

銀行業務の変化と サブプライム・ローン問題

——銀行業務の変化・多国籍化とシティバンクに焦点を当てる——

中野 瑞彦

目次

はじめに…シティバンクや UBS, HSBC が大きな損失

1. 金融業務の変化とグローバル化

- (1) 世界的な金融自由化の帰結
- (2) 金融機関の損失と資本不足
- (3) 動揺する国際金融市場

2. SPL問題が意味するもの

- (1) SPLとは
- (2) SPL拡大の背景と問題点
- (3) 住宅バブルの崩壊
- (4) 証券化の問題点

3. 銀行業務の変化とリスク

- (1) エクセレント・バンキング
- (2) 銀行業務とリスク—シティグループの例
- (3) 多国籍化との関係

終わりに

はじめに

2007年春先から顕在化した米国のサブプライム・ローン（subprime loan, 以下 SPL）問題は世界の金融市場を混乱に陥れ、株式相場を大きく下落させる主因となった。この問題の発端は、米国の信用力の低い住宅ローンであ

る SPL の延滞率が上昇し債務不履行のリスクが高まったことにある。更に複数の SPL から組成して証券化した金融商品の格付を格付会社が一斉に引き下げたことが金融市場の不安を招いた。その根本的な原因は2003年以降の米国の景気拡大を支えてきた住宅市場の変調であるが、住宅ローンが証券化されて金融商品として国境を越えて売買されたために、金融危機が国際金融市場に伝播する結果となった。

しかし、SPL 問題で顕在化した問題は、証券化の仕組みや格付けだけではなく、銀行が極めてリスクの高い業務に踏み出していたということ、更に現代の金融市場ではデリバティブ取引やレバレッジによってリスクが複雑に絡み合い増幅していることである。そこでは、リスクをどこで遮断できるのか定かではない。世界有数の金融グループであるシティグループや UBS、HSBC が大手証券会社と並んで SPL 関連で多額の損失を計上し、毀損した自己資本の回復策として産油国や新興国の政府系ファンドから資本を受け入れざるを得なくなった。なかでもシティグループは国際的なリテールバンキングの優等生として高い評価を受けてきた金融機関である。今回の SPL 問題によって、こうした銀行が実はリスクの高い取引を実行していたこと、且つその実行部隊が本体ではなく SIV と呼ばれる特別目的会社を使って行われていたことが浮き彫りとなった。これは1988年のロシア通貨危機発生時にリスク判断を誤って破綻したヘッジファンド LTCM (Long Term Capital Management) 社や、非連結子会社を使ってデリバティブ取引に傾斜し破綻したエネルギー商社エンロンを想起させる。

本稿では、SPL 問題を銀行業務の変化とリスクという観点から検討し、銀行業務が抱える問題点を検証する。

1. 金融業務の変化とグローバル化

(1) 世界的な金融自由化の帰結

世界の金融市場は1970年代に始まった米国による世界的な金融自由化推進によって大きく変化した。米国は70年に10万ドル以上の大口預金の金利自由

化を実施し、1975年には株式手数料を完全に自由化した。また、72年には通貨先物取引を開始し、81年にはオフショア市場を開設するなど、金利・手数料の自由化と金融業務の自由化を国内で同時進行的に進めた。80年代に入ると西欧各国や日本に対して金融市場の開放を要求するようになり、日本に対しては84年の日米・円ドル委員会を皮切りに預金金利の自由化と金融市場への外資参入規制の撤廃を強く要求した。この背景には、米国の産業競争力の低下によって悪化する経常収支を外国資本の取り込みによってカバーするという狙いがあったが、他方で西欧諸国や日本も経済成長率が大きく鈍化する中で、規制緩和とりわけ金融市場の改革によって経済成長を後押しする必要に迫られていた。

この結果、1980年代前半までは各国の規制に縛られていた金融市場は対外的な開放が進み、90年代終盤には国際化が大きく進展した。日本では98年中に内外資本取引の自由化や銀行持株会社の解禁など日本版金融ビッグ・バン施策の大半が実現した。EUでは89年の第二次銀行指令によって、域内で自由に金融サービスを展開することが可能になった。更に93年に採択された投資サービス指令によって、証券会社も域内の他の証券取引所の会員になることが認められた。これによって、基本的にはEU全域でユニバーサル・バンク方式が認められることになった。

こうした国際化は、資金が国境を越えて移動するというレベルの国際化にとどまるものではなく、金融機関、とりわけ銀行や証券会社の活動が一層国際化するという現象を生み出した。その特徴は、第一にシティなど一部の有力米銀がアジアや中南米市場の銀行を買収して業務を国際的に拡張したこと、第二にドイツ銀行やUBS銀行など西欧の銀行が米銀や米証券会社を買収して米国金融市場に参入したこと、第三に米国内の州際業務規制の撤廃と銀行・証券の垣根撤廃¹⁾によって銀行の証券業務進出が可能となり、海外から進出

1) 1994年のリーグル=ニール州際銀行業務・支店設置効率化法によって州境を超えて店舗を拡大することが許可された。また、99年のグラム・リーチ・ブライリー法（金融サービス近代化法）によって、金融持株会社の下で銀行が保険や証券へ

した金融機関も含め米国内で金融業務が一気に拡大したこととして指摘できるであろう。しかし、このような多国籍化や多角化ないし変化の現象は、国際的な金融自由化の結果として金融機関の業務が単純に国際化したという捉え方だけではなく、個々の金融機関がその存亡を賭けた経営戦略の結果であることも忘れてはならない。例えば、米銀ではバンク・オブ・アメリカのように、国際化ではなくむしろ国内業務に集中する戦略を選択した銀行もある。金融業務の国際化は自動的に進むわけではなく、個別金融機関の経営戦略の結果として進行している。同時にここで注意すべきは個々の金融機関の金融業務のリスクが金融商品並びに金融技術を通じて国際化し、金融市場に大きな影響を与えるようになってきている点である。SPL問題は世界的な金融自由化が実は米国市場を中心にしたものであること、更には米国に資金を還流する仕組みであったことを図らずも露呈したと言えよう。金融リスクは瞬間に顕現化し、各国の金融資本市場に大きな衝撃を与えることになったのである。

(2) 金融機関の損失と資本不足

今回の SPL 問題によって欧米を中心に多くの金融機関が損失を計上した。2008年1月末時点で判明している損失額は図表1の通りである。これは住宅ローンそのものが回収できずに発生した損失に加え、保有している住宅関連証券を始めとする証券化商品の評価損、売却損を含んでいる。損失の具体的内容は金融機関によって異なるが、全体としてはむしろ前者より後者のほうが大きいと考えられる。損失を出した金融機関は米国にとどまらず、証券化商品を購入していた欧州の銀行・証券会社や日本の銀行・証券会社が軒並み多額の損失を計上した。欧州では07年2月に英国のHSBC²⁾が米国の住宅ロー

進出することが認められた。

2) 香港上海銀行を母体行とする金融持株会社。香港上海銀行は1987年に英国のミッドランドバンクを買収し、93年に本店を香港からロンドンに移転。HSBCは03年3月に米国の独立系ノンバンクを買収してクレジットカードや住宅ローンなどの業務に参入した。

