

# バブルの形成・崩壊と90年代のデフレ不況

松 川 周 二

はじめに

- I 企業の設備投資と銀行融資
- II 景気変動および資産インフレ・デフレと銀行行動
- III 80年代後半の日本経済
- IV 90年代の日本経済
- V 不良債権とデフレ不況
- VI デフレ不況下の家計と企業

はじめに

われわれは本論のⅠにおいて企業の設備投資と銀行融資との関係を明らかにし、Ⅱでは銀行の不動産担保融資にもとづく景気変動と資産インフレ・デフレのメカニズムを説明する。そしてⅢでは80年代後半の日本の資産バブルの形成を、Ⅳでは90年代以降のバブル崩壊と長期デフレ不況をそれぞれ概説し、Ⅴでは不良債権問題とデフレ不況との関係について諸説を紹介、最後に、デフレ不況の家計と企業の行動に言及する。

## I 企業の設備投資と銀行融資

現実の経済では、各企業は市場で優位を得ようと互いにしのぎを削り、激しい競争を展開している。競争で優位に立つために積極的な経営戦略を展開する企業は、消費者の支持をえて、市場から「高利潤」という成功報酬が与えられるが、逆に消費者のニーズをとらえられない企業は「低利潤」というペナルティーを課される。

このように市場は、企業に対して優れた商品の供給をめぐる競争を求めるものの、常に成功の機会を与えている。したがって競争での成否の鍵となる**設備投資**（さらには研究・開発・情報化投資など）の決定は、とりわけ重要となる。

企業は中長期の見通しのもと、設備投資に多額の資金を投入する。そのため資金回収に相当の期間を要するので、正確かつ客観的な需要予測が不可欠となるが、将来は常に未知で不確実であり、最終的には経営者のリスクを考慮した決断が求められる。実際、将来への甘い期待・自信過剰・ライバル企業の過少評価などは投資の過剰や失敗につながり、逆に過度な慎重さはビジネスチャンスを逸してライバル企業との競争に敗れ、衰退の道を歩むことになる。

ではどのような投資が**最適な成功した投資**なのだろうか。企業は将来の事業展開を視野に入れた複数の投資計画をたて、それぞれについて各期の収益を予想し、収益性の程度を評価する一方、設備投資には、必要となる資金の調達方法とコストが重要となる。その際、銀行借入れや社債発行による資金調達と同様に、内部資金の利用の場合にも相応の資本コストを必要とし、一般に資本額が大きくなる程、資本コストも上昇する。

いま企業がある投資計画を実行に移すと、資本設備の購入額がバランス・シート上の資産と負債にそれぞれ記入され、企業は新設備が使用・廃棄されるまでの間に、十分な収益をあげると期待する。すなわち、予想が正しければ、耐用期間が終わる時には負債が完済されるだけでなく、余剰も生じており、この

場合には企業は適切な規模と内容の投資を行ったことになる。しかしこれとは逆に収益が予想を下回ると、耐用期間終了後にも、負債が残ってしまう。したがって、この場合には当該の投資は失敗であり、不適切であったことになるがここで問題なのは、投資の成否が実施初期の段階では明らかでないために、投資の失敗を認識した時点では、もはや損失を取り戻すのが難しいことである。

このように現実の多くの設備投資のなかには、投資の失敗も含まれると考えられるが、実際、投資の失敗が明らかになると、後の投資にどのような影響を及ぼすのだろうか。最もシンプルなケースとして、大航海時代の海外貿易が考えられるが、それは各回完結する当座型の事業ゆえに前回の失敗は出資者にとってサンクコスト（取り戻せない埋没費用）であり、今回の計画には直接影響を及ぼさない。出資者はそれぞれ成功の確率が高そうなプロジェクトを慎重に選ぶとともに、分散投資によってリスクの軽減を図る。しかし現代の企業は、多くの投資を連続的に行う永続型の事業体であり、ノンリコース・ローン（返済の原資を特定事業の収益に限定する融資）やプロジェクトファイナンス（巨額な資金を必要とする資源開発事業で多くみられ、採掘された資源のみを担保とするため、多くの銀行による協調融資の形態をとる）の場合を除くと、各投資プロジェクトの成否を個別に正確に評価することは難しい。

しかしながら企業は少なくとも計画・立案の段階では各投資プロジェクトごとの収益見込みが必要となる。そこでいま、企業が設備投資を計画し、そのための資金を銀行からの借入れによって賄うとしよう。銀行にとって融資は重要な収入源であるから、高収益が期待される投資案件であるほど、融資に積極的になる。しかし銀行にとって必要なのは、持ち込まれた投資案件の収益性とリスクに関する客観的な情報であり、ここで問題となるのが、ミクロ経済学でいう情報の非対称性である。

一般に資金の借手である企業の方が、銀行よりも投資計画に関してより多くの情報を持っているため、出来るだけ好条件で融資を受けたい企業は有利な情報のみを提示する。したがって銀行が企業の情報のみを頼りに融資案件を選別し、融資額を決定すると、正しい情報を隠さずに提示した優良企業は融資を受

けられず、逆に自分に都合の良い情報のみを提示した問題のある企業の方が融資を受けられることになる。その結果、望ましくない借手のみが残るという逆選択が発生してしまい、銀行の多くは債権の回収が不可能となって経営破綻をきたす。

それゆえ銀行は、融資の増加に伴うリスクを軽減するために、独立性の高い審査部門を持ち、収益性とリスクについて客観的な評価を行なおうとするものの、審査には時間とコストがかかり、しかも将来が不確実であるから客観的な評価を行なうのは難しい。したがって多くの場合、銀行は投資案件の評価とともに、融資額に見合った担保の提供を求めることによって融資リスクの軽減をはかる。

融資に際して担保をとる方法は昔から広く利用されてきており、一般に担保となるのは市場性のある不動産で、とりわけ土地の場合が多い。実際、企業が投資計画とともに価値のある土地を担保として提供するならば、銀行側もリスクが大幅に低下するから、企業はより有利な条件で融資を受けられ、投資が喚起される。

ところで現代の経済では、民間企業の設備投資だけでなく、政府による公共投資も大きな比重を占めているが、公共投資の失敗はどのように考えればよいのだろうか。公共投資の場合には直接的に収益の多寡という形で成否を判断することはできないものの、社会的ニーズを反映していなければ、国民の不満が高まる形で、また産業基盤整備のための公共投資の場合には、経済の生産性の低下そして経済成長率の低下という形で、公共投資の失敗や非効率性が明らかになる。

したがって民間投資、公共投資のいずれにせよ、投資の失敗は限りある経済資源が「有効かつ効率的に」あるいは「国民のニーズを正しく反映するように」配分されなかったことを意味しており、経済厚生 の点からも、最小化することが求められることは間違いない。

## Ⅱ 景気変動および資産インフレ・デフレと銀行行動

周知のように、マクロ経済において総供給を所与とすると、企業の設備投資は消費支出とともに総需要を構成し、総供給（＝国内総生産）＝消費＋貯蓄、総需要＝消費＋投資であるから、均衡条件は、貯蓄と投資の均等である。すなわちマクロ経済学では、投資は資本設備を他の企業から購入する需要の面のみでとらえており、しかも投資需要の増加は国内総生産の増加により同額の貯蓄の増加となる。しかし既に指摘したように企業の設備投資には「投資の失敗」も含まれているが、マクロ経済学ではなぜこの問題が考慮されないのだろうか——それは暗黙のうちにミクロの均衡を前提としているからである。すなわち設備投資は、利潤最大化をめざす企業によって慎重に計画され、かつ必要となる資金も資金市場において十分に計画内容が検討されて供給されており、たとえ「投資の失敗」が含まれるとしても、マクロ経済の総投資からみると、無視しうる程度であると仮定されている。

しかしながら現実の経済では、企業の設備投資の増加が好況（景気上昇）をリードし、逆に過剰投資後の資本ストック調整が不況（景気後退）をもたらす。そこで以下、設備投資が銀行の貸出し行動に依存し、かつ銀行の貸出額と貸出条件が企業の提供する不動産担保の価値によって主として決定される経済を想定し、銀行の不動産担保融資による景気変動および資産インフレ・デフレを説明しよう。

