

サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造*

掛 下 達 郎

要 旨

2007-08年サブプライム危機前後における米大手金融機関（3大投資銀行とマネー・センター・バンク3行）の収益構造をみると、サブプライム危機の最中にも大手金融機関は投資銀行業務から収益を上げ続けている（例外はCitigroup）。投資銀行業務の中のトレーディング収益（保有期間が1年未満のポジションから得られた利益）が収益の1つの柱になっている（例外はCitigroup）。本稿では、引受・トレーディング・M&A アドバイザリー業務を投資銀行業務のコアとした。投資銀行業務のコアの1つである大手のトレーディング業務が、引受・M&A アドバイザリー業務とともに今回の金融危機の際には意外と持ちこたえている（例外はCitigroup）。こうした状態では、投資銀行業務から収益を上げている大手の経営が悪化することは少ないであろう。とくに、マネー・センター・バンクは、融資という銀行の強みと金融サービスの多様性によって、様々な金利商品のマーケット・メーカーとして大投資銀行より有利であり、これはトレーディング業務と密接に関連している。

こうしたトレーディング業務のありうべきインプリケーションは、日本の大手金融機関は日本の企業風土に合わないM&A アドバイザリー業務を投資銀行業務の柱にすることは難しく、その代わりに新しい金融商品を開発して、そのマーケット・メイクをし、トレーディング収益を上げていくことは魅力的と思われることである。

目 次

- I. はじめに
- II. 大投資銀行3行の収益構造
 - 1. 投資銀行業務の定義
 - 2. 大投資銀行3行の業務別収益
- III. マネー・センター・バンクの収益構造
 - 1. 住宅モーゲイジ貸付をめぐる競争
 - 2. マネー・センター・バンクの非金利収入
 - 3. 商業銀行の優位性
- IV. おわりに

図表1 2008-09年1-9月の世界の投資銀行業務に関わる手数料収入ランキング (単位: 10億ドル)

	09年1-9月		08年1-9月		増減率 (%)
	順位	手数料	順位	手数料	
JPMorgan Chase	1	4.02	2	4.36	-8%
Bank of America	2	2.89	1	4.57	-37%
Goldman Sachs	3	2.66	3	3.71	-28%
Citigroup	4	2.48	4	3.08	-19%
Morgan Stanley	5	2.28	6	2.47	-8%
Deutsche Bank	6	1.97	9	2.12	-7%
Credit Suisse	7	1.94	7	2.43	-20%
UBS (Union Bank of Switzerland)	8	1.79	5	2.52	-29%
Barclays	9	1.51	8	2.31	-35%
RBS (Royal Bank of Scotland)	10	1.33	10	1.38	-4%

(注) 手数料 (deal fees) の算出はフリーマン社の手数料計算アルゴリズム・モデルに基づく。手数料は総支出を差引前のグロスのデータである。

[出所] Reuters, 'FACTBOX-Top 10 rankings for investment banking fees' (<http://www.reuters.com/article/idUSLO11611020090925>), ロイター, 「[情報BOX] 09年1-9月の世界の投資銀行業務手数料ランキング」 (<http://jp.reuters.com/article/companyNews/idJPnTK855368120090925>) 原資料は Thomson Reuters/Freeman & Co.

I. はじめに

1980年代以降, アメリカ合衆国の大手金融機関¹⁾は, 世界の金融業さらにはグローバル経済をも牽引してきた。しかし, 2007-08年サブプライム金融危機を契機に, バブルを引き起こしたといわれるアメリカ投資銀行のビジネスモデルにたいして関心が高まっている²⁾。この最中に, 投資銀行は政府による緊急救済を受けたにもかかわらず, 彼らの賞与を2009年に17%増加させている。大手の Goldman Sachs と Morgan Stanley, マネー・センター・バンク³⁾の JPMorgan Chase の投資銀行子会社⁴⁾は賞与を同じく31%も上昇させている。投資銀行の賞与は2005-07年の水準には届かないものの, 当時は記録的だった2000年や04年のものを上回って

いる⁵⁾。大投資銀行は再びバブルへと動き出したかのようなのである。本稿では, こうした昨今のアメリカ金融界の現状を理解するために, 大投資銀行のような大手金融機関の収益構造を明らかにすることを目的とする。

本稿で考察対象とするのは, アメリカ大手金融機関の収益の柱となっている投資銀行業務である。その中で, 投資銀行のビジネスモデルを理解し, マネー・センター・バンクとの異同を析出する。そこで, まずアメリカの投資銀行業務の定義を歴史制度的に整理する。つぎに, 3大投資銀行⁶⁾の業務別収益を考察する。業務別収益の主要項目は, 各種の投資銀行業務である。

ところで, 投資銀行業務というと大投資銀行がおこなっているというイメージがある。しかし, 図表1をみるとアメリカのマネー・セン

ター・バンクが2008-09年1-9月に世界の投資銀行業務に関わる手数料収入ランキングのトップ4に名を連ねていることがわかる。その一方で、アメリカの3大投資銀行ではGoldman Sachsがトップ3に喰い込んでいるが、Merrill Lynchはトップ10にすら入っていない。マネー・センター・バンクはすでに投資銀行業務に進出しているだけではなく、世界的に主要なプレーヤーになっているのである。こうした状況を踏まえて、本稿ではアメリカ・マネー・センター・バンクの投資銀行業務をも考察する。

こうしたマネー・センター・バンクの投資銀行業務を考察する際に、彼らの収益構造に注目する。まず、マネー・センター・バンクが住宅モーゲージ貸付に進出し、これがサブプライム危機へとつながっていくことを指摘する。つぎに、マネー・センター・バンクの非金利収入を考察する。彼らの非金利収入は、サブプライム危機直前には総収益（ネット）の過半に達していた。非金利収入の主要項目は、各種の投資銀行業務である。この中で、銀行自身が当事者となって証券の売買をおこなうトレーディング業務の重要性について考える。さらに、マネー・センター・バンクが大投資銀行にたいして持つ優位性を確認する。最後に本研究のまとめについて述べる。

II. 3大投資銀行の収益構造

ここでは、現在のアメリカ3大投資銀行の収益構造を考察の対象にしている。それに先立って、まずアメリカの投資銀行業務を歴史制度的に整理する⁷⁾。3大投資銀行のデータは、学術上の整理と同一の区分けをされているわけでは

ない。しかし、ある一定の歴史制度的な整理をおこなわないと、現実のアメリカの投資銀行業務も理解できないからである。投資銀行業務の整理を受けて、つぎにサブプライム危機前後における3大投資銀行の業務別収益の内訳を考察する。業務別収益の主要項目は、各種の投資銀行業務である。

1. 投資銀行業務の定義

アメリカの投資銀行業務の最も狭い定義は、引受業務とトレーディング業務に限定するものである。歴史的に、証券引受は、投資銀行が募集をおこない、証券が売れ残った場合にこの売れ残りを引き受ける残額引受が中心であった。しかし、1982年の一括登録制度の導入によって、投資銀行が始めから発行額の全額を買い取る一括買取引受に移行している。その引き受けた証券を流通市場でマーケット・メイク⁸⁾等をおこなうのがトレーディング業務である。マーケット・メイクは市場が十分に拡大する前のIPO (Initial Public Offering; 新規公開株式発行) 直後はとくに重要である。

やや拡大した定義は、上記の引受業務とトレーディング業務にM&A (merger and acquisition; 合併・買収) アドバイザー業務を加えたものである。銀行が自己資本を投下してM&A取引に直接参加するとプリンシパル・インベストメント業務⁹⁾となる。これには、つなぎ融資も含まれる。プリンシパル・インベストメント業務は、つぎの定義に含まれる。

さらに拡大した定義は、上記業務にファンド運用、ベンチャー・キャピタル業務、リスク管理等を加えたものである。この定義はすべての資本市場活動を意味する。本稿ではこの定義を採用し、すべての資本市場活動を考察の対象と

