

# 米国投資銀行の事業概要とその特徴

永田 安彦\* 村上 朋子\*\*

## 要旨

米国における金融事業者、特に Goldman Sachs に焦点を当て、他の銀行と比較することにより、その戦略を分析した。金融事業者は 1990 年代以降、商業銀行 (Commercial Bank) と投資銀行 (Investment Bank) 間の競争が激化するなど、大きな事業環境の変化に直面し、Goldman Sachs も一時商業銀行との合併も検討したが、最終的に単独で事業を展開する決定を行った。独自の企業文化をもち、卓越した問題解決ならびにリスク管理能力をもつ同社は、近年の財務諸表に示されるように、非常に高い収益率と低い負債比率を特徴としており、同社の強みが発揮されていることが知られる。また、同社の売上収入では、トレーディングが圧倒的に大きいシェアを占めており、同社の強い部分を構成している。今後、投資銀行業務を始め、様々な事業を展開するなかで、このトレーディングの卓越した強さを、商品市場でも発揮していくことが予想される。原油先物市場における投資銀行のシェアは圧倒的に大きく、Goldman Sachs は現物市場 (フィジカル) も含めた情報のハブとして、今後も取引の中心的役割を担っていくことが想定される。

## はじめに

国際原油市場における様々なプレーヤーのなかで、米国の投資銀行は市場に大きく関与している。しかしながら、原油市場における彼らの動きは、公表されているデータが限定的であり、正確に把握することは困難である。

本稿では、投資銀行、なかでも原油など商品投資における主要なプレーヤー Goldman Sachs (以下「GS」) に焦点を当て、公表されている財務諸表を基に、他の投資銀行ならびに商業銀行と比較することで、投資銀行業務ならびに戦略について情報を整理した。

比較対象としたのは、同業の米投資銀行である Morgan Stanley (以下「MS」)、投資銀行業務に力を入れている商業銀行、米国からは JP Morgan Chase (以下「JPM」)、欧州からは Deutsche Bank を取り上げている。

本稿の目的は、投資銀行の戦略、彼らを取り巻く事業環境を把握することで、原油先物市場で重要な役割を果たしている投資銀行の戦略、行動を理解するための材料とし、原油先物市場をより深く理解することにある。以下、第 1 章で、米国の金融事業環境、次章で業績に見る金融各社の事業概要と戦略、第 3 章で各社の財務指標を比較することにより、GS の強みを検証し、最後に今後の事業について展望する。

## 1. 米国の金融事業環境

本章では米国の金融事業者の戦略に影響を及ぼした 1990 年代以降の事業環境について概観する。2008 年のリーマン・ショックに代表される金融危機に至るまで、米国金融事業者は企業の資金調達手法の変化や規制の変遷等を踏まえ、米国投資銀行や商業銀行が高リスクの金融ビジネスモデルを選択せざるを得なくなった要因を明らかにする。

### 1-1 事業形態の変遷と規制緩和がもたらした投資の高リスク化 (1990 年代～)

1933 年に制定されたグラススティーガル法は、商業銀行業務と投資銀行業務を明確に区分するように定めた。

\* (財)日本エネルギー経済研究所 中東研究センター 研究主幹

\*\* (財)日本エネルギー経済研究所 戦略研究ユニット 原子力グループ リーダー

ところが、1980 年代以降の規制緩和のなかで、銀行と証券の分離規定も緩和されていき、商業銀行が証券子会社を設立するケースや、投資銀行を買収することにより、投資銀行業務に進出する事例が相次ぎ、効力を失っていた。すなわち、投資銀行と商業銀行の境界が薄れていった。

並行して、1990 年前後から企業の資金調達手法にも変化が生じた。企業の資金調達の重点が銀行借入から社債にシフトし、商業銀行の収益機会が減少した結果、アメリカの大手銀行は収益性の高い業務にシフトしていくようになった<sup>1</sup>。企業が銀行からの借入、いわゆる間接金融から、社債発行等の直接金融に重点を置くようになり、銀行の役割、市場全体が大きく変動していった。

こうしたなかで、大手商業銀行は投資銀行業務に積極的に参入し、競争が激化した。1997 年には金融複合企業体 Travelers Group が大手投資銀行 Salomon Brothers を買収し、翌年大手商業銀行 Citi Corp と合併し、Citi group が発足した。当時、大手投資銀行が生き残るには、大きなバランスシート<sup>2</sup>を必要とするという見方が優勢であった。ビッグバン<sup>3</sup>後にロンドンでは商業銀行が証券会社を買収するなど、大半の国で、商業銀行が投資銀行を傘下に持つか買収して、その大きなバランスシートを武器に価格を下げてビジネスに参入していった<sup>4</sup>。1999 年に株式を公開した GS は、JPM との統合を真剣に検討した。GS と JPM 双方の CEO は合併の可能性を探る予備的会合をもち、統合効果について検討したが、最終的に GS の Paulson CEO (当時) が交渉の継続を断念する旨、JPM の Warner CEO (当時) に伝えたとされる。

商業銀行の参入により、従来よりも投資銀行事業における利幅が薄くなったことから、投資銀行は利益を追求するため、レバレッジ<sup>5</sup>をかけ、高リスク高リターン<sup>6</sup>の案件により注力する傾向が強くなった。「仲介業務で利幅を広げているものはなく、マーケットシェアを維持するためだけに、多くの資本とさらに大きなリスクを取らざるをえなくなっていた。株の売買手数料は機関投資家の圧力でますます引き下げられた」<sup>6</sup>。仲介業務の利幅が縮小するなか、中長期的に利益を得ようとするプリンシパル・インベストメント<sup>7</sup>は成長を続けた。

なお、投資銀行が過大なレバレッジをかけられた背景には、商業銀行のような自己資本規制が存在しなかったこともある。後述する金融危機の一因として、投資銀行がますます高いリスクをとるようになっていき、2008 年の Lehman Brothers の経営破綻につながったことがあげられる。図 1-1 に米大手金融機関の再編動向を示す。2008 年 3 月から 9 月までの間に、米大手金融機関は破綻を含む危機的状況に陥り、最終的に 10 社から 6 社に減少しており、「大きなバランスシート」への集約がいかに積極的に行なわれたかが伺える。

1 「世界的危機後の金融システム再構築における課題」藤田哲雄、李立栄

2 総資産規模。ここでは、特に現金・預金や短期保有の有価証券など豊富な手元流動性を意味する。

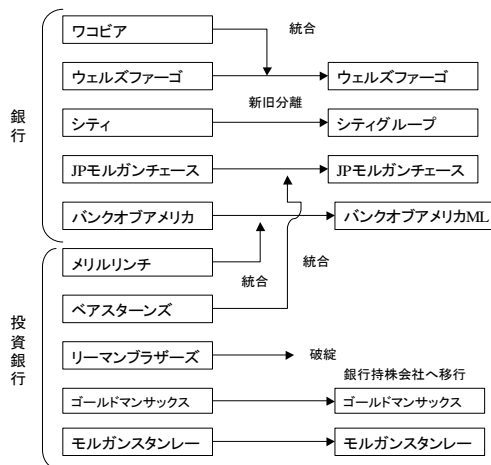
3 1986 年 10 月に英国の証券取引所が実施した大改革で、売買手数料の自由化、取引所会員権の開放による銀行資本の市場参加、取引所集中義務の撤廃などを内容とする。その結果、Goldman Sachs や Morgan Stanley などが英国市場に進出し、多くの歴史的なマーチャントバンクが姿を消すことになった。

4 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

5 「てこ」の作用からきた言葉で、他人資本を活用して自己資本の利益率を高めること。投資における金融派生商品の活用など。

6 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

7 自己資金による投資を指し、主に M&A や不動産への投資に際して使用される手法。これに対して、ファンドは外部からの資金を集めて投資を行う手法。プリンシパル投資は投資期間がファンドと異なり、投資先に応じた期間や額などよりフレキシブルに選択できる。中・長期的に高い投資収益を得ようとするのがプリンシパル・インベストメントの特徴。



出所：日経新聞社2010年9月17日より作成

図1-1 米大手金融機関の再編

## 1-2 リーマン・ショック後

リーマン・ショック後、金融機関の多くは金融危機の教訓を得て、大きなバランスシートと高レバレッジを追求する路線から、資本の増強とバランスシートの圧縮といった方針に転換していく。

2006年の米国住宅バブル崩壊、2007年に表面化したサブプライムローン問題をきっかけに、様々な分野での資産価格の暴落が発生した。デリバティブなどに多大な損失を抱えた Lehman Brothers は2008年9月15日、連邦破産法第11条の適用を連邦裁判所に申請するに至る。それを引き金に、同社が発行している社債や投信を保有している企業への影響、取引先への波及と連鎖などの恐れから、米経済に対する不安が広がり、世界的な金融危機へと発展した。

2008年9月22日、最後の主要な投資銀行となったGSとMSの両社は米国連邦準備制度理事会（FRB）により規制される銀行持株会社<sup>8</sup>への移行を発表した。2008年10月には銀行最大手Citi groupが米国政府から250億ドルの公的資金注入を受け、11月下旬にも200億ドルに上る追加の資本注入や不良資産の損失の一部肩代わりの支援を受けた。その後、政府出資については、2009年末までに優先株200億ドルを返済するなど、短期間で大胆なリストラ策<sup>9</sup>を実施し、金融危機後の業績低迷から復活した。後述するように、MSも、FRBから多額の融資を受けている。

グローバルな金融危機の発生後、金融規制強化を求める声が高まり、2010年7月には米金融規制改革法（Dodd-Frank Wall Street Reform & Consumer Protection Act）が成立した。おもな対策として、①大規模金融機関の監督強化<sup>10</sup>、②金融安定監視評議会（FSOC）の創設、③大規模金融機関の秩序立った破綻処理制度の整備、④ボルカールールの導入（国債を除く、銀行による自己勘定取引禁止など）、⑤FRBへの消費者金融保護局の創設、⑥預金保険上限引き上げなどがあげられる。

