

平成 30 年 5 月 30 日現在

機関番号：13301

研究種目：基盤研究(C) (一般)

研究期間：2015～2017

課題番号：15K03539

研究課題名(和文) 企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化：アジア経済統合下のマクロ経済政策

研究課題名(英文) Dependence on internal finance by the corporate sector and dependence on external finance by the household sector: Macroeconomic policy under regional economic integration in East Asia

研究代表者

塩谷 雅弘 (Enya, Masahiro)

金沢大学・経済学経営学系・准教授

研究者番号：70340867

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 3,200,000円

研究成果の概要(和文)：いくつかの新興国では、2000年以後、家計向け貸出が急激に増加している。多くの場合、家計向け貸出の増加は企業向け貸出の減少または停滞を伴っている。本研究の目的は、アジア地域の新興国を主要な対象として、家計向け貸出と企業向け貸出の近年の状況を調査し、これら貸出の増減を伴った国内金融システムの変化の構造的要因と将来の生産や所得に与える影響を実証的に検討することである。分析の結果、外国からの資本流入や経済発展プロセスの特徴が大きくかかわっていること、また家計向け貸出の増加は将来の生産低下や景気循環を増幅させる影響を持つことを確認した。これら分析結果を踏まえ、政策提言についても検討した。

研究成果の概要(英文)：Some emerging economies in the world have experienced rapid growth in household credit since 2000. The purpose of this study is twofold: first, to examine the recent situation concerning household and corporate credits in emerging economies, mainly in East Asia, and second, to investigate the drivers and effects of increase in household credit and decrease in corporate credit. This study finds that the key drivers are increase in capital inflow into the corporate sector (substitution effect) and the multinational corporate-led economic development process. It also finds that an increase in household credit predicts lower output growth in the future. Further, it suggests a macroeconomic policy aimed at macroeconomic stability.

研究分野：金融、国際経済学

キーワード：家計債務 企業債務 家計向け貸出 企業向け貸出 金融仲介 アジア 地域経済統合 資本フロー

## 1. 研究開始当初の背景

新興経済国において、特に2000年以後、家計向け貸出が増加している。アジア地域のいくつかの新興経済国では、企業向け貸出が伸び悩む中で、家計向け貸出が増加している。銀行の家計向け貸出の増加が、銀行の企業向け貸出の減少を伴って生じており、すなわち、銀行の貸出先が企業から家計に変化しているといえる。世界金融危機後は、世界的な金融緩和策を背景として、すこし状況を変化させ企業向け貸出の増加を伴いながら、家計向け貸出の増加が続いているようである。民間貸出の増加、すなわち民間債務の増加は、金融環境の変化によって再び金融危機を引き起こす引き金になりうるため注意が必要である。

銀行などによる貸出は、設備投資資金に使われるのであれば将来の生産増加が期待できる。しかし、貸出の急激な増加がその後の銀行危機発生の原因となる可能性があることも指摘されている。貸出の中でも企業向け貸出と家計向け貸出では、その後の生産や銀行危機の発生に与える影響は異なると考えられ、特に、家計向け貸出の増加には注意が必要であるといえる。

本研究は、家計向け貸出と企業向け貸出の双方に焦点をあてる。特に、2000年以後以後、家計向け貸出が急増し企業向け貸出しが低迷している東アジア地域の新興経済国に注目する。

## 2. 研究の目的

本研究は、東アジア地域を中心とした新興経済国の国内金融システムにおける銀行の貸出先の変化に焦点をあてる。いくつかの新興経済国で、銀行の企業向け貸出の減少（企業の内部金融依存化）と銀行の家計向け貸出の増加（家計の外部金融依存化）といった銀行の貸出先の変化が確認できる。韓国など一部の新興経済国では、家計向け貸出が急激に増加し、国内金融システムを不安定化させる可能性が指摘されている。

本研究の目的は、東アジア地域を中心とした新興経済国を対象として、国内金融における企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化といった金融仲介の変化の要因とそれらが各国の景気循環に与える影響を検討すること、そして、マクロ経済運営に関する政策的含意を得ることである。すなわち、具体的な検討課題は、東アジア地域を中心とする新興経済国における企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化について、まずその状況を明らかにすること、そして、その要因や持続性などの特徴を明らかにすること（課題1）、地域内各国景気循環に与える影響を明らかにすること（課題2）、そしてこれら課題の検討から、マクロ経済運営に関して政策的含意を得ることである（課題3）。