する。これは Kuhn [1990]、佐賀 [1991]、牛窪 [1999] とほぼ同一である。

Kuhn [1990] は最も広い定義から狭いものへと解説する。一方、牛窪 [1999] は逆に最も狭い定義から広いものへと説明する。後者は投資銀行業務が発展してきた歴史・制度に忠実であり、この点を評価し、説明の順序は牛窪 [1999] のものを採用する。しかし、トレーディング業務と M&A アドバイザリー業務をどの定義に入れるかは Kuhn [1990] と牛窪 [1999] は一致しない。Kuhn [1990] は最も狭い定義にトレーディング業務を入れるが、M&A アドバイザリー業務は入れない。一方、牛窪 [1999] は最も狭い定義に M&A アドバイザリー業務を入れるが、トレーディング業務は入れない。牛窪 [1999] の定義は、後の図表 2 のような各社決算資料の区分と一致する。しかし、本稿では、上記の最も狭い定義で説明しているように、引受業務とトレーディング業務を密接なものと考え、この点では Kuhn [1990] の説を採用する。これは佐賀 [1991] の解説とも一致する。

最大限に解釈した定義は、上記業務にリテール顧客に対する証券、保険商品の販売、不動産仲介等を加えたものである。これはアメリカの投資銀行が営むすべての活動を意味する。リテールとは小口で家計や中小企業向けという意味である。本稿では、このリテールにかんする業務は、アセット・マネジメント業務¹⁰⁾など最小限しか扱わないことにする。

2. 3大投資銀行の業務別収益

これまで投資銀行業務の歴史制度的な定義を確認したので、ここでサブプライム危機前後の3大投資銀行の業務別収益の内訳を図表 2 でみ

てみよう。業務別収益の主要項目は、各種の投資銀行業務である。3行ともに2006-07年にピークを迎え、サブプライム危機後の07-08年に落ち込んでいることがわかる。2007-09年にマイナスに転じているのはおもに自己資本を使って投資するプリンシパル・インベストメント業務である¹¹⁾。

プリンシパル・インベストメント業務は、投資銀行が自己勘定による投資活動をおこない、リターンを追求するものである。比較的早くからおこなっていた不動産分野での投資に加え、1990年代以降ウェイトが高まってきた PE¹²⁾ (未公開企業への投資) ビジネスからなる。さらに、大投資銀行は自己資本だけでなく第3者からも資金を調達して、こうした投資を広げてきたという¹³⁾。

しかし、図表 2 をみるとプリンシパル・インベストメント業務以外の引受業務、トレーディング業務、M&A アドバイザリー業務の収益は減少しているとしてもわずかなか、または急減後に上昇に転じている¹⁴⁾。投資銀行業務のコアは意外と持ちこたえている。総収益(ネット)では、Goldman Sachs と Morgan Stanley は深刻な減少を記録していない。ただし、Merrill Lynch の業務別収益全体は2007年から急減し08年に巨額の赤字を計上している。プリンシパル・インベストメント業務の赤字を、その他の投資銀行業務で埋め合わせることができなかったのである。

つぎに、投資銀行業務のコアである引受業務、トレーディング業務、M&A アドバイザリー業務の連関性について考えてみたい。

引受業務を起点にすると、株式、債券の引受の際に主幹事等の上位のポジションを獲得すれば、それぞれの証券の当初の販売に関与でき

図表2 3大投資銀行の業務別収益の内訳 2004-09年(単位:100万ドル)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Goldman Sachs 11月末 (2009年は12月末)						
Investment banking	3,374	3,672	5,629	7,555	5,185	4,797
Financial Advisory	1,737	1,905	2,580	4,222	2,656	1,893
Total Underwriting	1,637	1,766	3,049	3,333	2,529	2,904
Equity underwriting	819	704	1,365	1,382	1,353	1,771
Debt underwriting	818	1,062	1,684	1,951	1,176	1,133
Trading and principal investments	13,728	16,818	25,562	31,226	9,063	34,373
FICC ¹⁾	7,723	8,940	14,262	16,165	3,713	23,316
Total Equities	4,673	5,650	8,483	11,304	9,206	9,886
Equities trading	1,969	2,675	4,965	6,725	4,208	6,046
Equities commissions	2,704	2,975	3,518	4,579	4,998	3,840
Total Principal Investments	1,332	2,228	2,817	3,757	-3,856	1,171
Asset management and securities services	3,849	4,749	6,474	7,206	7,974	6,003
Total non-interest revenues	n. a.	n. a.	n. a.	n. a.	17,946	37,766
Total net revenues	20,951	25,238	37,665	45,987	22,222	45,173
Morgan Stanley 財政年度 (2008年からは12月末)						
Investment banking ²⁾	3,341	3,843	4,755	6,368	3,899	5,019
Advisory fees from merger, acquisition and restructuring transactions	1,107	1,395	1,753	2,541	1,653	1,488
Equity underwriting revenues	993	905	1,059	1,570	979	1,694
Fixed income underwriting revenues	859	1,094	1,416	1,427	859	1,272
Principal transactions: Trading	5,512	7,377	11,805	3,206	2,657	7,447
Investments	721	1,127	1,806	3,262	-4,147	-1,054
Commissions	3,235	3,331	3,770	4,682	4,334	4,234
Asset management, distribution and administration fees	4,436	4,915	5,238	6,519	4,674	5,884
Other	4	185	545	1,161	3,918	838
Total non-interest revenues	17,249	20,779	27,920	25,198	15,335	22,368
Net revenues	19,991	23,214	29,799	27,979	18,236	23,358
Merrill Lynch 12月末						
Principal transactions	2,197	3,647	7,248	-12,067	-27,225	
Earnings from equity method investments ³⁾	346	567	556	1,627	4,491	
Commissions	4,720	5,277	5,985	7,284	6,895	
Investment banking ⁴⁾	3,473	3,777	4,648	5,582	3,733	
Origination: Debt	1,258	1,424	1,704	1,550	931	
Equity	1,001	952	1,220	1,629	1,047	
Strategic Advisory Services	678	882	1,099	1,740	1,317	
Managed accounts and other fee-based revenues	5,440	5,701	6,273	5,465	5,544	
Other	1,454	1,848	2,883	-2,190	-10,065	
Subtotal	17,630	20,817	27,593	5,701	-16,627	
Revenues, net of interest expense	21,500	25,277	33,781	11,250	-11,717	

二〇〇九年一月一日、アメリカ・グループに入り、バンク・オブ・アメリカが合算されている。

(注) 1) FICCはFixed Income, Currency and Commoditiesの略である。松川 [2005]によれば、Fixed Incomeは厳密に言えば、株式に対比させる区分として使われることが多く、債券だけでなくローン等を含め利回り等がある程度一定のものを見定める金融商品を指すことが多いという。Commoditiesとは石油・貴金属・電力等の商品である。

2) Investment bankingの内訳はInstitutional Securities部門のみのデータである。

3) Earnings from equity method investmentsとは、たとえば、投資ファンドに出資して分配金を得るものである。

4) Investment bankingの内訳はGlobal Markets and Investment Banking部門のみのデータである。

[出所] 各社決算資料、松川 [2005], 9, 28, 37頁, 注10より作成

る。その際に、起債の評価や購買層の分布を直接知ることができ、その後のトレーディング業務でも有利になる。主幹事等は、一般に発行後の流通市場でマーケット・メイクをおこなって

いくという。

松川 [2005]はGoldman Sachsを例にとって以下のような説明をしている。図表2のように、Goldman Sachsでは業務部門区分はIn-

vestment banking 部門, Trading and principal investments 部門, Asset management and securities services 部門の3つに区分されている。ただし, 1つのビジネスから発生する収入が, その業務内容によって複数の業務部門に計上されることがあるという。

たとえば, 引受手数料は Investment banking 部門の収入である。しかし, 引受直後からその証券取引は発行市場から流通市場に移行し, そのマーケット・メイクで発生する収益は Trading and principal investments 部門で計上される。

さらに, 業務の連関性について M&A アドバイザリー業務を起点に考えてみる。この業務を獲得できれば, 企業の M&A や財務構成の変更等にもなっており, たとえば株式・社債の発行や M&A の結果で非コア部門となった事業や資産の売却の際に主幹事を獲得するチャンスが高まるという。つまり, M&A アドバイザリー業務をおこなえば, 引受業務でも有利になる。引受業務によって, 上述のようにトレーディング業務を獲得する可能性も高まるのである。

このように引受・M&A アドバイザリー業務ともに直接・間接的にトレーディング業務を強化する効果がある。さらに, トレーディング業務は, 証券流通市場においてマーケット・メイクをおこなうなど, 証券市場を活性化させる重要な役割を果たしている。この点において, トレーディング業務は, 池尾 [2008] のいうアービトラージ (裁定) 型金融だけではなく, マーケット・メイクという生産的な側面をも有する。本稿でトレーディング業務を強調する所以である。

