

現代の国際金融構造におけるロシア、中国、インド

田畑伸一郎・上垣彰

論文要旨： ロシア、中国、インドのユーラシア地域大国は、為替レートを自国通貨安に誘導する政策により、2000年代に外貨準備を著しく増大させたという共通性を有する。これには、3国における経常黒字の拡大あるいは外国投資の受入れ増加が寄与した。この外貨準備の著しい蓄積は、世界的不均衡の一因となる一方で、米国の経常赤字の増大を支えていることから、この構造を再生ブレトンウッズ体制と見なす議論にも一面の妥当性があると考えられる。

[キーワード：地域大国、為替レート、外貨準備、貯蓄・投資バランス、ブレトンウッズ体制]

1 はじめに

米国・EU・日本を現代の世界を主導する「中軸国 (core)」と見なすならば、ロシア、中国、インドの3国はそれに対して異議を唱えられる「地域大国 (regional powers)」と位置付けることができる。地域大国の比較により、ロシア、中国、インドの3国の経済発展モデルの共通性を抽出し、同時に、各国の特殊性をより深く分析することは意義深い研究プロジェクトである。本稿は、我々が行おうとするこの研究プロジェクトの最初の成果の1つである。

我々は、経済の観点から、3国に見られる次の4つの共通性に注目している。すなわち、①1990年代の対外開放と経済自由化、②国家による経済への大きな関与、③1人当たり社会・経済発展指標の低さと格差の拡大、④為替市場への強い介入の4つである。本稿は、このうち④について検討を加えることを主要な目的とする。④は①の結果であり、②に含まれるものと位置付けられる。3国は、為替市場への強い介入により、近年、外貨準備を著しく増やしているわけであるが、これが現在の国際金融構造のなかでどのような意味を持っているのかについて考察する。

第2節では、3国のマクロ統計データを使って為替市場への強い介入について現状を明らかにする。第3節では、第2節における分析に基づき、地域大国を国際金融構造のなかに位置付ける試みを行う。

2 為替市場への強い介入

2.1 為替政策と為替レート

3国は、外貨準備が大きいこと、とくに2000年代にそれが著しく増大したという共通性を有する。IMF (2010) によって2007年末における外貨準備の上位国を見ると、中国が1位、ロシアが3位、インドが6位である。この3国で、世界の外貨準備の33.4%を占めている。また、2001年から2007年までの増加額で見ると、その42.9%をこの3国がもたらしたことになる。これら3国における外貨準備の近年の増加傾向は明白である。

外貨準備の増大は、通貨当局が自国通貨の上昇を防ぐために為替市場に介入した結果以外の何ものを示すものでもない。すなわち、3国は、程度の差はあれ、自国通貨を低めに誘導するために、ドルを買い続けたわけである。

3国の為替制度は、管理フロートと宣言されている場合もあるが、多くの時期において、事実上の固定相場であったと見なされる(ここでは、1990年代末から世界金融危機前の2008年前半までを考察の対象とする)。ロシアでは、ロシア通貨・金融危機の1998年8月以降、管理フロートとされているが、2006年3月から2008年8月は名目レートの変動が極めて小さく、IMFは事実上の固定相場と見なしている(IMF, 2008, pp. 1152-1153)。なお、ロシアでは2005年以降、ドルとユーロから成る通貨バスケットに対するレートが通貨当局の政策目

標とされており、この通貨バスケット計算の係数は、2007年2月以降、ドルが55%、ユーロが45%とされている。

中国では、1997年から2005年まで対ドル・レートが1ドル=8.28元に事実上固定されていた。2005年7月21日から通貨バスケットが導入され、IMF (2008, pp. 304-305) はクローリング・ペッグであると認定している。この通貨バスケットは当初11通貨で構成されていることは分かっているが、それぞれの通貨の比重は公表されていない (Frankel, 2009, p. 347)。従来はドルの比重が圧倒的であると見なされていたが、Frankel (2009, p. 357) では、計量分析の結果として、2007年の時点でドルの比重が60%、ユーロの比重が40%という結論が示されている¹⁾。

インドでは、1993年3月以降、管理フロートとなっているが、佐藤 (2002 a, pp. 130-135; 2002 b, pp. 33-34; 2009, p. 9) は、たとえば1999年6月～2000年3月において、実質的に対ドル固定相場であったと断じている。しかし、ロシアとは異なり、

IMF はインドの為替制度を管理フロートと見なしている (IMF, 2008, p. 623)。なお、インドは、対ドル・レートのみを為替政策の対象としていと見られる。

このように、3国の為替制度は、形式的には管理フロートであった時期においても、実質的にはかなりの程度固定相場に近いものであるという共通性を持っている。これは、実際の名目為替レートの変移を見ても確認できる (図1)。同図から、外貨準備の増加した2000年代において、レートの変動が小さいことが分かる。ロシアについては、対バスケットで見た場合に、この傾向はより顕著である。すなわち、3国は基本的に名目レートを一定に保つ為替政策を取ってきたわけである。

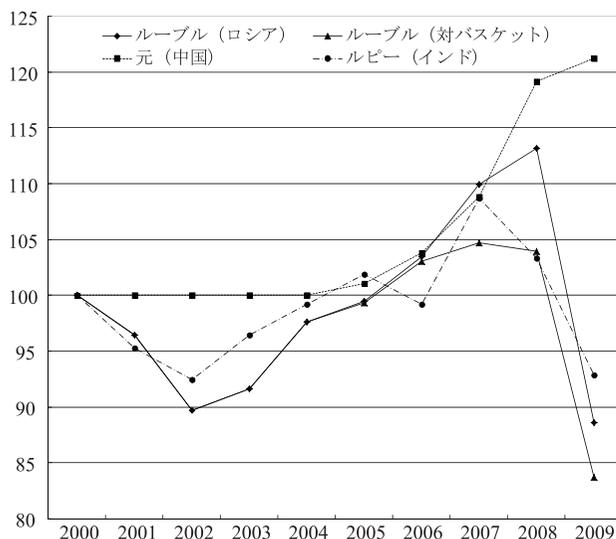
ここで、実質レートについて見てみると、中国では、2000～2007年の年平均インフレ率 (消費者価格指数上昇率) が1.7%であり (『中国統計年鑑2009』)、実質レートの上昇もほとんどなかった。インドでは、同期間の年平均インフレ率が4.5%であったが (IMF, 2010)、IMF の実質実効為替レ

ートで見ると、やはり実質レートの上昇はほとんどなかった。この2国とは異なり、ロシアでは、同期間の年平均インフレ率が13.7%に達しており (RSE 各年版)、実質レートは大きく上昇した。ロシアの場合、名目レートを一定に保つ政策は、実質レートの上昇をできるだけ抑えるために必要とされたと言える。