図表1 SPL 関連損失金額

(億ドル)

金融機関	2007年10-12月期純利益 (前年同期)		SPL 関連損失 (累計)
シティグループ	△98	(51)	△245
バンク・オブ・アメリカ	3	(53)	△105
ワコビア	1	(23)	△29
UBS (スイス)	△110	(31)	△180
メリルリンチ	△103	(22)	△204
モルガン・スタンレー	△36	(22)	△94
みずほFG	36	(53)	△31
野村ホールディングス	8	(13)	△13
三井住友FG	29	(36)	△9
三菱UFJFG	29	(63)	△5

(注) 1. モルガン・スタンレーは07年9-11月期。

2. SPL 関連損失は07年10-12月期までの累計。

3. 邦銀の計数は、欧米金融機関との比較のために110円=1ドルで換算。

(資料) 新聞記事、各社決算資料等により作成。

ンに関して17.6億ドルの引当金を計上することを発表、米国では住宅金融大手の New Century Financial 社が大幅な引当金積み増しを発表した（4月に倒産）。7月から9月にかけて、ドイツのザクセン州立銀行と政策銀行であるドイツ IKB 産業銀行、フランスの BNP パリバ証券、英国の地方銀行であるノーザンロック銀行、日本の野村ホールディングスが多額の損失を公表した。IKB やノーザンロックの場合には、預金者の不安と金融市場の動揺を抑えるために、ドイツ政府や英国政府が公的救済策を検討せざるを得ない状況に追い込まれた。更に特筆すべきは、SPL 関連で一旦損失を計上しながら、再び新たな損失（多くは評価損）の計上を余儀なくされた金融機関が多いことである。これは SPL 関連の証券化商品のリスクが評価できないために保有価格を更に引き下げざるを得なかったことに加え、これが他の証券化商品にも波及したためである。証券化の目的の一つはリスクの分散化であったが、ほとんど相関関係のない原債権の間に、証券化したのがゆえに金利とリスクを媒介として相関が生じてしまうという結果となった。

SPL 問題で最大の損失を出したシティグループは、07年10-12月期で98.3億ドルの大幅な赤字を計上した（前年同期は51.3億ドルの黒字）。主因はSPL 関連の貸出倒れ損失と同証券化商品の評価損であり、合計174億ドルの損失となっている。この結果、07年業務純益は前年の896億ドルから79億ドル減少して817億ドル、純利益は前年の215億ドルから179億ドル減少して36億ドルと惨憺たる結果となった（後掲、図表6）。10-12月期のSPL 関連損失174億ドルが年間減益分のほとんどを占めたことになる。

以上のような損失の結果、各金融機関とも自己資本が大きく毀損した。高いリスクを取って収益をあげ且つ世界的に業務を展開するためには、BISの自己資本比率規制をクリアーするだけでなく高い自己資本比率を維持しなくてはならない。資本不足はリスク業務や国際業務からの撤退を意味する。このため、損失を出した各社は資本を増強すべくアラブ系ファンドや新興市場国のソブリン・ファンド（政府系ファンド）からの出資を受け入れることになった（図表2）。シティグループの06年末の自己資本額は1,233億ドル（内、中核自己資本909億ドル）、自己資本比率は11.65%である。SPL 関連損失の174億ドルは自己資本の14.1%（同8.59%）にあたり、単に自己資本比率を1%程度引き下げるばかりでなく中核自己資本が8%を下回り金融機関とし

図表2 SPL 関連損失に伴い増資を実施する金融機関

（単位：億ドル）

受入金融機関	引受先（出資者）	増資金額	06年末自己資本額 （同自己資本比率）
シティグループ	シンガポール政府投資公社（GIC） クウェート投資庁など	145	1,233（11.7%）
	アブダビ投資庁	75	
バンク・オブ・アメリカ	公募増資	120	1,353（11.8%）
UBS（スイス）	シンガポール政府投資公社（GIC）	98	332（14.7%）
メリルリンチ	テマ・セク・ホールディングスなど	62	390（-）
モルガン・スタンレー	中国投資有限責任公司（CIC）	50	354（-）
ベア・スターンズ	中信証券	10	118（-）

（資料）新聞記事、各社公表資料等により作成。

て信用力が著しく低下する虞があった。

今回の増資は優先株方式で、リスクは高いものの投資利回りは高く、出資者には格好の投資機会である。俯瞰的に見れば、産油国や新興市場国が米国向け輸出によって獲得した資金を米国の銀行や証券会社への出資によって還流させるとともに、そこから再び投資収益を得るという構図である。これにより、金融市場の国際化は出資部分を通じて更に深まる結果となった。

公表された金融機関の損失に加え、非公表のヘッジファンド（Hedge Fund）の損失も膨大な金額に上ったと推定される³⁾。そもそもヘッジファンドは、通常の株式投資や債券投資以上の利回りを追求し、ハイリスク商品に投資している。その一つが後述する住宅ローン担保証券（Residential Mortgaged Backed Securities, 以下 RMBS）など不動産担保証券（Mortgaged Backed Securities, 以下 MBS）や債務担保証券（Collateralized Debt Obligation, 以下 CDO）のうちのエクィティ部分（償還順位が最劣後となる出資部分）への投資である。これはハイリスク・ハイリターン商品であり、利回りが高く設定されている。ヘッジファンドはハイリターンを狙ってこのエクィティ部分に多額の投資をしていた。しかし、SPL 問題が勃発しエクィティ部分が毀損したために、ヘッジファンドへの資金提供者が一気に解約に走り、ヘッジファンドは返還資金を捻出するため保有している株式や債券の売却を余儀なくされた。これが株式相場や債券相場の価格下落を惹き起こし、欧米日の株式相場下落に繋がったと言われている。なお、ヘッジファンドは買収ファンド（LBO ファンド）にも資金を貸し出しており、今回の損失計上と資金繰り逼迫によって LBO ファンドへの影響も避けられない。

（3）動揺する国際金融市場

SPL 問題に関連した金融機関の損失拡大は、国際金融市場にも大きな動

3) 2007年6月に米大手証券ベア・スターンズ傘下のヘッジファンド2社が破綻の危機に直面した。

揺を与えた。当初は上述した金融機関やヘッジファンドの換金売りが金融市場や株式相場を圧迫していたが、損失幅が拡大するにつれ金融機関に対する信用不安が高まり短期金融市場は不安定な展開となった。これに対し、欧州中央銀行（ECB）と米連邦準備制度理事会（FRB）は、07年8月9日にそれぞれ948億ユーロ、240億ドル（FRBは8月10日に更に380億ドルを供給）という異例の大規模な流動性供給オペレーションによって市場の安定化を図った。更にFRBは9月18日にFFレートの0.5%ポイント引き下げを決定した。

