

## 米国投資銀行の第3四半期決算 ～サブプライムローン関連の損失が表面化～

### 1. 3行が減益のなか、ゴールドマンのみ大幅増益

- (1) 市場で注目されていた米国の主要投資銀行4行の第3四半期（6～8月期）決算が出揃った。ベアー・スターンズの純利益が前年同期比60.9%減と落ち込んだのを始め、モルガン・スタンレー、リーマン・ブラザーズも減益に（図表1）。サブプライムローン関連を中心とする損失の計上が収益を圧迫（図表2）。なお、サブプライムローン関連商品への依存が他行に比べて高いベアー・スターンズは前期から2四半期連続の減益。
- (2) サブプライムローン関連の損失が計上された債券トレーディング業務の純収入は、3行とも前年同期比マイナス（図表3）。とりわけベアー・スターンズは同87.6%減と減収幅が大。なお、損失の具体的な内訳は不明。
- (3) モルガン・スタンレーはゴールドマン・サックスとともに事業内容が分散しているため、サブプライムローン関連の痛手は比較的小さいと事前に予想。しかし、実際にはLBO関連やクウォンツ取引など他の事業分野でも損失を出したことから、減益を回避できず。
- (4) この3行とは対照的に、ゴールドマン・サックスは同79.0%増と過去二番目の大幅増益を記録。ゴールドマンのサブプライムローン関連の損失は14.8億ドルと4行の中でもっとも多かったものの、その一方で①投資銀行業務をはじめとする他業務が好調だった、②住宅ローン関連で価格下落を見込んだショート（空売り）ポジションをとっていた、③電力会社の売却益9億ドルを計上した、などによって損失を大きく上回る収益を確保。

（図表1）主要米投資銀行4行の純利益

(百万ドル、%)

	2006年度	07年度		
		12～2月期	3～5月期	6～8月期
ゴールドマン・サックス (前年同期比)	9,537 (+69.5)	3,197 (+29.0)	2,333 (+0.9)	2,854 (+79.0)
モルガン・スタンレー (前年同期比)	11,000 (+49.4)	2,314 (+79.7)	2,363 (+60.0)	1,474 (▲7.2)
リーマン・ブラザーズ (前年同期比)	4,007 (+22.9)	1,146 (+5.6)	1,273 (+27.0)	887 (▲3.2)
ベアー・スターンズ (前年同期比)	2,054 (+40.5)	554 (+7.7)	362 (▲32.9)	171 (▲60.9)

（図表2）主要米投資銀行4行の  
2007年6～8月期決算における損失計上額

	損失額
ゴールドマン・サックス	14.8億ドル(ヘッジ後、ヘッジ前は17.1億ドル)
モルガン・スタンレー	14.2億ドル
リーマン・ブラザーズ	7億ドル
ベアー・スターンズ	9億ドル

（資料）各社決算報告書

（資料）各社決算報告書  
 （注）モルガン・スタンレーは6月30日にスピンオフしたクレジット・カード事業部門（デイスカバー・ファイナンシャル・サービス）を除いた継続事業へス。

（図表3）主要米投資銀行4行の株式・債券・投資銀行業務からの純収入（2007年度四半期毎）

(百万ドル、%)

	株式トレーディング業務			債券トレーディング業務			投資銀行業務		
	12～2月期	3～5月期	6～8月期	12～2月期	3～5月期	6～8月期	12～2月期	3～5月期	6～8月期
ゴールドマン・サックス (前年同期比)	3,087 (26.1)	2,497 (6.2)	3,129 (101.7)	4,604 (20.0)	3,368 (▲24.5)	4,889 (70.9)	1,716 (16.7)	1,721 (12.8)	2,145 (66.5)
モルガン・スタンレー (前年同期比)	2,209 (33.4)	2,216 (32.8)	1,761 (15.9)	3,430 (29.4)	2,896 (35.9)	2,197 (▲2.7)	1,032 (15.7)	1,704 (64.6)	1,439 (45.1)
リーマン・ブラザーズ (前年同期比)	1,338 (41.7)	1,703 (94.0)	1,372 (63.9)	2,164 (2.9)	1,891 (▲14.0)	1,063 (▲47.1)	850 (1.8)	1,150 (55.2)	1,071 (47.5)
ベアー・スターンズ (前年同期比)	436 (2.6)	543 (▲3.2)	719 (52.7)	878 (26.7)	962 (▲21.3)	118 (▲87.6)	232 (2.6)	357 (28.2)	211 (▲8.8)