2.2 経常収支と資本収支

3国が名目レートを一定に保つために為替市場に介入せざるを得なかったことは、為替市場への外貨の流入が大きかったことを意味する。外貨流入の源泉は、経常収支と資本収支の黒字である。とくに、3国で外貨準備の増加が著しくなった2004～2007年の期間で見ると、ロシアでは経常黒字とその他投資の受入れ、中国では経常黒字と直接投資の受入れ、インドでは投資全般の受入れが外貨準備の増加に大きく寄与したことが分かる (表1)²⁾。さらに詳しく見ると、経常収支の黒字については、2005年からの中国の増

図1 3国の名目為替レートの推移 (2000年=100)



注) 年平均対ドル・レート。ルーブルについては、2005年以降の対バスケット・レートについても計算した。バスケットの構成はドルとユーロであり、対ドル・レートの係数は2005年には2月の90%から8月の65%にまで段階的に変化したが、平均を75%とした。これは、2006年には60%、2007年以降55%と変化したので、対前年比を連結して、本図に示した。

出所: IMF (2010)。ルーブルの対ユーロ・レートは、ロシア中央銀行ウェブサイト [http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs]。

表1 3国の外貨準備増加の要因

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2000-03	2004-07
絶対額 (単位 10 億ドル)												
ロシア												
外貨準備増減	9.3	8.2	11.4	26.4	45.2	61.5	107.5	148.9	-38.9	3.4	55.2	363.1
経常収支	46.8	33.9	29.1	35.4	59.5	84.6	94.7	77.0	103.7	49.0	145.3	315.8
直接投資	2.7	2.7	3.5	8.0	15.4	12.9	29.7	55.1	75.5	38.7	16.9	113.1
証券投資	-9.9	-0.7	3.8	-2.3	4.4	-0.7	9.5	16.0	-27.4	8.2	-9.2	29.2
その他投資	-4.2	-6.5	-3.9	22.6	17.7	42.4	30.3	139.3	62.9	-26.9	8.1	229.7
中国												
外貨準備増減	10.7	47.4	75.2	116.6	206.2	207.3	246.9	461.7	419.0	398.4	249.9	1122.0
経常収支	20.5	17.4	35.4	45.9	68.7	160.8	253.3	371.8	426.1	297.1	119.2	854.6
直接投資	38.4	44.2	49.3	47.1	54.9	79.1	78.1	138.4	147.8	78.2	179.0	350.6
証券投資	7.3	1.2	1.8	8.4	13.2	21.2	42.9	21.0	9.9	28.8	18.8	98.3
その他投資	12.3	-3.9	-1.0	12.0	35.9	44.9	45.1	81.8	-15.0	58.5	19.4	207.8
インド												
外貨準備増減	6.1	8.7	18.9	26.2	23.6	14.6	29.2	87.5	5.0	...	59.8	154.9
経常収支	-4.6	1.4	7.1	8.8	0.8	-10.3	-9.3	-11.3	-36.1	...	12.6	-30.1
直接投資	3.6	5.5	5.6	4.3	5.8	7.6	20.3	25.1	41.2	...	19.0	58.8
証券投資	2.5	2.9	1.1	8.2	9.1	12.2	9.5	35.0	-15.0	...	14.7	65.7
その他投資	7.8	1.4	2.2	1.7	6.7	12.9	25.0	40.7	24.2	...	13.2	85.4
対 GDP 比 (%)												
ロシア												
外貨準備増減	3.6	2.7	3.3	6.1	7.6	8.0	10.9	11.5	-2.3	0.3	3.9	9.5
経常収支	18.0	11.1	8.4	8.2	10.1	11.1	9.6	5.9	6.2	4.0	11.4	9.2
直接投資	1.0	0.9	1.0	1.8	2.6	1.7	3.0	4.2	4.5	3.1	1.2	2.9
証券投資	-3.8	-0.2	1.1	-0.5	0.8	-0.1	1.0	1.2	-1.6	0.7	-0.9	0.7
その他投資	-1.6	-2.1	-1.1	5.2	3.0	5.5	3.1	10.7	3.8	-2.2	0.1	5.6
中国												
外貨準備増減	0.9	3.6	5.2	7.1	10.7	9.3	9.3	13.7	9.7	8.1	4.2	10.7
経常収支	1.7	1.3	2.4	2.8	3.6	7.2	9.5	11.0	9.8	6.1	2.1	7.8
直接投資	3.2	3.3	3.4	2.9	2.8	3.5	2.9	4.1	3.4	1.6	3.2	3.4
証券投資	0.6	0.1	0.1	0.5	0.7	0.9	1.6	0.6	0.2	0.6	0.3	1.0
その他投資	1.0	-0.3	-0.1	0.7	1.9	2.0	1.7	2.4	-0.3	1.2	0.3	2.0
インド												
外貨準備増減	1.3	1.8	3.7	4.4	3.4	1.8	3.2	7.7	0.4	...	2.8	4.0
経常収支	-1.0	0.3	1.4	1.5	0.1	-1.3	-1.0	-1.0	-3.0	...	0.5	-0.8
直接投資	0.8	1.1	1.1	0.7	0.8	0.9	2.2	2.2	3.4	...	0.9	1.5
証券投資	0.5	0.6	0.2	1.4	1.3	1.5	1.0	3.1	-1.2	...	0.7	1.7
その他投資	1.7	0.3	0.4	0.3	1.0	1.6	2.7	3.6	2.0	...	0.7	2.2

注) 外貨準備増減は、国際収支表の表記法とは異なって、増加をプラスで表記する。投資は受入額のみを示した(グロス値)。インドのGDPは、4月～3月の年度データ。

出所：ロシア中央銀行ウェブサイト [<http://www.cbr.ru/statistics/?Prtid=svs>]；中国国家外貨管理局ウェブサイト [http://www.safe.gov.cn/model_safe_en/index.jsp?id=6]；IMF (2010)。GDPはIMF (2010)掲載の各国の為替レートで換算。

加が著しい。直接投資については、とくに2005～2006年頃からいずれの国においても増加が著しいことが分かる。証券投資については、中国とインドにおいて2003年頃からの増加傾向が明らかであり、2006～2007年については、3国において大きな額となっている。その他投資についても、3国において2003年頃から大きくなっており、とくに2007年には非常に大きくなっている。

これを対GDP比で見ると、2004～2007年平均(表1右端列)の経常黒字は、ロシアの方が中国よ

りも大きいこと、ロシアのその他投資の受入れが突出して大きいこと、直接投資についてもロシアが中国に匹敵するほど大きいこと、証券投資はインドがもっとも大きいことなどが分かる。2000～2003年平均と比べると、ロシアではその他投資と直接投資の受入れの増加、中国では経常黒字の増加、インドでは外国投資の受入れの増加が際立っている。

