

# 金融危機後の米国大手金融機関の変化

― バランスシートの検討を中心に ―

小林 陽 介

## 一、はじめに

アメリカのサブプライム問題に端を発した金融危機は二〇〇八年の大手投資銀行リーマン・ブラザーズ破綻でピークに達し、「一〇〇年に一度」あるいは「大恐慌以来最悪」と言われるほど深刻な影響を世界経済にもたらした。いわゆるリーマンショックである。このとき危機の背景をめぐって、实体经济と比較して過度に肥大化した金融、証券化やデリバティブ等の技術革新を駆使した複

雑な金融の仕組み、シャドウバンキングと呼ばれる規制の枠外で拡大してきた新たな金融領域、大手金融機関経営陣の巨額報酬とモラルハザード、借り入れに依存しながら消費を膨らませてきた家計の金融行動、「略奪的貸付」とも表現された貧困層に対する過剰融資などが議論されてきた。その中でもとりわけ注目を集めたのがしばしば「強欲 (Greed) 的」とまで言われた大手金融機関のビジネス・経営行動であった<sup>1)</sup>。金融危機から一〇年余りが経過し、バーゼルⅢやドット・フランク法等の規制強化が進められ金融を取り巻く環境は

大きく変化したが、この間、米国の大手金融機関はどのように変わってきたのであろうか。本稿ではバランスシート面の変化に焦点をあわせてその概要を整理することとしたい。

## 二、金融危機前の状況

金融危機の背景として特に注目されたのが、レバレッジを高めつつ大規模化しながらリスクの高い業務を積極的に手掛けてきた大手金融機関の行動である。その利潤追求に血道をあげる様は時に「強欲的」と表現された。ここではそういった大手金融機関の金融危機前の特徴を振り返ってみよう。

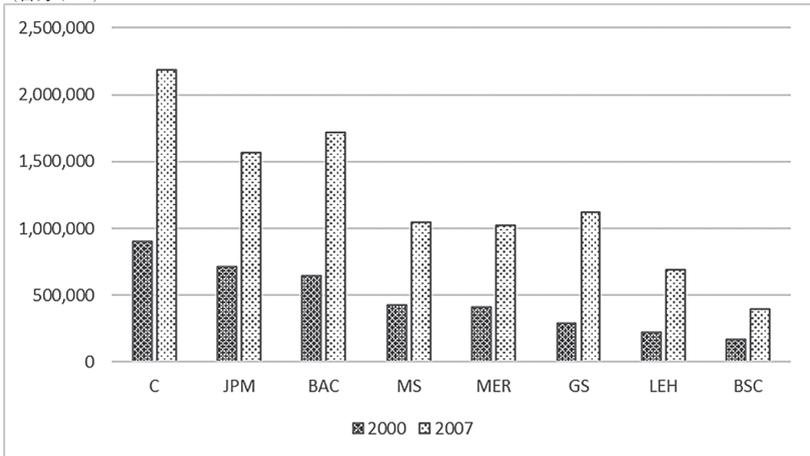
危機前の大手金融機関の顕著な特徴は、総資産規模の急拡大にみられるような大規模化である。

図表1は、二〇〇〇年から二〇〇七年の間の主要

金融機関の総資産規模を整理したものである。商業銀行では、シテイグループ（以下、Cと略記）が二・四倍、JPモルガン・チェース（JPM）が二・二倍、バンク・オブ・アメリカ（BAC）は二・七倍に拡大した。投資銀行系でも、モルガン・スタンレー（MS）が二・四倍、メリルリンチ（MER）が二・五倍、ゴールドマン・サックス（GS）が三・九倍、破綻したリーマン・ブラザーズ（LEH）が三・一倍、ベア・スターンズ（BSC）が二・三倍となっていた。GSの三・九倍が特に目を引くが、その他もわずか七年の間で二倍以上に規模を拡大させており、大手金融機関が軒並み巨大化していたことがわかる。