（資料）各社決算報告書

## 2. 追加損失の可能性も

- (1) 4行の今回の決算について、ゴールドマン・サックスおよびリーマン・ブラザーズは市場の事前予想を上回る一方、モルガン・スタンレーおよびベアー・スターンズは予想を下回るなど区々（図表3）。もっとも、モルガン・スタンレーおよびベアー・スターンズに関しても想定範囲内であったことから、Fedによる0.50%ポイントの大幅利下げ（9月18日）も手伝って、市場ではひとまず安心感。
- (2) 留意すべきは、サブプライムローン問題は根深く、今回の決算で影響が出尽くしたわけではないこと（図表4）。とりわけ、市場の流動性が極端に低下している現時点ではサブプライムローン関連商品の価額評価が困難なため、今回の決算で結果として十分な損失計上が行われていない恐れあり。今後、資産処分などを通じて実際の市場価額が明らかになるにつれ、追加損失が計上される可能性も。
- (3) 4行は2003年度にITバブルの崩壊やエンロン破綻の影響から立ち直り、06年度まで順調に業績を拡大。とりわけ06年度には世界的なカネ余りを背景にM&Aアドバイザリー業務をはじめとする投資銀行業務が急伸したほか、トレーディング業務も全般的に好調であったことから、4行とも過去最高益を更新（図表5）。しかし、上記の点を踏まえると、今後しばらく業績の先行き不透明感の払拭は困難な見通し。

（図表3）主要米投資銀行4行の1株当たり純利益

(ドル)

	今期(2007年6~8月期)		前期 (07年3 ~5月期)	前年同期 (06年6 ~8月期)
	実績	市場の 事前予想		
ゴールドマン・サックス	6.13	4.35	4.93	3.26
モルガン・スタンレー	1.38	1.54	2.24	1.50
リーマン・ブラザーズ	1.54	1.47	2.21	1.57
ベアー・スターンズ	1.16	1.78	2.52	3.02

（資料）各社決算報告書

（注1）1株あたり純利益は希薄化後ベース。

（注2）モルガン・スタンレーは6月30日にスピノフしたクレジット・カード事業部門（デイスカバー・ファイナンシャル・サービシズ）を除いた継続事業ベース。

（図表4）サブプライムローン問題の米投資銀行への波及の主なルート

- ① 投資銀行やその傘下のヘッジファンドが保有するサブプライムローンの証券化商品の価格が下落。
- ② 投資銀行が信用供与を行ってきたヘッジファンドが、サブプライムローン関連投資の損失により資金繰りが悪化、破綻。
- ③ 投資銀行が組成・販売するために仕入れていたサブプライムローンや関連商品の価値が低下。
- ④ 市場でリスク回避姿勢が急速に強まり、M&Aの資金調達が困難に。

（資料）日本総合研究所作成

（図表5）主要米投資銀行4行の収益（時系列データ）

(百万ドル)

	2000年度	01年度	02年度	03年度	04年度	05年度	06年度	07年度		
								12~2月期	3~5月期	6~8月期
純収入(4行合計)	55,936	49,462	44,343	51,481	63,048	74,057	98,333	30,253	28,730	25,931
ゴールドマン・サックス	16,590	15,811	13,986	16,023	20,951	25,238	37,665	12,730	10,182	12,334
モルガン・スタンレー	26,163	22,008	19,074	20,817	23,708	26,778	33,858	9,994	10,524	7,958
リーマン・ブラザーズ	7,707	6,736	6,155	8,647	11,576	14,630	17,583	5,047	5,512	4,308
ベアー・スターンズ	5,476	4,907	5,128	5,994	6,813	7,411	9,227	2,482	2,512	1,331
純利益(4行合計)	11,071	7,705	6,955	9,647	12,753	15,287	23,070	7,569	6,550	5,455
ゴールドマン・サックス	3,067	2,310	2,114	3,005	4,553	5,626	9,537	3,197	2,333	2,854
モルガン・スタンレー	5,456	3,521	2,988	3,787	4,486	4,939	7,472	2,672	2,582	1,543
リーマン・ブラザーズ	1,775	1,255	975	1,699	2,369	3,260	4,007	1,146	1,273	887
ベアー・スターンズ	773	619	878	1,156	1,345	1,462	2,054	554	362	171

