



日本記者クラブ シリーズ「金融危機」

# 金融危機をどう考えるか

平野 英治

トヨタファイナンシャルサービス 取締役

2008年11月11日

米国発のサブプライム問題が2007年8月に欧州に波及、信用バブルの崩壊は瞬く間に世界の金融市場を麻痺状態に陥れた。

トヨタの金融部門を預かる平野氏は、今回の危機を5つの”d e ”(de-coupling、dejavu、de-leverage、deceleration、depression)で特徴づけて分析する。そして、1930年の大恐慌とは、政策対応力、国際協調力、新興市場国の台頭の3点で状況が異なるため、デフレスパイラルには陥らないと見る。

今後は、物価の安定だけでなく、バブルの発生にも目を配る金融政策が求められるだけでなく、金融規制の再構築も避けられないだろうと言う。また、米国政府の金融業への支援は米国経済の力を弱め、財政赤字を増大させ、ドル危機への不安を生じさせかねないが、アメリカの底力は強いので、開放経済であり続ける限り、「アメリカは必ず復活する」と述べた。

© 社団法人 日本記者クラブ

1時間ほど、「金融危機をどう考えるか」というテーマで話をさせていただきます。

連日のようにメディアで取り扱われているテーマですけれども、なかなか事態の全貌がみえない。私もいま、トヨタファイナンシャルサービス トヨタの金融部門ですけれども

でグループワイドのリスクマネジメントとかトレジャリー、それから海外のオペレーションを担当して、自分でも現場に接する機会があるわけですが、それでも事態が時々刻々動くので、どういうふうにかえたらいいのか日々悩んでいるというのが実情です。

仲間はみんな名古屋にいます。私は東京でほとんど単独で勤務しています。すぐその富国生命ビルというところにおりまして、きょうは非常に近くの場所を選んでいただいて、非常に気が楽だったんですけれども、実は出る直前に電話がかかってきました。

1つはロシアなのですが、去年の9月にロシアに銀行をつくりました。これからロシアのファイナンスも伸ばすぞ、ということで気合いを入れていましたところ、ご案内のような情勢の中で、ロシアの経済に大きな狂いが来ていました。私どものオペレーションからいたしますと、ルールが調達できない、要するに、銀行システムに対する不信感がきわまっておりまして、銀行がルールを握り込んだまま、人になかなか出さないという状況です。私どもは自力で預金を受け入れておりませんので、ルールを借りて貸さなければいけない。その借りるルールがないというので、私の仲間が緊急ロシアに飛んで実情を調査しました。その中間報告を電話で受けておりまして、これは困ったなあというようなことを議論していたところです。

#### ロバート・マートンとジュラシック・パーク

日本にいますと、アメリカの話とか、中国の話とか、よく入ってくるかと思えますけれども、実はいまの金融危機というのは、ロシアや中東欧の国も直撃をしております。そこで事業をやっている会社は、金融機関はもとよりのこと、事業会社も大変心配をしている。

きのう、ある人と食事をしておりまして、

その人が1つのペーパーを私に下さいまして、「最近、金融危機についていろいろしゃべる機会が多いだらうから、これを読んどいたほうがいいよ」とおっしゃいました。そのペーパーは、ロバート・マートンというファイナンスの大家が、いまから10年ぐらい前にノーベル賞をもらったわけですが、そのノーベル賞受賞記念講演でした。マートンさんは、ご案内のように98年に経営破綻したLTCMの役員をしておられた。LTCMが破綻するのは98年で、マートンさんが演説を行いましたのは97年12月なのでですね。演題は「20年後におけるオプション価格理論のさまざまな応用」と、非常にセクシーなタイトルのスピーチでして、私はおもしろいと思って読みました。非常に興味深かったのは次の表現というか、こういうことが書いてありました。

『事業会社がデリバティブスを駆使して、高度なリスク管理の腕を磨けば、リスクのバッファとしての資本が要らなくなるというのでしょうか、資本の価値が低下するのではないかと。そうすると、資本を集めるために株式を公開して上場企業になるわけですが、そういう意味があんまりなくなってしまって、株式公開の価値も低下するのではないかと』ということが書いてあるのです。

ところが、彼自身が関与していたLTCMは、その後1年もたたずに破綻する。いってみれば、彼の予言のような感じでは事態はその後動かなかったわけです。

これは、きょうお話をする内容にもちょっとかかわってくる話なのでご紹介しましたが、「ジュラシック・パーク」という映画がありましたね。テレビで再放送をやっていましたので、先週の日曜日、ちょっとみていたのですが、あれは人間がコンピューター制御によって、現代によみがえった恐竜をコントロールしようとして失敗した、というストーリーですね。これは実はマートンさんの、「デリバティブを使えばリスク管理は高度化し、資本が要らなくなる」という議論と、ちょっと似たような共通の要素があるなと思いました。

## 危機の本質は信用バブルの崩壊

今回の金融危機に関するキーワードを1つだけ言えといわれれば、それは「レバレッジ」ですね。要するに自分の元手に借金を乗せて、それで大きなポジションを張るという行為。これがレバレッジド・トランザクション、つまり「レバレッジ」ですね。

レバレッジという現象を逆さにみると、借金の金額に対して資本が過少であるという状態です。これについては後でちょっと述べたいと思いますけれども、振り返ってみれば、リスク管理の高度化はリスクのクッションとしての資本の価値を低下させると主張したマートンさんのノーベル賞受賞演説は、いってみれば、レバレッジを推奨すると、そういう話と通ずるところがあるなあというふうに思いました。今回のバブルの崩壊は世界的な現象ですが、その時代的、思想的な背景の一つは、ああいう主張をしたマートンさんがノーベル賞を受賞した

私はそれ自身は物すごく立派なお仕事をされたと思いますけれども、しかしそれによって時代が滑ってしまったと、いう部分があるのではないかとこのように感じています。

最初に、今回の危機の性格ということで、最近、サブプライムという話はあまり報道されません。そこに今回の危機の性格があらわれている。今回の危機の性格は、世界的な信用バブルの崩壊であって、サブプライム問題というのは実はその一つの象徴にすぎない、ということがだんだんはっきりしてきたということではないでしょうか。

事態の展開は非常に早いのですが、振り返ってみますと、昨年8月にいわゆるパリバショックというのが発生しました。BNPパリバが運営する3つのファンドが、その運用対象としていたサブプライム関連商品の値上げができなかったということで、「解約請求に応じない。ファンドの解約を凍結する」とアナウンスをしたのが、去年の8月でした。

## 認識されていたサブプライム問題

ここから事態がどんどん急速に悪化してい

くわけなのですが、実はサブプライム問題というのは、それ以前からずっと認識されていたわけです。象徴的には去年の春、これは私も知っていますけれども、ウォールストリートあたりでは、すでにサブプライム・メルトダウンというような話がはやっておりまして、これは結構大きな問題になるのではないかとこの認識はありました。それから、私が日銀時代に国際担当の役員として海外で議論をしていた2005年の秋から2006年の春でも、サブプライム住宅市場は問題である、という議論が行われておりました。したがって、サブプライム問題自身は、去年の8月を待たずして、みんな知っていたんですね。

けれども、去年の8月で何でショックを発生したか。それは欧州に波及したからです。サブプライムというのはアメリカの問題じゃないかとみんな思っていたところ、突然欧州の銀行から火の手が上がったということでショックが発生した。その後、世界の信用市場にこの問題が波及しまして、市場が文字どおり麻痺状態に陥ったというのは、ご案内のとおりです。

具体的にいいますと、証券化市場の代表格である資産担保証券市場（ABS市場）それから、資産担保CP市場（ABCP市場）これが麻痺して、現在も麻痺状態が続いています。それから、ハイイールド債という格付の低い企業が発行する社債の市場、これも麻痺状態に陥りました。欧米のインターバンク市場で簡単にお金が取れないという状態が発生いたしました。プロ同士が、お金のやりとりの場でお金が取れないというのは大変なことです。しかし、それが現実に発生し、いまでも続いているわけです。

M&Aとかレバレッジド・バイアウトといった市場が、著しい機能低下に陥りました。いってみると、質への逃避という現象が活発化しまして、リスクプレミアムが急上昇するという現象が世界的にみられたわけです。その間、世界同時株安という状況に陥りました。米国のダウは、去年の10月に1万4,000ドルを超えてピークをつけているんですね。現在はそこか

