

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

塩谷 雅弘*

A Survey of Empirical Literature on Household and Business Credit

Masahiro ENYA

要約：本論文の目的は、家計向け貸出と企業向け貸出に関する実証研究をサーベイすることによって、これら貸出の増加がもたらす影響やこれら貸出の増加をもたらす要因について検討することである。本論文は、家計向け貸出の割合の上昇は将来の生産低下や銀行危機の発生を予言させることを示すとともに、家計向け貸出の割合の上昇の要因は資本流入や金融構造と関係があることを示す。そして、これら知見をもとに、アジア地域における近年の家計向け貸出増加の要因を検討する。

Abstract :

The purpose of this paper is to examine the effects and drivers of household credit and business credit based on a survey of related empirical studies. This paper shows that a rise in the share of household credit to private sector credit predicts lower output and banking crisis. Further, this paper shows that the main drivers of the share of household credit are related to capital inflows and domestic financial structure. In particular, this paper focuses on household credit in emerging economies in East Asia.

キーワード：家計向け貸出、企業向け貸出、金融構造、資本流入

第1章 はじめに

近年、多くの国で家計向けの貸出が増加している（IMF, 2006, 2012）。図1は、2000年と2016年の主要42か国・地域の家計向け貸出の割合を示している。この間家計向け貸出の割合が低下しているのはドイツ、ベルギー、香港など一部の国・地域に限られる。家計に住宅購入資金を貸出し、その多くが回収不能になって金融危機に陥ったリーマン・ショック前の米国の状況は記憶に新しい。これを考えると家計向けの貸出増加の傾向は注意すべき現象といえる。

銀行貸出は生産や所得に大きな影響を与えると考えられる。大幅な生産や所得の減少を引き起こす金融危機の発生は、それ以前の銀行貸出と関連があると考えられている。一方で、景気停滞局面からの脱却には、銀行貸出の増加による投資や消費の増加を通じた効果が期待される。

銀行貸出の増加は、生産や所得を増加させるか、それとも減少させるか。銀行貸出が後に回収不能な不良債権となれば金融危機を引き起こし生産や所得を減らすと考えられるが、一方で、銀行貸出が消費や投資に利用されそして後に回収されれば生産や所得を増加させる影響をもたらすと考

*金沢大学人間社会研究域経済学経営学系・准教授

えられる。すなわち、銀行貸出がその後回収不能になるかそれとも無事回収されるかが、銀行貸出が生産や所得を増加させるか減少させるかを決定付ける。では、どんなときに銀行貸出は回収不能になるのか。これにはいろいろな原因が考えられるが、主要なひとつは、銀行が貸出を行う際の審査や返済までの監視といった銀行の活動の質に関するもの (Gorton and Ordoñez, 2016) であり、もうひとつは、銀行貸出の貸出先に関するものである。

本稿の目的は、貸出先として家計向け貸出と企業向け貸出を区別し、これら貸出がもたらす影響とこれら貸出を増加させる要因について、両者の違いや共通点を整理することである。より具体的な検討課題は以下のとおりである。家計向け貸出や企業向け貸出が生産や所得に与える影響はどのようなものか、そして家計向け貸出や企業向け貸出が増加させる要因はどのようなものかである。先行研究など文献調査にもとづいて検討する。さらに、これら知見をもとに、アジア地域における近年の家計向け貸出増加の要因を検討する。

本稿の構成は以下のとおりである。第2章では、近年の銀行貸出の傾向を、家計向け貸出と企業向け貸出を区別して紹介する。第3章では、家計向け貸出や企業向け貸出が生産や所得に与える影響について先行研究から得られる知見を整理し、第4章では、家計向け貸出や企業向け貸出を増加させる要因について先行研究から得られる知見を整理する。そして、第5章では、これまでの議論をまとめるとともに、アジア地域における家計向け貸出増加の要因について検討する。

第2章 貸出の傾向：企業向け貸出と家計向け貸出に注目して

第1節 貸出先別の貸出額に関するデータ

家計向けの貸出や企業向けの貸出など貸出先を区別した貸出額の情報を、多くの国について、長期にわたって得ることは容易なことではない。各国の中央銀行がまとめている報告書に記載された

数値を収集することによって得られることがある。Leon (2016) は、この方法によって、1995年から2014年までの143か国分の家計向けの貸出と企業向けの貸出のデータを収集、整理して分析を行っている。Leon (2016) によると、平均で、家計向け貸出のGDP比は21%、企業向け貸出は30%、そして家計および企業向け貸出のGDPは51%であるが、国ごとにばらつきが大きいことが確認されている。

近年、国際決済銀行 (Bank for International Settlements, BIS) が、家計向けの貸出と企業向けの貸出に関して、各国の情報を収集、整理して公表している¹⁾。BISは、先進国および新興国43か国 (ユーロエリアを含む) を対象として、四半期ごとの国内銀行またはすべての部門による貸出残高を公表している。ここで、貸出は銀行ローン、債券、そして現預金のすべてを指す。家計向け貸出と企業向け貸出については、銀行部門に限らずすべての部門によるそれぞれの貸出額 (現地通貨建て)、GDP比率が公表されている。以下では、このBISの情報をもとに、43か国の家計向け貸出と企業向け貸出の状況を概観する。

第2節 アジア地域

アジア地域では、多くの国で家計向け貸出が増えている。銀行などによる民間部門への貸出は企業向け貸出と家計向け貸出の2つに大別できるが、家計向け貸出の (民間貸出に対する) 割合が2000年以後上昇している国が多い。図1によると、タイは2000年の35%から2016年には60%近くまで、韓国は2000年の35%から2016年には50%近くまで上昇している。2016年6月 (2016年Q2) 末現在、家計向け貸出の割合が40%を超えているのは、公表されている43か国地域中18か国地域であるが、そのうち6か国はアジア地域の国である (タイで59%、マレーシアで52%、韓国で46%、インドネシアで42%、シンガポールで41%、そして日本で40%)。