（資料）各社決算報告書



(参考1) 主要米投資銀行4行の概要(2006年)

	総資産 (百万ドル)	株主資本 (百万ドル)	従業員数 (人)
ゴールドマン・サックス	838,201	31,048	26,467
モルガン・スタンレー	1,121,192	35,364	55,310
リーマン・ブラザーズ	503,545	19,191	25,936
ベアー・スターンズ	350,433	12,129	13,566
<参考>メリル・リンチ	841,299	39,038	56,200

(資料) 各社決算報告書

(参考2) 主要米投資銀行4行の決算(前年同期比)

<ゴールドマン・サックス>

	2007年度 (%)		
	12~2月期	3~5月期	6~8月期
純収入	22.0	▲0.6	62.6
総収入	29.2	13.0	49.0
トレーディング	35.7	▲9.8	73.4
投資銀行	16.7	13.1	66.9
利子	37.5	32.0	37.0
資産管理その他	▲27.1	9.0	30.5
利子費用	40.2	31.0	36.6
非金利費用	16.7	0.5	54.6
税引前利益	31.7	▲2.6	80.3
純利益	29.0	0.9	79.0

(資料) ゴールドマン・サックス決算報告書

<モルガン・スタンレー>

	2007年度 (%)		
	12~2月期	3~5月期	6~8月期
純収入	34.8	40.1	12.7
総収入	39.3	51.8	14.1
トレーディング	48.8	39.5	▲38.3
投資銀行	24.9	69.0	45.8
手数料	9.2	13.0	43.6
利子・配当	42.3	62.0	19.8
資産管理	16.6	20.8	29.6
利子費用	43.0	60.8	14.9
非金利費用	18.8	34.3	18.1
継続事業からの利益	79.7	60.0	▲7.2
純利益	69.8	40.2	▲16.6

(資料) モルガン・スタンレー決算報告書

(注) 継続事業からの利益は、6月30日にスピンオフしたクレジット・カード事業部門(デイスカバー・ファイナンシャル・サービス)を除いたヘリス。

<リーマン・ブラザーズ>

	2007年度 (%)		
	12~2月期	3~5月期	6~8月期
純収入	13.1	25.0	3.1
総収入	33.8	35.3	25.7
トレーディング	18.6	11.6	▲28.3
投資銀行	1.8	55.2	47.5
手数料	10.7	10.9	27.4
利子・配当	46.8	44.1	38.7
資産管理その他	19.7	19.7	31.8
利子費用	49.6	41.7	38.2
非金利費用	15.1	24.7	10.4
税引前利益	9.5	25.4	▲11.9
純利益	5.6	27.0	▲3.2

(資料) リーマン・ブラザーズ決算報告書

<ベアー・スターンズ>

	2007年度 (%)		
	12~2月期	3~5月期	6~8月期
純収入	13.6	0.5	▲37.5
総収入	31.9	15.6	4.9
トレーディング	16.7	▲18.1	▲72.5
投資銀行	3.6	27.1	▲2.3
手数料	▲1.9	0.1	26.5
利子・配当	54.1	32.9	45.0
資産管理その他	19.5	207.6	▲74.7
利子費用	59.4	36.6	50.0
非金利費用	14.9	17.6	▲20.9
税引前利益	11.0	▲33.6	▲73.8
純利益	7.7	▲32.9	▲60.9

(資料) ベアー・スターンズ決算報告書

(参考3) 主要米投資銀行4行の2007年6~8月期決算における損失計上額

ゴールドマン・サックス	非投資適格向けの信用供与に関連する損失で14.8億ドル(ヘッジ後、ヘッジ前は17.1億ドル)。
モルガン・スタンレー	融資およびコミットメントの時価評価損で9.4億ドル、クウォンツ取引による損失で4.8億ドル。
リーマン・ブラザーズ	レバレッジド融資コミットメントおよびモーゲージ関連のポジションにかかわる評価損で7億ドル。
ベアー・スターンズ	傘下のヘッジファンド(ベアー・スターンズ・アセット・マネジメント・ハイグレード)の損失で2億ドル、モーゲージおよびプライベート・エクイティ向け融資コミットメントに関連する償却損で7億ドル。

(資料) 各社決算報告書