ら4割落ちたところで、エマージング市場でも株価が暴落をしています。為替市場をみると、この数カ月で、ユーロやポンド、あるいは高金利通貨のランド(南ア)やオーストラリアドル、ニュージーランドドル、クローネ(アイスランド)などが急落しています。なかでもアイスランドは国が破綻するというリスクに直面しているということです。その反面で、かつてあらゆる通貨の中でブービー争いといいますが、最弱通貨といわれたドルと円が、皮肉にも強含むという展開が、いま起こっているわけです。

### 一斉に起きたリスク回避行動

ひっくり返してこれらの現象は何なのかと考えますと、結局、世界の金融資本市場で、リスクからの逃避ともいえるべき現象が急激に、しかも一斉に発生しているということをも物語っています。でも、どうして世界的な規模で、どうしてこれほど急激に、どうして一斉にこういうことが起こるのかというのは非常に自然な疑問なのですが、答えは、私は簡単だと思っています。つまり、去年の8月をバブル崩壊の始まりとしますと、それに先立つ数年間、世界的な規模で信用バブル、あるいはリスクテイクバブルというべき現象が著しい膨張を遂げていた、ということに尽きるのではないかと思います。

その信用バブルの膨張について若干の例示をしますと、サブプライム問題については皆さんもご案内のとおりです。だけれども、非常に甘い条件で信用度の低い貸し手に住宅ローンを買った国は、別にアメリカだけじゃないですね。よく知られているように、住宅バブルはイギリスでもありました。アイルランドでもありました。スペインでもありました。オーストラリアでもありました。もっといえば、中国でもあったわけですし、いってみれば、住宅バブルはアメリカだけの問題ではないということです。韓国でも同様の現象がみられました。

住宅ローンは消費者向けローンの一つの典型的な形態ですが、私がいま関与している自動車ローンとか、あるいはクレジットカード消費者ローンのような分野でも、実は同様の現象が

あったわけです。

金融機関はこの数年、レバレッジド・バイアウト・ブームで、レバレッジド・バイアウトのつなぎ資金を非常に活発に供与してありました。その裏には、買収のつなぎ資金を融資しても、それを金融機関が証券化して売れば、バランスシートから切り離されて、そのバイアウトのリスクから解放されるという読みがあり、そのためレバレッジド・バイアウトのつなぎ資金を活発に出していたということがありました。これもある種の行き過ぎです。新興国向け投資には明らかな行き過ぎがあった。だから、欧米の資本が一斉に引き揚げると、株価が急落し、通貨が急落するという事態に見舞われているわけです。

円キャリートレードにも行き過ぎがあったという側面があります。為替リスクを過少に評価した、あるいは、投資対象資産のリスクに対する読みが浅かった。これはすべて結果論です。結果論だけれども、結果的にはそういうことが言えたということです。

### バブル発生の基礎的背景

こうした、いわゆるバブル現象の背後にあるのは何か。これも結果論といえば結果論ですが、一言でいえばリスクの過少評価です。こうした現象で注目すべきは、それが自己増殖する性格があるということですね。例えばサブプライム住宅ローンの活発化は、当然住宅の購買力の増大をもたらします。それが住宅価格の上昇をもたらす結果、さらなるリスクテイクが助長されるというメカニズムがあります。同様に、円キャリートレードは、それ自体は円安要因です。円安は、自分が買った外貨資産の価値が増えますから、円安・外貨高傾向がさらなる円キャリートレード 円を借りて海外の高金利物に投資しようという誘因を助長するということがありまして、こういうリスクテイクの自己増殖現象が、いわば世界的に数年間発生していたのではないのでしょうか。

では、そうした信用バブルの発生にはどういう基礎的な背景があったか。これはすでにいる

いろいろなメディアが取り上げていますので多言を要しませんが、自分なりに整理いたしますと、すべてのバブルの背後には非常に緩和的な金融環境がある。今回もその例外ではありません。低インフレ、低利運営でしたから、中央銀行は金利を下げる事ができた。その中で高成長、株高、資産価格高という現象がありました。市場は、別に金融機関だけではなくノンバンクも事業会社も個人もみんな強気になっていた。

2番目は、先ほど新興市場国バブルと申しあげましたけれども、BRICSに代表される新興市場国は急速な成長を遂げまして、巨大な投資機会、あるいは、余ったお金の絶好の投資のはけ口を提供しているようにみえたということがあります。2002年から2006年までの世界成長のうち、ざっくりみますと、先進国で稼いだのは3分の1、3分の2はエマージング諸国が稼いだ成長です。それほどエマージング諸国の成長力は著しかった。非常に輝いてみえた。それが投資の対象になったということです。

金融機関の構造も変化しました。バランスシートを使わない金融が流行になりました。これは証券化という技術がその裏にあるわけですが、トランザクショナル・バンキングとか、あるいはオリジネート・トゥ・ディストリビュート・モデルとか、そういうふうにいわれていますが、そうしたものが非常にはやりました。ひところ、我々の仲間と話していると、「アメリカ人は何でも証券化したがる。ほとんどのものを証券化しようとしたがるな」ということをよくいってありまして、米国ではすべての資産が証券化される。万物の金融化が半分冗談まじりで語られていたわけです。

トランザクショナル・バンキングのもう一つの意味合いは何かというと、資本を節約できることです。ローンを出しても証券化して売ってバランスシートを軽くするわけですから、マージャンでいえばツモ切りですから軽いのです。軽くて資本が節約できる分だけ、銀行とか投資銀行は資本にレバレッジをきかせて自己ポジションを増大して、そこで利益を追求すること

ができた。そうしたレバレッジビジネスは、銀行、投資銀行、保険だけではない。規制対象外のヘッジファンドや、プライベート・エクイティといわれるような業態においても活発に行われた。

なぜこんなことを申しあげているかというと、どうも最近、投資銀行というのはけしからんというような議論が割合多いものですから。「別に投資銀行だけがバブっていたわけじゃないんじゃないですか。全員ですよ」ということをちょっと申しあげたくて、こんなことを言っています。

### 証券化によるリスクの標準化

そうしたトランザクショナル・バンキングを裏づける金融市場の構造変化としては、証券化というのがその象徴的な変化です。証券化というものの本質は何かについて、おもしろいことを書いておられる人がいますね。『すべての経済はバブルに通じる』という本を小幡積さんという方が書いています。この人は財務省に10年ほどおられて、いまはエコノミストかコンサルタントをやっておられる方なのですが、この人の本は非常におもしろいと思いました。

つまり、証券化によってもたらされ、リスクの分散やリスクの小口化というのは、その変化の一面をあらわしているにすぎない。もっと本質的な変化は、例えばサブプライム債券という非常に個別性の高い債券　サブプライム住宅ローン債券というのは、非常に信用度の低い人に対して、ある一定の条件で貸し出すわけですから、いろいろなものがパッケージになった非常に個別性の高い債券です　それを証券化という手法で格付のついた債券に変えることで、本来、個別性の強い債券が、リスクとリターンという2つの単純な軸で標準化されて商品化された。商品化はいわゆるコモディティというふうにいわれますけれども、標準化、単純化ですね。こういうことは実は投資家層をもつごく広げる効果を持ったんですね。

例えば私が、ある会社のトレジャリー部門で会社の金の運用に責任を持っているとします。

で、ポートフォリオの分散を考えます。そのときにどうするかというと、金融商品は複雑だから格付に行くわけですよ。「まあ、シングルA以上だったらいいじゃないか。リターンがちょっとよければ」みたいなことで選んでいくわけですね。そのときには格付を信用して選ばざるを得ないわけです。その裏にサブプライムローン債券があろうが、なかろうが、そんなことは知ったことではない。そもそもそんなことは分からない。それが商品化、コモディティー化ということでして、これは投資家層を広げるわけです。投資家層が広がるということは、流動性が増大するということなのですね。流動性が増大するということは、その商品はいつでも売れるということですから、それ自体がその商品の投資価値を高めるといような現象があったのではないか、というふうに書いてあります。私はこれは賛成です。

ちなみに、こうしたプロセスの中で格付会社は大きな役割を果たしました。格付会社というのは、有名なのはムーディーズとかS & P、あるいはヨーロッパのフィッチ、この3社ですね。日本でもR & Iとかいくつかございますが、世界的に有名なのはこの3社。その中で最大手がM社。格付会社というのは株式会社なのです。上場もしています。2002年から2006年の間に、M社の収益は2倍になっています。それから、株価は3倍になりました。M社の収益の6～7割は、いわゆる仕組み物、ストラチャード・プロダクトの格付から得られた手数料収入その他の収入ということでして、この間、格付会社がこの証券化の裏にあって非常に活躍し、ビジネスを担う一つ陰の主役であったということがいえると思います。