特に次の点を考慮することが本研究の特色である。第1は、国内金融仲介の変化の要

因を地域経済統合と関係づけて検討することである。東アジア地域の新興経済国は、国際的生産ネットワークの形成を基にして地域経済の統合化が進んでおり、地域内の国際的企業の資金調達は、国際的 direct 投資を通じて行われることが多くなっている。こうした国際的生産ネットワークを通じた国際的経済統合化は、企業内金融を、すなわち企業の内部金融依存化を促進させているのではないか。そして、企業という貸出先を失った銀行が新たな貸出先として家計部門に注目し、銀行が家計向け貸出を増加させる可能性がある。

第2は、国内金融仲介の変化の要因を国際的資本移動と関係づけて検討することである。2000年以後、金融のグローバル化は大きく進展し、国際的資本移動の規模は急激に拡大している。国際資本移動は、世界金融危機時に大収縮するが、その後、世界的な金融緩和策を背景として再び急激に拡大している。こうした国際的金融環境の変化が国内金融仲介に与える影響を考慮する。

そして第3は、経済発展プロセスの特徴を考慮して、国内金融仲介の要因を検討することである。東アジア地域の新興経済国には様々な経済発展プロセスを経験している。国内の産業政策による工業化、多国籍企業の活動を通じた工業化、さらには脱工業化の過程にある国もある。こうした経済発展プロセスと国内金融を関連付けて検討する。

## 3. 研究の方法

(1) 東アジア地域を中心とした新興経済国における国内金融の状況調査

東アジア地域を中心とする新興経済国を対象として、企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化の状況について統計データをもとに把握する。Bank for International Settlements (BIS) や CEIC Data Company Ltd. (CEIC) などの経済統計データベースから得た貸出に関する統計データを利用し、企業向け貸出や家計向け貸出を区別して、アジア地域を中心とする新興経済国における貸出の状況を調査する。

### (2) 要因の検討

東アジア地域を中心とする新興経済国における企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化の要因について、以下のように検討する。第1は、関連する先行研究など文献調査を行い、企業金融や金融システムの発展に関する理論的検討、東アジア地域を中心とする新興国の経済発展や金融システムに関する実証的検討からこの地域の企業および家計向け貸出の特徴について整理する。

第2は、企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化の要因について、統計的分析に基づく検討を行う。家計向け貸出の成長やその割合を被説明変数として、主要な要因に回帰する。本研究では、主要な要因として、金

融のグローバル化の進展を考慮し、外国からの資本流入に注目する。国内の企業部門に外国から資本が流入することにより、企業の資金需要が満たされ、それにより国内の企業向け貸出が減る可能性がある（資本流入による企業向け貸出の代替効果）。一方で、国内の銀行は新たな貸出先として家計向けの貸出を増加させる可能性がある。そして第3は、企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化の要因について、経済発展や経済発展と金融システムの関係からの検討を行う。

### （3）各国景気循環への影響

企業の内部金融依存化と家計の外部金融依存化の影響についても検討する。理論的には、銀行貸出の増加は将来の生産に以下のような影響を与えると考えられる。まず、銀行貸出が企業の設備投資資金として使われる場合、生産要素を増加させ、需要があれば将来の生産を増加させることが期待できる。一方、銀行資金が家計消費の所得補てんや住宅投資資金として使われる場合、生産要素は増加を伴う生産の増加は期待できない。実証的にはどうなのであろうか。本研究では、家計向け貸出と将来の生産の関係を実証的分析により明らかにする。

### （4）マクロ経済政策運営について

家計向け貸出の増加が将来の経済状況を不安定化させるのであれば、経済安定化のためのマクロ経済政策が必要になる。本研究は、家計向け貸出の増加が経済に与える影響、そして家計向け貸出の増加の要因を考慮したうえで、適切な経済政策の検討を行う。

## 4. 研究成果

### （1）東アジア地域を中心とした新興経済各国における国内金融の状況調査

アジア地域と欧州地域の国内貸出の状況を Bank for International Settlements (BIS) の統計データから整理すると以下ようになる。アジア地域の新興市場の中、企業向け貸出が多いのは中国である。香港も近年急速に企業の貸出が増加している。逆に、近年、家計向け貸出が増加しているのは韓国、マレーシア、シンガポール、タイである。韓国は、特に家計向け貸出の規模が多い。

他の地域の新興市場でも、家計向け貸出と企業向け貸出のどちらが多いかについては特徴が分かれる。家計向け貸出が多いのは、デンマーク、ハンガリー、スイス、アイルランド、英国などであり、一方、企業向け貸出が多いのはルクセンブルク、ノルウェー、スウェーデンである。また、先進国でも、家計向けが多いのはオーストラリア、米国、一方、近年企業向け貸出が停滞し家計向け貸出が増加しているのは日本である。

