

令和 7 年 6 月 25 日現在

機関番号：34403

研究種目：基盤研究(C)（一般）

研究期間：2019～2024

課題番号：19K01753

研究課題名（和文）新興国における債務の規模と構成：金融危機の連鎖を避けるために

研究課題名（英文）Debt Size and Composition in Emerging Market Economies: Avoiding Crisis Responses that Trigger Future Crises

研究代表者

塩谷 雅弘 (Enya, Masahiro)

大阪学院大学・経済学部・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）：グローバル金融危機後の世界の債務拡大の特徴は国間でばらついており、新興東アジアでは家計、新興欧州や中南米では政府の債務の拡大が目立つ。債務の拡大は、危機後の金融緩和政策が影響しており、どの部門の債務がどの程度増加するかは、流入国の事情と投資家の事情によって決まる。そして、債務の増加は、グローバル金融ショックの国内経済への感応度に影響を与え、主にグローバルな株価と金利の変化を通じている。これらを踏まえると、新たな危機を避けるための政策として、債務の状況、グローバルな金利変動と株価変動をモニタリングすること、そして、必要に応じて、資本規制やマクロプルーデンス規制を強化することである。

研究成果の学術的意義や社会的意義

債務の重要な特徴は、誰が誰からどんな形態でどの程度借りたものである。本研究はこの債務の特徴に注目し、債務の重要な特徴の決定要因とその国内マクロ経済への影響を明らかにしている。特に、金融マクロ連関をグローバルな視点から実証的に検討することにより、債務の拡大が、国内経済のグローバルなショックに対する対応力に影響する実証結果が示されたことは興味深い。ここで得られた知見は、金融危機、危機後の金融緩和、債務の拡大、そして新たな危機といった「金融危機の連鎖」のメカニズムの解明に貢献し、政策的な検討を通じて、実社会において金融危機に続く新たな金融危機の発生を阻止に貢献することが期待される。

研究成果の概要（英文）：The characteristics of post-global financial crisis debt expansion have varied across countries. In emerging East Asia, household debt has increased notably, whereas in emerging Europe and Latin America, government debt has seen more significant growth. This debt expansion has been influenced by the expansionary monetary policies implemented after the crisis. The extent and composition of debt accumulation in each sector have been determined by both domestic conditions in the recipient countries and the preferences of investors. Moreover, rising debt levels have affected the sensitivity of domestic economies to global financial shocks, primarily through changes in global equity prices and interest rates. In light of these developments, to avoid future crises, it is essential to monitor debt conditions as well as global fluctuations in interest rates and stock prices. Where necessary, policymakers should consider strengthening capital controls and macroprudential policies.

研究分野：金融、国際金融、開発経済学

キーワード：債務 金融危機 金融緩和政策 資本移動 新興市場国 グローバル金融循環 部門

様式 C - 19、F - 19 - 1 (共通)

1. 研究開始当初の背景

(1) 世界の債務の状況

2008年のグローバル金融危機の以前から世界中で債務は拡大していたが、危機以後も増加傾向は続いている。図1は、先進国と新興市場国の部門別債務のGDP比の状況を示している。債務は増加傾向であるが、その規模や構成は、先進国と新興市場国の間で、新興市場国においても地域間でばらついている。主要な特徴は以下の通りである。第1に、先進国よりも新興市場国のほうが増加の傾向が強い。第2に、政府部門の債務の増加が、先進国、新興欧州地域、そして新興中南米地域で目立つ。そして、第3に、新興東アジア地域では、家計部門および民間非金融部門の増加が目立つことである。