トレーディング業務によって得られるトレー

ディング収益とは, 保有期間が1年未満のポジションから得られた利益である。トレーディング収益は, 伝統的な株式・債券だけでなく, 通貨, コモディティ (石油・貴金属・電力などの商品) 領域でのウェイト拡大もみられるという。また, トレーディング収益は, 2つの要素から構成されている。1つは顧客のための証券売買によって生じる手数料で, もう1つは投資銀行が相場観等にしがたって自己勘定でおこなう売買から生じる利益である。相場観に基づくディーリングでは, デリバティブによるレバレッジ効果を利用し, 損益の変動が激しくなることもあるという¹⁵⁾。これはトレーディング業務の負の側面である。

近年, 3大投資銀行の収益の1つの柱になっているのが, トレーディング収益である (以下, 図表2を参照)。Goldman Sachs では, 総収益 (ネット) に占めるトレーディング収益は2004-08年に60%前後であったが, 09年には70%を超えている¹⁶⁾。Morgan Stanley では, 非金利収入に占めるトレーディング収益は2007年には32%に落ち込んだものの, それ以外の04-09年には50~56%台で安定している¹⁷⁾。Merrill Lynch では, 非金利収入に占めるトレーディング収益は2004-08年に14~23%の範囲にある¹⁸⁾。各行でデータが異なり単純に比較することはできないが, トレーディング収益は Goldman Sachs と Morgan Stanley では最大項目になっている。Merrill Lynch のトレーディング収益は, ブローカー業務の仲介手数料 (コミッション) しか公表されていない。それでも仲介手数料の方が, 引受と M&A アドバイザリー業務の合計より大きくなっている¹⁹⁾ これらを勘案すると, トレーディング収益の重要性は揺らがない。

Ⅲ. マネー・センター・バンクの収益構造

これまで3大投資銀行の収益構造をみた。ここでは、図表1の2008-09年1-9月の世界の投資銀行業務に関わる手数料収入ランキングの上位に位置するマネー・センター・バンクの収益構造を考察する。まず、信用度の低い借り手向けのサブプライム・ローンが普及する過程で、マネー・センター・バンクが住宅モーゲイジ貸付を貸し込んでいった過程を確認する。つぎに、サブプライム危機前後におけるマネー・センター・バンクの非金利収入の内訳を考察する。彼らの非金利収入は、危機直前には総収益(ネット)の過半に達していた。非金利収入の主要項目は、各種の投資銀行業務である。最後に、マネー・センター・バンクが大投資銀行にたいして持つ優位性を整理する。こうした考察によって、サブプライム危機前後におけるマネー・センター・バンクの収益構造が明らかになると考えている。

1. 住宅モーゲイジ貸付をめぐる競争

ここでは、サブプライム・ローンを含む住宅モーゲイジ貸付を、マネー・センター・バンクが貸し込んでいった過程を確認する。

そもそも商業銀行は歴史的に住宅モーゲイジ貸付の重要な貸し手ではなかった。しかし、1950年代末から生命保険会社はその第2位のシェアを急速に失う中で、銀行は安定したシェアを保ち65年に生命保険会社を抜き去りその地位を獲得した。さらに、1970年代末からトップの貯蓄金融機関がシェアを急落させ、その一方で連邦関連モーゲイジ・プールがそのシェアを

急上昇させ87年にトップに躍り出た。こうした中、銀行はここでも安定したシェアを保ち1993年に貯蓄金融機関を抜き去り、連邦関連モーゲイジ・プールをのぞけば、トップになっている²⁰⁾。

しかし、住宅ブームの続く1990年代から、商業銀行間で住宅モーゲイジ貸付の獲得競争が起こっている。図表3で総資産規模別のFDIC加入商業銀行²¹⁾の貸出残高の内訳をみてみよう。総資産1億ドル未満または総資産1~10億ドルの中小銀行が2001-02年には総貸出の27%台を住宅モーゲイジで貸し付けていた。しかし、サブプライム危機に至る住宅バブルの進行とともにこの値は減少し、2007年には総資産1億ドル未満で24.5%、総資産1~10億ドルで22.8%のボトムを記録している。中小銀行と住宅モーゲイジ貸付を競合したのは、総資産10億ドル超の大銀行である。彼らは総貸出に占める住宅モーゲイジ貸付の比率を2001年の24.3%から06年の33.2%まで急上昇させている。

マネー・センター・バンク3行も同じく2001-06年に、総貸出に占める住宅モーゲイジ貸付の比率をJPMorgan Chaseで29.7%から43.9%、Bank of Americaで30.3%から49.7%、Citibankはデータが不連続だが58.5%まで急上昇させている。

サブプライム危機前後を網羅するデータではないが、JPMorgan Chaseは2006年末には住宅モーゲイジ貸付残高の22.1%をサブプライムで貸し付けていた(証券化商品は除く)。このサブプライム比率は翌2007年末には31.3%のピークに達し、08年と09年末には20.3%と19.0%に急落している(08年以降の数字は、08年に合併されたWashington Mutualのものを含む)。アメリカ住宅モーゲイジ市場全体では、2001-03

図表3 FDIC 加入商業銀行（総資産規模別）とマネー・センター・バンクの貸出残高の内訳
2001-09年末（総貸出に占める比率%）

	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
総資産1億ドル未満									
住宅モーゲイジ	27.4	27.2	26.6	26.5	25.8	25.1	24.5	25.3	26.0
商業モーゲイジ	17.1	18.1	19.2	19.4	19.7	19.5	20.2	21.6	22.0
商工業貸付	17.2	16.8	16.3	15.9	15.9	15.8	15.8	15.2	14.3
消費者貸付	12.5	11.4	10.7	9.9	9.4	8.7	8.3	7.6	7.5
総資産1～10億ドル									
住宅モーゲイジ	27.7	27.0	25.4	25.4	24.1	23.5	22.8	23.9	24.9
商業モーゲイジ	25.3	27.4	29.0	29.0	29.1	28.7	28.5	29.7	31.6
商工業貸付	17.7	17.0	16.4	15.7	15.2	15.0	15.1	14.9	14.3
消費者貸付	11.0	9.6	8.6	7.5	6.7	6.0	5.5	5.1	5.0
総資産10億ドル超									
住宅モーゲイジ	24.3	28.1	29.5	31.0	31.9	33.2	31.5	31.3	34.1
商業モーゲイジ	10.8	10.9	11.0	11.1	11.3	11.3	10.9	11.8	12.8
商工業貸付	26.8	22.9	20.3	19.0	19.6	19.7	21.5	21.6	18.3
消費者貸付	17.2	18.3	19.0	18.8	17.0	15.6	15.7	16.0	16.5
JPMorgan Chase									
住宅モーゲイジ	29.7	37.6	40.4	34.6	40.9	43.9	41.6	50.6	51.5
商業モーゲイジ	2.2	2.0	2.0	4.5	4.3	4.7	4.3	4.1	4.4
商工業貸付	24.4	19.9	17.5	15.7	19.7	18.9	21.2	16.0	14.1
消費者貸付	16.3	19.4	21.2	20.0	22.0	20.0	18.5	13.8	14.2
Bank of America									
住宅モーゲイジ	30.3	41.5	46.4	46.4	45.7	49.7	49.3	43.6	52.7
商業モーゲイジ	10.2	9.1	8.6	8.6	8.4	8.8	7.3	8.0	7.2
商工業貸付	28.2	21.1	15.9	14.9	16.8	15.8	17.8	21.0	15.4
消費者貸付	10.5	11.0	10.7	10.0	8.3	8.1	8.5	9.2	10.5
Citibank									
住宅モーゲイジ	13.9	15.6	6.0	6.1	9.1	58.5	56.9	57.7	56.8
商業モーゲイジ	1.7	1.4	1.5	1.4	1.1	2.2	2.3	2.8	3.1
商工業貸付	23.9	18.0	12.8	10.6	12.2	9.3	12.3	10.7	8.2
消費者貸付	9.8	28.8	45.3	40.0	31.5	8.9	8.8	11.4	12.4

〔出所〕 Federal Deposit Insurance Corporation, *Statistics on Banking* (<http://www2.fdic.gov/sdi/sob/>), Federal Financial Institution Examination Council, *Reports of Condition and Income* 各号 (www2.fdic.gov/Call_TFR_Rpts/search.asp), Schedule RC-C. より作成

