



ESRI Research Note No.19

バブル/デフレ期の日本経済と経済政策研究

オーラル・ヒストリーに見る時代認識

石川知宏

August 2011



内閣府経済社会総合研究所
Economic and Social Research Institute
Cabinet Office
Tokyo, Japan

ESRI Research Note は、すべて研究者個人の責任で執筆されており、内閣府経済社会総合研究所の見解を示すものではありません。今後の修正が予定されるものであるため、当研究所及び著者からの事前の許可なく引用・転載することを禁止いたします。

ESRI リサーチ・ノート・シリーズは、内閣府経済社会総合研究所内の議論の一端を公開するために取りまとめられた資料であり、学界、研究機関等の関係する方々から幅広くコメントを頂き、今後の研究に役立てることを意図して発表しております。

資料は、すべて研究者個人の責任で執筆されており、内閣府経済社会総合研究所の見解を示すものではありません。

なお、今後の修正が予定されるものであり、当研究所及び著者からの事前の許可なく論文を引用・転載することを禁止いたします。

(連絡先) 総務部総務課 03-3581-0919 (直通)

バブル/デフレ期の日本経済と経済政策研究

オーラル・ヒストリーに見る時代認識[†]

石川知宏（内閣府経済社会総合研究所研究官）

1. はじめに

先の東日本大震災は、リーマン・ショック後の世界金融・経済危機から緩やかに持ち直しつつあった日本経済に甚大な影響をもたらした。地震、津波、原子力災害による人的・物的被害はもとより、自動車産業をはじめとする一部産業では部品供給が滞るなどのサプライチェーン障害も生じており、電力制約からは一時的な減産や生産停止、更には輸出の減少も見られている。現在、わが国は、被災地域の復興や社会経済の再生・生活の再建を第一義に考えざるを得ない段階にあるが、震災からの回復を単なる復旧に終わらせず、より長期的な視点での持続的繁栄に繋げるためには、歴史に学んで今後の制度設計・政策運営に反映していく姿勢が必要だろう。

筆者が所属する内閣府経済社会総合研究所では、平成 19 年の 1 月以降、「バブル発生から崩壊、及びその後のデフレ発生から克服に取り組んだ過去四半世紀の経済動向、経済政策の経験を記録に残し、また点検・評価して後世への教訓を導いて今後の政策運営に生かす」という視点に立ち、研究プロジェクト「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（通称：バブル/デフレ研究）を進めてきた。その成果物は、全 11 巻からなる「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」シリーズとして既に刊行されている。分野別の研究論文集である分析・評価編 7 巻、及び同時代の記録をまとめた歴史編 3 巻、及び、プロジェクト全体の成果を鳥瞰する形で開催した 4 回のラウンドテーブル・ディスカッションをまとめた 1 巻である¹。

本小論は、そうした「バブル/デフレ研究」の成果のうち、特に歴史編の第 3 巻に収められたオーラル・ヒストリーの内容を筆者の理解に基づいてレビューし、興味深い内容を紹介するものである。歴史編第 3 巻は、歴史部会のオーラ

[†] 本稿の執筆にあたり、堀雅博（内閣府経済社会総合研究所客員主任研究官）、桑原進（同主任研究官）の両氏から多くのコメントを頂いた。また、小野善康経済社会総合研究所所長から、「バブル・デフレ期における当事者の考えを知ることは、その当否に関わらず有意義であり、得た教訓を活かして二度と同じ過ちを繰り返さないことが重要である」とのコメントを頂いた。なお、言うまでもないが、本論中の見解、残された誤り等は筆者の責に帰するものである。

¹ 分析評価編 7 巻は慶応義塾大学出版会から 2009 年度に、また歴史編 3 巻とラウンドテーブル・ディスカッションは佐伯印刷株式会社から 2010 年度に、それぞれ刊行された。

ル・ヒストリー分科会が「バブル／デフレの時代」の当事者数多（政治家、官僚、企業経営者等）を対象に行った一連のインタビューの成果をまとめたものである。作業の実施体制を反映して2部構成となっており、第一部では、東京理科大学大学院教授の松島茂氏と東京大学社会科学研究所教授の中村尚史氏がバブル・デフレ期の企業経営者に当時の経験や時代認識を問うたインタビューがまとめられている。一方、第二部は、政策研究大学院教授の竹中治堅氏と大和総研専務理事兼チーフエコノミスト（当時）の原田泰氏がバブル・デフレ期の政策当局者・金融業界関係者を対象に行った不良債権問題に焦点を当てたインタビューを収録している。

