

2023年5月26日 全11頁

米国の銀行不安をどうみるか

貸出態度厳格化が引き起こすリスクシナリオ

経済調査部 シニアエコノミスト 末吉 孝行
シニアエコノミスト 近藤 智也
研究員 永井 寛之
エコノミスト 岸川 和馬

[要約]

- 米国では、複数の中堅銀行の破綻や銀行の融資態度の厳格化などの動きが見られ、景気下振れリスクが強まっている。米国の金融環境は2000年代半ばほどには過熱しておらず、リーマン・ショック級の危機が発生する可能性は低いとみられるが、警戒は必要だ。
- 今後の動向をみるにあたっては、①銀行からの多額の預金流出、②銀行の保有証券の含み損、③中堅・中小銀行を中心とした商業用不動産向け融資、④高インフレと労働需給のひっ迫が依然として続く中での金融政策、などがポイントとなる。
- 仮に大規模な銀行危機に発展すれば、米国の実質 GDP 成長率は4%pt以上押し下げられる可能性がある。日本の実質 GDP 成長率も3%pt押し下げられ、マイナス成長は避けられないだろう。

2023年3月以降、米国で複数の銀行が破綻した。当局は迅速な対応で事態の收拾を図り銀行システムの健全性を主張しているが、市場では銀行株が下落し中堅銀行からの預金流出が報じられるなど、依然として銀行不安がくすぶっている。

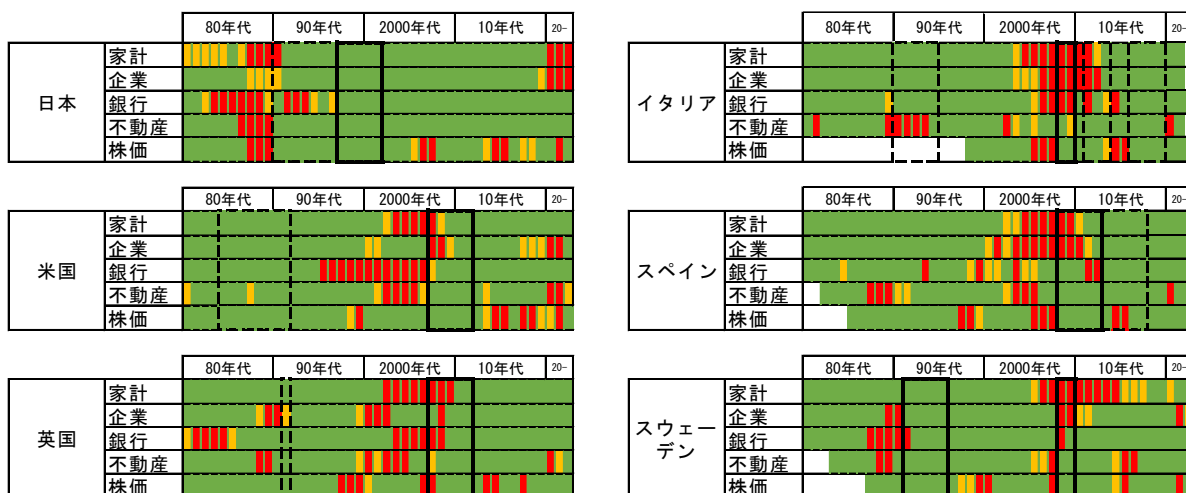
この銀行不安が、2008年に起きたリーマン・ショックのような大規模な危機に発展することはあるのだろうか。本稿では、そのような危機が発生する可能性を考えるとともに、今後の展開を見通す上で警戒すべきポイントについて考察したい。加えてリスクシナリオとして、比較的軽微な信用収縮が発生するケースと、蓋然性は低いものの大規模な銀行危機が発生するケースを示し、その影響を試算する。

ヒートマップでみる金融環境の過熱度合い

リーマン・ショック前と比べると米国の金融環境は過熱していない

過去に発生した銀行危機では、しばしば先行して民間の経済主体の債務増加や、銀行の市場からの資金調達の活発化、資産価格の高騰など、金融環境の過熱ともいえる状況が見られた。図表1は家計債務、企業債務、銀行の非預金負債、不動産価格、株価の5項目について、それぞれ1980年以降の過熱度合いを計測したものだ。それまでのトレンドから大きく上振れしていれば、過熱しているとみなして赤で示している。トレンドと同程度か下回っていれば緑、その中間であればオレンジとした。

