
アジア通貨危機の歴史的意義

池田正雄

はじめに

1997年7月にタイが実質的なドルペッグ制から管理変動相場制へ移行したことを契機に、バーツは暴落し、他のアセアン諸国、韓国にも通貨危機が波及した。このアジア通貨危機は、アジアにとどまらず、ロシア、ブラジルにも波及し、最終的にはアメリカの大手ヘッジファンドの経営危機に結びつき、世界的な金融危機に至った。このアジア通貨危機とその波及である世界的金融危機は、金融のグローバル化がもたらした21世紀型の危機^①として注目された。

本稿では、東アジア諸国の経済発展過程を確認し、なぜ1990年代後半になってタイなどのアセアン諸国や韓国で激しい通貨危機が発生するようになったのかを考察する。その上で、諸説の検討を加え、アジア通貨危機の歴史的意義を明らかにする。

1. 東アジアで「奇跡」の成長が実現した背景

(1) 70年代、80年代の成長の背景

第二次大戦後、1950～60年代における世界経済では、先進諸国は高度成長を実現するが、発展途上国は低開発状態におかれ、いわゆる「南北問題」が世界の政治経済問題として注目されていた。先進諸国の高度成長過程は、戦後パックスアメリカナの国際的枠組み（IMF・GATT体制）と各国の福祉国家体制のもとで、耐久消費財量産型のいわゆるアメリカ型重化学工業が普及・発展する過程であった。しかし、耐久消費財量産型重化学工業は、高所得水準の大量消費の販売市場の存在を欠かすことができないため「先進諸国と比べて極端に所得水準の低い発展途上国の国内市場では、とうてい成り立たない産業」^②であった。従って、当時の発展途上国は、国内市場向けに現代産業を発展させることが困難であった。途上国の輸入代替工業化政策の失敗はその表れであった。

さらに、先進国の農業保護政策や有機合成化学の技術的発展によって一次産品の代替品が登場してきたこともあり、一次産品過剰問題が起きていた。また途上国の資源開発がメジャーなど先進国企業によって支配され、途上国は資源を自国の経済開発のために活用できない側面が強かったことも指摘できる。こうして、戦後の50～60年代においては、途上国が自国において現代産業を発展させる環境にないことや一次産品生産にも国際的に制約要因が存在すること、先進国企業の途上国資源の支配などから、途上国の低開発状況、大衆の貧困問題が容易に解決されない状況であった。

しかし、1970年代以降になると先進諸国の高度成長の終焉という歴史的変化が起こった。メジャ

一など先進国企業の支配を断ち切り、自国の資源を国内の経済開発のため活用しようという資源ナショナリズムを背景に発生した2度の石油危機、アメリカ型重化学工業化投資が一巡したことによる生産性上昇の停滞、福祉国家体制のもとで完全雇用状態になったことによる賃金上昇、労働同権化や社会保障制度の拡充による労働コストの下方硬直性、を背景に、先進諸国の高度成長が終焉した。発展途上国と先進国との賃金格差が広がる中で、先進国企業は、途上国への投資を推し進めることになったのである。

なかでも東アジア諸国は、国内市場向けではなく、世界市場への商品販売を目的にした外国企業の誘致を積極的に行う、いわゆる輸出志向工業化政策を推進しており、先進国企業は、東アジア地域を投資地域として選ぶ傾向が強かった。こうして東アジア地域において、外資導入、輸出主導型の工業化が進んでいくのである。

さらに、戦後パックスアメリカナの衰退過程で、先進諸国間なかでも日米間の経済対立が激化し、それによって発生した貿易摩擦や国際的通貨調整の実施が東アジアの工業化に大きな影響を与えた。この点は、なかでも80年代半ば以降のアジアの急速な工業化の背景として見逃せない。

80年代においては、アメリカは、「双子の赤字」が深刻化し、国際協調によってドル高修正を目指した「プラザ合意」以降、円高ドル安が急速に進行した。これにより輸出競争力が低下した日本企業が東アジア諸国へ積極的に進出していくことになる。当初は、NIES 向け進出が中心であり、日本から部品や資本財が NIES へ輸出され、NIES で製品に組み立てられ、アメリカに最終製品が輸出されるという関係いわゆる太平洋トライアングルが成立した。しかし、NIES の経済成長の中で生じた賃金上昇と対米貿易摩擦を背景にした NIES 通貨の対ドル切り上げという為替調整などがあって、日本および NIES の多国籍企業は、外国企業の誘致と輸出拡大を政策的に推進していたアセアン諸国へ投資先を移していくことになる。

こうしてアセアン諸国は、円高ドル安、NIES の対ドル通貨切り上げ、NIES の賃金上昇の中で、対アセアン直接投資が急増し、輸出主導型の成長を実現していた。NIES 企業のアセアン向け進出もあるが、主に日本からの直接投資が目立っており、例えば88年～90年合計でタイ向け直接投資中、日本の比率は42%であった（末廣，1993，90ページ）。

またタイは、為替政策としてパーツをドルベッグにする政策をとっていたことから、円高ドル安過程では、パーツもドルと連動して低下することになり、タイ企業の輸出競争力が上昇する為替環境であった。

アセアン諸国の高成長は、外資による投資と輸出によって主導された。たとえば、GNP ベース粗投資に占める外資の比率は、タイは1985年から90年にかけて9.8%から51.1%に、マレーシアは4.1%から46.6%に上昇した（平川，1993，49ページ）。GDP に占める輸出の比率は、タイでは85年の23.2%から90年には34.1%へ、マレーシアでは54.9%から76.4%へ上昇していた（原編，2001，34ページ）。太平洋トライアングルという貿易構造からみると、日本、NIES、アメリカのトライアングルに、日本、アセアン、アメリカというトライアングルが加わっていったと考えられる。

さらに、80年代に生産過程における ME（マイクロエレクトロニクス）化が、日本企業がリードする形で急速に進展した。ME 化が、生産工程における熟練労働を決定的に解体し、ハイテク産業

においても容易に未熟練の低賃金労働力を利用できるようになり、途上国での生産拡大の技術的基礎が生まれてきた。この点も途上国の工業化を促す要因として無視できないだろう。

以上のように、1993年に世界銀行が「東アジアの奇跡」と評価したほどの東アジア地域の高成長は、先進諸国の高成長の終焉、パックスアメリカナの衰退過程における国際的な為替調整、特に円高ドル安進行、東アジア諸国政府による開発戦略、ME化という技術的变化を媒介しつつ、多国籍企業と世界市場への輸出に依存した成長であった。