図2は、1990年第1四半期 (1990Q1) から

1) BISのホームページ (<https://www.bis.org/>) から、Statistics, Credit to the non-financial sector へと進んでいくことで、データベースにたどり着くことができる。

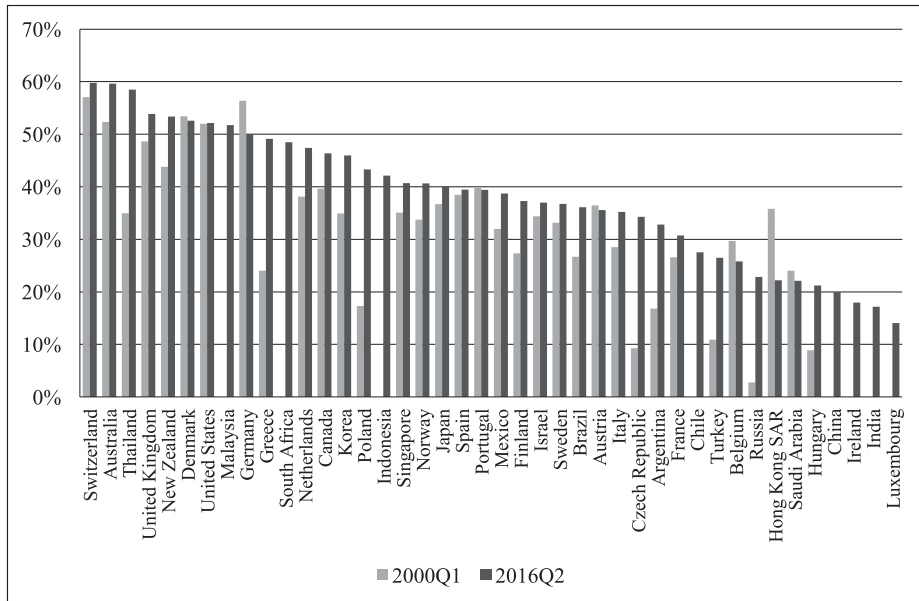


図1 家計向け貸出の割合
(民間向け貸出(家計向け貸出+企業向け貸出)に対する割合)

出所：BIS

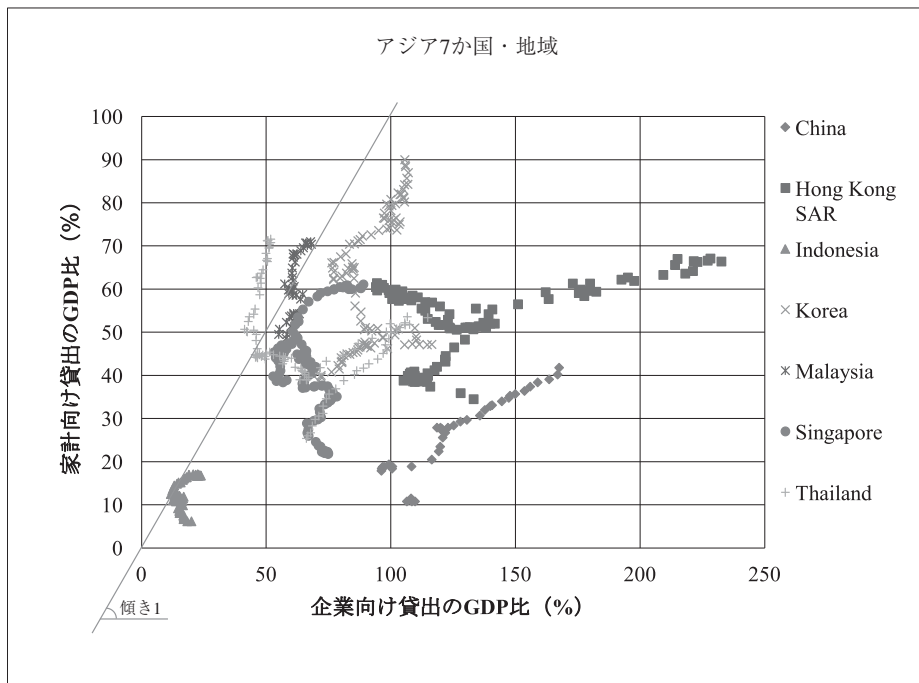


図2 家計向けおよび企業向け貸出の GDP 比：アジア7か国地域

出所：BIS

China (2006 Q 1-2016 Q 2), Hong Kong SAR (1990 Q 4-2016 Q 2), Indonesia (2001 Q 4-2016 Q 2), Korea (1990 Q 1-2016 Q 2), Malaysia (2006 Q 1-2016 Q 2), Singapore (1991 Q 1-2016 Q 2), Thailand (1991 Q 4-2016 Q 2)。

2016年第2四半期(2016Q2)までのアジア7か国地域の家計向けおよび企業向け貸出のGDP比率をそれぞれ示している。傾きが1の直線上では家計向け貸出のGDP比率と企業向け貸出のGDP比率が等しい。タイでは、企業向け貸出のGDP比がアジア危機時の1998年までに100%程度まで上昇するが、危機後、企業向け貸出のGDP比は50%まで低下し回復が遅れる中で、代わって家計向け貸出のGDP比が2000年半ばから急速に上昇している。マレーシア、シンガポールでも、アジア危機後、企業向け貸出のGDP比が60%で低迷する一方、家計向け貸出のGDP比が上昇している。韓国も同様であるが、家計向け貸出のGDP比の上昇はより大きく、2016年には90%に達している。インドネシアも傾向は同じだが、貸出はより小さく、そのGDP比は20%程度である。これらと異なる傾向を示しているのは、香港と中国である。香港は2007年あたりか

