

Title	東アジアの金融仲介：何が変わったか？
Author(s)	塩谷, 雅弘
Citation	国際公共政策研究. 2011, 16(1), p. 53-69
Version Type	VoR
URL	https://hdl.handle.net/11094/23033
rights	
Note	

Osaka University Knowledge Archive : OUKA

<https://ir.library.osaka-u.ac.jp/>

Osaka University

東アジアの金融仲介：何が変わったか？

Financial Intermediation in East Asia: What Has Changed?

塩谷雅弘*

Masahiro ENYA*

Abstract

The purposes of this paper are to detect changes in the pattern of financial intermediation through the flow of funds data in Korea, Taiwan and Thailand, and to examine how these changes influence the finance-real linkages. The patterns of financial intermediation have changed since 2000 in East Asia. In the 1990s, they had two aspects: bank centred financial system and corporate focused lending. However, since the 2000s, banks have changed from corporate focused lending to household focused lending. We find financial disintermediation in the business sector and financial diversification in the individual and business sectors. We also find that the process of these changes vary among economies. While these changes might weaken financial-real linkage through the bank lending channel, they might enhance the linkage through the interest rate channel.

キーワード：金融仲介、東アジア、資金循環、家計向け貸出、家計負債

Keywords : Financial Intermediation, East Asia, Flow of Funds, Household Credit, Household Debt

JEL Classification Numbers : E21, E32, E44, G21

* 大阪国際大学ビジネス学部准教授

1. はじめに

2000年代の終わりに、金融的な問題から景気低迷を強いられる国が急増した。今日、金融ショックによる実物経済への影響に多くの関心が集まっている。1990年代、アジア経済危機を経験する以前、アジア諸国において、旺盛な企業の資金需要に応え、経済成長に大き役割を果たした一つは銀行であった。銀行は、家計貯蓄の多くの部分を預金として受け、外国から流入する資本を加えて、企業に対し貸し付けてきた。すなわち、銀行は、家計部門の資金余剰を企業の資金需要へと仲介する金融仲介機関として機能してきた。その後、1997年のアジア経済危機時には、貸出先企業の業績悪化に伴い、銀行は不良債権を抱え、再編や倒産を余儀なくされ、銀行危機に陥った。しかし、アジア諸国の銀行は、危機後の調整を経て、2000年代に入り、その役割が変化してきている。銀行は、これまで企業に向けて行ってきた貸し出しを、家計に向けて行うようになってきた。銀行による金融仲介が、これまでの家計部門と企業部門の間の仲介から、家計部門内の仲介へと、変化してきているのである。

本稿は、アジア諸国における金融仲介の変化に注目する。特に、以下の課題を検討する。第1の課題は、東アジア地域における金融仲介の変化はどの程度進んでいるか、また、国ごとにばらつきはあるかである。第2の課題は、金融仲介の変化は金融とマクロ経済の関係にどんな影響をもたらすかである。

Mohanty and Turner (2010) は新興アジア地域の銀行と金融仲介の変化を調査している。1990年代の金融仲介の特徴を、1) 銀行中心の金融システム、2) 銀行による企業向け貸出とし、2000年代にはこれら特徴が変化していることを示した。すなわち、銀行中心は変わらないが、銀行は国内からの資金調達を強めていること、外国からの調達は自国通貨建てが増えてきていること、そして銀行の貸出先が企業向けから家計向けへ変化していることである。しかし、これらは中国やインドに大きく偏った結論となっており、韓国、香港、マレーシア等は例外とされている。

金融仲介の変化の背景には様々な国内要因があると考えられる。これまで主要な借り手であった企業の資金需要の低迷、家計所得水準の上昇による家計の借り入れ能力の向上、政府など企業や家計以外の借り手の存在、更には、貸し手である銀行の貸し出し能力の変化もある。これら国内要因は国ごとに異なり、各国の金融仲介の変化の進展にばらつきを生じさせると考えられる。本稿では、特に、韓国、台湾、そしてタイに注目し、これら国・地域の資金循環統計をもとに金融仲介の変化を追う。

また、ここで追った金融仲介の変化をもとに、金融と実体経済の関係に与える影響も考察する。金融政策や金融ショックの波及メカニズムを研究する文献は多い。しかし、金融仲介の変化に伴う波及メカニズムの変化を考察するものは少ない (Boivin, Kiley and Mishkin, 2010, Mohanty and Turner, 2008)。

本稿の以下の構成は次のとおりである。第2章では、東アジア地域における銀行貸出のデータか

ら、2000年以後の金融仲介の変化を確認する。第3章では、韓国、台湾、そしてタイについて、資金循環統計のデータを用いて、2000年以後の金融仲介の変化をより詳細に確認する。第4章では、確認できた金融仲介の変化が、金融と実体経済の連関にどのような影響を与えるか検討する。そして、第5章ではこれまでの議論をまとめる。

2. 東アジアにおける銀行貸出の変化

2-1 銀行貸出

資金不足部門が資金を調達するための重要な手段の一つである銀行貸出は、2000年以後どのように変化しているのだろうか。図1と図2は、アジア諸国の銀行貸出の対GDP比率の推移を示している（それぞれ、ASEAN4カ国とアジアNIEs¹⁾）。多少の年次の差はあるが、1990年代にどの国もこの銀行貸出のGDP比率は上昇している。しかし、1990年代終わりから2000年代にかけて、アジア経済危機の影響が深刻であった国を中心に、銀行貸出のGDP比率が横ばい、または低下している。特に、経済危機で大きなダメージを受けたASEANの4カ国は低下が激しい（図1）。ASEAN4カ国は、アジア経済危機直前の1997年あたりにピークを迎えるが、2000年代後半になってもこの危機前のピークの水準まで回復している国は少ない。危機から約10年近く経過した2010年末現在、マレーシアとフィリピンはそれぞれ1.148と0.238（フィリピンは2007年末）であり、1993、94年あたりの水準までの回復にとどまっている。タイは2010年現在0.970と1992年と同水準である。ASEAN4カ国のうち、最も回復が遅れているのはインドネシアである。2010年末現在0.260と1988年の水準にとどまっている。