いま何らかの理由で投資からの期待収益が高まると、企業は銀行に投資資金の借入れを求める。銀行側は企業の提示した投資案件の収益性を吟味するとともに、担保となる不動産の価値を考慮して融資を決定する。

銀行によってファイナンスされた投資の増加は、乗数理論によって国内総生産額 GDP の増加となる。しかし、中央銀行がベースマネーをコントロールしてマネー・サプライが一定に維持されるならば、IS-LM 理論が教えるように、

利率の上昇を伴って投資の増加は抑制され始め、いわゆるクラウディング・アウト効果が生じる。すなわち、銀行の積極的な貸出しにより預金通貨（したがってマネー・サプライ）が増加、銀行は現金準備率の低下によって貸出しの抑制を余儀なくされるのである。

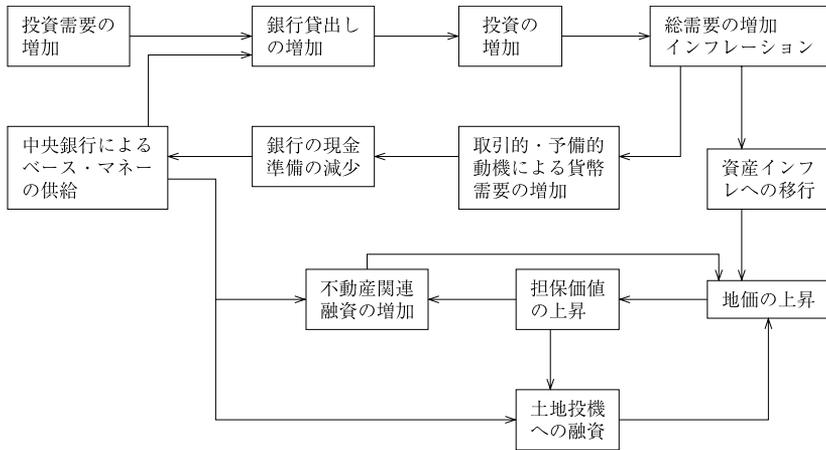
ところがもし中央銀行が金利の安定を中間目標としているならば、金利の上昇を抑えるために、金融緩和政策をとり、現金準備となるベース・マネーを低利で供給するから、銀行の貸出し条件は維持される。しかし銀行側も貸出しの増加に伴ってリスクも高まるので、提供される不動産担保の価値が一定ならば、貸出しは慎重とならざるをえず、投資の増加も抑制される。

一般にマネー・サプライの増加を伴う好況期には、実質GDPだけでなく物価や賃金も上昇しインフレを伴う。またインフレ下では実質金利が低下するとともに（名目）期待成長率も高まるので、不動産への需要も増加し、地価は上昇傾向を示す。

このようにインフレの進行が地価や株価の上昇などの資産インフレを伴う場合、それは銀行にとって担保価値の上昇を意味するので、銀行はリスクの増大を感じることなく貸出し額を増加させることができる。しかしここで注意しなければならないのは、銀行側に次第に変化が生じてくることである。最初の貸出し増加はあくまで企業の投資計画の評価にもとづくものであり、担保は予想外の状況による債務不履行に対する保証（リスクの最小化）にすぎなかった。ところが地価が上昇し、さらなる上昇が期待されるようになると、銀行側が感じるリスクは急激に減少するため、融資拡大に一段と積極的となり、とりわけ土地開発が中心となる**不動産関連事業**に対しては、銀行は競って融資を拡大し始める。その結果、地価が安い時代ならば決して融資対象とならないような投資案件も土地が担保であるという理由で融資されるようになり、**失敗につながる不適切な投資の比率が急速に高まってくる**。

また、地価の上昇が定着すると、自己使用のための土地を値上がり前に購入しておこうという**先行取得型の土地需要**に加え、値上り後の転売によって差益を得ようとする**投機的な土地需要**も加わるから、地価の上昇は加速、銀行の多

図 - 1



くが、投機的な土地の購入への融資に傾斜していき、経済はいわゆる土地バブル（株も同様の理由で上昇していれば資産バブル）の状態となる。

以上のように、担保となる資産価値の上昇（下落）が銀行の融資額を増加（減少）させることによって景気変動を増幅させることを強調する理論を、ファイナンシャル・アクセレーター理論と呼ぶ（図-1）。

しかし地価の上昇が土地投機による不動産バブルである限り、やがてバブルは崩壊し地価は急速かつ急激に下落していく。たとえば10億円で土地を購入した投機家から、それを20億円で購入する投機家は、それがさらに40億円で売れると予想しており、投機的な売買が進むにつれ地価が加速度的に上昇、購入金額も同様に巨額となっていく。やがて中央銀行が資産バブルを抑えるために金融引き締め政策に転じると、高価で購入した最後の投機家はさらに高い価格で購入してくれる相手を見つけられずに、投機の失敗に気がつく。

このように資産バブルは、原理的にはネズミ講と同じであり、バブルが進むと最終的には天文学的な購入資金が必要となるから、崩壊は必然なのである。しかもここで重要なのは、値上りした土地をもつ企業や資産家の値上り差益は、

含み益にすぎないという点である。値上りを続けたのは土地保有者の多くが土地を売らずに保有し続けたからであり、彼らが「含み益」を現金化しようとして土地を売り始めると、地価は下落に転じる。そのため、値上り期待の投機家達は損失を蒙り、今度は逆に値下りが加速していく。このように、バブル期の土地（や株・絵画・各種会員権など）の値上り差益は、未実現の「含み益」であり、それを実現しようとする、その多くが消えてしまうバブル（泡）なのである。

ではバブル崩壊後の資産デフレは銀行にどのような影響を及ぼすのだろうか。もし貸付けの多くが企業の設備投資に対する融資ならば、担保不動産の価値の下落は直接的には損失をもたらさないが、巨額の資金が土地投機のために貸付けられていたならば、事態は深刻である。なぜなら、地価下落によって多くの投資家が破綻するが、担保である土地を価値が融資額の数分の1になってしまい、銀行は膨大な額の損失を抱えるからであり、皮肉にも銀行が値下りした土地の最後の所有者になってしまうのである。

さらに悪いことに資産デフレ下では、ファイナンシャル・アクセレーターが逆に働くために、設備投資への銀行融資が地価の下落とともに減少していき、不況の進行を加速させてしまう。

では、このような投資や投機の失敗によって発生した不良債権（企業からみると収益を生まない不良資産）はマクロ経済にどのような影響を及ぼすのだろうか。それは以下で述べるように、銀行の金融仲介機能の低下による投資の低迷である。

まず企業にとって不良資産の発生は、自己資本の減少を意味するから、企業の次期の投資は流動性制約（必要な投資資金のすべてを自己資本と同じ資本コストで十分に調達することはできず、金利や借入額に制約があること）が存在する以上、抑制を余儀なくされる。また失敗を経験した経営者も、新たな事業展開に慎重となるだろう。

一方銀行も、破綻した融資先企業に対して債務契約不履行を宣告し、担保不動産を処分する直接償却を行なうならば、資産デフレ下では売却損（融資額－

担保売却額）が発生する。したがって銀行も回収を急がずに貸倒引当金を積み  
間接償却を選ぶ方が多いが、いずれの場合も銀行の自己資本はそれだけ減少す  
るから、融資総額に対する自己資本の比率（たとえば統一基準の BIS 規制）が低  
下し、貸出しは抑制される。実際、自己資本比率を回復させるには、増資が必  
要となるが、融資の失敗が明らかになり、株価も下落している銀行にとって有  
利な条件で増資を実現するのは至難の技だろう。

