

# ポスト・リーマンの米国金融

北原 徹

## はじめに

本稿では、世界金融危機以降（ポスト・リーマンと呼ぶ）の米国の金融状況を考察する。ポスト・リーマンにおいてそれ以前と比べて金融構造の変化が生じているかどうか、しかも中長期的な構造の変化が生じているかどうかという視点から考えていきたい。ここでの中長期的という言葉の意味は、金融危機の短期的・直接的な影響（資産価格の暴落や不良債権の激増といった）を超えたという意味であり、そうした短期的・直接的な影響によるものを超えたより構造的な金融上の変化に着目して考察していきたい。その際、金融機関の収益と金融市場・投資主体の資金フローの面の構造変化を中心に分析する。

ポスト・リーマンにおいて金融環境の根本的变化は、次の2つによってもたらされている。1つは、甚大な被害をもたらした世界金融危機を経験して、金融危機の再発防止、危機への耐性強化を目指す、世界的な金融規制の強化である。その中で自己資本比率規制の強化、レバレッジ比率規制の導入、トレーディング規制の強化は、金融機関、特に銀行の行動に大きな影響を及ぼす。もう1つは、ポスト・リーマンの経済低迷を受けて金融政策面で大きな変化が生じ、量的緩和を中心とする非伝統的金融政策が導入されたことである。直接的な金融危機対策とは性格を異にする量的緩和政策の下で、超低金利と金余りが恒常化することになり、これは様々な金融機関の行動や金融市場に影響を及ぼすことになった<sup>1)</sup>。

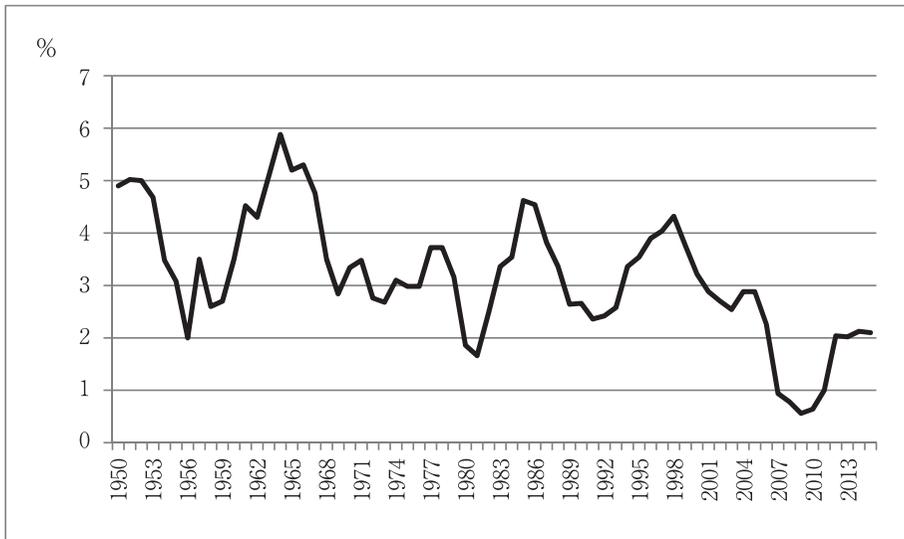
## 1. 米国の経済・金融の長期的動向

ポスト・リーマンの金融の問題を考察する前に、その背景として、米国の経済・金融の長期的動向を見ておこう。

---

1) ポスト・リーマンの米国金融を金融政策と過剰貨幣資本を中心に分析したものとしては、北原[2015]を参照。

図表1 米国実質経済成長率：5年移動平均



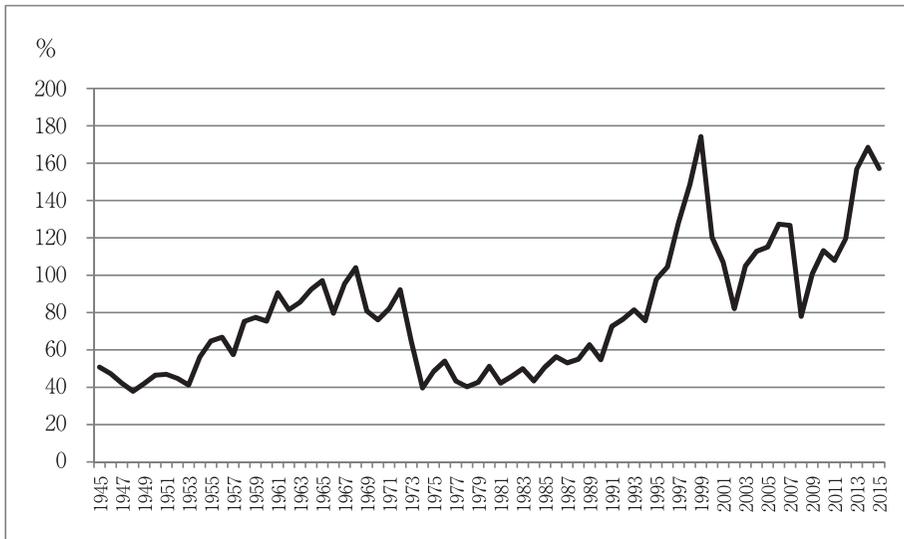
(出所) Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

ポスト・リーマンの経済状況を経済成長率の長期的動向の観点から見ると、図表1に示されているように、金融危機から脱却した後も低成長が続いている。さらに注目すべきは、住宅バブルで経済が活況を呈した2000年代前半においても、経済成長率自体はそれ以前の時期の景気拡張期に比べてかなり低かったということである。1983-90年の拡張期は4.1%、1992-2000年の拡張期は3.8%という平均成長率が高い水準であったのに対して、2000年代の2002-07年の拡張期は2.3%と成長率がかなり低い。2000年代に入って、米国の経済成長率ははっきりと低下してきている。この点は、サマーズが主張している長期停滞論の状況であると考えられる<sup>2)</sup>。ポスト・リーマンの時期の成長率のさらなる低迷を考えると、2000年代前半は住宅バブルに支えられても、その程度しか成長ができなかったと理解することができよう。

次に、金融面の動きを示す代表的な指標である株式市場の動向を、長期的に実体経済と関連させて見ておこう。図表2は、株式時価総額の動きを実体経済の動きを示すGDPとの比較（バフェット指標）で見たものである。1990年代後半以降、GDPに比べ株式時価総額が大きく増大しており、その傾向は2000年代でも基本的に続いており、直近でもバフェット指標は極めて高い水準であることが分かる。経済は低成長であるにもかかわらず、株価は高く、バフェット指標は高水準にあるという状況である。