ら企業向け貸出のGDP比が急速に上昇している。中国も家計向けよりも企業向けの貸出のほうが増加が大きい。

第3節 欧州地域

図3は、1990Q1から2016Q2までのユーロ地域12か国の家計向けおよび企業向け貸出のGDP比率をそれぞれ示している。家計向け貸出のGDP比が上昇しているのはオランダ、アイルランド、ポルトガル、スペイン、ギリシア、そしてドイツである。家計向け貸出のGDP比は、オランダで2016年に120%近くまで上昇し、アイルランドは2010年に120%まで上昇しているが、その後低下している。傾向が大きく異なるのはルクセンブルクである。ルクセンブルクは、企業向け貸出のGDP比が300%を超えているが、家計向け貸出のGDP比は60%程度である。ルクセンブルクほどではないが、ベルギーも企業向け貸

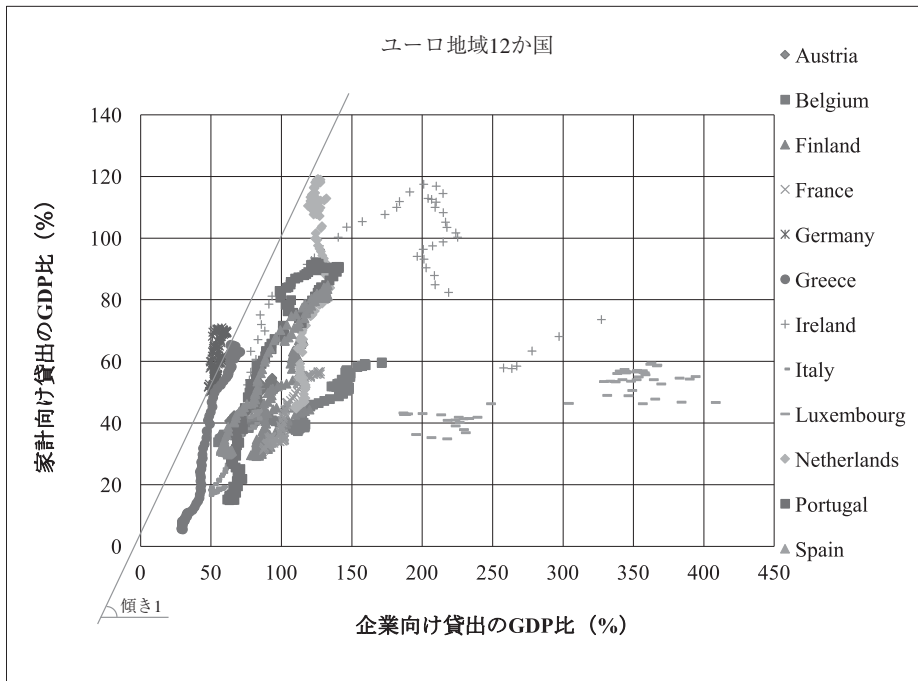


図3 家計向けおよび企業向け貸出のGDP比：ユーロ地域12か国

出所：BIS

Austria (1995 Q 4-2016 Q 2), Belgium (1990 Q 1-2016 Q 2), Finland (1990 Q 1-2016 Q 2), France (1990 Q 1-2016 Q 2), Germany (1990 Q 1-2016 Q 2), Greece (1994 Q 4-2016 Q 2), Ireland (2002 Q 1-2016 Q 2), Italy (1990 Q 1-2016 Q 2), Luxembourg (2002 Q 1-2016 Q 2), Netherlands (1990 Q 4-2016 Q 2), Portugal (1990 Q 1-2016 Q 2), Spain (1990 Q 1-2016 Q 2)。

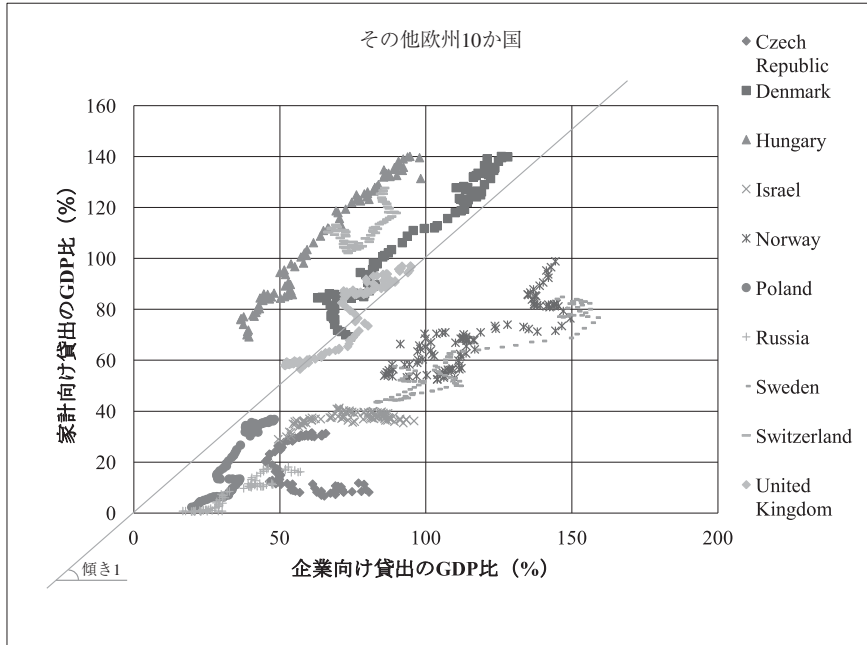


図4 家計向けおよび企業向け貸出の GDP 比：その他欧州 10 か国

出所：BIS

Czech Republic (1995 Q 4-2016 Q 2), Denmark (1994 Q 4-2016 Q 2), Hungary (1990 Q 1-2016 Q 2), Israel (1992 Q 3-2016 Q 2), Norway (1990 Q 1-2016 Q 2), Poland (1995 Q 4-2016 Q 2), Russia (1998 Q 1-2016 Q 2), Sweden (1990 Q 1-2016 Q 2), Switzerland (1999 Q 4-2016 Q 2), United Kingdom (1990 Q 1-2016 Q 2)。