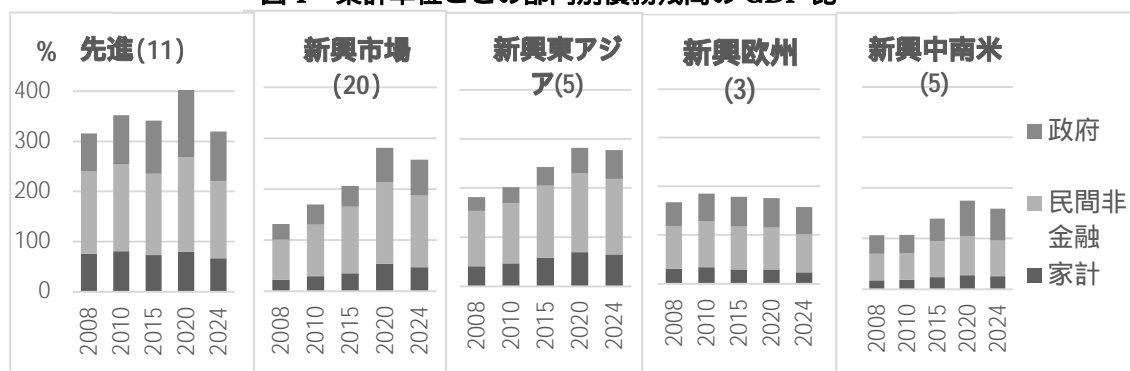
(2) 金融危機後の金融緩和と債務の増加

このような危機後の債務増加の背景には、欧米や日本など先進国の金融緩和政策がある。金融危機による深刻な流動性不足や景気後退を早く確実に解消するために、欧州や米国、そして日本の中央銀行は通常の金融緩和政策をさらに強めた量的金融緩和政策を実施した。こうした金融緩和政策によって放出された流動性は、国内だけにとどまらず、新興市場国にまで流入しているようである。そして、資本が流入した地域においては債務が増大し、一部では、少しの金融経済環境の変化で債務不履行に陥りやすいリスクの高い状況となっている可能性がある。

(3) 金融危機の連鎖

グローバルな金融危機の対応策として大規模な金融緩和政策が必要であることに異論はないであろうが、その影響を受けて新たな金融危機が発生するのは避けなければならない。グローバルな金融危機後の大規模な金融緩和から、債務の大幅な拡大、そして新たな金融危機へといった「金融危機の連鎖」をどのように避けるかが、研究の関心を引き付けている。

図1 集計単位ごとの部門別債務残高のGDP比



注：債務はローンと債務証券の年末残高。各集計の値は属する国の間の平均値。先進11は、オーストラリア、カナダ、デンマーク、ユーロ圏、日本、ニュージーランド、ノルウェー、スウェーデン、スイス、英国、米国。新興市場20はBIS指定のもの。新興東アジア5は、中国、インドネシア、韓国、マレーシア、タイ。新興欧州3は、チェコ、ハンガリー、ポーランド。新興中南米5はアルゼンチン、ブラジル、チリ、コロンビア、メキシコ。

出所：国際決済銀行BISのCreditデータベース。

2. 研究の目的

(1) 債務の規模や構成の決定要因(目的1)

新興市場国を対象として、各国の家計部門、企業部門、政府部門の部門別の債務の状況を整理する。そして、債務の規模や構成の決定要因を明らかにする。借入主体別に債務の規模や構成の決定要因を検討することにより、資金需要側の要因をよりの確にとらえることが可能になると考えられる。

(2) 債務の規模や構成がマクロ経済に与える影響(目的2)

新興市場国を対象として、債務の規模や構成がマクロ経済に与える影響を明らかにする。債務が拡大すると、金融経済状況の変化に対応しにくくなり、国内マクロ経済は、金融や経済ショックの影響を受けやすくなるかどうか注目したい。

(3) 政策的含意(目的3)

上記の目的1と目的2の検討結果などから、金融危機の連鎖を避けるための政策的な含意を導く。

### 3. 研究の方法

#### (1) 新興市場国の債務の状況調査

2000年以後の新興市場国の債務の状況を、国際決済銀行(BIS)のクレジット・データベースや各国の統計により調査する。対象国は、東アジア、欧州、中南米地域の新興市場国とし、家計、企業、政府部門の別に債務状況を調査する。地域間の相違点や共通点を整理する。