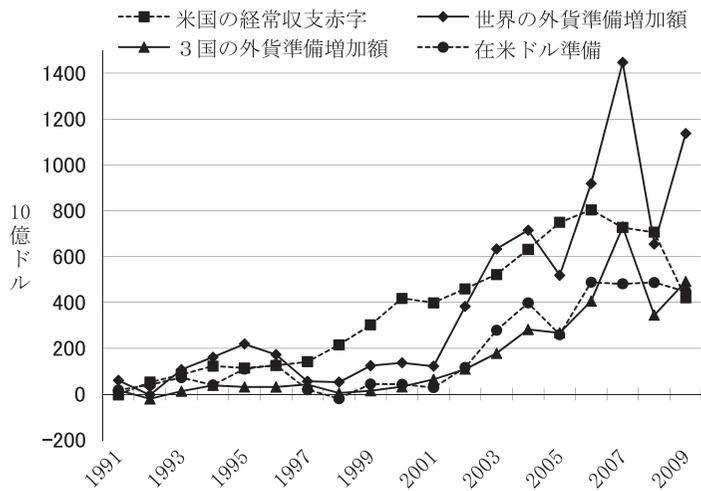
3国におけるこのような経常収支や資本収支の黒字の増加は、中軸国との貿易における貿易黒字、

あるいは、中軸国からの外国投資の流入によるところが大きかった。地域大国と中軸国との経済関係を2007年に関して見ると、まず、ロシアについては、ロシアの輸出の60.2%、輸入の54.8%、貿易黒字の67.3%を中軸国が占め、ロシアへの直接投資では90.1%、証券投資では95.5%までを中軸国が占めた³⁾。中国については、中軸国のシェアが輸出で47.6%、輸入で32.9%であるが、貿易黒字では101.4%を占めた。直接投資では、中軸国のシェアが13.6%に過ぎないが、これは、香港が37.1%、ヴァージン諸島が22.1%を占めている影響によるところが大きい⁴⁾。インドについては、中軸国のシェアは、輸出で36.2%、輸入で26.2%、貿易赤字の7.7%であった⁵⁾。ここでの文脈では、中軸国との貿易において赤字がそれほど大きくなかったことに意味があることになる。直接投資では、中軸国のシェアは20数%程度であるが、これについては、モーリシャスのシェアが45.1%に達していることを割り引く必要がある⁶⁾。

このような中軸国との貿易や中軸国からの直接投資は、2000年代における3国の高成長に大きく寄与したと考えられるから、3国における自国通貨を低めに誘導する政策は、この文脈では成功したと言えるのかもしれない。

しかし、為替市場への介入については、それに伴うコスト、とくに、不胎化政策を取るためのコストも考慮に入れる必要があろう。ロシアでは、2000年代初めから2008年半ばの時期において、外貨準備とマネーサプライ(M2)の増加が極めてよく照応しており、不胎化がほとんどなされていなかったことが示唆される⁷⁾。このマネーサプライの増加が、2000～2007年における年平均13.7%のインフレの主因であった。中国でも不胎化政策が十分でなく、マネーサプライの増加をもたらしていること(谷内, 2008, pp. 32, 99-104, 201)、また、不胎化するために中国人民銀行が発行する証券の販売が次第に困難になっていることが指摘されている(Eichengreen, 2005, p. 29)⁸⁾。

図2 米国の経常収支の赤字と世界の外貨準備増加額



出所：IMF (2010)；米国商務省経済分析局ウェブサイト

[<http://www.bea.gov/international/index.htm#header>].

2.3 3国の外貨準備と米国の経常赤字・財政赤字との関係

周知のように、地域大国における外貨準備の増加(あるいは、経常収支と資本収支の黒字の増加)は、米国の経常収支赤字の増加と表裏一体の関係にある。米国の経常収支の赤字は、1990年代末から著しく増加した。米国の経常収支赤字と世界の外貨準備増加額を示したのが、図2である。2000年代半ば以降、世界の外貨準備増加額に占める中国、ロシア、インドの3国のシェアが大きくなっており、2004～2007年において46.4%である。一方、米国の国際収支表(商務省経済分析局)を見ると、財務勘定のなかの「在米ドル準備(foreign official assets in the US)」の値が大きく、同期間の平均で経常収支の赤字額が7275億ドルであるのに対して、在米ドル準備は4065億ドルとなっている。米国の経常収支赤字の55.9%までが世界の外貨準備増加によってファイナンスされたわけである。

これら3国の外貨準備の大半はドル建てであり⁹⁾、そのかなりの部分が米国の国債(財務省証券：US Treasury securities)であると見られる¹⁰⁾。Wooldridge (2006, p. 32)は、2006年3月末の時点において、ロシアとインドは、外貨準備に占める預金(リバース・レポを含む)の割合が非常に高い国であると指摘していた¹¹⁾。その割合はそれ

ぞれ68.7%と75.8%であった。しかし、この両国においてもその後証券の比重が高まり、預金の比重が低くなった。世界金融危機前の2008年3月末時点で、預金の比重はそれぞれ34.7%、65.4%まで下がった。世界金融危機により外貨準備が両国で減少するなかで、預金の部分が優先的に取り崩されたこともあって、預金の比重はさらに低くなり、ロシアでは、2010年4月1日現在、預金が10.1%、証券が89.9%、インドでは、2009年9月末現在、預金が44.0%、証券が56.0%となっている¹²⁾。

米国財務省のデータによると、2008年6月30日現在の長期財務省証券の発行残高は3兆6210億ドルであり、そのうちの外国による保有額は2兆2107億ドルである¹³⁾。すなわち、61%が外国によって保有されていたことになり、米国の財政赤字が外国によってファイナンスされていると言われる所以である。外国による保有額のうち、1兆6843億ドル、すなわち、76.2%に相当する額が外国の公的機関による保有額であり、そのうちのかなりの部分が外貨準備であると考えられる¹⁴⁾。財務省証券の発行残高に対する外国の公的機関による保有額の比率は、46.5%である。すなわち、米国国債発行残高の半分近くが外国の公的機関によって保有されていたわけである。外国の公的機関による長期財務省証券保有額の国別データは得られないが、外国による保有額の国別データは得られる¹⁵⁾。それによると、2008年6月30日現在で、日本が

25.7%を占めて第1位であり、第2位が中国の23.6%(5219億ドル)、第4位がロシアの3.5%(766億ドル)であった¹⁶⁾。インドは第18位の0.7%(157億ドル)であり、中国、ロシア、インドの3国で27.8%(6143億ドル)を占めていたことになる。

2.4 貯蓄・投資バランス

一般に、海外部門を含んだマクロ経済体系は次のように表現される(上垣, 2005, p.101)。

$$\text{経常収支} = (\text{民間貯蓄} - \text{投資}^{17)}) + (\text{税収} - \text{政府支出}) \quad [1]$$

