



米国の金融不安をどうみるか？

調査研究部 専門研究員

古金 義洋

○シリコンバレー銀行の経営悪化要因は米銀全体にも当てはまる

米国ではシリコンバレー銀行の破綻に端を発し、金融不安が高まっている。シリコンバレー銀行はテクノロジー関連のスタートアップなど新興企業向けの金融サービスというニッチなビジネスを手がけていたが、規模は昨年末時点の総資産で2,090億ドルと大きく、リーマンショック時の2008年9月に破綻した、貯蓄金融機関ワシントン・ミューチュアルに次ぐ、過去最大級の銀行破綻だった。

同行の破綻には以下のような背景があった。まず、コロナ禍に対応した金融緩和と財政のばらまきによる金余りによって、成長が期待されるスタートアップなど新興企業に巨額の投資資金が流入し、関連ビジネスもバブル気味に急拡大した。同行の業況も、新興企業向け融資、預金受入業務から拡大した。

次に、同行は流入した巨額の預金の多くを国債や住宅ローン担保証券で運用していた。そして2022年以降のFRBの急速な利上げによって、保有債券が値下がりし、大きな損失に見舞われた。

さらに、金融引き締めや規制強化がバブル気味に膨張していた新興企業の業容を悪化させた。同行に預金を預けていた多くの新興企業は、流動性確保のため、預金の引き揚げに動いた。その結果、同行は流動性が不足する状態に陥った。

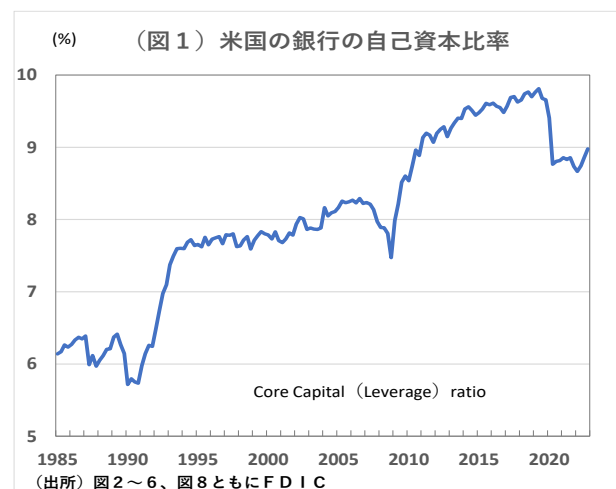
結果として、同行は預金引き揚げによる資金流出に対応して、すでに含み損がでていた債券の売却をせざるを得なくなり、売却損が発生した。最終的に、巨額な損失と流動性不

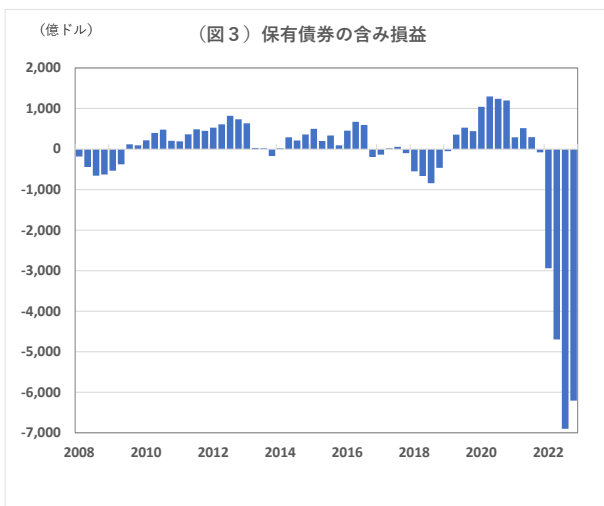
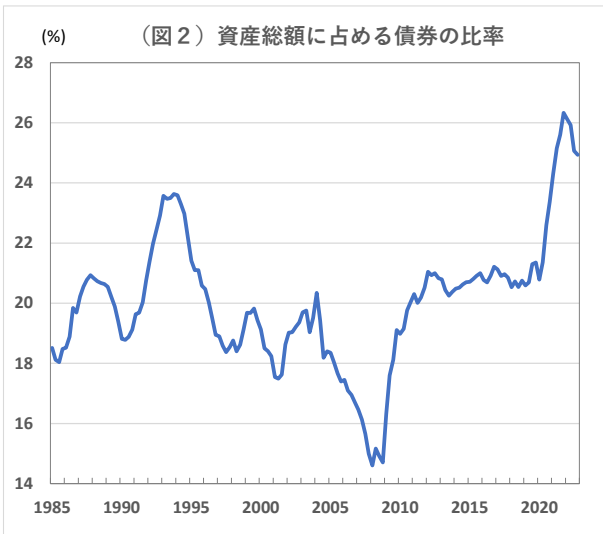
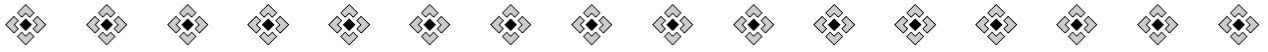
足が明らかになり、一般預金者をも含めた取り付け騒ぎになり破綻した。

FRB金融規制担当のバー副議長は、3月28日の議会証言で、シリコンバレー銀行の破綻は「経営失敗の教科書のような事例だ」と述べた。同行破綻の原因が経営ミスや杜撰な資金管理など同行に特有のものだと考えれば、今回の問題が米国の銀行システム全体に及ぼす影響は限定的だとみていい。だが、米国の銀行全体で起きていることをみると、シリコンバレー銀行の破綻が必ずしも同行固有の要因によるものとは言いにくい。