2) 長期停滞論に関しては、Summers [2014] を参照。

図表2 バフェット指標：株式時価総額/GDP



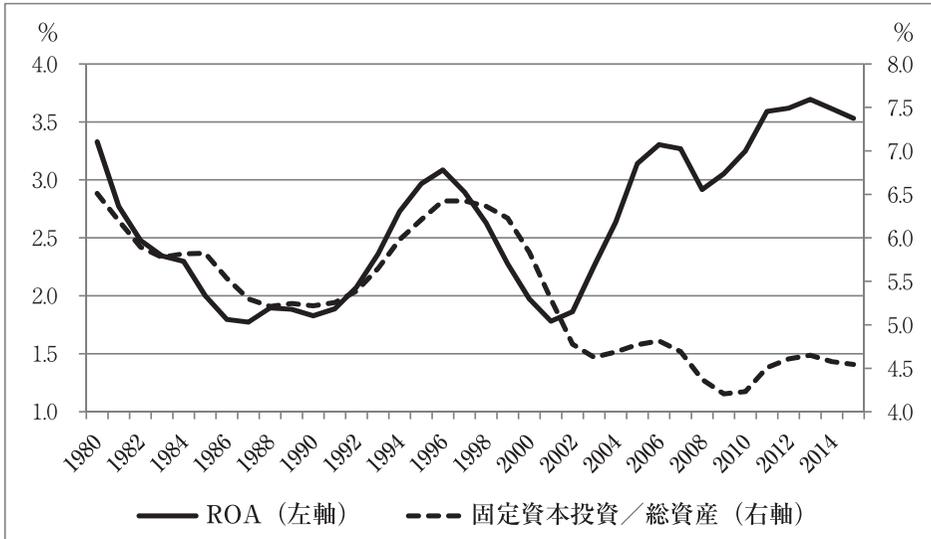
(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States* ; Bureau of Economic Analysis, *National Income and Product Accounts*

## 2. 実体経済と企業をめぐる状況

こうした経済成長の状況を踏まえ、実体経済の中心である企業の近年の活動状況を見よう。米国企業の実物面の行動は、2000年代には構造変化したと考えられる。それを端的に示したのが、図表3である。ROA（税引後総資産利益率）は2000年代に入って顕著に高まってきたのに対して、固定資本投資率（固定資本／総資産）は逆に大きく低下している。この現象は、金融危機以降に始まったものではなく、危機以前の2000年代初めから既に始まっている。こうした企業行動が、上で見た経済成長率の低下の最も大きな要因である。また、投資低迷の状況は大規模な量的緩和政策による低金利にも関わらず継続しており、量的緩和政策は株価は高騰させたが、実物投資を刺激する効果を発揮したとは考えられない。こうした高利潤・低投資という現象の原因は、まだ十分解明できていないが、大きな背景としては、米国においても日本と同様に経済成長期待の低下があると思われる<sup>3)</sup>。また、企業の利潤率の向上は、図表2で示される2000年代の高株価・バフェット指標の高さの背景の1つであろう。株価に関しては、株式市場を取り上げる第8節で再度議論しよう。

3) Smithers [2013]も英米企業の高利潤・低投資に着目し、これが近年の経済低迷の原因だとしている。Smithersは、経営者の報酬制度の株価依存が自社株買い・配当の重視、設備投資の抑制をもたらしていると主張している。

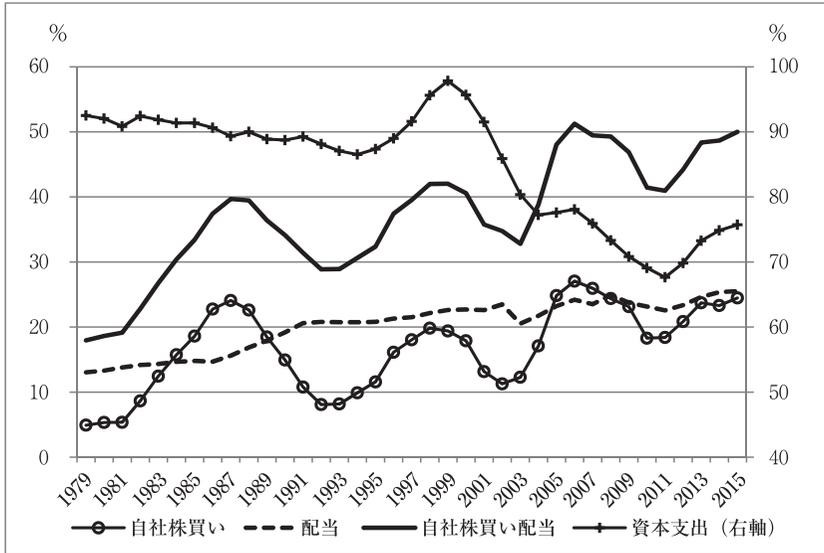
図表3 米国企業の利益率と固定資本投資：3年移動平均



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

いずれにしろ、こうした高利潤・低投資という状況の下で、企業は大きな余剰資金を抱えることになっている。こうした余剰資金がどう配分されているかについて、次に見ていこう。下の図表4は、企業の利潤減価償却金（税引後企業利潤+減価償却金）に対する割合で考えて、配当、自社株買い、資本支出がどう推移しているかを見たものである。

図表4 配当・自社株買い・資本支出の推移：  
 利潤減価償却金に対する比率：5年移動平均



注：自社株買いの数値には、現金買収による株式取得も含まれている。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States ; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*

図表4にも示されているように、資本支出の割合は2000年代に入り急激に低下し、それに対して配当と自社株買いの合計の割合は大きく増加している。配当の割合は継続的に増加してきており、自社株買いの割合は循環的に変動しているが、2000年代には高い水準を続けている。2000年代の高利潤・低投資という状況の下での余剰資金は、配当や自社株買いという形で社外に流出しており、その割合は利潤減価償却金の約半分にも達している。こうした2000年代における高水準の自社株買いは、図表2のバフェット指標でも示されている株価高騰を支える重要な柱となっている。

企業の外部負債資金の面では、金融危機の以前と以後では大きな変化が発生している。外部負債資金の中での金融機関借入の比率は、2007年末の47.2%から2015年末では31.9%へと大きく低下し、それに対して証券市場調達率は52.8%から68.1%へと大きく上昇している。ポスト・リーマンにおいて非金融企業は金融機関借入を減らし、社債発行を中心とする証券市場調達を増やしてきている。金融機関借入の中で大きく減少しているのは、不動産抵当ローン、証券化ローン、ファイナンス・カンパニー借入である。社債発行による資金調達増大の背景には、金融危機以降の量的緩和政策の下で国債の利回りが大きく低下し、投資家の search for

yieldの動きが強まり、少しでも利回りが高い社債に対する需要が高まったことがある。さらに、企業の社債発行の中で投機的格付けの発行が増大している。金融危機を間に挟んだ2003-06年と2013-15年の期間を比較すると、投機的社債の発行割合は、15%から21%に高まっている<sup>4)</sup>。これは投資家のsearch for yieldの動きの強まりを示している。そうした状況の下で、長期安定的な資金を社債発行を通じて調達することが企業にとって有利となっている。発行社債の満期の動きを見ると、2003-06年の平均で8.5年であったものが、2013-15年には15.1年にまで長期化しており、この動きは直近ではさらに強まり、2015年では16.9年と2000年代前半の2倍の長さにまで満期が長くなっている<sup>5)</sup>。

2000年代における米国企業の行動は、全体としては、高利潤下での低投資であり、余剰な資金は自社株買いに回されている。ポスト・リーマンにおいては資金調達面で、量的緩和下での低金利を利用した長期の社債発行が特徴的である。格付けの低い企業も活発に社債を発行して資金を調達している。こうした企業の財務面の行動は、後の第8節、9節で見るように、株式市場や社債市場の状況を大きく規定している。

