

2023年4月25日 全6頁

# 米国における金融不安に対する中央銀行の対応

## BTFP で債券の満期保有継続を支援

金融調査部 研究員 中村 文香

### [要約]

- 2020年以降、米国銀行のバランスシートでは、負債側で預金がトレンドを上回る形で増加する一方、資産側では、貸出の割合が低下し、債券保有の割合が上昇した。シリコンバレーバンクの破綻は、預金者の構成の偏りなどによる資産負債総合管理（ALM）の失敗によるものであるが、同行に見られた保有債券のリスクの問題点については、他の銀行も再評価する必要がある。
- 現在のように金融政策が引締め方向にある環境では、金融引締めと金融不安に対処する金融安定化政策との間でうまくバランスを確保することが求められる。金融安定化政策は、「金融システム不安が長い目でみて物価の安定を脅かす」ことを回避する政策として位置づけられるだろう。

## 米国の金融不安

2023年3月10日に米国のシリコンバレーバンク（以下、SVB）が、3月12日にはシグネチャーバンクが破綻した。相次ぐ銀行の破綻を受け、銀行セクターに対する不安が広がった。本稿では、米国での銀行破綻・金融不安に対する中央銀行の対応について述べる。

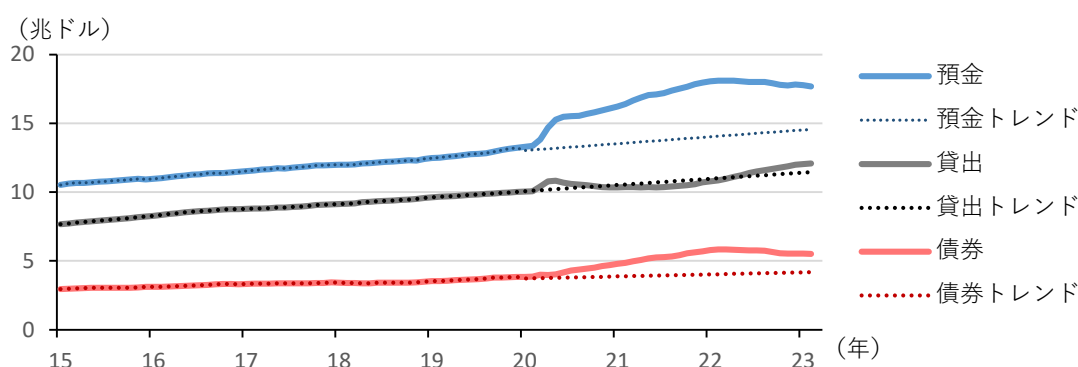
### 問題の背景

SVBの破綻原因を一言で言えば、資産負債総合管理（Asset Liability Management、以下、ALM）の失敗による流動性の枯渇である。銀行は、要求払い預金をバランスシートの負債側に、貸出を資産側に持つのが基本的な姿である。銀行のビジネスを単純化すると、預金者に要求されればすぐに支払いを行わねばならない短期の負債を貸出等の長期の資産に変換し、期間リスクを取ることで収益をあげる。銀行はその期間リスクを管理するためにALMを行っている。預金者の属性を多様化し、一度に預金の引き出しが行われることを避けたり、デュレーションマッチングや流動性確保に留意したりすることがALMの基本といえる。SVBの破綻の主な要因として、預金者の属性が大口・同業種に偏っていたことや、流動性が最も高い現預金の保有額が少な

かったことが挙げられる<sup>1</sup>。これは ALM の失敗である。

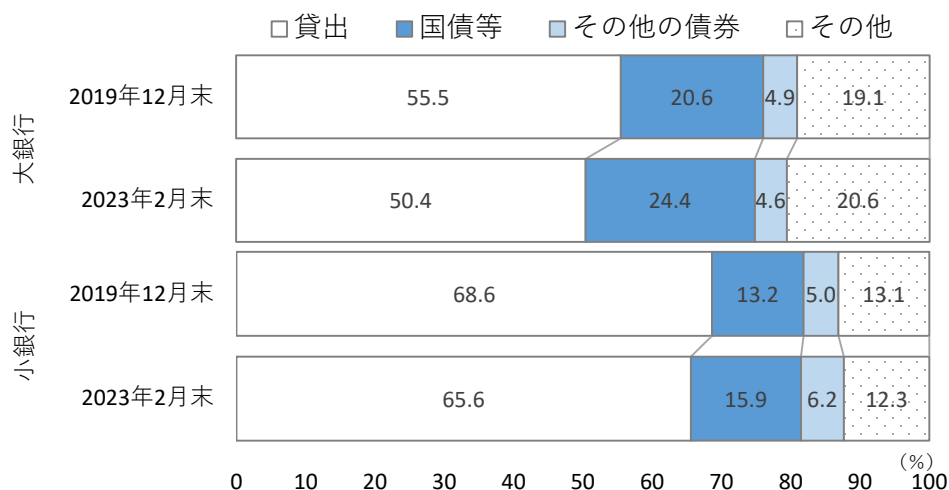
米国では新型コロナウイルス感染症により消費が鈍化したことや、現金給付等が行われたことなどを背景に、銀行への預金がトレンドを上回る形で増加していた（図表 1）。一方、銀行のバランスシートの資産側では、貸出の割合が低下し、債券保有の割合が上昇した。米国の中央銀行である米国連邦準備制度理事会（FRB）によれば、2019 年末から 2023 年 2 月末の二時点での商業銀行の資産残高に占める貸出と債券の割合の変化は図表 2 の通りである。