図表1：各国の金融環境の過熱度合いと銀行危機



(注) 黒の実線による枠は累積損失がGDP比で25%以上の銀行危機、点線の枠はそれ以外の銀行危機の発生時期を示している。ヒートマップの赤は過熱、緑は通常の状態、オレンジはその中間を示している。(トレンドからの乖離幅-トレンドからの乖離幅の平均値)/標準偏差が1以上であれば赤、0.7以上~1未満であればオレンジ、それ以外は緑とした。家計および企業は債務の対GDP比、銀行は(総負債-預金)/総負債、不動産は地価または住宅価格の対GDP比、株価は各国の株価指数を用いた。家計、企業、株価のトレンドは片側HPフィルターで、銀行のトレンドはその時点までの平均値で、不動産のトレンドは後方3年間移動平均を用いて算出した。項目や算出方法は、須藤直、法眼吉彦、平野竜一郎「金融活動指標の予測力-海外諸国の銀行危機の事例を用いた分析」日銀レビュー、2021-J-11、2021年10月、伊藤雄一郎、北村富行、中澤崇、中村康治『『金融活動指標』の見直しについて』日本銀行ワーキングペーパー、No.14-J-7、2014年4月、Basel Committee on Banking Supervision “Guidance for national authorities operating the countercyclical capital buffer” December 2010, Bank for International Settlementsなどを参考にした。銀行危機の時期は、Baron, M., Verner, E., and Xiong, W. (2021). Banking Crises Without Panics. The Quarterly Journal of Economics, 136(1). pp.51-113, Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, 2009, Luc Laeven and Fabian Valencia “Systemic Banking Crises Revisited” IMF Working Paper, WP/18/206, September 2018, International Monetary Fundなどを参考にした。銀行危機の損失はLaeven and Valencia (2018)に基づいており、銀行危機発生前のトレンドで延伸したGDPと実際のGDPの乖離幅の4年間分の合計として算出されている。

(出所) BIS、FRB、ECB、BOE、OECD、日本銀行、Jorda-Schularick-Taylor Macrohistory Database、Haver Analytics、Laeven and Valencia(2018)、Baron, Verner and Xiong(2021)、Cornell University、Reinhart and Rogoff(2009)、須藤、法眼、平野(2021)、伊藤、北村、中澤、中村(2014)、各国統計局等より大和総研作成

これを見ると、GDP比で25%以上の損失をもたらすような大規模な銀行危機が発生する場合には、その数年前から発生初期の時期において5つの項目のうち4つが赤くなっていたことが

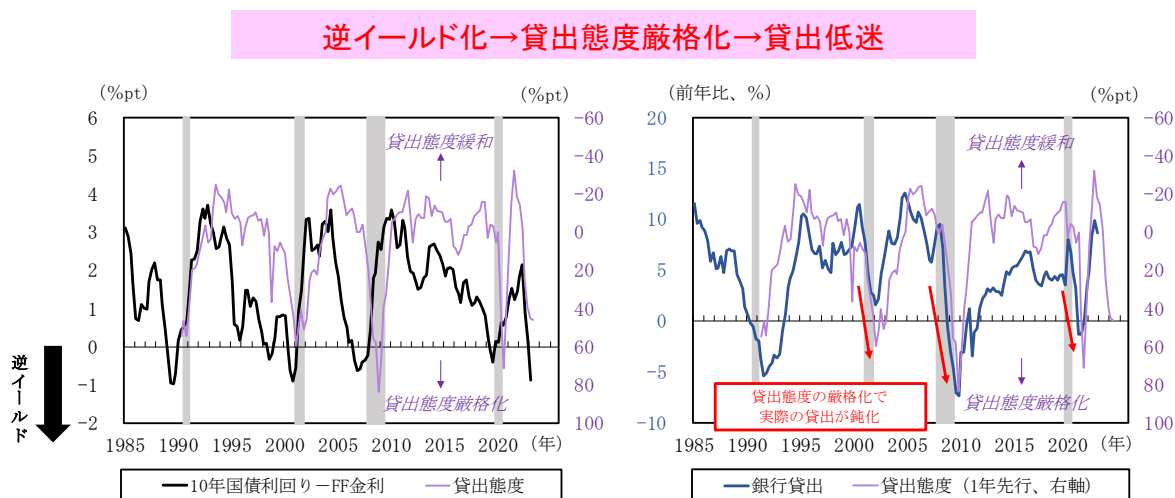
多い。赤が長期間続くことも危機の発生確率を高めるようだ。1980年代後半に続いた日本の株価や地価の値上がりは90年代の銀行危機につながっており、2000年代前半から2007年頃までの米国の住宅バブルや民間債務の積み上がりは2008年のリーマン・ショックを引き起こした。

2020年以降の米国を確認すると、赤くなっている項目は3つにとどまる。そのため、大規模な銀行危機が発生する可能性は高くないと考えられよう。もっとも、過去には赤い項目が3つであっても1990年代のスウェーデンのように大規模な銀行危機が発生したケースがあった。現在の米国についても過度な楽観視はできず、警戒は必要だろう¹。

逆イールドと銀行貸出態度の厳格化が示す景気後退の可能性

景気後退の可能性が無視できないことも懸念材料だ。足元では短期金利の水準が長期金利を上回っているが（逆イールド）、米国ではこれまで、逆イールドに続いて銀行の貸出態度が厳格化し、その後実際に貸出が低迷して景気後退に陥る状況がしばしば見られた（**図表2**）。

図表2：長短金利差と貸出態度（左）、貸出態度と銀行貸出（右）



現在すでに貸出態度は厳格化しており、景気後退の可能性は無視できない。銀行の経営環境によっては、貸出態度がいつそう厳格化して信用収縮が発生するだろう。以下では、銀行経営に大きな影響を及ぼしかねないポイントを見ていこう。