しかしながら、1年以上経った現在、400本に上る具体的な規制を策定する工程表の作成に時間を要していることなど、実効性を発揮するまでには、相当の時間を要するものと想定され、来年秋の大統領選前に大きな前進は見込めないとの見方も強い。従って当面は、各金融機関はそれぞれの経営戦略により、予断を許さない経済・金融状況を勝ち抜き、業績を維持していく手腕が問われることとなる。

次章では、各社個別の業績から、それぞれの事業の特徴や強み・今後の経営戦略を概観する。

<sup>8</sup> 1956年の銀行持株会社法により規定され、銀行への支配権を有する企業と広く定義される。すべての銀行持株会社はFRBの監督下に置かれる。

<sup>9</sup> 従業員を1年強で3割、37万人から25万人程度まで削減。総資産も約2割削減した。

<sup>10</sup> システム上重要な機関を指定し、FRBが監督。追加自己資本や資産査定（ストレステスト）の定例化など。

## 2. 業績にみる金融各社の事業概要と特徴

第 1 章で概観したとおり、米国金融事業環境は 1990 年代から現在にかけて大きな環境変化を経験した。その中で良好な実績を維持し、現在も世界有数の業績と規模を誇り、顧客の評価も高い GS の戦略の特徴について、その業績及び財務状況を他社と比較することにより、強みを分析し、今後の動向を展望する。

### 2-1 Goldman Sachs Group Inc.

#### 2-1-1 企業概要

GS はグローバルな投資銀行、証券、投資管理、およびその他の金融サービスを主に法人を対象に展開する多国籍のトップクラスの米投資銀行・証券会社である。ドイツ出身の Marcus Goldman により 1869 年に創設され、本社はニューヨーク市、世界の主要な金融センターに事務所を構えている。同社は企業買収・合併 (M&A) のアドバイス、引受業務、資産管理、プライム・ブローカー業務を顧客向けに行い、顧客には法人、政府、個人が含まれる。また、自己裁定取引、プライベート・エクイティ<sup>11</sup>取引に従事し、米国証券市場のプライマリーディーラー<sup>12</sup>である。

設立以来、長年にわたり、株式を非公開としてきたが、1999 年に株式公開に踏み切った。株価は、同年末時点の 20.94 ドルから、2010 年 12 月には 128.72 ドルへ上昇した。この間の年間の伸び率は 18% に上る。

会長兼 CEO は Lloyd C. Blankfein。同氏は、1981 年に GS により買収された商品取引会社 J. Aron & Company の法律顧問であった。GS が商品取引を開始したのは、この J. Aron 買収を契機としている。2000 年代に入り、商品取引が活発化ようになって以降、GS は商品インデックス (GSCI) でこの分野で突出した事業展開を示した。Blankfein は、商品・為替・債券などを取引する市場部門で頭角を現し、Henry Paulson が CEO の時に、COO を務め、Paulson の後の CEO に就任した。なお GS の歴代役員は Paulson が第 74 代財務長官を務めるなど、政府高官ポストへの人材供給源となっており、政府との結びつきも強い。

GS の強みとして、「競合相手と比べて、会社のことを考える多彩な人材を多く採用してきており、彼らが共有する、「企業文化 (チームワーク、誠実さ、顧客第一など)」は他社よりも強烈ではっきりしている。知識は豊富で、学ぶ意欲は強い。つねに経営革新の努力を怠らない。何かになりたいと思うのではなく、何かをしたいと考える」という点があげられている<sup>13</sup>。さらに、GS の企業文化は、「金を稼ごうとする強い意欲と、「家族」性が組み合わさって、独特なものとなっている。ウォール街の他社に比べて、GS は同族的である」。また、「個人の名前を出さないことは GS の中核をなす価値観といていい。例えば、Morgan Stanley は数ブロック先からはっきり見える、凝った大きなネオンサインを株価ボードと一緒に掲示している。ニューヨークでもロンドンでも東京でも、GS のオフィスはそれとわからない。身なりの良い男女が足早に朝早くビルに入り、夜遅く出ていく以外は」<sup>14</sup>。

Paulson の後を受けて CEO となった Blankfein は、「リーマン・ショック後、資本増強とバランスシート圧縮を大規模に進めた。レバレッジはピークの半分以下に落とした」「事業戦略でも、バランスシートを膨らまさない手数料ビジネスに重点を置いてきた。例えば資産運用業務がそうだ」と述べている<sup>15</sup>。

更に、仲介業務とプリンシパル投資のバランスをとる戦略、両者を組み合わせて完璧な形に作り上げることを志向した。「企業、中央銀行、ファンド、投資家との関係は絶対大切に必要がある。多くの良い案件をもたらしてくれるのは彼らだ。この強みをできる限り維持し、育てていく必要がある。だが、忘れてならないのはプリンシパル投資を組み合わせて、助言、資金提供、共同投資家という三位一体の戦略をとることだ。もし、過去の仲介業務に徹した戦略にこだわれば、そのうち急激にリーダーとしての力を失い、存在意義すらなくなるだろう<sup>16</sup>」としている。

<sup>11</sup> 証券取引所で公式に取引されていない事業会社の株式で構成されるアセットクラス。

<sup>12</sup> 政府証券の取引業者として正式に認定された会社。

<sup>13</sup> 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

<sup>14</sup> 同上

<sup>15</sup> 日経新聞 2010 年 2 月 6 日

<sup>16</sup> 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

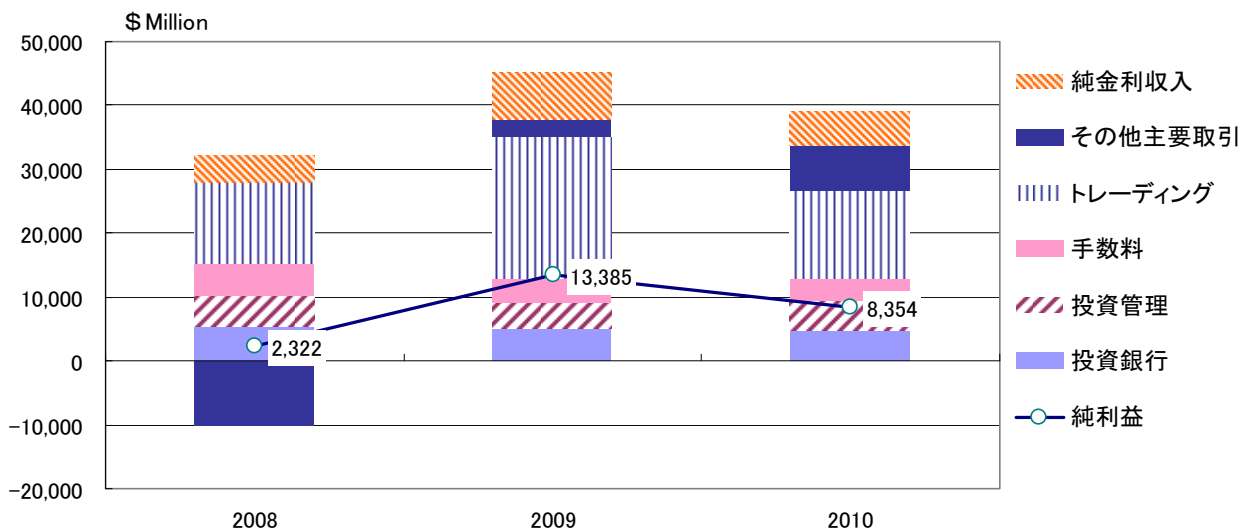
このような GS の事業に対する取り組み姿勢が同社の財務諸表のどの部分に結果として表れているのかを次節において解説を試みる。具体的には、売上高や利益率の推移を売上構造から、どのような業態を重視してきたかをセグメント別業績から、その結果どのような資産内容や資金調達構造となっているかを資産構成から、それぞれ読むこととする。

### 2-1-2 売上構造に見る事業の特徴

売上収入は、2008 年はリーマン・ショックの影響を受け、一部の取引（「その他主要取引」）がマイナスの収入となるなど低迷したが、2009 年には大きく回復し、2010 年も好決算となった。2010 年の売上収入は 392 億ドル（約 3.1 兆円）、純利益は 84 億ドル（約 6,720 億円）である。

売上の構成では、トレーディングが最大のシェアを占めている。例えば、2010 年第 1 四半期は、1 日当たりのトレーディング収支がマイナスとなった日は一日もなかった。以前より、強みを発揮しているのが、株式のブロックトレーディング<sup>17</sup>、リスク・アービトラージ（裁定取引）<sup>18</sup>などである。後述の MS と比較しても、GS のトレーディングの貢献度は際立っている。なお、「その他主要取引」が 2010 年にシェアを伸ばしているのは主として、株価の上昇ならびに債券価格の上昇を受けて、これらの資産の評価益が大幅に上昇したことを理由としている。

純利益は、2008 年は売上収入の減少を受け、23 億ドルにとどまった。しかし、2009 年には業績は急回復し、純利益は 133 億ドル、2010 年も 84 億ドルの高収益を計上した。



出所 : Goldman Sachs “Annual Report 2010”

図2-1 Goldman Sachs の売上収入の構成と純利益

### 2-1-3 セグメント別業績に見る事業の特徴

GS が財務関連資料で分類する事業セグメントは、以下のように主に 4 つに区分されている。

事業セグメント（対象業務）

<sup>17</sup> 機関投資家などが大きい単位の取引を行う際に、投資銀行はその相手先を見つけるか、自己資金でそれを引き受けてポジションとして抱え、市場で売買を行う手法。素早く対応するには、市場の情報を掌握していること、すべての大手機関投資家と密接な関係を築いておくことが重要とされる。