しかし、2008年1月に入ると大手金融機関の損失額が予想を上回る結果となったこととともに、住宅バブルの崩壊で米国が景気後退に陥るとの観測が高まり、世界的に株価が下落した。これに対し、米政府は大規模減税などを含め総額1,500億ドルの景気対策を打ち出したが、市場期待を下回るとして中国、インドを含め世界の株式市場で株価が一気に下落した。このためFRBは1月22日に緊急利下げを決定しフェデラルファンド・レートを0.75%ポイント引き下げ、更に30日には0.50%ポイント引き下げて年3.00%とした。これにより世界の株式相場は一旦小康状態を保つこととなったが、その後も不安定な展開が続いた。

図表3は08年1月22日の終値について、07年末比（a）、07年高値比（b）、

図表3 世界の主要株式指数の騰落率（08年1月22日終値）

（単位：％）

	前日21日比	07年末比(a)	07年来高値比(b)	(c) : (b) - (a)
日本	△5.7	△17.9	△31.2	△13.3
中国（香港）	△8.7	△21.8	△31.9	△10.1
中国（上海）	△7.2	△13.3	△25.2	△11.9
インド	△5.0	△17.5	△19.9	△2.4
韓国	△4.4	△15.2	△22.1	△6.9
シンガポール	△1.7	△17.3	△25.2	△7.9
米国	△1.1	△9.8	△16.2	△6.4
英国	2.9	△11.1	△15.0	△3.9
ドイツ	△0.3	△16.1	△17.0	△0.9
フランス	△0.7	△14.1	△21.8	△7.7

（資料）2008年1月23日付「日経新聞」記事を一部改編。

(b) のうちの07年中下落分 (c) として表示している。これを見ると、SPL 問題が顕在化した07年中の時期に不安定であったのは、ヘッジファンドが多額の投資をしていると言われる日本や中国であり、SPL の震源地である米国をはじめ欧米の株式相場の下落率は比較的小幅であった。ところが、08年に入ってから (a) に示されている通り各市場とも大幅に下落しており、年明けに公表されたシティグループやメリルリンチの予想を大幅に超える赤字幅や米国景気後退予想が株式市場に大きく影響したことがわかる。これは、市場が SPL 問題当初は限定的に捉えていたこと、しかし実際には予想を上回る規模であるとともに米国景気の後退ひいては世界景気の後退に繋がる問題だと再認識したことを示していると言えよう。以下、国際金融市場にこれほど大きな影響を与えた米国の住宅ローンのどこに問題があったのかについて検討する。

2. SPL 問題が意味するもの

(1) SPL とは

米国の住宅ローンは、政府関連機関の保証が付く住宅ローン (FHA/VA ローンとコンフォーミング・ローン) と政府関連機関の保証が付かない住宅ローン (ノンコンフォーミング・ローン) の二つに大別される。SPL はこのうち後者に属し、債務者を信用力で分類した場合の一つのカテゴリーである。また、米国では住宅そのものを取得する住宅ローンの他に、住宅の評価額から住宅ローン分を控除した住宅価値の正味部分 (Equity, エクィティ) を活用して組むホーム・エクィティ・ローン (Home Equity Loan, 以下 HEL) があり、SPL の中に HEL が含まれる場合もある。SPL は信用力の低い住宅ローンであるが、金利や手数料が高い割に審査基準が緩いため比較的所得の高い階層が住宅投資目的や消費資金捻出目的に利用しているケースも少なくない。

米国の住宅ローン審査では Fair Issac 社の開発した FICO スコアが広く使われている。これは債務者の信用状況を、借入口座数、過去の支払履歴、

借入残高などのデータによって点数化したものである。性別や年齢、年収、住所などは点数化の対象になっていない。その意味では、SPLは必ずしも低所得者向けローンであることを意味せず、信用力の低い債務者に対するローンを意味することになる。平均的に見て700点を超える水準が prime loan (以下、PL)、660点未満の場合には SPL となっており「中の下」のイメージである⁴⁾。また、PLとSPLそれぞれについて、Alt (Alternative) と呼ばれる分類がある。これは所得証明書を提出しない場合の分類であり、PLに対してAlt-A、SPLに対してAlt-Bがある。従って、信用力の高い順に並べると、PL、Alt-A、SPL、Alt-Bとなる。なお、Alt-B以下のローンも存在する。

債務者の信用力は基本的に適用金利に反映される。例えば、公的な信用保証を受けられる住宅ローンで期間30年の固定金利の場合、FICOスコアが700-759点のPLで年利5.4%、同620-659点のSPLで年利6.5%となり、適用金利差は1.1%ポイント前後である(08年1月25日時点)。支払金利差額は元本10万ドルに対し年間1,100ドル前後であり大きくないが、SPLの借り手は主として低所得者層であり6.5%という金利水準が所得に比べて重い負担であることから、当初の金利負担を軽減し借り手を誘引する手法として、ステップアップ(段階的金利適用)ローンが用意されている。これは、当初2~3年は低金利でありながらその後は変動高金利に移行する仕組みであり、2/28(計30年)、3/27(同)などと表示されている。当初優遇期間経過後は金利が跳ね上がるだけでなく、PLに借り換えられる場合でも高額の借り換え手数料が元本に上乗せされ、借入金利が低下しても支払い総額は不変どころか増加してしまうケースもあった。ましてや、今回のようにSPLの信用リスクが高まるとともに住宅価格が低下すれば、借り換えそのものが不調のため債務者は重い負担を負わざるを得ない。HELの場合でも、住宅価格が下落すれば(住宅ローンの返済分はエクィティが増加するが)当然のことな

4) 江川由紀雄「サブプライム問題の教訓」

がらエクィティ部分の価値も下落し、ローンの返済を迫られることになる。こうした状況が延滞率ないしは信用リスクを高めるという結果を招いたのである。

(2) SPL 拡大の背景と問題点

米国の住宅ローンは基本的に政府関連機関の保証によって支えられてきた。1939年創設の連邦住宅省（Federal Housing Administration：FHA）は、低所得者に対して公的信用補完（FHA 保険）を提供し、連邦抵当金庫（Fannie Mae, ファニーメイ）が元本と利息を保証する形で民間金融機関による住宅ローンを政策的に後押しした（退役軍人とその配偶者には退役軍人庁から VA（Veterans Administration）保険が提供された）。その後、ファニーメイが民間金融機関から FHA ローンや VA ローンの買取りを始めた。1968年にファニーメイが改組・民営化されて政府後援企業（Government Supported Entities：GSE）となり、取扱い対象の住宅ローンの範囲が広がった（FHA/VA 保険付き以外でファニーメイの買取り基準に合致した住宅ローンで、コンフォーミング・ローンと呼ばれる）。一部業務は新たに設立された政府機関である政府抵当金庫（Government National Mortgage Association：GNMA, ジニーメイ）に引き継がれ、FHA/VA 保険付きローンはジニーメイが保証することとなった。また、1970年に貯蓄貸付組合（Savings & Loan：S&L）の組成した住宅ローンの購入と証券化を支援する機関として連邦住宅貸付抵当公社（FHLMC, フレディマック）が設立され、民間金融機関が住宅ローン貸出の資金を市場から調達する手法が確立した。この過程で、住宅ローン債権を証券化する技術も発達し、1970年にはジニーメイの保証によりパススルー証券⁵⁾が発行され、83年にはフレディマックがペイスルー証券⁶⁾を発行した。ともにエージェンシー MBS（FHA