こうした巨大化の背景としては、一九八〇年代以降進展してきた州際規制や業務規制の緩和によって金融機関間の合併買収が頻発したことがあげられる。例えば、BACは北東部に拠点を持つ

図表 1 米国大手金融機関の総資産規模（金融危機前）  
 (百万ドル)



(注) C、JPM、BAC、MERは12月末。MS、GS、LEH、BSCは11月末。

〔出所〕 各社年次報告書より筆者作成。

フリード・ポストンと二〇〇四年に合併し、二〇〇六年にはカード業務に強みを持つM B N Aと合併した。JPMは、二〇〇四年にバンクワンと合併し支店網を広げた。また、二〇〇〇年代の合併買収として特徴的なのが、大手金融機関による住宅ローン専門会社の買収である。当時は証券化関連ビジネスが拡大しており、証券化商品組成のための原料となる住宅ローン債権を獲得する手段として大手金融機関は住宅ローン専門会社を買収したのである。

大手金融機関の大規模化と並行して進んでいったのがレバレッジの高まりである。図表2は二〇〇〇年から二〇〇七年の間における大手金融機関のレバレッジの推移である。JPM（一六・九倍→一二・七倍）やBAC（一三・五倍→一一・七倍）では低下がみられるが、Cでは一三・六倍から一九・三倍に拡大している。投資銀行系では五

金融危機後の米国大手金融機関の変化

図表2 米国大手金融機関のレバレッジの推移（金融危機前）

年	C	JPM	BAC	MS	MER	GS	LEH	BSC
2000	13.6	16.9	13.5	22.1	22.2	17.5	28.9	30.3
2001	12.9	16.9	12.8	23.3	21.0	17.1	29.3	33.0
2002	12.7	17.9	13.1	24.2	19.6	18.7	29.1	29.0
2003	12.9	16.7	15.3	24.2	17.9	18.7	23.7	28.4
2004	13.6	11.0	11.1	27.5	20.7	21.2	23.9	28.5
2005	13.3	11.2	12.7	30.8	19.1	25.2	24.4	27.1
2006	15.7	11.7	10.8	31.7	21.6	23.4	26.2	28.9
2007	19.3	12.7	11.7	33.4	31.9	26.2	30.7	33.5

(注) 総資産÷自己資本で算出。

C、JPM、BAC、MERは12月末。MS、GS、LEH、BSCは11月末。

〔出所〕 各社年次報告書より筆者作成。

社ともレバレッジが拡大しているが、特に二〇〇四年以降の拡大が著しい。<sup>(2)</sup>これは投資銀行のレバレッジ拡大を許容するような制度変更の影響が大きい。投資銀行に対してはネット・キャピタル・ルールと呼ばれる自己資本規制が存在するが、これには投資銀行持株会社の親会社に対してSECの監督権限が及ばないという問題点があった。そこで持株会社を連結ベースで監督するCSE (Consolidated Supervised Entities) プログラムが二〇〇四年に設けられ、<sup>(4)</sup>投資銀行を子会社に持つ持株会社はバーゼル基準に準じた自己資本規制を受けることになった。しかし、SECの監督を受ける見返りにネット・キャピタル・ルールの代替法によってネット・キャピタルを計算することが認められ、大手投資銀行に対するレバレッジの制限は実質的に撤廃されてしまったのである。