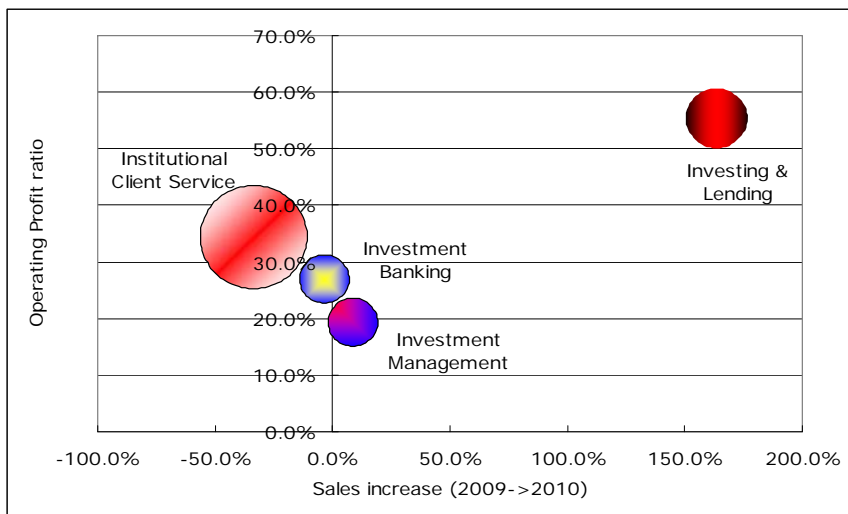
<sup>18</sup> 一例として、合併アービトラージがあげられる。これは被買収企業の買収前の市場価格と、発表された買収実行価格との差に収益機会を見出す運用方法。

- Investment Banking (M&A、株式・債券引受業務ほか)
- Institutional Client Services (顧客からの注文 (株・債券・商品・通貨等) の遂行とトレーディング)<sup>19</sup>
- Investing & Lending (長期の投資・貸付、ICBC<sup>20</sup>への投資、Debt security)
- Investment Management (機関投資家・富裕層の金融資産に関するアドバイス・資産管理)

2010 年における Investment Banking (投資銀行業務) は売上全体の 12%、営業利益全体の 9% を占め、機関投資家関連 (Institutional Client Services) が売上の 56%、営業利益の 54% と最大のシェアを占める。一方、長期投資・貸付は売上の 19%、営業利益の 30% を占め、投資管理は売上の 12%、営業利益の 7% を占めている。

図 2-2 は横軸が 2010 年の前年比の売上の変化、縦軸が営業利益の売上に対する比率 (収益率) を表している。円の大きさは売上の規模を表しており、機関投資家向け事業が最大となっている。図 2-2 に示されるように、売上の伸びならびに営業利益率の高いのが、右上に位置する Investing & Lending (長期投資・貸付) となっている。機関投資家向けの事業 (Institutional Client Services) は、営業利益率は約 35% と非常に高いが、売上はマイナスの伸びとなっている。なお、2009 年は前年比 58% の伸びを示しており、その反動でマイナスの伸びとなったという分析もできる。Investment Banking (投資銀行業務) と Investment Management (投資管理) は売上の規模ならびに伸びは小さいが、営業利益率は 20-30% と高い水準で安定している。

前記「売上構造」の分類と事業セグメント名とは 1:1 対応していないので 100% の断言は出来ないが、売上収益に最大の貢献をしているトレーディングは機関投資家向けの事業 (Institutional Client Services) の一環であり、セグメント情報からもこの事業がコアであることが伺える。ただ、2010 年度はトレーディング売上・Institutional Client Services 売上とも減少しており、反面、Investing & Lending が大きく成長していることから、GS として有益な投資先を ICBC 等、新興国にも向けている傾向が伺われる。



出所 : Goldman Sachs “Annual Report 2010”より作成

図2-2 Goldman Sachs のセグメント別売上・営業利益率の比較

#### 2-1-4 資産構成に見る事業の特徴

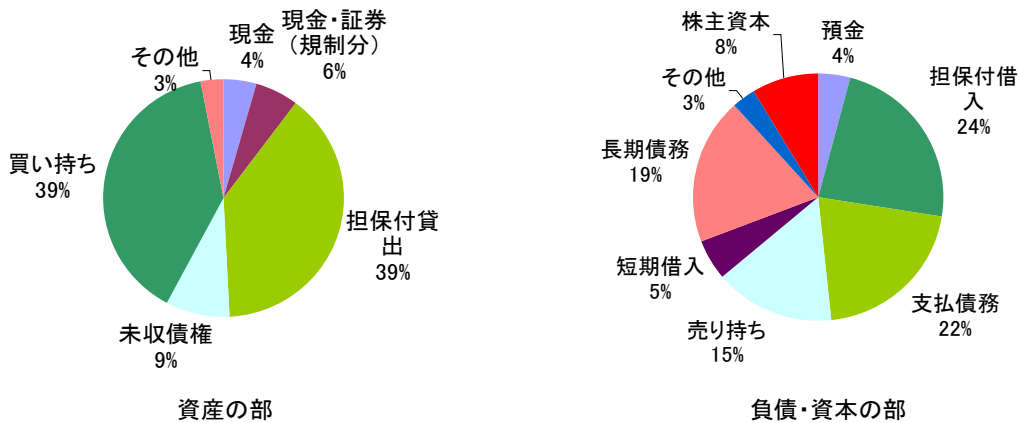
資産構成はいわば事業戦略の結果の姿であり、戦略を評価するための重要なツールである。

資産の部では、担保が設定された貸出債権が約 4 割を占め、リスク管理が徹底していることがみてとれる。また、現金の比率も 4% と高く、規制分の現金・証券を含めると、10% にもなる。これは、Lehman Brothers の 2007 年の資産内訳で現金は 1% にとどまっていたのに比較すると、安定性を示す指標となる。

<sup>19</sup> 原油等の商品のデリバティブ関連業務が含まれる

<sup>20</sup> Industrial and Commercial Bank of China、中国最大の銀行

買い持ち資産と売り持ち債務を比較すると、買い持ち資産が全体の約4割を占めているのに対して、売り持ち債務は15%にとどまっている。買いと売りのバランスという点では、買いが大きく上回っており、資産価格が低下した場合、収益が不安定化する可能性もある。なお、2010年12月時点の買い持ち資産3,560億ドルのうち、510億ドルは担保付資産となっている。ただし、オプションなどで、ショートポジションとなっていれば、バランスがとれており、リスク管理がなされていることになる。なお、株主資本比率は8%と高い水準を維持している。2010年12月時点での株主資本773億ドルのうち、内部留保が2010年12月時点で571億ドルと大半を占めており、これは投資案件を優良案件に絞り、高い利益率をこれまで長年積み重ねてきた結果と考える。



出所：Goldman Sachs “10-K”

図2-3 Goldman Sachs の資産・負債・資本の構成 (2010年)

## 2-2 Morgan Stanley

### 2-2-1 企業概要

Morgan Stanley (MS) は投資銀行であり、GS の同業他社で、大手優良企業を顧客にもち、顧客基盤は強固とされる。

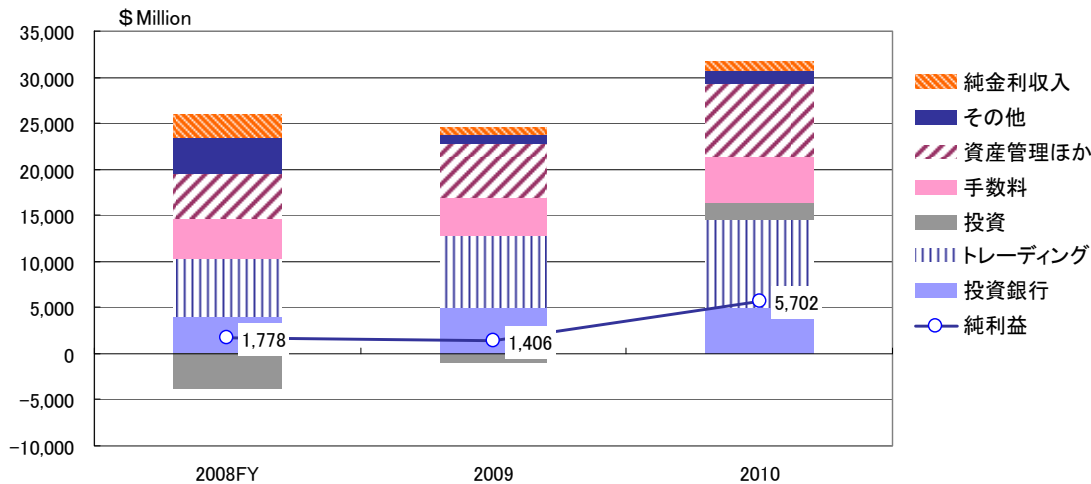
MS は法人、政府、金融機関、個人などを対象にグローバルに金融サービスを展開する企業で、ニューヨーク市に本社を置く。1933年成立のグラススティーガル法により、旧 JP Morgan (現在の JP Morgan Chase) の投資銀行部門がモルガン・スタンレーとして、1935年にニューヨーク州法人となり分離独立した。

2008年9月29日、三菱UFJフィナンシャルグループが約90億ドルを投資することに合意し、同社への出資(潜在的議決権の21%)は10月13日に完了した。2008年の金融危機時、FRBはMSに1073億ドルの貸出を行ったとされており、これが同社の業績回復に果たした役割は大きい。

### 2-2-2 売上構造に見る事業の特徴

2008年に投資部門がマイナスになるなど減収となり、2009年もグローバルな金融危機の影響が色濃く残された。しかし、2010年にはトレーディングや資産管理、手数料収入が大きく伸び、売上は316億ドル(約2.5兆円)となった。GSと同じく、トレーディングの売上収入が大きいシェアはGSほど高くなく、資産管理部門の売上収入がトレーディング部門とほぼ同程度となっており、手数料収入も50億ドル前後で安定的に得ていることから、収益構造はGSよりやや多様化しているといえる。