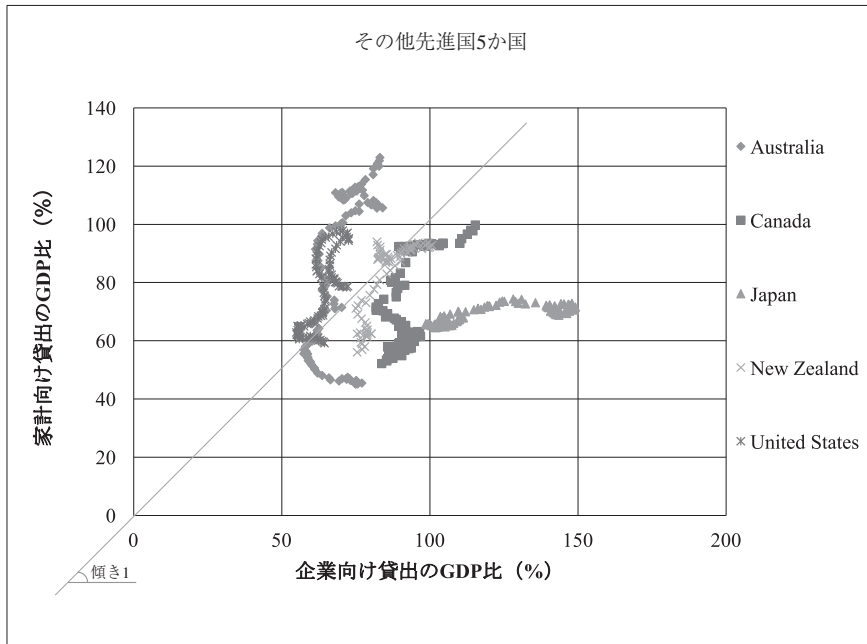


図5 家計向けおよび企業向け貸出の GDP 比：その他先進国 5 か国

出所：BIS

Australia (1990 Q 1-2016 Q 2), Canada (1990 Q 1-2016 Q 2), Japan (1990 Q 1-2016 Q 2), New Zealand (1990 Q 4-2016 Q 2), United States (1990 Q 1-2016 Q 2)。

出のほうが大きい。

図4は、1990 Q1から2016 Q2までのユーロ地域以外の欧州10か国の家計向けおよび企業向け貸出のGDP比率をそれぞれ示している。ポーランド、ロシアは家計向け貸出、企業向け貸出ともに少ない。家計向け貸出が企業向け貸出より多いのは、デンマーク、ハンガリー、スイス、そして英国である。逆に、企業向け貸出が家計向け貸出より多いのは、ノルウェー、スウェーデンである。

第4節 その他地域

図5は、1990 Q1から2016 Q2までのその他の先進5か国（オーストラリア、カナダ、日本、ニュージーランド、米国）の家計向けおよび企業向け貸出のGDP比率をそれぞれ示している。家計向け貸出のGDP比は、オーストラリアで急激に上昇し、2016年には120%に達している。米国も個人向け貸出が企業向け貸出を上回るが、個

人向け貸出のGDP比は2008年の100%をピークに、その後低下している。日本はこれら国々とは少し傾向が異なる。個人向け貸出のGDP比率は70%程度で安定し、企業向け貸出のGDP比が100%程度まで低下してきている。

図6は、1990 Q1から2016 Q2までの中南米地域などのその他途上国7か国（ブラジル、チリ、メキシコなど）の家計向けおよび企業向け貸出のGDP比率をそれぞれ示している。家計向けも企業向けも貸出は大きくない。両者のGDP比はそれぞれ50%に満たない国が多い。チリはこれらの国の中でも比較的貸出が多く、特に2010年以後、企業向け貸出、家計向け貸出ともに増加し、2016年には企業向けGDP比は100%を超え、家計向け貸出のGDP比は40%に達している。