このように、家計向け貸出と企業向け貸出の特徴は、世界中でも、ばらつきがある。また時期によってもばらつきがある。詳細は、

塩谷（2017a）、塩谷（2017b）でまとめている。

### （2）要因の検討

世界中でばらつきがある家計向け貸出と企業向け貸出であるが、そのばらつきを決定付ける要因は何か。本研究では、2つの側面から検討を行った。第1の側面は、近年の金融のグローバル化の進展を受けて、外国からの資本流入に注目した検討である。第2の側面は、経済発展プロセスと国内金融システムとの関係に注目した検討である。

まず、外国からの資本流入に注目した検討は以下のとおりである。外国からの資本流入の増加は、資金供給が増加し、企業向けおよび家計向け貸出が増加する可能性がある。家計か企業かどちらにより多く向かうかは国内金融システムの特徴などによると考えられる。また、直接投資や証券投資を通じて家計に比べて企業のほうが外国から資本流入を受けやすいので、企業の資金需要が外国からの資本流入で満たされれば、国内銀行の企業向け貸出は減少するかもしれない（資本流入による企業向け貸出の代替効果）。貸出先を奪われた銀行は家計向けに貸出を増やす可能性もある。

このような、外国からの資本流入と家計向け貸出（またはその割合）の関係について、他の要因をコントロールしたうえで、以下の分析による検討した。第1は外国からの資本流入に注目したパネルベクトル自己回帰分析、そして第2は外国からの資本の流入先に注目したパネルデータ分析である。

第1の2000年から2015年までの東アジアと欧州地域の13か国を対象とするパネルベクトル自己回帰分析の結果から以下のことが確認された。直接投資流入は家計向け貸出の割合を上昇させること（企業向け貸出の割合を低下させること、すなわち資本流入による企業向け貸出の代替効果）、また銀行ローンを中心としたその他投資の流入は家計向け貸出を増加させることが確認された。さらに、銀行中心に比べて市場中心の金融システムを持つ国のほうが家計向け貸出の増加は住宅価格の上昇を伴い、景気循環を増幅させる効果を持つことが確認された。詳細は Enya and Shinkai (2018)。

第2の2000年から2016年までの33か国を対象とするパネルデータ分析の結果から以下のことが確認された。企業部門への資本流入は家計向け貸出の割合を上昇させること（企業向け貸出の割合を低下させること、すなわち資本流入による企業向け貸出の代替効果）、特に、この影響は株式投資の形態で資本が企業部門に流入するときであることが確認された。また、その他投資の形態で銀行および企業部門に資本が流入すると家計向け貸出の成長が確認された。詳細は Sugimoto, Kimiko and Masahiro Enya (2017)。

次に、経済発展プロセスと金融システムと

の関係に注目した検討は以下のとおりである。韓国など工業化の発展プロセスを経験した国々では、政府主導の政策金融の役割が大きく企業向け貸出が大きな割合を占めていた。一方、東アジア地域の新興国でも、経済発展のプロセスは多様であり、タイ、マレーシアなど東南アジア地域の国々では、商業・貿易金融が先行し、韓国など東北アジアに比べて工業化開始が遅く政府よりも多国籍企業の役割が大きく企業向け貸出の規模はそれほど大きくなかった。このような経済発展プロセスの違いに関わる金融システムの違いは、その後の一層の多国籍企業を中心とした国際的生産ネットワークの発展、脱工業化の進展に伴う国内金融の変容に影響することになったことが確認された。詳細は、高阪(2016a)、高阪(2017)。

### (3) 各国景気循環への影響

家計向け貸出と企業向け貸出で、その増加がマクロ経済に与える影響は異なり、家計向け貸出はより景気循環を増幅させ、銀行危機を引き起こすことがより多いと主張する先行研究が多いことを確認した(高阪, 2016)。

家計向け貸出と各国景気循環の関係は、ベクトル自己回帰分析により検討した。分析の結果以下のことを確認した。第1は、家計向け貸出は、住宅価格の上昇を伴い、実質 GDP を変動させること、そして実質 GDP の変動を増幅させることである。第2は、家計向け貸出、住宅価格の変動、実質 GDP の変動の間の関係は、国内の金融システムが銀行中心であるよりも市場中心であるほうが強いことである。分析の詳細は、Enya(2016)、Enya and Shinkai(2018)でまとめている。