純利益は、2008年、2009年と低迷したが、2010年には増収となった。2009年の純利益は、GSが133億ドルの利益を上げているのに対して、MSは14億ドルと、ほぼ10分の1にとどまり、売上に対する利益率で比較してもGSより低い。手数料ビジネスは事業としては安定しているが、トレーディングほどの高収益は期待できず、事業のバランスに重点を置いたことがこの要因と考えられる。GSがいち早くリーマン・ショックの影響から立ち直ったのに対して、MSは立ち直るのに時間を要しており、2009年には前年比で純金利収入や手数料等の売上収入を減らしている。しかし、2010年の純利益は57億ドル（4,560億円）に急回復しており、後述する資産管理事業の業績回復が主要要因と考えられる。



出所：Morgan Stanley “10-K”

図2-4 Morgan Stanleyの売上収入の構成と純利益

### 2-2-3 セグメント別業績に見る事業の特徴

10-KにみるMSの事業セグメントは以下の区分となっている。GSの区分とはやや異なるため、セグメント別の比較には推定も含まれる。

事業セグメント（2010年の売上構成、営業利益構成）

- Institutional Securities (52%、70%)
- Global Wealth Management (40%、19%)
- Asset Management (9%、12%)

Institutional Securities（法人向け証券）の売上が最も大きく、営業利益率も高い。ここでは、起債引受業務のほか、M&Aのアドバイス、事業再編、不動産・プロジェクトファイナンス、法人融資を含む金融サービスが含まれる。また、このセグメントには企業の株式、Fixed Income（債券等）部門も含まれ、トレーディングをエンジンとすることで比較的安定した収益を得ている。

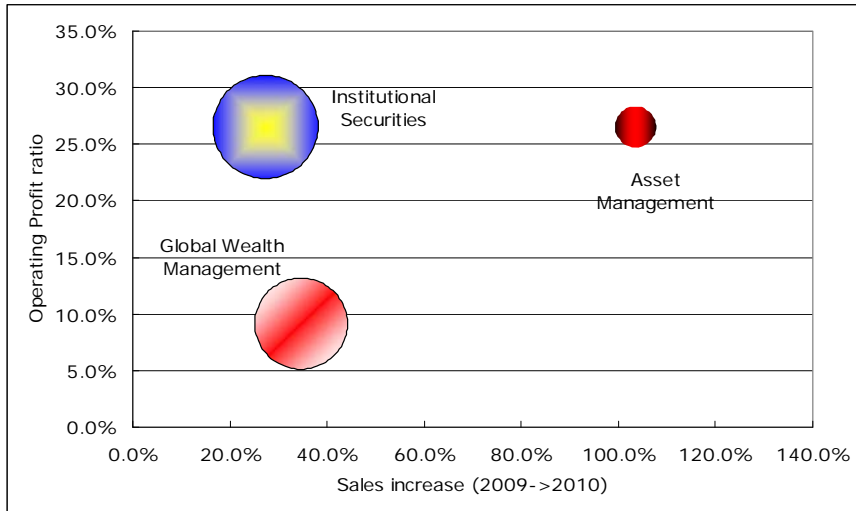
Asset Management（資産管理）は株式、債券、代替投資（商品等のオルタナティブ投資）及びプライベート・エクイティを対象とするグローバルな商品とサービスを、法人及び個人向けに提供する事業部門である。すなわち、グローバルに資産管理商品とサービスを機関投資家に提供するが、その対象には年金基金、法人、プライベートファンド、NPO、財団、政府機関、保険、銀行などが含まれる。2010年は売上の伸び率が高く、営業利益率も高かったが、2009年はこの部門はマイナス50%と大幅な赤字となっており、収益は安定しておらず、前述のInstitutional Securities部門に比べると比較的ハイリスクの案件を手がけていることが想像される。

Global Wealth Management（ブローカー業務と投資顧問サービス）は、主に個人富裕層向けからなる顧客に対しての金融・資産計画サービスの提供を行なっている。営業利益率は他のセグメントよりも低いが、売上規模は法人向けに証券事業に次いで大きく、安定した収益源となっていることが伺える。

以上のセグメント別業績からは、やはり安定した手数料ビジネスや低リスクの投資案件で安定収益を確保しつ



つ、高リスクの案件にも若干のウェイトを置いている MS の姿勢が窺える。GS ほどトレーディングに経営資源を重点配分していない分、収益性がやや低いものの、安定性という点では引けを取っていない。



出所 : Morgan Stanley “10-K”より作成

図2-5 Morgan Stanley のセグメント別売上・営業利益率

#### 2-2-4 資産構成に見る事業の特徴

資産の部では、売戻契約付き債権が約 2 割を占める一方、負債の部の買い戻し条件付き債務も約 2 割を占めており、売りと買いがほぼバランスしている。また、現金の比率も 4%と高く、規制分の現金・証券を含めると、8%となり、GS とほぼ同程度、安定性を示す指標となる。ただし、GS に 39%もあった担保付貸出が MS にはなく、MS では担保付の債券と債務の比率が少ない点が GS と異なっており、有事の際の耐性という点では GS に及ばない可能性がある。

資産の部の買い持ち資産と負債の部の売り持ち資産を比較すると、買い持ち資産が全体の約 4 割を占めているのに対して、売り持ちは 16%にとどまっている。この買いと売りの比率は、GS とほぼ同程度となっている。2010 年 12 月時点での株主資本比率が 8%というのは、GS と同じく高い水準であるが、リーマン・ショック前の 2007 年 11 月には 3%にとどまっていた。2008 年には大幅な増資に踏み切り、優先株を 180 億ドル発行し、同時に総資産の大幅な圧縮がなされた結果、株主資本比率は同年 11 月時点で 7.7%に増強されている。リーマン・ショック後 2010 年に高利益率を確保した結果、2010 年の高い株主資本比率につながっている。

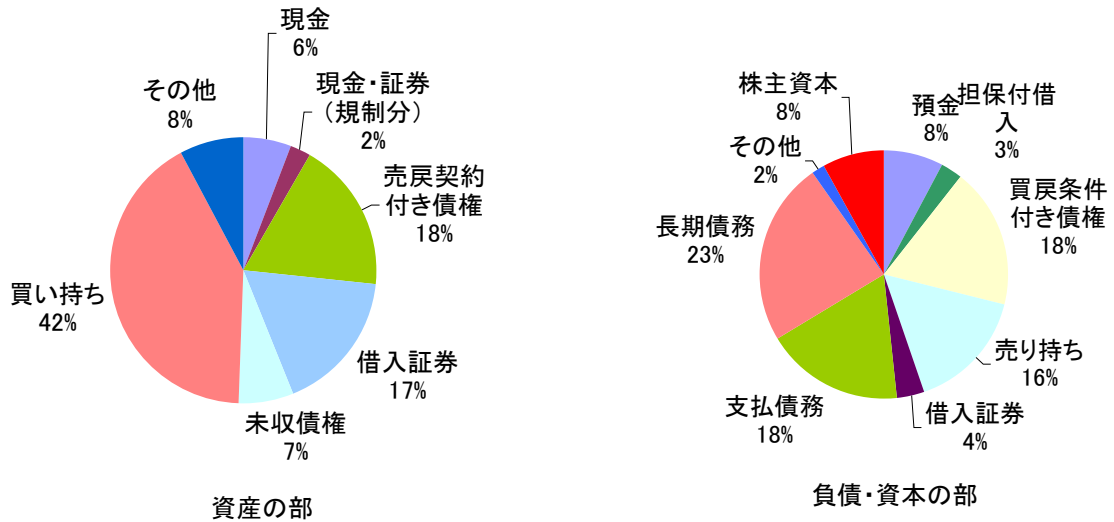


図2-6 Morgan Stanley の資産・負債・資本の構成 (2010 年)

## 2-3 JP Morgan Chase & Co.

### 2-3-1 企業概要

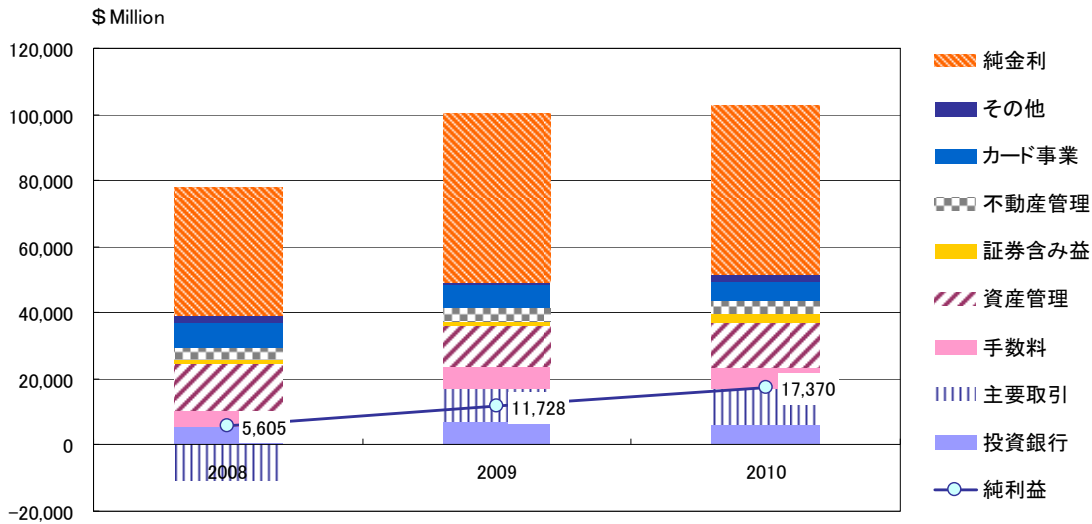
JPM は商業銀行であり、銀行融資を本業とする点で、投資銀行とは異なっている。本稿では商業銀行と対照した投資銀行の特徴を明らかにするのも目的の一環であるため、世界有数規模の商業銀行の一つである JPM を取り上げる。JPM は、大きいバランスシートをもち、企業のニーズに柔軟に対応し、融資業務を通じて、顧客との間で密接な取引関係が形成される点は彼らの大きな武器となっている。

