資産保有者の間で「ドル」需要が大きくなり、為替レートが上昇する。すると、預金量に全く変化がない場合でも、自国通貨建てで測ったM2の値は上昇する。このとき、同時に、銀行が為替レートの上昇による信用リスクの増大を恐れて国内企業に対する「ドル建ての貸出」を減らし、海外市場への投資に振り替えると、国内企業は銀行からの借入が難しくなり、そのために生産や投資を減少させる。その結果、経済全体にとってGDPが低下する²²。M2が増加しGDPが低下するわけであるから、M2/GDP比率は上昇する。しかし、国内経済という観点からみたときの銀行の金融仲介機能は明らかに後退している。

もちろん、逆の場合もありうる。資産保有者の銀行に対する信頼が増加し、保有していた「現金通貨ドル」を銀行に預金したとする。M2に含まれていない「現金通貨ドル」が銀行に預金されると、預金された分だけM2が増加する。さらに、「預金されたドル」を本源的な預金とする信用創造のプロセスを通してその貨幣乗数分だけM2が増加する。その結果、M2/GDP比率が増加することもありうる。

3. 望ましい「ドル化」の水準はあるか

最後に、ひとつの問題を提出して本章を閉じる。ラオスやベトナムでは、外国通貨を支払い手段として使うことは、例外的な場合を除いて禁止されている。「ドル化」の水準は高すぎると考えられており、非ドル化を長期的な

目標として掲げている。「ドル化」の水準が90%を超えてしまったカンボジアですら、長期的な目標として非ドル化を掲げている。「ドル化」の望ましい水準というのはあるのだろうか、それはどのようなパラメータに依存するのだろうか、これが問題である。

しかし、この問題に解答があったとしても、個々の国で独立に解ける問題ではないようにみえる。例えば、カンボジア単独で考えた場合、資本移動を徹底的に自由化し、「ドル化」を100%まで推し進めた方が、かえって金融活動にともなう為替リスクをなくすことができ、金融システムの発展を促進できるようにみえる。しかし、ラオスとベトナムの「ドル化」がある一定水準でとどまり、カンボジアが完全に「ドル化」した場合、隣接した3カ国、あるいは、3カ国を含むアセアン諸国との経済関係で、カンボジアの通貨（ドル）が地域通貨に対して過大評価され、そのために国際競争力のある産業や企業が育たず、工業化や経済発展が遅れてしまう可能性がないだろうか。

ラオスでは、国民通貨キップと並んで、米国ドルだけでなくタイバーツも大量に流通しており、「ドル化」はさらに複雑な様相を呈している。このような貨幣的事実が、金融システムの発展にどのような影響を与えているのか。まだ、問題の全体像が見えてこない。

〔注〕 _____

- (1) これは金融資産の母国バイアスといわれている現象の極端な場合と考えられる。
- (2) Porter and Judson [1996] によれば、1995年末時点で米国ドル紙幣の55%から65%が海外で保有されていた。また、Seitz [1995] によれば、1994年末時点で、ドイツマルク紙幣の30%から40%がドイツの海外で保有されていた。ドルやマルク（ユーロ）と比較したとき、東アジアにおける経済的な重要性からみて日本円はやや特異である。日本円は日本という地域を離れると全くといってよいほど使われていない。通貨代替という側面からみたアジア地域の「ドル化」の進行のほとんどは、米国ドルによって担われている。
- (3) 1999年からドイツマルクはフランスフラン、イタリアリラなどとともにユーロに統合された。最近では、「ドル化」の代わりに、「ドル化、ユーロ化」という言葉も状況によって使われるようになってきているが、依然として「ド