¹ 2020年代の米国の企業が赤くなっている背景には、新型コロナウイルス感染拡大（以下、新型コロナ）の影響を受けて名目GDPが落ち込んだことや、企業が手元資金を積み増したことがあり、銀行危機に直結する要素かどうかについては解釈が難しい。日本でも2020年代の企業が赤で示されており、米国と同様に新型コロナの影響を受けたものとみられる。なお、2020年代の日本の家計が赤くなっている点は、新型コロナによる影響のほかに、住宅ローン債務が増加していることなどが指摘されている（例えば、[日本銀行「金融システムレポート」\(2023年4月号\)](#)などを参照）。

警戒すべき4つのポイント

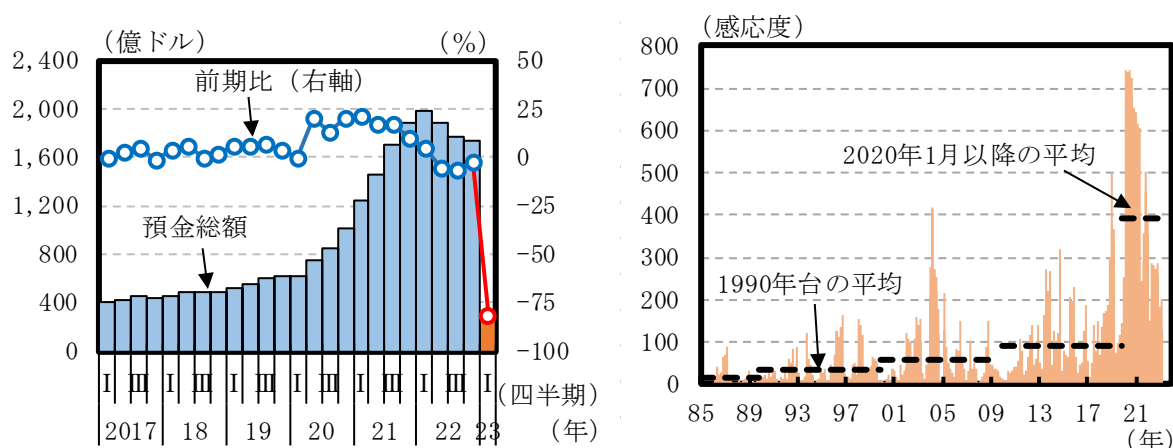
①急速な預金流出の発生

銀行経営の観点から警戒すべきポイントの1つが、急速な預金流出の可能性だ。このところの銀行不安の中で最初に破綻した大手地銀のシリコンバレー銀行（SVB）は、預金の取り付け騒動もあって流動性不足に陥ったことで破綻に至った。FRBによれば、破綻日を含む一週間の預金流出額は1,200億ドルに上ったという。

これは過去の取り付け騒動を大きく上回る史上最大規模の預金流出額であるが、注目すべきは規模だけでなくその流出スピードである。例えば1997年11月に破綻した北海道拓殖銀行では、北海道銀行との合併延期が発表されて預金流出が急加速した同年9月のうちに、預金残高が5%減少したとみられる（服部（2003）²より当社試算）。他方、SVBでは上述の一週間で預金総額の約8割が流出した（**図表3左**）。

またSVBに次いで破綻したシグネチャー銀行やファースト・リパブリック銀行も、急激な預金流出によって流動性不足に陥った。大量の預金流出はSVB特有の現象とはいえ、過去に比べて預金の流出スピードが上昇している可能性がある。これを確認するために、マクロの金融環境の変動と預金流入の感応度を測定したものが**図表3右**だ。被説明変数に米国の預金流出総額を、説明変数に銀行不安の程度を示す「金融環境指数」（シカゴ連銀）をとり、ローリング推計による回帰分析を行った。分析結果を見ると、感応度は振れを伴いながらも上昇傾向を辿っている。特に2010年台後半から急激な上昇が見られ、2020年以降の平均は高水準に達している。マクロレベルで見ても構造的に急激な預金流出が発生しやすくなってきたといえよう。

図表3：SVB 預金残高の推移（左）、金融環境指数と預金流出額の感応度（右）



(注) 左図の直近値は、報道ベースの預金流出額を最終決算時の預金残高から引いた値。右図はCPIを用いて実質化した預金流出額と金融環境指数の単回帰分析によるローリング推計（ウィンドウ期間52週間、ステップ期間4週間）から得たパラメータを、絶対値で示したもの。