アジアNIEsの4カ国・地域は、ASEANの4カ国に比べて1990年代終わり以後の低下は小さい。アジア経済危機時の1997年、1998年をピークとし、ほぼ2000年代を通じて低下傾向にあるのは香港だけである。再び上昇し始めるのは最近の2008年からであり、2010年現在1.884と1990年代のピーク時（1997年末1.703）を超えている。また、台湾は他の国・地域よりも低下がやや早く始まり1995年あたりからである。その後、ITブームとバスの影響を受け、2002年2003年に落ち込んでいる。2010年末1.290であり1990年代のピーク時とほぼ同水準（1994年末1.309）である。興味深いのはASEAN4カ国と同様にアジア経済危機を経験した韓国であり、他の国地域とは大きく状況が異なる。韓国も他のASEAN4カ国と同様に1997年のアジア危機時には実質GDP成長率がマイナス5%近くまで低下した。しかし、他の国が経験しているような銀行貸出のGDP比率の低下も、危機直前のブームも確認できない²⁾。韓国の銀行貸出のGDP比率は1990年後半順調に上昇している。低下が確認できるのは2000年代に入って2004年である。しかし、その後再び上昇に転じ、2008年まで上昇し、2010年若干低下している。韓国の1995年から2010年までの銀行の貸出比率の上昇は大きい。

1) ここで銀行貸出は、商業銀行の対民間貸出である。

2) 銀行貸出額は危機後減少している。ただ、GDPも減少しているため、銀行貸出のGDP比率は低下していない。

韓国の銀行貸出のGDP比率は1995年末に0.503であるが、2010年末には1.003まで上昇し、この15年間で2倍になっている。

すなわち、この地域の2000年以後の銀行貸出の特徴は以下のようにまとめられる。タイなどの危機を経験したASEAN 4カ国は2000年にかけて急激に低下しその後停滞していること。韓国は危機を経験したにもかかわらず、大きな落ち込みもせず比較的順調に上昇している。そして、アジアNIEsのなかで、それほど大きな低下もなく2002年以後上昇傾向をつづけるもう一つの地域は台湾である。

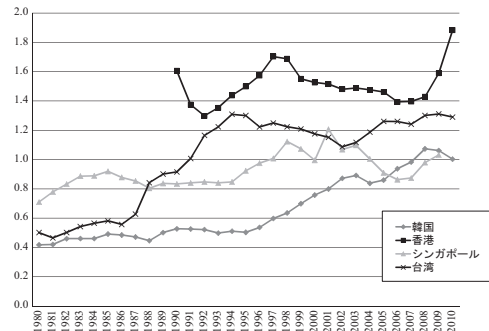
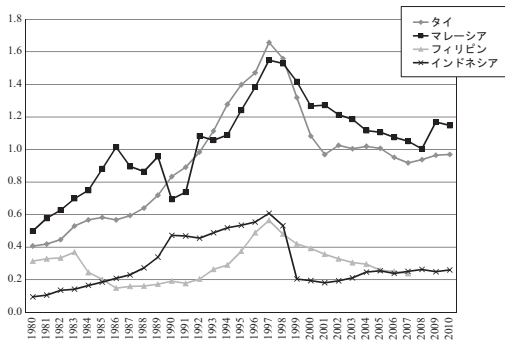


図1、図2の出所：IMF, *Intenational Financial Statistics*, およびCEIC Dataより筆者作成

図1：銀行貸出の対GDP比（ASEAN 4）

図2：銀行貸出の対GDP比（アジアNIEs）

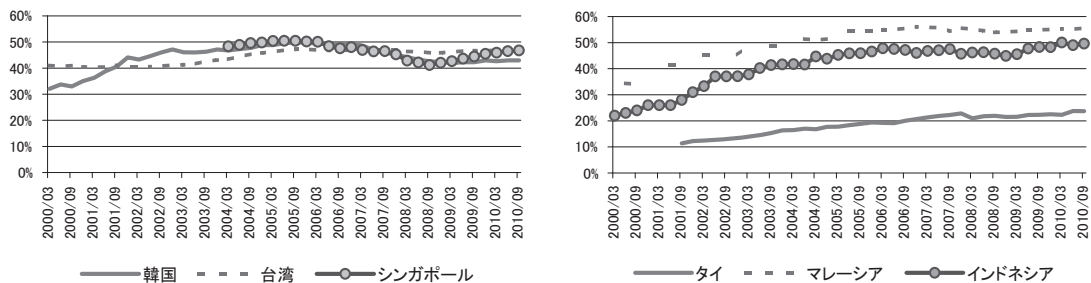
2-2 銀行の個人向け貸出

東アジアでは、アジア経済危機後の2000年ごろから、企業の設備投資の減退に伴う資金需要の低迷を受けて、銀行はその貸出先を個人に向けてだしていることが指摘されている（Kohsaka and Enya, 2007、Mohanty and Turner, 2010、塩谷, 2011）。図3は、一部の東アジア諸国・地域における銀行個人向け貸出割合（貸出総額に占める比率）を示している。2000年ごろから、多くの東アジア諸国・地域で個人向けの貸出割合の上昇、一方企業向け貸出割合の低下が確認できる。銀行の個人貸出向け貸出割合は、韓国で1990年代に20%台であったが、2000年に30%を、さらに2001年に40%を超え、そして2005年には50%に迫っている³⁾。ただ、2007年あたりから若干低下しはじめ、近年40%あたりで安定している。また、マレーシアでは、2000年に34%であったが2004年には50%を超え、近年55%あたりで安定している。インドネシアでも、1990年前半は25%程度、2000年にかけて20%程度まで低下するが、その後2006年まで上昇を続け、近年50%弱で安定している。台湾とシンガポールは2000年以後近年まで40-50%で安定している。タイでも、銀行の個人向け割合は上昇しているが、まだ近年20%程度で低い。

3) 韓国の数値は商業銀行（commercial bank）と特別銀行（specialized bank）を対象としたものである。

この地域における銀行の個人向け貸出の割合の上昇の特徴は以下のようにまとめることができる。台湾では比較的早く1990年代半ばごろから始まっていた。また、韓国、マレーシア、そしてインドネシアは2000年代前半急激に上昇した。これらの地域では2000年代後半には50%前後まで上昇している。そして、タイの上昇は比較的緩やかである。タイは、2000年後半でも25%程度である。すなわち、銀行による貸出先の企業向けから個人向けへのシフトは、台湾で先行し、その後の2000年前半に韓国、マレーシア、インドネシアで急速に進んだ。一方、最も遅れているのはタイである。