### 3. 金融危機の前と後

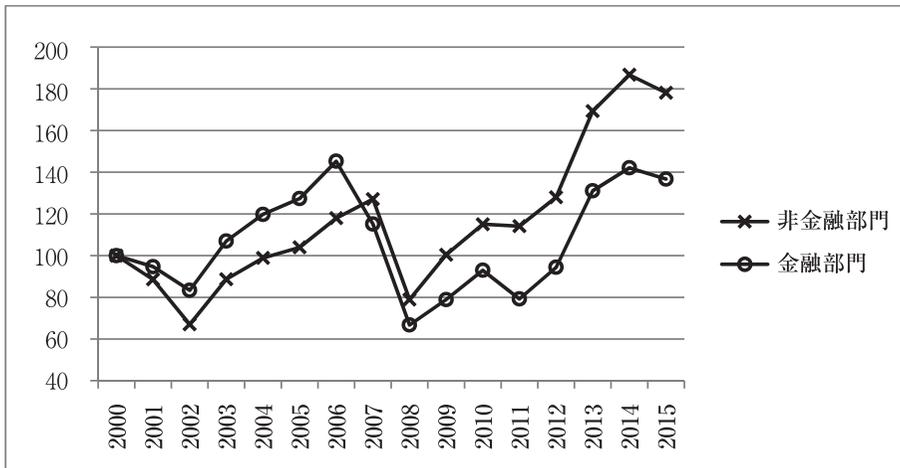
金融危機の前と後での大きな違いの1つは、危機前には金融部門が活況を呈していたのに対して、危機後には金融部門が低迷しているという点である。このことを金融部門と非金融部門の株式時価総額の動きという面から確認すると、図表5のようになる。

---

4) Securities Industry and Financial Markets Association, US Bond Market による。

5) SIFMA, US Bond Market による。

図表5 株式時価総額推移：2000年 = 100

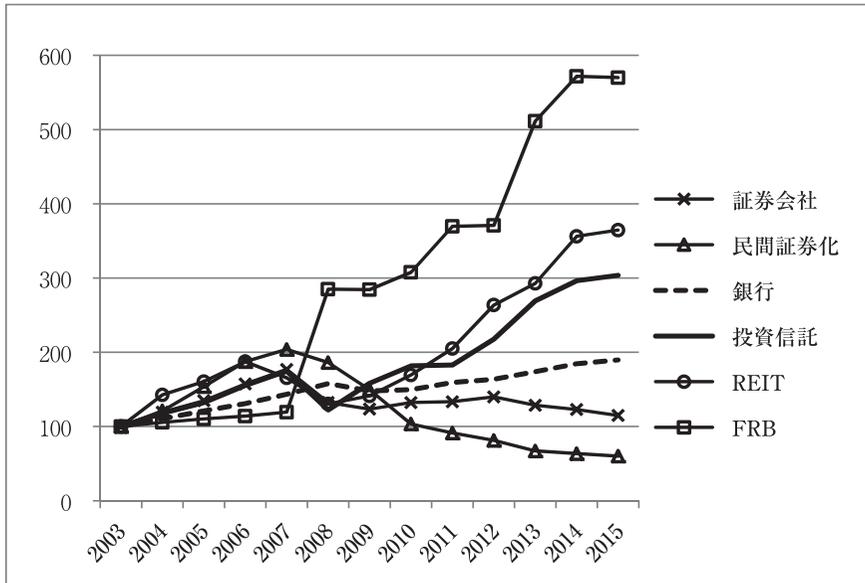


(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

図表5に示されているように、2000年代前半においては金融部門の株式時価総額が非金融部門に比べて大きく増大しているのに対して、危機後においては逆転し非金融部門の時価総額が大きく増大している。ポスト・リーマンにおいては、それまで進展してきた金融の肥大化に巻き戻しが生じている状況である。

金融部門の中でも業態によって様相はかなり異なる。いくつかの代表的な金融機関の2000年代の資産規模の動きを見たのが、図表6である。金融危機までは民間の証券化機関と証券会社が大きく伸びていたのに対して、危機以降は民間証券化は激減し、証券会社もピークからは大きく減少している。ポスト・リーマンで大きく伸びているのは、投資信託やREITといった資産運用に関わる分野である。銀行は減少はしていないものの伸び率は低下している状態である。こうしてポスト・リーマンには、金融部門の中での中心的プレイヤーに変化が生じており、運用分野の重要性が高まっている。参考のために、FRBの資産規模推移も示している。金融危機以前の時期では、民間の金融機関に比べて規模拡大は極めて緩やかであったものが、ポスト・リーマンには量的緩和政策の下で激しい資産規模拡大が生じていることが分かる。こうした金融政策面での新たな動きが、ポスト・リーマンにおける金融環境の基底を形成し、図表2で示された株価の高騰をもたらし、以下の各節で見ていくように金融の様々な部面で大きな影響を及ぼしている。

図表6 2000年代の各種金融機関の資産規模推移：2003年 = 100



(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*; National Association of Real Estate Investment Trusts, *US REIT Industry Equity Market Cap*

投資信託等の運用分野については後で見ることにして、次に、伝統的な金融の中心的なプレイヤーである銀行や証券会社の金融危機後の変化について考察していこう。

#### 4. 銀行をめぐる状況

ポスト・リーマンの時期の金融の特徴を見ていく上で、金融危機の短期的・直接的な影響を超えた中・長期的構造変化に焦点を当てていきたい。そのために、以下では、危機以前の2003-06年の期間と危機以降で危機の直接的影響がある程度減衰し、危機モードから脱却し、かなり正常化したと考えられる直近の2013-15年の時期とを比べて、その違いに着目するというやり方で分析していきたい<sup>6)</sup>。本節と次節では、ポスト・リーマンにおける金融環境の変

6) 中・長期的構造変化を検出する方法として、2つの期間の比較が適切かどうかは、必ずしも定かではない。2005-06年は金融危機の時期ではないが、住宅バブルの膨張プロセスにあり、2014年末からは量的緩和拡大の停止・ゼロ金利解除により金融市場の様相が変化しており、2013-15年にはある程度安定的な金融構造に達したと想定できるかどうか分からない、といったことがあるからである。しかしながら、中・長期的構造変化についての何らかの示唆や手掛かりは得られるのではないかと考えられるので、本稿ではこのやり方で分析を進めることにする。

化が最も重大な影響を及ぼしたと考えられる、金融機関収益の側面に着目して、考察していこう。本節では、銀行を対象に、ROE（自己資本利益率）に焦点を合わせて、銀行の収益構造の変化を分析する。ROEに影響する要因を列挙し、個々の要因がどれだけROE変化に寄与したのかを検討する。

ROE = 税引後 ROA（総資産利益率）×レバレッジ、レバレッジ = 総資産 / 自己資本

税引後 ROA = (税引前利益 - 税負担) / 総資産 = (金利収益 + 非金利収益 - 経費 - 信用費用 - 税負担) / 総資産 = 金利収益率 + 非金利収益率 - 経费率 - 信用費用率 - 税負担率

金利収益率等は、すべて総資産に対する比率である。金利収益は、金利収入から金利費用を差し引いた純金利収入である。

すると、ROEを決定する要因は、税引後 ROA とレバレッジであり、さらに税引後 ROA を決定する要因としては、金利収益率、非金利収益率、経费率、信用費用率、税負担率が存在することになる。