ここで、右辺の第1項の「投資」には、「政府の投資」も含まれると考え、その資金は右辺第2項の差額(それは「政府の貯蓄」である)で賄われると観念すると、右辺第2項は第1項に統合されて、

$$\text{経常収支} = \text{総貯蓄} - \text{総投資} \quad [2]$$

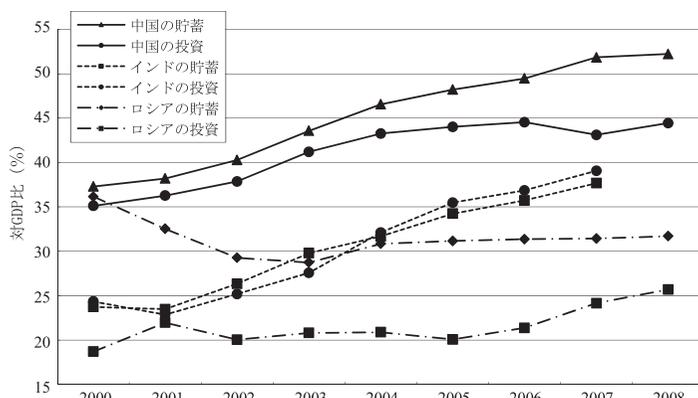
となる。これまでの考察は、いわばこの式の左辺に注目してきたわけであるが、以下では右辺に注目することとしよう。

一国の貯蓄率と投資率を式[2]の総貯蓄と総投資の対GDP比と定義するとき、ロシア、中国、インド3国の貯蓄率と投資率は、2000年以降、図3のように推移した。中国とロシアにおいて、総貯蓄と総投資の差額が大きくなっていることが分かる。

さて、式[2]の右辺は、企業、家計、政府の部門別に分解することができる。近年ではこの部門別データを入手することが可能なので、それを示したのが表2である。2004年以降、経常収支の増大がとくに著しいことから、2004～2007年の年平均値を示した(定義式どおり、各国について、表2の「合計」欄に示した貯蓄投資差額は、表1に示した経常収支の2004～2007年の数字にほぼ一致している)。経済全体の総貯蓄と総投資の差額形成においては、ロシアでは政府部門、中国では家計部門がもっとも大きく貢献していることが表2から分かる。

このうちロシアについては、政府部門の貯蓄と貯蓄投資差額が大

図3 3国の貯蓄率と投資率の推移



注) 中国の2000～2003年と2008年の貯蓄率は、総資本形成、経常収支、統計不突合の対GDP比の合計として求めた。インドは、4月～3月の年度データ。

出所: NSR (各年版), 『中国統計年鑑』 (各年版), RBI (2009)。

表2 3国の制度部門別貯蓄・投資バランス(2004~2007年平均)

	(対GDP比 %)			
	合計	企業	家計	政府
ロシア				
総貯蓄 ¹⁾	31.2	13.4	7.1	12.9
総投資	21.6	13.8	4.2	3.6
貯蓄投資差額 ²⁾	9.1	-0.4	2.9	9.2
中国				
総貯蓄	49.0	20.0	21.0	8.0
総投資	43.7	30.5	8.3	5.0
貯蓄投資差額 ²⁾	7.8	-10.5	12.7	3.1
インド ³⁾				
総貯蓄	34.8	7.9	23.8	3.1
総投資 ⁴⁾	35.9	13.8	12.5	7.9
貯蓄投資差額 ²⁾	-0.9	-5.9	11.3	-4.8

注1) FISIMは合計に含まれている。

2) 合計は統計不突合を控除している。

3) 4月~3月の年度データ。

4) 貴重品純取得と誤差脱漏が合計に含まれている。

出所：NSR（各年版）、『中国統計年鑑2009』、RBI（2009）。

きいのは、2004年から石油税収の一部が安定化基金として蓄えられるようになったことによるものである（田畑，2008，pp.92-97）¹⁸⁾。

一方、家計部門の貯蓄は7.1%、貯蓄超過は2.9%であり、3国のなかで際立って小さな数値となっている。このようななかで、企業の投資超過が小さいために、全体として9.1%の貯蓄超過が生み出されている。

中国については、家計部門の貯蓄が21.0%と非常に大きく、貯蓄超過も12.7%に達している。企業の投資は30.5%と極めて大きく、投資超過も10.5%に達しているが、家計の貯蓄超過が十分に大きいため、全体として7.8%の貯蓄超過となっている¹⁹⁾。企業部門の資金不足を家計部門の豊富な貯蓄によって補填する資金循環構造が定着していると言える（大橋・丸川，2009，pp.29-30）。

この点に関しては、インドでは状況が異なる。家計の貯蓄や貯蓄超過は中国に匹敵するほど大きい、ロシアや中国と異なり、政府部門が大きな投資超過（財政赤字）となっているために、全体としてわずかながら投資超過となっている。企業部門の投資超過も近年拡大している（絵所，2008，pp.131-135）²⁰⁾。これは、投資が活発に行われる一方で、急速に変化する社会の需要のために財政支出が増加するという、資本不足の発展途上国の典型的な特徴を示すものである（Uegaki，2010，p.65）。

外貨準備が増える要因としては、国内の金融市場が国内の貯蓄を吸収するうえで十分に発達していないことが指摘されており（奥田，2007，p.223；ECB，2006，p.15），この指摘はとくに中国やロシアに該当すると考えられる²¹⁾。

Gaddy and Ickes（2010，pp.288-289）は、ロシアにおいては、国内資本よりも外国資本の方がより効率的に投資されるということを前提に考えると、通貨当局が米国財務省証券として貯えた対外資産は、民間資本流入のための担保として機能したという見方を提示している。彼らは、「これは、中国とそれほど変わらない再生利用（recycling）現象（再生ブレットンウッズ体制）である」と述べている²²⁾。

インドにおいては、外貨準備増加の主因は、経常黒字ではなく、外国投資の流入超過であった。前項で見たように、とくに2006~2007年には、ロシア、中国、インドの3国において、外国投資の流入が著しく増大し、これが外貨準備増加の大きな要因となった。明らかに、国内金融市場の問題などと並んで、この時期における世界的な金余り現象、あるいは、有利な外国の投資先が乏しくなったことが外国投資の流入増大の背景にある（奥田，2007，p.223；柴田，2009，pp.234-238）。

3 国際金融構造のなかの地域大国

3.1 「再生ブレットンウッズ体制」論

本節では、前節で検討された問題を、国際金融構造全体の視点から再検討する。それによって、地域大国のグローバル経済における位置付けについて明らかにしたい。

近年の国際金融論の議論のなかで興味深いものに「再生ブレットンウッズ体制（Revived Bretton Woods, BW II）」論がある。その主唱者は、Michael Dooley（カリフォルニア大学サンタクルーズ校）、David Folkerts-Landau（ドイツ銀行）、Peter Garber（ドイツ銀行）の3人であり、その主張点は以下のように要約できる（Dooley and Garber，2005，p.147）。