(2) 90年代からの成長の形態変化

しかしながら、1990年代前半になると、東アジアの経済成長のあり方が変化してくる。金融のグローバル化の進展を背景に、アジア向け、なかでもアセアン諸国や韓国などNIES諸国向け資本流入の動向に変化が表れる。

東アジア向け直接投資の流れにおいては、中国向け投資の急増つまりチャイナシフトが起こった(表1参照)。NIES及びアセアン諸国の賃金上昇及び中国の改革開放政策の推進を背景に、多国籍企業の対中進出が急激に増加したのである。一方、アセアン諸国や韓国などNIES諸国向けには、直接投資以外の資本流入が急激に増加するようになった。それも短期性の資本の流入が非常に多く、BIS報告銀行のアジア通貨危機発生5カ国向け融資のうち1年未満の融資の割合は、96年12月末で64%と短期の比率が高かった(BIS, 1997)。

外国資本の動向をタイについてみると、タイ向けの直接投資は、90年代になるとチャイナシフトの影響から頭打ちになってくる。むしろ証券投資やその他借り入れの形で外資が流入する傾向が強まる。タイへの資本流入規模(ネット)は、90年代前半に大幅に増大しており、89年には66億ドルであったが、93年には105億ドル、95年には219億ドルに膨らんでおり、経常赤字(89年25億ドル、93年64億ドル、95年136億ドル)を大きく上回っている。証券投資は、15億ドル→55億ドル→41億ドル、銀行借入などが含まれている「その他の資本流入」は、34億ドル→35億ドル→166億ドルへと増加している(IMF, *International Financial Statistics Yearbook 2001*, なおタイ中央銀行発表のベースのデータも参照—第2表)。そして銀行融資の期間の多くは短期であったことから、タイへ短期資本が急速に流入してきたとみることができ、これがバブルや金融機関の危機を生み出し、金融危機を醸成する要因だと多くの論者から指摘されている。

大規模なアジアへの資本流入の背景には、第1に、東アジア諸国における通貨の実質的なドルペ

表1 アセアン諸国と中国向け直接投資の動向

(単位: 上段100万ドル、下段%)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
アセアン4カ国	1,134	1,467	3,336	4,688	6,399	8,038	9,301	10,052	9,408	12,026
前年比伸び率	-3.9	29.4	127.4	40.5	36.5	25.6	15.7	8.1	-6.4	27.8
タイ	263	352	1,105	1,775	2,444	2,014	2,113	1,804	1,366	2,068
前年比伸び率	61.3	33.8	213.9	60.6	37.7	-17.6	4.9	-14.6	-24.3	51.4
マレーシア	486	423	719	1,668	2,332	3,998	5,183	5,006	4,342	4,132
前年比伸び率	-30.1	-13.0	70.0	132.0	39.8	71.4	29.6	-3.4	-13.3	-4.8
中国	1,875	2,314	3,194	3,393	3,487	4,366	11,156	27,515	33,787	35,849
前年比伸び率	13.0	23.4	38.0	6.2	2.8	25.2	155.5	146.6	22.8	6.1

資料: IMF, *International Financial Statistics Yearbook*, 1997より作成

ッグの存在が投資家の為替リスクに対する懸念を和らげていた点、第2に、先進国と東アジア諸国との金利差の存在（例えばドル金利とバーツ金利との差は6～7%）があげられる。アメリカが、90年代初頭のバブル崩壊不況のために超低金利政策を実施したことや円高デフレを背景に進められていた日本の超低金利政策の影響で、先進国の金利が低下傾向にあったのである。世銀によるとタイでは、「国内での資金調達にかかる費用は、為替レートのリスクを考慮したとしても、オフショアで借り入れる費用よりもはるかに高く、外国からの資金調達を行うインセンティブ」⁹⁾が増大していたという。「タイではファイナンスカンパニーと銀行は、極端に低金利の円建ての融資を政府により公式に認可された経路を通じて獲得し、それを不動産に投資していた」¹⁰⁾といった指摘もある。

さらに第3の資本流入の要因として、東アジア諸国が資本自由化を推進した点があり、この影響が大きい。東アジア諸国が資本自由化を進めた理由として、IMF・世銀からのアジア諸国に対する金融自由化要請が指摘されている。金融部門の企業収益が経済において大きな位置を占めているアメリカは、世界での自由な活動の場をアメリカ金融界に作り出すことを国家戦略として推し進めた側面があろう。ワシントンコンセンサスでもうかがえるようにIMF、世銀にもアメリカの意志が反映されている。ただ、アメリカから政治的強制が働いたという側面は資本自由化の主因ではないだろう。

東アジア諸国では、90年代前半には、国内貯蓄を上回る大規模な投資が行われており（タイでは貯蓄率30%程度、投資率40%程度）、海外から資金を調達しなければならなかったために資本自由化を推し進めたという資本の受け入れ側の理由が重要であろう。東アジア諸国における1990年代の設備投資拡大の背景としてあげられるのは、海外市場向け投資ばかりでなく国内市場向け投資も拡大する傾向があったことである。アセアン諸国は、外資依存、輸出主導で経済発展してきた結果、50～60年代では不十分であった国民の所得水準の上昇が徐々に実現するようになり、国内消費市場が拡大しはじめたこと、インフラ整備のニーズが高まってきたこと、輸入に頼ってきた素材関連の産業の発展が要請されてきたことから、国内市場向け投資の拡大の余地が広がったのである。さらに、この投資拡大の背景には、産業政策の転換があったことも見逃せない。90年代にはタイや韓国などで参入規制による保護政策から参入を自由化する政策が進められた。韓国では、90年代に政府の産業自由化政策を背景にしつつ、海外から大規模に借り入れをしながら財閥が競って多角化投資を行っていた。タイでも1992年から94年にかけて投資自由化政策を推進し、石油化学、鉄鋼、自動車などの重化学工業の設備投資競争が繰り広げられた。

そして、アセアンやNIES諸国の資本自由化の背景として、前述した「直接投資の中国シフトに対抗するために、ASEAN諸国は競って国内金融・資本市場の整備に力を注ぎ、直接投資のみならず証券投資や民間金融機関経由の資本流入を促進する政策を強化した」¹¹⁾という点もあげることができる。