2000 年に JP Morgan と Chase Manhattan との経営統合で設立された。その後、2004 年には当時米国第 6 位の商業銀行 Bank One、2008 年 5 月には米国第 5 位の投資銀行 Bear Sterns を買収、2008 年 9 月には当時米国最大の貯蓄貸付組合 Washington Mutual を買収、規模の拡大を続けた。2011 年現在、世界 60 カ国に拠点を有し、投資銀行業務や企業・資産家向けの金融サービスを行なうほか、一般個人顧客も対象とした幅広い金融業を展開している。

### 2-3-2 売上構造に見る事業の特徴

売上収入は 2008 年に主要取引がマイナスとなるなど、低迷したが、2009 年には急回復し、1000 億ドルを超え、2010 年も売上は 1027 億ドル (約 8.2 兆円) を計上した。売上収入のうち、純金利 (受取-支払利息) 収入がほぼ半分を占め、最大シェアとなっているのは典型的な商業銀行の特徴といっている。純金利収入は貸し倒れや不良債権といった問題の発生するリスクは残るが、事業環境の変化にさほど影響を受けず、安定的に収益が得られる点で、投資銀行と収益構造が異なり、事業の安定性に大きく寄与している。なお、リーマン・ショック時に高リスク資産の不良債権化から経営危機に陥った投資銀行が、商業銀行に救われたケースとしては、この JPM による Bear Sterns の買収の他、Bank of America による Merrill Lynch の救済が知られている。

純利益は 2008 年から 2010 年にかけて、約 3 倍へと増加しており、安定的な収益を実現している。これはセグメント情報で後述する個人顧客向けサービスの堅調な業務維持に加え、商業銀行業務などの手数料ビジネスも好調に推移したことによる。

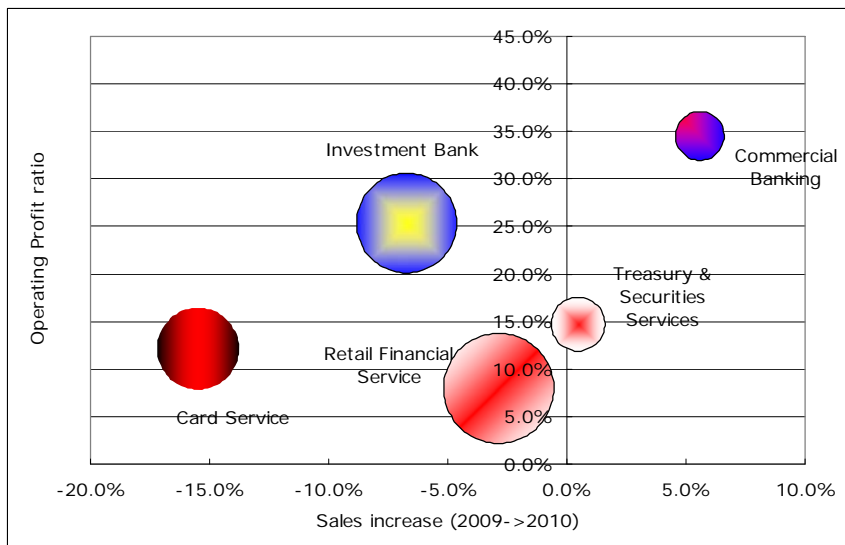


出所 : JP Morgan Chase “10-K”

図2-7 JP Morgan の売上収入の構成と純利益

### 2-3-3 セグメント別業績に見る事業の特徴

セグメント別業績では個人顧客向けサービス (Retail Financial Service) の売上が最もシェアが大きく、営業利益率は低位にあるものの安定した収益で貢献していることが窺える。一方、投資銀行部門は 2009 年からの売上の伸びはマイナスとなったが、営業利益率が高く、シェアも個人顧客向けサービスに次いで高いことから、利益に対する貢献は最大であろうと推定される。商業銀行 (Commercial Banking) 部門は売上の伸び率も 5% を超え、営業利益率も約 35% と高く、今後の事業拡大により高成長を期待したい部門である。カードサービスは売上がマイナスとなったが、2009 年は 23% の伸びを示しており、投資銀行部門に次ぐ戦略的成長部門であろうと推定される。JPM は「優良な個人顧客や企業向けサービスによる金利差で安定収益を確保しつつ、投資案件にも手を広げている」商業銀行の代表例であり、トレーディングをベースとする GS のような投資銀行からみて、安定性の視点から注視すべき競合相手であると考えられる。



出所 : JP Morgan Chase “2010 Annual Report” より作成

図2-8 JP Morgan のセグメント別売上・営業利益率

### 2-3-4 資産構成に見る事業の特徴

資産の部では、売戻契約付き債権が 11%を占める。一方、負債の部の買戻条件付き債務も 13%を占めており、売り買いがほぼバランスしている。GS や MS と大きく異なるのは、JPM は商業銀行であることから、当然のことであるが、資産では貸出、負債では預金の比率が突出している点である。

資産の部のトレーディング資産の比率が 23%とかなりの部分を占めている点に、商業銀行でありながらトレーディングにかなりのウェイトを置いていることが伺える。これはとりもなおさずトレーディングのリスク管理に一層の注意が求められることを意味しており、戦略的投資部門への注力を進めつつどのようなリスク管理をしていくのかが今後注目される。なお、株主資本は 8%で、GS と同じ水準にある。

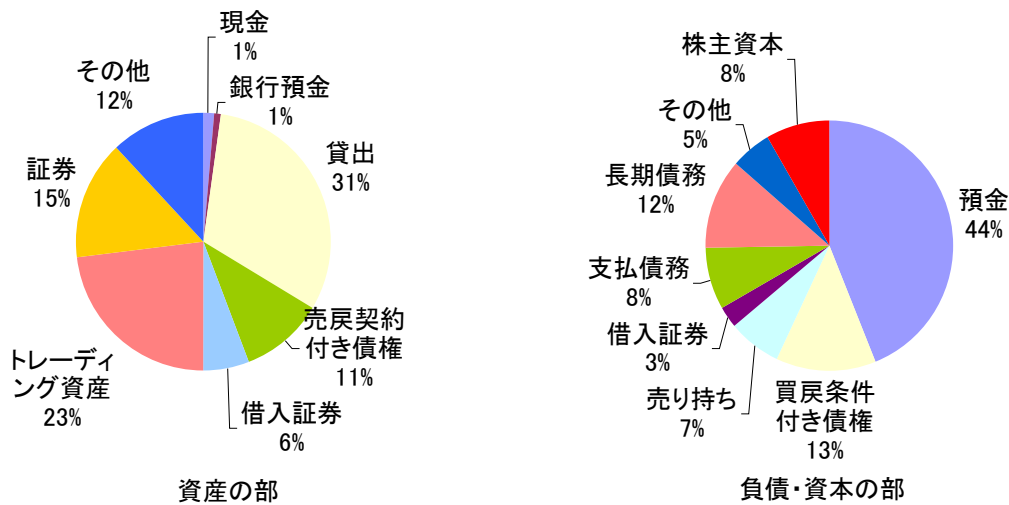


図2-9 JP Morgan Chase の資産・負債・資本の構成 (2010 年)

## 2-4 Deutsche Bank

### 2-4-1 企業概要

Deutsche Bank は商業銀行であり、JP Morgan と同様、大きなバランスシートをもち、顧客への柔軟な対応、銀行融資を通じた企業との間で密接な取引関係を形成するといった点で、投資銀行と異なっている。

Deutsche Bank は 1870 年、統一ドイツの資本の海外進出を促進するため、外国貿易に特化した銀行として、ベルリンで創業した。1876 年には相次ぐ合併により、ドイツ最大の銀行となった。20 世紀前半に多くの銀行を吸収合併し、巨大化し経済界における支配的地位を確立した。第 2 次大戦後は連合国により分割解体された時期もあったが、1957 年、旧西ドイツ最大の銀行として復活。東西ドイツ統一の前年の 1989 年にはロンドンの投資銀行 Morgan Grenfell 銀行を、1998 年にはアメリカ 8 位の Bankers Trust を、1999 年にはブリュッセルの Crédit Lyonnais Belgium を買収、欧州有数の規模となった。

1995 年頃から、当時の主要な商業銀行と同様、投資銀行への転換を目指すようになる。従来からの商業銀行業務にも強みを残しつつ、投資銀行部門が大きいシェアを占めるようになっていく。

同行は、グローバルに金融サービスを展開しており、本社はドイツ・フランクフルト、投資銀行部門はロンドンにおかれている。74 カ国で事業を展開しており、従業員数は 10 万人を超え、特に欧州、米国、アジア、新興市場でプレゼンスを示している。特に、外国為替のディーリングでは、世界でマーケットシェア 21%を有しており、世界最大の取扱業者となっており、同行の手数料ビジネスの利益に貢献している。

### 2-4-2 売上構造に見る事業の特徴

売上収入は2008年に証券含み益がマイナスとなるなど、低迷したが、2009年には約250億ユーロまで回復し、2010年も売上は好調を維持した。売上収入のうち、純金利（受取一支払利息）収入がほぼ半分を占め、最大シェアとなっているところは、JPMとも共通の商業銀行の特徴と言える。純金利収入は上述した通り、事業環境の変化にさほど影響を受けず、安定的に収益が得られる点で、投資銀行と収益構造が異なり、事業の安定性に大きく寄与している。JPMと異なるのは、手数料収入も2008年には約100億ユーロに達し、それ以降も安定した収益が得られており、収入に大きく貢献している点であり、これが同行の強みといえよう。証券含み益については、特に2008年には大きなマイナスを記録したが、これは個別要因より世界的な金融危機の影響が大きい。その後もやや不安定に推移しているが、事業の性格からいっても企業努力により安定的な収益を得られる事業ではないであろう。

純利益については、2008年は50年ぶりの赤字（約40億ユーロ）に転落したものの2009年には、約50億ユーロの黒字、2010年も約23億ユーロの黒字を計上しており、徐々に安定しつつある。