①重要な経済グループ（主に中国が想定されている）が世界市場に登場している。彼らはドルに

対する自らの通貨価値を操作することによって、輸出志向発展戦略を追求している。

②米国は外国とくにアジアに金融仲介サービスを提供し、巨大な経常収支不均衡を甘んじて受け入れている。

③輸出志向発展戦略を取る、より貧しい経済グループは、より豊かな経済（とくに米国）に巨大な量の資本輸出をしている。

④移動性の高い世界の過剰貯蓄の結果、異常に低く、さらに低下しつつある短期・長期実質金利が現出している。

⑤変動相場制下の工業経済・エマージング経済のグループは、間断ない通貨切り上げ圧力にさらされている。

世界の金融体制を上記①～⑤で特徴付けるのは、(2000年代初頭の)現状認識としては、さしてオリジナリティのある見方とは言えないであろう。しかし、問題はその安定性に関する議論である。ドゥーリーらは、この体制が安定的であり、無理に変更する必要はないと考える。この体制は、その意味で、1968年のブレトンウッズ体制ではなく(ましてや崩壊寸前の1971年のそれでもなく)、1958年のブレトンウッズ体制に似ているというのだ(Dooley and Garber, 2005, p. 148)。

この主張は、国際金融の不均衡、とくに米国の経常収支赤字の持続可能性というより広い問題領域のなかに置くことができる。すなわち、ドゥーリーらを持続可能論者の最右翼と位置付けることができるのである。彼らの主張のキーポイントの一つは、中国経済に関する認識である。彼らによれば、中国は発展と失業の問題を解決するという課題を抱えているという。その意味は、中国には、現存の巨大な国内貯蓄を利用して、何億人もの労働者を生産的活動に急速に雇い入れることができるような、成長する国際的競争力を持った資本ストックを形成していく必要があるということだ。ここで問題なのは国内の貧弱な信用システムであり、そのための解決策が、輸出志向工業化と経常黒字の安全な確保(collateral=担保という言葉を使っている)、すなわち、公的準備の米国市場での累積である。ここで、米国が「効率的な金融サービスの提供者」であることが意味を持つてくる。米国への資本流入が米国の経常赤字と表裏一体の

問題であるとするなら、中国のこの発展戦略が継続する限り、米国の経常赤字も継続するし、その体制が崩壊する危険性も少ないということになる(Dooley and Garber, 2005, pp. 156-158)。

彼らの主張に対しては多くの批判がある。もちろん、サブプライム金融危機そのものが彼らの主張の誤りを証明したという議論はあるわけで、その点に関しては後述するが、まずは、サブプライム金融危機以前の代表的批判としてバリー・アイケングリーンを紹介しておこう。

アイケングリーンはドゥーリーらを概略次のように批判している(Eichengreen, 2005, pp. 191-194)。①ブレトンウッズ体制が現在の状況と大きく異なるのは、現在は、世界の銀行の役割を果たしている国(米国)が巨大な経常赤字を抱えているという点である。他国に金融仲介サービスを提供するもつとも効率的な金融システムを持っているはずの国が均衡経常収支を達成できない理由が分からない。②ドゥーリーらによれば、中国は米国財務省証券に投資しているが、それは結局アメリカが「保険サービス(custodial service)」を買っていることを意味するという。そのことによって、もし中国が在中国の米資産を国有化するようなことがあっても、それに対抗して中国保有の政府債のデフォルトを行えばいいので、米国の投資家は安心して中国に直接外国投資を行えるということだが、まことに怪しい議論である。外貨準備の蓄積と経常黒字は、日本、韓国、台湾を含む汎アジア的現象であって、これら諸国が米資産を接収する危険は全くないわけだが、彼らも米国に巨大な債権を持っている。③タイミングも悪い。米国の対中国直接外国投資が増加を始めたのは1992年頃だが、中国の巨大な外貨準備の蓄積が始まったのはほぼ10年後である。④為替レートを人為的に低く抑える政策を正当化する議論が、他の中所得国と同じように、中国でもそれほど強力ではなくなる時期は遠くないはずだ。近い将来、アジア諸国の政府が低い通貨価値を通じた輸出志向成長戦略から脱却するかもしれない十分な理由がある²³⁾。このようにアイケングリーンの批判は、歴史家らしい実態に即した納得できる議論と言えよう。その他ジェフリー・フランケルも「BW II」に厳しい批判を行っている(Frankel, 2005)。

米国の正統派経済学者たちには、ドゥーリーらの議論は評判が悪いようである。さしたる歴史的な根拠もなく現体制を「BW II」と名付けたり、あまりにも大胆な予言をいとも簡単に行ったりしていることがその理由と思われるが、では、正統派経済学者がこぞって彼らの議論に反対しているかと言えば、そうとは言えない。たとえば、リチャード・クーパーは、中国認識に関しドゥーリーらのテーゼに「同感するところがある」とし (Cooper, 2005, p. 128), 日本とドイツの過剰貯蓄に言及しつつ、米国の経常収支赤字の持続可能性を否定する議論を批判している²⁴⁾。外国の過剰貯蓄が米国の経常赤字を膨らませ、民間貯蓄を押さえ込んだ、と主張するパーナンキの議論 (Gruber and Kamin, 2007, p. 503) も同趣旨のものといえよう。

こうしてみると、中国の外貨準備と米国の経常収支赤字とを直接結びつけて、それを「再生ブレイクアウト」と呼ぶような単純な枠組み、世界の低金利に関する一面的で価値判断を含んだ見方²⁵⁾、中国外貨準備による米財務省証券保持を「担保 (collateral)」と名付けるような奇妙な用語法をはぎ取って、米国の経常赤字の持続可能性とその各国過剰貯蓄との関係という基本問題だけを救い出せば、ドゥーリーらの議論も無視できないもののように思えてくる。

サブプライム金融危機はこのような理論的状況下で生じた。危機は、「再生ブレイクアウト」論を葬り去ったようにみえる。米国の経常赤字の持続可能性どころか、国際金融システムそのものを崩壊させかねない事態が生じたからだ。しかし、ドゥーリーらは危機後も存外意気軒昂のようである。彼らの主張はこうだ。「資本流入の突然の停止は米国に関しては生じていない」 (Dooley et al., 2009, p. 303), 「サブプライム危機からの回復は BW II をむしろ強固にしている。実際中国は準備を増やしている」 (p. 304), 「外国の民間および公的な投資家は、米国の経常収支赤字をファイナンスし続けている」 (p. 307), 「競争力ある為替相場を維持し、準備を溜め込もうとするエマージングマーケットの政府のインセンティブは今回の危機によってむしろ強まったはずだ」 (p. 309)。

この彼らの主張には一部事実誤認も含まれているようである。米国からの資本流出は実際生じた

し、米国の経常赤字も減少した。中国の経常黒字も減少の兆しがあると言われている。しかし、彼らが事実無根の主張を強弁しているだけとも思えない。金融危機は米国の経常赤字の持続可能性という問題を解消してしまったのだろうか、今後、米国の経常赤字は継続的に減少するのだろうか、減少するとしてどのようなメカニズムを通じてそれは起こるのだろうか²⁶⁾、そのとき、日本、ドイツ、中国の過剰貯蓄はどうなるのだろうか、これらの問題にはまだ誰も明確には答えていない。

3.2 国際投資ポジション統計による分析

我々の問題意識は、この大変動を遂げつつある国際金融市場において、中国、インド、ロシアその他の地域大国がどのような役割を果たしてきたか、今後どのような役割を果たすのか、また、逆に国際金融の変動はこれら諸国の経済にどのような影響を与えるかである。困難な課題であるが、これを行うためにまず必要なことは、中軸国と地域大国とを国際金融市場の同じ土俵の上に並べて、両者を比較することである。