### 短期の利益追求がリスクに走らせる

チャック・プリンスさんという前のシティグループのCEOがおもしろいことを言っていますね。「音楽が鳴っている間は踊りをやめられない」と。かなりの段階から、借金してリスク物に投資するのは危ういと分かっているんですね。だけれども、やめられない。なぜか。

競争があるからということなのですね。

これはまた、小幡さんはおもしろいことを書いています。ファンド資本主義のことを称して、「資本と頭脳の分離」ということを言っています。例えばヘッジファンドは世界的に7,000ぐらいあるといわれています。運用資産が2兆ドル、200兆円ぐらいですね。これをもってヘッジファンド同士が競争しています。投資家は、よりよいリターンを求めているのですが、運用者の真の能力は見分けられない。わからないから、何で見分けるかということ短期的な運用成果ですね。1年間であなたはリターン何%ですか、過去3年間でリターンは何%ですか、そういうもので評価していくわけです。そうすると、10%のところと30%のリターンを上げているところだと、ちょっと名のあるところであれば、やっぱり30%のほうを選びますよね。そういうことがある。短期的な運用成果で判断する。したがって、運用者、つまりファンド側は、資本を受託するために、危ないと思っても短期的な結果を求めて競ってしまう、という事態が起こる。これを「資本と頭脳の分離」というふうに言っていますけれども、知っていてもリスクに走らざるを得ない誘因があるということをおもしろい言葉で表現しているなあというふうに思います。

「100年に一度」とグリーンズパンさんは言いました。この意味は、いまはもう全員がわかっていると思います。グローバルな信用バブルの崩壊という意味で、壮大なスケールのバブルの崩壊だと。近代金融技術革新の申し子であるところのデリバティブズ市場、証券化市場を含めて、すべての信用市場を巻き込んだクライシス、あるいはバブルの崩壊という意味で、未曾有の事態だということがいえる。

それから、金融市場安定化策、マクロ政策をみても、世界の金融当局が異例ともいえるような同時介入を、しかも、非常に大規模な形で行っている。きょうも新聞を読んでおりましたら、AIGに資本注入の話が出ていましたね。物すごい金額ですよ。しかも、いわば突然。そういう意味では、世界の当局がそんなに強い介入

を同時的にやらなければいけないという事態は、いってみればグローバル・システミック・クライシスに我々は直面しているということです。

グリーンSPANさんは、いま、いろいろ批判の対象になっています。けれども、このサブプライム問題の本質については、かなり早い段階から警鐘を鳴らしておられました。それはもちろん問題が表面化した後からなのですが。

次に、ちょっと危機のダイナミクスのお話をさせていただきます。

### 危機の特徴は5つの「de」

今回の危機は、時間の経過とともに、勢いを加速させながら危機が広がっていったという感じを持っておりまして、日経の岡部さんが「4つのD」ということをどこかで書いておられました。私は「5つの“de”」ということで、危機のダイナミクスを特徴づける5つのdeをお話ししたいと思います。

まず「de-coupling」。これは昨年のおとぎのままであったんですね。要するに、アメリカや先進国はだめでも新興市場国があるじゃないか、健全じゃないか。だから、そんなにひどいことにはならないぞ、と。これが実は8月にバブルが崩壊してから後も、ニューヨークダウは上昇を続けて、1万4,000ドルを超えてピークをつける、その勢いを裏づけた考え方だっと思えます。しかし、問題はもうすでに、米国、欧州からエマージングに着実に波及しています。先ほど受けた情報でも、ロシアはひどいという状況がわかりました。「トヨタショック」というようなことがいわれておりまして、トヨタもグローバルの波に乗って伸びてきたわけですから、グローバルショックの荒波をまともに受けています。そうはいっても、株価ほどエマージングはひどくないということの後ほど申しあげます。

次に「dejavu」。これは、日本のバブル崩壊後のプロセスを想起させる面がいろいろな面であるということです。1つだけ申しあげれば、最初は問題は大事なことないと思ったのが、時

の経過とともに事態が深刻化していった。日本は数年、あるいは10年かけてそうなったけれども、今回は1年もたたずに日本と同じようなプロセスが急進行している。時間の経過とともに問題の大きさがどんどん膨れ上がるという状況。それに対応して、当局もどんどん強い措置を打たざるを得ない。

いまや、自動車産業までが公的支援を受けるべきだという議論がアメリカであるわけですね。金融機関は公共財的な性格を持つから、公共的インフラがつぶれてしまうと社会的な損失が大きいから、したがって、国家が介入しても支えなければいけないという、いわば理屈があるわけですね。でも、自動車産業別に私は是非は問うつもりはありませんが、まで広げると、じゃあ、丸ごとみんな吸収するのかわという議論になりかねない面がある、非常に危険な議論だと思いますが。しかし、そういう議論もアメリカではかなり堂々として行われているというような事態に、いま、立ち至っているわけです。

次が「de-leverage」ですね。積み上がったレバレッジの巻き戻しのプロセスはグローバルに発生している。これはいまや認識は一般化しています。

4つ目が「deceleration」。金融というのは、よくも悪くも実体経済の動きに弾みをつける部分があります。いいときも弾みをつけるし、悪いときも、残念ながら弾みをつけてしまう。いいときは acceleration というふうにするれば、悪いときに弾みをつける現象は deceleration ですね。それが、いま、現実起こっている。金融は非常に便利なものですが、いいものも悪いものも花開かせるという要素があると思います。

最後に「depression」。いまや「恐慌」という言葉が普通に飛び交う事態になってしまいました。皆さん方のお仲間が書いておられる雑誌、新聞、テレビでも「恐慌」という言葉を平気で使う人がおられるようになりました。私は、恐慌には至らないと、後ほど申しあげます。

## 金融債権市場のグローバルな連鎖

これに共通するダイナミクスの大きな要素は、「連鎖」という言葉に象徴されるのではないかと、思います。改めて連鎖をもたらす金融の力を思い知らされているというのが、私のいまの気持ちです。

金融債券とか金融資産の本質は何かと考えると、これは実物資産に対する請求権なのです。実物資産に対する請求権、これが金融債券の本質です。その金融債券・資産と世界のGDPを比較した人がいまして、例えば10年ぐらい前までは、これは1対1だったんです。現在は、金融が4でGDPに代表される実体経済活動は1です。それとは別に、デリバティブの想定元本は、世界のGDPの10倍ぐらいの規模になっている。これが何を意味するかというのは、いろいろな議論があるのですが、いずれにしても、GDPに象徴される実体経済活動をファイナンスするのに、金融の世界がものすごく大きくなっているというのは現実の姿としてあります。

そうした金融債券の市場は、グローバル化の中で世界中に広がっておりまして、しかも、それが相互につながっています。マーケットは1つです。それは連鎖の実態です。そうした金融の動きが実は実体経済にもものすごく強大な影響を与えまして、実体経済活動をよい方向にも悪い方向にも増幅する、いってみれば巨大なアンプとしての機能を、いま、金融が果たしているというのが実態です。

しかし、当然ですけれども、金融のために申しあげると、バブル的な要素は金融セクターだけに存在していたと考えるのは、これは想像力の貧困です。そうではありません。グローバル化の波に乗って拡大してきた事業には、実は多かれ少なかれバブル的な要素がありました。あるいは、バブルの恩恵を受けてきたということは認めなければなりません。

自分のグループの会社のことをいうのは、ちょっと気が引けるのですけれども、トヨタもことしの3月期の営業利益は2兆3,000億です。このうちのかなりの部分は実は、円相場が

