

(平成24年12月17日講演)



グローバル金融セクターの動向と課題 —大手米銀グループを中心に

野村資本市場研究所
研究部長

関 雄太

はじめに

皆さん、こんにちは。関雄太と申します。本日は講演の機会をいただき、ありがとうございます。

〈目 次〉

はじめに

1. 米国・金融セクターの評価
2. 金融機関の市場評価
3. 金融規制改革の現状
4. マクロプルーデンス規制の目的
5. 平時の規制と有事の規制
6. 銀証分離的な規制アイデア
7. デリバティブ規制改革
8. 金融セクターの不良債権問題
9. 残る住宅ローン問題の影響
10. 欧州の金融市場
11. 2013年金融ビジネスモデルの方向感
12. アジアの経済発展と金融セクター

私は2004年から2011年まで、アメリカ・ニューヨークで調査活動をしておりました。今日の講演は、アメリカの金融機関の情勢を中心に、紹介、問題提起させていただき、今後の金融機関のあり方を考える際の参考になればと考えます。

話の内容は、次の4点です。

1つ目は、今の金融機関、金融ビジネス、金融セクターの評価について。

2つ目は、今後の金融セクター及び金融機関の経営のあり方に大きく影響を与える「金融規制改革」について。

3つ目は、金融セクターが抱える不良債権問題と資産について。

4つ目は、最後に今後の金融ビジネスモデルの方向感についてお話しします。

1. 米国・金融セクターの評価

金融セクターの評価については、大手6大

(図表1) 米国大手金融グループの純収益・純利益の推移

(単位: 100万米ドル)

	JPモルガン・チェース		ウェルズ・ファースト		シティグループ		バンク・オブ・アメリカ		ゴールドマン・サックス		モルガン・スタンレー	
	純収益	純利益	純収益	純利益	純収益	純利益	純収益	純利益	純収益	純利益	純収益	純利益
2008Q1	16,890	2,373	10,563	1,999	13,219	-5,111	17,003	1,210	8,335	1,511	8,324	1,534
2008Q2	18,399	2,003	11,459	1,753	18,652	-2,495	20,315	3,410	9,422	2,051	6,529	1,012
2008Q3	14,737	527	10,379	1,637	16,680	-2,815	19,621	1,177	6,043	810	8,057	1,414
2008Q4	17,226	702	9,477	-2,734	5,595	-17,263	15,680	-1,789	-1,578	-2,287	1,829	-2,365
2009Q1	25,025	2,141	21,017	3,045	24,789	1,593	35,758	4,247	9,425	1,659	3,042	-190
2009Q2	25,623	2,721	22,507	3,172	29,969	4,279	32,774	3,224	13,761	3,435	5,411	33
2009Q3	26,662	3,588	22,466	3,235	20,390	101	26,035	-1,001	12,372	3,188	8,675	793
2009Q4	23,164	3,278	22,696	2,823	5,405	-7,579	25,076	-194	9,615	4,948	6,842	770
2010Q1	27,671	3,326	21,448	2,547	25,421	4,428	31,969	3,182	12,775	3,456	9,078	2,011
2010Q2	25,101	4,795	21,394	3,062	22,071	2,697	29,153	3,123	8,841	613	7,950	1,984
2010Q3	23,824	4,418	20,874	3,339	20,738	2,168	26,700	-7,299	8,903	1,898	6,780	641
2010Q4	26,098	4,831	21,494	3,414	18,371	1,309	22,398	-1,244	8,642	2,387	7,807	1,066
2011Q1	25,221	5,555	20,329	3,759	19,726	2,999	26,877	2,049	11,894	2,735	7,635	1,130
(前年同期比)	-8.9%	67.0%	-5.2%	47.6%	-22.4%	-32.3%	-15.9%	-35.6%	-6.9%	-20.9%	-15.9%	-43.8%
2011Q2	26,779	5,431	20,386	3,948	20,622	3,341	13,236	-8,826	7,281	1,087	9,282	1,406
(前年同期比)	6.7%	13.3%	-4.7%	28.9%	-6.6%	23.9%	-54.6%	-	-17.6%	77.3%	16.8%	-29.1%
2011Q3	23,763	4,262	19,628	4,055	20,831	3,771	28,453	6,232	3,587	-393	9,892	2,293
(前年同期比)	-0.3%	-3.5%	-6.0%	21.4%	0.4%	73.9%	6.6%	-	-59.7%	-	45.9%	257.7%
2011Q4	21,471	3,728	20,605	4,107	17,174	956	24,888	1,991	6,049	1,013	5,709	-184
(前年同期比)	-17.7%	-22.8%	-4.1%	20.3%	-6.5%	-27.0%	11.1%	-	-30.0%	-57.6%	-26.9%	-
2012Q1	26,052	4,924	21,636	4,248	19,406	2,931	22,278	653	9,949	2,109	6,935	134
(前年同期比)	3.3%	-11.4%	6.4%	13.0%	-1.6%	-2.3%	-17.1%	-68.1%	-16.4%	-22.9%	-9.2%	-88.1%
2012Q2	22,180	4,960	21,289	4,622	18,642	2,946	21,968	2,463	6,627	962	6,953	750
(前年同期比)	-17.2%	-8.7%	4.4%	17.1%	-9.6%	-11.8%	66.0%	-	-9.0%	-11.5%	-25.1%	-46.7%
2012Q3	25,146	5,708	21,213	4,937	13,951	468	20,428	340	8,351	1,512	5,289	-956
(前年同期比)	5.8%	33.9%	8.1%	21.8%	-33.0%	-87.6%	-28.2%	-94.5%	132.8%	-484.7%	-46.5%	-
2006通年	61,437	14,444	35,691	8,482	89,615	21,538	73,023	21,133	37,665	9,537	33,858	7,472
2007通年	71,372	15,365	39,390	8,057	81,698	3,617	66,319	14,982	45,987	11,599	27,979	3,141
2008通年	67,252	5,605	41,877	2,842	52,793	-18,715	72,782	4,008	22,222	2,322	24,739	1,588
2009通年	100,434	11,728	88,686	12,275	80,285	-1,606	119,643	6,276	45,173	13,385	23,358	1,406
2010通年	102,694	17,370	85,210	12,362	86,601	10,602	110,220	-2,238	39,161	8,354	31,622	5,702
2011通年	97,234	18,976	80,948	15,869	78,353	11,276	93,454	1,446	28,811	4,442	32,403	4,645
(前年比)	-5.3%	9.2%	-5.0%	28.4%	-9.5%	6.4%	-15.2%	-	-26.4%	-46.8%	2.5%	-18.5%
								*08/12	183	-780	-805	-1,285
								*08/12-09/03	9,608	879	2,237	-1,475