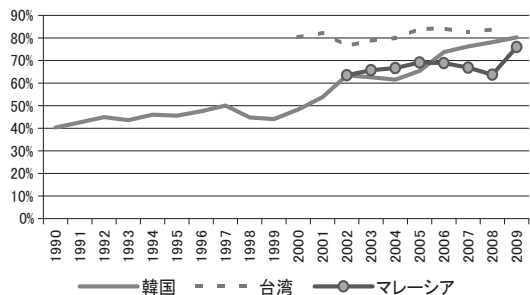
銀行の個人向け貸出の割合の上昇に伴って、家計の負債残高も増加している。図4は、韓国、台湾、そしてマレーシアの家計負債残高のGDP比率を示している。これらの国・地域では、2000年代後半には60%から80%に達している。サブプライム・ローンに関連して金融危機を経験した米国では、2004年から家計負債残高のGDPは90%を超え、その後100%近くまで上昇した（BIS, 2009）。ただ、極端に銀行貸出のGDP比率が低いインドネシアでは、銀行貸出額自体が小さく、家計負債のGDP比率は2007年に7%と未だ低い水準にとどまっている（BIS, 2009）。



注：商業銀行を対象としている。
出所：塩谷（2011）

注：商業銀行を対象としている。
出所：塩谷（2011）

図3 銀行の個人向け貸出の割合



注：商業銀行を対象としている。
出所：塩谷（2011）

図4 家計負債残高のGDP比

3. 各国・地域内の資金循環

銀行の貸出先が企業から個人へ変化するという金融仲介の変化は、国内の資金循環をどのように変化させているのであろうか。各国の資金循環勘定統計を確認することにより、国内の資金循環の変化を概観する。アジアNIEs4カ国・地域とASEAN4カ国の中で、資金循環勘定統計の整備が最も進んでいるのは韓国である⁴⁾。以下では、比較的金融取引表の入手が容易であり、2000年前半に変化が急速に進んだ韓国、他の地域よりも先行した台湾、そして変化の遅れているタイの資金循環について概観する⁵⁾。

3-1 韓国の資金循環

(1) 部門別資金過不足

図5-1は、韓国の部門別資金過不足の対GDP比の推移（1975年から2005年まで）を示している。データは、韓国の金融取引表における部門別の資金過不足額（部門別貯蓄投資差額との誤差を含むものであり、貯蓄投資差額に等しい）を各年の名目GDPで割った値である。部門数は5であり、金融部門（中央銀行を含む）、政府部門、企業部門、個人部門（家計を含む）、そして海外部門である。

1997年のアジア経済危機以前においては、一貫して、個人部門は資金余剰主体であり、一方、企業部門は資金不足主体である。企業部門は1986年から1989年までの3年間を除いて、概ねGDPの10%から15%の資金不足を抱えてきた。一方の個人部門の資金余剰は概ねGDPの5%から10%であり、企業部門の資金不足を個人部門の資金余剰で埋められ、そして個人部門の余剰分を上回る企業部門の資金不足分は外国部門からの資本流入や政府部門の余剰分で埋められてきたといえる。

しかし、この状況は、アジア経済危機以後一変している。1998年に外国部門へ資本が流出すると同時に企業部門の資金不足が急激に縮小し、さらに外国への資本流出がひと段落する2000年にかけて今度は個人部門の資金余剰が急激に縮小し、企業部門の資金不足はGDPの5%以下まで縮小している。そして、2000年以後、個人部門の資金余剰と企業部門の資金不足はいずれもGDPの5%に満たないほどの低い水準で推移している。図5-2は、93SNAに従った金融取引表からまとめた各部門の資金過不足のGDP比率の推移（2003年から2010年）である。これによると、2006年ごろから企業部門の資金不足が拡大する兆しが確認できる。ただ、2009年には再び5%以下に縮小している。

すなわち、2000年以後、個人部門と企業部門の資金過不足が急速に縮小している。個人部門の資

4) アジア諸国の資金循環勘定統計の整備状況は、日本銀行調査統計局（2003）にまとめられている。

5) 韓国では、韓国中央銀行の韓国銀行（Bank of Korea）により、1965年から、年次および四半期の資金循環勘定統計が公表されている。韓国銀行のホームページを通じて、現在、68SNAに基づいた1975年から2005年の金融取引表および金融資産負債残高表が入手可能であり、また93SNAに基づいた2つの表についても2003年から入手可能である。次いで整備が進んでいるのは、台湾の資金循環勘定統計であり、台湾中央銀行（Central Bank of the Republic of China）によって整備されている。ただ、台湾では四半期データが公表されていない。ウェブからは、68SNAに従った計数が1983年から2004年までの分と93SNAに従った計数が2001年以後について入手可能である。他の国・地域については、金融取引表のみの整備にとどまっている。他の国・地域については、公表開始年次が1990年代であったり、ウェブから入手可能であるものが少ない、部門数が少ないなど整備は進んでいない。タイの金融取引表は、国家経済社会開発委員会（National Economic and Social Development Board: NESDB）により整備されており、1993年以後の計数がウェブから入手可能である。

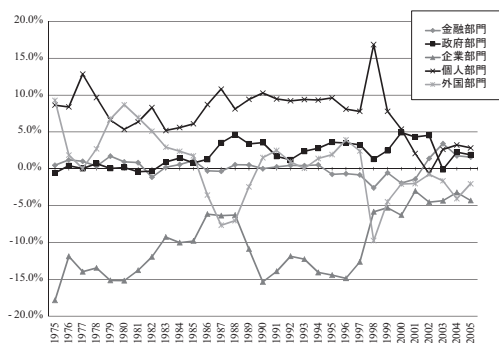
金余剰の縮小は貯蓄の減少か実物投資の増加によって、一方、企業部門の資金不足の縮小は貯蓄の増加か実物投資の減少によって生じる。韓国では、2000年以後、個人部門の消費の増加と住宅投資増加が起こっている。また、企業部門の貯蓄増加も指摘されている。危機前に多く流入していた外国資本は2000年代には縮小あるいは若干の流出に転じ、国内の資金過不足はほぼ国内で賄われている。

(2) 部門別金融取引

個人部門の資金運用先に変化が生じているのであろうか。図6-1と図6-2は金融取引表から確認できる個人部門の金融資産増加の推移を示している。1990年代を通じて、資産増加の約半分強は現金・預金である。例外はアジア経済危機の大きかった1998年だけである。