また銀行はたとえ収益が期待できる融資案件であっても、当該企業が過剰債  
務を抱えている場合には融資に慎重になることが知られており、デット・オー  
バーハングの理論と呼ばれる。同理論によれば、過剰債務を抱える企業が新事  
業で成功を収めたとしても、そこでの利益は既存の債務の支払いに優先的にあ  
てられる（少なくとも銀行側はそう予想する）から、銀行にとって有利な融資対  
象とはいえ、結局、高収益が見込める投資案件であっても過剰債務を抱える  
企業では実行できないことになる（前述したノンリコース・ローンやプロジェクト・  
ファイナンスならば可能である）。さらに銀行が不良債権を最終処理せずに残し、  
しかも必要な情報を十分に開示しなければ、相互依存関係のネットワークのも  
とで経済活動を行っている企業や種々の金融機関の間で相互不信が生じ、不確  
実性とリスクが高まるため、経済活動は萎縮し停滞する（これはディスオガナイ  
ゼーションの理論とも呼ばれる）。

### Ⅲ 80年代後半の日本経済

第2次石油危機（1979年）後のインフレーションは迅速かつ強力な金融引締  
め政策により、スタグフレーション（インフレと不況の共存）へ悪化することな  
く抑制できたが、当然ながら経済成長は高度成長期に比べると低率であった。

一方米国では、1981年にレーガノミックス（レーガン大統領による新しい経  
済政策）が始まる。すなわち米国が異常な高金利のもと、減税と財政支出の拡  
大による赤字財政政策（大量の国債発行）を行なったために、日本の対米貸付け

の増加→ドル高・円安→日本の対米輸出の増加となり、日本の対米貿易黒字は対米貸付けの増加分(＝純資本輸出)に見合う水準まで増大したのである。

このように80年代前半の日本経済は、第2次石油危機後の経済調整が続くなか、円安により輸出は好調に推移したが、民間投資は低調であった。また70年代後半から国債が大量に発行されたために国債残高が急速に増加、国債依存の財政運営への批判と危機感が高まる。それゆえ1983年以降は、赤字国債からの脱却が最優先の政策課題となり、このことが対米貸付けを増加させる一要因ともなるのである。

この間、米国ではレーガノミックスによりインフレは沈静化したが、急激なドル高が進行、米国の産業界は輸出不振と輸入の急増により大きな打撃を受ける。加えて諸外国(とりわけ日本)からの資本輸入(資金の借入れ)が加速度的に増加したために、米国は一挙に世界最大の債務国に転落する。そこで米国政府は、レーガノミックスの当然の帰結である対日貿易赤字の拡大について、その責任は輸出を奨励し輸入を制限する日本の政策・制度・慣行にあるとして対日批判を強め、いわゆる日米貿易摩擦が大きな問題となる。

一方ヨーロッパや日本でも、米国の対外債務の加速度的な増加が基軸通貨であるドルへの信頼を失わせ、ドルが暴落するのではという不安が高まり、先進国の一致した政策協調による「ドル高の是正と安定化」を求める声が高まってくる。

1985年いわゆるプラザ合意が成立、各国の中央銀行によるドル売り協調介入により、ドル高は急速に是正され、その結果、85年2月には263円だった対ドルレートは瞬間に200円を突破、さらなる円高へと進んでいく。政府は当初、目標とする適正な為替レートを200円程度とみていたために、200円を超えて円高が進むと、今度に逆に円高不況を恐れ、一転して円売り・ドル買い介入を行なうが、円高・ドル安の流れは止められなかった。そこで、日本銀行は円高不況を阻止するため、86年1月から87年2月にかけて公定歩合を5%から2.5%に引き下げ、金融面からの景気刺激策をとる。一方米国は、プラザ合意以降の円高・ドル安にもかかわらず対日貿易赤字が減少しないとして、以前に

も増して対日批判を強めたため、円高不況と対米貿易摩擦を同時に解決する**内需拡大政策**を求める声が内外から高まってくる。

プラザ合意直後の85年10月31日、中曽根首相の要請を受け、「国際協調のための経済構造調整研究会」が発足、翌86年4月に、通称『前川レポート』が公表され、政府の了承をえる。周知のように、日本の経常収支黒字を「不均衡」ととらえる『前川レポート』は、その解消のために**内需主導型の経済成長**をめざし、具体的な内需拡大政策を提示しているが、少なくとも経済学で見ると、理論と現状認識において誤りであり、政策目標は不適當である。しかし最大の問題は、政府が内需拡大による黒字べらしを**国際公約**してしまったことであり、形式的には以後、「黒字べらし」が最優先の政策目標になるのである。

政府は『前川レポート』を承認すると直ちに公共投資の前倒し実施を認め、次いで86年5月には民活法が公布・施行され、87年4月には『新前川レポート』が提出される。当然ながら、各省庁も**内需拡大政策**を支援、85年5月には国土庁がその後の都市再開発の火付け役となる**首都改造計画**を発表、東京都区内のオフィス・フロアーは2000年までに5,140haも不足すると予想した。さらに86年8月には各省庁がそれぞれリゾート開発をめざす「構想案」を提出、それをもとに天下の悪法である**通称リゾート法**が87年6月に公布・施行されるが、土地投機をあおったのは、リゾート法にとどまらない。86年には21世紀産業社会の基本構想・リサーチコア構想・情報化未来都市構想などが相次いで出され、88年6月には、企業の研究・開発部門を地方に誘致することを目的とした**通称頭脳立地法**が成立する。

以上のように日本全国、官民あげて**内需拡大**の嵐が吹き荒れ、都市再開発ブームで騰貴し始めた地価は、リゾートブームを追い風に地方へと広がり、全国がバブル色に染っていく。

では80年代後半、日本の銀行はどのようにバブルの形成とかわかっていったのだろうか。以下、時の流れに沿って概説しよう。

1973年の石油危機以降、経済が低成長へ移行するなか、大企業は安定路線に転換、減量経営を目指し銀行からの借入残高を減少させ、いわゆる大企業の銀

行離れが始まる。そして80年代に入ると大企業は資金調達を多様化するようになり、銀行からの借入れは減少に転じる。また、80年代前半には米国の要請で金融の国際化・自由化が本格化するとともに銀行間の競争も激しくなり、貸出し金利と預金金利の差である預貸金利ざやが縮小して収益を圧迫、「銀行冬の時代」が到来する。それゆえ銀行は高度成長期の「大量の預金を集め大企業を中心とする優良企業に貸付ける」という基本方針を転換、活路を中小企業向けの融資拡大に求める。

そこで融資の新規開拓が最大の目標となった銀行が目にしたのは、プラザ合意以後の内需拡大政策にもとで生じた不動産ブームであり、銀行は値上り期待の土地を担保にする**不動産開発型事業**（都市再開発・リゾート開発・マンション建設など）向け融資を拡大するが、その実行を担ったのが建設・不動産業界である。すなわち、融資先がたとえ中小の新興企業であっても、値上り期待の土地が担保である場合には、銀行は直接あるいは系列ノンバンクを通じて、まさに前述したⅡで説明したファイナンシャル・アクセレーターの理論が教えるように地価高騰をてこに融資額を急増させていく。

確かに地価の上昇が続いている間は、たとえ銀行の融資が企業の設備投資のための資金から投機的な土地購入のため資金にシフトしたとしても、最小のリスクで巨額の利益を銀行にもたらすかのように見える。しかしながら融資の成否は資金が回収されて初めて明らかになるのであり、Ⅱで述べたように地価の急騰が投機によるバブルであるかぎり、最後は崩壊し巨額の不良債権が残るのは避け難い。

ところでわれわれは、大手銀行までもが土地投機への巨額な融資にのめり込んでいったことに驚きを禁じえないが、その根底にあるのは「銀行業界は特別に保護され倒産しない」という特権的な意識であり、さらにはそれに支えられた「ライバル銀行だけには負けられない」という**横並び競争意識**である。実際、この時期の銀行界をリードした住友銀行は新設した総本部制（各総本部に預金・融資・外為・不動産業務などあらゆる業務を独立採算制で推進する完全な縦制システム）のもと、銀行独自の情報収集力を生じて、不動産取引の仲介・斡旋を行な

い、それをてこに不動産融資を本格化していく。

80年代後半に入ると、各銀行は相次いで住友方式を導入し、強烈な横並びの競争意識のもと、企業の財テクや土地投機への融資は都市銀行から、長銀系さらには地銀・中小金融機関へと広がる。なぜならば、ある銀行（あるいは同じ銀行のなかでの一支店）のみが、他行に追随せずに失敗すれば、担当者は責任を追究されるが、他行と同じ行動を取っていれば、たとえ失敗に終わっても他行も同様であり、責任が生じないからである。一般に銀行内の評価は減点主義なので、彼らは何よりも自分だけが失敗することを恐れる傾向があり、横並び行動がリスクミニマムの戦略なのである。