(出所) FRB、シカゴ連銀、FDIC、Bloombergより大和総研作成

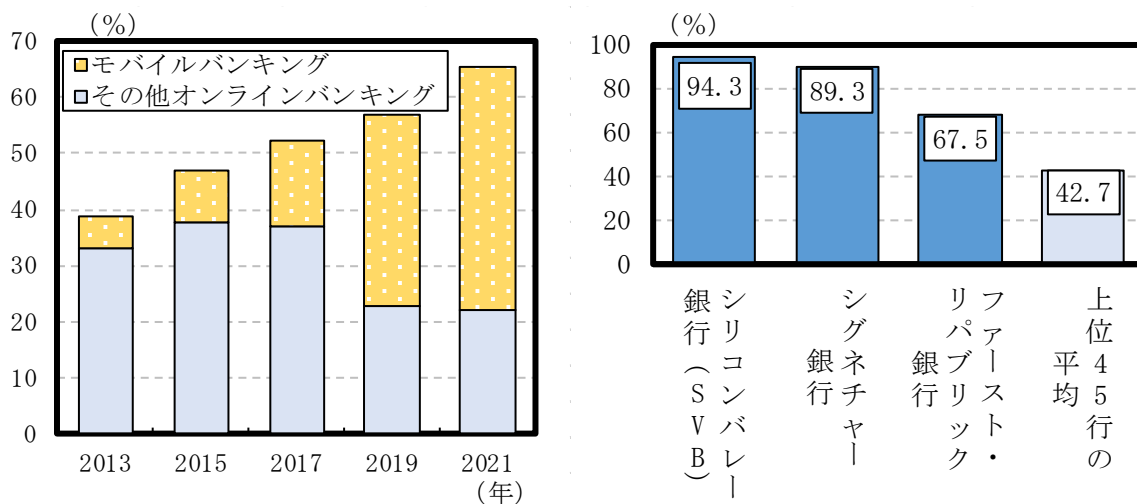
² 服部泰彦（2003）「拓銀の経営破綻とコーポレート・ガバナンス」『立命館経営学』第41巻第5号、pp. 1-32)

近年になって預金流入が多額化しやすくなったのはなぜか。主な要因として、①デジタル化の進展による資金移動の円滑化や②大口預金比率の高さが挙げられる。

このうち①に関連して、預金口座を利用する際に最も頻繁に使う手段を米国の家計に尋ねたアンケート結果が**図表 4 左**である。2013 年時点ですでに PC 等によるオンラインバンキングが 3 割強を占めており、近年はスマートフォンやタブレット等によるモバイルバンキングも広く普及したことで、2021 年時点では両者の割合は計 66%まで高まった。とりわけ 2019 年頃からモバイルバンキングの割合が急上昇しており、**図表 3 右**で預金流出と銀行不安の感応度が急上昇した時期と重なる。過去に比べて時間や場所を選ばずに資金移動が可能になったことで、前述の急激な預金流出が実現したと考えられよう。

加えて預金流出額の増大につながったのが②大口預金比率の高さだ。このところ米国で破綻した銀行には、他の米銀に比べて大口預金比率が高いという共通の特徴がある（**図表 4 右**）。資金移動の円滑化との相乗効果により、短時間で手軽に大量の資金移動が可能となっていたことから、今後は特にこうした条件が揃っている銀行の動向に注意が必要だ。

図表 4：ネットバンキングを最も頻繁に利用する米家計の割合（左）、米銀大口預金比率（右）



(注) 左図は 2022 年末。上位 45 行は総資産の多い順（ただしカストディ業務が多い JP モルガン、シティ、HSBC、ステート・ストリート、ニューヨーク・メロン、ノーザン・トラストや、破綻したシリコンバレー銀行 (SVB)、シグネチャー銀行、ファースト・リパブリック銀行を除く）。大口預金比率は (1-預金保険対象預金比率) で算出。

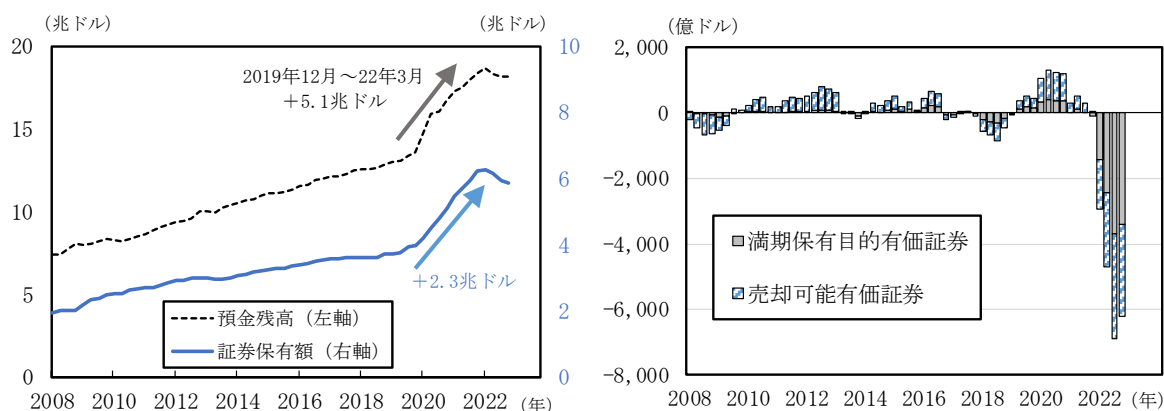
(出所) FDIC より大和総研作成

②未曾有の規模に拡大した保有証券の含み損

保有証券の含み損にも警戒が必要だ。2020年以降、米政府は新型コロナウイルスの対応策として、家計に多額の現金給付を実施した。この影響で、2019年12月から2022年3月までに銀行預金が総額5.1兆ドル増加したが、それに伴って銀行の有価証券への投資額も2.3兆ドル増加した（**図表5左**）。