5) プールされている住宅ローンの支払に基づいて投資家に資金が支払われる。住宅ローンが期限前に一括返済となった場合には、当該証券も期限前一括償還となる。

6) キャッシュフローが異なる複数の（住宅ローンを裏づけとした）証券をプールし

などの保険の付保されていないものはプライベート MBS) として市場に流通した。ただし、こうした政府関連機関の保証が付保できる住宅ローンは、貸出基準が厳格な上に地域ごとの上限額が決まっている。現在では、①FHA/VA 保険付住宅ローンでジニーメイが保証し民間金融機関が証券化する MBS, ②ジニーメイの保証はないが GSE (ファニーメイやフレディマック) の買取り基準に合致し保証が付く住宅ローン (コンフォーミング・ローン) で GSE 自身や民間金融機関が証券化する MBS, ③GSE の保証が付かない住宅ローン (ノン・コンフォーミング・ローン) で民間信用保証会社の保証が付く民間金融機関の設立した SPC (特別目的会社) が証券化した MBS と三種類に分けることができる。この中で、SPL を証券化した MBS はノン・コンフォーミング・ローン MBS に分類されている。

1980年代に入ると、米国における一連の金融自由化の流れの中で住宅ローンに関する規制緩和が進展し、貸出上限金利規制の撤廃 (1980年)、変動金利ローンの解禁 (82年) などによって様々なタイプの住宅ローンが開発された。それでも2002年頃までは SPL の件数は住宅ローン全体の 5%程度に過ぎなかったが、政府関連機関の保証基準を充足するような住宅ローン市場の飽和と超低金利という経済環境の中で、住宅金融会社は FHA/VA 保険や GSE 保証の付かない住宅ローンの拡販に積極的に乗り出した。ここで登場したのが、借入当初は元本返済のみのインタレスト・オンリー (Interest Only : IO) や、当初は低い固定金利に抑え数年後に変動金利ローンに切り替えるハイブリッド ARM (Hybrid Adjusted Rate Mortgage) などである。折からの住宅価格の上昇とこうした新型ローンの開発によって、SPL は爆発的に拡大したのである。

かつて米国の住宅ローンの貸出主体は S&L であったが、1980年代の S&L 危機以降はモーゲージ・バンカーやモーゲージ・カンパニーと呼ばれる住宅金融会社が主役となり、90年代には州際業務規制の撤廃により銀行が住宅金

てこれを担保に発行された CMO (Collateralized Mortgage Obligation, モーゲージ担保証券)。

融会社を傘下に抱え、州境を越えて住宅ローン業務に進出した。実際の営業は住宅ブローカーと呼ばれる小規模な業者が行った。当然のことながら、住宅ブローカーの収入は歩合制であるために、住宅ローンの貸出競争が激しくなる中で公的保証のつかない住宅ローンの貸出審査が次第に甘くなっていったと考えられる。特に、SPLの貸出では悪徳ブローカーが蔓延り、ローンの貸出をするノンバンクは債務者が破綻することを最初から承知していながらローンの契約を行い、その後にローン債権を売却してしまうというやり方が横行していた。同時に、法的責任を回避するために、証券化という金融技術を駆使して債権の売買を正当化していた。一旦売却されたローン契約は、債務者が貸し手責任を追及しようにも或いは債権者と交渉しようにも、証券化によって債権者が変わってしまっているために全く不可能となった。このように住宅ローンの証券化は、住宅金融会社に資金を還流させるだけでなく、SPLなどGSEの保証が付かないローンを拡大させる装置としての役割も担っていたのである。しかし、債権者は債務者を早めに破綻させて担保権を実行し、担保物権を売却して更に手数料や金利収入を得たり、住宅金融会社の中には意図的に倒産して責任追及を逃れたりするケースも少なくなかったため、一部地域ではSPLが社会問題化していた。SPLは略奪的貸出（predatory loan）と呼ばれているように、当初から債務者の破綻と担保物件の早期転売を前提とした性格を持っていたのである。州当局はSPLのこうした略奪性を重く見て、金融機関に対する規制を強化しようとした。このため連邦政府は1994年に制定したHOEPA（Home Ownership Equity Protect Act：住宅所有者保護法）の範囲を2002年にはモーゲージ全般に広げた。HOEPAは適用する金利スプレッドや手数料の上限を厳しく設定しているが、現実にはHOEPAの規制をすり抜けるような金利・手数料を設定した住宅ローンが横行した。しかし、複数の州にまたがる金融機関の営業行為についての監督権限はFRBに移行していたことに加え、州HOEPAに優先する連邦HOEPAの基準のほうが緩いことから、州レベルでの規制は実効性を持たなかった。

連邦当局が規制に消極的であったのは、政権幹部と証券業界との関係が深く、住宅ローン債権の証券化ビジネスを収益源としていた証券会社の影響力があったからだとも言われている。とりわけクリントン政権下で1995年から99年まで財務長官を務めたルービン氏は大手証券会社ゴールドマン・ザックス出身であり（その後、シティグループ会長に就任）、金融緩和と証券ビジネスによって景気を押し上げるとともに金融機関の利益に貢献したとの指摘もある⁷⁾。企業向け金融の収益性が低下していた金融機関にとっては、住宅ローンビジネスは収益を稼ぐための有力なビジネスとなっていたのである。

以上のように SPL 拡大の背景には、住宅ローンに関する規制緩和と銀行業務規制の緩和、収益至上主義の金融機関の行動、行政当局の金融業界寄りの対応という要素が重なっていることが指摘できる。これは、1980年代後半における日本のバブル発生と殆ど同様の構図と言っても過言ではない。

（3）住宅バブルの崩壊

SPL 問題の根本的な原因は、米国の住宅バブルの崩壊である。米国は2001年夏の IT バブル崩壊後、景気拡大の新たな牽引役となったのが住宅市場であった。全米住宅価格指数の動向を見ると、1999年には前年同期比5%前後の上昇率であったが00年以降は7%を超え、04年後半から06年前半にかけて10%台前半の上昇率を記録した。この結果、ピーク時の07年7—9月期住宅価格指数は8年前の約2倍という高水準に達した。こうした住宅バブルを支えたのがFRBの低金利政策であることは言うまでもない。FRBはITバブル崩壊後の景気浮揚のために2001年1月以降段階的に金融緩和を実施し、FFレートの誘導水準を00年12月の6.5%から03年7月には1.0%まで引き下げた。04年6月からは物価上昇に対応すべく段階的な引き締め運営に転換したが、それでも住宅バブルはあまねく広がった。この結果、住宅ローン市場が拡大しすぎて債務者の質の劣化が生じる中で債務者の支払能力が金利上昇

7) 大澤和人「サブプライムの実相」

により限界に達したことに加え、住宅価格の下落によってローンの借換えや転売、担保処分など住宅ローンの貸し手が予め前提としていた「処理」が円滑に行えなくなったことにより、住宅バブルは崩壊した⁸⁾。