レバレッジを拡大しつつ大規模化した大手金融

機関は、トレーディングやプリンシパル・インベ  
 ストメントといったリスクの高い業務を積極的に  
 手掛けるようになった。前者のトレーディングに  
 は、顧客の証券売買の相手方となって証券を売買  
 するディーラー業務（マーケット・メイク業務）  
 や自らの投資判断・相場観に基づいて自己資金で  
 証券売買を行うプロプリエタリー取引（プロップ  
 取引）があるが、<sup>(5)</sup>これらは金融機関にとって自ら  
 証券在庫を持つことを要するため価格変動等のリ  
 スクがある。後者のプリンシパル・インベストメ  
 ントは、自己資本を用いて未公開企業等に投資を  
 行う業務であり、マーチャント・バンキング業務  
 と呼ばれることもある。プライベートエクイ  
 ティ・ファンドに投資家として資金を提供するこ  
 ともあれば、自らファンドのスポンサーとなり第  
 三者からも資金を集めて投資を行うこともある。  
 資本が長期間拘束されるためやはりリスクの高い

業務であるといえる。図表3は、二〇〇七年にお  
 ける大手金融機関のトレーディング資産と投資勘  
 定およびそれらが総資産に占める割合を整理した  
 ものである。トレーディング資産については、B  
 ACが総資産の一割程度にとどまっているが、C  
 では二四・六%、JPMでは三一・五%を占めて  
 いる。投資銀行は商業銀行よりも総資産に占める  
 トレーディング資産の割合が概して高く、最も高  
 い水準にあるLEHで四五・三%となっている。  
 プリンシパル・インベストメントが含まれている  
 と想定される投資勘定についてはCとMERで数  
 値が掲載されている。Cでは総資産の九・八%を  
 占め、トレーディング資産とあわせると全体の三  
 四・四%に達する。MERは八・一%であり、ト  
 レーディング資産とあわせると全体の三一・一%  
 となる。トレーディング業務およびプリンシパ  
 ル・インベストメントは総資産の三割から四割程

金融危機後の米国大手金融機関の変化

図表3 大手金融機関のトレーディング資産等（金融危機前）

2007年	トレーディング資産 (百万ドル)	総資産に占 める割合	投資勘定 (百万ドル)	総資産に占 める割合	総資産 (百万ドル)
C	538,984	24.6%	215,008	9.8%	2,187,631
JPM	491,409	31.5%	—	—	1,562,147
BAC	196,726	11.5%	—	—	1,715,746
MS	374,963	35.9%	—	—	1,045,409
MER	234,669	23.0%	82,532	8.1%	1,020,050
GS	452,595	40.4%	—	—	1,119,796
LEH	313,129	45.3%	—	—	691,063
BSC	138,242	35.0%	—	—	395,362

(注) C、JPM、BAC、MERは12月末。MS、GS、LEH、BSCは11月末。

BACはトレーディング資産とデリバティブ資産の合計。

(出所) 各社年次報告書より筆者作成。

度を占めるビジネスとなっていたが、危機前の大手金融機関はそれらから多大な収益を得ていた。例えば、危機の最中で破綻したLEHではそれらからの収益が収益全体の八〇%（二〇〇六年）に達していた。他にも、GSでは六八%（二〇〇七年）、MERでは五五%（二〇〇六年）に達していたことが明らかにされている。<sup>(7)</sup>

以上のようなリスクの高い業務は、レバレッジ拡大の効果とも相まって好況時には大手金融機関の収益性向上に大きく貢献することとなったが、ひとたび経済が落ち込むと多大な損失を大手金融機関にもたらしうるものでもあった。実際、金融危機の発生によって大手金融機関は軒並み経営危機に陥り、JPMによるBSCの救済合併（二〇〇八年三月）、LEHの破綻とGSおよびMSの銀行持ち株会社への転換（二〇〇八年九月）、BACによるMERの救済合併（二〇〇九年一月合

併完了)等の大幅な業界再編へとつながっていった。業態としての投資銀行は姿を消し、レバレッジを高めてハイリスク業務を手掛けるビジネスが疑問視され、「投資銀行の終焉」が叫ばれたことは印象に残るところである。