異常な融資拡大のいま一つの要因は、銀行のノルマ主義であり、各銀行は毎期、預金残高や貸出残高、新開拓件数や金額などの業績目標を掲げ、それを各支店に割り当て、しかも、その目標数値は每期引き上げられていく。したがって支店長は（各行員も）、目標を達成するために、短期間で預金と融資額を大幅に増加させられる不動産関連融資に傾斜していくことになり、当然ながらそれは銀行間での過当競争になるから、次第にリスクの大きい案件にも融資を広げざるをえないのである。

以上の説明からわれわれは、80年代後半のバブル経済を生み出した主たる要因として、次の4つを挙げることができる。

- ① 「黒字べらし」の国際公約を守るために提示された「内需拡大」の政策目標。
- ② 好況期にも継続された低金利・金融緩和政策によるマネーサプライの増加。
- ③ 都市再開発の推進やリゾート法の成立にみられる官民あげての内需拡大策。
- ④ 銀行が横並びで進めた不動産関連融資さらには土地投機への融資。

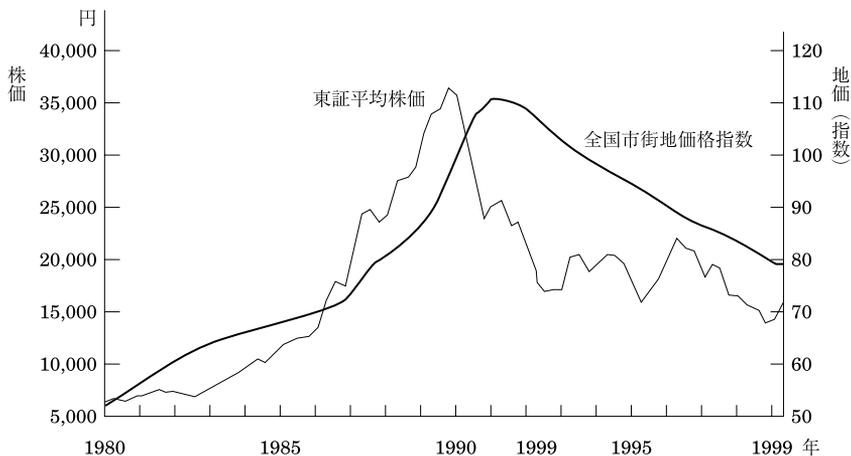
#### IV 90年代の日本経済

1980年代後半の株価や地価の上昇は当初、資産バブルとはみなされず、日本経済の将来価値を反映するものであり、多くの人が「ストック時代の到来」と評価した。たとえば、89年末で株式時価総額は895兆円、地価総額は2,129兆円であり、88年末から89年末の1年間だけでも、株と土地の値上り総額（「含み益」の増加）は516兆に達し、同年のGDPの1.2倍を超える（図-2）。

政府や日銀も、あまりにも急激な資産価格の上昇に不安を抱き始めたが、①一般物価水準や賃金率が円高の影響や労働組合の賃上げ自粛もあって比較的安定していること、②「黒字べらし」のための内需拡大を国際公約していたこと、③金利を引き上げることにより米国の株式市場が崩壊しドルが暴落する懸念があること、などにより、高金利・金融引締め政策への転換に踏み切れなかった。しかし89年7月の参議院選に敗北した自民党政府は、「国民が求めているのはバブル退治である」と判断、日銀も89年5月以降、公定歩合を引き上げ始め、90年8月には6%になる。その結果、株価は90年に入ると下落に転じ地価も91年には下落し始め、90年代は80年代後半とは全く逆に資産デフレの時代となるのである。そして資産デフレを伴う不況が長期化するなか、日本経済は戦後初めて、インフレ率がゼロに収束するディスインフレから軽微な物価下落が持続するデフレへの移行を経験、そのため名目国内総生産GDPが90年代から今日に到るまで増加していないという事態を迎える。

当初多くのエコノミストは、株価や地価の下落も軽微な反動的な下落であり、不況もストック調整による一時的な景気後退であると判断していたが、それは資産バブルの規模を見誤るとともに、銀行が横並び競争のなかで膨大な額を不動産投機のために融資していたのを見逃していたからである。すなわち、投機ゆえに地価の下落は、さらなる下落を生んでバブル企業を破綻させ、巨額の銀行融資が不良債権化したのである。

図 - 2



このように90年代不況は、資産デフレゆえに不況を深刻化させ、さらに不況のデフレ化が資産価格の回復を困難にしている。すなわちディスインフレからデフレへと進むなか、債務残高および利子支払額の実質負担が増大、そのための債務返済を急ごうとする企業の行動がデフレを促すことになり、さらにデフレ予想が資産の将来価値を低下させるのである。

ところで、資産バブルの形成に大きな役割を果たした銀行は、90年代はどのような行動をとったのだろうか。以下、時間の流れに沿って説明しよう。

日銀による金融引締め政策に加え、大蔵省は90年3月、不動産関連融資規制の通達を出し、それを契機に地価は下落し、加えて規制対象となった3業種（不動産・建設・ノンバンク）の資金繰りが急速に悪化する。そこでまず、都市再開発やリゾート開発などを手がける新興企業やノンバンクが苦境に陥って倒産が相次ぎ、金融機関でも92年、預金証書偽造事件を起した東洋信用金庫（大阪）が破綻した。

当初、資産デフレは一時的という見方が支配的であったため、過剰債務の企業に対しても、銀行は追加融資・金利免除・返済繰延べなどによって支援した

が、それは以下のような理由からである。

- (a) 地価下落の先行きが不透明であり、しかもこれまでの経験からやがて回復するという期待がある以上、問題企業を急いで破綻させるのは、企業との信頼関係のおいても、また銀行の社会的責任からも得策ではない。
- (b) 金融業界全体での不良債権の状況が不明ななか、各銀行は他行の状況把握に努めるとともに、自行の不良債権の比率を出来るだけ小さく見せるために、種々の工夫をこらす。実際、もしある銀行が他行に先がけて実質的な破綻企業の**最終処理**（担保資産を損切りで売却すること）を行なうならば、損失額が確定することになる。言うまでもなくそれは経営の失敗を認め公表することを意味し、経営陣の責任が問われるから、経営陣は自らの責任問題となるような決断を、他行に先んじて行なうはずがない。
- (c) 銀行の経営陣は、株式の相互持合いのもとで株主から経営をチェックされることがなく、一方銀行を指導・監督する日銀や大蔵省（当時）も、検査の難しさに加え、銀行側の巧妙な「隠し」に十分に対応できない面もあった。
- (d) 日銀や大蔵省だけでなく世論も、大手銀行の場合には、自らの資力で十分に処理できると楽観的にみていた。実際、銀行は不良債権の処理に伴う自己資本の減少に対しては、巨額の株式の「含み益」をあてることができたからである。

それゆえ各銀行は、問題のある貸出債権を過少に見積ったうえで、それぞれ不履行のリスクの度合に応じて貸倒引当金を積むという**間接償却**で対応し、地価や株価の反転上昇と景気の回復を待つという、いわゆる**先送りの戦略**をとることになる。しかし90年代中期以降、楽観的な見通しは裏切られ、反動不況はデフレ不況へと悪化していく。

1994年9月に勃発した東京協和信用組合と安全信用組合の経営危機は、不良債権問題の深刻さを浮き彫りにした。両信用組合（都内中堅の信組）はともにバブル王として名高い高橋治則 EIE グループ社長が理事長をつとめており、高橋は自社の不動産・レジャー事業への融資を一気に膨張させ、バブル崩壊によ

って約1,000億円の債務超過となる。破綻した両信組は翌年に救済銀行（東京共同銀行）に吸収合併されたものの、問題の EIE グループには、多くの大銀行が数百億円・数千億円単位の巨額融資を行なっていることが明らかになったため、「日本全体でその数百倍の不良債権のある」と噂されるようになる。しかも、高橋理事長による大蔵省高級官僚へのバブル接待が明るみに出てスキャンダルとなり、大蔵省の社会的評価は急落、国民から信頼も大きく揺いでしまう。