東アジア諸国の資本自由化については、まずタイでは、1990年にはIMF第8条国に移行して、91年に非居住者による株式の配当および売却収入の海外送金が自由化され、外国人が自由にタイの株式を売買することができるようになった。同年に非居住者バーツ建て預金（非居住者が決済用やその他の目的のために、タイの商業銀行に準備した預金、この預金経由での資本流入状況は表2参照）、居住者・非居住者への外貨貸付が認可され、93年に対外借入のパイプを広げるオフショア市場

表2 タイの民間資本流入 (ネット) 動向

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
銀行	215	-77	407	-66	491	910	3,499	2,797	1,268	-2,271	-5,246	-3,978	-2,640	-897
商業銀行	215	-77	407	-66	491	-1,022	964	772	108	-1,912	-1,382	-444	-1,039	-326
オフショア借入BIBF	0	0	0	0	0	1,932	2,534	2,024	1,159	-359	-3,864	-3,535	-1,601	-571
非銀行部門	741	1,599	2,386	2,688	1,881	1,699	-480	2,387	3,338	-526	-1,205	-1,081	-1,205	-812
直接投資	273	444	611	471	502	364	227	291	368	1,053	2,052	1,218	1,132	1,650
海外直接借入	46	469	1,149	1,437	692	-612	-1,467	381	1,380	-1,304	-1,644	-1,660	-1,808	-1,226
証券投資	112	367	115	38	141	1,226	275	850	882	1,383	205	149	31	-295
(株式)	112	367	115	9	115	679	-103	561	284	1,223	143	356	353	6
(債券)	0	0	0	29	26	548	378	290	598	160	62	-207	-322	-301
非居住者パーツ預金	217	281	343	524	445	678	511	842	738	-1,562	-1,738	-1,069	-140	-558
貿易信用	87	31	152	190	78	136	114	38	-37	-190	-188	236	-307	-210
その他	5	7	16	27	23	-94	-141	-14	6	94	108	45	-113	-174
流入民間資本合計	956	1,522	2,793	2,622	2,372	2,609	3,019	5,183	4,606	-2,797	-6,451	-5,060	-3,845	-1,709

資料: タイ中央銀行ホームページより作成

(BIBF: Bangkok International Banking Facility) が開設された。その際、BIBF の貸し出し実績を考慮して、実績優秀な外国銀行にフルブランチ・ライセンスを与えるというタイ中央銀行の方針が出されたため、邦銀が中心となって貸し出し競争が行われた (BIBF からの資本流入の状況は表2参照)。BIS 統計によると、1996年末におけるタイの民間対外債務のうち54%が日本の金融機関からで、日本は最大の融資国であった。韓国においても資本自由化が進められており、92年には、「原則禁止、例外可能」だった外国為替管理法を「原則自由、例外規制」に改定し、93年から各種の資本取引に関する外国為替取引規制の段階的撤廃を開始した。

タイ政府が、外—内取引をみとめるオフショア市場 BIBF を開設したのは、パーツ圏の形成をもくろんだともいわれているが、国内貯蓄を上回る投資の資金を海外から賄うことを狙っていると同時に、国内に低コストの外貨建て資金を導入しようという政策意図が反映していると考えられる。多国籍企業は、従来シンガポールから外貨調達をしていたが、BIBF から外貨建て資金が調達できるようになったことは、地場企業にも低利の外貨建て資金調達が可能にさせるものであり、企業の BIBF を通じた外貨建て借入は急速に拡大していくことになった。

BIBF 経由で流入してきた資金は、タイ中央銀行統計によると、95年で51.8%は製造業向けで、日系企業さらには、石油化学、鉄鋼、通信などの現地企業の投資資金として使われ、タイの重化学工業化に寄与していた。よって BIBF の資金が「もっぱらバブル的に使われた」と判断する傾向が強いが、それは不正確であり、自由化措置と重工業化の進展とは一定の連関があった点に注意しなければならない。もちろん、製造業の他に不動産向けが同年で9.5%、金融業は18.5%であり、金融業

に多く含まれるファイナンスカンパニーは、不動産、消費者向けに約5割を融資しており、それがバブルにつながっていったという点も見逃すわけにいかない。

2. アジア通貨危機の発生

アセアン諸国は、90年代半ばまでの高成長から一転なぜ通貨危機発生に至ったのだろうか。直接的要因をあげれば、海外から大規模に流入していた資本が、急激に流出に転じていくこととなったことである。通貨危機に見舞われた5カ国（タイ、フィリピン、マレーシア、インドネシア、韓国）に対して96年には726億ドルの民間資本純流入があったが、97年には110億ドルの純流出に転じた⁶⁾。タイについてみれば、表2からわかるように、96年の4606億バーツの民間資本純流入から97年には2797億バーツの純流出に転じており、その背景を考察する必要がある。

(1) 96年に、85年以来の輸出減

まず重視しなければならないのは、アジア通貨売りを仕掛ける海外投資家が経常赤字の拡大を問題にしたということではない点である。なぜならタイの経常赤字は、すでに95年には大幅に拡大していた（表3参照）。そして90年代前半は、経常赤字が拡大しつつもその規模を上回る資本流入が続いていたのであり、経常赤字拡大が原因でパーツ売りの投機的取引が急増したとはいえないのである。金融グローバル化の時代では、経常赤字拡大自体で必ずしも通貨が売られるわけではない点に注意すべきであろう。