年にオリジネートされた住宅モーゲイジ貸付の8.0～8.6%がサブプライムであった（証券化商品は除く）。このサブプライム比率は2004-06年に18.5～20.1%に急上昇した。サブプライム・ローンのオリジネートが1.6倍以上に拡大

した2004年にサブプライム比率が急上昇している。逆に、2007年にはサブプライム・ローンのオリジネートは前年の2分の1、08年には同じく3分の1に落ち込んでいる²²⁾。

当然ながら、ここで指摘した残高とオリジ

ネットのデータを直接比較できない。しかし、サブプライム危機前後の動向を考慮すると、危機直前には JPMorgan Chase のサブプライム比率が市場全体の水準以上であったことはほぼ間違いのない。Bank of America と Citigroup に関する同様のデータは入手できなかったが、サブプライム関連の損失が報道されている²³⁾ことからサブプライム・ローンオリジネートしていったと考えられる。

こうしてマネー・センター・バンクは巨額のサブプライム・ローンをオリジネートしていった。これは、まず相対的に高い金利収入とサービシング収入²⁴⁾をマネー・センター・バンクにもたす。周知のように、サブプライム・ローンは証券化・CDO²⁵⁾化されている。アメリカ住宅モーゲージ市場全体では、2001-06年にオリジネートされたサブプライム・ローンの50.4~81.2%が証券化されている²⁶⁾。その過程で、マネー・センター・バンクは、証券化収入・証券化に関連したサービシング収入・トレーディング収益をさらに手に入れる。これらの収益をつぎに扱うことにする。

2. マネー・センター・バンクの非金利収入

ここでサブプライム危機前後のマネー・センター・バンクの非金利収入の内訳を図表4でみてみよう。彼らの非金利収入は危機直前には総収益(ネット)の過半に達しており、非金利収入の主要項目は各種の投資銀行業務である。非金利収入総額は3行ともに2006-07年にピークを迎え、サブプライム危機後の07-08年に落ち込んでいることがわかる。これは総収益(ネット)の動向と同じである。

2007-08年にマイナスに転じているのは、第

1に自己資本を使って投資するプリンシパル・インベストメント業務である。Citigroup は2007年から巨額の赤字を計上し、08年にはその額は2倍近くにまで膨らんでいる。JPMorgan Chase も2008年には巨額の赤字を計上したが、09年にはサブプライム危機直前の水準まで収益を回復している。Bank of America はあまり積極的にプリンシパル・インベストメント業務に進出していなかった。それにもかかわらず、Bank of America も2008年には赤字に転じたが、09年には2004-05年の水準まで持ち直している。Citigroup も2009年には黒字に転じたが、いまだ04年の水準に留まっている²⁷⁾。

プリンシパル・インベストメント業務には、前述のようにPE(未公開企業への投資)業務がある。PE業務には、間接的な未公開企業への投資として、社外のPEファンドに投資するものがある。こうしたPEファンドはKKR(Kohlberg Kravis Roberts), Blackstone, Carlyle等の独立系ファンドが中心である。しかし、マネー・センター・バンクのJPMorgan Chaseが中心となって設立した系列ファンドJPMorgan Partner Global 2001 Fundは、2004年11月1日に65億ドルとPEファンドでトップの大きさを記録している。一方、大投資銀行Goldman Sachsが設立したGoldman Sachs Capital Partner 2000は52億5千万ドルでトップ10に辛うじて喰い込んでいる。

このような自社が中心となって設立した系列ファンドでは、その金融機関が中心的な出資をし、外部のLP(Limited Partner; 有限責任パートナー)からの出資を合わせて組成される。中心的な金融機関がGP(General Partner; 無限責任パートナー)として運用管理を受託するのが一般的である。その金融機関には

図表4 マネー・センター・バンクの非金利収入の内訳と総収益 2004-09年 (単位:100万ドル)

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
JPMorgan Chase						
Investment banking fees ¹⁾	3,536	4,088	5,520	6,635	5,526	7,087
Advisory	938	1,263	1,659	2,273	2,008	1,867
Equity underwriting	781	864	1,178	1,713	1,749	2,641
Debt underwriting	1,853	1,969	2,700	2,630	2,150	2,661
Principal transactions	5,148	7,669	10,778	9,015	-10,699	9,796
Lending & deposit-related fees	2,672	3,389	3,468	3,938	5,088	7,045
Asset management, administration and commissions	7,682	9,891	11,855	14,356	13,943	12,540
Securities gains (losses)	338	-1,336	-543	164	1,560	1,110
Mortgage fees and related income	803	1,054	591	2,118	3,467	3,678
Credit card income	4,840	6,754	6,913	6,911	7,419	7,110
Noninterest revenue	25,845	34,693	40,757	44,966	28,473	49,282
Total Net Revenue	42,372	54,248	61,999	71,372	67,252	100,434
Bank of America						
Card income	4,592	5,753	14,290	14,077	13,314	8,353
Service charges	6,989	7,704	8,224	8,908	10,316	11,038
Investment and brokerage services	3,614	4,184	4,456	5,147	4,972	11,919
Investment banking income ²⁾	1,886	1,856	2,317	2,345	2,263	5,551
Advisory services ³⁾	310	295	337	443	546	1,167
Debt underwriting	} 920	1,323	1,824	1,775	1,539	3,124
Equity underwriting		273	315	319	624	1,964
Equity investment income	863	2,212	3,189	4,064	539	10,014
Principal Investments	966	1,500	1,894	2,217	-84	1,222
Trading account profits	869	1,763	3,358	-4,889	-5,911	12,235
Mortgage banking income	414	805	541	902	4,087	8,791
Insurance premiums	n. a.	n. a.	437	761	1,833	2,760
Gains on sales of debt securities	n. a.	1,084	-443	180	1,124	4,723
Total noninterest income	21,005	26,438	38,187	32,392	27,422	72,534
Total revenues, net of interest expense	48,965	57,175	72,776	66,833	72,782	119,643
Citigroup						
Commissions and fees	15,981	17,143	19,244	20,706	10,366	17,116
Investment banking ⁴⁾	4,222	4,499	5,254	5,462	3,245	4,763
Advisory	927	1,212	1,329	1,832	1,038	754
Equity underwriting	1,108	1,136	1,237	1,912	629	1,385
Debt underwriting	2,187	2,151	2,688	1,718	1,578	2,624
Principal transactions	3,716	6,443	7,999	-12,086	-22,601	3,932
Administrative and other fiduciary fees	5,524	6,119	6,934	9,132	8,222	5,195
Realized gains (losses) on investments	833	1,962	1,791	1,168	-2,061	-871
Insurance premiums	2,726	3,132	3,202	3,062	3,221	3,020
Total non-interest revenues	37,956	44,402	50,061	33,117	-2,150	31,371
Total revenues, net of interest expense	79,635	83,642	89,615	78,495	51,599	80,285

(注) 1) Investment banking feesの内訳はInvestment Bank部門のみのデータである。

2) Investment banking incomeの内訳はGlobal Corporate and Investment Banking部門のみのデータである。

3) Advisory servicesは債券、株式、M&Aのアドバイザー手数料である。

4) Investment bankingはInstitutional Clients Groupのみのデータである。

(出所) 各社決算資料より作成

ファンド総額の1~2%程度の年間マネジメント手数料が入り、利益が上がった場合にも協定で定められた分配金が入る。これはアセット・マネジメント業務となる。さらに、企業への投資によって、各種の投資銀行業務を獲得することにも大きな狙いがあるという。たとえば、投資先企業が資本負債構造を変更する際の社債発行の引受、株式IPOのアレンジ、事業再構築のための特定の事業部門や会社全体のM&Aアドバイザー等である²⁸⁾。

しかし、図表4をみるとプリンシパル・インベストメント業務以外の引受業務、M&Aアドバイザー業務の収益は減少しているとしてもわずかか、または急減後に上昇に転じている²⁹⁾。これは3大投資銀行の動向と一致している。マネー・センター・バンクの投資銀行業務のコアも意外と持ちこたえている。トレーディング業務については、つぎの図表5で説明する。なお、3大投資銀行と比較すると、マネー・センター・バンク3行の特徴は、債券引受の方が株式引受より通常大きいことである。

歴史をひも解けば、マネー・センター・バンクのトレーディング業務は、銀行経営において段階的に重要になっていった。それは、まず1980年代からの外国為替取引であり、つぎが90年代からの金利スワップ取引であった。