SPLの規模と住宅ローン全体に占める割合を見ると、IMFの推定では住宅ローン残高が約9兆ドルに対し、SPLが1.3兆ドル（15%）、Alt-Aが1兆ドル（11%）であり、両者合計で26%と全体の4分の1を占めている。SPLのうち変動金利型の延滞率は2002年始めに14%に達した後は低下していたが（PLの延滞率は3～4%程度）、2006年1～3月期以降は上昇に転じ、07年4～6月期には14%を上回った。SPLはもともと延滞率が高く、延滞の目安となる貸出実行60日後の延滞率（延滞貸出がSPL全体貸出額に占める割合）は15～20%に達していた。ところが、05年以降はそのペースが早まり25日前後で15%に達し、06年には15日前後にまで早まった。07年もこれを上回るペースとなった。住宅バブルの崩壊によって住宅ローンを裏付けとするMBSやCDOの信用リスク額が著しく高まり、市場を不安に陥れた。更には、証券化商品の保証をしていた保険会社（monoline insurance：モノライン）の信用不安にまで飛び火し、金融市場の不安は一層加速したのである。

（4）証券化の問題点

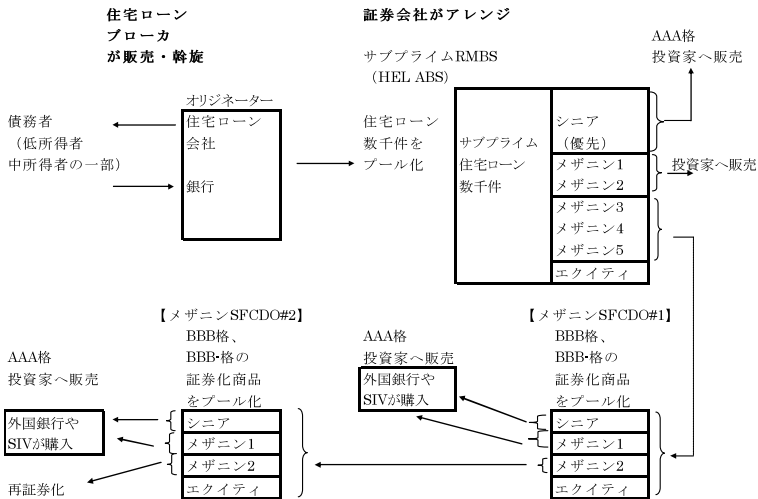
米国では1970年代初めから住宅ローン債権の証券化が進展した。その後、RMBSを始めとするMBSや、売掛債権や割賦債権を裏付けとした証券（ABS：Asset Backed Securities）が発行され、市場に流通するようになった。更には、クレジットカード債権など異種の債権を含む複数の債務をプールして証券化したCDOが発行・流通するようになった。

今回のSPL問題に絡む証券化の第一の問題点は、証券の格付けが真正性を失っていた点である。複数のSPLを集めて証券化する際には、プールさ

8) 米住宅金融大手のカントリーワイド・ファイナンシャルは業績悪化により資金繰りが逼迫したことから、08年1月11日にバンク・オブ・アメリカが救済のため買収合意を発表した。

れたローン債権をいくつかのトランシェ（部分）に切り分けて優先劣後構造を設け、償還順位に応じて格付けを付す仕組みになっている（図表4）。しかし、メザニンのBBB格以下の部分は投資家の購入基準に合わないため、この部分を数多く集めたものに他のABSなどを加えてSFCDO（Structured Finance CDO）を組成し、再び優先劣後構造を持たせて高格付するとともにこれを繰り返す手法が取られている。原債権の内容から判断して本来であればBBB格ないしそれ以下の格付にとどまるべきであった商品が、ABSなど異種の債権と混成してCDOを組成されることにより、中位部分がAAA格として偽装されてしまった。これは格付け会社がCDOの格付けを行う際に、原債権の内容ではなく、同一RMBSまたは同一CDO内のトランシェ間の相関関係だけを審査対象にしているためである。トランシェ間の相関関係は、CDOを組成する債務が統計的に十分に地域分散並びに商品分散しているのであれば、優先的に償還を受ける上位トランシェ部分は

図表4 証券化の仕組み



（資料）江川由紀雄「サブプライム問題の教訓」を一部改変。

AAA 格となる。この再証券化は何度か繰り返され、そもそも低格付けであった BBB 以下の部分が「格上げ」されていった。しかし、これは統計的相関関係に基づいて「高格付け」と表されているに過ぎない。同時に、高格付部分にどの程度の割合で BBB 以下の部分が含まれているのか不明である。この CDO は原債権の BBB 以下というリスクを反映して利回りが比較的高かったことから、高格付にもかかわらず高利回りの金融商品（CDO）として投資家に認識されることとなった。SPL 問題によって多くの金融機関が CDO の評価損によって多額の損失を蒙ったが、プロの投資家とりわけ機関投資家がこの CDO のスキームを理解していなかったとは考えにくい。この点については情報が十分に開示されていなかったことを指摘する論者も少なくないが、むしろスキームのリスクを認識しつつも理論的な判断よりは当面の利益を優先して購入していたと考えるべきであり、これこそ投機性の本質を如実に示したものである。

第二の問題点は、SPL の証券化によって投機性を帯びたリスクが拡張された点である。CDO の取引では現金授受の代わりに、保証の形式を取るクレジット・デリバティブ・スワップ（Credit Derivative Swap, CDS）を用いて決済を行っている。更に CDO には、原債権のキャッシュフローが組み込まれたキャッシュフロー型 CDO の他に、CDO 発行者の（住宅ローンなどの SPL が組み込まれている）ポートフォリオを参照しながら CDS を利用して信用リスクを移転し、金利部分だけの取引を行うシンセティック型 CDO がある。いずれの CDO の場合でも、再証券化が繰り返されると何度も階層化されてしまうため、原債権（キャッシュフロー型は MBS、シンセティック型はクレジット・デリバティブ）のリスクがほとんど見えなくなってしまうが、特にシンセティック型の場合には理論上は無限の額の取引が可能となる。これはまさにリスクを隠蔽したマネーゲームに近いと言えよう。ちなみに、2007年6月末の CDS 残高は45兆ドルに上っており、過去1年間に約2倍に膨れあがった。

