

2023年4月7日 全7頁

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

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

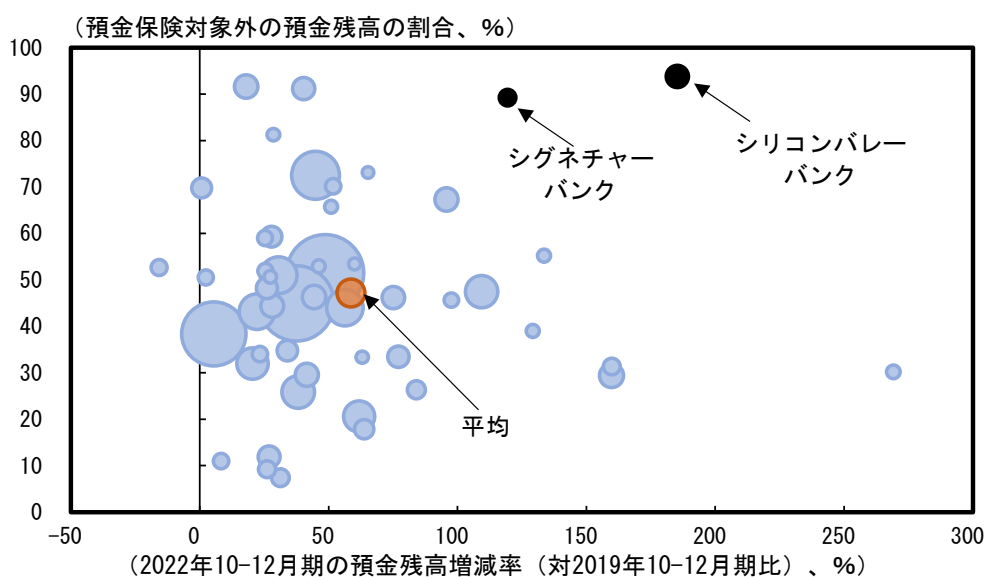
- 3月10日、米国の総資産規模2,000億ドル超（2022年12月時点）のシリコンバレーバンクが経営破綻した。続いて、12日にはシグネチャーバンクも経営破綻に至った。両行の破綻を契機に、米銀行セクターに対する警戒は強まり、米国経済・金融の先行きに対する不透明さは高まっている。本稿では銀行不安に関するこれまでのレポートを再構成し¹、(1) 米銀行セクターの更なる連鎖破綻の可能性、(2) 金融危機へと発展する可能性、(3) 更なる政策対応の可能性という3つの論点に関して検討したい。

¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米国経済見通し 米銀行破綻をどうみるか」（2023年3月22日）https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230322_023698.html 及び大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 銀行不安の中でも利上げは継続」（2023年3月23日）https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20230323_023702.html を参照。

(1) 米銀行セクターの更なる連鎖破綻の可能性

今回の銀行不安における注目点の一つは、米銀行セクターの更なる連鎖破綻はあるのか、ということだろう。連鎖破綻の可能性を考える上で、破綻に至った両行の特殊性と銀行セクター全体に共通する脆弱性に分けて考えてみたい。特殊性に関しては、シリコンバレーバンク（以下、SVB）はIT等のベンチャー企業、シグネチャーバンク（以下、SBNY）は暗号資産（仮想通貨）関連のセクターに顧客層が集中していたことで、特定の産業の動向に左右されやすかったことが挙げられる。両行はコロナ禍におけるITやFinTech関連企業の事業拡大を受け、預金残高が大きく増加した銀行であった。米国における預金残高上位50行の中でも、両行の預金残高の伸び幅は大きい（図表1）。しかし、ポストコロナへと移行する中で、ITやFintech関連企業はそれまでの勢いを失い、両行への預金流入は減少した。また、SVBに顕著ではあるが、IT等のベンチャー企業がレイオフを進める中で、解雇手当などの現金需要の高まりに伴う預金流出が起きやすくなっていたと考えられる。