二信用組合の破綻を契機に、資力に乏しくかつ無謀な不動産融資を行なった金融機関の破綻が相次ぎ、銀行不倒神話は崩壊する。95年には兵庫銀行（旧兵庫相互銀行）、コスモ信用組合、木津信用組合、大阪信用組合などが破綻、しかも人々は明るみに出た不良債権の大きさに驚き、不安を高め始める。

しかしこの時期、最大の事件は、住専（住宅金融専門会社）の破綻処理である。70年代に銀行などが出資して設立された住専は、バブル期に猛烈な不動産融資に走り、銀行も系列住専を経由して多額の資金を貸込んだため、膨大な額の不良債権を発生させてしまう。95年中頃には住専7社が経営危機にあることが明らかになり、住専処理は、その後1年以上にわたる混乱とかけ引きの末、96年6月に政治的決着をみた。しかしそれは明らかに農林系金融機関の救済を企図した内容であり、「貸倒れの損失は融資残高に比例して負担する（プロラタ方式）」という金融の原則に反する決定であった（住専全社を解散し、8兆4,100億円の損失見込額を母体行が3兆5,000億円の融資全額放棄、一般行が1兆7,000億円の一部放棄、公的資金の6,800億円、農林系の5,300億円の贈与によって埋める）。

「金融システムの安定と秩序の維持」のための公的資金の導入であるという政府・与党の説明は世論の理解を得られず国民の批判は、住専の大口借手である末野興産や桃源社などのバブル企業のみならず、住専などのノンバンクを通じて迂回融資した銀行へ、さらには監督官庁である日銀や大蔵省へ向けられる。

住専処理で実質的に農林系の負担を肩代りした大手銀行は、不良債権の最終処理の難しさと実質負担の大きさにたじろぎ、問題解決を先送りする要因ともなる。一方、日銀や大蔵省も資産デフレが銀行経営を悪化させているを知りながらも、自らの監督責任を回避するために、次々と起こる金融機関の破綻処理

の負担を**奉加帳方式**で大手銀行に押しつけ、その結果大手銀行も急速に体力を消耗、自らの不良債権を先延ししていくのである。

90年代も後半に入り不況が長期化の様相を呈し、地価や株価の下落・低迷が続くなか、建設・不動産・卸小売などの中堅・大企業にも経営悪化が広がり、とりわけゼネコンは巨額の有利子負債を抱え債務超過に陥る。

97年には金融機関の破綻は大手に及び、まず日産生命と三洋証券が、次いで都市銀行の北海道拓殖銀行と四大証券の山一証券が破綻する。そしてピークは98年の日本長期信用銀行と日本債券銀行の国有化であり、この未曾有の金融危機により95年・96年とゆるやかな回復傾向を示していた日本経済は、再び悪化の道を辿る。そのため世論も「公的資金による銀行救済」の容認へと急旋回、破綻処理を迅速化する「金融再生法」と公的資金による銀行の資本増強を可能にする「金融機能早期健全化法」が成立し、それを受け、新設された金融再生委員会は、**公的資金の投入**（大手15行に7兆5,000億円）の見返りとして銀行に大胆なりストラと再編を求める。周知のようにその後、大手銀行の再編（主に分による巨大な新銀行の誕生）が今日まで続くことになる。

2000年以降、銀行・証券・保険・ノンバンクの再編および整理・統合が急速に進み、問題の不良債権の減少してきているが、はたして国民の金融システム（とりわけ銀行）への信頼の回復したのだろうか——それが最大の問題である。

## V 不良債権問題とデフレ不況

90年代の日本経済は当初、80年代後半のバブル経済のもとで生じた過剰投資や不適切な投資の反動による投資の減少——すなわち**資本ストック調整型**の不況であったが、次第に**資産デフレ**との複合不況の様相を呈し始め政府も政策目標をバブル退治から不況対策に転じる。公定歩合も急速に引き下げられ、92年からは財政面からも景気対策がとられる。

このような低金利・金融緩和政策と92年度から96年の間でとられた70兆円を

超える景気対策にもかかわらず、景気回復は進まずゼロインフレ下での名目・実質ゼロ成長の状況が続き、財政赤字（公共投資や減税）の景気刺激効果の低さが指摘され始める。しかしながら資本ストック調整が一巡し、かつ財政・金融政策の下支え効果などから、95年・96年はゼロインフレながらも名目・実質とも成長に転じたが、97年以降再び景気は悪化、21世紀初頭にかけて名目GDPが下落するという未経験のデフレ不況に陥るのである。

ここでわれわれが検討しなければならないのは、90年代不況がこれまでのとは異なり、なぜゼロインフレやデフレを伴う不況だったのかという問題であり（ちなみに70年代はインフレ下の不況であるスタグフレーションであった）、デフレ不況の原因として、以下のような説明が有力である。

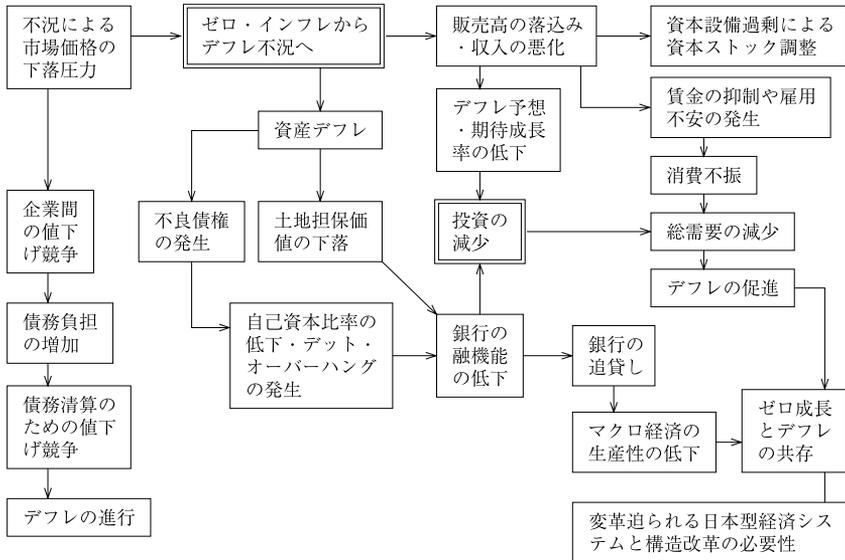
- (1) ファイナンシャル・アクセレーター理論が指摘するように、地価の大幅な下落は担保価値の低下を通じて銀行の貸出しを減少させる。また株価の下落は投資の期待収益（あるいはトービンのQ）の低下を通じて投資需要を減少させる。
- (2) 80年代後半から始まった経済のグローバル化によるアジア諸国からの安価な製品輸入（家電・衣類・日常生活品など）や消費者心理の冷え込み、さらには企業間の販売競争の激化などによって、市場価格の下落圧力が強まり、いわゆるメガコンペティション（大競争）あるいは価格破壊が始まった。  
このように日本経済がゼロインフレからデフレの状態に陥ると、以下のような理由により、デフレがデフレを呼ぶデフレ・スパイラルへの懸念が生じる。
- (3) デフレ下では企業の販売収入が減少し、金利支払いや借入金の実質債務負担が増加する。そのため企業にとっては早期に債務を返済することが有利になるので、いち早く販売代金を回収しようとして、メーカーも販売店も値下げ競争に突き進むが、逆にそれが過当競争となって収入が伸びず、さらなる値下げ競争を招いてしまう。これがいわゆる債務デフレーションである。