当時、こうした外為・ディリバティブ市場において、マネー・センター・バンクの親会社である銀行持株会社が圧倒的なシェアを有していた。たとえば、1992年の世界の通貨スワップの62%、外国為替先物の51%、金利スワップの46%、金利オプションの64%がアメリカの巨大な銀行持株会社によるものであった(金額ベース)³⁰⁾。さらに、U.S. Congress, House [1993]によると、アメリカのディリバティブ市場にお

いて、当時のマネー・センター・バンク10行だけがディーラーとして行動していたという。同じく国法銀行6行のディリバティブ取引の約90%がマーケット・メイクの一部であったという³¹⁾。この国法銀行6行のうち3行がマネー・センター・バンクであった。マネー・センター・バンクが、ディリバティブ市場において、ディーラー、さらにはマーケット・メーカーの中心となって活動していたことがわかる。

こうした背景の1つとして注目されるのは、マネー・センター・バンクがその発展に深く関与していたトレーディング目的の金利スワップ取引の普及である。金利スワップは、そもそも銀行ALM (assets and liabilities management; 資産負債総合管理) を目的としてバランスシートを組み替えるものであった。しかし、1990-91年のいわゆるクレジット・クラッシュを契機に、おもに将来の金利リスクを予測し裁定取引をして収益を得ようとするもの(トレーディング目的)に変化してきた。

さらに、クレジット・ディリバティブ(以下クレデリ)でもトレーディング目的のものが普及してくる。British Bankers' Association [2006]は、トレーディング目的のクレデリについて、残念ながら銀行のものしか報告していない。その銀行によるトレーディング目的のクレデリは、2006年に30%台後半の市場シェアに達している(金額ベース)。これはヘッジファンドを抑えて最大項目である。

クレデリの取引相手の上位には、アメリカの大投資銀行が並んでいた。Fitch Ratings [2003]の調査によると、Merrill Lynchが2位、Morgan Stanleyが4位、Goldman Sachsが6位であった。一方のマネー・センター・バ

ンクでは、JPMorgan Chase が1位、Citigroup が8位、Bank of America が12位であった(件数ベース)³²⁾。

トレーディング目的の金利スワップ取引が普及した1990年代前半には、アメリカのマネー・センター・バンクがディーラー、さらにはマーケット・メーカーの中心として活動した。トレーディング目的のクレデリが普及する2000年代前半になると、この地位は大投資銀行にかなり侵食されたようである。しかし、マネー・センター・バンクも依然として上位に踏みとどまっている。

ここで、トレーディング業務とその他の業務との関連性について、ブローカー業務を起点に考えてみる。ブローカー業務とは、顧客の取引を取引所につないで仲介手数料(コミッション)を得ることである。これは自社でポジションをとって市場・顧客との間で売り買いに応じるディーラー、さらにはマーケット・メーカーとしての機能につながる。このディーラーのポジションテイクを一層積極的に推し進め、自己資金(あるいは顧客からの預かり資金)を用い、金利・為替等の市場リスクや企業の信用度等のクレジット・リスク等をとって、高いリターンを追求する売買があるという。プロプライエタリー取引(Proprietary Trading; 自己勘定による裁量的売買、略してプロップ取引)である。このプロップ取引は積極的にトレーディング収益を狙うもので、ブローカー業務から密接に繋がっている。すでに強調した投資銀行業務の関連性である。図表4と図表5のように、マネー・センター・バンクはトレーディングで積極的にリスクを取り、一層の収益拡大を目指している。プロップ取引もトレーディング収益に関係しているという³³⁾。こうし

たプロップ取引のものも含むクレジット・リスクが顕在化して、周知のようにサブプライム危機が世界中に波及している。これもトレーディング業務の負の側面である。

つぎに、図表5で現在のマネー・センター・バンクのトレーディング収益の動向を確認する。3行ともにクレジット・リスクに関して巨額の損失を計上している。これはサブプライム危機がクレジット・デリバティブ取引と深く結び付いていたので当然の結果といえよう。しかし、トレーディング収益全体では、JPMorgan Chase は2008年第4四半期のみ赤字である。Bank of America は金利リスクでも巨額の損失を計上し、トレーディング収益全体では2007年後半から赤字基調に転じた。2009年後半には再びなんとか黒字に転じたが、以前の水準には回復していない。Citibank も金利リスクと株式・インデックス・リスクでも巨額の損失を計上し、2007年第4四半期から赤字基調に陥ったまま回復していない。

しかし、同じく図表5の非金利収入全体では、JPMorgan Chase と Bank of America は深刻な減少を記録していない。ただし、Citibank の非金利収入は2007年と08年の第4四半期に赤字に転落し、収益の上下動が激しい。これは金利収入(ネット)が安定しているのと対照的である。しかし、図表4の年間データでみると Citibank の非金利収入の赤字は2008年のみで、09年には04年水準には及ばないものの一定額の黒字を計上している。

サブプライム危機以前には、トレーディング業務がマネー・センター・バンクにおける収益の1つの柱に成長していた³⁴⁾。この状況はサブプライム危機以後にどのように変化したのだろうか? JPMorgan Chase では、非金利収入全

サブプライム危機前後におけるアメリカ大手金融機関の収益構造

図表5 マネー・センター・バンクの非金利収入の内訳と金利収入 2007-09年 (単位: 100万ドル)

	2007Q1	Q2	Q3	Q4	'08 Q1	Q2	Q3	Q4	'09 Q1	Q2	Q3	Q4
JPMorgan Chase												
信託収入	774	892	898	949	912	921	767	743	639	708	719	663
預金手数料 (国内)	649	703	757	777	787	844	887	1,458	1,371	1,407	1,437	1,373
トレーディング収益	2,950	2,415	732	1,867	2,473	1,777	2,560	-1,785	3,106	1,932	3,085	573
金利リスク	924	1,275	1,496	1,671	2,303	1,058	1,511	-6	1,792	1,512	1,339	-349
外為リスク	369	263	602	524	193	298	996	676	821	912	802	6
株式・インデックス・リスク	1,178	683	-84	-77	-101	36	-744	-233	771	-105	127	207
商品その他リスク	22	-479	-39	72	255	39	312	270	114	-15	211	137
クレジット・リスク	457	276	-1,243	-323	-177	84	485	-2,492	-392	-560	606	572
証券ブローカー手数料	419	432	491	504	517	451	476	336	302	331	329	338
投資銀行, アドバイザリー, 引受手数料	947	1,236	669	848	675	924	688	816	848	1,154	836	1,121
サービシング収入 (ネット)	134	129	140	155	160	149	152	157	167	181	208	193
証券化収入 (ネット)	383	389	324	463	21	806	334	341	251	188	216	254
非金利収入総額	8,633	8,739	5,907	8,375	8,288	7,967	7,885	7,633	10,518	9,107	10,037	7,437
金利収入 (ネット)	5,365	5,634	6,507	5,744	6,612	6,994	7,140	10,899	10,499	9,879	9,756	9,606
Bank of America												
信託収入	282	302	282	285	403	394	365	481	327	342	316	484
預金手数料 (国内)	2,192	2,363	2,396	2,453	2,427	2,696	2,745	2,989	2,569	2,865	3,013	21
トレーディング収益	694	788	-684	-3,981	-988	1,318	1,320	-1,995	1,521	-183	462	369
金利リスク	218	88	-1,426	-5,171	58	434	23	-1,998	1,235	197	-499	-37
外為リスク	150	185	226	280	318	308	549	598	382	236	67	148
株式・インデックス・リスク	266	196	80	233	-114	15	68	466	20	-44	85	44
商品その他リスク	21	-75	-34	-78	-187	-571	-72	-24	133	-410	138	130
クレジット・リスク	39	262	470	755	-1,062	252	752	-1,037	-249	-510	671	84
証券ブローカー手数料	154	1,264	749	750	693	734	656	586	482	456	649	-94
投資銀行, アドバイザリー, 引受手数料	104	267	27	5	104	113	143	130	163	187	260	79
サービシング収入 (ネット)	147	162	100	457	483	520	861	808	1,344	4,494	1,210	1,780
証券化収入 (ネット)	19	14	53	-107	-4	-21	-23	-93	23	2	50	-234
非金利収入総額	5,847	6,225	4,284	2,314	4,231	6,316	7,456	3,410	7,929	11,724	6,660	7,026
金利収入 (ネット)	6,699	6,867	6,765	6,759	6,724	7,493	7,073	9,414	6,830	9,631	9,138	8,842
Citibank												
信託収入	490	581	715	495	572	578	542	411	363	398	419	447
預金手数料 (国内)	125	136	162	155	154	159	165	160	166	154	165	156
トレーディング収益	1,706	1,244	1,833	-7,587	-380	-1,951	2,765	-4,492	1,474	-1,422	1,405	-1,596
金利リスク	723	817	1,504	-1,610	677	-662	1,038	537	3,223	-1,099	175	-547
外為リスク	702	227	350	219	364	416	676	1,134	930	672	122	131
株式・インデックス・リスク	175	129	-18	176	61	13	-450	-1,428	2	-76	-36	-139
商品その他リスク	80	34	33	-2	78	-15	51	11	-4	117	38	6
クレジット・リスク	26	65	-36	-6,370	-1,560	-1,671	1,450	-4,746	-2,677	-1,046	1,106	-1,047
証券ブローカー手数料	52	48	-64	44	46	42	39	7	6	9	13	15
投資銀行, アドバイザリー, 引受手数料	13	12	2	0	4	1	0	2	2	2	1	1
サービシング収入 (ネット)	565	1,490	34	-363	22	1,672	-115	-2,319	365	1,558	-198	182
証券化収入 (ネット)	16	17	16	16	18	67	59	24	16	14	28	254
非金利収入総額	8,633	5,098	4,890	-3,993	891	1,397	4,035	-382	5,475	1,756	2,698	2,161
金利収入 (ネット)	6,733	7,447	8,103	8,520	9,528	9,651	8,247	8,809	8,353	8,169	7,944	7,716