図表1 預金残高上位50行の預金保険対象外預金残高割合と預金残高増減率



(注) バルーンの大きさは2022年10-12月期の預金残高の水準。

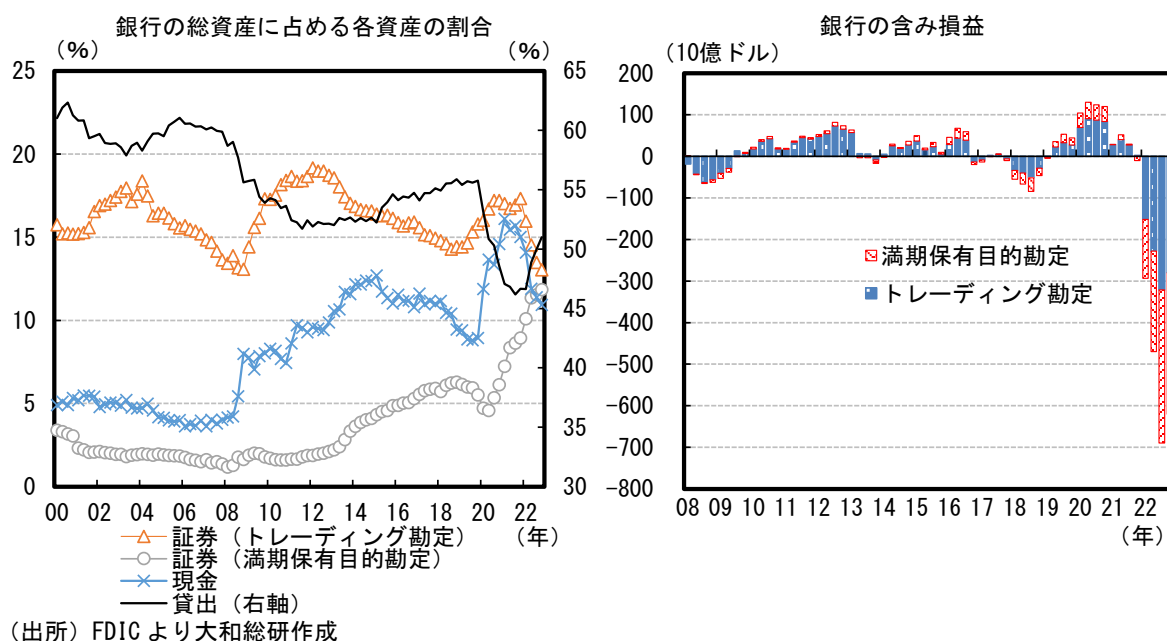
(出所) FDICより大和総研作成

加えて、両行の国内預金構造を見ると、預金保険対象外の預金残高の割合が多い、つまりは大口預金が大半であった（図表1）。大口預金が多かったとしても手元流動性が十分であれば問題ないが、2018年に厳格な規制や監督の対象となる銀行持株会社の基準が、連結総資産500億ドル以上から2,500億ドル以上へと引き上げられたことで、SVBやSBNYは手元流動性の確保を促す規制の網から抜け落ちていた。両行は規制による強制力が効きにくい中で現金などの保有額が少なく、預金が急激に流出すれば、手元流動性が一層逼迫しやすい体質であったといえる。

他方、手元流動性に対する不安はSVBやSBNYに限ったことではない。銀行セクター全体を見ると、総資産に占める現金のシェアは落ちており、手元流動性が逼迫する可能性は否定できない（図表2左）。また、SVBの経営破綻の経緯を振り返ると、預金の解約に備えて手元流動性を

確保するために、満期保有目的勘定の債券の売却を通じて資金繰りに努めたが、連邦準備制度理事会（FRB）の金融引き締めによって債券価格は下落しており、大きな損失が発生した。SVBは追加的な財務強化策を講じたものの、SNSを通じて不安心理が広まるとともに、オンラインバンキングの発達等によって預金引き出しが容易であったことも相まって取り付け騒ぎが発生し、経営破綻に至った。銀行セクター全体で見ても、コロナ禍以降は有価証券のうち満期保有目的勘定が増加している（図表2左）。加えて、有価証券の含み損益についても、金融引き締めを背景に2022年以降は含み損が拡大している（図表2右）。仮に手元流動性の確保のために、有価証券の売却を進めれば、SVBと同様に売却損が発生する銀行もあるといえる。