ル化」が一般名詞として使われることが多い。本章もそれに従う。

- (4) このストーリーが成立するためには、「ドル」が入手可能であるという条件が必要である。中南米が米国に地理的に接しているという条件が中南米で「ドル化」が進んだ大きな理由のひとつである。狭義の「ドル化」に関する研究については、例えば、Giovannini and Turtelboom [1992] のサーベイが有用である。本章では直接取り上げないが、「ドル化」に関して、1980年代から1990年代にかけていくつかの国で興味深い現象が観察された。例えば、ボリビアではマクロ安定化政策の成功によって、1985年には1万1750%に達していたインフレ率が1987年には15%にまで下落し、その後1990年まで15%から17%の間で安定して推移した。しかし、その間、外国通貨建て預金/M2比率で測った「ドル化」の水準は、13%から58%まで逆に上昇した。自国通貨価値の安定化と「ドル化」の増大という現象がなぜ同時に進行了のか。この問題に関しては履歴効果の存在によって説明しようとするいくつかの試みがなされているが、「ドル化」のダイナミックスとインフレ率や為替レートの関係は、標準的な「ドル化」のストーリーよりもかなり複雑な構造をもっていることを示唆している。Guidotti and Rorigues [1992], Clemens and Schwartz [1992], Peiers and Wrase [1997] などが、履歴効果をモデル化し、その効果を推定している。
- (5) “official dollarization” および “full dollarization” の訳。1999年の初め、アルゼンチンが完全なドル化に向けて米国と交渉を開始したと発表したため、現実的な政策オプションとして理論的な関心を集めるようになった。しかしながら、ブラジルの通貨切下げによる輸出不振などの影響もあって、対外競争力が低下し、2001年末には大規模な金融危機が発生した。そのため、2002年2月にはカレンシーボード制を放棄することを余儀なくされ、完全な変動相場制に移行した。アルゼンチンが公式なドル化に失敗したのに対し、エクアドルは2000年にコインを除く国民通貨の発行を停止し、ドルを法定通貨として採用した。
- (6) Levine, Loayza and Beck [1999] など多数。
- (7) Calvo [1999] は、「ドル化」の文献では、「債務のドル化」という現象は、全く注目されてこなかったと指摘している。もっぱら「貨幣のドル化」が研究の対象になった。「債務のドル化」にともなう不安定性を、発展段階に不可避にともなう現象としてではなく、途上国政府の債務保証によるモラルハザードの問題に帰着させているような議論もある。例えば、WB [2001]。
- (8) 国境地帯では、隣接する国の通貨がある程度使われているようである。日本円は、米国ドルやマルク（ユーロ）と異なり、東アジア地域の交易や投資における日本の重要性にもかかわらず全く流通しておらず、代替通貨としての機能を果たしていない。これは、日本円に対する政府の流通規制や、日本

の金融市場が未発達なことに関連していると考えられる。

- (9) 時には金が支払い手段として使われることもあるようであるが、品質の確認にコストがかかることから、金で不動産の価格を決め、それをドル換算した額をドルで支払うというのが普通のものである。
- (10) 本章では、「金」の貨幣としての役割については、これ以上触れない。価値の貯蔵手段としての金の重要性については、例えば、渡辺 [1999: 201] 参照。
- (11) すぐ後でみるように、カンボジアについては、この尺度は著しく不完全である。
- (12) 1991年の為替・金融危機の後、インドネシア政府は、銀行と国営企業に対しては外国からの借入に上限を設けた。しかし、民間企業の外国からの借入に対しては実質的には何の制限も設けなかった。詳しくは、Watanabe [1998] 参照。
- (13) カンボジアではドル紙幣が大量に流通しているため、外貨預金/M2比率はカンボジアにおける「貨幣のドル化」を著しく過小評価している。IMF [2000] の推定によれば、カンボジアで流通しているドル紙幣は、ドル紙幣とリエル紙幣（カンボジア通貨の単位）を合わせた現金通貨総額の85%から95%に達する。仮に中間の値をとって90%として計算すると、ドル通貨量=0.9×総通貨量=0.9×〔ドル通貨量+リエル通貨量〕であるから、ドル通貨量の推定値はリエル通貨量の9倍になる。他方、リエル通貨量はM2（=リエル通貨量+リエル預金量+ドル預金量）のおよそ3分の1であるから、カンボジアで貨幣として使われているドル通貨量はM2の3倍という計算になる。非常に奇妙であるが、M2のなかにドル通貨が含まれていないためにこのような関係が得られる。ドル預金量はM2のほぼ60%程度であるから、ドル通貨量を含めて「貨幣のドル化」の水準を測ると、〔ドル通貨量+ドル預金量〕/〔ドル通貨量+M2〕= (3.6×M2)/(4×M2)=0.9となり、カンボジアでは、「貨幣のドル化」が90%にも達していることがわかる。このような極端な「貨幣のドル化」がカンボジアで進んだのは、1991年のパリ和平協定に基づいて、カンボジアが国政選挙を実施するための国連カンボジア暫定統治機構（UNTAC）の統治下に置かれたことがその大きな理由である。UNTACの活動を支えるために1万5500人の軍隊と6000人の職員がカンボジアに派遣され、1991年から1992年にかけて17億ドルがカンボジアで支出された（IMF [2000: 30]）。1992年の数字は得られなかったが、その3年後の1995年のGDPの規模が31億ドルであることを考えれば、17億ドルという数字がカンボジアにとって大きなものであったかがわかる。
- (14) ラオスで1997年以降に急速に進んだ「ドル化」は、古典的なインフレ要因や為替レートの上昇によってほとんど説明できると考えられる。1996年に12.8%であったインフレ率（CPI）は、1997年26.6%、1998年141.4%と急速に上昇