ROEとその決定要因の動き（2003-06年平均と2013-15年平均の違い）を示したのが、下の図表7である。

図表7 米国銀行のROE変化とその要因

	ROE	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経费率	信用費用率	税負担率
2003- 06年	12.32%	1.24%	9.9	2.92%	2.08%	2.92%	0.31%	0.6%
2013- 15年	9.05%	1.02%	8.9	2.75%	1.63%	2.72%	0.28%	0.45%
変化	- 3.27%	- 0.23%	- 1	- 0.17%	- 0.45%	- 0.2%	- 0.03%	- 0.15%

(出所) FDIC, *Aggregate Time Series Data*

ROEは3.27%と大幅に低下しており、それは税引後 ROA の低下とレバレッジ倍率の低下の双方が影響している。さらに、税引後 ROA の動きに関しては、金利収益率（総資産に対する比率、以下も同様）と非金利収益率の低下が引き下げ方向に働き、逆に、経费率、信用費用率、税負担率の低下が引き上げ方向に働き、前者の引き下げ要因が後者の引き上げ要因を上回ったことから、税引後 ROA の低下が生じている。

銀行全体とは別に、米国金融に圧倒的な影響力を持つ大銀行の動向も分析しよう<sup>7)</sup>。但し、

7) 新形 [2015]は、ポスト・リーマンにおける金融規制強化の下での大手の銀行・投資銀行の動向をビジネスモデルの転換という観点から分析している。

大銀行に関しては銀行単体ではなく、グループ全体を分析の対象とする。大銀行グループは、この間、買収・合併・事業譲渡等を繰り返しており、2つの期間で事業内容が大きく異なっているという面もあるが、分析のやり方としては、上記の全銀行と同じ手法を使おう。大銀行の動向を見ると、大銀行3行（JP Morgan Chase、Citi、Bank of America）は必ずしも同じ方向の動きをしておらず、特にJP Morgan Chaseは他の2行とかなり違った状況にある。そこで、JP Morgan Chaseだけは切り離して扱い、他の2行（以下、大銀行2行と呼ぶ）は合算したデータで考察しよう。

図表8 大銀行2行（CitiとBank of America）のROE変化とその要因

	ROE	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経費率	信用費用率	税負担率
2003- 06年	17.38%	1.34%	12.98	2.52%	2.53%	2.77%	0.4%	0.58%
2013- 15年	6.4%	0.75%	8.59	2.23%	1.88%	2.82%	0.26%	0.29%
変化	-10.98%	-0.59%	-4.39	-0.29%	-0.64%	0.06%	-0.14%	-0.29%

注：金融危機に関連した訴訟関連費用が収益に与える影響は直近においてもかなり大きいので、中・長期的な変化に焦点を当てるため、そうした費用がなかったとしてROE、ROAを計算している。この点は、以下の図表9、12でも同じ。

（出所）Standard and Poor's, *Capital IQ*

図表9 JPMorgan ChaseのROE変化とその要因

	ROE	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経費率	信用費用率	税負担率
2003- 06年	10.86%	0.91%	11.95	1.57%	2.72%	2.78%	0.24%	0.33%
2013- 15年	11.74%	1.1%	10.63	1.78%	2.1%	2.37%	0.1%	0.33%
変化	0.87%	0.2%	-1.32	0.21%	-0.62%	-0.41%	-0.14%	0%

（出所）Standard and Poor's, *Capital IQ*

大銀行2行は、方向としては全銀行と同様の動きを示しているが、ROA やレバレッジの低下ははるかに大幅であり、ROE の低下は極めて深刻である。収益面から見ると、この間の金融環境変化の影響がより甚大であることが分かる。JPMorgan は、元々グループ内での銀行業務のウェイトが低く、総資産中の貸出の比率も低く、ビジネスモデル面での違いがあり、他とはかなり違う変化を示している。

次に、各要因が ROE 低下にどれだけ寄与したのかを示したが、下の図表 10 である。

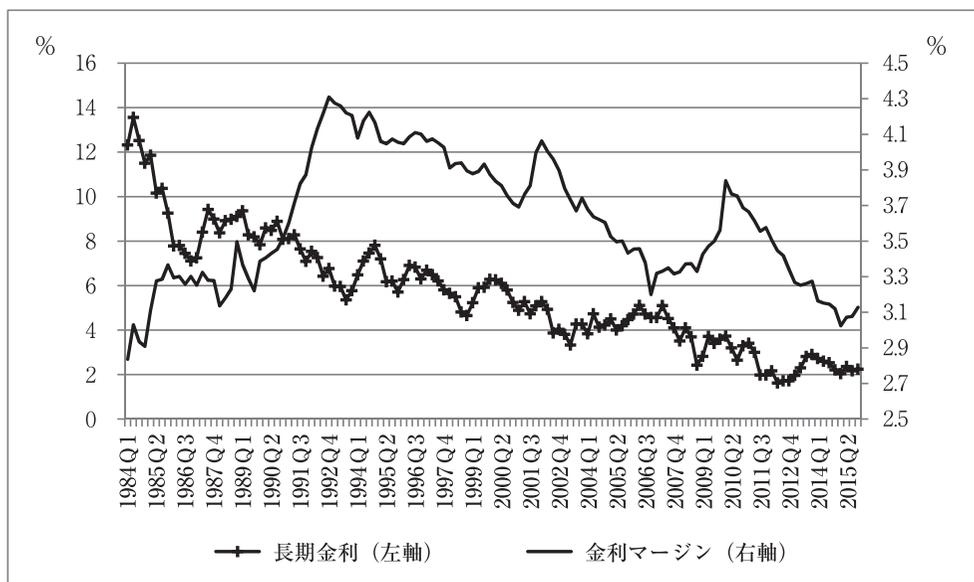
図表 10 各種要因の ROE 低下への寄与度

	ROE 低下	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経費率	信用費用率	税負担率
全銀行	- 3.27%	- 2.26%	- 1.24%	- 1.66%	- 4.42%	2.02%	0.32%	1.44%
大銀行 2行	- 10.98	- 7.7	- 5.88	- 3.82	- 8.33	- 0.72	1.88	3.79
JPMorgan	0.87	2.33	- 1.2	2.48	- 7.42	4.97	1.72	0.02

ROE 低下への寄与を、税引後 ROA とレバレッジを比べると、全銀行及び大銀行2行では税引後 ROA 低下が大きいことが分かる。税引後 ROA の低下に対しては、金利収益率と非金利収益率の低下が共に大きく影響していることが見て取れる。大銀行2行では、そうした収益引下げ要因がすべて、全銀行に比べて極めて大きいことが特徴である。経費率は全銀行ではある程度低下しているが、大銀行2行では若干上昇している。規制強化の影響という面では、金融危機後における自己資本比率規制の強化、レバレッジ比率規制の導入によってレバレッジ倍率が低下しており、それが ROE に対して下押し圧力として働いていることが確認できる。しかも、その影響は大銀行において極めて大きいことが分かる。

金利収益率の低下に関しては、ポスト・リーマンの経済・金融の状況を反映する様々な要因が影響していると考えられる。まず、危機後の量的緩和・大規模資産購入の政策が、長期金利を引き下げ、それが銀行の金利利鞘の縮小につながっていると考えられる。図表 11 は、銀行の金利マージンと長期金利（米国債 10 年物利回り）の長期的な動きを示しているが、図示されているように、1990 年代半ば以降、長期金利の低下に伴い銀行の金利マージンも低下してきている。この傾向が、ポスト・リーマンにおける量的緩和・大規模資産購入による長期金利低下によりより拍車がかかっていると考えられる。