第5節 貸出の傾向のまとめ

近年の貸出の傾向をまとめると次のようにな

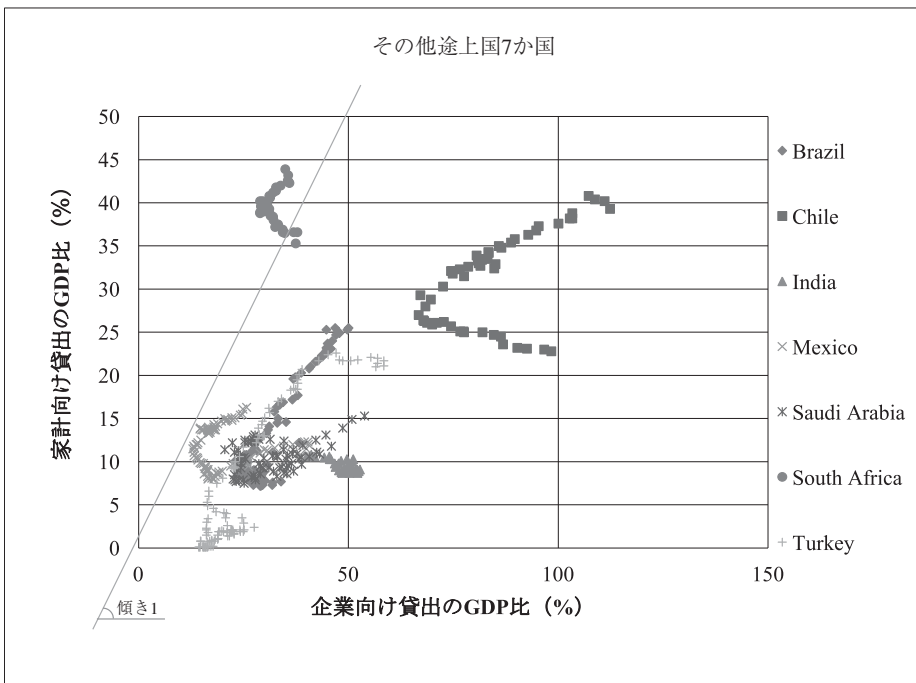


図6 家計向けおよび企業向け貸出のGDP比：その他途上国7か国

出所：BIS

Argentina (1994 Q1-2016 Q2), Brazil (1995 Q1-2016 Q2), Chile (2002 Q4-2016 Q2), India (2007 Q2-2016 Q2), Mexico (1994 Q4-2016 Q2), Saudi Arabia (1997 Q4-2016 Q2), South Africa (2008 Q4-2016 Q2), Turkey (1990 Q1-2016 Q2)。

る。企業向けよりも家計向け貸出のほうが多いのは、デンマーク、ハンガリー、スイス、英国といったユーロ地域以外の欧州地域、そして米国とオーストラリアである。また、家計向け貸出は企業向け貸出よりも少ないが、近年急速に増加しているのは、アジア地域の韓国、マレーシア、シンガポール、タイ、ユーロ地域のアイルランド、オランダ、ポルトガル、スペイン、そしてカナダ、ニュージーランドである。家計向け貸出は少なく、企業向け貸出が多いのは、香港、中国、ルクセンブルク、ノルウェー、スウェーデン、チリである。このように地域内でも国ごとに貸出の傾向にはばらつきがある。

第3章 家計向け貸出の増加の影響に関する先行研究

第1節 理論的検討

企業向け貸出と家計向け貸出といった具合に貸出先が異なると、その後の生産や所得といった実体経済への影響にどのような違いがでてくるのか。貸出が生産や所得など実体経済に与える影響は、貸出を受けた経済主体が借入金を元手にして何を行うかに依存する。企業と家計では受け取った借入金の使い道が異なると考えられている。

まず企業は、借入金を設備投資に使用すると考えられている。設備投資は生産要素である資本ストックを増加させるため、生産や所得を増加させると考えられる。次に、家計は、借入金を消費や住宅投資に使用すると考えられている。所得が変動する状況下で、消費を平準化させて効用を向上させようとする家計は、消費のために借入を行うのである。借入による消費の増加は、一時的には、需要を増加させ、生産や所得を増加させるが、将来的には、生産要素を増やすわけではないので、生産や所得を増やす効果はない。よって、将来的には借入金を返済する必要が生じるので、将来の所得の増加が見込めないと借り入れが行われないことになる。一方、借入による住宅投資の増加は、家計の住宅保有を促進させるとともに、住宅建設需要の増加により、一時的に生産や所得の増加効果が期待できる。

このように、企業向けの貸出は、企業の設備投

資増加を通じて、将来的に生産や所得を増加させる効果が期待できる。一方、家計向け貸出は、家計の消費や住宅投資など需要の増加を通じて一時的に生産や所得を増加させることが期待できるが、将来的には生産要素は増加せず生産や所得の増加を期待することはできない。しかし、そもそも将来的な所得の増加が見込めないと消費の平準化のための借り入れも起こらない。

第2節 実証的検討

家計向けの貸出や家計の債務が近年増加しており、その影響と検討する実証研究も増えてきている。Mian, Sufi, and Verner (2015) は、BISのデータベースから、30か国について、1960年から2012年まで間の家計向け貸出（家計債務）と企業向け貸出（企業債務）を入手し、これらをもとに債務増加の生産への影響を実証的に分析している。Mian, Sufi, and Verner (2015) では、次の2つの分析を行っている。第1の分析は、以下の回帰式の推定を行い、家計債務と企業債務の増加が h 年後の生産に与える影響についての分析である。

$$\Delta y_{it+h} = \alpha_i + \beta_{HH}^h \Delta_3(\text{HHD}/Y)_{it-1} + \beta_{FD}^h \Delta_3(\text{FD}/Y)_{it-1} + \varepsilon_{it+h}$$

ここで、 $y_{it} = \log(\text{realGDP}_{it})$ 、 $\Delta y_{it+h} = y_{it+h} - y_{it}$ 、 $\Delta_3(\text{HHD}/Y)_{it-1} = (\text{HHD}/Y)_{it-1} - (\text{HHD}/Y)_{it-4}$ 、 $\Delta_3(\text{FD}/Y)_{it-1} = (\text{FD}/Y)_{it-1} - (\text{FD}/Y)_{it-4}$ 、 $h = 1, 2, \dots$ を示し、 HHD/Y は家計債務の GDP 比を、 FD/Y は企業債務の GDP 比である。第2の分析は、生産成長 (Δy_{it})、企業債務 ($\Delta(\text{FD}/Y)_{it}$)、そして家計債務 ($\Delta(\text{HHD}/Y)_{it}$) の3変数のパネル VAR モデルの推定を行い、企業債務と家計債務のショックが生産に与える影響についての分析である。

図7と図8は、それぞれ Mian, Sufi, and Verner (2015) に掲載された第1の分析と第2の分析の結果である。図7で示されるように、 β_{FD}^h は h が増加しても不変、もしくはやや上昇しているが、 β_{HH}^h は h が増加するにつれて低下している。債務の生産成長低下の効果は、企業債務よりも家計債務のほうが大きいといえる。また、図8で示