この CDO を銀行やその傘下の SIV（Structured Investment Vehicle）

が運用商品として大量に購入していた。SIVはSPCの一種であり、高格付け商品への投資を目的とする投資会社である。出資者は大手銀行や証券会社であり、その別働隊として設立された。その理由は、銀行が多額の投資を行う場合には相応の自己資本を必要とするが、非連結のSIVであればBISの自己資本比率規制を受けないからである。だが、実際にはSIVの発行するCPのバック・アップライン（償還保証）を引受けていた。SIVは必要資金を短期のCPによって調達し長期商品に投資することによって、収益を調達と運用の金利差から得ていた。SIVの規模を見ると、銀行系資金運用会社上位10社のCP発行残高は4,650億ドルに上っている。イールド・カーブが順イールドであれば、長短金利差で利鞘を稼ぐことが出来るが、逆イールドになると赤字となる。また、SIVの投資対象は元々高格付け商品のみであり高い利回りが期待できないことから、一定の収益額を稼ぐためにはレバレッジ（借入比率）を高める必要があった。シティグループ傘下のSIVの場合、平均レバレッジは15倍前後である。まさに、利鞘稼ぎのための装置である。このため、格付けが高く利回りの高いCDOは、魅力的な投資対象であり、SIVが大量購入した。しかし、CDOのリスクが顕在化しSIVがCPによって資金を継続調達することが困難となったため、SIVの出資者であり且つバックアップ・ラインを引き受けている銀行はSIVに対して多額の貸出ないしCDOの買取りを余儀なくされた。シティグループの場合は傘下に7つのSIVを抱えており（運用規模は約500億ドル）、このSIVが本体に連結されていなかったことがシティグループのリスクを不透明にしていたのである（07年12月末に連結対象とした⁹⁾）。また、金融機関の保有資産のリスク度合をより精緻化し、リスク度合によっては原債権額の数倍のリスクウェイトを

9) 米連邦準備法23条及びレギュレーションWでは、銀行と関連子会社1社間の取引（子会社資産の購入、信用供与・信用保証など）は銀行自己資本の10%以下、関連子会社全体との取引量は銀行自己資本の20%以下に制限しているが、07年8月20日にFOMC（米連邦公開市場委員会）は大手米銀3行（シティグループ、バンク・オブ・アメリカ、JPモルガンチェース）に対し、この規制の除外措置を発動した。

求める第二次自己資本比率規制（バーゼルⅡ¹⁰⁾）の導入が米国では当初予定より1年遅らせて09年1月であったことも、SIVに関わるリスクの計測を見誤った要因である（日本は07年3月末、EUは08年1月1日）。SPLに絡む金融取引は、リスクとリターンの理論上のバランスの上に成り立っていたものであったが、想定外の原債権の毀損はそのバランスをまさに崩壊させたのである。

第三の問題点は、証券化が真のリスク分散を実現していなかった点である。証券化商品といいながらCDOは流通性が乏しく、実際の市場価格が判然としなかった。上述したように、CDOの高格付け部位はSIVが購入し、最劣後するエクィティ部分は更に高利回りを狙うヘッジファンドなどが購入していた。即ち、金融関係の中だけで販売され、最終的な投資家である家計や企業に行き渡らなかった。遡及権を持たない証券（ノンリコース証券）の意義は、証券価格が下落した際にその損失を最終投資家が負担する点である。証券化によってリスクが薄く広く分散されれば、価格下落が経済全体に与えるショックは緩和される。しかし、SPL問題で顕在化したことは、MBSやCDOが狭い範囲の投資家の中にとどまり、幅広く分散しなかった点である。日本の不良債権問題の教訓は、経済のダウンサイド・リスクが銀行に集中し、金融システムが危機的状況に陥ったことである。このため、家計がリスクを幅広く負担し金融システムへの負荷を軽減するシステムが必要だと理解されている。この議論の是非はともかく、証券化の意義の一つはリスクの分散であった。しかし、今回のSPL問題は市場性のない証券化商品のリスクが米国の金融機関のみならず欧州や日本の金融機関に飛び火し、リスクがむしろ

10) バーゼルⅡでは、内部格付手法におけるファンドの取り扱いについて、ファンド内に高リスク商品（メザニンやエクィティ部分）が含まれていない場合のリスクウェイトを400%、含まれている場合のリスクウェイトを1250%としている。米国はバーゼルⅡの実施について、従来からリスク計測をより精緻化させる先進的内部格付手法（Advanced Internal Ratings Based approach）並びに先進的計測手法（Advance Measurement Approaches：AMA）のみを導入することにしているため、ファンドの保有する商品のリスクウェイトは定かではないが、上述した内部格付け手法のリスクウェイトが一つの目安になると思われる。

金融機関内で集中的に顕現化するという日本の不良債権問題の轍を全く踏まえない結果をもたらした。これは証券化が必ずしもリスクの分散に繋がるものではないこと、証券そのものの内容が不透明な場合には市場性や信頼性を失うこと、更には他の証券の信頼性にも伝播し市場価格に対する不信を生み出すという性質を明らかにしたと言えよう。

以上のように、SPL問題によって証券化には少なからぬ問題があることが明らかとなった。しかし、これは証券化の問題というよりは、証券化に関わる金融機関の姿勢の問題であると言えるだろう。証券化は幅広い資金調達やリスク分散に有効であるという積極的な意味もあるものの、原債権の信用力向上やオリジネーター（原債権保有者）の営業姿勢の改善に資するものではない。また、格付け機関の在り方を問題視する意見もあるが、格付け機関は決して中立公正の立場にはなく、責任を求めることはできない。むしろ、依頼者が格付けを要請するという格付けシステムに問題がある。格付けを鵜呑みにした機関投資家の投資スタンスこそ問題視すべきである。例えばシティグループのような大手銀行がリスクの高い証券を大量に抱え込んでいたように、金融機関そのものがリスクの高い収益を追求していた姿勢を検証しなければならない。

3. 銀行業務の変化とリスク

(1) エクセレント・バンキングの変化

金融市場が国際化し金融機関同士の競争が激化する中で、銀行に対する評価基準も次第に変化していった。銀行をランキングする際の基準は、かつては資産規模（預金残高）であったが、次第に収益性が重視されるようになり、投下資本に対する収益率であるROEが重要視されるようになった。即ち、株主として銀行を評価する場合には、資本収益率、株価水準、時価総額の規模が重要な基準となったのである。逆に言えば、資産規模が大きくとも、収益性の低い銀行は評価されないようになった。

Davis [2005] は、欧米の銀行アナリストや金融コンサルタントによって

選出されたエクセレント・バンク（優れた銀行）の変化を分析している（図表5）。この分析は1984年と88年、2004年の3回について比較している。ここで特徴的なことは、第一に、エクセレント・バンクとして選ばれた銀行の全体数が減少していることである。84年は16行、88年12行、04年9行と選出される銀行は次第に減少している。第二に、80年代にエクセレント・バンクとされていた多くの銀行が合併や被買収によって04年には姿を消していることである。特に88年から04年にかけての変化は、この間に大規模な合併・買収が進行したことを反映している。3回の調査全てに同一名で登場するのはシティとHSBCだけである。第三に、04年のランキングでは資産規模はトップ級ではない銀行がエクセレント・バンクとして登場していることである。これは銀行を評価する基準が大きく変化し、それまでの資産規模や金融当局の保護といった観点から、経営の質や収益力を重視する観点に変わったためである。これは銀行に投資している機関投資家の判断基準を反映しており、