注目すべきは、96年に輸出の伸びが急激に低下したことである（同表参照）。タイは、輸出が1986

表3 タイのマクロ経済データ

年	実質GDP 伸び率(%)	輸出ドルベース 伸び率(%)	輸入ドルベース 伸び率(%)	経常収支 対GDP比(%)	インフレ率(%)	実質マネーサプライ (M1) 伸び率(%)	為替レート (パーツ/USDドル)
1985	3.0	-2.7	-8.8	-3.9	2.5	0.2	27.2
1986	4.6	23.9	1.1	0.7	1.9	13.2	26.3
1987	9.7	31.8	41.5	-0.6	2.4	22.8	25.7
1988	13.3	37.1	48.9	-2.4	3.9	18.5	25.3
1989	12.4	25.2	27.3	-3.3	5.3	19.7	25.7
1990	10.0	15.1	29.8	-8.3	5.9	16.8	25.6
1991	8.2	23.6	15.6	-7.5	5.7	2.4	25.5
1992	8.1	13.8	6.1	-5.5	4.1	19.7	25.4
1993	8.4	13.4	12.3	-4.9	3.4	10.1	25.3
1994	9.0	22.1	18.4	-5.4	5.0	20.1	25.2
1995	9.3	24.8	31.9	-7.9	5.8	17.1	24.9
1996	5.9	-1.9	0.6	-7.9	5.9	12.7	25.3
1997	-1.4	3.8	-13.4	-2.0	5.6	1.8	31.4
1998	-10.5	-6.8	-33.8	12.7	8.1	-2.0	41.4
1999	4.4	7.4	16.9	10.2	0.3	10.6	37.8
2000	4.6	19.5	31.3	7.6	1.6	9.8	40.2
2001	1.8	-7.1	-3.0	5.4	1.6	8.3	44.5
2002	4.9	4.8	4.6	5.5	0.7	12.3	43.0
2003	6.7	18.6	17.1	5.6	1.8	27.4	41.5

資料: Peter Warr, *Thailand Beyond the Crisis*, 2005, P.6より作成

年以降2桁の伸びを継続しており、輸出主導型の経済成長を遂げていたのだが、96年になって前年比マイナスを記録した(マイナス1.9%、95年は24.8%増、ドルベース)のである。1996年には輸入の伸びも急速に低下しており(95年31.9%から96年0.6%へ)、経済成長が鈍化していることがうかがえる(実質経済成長率95年9.3%→96年5.9%)。この輸出減少は、海外投資家のタイ経済の成長性に対する評価が動揺する大きな要因であった。

このタイの輸出の伸びの急減の背景を考えると、第一に、為替レートを巡る環境がアセアン諸国など通貨危機が発生した国々にとって不利となったことである。

90年代半ばからのドル高への変化がそれである。95年秋からの急速な円安ドル高は、ドルペッグの為替政策をとる東アジア諸国の輸出環境を悪化させた。伊藤隆敏は、タイの輸出と円相場との関係、関志雄は韓国の輸出と円相場の関係に言及し、円安ドル高傾向とタイや韓国の輸出の減少との相関を重視している⁹⁾。

円高ドル安から円安ドル高への転換の背景について言及しておく、新興諸国の工業化の急速な進展、東側諸国の西側陣営への参入を背景に大競争時代に入り、さらには1ドル=80円という急激な円高の進行もあり、日本は深刻なデフレ不況に陥った。94年末以降、金融機関の破綻が相次いで起こり、ジャパンプレミアム問題が起こってくる。こうして日本の金融危機が世界に及ぼす影響がクローズアップされるようになった。日本発世界恐慌が懸念される中でアメリカの低ドル政策が限界となり、国際協調でドル安是正を実施していくことになったのが、95年のいわゆる「逆プラザ合意」であった。アメリカは、それ以降「強いドル政策」へ転換し、世界から資金を呼び込み、株高条件を確保しようという経済戦略を推し進めていくのである。日本のデフレ不況及び金融危機、アメリカの「強いドル政策」への転換が、実質的にドルペッグしていた東アジア諸国の輸出減、そしてアジア通貨危機と結びついていたのである。

第二に、アセアン諸国は、中国、ベトナム、メキシコとの競争激化で繊維、履物、プラスチック製品など労働集約的産業の輸出競争力が低下したことである。アセアン諸国の賃金上昇、中国の元切り下げ(94年約33%切り下げ)、メキシコのペソ切り下げ(94年12月)の影響が考えられる。世銀は、中国の急速な世界市場への参入が、タイなどのアセアン諸国の低技術製品の輸出に与える影響を指摘している¹⁰⁾。タイの製品別輸出動向をみると、労働集約的製品の輸出の減少が著しく(例えば衣服95年伸び率1.3%→96年-21.9%、繊維95年22.1%→-4.4%、靴及びその部品95年37%→-40.9%、P. Warr, 2005, P. 22)、アセアン諸国の賃金上昇が大きな影響を与えていることを示唆している。

第三に、半導体など電子製品産業の供給力過剰による輸出価格低下も輸出減少要因としてあげられる。半導体や通信機器などの国際価格が低下しており、16MB DRAMの価格がピーク時1993年の約150ドルから1997年には10ドル未満へ下落していた¹¹⁾。タイの半導体輸出伸び率は、95年28.4%から96年の3.4%へ急低下した(P. Warr, 2005, P. 22)。

以上の背景から、アセアン諸国の輸出が減少し、経済成長率も鈍化する傾向となるとともに、経済の先行きに対する懸念が台頭することになる。それは海外投資家が、実質的なドルペッグ制をとる政策から通貨の切り下げ、変動相場制への移行を予想し、通貨攻撃を仕掛ける要因を生み出した

のである。

(2) バブル発生・崩壊

次に重視しなければならない点は、バブルの発生・崩壊の問題である。ドルペッグ制のもとで、経常赤字を上回って海外から大量の資金が流入し、為替レートの水準の固定を維持するために中央銀行がパーツ売り介入をしたことにより、流動性が過剰に供給されることになった。中央銀行が過剰流動性対策で金融引き締めをするもドルペッグのもとではさらに一段と資金が流入してしまい、引き締め効果が相殺される傾向もあった。この過剰流動性が、バブルの要因を作り出していた。

後で検討する見解では過剰な資本流入に対応できない国内金融制度の脆弱性の問題、たとえば金融機関の審査能力の欠如、銀行監督の不備、企業のガバナンスの弱さなどが指摘されている。資本自由化によって流入してきた資金は、前述したように50%は製造業向けで、全てが不動産など非生産的投資に向ったわけではないが、不動産への投資や自動車販売のための消費者信用といった非生産的分野にも多くが貸し出された。ドルペッグ、資本自由化、大きな内外金利差の存在という中で大規模に資本が流入し、さらには金融自由化が進められる中で、金融機関は融資競争を展開していたため、不動産や消費者信用への融資が増加する傾向が強まった。

しかし、タイの中央銀行は、95年後半になると、過剰流動性対策として金融機関に対し不動産など非優先分野への融資規制を始めた。この引き締め策の影響で不動産会社の経営が悪化し、融資していた金融機関の経営悪化につながった。特にファイナンスカンパニーの多くは多額の不良債権を抱えるようになった。不動産価格や株価の下落もはじまり、金融機関の不良債権問題が噴出した。