[出所] Federal Financial Institution Examination Council, *Reports of Condition and Income* 各号 (www2.fdic.gov/Call_TFR_Rpts/search.asp), Schedule RI. より作成

体に占めるトレーディング収益は2004-09年に15.8~30.0%で推移している³⁵⁾。Bank of Americaでは、非金利収入に占めるトレーディング収益は2004-06年には11.0~13.1%と安定していたが、07年には-17.0%と巨額の赤字を計上し、09年によくやく6.5%まで収益を回復している。Citibankでは、非金利収入に占めるトレーディング収益は2004-06年に12.5~21.4%の範囲にあったが、07年から巨額の赤字を計上し、その大きさは08年には-68.8%に達し、09年もマイナスのままである。

トレーディング収益はJPMorgan Chaseでは最大項目となっている。Bank of Americaでは2009年を除き国内の預金手数料が最大項目であり、09年はサービシング収入(ネット)がわずかにこれを上回っている。Bank of Americaのトレーディング収益は2004-06年に辛うじて第2項目に成長している。Citibankの非金利収入は赤字を計上するなど安定しておらず、現状は安定した金利収入に依存している(図表5)。しかし、歴史的にみるとCitibankの非金利収入全体に占めるトレーディング収益は1998-2003年には18.2~30.0%に達し、収益の1つの柱に成長していた。

図表2から計算したように、大投資銀行のトレーディング収益は、サブプライム危機以後も収益の1つの柱として定着している。マネー・センター・バンクでは、とくにCitibankの状況が予断を許さない。しかし、後述するように商業銀行は投資銀行にくらべて優位な点もある。サブプライム危機以前のように、トレーディング収益が最大項目になることも十分に考えられる。現実にJPMorgan Chaseでは、サブプライム危機を通じて、トレーディング収益が年データでは最大項目でありつづけた。

3. 商業銀行の優位性

周知のようにグラム・リーチ・ブライリー法が1999年11月に議会を通過し成立した。これによって、銀行と証券の兼業を禁じた1933年グラス・スティーガル法の規定が廃止された(Sec. 101)。以前から認められていた銀行持株会社に加えて、新たに金融持株会社の設立が認められ、この持株会社は銀行業務のほか、証券・保険業務(引受および代理業務)、ミューチュアル・ファンド(投資信託)業務、マーチャント・バンキング業務、保険ポートフォリオ投資業務などに従事できる(Sec. 102, 103)。さらに、一定の条件を満たす国法銀行³⁶⁾は、子会社によって証券業務(引受および代理業務)、ミューチュアル・ファンド業務などを新たに営むことができることになった(Sec. 121, 122)³⁷⁾。

このように金融持株会社または子会社によって銀行と証券の兼業が可能になった。しかし、商業銀行と投資銀行を抱える銀行ないし金融持株会社、または証券子会社を持つ国法銀行は、伝統的な投資銀行にたいして2つの優位な点を持っている。1つは、預金という相対的に安価な資本の調達手段を有していることである。一方、預金業務のない投資銀行は近年、信用枠などを拡げてきている。しかし、マネー・センター・バンクにくらべてバランスシートの余裕が乏しく、資本面でマネー・センター・バンクに対抗していくのは容易ではないという³⁸⁾。

この商業銀行の強みである預金が銀行融資の際にも使われる。銀行は融資を預金の設定という形でおこなうのである。預金設定による融資という銀行の強みを、アメリカの商業銀行は最大限に生かしているようである。図表6をみる

図表6 商業銀行に融資以外のビジネスを与えないという理由で融資を拒絶または融資条件を変更された企業
2004年2月調査（単位：％）

	全企業	年商10億ドル以上
あらゆるビジネス	50	63
投資銀行業務／戦略的アドバイザー・サービス	42	53
債券引受	40	51
株式引受	17	23
戦略的アドバイザー／M&A ビジネス	28	35
キャッシュ・マネジメント	40	48
個人退職金積立プラン	16	20
投資ブローカレッジ	13	16

(注) 過去5年間に融資を受けた企業における融資を拒絶または融資条件を変更された企業の比率である。

〔出所〕 Association for Financial Professionals [2004], pp.2, 7.

と、2004年に銀行から融資を受けていた企業の50%（大企業では63%）が、その取引銀行に融資以外のビジネスを与えないという理由で融資を拒絶または融資条件を変更されている。融資以外のビジネスの中で、とくに投資銀行業務／戦略的アドバイザー・サービス、債券引受、キャッシュ・マネジメントで融資を拒絶または融資条件を変更された比率が高くなっている。キャッシュ・マネジメントという商業銀行の伝統的な業務だけでなく、融資を武器に投資銀行業務に積極的に進出しようとするマネー・センター・バンクの姿が想像できる。こうした投資銀行業務、たとえば戦略的アドバイザー・サービスは、すでに指摘したように引受業務、さらにはトレーディング業務につながっていく。また、債券引受に進出できれば、そのトレーディング業務でも有利になる。

商業銀行が伝統的な投資銀行にたいしてもう1つ優位な点は、企業に提供できる金融サービスの幅が広いことである。商業銀行は自己勘定で資産と負債両側に多様な金融商品を揃えている。商業銀行は投資銀行より広範な顧客をもち信用分析をおこなう。商業銀行は資金提供能力

を備え、業務上常に貸借をおこなう。その結果、マネー・センター・バンクは大投資銀行よりもデリバティブ等の派生的な金融商品を作り出す。そのため、マネー・センター・バンクはデリバティブのディーラー、さらにはマーケット・メーカーとして投資銀行より有利である。ディーリングとマーケット・メイクも、トレーディング業務と密接に関連している。一般的に、顧客も大投資銀行よりもマネー・センター・バンクの信用を好み、大投資銀行の信用を得ようとししない顧客もいるという³⁹⁾。

この点を確認するために、グラム・リーチ・ブライリー法の施行（2001年7月1日）1年前の2000年7月の調査をみてみよう。図表7をみると、商業銀行が投資銀行より劣っている金融サービスは、M&A アドバイザー業務のみという驚くべきアンケート結果が出ている。伝統的な商業銀行業務だけではなく、投資運用、資本市場サービス、デリバティブ・ヘッジ・サービスといった投資銀行業務と思われるものまで、投資銀行ではなく商業銀行を利用する企業が多いのである。これは、保険会社が保険業務で87%の企業から利用されていることをみて

図表7 各金融サービスによって利用する金融機関の形態 2000年7月調査 (単位: %)

	商業銀行	ファイナンス・カンパニー	投資銀行	保険会社
キャッシュ・マネジメント	98	3	11	1
ローン等	85	16	15	9
外国為替	60	3	6	0
投資運用	58	7	53	4
資本市場サービス	48	7	42	2
デリバティブ・ヘッジ・サービス	37	3	19	1
M&A アドバイザリー業務	23	7	33	2
保 険	1	1	7	87

(注) 製造業を中心とした財務担当者 (444人) によるアンケート結果によるもので、各金融サービスによって利用する各金融機関が全アンケート企業に占める比率である。

〔出所〕 Association for Financial Professionals [2000], pp.5, 19, 23, Exhibit 1 and 15.