(注) モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスは2008年度まで11月決算。

(出所) 各社財務資料より野村資本市場研究所作成

グループ中心にお話しします。この6大グループは、業態により2つに分かれます。商業銀行系コングロマリットの「JPモルガン・チェース」「ウェルズ・ファースト」「シティグループ」「バンク・オブ・アメリカ」、そして投資銀行系の「ゴールドマン・サックス」と「モルガン・スタンレー」から成ります。後者の2グループは、歴史的には証券会社ですが現在は銀行持株会社として、アメリカの銀行持株会社資産ランキングでも5位、6位に相当する巨大金融グループを形成しています。

この6大グループの収益状況、業績は、2011年から2012年にかけて、非常に安定して

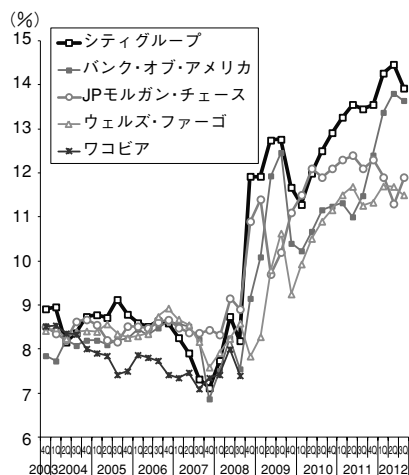
きています(図表1)。四半期ごとの会計報告でも、赤字を出す金融機関がかなり減り、通年ではすべてのグループで黒字を達成できる勢いです。

JPモルガン・チェースの通年の純利益は、2011年に過去最高利益水準である189億7,600万ドル—今の為替ベースで約1兆5,000億円—を出しています。

ウェルズ・ファーストも好調で、2012年に史上最高益を出す見通しです。

リーマンショックからの復活どころか、収益環境はまさにバラ色と言っても過言ではない状況です。また財務についても、例えば自

(図表2) 米国メガバンクのティア1 資本比率推移



(出所) 各社財務資料より野村資本市場研究所作成

己資本比率は、リーマンショック発生前までは8%を切るTier 1 自己資本比率に苦しむ金融機関もありましたが、今は各社とも12%以上と大きく改善しています。中には14%台に達しているグループもあります(図表2)。

そういう意味では非常に安定感が出てきています。

次に6大グループの四半期ごとの総資産についてです。意外に思われるかもしれませんが、約10年前の水準と比較すると6大グループの資産がかなり大きくなっています。金融規制改革の中であれほど「Too big to fail」は止めよう、あまりに大きすぎる金融機関は金融システムに与える脅威が大きいのので抑制しよう」と話し合われてきたにもかかわらず、実際には金融危機を生き残った大手グループは、より巨大な組織になっています。

過去を振り返っても、アメリカの銀行業界

で大手数社がこれほど巨大化し、シェアが集中したのは初めてです。ほとんどのグループがこの2、3年、アセットサイズを落としておらず、大きい体制のまま走っています。

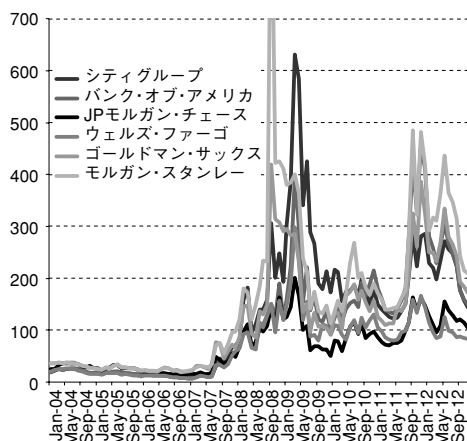
ある側面から見ると、こういう状況が本当に望ましいのかという議論も出てきています。実際に、アメリカの金融規制当局や政治家の間でも、懸念する声があるのは事実です。

2. 金融機関の市場評価

次に金融市場から見た評価についてです。まず、6大グループに、USバンコープ(地銀大手)、チャールズ・シュワブ(リテール中心の証券会社)を加え、各社の時価総額の推移をもとにお話しします。