米銀が保有する有価証券はその多くが債券である。2022年以降のインフレ高進に伴いFRB（連邦準備制度理事会）が急速に金融引き締めを進めたため、金利が上昇して債券価格が大幅に下落した。2022年末時点における米銀の有価証券含み損は、6,000億ドル程度と過去にない規模にまで膨らんでいる（**図表5右**）。

図表5：米銀の預金残高・証券保有額（左）と有価証券含み損（右）



(注) 直近値は2022年末時点。

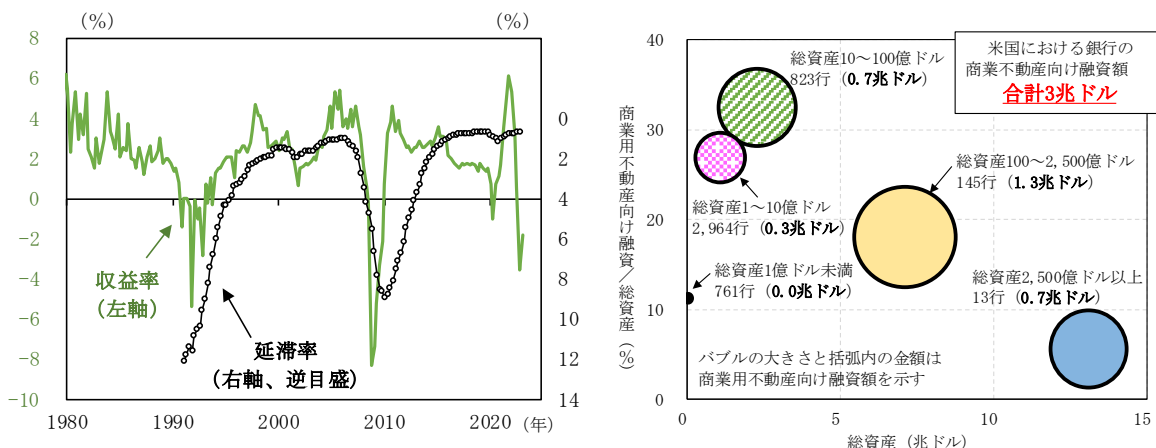
(出所) FDIC、Haver Analytics より大和総研作成

③商業用不動産向け融資のデフォルトや住宅価格の下落に注意

商業用不動産向け融資の不良債権化リスクについても注目されている。今のところ融資の延滞率は低水準で推移しているが、FRBによる金融引き締めなどを背景に商業用不動産の収益率は足元で急激に悪化している（**図表6左**）。今後も収益低迷が続けば、延滞率が上昇し、最終的に不良債権化する可能性も高まるだろう。

商業用不動産向け融資がデフォルトした場合、どのような銀行で財務状況の悪化が深刻化するのだろうか。**図表6右**は、商業用不動産向け融資の総資産に対する比率を、銀行の資産規模別で見たものである。比較的小規模の銀行で商業用不動産向け融資の比率が高い。商業用不動産向け融資のデフォルトが多発すれば、経営体力の弱い中小銀行の中には破綻するところも出てくるだろう。大手行で商業用不動産向けの融資比率が低いのは安心材料だが、たとえ中小銀行であっても連鎖倒産などが発生すれば、銀行全体の貸出態度の厳格化に結び付き、信用収縮を通じて实体经济に悪影響を与えかねない。商業用不動産向け融資の動向には注視が必要だ。

図表 6 : 商業用不動産の収益率と延滞率 (左)、銀行規模別の商業用不動産向け融資 (右)