#### (2) 債務の特徴の要因の分析

グローバル金融危機後の大規模な金融緩和の債務への影響を調査する。グローバルな金融市場の変化が、新興市場国への資本流入を増加させ、新興市場国で債務を増加させたかどうかを実証的に検討する。分析手法はパネルデータによる回帰分析であり、基本的には、説明変数はグローバルな金融市場の変化、そして、被説明変数は新興市場国への資本流入、または、新興市場国の部門別債務の変数である。必要に応じて、資本流入国の事情を捉えた変数も説明変数に含める。

#### (3) 債務がマクロ経済に与える影響の分析

債務が拡大すると、金融経済状況の変化に対応しにくくなり、国内マクロ経済は、金融や経済ショックの影響を受けやすくなるかどうかを実証的に検討する。基本的な分析の考え方は、金融ショックと国内マクロ経済との連関を、ベクトル自己回帰VARモデルを推計し、分散分解によりマクロ経済変動に対する金融ショックの貢献割合を確認するというものである。さらに、グローバル金融ショックからの影響も考慮し、以下のような工夫を加える。まず、グローバルな金融因子とグローバルな(実物)経済因子をダイナミック・ファクター・モデルの推計により特定する。金融因子は、住宅価格、株価、金利の3変数に注目し、3つの変数固有の金融因子に注目する。一方、(実物)経済変動はGDPのみに注目し、1つの(実物)経済因子に注目する。また、グローバルな因子は先進国G7に共通する変動と仮定する。次に、各国ごとに、3つのグローバル金融因子、1つのグローバル(実物)経済因子、そして、国内の3つの金融変数、実質実効為替レート、GDPの合計9変数を使ってVARモデルを推計し、分散分解分析により、各国GDP変動への各因子の貢献割合を確認する。結果は、債務状況の違いを考慮して解釈する。各国の結果は、先進国、新興東アジア、新興欧州、新興中南米として集計して、地域間の違いに注目する。

### 4. 研究成果

#### (1) 新興市場国における債務の規模や構成の特徴の整理

上記の研究の方法(1)の方法により、東アジア地域、欧州地域、そして中南米地域の新興市場国における債務の規模や構成の特徴を整理した(塩谷, 2020)。主要な特徴は、以下のとおりである。第1は、東アジア地域の新興市場国では、家計部門の債務の拡大が目立っている。また、中国では、企業部門の債務も増加している。第2は、グローバル金融危機後には、欧州地域と中南米地域では政府部門の拡大が目立っている。そして、第3は、グローバル金融危機以後には、債務証券を通じた債務の増加が目立っている。

#### (2) 債務の特徴を引き起こした要因(目的1)の研究成果

上記の研究の方法(2)の方法により、債務の特徴を引き起こした要因についての実証結果を得た。まずは、資本流入を被説明変数とする分析の結果について紹介する。東アジア地域、欧州地域、そして中南米地域の新興市場国を対象として、これらの国に流入する資本について、資本のタイプ別(直接投資、株式投資、債券投資、そして銀行融資)に、流入を促す要因を探った。そして、主要な要因は、米国を中心としたグローバルな金融市場の変化と流入国の国内経済事情であることを確認した。流入を促す要因は資本タイプによる違いもあり、直接投資は流入国の制度的事情であることも確認した。さらに、欧州地域への直接投資の流入について、他の地域とは異なり変動が大きく、多国籍企業内の資金融通を直接投資によって行っている可能性も指摘した(Enya, Kohsaka, and Sugimoto, 2019)。

また、部門別債務状況を被説明変数とする分析では、東アジア地域での家計部門の債務の拡大については、外国からの資本流入が間接的に影響していることも確認した。企業の資金需要を直接投資で満たすことが可能な地域では、地域内の銀行が企業向けではなく家計向けの貸出を行いがちになり、家計債務の増加を引き起こしていることを確認した(Sugimoto and Enya, 2021)。