本小論では、主に不良債権問題に焦点を当てた第二部の内容を紹介するが、特にバブル／デフレ期の経験から導かれる教訓を論じるパートでは、それに縛られず、バブル／デフレ期を生き抜いてきた企業経営者からのメッセージも含める形で、インタビューの紹介を行いたい。

やや先取的だが、以下で紹介する当事者インタビューの抜粋から導かれるメッセージ（当事者の時代認識）は、

- 1) バブル経済発生の要因は、(外圧等を背景とした) 80年代後半の永久低金利神話、及び民活による内需拡大政策等があった、
- 2) バブル崩壊の要因は、不動産融資総量規制、及び急速な利上げ等にある、
- 3) 不良債権累増の要因は、予想以上の地価下落、不良債権処理への楽観論、土地担保融資に対する審査機能の形骸化等である、
- 4) 歴史の教訓は、資産価格動向の注視の必要性、対外政策より自国政策を優先すること、事後処理の先延ばしは事態を悪化させること等、

の形でまとめられるだろう。

歴史の常として、起きた事象の解釈は人により区々であり、コンセンサスが存在する部分は必ずしも多くない。とはいえ、「バブル／デフレ研究」の編集方針がそうであったように、様々な論者（や当事者）の多様な理解・議論をそのまま記録として止めることに大きな意義があると考ええる。そのため、本小論で紹介する内容だけでは、明確な方向性を持つ全体としてのメッセージは読み取りにくいかもしれない。敢えて筆者の意図を述べれば、その最終的な作業は読者に委ねたいと思う。「バブル／デフレ研究」全11巻は膨大かつ専門的であり、議論の内容も広範囲に及ぶため、なかなか一般の読者に興味を持って手にとって頂くことは容易ではない。「バブル／デフレ研究」の取りまとめを担当した筆者だが、その成果の一端を、一読者として、自分なりに興味深かった点を整理し私的ノートに纏めたものが本小論である。本稿を通じ、「バブル／デフレ研究」の成果（全11巻）に興味を持って頂き、関心の向いた部分だけでも個別の研究書を手に取って頂ければ望外の幸いである。

2. 「バブル／デフレ研究」オーラル・ヒストリーから

「バブル／デフレ研究」の歴史編全3巻では、1980年代以降の日本経済の状況、諸施策の概要をできるだけ事実に基づいて記述するという方針の取りまとめが行われている。中でも第3巻の『日本経済の記録－時代証言集－』は、バブル／デフレ期の政策や企業経営等に関与した当事者に対するインタビュー集であり、同時代の当事者が実際にどのような現実ないし時代認識に基づいて様々な意思決定を行ったかを知る上で極めて興味深い。本小論ではその中から、特にその後の日本経済に多大な影響を残した「バブル経済の発生、崩壊の要因」に焦点を当てたレビューを行う。また、失われた10年（20年？）と言われる長期停滞の原因になった「不良債権問題」、更には「バブル／デフレ研究」プロジェクトの本来の主旨であった「バブル／デフレ経済の経験から導かれる教訓」についても、識者の見解を紹介したい。

2.1 なぜバブル経済は発生したのか

バブルは、資産価格のファンダメンタルズからの乖離として定義されるが、80年代後半は地価と株価の上昇が顕著であった。一方、円高及び原油安の要因により物価が安定していたことから歴史的に低金利（2.5%）を継続し、それがバブル発生の一つの要因と言われている。こうした点も含め、なぜバブル経済が発生したのかについて、大蔵省・日銀等の当事者がどのような見方をもっていたかという所から始めよう。

プラザ合意（85年9月）後、円高が予想以上に進み円高不況による相次ぐ利下げや、87年初にかけて米国貿易赤字が拡大し再び円が急伸したため戦後最低の低金利（2.5%）となり、ドル安定のための政策協調であるルーブル合意（87年2月）が形成された。低金利政策は87年2月から89年5月まで続いたが、これは対外的な要因（ブラックマンデー等）と物価安定による要因が考えられる。対外要因については、日銀及び大蔵省関係者から類似の見解が示された。