- (4) 銀行預金や現金などの金融資産の実質価値の上昇が消費支出を促すというピグー（実質貨幣残高）効果も生じるが、それ以上に家計の負担が重くなり支出が抑えられる。なぜなら住宅ローンなどで債務を抱えている家計もデフレ下の賃金収入の減少でローンの実質負担が高まるからである。
- (5) 売上高の減少によって利益を圧迫され始めた企業は、利益の減少をくい止めるために総費用——とりわけ人件費の削減に着手する。それは国民の賃金収入の減少を意味するから、消費支出の抑制され、消費不況から賃金と物価下落の悪循環の可能性が生じる。
- (6) 諸価格の下落は人々の購買意欲を高める効果もあるが、価格がさらに下落する（少なくとも上昇せず質は向上する）と期待されるようになると、人々は消費を先送りするから、消費需要はこの面からも刺激されない。
- (7) デフレが進行し、名目 GDP の期待成長率がマイナスになると、企業の将来の売上高や収益の期待値も低下するので、新規事業の見通しも悲観的となり、企業の将来に向けての積極的な活動が著しく阻害される。
- (8) デフレの進行は、不動産価格の下落要因となるため、それが新たな不良債権を生み、景気回復の足を引っばる。

以上のことから、何よりもまずデフレの進行を阻止することが不可欠であり、そのために思い切った金融緩和（ゼロ金利から金融の量的緩和）政策を求める声が高まるが、人々の間にデフレ期待が定着していると、家計も企業も支出拡大に慎重になる。そこで90年代後半の日本で主張され始めたのが、デフレ期待を克服することをめざしたインフレ・ターゲット論であり、たとえば中央銀行が年率で2～3%のインフレ率（あるいは名目GDPの成長率）を目標として提示し、その実現のための金融政策を公約するというものである。このインフレ・ターゲット論は日米の著名な経済学者達が提唱したこともあって注目を集めたが、逆に多くのエコノミストから厳しい批判（とりわけその現実性に対して）を受け、論争が展開された。

しかしながら、90年代で最大の論争となったのは、不良債権の最終処理の遅れがデフレ不況を深刻化させたのか否か、また大胆な構造改革路線がはたして

図-3



日本経済再生の切り札となりうるか、を巡ってであった。

既にⅡで述べたように、不良債権の発生は、それがどのように処理されようと、銀行は自己資本の減少という負担を負うことになるから、銀行の金融仲介機能は間違いなく低下する。問題なのは、不良債権が先送りされ、しかも大口の不良債権ほど巨額の損失が一挙に計上されることを恐れて最終処理を遅らせ、さらには追い貸しがなされている状況下での、巨額な不良債権が及ぼす影響であり、この点に関しては、たとえばⅡで紹介したデッド・オーバーハングの理論によるクレジット・クランチ（貸渋り）で説明できる。

しかし、より重要なのは、最終処理が先送りされたために、非効率で生産性の低い分野に経済資源が滞留し、高生産性の分野に配分されないという指摘であり、その結果、マクロ経済の効率性・生産性が低下し、他のデフレ要因と相まって、ゼロ成長を余儀なくされたという主張である。そして、この主張はさらに、新分野での技術革新やベンチャー企業群の出現など、いわゆる創造的破

図-4

問題意識	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権による銀行の収益性低下、追加処理リスクあり</li> <li>不良債権を生んだ産業の多くが非効率かつ低収益構造→不良債権処理により資源が成長分野に流れることを期待</li> <li>資源が向かうべき成長分野は、実体経済再生で確保</li> </ul>
不良債権の確実な最終処理と情報開示	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権をバランスシートからはずす最終処理を、既存分は2年以内、新規発生分は3年以内を実施</li> <li>パブリック・プレッシャーの下で、金融機関が自主的な判断で進めるべき。そのために不良債権の厳格な把握とその情報開示、不良債権処理の進捗に関する情報開示が必要</li> </ul>
処理状況の厳格な点検	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権比率、与信費用比率といった新たな指標等も参考に、不良債権問題全体の改善状況についての確に把握</li> </ul>
産業の再生なくして不良債権の最終的解決なし	<ul style="list-style-type: none"> <li>不良債権問題の背景には借り手の過剰債務や非効率性といった構造問題があり、これらは一体的に処理される必要</li> <li>会社更生法、民事再生法などの法的整理手段の見直し、私的整理に関するガイドライン策定などが必要</li> </ul>
RCCによる不良債権処理と企業再生	<ul style="list-style-type: none"> <li>RCCの機能を抜本的に拡充し、主要行が2～3年以内に最終処理を行うことが困難な不良債権については、RCCに譲渡するように要請</li> <li>RCCは受け入れた債権について、債務者企業の再建可能性に応じて厳正な回収に努めるほか、場合により債務者企業の再生を図る</li> </ul>
不良債権処理の影響に備えたセーフティネットの充実	<ul style="list-style-type: none"> <li>雇用対策法、雇用保険法、離転職者向け教育訓練、緊急雇用創出特別奨励金などの制度・施策を活用</li> <li>雇用情勢によっては、モラル・ハザードに留意しつつセーフティネットの一層の充実を図る</li> <li>連鎖倒産の防止に信用保証協会や政府系金融機関を活用</li> </ul>

塚崎公義「よくわかる構造改革」(2001年)より転載。

壊が日本で進まないのは、デフレの影響というよりもむしろ日本経済の構造・体制の欠陥によるという問題提起へと進んでいく。すなわち構造改革論者が強調したのは、90年代不況を通じて戦後の高度成長を支え促してきた日本型経済システムが、90年代の低成長・デフレ・成熟型経済との間で不調和をきたしたということであり、それゆえ大胆な改革が求められているという共通認識から、次のような政策提起がなされる(以上、図-3を参照)。

構造改革は、規制撤廃や種々の制度改革を通じて創造的な企業活動を喚起し、新規需要や雇用の創出さらには適正な経済成長の実現をめざすものであり、諸提案は以下の如くである。

①不良債権問題の抜本的解決(図-4)、②財政の構造改革(政府機能のスリム化・公共投資の効率化と総額の抑制・年金・医療などの社会保障改革、地方の自立促進

など)、③民間の自由な活動と創意工夫を喚起する税制改革や規制の緩和・撤廃、④財政投融资や特殊法人などの改革、⑤労働市場や資産市場（株や不動産）市場の構造改革、さらには、⑥日本型雇用慣行や株式の相互持合い・メインバンク制や旧来型のコーポレート・ガバナンスの見直し、などである。

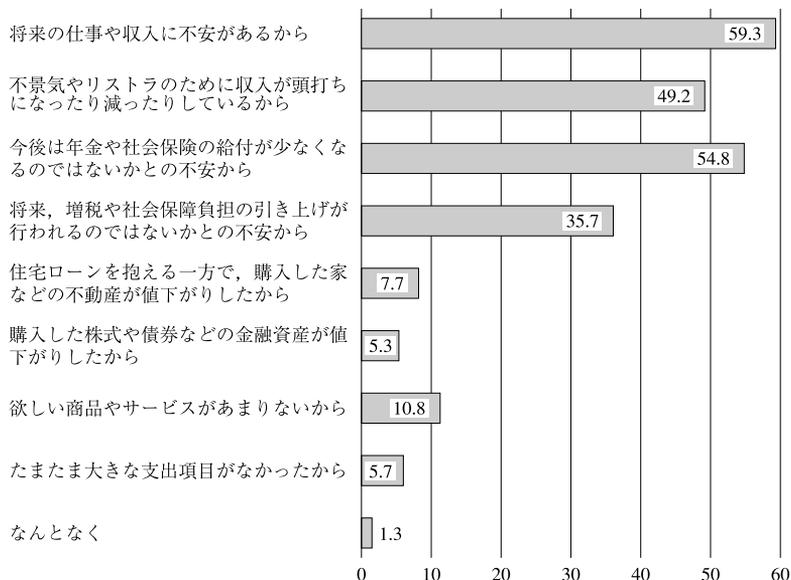
## VI デフレ不況下と家計と企業

マクロ経済学が教えるように、不況は総需要が総供給に対して不足している状態を指すが、これまでエコノミストは主に企業の設備投資の動向に注目してきた。それは消費支出が総需要の約6割を占めその増減が景気に大きな影響を及ぼすにもかかわらず、戦後の日本では消費不足による不況が起こらなかったからである。実際、これまでの日本は、景気回復期には好調な投資が好況をリードする一方、投資が低迷する景気後退期には、安定的な消費支出が景気の下支えとなり、不況の進行を抑えてきたのである。