図表2 銀行の総資産に占める各資産の割合、銀行の含み損益



他方で、銀行セクター全体に共通する脆弱性に関しては、米政府やFRBが矢継ぎ早に対応策を講じた。まず、SVBやSBNYの経営破綻の際に、米財務省、FRB、FDICが両行の預金保護の上限を1口座当たり25万ドルから全額保護へと変更する共同声明を発出し、他行も含めた更なる取り付け騒ぎの予防に努めた。また、FRBは預金取扱機関に対し、国債などの適格資産を担保に最長1年間のローンを提供する銀行タームファンディングプログラム（以下、BTFP）の創設を公表し、流動性供給を拡大した。BTFPは、担保とする適格資産を時価ではなく、額面価格で評価することから、適格資産の時価の下落に伴う損失の拡大を抑制することができ、銀行セクター全体の手元流動性への不安は和らいだといえる。この他、今回の銀行不安に関して、バーFRB副議長が、3月末の議会証言でSVBやSBNYの経営陣のリスク管理の不備が破綻の主因であり、銀行セクター全体は強靱で耐性があると指摘した。加えて、FRBは規制・監督の見直しを計画しており、銀行セクターに共通する脆弱性を一層抑制しようとする姿勢もうかがえる。

米政府やFRBの対応策が功を奏し、4月6日時点で更なる銀行の経営破綻は発生していない。銀行セクター全体に共通する脆弱性への注目度が高まらない限り、SVBやSBNYの特殊性が際立つこととなり、銀行の連鎖破綻の可能性は抑制されることが想定される。仮に、共通する脆弱性

への注目度が高まるとすれば、各銀行の決算及び財務情報開示がきっかけとなることが想定される。4月4日に、ウェスタン・アライアンス・バンコープが預金残高を明示しなかったことを契機に市場の不安が募り、株価が一時大幅に下落したのは象徴的な例である。4月半ばから公表が始まる決算（2023年1-3月期）で、SVBやSBNYのような特殊性を有しない銀行で想定外の損失発生や手元流動性への懸念が発生する場合には、銀行不安は深刻さを増すことになる。