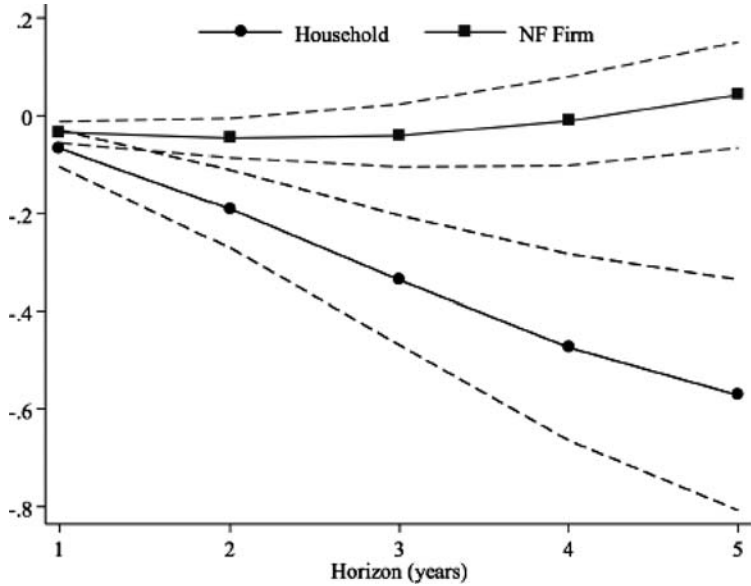


図7 企業債務と家計債務の増加が h 年後の生産に与える影響：

出所：Mian, Sufi, and Verner (2015) の Figure 3 より引用

注：●実線と■実線はそれぞれ β_{hh}^h 、 β_{ff}^h の推定結果を示している。点線は 95% の信頼区間を示している。

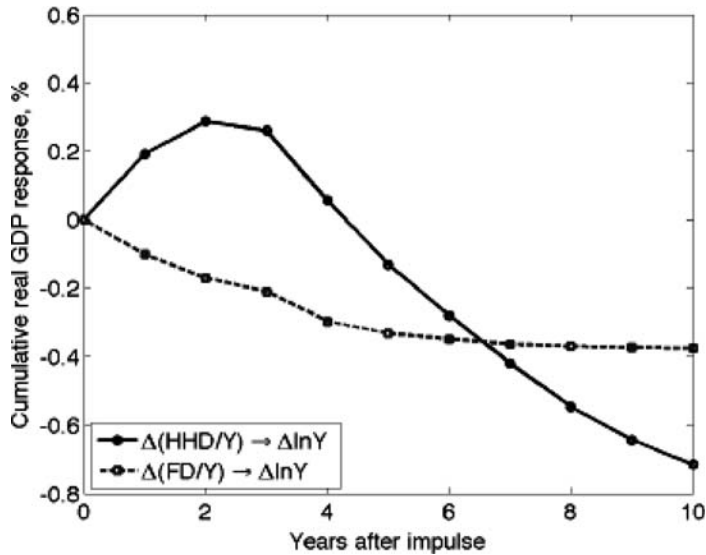


図8 企業債務ショックと家計債務ショックの生産に与えるインパルス反応：

出所：Mian, Sufi, and Verner (2015) の Figure 6 の (b) より引用

注：●実線と○点線はそれぞれ家計債務ショックによる実質 GDP の反応、企業債務ショックによる実質 GDP の反応を示している。

されるように、企業債務ショックによる生産成長の反応は緩やかな低下が続くというものであるが、一方の家計債務ショックによる生産成長の反応は一時的に上昇した後大きく低下するというも

のである。Bahadir and Gumus (2016) も、Mian, Sufi, and Verner (2015) と同様に、企業向け貸出よりも家計向け貸出のほうが、景気循環とより強く関係することを示している。

家計債務の生産成長を大きく低下させる効果は金融危機の発生を伴うものであるかもしれない。Büyükkarabacak and Valev (2010) は家計向け貸出と企業向け貸出が銀行危機の発生に与える影響を分析している。Büyükkarabacak and Valev (2010) は、先進国および新興国 37 か国、1990 年から 2007 年までを対象として、各国の中央銀行の報告書などから収集した企業向け貸出と民間向け貸出から企業向け貸出を差し引いた家計向け貸出を用いて銀行危機の発生との関係についてロジット・モデルを推定することにより分析している。銀行危機は、分析対象の期間（1990-2007 年）と国（37 か国）において、13 のシステムミック銀行危機と 3 つの非システムミック銀行危機が含まれている²⁾。推定の結果により以下のことが示された。1 つは、家計向け貸出はシステムミック銀行危機の発生と正に有意に関係しているが、企業向け貸出はシステムミックな銀行危機の発生とは有意に関係しているとは言えないことである。また、もう 1 つは、非システムミックな銀行危機も含めれば、企業向け貸出も銀行危機の発生と正に有意に関係しているが、その大きさは家計向け貸出と銀行危機の発生との関係よりも小さいことである。すなわち、家計向け貸出の増加は深刻な銀行危機の発生の可能性を高め、企業向け貸出の増加の銀行危機の発生の可能性を高める効果と比べるとより強いといえる。

家計向け貸出と企業向け貸出が経済成長に与える影響は、Beck, Büyükkarabacak, Rioja and Valev (2012) や Leon (2016) で分析されている。彼らの分析によると、家計向け貸出が経済成長に与える影響は確認できない。Beck, Büyükkarabacak, Rioja and Valev (2012) は、1994 年から 2005 年まで 45 か国を対象として、一人当たり実質 GDP の年成長の期間平均を、企業向け貸出の期間平均、家計向け貸出の期間平均、初期の所得水準、

そして教育や貿易など他のコントロール変数に回帰している。推定結果では、企業向け貸出については経済成長を高める有意な効果が確認されたが、家計向け貸出については経済成長を高める有意な効果が確認できない。Leon (2016) は、100 か国を超えるより多くの国を対象として同様の分析を行っている。推定の結果は、家計向け貸出については経済成長を低下させる有意な効果を確認している。