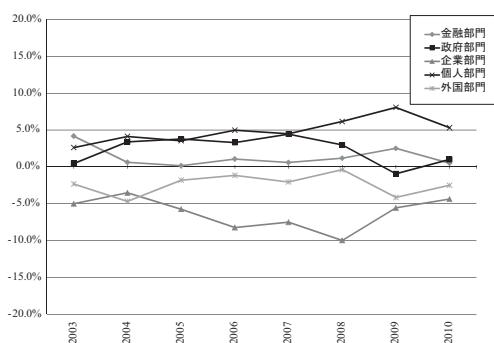
2002年以後、預金・現金の割合は縮小し、資産増加の半分を下回ることが多くなってきている。逆に拡大傾向にあるのは、生命保険・年金基金と長期債（図6-2では株式以外の証券）である。図には示されていないが長期債（株式以外の証券）の中でも受益証券の比率が高まっている。この傾向は2008年まで続く。このように、1990年代個人部門の資金運用先として多くを占めてきた銀行預金が2000年代急速に低下し、これにより運用先としての銀行との関係が弱まっているといえる。

図6-1および図6-2において、金融資産増加と資金過不足の差額が金融負債増加額になるが、個人部門はこの金融負債増加額をほぼすべて金融部門からの借入れによって賄っている（資金過不足 = $(Y - C) - I = \Delta$ 金融資産 - Δ 金融負債であり、すなわち、 Δ 金融負債 = Δ 金融資産 - 資金過不足である）。1990年代は概ね個人部門の預金増加額が金融部門からの借入れ額を上回っていたが、2001年からは逆に、個人部門の預金増加額を上回る金融部門からの借り入れを行っていることが分かる。2001年以後、明らかに個人部門と金融部門の関係が変化し、すなわち、金融部門にとって、個人部門は1990年代のように資金調達を行う対象というよりも、資金運用先として位置づけられるようになったといえる。



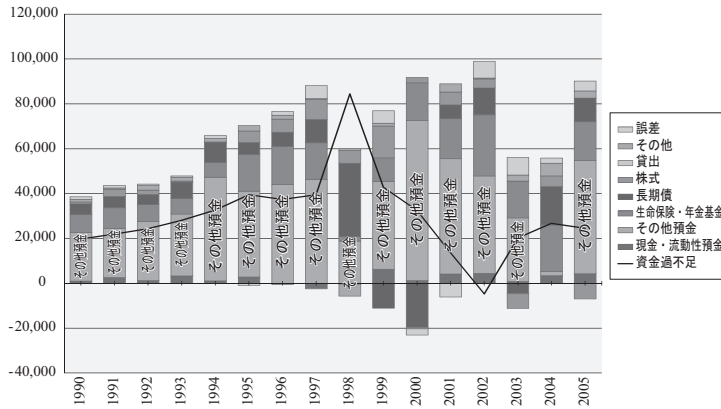
出所：Bank of Korea, *Flow of Funds*

図5-1：韓国の部門別資金過不足（68SNA）



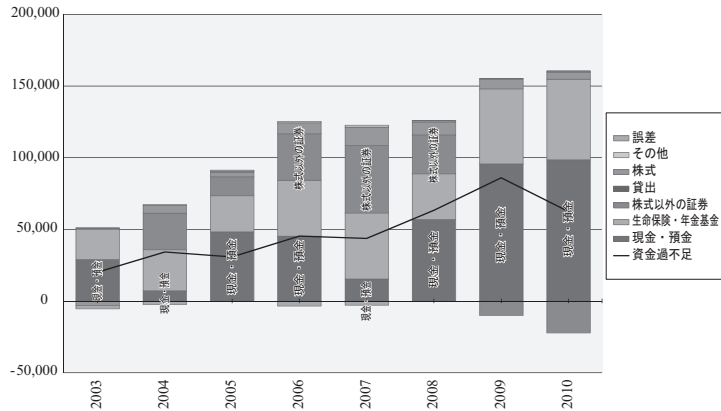
出所：Bank of Korea, *Flow of Funds*

図5-2：韓国の部門別資金過不足（93SNA）



出所：Bank of Korea, *Flow of Funds*

図 6-1：韓国個人の金融資産増（単位：10億ウォン）



出所：Bank of Korea, *Flow of Funds*

図 6-2：韓国個人の金融資産増（単位：10億ウォン）

3-2 台湾の資金循環

(1) 部門間の資金過不足

図 7-1 と図 7-2 は、台湾の部門別資金過不足の対GDP比の推移（それぞれ1983年から2004年までと2001年から2009年まで）を示している。図 7-1 は68SNAに従った金融取引表の資金過不足を示しており、貯蓄投資差額との誤差を含むもので、部門別の貯蓄投資差額のGDP比率の推移に等しい。一方、図 7-2 は93SNAに従う金融取引表の資金過不足であり、貯蓄投資差額との誤差を含んでいない。したがって、図 7-2 は部門別金融資産増と負債増の差額のGDP比率に等しい。このため、図 7-1 と図 7-2 は接続が難しい。部門数は韓国と同様に5部門である⁶⁾。

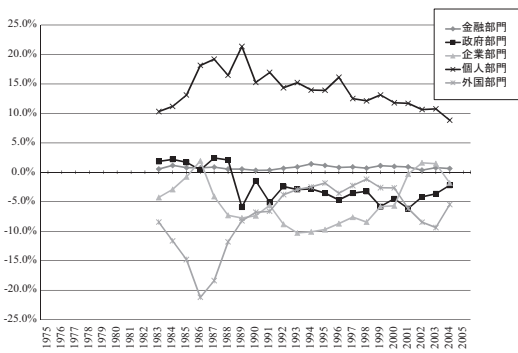
6) 台湾の金融取引表において、家計と対家計民間非営利団体で一つの部門となっている。ここではこの部門を「個人部門」と呼ぶ。

図7-1から、2004年までの期間中、一貫して、個人部門は資金余剰部門であり、外国部門は資金不足部門である。1990年代に注目すると、個人部門は概ねGDPの10%から15%の資金余剰分を抱えてきたが、年を追って資金余剰分の縮小傾向が確認できる。企業部門は1990年代はGDP比で5%から10%の資金不足を抱えてきた。金融部門は概ね過不足なく、企業部門の資金不足を上回る個人部門の資金余剰分は、政府部門と外国部門へ回っている。2000年代に入ると、企業部門の資金不足が急速に縮小し始めている。2002年と2003年には企業部門は資金余剰部門に転じている。ITブーム崩壊に伴う景気後退の影響で企業の資金需要が低迷したと考えられる。2001年の台湾の実質GDP成長率は-1.7%であった。2000年代に入っても個人部門の余剰の縮小傾向は続くがまだGDPの10%程度の余剰が存在している。企業部門で資金不足がなくなった分は、外国部門で資金不足分が拡大しここに吸収されている。図7-1とうまく接続しないが図7-2で2009年までの傾向を追ってみると、個人部門の資金余剰の縮小傾向は続いている。企業部門が資金不足部門でない傾向もまた続いている。政府部門は過不足がなくなるが、その分、外国部門の資金不足が拡大している。台湾でも、1990年代と2000年代で各部門の資金過不足の傾向が大きく変化している。すなわち、個人部門の資金余剰は縮小し、企業の資金不足はなくなり、そして、外国部門は資本不足を拡大させている。