対ドル、対ユーロで安いということでもたらされた利益が、若干というか、水膨れした部分によって数字がつくられているという部分があります。

アメリカで車が非常に売れました。車を買ってくれた人は、住宅に投資していた人たちでもあるんですね。お金を借りて住宅を買った。アメリカでは、普通の人々が投資対象として住宅を2軒、3軒持つのは全然珍しいことではありません。これは税制の問題もありまして、非常に有利だからですね。そうすると、自分が2軒目、3軒目を買った。その家の価値がどんどん上がってしまった。住宅の価値が上がりますと、その上がった分の余力のある担保部分を担保に差し出して、またお金を借りることができるんですね。ホーム・エクイティー・ローンといいます。そういうホーム・エクイティー・ローンでもって、自動車を買っていただいたお客様がすごく多かったわけです。だから、アメリカのサブプライム、あるいは住宅バブルと、自動車の売り上げ、つまり我々の商売というのは、実はつながっているという面もあります。これは自動車産業だけではなくて、多かれ少なかれ、多くの事業についていえるのではないのでしょうか。

そういうことで、借金漬けのアメリカの消費者はひどいと、その浮かれた消費行動を批判するメディアも結構ありますよね。批判するのはたやすいけれども、それが世界の多くの企業の収益を直接あるいは間接に支えてきたということも、一方における事実だということでもあります。

## 状況は大きく早く広く変化している

今後の展開ということで、一番私がしゃべりたくないことをこれから申しあげようと思います。なぜしゃべりたくないかということ、多分外れることがわかっているからです。(笑い)

連鎖のダイナミクスということを申しあげました。この恐ろしさの意味するところは、問題の輪郭がなおはっきりしないということです。本日、新聞をみておりましたら、個別の名



前を出すのは適当ではないかもしれませんが、報道されていますので申しあげますと、A I Gへの支援を全面的に見直すという記事がのっております。これまでは総額1,200億ドルぐらいの融資をすることで資金繰りを支え、その間、A I Gのリストラをするというのが基本的なアイデアだったわけですね。きょう、新聞をみておりましたら、その支援パッケージが1,500億ドル 15兆円 になりましたと。15兆円のパッケージの中身が全然変わってしまっていて、そのうちの4兆円は資本注入だと。400億ドル、エクイティーを入れるのだという話ですね。それから、不良債権を買い取るのだと、これが500億ドル。残りの600億ドルが融資です。これまでの融資は非常に条件が悪かったのだけれども、今度は低利融資です。こういう格好で、全く違う、しかも、規模の大きな支援策が打ち出された。まだ11月ですよ。A I Gの問題が起きてから2カ月もたたないうちに、こんなに大きな変化が起こってしまうほど、問題の進展といいましょうか、広がりといいましょうか、それは予測困難だということです。

A I Gは、非常に健全な事業をたくさん持っているのです。1つは航空機リースですね。これはもう最大手の1つです。G Eと並んで一番大きいのではないかと。大きいけれども、いかにこれが収益力のある事業といえども、この経済環境の中で買おうというところがなかなか出てこないのです。十に分ければ買うところはあるんですね。日本の商社とかリースをやっていますから。この巨大なA I Gの航空機リースが、いかにポテンシャルがあって収益力があるからといって、丸ごと引き受ける先はなかなか出てこないというのが現実だと思います。多分どこかが引き受けると思いますが、そう簡単ではないと思います。

これは結局、公的資金を入れただけでは問題は解決しないということをあらわしています。要するに、不良資産を切り離して、経営をリストラして収益力をつけて、それで信頼を取り戻さなければストーリーは終わらないわけです。

そのリストラが、この環境の中で物すごく難しいわけですね。いい事業を売って、キャッシュを手に入れて、公的資金を返すとか、そういうことを当然みんな考えるわけですが、そういうことができにくいという難しさも、さらにいえばあるということです。

### リスクプレミアムの高止まりは2年続く

私のトヨタファイナンシャルサービス、これはグローバルグループなのですが、バランスシートは14兆円ぐらいございます。世界のキャピタルマーケットで日々調達をしていますので、実は現場の感覚で、どこでどういう動きがあるかと、結構実感として理解できる部分もあります。そうした実感からいいますと、金融市場は短期物を中心に多少は改善されてきている。特にアメリカはそうです。だけれども、全体としてみれば、まだ強い緊張感が続いている。パニック的な状況ではありませんが、長期のクレジット市場とか証券化市場の機能低下、あるいは麻痺状態はなお続いています。株式市場とか為替市場のボラティリティー(変動)も引き続き高どまりしています。市場のコンフィデンスの回復には、なお相当の時間がかかると思わざるを得ません。

住宅価格は下がり続け、コンフィデンスが非常に弱い状態が続いている状況のもとでは、実は最終的な口スの金額が定まりません。したがって、問題の処理のために必要な資本の額が定まらないという、非常に難しい問題があります。別の言い方をしますと、いま、マーケットは麻痺している。つまり、市場という鏡が曇った状態では、リスクの値段がつかない、ということがあります。したがって、極めて不安定な金融状況、つまり、リスクプレミアムが高止まっているような状況は、残念ながら2年程度は続くのではないのでしょうか。

実体経済との関連では、アメリカの住宅価格の下げ止まりがいつ視野に入ってくるかが一つの大きなファクターだと思います。ケース・シラー・インデックスですっかり有名になったアメリカの住宅価格の指数ですが、現状は、2

年前の06年のピークから2割ほど下落しています。さらに15~20%下落するのではないかと予想する人が多いように思います。ボトムはいつか、よくわかりませんが、早くても再来年、2010年の春ごろではないかということですね。

住宅価格が下がり、アメリカは不景気になっていますから、失業率は上がってきます。そういう環境のもとで、家計はバランスシート調整、つまり借金を減らさざるを得ないわけだから、当然購買力は低下せざるを得ないというのが実態です。米国の金融経済、さらには世界の金融経済が安定化するまでには、向こう3年程度の調整を覚悟する必要があるのではないかと。その後の立ち上がりも緩やかというぐらいの感じを、私自身は持っています。しかし、これは相当幅のある議論です。

### デフレスパイラルには陥らない

「大恐慌」になるのか、当局の対応は十分か、1930年の大恐慌と比較する議論が盛んに行われています。私は結論的にいえば、デフレスパイラルという意味での恐慌には至らないと考えています。

大恐慌時との大きな違いは3つあります。1つは政策対応力、2つ目は国際協調の力、3つ目が新興市場国の力です。

政策対応力という面では、金融システム安定化策を初めといたしまして、欧米を中心に、流動性支援、不良資産の買い取り、公的資本の注入、銀行間の資金取引の保証、預金者保護といったように、考えられるメニューをすべて発動して事態に当たろうという姿勢がみえます。財政金融政策面からの思い切った景気刺激策も発動されています。

中国が50兆円を上回る財政出動を発表しました。私は先週、あるテレビ番組で世界的に何が必要かという議論になったときに、グローバル・ニューディールが必要じゃないかと申しあげました。グローバル・ニューディールというのは、要するにグローバルな問題ですから、一国でちょこちょこやってもしょうがない。グ

ローバルに需要と供給のギャップが開いてしまうというリスクがあるわけですから、グローバルに需要をつけていかなければいけない。グローバルに需要をつけるときは、需要をつけられる力があるところからつけていかなければならない。財政が出るべき国はどこかといわれれば、やはり中国とかインドとか、ロシアなどもそうかもしれませんが、要するにインフラが弱くて、まだインフラに投資することによって経済力、国力が高まる可能性のある国。かつ、財政事情が良い国。そうなる中国ですね。そのとき、私が想像していた規模は、30兆円くらいだったのですが、中国は50兆円をはるかに上回る財政出動を決めた。

中国は一応、財政はほぼトントンか、少し黒字なのです。政府の歳費もわずかです。しかし、やらなければいけないことは山ほどあるわけですね。道路の整備もそうですし、環境対策もそうですし、ダムとかの整備もそうですし、まだいろいろなことをやるべきです。そういう対応が現に行われているということです。

大恐慌時はどうだったかということ、いわゆる近隣窮乏化政策をやっていたわけですね。これが実はドイツとかイタリアとか日本を苦しめて、第2次大戦を引き起こす原因ともなったわけですね。今回は早い段階から、第2の要素、国際協調をもって問題に対処しようとする動きが活発に行われています。今週の15日、G20で金融サミットが行われます。これはその象徴です。グローバルな危機にはグローバルな対応が必要であるといってしまうと、それまでです。しかし、今回の局面での協調行動はそれなりに的確・活発に行われており、これは大恐慌時とベクトルが180度違うということではないでしょうか。

金融政策の面でも、先週(11月6日)には英イングランド銀行は政策金利を4.5%から1.5%下げて3%にしました。欧州中央銀行も3.75%から3.25%に利下げしました。先々週には米連邦準備理事会もフェデラル・ファンド金利を1.5%から1%へ利下げを行い、日銀も0.5%から0.3%へ利下げを行った