図表 1 米国商業銀行の預金・貸出・債券保有残高の推移



(出所) 米国連邦準備制度理事会より大和総研作成

図表 2 商業銀行の資産残高に占める貸出と債券の割合



(注 1) 大銀行は資産残高上位 25 行の合計。小銀行は 26 位以下の合計。

(注 2) 国債等とは、政府機関・政府支援機関によって発行される債券。

(出所) 米国連邦準備制度理事会より大和総研作成

<sup>1</sup> SVB 破綻の詳細は以下を参照。

大和総研レポート、2023 年 4 月 7 日、矢作大祐「米銀行不安の次なる論点は？—銀行不安は決算待ち。市場への波及と政策対応の不透明さが不安要素」

([https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230407\\_023733.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230407_023733.html))

米国の銀行の保有が増加している米国債と、連邦住宅抵当公庫（Fannie Mae）・連邦住宅貸付抵当公社（Freddie Mac）等の政府系金融機関が発行する住宅ローン担保証券（Agency Mortgage Backed Securities、以下、エージェンシーMBS）は、流動性が高く信用面からは安全資産に位置付けられる。金利上昇で保有証券の価値が下落しても、満期保有目的で保有していれば決算の際も時価評価が求められない。しかし、預金の引き出しに対応するため満期保有目的の証券を売却せざるを得なくなったときには、売却損が計上される。長期にわたる金融緩和により、金利リスクを過小評価してしまうこともまた ALM の失敗といえる。

## FRB の対応

### 既存の危機対応ツール（窓口貸出、常設レポファシリティ）

中央銀行の目標の一つは金融システムの安定であり、金融危機の際、「最後の貸し手（Lender of Last Resort (LLR)）」と呼ばれる役割を果たす。LLR の概念を広く普及させたウォルター・バジョットによれば、中央銀行の LLR 機能とは、①支払い能力はあるが一時的な資金繰り難に陥っている個別銀行に対して、②適格性を満たす優良担保を見合いとした、③自国通貨建てによる相対型の融資、を行うことであるとされていた<sup>2</sup>。バジョットが活躍した 1800 年代後半から時が経ち、中央銀行の LLR 機能は金融危機を経るごとに拡大・変質しており、今では 3 つの範囲を越えて発動されることが多い。

しかし今回の SVB の破綻に関しては、バジョットが定義した最も基本的な LLR で対応可能であるはずだった。該当するツールは、窓口貸出（Discount Window）と常設レポファシリティ（Standing Repo Facility、SRF）である。窓口貸出とは、FRB の常設ファシリティの一つで、流動性不足に直面した銀行に対し、適格担保の範囲内で貸出を行うことができる。SVB のように国債や MBS を持っていれば利用可能だ。ただし、窓口貸出の問題点として、窓口貸出を利用することそのものが、その銀行が危機的状況にあると判断される材料となる懸念があり、危機時にも銀行が利用をためらう問題（スティグマ）がある。

SRF とは、オペ対象先であるプライマリーディーラー・銀行に対し、米国債、エージェンシー債、エージェンシーMBS を担保にオーバーナイトの資金を供給する仕組みだ。対象先に需要があれば受動的に資金供給を行うことができるほか、ロールオーバー（借換え）も一定期間可能である。SRF は最低応札金利を 5%（2023 年 4 月 14 日現在）とした入札方式で、供給額に上限（5,000 億ドル）が設定されている。危機対応手段の場合、固定金利方式で、供給額に上限を設けない場合が多いが、あえて競争入札方式とすることで、窓口貸出利用の際に起こるようなスティグマを避けることができる。

窓口貸出も SRF も担保さえあれば利用可能だったはずだが、実際に SVB が利用した形跡はな

<sup>2</sup> Walter Bagehot, [1873], “Lombard Street: A Description of the Money Market”, Henry S. King & Co. (久保恵美子訳, (2011) 『ロンバード街-金融市場の解説』、日経 BP クラシックス、日経 BP 社)