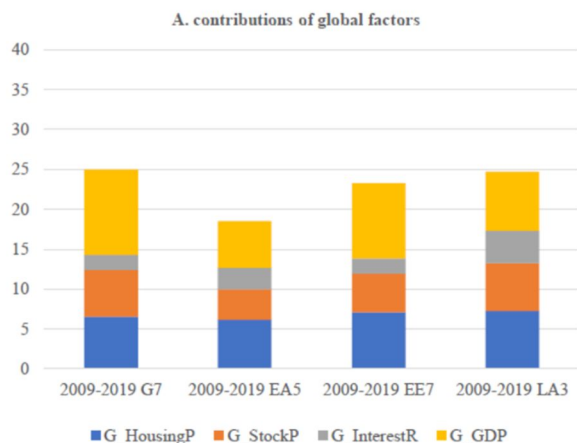
#### (3) 新興市場国の債務の拡大が各国のマクロ経済に与える影響(目的2)の研究成果

上記の研究の方法(3)の方法により、新興市場国の債務の拡大が各国のマクロ経済に与える影響に関する実証結果を得た。債務が拡大すると、少しの金融経済状況の変化に対応しにくくなり、国内マクロ経済は、金融や経済ショックの影響を受けやすくなると考えられる。新興市場国(東アジア5か国、欧州7か国、中南米3か国)と先進国7か国を対象として、グローバルな金融(住宅価格、株価、金利)ショック、グローバルな経済ショック、国内の金融ショック、そして国内の経済ショックが各国GDPの変動に与える影響を分散分解分析によって明らかにした(Enya et al. 2022)。主要な結果は以下の通りである。まず、グローバル金融危機の前の10年は、東

アジア地域も先進国も、グローバル金融ショックの貢献が大きい（GDP 変動の 20-25%程度を引き起こした）こと、特に、グローバルな株価ショックの貢献が大きいことである。次に、危機後の 10 年は、グローバル金融ショックの貢献が小さくなり（GDP 変動の 12-15%程度を引き起こした）特に、東アジア地域は、他の地域よりもグローバルショックの貢献が小さくなったことである。そして、危機後の、グローバル金融ショックのなかでも、グローバル金利ショックに注目すると、中南米地域で、GDP 変動への貢献が比較的大きいことである（図 2）。

さらに、これらショックに、東アジア、欧州、中南米の地域に限定的な地域的金融ショックと地域的経済ショックを加えてみても、グローバルな各ショックの貢献は大きく変わらない（Enya et al. 2023）。

図 2 各国 GDP 変動に対するグローバルショックの貢献（2009-2019 年）



注：各値は各国の GDP 変動に与えるグローバルショックの貢献割合を示す。分散分解により計算。

G7 は先進 7 カ国の平均値、EA5 は東アジア 5 カ国の平均値、EE7 は欧州新興市場国 7 カ国の平均値、そして LA3 は中南米 3 カ国の平均値を示している。G\_HousingP はグローバル金融（住宅価格）ショック、G\_StockP はグローバル金融（株価）ショック、G\_InterestR はグローバル金融（金利）ショック、そして、G\_GDP はグローバル経済ショックの貢献割合を示している。

出所：Enya et al. (2022) の Figure 3

#### (4) 政策的含意（目的 3）

これまでの検討から、確認されたことを整理すると以下ようになる。グローバル金融危機の後、大規模な金融緩和政策がとられたが、この金融緩和政策が影響して、新興市場国を中心に債務が増加していることが確認された。資本流入国の事情、投資家の事情によって、どの部門の債務がどの程度増加するかが決まることも確認された。そして、債務の増加は、金融や経済のショックへの感応度に影響しそうだが、グローバルな金融ショックの国内マクロ経済への影響は、主に株価の変化を通じている。ただ、中南米地域では金利を通じた影響も確認された。

これらを踏まえると、金融危機の連鎖を避けるための政策として、以下のものが重要であると考えられる。債務増加、グローバルな金利変動をモニタリングすること。特に、近年は、政府部門の債務に注意が必要で、一定水準を超えるとたちまちリスクが高まり、国内マクロ経済はグローバルな金利変動の影響を受けやすくなる。次に、グローバルな株価の変動にも注意すること。ブームやバストは株価変動を通じて波及しやすい。そして、必要に応じて、資本規制やマクロブロードネス規制を強化することである。