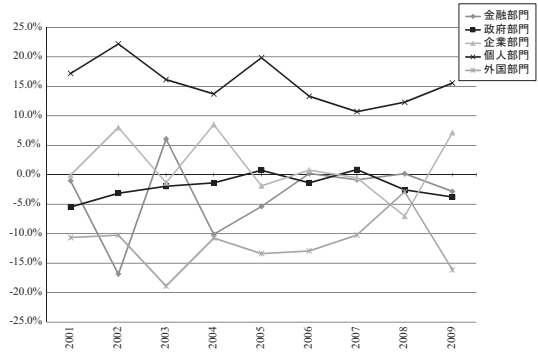
(2) 部門別金融取引

また、台湾においても個人部門の資金運用先に変化が生じているのであろうか。図8-1と図8-2は金融取引表から確認できる個人部門の金融資産増加の推移を示している。1993年までは資産増加の約半分強は現金・預金であった。その後、現金・預金への運用は縮小し、資産増加の半分を下回る運用になっている。逆に、拡大しているのは株式・出資金への運用である。アジア経済危機を経て、2000年代に入り、株式市場の低迷が影響し株式・出資金への運用は縮小した。着実に拡大しているのは生命保険・年金基金への運用である。現金・預金への運用は、2000年以後、経済環境に応じて変動が激しいが、明らかに1990年代前半までと比較すると縮小している。

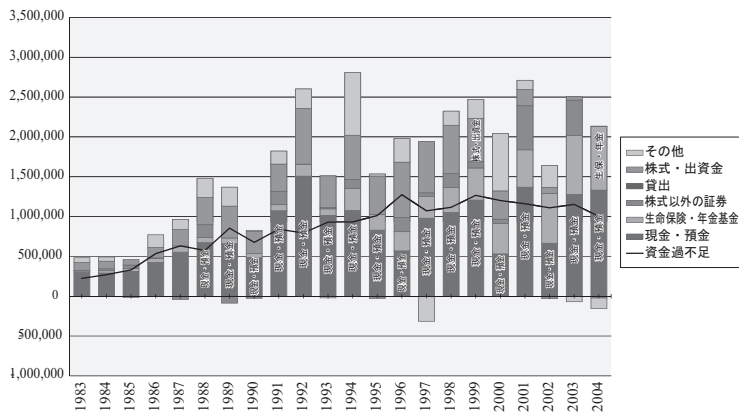
以上のように、台湾における個人部門の金融資産増加の構成も、韓国のそれと同様に、変化してきている。1990年度と2000年代を比較すると、2000年代には、現金・預金の縮小、株式・出資金の縮小、そして生命保険・年金基金の拡大が確認できる。韓国と異なるのは、現金・預金増加の縮小が韓国よりも少し早く1990年代半ばから起こっていること、株式以外の証券への運用が大きくないことである。



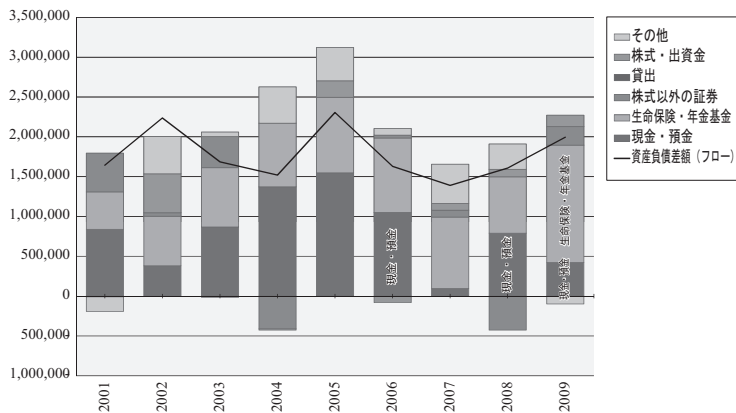
出所：Central Bank of the Republic of China, *Flow of Funds*
 図 7-1：台湾の部門別貯蓄投資バランス (68SNA)



出所：Central Bank of the Republic of China, *Flow of Funds*
 図 7-2：台湾の資金過不足 (93SNA)



出所：Central Bank of the Republic of China, *Flow of Funds*
 図 8-1：台湾個人の金融資産増 (単位：100万台湾ドル)



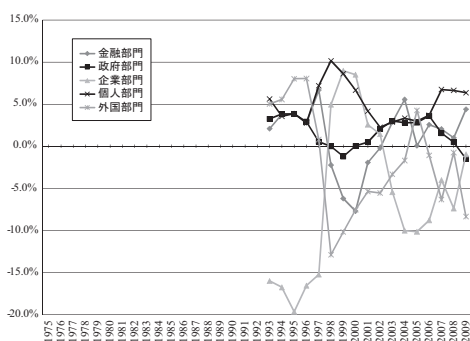
出所：Central Bank of the Republic of China, *Flow of Funds*
 図 8-2：台湾個人の金融資産増 (単位：100万台湾ドル)

3-3 タイの資金循環

図9は、タイの部門別資金過不足の対GDP比の推移を示している。資金過不足は貯蓄投資差額との誤差を含むもので、部門別の貯蓄投資差額のGDP比率の推移に等しい。部門数は韓国や台湾と同じく5である⁷⁾。

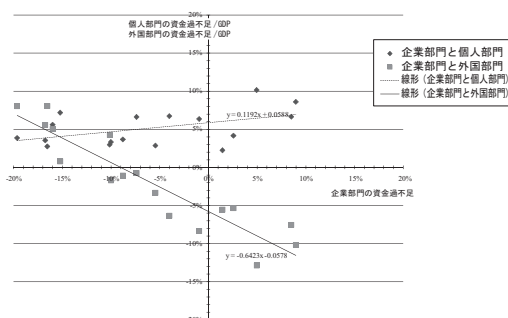
1993年から2009年までの期間中、一貫して、個人部門は資金余剰部門であるが、韓国が台湾と比べると余剰はそれほど大きくない。アジア経済危機までの1990年代に注目すると、個人部門は概ねGDPの5%弱の資金余剰を抱え、一方で、企業部門はGDPの10%から15%の資金不足を抱えていた。個人部門の資金余剰で賄えない企業部門の資金不足分は外国部門の資金余剰で賄ってきた。アジア経済危機時には、外国への資本流出により外国部門は資金不足に転じる一方、企業部門が資金余剰部門に転じている。2003年から再び企業部門は資金不足を拡大させるが、それに伴って外国部門の資金不足分は縮小し続け2005年には再び資金余剰に転じている。2007年からは企業の資金不足は縮小し始めるが、同時に外国部門は資金不足に転じている。