図表5 エクセレント・バンクの変化

1984年 (16行)	1988年 (12行)	2004年 (9行)
Citigroup	Citigroup	Citigroup
HSBC	HSBC	HSBC
Swiss Bank Corporation		
Union Bank of Switzerland	Union Bank of Switzerland (合併)	UBS (新しく登場)
Ban kers Trust	Ban kers Trust (被買収)	Wells Fargo
JPMorgan	JPMorgan (被買収)	Svenska
Wachovia	Wachovia (被買収)	Handelsbanken
Tronto Dominion	Tronto Dominion	Banco Popular
Bank of Tokyo (被買収)		Goldman Sachs
Bayerische Vereinsbank (合併)		Fifth Third
Deutsche Bank	Deutsche Bank	UniCredit
Security Pacific (被買収)		
Sumitomo Bank (合併)		
TexasCommerce Bank (被買収)		
Barlays Bank		
SE Banken		
	Credit Suisse	
	National Westminster (被買収)	
	PNC Financial	
	S.G.Warburg (被買収)	

(注) ランキングは銀行業界アナリスト、コンサルタントなどの投票による。
(資料) Steven I. Davis“Excellent Bank・Revisited”、一部改変。

もはや資産規模ではなく株主価値並びに株価が最も重要な投資規準となっていることを示している。機関投資家は安定した収益と高水準の増益率を求めており、04年のエクセレント・バンクには、こうした基準を満たす銀行が選ばれた。

また、ザ・バンカー誌が毎年発表している「世界銀行トップ1000」では、シティグループは2005年第1位、06年第2位と上位を占めている。HSBCは同第2位、第3位、UBSは同第18位、第21位となっている。このランキングでは中核自己資本を銀行としての「強さ」と位置づけ、重要な評価要素としている。規模よりも収益性を重視したエクセレント・バンキングと評価基準は同じではないが、ここでもシティグループはほぼトップに位置している。3回にわたってエクセレント・バンクに選出されまた世界ランキングでも上位に位置するシティグループやHSBC、USBは、なぜSPL問題で巨額の損失を計上せざるを得なくなったのであろうか。次に、シティグループを例に銀行業務の課題を考察する。

(2) 銀行業務とリスク—シティグループの例

銀行業務とリスクの関係を明らかにするために、シティグループの部門別収益構造を検討する。SPL問題の影響がない2006年の決算からその収益構造を見ると(図表6)、純利益ベースでグローバル個人金融部門(Global Consumer, 以下GC)が56%、法人・投資銀行部門(Corporate and Investment Banking, 以下CIB)が33%となっており、両部門で収益の9割近くを稼ぎ出している。この他に、富裕層を対象に資産管理や投資相談を手がけるグローバル富裕層部門(Global Wealth Management, 以下GWM)が7%、債券や株式など伝統的金融商品以外への投資を手がけるオルタナティブ投資部門(Alternative Investment, 以下AI部門)6%となっている。この中で、特にグローバル個人金融部門が2分の1以上を占めている点がシティグループの特徴である。

シティグループは最初から個人部門に強みを持っていたわけではなかった。

図表6 シティグループの業務部門別業務収益

(単位：億ドル)

	2007年		2006年	
	業務純益	純利益	業務純益	純利益
GC部門	570 (70%)	79 (219%)	503 (56%)	121 (56%)
米国	317 (39%)	41 (114%)	306 (34%)	84 (39%)
海外	253 (31%)	42 (117%)	198 (22%)	40 (19%)
CIB部門	105 (13%)	△53 (△147%)	272 (30%)	71 (33%)
GWM部門	130 (16%)	20 (56%)	102 (11%)	14 (7%)
AI部門	21 (3%)	7 (19%)	29 (3%)	13 (6%)
調整勘定	△9 (－)	△16 (－)	△9 (－)	△7 (－)
全体	817 (100%)	36 (100%)	896 (100%)	215 (100%)

(注) 各部門の合計と全体は必ずしも一致しない。()内は全体に占めるシェア。

(資料) シティグループ2006年決算資料、07年決算速報より作成。

前身のシティコープ銀行は、1980年代には他の米銀と同様に途上国向け融資の不良債権問題で業績が低迷した。産業金融部門市場の成熟化と収益率の低下に伴い、1998年にシティコープはトラベラーズ（保険、消費者ローン、クレジット、証券など）と合併してシティグループとなり、経営資源をグローバル個人金融部門と法人・投資銀行部門に集中する戦略を採択した。2000年には英国マーチャントバンクのシュローダーを買収、01年にはメキシコ最大の金融持ち株会社であったバナメックスを買収するなど、世界レベルで個人部門のネットワーク化を展開した。この経営戦略は、産業金融部門に代わるリテール部門に逸早く踏み出したとして高く評価された。同時に、リスクは高いが利益率の高い投資銀行部門は、多様化し高度化する顧客ニーズと市場変化の中で他の有力銀行や証券会社と伍していくためには必要不可欠な部門であった。

この両部門を軸にシティグループは高い収益力を発揮してきたが、部門ごとの収益性を判断する場合には、業務のリスクを勘案した割当自己資本との関係を見る必要がある。現代の金融業務では、表面的な資本収益率（ROC；Return on Capital）に代えてリスク調整後の資本収益率（RORC：Return on Risk Capital）と投下資本収益率（ROIC：Return On Invested Capital）

が重要な経営指標となっている¹¹⁾。RORCは当該部門が当面の業績を評価するのに使用されるのに対し、ROICは長期的な収益力や成長性を判断する指標となっている。

まず、シティグループの部門ごとのリスク資本額（2006年）を見ると（図表7）、収益構造にほぼ比例してGC部門のリスク資本が282億ドルと最大であり、CIB部門が216億ドルでこれに続いている。GWM部門とAI部門は規模、割合ともに小さい。リスク資本の投下資本に対する比率を見ると、GC部門が0.47と半分以下であるのに対し、CIB部門は0.73、AI部門は0.87と非常に高く、CIB部門やAI部門は損失カバーのための資本を多く必要とするリスク度の高い業務部門であることがわかる。

次に部門ごとのリスクと収益率の関係をみると、2004年以降のRORCはGC部門がトップであるものの06年には43%に低下した。これに対し、06年のCIB部門は33%と水準こそGC部門に劣るものの趨勢的には上昇傾向であった。これはROICの推移を見るとより明らかであり、GC部門がこの3年間に20%前後で推移しているのに対し、CIB部門は05年から24%となり

図表7 リスク資本に対する利益率

（単位：億ドル）

	RORC				ROIC			
	リスク資本	2006	2005	2004	投下資本	2006	2005	2004
GC部門	282 (50%) [0.47]	43%	41%	53%	605 (61%)	20%	18%	22%
CIB部門	216 (38%) [0.73]	33%	32%	11%	296 (30%)	24%	24%	8%
GWM部門	25 (4%) [0.64]	58%	59%	63%	39 (4%)	36%	46%	52%
AI部門	42 (7%) [0.87]	31%	34%	21%	48 (5%)	27%	31%	19%
合計	565 (100%) [0.57]	38%	38%	35%	988 (100%)	19%	22%	17%