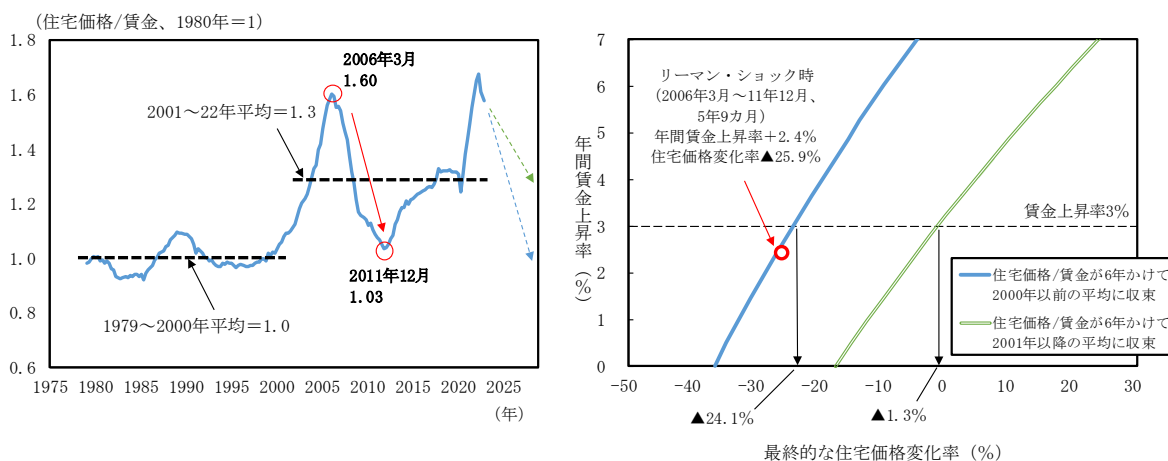


(注) 左図の収益率はNCREIF Property Indexのトータルリターン。延滞率は銀行の商業用不動産向け融資の延滞率。
 (出所) National Council of Real Estate Investment Fiduciaries、FRB、FDIC、Haver Analyticsより大和総研作成

景気への影響が大きい住宅市場についても指摘しておきたい。住宅価格は商業用不動産価格と相関が高く、また個人消費に大きな影響を与えることが知られている。

対賃金でみた住宅価格で考えると、2006年頃は高水準だったが、リーマン・ショック後に6年近くかけて1979~2000年の平均水準に低下した(図表7左)。この時、実際の住宅価格は25%程度下落している。足元の住宅価格(対賃金)もリーマン・ショック前と同様に高水準であり、仮に1979~2000年の平均水準に低下するのであれば、今回も住宅価格は25%近く下落することが考えられる(図表7右)。

図表 7 : 住宅価格 (対賃金) (左)、賃金上昇率と整合的な住宅価格の組み合わせ (右)



(注) 住宅価格はS&P CoreLogic Case-Shiller U.S. National Home Price Index、賃金は16歳以上のフルタイムの雇用者の中央値。
 (出所) BLS、セントルイス連銀、Haver Analyticsより大和総研作成

④現在の物価雇用状況は利下げ局面にあらず

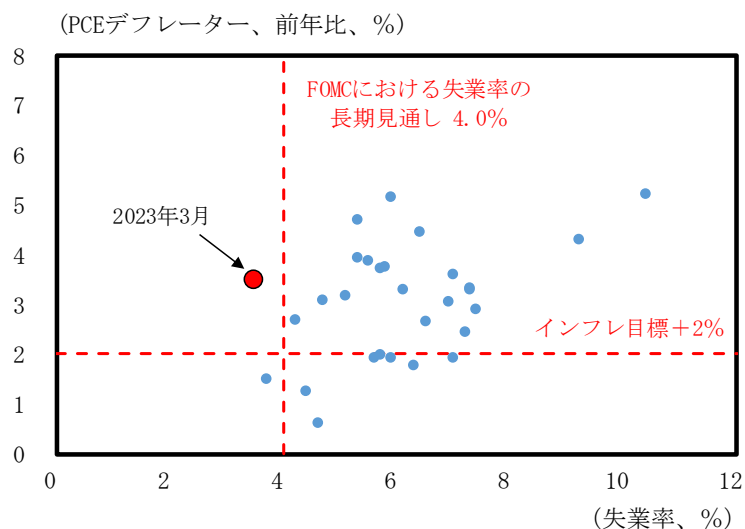
一部の市場関係者などから、近い将来 FRB が景気後退を懸念して政策金利を引き下げたのではないかと憶測が広がっている。現在、米国はどのような状況にあるのだろうか。

図表 8 は、1982 年以降で FRB が利下げを開始した局面の PCE デフレーター上昇率と失業率をプロットしたものだ。FOMC（連邦公開市場委員会）における失業率の長期見通し（2023 年 3 月時点の中央値）である 4%と、FRB のインフレ目標である 2%で領域を区切っている。

FRB の目的は物価の安定と最大雇用の達成であるため、インフレ率が低い時期や失業率が高い時期に利下げを行うのが自然だろう。実際、過去の利下げのほとんどは、インフレ率が低く失業率が高い右下の象限か、インフレ率は高いが失業率も高い右上の象限に経済情勢があったときに開始された。

一方、2023 年 3 月（赤丸）のある左上の象限は、インフレ率が低くて失業率が低い状態であり、過去に利下げが開始されたことはない。FRB が利下げに踏み切る蓋然性は低いだろう。

図表 8：利下げ開始局面における失業率と PCE デフレーター



(注) FOMC における失業率の長期見通しは 2023 年 3 月時点の中央値。1982 年以降、FOMC において利下げが決定され、かつ前回の会合で利下げが行われていない時を利下げ開始局面としてプロットしている。