第 4 章 家計向け貸出を増加させる要因に関する先行研究

第 1 節 金融構造

なぜ家計向け貸出が増加しているのか？家計向け貸出が増加する要因についても検討されはじめている。Beck, Büyükkarabacak, Rioja and Valev (2012) は、家計向け貸出の増加は国内金融システムの金融構造が関係していると主張する。Beck, Büyükkarabacak, Rioja and Valev (2012) は、1994 年から 2005 年までの 45 か国を対象として、家計向け貸出の（民間部門向け貸出に対する）割合をいくつかの変数に回帰するモデルを推定している。家計向け貸出は、各中央銀行の報告書などから収集している³⁾。彼らの推定結果は、家計向け貸出の割合に対し有意な影響をもたらす変数は、都市部人口の割合（+）、インフォーマル経済で働く人の割合（-）、GDP に占める製造業の割合（-）、そして金融構造（資本市場／銀行、+）である。

これらの結果は、以下のように解釈できる。都市部の家計ほど、またフォーマルな経済で働く人ほど、銀行へのアクセスがしやすいことを反映している。製造業からの資金需要が他の産業のそれに比べて高いと企業向け貸出が増加し、家計向けの貸出の割合は低下する。また、資本市場から資金調達を行う企業が多いと、銀行は企業ではなく

2) システムミック銀行危機として、アルゼンチン 1995 年、アイスランド 2007 年、アイルランド 2007 年、ジャマイカ 1996 年、日本 1992 年、韓国 1997 年、ロシア 1998 年、タイ 1997 年、トルコ 2000 年、ウルグアイ 2002 年、英国 2007 年、米国 1988 年および 2007 年の 13 危機、非システムミック銀行危機として、アイスランド 1993 年、インド 1993 年、トルコ 1994 年が含まれている。

3) 1994 年から 2005 年までの平均で、家計向け貸出の割合で高いのは、デンマーク（85.1%）、カナダ（80.4%）、米国（76.4%）であり、一方低いのは、マレーシア（10.4%）、エジプト（16.7%）、ハンガリー（18.0%）である。

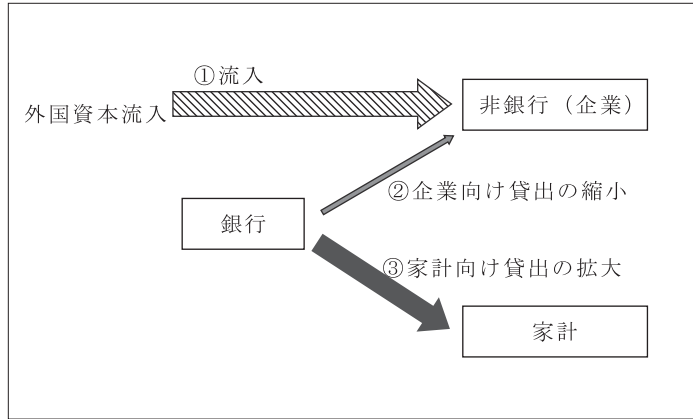


図9 外国資本流入による企業向け貸出の縮小：代替効果
出所：筆者作成

家計に向けた貸出を行うことが多くなる。すなわち、国内の金融構造が銀行借入により強く依存する銀行中心の金融システム (bank-based financial system) では企業向けの貸出が多くなり、一方、資本市場により強く依存する市場中心の金融システム (market-based financial system) では家計向けの貸出が多くなる傾向にあるといえる。

第2節 外国からの資本流入

企業にとって必要な資金が国内の資本市場からではなく、外国からの資本流入によって得られることがある。貸出の増加と外国からの資本流入の関係を検討する研究もある。Igan and Tan (2015) は、1980年から2011年までの33か国を対象として、資本流入と貸出の増加の実証的に検討している。Igan and Tan (2015) は、家計向け貸出および企業向け貸出を BIS のデータベースから入手している⁴⁾。企業向け貸出または企業向け貸出の増加率をネットの資本流入の GDP 比率に回帰すると、企業向け貸出の場合も家計向け貸出の場合もともに、正で有意な推定結果が得られる。すなわち、ネットの資本流入の GDP 比が上昇すると、家計向け貸出も、企業向け貸出もその成長率は高まる。資本流入を外国直接投資

(FDI) 流入、証券投資流入、そしてその他資本流入に分けて回帰すると、家計向け貸出に対してはネットの証券投資流入とネットのその他資本流入が、企業向け貸出に対してはネットのその他資本流入の GDP 比のみが有意に高めることが確認された。

Igan and Tan (2015) は、さらに、国内の金融構造 (資本市場/銀行) の役割を確認するために、金融構造の指標が高い (市場中心の金融システム) 国とその指標が低い (銀行中心の金融システム) 国の2つのグループに分けて、各グループごとに推計している。家計向け貸出の成長に対する資本流入の影響は、2つのグループ間で違いがなく、家計向けの貸出の成長に対して金融構造の違いは重要ではないと主張している。一方、企業向けの貸出の成長に対しては金融構造の違いは重要であると主張する。銀行中心の金融システムの国を集めたグループにおいては、企業向け貸出に対してネットの FDI 流入、証券投資流入、そしてその他資本流入のすべてのタイプの資本流入が正で有意であることが確認された。

Samarina and Bezemer (2016) は、1990年から2011年までの36か国 (25のEU加盟国と11のOECD加盟国) を対象として、資本流入と家計

4) 2016年現在 BIS データベースの対象とされている43か国のうち、以下の10か国を除く33か国を対象としている。43か国のうち対象となっていないのは、アルゼンチン、ブラジル、チリ、イスラエル、ルクセンブルク、マレーシア、ニュージーランド、ロシア、サウジアラビア、そしてユーロエリアの10か国地域である。