ところが90年代不況が長期化し、しかもデフレ傾向が生じるとともに、消費性向が低下傾向を示すようになったため、消費支出の安定効果が消え、逆に不況を増幅させる要因となり、消費不況の側面も無視できなくなってくる。

ではなぜ、日本の消費は低迷し景気回復を遅らせたのだろうか。その最大の原因は、国民が将来に対する不安から支出を抑制したことである。具体的にいえば、高齢者は年金・介護・医療などの福祉制度への不安から出来るだけ貯蓄を増やしておこうとし、中年サラリーマン層は賃金収入や雇用への増大する不安に住宅ローンが重くのしかかる（図-5）。なかでも人々の雇用不安は深刻であり、それゆえわれわれは、戦後日本の安定と繁栄の背景に、一貫した高雇用の維持があったことを再評価する必要がある。景気変動のもとで雇用の安定を最優先するという企業の基本方針が国民の支持をえて日本型の労使協調モデルを作りあげたのである。しかし90年代不況は、安定した雇用という国民が依り所とした安心保証制度が大企業においてさえ崩壊し、失業率が短期間に他の先

図-5 支出を減らしている理由



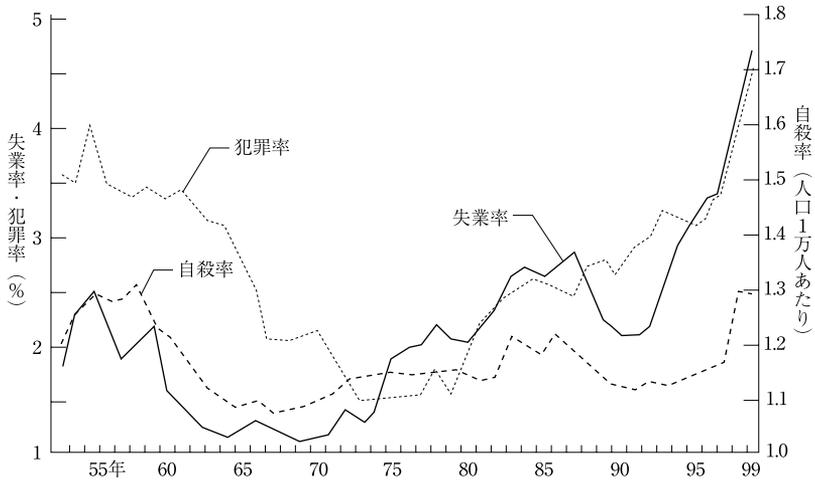
出所：日本銀行「第11回生活意識に関するアンケート調査」（2000年9～10月調査）

進国並みに上昇する。すなわち90年代の初めにはほぼ2%程度であった失業率がその後上昇し始め、2003年1月には5.5%のピークに達したのである。

当然ながら、このような戦後初の経験が国民に大きな衝撃を与えたことは間違いない、それが消費者の不安の高まりを通じて消費を冷え込ませたと考えられる（図-6より、失業率が犯罪率や自殺率と一定の相関を示していることは興味深い）。

もちろん以前から国民が豊かになると消費性向は低下すると指摘されており、たとえば家庭内にある豊富な耐久消費財ゆえに、われわれの消費の性格が「必要から選択」へと変わったことも消費を抑制しているだろうが、見逃せないのが、「モノと貨幣との関係」の逆転である。すなわち、デフレ期には、耐久消費財の値下りが予想されるため、貨幣残高はその価値を高め「支出」よりも「貯蓄」が有利になるからであり、消費者にとって慎重な消費決定は合理的な行動となるのである。

図 - 6



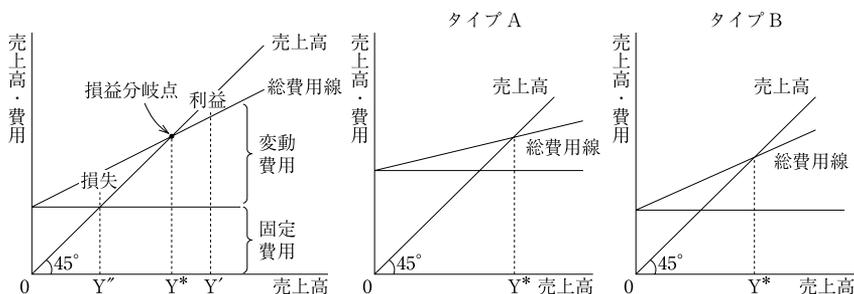
しかし一方で、環境・資源・エネルギー問題の解決が21世紀の最大の課題とされる今日、**実質重視のライフスタイル**が求められており、「消費の増加は景気回復につながる」という総需要の理論からの安易な消費喚起策が望ましくないのは当然である。

ではデフレ不況下で日本の企業はどのような行動をとってきたのだろうか。以下、本論では経営学でいう**損益分岐点分析**を用い、高度成長期の日本企業の行動と対比しながら、説明しよう。

損益分岐点分析は、企業の損益計算書にもとづく企業の経営分析の代表的な手法であり、ここで**損益分岐点**とは、総費用と売上高（販売収入）とが均衡する（換言すれば利益がゼロの）売上高水準である。したがって現実の売上高  $Y$  が損益分岐点  $Y^*$  を上まわれば利益が生じ、逆に下まわれば損失が生じることがわかるから、損益分岐点を知るためには総費用を計算しなければならない。

一般に総費用は固定費と変動費に分けられ、**固定費**は売上高（あるいは操業度）の増減に関係なく発生する費用で、賃金費用（労務費・人件費ともいう）や減価償却費・支払い利子などがこれにあたる。他方、**変動費**は売上高に比例す

図-7

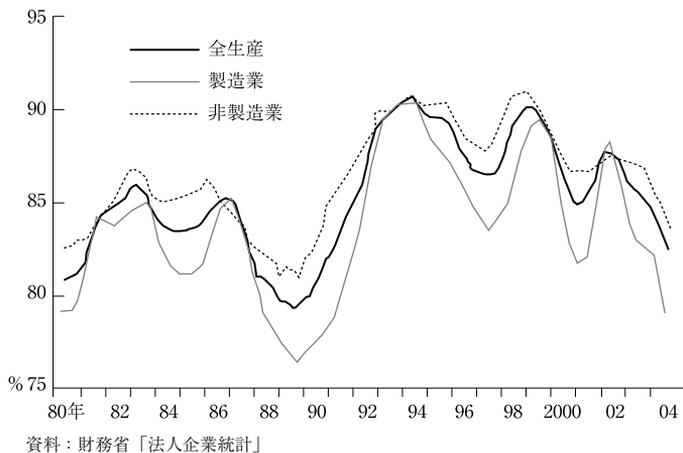


る費用で主に原材料であるが、賃金費用は正社員の比率が低下すれば、変動費に近くなるため、固定と変動の両方の性格をもつといえる。

そこで、縦軸に費用と売上高を、横軸に売上高をとり、固定費の比率が高い企業をタイプ A、逆に変動費の比率の高い企業をタイプ B として、損益分岐点分析を図示すると、図-7 のようになる。図-7 から明らかのように、タイプ A の企業はタイプ B の企業に比べて、売上高の変動に対する利益（あるいは損失）の変動幅が大きい。したがって売上高が増加し続けるインフレ成長期には、企業は固定費の比率を高める方がより大きな利益をえることがわかる。すなわち、企業は変動費の固定費化をはかることが利益的であり、それを賃金費用の面からみるならば、長期雇用の正規社員の比率を高めることである。なぜなら、売上高の増加が続いている経済では、正社員は十分な経験をもち、労働能力も意欲も高く、しかも日本では残業手当が安かったからであり、われわれは損益分岐点分析からも、日本型雇用システムが高度成長期に適合的であったことがわかる。

しかし90年代に入ると企業をとりまく状況は大きく変化する。値下げ競争が激化するなか、売上高（＝販売価格×販売数量）が減少し、現実の売上高が損益分岐点を下回る状況さえ生じる状況になったのである。図-7 より、損失が生じるような場合には、タイプ B の企業の方が有利であるが、それでも損失の発生を止めることはできない。したがって  $Y^*$  以下の売上高で、利益をえ