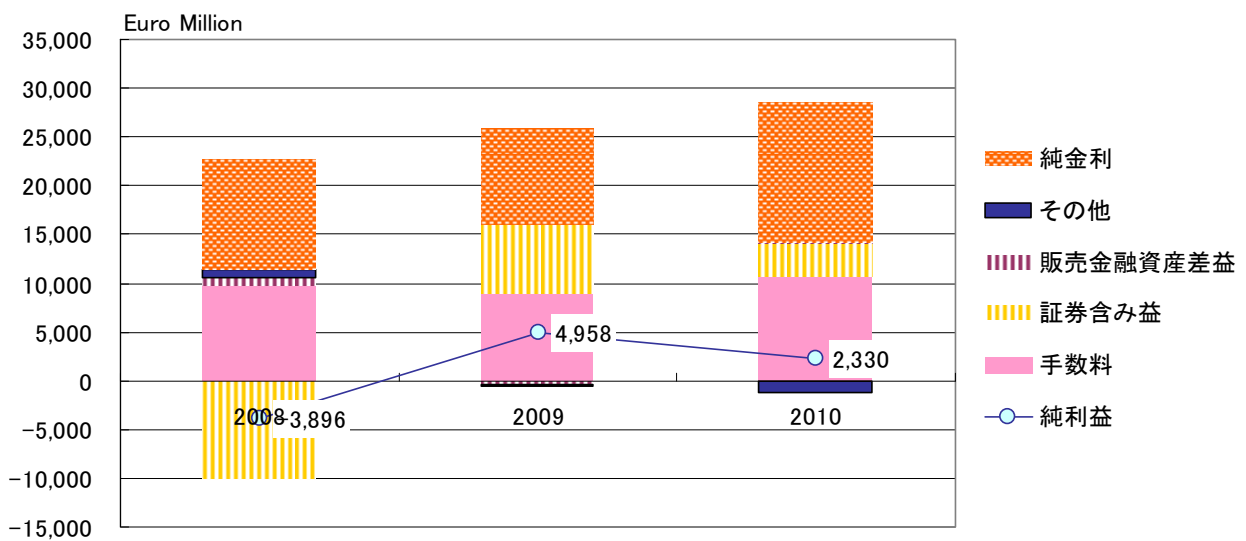
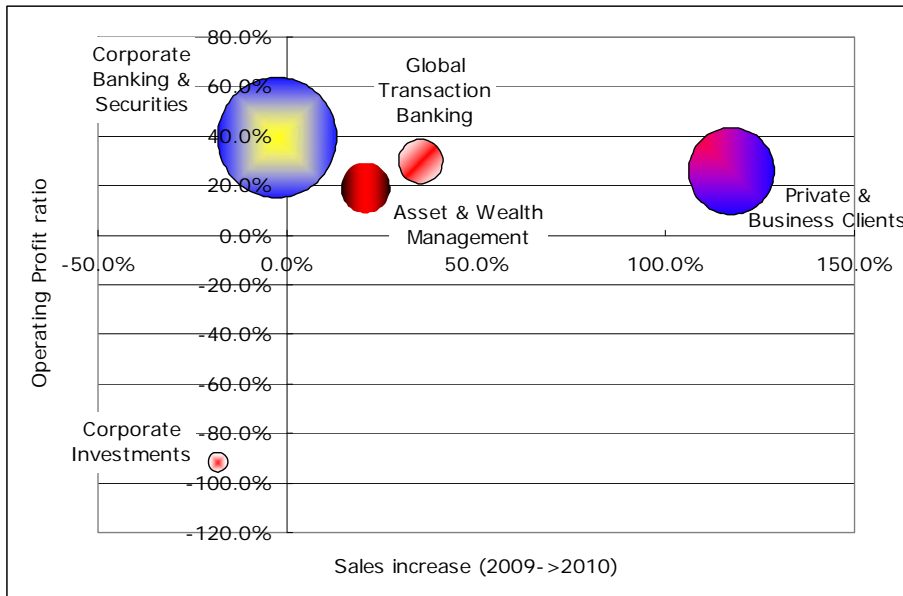


図2-10 Deutsche Bank の売上収入の構成と純利益

### 2-4-3 セグメント別業績に見る事業の特徴

事業部門のなかでは、法人金融・証券事業（Corporate Banking & Securities）が、売上規模が最も大きく、営業利益率も高く、商業銀行である同社のコア事業としての役割を立派に果たしている。売上の伸びをみると、個人・法人顧客サービス（Private & Business Clients）が2009年から100%を超える伸びを示しており、売上規模も法人金融・証券事業に次いで大きなことから、金融危機からの回復においてはこの部門が大きな貢献をしたことが想像される。グローバル取引（Global Transaction Banking）は、売上規模は小さいが、営業利益率が約30%、売上の伸び率も約36%であり、今後最も成長を期待したい事業部門である。資産管理（Asset & Wealth Management）は営業利益率が約19%、売上の伸び率も約21%と堅調な収益基盤となっている。



出所 : Deutsche Bank “Interim Report as of March 31, 2011”より作成

図2-11 Deutsche Bank のセグメント別売上・営業利益率

#### 2-4-4 資産構成に見る事業の特徴

同じ商業銀行である JPM と比較して、資産の部の貸出と負債の部の預金の比率が、小さい点特徴的である。

資産の部では、デリバティブ（黒字）が 34%を占める一方、負債の部のデリバティブ（赤字）も 34%を占めており、両者がほぼバランスしている。トレーディング資産については、JPM の 23%と比較して、トレーディング資産が 14%にとどまっており、やはりトレーディングよりはまだ手数料ビジネス、中でも優良個人顧客や法人相手の手堅いものに重点を置いていることが窺える。

株主資本比率について考察する際、欧州の銀行はアメリカの金融機関より高いレバレッジの資金調達構造に依存していることに注意を要する<sup>21</sup>。Deutsche Bank の 1999 年から 2008 年の平均 D/E レシオ（負債/資本比率）は 36 倍、特に 2008 年は 71 倍と高かった。このように欧州の銀行のレバレッジが高い要因としては、近年の過剰流動性を背景に、トレーディング業務の拡大でバランスシートを大きくふくらませたこと、ハイリスク・ハイリターン of 低格付債券の投資を積極的に増やしていたことがあげられる<sup>22</sup>。Deutsche Bank の株主資本が 3%と低いことは、上記マクロ的的要因に加え、Deutsche Bank 自身が高利益率よりも安定性を重視した経営姿勢の結果と思われるが、今後の金融環境の変化に備え、増強が望まれるところである。

<sup>21</sup> 「今後の金融機関経営の課題—金融危機後の欧米金融機関を中心に—」 李立栄

<sup>22</sup> 同上

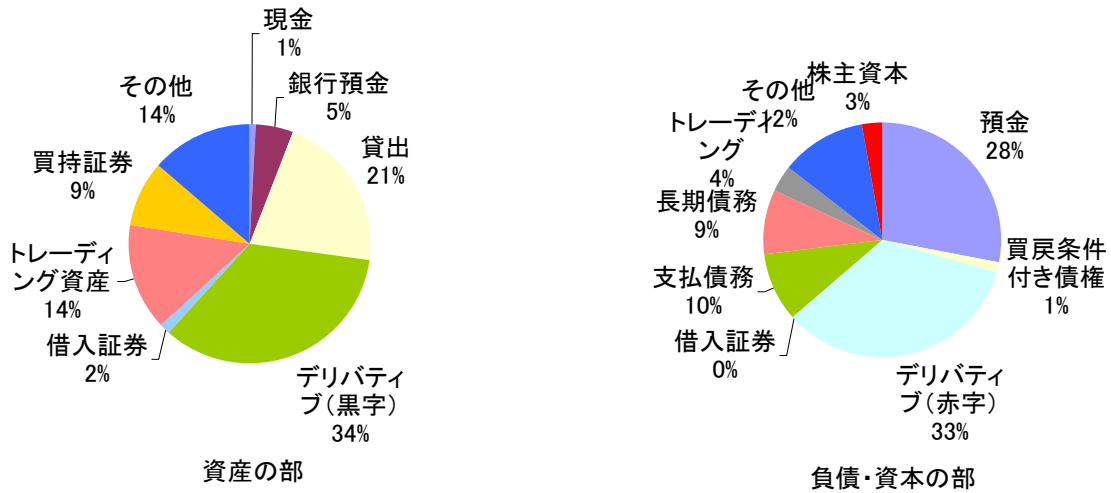


図2-12 Deutsche Bank の資産・負債・資本の構成 (2010 年)

### 3. Goldman Sachs の戦略と展望

第 2 章で概観してきた各社の事業・業績を踏まえ、本章では、各社の規模及び財務指標を比較することにより、収益性・安定性を評価し、Goldman Sachs の戦略、及び今後の金融市場・原油市場における戦略を展望する。

#### 3-1 各社の資産規模・株主資本にみる特徴

各社の総資産比較を表 3-1 に示す。GS は 2010 年 12 月、総資産が 9,113 億ドル (約 73 兆円) で、MS をやや上回っている。商業銀行は規模が大きく、JPM は 2 兆ドル強、Deutsche Bank は 2 兆ユーロ弱と、GS や MS の倍以上となっている。

商業銀行は投資銀行と比較して、資産の多くが預金 (会計上は負債) で構成され、預金の総資産に占める比率は JPM で 44%、Deutsche Bank で 29%となっている。投資銀行の場合、その比率は GS が 4%、MS が 8%であり、成り立ちからいっても預金を資金源としていない点で、商業銀行との差は明確である。商業銀行もトレーディング資産を 2 割前後抱えているが、投資銀行は売り持ちであったり、買い持ちであったり、リスク資産を多く抱えている点が商業銀行とは異なる。

GS は商業銀行との競争のなかで、規模を追及することなく、もてる経営資源とトレーディング事業における強みを最大限発揮する戦略を選択した。こうした強みが後述する利益率の高さにつながっている。また、MS も同様に、規模のメリットを追求することなく、投資銀行業務に強さを発揮している。