図表 11 銀行の金利マージンと長期金利の動き



(出所) FDIC, *Aggregate Time Series Data* ; FRB, *Selected Interest Rates*

また、この間の銀行のバランスシート変化をみると、経済の長期の不振による借入需要の低迷や量的緩和政策の結果として、資産項目では、貸出が低迷（2006 年末：総資産中の割合 61% → 15 年末：55.4%、直近は若干上昇）する中、現金・準備（4% → 11%、直近は若干低下）や証券投資（16.7% → 21%）が増大している。借入需要の低迷による貸出の減少、それに代わる証券投資の増大は、金利利鞘を縮小させている。貸出の金利に比べると証券の金利はかなり低く、貸出のウェイト低下・証券投資のウェイト上昇は全体としての金利利鞘を縮小させる。2003-06 年間の平均の貸出金利は 6.49% であるのに対して、証券投資の金利は 4.31% であり、2013-15 年に関してはそれぞれ 4.64% に対して 2.22% である。また、量的緩和政策による膨大な過剰準備の保有は、その低収益性から当然のことながら金利収益を圧迫している。

こうしてポスト・リーマンにおける金融規制の強化や量的緩和政策が、銀行の収益性を低下させ、ROE の低下をもたらしている。

非金利収益に関しては、総資産対比の収益で考えて低下が大きい非金利収益項目は、全銀行ではサービシング手数料、預金関連サービス手数料、投資銀行業務関連手数料である<sup>8)</sup>。サービシング手数料収入の減少は、住宅ローン・証券化業務が金融危機後に低迷しているこ

8) FDIC, *Aggregate Time Series Data* による。

との反映と考えられる。ところで、トレーディング収益はむしろ増加している（総資産比で 0.137% → 0.149%<sup>9)</sup>。経費率に関しては、人件費は若干低下している程度だが、施設・設備費が大きく低下している。大銀行に関しては、3行共、非金利収益率が大きく低下している。大銀行2行では、信託報酬及びトレーディング収益以外の、その他の非金利収益が大きく減少しており、JPMorgan では非金利収益の各項目で減少している。

銀行の資産拡大スピードもこの間でかなり低下している。2003-06年の間の年成長率は8.9%であるのに対して、2013-15年では3.4%まで低下している<sup>10)</sup>。大銀行3行の成長率減速はさらにドラスチックで、16.9%で成長していたものが、0.5%と近年はほぼゼロ成長の状態になっている。

金融危機以前と以後の銀行をめぐる状況を概観すると、2000年代前半の銀行成長は不動産抵当貸出とトレーディング資産の拡大に牽引された能動的・攻撃的な銀行拡大であったのに対して、金融危機を経た最近の緩やかな銀行成長は預金拡大に後ろから押された受動的・防衛的な銀行拡大と捉えることができよう。金融高度成長下のビジネスモデルから、金融低成長下のビジネスモデルへの転換が求められている<sup>11)</sup>。金融危機以前の2003-06年の4年間に全銀行（以下、特に断らなければ全銀行に関するデータ）の総資産は40.6%も伸びており、総資産拡大に対して、寄与率でみると、不動産抵当貸出が48.4%（伸び率では58.2%）、トレーディング資産が6.6%（56.8%）である。資産拡大を支える調達側で大きく伸びていたのは、預金・FF・Repo以外の借入金（伸び率で85.6%）、ブローカー預金83.9%、海外拠点預金81.5%といった、安定的預金以外の市場調達に近い預金であった。それに対して金融危機以降の2012-15年の4年間の状況を見ると、総資産の伸びは14.9%まで低下し、しかも預金拡大が大きく、国内預金の増大は資産拡大を上回り、資産拡大額の103.4%に達している。こうした大量の預金流入に伴い、FF・Repoによる調達は43.1%減少し、貸出の運用難から、満期保有証券は199.2%、現金・準備は36.35%も増大している。

この間のバランスシート変化を改めて整理しておくと、資産項目では、現金・準備（2006年末：総資産中の割合4% → 15年末：11%、直近は若干低下傾向）、証券投資（16.7% → 21%、

9) トレーディング収益の中で大きいのは、外為と金利であり、この間の収益拡大が大きいのも同じく外為と金利である。

10) 以下の本節のデータは、基本的にFDIC, Aggregate Time Series Dataによる。大銀行に関するデータのみは、S&P, Capital IQによる。

11) この状況は、日本のバブルとバブル崩壊の時期に日本の銀行が直面した状況と類似していると思われる。日本のその時期の銀行行動に関しては、北原 [1995]を参照。

大銀行3行：43.7% → 48.6%）が増大し、貸出は低迷している（61% → 55.4%、直近は若干上昇傾向、大銀行3行：38.7% → 36.2%）。また、トレーディング資産の比率は低下（総資産比収益率は上述のように上昇）している（5.3% → 3.5%、大銀行3行：19.5% → 13.8%）。負債項目では、預金が増大（66% → 76.3%、大銀行3行：43.5% → 53.9%）し、FF/Repo 調達が大きく減少（6.7% → 1.7%、大銀行3行の短期借入金：21.4% → 8.9%）している。こうしたことの結果、預貸率は2006年の92.4%から2015年の72.5%へ大きく低下している。バブル崩壊後の1990年代以降の日本の銀行が直面した状況と同じである（米銀の日本化）。

ポスト・リーマンの銀行は、金融規制強化、及び預金の流入圧力と低成長・低金利下での資金運用難により、収益性の低下に直面している。第3節図表5に示されている金融部門の株価低迷の背景は、こうした金融機関の収益低下である。ポスト・リーマンの規制強化によるレバレッジ低下は、ROEに大きな下押し圧力となっている。トレーディング面では、規制強化は収益に対して顕著な影響を及ぼしてはいない。低成長・低金利による金利収益率の低下を補うには、非金利収益の拡大が必要であるが、金融危機以前には証券化ブームにより嵩上げされていたという面もあるが、ポスト・リーマンでは非金利収益率の低下は著しい。

## 5. 投資銀行

次に、証券会社の収益状況を上記の銀行の場合と比べながら、見ておこう。ここでは、入手できるデータの関係から、大投資銀行2行（Goldman SachsとMorgan Stanley）についてのみ取り上げる。

図表12 大投資銀行2行のROE変化とその要因

	ROE	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経費率	税負担率
2003- 06年	18.6%	0.74%	25.1	0.41%	3.01%	2.23%	0.32%
2013- 15年	10.02%	0.92%	10.8	0.38%	3.67%	2.71%	0.26%
変化	- 8.59%	0.18%	- 14.2	- 0.03%	0.66%	0.48%	- 0.06%

注：ROE,ROAの計算上は訴訟関連費用がなかったものとして計算している。

(出所) Standard and Poor's, *Capital IQ*

図表 13 大投資銀行の ROE 低下への各種要因の寄与度

ROE 低下	税引後 ROA	レバレッジ 倍率	金利 収益率	非金利 収益率	経費率	税負担率
- 8.59%	4.59%	- 10.57%	- 0.64%	16.51%	- 12.06%	1.55%