観察点の1つとして、6大グループの時価総額は、2009年3月前後に大きく落ち込み、

(図表3) 米国メガバンクのCDSスプレッド (ベースポイント) 推移



・5年物シニア債権、週次データ、2007年1月5日～2012年11月30日
(出所) 各社財務資料より野村資本市場研究所作成

そこから回復した2009年夏の水準と2012年はさほど変わらないということが挙げられます。つまり、ボトムからはかなり復調したものの、そこから約4年、かなりの停滞感が出てきていると言えます。

また、商業銀行系グループの中では、金融危機前後で大手4グループの地位が逆転しました。2000年代前半から半ばにかけて、時価総額最大手をめぐって激しく競争していたシティグループとバンク・オブ・アメリカが今や2番手グループになっています。半面、当時2行から後れを取っていたJPモルガン・チェースとウェルズ・ファーストが、今では上位グループを占めています。トップ2行でも特に、最近ではウェルズ・ファーストが時価総額最大手としての地位を固めつつあります。

もう1つは金融機関の負債に関する市場評価です(図表3)。6大グループのCDS(ク

レジット・デフォルト・スワップ)のスプレッドは、リーマンショック発生直前の水準に依然として高止まりしています。スプレッドが大きければ大きいほど、信用リスクが高いと見られます。逆にスプレッドが小さいということは信用リスクが少ない、つまり、カウンターパーティリスクが少ないと評価されることになります。

ここでも大手6グループの間に差が出ており、低い方に位置しているのがウェルズ・ファーストとJPモルガン・チェース、残りの4行は1段高いスプレッドでまだ評価されている状況です。

全般的に、米銀のデット評価は改善しておらず、歴史的に見て低めの評価にとどまっています。

メガバンクのPBR(株価純資産倍率)についても、2000年代前半以降、継続的に低下基

(図表4) グローバル金融規制改革の進展と主要課題

- グローバル (FSBなど) と米国 (ドッド・フランク法) : 各国レベルのルールメイキング・施行段階へ
- (1)マクロブレンダーズ規制: 平時と有事の金融システム監督、市場型システミックリスクの回避、TBTF問題の解消
 - G-SIFI、D-SIFI (N-SIFI)、ノンバンクSIFI規制 (認定→監督体制の始動: ストレストテストなどの定常化)
 - 自己資本規制 (バーゼル3、欧州CRD4、保険ソルベンシー2)、流動性規制
 - 破たん処理法制、Recovery & Resolution Plan (RRP)、CoCo/ベイルイン債
- (2)銀証分離的な規制アイデア: ポルカールール、英国リングフェンス、EUリーカネングループなど。
- (3)OTCデリバティブ: スワップディーラーなどの登録、清算義務、取引情報蓄積、非清算スワップの証拠金規制、域外適用など
- (4)その他の金融規制
 - シャドールーピング規制: MMF、レポ・証券貸借、証券化
 - 銀行税・金融取引税を巡る議論
 - 市場構造改革: HFT・空売り・ネイキッドCDSなどを巡る議論

調にあります。それでもリーマンショック発生前までは横ばいですが、リーマンショック直後から構造的に下がってしまったという情勢です。

巨額の資産を持ち、Tier 1 比率をどんどん高めている大手米銀が、市場評価では、金融危機直後とさほど変わらない評価に甘んじています。その要因は、収益性や生産性の低下が大きいと思いますが、その他にも要因があるとも考えられます。

■ 3. 金融規制改革の現状

次に、グローバルな金融規制改革の進展と課題について話をしたいと思います(図表4)。

金融規制改革に関しては、新しい法規の量の多さに辟易となさっている方が多いかもしれませんが、ここでは、大胆にいくつかの軸に切って、進捗状況と金融セクターの課題を読み解いていきます。

まず注意しなければならないのは、グローバルレベルと各国レベルの金融規制改革という軸です。

すなわち、バーゼル委員会やFSB (Financial Stability Board) 等で話し合われている規制改革と、この米国法や欧州委員会で決められる規制改革の内容がまったく同じというわけではなく、かなり内容が違いますので、どの金融機関でどの程度、どういう影響があるのかを読み解くことが非常に難しい状況になってきています。また、各国の改革の中で、アメリカのドッド・フランク法が2010年7月に成立しており、時間軸という点でも規制内容という点でも先行しましたので、これを無視することができない状況です。

ただ、いずれの規制も徐々に法律の枠組み作りから、政令規則に相当する細かいルールを作る段階あるいは施行段階に入ってきています。今後は、域内金融機関へ遵法を求める段階となり、実務レベルでの影響がかなり出

てくると思います。

もともと、ルールメイキングのフェーズは2012年内にはほぼすべて終わり、施行されている予定でしたが、いくつかの重要なルールの策定が延びに延びて、また国際間でも国内の規制当局の間でも足並みが揃っていないことが課題といえます。肝心の規制改革の内容ですが、これから3つのトピックスについて考えてみます。

■ 4. マクロプルーデンス規制の目的

マクロプルーデンス規制は、金融システムを健全な形、安全な形に保とうという目的を持っています。この目的を達成するため、グローバル及び各国の規制改革では、1つの柱としてシステム上重要な金融機関（SIFI：Systemically Important Financial Institution）を認識すること、2つ目の柱としては、市場型システミック・リスクを回避するためにしっかり監督することを目指しています。また3つ目の柱は破たん処理法制で、金融システムに混乱をきたさないよう、金融機関の破たん処理法制を見直すことを目指しています。