表3は、国際金融において大きな位置を占める中軸国 (米国、日本、ドイツ、イギリス) とブラジルを含む地域大国 (BRIC) の国際投資ポジションを示している。国際投資ポジションとは、国際収支表のストック版といえるが、両者の重要な違いは、国際投資ポジションが、債券価格の変動や為替レートの変動を考慮している点である。したがって、同表の各年末の数字は、その時点で各国の資産・負債を時価で再評価したものになっている。国際金融論において、このような意味でのストック指標が国際金融取引に与える大きな影響にとくに注意すべきであると指摘されている点を考慮して²⁷⁾、我々もこの統計に注目してみよう。

まず、ソ連崩壊以前の1990年においては、地域大国のデータはまだ IMF の資料には登場していない。この年、米国の純負債は日本とドイツの純資産によって十分相殺されていた。イギリスは資産も負債も非常に大きいにも関わらず、純額はそれほど大きくなく、また、外貨準備は小さい。自由な国際金融大国としての姿が明瞭である。

初めて中国のデータが公表された2004年をみると、90年代から21世紀の初めにかけて、米国の純

表3 主要国の国際投資ポジション

(単位：10億ドル)

	1990	2004	2006	2008	1990	2004	2006	2008	1990	2004	2006	2008
	米国				英国				ロシア			
資本・財務勘定総資産	2,179	9,341	14,428	19,888	1,764	7,554	10,232	10,157	…	407	732	1,010
資本・財務勘定総負債	2,402	11,586	16,612	23,357	1,769	7,981	10,924	10,244	…	417	770	756
資本・財務勘定純資産	-223	-2,245	-2,184	-3,469	-24	-426	-692	-86	…	-11	-39	254
外貨準備	175	190	220	294	49	45	45	53	…	125	304	427
	日本				中国				ブラジル			
資本・財務勘定総資産	1,858	4,167	4,692	5,721	…	934	1,688	2,920	…	149	239	413
資本・財務勘定総負債	1,529	2,383	2,884	3,236	…	637	1,035	1,401	…	446	608	692
資本・財務勘定純資産	329	1,784	1,808	2,485	…	297	653	1,519	…	-298	-369	-279
外貨準備	80	843	895	1,025	…	623	1,081	1,966	…	53	86	194
	ドイツ				インド							
資本・財務勘定総資産	1,087	4,768	6,030	6,892	…	167	232	339				
資本・財務勘定総負債	751	4,442	5,173	5,963	…	211	291	420				
資本・財務勘定純資産	336	327	858	929	…	-43	-60	-81				
外貨準備	70	97	112	138	…	142	177	256				

注) 各年末値。
出所：IMF (2010)。

負債が急速に増加したことが分かる。しかし、その間日本の純資産も急増し、ドイツと中国の純資産を加えると、米国の純負債を相殺する。もちろん、これはバランスシート上当然のことであるが(借りる者がいれどどこかに貸す者がいるはず)、問題はそのなかでの中国の位置である。中国の純資産は、2004年末時点では、日本のそれに大きく及ばないのはもちろんのこと、ドイツの水準にもまだ達していない。さらに重要な問題は、各国のグロス額、すなわち総資産と総負債の額である。米国、日本、ドイツ、イギリスでは莫大な量の資本が国境を越えて取引され、蓄積されている。純資産・負債の数字は、この巨大な氷山の海上に表れた一角に過ぎない。2004年末の中国の総資産と総負債をみると、中国がこの構造のなかでまだ小さな役割しか果たしていないことが分かる。純資産額としては2007年末に中国はドイツを抜き(表3には記載していない)、金融危機後(2008年末)、さらにその額は増加し、中国の存在感は高まっていると言える。しかし、総額という観点からいうと、中国はなお国際金融市場において周辺にしか位置しない。ドゥーリーらが、中国が米国の経常

赤字を支えているかのような単純なイメージを提出したのは、ミスリーディングであったと言える。インド、ロシア、ブラジルに関しては、純額でも総額でも、ほとんど無視できる。

では、地域大国はどんな意味においても国際金融市場で大きな意味は持たないのだろうか。外貨準備の動向をみると必ずしもそうとは言えないことが分かる。中国をはじめとして地域大国の外貨準備が非常に大きな額に上っていることは、その増加のメカニズムとともに前節で論じた。ここではその国際金融市場との関係について説明しておきたい。

表3で印象付けられるのは、中国、インド、ロシア、ブラジルでは、純資産額がマイナスの年はもちろんのこと、プラスの年でも、常に純資産額より外貨準備の方が大きいことである。このことは、これら諸国では「民間部門」(通貨当局以外という意味で)に負債超過が常に存在すること(外貨準備は同表1行目の「資産」の内数であることに注意)、それにも関わらず、公的部門が大きな資産を保持して国際市場に影響を与える立場にあることを意味する。2008年末の中国、インド、ロ

シア、ブラジルの外貨準備を合計すると2兆8430万ドルとなる。これは同時期の米国の総負債の12.2%に当たる。無視できない大きさである。地域大国の通貨当局と政府は、危機後も国際金融の情勢に影響を与えうる政策変数を手にしていると言える。その意味で、ドゥーリーらの議論は重要な問題に触れていたと言える。

では、逆に国際金融市場の動向は地域大国の経済にどのような影響を及ぼすのであろうか。この答は、上記の総額の格差をみれば明らかである。地域大国は、上からの自由化の一側面として、国際金融システムの領域で、歪ながらもそれなりの自由化を実施してきた。他方で、量的にはまだ十分成長していない金融市場を持っている。その結果、地域大国は国際金融上のショックに脆弱な立場に立たされているのである。金融危機後、大量の資本流出と激しいGDP低下に見舞われたロシアにこのことが典型的に表れた。中国、インドはロシアのような事態を経験しなかったが、今後の動向を注視する必要がある。

4 おわりに

本稿では、外貨準備の著しい増加という共通性を有する中国、ロシア、インドの3国について、増加の背景を探り、それを国際金融構造のなかに位置付ける作業を行った。3国の共通性として、政府が、為替レートを自国通貨安に誘導する政策が必要であると考えたこと、(とくに、民間部門において)貯蓄超過の傾向があったことなどを明らかにした。また、これらの国における巨額の外貨準備の蓄積は、世界的な不均衡の一因となっているが、米国の巨額の経常赤字との関係で考えると、安定的なものであるかどうかは別にして、相互依存的な側面もあることを示した。さらに、国際投資ポジションの総額で見ると、3国は国際金融市場においてなお周辺的な役割しか果たしておらず、そのため、金融市場の変動に対して脆弱な立場に立たされている点も指摘した。

本稿では、ユーラシア地域大国という切り口で、この世界的な不均衡の問題に新たな洞察を加える試みを行った。比較地域大国研究の枠組みで、本稿で残されている多くの課題を含めて、この問題のいっそうの解明を進めていきたい。