向け貸出の（民間部門向け貸出に対する）割合の関係を検討している。彼らは家計（企業）向け貸出の割合として中央銀行の報告書等から入手したものをを用い、以下のモデルを推定する。データは短期的な変動の影響を排除するためにオーバーラップしない3年平均に変換して使用している。

$$NFC_{it} = \alpha + \beta CRD_{it} + \kappa INF_{it-1} + \gamma X_{it} + \mu_i + \omega_t + \varepsilon_{it}$$

ここで、 NFC_{it} は企業向け貸出の（民間部門向け貸出に対する）割合、 CRD_{it} は期首の貸出のGDP比、 INF_{it-1} は資本流入の変数、 X_{it} はコントロール変数、そして μ_i と ω_t はそれぞれ国と時間の固定効果を示している。 CRD_{it} は初期の金融発展の影響をコントロールするために含めている。 INF_{it-1} は資本流入のGDP比を示すが、資本流入を銀行に流入する資本（銀行流入）と銀行以外に流入する資本（非銀行流入）を区別して用いている。ただ、FDIについては銀行への流入か非銀行への流入かを区別できないためそのままFDI流入として用いている。

推定結果は、非銀行流入が企業向け貸出の割合を有意に低下（家計向け貸出の割合を有意に上昇）させるというものである。この結果は、企業など非銀行へ外国から資本が流入すると（図9の①）、企業は銀行からの借入を減らす（図9の②）こと（外国資本流入による代替効果）を反映していると解釈できる。

第5章 結びにかえて： アジア地域の経済統合と 家計向け貸出の割合

これまで紹介してきた家計向け貸出の割合に関する研究の結果をまとめると次のようになる。家計向け貸出と企業向け貸出のその後の生産や所得に与える影響を比較すると、企業向け貸出がその後の生産や所得を増加させることが多いのに対し、家計向け貸出は、その後の生産や所得の減少させることが多く、時には銀行危機も伴ってその後の生産や所得を激しく減少させる。このような家計向け貸出の割合の上昇はどのような要因によって生じているのか。都市化、製造業の減少、金

融構造の資本市場化、そして企業など非銀行への資本流入の増加が家計向け貸出の割合の上昇要因になっている。

アジア諸国でも、2000年以後家計向け貸出の割合が高まっている。アジア諸国の家計向け貸出の割合の上昇はどのような要因によるところが大きいかと考えられるであろうか。アジア地域では、製造業を中心とした企業の国際的生産ネットワークが形成され、地域内では経済統合が進んでいる。生産ネットワーク内では、国境を越えてFDIが活発に行われている。こうしたFDIを通じた企業への資金の流れ込みが、外国資本による代替効果を通じて、企業の銀行離れを進め、そして銀行の新たな貸出先として家計への貸出が増加している可能性がある（Blanchard, Ostry, Ghosh, and Chamon, 2015）。製造業の国際的生産ネットワークを通じた近年のアジア諸国の経済発展は、注目を集めているが、その一方で、FDIなどの外国資本による代替効果を通じて、企業の銀行離れ、銀行の家計向け貸出の増加を引き起こしているのかもしれない（Enya and Shinkai, 2016）。そして、家計向け貸出の増加のために、今後、生産や所得の減少に陥る時が来るのかもしれない。家計向け貸出増加の要因やその影響について、メカニズムの解明や政策対応など今後のさらなる研究が望まれる。

参考文献

- Bahadir, Berrak and Inci Gumus (2016), "Credit Decomposition and Business Cycles in Emerging Market Economies," *Journal of International Economics*, Volume 103, November 2016, pp.250-262.
- Beck, Thorsten, Berrak Büyükkarabacak, Felix Rioja and Neven Valev (2012), "Who Gets the Credit? And Does it Matter? Enterprise vs. Household Credit across Countries," *The B. E. Journal of Macroeconomics*, 12 (1), pp.1-46.
- Blanchard, Olivier, Jonathan D. Ostry, Atish R. Ghosh, and Marcos Chamon (2015), "Are Capital Inflows Expansionary or Contractionary? Theory, Policy Implications, and Some Evidence," *NBER Working Paper*, No.21619, October 2015.
- Büyükkarabacak, Berrak, and Neven T. Valev (2010), "The Role of Household and Business Credit in Bank-

- ing Crises," *Journal of Banking & Finance*, Volume 34, Issue 6, June 2010, pp.1247-1256.
- Enya, Masahiro and Jun-ichi Shinkai (2016), "Capital Inflows, Asset Prices, and Financial Systems in East Asia," Paper presented at the 15th International Convention of the East Asian Economic Association, Bandung, 5-6 November 2016.
- Gorton, Gary and Guillermo Ordoñez (2016), "Good Booms, Bad Booms," *NBER Working Paper*, No.22008, February 2016.
- IMF (2006), "Chapter II. Household Credit Growth in Emerging Market Countries," *Global Financial Stability Report*, September 2006, pp.46-73.
- IMF (2012), "Chapter 3 Dealing with Household Debt," *World Economic Outlook*, April 2012, pp.89-124.
- Igan, Deniz and Zhibo Tan (2015), "Capital Inflows, Credit Growth, and Financial Systems," *IMF Working Paper*, WP/15/193.
- Léon, Florian (2016), "Enterprise Credit, Household Credit and Growth: New Evidence from 126 Countries," *CREA Discussion Paper*, 2016-17, University of Luxembourg, November 2016.
- Mian, Atif R., Amir Sufi, and Emil Verner (2015), "Household Debt and Business Cycles Worldwide," *NBER Working Paper*, No.21581, September 2015.
- Samarina, Anna and Dirk Bezemer (2016), "Do capital flows change domestic credit allocation?," *Journal of International Money and Finance*, 62, pp.98-121.