し、1999年3月に167.1%でピークに達した後、1999年末には86.7%、2000年末には10.5%にまで低下した。他方、1米ドル当たりの為替レートは1996年954キップ、1997年2135キップ、1998年4274キップ、1999年7600キップ、2000年8140キップと急上昇し、2000年における米ドルで測ったキップの価値は4年前の12%にまで下落した。Lao [2001a] [2001b]。

- (15) ベトナムではボリビアでみられたような履歴効果がなぜ観察されなかったのか。履歴効果の強い経済と弱い経済の間にはどのような違いがあるのか。興味深い問題であるが本章では取り上げない。
- (16) 1998年8月にドル送金を自由化するための議定が出て以来、それを実施するための法的な仕組みが徐々に整えられ、2000年2月になって完全に実施された。詳しくは、SBV/JICA [2002: 34-45]。
- (17) IMF [1995] は1995年時点で家計部門がどれだけ現金ドルを保有しているかに関するいくつかの推定値を紹介している。政府による公式の推定額は6億ドル、専門家による非公式な推定額は20億ドルから50億ドルの範囲に分布している。表3は非公式な推定額の下限値20億ドルを使った。
- (18) 1998年に企業は経常取引にともなうすべてのドル収入を銀行の外貨預金に預け入れ、そのうちの80%をドンに転換することを義務づけられた。この割合は1999年には50%、2000年には40%に引き下げられた。
- (19) これは自己資本の多くが外国通貨で払い込まれ、それが外貨建て債権として運用されているためであると考えられる。
- (20) 貨幣残高/GDP比率は金融深化の水準とも呼ばれることがあるが、それを $M2/GDP$ ではなく $[\text{ドル通貨量} + M2]/GDP$ で測り、ドル通貨量を $M2$ の3倍、金融資産に占めるドル通貨量とドル預金の割合は一定と仮定すると、カンボジアにおける金融深化の水準は、1997年の0.30から2000年の0.45へと増加したことになる。
- (21) カンボジアでは、もちろんドルとリエルの交換は自由である。
- (22) 「貨幣のドル化」の水準が90%になるような場合には、為替レートの上昇はそのまま国内物価の上昇になり、 $M2/GDP$ 比率はほとんど変化しないという場合もありうる。

〔参考文献〕

渡辺慎一〔1999〕「貯蓄・投資行動に関する家計調査データと金融政策」(石川滋・原洋之助編『ヴェトナムの市場経済化』東洋経済新報社)。

- Balino, Tomas J. T., Adam Bennet and Eduardo Borensztein [1999] *Monetary Policy in Dollarized Economies*, Occasional Paper, 171, IMF.
- Calvo, Guillermo A. [1999] "On Dollarization," mimeo.
- and Carmen M. Reinhart [1999] "Capital Flow Reversals, the Exchange Rate Debate, and Dollarization," *Finance and Development*, 36 (3), September.
- Clements, Benedict and Gerard Schwartz [1992] "Currency Substitution: The Recent Experience of Bolivia," *World Development*, 21, pp. 1883–1893.
- Giovannini, Alberto and Bart Turtelboom [1992] "Currency Substitution," in F. van der Ploeg ed., *Handbook of International Macroeconomics*, Cambridge: Blackwell.
- Guidotti, Pablo and Carlos Rodriguez [1992] "Dollarization in Latin America: Gresham's Law in Reverse?" IMF Staff Papers, 39, pp. 518–544.
- IMF [2000] *Cambodia: Selected Issues*, IMF Staff Country Report No. 00/135, October.
- Lao, P. D. R. [2001a] *Interim Poverty Reduction Strategy Paper*, March.
- [2001b] *Letter of Intent and Memorandum on Economic and Financial Policies*, March.
- Levine, Ross, Norman Loayza and Thorsten Beck [1999] "Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes," World Bank, WPS 2059.
- Peiers, Bettina and Jeffrey M. Wrase [1997] "Dollarization Hysteresis and Network Externalities: Theory and Evidence from an Informal Bolivian Credit Market," Working Paper, 97 (21), Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Porter, Richard D. and Ruth A. Judson [1996] "The Location of U. S. Currency: How Much Is Abroad," *Federal Reserve Bulletin*, October, pp. 883–903.
- Seitz, Franz [1995] "The Circulation of Deutsche Mark Abroad," Deutsche Bank, Working Paper, May.
- SBV-JICA [2002] *Dollarization and Its Effect on Monetary and Foreign Exchange Rate Policies and the Development of Financial Systems: Vietnam, Lao PDR and Cambodia*, Hanoi.
- Watanabe, Shinichi [1998] "Evolution of the Crisis in Indonesia: Part I," *Kaigai-Toshi-Kenkyusho-Ho*, 24 (10), EXIM, RIIID.
- World Bank [2001] *Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World*, World Bank Policy Research Report, Oxford University Press.