

## 米家計デフレ圧力の憂うつ

動揺が続いていた金融資本市場は、各国中央銀行、及び政府による様々な金融安定化策の効果もあって、3月初旬以降、落ち着きから反転の様相を見せている。LIBOR・OISスプレッド等短期金融市場のリスクプレミアムは金融危機発生後の最低水準程度に低下しているし、株価も3月はじめのボトムから3割程度反転上昇した。ちょうど理論どおり、半年程度先の景気回復を織り込みに行くような動きである。

实体经济の回復の可能性を検討するに際して焦点となるのは米国家計の構造調整圧力である。2007年初めにかけて債務を膨らませつつ、不動産・株式等を購入した米国家計は、その後の資産価格下落によって大きな痛手をこうむり、強いバランスシート調整圧力にさらされている。それによるデフレ圧力を推測するにあたっては、「失われた10年」の日本の経験と比較してみると有益である。

1990年以降の日本で深刻なバランスシート調整圧力に直面したのは金融機関とその他企業である。ここでは、非金融法人について考察してみよう。図は1980年代後半から最近までの日本の非金融法人部門のレバレッジ比率（総資産負債を純資産で割ったもの）を国民経済計算年報から計算してみたものである。1989年に1.7倍程度であったレバレッジ比率は、地価・株価の下落で1997年には2.25倍程度にまでと30%ほど上昇した。（保有資産の価格下落は、資産総額を低下させるが、同じ額だけ純資産も減少し、両者の比率は逆に上昇する。）これに対して、1998年以降は、同部門による厳しいバランスシート調整、そして2004年以降の資産価格上昇もあり、レバレッジ比率は2005-06年には再び1.7程度にまで低下した。バブル崩壊で悪化したバランスシートを元に戻すのに、10年近い期間を要したという姿である。

この非金融法人部門のバランスシート調整による实体经济へのデフレ圧力はどの程度のものであったろうか。レバレッジ比率がピークを打つ直前の1996年と2006年を比べると、総資産はほとんど変化しておらず、レバレッジの低下は純資産の288兆円の上昇で可能になっている。この中で、負債は159兆円、27%減少している。つまり、毎年の企業収益を債務返済に回していたわけである。仮に、バランスシート調整が不要で、この債務返済に回った資金がすべて設備投資に使われていたらどうだったろうか。単純な計算でこの間の設備投資の伸び率が平均で7%近く高かったらどうだったろうか。乗数を1.5とすればGDPの伸び率は平均で1.5%ほど高く、（現実の伸び率が平均1.1%だったので）2.6%程度とユーロエリアの2.3%を上回り、米国の3.1%に近い姿となる。債務返済資金の半分が設備投資に回っただけでも成長率は2%近くになっていたであろう。大きなバブルの崩壊で経済の実物部門がバランスシート調整を余儀なくされると、厳しい影響が経済に及ぶという好例である。

今回の米国で同様の調整を強いられそうなのは家計部門である。FRBの統計から類推す

ると、米国家計部門のレバレッジ比率は2000年代初めの1.2程度から今年3月の株価のボトムのあたりでは1.35程度にまで上昇したと見られる。仮にこれが向こう数年のうちに1.2に戻ると仮定し、それが消費を犠牲にした貯蓄の増大によってまかなわれるとすると、簡単な計算により米国の消費はGDPの4%程度減少しないとイケないという結果が得られる。このデフレ圧力が向こう数年の間に発生するならば、大まかにはオバマ政権によって実行される財政政策からの刺激効果と同程度のものである。(政策の規模はもう少し大きめだが、減税等1対1では需要刺激にはつながらない部分も無視できない。)

以上の計算によれば、米国の財政刺激策はせいぜい家計部門のバランスシート調整から発生するデフレ圧力を打ち消す程度のものであるという可能性がある。目先、財政からの刺激が顕在化し始めて景気が上向いたとしても、その先の姿についてあまり楽観的な見方を取りにくい理由の一つである。

日本の非金融法人部門のレバレッジ比率