リーマンショックの本質は、預金の取り付けや決済システムの崩壊といった従来型のシステミック・リスクではなく、有価証券やデリバティブで大きなポジションを持ち、様々な取引のカウンターパーティになっている巨

大な金融機関が突如チャプター・イレブンを申請したことで市場に大きな混乱を引き起こしたことにありました。つまり、新型のシステミック・リスクが起きたということです。

こうした市場型システミック・リスクを回避する目的で、金融システムの監督強化、その中でもシステミック・リスクを再定義し、新しいシステミック・リスクが起きないように規制を立て直すことが志向されてきました。リーマンショックの反省ということでは、このマクロプルーデンス規制の議論こそが最も重要な金融規制改革のテーマと言ってもよいかと思います。

ただ、そこだけに議論をフォーカスできていないのが実情です。法案を起草した人たちの目的ははっきりしていても、それが議会のような立法責任者に渡されると、例えば「金融機関の救済に公的資金を使わない」といった別の目的が多く盛り込まれ、当初の目的が散漫になってしまいます。

■ 5. 平時の規制と有事の規制

マクロプルーデンス規制の論点をわかりやすくするために「平時の規制」と「有事の規制」について考えてみます。

平時の規制は、SIFIを認定し、これらを優先的に監督・規制するという枠組みです。グローバルにシステム上重要な銀行（G-SIB）の指定の手法については、バーゼル委員会が2011年に一応の決着を付けました。今、問題

になっているのは、域内や各国内のSIFI (Domestic-SIFIもしくはNational-SIFI) です。またノンバンクのSIFIもアメリカでは話題になっています。

いずれにせよ、SIFIに指定されると、バーゼルⅢを基準にした厳格な自己資本規制、流動性規制が適用されるのですが、それだけだと短絡的すぎて、現代の金融機関の実情に合っているのかという疑問が残ります。

また、仮に自己資本規制が問題解決につながるとしても、何%なら充分なのかという明確な基準をグローバルに決めきれないわけではありません。今回の規制改革では、自己資本の定義も変えようとしています。あまり細かくしようとすると、各国レベル、金融機関レベルで、地域の事情に合わせて少し変えてほしいとか、緩和してほしいとか、さまざまな交渉の余地が出てきています。実際、バーゼルⅢの導入スケジュールについて、国際的な合意に従わない国が続出しています。

いずれにせよ、平時のマクロプラウデンス規制は徐々に施行段階に入っているものの、世界的な統一基準もなかなか入れられませんし、混乱も収まっていないというところが、現状の課題と言えます。

一方、有事の金融システム監督、つまりシステミック・リスクが起きた時にどう対処するのかという問題は、大手に公的資金は使うとか、バイルアウトはだめだといった政治的な要請が絡み、法的枠組みがなかなか確立できない状況が続きました。

しかし、ようやく2012年になり、SIFIの破たん処理法制に関しては進展がありました。それは、米国の連邦保険預金公社 (FDIC) が議論しはじめたシングル・レシーバーシップという仕組みです。単純化すれば、持株会社の資本構成を変更させることにより、重要な業務に携わる傘下の金融機関の営業を継続させながら、清算していくという手法です。シングル・レシーバーシップは破たん処理法制の議論を大きく進展させ、英国、欧州でも、類似した手法が制度化できないかが考えられています。日本でも金融審議会の銀行法改正を検討するワーキンググループの中で、国際的な破たん処理法制の議論にキャッチアップしながらあるべき姿を考えていこうと、現在話し合われているそうです。

以上をまとめますと、新たなマクロプラウデンス規制の中では、SIFIには平時には厳しい自己資本規制を課す一方で、公的資金を使ったバイルアウトはありえないという方向性がわかってきたわけですね。

つまり、“Too big to fail” の概念が通用しなくなるということですが、すでに格付会社は上記の議論を銀行の信用格付に反映させようと動き出しています。巨大な金融機関がかつて「大きいこと」から得ていた信用格付上のプレミアムが失われたと見る格付会社は、ドッド・フランク法の成立後から、大手金融機関の格付を断続的に引き下げています。各社は金融規制改革が格下げの理由とははっきり述べていませんが、金融危機が再発しない

ことを目指し法律を作った瞬間から、大手金融機関が格下げになる。SIFIの信用力低下は、金融危機の入り口になってしまうこともありますので、やや皮肉な結果なのかもしれませんが、これは、現在までに見えている金融規制改革の影響の中で、最も顕著なものと言っていいと思います。

■ 6. 銀証分離的な規制アイデア

第二のトピックスとして、銀証分離的な規制アイデアをとりあげます。アメリカではボルカールール（銀行の自己勘定投資禁止）、英国ではリテール銀行業務をリングフェンスする考え方をベースにした銀行規制改革が提唱されています。これらを通じて共通する考え方の1つは、リテール銀行業務とその他の業務の切り分けです。預金などセーフティネットに守られるべきリテール銀行業務に携わる金融機関が、トレーディングやヘッジファンドへの融資等リスクの高い業務を行ってはいけないということです。

ボルカールールが出てきたのは、2010年1月、英国のリングフェンスも同じ年です。ボルカールールに関しては、ドッド＝フランク法上に書かれていますが、最終規則、政令規則がまだ決まっていません。金融機関はいつまでにどういう業務をどれくらい整理しなければいけないのかが、まだわからない状態です。具体的な影響が出るのは、もう少し先と考えていいと思います。