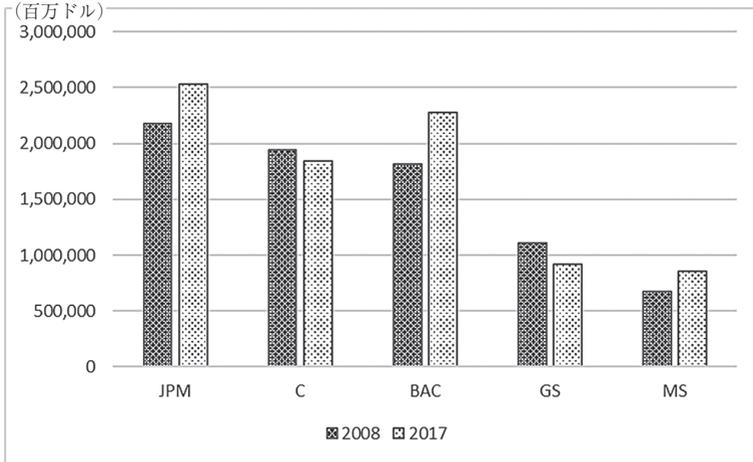
### 三、金融危機後の状況

ここからは金融危機後の米国大手金融機関の状況を概観する。はじめに資産規模の推移について見ていこう。金融危機とその後の再編の中で、JPMによるBSCの合併やBACによるMERの合併が生じて金融業界の再編が進んだが、その後大手金融機関の規模はどのように推移したであろうか。図表4は二〇〇八年と二〇一七年の大手金融機関の総資産を整理したものである。JPMでは一・一六倍、BACでは一・二五倍、MSでは

一・二六倍と規模を微増させている。その一方で、Cでは〇・九五倍、GSは〇・八二倍というようにむしろ規模を縮小させている金融機関が存在する。これらから危機前にみられたような大手金融機関の巨大化は、この一〇年の間に限ってみるとほぼ見られなくなったことができるであろう。その背景には、危機後制定されたドッド・フランク法におけるボルカー・ルールのなかで合併買収を通じた大手金融機関の規模拡大に制限が設けられたことがあげられる。<sup>(8)</sup>

次にレバレッジの変化を確認しよう。図表5は二〇〇八年から二〇一七年にかけての大手金融機関のレバレッジの推移を整理したものである。どの金融機関においても危機後継続的にレバレッジの縮小が進み、二〇一七年には一〇倍を下回るものが出てきた。特に縮小が顕著なのは投資銀行系であり、MSは危機前の三三・四倍から一〇・九

図表4 米国大手金融機関の総資産規模（金融危機後）



(注) 各年とも12月末。

(出所) 各社年次報告書より筆者作成。

倍へ、GSは二六・二倍から一一・一倍へと劇的に低下した。そうした背景には、銀行持株会社への転換によってFRBの監督対象となったことにより、バーゼルⅢやドッド・フランク法といった規制枠組みのなかに取り入れられたことがあげられる。自己資本規制やレバレッジ規制が大手金融機関のレバレッジに対して抑制的に作用し、金融危機前にみられたようなレバレッジの急拡大は危機後には終息したとができるであろう。

最後にトレーディング資産および投資勘定について確認しよう。図表6は、大手金融機関のトレーディング資産と投資勘定およびそれらが総資産に占める割合を二〇〇八年と二〇一七年について整理したものである。トレーディング資産の総資産に占める割合は、JPMでは二〇〇八年の二三・四%から二〇一七年の一五・一%に、Cでは一九・五%から一三・七%に、BACでは一二・

図表5 米国大手金融機関のレバレッジの推移（金融危機後）

年	JPM	C	BAC	GS	MS
2008	13.0	13.7	10.3	17.6	13.7
2009	12.3	12.0	9.6	12.0	14.6
2010	12.0	11.5	9.9	11.8	12.3
2011	12.3	10.4	9.3	13.1	10.7
2012	11.6	9.8	9.3	12.4	11.9
2013	11.4	9.1	9.0	11.6	12.1
2014	11.1	8.7	8.6	10.3	11.1
2015	9.5	7.8	8.4	9.9	10.3
2016	9.8	7.9	8.2	9.9	10.6
2017	9.9	9.1	8.5	11.1	10.9