図表 12 に示されているように、大投資銀行の場合も ROE の水準は大幅に低下しているが、その低下幅は大銀行 2 行よりは小さい。大投資銀行の場合は、レバレッジ倍率は大きく低下しているが、ROA は若干であるが上昇している。レバレッジ倍率の低下が極めて大きいため、ROE は大きく低下する結果となっている。ROA の上昇は、銀行の場合とは逆に、非金利収益率がかなり上昇していることによる。但し、経費率もかなり高まっている。JPMorgan でも ROA は上昇していたが、それは金利収益率の上昇と経費率の大幅低下によるもので、非金利収益率は大きく低下していたので、大投資銀行の状況とは全く異なる。大投資銀行の非金利収入の中で、トレーディング収入は若干低下しているが（総資産比の収益率：1.56% → 1.47%）、資産運用手数料（総資産比の収益率：0.58% → 0.94%）と引受・投資銀行手数料（総資産比の収益率：0.55% → 0.71%）が大幅に伸びている。資産運用や引受・投資銀行業務はトレーディングに比べて、経費が余計にかかるという面があり、それが経費率上昇につながったと考えられる。資産運用手数料の大きな伸びは、ポスト・リーマンの米国金融において運用業務の重要性が高まっている潮流と合致しており、投資銀行がトレーディングと並ぶ重要な業務と位置付けていることが窺われる。トレーディングは、今回の金融危機の中心であり、それに対する規制も危機後最も厳格化されているが、上述のように、銀行全体では収益は伸びており、投資銀行や大銀行 3 行でも若干減少している程度であることを考えると、トレーディング規制強化による影響は収益面では余り大きいとは考えられない。

第 3 節図表 6 でも見たように、証券会社の総資産は危機以前には急拡大していたが、ポスト・リーマンでは規模縮小に転じている。2003-06 年の間の年成長率は、証券会社全体で 15.4%、大投資銀行で 22% と極めて高かったのが、2013-15 年では証券会社全体で - 6.4%、大投資銀行で - 1.4% とマイナス成長となっている。銀行と比べて、金融危機前後の振幅がより大きくなっているが、銀行のケースと同様に、金融高度成長下のビジネスモデルから金融低成長下のビジネスモデルへの転換が求められている。現在では、規模の拡大が望めない中での収益性の向上が課題となっている。

ポスト・リーマンの投資銀行は、銀行と同様に規制強化の下で、収益性の低下に直面してい

るが、資産運用業務と投資銀行業務の強化という新しいビジネスモデルによって対応している。非金利収益率は、危機以前と比べて高まっており、一定の成果が出ている。これに対して大銀行3行は、非金利収益率の低下によるROEの低下が著しい。全銀行と比べても非金利収益率の低下幅が大きく、大投資銀行の非金利収益率向上とは全く対照的である。

## 6. 家計の動き

金融危機以前と以降の家計の金融状況を資金フローの面から整理したのが、下の図表14である。参考のために1980年代と1990年代の資金フローも示している。

図表14 家計の資金フロー（可処分所得比％）

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の 保有資産構成変化
貯蓄	9%	6.5	3.8	4.9	
借入資金調達	6.8	5.8	12.2	2.7	
住宅投資	5.1	5	7.2	3.6	
金融資産取得	15.9	10.8	11.2	9.4	
預金	5.5	0.7	4.1	3.7	11.4% → 13.7%
負債証券	3.1	1.5	1.2	- 2.8	6.7 → 4.6
株式	- 2.7	- 2.2	- 3.7	0.8	19.8 → 18.9
投資信託	1.2	2.1	2.2	3.4	8.2 → 11.5

（出所）FRB, *Financial Accounts of the United States*

金融危機以前の住宅バブルの時期には、家計は住宅を積極的に取得し（可処分所得比7.2%）、その資金を借入で賄っており、さらに住宅担保のhome equity loanも拡大していた（借入資金調達12.2%）。危機後にはこうした動きは全く沈静化している。2000年代前半の住宅取得と借入の大きさは、1980-90年代と比べても突出している。金融資産の新規取得の面での危機前後の時期の違いは、危機前では株式が売り越し（可処分所得比-3.7%）であったものが、危機後には買い越し（0.8%）に転換していることである。家計の株式の売り越しは、遡れば1950年代後半から続いている一貫した傾向であるが、それが2000年代の危機以前の時期には大きく

拡大し、危機後にはそれが大きく転換し直近では買い越しにまで至っている。株式投資に関して、家計はポスト・リーマンにおいて強気になっていることが窺われる。債券は逆に買い増しから回収に転換している。

また、投資信託への資金流入は危機以前と比べても加速しており、年金を通じる投資信託への資金流入も増大しており、こうした資金流入が、第3節図表6で見たようなポスト・リーマンにおける投資信託の大幅な伸びをもたらしている。預金の新規取得は、危機前後で大きな変化はないが、90年代（可処分所得比0.7%）と比べると大きく拡大している。金融資産の新規取得の中での預金の割合で見ると、1990年代にわずか6.4%であったものが、2003-06年で37.9%、2013-15年で39.8%と2000年代に入り飛躍的に拡大しており、投資信託への資金流入の増大の一方で、安全性を求める家計資金が預金に集まっている状況である<sup>12)</sup>。こうした家計から銀行への預金の流入圧力の強まりは、第4節で述べたように、ポスト・リーマンでは銀行を後ろから後押しし、銀行資産を緩やかではあるが拡大させている。

次に、家計の資産形成という観点から見てみよう。家計純資産は、新規の貯蓄と保有資産のキャピタルゲインとによって形成される。キャピタルゲインは主として株式と不動産から発生する。そこで、家計純資産に対する各形成要因の貢献の大きさを期間ごとに示すと、以下の図表15のようになる。

図表15 家計純資産の伸び率と形成要因の寄与率

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年
年平均伸び率	9%	7.2%	11%	7.7%
貯蓄	21.8%	16.8	6.2	11
株式キャピタルゲイン	20.9	53.2	37.1	35.5
不動産キャピタルゲイン	39.6	19.9	45.7	41.9

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

12) 1980年代以降の金融の市場化の潮流の中での2000年代の家計の預金選好の強まりに関しては、北原[2007a]、[2007b]を参照。

2000年代の危機の前後の違いに着目すると、危機の前には貯蓄率が極めて低いにもかかわらず、家計純資産の伸び率が大きいという特徴があった。危機の前にはそれだけキャピタルゲインが大きかったということである。キャピタルゲインの種類に関しては、どちらの時期でも、不動産キャピタルゲインが株式キャピタルゲインより大きい。危機以前の時期には住宅バブルの下で不動産キャピタルゲインが相対的に大きくなっている。1980-90年代と比べると2000年代に共通する特徴として、貯蓄の貢献が急激に低下している点が指摘できる。2000年代においては、家計資産形成におけるキャピタルゲインの割合が80%程度と極めて高くなっており、資産を持っている階層と持っていない階層との格差が大きく拡大していることが窺われる<sup>13)</sup>。

ポスト・リーマンにおいて家計は、一方では株式や投資信託を選好しているが、他面では安全性を求めて預金にも資金を回している。家計から銀行への預金流入の増大は、銀行の資金運用難を深刻化させている。家計の資産形成はキャピタルゲインへの依存を強めており、ポスト・リーマンにおいてそれを支えているのは量的緩和政策である。

## 7. 機関投資家の動き

金融危機を挟んで機関投資家の投資はどう変化したのであろうか。ここでは生命保険、年金、投資信託の全体を合算した機関投資家全体について考える。その問題を資金フローの面から考察しよう。危機の前の2003-06年の時期と危機後の2013-15年の時期の資金フローを比べてみる。