以上

5. 主な発表論文等

〔雑誌論文〕 計4件（うち査読付論文 0件／うち国際共著 0件／うちオープンアクセス 4件）

1. 著者名 Masahiro ENYA, Akira KOHSAKA, Takashi MATSUKI, Jun-ichi SHINKAI, and Kimiko SUGIMOTO	4. 巻 75
2. 論文標題 Global Factors, Regional Factors, and Macro-Financial Linkages	5. 発行年 2023年
3. 雑誌名 Discussion Paper Series, Faculty of Economics and Management, Kanazawa University	6. 最初と最後の頁 1-35
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 Masahiro ENYA, Akira KOHSAKA, Takashi MATSUKI, Jun-ichi SHINKAI, and Kimiko SUGIMOTO	4. 巻 60
2. 論文標題 Macro-Financial Linkages in East Asia in Global Perspectives (Revised March 30, 2022)	5. 発行年 2022年
3. 雑誌名 Discussion Paper Series, Faculty of Economics and Management, Kanazawa University	6. 最初と最後の頁 1-29
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 Masahiro Enya, Akira Kohsaka, and Kimiko Sugimoto	4. 巻 DP-2019-E-011
2. 論文標題 Capital Flow Dynamics in Emerging Market Economies	5. 発行年 2019年
3. 雑誌名 OSIPP Discussion Paper	6. 最初と最後の頁 1-32
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

1. 著者名 塩谷雅弘	4. 巻 2019
2. 論文標題 国際経済研究会での議論から：債務の規模と構成に関する地域的課題の検討	5. 発行年 2020年
3. 雑誌名 地域政策研究年報2019	6. 最初と最後の頁 近刊
掲載論文のDOI（デジタルオブジェクト識別子） なし	査読の有無 無
オープンアクセス オープンアクセスとしている（また、その予定である）	国際共著 -

〔学会発表〕 計4件（うち招待講演 0件 / うち国際学会 3件）

1. 発表者名 Masahiro Enya
2. 発表標題 Global Factors, Regional Factors, and Macro-Financial Linkages
3. 学会等名 French/Japanese Workshop on Economics and International Finance (国際学会)
4. 発表年 2023年

1. 発表者名 Masahiro ENYA
2. 発表標題 Global Factors, Regional Factors, and Macro-Financial Linkages in East Asia
3. 学会等名 The 17th International Convention of the East Asian Economic Association (EAEA17) (国際学会)
4. 発表年 2022年

1. 発表者名 塩谷雅弘
2. 発表標題 Macro-Financial Linkages in East Asia in Global Perspectives
3. 学会等名 日本金融学会2021年度秋季全国大会
4. 発表年 2021年

1. 発表者名 Masahiro Enya
2. 発表標題 Global Liquidity and Reallocation of Domestic Credit
3. 学会等名 Singapore Economic Review Conferences 2019 (国際学会)
4. 発表年 2019年

〔図書〕 計1件

1. 著者名 Kimiko Sugimoto and Masahiro Enya (分担執筆、Chapter 3を担当)	4. 発行年 2022年
2. 出版社 Springer	5. 総ページ数 224
3. 書名 Global financial flows in the pre- and post-global crisis periods (Yoichi Matsubayashi, Shigeto Kitano eds., Chapter 3: Global Liquidity and Reallocation of Domestic Credit)	

〔産業財産権〕

〔その他〕

-

6. 研究組織

氏名 (ローマ字氏名) (研究者番号)	所属研究機関・部局・職 (機関番号)	備考
---------------------------	-----------------------	----

7. 科研費を使用して開催した国際研究集会

〔国際研究集会〕 計0件

8. 本研究に関連して実施した国際共同研究の実施状況

共同研究相手国	相手方研究機関
---------	---------