（注）1. リスク資本、投下資本は2006年の数値。投下資本は、純利益とROICから算出した。

2. リスク資本内訳は年間平均。BIS比率計算のための期末資本額とは一致しない。（）内は全体に占める割合。[]内はリスク資本の投下資本に対する比率。

（資料）表6に同じ。

11) RORC：当該部門の当期純利益÷リスク資本（当該部門の期待損失を吸収するのに必要な資本額）

ROIC：当該部門の当期純利益÷（リスク資本+のれん代+無形資産）

GC 部門を上回った。このことから、規模的にも収益的にも CIB 部門の業績が好調であり今後の収益の柱と期待されていたと考えられる。しかし、今回の SPL 問題で CIB 部門は10-12月期110億ドルの損失、年間53億ドルの損失を計上したため、リスク資本の4分の1を一度に失ったことになる。これも成長部門としてより高い収益を稼ぎ出すべく、リスクの高い取引に傾斜した結果である。

(3) 多国籍化との関係

国連貿易開発会議（以下、UNCTAD）は、銀行の多国籍化度を指数（Geographical Spread Index : GSI）として発表している（図表8）。この GSI は、本国以外に所在する関係会社数と本国以外に進出している国の数をもとに算出している。これによると、2005年は第1位シティグループ、第2位 GE キャピタル・サービス、第4位 UBS AG、第5位 HSBC ホールディングスとなっている。UBS が証券会社の買収、HSBC がノンバンクやクレジットカード会社の買収を通じて米国金融市場に参入していったのは既述し

図表8 UNCTAD による金融機関の多国籍化度合（GSI）2005年

Rank	GSI (指数)	金融機関名	母国	国際化比率	進出国数
1 (2)	66.0	Citigroup Inc	アメリカ	58.8	74
2 (1)	61.7	GE	アメリカ	76.1	50
3 (4)	60.5	Allianz SE	ドイツ	74.7	49
4 (3)	60.1	UBS AG	スイス	86	42
5 (6)	58.4	Generali Group	イタリア	83.3	41
6 (9)	57.5	HSBC Holdings	イギリス	62.5	53
7 (7)	57.3	Zurich Financial Services	スイス	96.5	34
8 (5)	56.9	BNP Paribas	フランス	64.9	50
9 (8)	56.5	Unicredit Group	イタリア	96.7	33
10 (12)	56.0	AXA Group	フランス	80.3	39
29 (21)	34.2	JP Morgan Chase	アメリカ	46.9(50.0)	21

(注) 1. () 内は2004年。

2. GSI…全関係会社数に占める実効支配海外関係会社数を国際化比率（II : Internationalization Index）とし、これに進出国を掛け合わせて平方根を取ったもの。

(資料) UNCTAD「World Investment Report 2007, 同2006」

た通りである。これに対し、JP モルガンチェースは第29位、バンク・オブ・アメリカはランク外（04年は48位）となっている。2004年と比較すると、上位の銀行は前年より順位が上昇しているのに対し、下位は逆に順位を下げており、国際化に対する戦略の相違が現れている。今回の SPL で多額の損失を計上した銀行が多国籍化の上位に顔を出しており、多国籍化と国際的な金融リスクの繋がりを読み取ることができる。

一方、邦銀の多国籍化状況を見ると、国際化指数は50前後と著しく低いわけではないが、GSI の順位では30位以下と多国籍化の度合は低く、結果的に国内重視戦略を採っている米銀に近い水準となっている。これは邦銀の国内重視戦略の反映というよりは、90年代以降の不良債権問題と金融危機への対応の中で国際業務を大幅に縮小したこと、その後も本格的な復活に至っていないことの結果であると考えられる。

終わりに

以上見てきたように、銀行業務の変化と国際化によって銀行の収益機会が拡大する一方で、熾烈な競争によって金融業務のリスクは明らかに高まっている。SPL 問題で損失を計上したシティバンクや UBS は、国際的な金融業務において他の銀行に比較して成功を収めていた。シティバンクは、リテール・ビジネスに強みを発揮し、世界レベルで業務を展開しており、収益面では手数料収入の比率が高く多額の資本を必要としないそのビジネス・モデルは邦銀の手本とされている。しかしながら、投資銀行部門で大幅な損失を出すに至った。また、UBS は本拠地であるスイス市場の限界性から多国籍銀行を目指して米国市場に参入したが、やはり SPL 問題で多額の損失を被った。

このように、大手米銀や西欧の有力銀行は1990年代から2000年代にかけてその業務内容を再編し多国籍化を進めてきたが、注意すべきはマネーだけでなく金融機関の業務そのものが投機性を強めてきた点であろう。その背景には、株主から絶えず高い収益性を要求され四半期ごとに結果が検証される体

制の下で、経営者はその要求に応えざるを得ないことがある。SPL問題は、金融機関が収益のためにリスクの高い業務に傾斜しすぎることの危険性を明らかにしたと言える。他方、不良債権問題から脱却した大手邦銀も、国内金融市場の飽和状態のために収益率の低下に直面しており、収益力を高めるため住宅ローンの拡販や消費者金融の強化を打ち出している。また、90年代に撤退を余儀なくされた海外市場に再び積極的に進出しようとする金融機関もある。しかし、世界的な資金過剰と言われる中で金融機関がより高い収益率を実現していくことは容易ではない。米国やEUを始めとして、各国当局は金融業務のリスクの高まりに対して部分的な規制を強めていく方針だが、SPLが放置されてきた政治的背景などに鑑みれば現実には簡単ではないだろう。金融危機は常に発生する可能性があり、恐らくこれを阻止することは困難である。しかし、マネーゲームの破綻とも言える金融市場の混乱が实体经济に悪影響を及ぼすことが明らかになった以上、金融機関の行動原理を踏まえて金融自由化や国際化の意味をもう一度根本的に問い直す必要がある。

以上

【参考文献】

- Steven I. Davis, *Excellence in Banking-Revisited*, palgrave macmillan, 2004
Citigroup Annual Report 2006
The Banker, July 2007
伊豆久「サブプライム問題とファンド資本主義」『生活経済政策』No.129, 2007年10月
井本亨「アメリカ商業銀行の経営戦略」『立命館経営学』第42巻第6号, 2004年3月
江川由紀雄『サブプライム問題の教訓』商事法務 2007年12月
大垣尚司「市場モデルは終焉したのか」『金融ビジネス』No.252, 2007年秋号
大澤和人『サブプライムの実相』商事法務 2007年12月
川本明人「グローバル化のもとでの金融事業の展開と欧米メガ・バンク」『修道商学』第47巻第1号, 2006年
佐藤隆文編『バーゼルIIと銀行監督』東洋経済, 2007年
中野瑞彦「欧米金融機関-進む統合・多角化とリスク」『経済』NO.140, 2007年5月

二上季代司「サブプライム・ローン問題と市場型金融システム」『証券レポート No. 1644』2007年10月

淵田康之「欧米の市場型間接金融」『市場型間接金融の経済分析』日本評論社，2006年

みずほ総合研究所編『サブプライム金融危機』日本経済新聞出版社，2007年

(なかの・みつひこ／経済学部准教授／2008年2月7日受理)