も、投資銀行が商業銀行にたいして苦戦していることがわかる。

同アンケート調査は、グラム・リーチ・ブライリー法の施行後に利用したい金融機関をも浮き彫りにしている。図表8をみると、商業銀行単体を最も利用したいのは、外国為替、ローン等、キャッシュ・マネジメントといった伝統的な商業銀行業務を必要とするときである。一方、投資銀行単体を最も利用したい企業は残念ながらどの金融サービスでも見当たらない。これは、69%の企業が保険会社単体を保険業務で

最も利用したいことをみても、投資銀行単体がいかに苦戦しているかがわかる。グループ化した商業銀行と投資銀行を最も利用したいのは、資本市場サービス、M&A アドバイザリー業務、投資運用、デリバティブ・ヘッジ・サービスといった投資銀行業務を必要とするときである。サブプライム危機以降、大投資銀行が銀行持株会社に移行したり、マネー・センター・バンクや英銀大手に救済合併されることを予期したかのようなアンケート結果である。

図表8 今後2年間に各金融サービスによって利用したい金融機関の形態 2000年7月調査 (単位: %)

	商業銀行 単体	保険 会社 単体	投資 銀行 単体	グループ化した 商業銀行と 保険会社	グループ化した 商業銀行と 投資銀行	グループ化した 投資銀行と 保険会社
資本市場サービス	15	1	19	2	57	6
M&A アドバイザリー業務	10	0	27	2	54	7
投資運用	17	1	23	2	52	5
デリバティブ・ヘッジ・サービス	29	1	13	3	50	4
外国為替	53	1	2	4	38	2
ローン等	54	1	1	7	35	2
キャッシュ・マネジメント	64	1	1	4	31	2
保 険	1	69	1	14	2	12

(注) 図表7の(注)を参照されたい。

〔出所〕 Association for Financial Professionals [2000], p.9, Exhibit 5.

IV. おわりに

本稿では、アメリカの3大投資銀行とマネー・センター・バンクの収益構造を把握することで、サブプライム金融危機前後に変化した収益を析出しようとした。今回の金融危機が100年に一度のものかどうかは予断を許さない。しかし、そう言われる最中にも、大手金融機関は投資銀行業務から収益を上げ続けたのである(例外は Citigroup)。

サブプライム危機の最中に投資銀行業務の中で巨額の損失を計上したのは、大手金融機関に共通して自己資本を使って投資するプリンシパル・インベストメント業務であった。さらに、残念ながらマネー・センター・バンクのデータしか入手できなかったが、彼らが共通して巨額の赤字を出したのは、クレジット・リスクに関するトレーディング収益であった。これは、サブプライム危機が証券化商品の価格下落とクレジット・デリバティブの巨額の損失を特徴としていたことから当然の結果である。

しかし、トレーディング収益全体は、大手金融機関ともに、最も重要とまでは言えないものの、収益面からみると1つの柱になっている(例外は Citigroup)。本稿では、引受業務、トレーディング業務、M&A アドバイザリー業務を投資銀行業務のコアとした。投資銀行業務のコアの1つである大手金融機関のトレーディング業務が、引受業務・M&A アドバイザリー業務とともに今回の金融危機の際には意外と持ちこたえていた(例外は Citigroup)。こうした状態が続けば、投資銀行業務からおもに収益を上げている大手金融機関の経営が悪化することは少なくなるであろう(一方、Citigroup の経営

が悪化したことも説明できると思われる)。

とくに、マネー・センター・バンクは伝統的な大投資銀行にたいして2つの優位な点を持っている。それは①融資業務という銀行の強みと②金融サービスの多様性である。マネー・センター・バンクは融資を武器に投資銀行業務に積極的に進出できる。この投資銀行業務のコアの1つがトレーディング業務である。金融サービスの多様性によって、マネー・センター・バンクは大投資銀行よりもデリバティブ等の派生的な金融商品を作り出す。そのため、マネー・センター・バンクはデリバティブのディーラー、さらにはマーケット・メーカーとして大投資銀行より有利である。これもトレーディング業務と密接に関連している。

このようにトレーディング業務はアメリカの大手金融機関に根付いたものになっている(例外は Citigroup)。こうしたトレーディング業務の日本の3大証券会社やメガバンクへのありうべきインプリケーションも決して小さくない。よく言われるように、日本の大手金融機関は日本の企業風土に合わない M&A アドバイザリー業務を数年先に投資銀行業務の柱にすることは難しいであろう。そうであれば、日本の大手金融機関にとっても、日本独自の新しい金融商品を開発して、グローバルにそのマーケット・メイクをし、トレーディング収益を上げていくことは非常に魅力的と思われる。また、IPO の例にもあるようにトレーディング力を高めると、さらなる引受業務も獲得できると考えられ、この方面に金融機関の経営資源を振り向けることは重要であろう。マーケット・メイクができるかどうかは、その金融機関の総合力によるので、今後もこの分野での日米大手金融機関の動向にさらなる注意を払っていく必要が

あるであろう。

注

* 本稿の作成にあたり、証券経営研究会 (2010年2月15日於日本証券経済研究所) で佐賀卓雄先生 (日本証券経済研究所)、小林襄治先生 (前専修大学)、二上季代司教授 (滋賀大学)、渡辺亮教授 (法政大学)、北原徹教授 (立教大学)、横山淳先生 (大和総研)、若園智明先生 (日本証券経済研究所) に貴重な助言をいただいた。2010年九州大学スプリング・セミナー (3月29日~4月2日) でも川波洋一教授 (九州大学)、稲富信博教授 (九州大学)、岩田健治教授 (九州大学) にも直接ご教示いただいた。西尾圭一郎准教授 (松山大学) には原稿を読んでもらい貴重なコメントをいただいた。匿名の査読者にも有益なコメントをいただき、内容が改善されている。これらの方々 に記して感謝したい。当然ながら、本稿における誤りはすべて筆者の責任である。なお、本稿は2008年度松山大学特別研究助成による研究成果の一部である。

- 1) 大手金融機関とは、一般に大商業銀行、大投資銀行、大保険会社等を指す。しかし、本稿では投資銀行業務を考察するので、分析対象は投資銀行業務を積極的に営んでいる大投資銀行とマネー・センター・バンクに限定される。
- 2) サブプライム危機後に出版されたアメリカ投資銀行のビジネスモデルに関する著書・論文は多数ある。本稿で直接言及する文献は以下の2つである。倉都 [2008]、池尾 [2008]。
- 3) マネー・センター・バンクとは、金融市場で重要な役割を果たす巨大銀行のことである。現在、マネー・センター・バンクを中核とする銀行持株会社は JPMorgan Chase, Bank of America, Citigroup の3社である。通常、この銀行持株会社とその子会社も含めてマネー・センター・バンクと呼ばれている。
- 4) 銀行持株会社 JPMorgan Chase の投資銀行子会社は JPMorgan Securities である。同じく Bank of America の投資銀行子会社は Banc of America Securities と Merrill Lynch である。Citigroup の投資銀行業務はおもに Citi Institutional Clients Group でおこなっている。
- 5) Office of the State Comptroller "New York City Securities Industry Bonus Pool," February 23, 2010 (http://www.osc.state.ny.us/press/releases/feb10/bonus_chart_2009.pdf), Bowley [2010], p. B8.
- 6) 3大投資銀行とは Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch の3行である。
- 7) 以下、Kuhn [1990], pp. 5-17 (佐中・仁平訳, 4-15頁), 佐賀 [1991], 8-9頁, 注2), 牛窪 [1999], 32-34頁, 松川 [2005], 6-13頁を参考にした。
- 8) マーケット・メイクとは、市場にたいし自社の買値と売値を提示することである。
- 9) プリンシパル・インベストメント業務は、自己資本を使って投資するビジネスである (後でさらなる説明をおこなう)。