96年5月にバンコク・バンク・オブ・コマースが経営破綻、97年2月にファイナンスカンパニー最大手ファイナンス・ワンが破綻し、金融不安が発生した。6月にはファイナンスカンパニー16社に業務停止命令が出された。このバブル崩壊を背景にした一連の金融機関の破綻が海外投資家の通貨攻撃の要因となったものとみられる。

先に指摘した輸出主導の経済成長の驕りとあわせて、国際的投資家は、ドルペッグの崩壊を見越して、通貨攻撃を推し進めていったとみることができる。以下、アジア通貨危機発生 of 要因について主な説を検討しつつ詳しくみていきたい。

3. アジア通貨危機諸説とその問題点

アジア通貨危機発生の原因についての基本的見解は、大きく見て、制度的脆弱性説、国際金融説、実体経済説の3つに分かれる。

(1) 制度的脆弱性説

第一は、東アジア諸国の金融システムや企業システムの脆弱性に通貨危機の根本的原因をもとめる見解である。IMF⁽⁹⁾や世界銀行⁽¹⁰⁾が主な論者である。彼らは、アジア諸国の脆弱性として指摘する点として、金融機関の審査能力の欠如、銀行監督の不備、政府の過剰介入によるモラルハザード、情報開示の欠如、銀行の自己資本比率の低さ、企業のガバナンスの弱さをあげている。アジア的特

徴といわれる政府と民間企業との癒着・もたれあい（いわゆるクローニーキャピタリズム＝仲間内資本主義⁽¹²⁾）も含まれる。

東アジア諸国の制度、システムの脆弱性が危機の根本的要因であるという理解で、こうした脆弱性が存在している中で、銀行と企業の大量な対外借入とそれによってファイナンスされた投資を生み出した。その結果、バブルや過剰投資に至ったことがアジア通貨危機につながったとみている。

この説の理解では金融システムが整備され、海外から流入する外貨建て短期資金を適切に管理するシステムができていれば通貨危機が起らなかったという見方になり、政策提言は、アジア地域の制度改革すなわち金融および企業の制度改革とグローバルスタンダードの早期導入となる。IMF・世銀は、通貨危機諸国における金融および企業の脆弱性の改革を推し進めていくのである。

しかし、この制度的脆弱性説は、80年代後半から90年代前半における東アジアの高成長期においても、この論者が指摘する金融システムや経済システムが存在していたのであり、90年代後半に危機を発生させる決定的な要因とすることができないという点で難点がある⁽¹³⁾。世銀も、かつて『東アジアの奇跡』において、効率的で安定的な金融制度と東アジアの金融システムを高く評価していたし、「政府の市場への選択的介入」として、政府、民間の癒着関係も合目的な政策を遂行するために不可欠な官民協調体制であるとして、評価していた。さらに、中国やインドでも金融システムが脆弱であるのに、通貨危機が起きていないのは、金融閉鎖経済で、実力のともなわない対外金融開放を強行していないからであり、国内の制度問題が通貨危機発生要因とはなりえない⁽¹⁴⁾。アジア型システムの脆弱性が問題であるという見方については、通貨危機が、アジアのみならずロシア、ブラジルにも広がりを見せたことから、アジア的経済社会体制そのものに問題の根源があるとみることはできないのである。

(2) 国際金融説

第二の説として、国際金融説があげられ、この説をとる論者が多く、金融のグローバル化が急速に進展した90年代の世界経済構造を反映した説で、有力である。

東アジアのファンダメンタルズたとえば財政収支、インフレ状況について問題があったわけではないのに、金融自由化のもとで生じた大規模な国際的な短期資金の不安定な動きが引き起こしているという見方で、国際金融市場の変化、金融のグローバル化を重視する説である。

S. ラデレットとJ. サックス⁽¹⁵⁾は、アジア経済の弱さは危機を引き起こす程ではなく、むしろアジアへの大規模な資本流入と債権者の自己実現的なパニックを強調しており、金融パニック説をとっている。榊原英資⁽¹⁶⁾もバーチャル化した大規模な資本の無秩序な動きが通貨危機の原因であるとみている。アジア通貨危機は、経常収支危機ではなく資本収支危機とみなしている吉富勝⁽¹⁷⁾も国際金融説の論者の一人であろう。吉富は、銀行危機を併発している特徴がアジア危機にはあり、通貨危機と銀行危機が同時に発生する「双子の危機」と捉えるべきとの見方も出している。アジア危機の特徴は、資本収支の運動が、国内通貨供給と銀行信用の増加を通して、アブソープションを増大させ、それが経常収支の運動を作り出す関係となっており、経常赤字を資本流入で穴埋めするという従来の考え方とは逆である。さらに、アジアに流入した国際資本がもっぱら短期資本であったた

め、短期で借りて長期で投資する状態であることから「満期上のミスマッチ」が発生するとともに、外貨建てで借りて、これを自国通貨へ交換して国内投資に使うことから「通貨上のミスマッチ」が発生する。こうして資本収支の動きが、借り入れ国の銀行や企業のバランスシートに問題を引き起こすとみている。

国際金融説は、金融の自由化なかでも資本の自由化を背景に引き起こされた大規模な国際的短期資金移動によって、通貨危機が発生したとみる。例えば吉富は、自由化以前には問題にならなかったが、資本自由化によって新しいリスクが生じ、それを管理できる体制・制度が構築できていなかったのだとみている。家族経営企業、銀行、政府の三角関係は、奇跡的な持続的高成長の実現に貢献しながら、金融自由化の生むリスクを管理する能力は備わっていなかったとみる。制度的脆弱性によって通貨危機が発生したのではなく、金融自由化によって引き起こされたマネーの動きが基本で、それに従来制度が対応できなかったのであるという理解となる。つまり制度が脆弱な中国で通貨危機が発生していないのは、資本自由化に踏み切っていないからであるということになる。資本自由化が主因で、制度の問題は副因ということになる。

以上の国際金融説から提示される政策提言についてみると、従来の経常収支危機への対策とは180度異なる対応を取らなければならないのに、従来同様、金融引き締めなどの経常収支危機対策を取ったことで危機が深化したのだとIMFの危機対応を批判している。資本収支対策としてまず国際流動性対策が必要であり、国際的な短期資金の秩序ある管理を含む国際金融システム改革とアジア地域レベルでの通貨や金融の協調体制の構築が要請されるということになる。さらには、金融自由化に即した新しい制度作りの順序付けが重要であるとの政策提言につながっていくのである。国際金融説は、端的に言えば、金融自由化という政策、それも政策の順序付けが失敗だったのだという政策失敗説といってもよいだろう。