鈴木淑夫元日銀理事（歴史編第3巻P561）は、「87年半ばから日独の景気が良くなってきていたがプラザ合意（85年9月）による行き過ぎたドル安を是正するルーブル合意（87年2月）を行ったため、利上げが困難になってしまい、対外的な協調と国内政策に矛盾が発生した。また、超低金利（2.5%：87年2月～89年5月まで）によって景気加熱が懸念され始めたため、日銀は87年12月に公定歩合を上げるつもりでドイツとも内々に打合せを行い、日常の金融調節を通じてコールレートを少し高めに誘導したがこれが日独金利の先高期待を招いてブラックマンデー（87年10月）が起きてしまった（日独両方の金利が上がれば、またドル安という期待）。これを収束するため、ドル買い介入等実施し

対外的な政策協調は成功したが、「これで日銀は永久に利上げは出来ない、なぜなら、当分の間ドルは弱いだらうからその間は利上げできない、日本の金利政策は金縛りにあった」と永久低金利神話が誕生し、銀行・不動産業者が結託し土地への投資を進め地価高騰によるバブルの起因になった」と述べている。

一方、大蔵省の中井省元銀行局審議官（歴史編第3巻 P261）は、「当時大蔵省国際金融局は貿易黒字国・債権国は低金利（2.5%）を持続し世界に資金供給すべきと考えていたが、このような対外不均衡問題に囚われ過ぎ、また、金利を上げればブラックマンデーのようなことが起こり国際的な均衡が崩れるとの思いから低金利を長引かせてしまったことが要因。」と論じている。

また、大蔵省側からは物価が安定していたため利上げのタイミングを逸したことを一要因とする見方も示された。

行天豊雄元大蔵省財務官（歴史編第3巻 P511）には、「資産価格は高騰していたが物価は安定し、いわゆるインフレではないと言う意見が日銀にもあって、従って非常に過熱状態だから引き締めるという発想よりも、なぜ引き締めなければならないのか、引き締める理由がないのではないかという社会的風潮により低金利を続けたことが要因」との言が見られる。また中井省氏（歴史編第3巻 P261）は、「物価が安定していたことも利上げのタイミングを逸した」と論じている。

同時期に、国際収支不均衡是正のため中曽根首相による内需拡大政策（民間活用、都市再開発など）が実施された。民活路線による開発プロジェクト（東京湾臨海部開発、国有地払い下げ等）が思惑的な土地需要を高めそれが株価に影響し、株価高騰が資金調達を容易にしてさらに土地需要を高めるといった資産価格のスパイラルが生じていた可能性があり、株価・地価バブルが政策的に形成されたことになる。

これに対する民間企業サイドの見方として、川俣慶司元株式会社フジタ代表取締役専務（歴史編第3巻 P123）は、「中曽根内閣による民活で公示価格の約1.25倍（国土法上限の価格）が上限と言われていたところ、公的機関が土地を売るのは国土法の適用外として、国鉄の品川東貨物ヤードや紀尾井町の司法研修所の跡地を4倍で売ったことが、国の政策ミスでありバブルに火を付けたのではないか。さらに、85年5月に国土庁大都市圏整備局が「23区における事務所需要予測」（東京都区部のオフィス床需要が約5,000ha（高層ビル250棟分）発生と予測）を出したため23区特に都心3区の地価上昇の発端になった」と述べている。

この他、護送船団行政と言われた銀行に対する保護行政について浜田卓二郎元衆議院議員（歴史編第3巻 P414）は、「護送船団行政と言われた保護行政により銀行は競争に慣れない体質になりある程度の節度を持つことが出来ず、また、そのような銀行に超金融緩和の時期を長く過ごさせたため、無理な融資や資産購入が行われた。これがバブルの原因であり行政の責任でもある」と指摘している。また、オーバーバンキング状態が続いたことがバブル発生の要因と考える見方として、箭内昇元日本長期信用銀行取締役（歴史編第3巻 P497）は、「長期信用銀行について言えば、高度成長期が終わり大企業の設備投資が一段落して徐々に長期資金需要が減少し、大企業から中堅企業、中堅企業から中小企業へ資金需要のある新規分野を開拓していく中で、結局ロットの大きい担保物件を持っている不動産プロジェクト及び不動産絡みのプロジェクトへの融資に行き着いたことがバブルを発生させた要因。また、オーバーバンキング状態が続いたことにより銀行間での新規融資先の凌ぎあいになり、不動産融資に走ったことも一つの要因」と述べている。

2.2 バブル経済崩壊の要因は

株価は1989年12月29日に株価史上最高値(38,915円)で終えた後一変し、1990年1月4日の大発会で202円暴落し以降も株価続落となった。地価は1991年以降に大都市圏地価（東京圏は89年から下落）の本格的な下落が始まった、と言われている。特に地価下落の要因となった不動産融資規制などの地価対策、いわゆる総量規制がバブル崩壊の引き金になったとする意見は各方面での共通認識となっている。今回は、主に地価下落に焦点を絞りバブル崩壊の要因を整理する。