### (4) マクロ経済政策運営について

これまでの分析結果から、以下のことが確認された。住宅価格と実質 GDP の関係は家計向け貸出の増加に伴い強まること。家計向け貸出や家計向け貸出の割合は、家計向け貸出と代替的な外国からの資本流入の増加によって増加または上昇すること。そして、家計向け貸出と資本流入の関係は、銀行中心の金融システムの特徴を持つ国よりも、市場中心の金融システムの特徴を持つ国ほど強いことである。

これらのことから次のような政策的な提言を行うことができる。第1は、マクロブルーデンス政策として銀行の家計向け貸出を主な対象とした貸出規制である。第2は、家計向け貸出と関係が強いとみられる資本流入に対して資本規制を行うことである。第3は過度な資本流入や不安定な資本流出に対して国内金融を安定化させるためにも外貨準備の蓄積、柔軟な為替管理は有効かもしれない。そして、外国からの資本に依存しないよう国内金融市場を深化させることも有効であると考えられる。

## 5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計8件)

塩谷雅弘 (2018), 「V領域横断連携の研究会: V-2 国際経済研究会: 国際経済問題の地域的論点」『地域政策研究年報(2017)』, pp.199-202, 2018.

Enya, Masahiro and Jun-ichi Shinkai (2018), "Capital Inflows, Asset Prices, and Financial Systems in East Asia," Discussion Paper Series, No.38, Faculty of Economics and Management, Kanazawa University, pp.1-42, 2018.

塩谷雅弘 (2017a), 「国際経済研究会報告: アジア地域の経済統合と家計向け貸出」『CURES NEWSLETTER』, 109/110 合併号, pp.3-5, 2017.

塩谷雅弘 (2017b), 「家計向け貸出と企業向け貸出に関する実証研究のサーベイ」『国際学研究』, 6(3), pp.125-136, 2017.

高阪章 (2017), 「産業構造変化と成長戦略: 工業化、そして脱工業化」『国際学研究』, 6(3), pp.1-13, 2017.

Enya, Masahiro (2016), "Financial and Business Cycles in Emerging East Asian Economies: Features, Interactions, and Changes," Kanazawa University Economic Review, 36(2), pp.133-160, 2016.

高阪章 (2016a), 「書評: 三重野文晴『金融システム改革と東南アジア: 長期趨勢と企業金融の実証分析』(勁草書房, 2015年。)」『東南アジア研究』, pp.134-136, 2016.

高阪章 (2016b), 「十字路: じゃじゃ馬ならし」『日本経済新聞』, 2016年8月25日夕刊, 2016.

[学会発表](計6件)

Sugimoto, Kimiko and Masahiro Enya (2017), Global Liquidity and Reallocation of Domestic Credit, 第14回 Modern Monetary Economics Summer Institute (MME SI) in Kobe, 2017.

Kohsaka, Akira (2017), "Industrial Convergence in Emerging Economies," Management International Conference (MIC) 2017 (国際学会), 2017.

Enya, Masahiro, and Jun-ichi Shinkai (2016), "Capital Inflows, Asset Prices, and Financial Systems in East Asia," The 15th International Convention of the East Asian Economic Association (国際学会), Bandung, Indonesia, November 5-7, 2016.

Kohsaka, Akira (2016), "Productivity Growth and Structural Transformation: Japan and the US (co-authored with Jun-ichi Shinkai)," The 81st International Atlantic Economic Society Conference (国際学会), Lisbon, Portugal,

March 19, 2016.

Sugimoto, Kimiko, and Masahiro Enya (2015a), "Global Liquidity and Drivers of Capital Flows to Emerging Economies," The Eleventh Annual Conference of the Asia-Pacific Economic Association (APEA2015), National Taiwan University, July 9-10, 2015.

杉本喜美子 / 塩谷雅弘 (2015b), 「Global Liquidity and Drivers of Capital Flows to Emerging Economies」, 日本経済学会 2015 年度春季大会, 新潟大学, 2015 年 5 月 23-24 日.

〔図書〕(計 1 件)

Kohsaka, Akira, and Junichi Shinkai, "It is Not Structural Change, but Domestic Demand: Productivity Growth of Japan," Yun-Peng Chu, ed., Lost Decades in Growth Performance, Palgrave-MacMillan, London, pp.53-74, 2015.

## 6. 研究組織

### (1) 研究代表者

塩谷 雅弘 (ENYA, Masahiro)

金沢大学・経済学経営学系・准教授

研究者番号：7 0 3 4 0 8 6 7

### (2) 研究分担者

高阪 章 (KOHSAKA, Akira)

大阪大学・国際公共政策研究科・名誉教授

研究者番号：0 0 2 0 5 3 2 9