国際金融説が出されてきた背景を考えるならば、1990年代において発展途上国を巻き込みながら、金融のグローバリゼーションが進展していることと密接な関連がある。すなわち、1971年の金ドル交換停止後アメリカが、国際収支赤字に対する金準備による規制がなくなり、自国通貨で対外決済できるという基軸通貨国の特権もあり、世界に国際流動性を過剰に供給することになってきた点、80年代以降世界的な金融自由化が進展してきた点、変動相場制下で金融技術の発展が情報技術の発展と結びつきながら進展してきた点などを背景に、膨大な国際資本取引が行われるようになり⁽¹⁰⁾、投機的マネーの変動が、東アジア諸国に通貨危機を引き起こすという形で発現してきているとみることができる。そしてアセアン諸国や韓国が積極的に資本自由化を推進したのは、IMF・世銀からの要請も一因であるが、中国、メキシコ、ベトナムといった諸国の台頭に対抗する上で、一段と産業構造高度化を推進すべく、海外資金を調達する必要があったためである。産業自由化政策のもとで大規模な投資が実現できたのも、実質ドルペッグ下で、海外からの低コストの外貨建て資金を調達できたからであった。

国際金融説の弱さは、なぜ1996年から1997年にかけて資本が急速に流出するようになったのか、その点について十分な説明を加えていない点ではないかと思われる。国際金融説の論者は、東アジア経済のファンダメンタルズに問題がなかったとみており、吉富もラテンアメリカと比較すれば、

東アジアのファンダメンタルズは良好であったとし、たまたま、どこの国でもみられる景気循環上の景気の反転やバブル崩壊が海外からの短資の引き上げに結びついたという（吉富は「景気循環仮説」とする）。資本収支の赤字、通貨下落からカレンシーミスマッチを顕在化させ、地場銀行の債務膨張が起き、マチュリティーミスマッチから、地場銀行は流動性不足に陥る。地場銀行のバランスシートが悪化は、外銀の融資引き上げを激しくするから、為替レートは暴落していくのだと説明している。

問題は、1996年に国際金融において転換を引き起こす経済実体的変化は何かという点である。前述したように、1995年から96年にかけて、通貨危機が発生したアジア諸国の輸出の成長が大幅に鈍化したこととバブル崩壊による金融機関や企業の経営の悪化が起きたことから、ドルペッグという為替システムは維持できず、為替切り下げ、変動相場制へ移行という見通しが浮上してくる。ここでヘッジファンドや外国金融機関などがバーツ攻撃を実施していくのである。

(3) 実体経済説

第三の通貨危機の説明は、東アジアの実体経済に問題があった点を重視すべきとする説である。代表的論者の末廣昭は、第二の国際金融説は、金融セクターを重視し、産業構造、貿易構造、労働市場の変化などの経済構造の変化、企業の国際競争力の低下を見落とし、第一説、第二説ともに東アジア経済の高成長をバブル経済に過ぎなかったと見る傾向が強く、ファンダメンタルズの分析を行っていないと批判している。輸出成長率の低下と輸入誘発的な輸出構造が経常赤字拡大の要因を作り出し、それが危機の原因である。輸出すればするほど輸入が増え、しかも労賃上昇と生産性上昇の停滞の中で、輸出競争力が低下し、為替相場維持がその低下に拍車をかけたという理解である⁽¹⁹⁾。国際金融説では、経常赤字の分析や輸出競争力の低下の分析が欠落している。金融ばかりでなく産業の自由化にも注目すべきとの批判も出している。

輸出競争力の低下など経済実体的変化に注目している点は評価できるが、経常赤字に焦点をあてている点には、金融グローバル化の時代への認識が弱く、依然として旧来の理解の延長で考察している限界があるとみられる。既に述べたように、経常赤字の増大では、通貨危機の発生を説明しがたい⁽²⁰⁾。なぜなら経済拡大期の95年にはすでに大幅な経常赤字の拡大を記録している点である。95年時点では、経常赤字を大規模な資本の流入でカバーしており、問題が起きていない。むしろなぜ、96年から97年にかけて投資家のタイ経済に対する見方が変化し、資本流出に転じたのかが問題となる。経常収支が規定するより金融グローバル化時代においては資本移動の方が規定していることを示唆している。この点では国際金融説の方が説明力がある。

前述したように、96年に輸出主導の経済成長に翳りが現れ始めたことが第一の問題である。ドルペッグ下でのドル高がアジア通貨高を引き起こし、輸出競争力を低下させている点、アセアン諸国の賃金の上昇で低賃金労働力をもつ中国、ベトナムとの競争が激しくなった点、メキシコがNAFTA効果やペソの低下によって競争力を強められた点、電子製品などが過剰生産に陥って市況が悪化して輸出価格が低下した点があげられる。

第二の問題は、バブル崩壊による金融機関や企業の経営不安である。資本流入に対してドルペッグ維持のために中央銀行が自国通貨売り介入をすることで流動性が供給されるが、生産的投資に利

用されている段階では、バブルとはならない。国内市場拡大と産業自由化政策とむすびつきながら拡大した設備投資は、当初は問題にならなかった。しかし、製造業の収益率が低下傾向（タイの企業の総資産収益率は91年の8%から96年の1%へ低下⁽²⁾）となり、輸出減少と並行して過剰投資が顕在化したのである。一方で、ハイリスクハイリターン不動産関連向けや消費者信用向けに資金が急速に流れていくようになる。その資金流入がバブル化を促したのであり、96年には金融機関の破綻が発生しており、バブル崩壊が明らかになってきていた。このように輸出主導の経済成長の行き詰まりとバブルの崩壊とが96年頃からあきらかになり、海外投資家のアジア通貨の攻撃が始まったと考えられる。

おわりに

以上、東アジアの発展過程と通貨危機発生を分析した後、通貨危機に関する主な説を整理してきたが、再度まとめると、発展途上国の国内の経済金融構造が脆弱であるのは当然である。日本でさえ90年代まで欧米と比較して脆弱な金融構造が指摘されていたことも考えればやむをえない面がある。むしろ、その脆弱な中で80年代後半から90年代半ばにかけて東アジアが世界的に高率な経済成長を実現していたのはなぜかという点を重視していない問題点、従って90年代後半になぜ危機に至るのが説明できない問題点が、第一の制度的脆弱性説には存在している。