■ 7. デリバティブ規制改革

第三のトピックスは、OTCデリバティブです。ピッツバーグG20サミットで、2012年秋までにデリバティブ市場が活発な先進国で、新たな規制体系のもとで取引ができるようにするのがグローバルな目標でした。一部は実現していますが、新しい取引システムにはほど遠い状態で、実務レベルでは、世界的に大きな混乱が生じている状況です。

グローバルに進むデリバティブ規制改革の狙いを非常に単純化して説明すると、OTCデリバティブ市場のOTC（Over the counter）という文字を取ることはないかと思います。

すなわち、取引所あるいは取引所に近い電子取引プラットフォームの上でデリバティブ取引をやる、あるいはそこで価格を決める。そしてその清算も中央清算機関でやっていきましょうということですから、転々流通する有価証券に近い取引システムに移行させようというのがデリバティブ規制改革の大きな目標です。

これまでのデリバティブ取引は、リスクヘッジなど顧客のニーズに沿ったサービスや商品（相対で）提案するのが本質でしたが、プロのヘッジファンドや商品業者と、プロのディーラーや銀行がOver the counterでデリバティブのポジションを取っていることがマーケットを複雑化してシステミック・リスク

の所在をわかりにくくし、またカウンターパーティリスクを偏在させるとの批判があり、これを公明正大なマーケットに改革したいというわけです。

また、デリバティブ取引は他の証券取引に比べて手数料率が高く、しかもアメリカでは、冒頭に挙げた大手グループによる寡占状態になっています。プロダクトによって少し異なるのですが、ウェルズ・ファーゴを除く5グループでおそらく9割近い市場シェアを押さえています。今回の改革では、デリバティブ市場の透明性向上と競争の促進を一気に達成しようとしています。

さらにデリバティブの取引ではクロスボーダー取引が多い、つまり国内の資産、取引相手にとどまらない取引をすることが多いのですが、どこの法律をどの取引に適用すればいいのかわからなくなっていることが、混乱の原因になっています。特にアメリカのドッド・フランク法で指摘されている問題ですが、清算義務・報告義務などの規制が海外のプレイヤーや投資家に及ぶ「域外適用」を巡る混乱です。デリバティブ市場改革のゴールが、ある意味であまりに遠大なので、おそらく今後1、2年は、いくつかのレベルでこうした混乱が続くと思います。

金融規制改革が与える金融セクターへの影響については、Too big to failの終焉と信用格付の問題に絞って言及しましたが、まだ策定途上の重要な法規も多いこと、多くの規制が複雑に絡むことから、総合的な金融機関経営

への影響はまだ誰もわからないという状況です。規制対応コストの上昇やバランスシート調整、市場参加者の行動が抑制的になる、売買高や流通ボリューム自体が低迷するなど、個別にはさまざまな可能性があると思います。

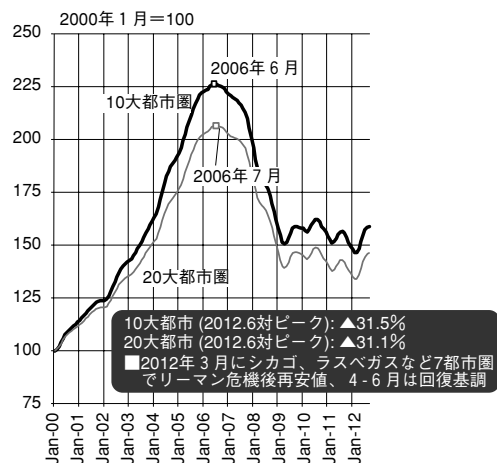
とは言うものの、信用格付や市場の流動性への影響が、現在金融セクターの評価をデリスカウント方向に持っていく要因になっていることが、最大のポイントではないでしょうか。

■ 8. 金融セクターの不良債権問題

金融規制改革に加えて、金融セクターの評価を下げる要因として、金融セクターの資産内容に疑念があることや不良債権が挙げられるのではないかと考えています。価値が劣化したり、わからなくなっている資産がどのくらいあり、どういうやり方を使えば、いつまでにきれいにできるのか。バッドアセットというのは、損失計上してバランスシートから消去することが可能ですし、また、値段を安くすれば買い手が現れます。バッドアセットも、正しくプライシングすれば、いいアセットに変わるにもかかわらず、そういったプロセスを米国の金融機関が今回は踏んでいないという問題があります。

特にアメリカにおける今般のバブルの中核は住宅市場です（図表5）。2012年後半、住宅価格が上がったと騒がれましたが、長期的

(図表5) S&Pケース・シラー住宅価格指数(季調前、2000.1-2012.9)



(出所) S&P資料より野村資本市場研究所作成

に見ると住宅価格はまだ停滞しています。

アメリカにおける住宅販売のうち、新築の流通量は全体の10%にも満たず、中古住宅の販売や住み替えが重要なマーケットです。住宅価格指数でも中古住宅の販売価格が基本的な指標になりますが、中古住宅販売件数は確かに最近ボトムをうち回復傾向にあるのですが、中長期的に見ると構造的な落ち込みと言わざるを得ません。

住宅販売状況は雇用情勢とも連動します。アメリカの雇用統計を見ると、リーマンショック前後に累計で約877万人の雇用消失がありました。その後、プラスに転じているので、雇用が改善しているとされていますが、実際には、累計で約460万人が仕事を得たにすぎない状況で、400万人程度の失業者がまだ職に戻れていない計算になります。