図表 16 機関投資家の新規金融資産取得中の各資産の割合

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の 保有資産構成変化
負債証券	69%	56.6	49.2	71.4	30.2% → 35.1%
国債	25.6	10.7	7.4	16.4	6.8 → 9
社債	23.1	27.5	32.7	49.7	14.9 → 18.3
株式	12.4	24.8	32.2	7.3	47.9 → 44.5
投信	1.1	12.5	8.4	8.6	10.9 → 10.5

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

13) 戦後からの家計の資産保有とキャピタルゲインの長期的動向に関しては、北原 [2008]を参照。

上の図表 16 に示されているように、金融危機後には、国債・社債といった負債証券への新規投資の割合が大きく高まり、逆に株式への新規投資の割合は大幅に低下している。ポスト・リーマンの量的緩和に見られるような超金融緩和政策は、投資家のポートフォリオ・リバランス効果を狙っているが、機関投資家全体の動きを見ると、債券から株式へのリバランスは生じていないどころか、逆方向へのリバランスが生じている。債券の中では、国債に比べて社債への新規投資が大きく、狙い通りのリバランス効果が生じている。1980年代から最近までの大きな流れの中で考えると、1990年代から金融危機まで続いてきた株式投資のウェイトを高める方向での運用方針が、危機後には反転し、1980年代の姿に近くなってきたと言えよう。1980年代との違いは、国債に比べて社債への投資の割合が極めて高くなっていることであり、その中にはハイイールド債や海外社債等のリスクの高い投資対象もかなり含まれおり、それだけ低金利下での search for yield の動きが高まっていることを反映している。機関投資家全体ではなく、その中をもう少しブレイクダウンしてみると、新規資金の流入・新規金融資産取得が量的に最も大きいのは投資信託であり（第3節図表6参照）<sup>14)</sup>、その投資信託と年金が機関投資家全体の新規資産取得の動きと同じ方向の動きを顕著に示している。生命保険も基本的に同じ方向の動きをしているが、それ程大きな動きではない<sup>15)</sup>。

ポスト・リーマンにおいて機関投資家は、低金利環境の下で search for yield の動きを強め、社債に積極的に投資しているが、株式投資に対してはやや警戒的であると思われる。投資信託への資金流入はポスト・リーマンにおいても拡大しているが、その資金はハイイールド債や海外社債等のリスクの高い投資対象にも向けられている。

## 8. 株式市場の状況

1980年代以降の米国株式市場の需給の状況を、部門別の買い越し・売り越しという形で整理したのが、以下の図表 17 である。部門別の買い越し・売り越し額の株式時価総額に対する比率で示している。1980年代以降の米国株式市場の売買の基本構造は、新株発行と家計の売り越しという供給側に対して、需要側は機関投資家と企業の自社株買いという形になっている。しかも、供給側の家計の売り越しと需要側の企業の自社株買いが大きいことに特徴がある。ポ

14) 投資信託の2013-15年の間の年成長率は11.7%であり、2003-06年の18.9%からは低下しているが、第4、5節で見た銀行や証券会社に比べれば成長を維持している。

15) 参考のために、生命保険、年金、投資信託ごとの新規資産取得割合を示す表を、参考図表として本稿末に付けておく。

ト・リーマンの特徴は、1つは、需要側の企業の自社株買いが他の主体と比べて圧倒的に大きな存在になっている点がある。機関投資家に関しては、買い越しは全体として減少し、年金は大きな売り越しに転じている。株式需給面からは企業の自社株買いが株価の大きな支えになっている。ポスト・リーマンのもう1つの特徴は、従来売り越しで供給側に立っていた家計が買い越しになり、需要側に転じたという点にある。家計が株式投資に対してかなり強気になっていることが窺われる。

図表 17 株式の需給と資金フロー：時価総額比 (%)

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の 保有シェア変化
供給側					
新株発行	2.03%	1.31	0.7	0.54	
海外株	0.12	0.71	0.71	0.95	
需要側					
自社株買い	3.88	1.78	1.73	2	
家計	- 3.6	- 1.41	- 1.75	0.06	41.2% → 37.3%
生保	0.11	0.47	0.31	0.08	5.7 → 5
年金	1.13	- 0.05	0.04	- 0.68	17 → 13.8
投資信託	0.31	1.3	1.08	0.79	22.9 → 25.7
海外投資家	0.27	0.06	0.33	- 0.05	10.6 → 16

注：海外株とは、米国人投資家による海外株取得のこと。

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States ; Statistical Supplement to the Federal Reserve Bulletin*

次に、株価の動き、株式のキャピタルゲインの形成という側面から、ポスト・リーマンにおける株式市場の特徴を見ていこう。株式キャピタルゲインに対して、どのような要因がそれに貢献しているかを分析する。次の関係式を利用して、キャピタルゲインへの貢献要因を整理しよう。

株式キャピタルゲイン = 株式時価総額 - 株式の純発行 - 前期の株式時価総額

株式時価総額 = 企業純資産 × 株価純資産倍率 PBR

株式の純発行 = 株式の新規発行 - 自社株買い

企業純資産増加 = 企業保有資産の価値変動による増加 + 内部留保 + 株式の純発行

企業純資産 = 株主資本 より

株価純資産倍率 PBR = 株価収益率 PER × 株主資本利益率 ROE

こうした関係を使って、キャピタルゲインをその発生に貢献する要因（インフレ効果、企業保有資産実質価値上昇、内部留保、ROE 上昇効果、PER 上昇効果）に分解することができる。

ここではデータ入手の関係から、非金融企業の株式キャピタルゲインについてのみ分析する。上記の関係式を使ってそれぞれの要因によるキャピタルゲインへの貢献の大きさを計算し、その大きさの株式時価総額に対する比率を各年について算出した。2003-06年と2013-15年は基本的に株価が上昇しているため、同様に株価が上昇している期間（1982-89年、1991-99年）を取り、比較のために示している。それぞれの期間の各年の算術平均を取ると、次の図表18のようになる<sup>16)</sup>。

図表18 株式キャピタルゲインの貢献要因：株価上昇期間中の年当り%

	1982-89年	1991-99年	2003-06年	2013-15年
名目キャピタルゲイン率	16.2%	20.4	17.5	14.9
インフレ効果	4.7	3.3	2.8	1
内部留保（自社株買い控除）	0.4	1.5	1.3	1.6
企業資産実質価値増大	- 0.3	1.5	6.3	7.1
ROE 上昇効果	- 2.7	3.2	20.4	- 4
PER 上昇効果	15.4	12	- 11.5	7.4

（出所）FRB, *Financial Accounts of the United States*

2000年代の金融危機前後の違いに着目すると、危機以前には株式キャピタルゲインに対してROEの上昇が大きく貢献し、PERは低下してキャピタルゲインを減少させる方向に作用していたものが、ポスト・リーマンにおいてはそれらが逆方向に転換し、ROEは若干低下しており、PERは上昇してキャピタルゲインを増大させている。2000年代前半のROE上昇は、第2節図表3「米国企業の利益率と固定資本投資」に示されている企業利益率の高まりと符合している。ポスト・リーマンのPERの上昇は、危機後の量的緩和・大規模資産購入政策による資金供給と金利の押し下げとが影響していると考えられ、金融政策依存の株高の様相が強い。量的緩和政策は、金融面では株価の押し上げや社債の発行・投資の増大といった効果を発揮し