図-8



ようにするならば、総費用線をより急な傾きにしつつ下方へシフトさせなければならず、最近のキャッシュフロー重視の経営の目的の一つが、有利子負債の圧縮による利子支払の削減なのである。

そこでいま、現実の売上高と損益分岐点（の売上高）との比率である損益分岐点比率を求めると、図-8のようになるが、図-8から明らかなように、80年代後半のバブル期に損益分岐点比率が大きく低下し企業が増収増益の状態であったことがわかる。しかし90年代に入ると急激に上昇し、高水準で変動しており、企業が収益をあげるのに苦しんでいる状況を示しているが、それでもトレンドとしては低下傾向である。おそらくそれは、企業のリストラが徐々に効果をあげてきたことによるものと推測できる。

このように90年代の日本経済はバブル型経営からの脱却と徹底したリストラを断行、たとえば工場の海外移転や生産委託、部門の縮小・再編、一部業務の外部委託（いわゆるアウトソーシング）などを行ってきたが、その中心となったのは、賃金費用の削減と弾力化・変動費化である。実際、90年代以降進められてきた日本型雇用・賃金制度の改革の多くは、各企業のその方向での取り組

みであり、具体的には以下のような雇用制度の多様化と賃金制度改革である。

- ① 正社員中心からパート労働者・契約社員・派遣社員など非正規従業員の積極的な活用。
- ② 早期退職優遇制度の導入および長期雇用を前提とした退職金制度や福利厚生制度の見直し。
- ③ 年功序列型・生活費対応型の賃金体系から年俸制や成果・能力・職能給への移行。
- ④ 業績連動型のボーナスや「ストック・オプション」の積極的な活用、などである。

以上のように日本企業は、減少する売上高のもとでも利益が得られる「減収増益」型の雇用・賃金システムを模索しているが、ここで注意しなければならないのは、賃金費用の削減や弾力化自体が目的ではないという点である。すなわち、雇用・賃金制度の改革が従業員の働く意欲や効率を低下させてしまうならば、賃金費用削減以上に売上高が減少してしまうので、改革の意味がないことは明らかである。最近の「成果・能力給」批判や一部の企業での「改革」見直しはそのことを示しており、たとえば客観的な評価基準を欠く「成果・能力給」はサラリーマンの不満とストレスを生み、厳しい自己評価の出来る有能な人材ほど、この給与体系に不安をもつことを見逃してはならないだろう。

いずれにせよ、今日の日本は中高年や高齢者だけでなく、働く30代サラリーマンそして10代・20代の若者も将来に不安を抱えており（フリーター化する若者もその一つ現れである）、なによりもいま、安定した社会の基盤を築く「構造改革」が求められているのである。

#### 参考文献

- 朝日新聞経済部『金融動乱』1999年。
- 朝日新聞社編『経済大論戦』2003年。
- 岩田規久男『金融法廷』日本経済新聞社、1998年。
- 『デフレの経済学』東洋経済新報社、2001年。
- 編『失われた10年の真因は何か』東洋経済新報社、2003年。
- 糸瀬茂『なぜ銀行を救うのですか』東洋経済新報社、1998年。
- 植草一秀『現代日本経済政策論』岩波書店、2001年。
- 奥村宏『銀行の罪』講談社、1996年。
- 奥村洋彦『現代日本経済論』東洋経済新報社、1999年。

- 小野善康『不況の経済学』日本経済新聞社，1994年。
- ——『誤解だらけの構造改革』日本経済新聞社，2001年。
- 金子勝『長期停滞』ちくま新書，2002年。
- 北坂真一『現代日本経済入門』東洋経済新報社，2001年。
- 木村剛『竹中プランのすべて』アスキー出版，2003年。
- ポール・クルーグマン『恐慌の罨』中央公論社，2002年。
- リチャード・クー『日本経済一生か死の選択』徳間書店，2001年。
- 香西泰編『バブルと金融政策』日本経済新聞社，2001年。
- 小菅伸彦『日本はデフレではない』ダイヤモンド社，2003年。
- 小林慶一郎・加藤創太『日本経済の罨』日本経済新聞社，2001年。
- 小林慶一郎『逃避の代償』日本経済新聞社，2003年。
- 小宮隆太郎『金融政策論議の争点』日本経済新聞社，2002年。
- 斉藤精一郎『デフレ・賃下げ・値下げの経済学』PHP 研究所，1994年。
- ——『10年デフレ』日本経済新聞社，1998年。
- ——『現代デフレの経済学』PHP 新書，1998年。
- ——『日本経済非常事態宣言』日本経済新聞社，2001年。
- 榎原英資『デフレ生活革命』中央公論新社，2003年。
- ——『構造デフレの世紀』中央公論新社，2003年。
- 佐藤光『入門—日本の経済改革』PHP 新書，1997年。
- 佐和隆光『平成不況の政治経済学』中公新書，1994年。
- 新保生二『日本経済失敗の本質』日本経済新聞社，2001年。
- 島田晴雄『明るい構造改革』日本経済新聞社，2001年。
- 高尾義一『平成金融不況』中公新書，1994年。
- ——『金融デフレ』東洋経済新報社，1998年。
- 滝田洋一『日本経済不作為の罪』日本経済新聞社，2002年。
- 竹内宏『金融敗戦』PHP 研究所，1999年。
- 竹内靖雄『日本の終わり』日本経済新聞社，1998年。
- 竹中平蔵『あしたの経済学』幻冬舎，2003年。
- 竹森俊平『経済論戦は甦る』東洋経済新報社，2002年。
- 田中隆之『現代日本経済』日本評論社，2002年。
- 塚崎公義『よくわかる構造改革』東洋経済新報社，2001年。
- 坪谷二郎『金融破綻と銀行経営』中央経済社，1997年。
- 中谷巖『日本経済「混沌」からの出発』日本経済新聞社，1998年。
- 西村吉正『金融行政の敗因』文春新書，1999年。
- 日本経済新聞社編『金融迷走の10年』2000年。

- 『検証バブル——犯意なき過ち』2000年。
- 野口旭『経済学を知らないエコノミストたち』日本評論社，2002年。
- 野口悠紀夫『バブルの経済学』日本経済新聞社，1992年。
- 浜田・堀内編『論争—日本の経済危機』日本経済新聞社，2004年。
- 原田泰『日本の失われた10年』日本経済新聞社，1999年。
- 原田・岩田編『デフレ不況の実証分析』東洋経済新報社，2002年。
- 東谷暁『エコノミストは信用できるか』文春新書，2003年。
- 平田潤『長期不況はなぜ繰り返すのか』東洋経済新報社，2004年。
- 深尾光洋『日本破綻』講談社新書，2001年。
- 松川周二『マクロ経済学と日本経済』中央経済社，2001年。
- 『バブルとデフレからみた日本経済論』立命館大学経済学会，2003年。
- 松原聡『日本リストラ』東京書籍1999年。
- 松原隆一郎『消費不況の謎を解く』ダイヤモンド社，2001年。
- 『長期不況論』日本放送出版協会，2003年。
- 水野和夫『100年デフレ』日本経済新聞社，2003年。
- 宮崎義一『複合不況』中公新書，1992年。
- 『国民経済の黄昏——複合不況のその後』朝日選書，1995年。
- 村松・奥野編『平成バブルの研究上・下』東洋経済新報社，2002年。
- 武藤博道『消費不況の経済学』日本経済新聞社，1999年。
- 森永卓郎『バブルとデフレ』講談社新書，1998年。
- 八代尚宏『雇用改革の時代』中公新書，1999年。
- 箭内昇『メガバンクの誤算』中公新書，2002年。
- 柳川範之編著『不良債権とは何だろう』東洋経済新報社，2002年。
- 山田伸二『世界同時デフレ』東洋経済新報社，1998年。
- 『静かなデフレ』東洋経済新報社，2003年。
- 山口義行『誰れのための金融再生か』ちくま新書，2002年。
- 吉川洋編著『マクロ経済政策の課題と争点』東洋経済新報社，2000年。
- 吉川元忠『マネー敗戦』文春新書，1998年。
- 吉田和男『金融改革と日本経済』生産性出版，1998年。
- 『平成不況10年史』PHP 新書，1998年。