仮に今後しばらく雇用統計で月20万人のプ

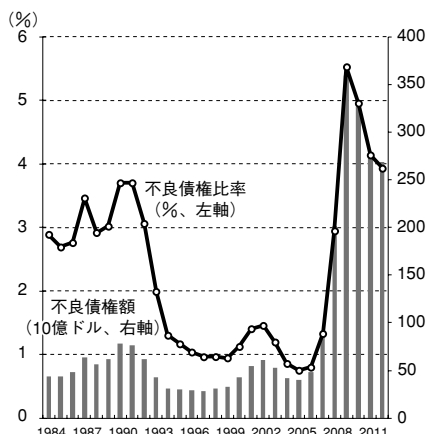
ラスが出続けても、完全に回復するまで20か月、月10万人増ペースだと40か月もかかることとなります。

米国の住宅バブル崩壊の影響は、2年や3年で完全に片がつく問題ではなく、6、7年くらい時間が経たないと、本当の意味で回復することは難しいと思われます。

こうした中、実際のところ、米銀にどのくらいの不良債権があるのか(図表6)。潜在的な不良債権、支払いが止まっているノンパフォーマンス・ローンが量にして約20兆円はあります。これはあくまで米銀のバランスシートに載っているローンです。総貸出に占める比率にして4%ちょっと切るところまでは減らしましたが、歴史的にはかなり高い数値で、1980年代後半のS&L危機の頃の不良債権の比率よりも高い水準です。

にもかかわらず、貸倒引当金繰入額という

(図表6) 米銀の不良債権比率推移 (FDIC加入商業銀行ベース)



(注) 不良債権比率 = [Noncurrent Loans and Leases] / [Total Loans and Leases]
 (出所) FDIC資料より野村資本市場研究所作成

不良債権処理のために積み立てるキャッシュを、米銀はどんどん減らしています。2009年に巨額の貸倒引当金を積み立てて、不良債権の償却を積極的にやりましたが、今はピーク時の4分の1程度しか貸倒引当金の繰入れをしなくなっています。

JPモルガン、シティグループ、ウェルズ・ファーゴは史上最高益だという話をしましたが、実はこの貸倒引当金繰入額が減った分がそのまま利益になっています。不良債権がこれから増えない、あるいは増えても、担保の不動産である住宅が適切な値段で売れ、回収できる前提であればいいのですが、もしそうでないとすれば、また貸倒引当金を積まないといけません。そうすると、途端に収益が出なくなる構造になっています。

こうしたことを冷静に見ているアメリカの投資家は、この1、2年、一部の米銀が計上

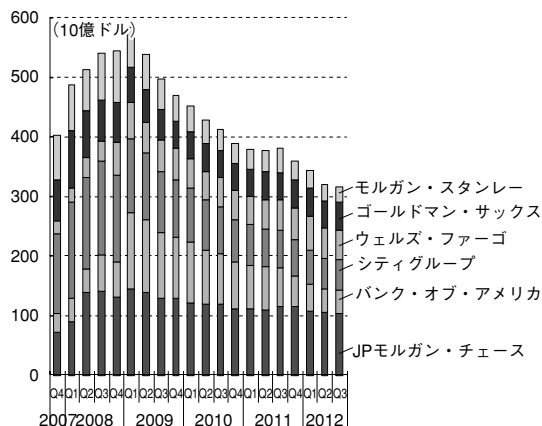
している史上最高益を信用していない可能性が極めて高いのではないかと思います。

9. 残る住宅ローン問題の影響

こうした中で2013年の米銀の収益環境は、停滞気味になっていくのではないかと懸念しています。その根拠は、FRBがオペレーション・ツイストを実施している影響で、長短利ざやが圧迫されており、このまま低金利が続くそうだと考えるからです。むしろ、低金利下で貸出が増えることで収益が拡大する可能性はありますが、安いコストで調達した金をそれほど高くは貸せない、運用できないという状況が継続しているようです。

個別行のノンパフォーミング資産（支払いが止まっている債権）を見ても、全体では順調に減っているものの、バンク・オブ・アメ

(図表7) 米国大手金融グループのレベル3資産残高(四半期別)



(注) モルガン・スタンレー、ゴールドマン・サックスは2008年度まで11月決算。
 (出所) 各社財務資料より野村資本市場研究所作成

リカやウェルズ・ファージでは、2012年第2、第3四半期に住宅ローンを返せなくなっている人がまた増える傾向があります。

つまり住宅市場がまた活発になってきているという声が多い一方で、以前に借りた住宅ローンの元利支払いが今になってできなくなっている人もいるという現実があります。

こうした状況を注意深く見ると、やはり不良債権問題はまだまだあると考える投資家が大勢いても不思議ではありません。

それから気になるのが、6大グループのレベル3資産の開示金額です(図表7)。レベル3資産とは、金融商品の公正価値会計、市場の中で参照できる価格がないほど流動性が低下してしまったので、時価評価をしなくていいという資産です。内部モデル等を使用し、仮の評価を行い、事実上の時価評価を止めてしまうほどの低流動性資産です。

以前、レベル3資産の会計基準をアメリカの会計基準機構が変えようとした時期もありましたが、金融危機直後の混乱の中で結局手を付けませんでした。中身は例えばプライベート・エクイティ・ファンドのM&Aの時に使うシンジケートローンや商業不動産ローンのポジションだろうとされています。