地価については、地価抑制に対する国民的要請を受けて、1987年以降繰り返し地価対策が採られてきたが、実際の当事者からは1990年3月の不動産向け貸出の総量規制が強力だったとする意見が多い。これについて、大蔵省、日銀、政治家などから同様の見解が示された。

例えば、大蔵省の中井省氏（歴史編第3巻 P264）は、「地価対策は国土庁が行っていたが効果がないので金融政策だということで官邸主導により総量規制（90年3月）を実施した。また、銀行も貸し込み過ぎたと思い、そろそろ手じまいをしようかなと思っていたタイミングとぴったり合い予想以上の効果があったため、総量規制の解除（91年12月）があと半年早ければ事態は変わっていた。」と述べている。また、中島義雄元首相秘書官（歴史編第3巻 P456）にも、「土地に対する総量規制が今になって振り返ってみると日本経済がもんどり打ってひっくり返る原因だった。当時そこまでの捉え方が出来る人が希有だったのが残念。」との発言があった。

鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P570）は、「地価は戦後一貫して右肩上がりだったため、土地神話はちょっとのことでは崩れないと思っていたが、総量規制（90年3月）による土地関連融資の抑制が日銀の金融引き締め以上に強烈に効いた。」と述べている。浜田卓二郎氏（歴史編第3巻 P400）も、「総量規制（90年3月～91年12月）が遅すぎた。」との見解である。

日本列島改造ブーム時の1972年と第1次石油危機後の1975年に同様の土地取引関連融資の自粛通達が出されたことはあるが、前述のとおり、東京圏では89年から地価上昇は沈静化し土地取引の状況も1990年半ば以降減少しており、総量規制を実施した頃から土地の需給や投機の流れは変わりつつあったものと考えられる。浜田卓二郎氏（歴史編第3巻 P400）は更に、「国土利用計画法による土地取引価格の届出制採用及び土地の重課制度で39%まで譲渡所得課税を重課（所有期間5年以下の土地を個人が購入した際、譲渡益に対して所得税30%住民税9%の合計39%を追加課税）したことが、総量規制と合わせてバブル潰しの三種の神器である」、とも述べている。

また、日銀は1989年5月に景気加熱によるインフレ発生を未然に防止する観点から9年ぶりに金融引き締めを実施したが、この点について鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P570）は、「金融政策は早めに小幅に動かす（通常は0.25%ずつ変動）のが基本だが、89年5月に公定歩合を0.75%引き上げ3.25%に利上げし、90年8月にピークの6%まで大幅に引き上げた（時期も遅れた）のがバブル崩壊の要因」、と論じている。

2.3 不良債権を増加させた要因は

我が国経済は、長引く不良債権処理に苦しんだ。戦後右肩上がりであった地価は91年から下落し、そこから不良債権は発生していたが、本当の金融危機は90年代半ばを過ぎるまで起こらなかった。最終的には、約60兆円もの公的資金の投入が行われ、銀行部門の不良債権処理額は118兆円（2005年まで）に達し金融システムの全面的な危機が生じてしまった。ではなぜそれ程に不良債権が増加してしまったのか。次にその経緯に関わる証言を整理しよう。

不良債権の第1の問題は、金融機関の不良債権がどの程度の規模でその深刻度をどう認識していたのかということである。バブルが崩壊した後も、当初は不良債権問題に対する危機感はそれほど強いものではなかった。これについて、銀行界では巨額な株の含み益があり不良債権が増加してもその株を処分できると楽観視していた、とする意見が大蔵省、民間金融機関関係者からあった。

黒田東彦元大蔵省財務官（歴史編第3巻 P536）は、「戦前から銀行には何十

兆円もの土地・株の含み益があったがため、90年、91年から株・地価が暴落し始めたにも関わらず本当の金融危機は97年10月まで起こらなかったが、この贅沢な含み益のために米国と異なり公的資金導入が遅れた」と言う。一方、銀行サイドの箭内昇氏（歴史編第3巻 P474）も、「90年代初め一部の行員で更なる地価下落による不良債権の増加について危機感があったが銀行界で巨額な株の含み益があったため、いざとなればその株が処分できる（フォローの風が吹けば何とかなる）と経営陣は楽観視していた」と述べている。