(北海道大学スラブ研究センター
; 西南学院大学経済学部)

注

*) 本稿は、文部科学省科学研究費補助金・新学術領域研究「ユーラシア地域大国の比較研究」(2008~2012年度)を構成する計画研究「持続的経済発展の可能性」の研究成果の一部である。本領域研究のねらいなどについては唐(2010)、比較の意義については上垣(2009)参照。本稿を準備する過程で、とくに、柴田徳太郎、佐藤隆広、丸川知雄、金野雄五、星野真、劉旭の各氏には、個々の箇所についてのコメント、統計に関する情報提供の面で協力いただいた。記して謝意を表したい。

1) フランケルは、2007年以降の元の対ドル・レートの増価は、ユーロのドルに対する増価にその原因を帰すべきであり、2007年以降の為替制度は、対バスケット固定相場と見なすべきだと主張している。

2) 同表では、経常収支がネット値で示されているのに対し、投資の値は受入れのみの総額値となっている。ロシアや近年の中国では、外国への投資も大きくなっているため(Uegaki, 2010, p.67)、ネット値で示すと外貨準備増減に対する投資受入れの貢献が不明瞭になるので、このような扱いにした。なお、Uegaki(2010, pp.72-73)で紹介したように、ECB(2006, p.14)では、外貨準備の増加が著しい新興国9カ国が増加の要因別に4つのタイプに分類され、ロシアは、経常黒字と貯蓄超過(投資を上回って増加する貯蓄)によるタイプ、中国とインドは、経常収支と資本収支の両方の黒字と貯蓄超過によるタイプに分類されている。なお、この分類は2005年までのデータに基づいている。

3) 輸出入はTamozhennaia statistika(2009)による。外国投資はロシア統計局のウェブサイト(<http://www.gks.ru>)による。

4) 中国の貿易と直接投資については、『中国統計年鑑2009』による。

5) これは、OPECのシェアが輸出で16.3%、輸入で30.2%と大きいことが一因である(RBI, 2009)。

6) インド商工業省 Department of Industrial Policy & Promotion 発行の India FDI Fact Sheet, March 2008による。これには、EUについては5カ国のデータしか記載されておらず、それに基づいて中軸国のシェアを計算すると、21.4%となる。

7) ただし、石油収税の一部によって2004年に設立された安定化基金は、2006年から外貨によって蓄えられることになり、不胎化の役割を果たすようになった(田畑, 2008, p.94)。

8) Ouyang et al. (2010, p.19)においては、計量分析の結論として、中国の不胎化は2007年初めまでは事実上完全であったが、2007年終りから2008年終りにかけては部分的なものになったと述べられている。なお、インドでは、不胎化を目的として、2004年4月から市場安定化スキーム(MSS)が導入され、インド準備銀行はドル買い介入をする際に政府証券を発行することとな

った (Mohan, 2008, p. 248). 当局側は、この制度によって十分に不胎化が行われているとしているが、これについての検討は今後の課題としたい。

9) IMF の Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves (COFER) のデータによると、新興国・途上国の2008年末の外貨準備 (4兆8706億ドル) のうち、通貨別内訳が分かっているもの (2兆530億ドル) の60%がドル、31%がユーロであった (<http://www.imf.org/external/np/sta/cofer/eng/index.htm>). 注7に記したように、ロシアの外貨準備の一部は、2006年から政府系ファンド (2008年1月までは安定化基金、それ以降は、予備基金と国民福祉基金) として保有されるようになっている (2009年末現在、1521億ドル). 政府系ファンドの外貨別内訳は、ドルとユーロが45%ずつ、ボンドが10%と定められている (田畑, 2008, p. 94).

10) Wooldridge (2006, p. 32) によれば、2006年3月末において世界の外貨準備の70%が証券であり、2004年12月末において証券の保有の73%が長期証券であった。

11) このことは、奥田 (2007, p. 229) で引用されている。

12) ロシアのデータは、ロシア中央銀行『銀行統計報』(Biulleten' bankovskoi statistiki) による。インドのデータは、インド準備銀行の *Half Yearly Report on Management of Foreign Exchange Reserves* による (<http://www.rbi.org.in/scripts/HalfYearlyPublications.aspx?head=Report%20on%20Foreign%20Exchange%20Reserves>).

13) 米国財務省の *Report on Foreign Portfolio Holdings of U.S. Securities as of June 30, 2008* の Table 2 による (<http://www.treas.gov/tic/fpis.shtml>). 長期財務省証券には、短期債券 (bills) 以外の市場性 (marketable) 証券が含まれている。

14) 前注の Report の Table 21 による。同じサイトにある *Understanding U.S. Cross-Border Securities Data* (2006) の A 63頁によれば、公的機関による保有は、中央銀行などの外貨準備だけではなく、政府系の基金やその他の政府機関の保有を含むとされている。

15) データの出所は、前注の Table 21.

16) 第3位はブラジルの7.1%である。なお、この統計では、サウジアラビアは中東石油輸出に一括されており、そのシェアは3.5%である。

17) 在庫品投資 (SNA 統計の在庫品増加) を含む。

18) 2000~2003年の時期と比べると、総貯蓄の大きさ (貯蓄率) はそれほど変わらないが (2000~2003年に31.7%), 同期には企業の貯蓄が18.9%, 政府のそれが8.2%であり、2004年以降企業から政府に貯蓄が移動したことが分かる。

19) 中国の制度部門別貯蓄・投資データは、『中国統計年鑑』(各年版) 掲載の資金循環表から得られる。しかし、2000~2003年の資金循環表については、①その後改訂されたと思われる総資本形成の総額のデータと合わない、②貯蓄総額のデータが小さすぎるなどの問題があり、本稿では利用していない。

20) 2000~2003年の平均では、企業の総貯蓄は対GDP比4.0%, 総投資は5.8%であった (RBI, 2009)。

21) Uegaki (2010, pp. 73-74) では、国内金融市場の未発達の問題を金融深化度により議論している。

22) ドゥーリーらの再生ブレトンウッズ体制論については後述する。とくに、「担保」という見方については、第3節のアイケングリーンの批判を参照せよ。なお、ギャディとイックスは、Dooley et al. (2003) を関連文献として挙げるとともに、中国の家計貯蓄率がロシアをはるかに上回ることを、中国の方が金融制度、とくに資本取引に関する監視が強いこと、ロシアでは外国からの資本流入に占める直接投資のシェアが中国と比べてはるかに小さかったことなどの違いを指摘している。彼らは、こうした違いが、外国からの資本流入の突然の停止に対するロシアの脆弱性を高めたことと記している。筆者の1人は、2006~2007年における巨額の資本流入がロシアの金融部門の弱さを覆い隠したという見方を示したが (Tabata, 2009, pp. 691-692), ロシアが中国、インドなどと比べて世界金融危機の影響を強く受けた原因がこのあたりにあると考えられる。