一方、商業銀行は資金を貸し出すことで、投資銀行業務を展開していた。彼らはシンジケートを組んで長期の貸出能力を大きく広げていた。その武器は、借り手のニーズに合わせて柔軟に融資条件を決め、価格を設定して、迅速に実行できる能力だった<sup>23</sup>。商業銀行は大きいバランスシートをもとに、貸出だけでなく、優良投資先や資産の安定維持を求める顧客ニーズに柔軟かつ迅速に対応することができ、この点が強みとなっている。なお、銀行と企業との取引関係による無形資産の蓄積 (情報の移転など) については、様々な理論モデルを通じた理解が進んでいる<sup>24</sup>。

<sup>23</sup> 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

<sup>24</sup> 「企業—銀行間関係の動的安定性について」日本政策投資銀行設備投資研究所宮川大介、2010 年 9 月

|                 | 総資産            | (兆円)  |
|-----------------|----------------|-------|
| Goldman Sachs   | 9,113 億ドル      | 72.9  |
| Morgan Stanley  | 8,077 億ドル      | 64.6  |
| JP Morgan Chase | 2 兆 1,200 億ドル  | 169.6 |
| Deutsche Bank   | 1 兆 8,000 億ユーロ | 198.0 |

(注) Deutsche Bank (決算期 2011 年 3 月) を除き、2010 年 12 月時点。ドル=80 円、ユーロ=110 円で換算。

表3-1 総資産の比較

一方、株主資本を比較すると、GS は 774 億ドル (約 6.2 兆円) で、MS を約 120 億ドル上回る。GS の株主資本のうち、優先株が 70 億ドル、内部留保益が 571 億ドルを占めており、豊富な内部留保は同社の経営の安定性に寄与している。商業銀行のうち、JP Morgan の株主資本は GS の倍以上、1,669 億ドル (約 13.3 兆円) に達する。一方、Deutsche Bank は GS よりも少ない 515.9 億ユーロ (約 5.7 兆円) にとどまる。同じ業態の JPM と比較して、総資産に比べて、株主資本が小さい点が特徴的である。

なお、国際的に業務を展開している銀行については、2010 年 12 月に合意されたバーゼル 3<sup>25</sup>の新自己資本規則が適用になり、規制をクリアすることが必要となる。この点では、総資産に対して、8%程度の株主資本を有する GS、MS、JPM は有利に立っている。

|                 | 株主資本        | (兆円) |
|-----------------|-------------|------|
| Goldman Sachs   | 773.6 億ドル   | 6.2  |
| Morgan Stanley  | 654.1 億ドル   | 5.2  |
| JP Morgan Chase | 1,668.8 億ドル | 13.3 |
| Deutsche Bank   | 515.9 億ユーロ  | 5.7  |

(注) Deutsche Bank (決算期 2011 年 3 月) を除き、2010 年 12 月時点。ドル=80 円、ユーロ=110 円で換算。

表3-2 株主資本の比較

### 3-2 収益性と安定性評価

銀行にとっての収益性及び安定性は、市場・商品・顧客と密接に関連している。例えば、優良な顧客基盤と商品、問題解決 (ソリューション) の能力をもつことは、安定的に収益を上げていくための重要な要件である。従って、顧客層の優良さ、事業環境に適合した金融商品の提案力、顧客からの相談や不慮の事態に対する問題解決能力に関して、比較優位性を有することが安定性・高収益性の向上につながっていくものとする。特に、金融商品が多様化し、事業環境変化のスピードも上がった現在、商業銀行・投資銀行とも問題解決能力に関する重要性は一段と高まっており、ROE で計れる収益力に大きく関係する。更に、前述の国際金融機関に対するバーゼル 3 の新自己資本規則により、自己資本比率の改善も求められていることから、自己資本比率 (D/E レシオ、負債比率<sup>26</sup>) も一段と安定性を見る重要な指標となっている。

上述したように、投資銀行はトレーディングを主たる収益源としており、積極的にリスクをとって、高い収益をあげる構造となっている。一方、商業銀行は豊富な預金をベースに融資業務を行いつつ、それを投資銀行業務 (M&A、債券引受など) に活かしていく構造となっている。従って、投資銀行と商業銀行では、事業環境の変

<sup>25</sup> G10 の中央銀行総裁らによって 1974 年に設立されたバーゼル銀行監督委員会 (BCBS) はスイスのバーゼルに置かれている。その上位機関である「中央銀行総裁・銀行監督当局長官グループ」が 2010 年 9 月、銀行の資本の最低水準など (自己資本と流動性に関する規制強化案) について詳細を発表した。それがバーゼル 3 と呼ばれる規則である。

<sup>26</sup> D/E レシオ : 自己資本に対して、他人資本 (負債) を何倍利用しているかを示す指標。D/E レシオは数値が低いほど財務内容が健全であることを示し、どれだけ財務レバレッジを効かせているかを示す指標。



化を投資銀行の方が受けやすいという点はあるが、商業銀行も投資銀行業務に重点を置きつつある現在、両者にとっての収益性と安定性という基準にはさほど大きな違いはないと考える。

以上の状況を踏まえ、本節では、収益性を示す指標として ROE、安定性を示す指標として D/E レシオに着目し、各社の特徴を分析・評価する。

GS は、売上高利益率は 2009 年、2010 年ともに 20% 台、また ROE も 10.8% と 4 社のなかでは最も高く、経営の高い効率性を示している。また、2010 年の D/E レシオは 10.8 倍で、投資銀行としては低い数値であり、一定の安定性を有しているといえる。ただし、2000 年以降の D/E レシオ推移をみると、2001 年第 2 四半期の 15 倍強から 2008 年第 1 四半期には約 28 倍にまで上昇、その後急低下した後、現在の低い水準で推移しており、長期にわたる健全性を見るには今しばらくの観察が必要であろう。

MS は 2010 年にはリーマン・ショックの影響から立ち直り、売上高収益率は約 15%、ROE も 7% へと上昇した。D/E レシオも低下し、11.3 倍となった。ただし、2000 年以降の D/E レシオをみると、2000 年第 1 四半期の約 23 倍から 2008 年第 1 四半期には約 33 倍に上昇しており、GS と比較しても高いレバレッジをとっていたことを表している。2008 年第 3 四半期には現状に近い水準にまで急速に低下した後、現在の低い水準へと至っており、トレーディング関連の資産・負債の圧縮、資本の増強がその背景にあげられる。

商業銀行の売上高利益率ならびに ROE については、2009 年と 2010 年で大きな変化がみられる。すなわち、2009 年は Deutsche Bank の方が、高い利益率を上げているのに対して、2010 年は JPM が Deutsche Bank のほぼ倍の数字となっている。2010 年は、JPM が利益率において、高い効率性を示している。D/E レシオについては、前述の通り Deutsche Bank の D/E レシオが同業の JPM と比較しても約 3 倍に達しており、非常に高い点が注目される。これは前述の通り、欧州の銀行がアメリカの金融機関より高いレバレッジの資金調達構造に依存してきたことも一要因である。

GS については、ブロック取引などトレーディング部門での強みが資産規模に比して高い収益率の実現につながっており、他社よりも強烈ではっきりしている企業文化（チームワーク、誠実さ、顧客第一など）が各個人のモチベーションとなって、事業に投影されていることも見逃せない要因であろう。

|                | 売上高利益率 |      | ROE  |      | D/E  |      |
|----------------|--------|------|------|------|------|------|
|                | 2009   | 2010 | 2009 | 2010 | 2009 | 2010 |
| Goldman Sachs  | 29.6   | 21.2 | 18.9 | 10.8 | 11.0 | 10.8 |
| Morgan Stanley | 5.7    | 14.9 | 2.6  | 7.2  | 13.6 | 11.3 |
| JP Morgan      | 11.7   | 16.9 | 7.0  | 9.8  | 11.3 | 11.0 |
| Deutsche Bank  | 19.6   | 8.5  | 13.1 | 4.6  | 36.8 | 34.7 |

(注) Deutsche Bank は決算が翌 3 月 31 日。

表3-3 各社の財務指標の比較

### 3-3 今後の金融市場・原油市場における戦略展望

今後の金融市場に関しては、米金融規制改革法が実効的な効力を発揮するまではまだ時間を要すると考えられる一方、バーゼル 3 への対応は差し迫った課題であり、これに対する戦略が重要となる。金融機関としては、引き続き各社が築いてきた強みを生かした戦略の継続、リスク管理体制の維持・強化を志向していくことが期待される。GS においては、新しい様々な規制への対応、システム等の技術革新、BRICs など新興市場へのフォーカスが特に重要視されている<sup>27</sup>。今後ともバランスシートを拡大することなく、高い利益を追求していくには、専門性、特に売上収入の大半を占めている最大のコア事業、トレーディング部門の維持・強化が今後も重要となっていくものと考えられる。

<sup>27</sup> Goldman Sachs 2010 Annual Report “Letter to Shareholders”

### 3-3-1 金融市場における戦略展望

上述したように、GSは商業銀行との競争のなかで、規模を追及することなく、もてる経営資源とその強み、すなわち、グローバルな活動、多様化した業務、経済・業界・企業・市場に対する理解、顧客との関係、リスクを引き受ける能力などを最大限発揮する戦略を選択した。

Paulson前CEOの頃から、開始された戦略が現在も延長線上で継続されており、それには以下のような戦略が含まれる。

Paulsonは、プリンシパル投資と仲介業務の両方を行うことを明確にした。また、Blankfeinは、仲介業務とプリンシパル投資のバランスをとる戦略、両者を組み合わせて完璧な形に作り上げることを志向した。仲介業務に、プリンシパル投資を組み合わせ、助言、資金提供、共同投資家という三位一体の戦略をとることが重要だとした。ただし、ボルカールール導入による自己裁定取引の規制強化を前提に、同社のプリンシパル戦略（Goldman Sachs Principal Strategies）の下でとられたポジションは2010年に大幅に整理された<sup>28</sup>。