2000年代に、個人部門の資金余剰が低下する傾向は強くない。2003年より企業部門の資金不足は拡大するが、企業部門の資金不足分を外国部門の資金余剰分で賄う状況は、1990年代と同じで変わっていない。図10は1993年から2009年までの企業部門の資金過不足と個人部門の資金過不足、外国部門の資金過不足をプロットした散布図である。企業の資金過不足は、個人部門の資金過不足との正の相関が確認できるが、外国部門の資金過不足とは負の相関が強いことが確認できる。同様の、散布図を韓国や台湾で描いてみると、企業の資金過不足は、外国部門の資金過不足との負の相関が確認できるが、個人部門の資金過不足とも負の相関が確認できる。タイでは、企業部門の資金過不足を埋めるのに外国部門の資金余剰に依存する割合が比較的強く、この傾向は1990年代と2000年代で変わらないといえる。



出所：National Economic and Social Development Board (NESDB), *Flow of Funds*

図9：タイ部門別の資金過不足 (68SNA)



出所：National Economic and Social Development Board (NESDB), *Flow of Funds*

図10：タイの資本過不足の相関
(企業—個人、企業—外国)

7) タイの金融取引表において、家計と対家計民間非営利団体で一つの部門となっている。ここではこの部門を「個人部門」と呼ぶ。

4. 金融とマクロ経済の連関

金融仲介は、資金余剰者と資金不足者の間を仲介し、彼らの間の資金過不足を埋める役割を担う。1990年代の東アジアにおいて、家計部門と外国部門が資金余剰部門であり、企業部門が資金不足部門であった。特にタイでは、資金余剰部門として外国部門の存在が大きかった。しかし、韓国と台湾では、2000年代に入り、家計部門と外国部門の資金余剰分と企業の資金不足分が縮小し、これら部門間の資金過不足を埋める金融仲介が縮小している。その背景には、アジア経済危機後、企業の設備投資の回復が遅れていること、銀行が企業に代わる新たな貸出先として家計を位置づけていること、そして、家計の資金運用先および企業の資金調達手段が多様化していることなどを等が存在している。このような金融仲介の変化は、金融とマクロの実物経済の連関にどのような影響を与えるであろうか。

4-1 金融とマクロ経済の連関に関する理論的考察

これまで東アジアにおいて、金融仲介の機能に注目が集まってきた。資金余剰部門の貯蓄を資金不足部門の投資に回し、投資が資本蓄積を進め、そして経済成長に貢献することになる。時には、国内の貯蓄に外国の貯蓄を加えて、投資に回すこともあった。ここでは、如何に生産性の高い投資へ貯蓄を回せるかが、金融仲介の機能として注目を集めてきた。より生産性の高い投資に回すことができるのは、金融仲介を銀行に委ねる間接金融、それとも直接金融かなど、金融構造に注目することもあった (Levine, 2002、塩谷, 2002)。貸し倒れしない借り手に資金を貸すことが、金融危機を防ぐためにも重要なことであることは現在も変わらない。しかし、金融取引が急速に増大している今日、資金の貸借によって拡大した借り手と貸し手のバランスシートにも注目が集まっている (Kohsaka and Enya, 2007、Basel Committee on Banking Supervision, 2011)。

Basel Committee on Banking Supervision (2011) は、金融部門(銀行)と実物部門(家計や企業など)の間の波及経路について、バランスシートの役割に注目している。彼らは、銀行の貸出を通じた金融部門と実物部門を関連づける経路(クレジット・チャンネル)について、これまでの研究を広くサーベイしながら、3つに細分化した経路を指摘している。第1は、借り手のバランスシート・チャンネル(BoBSC)、第2は、銀行のバランスシート・チャンネル(BaBSC)、そして第3は、流動性チャンネル(LQC)である。第1の借り手のバランスシート・チャンネルは、家計や企業など実物部門である借り手の資産や正味資産が、貸し手である金融部門にとって担保や返済能力の判断基準として使用されることに注目する。資産価格の変化など金融部門のショックは、資産や正味資産の価値の変化を通じて、家計や企業などの実物部門の意思決定(消費や投資)に影響を与え、实体经济に影響を与える。さらに、实体经济の状況が、資産価格など金融部門に影響を与えることが多く、実物部門と金融部門に相互関係が生じる。この相互関係は金融加速(financial accelerator)と呼ばれている (Bernanke and Gertler, 1989、Kiyotaki and Mooor, 1997)。第2の銀行のバランスシート・チャ

ネルは、金融部門の貸し出し能力に注目する。金融部門の資金調達コストの変化や資産価格の変化による銀行自己資本の変化は、銀行の貸し出し能力に影響し、銀行の貸し出しに影響を与える。そして、銀行貸し出しの変化は、借り手である実物部門の意思決定に影響を与える。さらに、実体経済の状況が資産価格の変化を通じて金融部門に影響を与えるならば、実物部門と金融部門に相互関係が生じ、景気循環に金融加速が加わり増幅することが考えられる（Holmstrom and Tirole, 1997）。第3の流動性チャンネルは銀行の資産と負債の流動性に注目をする。銀行の流動性に変化が生じた場合、銀行貸出の変化を通じて、借り手である実物部門の意思決定に影響を与える。

クレジット・チャンネル以外にも、金利や資産価格など金融変数の変動が実物経済に影響を与える経路が指摘されている。これは金利チャンネルと呼ばれ、金利変動による代替効果（SE）や所得効果（IE）、そして、資産価格変動による資産効果（WE）やトービンのq効果（TQE）などがある。

4-2 金融仲介の変化が金融とマクロ経済の連関に与える影響

東アジアにおいて生じている金融仲介の変化は、金融とマクロ経済の連関にどのような影響を与えるであろうか。ここでは、これまでで確認した韓国、台湾、そしてタイの状況をふまえ、これらが金融部門と実物部門の間の波及経路に与える影響を検討する。