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

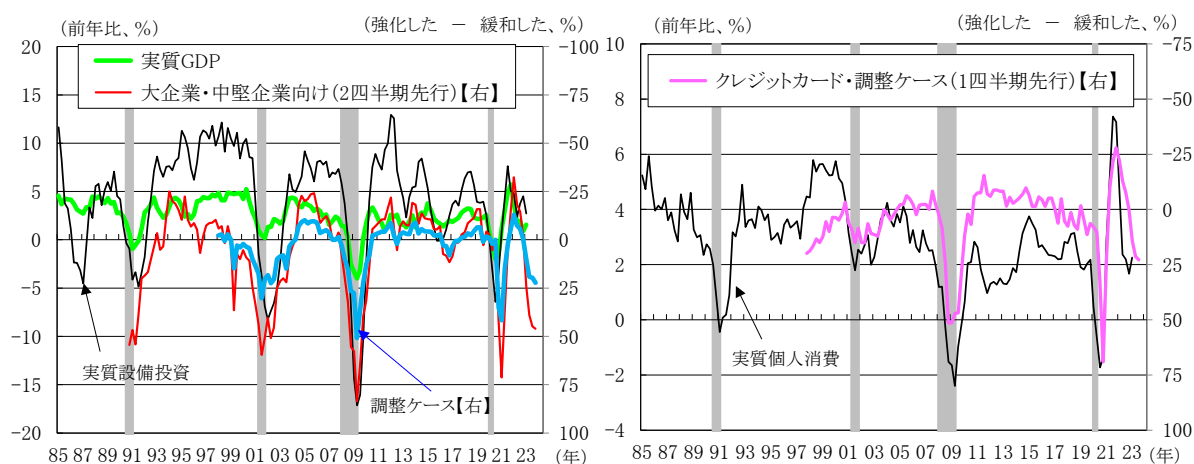
銀行危機のリスクシナリオ

銀行不安の高まりを受けて貸出態度が厳格化する一方、資金需要は大きく減少

相次ぐ銀行破綻を受けて、米国経済の先行きに対する懸念が高まっている。4月上旬にかけて実施されたFRBの銀行融資調査によると、総じて貸出態度は、コロナ禍を除くと2009年以来の厳しさとなっている。ここでは、銀行の貸出態度の変化から米国経済のリスクシナリオを探る。

企業向けの貸出態度（調整ケース³、以下同じ）は、2022年後半からの変化や銀行不安の高まりを踏まえると3カ月前から変化幅は限定的だ。ただ、リーマン・ショックやコロナ禍ほどではないものの、2001年のITバブル崩壊時と同水準で過去の景気後退期に匹敵する。借入コストの増大や資金調達難を通じて、企業の設備投資が前年割れとなることはメインシナリオでも想定しているが、どこまで落ち込むかは、今後の信用収縮に左右されよう。また、米国では、コロナ禍以降、日々の支払いに苦勞する消費者の割合が高まっており、多くがやり繰りのためにクレジットカードを利用している。企業向け同様に、クレジットカードや自動車ローン等消費者向けの貸出態度も厳しくなっており、支出を抑制する方向に働くだろう。もっとも、足元の貸出態度の水準は、個人消費が前年割れするほど深刻にはならないことも示唆している（図表9）。

図表9：銀行の貸出態度と実質GDP（左：企業向け、右：消費者向け）



(注) 企業調整ケース：かなり緩和とかなり強化を80%、やや緩和とやや強化を20%でウェイト付け。
消費者調整ケース：かなり緩和とかなり強化を62.5%、やや緩和とやや強化を37.5%でウェイト付け。
シャドーは景気後退期。

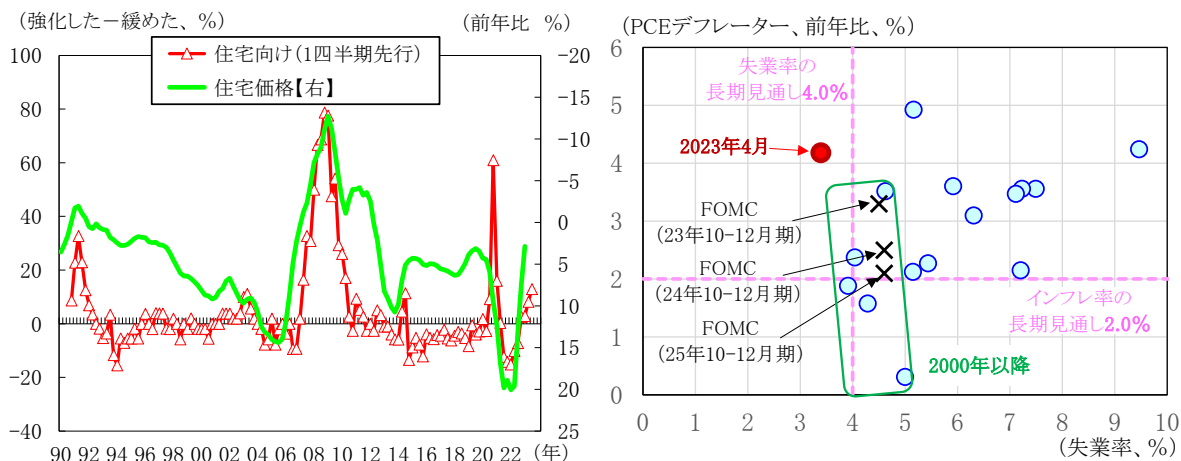
(出所) FRB、BEA、NBER、Haver Analytics より大和総研作成