- 10) アセット・マネジメントは、資金の運用管理受託、投資顧問業務である。ミューチュアル・ファンド (投資信託) の組成・運用受託、機関投資家や高額富裕層等の特定の資金運用の受託などがあるという (松川 [2005], 10頁)。
- 11) とくに Merrill Lynch の Principal transactions は他2行 (Goldman Sachs の Trading and principal investments の中の Total Principal Investments, Morgan Stanley の Principal transactions の中の Investments) にくらべて1桁大きい損失を計上している (図表2)。
- 12) PE とは Private Equity の略で、未公開企業への投資活動のことである。不動産分野での投資を含めて、全体を PE 業務、PE 投資と呼ぶことも多い (後でさらなる説明をおこなう)。
- 13) 以上、松川 [2005], 10-11頁, 倉都 [2008], 104-105頁。
- 14) 図表2の Goldman Sachs の Investment banking (引受業務と M&A アドバイザリー業務) と Trading and principal investments の中の FICC (トレーディング業務) と Total Equities (トレーディング業務) の推移, Morgan Stanley の Investment banking (同上) と Principal transactions の中の Trading (トレーディング業務), さらに Commissions (トレーディング業務) の推移, Merrill Lynch の Investment banking (同上) と Commissions (同上) の推移を参照されたい。
- 15) 以上、牛窪 [1999], 34頁, 松川 [2005], 7-8, 10, 12, 28, 37頁, InvestorWords. com, (<http://www.investorwords.com>)。
- 16) Goldman Sachs の数値は、図表2の Total net revenues に占める Trading and principal investments の中の FICC と Total Equities の比率を計算している。
- 17) Morgan Stanley の数値は、図表2の Total non-interest revenues に占める Principal transactions の中の Trading と Commissions の比率を計算している。
- 18) Merrill Lynch の数値は、図表2の Subtotal に占める Commissions の比率を計算している。
- 19) Merrill Lynch の Commissions と Investment banking のデータを比較されたい (図表2)。
- 20) 掛下 [2002], 62頁, 図2-9。
- 21) FDIC 加入商業銀行とは、FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation : 連邦預金保険公社) によって預金が保険されている銀行のことである。
- 22) 各社決算資料, Joint Economic Committee of the U.S. Congress [2007], p. 18, Figure 8, Inside B&C Lending [2009], p. 6. 原資料は Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, Key Data, 2006, Federal Reserve.
- 23) たとえば、『日本経済新聞』朝刊, 2008年1月23日, 8頁, 08年7月22日, 7頁, 09年1月19日, 7頁。
- 24) サービシング商業銀行とは、返済計画や書類代, 調査費, 通信費などの手数料収入である。Sovereign Bank, "What are the Mortgage Loan Servicing fees?" (https://customerservice.sovereignbank.com/app/answers/detail/a_id/22/~what-are-the-mortgage-loan-servicing-fees%3F)

- 25) CDOとは collateralized debt obligations (債務担保証券)の略で、たとえばサブプライム・ローンを再証券化したものがある。
- 26) Joint Economic Committee of the U.S. Congress [2007], p. 18, Figure 8. 原資料は Inside Mortgage Finance, *The 2007 Mortgage Market Statistical Annual*, Key Data, 2006, Federal Reserve.
- 27) 図表4のJPMorgan ChaseとCitigroupのPrincipal transactions, Bank of AmericaのEquity investment incomeの中のPrincipal Investmentsの推移を参照されたい。
- 28) 以上 Bishop [2004], p. 5. 松川 [2005], 10-11頁。原資料は Dow Jones *Private Equity Analyst*.
- 29) 図表4のJPMorgan ChaseのInvestment banking fees (引受業務とM&Aアドバイザー業務)の推移, Bank of AmericaのInvestment banking income (同上)の推移, CitigroupのInvestment banking (同上)の推移を参照されたい。
- 30) 通貨スワップは17社, 外国為替先物は44社, 金利スワップは35社, 金利オプションは23社の巨大企業のデータである。
- 31) 以上 U.S. Congress, House [1993], Part 1, pp. 421, 422, 439-440, 446, 466, note 8, Part 3, pp. 625, note 54. 原資料は Swaps Monitor Publications, Inc., *The World's Major Swap Dealers*, 1992.
- 32) 以上 Fitch Ratings [2003], pp. 1, 11-12, British Bankers' Association [2006], pp. 17-18, 掛下 [2008], 第4節, 第5節。
- 33) 以上, 松川 [2005], 2, 10, 26頁。
- 34) 掛下 [2008], 22頁, 表3。
- 35) 図表5に記載されていない数字は Federal Financial Institution Examination Council, *Reports of Condition and Income* 各号 (www2.fdic.gov/Call_TFR_Rpts/search.asp), Schedule RI から計算している。四半期では変動が大きいのので, 年データを用いている (以下同様)。
- 36) 国法銀行は連邦法で定められており, マネー・センター・バンク3行はすべて国法銀行である。
- 37) Public Law 106-102, 113 Stat. 1343, Nov. 12, 1999. グラム・リーチ・ブライリー法の概要は, 野々口・武田 [2000] を参考にした。
- 38) 松川 [2005], 38, 41頁。
- 39) Stigum [1990], p. 945, 松川 [2005], 38頁。
- 証券化を含む包括的整理—『損保ジャパン総研クォーターリー』Vol.28, 4月30日, 26-61頁
- 掛下達郎 [2002], 『管理通貨制度の機構分析—アメリカ編—』, 松山大学総合研究所所報第39号
- [2008], 『アメリカのマネー・センター・バンクの業務展開—ローン・セールとディリバティブ—』『証券経済学会年報』第43号, 7月, 17-40頁
- 倉都康行 [2008], 『投資銀行バブルの終焉—サブプライム問題のメカニズム—』, 日経BP社
- 佐賀卓雄 [1991], 『アメリカの証券業—変貌過程と規制緩和—』, 東洋経済新報社
- 関 雄太 [2004], 『アセットクラスとして注目を集める米国レバレッジドローン』『資本市場クォーターリー』Autumn, 野村資本市場研究所, 1-16頁
- [2005], 『市場拡大を牽引するレバレッジドローン(特集3 シンジケートローン市場の陥穽)』『金融ビジネス』244, Autumn, 86-89頁
- 野々口秀樹・武田洋子 [2000], 『米国における金融制度改革法の概要』『日本銀行調査月報』1月号, 73-88頁
- 松川力造 [2005], 『米国の投資銀行の状況にみる金融・資本市場の流れ—機能の高度化と業際・融合化が重なり合う展開—』N-88, 日本政策投資銀行ニューヨーク駐在員事務所報告, 国際・協力部, 3月
- Association for Financial Professionals [2000], *Financial Industry Consolidation Survey*, September.
- [2004], *2004 Credit Access Survey*, June.
- Bishop, Matthew [2004], "A Survey of Private Equity," *Economist*, November 27, pp. 3-16.
- Bowley, Graham [2010], "Wall Street '09 Bonuses Increase 17%," *New York Times*, February 24, p. B8.
- British Bankers' Association [2006], *Credit Derivatives Report 2006*, September.
- Fitch Ratings [2003], "Global Credit Derivatives:

引用文献

- 池尾和人 [2008], 「米金融危機出口を探る(1) 裁定型業務の限界超えよ」(経済教室)『日本経済新聞』9月18日, 朝刊, 27頁
- 牛窪賢一 [1999], 「米国投資銀行を中心とする金融ビジネスの変遷—401(k)プラン, 投資信託,

- Risk Management or Risk?" *Special Reports*,
March 10.
- Inside B&C Lending [2009], "Subprime Lending,"
Special Issue.
- Joint Economic Committee of the U.S. Congress
[2007], "The Subprime Lending Crisis," Octo-
ber.
- Kuhn, Robert Lawrence [1990], *Investment Bank-
ing: The Art and Science of High-Stakes Deal-
making*, Harper & Row, Publishers. 佐中昭
雄・仁平和夫訳[1990], 『投資銀行－融資と資
金調達戦略と実務－』日経BP社
- Stigum, Marcia [1990], *The Money Market*, 3rd
ed., Dow Jones-Irwin.
- U.S. Congress, House [1993], *Safety and Soundness
Issues Related to Bank Derivatives Activities
— Part 1-3: Hearing Before the Committee on
Banking, Finance and Urban Affairs*, 103rd
Congress, 1st Session, Serial No. 103-88,
Government Printing Office.

(松山大学経済学部教授)