16) 戦後からの株式キャピタルゲインの長期的動向に関しては、北原 [2008] を参照。

たが、第2節で述べたように企業投資の拡大といった実体経済面での効果は見られない。PER 上昇によるキャピタルゲイン増大は、1980年代や90年代にも見られる。80年代の動きに関しては、1970年代末から80年代初頭にかけての高インフレ・高金利が80年代には沈静化して金利水準が低下してきたことが、90年代のPER 上昇については、ニューエコノミー論に見られる将来の成長期待の高まりが関係していると思われる。

また、2000年代以降に共通する特徴としては、インフレの影響を超えた企業資産実質価値増大の効果が大きいことが挙げられる。これは、企業保有の不動産価値上昇を反映する部分が大い。家計の資産形成要因としても不動産キャピタルゲインが大きいことを、第6節で述べたが、2000年代に入って、住宅バブルに象徴的に見られるように、不動産（居住用だけでなく商業用も）、より広くは株式を含めた資産全体に対する上昇圧力が高まっている状況が読み取れる。不動産価格の上昇は、第3節図表6でも見たREIT 隆盛の決定的な要因でもある。

ポスト・リーマンにおける株式市場は、需給面では、自社株買いによる株式購入圧力が強い状況の中で、家計が従来になく株式に対して強気になっており、それに対して機関投資家は株式に対する投資にやや警戒的になっている。株価形成面では、PER の上昇に見られるように、量的緩和といった金融政策に依存した株高となっている。

## 9. 社債市場の状況

前節の株式市場の分析と同様に、米国社債市場の需給の状況を、供給側と需要側の各部門の発行・取得額（残存社債残高比%）という形で整理したのが、以下の図表19である。

図表 19 社債市場：残高比（％）

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の 保有シェア変化
供給側					
非金融企業	7.91%	4.52	0.36	2.84	
金融企業	3.27	2.39	2.83	0.83	
民間証券化	1.7	2.62	7.23	- 1.06	
海外社債	0.64	1.54	0.89	0.86	
需要側					
家計	0.93	1.41	- 1.64	- 2.63	7.1% → 2.5%
生保	4.01	2.59	1.66	0.58	19.6% → 20.1%
年金	2.04	1.38	0.84	0.86	8.2% → 10.9%
投資信託	0.78	1.64	1.89	2.81	9.2% → 24.8%
海外投資家	2.48	1.84	4.82	2.23	25.4% → 26.6%

注：ここでの社債には統計上、民間の証券化による債券も含まれる。  
 (出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

金融危機前後の社債市場の変化は、発行側では金融部門の発行（民間証券化と金融企業）が激減したのに対して、第2節でも述べたように、非金融企業による発行が大きく伸びている点にある。その中で、投機的社債の発行も活発になっている。search for yieldの動きを強める機関投資家に対して、格好の投資対象を提供している。需要・投資側では、家計による社債投資の回収は2000年代前半から始まっているが、金融危機の後ではその動きは加速している。それに代わって社債投資を大きく拡大しているのは投資信託である。投資信託の資産全体は、金融危機後にも大きく拡大しているが、第7節「機関投資家」で述べたように、その中心は株式というより債券、とりわけ社債である。2003年から2015年にかけての投資信託の各種資産保有の構成変化を見ると、負債証券：26.7% → 36.6%、その中で社債：10.9% → 19.1%が大きく増大しているのに対して、株式は70.9% → 60.4%と大きく減少している。

ポスト・リーマンにおける社債市場では、量的緩和政策による低金利環境の下で、非金融企業が投機的社債も含めて活発に社債を発行し、少しでも高い利回りを求める機関投資家、特に投資信託がそれを購入するという構造になっている。

## むすび

2000年代の米国は、低成長と企業の高利潤・低投資によって特徴づけられる。2000年代の金融危機以前においては、住宅バブルと暴走的な金融機関活動の高まりによって一定の成長を維持してきたが、その路線の行き詰まりが金融危機で明白になり、それまで進展していた金融の肥大化の巻き戻しが生じた。ポスト・リーマンにおいては金融規制が強化され、経済の回復・刺激の手段として大規模な量的緩和政策が導入されることになった。ポスト・リーマンの金融環境は、金融低成長状態の下で、金融規制の強化と非伝統的金融政策の導入に規定され、大きく変化してきた。そうした新たな金融環境の下で、銀行や投資銀行といった金融機関は、規制強化によるレバレッジの低下及び量的緩和による低金利の下での資金運用難と金利収益低下に直面し、収益性の低下に苦しんでいる。他方、ポスト・リーマンにおける金融の中では運用分野の重要性が高まっており、投資銀行も資産運用分野を強化している。金融政策に下支えされた株価の高騰と低金利環境での search for yield の強まりという状況の下で、資金運用の活動が活発化している。家計の資産形成がよりキャピタルゲインに依存するものになっており、search for yield の強まりの下でリスクの高い先にも資金が向けられるといったように、金融面には脆弱性も孕まれている。金融が全体として、金融政策の在り方に左右される面が大きくなっている。

参考図表1 生命保険の新規金融資産取得中の各資産の割合

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の保有 資産構成変化
負債証券	65.4%	57.5	49.4	40.1	50.2% → 48.6%
社債	43	44.2	45.7	37.5	38.8 → 37.1
貸出	20.1	1.4	7.8	16.4	9.3 → 9.1
株式	3	31.5	25.4	16.7	29.1 → 27.9
雑多資産	9	4.4	10.3	25.5	6 → 8

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

参考図表2 年金の新規金融資産取得中の各資産の割合

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の保有 資産構成変化
負債証券	66.8%	76.9	65.9	290	27% → 30.6%
国債	41	32.9	24.2	151.8	13.8 → 17.6
社債	12.5	26.1	33.1	144.8	8.2 → 10.2
株式	17.6	- 23.2	- 0.7	- 335.9	44.1 → 39.1
投信	1.1	38.3	31	127.3	25.4 → 27.7

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

参考図表3 投資信託（クローズド・エンド・ファンド、ETFを含む）の  
新規金融資産取得中の各資産の割合

	1980年代	1990年代	2003-06年	2013-15年	2006年→15年の保有 資産構成変化
負債証券	81.7%	41.7	40.5	59.5	26.7% → 36.6%
国債	20.3	1.9	3.4	7.6	2.4 → 5.3
社債	14.6	16.3	24.5	44.1	10.9 → 19.1
株式	16.1	54.1	53.2	35.3	70.9 → 60.4

(出所) FRB, *Financial Accounts of the United States*

## 参考文献

- 北原徹 [1995] 「バブルと銀行行動」 青木達彦編『金融脆弱性と不安定性』第3章、日本経済評論社
- 北原徹 [2007a] 「金融システムの市場化について」『立教経済学研究』第60巻第3号
- 北原徹 [2007b] 「金融システムの市場化：アメリカと日本」『月刊資本市場』No.262
- 北原徹 [2008] 「アメリカにおける家計の資産保有増大とキャピタルゲイン」『立教経済学研究』第62巻第2号
- 北原徹 [2015] 「ポスト金融危機の米国金融と過剰貨幣資本」『信用理論研究』第33号
- 新形敦 [2015] 『グローバル銀行業界の課題と展望』文真堂
- Smithers, Andrew [2013] *The Road to Recovery*, Wiley 2013
- Summers, Lawrence H [2014] U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics* Vol.49, No2