1年間を超える金融引き締めによって、住宅ローン金利（30年固定金利）はコロナ禍（2020-2021年）の約3%から300bp以上上昇している。米国の住宅市場は2022年から冷え込んでおり、住宅価格の伸び率も鈍化しているが、住宅向けの貸出態度は、商業用不動産向けほど厳格化し

³ FRBの貸出態度に関する質問では5つの選択肢があり、“かなり強化した”と“やや強化した”の比率の合計から、“かなり緩和した”と“やや緩和した”の比率の合計を差し引いた値を貸出態度としている。FRBは“かなり”と“やや”を同じウェイト（つまり50%ずつ）で扱っているが、実体経済との連動性の点では、“かなり”を選択した銀行のインパクトはより大きいと考えられる。そこで“かなり”という回答のウェイトを高めて計算した値を「貸出態度（調整ケース）」として、実質GDPの需要項目との関係性を計算した。

ていない。米国の場合、住宅等の実物資産の価格変化が個人消費に与える影響が大きく、住宅市場の需給を左右する要因の1つが金利動向となろう。ただ、5月には政策金利がFOMCメンバーの多数派が想定する水準まで引き上げられている。前述したように、現在の状況は利下げ開始局面ではないものの、今後、メンバーの見通しに沿って景気やインフレ率が推移するのであれば、利上げ自体は最終局面に差し掛かっているとみられる（**図表 10**）。

図表 10：住宅向け貸出態度と住宅価格（左）、利上げ最終局面でのインフレ率と失業率（右）



(注) 左図：住宅価格はS&P/Case-Shiller U.S. National Home Price NSA Indexを使用。

右図：FOMCの見通しは2023年3月時点。2023年4月のPCEデフレーターは大和総研推計。

(出所) FRB、S&P、BEA、BLS、Haver Analyticsより大和総研作成

リスクシナリオのインパクト～ ①貸出態度が現水準で長期化した時、②一段と厳格化した時

足元の銀行の貸出態度を踏まえて、2つのリスクシナリオを試算した。貸出態度が現水準で長期化した場合（リスクシナリオ①、住宅価格は1991年並みの下落率を想定）、今後1年間で米国の実質GDP成長率は1.7%pt押し下げられる可能性がある。一方、企業向けや消費者向け、住宅向けの各貸出態度がリーマン・ショック並みに一段と厳格化する、より深刻なケースでは（リスクシナリオ②）、個人消費への影響が強まる結果、景気下押し圧力は4.3%ptまで拡大する恐れがある（**図表 11**）。

図表 11：銀行の貸出態度厳格化が引き起こすリスクシナリオ

リスクシナリオ①		リスクシナリオ②	
	実質GDP (%pt)		実質GDP (%pt)
企業向け貸出態度の厳格化 (ITバブル崩壊同等)	▲ 0.8	企業向け貸出態度の厳格化 (リーマン・ショック同等)	▲ 1.5
消費者向け貸出態度の厳格化 (足元のショックが1年継続)	▲ 0.7	消費者向け貸出態度の厳格化 (リーマン・ショック同等)	▲ 1.8
住宅向け貸出態度の厳格化 (実物資産価格 年率1.3%下落)	▲ 0.1	住宅向け貸出態度の厳格化 (実物資産価格 年率9.6%下落)	▲ 1.0
【合計】	▲ 1.7	【合計】	▲ 4.3

(注) 企業向け：大企業・中堅企業向け、消費者向け：クレジットカード。

メインシナリオからの乖離幅。

厳密には、各リスクシナリオの影響度を単純に合算できない点には留意が必要。

(出所) FRB、BEA、S&P、Haver Analytics より大和総研作成

米国で銀行危機が発生すれば世界や日本も影響を受ける。リスクシナリオの各地域への影響について、マクロモデルを用いて試算してみよう。モデルには金融市場を通じた影響は組み込まれていないが、貿易を通じて各地域の経済が互いに影響しあうことが想定されている。例えば、米国の内需が落ち込むと、他の地域の米国向け輸出が減少し、それに沿って他の地域の内需も減少する。そうすると米国の輸出も減少し、米国の実質 GDP を更に押し下げる。

試算では、リスクシナリオ①における世界と日本の実質 GDP 成長率は、それぞれ 1.5%pt、1.1%pt 押し下げられる結果となった。リスクシナリオ②では、押し下げ幅はそれぞれ 4.0%pt、3.0%pt となり、日本のマイナス成長は避けられない (図表 12)。米国の銀行不安の動向について、当面警戒を怠るべきではないだろう。

図表 12：米国経済のリスクシナリオが発現した場合の各国・地域の実質 GDP 成長率への影響

	世界経済	(%pt)				
		日本	米国	中国	ユーロ圏	新興国 (除く中国)
リスクシナリオ① →米銀行の貸出態度が 現水準で長期化	▲ 1.5	▲ 1.1	▲ 1.8	▲ 0.9	▲ 1.3	▲ 1.7
リスクシナリオ② →米銀行の貸出態度が リーマン・ショック時並みに厳格化	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 5.0	▲ 2.3	▲ 3.6	▲ 4.5

(注) 当社マクロモデルによる試算。

(出所) IMF、Haver Analytics より大和総研作成