(1) 銀行による家計向け貸出比率の上昇

東アジアにおいて、2000年以後、銀行が企業向け貸出の比率を低下させる一方、家計向け貸出の比率を上昇させている（第2章）。特に、この傾向は台湾で先行し、2000年前半に韓国で進み、そしてタイは比較的弱い（第2章、第3章）。家計向け貸出の目的の多くは、不動産購入のための住宅ローンと消費者ローンである。家計が銀行借入によって不動産を購入することによって、家計の実物資産と金融負債が増大し、家計のバランスシートは拡大する。このような家計のバランスシートの変化は、金融ショックの実物経済への波及メカニズムにどのような影響を与えるであろうか。

第1は、家計の消費や住宅投資に影響を与える借し手（家計）のバランスシート・チャンネル（BoBSC）に注目する。拡大した家計の資産は借り入れ能力を増加させ、貸し手の銀行にとって家計は魅力的な借り手になる。更に、家計が銀行からの借り入れを増加させ、この借入金を消費に回し、景気を刺激させる可能性がある。資産価格の変動は、担保価値を変化させ、家計の借り入れへの変化を通じて、消費に、そして景気に影響を与えることが考えられる（BoBSC¹）。第2は、消費に与える資産効果に注目する。より直接的に消費の資産効果を通じて、家計の消費に影響するかもしれない（WE²）。そして、第3は、家計の負債に注目する。家計負債が高まると金利支払いの負担が増し、さらに金利の上昇により消費に大きな影響が出る恐れがある。すなわち、金利チャンネルの所得効果は強まるであろう（IE³）。第1と第2のメカニズムは、資産価格の変動による実体経済への影響が強まることを示す。さらに、資産価格に金利変化が大きく影響することが指摘されていることを考慮すると、これら3つは金利変動に伴う家計消費への影響を強めると考えられる。

実際、2000年以後、資産価格の変動は消費や投資への影響は強まっているのであろうか。塩谷

(2011)は、東アジア7カ国・地域を対象として、資産価格とマクロ経済の連関が、2000年代とそれ以前で、どのように変化したかをVAR（ベクトル自己回帰）モデルを推定して検討している。かれは、個人向け銀行貸出が増加している国・地域では、2000年以後、不動産価格の変動が消費に有意な影響を与えるようになってきていることを確認している⁸⁾。また、東アジアを対象とした不動産価格と銀行貸出の相互関係を検証する研究も散見される（Collyns and Senhadji, 2002、Gerlach and Peng, 2005、Inoguchi, 2007、そしてLiang and Cao, 2007）。これらの結果から、不動産価格の銀行貸出に対する正の影響が、韓国、香港、シンガポールでは確認されている。中でも、Inoguchi（2007）はアジア経済危機前後の両期間で、韓国における不動産価格の銀行貸出に対する正の影響を確認している。ここでの銀行貸出は個人向けだけでなく企業向けも含むものであり、韓国においては、危機前に銀行の主要な貸出先であった企業、そして危機後に貸出割合を高めてきた個人の双方で、不動産の担保効果が確認できると理解できる。銀行貸出先の企業から個人へのシフトが先行した台湾や韓国はもとより、比較的遅れているタイにおいても、資産価格を通じた金融ショックの実体経済への経路の重要性が高まっていることが指摘されている（Bank of Thailand, 2008）⁹⁾。

（2）銀行による企業向け貸出比率の低下

2000年に入り、銀行による企業向けの貸出比率は低下している（第2章）。また、少なくとも、韓国、台湾では企業部門の資金不足対GDP比は大きく縮小している（第3章）。このことは、銀行のバランスシート・チャネルを通じた銀行による企業投資への影響力を弱めることになる（BaBSC⇩）。企業部門の資金調達手段の多様化は同時に起こっているであろうか。ここで、韓国の資金調達の金額と構成の変化を見ておこう。

表1は、それぞれ、韓国の金融負債増加とその構成を示している（年平均）。韓国金融負債の増加額は、アジア危機後から2005年までの2000年代前半は減少しているが、2006年以後の2000年代後半は増加している。2000年代前半は企業向けから個人向けへのシフトが急速に進んだ時期であり、この時期の負債増の減少はこれを反映している。その後の2000年代後半は負債増が増えており、この時期企業の資金需要が若干回復したことがここでもわかる。資金調達の構成は以下の点が興味深い。アジア経済危機以前は、銀行貸出からの資金調達が最も多く、次いで社債が多かった。ただこの時期の社債は銀行保有が多く、実質的に銀行貸出と同じといえる。しかし、2000年代前半は、銀行貸出と社債の割合は低下し、株式による割合が上昇している。2000年代後半は、債券などの株式以外の証券の割合も上昇し、資金調達先が一層多様化する傾向がある。

すなわち、2000年代、企業投資に影響を与える銀行のバランスシート・チャネルを低下させ（BaBSC⇩）、金融部門の貸出が実体経済に与える影響を弱めている一方で、特に2000年代後半に金利チャネルを強めている（SE, IE, TQE⇧）と考えられる。

8) 不動産価格の変動が消費に有意な影響を与えるようになってきていることを確認できたのは、韓国、香港、シンガポール、そしてマレーシアである。一方、確認できないのは、台湾、タイ、インドネシアである。

9) Bank of Thailand (2008) は、タイでは、現在、資産価格の中でも不動産価格より株価を通じた影響が大きいが、今後家計による不動産取得が高まると住宅価格を通じた経路の重要性も高まると指摘している。

表 1：韓国企業部門の金融負債増とその構成（フロー）

	1990-1997	1999-2005	2006-2010
金融負債増（10億ウォン）	76,843	70,472	174,488
貸出	36%	24%	36%
株式以外の証券（社債など）	21%	5%	24%
株式	12%	38%	20%

注：数値は期間中の年あたりの平均値である。

1998年はアジア経済危機後のバランスシート調整の時期であり除いている。

出所：韓国中央銀行『資金循環勘定』

（3）家計の資産運用先の多様化

第3章で確認したように韓国や台湾では家計の資金運用先に変化が生じてきている。特に、現金・預金での運用を減少させる一方、生命保険・年金基金や株式以外の証券での運用を増加させている。このような変化は、これまで家計の資金運用先であった銀行に大きな影響を与える（TQE弁）。銀行にとって、家計の資金運用先の多様化は銀行の負債である預金を減少させ、銀行の貸出能力を低下させることと考えられる。これにより、銀行貸出の実物部門への影響力を低下させる可能性がある。銀行が預金以外の資金調達を資本市場で行えば、資本市場に影響を与える金利の変化の影響をより強く受けるようになるであろう。