23) Eichengreen (2007, pp. 30, 32) では、40年前は強制貯蓄が貿易財生産部門へ投資されたが、現在ではそれはハイリスク資産へ向かう傾向がある、通貨を人為的に抑える輸出志向発展戦略は収獲通減状態に陥っていると議論している。

24) Cooper (2008) も参照せよ。

25) ドゥーリーらは、アジア諸国から過剰貯蓄が、自由な金融市場を通じて、世界、米国に流入し、利子低下と資産価格の上昇を招いている。これは経済発展にとってよいことだと主張している (Dooley et al., 2009, pp. 301-302)。

26) Obstfeld and Rogoff (2005, p. 73) は、シミュレーション分析を行い、ヨーロッパ、米国、アジアの経常収支がゼロになる場合は、ドルの実質実効相場は33%減価、アジアの通貨は35%、ヨーロッパの通貨は29%ドルに対して切り上がる必要がある、とした。

27) たとえば、Lane and Milesi-Ferretti (2001; 2007) を見よ。

参考文献

- 上垣彰 (2005) 『経済グローバリゼーション下のロシア』日本評論社。
- 上垣彰 (2009) 「比較の意義について：経済学の立場から」『比較経済研究』第46巻, 第1号, pp. 35-51.
- 絵所秀紀 (2008) 『離陸したインド経済：開発の軌跡と展望』ミネルヴァ書房。
- 大橋英夫・丸川知雄 (2009) 『中国企業のルネサンス』岩波書店。
- 奥田宏司 (2007) 「世界の外貨準備の膨脹について」『立命館国際研究』第19巻, 第3号, pp. 215-234.
- 佐藤隆広 (2002a) 『経済開発論：インドの構造調整計画とグローバリゼーション』世界思想社。
- 佐藤隆広 (2002b) 「経済自由化後のマクロ経済学：「新興市場」インドの経験から」絵所秀紀編著『現代南アジア②経済自由化の行方』東京大学出版会、

- pp. 11-42.
- 佐藤隆広 (2009) 編著『インド経済のマクロ分析』世界思想社.
- 柴田徳太郎 (2009) 『資本主義の暴走をいかに抑えるか』筑摩書房.
- 谷内満 (2008) 『グローバル不均衡とアジア経済』晃洋書房.
- 田畑伸一郎 (2008) 編著『石油・ガスとロシア経済』北海道大学出版会.
- 『中国統計年鑑』北京：中国国家统计局 (各年版).
- 唐亮 (2010) 編『ユーラシア地域大国の政治比較：共同作業の課題と分析の方法』(比較地域大国論集No. 3) 北海道大学スラブ研究センター.
- Cooper, N. Richard (2005) Comments on Obstfeld and Rogoff, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 124-128.
- Cooper, N. Richard (2008) Global Imbalances: Globalization, Demography, and Sustainability, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No. 3, pp. 93-112.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau and Peter Garber (2003) An Essay on the Revived Bretton Woods System, *NBER Working Paper Series*, No.9971.
- Dooley, Michael, David Folkerts-Landau and Peter Garber (2009) Bretton Woods II Still Defines the International Monetary System, *Pacific Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 297-311.
- Dooley, Michael, and Peter Garber (2005) Is It 1958 or 1968? Three Notes on the Longevity of the Revived Bretton Woods System, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 147-187.
- ECB (European Central Bank) (2006) *The Accumulation of Foreign Reserves* (Occasional Paper Series, No. 43, February).
- Eichengreen, Barry (2005) Comments on Dooley et al., *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 188-194.
- Eichengreen, Barry (2007) *Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods*, Cambridge, Mass.: MIT Press (邦訳はバリー・アイケングリーン (畑瀬真理子・松林洋一訳) 『グローバル・インバランス：歴史からの教訓』東洋経済新報社, 2010年).
- Frankel, Jeffrey A. (2005) Comments on Dooley et al., *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1.
- Frankel, Jeffrey A. (2009) New Estimation of China's Exchange Rate Regime, *Pacific Economic Review*, Vol. 14, No. 3, pp. 346-360.
- Gaddy, Clifford G., and Barry W. Ickes (2010) Russia after the Global Financial Crisis, *Eurasian Geography and Economics*, Vol. 51, No. 3, pp. 281-311.
- Gruber, Joseph W., and Steven B. Kamin (2007) Explaining the Global Pattern of Current Account Imbalances, *Journal of International Money and Finance*, Vol.26, pp. 500-522.
- IMF (International Monetary Fund) (2008) *Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions*, Washington, DC: IMF.
- IMF (International Monetary Fund) (2010) *International Financial Statistics* [<http://www.imfstatistics.org>].
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti (2001) The External Wealth of Nations: Measures of Foreign Assets and Liabilities for Industrial and Developing Countries, *Journal of International Economics*, Vol.55, pp. 263-294.
- Lane, Philip R., and Gian Maria Milesi-Ferretti (2007) The External Wealth of Nations Mark II: Revised and External Estimates of Foreign Assets and Liabilities, *Journal of International Economics*, Vol.73, pp. 223-250.
- Mohan, Rakesh (2008) Capital Flows to India, *BIS Papers*, No. 44, pp. 235-263.
- NSR (*Natsional'nie scheta Rossii*) (ロシア国民勘定), Moscow: Rosstat, various years.
- Obstfeld, Maurice, and Kenneth S. Rogoff (2005) Global Current Account Imbalances and Exchange Rate Adjustments, *Brookings Papers on Economic Activity*, No. 1, pp. 67-146.
- Ouyang, Alice Y., Ramkishen S. Rajan and Thomas D. Willett (2010), China as a Reserve Sink: The Evidence from Offset and Sterilization Coefficients, *Journal of International Money and Finance* (インターネット先行公表版).
- RBI (Reserve Bank of India) (2009), *Handbook of Statistics on Indian Economy 2008-09*, [<http://www.rbi.org.in/scripts/Publications.aspx>].
- RSE (*Rossiiskii statisticheskii ezhegodnik*) (ロシア統計年鑑), Moscow: Rosstat, various years.
- Tabata, Shinichiro (2009) The Impact of Global Financial Crisis on the Mechanism of Economic Growth in Russia, *Eurasian Geography and Economics*, Vol. 50, No. 6, pp. 682-698.
- Tamozhennaia statistika vneshnei torgovli Rossiiskoi Federatsii. Sbornik. 2008 god.* (ロシア連邦外国貿易通関統計集2008年) (2009), Moscow: Federal'naia tamozhennaia sluzhba.
- Uegaki, Akira (2010) Balance of Payments in Comparative Perspective: China, India and Russia under Globalization, in Akira Uegaki and Shinichiro Tabata, eds., *The Elusive Balance: Regional Powers and the Search for Sustainable Development* (Comparative Studies on Regional Powers, No. 2), Sapporo: Slavic Research Center, Hokkaido University, pp. 59-82.
- Wooldridge, Phillip (2006) The Changing Composition of Official Reserves, *BIS Quarterly Review*, September, pp. 25-38.