不良債権額の実態については、大蔵省が1992年4月に初めて金融機関の不良債権額を公表したが、後に金額が大幅に上方修正となる等、実態把握の混乱が見られた。この点について、大蔵省による各金融機関のヒアリング対応や不良債権額の開示にまつわる証言など、民間金融機関、大蔵省、日銀関係者からそれぞれ興味深い発言が得られた。

箭内昇氏（歴史編第3巻 P474）によれば、「大蔵省銀行局は92年頃不良債権の重大さに気付いて各行に不良債権のヒアリングを行ったが、不良債権の定義が非常に甘く、その上各行のMOF担同士で情報交換を行い丸めた数字を報告するなど村意識が強かったため不良債権額の開示と処理が遅れた」のが実態であった。

中井省氏（歴史編第3巻 P299）は、「不良債権処理を遅らせたのは、予想を超える地価下落と預金獲得で郵貯と競争関係にある中小・地方金融機関が不良債権を開示することにより、郵貯より立場が弱いため預金獲得に負け赤字になる可能性がある」と反対したため」と述べている。

鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P574）は、「『住専問題は不良債権の氷山の一角でこの時期に緊縮予算を組んだら不良債権問題は火を噴く』ことを大蔵省は把握していたはずだが、財政構造改革法の成立と、不良債権に関して政治家へ本当のことを言うことは危険だという感情（問題が表面化することを恐れた）があったため、政治家へ教えていなかったことも要因（後に当時の梶山官房長官は不良債権問題がそこまで深刻だったとは知らなかったと後悔している）」と述べている。このように、不良債権の認識の不十分さや不良債権額等の開示がかえって好ましくない状況を生み出すと考えられていたことが、不良債権増加の要因と言えるのではないか。

この他、そもそもの問題として、金融機関の融資担保である資産価格が（当事者たちの予想を超えて）値下がり続けたことが挙げられる。地価下落と不良債権の関係については、大蔵省関係者から3つの証言があった。

寺村信行元銀行局長（歴史編第3巻 P221）は、「地価がバブル発生前の水準（87

年頃)で止まっていれば、不良債権は業務純益で十分対処可能であった。ところが地価は91年から下がり始め、ピーク時対比94年で50%になり04年で94年の時点から8割近く下落したため、不良債権は償却しても新しく湧き上がってきた」という。さらに同氏(歴史編第3巻 P221)は、「なぜ商業地価指数は73年の水準まで下がりバブル発生前の水準で止まらなかったか。戦後半世紀に渡り経済成長を上回る異常な高騰が続いた地価に構造変化が生じたと考えるしかない。その理由として、日本は歴史上例のないテンポで人口の都市集中が進展し宅地需要が急増した。しかし、借地借家法、農地法、都市計画法等の法令は公平と公益を求めめるために必要とされた諸規制だが、結果として宅地供給を抑制し宅地の異常な高騰を招くこととなった。」と論じている。

埴崎敏之元銀行課長(歴史編第3巻 P392)は、「金融機関の役割は担保に頼ることなく貸し出し審査によって返済の確実性を確保していくことが本来の在り方であり、リスクに応じた貸出金利を徴収していくことが必要であった。しかし、多くの中小・地域金融機関は、貸し倒れによる損失を「土地は必ず上がる」という土地神話があった状況下で土地等の担保によってカバーする業務モデルを拡大したため、地価下落の影響をもろに受け不良債権が発生し金融システムの全面的な危機の要因になった」と述べている。

また、この巨額の不良債権は金融機関経営への影響とそれが貸し出し態度の慎重化を通じて実体経済にまで及ぶようになり、特に住宅金融専門会社の不良債権処理方法は政治問題にもなったが、この点について政治家の加藤紘一衆議院議員(歴史編第3巻 P438)は、「次年度の税制の枠組みが決まった95年12月15日前後に、当時大蔵省の篠沢次官と涌井官房長が予算折衝の重要項目である公的資金導入について事前説明に来て、自民党幹事長として住専への6850億円公的資金導入の同意を与えたが、翌年の国会で住専国会と言われるほど紛糾・審議拒否などの反発は予想しなかった」、と述べている。

大蔵省の寺村信行氏(歴史編第3巻 P234)は、「大蔵省は金融機関が債務超過に陥る以前の公的資金投入はすべきでないとの方針であったが、金融機関が債務超過になっていない95年末の予算折衝で住専処理のため6850億円の公的資金投入が決まり、国民の批判や法案を成立させる方法として大蔵大臣が2度と公的資金は投入しません、と国会で約束をさせられた。このため、97年に株の含み益が底をつき本当に公的資金投入が必要とされた時期に適切な対応が出来なかったことは、金融行政上の大きな汚点だ」、と述べている。