ということで、各国中銀が総力を上げて景気刺激策を打っているということです。

金融政策面での国際協調は、プラザ合意に始まる80年代後半の国際協調が有名ですが、これと今回の国際協調は根本的に違っていると思います。プラザ以降の国際協調というのは、為替調整をするための協調行動なのですね。今回は、世界的な広がりを持つ金融危機のもとでの、市場の引き締め、市場の麻痺状態が、景気の下振れリスク、あるいは世界的なデフレリスクに対する中央銀行の同時的な政策発動ですから、非常にオーソドックスな金融政策発動であり、オーソドックスな国際協調であるというふうに私は思います。

### 新興市場のポテンシャルは高い

最後に新興市場国の力です。これは、さっきデカップリングでちょっと逆のことを申しあげましたが、実はそうはいっても、新興市場国は世界経済を支える、ということをしあげたい。確かに欧米からの資本の引き揚げで新興国の株価は暴落しています。ロシアの株価も暴落していて、なくなってしまうのではないかとと思うぐらい下がったわけです。インドや中国も暴落しています。けれども、もともと暴落前に暴騰したときの株価は、経済実態に比べれば過ぎたのです。いまの株価というのは、経済実態に比べれば売られ過ぎというふうに思います。新興市場国の経済の実力は、そんなに短期で大きく振れているわけじゃないんです。まだまだ新興市場国の成長力はあります。金詰まりさえ起こさなければ、その成長力は簡単には傷つけられません。これが世界を支えるのではないか。

先週、私はフィリピンとベトナムに行きました。ベトナムの株価も暴落しているのですが、ベトナム経済は立派です。そう簡単にこけるという感じではありません。成長率は若干落ちていますが、インフレは大変ですけども、しかし、基本的なポテンシャルは健在です。フィリピンは比較的ましで、それほど経済はダメージを受けておりません。株価は落ちていますが、

しかし、非常に心強い経済力だなあという感じを受けました。私は、金融の混乱がある程度おさまれば、欧米に先駆けて新興市場国は回復するとみています。

アメリカと新興市場国の違いは何か。バランスシート問題をアメリカは家計が抱えているわけです。新興市場国のほとんどに、そんなバランスシート問題はありません。バランスシート問題を抱えた欧米の金融機関が、新興市場国から金を引き揚げるから株が売られていると、こういうメカニズムだと私は思っています。だから、株価が新興市場国の実態を反映しているというのは間違いであると思います。中国は多分9%成長ぐらいで維持するでしょう。減速といわれていますね。12%成長からは2%も落ちたじゃないかと。しかし、考えてみてください。中国のGDPの規模というのは日本の6割を超えています。6割だとすると、中国が9%成長するというのは、日本経済が5%以上成長するのと同じことです。そのくらい世界経済を持ち上げる力が中国一国だけでもあるんですね。このことは忘れてはならないと思います。

### バブルの芽を摘む金融政策を

最後に、危機が浮き彫りにした課題です。これは山ほどありますが、3つだけ申しあげたいと思います。

バブルと金融政策。これも私はどこかで書いた記憶があるのですが、グリーンSPANの有名な議論があります。「バブルの最中にあるのは、バブルがバブルであるかわからないので、政策対応としては、バブルが崩壊してから迅速に的確な政策対応をするのがベストなんだ」と。これは金融政策のある種の非対称性を前提とした議論です。でも、本当にそうなのか。バブルが膨張過程で、バブルであるということが本当にわからないのか。僕はそんなことはないと思います。シティグループの元CEOチャック・プリンスは、「危ないけれども踊らざるを得ない」と言っていたわけですね。彼らは危ないというのはわかっていたわけですね。民間の

多くの人にはわかっている。証拠は明らかにあるのです。何の書類もなくして住宅ローンを貸すなんて、これはおかしいじゃないかというのはだれでもわかる。だから、バブルの最中にあっても、バブルであるということはある程度わかる。ただ、正確にはわからない。

では、バブルの崩壊というのは、そんなに的確にわかるのか。去年の8月にパリバショックが起こったとき、今日、こんなに問題がひどくなるのを予想した人はゼロです。当時でも、私は一番悲観論者でありました。私以上に悲観した人は多分あんまりいなかったと思いますけれども、実は事態はそれよりもはるかに深く下のほうに入れ込んでいる。あのパリバショックをもって、信用バブルの崩壊でこんなにひどいことになるなんていうのはわからなかったですね。ことしの3月にベアー・スターンズが救済されたときに、市場には安心感が戻ったじゃないですか。株価もちょっと戻して、これで大体おさまるかなあと考えた方も多かったと思いますね。バブルの崩壊もいつ起こったのかというの、これもわからないのです。バブルの発生もわからなければ、バブルの崩壊だって判定するのは難しい。

そうすると、政策というのは、そういう難しさを超えて、あるいは難しさを前提にして、バブルの膨張の兆候をみつけたら、何らかのプレーキを踏むということも必要なんじゃないか、と思います。したがって、金融政策運営は、資産価格をもっときちんと視野に入れながら運営することが必要だと思います。ただ、どうするかというのは難しい。難しいけれども、物価の安定を専ら目標にした金融政策運営だってものすごく難しいわけですね。金融政策というのはもともと難しいのです。だから、物価の安定だけを専らターゲットにした政策運営だけでは足りない。そのことがはっきりしたのではないかと、安定化政策としての金融政策の役割としては、そういうふうに思います。

### 避けられない金融規制の再構築

2番目は金融規制のあり方です。今回の大き

な信用バブルの崩壊を経て、これまで自由化にずっと傾斜してきた金融規制の流れは、反対方向に振れざるを得ないと思います。大恐慌時に何があったかということ、有名な33年の銀行法、グラス・スティーガル法ができました。銀行と証券の分離とか、あるいはSECができて、情報開示を徹底するとか、不正行為を厳しく取り締まるといったような規制体系が成立するわけです。この体系が70年代から少しずつ自由化されて、99年のグラム・リーチ・ブライリー法ができました。これは金融近代化法といわれていますが、いわゆるグラス・スティーガル法がここで撤廃されるわけです。ここが自由化のプロセスの大きな山場で、完結をするということになるわけですが、この自由化の過程で、折からの金融技術革新の波もあって金融が大競争時代になるわけです。そこでレバレッジビジネスが栄華をきわめて、バブルが崩壊して、みんな苦しい状況に置かれているというのが現状です。

そういう流れを踏まえますと、金融規制の再構築は不可避です。金融機関の規制体系、あるいは金融商品の規制体系は変わらざるを得ないし、グローバルな視点での規制の再構築も不可避だと思います。やっぱり信用創造、肥大化した金融をどうコントロールするかというのは、これは考えざるを得ないでしょう。しかし、これもなかなか難しい。見果てぬ夢かもしれないけれども、しかし、それは考えざるを得ない。結果として起こることは、金融が恒常的に高収益を上げる時代は終わるのかなあ、という気がしています。

アメリカの金融業界の企業収益に占めるシェアは、3割とも4割ともいわれているわけです。雇用はほとんど10%もないわけです。ということは、金融界に勤めている人の生産性はほかの産業に比べて3倍も4倍も高いのかと、ということになるわけですね。それはちょっと常識では考えられない。いってみれば、いまはある種の調整、アジャストメントが行われているプロセスだろうと思います。けれども、ガチガチの規制の時代、もっといえば計画経済みた

いなどころに戻るのかということ、それはあり得ないと思います。

### 財政赤字の膨張とドル危機への不安

アメリカはどうなってしまうのか、ドルはどうなってしまうのかというのが、最後に申しあげたい課題です。

金融業というのは、アメリカの基幹産業のすべてではありませんが、一つです。企業収益の3割から4割は金融業が稼いできました。企業収益の3割以上をたたき出した金融業が、しばらくの間その機能を低下させるということは、アメリカにとって短期的には大きな痛手です。しかし、さっき規制の話を書きあげましたが、より大きなリスクがあるとすれば、過剰な規制は、本来経済の成長のために必要なリスクテイクの力を弱めて、それが米国の国力の低下を招かないか。この辺が一番大きな注目点だと思います。

何でもかんでも政府が支援・介入をするということの怖さがここにあるわけです。介入するのはいいけれども、簡単に手を引くことはできないですね。そうすると、結果として、そうなりたくなくても、ものすごく社会主義的な経済になってしまう。これはアメリカの国力を決定的に弱めるのではないかという気がします。