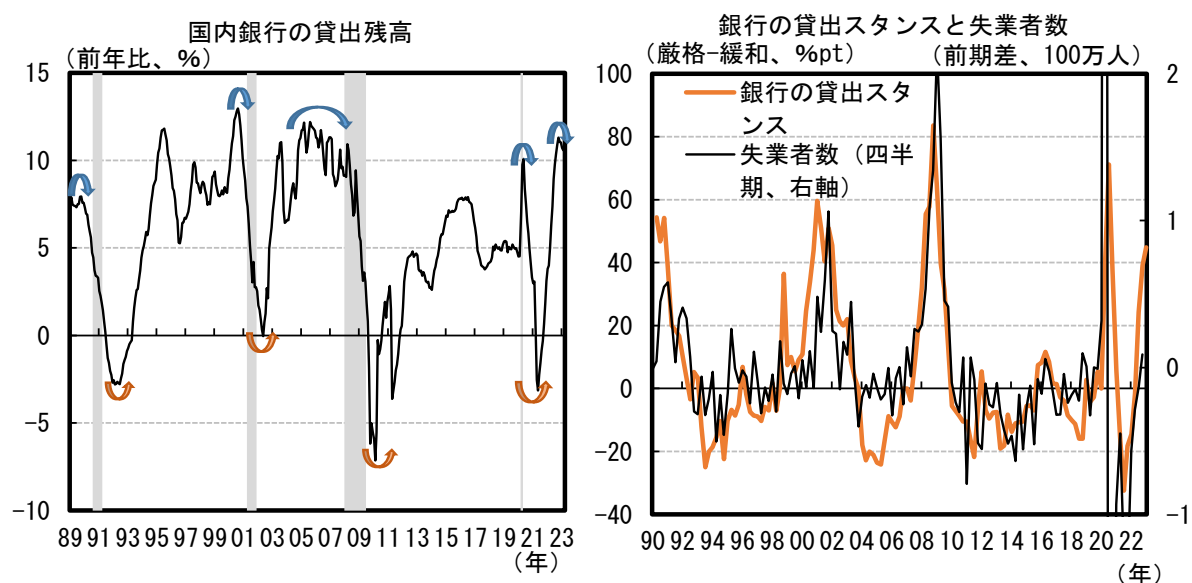
(2) 金融危機へと発展する可能性

続いての論点は、銀行不安が金融危機へと発展する可能性をどのようにみるか、についてである。金融危機の代表事例である2008年のリーマン・ショックを振り返れば、銀行は手元流動性を確保するとともに、貸出スタンスを厳格化するなど安全志向の経営へと転換した。今回の銀行不安はリーマン・ショックとは原因や経過など異なる様相を呈しており、今のところ金融システム全体へとショックが波及していない。とはいえ、過去の金融危機と同様に、各銀行は手元流動性の確保に向けて奔走している。FRBの銀行に対する常設の貸出制度であるディスカウント・ウィンドウの利用額は、1週間（3月9日-15日）で1,529億ドルと、リーマン・ショック時を上回り過去最大規模となった。その後はディスカウント・ウィンドウの利用額は徐々に減少しているが、新設のBTFPの利用額が増加している。両者の合計値は3月9日-15日が1,648億ドル、3月16-22日が1,639億ドル、3月23-29日が1,526億ドルと高水準で推移しており、流動性確保に向けた金融機関の切迫した状況を示しているといえる。

手元流動性の確保に加え、各銀行は市場の標的とならないよう、損失を避けるためにハイリスクな投融資を減らすことが想定される。銀行経営の保守化は、企業の資金繰り悪化へとつながり、米国経済に悪影響を及ぼす「信用収縮」をもたらし得る。銀行貸出と景気サイクルの関係を見ると、国内銀行貸出残高の前年比は景気後退期前にピークアウトし、その後マイナスに転じ、景気後退期が終わった後にボトムアウトする傾向がある（図表3左）。足下の貸出残高を見ると、昨今の金融引き締めによって、銀行貸出残高の前年比での伸び率はピークアウトの傾向を示している。今回の銀行不安によって貸し渋りが発生し、貸出残高が減少していくこととなれば、企業の資金繰りの悪化、ひいては景気後退の可能性は高まることになる。

この他、銀行の貸出スタンスは失業者数の増減と連動する傾向がある（図表3右）。これは、銀行が貸出スタンスを厳しくすることに対して、企業は資金繰り難を人員削減といったコストカットで対応することを示している。金融引き締めが進む中で、銀行の貸出スタンスは2022年半ば以降厳格化しているが、今回の銀行不安を契機に貸出スタンスが一層厳格化する可能性があり、人員削減の波が拡大し得る。SVBの事例を振り返れば、ベンチャー企業におけるレイオフの増加が、解雇手当などの現金需要を高め、預金流出が起きやすくなっていた。多くの銀行では、顧客層が分散しており、SVBほど預金流出は進まないかもしれない。しかし、人員削減に伴う現金需要が高まれば、結果的に銀行が手元流動性を更に重視することにつながり得る。そして、銀行が手元流動性を確保するために更なる貸し渋りなどを進めるという負のスパイラルが発生する恐れがあるだろう。