第二の国際金融説は、先進国ばかりでなく途上国でもすすめられた資本自由化とともに進展する金融グローバル化の不安定性を90年代的特徴として重視している点は評価できる。しかし、資本自由化を国内の金融制度との関連で順序よく緩やかに進めていくべきであったのに、急激に進めすぎたという政策の失敗説（手順の不手際）となっている。資本自由化措置は、アメリカあるいはIMF・世銀からの要請という面ばかりでなく、自ら推進する理由も存在していたのであり、金融グローバル化によって成長が実現した場合とバブル崩壊に至ってしまう場合との両面が存在している点に注意すべきで、96年が転換点となり資本流出・通貨攻撃に至る説明が十分になされていない。

第三の経済実体説では、輸入依存体質や国際競争力の低下など経済構造の問題を指摘している点で優れているが、アジア通貨危機は経常赤字主導の通貨危機という形態ではない点に注目すべきであろう。経常赤字が拡大していた95年は通貨攻撃を受けず、96年から97年にかけてアジア通貨が攻撃を受けるようになる点を重視していない点に弱点あり、96年からの輸出成長の急速な鈍化とバブル崩壊の開始が危機発生最大の要因といえよう。

アジア通貨危機は、90年代という金融グローバル化の時代を象徴する出来事である。しかし、①80年代後半以降、アメリカの低ドル政策を背景にした円高・ドル安傾向をインキュベーターとして、タイや韓国などの東アジア諸国は高成長が実現できていた関連が、日本の金融危機を背景にした95年4月の「逆プラザ合意」以降、アメリカが「強いドル政策」へ転換したことで、ドルペッグの東アジア諸国の外資・輸出主導型経済成長が行き詰まった点、②ドルペッグと資本自由化で大量に流入してきた資金が、中国、ベトナム、メキシコなどの台頭に対抗すべく投資促進の産業政策がアセアン諸国や韓国などで進められる中で、大規模な設備投資に利用されたが、輸出の伸びの急減

で、過剰投資に転化し、企業の収益率が低下してしまった点、さらに③ドルペッグのもとで大規模に流入してきた低利の外貨建て資金が、不動産や消費者信用など非生産的部門にも利用されるようになり、バブル経済化するが、政府の金融引き締め政策への転換もあってバブルが崩壊した点、この3点を背景に、ヘッジファンドなど海外投資家は、タイは自国通貨のドルペッグを継続することは困難との見方を強め、パーツなどのアジア通貨を攻撃していったのである。

最後に通貨危機後の東アジア経済について簡単に指摘しておく。98年まで深刻な経済・金融危機に見舞われた。通貨暴落による外貨建て債務の返済負担の増大、IMF金融支援の下での厳しい引き締め政策、資産価格の下落、金融機関の不良債権の急増などで深刻な不況に陥った。ステイグリッツが指摘しているように⁽²⁾、IMFが資金提供する際の条件であった構造改革は、経済危機をむしろ深めていた。

しかし、99年以降経済は回復過程に転じる。その要因は、深刻な不況により国際収支が改善し、為替レートが危機以前の水準より大きく下回った水準で安定化するようになった点や財政支出を漸くIMFが容認するようになった点もあげられるが、最大の要因は、対米中心のIT関連輸出の増大であった。タイの実質GDP伸び率は、98年の-10.5%から99年の4.4%へと回復したが、需要項目別寄与度の最大は輸出で5.0%であった。同様の傾向は韓国やマレーシアでもみられる⁽³⁾。この輸出主導の景気回復は、アメリカがマネーを世界から吸収しつつ、株高と共に急速に拡大させたITブームの恩恵を東アジア経済が受けたことを示している。近年、中国が一大生産拠点として台頭し、周辺アジア諸国が中国と結びつきを強め、東アジア域内貿易が急拡大している。しかし、注目しなければならないのは、域内貿易は中間財貿易中心に拡大しており、それを支えているのはアメリカの最終需要であることである。そして、その背景には、多国籍企業のグローバルネットワーク戦略の展開がある。通貨危機後の東アジアは、米中関係を機軸に、企業のグローバルネットワーク戦略を媒介にしつつ、対米依存を強めている。その持続可能性について言及するならば、アメリカの膨大な経常赤字と国際的資金移動の動向が注目されるが、これについては別稿にゆずることとしたい。

（いけだ・まさお 産業情報学科）

注

- (1)IMFのカムドシュ専務理事が初めて使ったとされている。
- (2)榎本1998年、246ページ
- (3)世界銀行、柳沢監訳、2000年、14ページ
- (4)同上、13ページ
- (5)河合正弘・QUICK 総研アジア金融研究会、1996年、50～51ページ
- (6)IMF、1998a 参照
- (7)伊藤1999年、74～75ページ、関1998年、第3章
- (8)世界銀行、前掲訳書2000年、41～44ページ
- (9)世界銀行、同上、38ページ

- (10)IMF, Jan. 1999 参照
- (11)World Bank, 1998a 及び1998b 参照
- (12)たとえば韓国の財閥=チェボル, タイのファミリービジネス型財閥で政府と癒着した企業経営が特徴的である。
- (13)同様な指摘は多くみられる。例えば, 高阪章は「1960年代以来, 長年にわたり形成されてきたこれらの制度的枠組みが90年代後半のこの危機の原因であるというならば, なぜそれらのもので80年代までの優れた経済パフォーマンスが達成されたのかを統一的に説明することも困難であろう」(国宗浩三編, 2000年, 26~27ページ)と述べている。
- (14)大野健一は, 「アジア危機国では, 国内経済の構造的脆弱性は, いったんおこった危機をよりひどいものにした副次的効果はあっただろう。だが, 真の因果関係とはいえない。」(大野, 2000年, 194ページ~195ページ)とし, 中国, インド, ベトナムなどは「対外開放を強行していなかった」(同194ページ)から危機が発生していないとみている。なお, 同書では, アジア通貨危機発生に関する2つの解釈として, 金融説と構造説の2つを挙げて検討している。
- (15)Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, 1998a 参照
- (16)榊原1998年参照
- (17)吉富2003年参照
- (18)たとえば, 1977年に1日当たりの為替取引額が183億ドルであったが, 95年には1兆3860億ドルに膨張している。それに対して年間貿易取引額は77年1兆3100億ドルから95年には4兆8000億ドルへと増加しているが為替取引の4日分に満たない額である(国宗浩三編1998年, 22~23ページ)。
- (19)末廣2000年, 94ページ, 末廣1999年, 121~122ページ
- (20)吉富2003年, 29~31ページ
- (21)世界銀行, 前掲訳書2000年, 97ページ
- (22)J. スティグリッツ, 鈴木訳, 2002年, 144~146ページ
- (23)Warr, Peter, 2005, P. 37