一方、生命保険・年金基金等を受け入れる保険会社等の金融機関は資本市場で資金運用を行うことが多い。国内における企業部門の資金需要が旺盛であれば、社債や株式等の資本市場を通じて、国内企業部門の資金不足分を埋めるであろう。この場合、実物部門に影響を与える金利チャネルを強めることになる（SE, IE, TQE弁）。ただ、韓国や台湾において、資本市場が拡大しているとは言い難い（Mohanty and Turner, 2010）。国内企業部門の資金需要が多くなければ外国へ運用されることになる。

5. おわりに

本稿は、1990年代と2000年代で、東アジアにおいて金融仲介に変化が生じていることを明らかにしてきた。特に、銀行の貸出先が企業から個人に変化していることは、多くの東アジア諸国・地域で確認できる。しかし、その程度は国・地域間でかなりばらつきがある。もっとも先行する台湾、香港、シンガポール、2000年前半に急激に進展する韓国、マレーシア、インドネシア、そして少々遅れるタイなどである。

部門別の資金過不足を確認すると、韓国、台湾では、2000年代に入り、個人部門の資金余剰の増加と同時に企業部門の資金不足の減少が確認できる。一方で、タイでは企業部門の資金不足の減少は確認できるが弱く、個人部門の資金余剰の減少も強くない。韓国と台湾では、銀行は個人部門内

の金融仲介を行い、企業部門とは関係が弱まっていることが確認できる。ここでも変化が進む韓国と台湾、少し遅れるタイを確認できた。

さらに、部門別の金融取引を確認すると、韓国、台湾では、家計の資金運用先として預金が低下している。これは、個人部門と銀行の関係が、銀行にとって資金調達先から資金運用先へと変化していることを意味している。また、家計は生命保険・年金基金での資金運用を行う傾向が強まっている¹⁰⁾。生命保険・年金基金として家計の資金を預かる保険会社等の金融機関は資本市場で運用することが多いが、これら地域の資本市場はまだ、大きな成長を遂げているとは言えない。これら地域の企業に旺盛な資金需要が戻っていないことが原因として考えられる。

こうした金融仲介の変化は、金融とマクロ経済の連関に重要な影響を与えると考えられる。特に、銀行を通じたクレジット・チャネルは、家計に対しては影響力を強める一方で、企業に対しては弱める。また家計と企業の両者に対し金利チャネルが影響力を強めると考えられる。金利の変動は、資本市場を通じて、また資産価格を通じて、消費や投資へ影響力を強めると考えられる。ただ、金融仲介の変化の程度は、東アジアの国・地域の間でばらつきがあり、金融とマクロ経済の連関についても、現状ではばらついている。各国の金融仲介の状況に応じて金融政策をとることによってその効果をより高めることができる。

金融とマクロ経済の連関においては銀行の役割の低下が指摘できるが、銀行の役割全体が低下しているとは言えない。企業部門の中でも中小企業と大企業では銀行との関係に違いがあるであろうし、また家計の階層化も進んでおり階層の違いにより銀行との関係も異なるであろう（高安, 2006）。このような部門内の規模や階層の違いに注目することも、今後の金融仲介の変化をみる上で、また適切な政策を行う上で重要になるであろう。

参考文献

- Abiad, Abdul, Giovanni Dell' Ariccia, and Bin Li (2011), "Creditless Recoveries," IMF Working Paper, WP/11/58, International Monetary Fund.
- Bank of Thailand (2008), "Changes in the Monetary Transmission Mechanism in Thailand," BIS Papers, No.35, Bank for International Settlements.
- Basel Committee on Banking Supervision (2011), "The Transmission Channels Between the Financial and Real Sectors: A Critical Survey of the Literature," Working Paper, No.18, Bank for International Settlements.
- Bernanke, B. S., and M. Gertler (1989), "Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations," *The American Economic Review*, Vol.79, No.1, pp. 14-31.
- BIS (2001), *71st Annual Report*, Bank for International Settlements.
- BIS (2009), "Household Debt: Implications for Monetary Policy and Financial Stability," BIS Papers, No.46, Bank for International Settlements.

10) 韓国と台湾は東アジア諸国・地域の中でも、特に少子化が進んでいる。

- Boivin, Jean, Michael T. Kiley, and Frederic S. Mishkin (2010), “How Has the Monetary Transmission Mechanism Evolved Over Time?,” NBER Working Paper, No.15879, National Bureau of Economic Research, Inc.
- Collins, Charles, and Abdelhak Senhadji (2002), “Lending Boom, Real Estate Bubbles and the Asian Crisis,” IMF Working Paper, WP/02/20.
- 塩谷雅弘 (2002), 「東アジアの経済危機と金融システム構造」『大阪大学経済学』50 (4), pp. 41-60.
- 塩谷雅弘 (2011), 「東アジアにおける資産市場とマクロ経済運営」『大銀協フォーラム研究助成論文集』第15号, 社団法人大阪銀行協会.
- Gerlach, Stefan, and Wensheng Peng (2005), “Bank Lending and Property Prices in Hong Kong,” *Journal of Banking and Finance*, Vol.29, No.2 pp. 461-481.
- IMF (2000), “Asset Prices and the Business Cycle,” *World Economic Outlook*, May, 2000, Chapter III, International Monetary Funds, pp. 77-112.
- Inoguchi, Masahiro (2007), “Bank Loans and Real Estate in East Asia: The Influences of Real Estate Prices on Lending Behavior of Domestic Banks,” CCAS Working Paper, No.2, Center for Contemporary Asian Studies, Doshisya University.
- Kohsaka, Akira, and Masahiro Enya (2007), “The Balance Sheet Effects and Macroeconomic Development in the Pacific Region,” *Asian Economic Papers*, Vol. 6, No.1, pp. 101-129.
- Levine, Ross (2002), “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?,” *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 4, pp. 398-428.
- Mohanty, M. S., and Philip Turner (2008), “Monetary Policy Transmission in Emerging Market Economies: What is New?,” BIS Papers, No.35, Bank for International Settlements.
- Mohanty, M. S., and Philip Turner (2010), “Banks and Financial Intermediation in Emerging Asia: Reforms and New Risk,” BIS Working Papers, No.313, Bank for International Settlements.
- 日本銀行調査統計局 (2003), 「資金循環統計の国際比較」『調査論文』2003年12月, 日本銀行調査統計局.
- 高安健一 (2006), 「台湾における個人部門の金融行動」『RIM環太平洋ビジネス情報』Vol.5, No.22, 株式会社日本総研.