財政という尺度でみますと、膨大な戦争負担はまだあるんですね。そのうえ金融危機対応で、何十兆円というような金が出ていくわけです。一方、景気後退で税収が減少します。これは、少なくとも短期的には財政赤字問題を深刻化させるでしょう。財政赤字のGDP対比の比率は、来年、再来年は7%ないし8%、あるいはそれ以上になるかもしれません。けれども、アメリカの国力に対して基本的な信頼があれば、アメリカは財政赤字を埋め合わせる力がある。国債を発行して、内外に買ってくれる人がいるのです。けれども、基本的にアメリカの国力は怪しいなあという状況の中で巨大な財政赤字が何年か続きますと、これは大きな危機ですね。このときこそ、アメリカのドルの危機が来ると思います。

その見きわめはまだつきません。まだポスト金融危機の状況を想像するのは早いのですけれども、これが実は中長期的にみた世界経済の最大の波乱要因ではないでしょうか。今回の危機対応が、アメリカに過剰な規制を招き、さらに財政赤字の膨張がアメリカのドルに対する不安をあおるリスク、これが実は中長期的にみた世界経済の最大の波乱要因ではないだろうかという気がしています。

そうならないことを切に望みますし、私はアメリカの底力は非常に強いと思っています。何のかんのいっても、アメリカが問題の出発点だったわけです。けれども、いま、何が世界で起こっていますか。ドルが不足しているんですね。やっぱりドルなのです。そういう面がアメリカにはあるのです。開放経済であり続ければ、必ずアメリカは復活する。アメリカとほかの先進国との最大の違いは、人口が1%ふえているということです。これは大きな力です。もちろん移民の力もあります。ともかく、これは大きな力だと思いますので、そういう意味では、きちんと対応策をとればアメリカは必ず復活すると思います。しかし、いまの事態の進展をみていますと、一抹の不安は残るといような気がするわけです。

取りとめのない話になりましたが、ちょうど1時間になりましたので、私の話はこの辺で終わらせていただきます。どうもご清聴ありがとうございました。

### 質疑応答

**司会** ありがとうございます。非常に包括的にさまざまな論点に触れていただいたと思います。

それでは、これから質疑応答に入りたいと思います。

**質問** きょう、中国経済の専門家の話を聞いてまいりました。中国人の方なので、中国経済は決して失速しないと楽観的な話をされておりましたが、先ほどロシアの話が出ました。中国

は、ファイナンスのほうはどうなっているのでしょうか。ロシアとは随分関係が違いますので、完全に民間金融ということではないと思うのですけれども、平野さんは中国の経済をどうご覧になっているのでしょうか。

**平野** 中国は短中期的にみてどうかということ、私も結論的にはそう簡単に失速はしないと見ています。あるいは政治的にも失速することはリスクですから、そうしないように政策を打つであろうから失速はしない。しかし、長期的にみると、いろんな矛盾を抱えていますので、それにどう対応していくかというような長期的な課題は残ります。

金融状況はどうか。中国は、実は財政はもう景気支持方向、つまり刺激策を打つ方向に動いています。金融も、たしか利下げを3回ほどやりました。それから窓口指導を撤廃するというのも公表しておりまして、完全に金融引き締めから緩和方向へ動いているというのが政府のスタンスです。

私ども、お金を借りているからよくわかるわけですが、現場ではどうかということになりますと、中国の銀行は、我々も外資ですから、外資に対しては非常に厳しい対応をいまだに続けている。欧米の銀行ほどではないのですけれども、基本的には中国の銀行は、外資に対してお金を貸したがないという状況が続いていますので、全体としては金融は引き締まった状態からあまり変わっていないということだと思っています。ですから、政府が緩和の旗を振っているにもかかわらず、現場の金融は、実は中国からみた外資に対する信用不安もこれありで、必ずしもお金が円滑に回っているという状況ではない。我々は、それはちょっと困るからということで、いろんな関係方面に働きかけを行っているというのが実態です。

**質問** ポスト金融危機の対策ですけれども、アメリカでは、新しい政権のもとで21世紀版のニューディール政策などが出てくるのでしょうか。米国は金融で稼いでいた金融立国だった

わけですが、製造業を含めて、新しい投資機会というのはあるのでしょうか。その場合の資金の提供は、やはり中国と日本ということになるのでしょうか。

**平野** 金融業のウエートが小さくなった、その穴をどの産業が埋めるのかということと、それから、アメリカの公共投資、これにはどのくらいニーズがあるのかと、2つの問題に分けて考えたいと思います。

まず後者の問題からすると、ご案内のように、アメリカの公共インフラというのはものすごく老朽化しているんですね。道路はガタガタだし、ほとんどメンテナンスしていません。そういう意味で、典型的な、ニューディールの意味で、財政支出を使いながら公共インフラの再整備をするというところで、ある程度意味のある公共事業というのは作り出し得るというふうに思います。

より大きな問題は、いまおっしゃったように、アメリカは金融業のウエートが小さくなったとき、その穴をどの産業が埋めていくのかというものです。製造業、例えば自動車を保護する、支援するといっても、自動車はそれで競争力のつく産業として生まれ変わるのであろうかと、いろいろな疑問があるわけですね。それは私も同じ疑問を持つ状況でして、実は答えはありません。

ありませんけれども、アメリカとイギリスで違うのは、アメリカのほうが産業のすそ野は結構広いんですね。イギリスは、国のシティー

ロンドンですね、金融に対するウエートが物すごく高い。多分GDPの4割とか、それ以上とか、そのくらいのウエートなのです。アメリカをみてみますと、例えば決算をみてみましても、グーグルとかIT系の企業は結構堅調な決算をずっとしてきています。だから、ITがありますね。それから、バイオとか医療とか、我々の目にみえないところで米国は強い産業が結構ある。

問題は雇用なんだと思うんです。金融も大したことないんですが、ITもバイオも医療もア

アメリカは強いところがあるんだけど、そんなに雇用の吸収力はないんですね。ところが、いま、問題になっている自動車産業は、関連を合わせると250万人の雇用を抱えている、などと言われてます。ここの雇用をどういうところで吸収していくのかという問題は、私は引き続き残ると思いますし、その部分については、実はそんなに明確な答えはありません。それはもうこれからアメリカの動きをみていかざるを得ない。

ただ、新しい産業というのはみえないところから出てきます。アメリカというのは、そういう産業を生み出す独特の経済の柔軟性があると思っています。政策のハンドリングを間違えなければ、いまはみえなくても、この苦境の中から何か新しいものが出てくるんじゃないかなと思います。

**質問** アメリカのGMの危機なのですが、一つには、金融子会社が巨大化し過ぎたというか、それが振り回した部分があったという見方があるのですけれども、その辺はどうごろんになっているか。逆にトヨタの場合は、ファイナンスをもっと強化しようと思えばできたのを、あえて抑制的なスタンスをとってきたという気がするのですが。GMと比較して、トヨタのファイナンス部門のあり方というのはどうごろんになりますか。

**平野** GMの金融子会社はジーマックといいます。私どもはTFS、基本的には事業会社性の金融会社として、同じような政策を持っているという面があります。

GMの場合、私どもとの違いは、お金を調達して、それを自動車ローン、あるいは販売店向けのローンに振りかえるという、典型的な販売金融事業のほかに、それを上回る規模でモーゲージビジネスをやっていたわけです。実はこれが、このバブルがはじけるまではものすごい収益を生んでいたわけです。2006年ぐらいまでは、そういう面で、ジーマックはGMのグループの中では優等生だったわけです。自動車ロ

ーンビジネスはそこそこ、だけれども、モーゲージビジネスは高収益。全体としては非常に収益力がよく、財務状態もよかったので、GMはむしろジーマックが助けているという構造が続いていました。ただ、今回の信用バブルの崩壊で、実はモーゲージのほうも相当傷んでいます。そういう状況になりますと、自動車ローンのほうはなかなか伸びにくい。多少貸し倒れもふえているでしょう。モーゲージのほうは相当大きな損失を出しているということで、いま、残念ながら、非常に苦しい状況にあるというわけです。