いずれにせよ、このレベル3資産が6大グループ合計で約30兆円規模もあります。さらに気になるのは、財務体質が良いと言われているJPモルガン・チェースが、段トツのレベル3アセットを持っていることです。1行で1,000億ドル分持っていますが、過去5年にわたってほとんど減らしていません。この1,000億ドルの時価が仮に半分だとすると、500億ドルの損失が出るということになります。これはJPモルガン・チェースのTier 1自己資本額の35%相当となります。現在の

JPモルガン・チェースのTier 1 比率は約12%です。万が一、ある日ルールが変わってレベル3アセットを時価評価することが要請され、その際の時価は半分だと仮定するとTier 1 比率は12%ではなく、8%になってしまいます。

これらを踏まえると、アメリカの金融機関から不良債権がきれいになくなったとは到底言えません。誰も厳密に分析したり指摘したりしていないだけなのではないかと思えます。

要は、アメリカの不良債権問題の中核は、住宅ローンの焦げ付きです。借りた住宅ローンが返せなくなったので、担保である住宅を差し出す。その時の住宅の価値が半分や3分の1になってしまっていることが問題なわけです。

実際には、米国の住宅バブル崩壊による不良債権の大方は、ファニーメイ、フレディマックという政府公営企業（現在は国有化）2社に相当量集まっています。彼らはドッド＝フランク法ができる前に国有化されていますので、特別な待遇を受けて公的資金を投入され、多額の不良債権処理をしてきました。

2012年に入ってからようやく四半期ベースで黒字が出るようになったのですが、両社が抱えているノンパフォーミング資産、つまり2か月、3か月と支払いが止まっている住宅ローンが、合計で3,200億ドルくらいあります。こうした資産がデフォルトすると、公的資金で損失処理されることになりますから、アメリカの納税者が負担をし続けていること

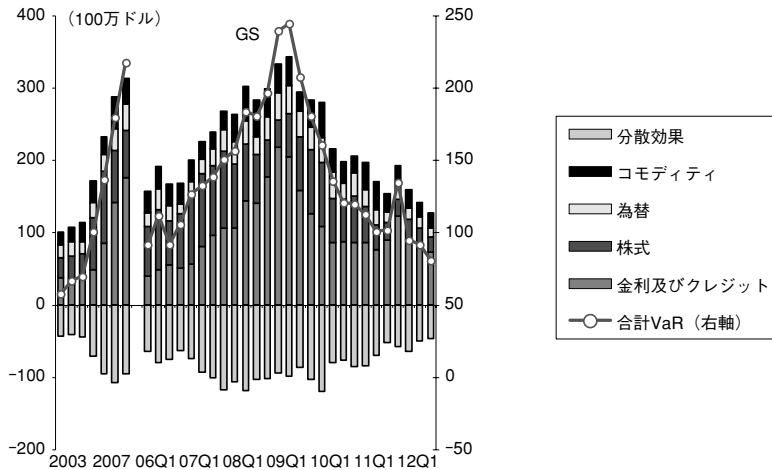
になります。また、GSE（政府支援企業）の債務は、2社で約6兆ドルになっており、これがなぜかアメリカの資金循環勘定統計の中では金融セクターの負債にカテゴリーされています。もしこれが政府負債にカテゴリーされると、その分が政府負債に上乘せされるわけです。現状、アメリカは日本の政府負債ほどGDP比率は悪くないですが、米国政府にも隠れた不良債権問題があるということです。

■10. 欧州の金融市場

欧州についても、詰まるところ、現在起きている問題の根幹は、米国と同じなのではないかと思っています。欧州はソプリンの負債が問題だとか、ユーロというシステムに問題があると評論されますが、ソプリンの債務が大きだけの問題なら、日本も相当悪い。欧州勢に対して、日本が胸を張れるのは、せいぜい対外債務が小さいというくらいです。これでは日本も欧州とさほど変わらない評価になってしまいます。

しかし、欧州については、それだけが問題ではありません。むしろ、こうした過剰債務問題が不良債権問題となって、バランスシート不況やデレバレッジという形で实体经济に深刻な危機を及ぼすのではないかという懸念です。さらにそれが銀行システムや金融システムを通じて、他国にばら撒かれるのではないのかという恐怖もあるかもしれません。金融システムリスクが伝染してしまうこ

(図表 8) ゴールドマン・サックス (GS) のバリュエーション・アット・リスク (VaR) の推移



(注) 2008年度までは11月決算。両社とも期中平均、95%信頼区間 (MSは2004年度まで99%)、一日保有ベース。
 (出所) 各社決算資料より野村資本市場研究所作成

とが、世界の金融関係者にとって一番怖いことだと言えるのではないのでしょうか。

今の欧州では、スペインやイタリアがその典型だと思えますが、銀行セクターの安定性の指標—例えば不良債権の比率、ファンディングに関する指標—が半年、1年くらい改善や進展が見られません。

流動性の問題については、ECB (欧州中央銀行) の果敢な政策によって、資金繰り危機は抑え込んでいる状態ですが、銀行の自己資本比率を高く保つメカニズムの構築は二の次です。今、仮に不良債権を処理したとしても、それに耐えられるだけの自己資本比率を維持するとか、資本を注入するためのメカニズム (ESM: European Stability Mechanism) とか、長期的なファンディングを安定的に保つためのユーロ共同債構想な

どについては、さほど進展していません。

日本の経験で言えば、不良債権がバランスシートに残っている限り、不安は完全には払拭されません。銀行への資本注入メカニズムに加えて、不良資産を銀行から切り離すための政策やアイデアが求められると思います。