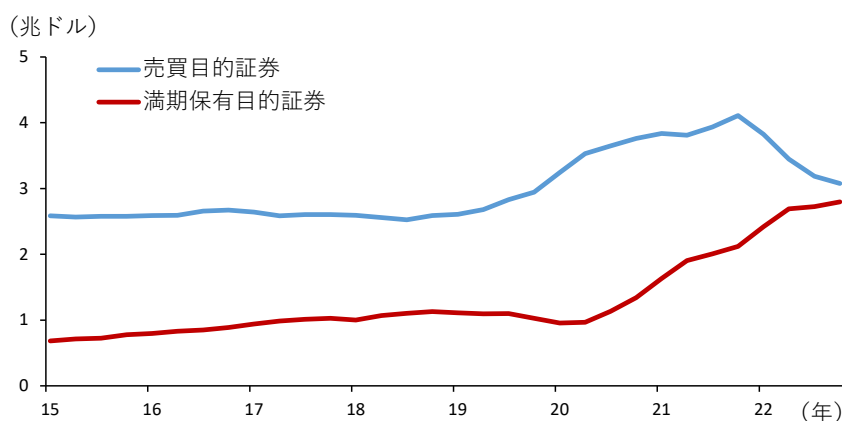
い<sup>3</sup>。明確な理由は不明である。

### 新たな危機対応ツール (Bank Term Funding Program)

SVB 破綻を受け、FRB は Bank Term Funding Program (以下、BTFP) と呼ばれる新たな対応ツールを時限措置として設けた。BTFP は、国債等の有価証券を適格担保として、その額面相当額を優遇的な金利 (一年物 OIS<sup>4</sup>金利+10bps) で貸出す仕組みとなっている。通常、中央銀行の資金供給オペレーションでは、差し入れられた担保の時価にリスクに応じた掛け目を乗じた額を上限に資金を貸す。例えば、国債で残存期間が短いものは信用度が高いため高い掛け目となるが、民間企業が発行する社債で残存期間が長いものは信用度が低いため、相対的に低い掛け目となる。しかし BTFP は掛け目が 100%で、債券の額面金額分を貸出すため、金融機関にとっては掛け目も時価も気にする必要がなく、使いやすい制度であると言えるだろう。また、仮に BTFP によって FRB に損失が生じた場合、財務省が為替安定化基金からの補填を行うこととなっている。このような仕組みが迅速に作られたのは、国際金融危機やコロナ危機の経験が活かされているからであろう。

さらに、金融機関が BTFP を利用することで、米国債等の資産の投げ売りを防ぐ効果も期待できる。金融不安の際、預金取り付けに対応するため保有資産を売却し、売られた資産の価格やそのほかの資産の価格が下落し、資産の価格下落を通じて、他の金融機関等に負の影響を与えるという負のスパイラルに陥る恐れがある。2020 年以降、満期保有目的の証券保有額は大幅に増えており (図表 3)、経営に問題を抱えていない銀行でも預金流出が起きた場合は、損失が顕在化する可能性がある。BTFP は債券の満期保有を継続できるようなスキームであり、金融システム全体へ不安が拡大しないようにする面がある。BTFP の利用残高は制度ができてから 5 週で 767 億ドルと伸びつつあり、流動性不安がくすぶる中で効果を発揮し続けるだろう。

図表 3 連邦預金保険公社加盟行の保有証券残高



(出所) 連邦預金保険公社より大和総研作成

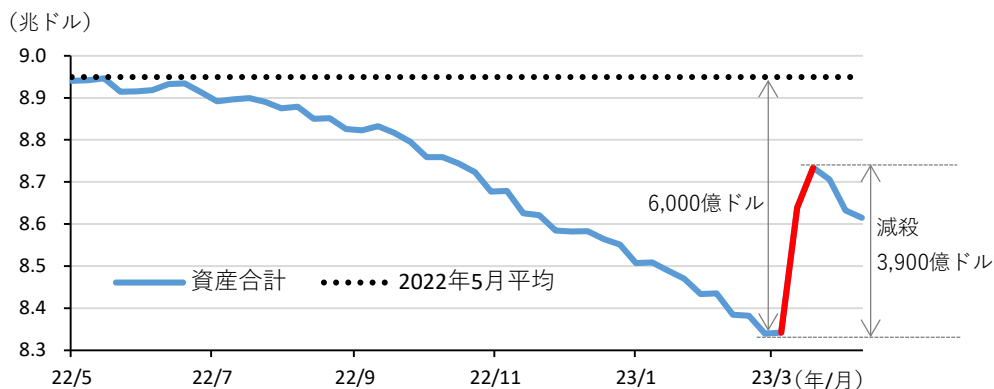
<sup>3</sup> FRB によると SRF については 3 月 8 日に合計 5,600 万ドルの利用があったが、借り手は公表されておらず、また翌日以降ロールオーバーした形跡はない。