ジーマックというのは非常に歴史のある金融会社でして、もう70年以上の歴史ですかね。ちょっと正確な記憶はございませんけれども。私どものトヨタファイナンシャルサービスのグループは、私が勤めています統括会社でしたがしたのは2000年でして、たかだかグループとしては8年。一番古い企業はアメリカの金融子会社でして、トヨタモータークレジットコーポレーションといいます。これができたのが1982年で、25年。ですから、ジーマックというのは、そういう意味では私どもの先生でありました。私どもは、金融事業は全くの素人でしたので、まずは販売金融事業に徹するというのでずっとやってまいりました。いまでもそうです。

したがいまして、ジーマックとの違いは何か。一つは、事業範囲は、我々は自動車販売に関連する事業に徹しています。非常にシンプルなビジネスモデルです。ジーマックは、金融販売に加えてモーゲージビジネスを手がけておられて、むしろそちらのほうのウエートが大きい。これが事業内容の大きな違いです。

もう一つは、こういうビジネスを展開していくためには、資金調達力というのは非常に重要な要素でして、たまたま幸いにして私どもはトリプルAでして、こういう非常に厳しい金融環境、マーケットが荒れた状況のもとでも、調達は順調にできておるということです。しかし、ご案内のようにGMグループは、いま、非常に苦境にございまして、ほとんど調達ができない

状況ですので、新規のビジネスはほとんどめておられるような環境ではないだろうかと思います。そういった意味での資金調達力は、多少私どものほうが強いといいたいでしょうか、そういう面があるかと思ひます。

ただし、ジーマックは、ともかくある意味で私どもの先生ですので、私ども、ジーマックさんがどういふふうになるのか、非常に注目をしておるということです。

この先、トヨタはどふなのかということですが、私ども、自動車のほうも、いま非常に厳しい状況に置かれていますので、この苦しい環境をグループ全体としてどう乗り切ることかということが、まず最大のテーマです。

それと同時に、いま、目先は非常に苦しいのですけれども、その背後で、自動車及び金融という世界で大きな構造変化があるんですね。例えば自動車では、環境対策というのはものすごく大きなテーマです。それに合致したような車をどうつくっていくのかという問題があります。ファイナンスの面では、規制の体系も変わりますし、競争条件も変わります。そうした2つの構造的な変化を視野に入れながら、長い目でみて我々のビジネスをどういふふう構築していくのかというのが、いま、私どもが担っている最大のテーマです。そのために必要な基礎作業、一言でいえば、足腰の強化といひますけれども、そういうインフラの強化も含めて、もう一度事業全体のあり方をみつめ直しているというのが実情です。

**質問** 突拍子もないことを伺ひます。国際金融において、国際的な協調が必要だといひられています。IMFを強化して、世界の中央銀行にするというような考え方は可能なんですか、不可能なんですか。

**平野** 私の個人的な考えを短くお答えします。IMFを強化するというのは、いまもそういう方向がほとんど合意をされています。私も賛成です。しかし、世界の中央銀行になるかという、それは、まず我々の視野の範囲内では不可

能であろうと思ひます。

まず、前者のIMFの機能強化。いまの国際金融危機というのは、まさにグローバルな現象ですね。グローバルな現象に対して、グローバルな立場でこれに対応していくという機関としては、IMFが一番適格性を持った機関であると思ひます。したがってIMFの機能を強化し、資金力も強化しながら、こういう国際金融危機が起こったときに、IMFがきちっと対応する体制を整えるということは、極めて重要なことであろうと思ひます。そういう意味では、いま、日本政府が提案されようとしていることは、意味のあることだと思ひますし、これには多くの支持が集まるものというふうにかんがえます。

ただ、IMFの運営は当然先進国主導でなされてきたわけですが、こういう状況になりますと、中国初めエマージング諸国の声ももう少し反映させるような方向で組織の運営がなされるということが、多分不可避だろうし、望ましいと思ひます。

世界中央銀行になるのかということですが、何年か後にはそういう議論もあるかもしれませんが、グローバル化の究極の姿はそういうことかもしれませんが、それは世界の主権が統一されないとなかなか難しいし、通貨をかんがえても、世界中央銀行ができるということは、要するに通貨が一つになるということですね。そうすると、ドルもユーロも円も人民元もなくなるわけです。いま、この状況の中からそこへ直ちに向かうのかといひば、それは障害がたくさんあり過ぎて難しいということなんじゃないんでしょうか。

ただ、理想郷をいひば、グローバル化した時代、企業が国境を越えて自由に活動するような時代にあつては、そういうものがあつたほうがいいじゃないかという議論は、一つの議論としては十分あり得るということなんじゃないかと思ひますね。

**質問** 金融機関、あるいは金融商品の規制のあり方は、いま一番大事な部分だと思ひますが、



どういう形でやるのが過剰にならないやり方なのか、もう少し詳しくお話しただければと思います。まずアメリカ国内で、さっきおっしゃったグラス・スティーガルをやめて、金融近代化法、99年だったと思いますが、基本的にそれが現行法で、具体的にどこがやるのか。FRBがすべてやるのがいいのか、あるいはSEC、あるいはCFTCなどうまくやっていくというやり方があるのかというところ。

それから、資金を提供するというところにプラスして、アメリカの金融機関だけじゃなくて、日本も含めて、ヨーロッパもエマージング市場も含めて、国際的に金融機関を監督、規制する共通のルールを作ったり、一つにするということが可能であるのかどうか、あるいは、それがいいのか悪いのか。特に、これまでアメリカで規制の対象外だったスワップですとか、クレジット・デフォルト・スワップ、あるいはヘッジファンドですとか、そういった部分をどこまでアメリカはやる気があるのか。ヨーロッパはかなりやるといっていると思いますが、その辺、どんな見通しか、あるいは、どこまでやるのがいいのか、平野さんのお考えをお伺いしたいと思います。

**平野** ありがとうございます。大変難しい質問だと思いますが、よくわからないと申しあげたうえで、ちょっと感じだけ申しあげたいと思います。

いま、ご質問された内容には、規制の対象の金融機関に何を含めるべきか、規制の対象となる行為に何を含めるべきか、規制の内容はどうあるべきか、規制の担い手としてはだれが担うべきか、規制の国際的な協調のあり方、究極に国際的な中央監督機関みたいなものの是非も含めてどうだというような、5つぐらいの要素が含まれていると思います。まさにそういうことをこれから議論をすべきだし、議論しようとしているというのは間違いないと思います。

その中で、まず規制の対象となる金融機関という点からいきますと、これまでは銀行中心の規制体系だったわけですよね。やっぱり銀行だ

けではなくて、いわゆるファンドだとか、投資銀行だとか、そういったところにも何らかのレバレッジ規制とか、あるいは開示規制、こういうことも含めて、これまでよりは一步踏み込んだ規制の導入が検討されると思います。

問題は、そういうことをしたら、本当にその規制は有効かどうかという問題があるわけです。当然規制があれば、それをくぐり抜ける業態が必ず出ますから、すべて網の目をかぶせることは本当に有効かどうかという論点はあるのです。しかし一方で、このままでいいという論者もないわけですから、当然そこで必要最小限の規制をどういう形でかけるのかということは議論になってくる。その場合の対象としては、これまで銀行中心だったけれども、少しノンバンク、ファンドみたいなものにも目を向けた規制を議論せざるを得ないだろうと思います。

規制の対象となる金融行為、金融商品については、これはより難しいんですね。例えばクレジット・デフォルト・スワップ市場みたいなものは、これは店頭市場で取引があって、したがって、非常に中身がみにくいじゃないかと。だから、これは取引所取引にして、清算機構をつくって、きちっとそれに乗せて取引するのはいいだろうというような提案が、いま、学者さんなどからなされています。それは一つの方向だろうなというふうには思います。

ただ、現実取引所をつくるといっても、どこにつくるんだ、どうやってやるんだということになる。現在のクレジット・デフォルト・スワップの想定元本だけでも6,000兆円という規模です。現在ある店頭取引はどうするか、というような話だとか、現状からどうやってそういう体制に移行するのかというのは、なかなか難しい議論があると思います。これは個人的な感想なのですが、私的な契約で行う保証行為を、全部取引所を介してやりなさいという格好で規制することが可能なのかどうかという問題もあるように思います。提案では、なるほど、それはそうだなと思うけれども、実は実現に向けてはそう簡単ではないという要素がある。し