図表3 国内銀行の貸出残高、銀行の貸出スタンスと失業者数



(注) 左図は月次ベース、シャドーは景気後退期。

(出所) FRB、BLS、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

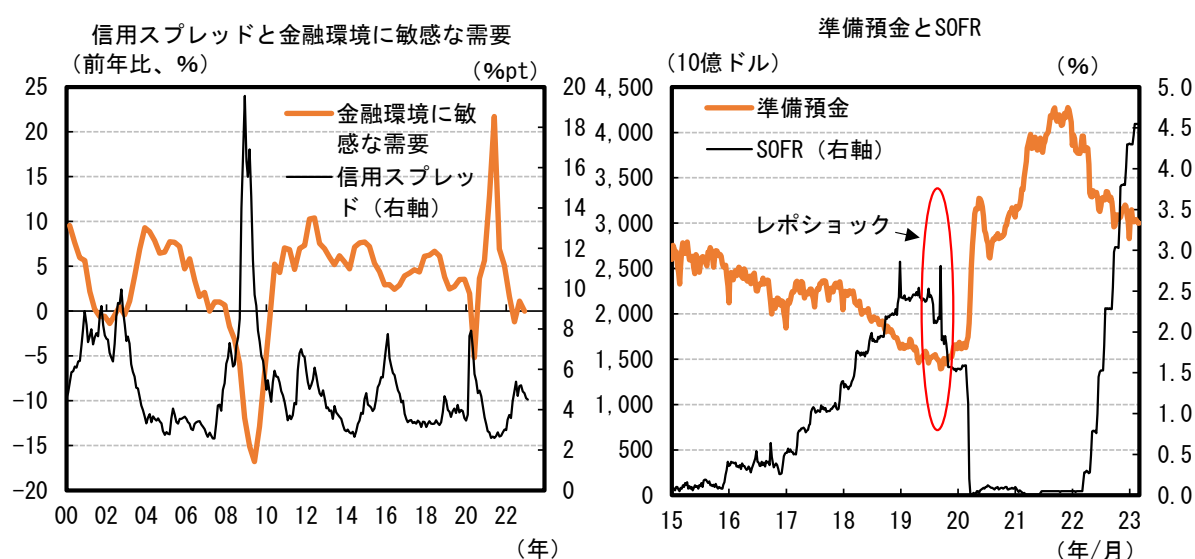
こうした「信用収縮」は多かれ少なかれ想定済みといえる。3月21-22日のFOMC(連邦公開市場委員会)で、パウエルFRB議長は銀行不安が上述したような信用収縮をもたらすことに警戒感を示した。また、パウエル議長は「信用収縮」の程度は現時点で判断が付かないが、金融引き締めと同等の効果があると述べた。「信用収縮」が想定内の程度に収まるとの前提で、5月2-3日の次回FOMCで利上げを実施し、その後は利上げ停止というような道筋がFRBや市場のベースシナリオだろう。では、「信用収縮」が想定以上に大規模になり、金融危機へと発展する可能性はあるのだろうか。金融危機へと進むか否かの分岐点は、銀行不安が金融・資本市場などへと広がりを見せるか否か次第となる。過去を振り返れば、銀行の貸出スタンスと信用スプレッド(=ハイイールド債利回り-米10年債利回り)は連動する傾向があるが、銀行の貸出スタンスが厳格化している割には足下の信用スプレッドは拡大しておらず、信用リスクへの警戒度は低い。仮に、「信用収縮」の影響が市場へと波及し、市場における信用リスクの再評価が本格化すれば、銀行貸出スタンスの厳格化と相まって、企業の資金調達環境は一層悪化することが想定される。つまりは、想定以上の「信用収縮」が発生することによって、金融環境に連動しやすい需要(設備投資、住宅投資、耐久財消費の和)が大きく落ち込むことも想定される(図表4左)。

銀行不安が市場へと波及する経路は、市場の信用リスクの再評価だけではない。リスクマネーの供給源である短期金融市場が波及経路として注目される。リーマン・ショックの際にはCP市場がストレスを抱えショックが金融・資本市場へと波及した。足下ではCP市場の代わりにレポ市場が存在感を増している。レポ市場はノンバンクや海外主体がドル調達を行う場であり、2019年9月にはレポレート(SOFR)が急騰するレポショックが発生した(図表4右)。レポショックは、季節性の資金需要が増加していた中で、過去(2017年10月-2019年7月)のFRBのバランスシートの縮小(QT)を背景とした銀行の準備預金の減少や、リーマン・ショック以来の規制強化に伴う大手銀行のマーケットメイキング業務の縮小によって資金供給が滞ったことで発生し

た。足下でも QT (2022 年 6 月-) によって銀行の準備預金は減少しており、銀行経営の保守化や先行きの銀行規制の強化に伴うマーケットメイキング業務の縮小が懸念されている。FRB からの流動性供給に頼ることができる銀行に比べて、利用できるドルの流動性供給が限られるノンバンクや海外主体にとってレポ市場が混乱することに伴うドル調達への悪影響は大きい。結果としてリスクマネーの供給が滞り、「信用収縮」を更に進めることになりかねない。

この他、財政リスクの高まりが市場の混乱や銀行不安の一層の深刻化へとつながる要因となり得る。4 月 4 日に IMF が公表した国際金融安定性報告書 (GFSR) では、市場の脆弱性が露見した具体例として、2022 年 9 月の英国における財政悪化懸念の高まりを背景に年金基金やノンバンクによる英国債の投げ売りが発生し、金利が急上昇した一連の混乱が挙げられている。間が悪いことに、2023 年上半期から年央にかけて米国においても政府債務上限問題に伴う財政リスクの高まりが懸念されており、国債市場の混乱や銀行の更なる損失拡大へとつながる可能性がある。こうした要因が複合的に組み合わされれば、金融・資本市場全体におけるショックは大幅なものとなり、金融危機へと発展する可能性は高まることとなる。