(注) 総資産÷自己資本で算出。

各年とも12月末。

〔出所〕 各社年次報告書より筆者作成。

二％から一〇・八％に減少している。投資銀行系では、GSが四八・一％から三四・五％に減少しているが、MSでは四一・五％から四四・三％で微増となっている。Cについては投資勘定のデータが得られるが、その総資産に占める割合は一三・二％から一九・一％へと増加しており、トレーディング資産と合わせると全体の三二・七％を占めている。全体としてみれば、トレーディング資産や投資勘定等のハイリスク資産は、減少傾向にあるとできるであろう。その背景には、ドッド・フランク法の目玉であるボルカー・ルールに自己勘定投資やヘッジファンドおよびプライベートエクイティ・ファンドへの投資の制限が盛り込まれたことが指摘されよう。<sup>9)</sup>

ただし、金融危機後にトレーディング資産が減少傾向にあるとしても、投資銀行系では総資産の三割から四割程度、商業銀行系でも一〇％から一

金融危機後の米国大手金融機関の変化

図表6 大手金融機関のトレーディング資産等（金融危機後）

2008年	トレーディング資産 (百万ドル)	総資産に占 める割合	投資勘定 (百万ドル)	総資産に占 める割合	総資産 (百万ドル)
JPM	509,983	23.4%	—	—	2,175,052
C	377,635	19.5%	256,020	13.2%	1,938,470
BAC	221,774	12.2%	—	—	1,817,943
GS	534,964	48.1%	—	—	1,112,225
MS	280,640	41.5%	—	—	676,764
2017年	トレーディング資産 (百万ドル)	総資産に占 める割合	投資勘定 (百万ドル)	総資産に占 める割合	総資産 (百万ドル)
JPM	381,844	15.1%	—	—	2,533,600
C	251,556	13.7%	352,290	19.1%	1,842,465
BAC	247,120	10.8%	—	—	2,281,234
GS	315,988	34.5%	—	—	916,776
MS	377,084	44.3%	—	—	851,733

(注) 各年とも12月末。

BACはトレーディング資産とデリバティブ資産の合計。

2017年のMSはAFS（Available For Sale）証券を含む。

〔出所〕 各社年次報告書より筆者作成。

五％程度を当該業務が占めており、依然として大手金融機関の業務の一角を担っていると見ることもできるであろう。収益の面でも、例えばGSでは二〇一七年のトレーディング収益の純営業収益（非金利収入＋純金利収入）に占める割合は約二五％と危機前より低下しているものの、依然として収益の柱の一つとなっているともいえる。その他の金融機関では、MSで約三〇％、JPMで約一〇％、BACで約八％、Cで約一三％がトレーディング業務からの収益となっている。本稿では詳しい検討ができないが、危機後においてもトレーディング業務は大手金融機関にとって重要な業務の一つであるとみることができるともいえる。

## 四、おわりに

本稿では米国大手金融機関について、特にバランスシートに注目しながら金融危機後の変化について概観してきた。ここではその検討結果をまとめておこう。危機前の米国大手金融機関は規模拡大のなかでレバレッジを高めつつトレーディングやプリンシパル・インベストメント等のハイリスク業務を手掛け、それらから多大な収益を獲得してきた。金融危機後は、危機前にみられたような大規模化の傾向は頭打ちとなり、レバレッジも縮小の一途をたどってきた。それまで多大な収益をもたらしてきたトレーディング業務やプリンシパル・インベストメントは、危機前の状況と比べると縮小傾向にあるといえる。しかし、依然として総資産の一定割合は占めており、収益面でも一定