かし、このままでいいというわけでは済まないから、当然いろいろな規制が議論されるということになるのだと思います。

それから、さっき、A I Gの話をして失礼ながら申し上げてしまったんですが、A I Gの例をみても、保険業界に対する監督というの、これは各国でばらばらなのです。アメリカの場合は州です。全体としてみれば、銀行業界に比べると保険業界は監督力が弱いとされていて、そこはもう少しきちんと監督の網をかぶせることはやっぱり必要ではないかという議論は、避けて通れないだろうと思います。

それから、規制の担い手なのですが、これは全くわかりません。いまのところ、わかっているのは、F R BとS E Cの権能を強化しようという話だと思うのですけれども、ちょっと話がずれてしまうかもしれませんが、監督規制の担い手という面では、政治的な中立性というのは非常に重要じゃないかという感じが改めていたしました。

というのは、パブルというのはみんな好きなのですね。マスコミの方も好きなのです。だって、株が上がって、資産が上がって、みんな金持ちになって、悪い人はいないから。そうすると、国民も好きだということになる。やっている本人はもちろんハッピーです。マスコミの方も好きですね。スポンサーさんがつきますし。政治家の方は当然好きです。だけれども、これをそのままほっておくと、後でひどい目に遭うという代物なのですね。政府がやろうとすると、どうしても政治の影響下にありますから、みんなが踊っているときに音楽をプチッと止めてしまうと首になったりして、なかなかできないことがあるわけですね。だから、私は、監督規制というのは中立機関が行うべきだと思います。人類が中央銀行をつくった知恵と同じような知恵が、金融監督規制についても必要なんじゃないだろうかと。つまり、みんなが騒いでいるときに、いわば憎まれ役をあえて演じることができるよう立場の人が、あるいは憎まれ役を演じることを使命とする、そういう監督機関が、この規制を担うというのが望ましいとい

うふうに思います。これは金融政策における中央銀行と全く同じです。

そういう意味で、そんなことをだれもいっているわけじゃありませんけれども、F R Bが今度金融政策と同時に金融監督者としての機能を強化されるという方向は、これはF R B自身が歓迎しているかどうかわかりませんが、私が申し上げた仮説的な方向観からすれば、ある種の一つのロールモデルを提示しているかもしれないというふうに思います。

**質問** 週末のG 2 0の会合について伺いたいですけれども、ヨーロッパはかなり熱心に、自分たちの意見を積極的に表明しています。今回、G 2 0で一体のメッセージが出せるといっても、意見が全く合っているわけでもない。かといって、同じように合意を取り繕っても、どうせ足並みは乱れているのだろうと。結局、評価するのは非常に難しいところがあるんですけれども、平野さんご自身は、どこまで到達できればこれは及第点だと思われるか。それから、日本の存在感は薄いんじゃないかと思うんですが、その点についてのご意見を伺いたいと思います。

**平野** G 2 0に点数をつける立場にはないんですけれども、まだ火がおさまっていない状況ですから、まず火をとめるというようなことについて、最低限の意思確認と協調姿勢の確認があるべきだと思います。そのためのアクションプランもそれぞれ確認すべきだと思います。まずこれが今回のG 2 0の第1の役割、目的だと思っています。多分それは、アクションが先にいろいろ出されていますから、かなりきちんとした形でできる可能性はあると思います。

2番目のテーマは、新たな国際金融秩序をどう構築するかという大きなテーマがあります。先ほどからいろいろ勝手なことを申し上げていきますけれども、簡単に結論は出ません。こうすればいいといえば、それに対する反論が簡単に思い浮かぶような代物でありまして、したがって、これは時間をかけて、しかし、きちっと

議論するというメカニズムをつくるということが最低限必要だと思います。だから、何か部会をつくるか、議論する枠組みをつくる、それを合意することが、まず大事ではないかと思えます。

ただその中でも、基本的に、いま合意できることもあると思っています。それは先ほどの質問にもありましたIMFの強化です。このことについては直ちに合意して、直ちに実行するのではないかと。その線に沿って、すでに彼らは活動しているわけですが、例えば資金不足で、思うような活動はできないわけです。そういうことを含めて、IMFの機能強化というのは、直ちにとり行うべき部分と、IMFの構造を変えなければいけない部分がありますから、それを切り分けたいと、IMFの強化について何らかの合意があってもいいのではないかと思えます。

**司会** 3人の手が挙がっていますので、まとめてお答えいただくということで、順番に質問をお願いします。

**質問** ちょっと素人的な質問ですが、普通の国民にとって、今回の金融危機に対して、いって見たら野球場の外野席のさらに外に国民はいるのではないかと思います。そういう国民といまの金融危機との関係で、マスコミなどが一番きちんと報じなければならぬポイントというのは何でしょうか。

**質問** 「グローバルな金融資本市場をどう制御するか」について制御は不可避というお話でしたけれども、トービン税という考え方がありますね。国際資本取引に薄く税金をかける。それによって、実需からあまりにもかけ離れたケタで行われる金の動きをブレーキをかけよう。それで、上がったお金を低開発国への支援とか環境対策に充てようという、非常にシンプルで、非常にいい考え方だと思っているのですが、いま、何故この考えに注目が集まらないのか、不思議でならないのですが。

**質問** こうなったのはレーガノミックス、規制緩和がいいことだということと、金融工学とか、そういうことと関係あると思うのです。それが行き着く果てがこうなって、オバマが勝つということによって否定されたと思うのです。行き過ぎた規制緩和の弊害が出たことによって、これから日本または世界で、また規制をするというような反省が生まれてくるのか。

**平野** 非常に難しい質問で、的確なお答えはないんですけども。

まず、普通の国民の立場からみて何をすべきかということなのですが、突き放した言い方ですけども、それぞれのお立場で考えるしかないということなのですが、1つだけ申しあげたいのは、日本はそうはいつでも相対的には恵まれているということです。

つまり、アメリカのように金融機関とか家計がものすごく大きなバランスシート問題を抱えているわけではない、ということです。借金漬けになっているわけじゃないですね、日本の家計は、健全なのです。それから、企業の技術力も別に衰えているわけではない。特にいま、世界が求めている環境技術では、日本はリードしているじゃないですか。それから、何といても世界の成長センターたるアジアとの密接な関係を日本は保っているわけです。中国との関係も、ここのところ随分よくなりました。

そういう意味で、日本も苦しいけれども、世界はもっと苦しい。だから日本はここで頑張ってもっと長い視点で、どういう国づくりをすべきか、あるいは、自分の生活をどうすべきかということを考えることができる立場にいるのだと、そういう意識は持っていただければいいなというふうに思います。ちょっと答えになってないんですけども、私の気持ちはそんな感じです。

トービン税ですが、私も、昔トービン税を勉強したときには、正直いって、「とんでもないな、こんなものは」と思っていましたけれども、最近、何でトービンがトービン税をいったかという気持ちがちょっと理解できるようになり

ました。いまはまず火消しが重要ですから、トービン税みたいな難しい問題を議論するような局面ではありませんけれども、多分、今後の議論の俎上にはのってくるのではないかと思います。ただ、これは技術的には非常に難しい面があることは事実です。

3番目の、緩和の行き過ぎに対する自由放任、市場原理主義に対する反省はないのかというお話です。私は、緩和の行き過ぎという面も確かにあるかもしれませんが、緩和するのはいいんだけれども、それにかわる規律の立て方といましようか金融市場は大きく変わっているにも関わらず、それに対して規制の体系が追いついていなかったということに問題があるということです。単に市場原理主義はいかんとか、そういう話ではないのではないかというふうに思っています。

それから、日本は、例えばアメリカに比べても、ビジネスの環境としては非常に不自由な国でして、まだまだ緩和が不十分なところはあり

ます。日本は、これから日本の力を生かして内需主導型の経済をつくっていかねばいけなわけですね。内需はどこにありますか。設備投資だけでは引っ張れないわけです。高齢化社会を迎えると、例えば社会福祉だとか、医療だとか、その辺に明らかな潜在的な内需があるわけです。その内需をビジネスとして掘り起こすためには、やはり規制緩和が要るのではないのでしょうか。ですから、全部ひっくるめて緩和の行き過ぎはいかん、やっぱり規制をきちっとすべきだ、日本もそうすべきだというふうに、単線的に考えるのはちょっと危険で、日本はまだまだ規制緩和が必要な国ではないか、というふうに私は思っています。

司会ありがとうございました。時間を超過してしまいました。恒例により、クラブから記念品を贈らせていただきます。どうもありがとうございました。(拍手)

文責・編集部