<sup>4</sup> 翌日物金利スワップ (Overnight Index Swap) の略。

## 金融政策への影響

今回の金融不安は FRB が金利を急速に引き上げている只中に起きた点が特徴的である。危機対応手段は、貸出や債券等の購入を通じて資金供給を行うものが多い。金融政策が緩和方向にある際には、金融不安に対処する金融安定化政策との間に矛盾は生じにくい。現在のように金融政策が引締め方向にある場合には、うまくバランスを確保することが求められる。金融引締めは効果がいつ発現するか、どの程度発現するかを見極めることが非常に難しい。現在考えられる引き締め方向の要因は、①利上げ、②FRB のバランスシートの縮小 (国債・MBS の期落ち)、③金融不安をうけた金融機関の貸出慎重化、④規制強化に向けた動きなどが考えられる。一方、緩和方向の要因は①FRB のバランスシートの拡大 (LLR による資金供給の増加)、②市場の利下げ期待による資産価格・金利の変化などが考えられる。バランスシートサイズに関しては、2022 年 6 月に開始された国債・MBS の再投資額の減額 (QT) により、2023 年 3 月初旬には QT 前と比較して約 6,000 億ドルの縮小に成功していたが、危機対応のため約 4,000 億ドルを供給し、QT の効果を減殺した (図表 4)。一見矛盾するようにもみえる金融引締め下における金融安定化政策は、「金融システム不安が長い目でみて物価の安定を脅かす」ことを回避する政策として位置づけられるだろう。FRB はインフレを退け、次回の危機の際の政策発動余地を作るためにもしばらく引締めを続けたいところだろうが、当面はアクセルを踏みながら同時にブレーキも踏むような難しい舵取りを求められそうだ。

図表 4 FRB バランスシートサイズの推移



(出所) 米国連邦準備制度理事会より大和総研作成

## 今後のリスク要因

SVB の破綻は預金者の属性が偏っていたことなどによって起こった個別銀行の ALM の失敗であるように見受けられる。ただし、預金の増加と債券保有割合の上昇は米国の銀行セクター全体で起きている。今後、政策金利は高止まりする一方、預金は消費回復などを背景に減少に転じると見込まれる。IT 等のベンチャー企業によるレイオフや解雇がまとまって行われ、解雇手当に充当するための預金引き出しが予想外に多額になった SVB のケースと同様に、イレギュラー

な預金の減少に対応し、満期保有目的の債券の売却を強いられ損失が実現化するケースもあり得る。

さらに、多くの銀行が保有しているエージェンシーMBSにも注視が必要だ。エージェンシーMBSは満期が30年程度と長いのが普通だが、利下げ局面では借換えが起りやすいため、繰り上げ償還され、近年では実質的な満期は短かったと考えられる。仮に利上げが続く期間を過小評価し、実質的な満期を数年程度と見越してエージェンシーMBSを保有していた機関があるとするれば、あたかもエージェンシーMBSのデュレーションが突然長期化してしまったように感じられるだろう。エージェンシーMBSにはこうした特性があるため、適切なリスク管理が必要となる。

また、今後は銀行の貸出態度が厳格化すると、資金の借り手である非金融部門の資金調達が難しくなる可能性がある。借り手の財務状態が悪化すれば貸し手である金融機関の資産も劣化する恐れがあるといえよう。

最後に、短期金融市場においてMMFの存在感が増し、資金の流れが複雑化していることも念頭に置いておく必要があるだろう。2020年3月以降、新型コロナウイルス感染症への対応で現金給付が行われたことなどを背景にMMF残高が増加した。MMFが余剰資金を市場に放出すると、FFレートが誘導目標を下回ってしまう恐れがあるため、FRBはリバースレポ・オペレーション（以下、RRP）を行って資金を吸収した。FRBの当座預金への付利金利はRRPレートより高く設定されているため、RRPレートがFFレートの実質的な下限になる。

2022年の春以降、利上げが進行する中、MMFの利回りも高まり、銀行に預金を行っていた人々が資金をシフトさせる誘因となっている。さらに、SVB破綻以降、運用先のほとんどを現預金や国債等の安全資産とするガバメントMMFは、相対的に安全性が高いと考えられ、金融不安の下で急速に資金が流入している。預金の流出が続く、銀行が短期金融市場から資金を調達しようとする場合、RRPレートに信用リスクを上乗せした金利を支払わねばならないため、資金調達コストが上昇する。一方、銀行が預金を集めるためには、MMFの利回りを上回る預金金利を提示せねばならない。FRBが金利面でも量的にも引き締めを継続する中で、いずれにせよ銀行の資金調達が窮屈になることが予想される。これは銀行の貸出姿勢を慎重化させるので、銀行の与信先にも資金調達難が波及すると思われる。FRBは急速な信用収縮を防ぎつつインフレを制御するというバランスを確保しつつ、適切に政策を運営することが求められる。