の貢献があることは注目されるべき点かもしれない。

世界を震撼させたグローバルな金融危機から一〇年余りが経過した。歴史を振り返ってみると、一九八〇年代以降リーマンショックまでの三〇年間は金融拡大の時代であったといえる。金融自由化・規制緩和の進展を背景として金融の技術革新が進み、金融経済は実体経済をはるかに上回る勢いで成長してきた。金融危機を契機として規制緩和から規制強化へと転換し、危機前にみられたような金融拡大は勢いが失われたようにみえる。これが金融拡大の時代の終わりを意味するのか、それとも今後も続く金融拡大の一時停止とみるべきなのか。金融業の将来を展望するためにもこの一〇年の動向を包括的・体系的に分析していく必要があるであろう。

※ 本研究は、公益財団法人石井記念証券研究振興財団の研究助成を受けたものである。

(注)

- (1) 例えば、NHK取材班編「二〇〇九」が出版されたが、そこではリスクを厭わず利潤追求に邁進した大手金融機関の経営行動と金融の暴走が指摘されている。
- (2) なお、ここでのレバレッジはオフバランス取引を通じたものを含んでいない点には注意が必要である。そうしたオフバランスでのレバレッジを加えると実際の大手金融機関のレバレッジはバランスシート上のものよりも格段に大きかった可能性がある。また、投資銀行の中には財務報告の前に資産を売却して意図的にレバレッジを縮小させ、報告後に買い戻す業者が存在していたとの指摘もある(FCIC「二〇一」, p.65)。
- (3) 証券持株会社と表記されることもある。
- (4) ネット・キャピタル・ルールとCSEプログラムについては佐賀「二〇〇九」を参照。
- (5) 顧客の取引注文を取引所等に取り次ぐブローカレッジ業務をトレーディング業務に含める分類方法もある。
- (6) 商業銀行の場合、貸付や銀行業務内で保有する証券が総

資産の大部分を占めるため、その分トレーディングや投資勘定といった投資銀行関連の資産が資産全体に占める割合が低く現れることになる。

(7) FCIC「二〇一」, p.66.

(8) ドッド・フランク法第六二二条によって追加された銀行持株会社法第一四條(b)により、統合後の連結総負債が全米の金融会社の連結負債総額の一〇%を超えるような合併買収が禁止された。

(9) ボルカー・ルールについて、詳しくは若園「二〇一六」、第五章を参照。

(10) なお、トレーディング収益については、関連して生じる金利収入と手数料を考慮したうえでみていく必要がある。

この点については、小林「二〇一四」を参照。

(11) 例えば、池尾・二一世紀政策研究所編「二〇一三」を参照。

(12) 北原「二〇一七」は、リーマンショック後の米国金融を多面的に検討した結果「金融高成長の時代は終わったと考えるべきであろう」との興味深い指摘を行っている。

(参考文献)

池尾和人・二一世紀政策研究所編「二〇一三」『金融依存の経済はどこへ向かうのか…米欧金融危機の教訓』日経プレミ

アシリーズ。

北原徹 [二〇一七]「ポスト・リーマンの米国金融と金融肥大化の終焉」『立教経済学研究』第七一卷第二号。

小林襄治 [二〇一四]「投資銀行とトレーディング業務」『証券経済研究』第八五号。

佐賀卓雄 [二〇〇九]「金融システム危機と投資銀行の衰退」『証券レビュー』第四九巻第一号。

若園智明 [二〇一六]『米国の金融規制変革』日本経済評論社。

NHK取材班編 [二〇〇九]『マネー資本主義：暴走から崩壊への真相』NHK出版。

The Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) [2011], *The Financial Crisis Inquiry Report, Final Report of the National Commission on the Causes of the Financial and Economics Crisis in the United States* (<https://www.gpo.gov/fdsys/pkg/GPO-FCIC/pdf/GPO-FCIC.pdf#search=%27financial+crisis+inquiry+commission+final+report%27>).

(こばやし よしすけ・当研究所研究員)