参考文献

- ・ BIS, 1997, *The Maturity, Sectoral and Nationality Distribution of International Bank Lending*, June 1997
- ・ Institute of International Finance, 1999, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, April 1999
- ・ IMF, 1997, *International Capital Markets*, Nov. 1997
- 1998a, *International Capital Markets*, Sep. 1998
- 1998b, *World Economic Outlook*, May. 1998
- 1999, "The IMF's Response to the Asian Crisis", Jan. 1999, <http://www.imf.org/external/np/exr/facts/asia.html>
- ・ Radelet, Steven and Jeffrey Sachs,
- 1998a, "The Onset of the East Asian Financial Crisis", Harvard Institute for International Development, May 1998

- 1998b, "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", *Brookings Papers on Economic Activity*, 1, 1998
- ・ Stiglitz, Joseph, 2002, *Globalization and its discontents* (鈴木主税訳, 2002, 『世界を不幸にしたグローバリズムの正体』, 徳間書店)
 - ・ Warr, Peter, 2005, *Thailand Beyond the Crisis*, Routledge Curzon
 - ・ World Bank,
 - 1993, *The East Asian Miracle*
(白鳥正喜監訳/海外経済協力基金開発研究会訳, 1994, 『東アジアの奇跡』, 東洋経済新報社)
 - 1998a, *Global Development Finance 1998*, March 1998
 - 1998b, *East Asia: The Road to Recovery*, Sep. 1998
(柳沢透監訳, 2000, 『東アジア: 再生への途』, 東洋経済新報社)
 - 1999, *Global Economic Prospects and the Developing countries 1998/99*
 - 2000, *East Asia: Recovery and Beyond*, May 2000
 - ・ 青木健, 2005, 『変貌する太平洋成長のトライアングル』, 日本評論社
 - ・ 荒巻健二, 1999, 『アジア通貨危機とIMF』, 日本経済評論社
 - ・ 飯島寛之, 2003, 「タイにおける通貨・経済危機理解の再検討」, 『立教大学経済学研究』第56巻第3号
 - ・ 池田正雄, 1998, 「行き詰まる東アジアの経済発展」, 『日本経済の現状 1998年版』, 学文社
2000, 「アジア経済回復の性格と問題点」, 『日本経済の現状 2000年版』, 学文社
2003, 「アメリカを巡る世界的資金フローの変化と歴史的意義」, SGCIME 編『世界経済の構造と動態「第1集・第1巻-I」』, 御茶の水書房
 - ・ 伊藤隆敏, 1999, 「アジア通貨危機とIMF」, 『経済研究』Vol. 50, No. 1, 一橋大学経済研究所編
 - ・ 榎本正敏, 1998, 「東アジア工業化の歴史的特殊性」, 『日本経済の現状 1998年版』学文社
 - ・ 大野健一, 2000, 『途上国のグローバリゼーション』, 東洋経済新報社
 - ・ 河合正弘・QUICK 総研アジア金融研究会, 1996年, 『アジアの金融・資本市場』, 日本経済新聞社
 - ・ 関志雄, 1998, 『円と元から見るアジア通貨危機』, 岩波書店
 - ・ 国宗浩三編, 1998, 『97/98アジア経済危機』アジア経済研究所
2000, 『アジア通貨危機』, アジア経済研究所
 - ・ 榊原英資, 1998, 『国際金融の現場』, PHP 新書
 - ・ 末廣昭, 1993, 「タイ—NAIC・NIES・環境問題」, 柳田侃編著『アジア経済論』, ミネルヴァ書房
1999, 「タイの経済危機と金融・産業の自由化」『経済研究』
Vol. 50, No. 2, Apr. 1999, 一橋大学経済研究所編
2000, 『キャッチアップ型工業化論』, 名古屋大学出版会
 - ・ 杉浦恵志, 2000, 「アジア相互依存の幻想—域内貿易構造の考察」, 『FRI 研究レポート』No. 79, 富士通総研
 - ・ 鈴木峻, 2002年, 『東南アジアの経済と歴史』, 日本経済評論社

- ・原洋之介編, 2001, 『新版 アジア経済論』, NTT 出版
- ・東茂樹, 2000, 「タイ経済の変化と金融危機」, 慶應義塾大学地域研究センター編, 『アジアの金融・資本市場』, 慶應義塾大学出版会
- ・平川均, 1993, 「アジア NIES 発展の国際的条件」, 柳田侃編著『アジア経済論』, ミネルヴァ書房
- ・宮崎晃臣, 2003, 「東アジア経済圏の歴史的位相」, SGCIME 編『世界経済の構造と動態「第 I 集・第 1 巻-I」』, 御茶の水書房
- ・横内正雄, 2000, 「東アジアの金融構造」, 天野勝行, 芳賀健一編『現代資本主義の現実分析』, 昭和堂
- ・吉富勝, 2003, 『アジア経済の真実』, 東洋経済新報社

Historical Meaning of The Asian Currency Crisis

Masao Ikeda

In this text, first of all, an economic developmental process in the East Asian countries is clarified. Next, it considers why a violent currency crisis was generated in the latter half of the 1990's in Thailand, South Korea, and other East Asian countries. Finally, the historical meaning of the Asian currency crisis is clarified while examining various opinions concerning the crisis.

The theory that valued vulnerability in the institutions of the East Asian countries is criticized; and, the perspective that the financial globalization that progressed rapidly with financial deregulation was a factor of the crisis after the 90's is evaluated. However, it is discussed that it would have been necessary to value the decrease in global competitiveness in nations such as Thailand in the latter half of the 1990's and the burst of the economic bubble as factors to cause the rapid outflow of money.

Key words: institutional vulnerability, globalization, financial deregulation, dollar peg