公的資金投入への抵抗感がその後の不良債権処理政策に影響することとなったという見解は、他の関係者からも同様に示された。幾つか紹介する。

黒田東彦氏(歴史編第3巻 P534)は、「96年に住専へ公的資金の注入を行い、

国会で批判され公的資金導入は二度とやりません、と橋本総理が言ったことでむしろ不良債権処理の対応が遅れた。」と述べている。また、鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P574）は、「96年に住専問題を処理したことで不良債権問題は終わったと橋本内閣が宣言したことや、90年代半ばの景気回復を受けて政府は97年度に13兆円のデフレ・インパクトを持つ超緊縮予算を組んで財政構造改革を行ったが、97年度はゼロ成長、98年度は1.5%のマイナス成長に陥った。これが原因で景気は後退し不良債権処理を遅らせた。」と言う。

1990年代以降のバブル崩壊過程では、審査機能が十分発揮されず安易な融資が助長されたことが不良債権に繋がった、として審査部門を再び独立させる動きが見られたが、この点について箭内昇氏（歴史編第3巻 P489）は、「住友銀行が真似をして成功を収めた外資系コンサルタント会社の営業総本部制（審査部門を営業総本部の中に取り入れ、顧客志向を明確化）を各行が導入し、実質的に審査部門不在のまま融資を行い、審査機能が完全にマヒしたことが不良債権の原因になった」、としている。

2.4 バブル／デフレの経験から導かれる教訓は何か

我々は過去四半世紀を通じたバブル／デフレの経験から何を学ぶべきなのだろうか。本節では、政策当局者に限定せず、その時代の企業経営者がバブル・デフレ期から得た反省・教訓にも焦点を当てて紹介する。

まず政策当局側の証言から整理すると、バブル期に実際に政策当局側当事者としての業務に従事しながら、バブルの認識、ないし、崩壊の過程でも重大な事態が進んでいるとの認識は中々出来なかった、とする意見が大蔵省関係者に見られた。

寺村信行氏（歴史編第3巻 P213）は、「バブルへの変化は87年10月19日のブラックマンデー以降の金融緩和で、しかも、88年になって西独が公定歩合を引き上げたけれど日銀は引き上げず、それがきっかけで通貨の供給量がものすごく増えたことが原因と一般的に言われているが、当時は全くそのような意識はなかった」と言う。また、中島義雄氏（歴史編第3巻 P456）は、「バブルの頃は本当にこのバブルが危ういと真剣に考えた人は少なく、同じように、崩壊している過程でもこれは本当に重大な事態が進んでいることについての鋭い洞察は中々出来なかった」と述べている。

このような認識の甘さがバブル経済への対応の遅れに繋がったことは明らかだが、大蔵省関係者、政治家等は、政策転換の遅れがもたらす影響についての議論は当時殆ど行われていなかった、と指摘している。

中井省氏（歴史編第3巻 P263）は、「資産インフレの芽が出た時に将来のバブルの発生を予防するためにもう少し早めに勢いを止めるべきだった」と言う。また、行天豊雄氏（歴史編第3巻 P512）は、「政策執行時にその持つインプリケーションを事前によく勉強し検討すべきだった。想定シナリオを作るというトレードオフはあるが、行き当たりばったりなことが多かったことは事実である」と述べている。

浜田卓二郎氏（歴史編第3巻 P417）は、「バブルを大きくし過ぎたのも政策転換の遅れであり、潰し過ぎたのも政策転換の遅れが原因。このことは、行政の縦割り組織の弊害が要因」と纏めている。

また、当時は日米貿易不均衡問題があり低金利（2.5%）政策を続けたが、大蔵省、日銀側から共にもっと自国優先（資産価格高騰に配慮した金融政策を実施）で政策を行っても良かった、とする反省の弁があった。

中井省氏（歴史編第3巻 P262）は、「米国の貿易赤字は米国の過剰消費が主な原因であったにもかかわらず、あまりにも日米貿易不均衡問題に囚われ過ぎたことから低金利（2.5%）政策を続けることになったため、もっと国内の経済的な均衡（資産価格高騰に配慮した金融政策を実施）も考慮すべきであったことが教訓」と話す。

鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P564）も、「日本が金利を上げればブラックマンデーの再来になり、政策協調を日本が乱すようなことをしては駄目だと言う意見が日銀内でもあったが、ドイツは88年7月から金利を0.25%ずつ上げていたので、日本も同じ時期に引き上げていれば永久低金利神話に対して日銀は金利を動かせるよという姿勢を示すことができたので、もっと自国優先で政策を行っても良かった」としている。

資産価格上昇の教訓について言えば、マスコミ等で取り上げられ社会問題化し国会でも議論されたが、鈴木淑夫氏（歴史編第3巻 P564）は、「対内的に物価は安定していたので利上げは行わなかったが、金融政策の目標ではない資産価格の変動を中間目標・中間的な指標として注意を払うべきではなかったか」と、青木昭元日銀理事（歴史編第3巻 P583）も、「反省点として87年、88年頃、物価は安定していたが資産価格の上昇が起こっていたため、日銀は公定歩合を引き上げなくても先行きが心配であるという政策の姿勢を強く表明すべきであった。また、大蔵省は政府と相談して、現に資産価格の面でこういう計数が出ているじゃないかということを広く強くPRしていくことが大事であった」と述べている。

最後に、金融検査・監督については、金融機関にOBがいることへの安心感や、金融自由化の流れから行政監督権限は極力小さくてよいと短絡的に考えていたため、検査・監督で甘い部分があったとの指摘が大蔵省関係者に見られる。

中井省氏（歴史編第3巻P269）は、「住専について経営がおかしくなってから役所も検査を始めたが、上場し収益を上げている会社（住専等）にOBを送り込んでいるため潰れることはなく、いかにも大蔵省直轄会社だと見えるような箔を付け安心していたことが行政の反省」と述べている。西村吉正元銀行局長（歴史編第3巻P334）は、「あとの反省として、行政の手法というか行政サイドと監督を受ける立場の関係について、日本で長年続けてきたやり方を変える時代になっていた。検査及び調査について、警察のように当局と犯人という立場でそういう問題を処理するメンタリティがなく、金融システムと一緒に構成している人間・仲間として意識し我々（大蔵省）のやり方は甘かったのではないか」という。更に、埴崎敏之氏（歴史編第3巻P359）は、「90年代前半の金融検査について金融自由化の流れから行政監督権限は極力小さくてよいと短絡的に考え、従って検査・監督人員も少なくてもよく実際人員は少ないままであった。しかし、金融自由化は事前的、予防的な規制が少なくなるため、むしろ監督人員増強・機構要求を主張し（マスコミは自由化に逆行すると強く反論したが）、検査・監督をきちんと行わなければならなかった」と述べている。

一方、民間金融機関側の箭内昇氏（歴史編第3巻P475）は、「日本の銀行界全体がバブル処理に失敗した最大の要因は、負の連鎖を断ち切れなかったトップ人事にある。バブルの旗を振った者がバブルの後処理を行い、処理しきれないと分かったところから金融検査などでも猛烈な勢いで隠蔽路線に走り出す自己否定しないトップ人事がバブル処理に失敗した要因である」、と話した。

最後に、企業経営者の考える教訓を整理しておこう。バブル経済崩壊後のデフレ不況の中で、消費者の購買行動が変化し流通業界ではダイエー、マイカル等経営破綻した企業がある中で、困難を乗り越え勢力を拡大した企業もある。このような企業経営者である岡田卓也氏（イオン株式会社名誉会長）、鈴木敏文氏（株式会社セブン&アイ HLDGS 代表取締役会長）、矢野博丈氏（株式会社大創産業社長）、鈴木与平氏（鈴木株式会社社長）の共通の見解として分かったのは、バブル期に不動産投資など本業以外での儲けを追わなかったことが生き残りの鍵になった点である。

岡田卓也イオン株式会社名誉会長（歴史編第3巻P17）は、「世の中の道理として『上がったものは必ず下がる、下がったものは必ず上がる』と言った信念を持つことにより、バブル期の地価高騰期にも不動産やゴルフ場など購入せず、小売業として本来の役割である消費者に直接対応するものに限定（卸、製造に

も手を広げない) したことが、バブル崩壊の影響を受けなかったのではないかと述べている。

鈴木敏文株式会社セブン&アイ HLDGS 代表取締役会長(歴史編第3巻 P57) は、「イトーヨーカ堂は創業当初から不動産や株式投資で資産を増やすという考え方を持たず、本業で利益を上げて成長を図ることを基本方針としてきた。土地の売買で利益を上げることは「邪道」だと考え「ついでに儲ける」というスタンスは採らずに不動産への投資は排除して経営に取り組んできたことが、結果的にバブル崩壊によって土地価格が大幅に下がっても、大きなマイナスの影響を受けずに済んだ」と言う。