11. 2013年金融ビジネスモデルの方向感

こうした中で、欧米の金融機関のビジネスは、われわれ自身も気づかないうちに相当変化してしまっているのではないのでしょうか。

変化の1つはリスク量についてです。(図表8) はゴールドマン・サックスのバリュエーション・アット・リスクをグラフにしたものですが、大変な勢いで下がってきています。モルガン・

スタンレーも同様です。2003年、2004年のレベルよりも、さらに下げるのではないかという感じです。ゴールドマン・サックスのようなトレーディングハウスとしての特徴が非常に強い金融機関がここまでやっている。さらにリスク量を絞り込もうとしているというのは、経営陣にそれ相応の決意があつてやっていることではないかと私自身は思っています。

つまり、金融市場のテールリスクの回避や、損失を出さないようにする戦術などとはちょっと違い、ビジネスモデルとして改革や変化まで視野に入れているのではないかという気がします。

数か月前のウォールストリートジャーナル紙の取材で、ゴールドマン・サックスのCEOが「われわれは金融界のウォルマートになるのだ」と答えていました。サービスやITを重視するとの発言で、ちょっとした話題になりました。これは本音ではないでしょうか。ゴールドマン・サックスが2013年にどういう方向に進むのか、見てみたいと思います。

また、もう1つの変化はアセットマネジメント、ウェルスマネジメント分野へのシフトがあります。アメリカの家計セクターは、確かに負債も大きいのですが、今、足元では貯蓄や投資に熱心であり、金融市場にお金を流し込んできています。特にベビーブーマー層は相当お金を持っており、彼らがあまり借金をしないので、個人セクターの資産運用ニーズは大量にあるのだとされています。そこに例えば投資信託を販売して、インカムゲイン

を提供する。これが今後のアメリカの金融機関—資産運用会社、銀行、証券あるいは保険会社を含めた一大ビジネス分野になっていくと予測しています。リスクを取らなくなる投資銀行と、アセットマネジメント、ウェルスマネジメント側に軸足を置く金融グループの2つが方向感としてはあると思います。

■12. アジアの経済発展と金融セクター

最後にアジア市場を見てみましょう。

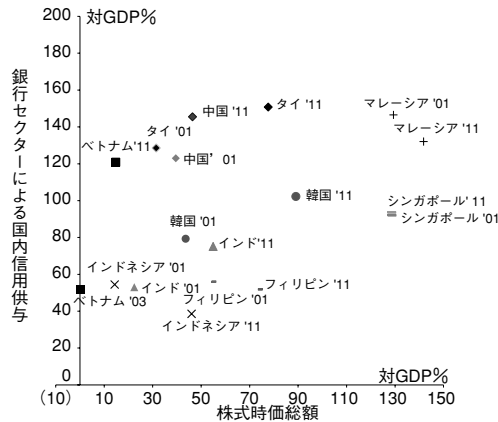
HSBCとシティグループの地域別の税前利益や収益を見ると、5年前と比較して、特にHSBCは、今やアジアでほとんどの利益を出す金融機関に変貌しています。

日本の金融機関も今はアジア重視、アジア強化と言うのをよく聞きますが、彼らに至ってはホームマーケット以上にアジアで稼ぐところまできており、確固たる基盤を作りつつある状況となっています。

アジアに関しては、どこの国がいいとか、どの金融機関を買ったらいという話ではなく、国ごとのマーケットの違い、例えば所得水準や金融行動の違いに着目して考えていくべきです。

(図表9)ではアジア諸国の金融構造を比較しようとしています。縦軸に間接金融側のポリュームを示すものとして、銀行の信用供与のGDP比率を取っています。横軸では直接金融の代替指標となる株式市場のポリューム感を

(図表 9) アジア諸国の金融構造変化



(出所) World Bankより野村資本市場研究所作成

示すために、株式時価総額のGDP比率を取っています。アジアの国は経済発展とともに右上方向に金融構造が変わってきているのですが、シンガポールやマレーシアの金融構造は、もう上にはいかず、右方向ばかりに向かっています。一方、タイ、中国、ベトナムなどは、それほど株式市場が大きくないのに、信用供与がフルで行われるようになってきています。

アジアの金融構造の将来を考える時に、すでに依存度が高い銀行融資をさらに増やそうとするのは、かなりバランスが悪いのではないかと思います。各国の金融構造を横に向けるビジネス、つまり株式を中心とした資本市場に関連したビジネスと銀行融資以外の信用供与である債券市場の整備が、今後のトレンド、進むべき方向感としてあるのではないのでしょうか。

日本はこのグラフに載せていませんが、今の株式時価総額対GDP比が60%くらいです。

銀行セクターの信用供与対GDP比の方は300%を超え、完全に上に突き抜けた状態になっており、間接金融への依存度があまりにも高い。長く不良債権問題や資産デフレに苦しんだ日本の金融セクターの経験に照らして考えるならば、アジア諸国の金融構造をバランスあるものにしていく必要があるでしょう。日本の金融機関は、自らの経験のプラス面、マイナス面の両方を伝え、アジアの経済成長に貢献しながら金融ビジネスとしての地位を築いていくことが望まれるのではないかと考えます。

2013年こそ日本の金融セクターにとって、アジアを中心に明るい話が聞こえてくる年になるよう願っています。

本日はご清聴ありがとうございました。

(本稿は当研究会主催による講演会における講演の要旨である。構成：千田 雅彦)