Paulsonはデジタル革命の時代に突入していると考え、5年間で50億ドルの投資をしたあと、2000年代の半ばには、自社開発のアルゴリズムは、1日に2万件のデリバティブ取引をこなし、米国債取引の70%を扱うようになった。そのシステムは1秒間に200回価格を更新し、1億ドル以下の取引は自動的に執行する<sup>29</sup>。Blankfeinは、「迅速かつ効果的に顧客のニーズにシステム、商品及びサービスで対応する能力が企業を差別化する」<sup>30</sup>として、技術の重要性を指摘している。

投資銀行にとっては今後も、企業の資金調達方法が銀行から市場へと動き、資金活用方法も多様化する中、規模と安定的な金利収入をベースとする商業銀行との競争が続いていくものと予想される。Paulsonは大手銀行とは合併しないことを決定したが、今後どのように、戦っていくかということが課題である。商業銀行の強みは、資金を貸出すことで、投資銀行業務を展開している点である。顧客のニーズにいかにか柔軟に対応し、問題解決策を提供できるか、GSはローン（預金）という武器がなくても、専門性を提供するソリューション能力、卓越したリスク管理能力をベースに競争力を維持し続けることが期待される。

### 3-3-2 原油先物市場における投資銀行の位置づけと展望

本稿の締めくくりとして、GSはじめ金融機関が近年参入し、プレゼンスを拡大しつつある原油先物市場と、投資銀行の戦略との関係、及び展望を述べる。

原油は実際に取引が行なわれる現物（フィジカル）商品であるとともに、金融資産（Asset class）でもあり、近年原油先物への投資資金流入の加速により、原油市場における金融的要因の影響が増している。

原油は金融資産の一つに組み込まれ、デリバティブ取引を通じて、貴金属や穀物などとならんで、頻繁に取引がなされている。原油先物取引の出来高（2011年7月）はニューヨーク商品取引所（NYMEX）でWTI原油が一日当たり約58万枚（1枚=1,000バレル）を超え、ロンドンの先物取引所（ICE Futures）でもブレント原油が約45万枚、WTI原油が約16万枚と、合計で119万枚、原油換算で約12億バレル/日に達している。これは、全世界の石油の消費量8,740万バレル/日の13倍以上となっている。また、これらの取引所を経由した取引のほか、OTC（Over the Counter）市場と呼ばれる、取引所を介さない当事者間での直接取引があり、取引所での取引を上回るレベルに達しているとされる。

原油先物市場での取引については金融危機後、米国における規制当局の商品先物取引委員会（CFTC）が、2009年9月以降、新たに透明性の高い報告書の開示を始めており、COT（Commitments of Traders）と題する報告書では、次の4区分で示されている。

- ヘッジャー（現油生産者等の当業者）
- スワップディーラー（投資銀行等、スワップ取引でリスクヘッジ目的での利用、自己裁定取引等を行なう）
- 資産運用業者（Managed Money Traders）（ヘッジファンド等、非当業者）

<sup>28</sup> Goldman Sachs 2010 Annual Report “Letter to Shareholders”

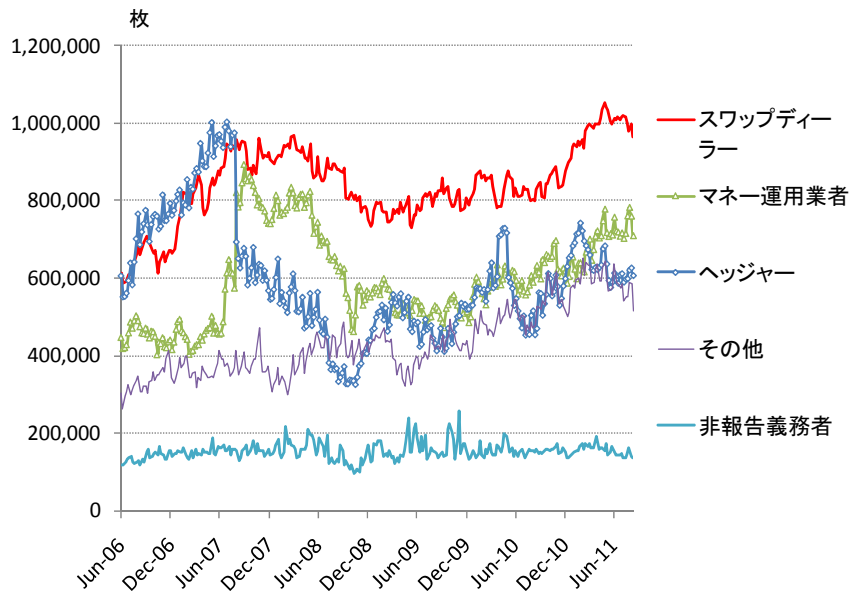
<sup>29</sup> 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」チャールズ・エリス著より

<sup>30</sup> Goldman Sachs 2010 Annual Report “Letter to Shareholders”

➤ その他

投資銀行は、スワップディーラーの範疇に区分されており、取引残高の推移は図 3-1 に示されるとおり、これらの区分のなかでは最大で、残高は年々拡大傾向にある。投資銀行は原油生産者など当業者からの注文による売買も多く、自己売買などの取引と区分して把握することは現状では不可能である。いわゆるプロップ取引（自己裁定取引）については、情報が開示されていない。なお、価格との相関という点では、ヘッジファンド等の売買との関係が指摘され、そのネットの取引量（買いから売りの残高を差し引いたもの）が引用されることが多い。

投資銀行は、原油先物取引の数量にも示されるように、売買動向に関する情報量が多く集積する。また、GS は、J. Aron という現物の取引を行う会社を傘下にもち、フィジカルな取引動向についても、多くの情報を把握することができ、それをトレーディングに生かすことができる優位性をもつ。

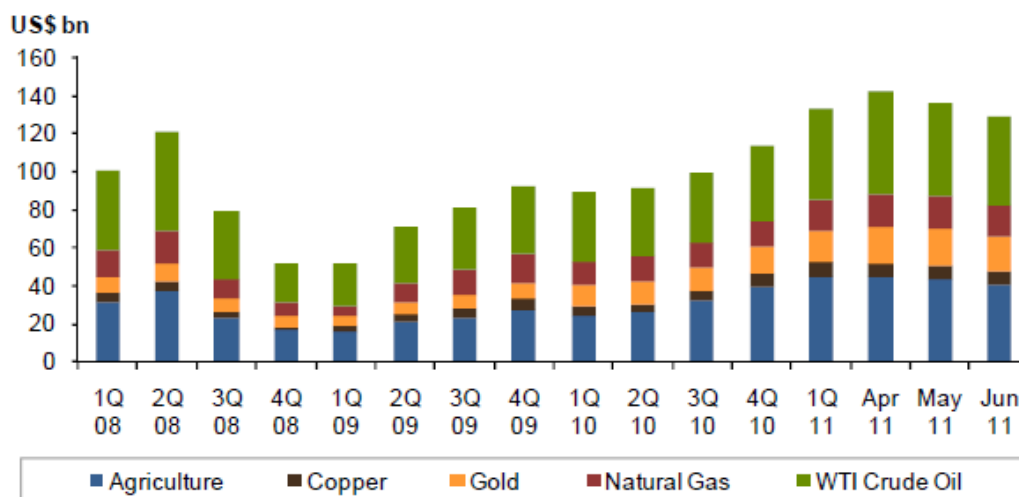


(出所) CFTC のデータより作成

(注) 取引残高はロングとショート両方の合計

図3-1 原油先物取引の主体別取引残高

大手投資銀行の運営する商品インデックスファンドの残高と原油価格変動の相関性については、これまで米国での議会証言などで多く指摘されてきたが、この点を証明するには十分な情報が不足している。GS は、GSCI という特にエネルギー分野に重点を置いた商品インデックスを運営しており、このインデックスに占めるエネルギーのウェイトが高いことから、原油価格との相関性に関しての指摘が多かった。なお、2007 年に S&P が GSCI と提携し、現在は S&P GSCI として運営されている。ところで、こうしたインデックスファンドを通じて、年金基金や生損保などが長期の買い姿勢（ロングオンリー）で投資を行なうようなケースについて、資金の滞留が価格高騰に影響しているという指摘がある。しかしながら、金融市場、特に OTC 市場に関する十分な情報は入手できないため、金融フローの原油価格への影響については、十分論証することは困難な状況にある。なお、S&P GSCI はレバレッジをかけず、ロングオンリーの商品インデックスであることが記されている。



(出所) OPEC “Monthly Oil Market Report” August, 2011

図3-2 商品への投資資金の流入額の推移

今後の原油先物市場を見る上では、昨年成立した米金融規制改革法による規制の動向が注目される。すなわち、規制当局に広範囲の OTC デリバティブに関する監督権限を付与し、スワップ取引を標準化・清算機関経由とし、取引の透明性を高めることなどを要求している。これらの規制が今後どのような内容で実際に適用されるか、投資銀行にとって今後の事業運営に当たり、重大な要因と考える。

GS のコア事業であるトレーディング部門には、株式、債券、商品などが含まれ、原油は商品のなかの一部にすぎないが、エネルギー・資源関連商品は今後の需給動向に関する関心が高まっていることもあり、投資銀行における戦略的事業としての重要性は高まるであろう。更に、原油先物市場におけるスワップディーラーのシェアは圧倒的に大きいこともあり、GS はフィジカルも含めた情報のハブとして、今後も取引の中心的役割を担っていくことが想定される。

参考文献

- 「ゴールドマン・サックス 王国の光と影」(上下巻) チャールズ・エリス、斎藤聖美訳
- 「世界的危機後の金融システム再構築における課題」 藤田哲雄、李立栄
- 「今後の金融機関経営の課題—金融危機後の欧米金融機関を中心に—」 李立栄
- 「バーゼルⅢは日本の金融機関をどう変えるか」 藤田勉、野崎浩成
- 「ポールソン回顧録」 ヘンリー・ポールソン、有賀裕子訳

お問い合わせ : report@tky. ieej. or. jp