矢野博丈株式会社大創産業社長(歴史編第3巻 P84) は、「円高・円安の問題は消費者にとって関係ないので経営上の概念にはなく、儲けよう(利益を出そう)などと考えず『倒産以外の価値観を求めな』という経営理念により売れるか売れないかしか興味がなかった。株や M&A などいろんな商売には振り向かず、自社自身をライバルだと思っていた。また、過去の傾向や成功は捨て去り、日々新しく判断していったことがこのバブル時代を乗り切れたのではないかと話す。

鈴木与平鈴木与株式会社社長(歴史編第3巻 P173) は、「経営をやっていると本能的に事業を拡大することにチャレンジしたくなるが、地方(静岡県清水市)で生き社会の変動の中で生きて行くには、適正な規模で舵がききやすい状態にしておいた方が良く、無理な借入れはしないで現に今でも上場はしていない(株価下落の影響はなかった)。このことが、バブル崩壊後でもグループ全体で赤字の会社はほとんど出なかったのではないかと論じている。

鈴木敏文氏(歴史編第3巻 P52) はバブル・デフレ期を乗り切った経営方針について、「70年代までは物不足の時代のため不況期でも物の価格を下げれば購入してもらえたが80年代以降は消費飽和の時代になったため(売り手市場から買い手市場への変化)、特にバブル崩壊後の消費者ニーズは安さだけではなく今までにない物、新しい価値を備えた物、つまり価格訴求ではなく価値訴求の時代になった。バブル後デフレ感が広がっていく中で、小売業者はみな一斉にディスカウントストアに走ったが、セブン-イレブンでは商品価格の高い・安いという経済原則よりも心理的な要因(消費者の満足度)を重要視したことがバブル崩壊の影響を受けなかったのではないかと。他社の例として、ユニクロは安さだけでなく『新しさ』をミックスさせている点が支持され成功を収めたのではないかと論じている。

更に同氏(歴史編第3巻 P66) は、「バブル崩壊後の物が売れない時代を乗り

切るには消費者心理を刺激することが重要で、商品を単に1割引、2割引とするよりは5%の消費税分還元セールなど情報に意味を付け出した方が、消費税に抵抗感がある消費者の心理に届きやすくなり商品購入への反響が大きかった。また、キャッシュバック・セールという値引き分を現金で還元するイベントを実施した際には、2割引するのと2割キャッシュバックするのとでは受け取る側の心理がまるで違い、5000円の商品を2割引で4000円支払うより、5000円払って2割の1000円分をキャッシュバックした方が、その1000円で何か他の商品を買いたくなる（割引くよりもらった方が得したと思う）ため、このような心理学的な分析も重要である。」と述べている。

3. おわりに

プロジェクト「バブル/デフレ研究」を通じ、またオーラル・ヒストリーの作業から、バブル・デフレ期の何が明らかになったのか（成果は何か）、という問いに一言で答えることは容易ではないが、誤解を恐れず言えば、同時代を生きた人々（当事者及び研究者）がその時代を如何に多様に捉えていたかを明らかにした点ではないだろうか。その意味で、多様な時代認識を総覧的に記録に残した「バブル/デフレ研究」全11巻には大きな価値があると考えられる。オーラル・ヒストリーに関して言えば、大蔵省、日銀関係者、金融機関業界人、企業経営者等々の方々には、それぞれ異なった立場にあつて、異なった角度から激動の時代を経験し捉えている。そうした多角的な視点を持った多様な証言を総覧的に眺めることを通じ、はじめてバブル/デフレという複雑事象に立体的に迫ることが可能になるのではないか。その意味で、このような記録を残す作業には大きな意味があり、読み方によって様々な発見ができるものになっている。「バブル/デフレ研究」の成果物が、長く残る歴史資料として現代史研究に活用され、今後の制度設計や政策立案に生かされていくことを切に願うものである。

（参考文献）

- 小峰隆夫（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）1：日本経済の記録 第2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1980年～1996年）」
- 小峰隆夫（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）2 日本経済の記録 金融危機、デフレと回復過程（1997年～2006年）」
- 松島茂・竹中治堅（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策」（歴史編）3 日本経済の記録 時代証言集（オーラル・ヒストリー）」
- 岩田一政＋内閣府経済社会総合研究所（2011）「バブル/デフレ期の日本経済と経済政策 ～我々は何を学んだのか～」