図表 4 信用スプレッドと金融環境に敏感な需要、準備預金と SOFR



(注) 左図は、信用スプレッド=ハイイールド債利回り-10年債利回り。金融環境に敏感な需要は設備投資、住宅投資、耐久財消費の和。

(出所) セントルイス連銀、FRB、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

(3) 更なる政策対応の可能性

最後に銀行の連鎖破綻や景気の下振れが発生した場合の政策対応の可能性について考えてみたい。まず、米政府においては、更なる銀行破綻が発生した際に、預金の全額保護の適用を拡大することで、銀行不安の広がりを抑制することが考えられる。イエレン財務長官は正当化される場合において預金の全額保護は適用され得るとしているが、具体的な条件に関して明言は避けている。預金の全額保護は銀行のモラルハザードにつながり、預金保険対象外の預金は企業や富裕層が主となっている。金融機関や富裕層への支援は、弱者救済を是とする民主党政権の政策方針から外れており、党内からの反発も想定されるだろう。

この他、景気が下振れした際の政策対応に関しては、インフレの状況次第といえる。景気が落ち込めば、インフレも減速傾向を強めるわけだが、景気変動に対してインフレは幾分遅延することが想定され、米政府は景気対策の策定に二の足を踏む可能性があるだろう。また、上下院でねじれ議会となっている中で、法案の通過には民主・共和党双方の歩み寄りが必要となる。上下院ともに民主党が多数派であった過去2年間に比べて、景気対策の策定に関する難易度は高い。

金融政策の運営に関しては、近い将来の利上げ停止が想定される。利上げ停止となれば、金融引き締めを直接的な原因とした債券価格の下落による含み損の発生などは抑制される可能性があり、市場にとっては安心材料となろう。他方、利上げの停止に伴うインフレの高止まりリスクは懸念材料として残る。2月のPCE（個人消費支出）価格指数は前年比+5.0%と、FRBが目標としている2%を大きく上回っている。足下では、OPECプラスによる追加減産によって原油価格は上昇しており、タカ派のブラード・セントルイス連銀総裁は、インフレ抑制を目指すFRBの仕事を一時的に難しくする可能性があるとして指摘している。利上げ停止はまだしも、利下げへの転換はFRBにとってもハードルが高いと考えられ、利下げを通じた景気の下振れを未然に防ぐことができるかは見通しづらいついといえる。

また、金融危機を防ぐために、市場への流動性供給の拡大策の一つとしては、バランスシートの縮小（QT）ペースの減速及び停止、さらにはバランスシートの拡大（QE）の再開が政策手段として考えられる。とりわけ、利用できるドルの流動性供給が限られるノンバンクや海外主体にとっては、市場全体の流動性を左右するバランスシート政策の調整が命運を握る可能性もある。利上げ停止が想定される中で、金融・資本市場のストレス状況などに応じてバランスシートの縮小ペースを減速させることはFRBにとっても一考の余地があるといえる。

しかし、3月のFOMC後の記者会見で、パウエル議長からQTの変更可能性に関する言及はなかった。ディスカウント・ウィンドウやBTFPによってFRBのバランスシートが既に拡大していることに対して記者から質問が出た際に、現状は銀行からの需要に基づいた流動性供給であり、QEではないと否定した。パウエル議長がQTの変更可能性に触れず、流動性供給とQEを区別した意図として、3月のFOMCで実施した利上げと整合性を図ることや、インフレの高止まりリスクが残る中でバランスシート政策の変更に対して慎重であること、金融・資本市場のストレスが想定内であるとの認識を示したいことなどが考えられる。裏を返せば、インフレが収まるか、金融・資本市場のストレスが想定以上の規模とならなければ、バランスシート政策の変更は当面考えにくいといえる。結果的に、バランスシート政策の調整は、金融・資本市場のストレスを未然に防ぐ予防的な対応というよりは、ストレスが強まった後の対症的な対応となる可能性があるということだろう。

SVBとSBNYの経営破綻時には、迅速な対応を進めたことで銀行不安の広がりを抑制した米政府とFRBではあるが、インフレの高止まりリスクや政治的な駆け引きといった制約がある中で、更なる政策対応に関しては後手に回ったり、場当たりのものとなったりするかもしれない。そして、こうした政策対応を巡る先行きの不透明性自体が、米国経済の下振れリスク及び金融システムの不安定化リスクの要因となり得る点に注意を要しよう。