米連邦預金保険公社(FDIC)の統計から、米銀全体の経営・財務状況をみてみよう。

表面上、米国の銀行の経営は良好で、財務も安泰に見える。2022年10～12月の純利益(Net Operating Income)は701億ドルと高水準で前年同期(634億ドル)を上回った。また、22年末のコア自己資本比率は9.0%と、当局が求める最低水準(5%)を大きく上回っている(図1参照)。





だが、シリコンバレー銀行にみられた債券投資での失敗は、程度の差はあれ銀行全体にも共通している。銀行全体でもリーマンショック以降、債券の運用比率は高まっており（図2参照）、金利上昇によって損失が生じやすい状態になっていた。そして、実際、2022年の急速な利上げによる債券利回りの上昇によって、22年末時点で6,204億ドル（円換算で80兆円強）という巨額な含み損を抱えることになった（図3参照）。

米国の10年国債利回りは21年末の1.5%から22年末には3.5%へと約2%ポイント上昇

したが、利回り1%ポイント上昇で、約3,000億ドルの巨額な損失が発生したことになる。

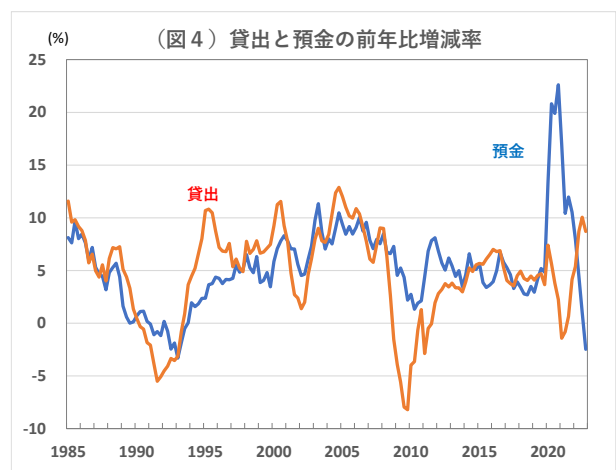
この先、金利が上がればさらに損失は膨らむ。

確かに自己資本比率は9%と高水準だが、6,204億ドルの含み損を考慮し、万一、保有債券の売却あるいは評価が必要になる場合、自己資本比率は計算上6.3%程度に下がる計算だ。一段の金利上昇の可能性も考えると、財務は決して安泰とは言えない。

過去に米国で起きた金融システム不安の経験を振り返ってみると、銀行は国内優良企業向け貸出の伸び悩みをカバーすべく、ハイリスクの貸出を増やし、それが問題化した。1970年代には南米向け貸出、1980年代には不動産融資、2000年代には住宅ローンに傾倒し、結局、それらハイリスク融資は焦げ付き、銀行システムが傷んだ。歴史は繰り返し、今回も銀行は低金利下でリスクが高まった債券投資に傾倒して、失敗を犯しつつあることになる。

一方、シリコンバレー銀行の場合、同行からの預金流出が経営悪化に拍車をかけたが、程度の差はあれ、預金の減少が銀行全体でも起きている。

図4は、銀行全体の貸出と預金それぞれの前年比増減率をみたものだ。これをみると、





コロナ禍で市中に巨額のお金がばらまかれたことで、預金は2020年に急増した。だが、その後の引き締めで、足元の預金は前年比マイナスに転じている。22年末の預金総額は19.2兆ドルと前年の19.7兆ドルから約5,000億ドル減少した。

銀行の貸出業務は短期借り・長期貸しであり、現在のように長短金利が逆転するなかでは、利ザヤは縮小し、収益は悪化しやすい。銀行の預金が減少しているのは、最近の急速な利上げにもかかわらず預金金利が低すぎるからだとも言える。預金金利引き上げが必要と考えられるが、それは銀行の収益を悪化させることになる。

預金が流出する半面、コロナ禍の景気停滞で減少していた貸出は21年後半頃から増加している。最近とくに急増しているのはクレジットカードローンだ。急速なインフレにより、困窮した低所得者層がカードローンへの依存を強めているといわれ、貸出の量はともあれ、その質は劣化している可能性がある。

いずれにしても預金が減少に転ずる一方、貸出が増加し始めているため、銀行は資金不足に陥りやすい状況になっている。

○当局の対応は金融不安を解消させることができるのか

シリコンバレー銀行の経営破綻に対応して、当局は、同行株主の損失を容認する一方で、債権者の一部である預金者の預金は全額保護するという異例の対応を決めた。預金保険制度のルールによれば、預金保護の上限は25万ドルだが、預金保険の対象外の預金を含めて、預金の全額保護を決めた。

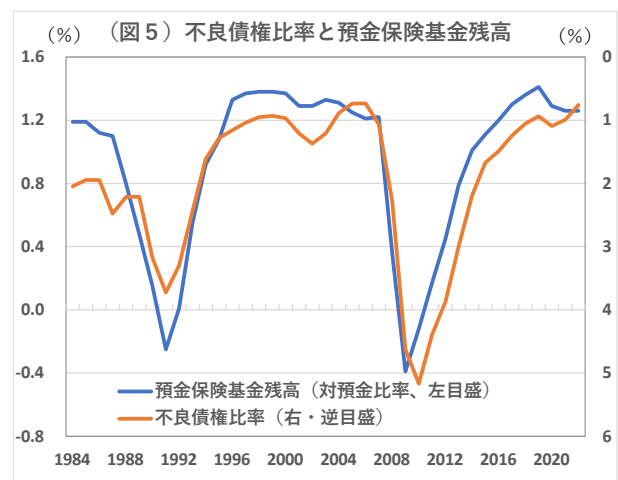
預金者を安心させ、預金引き出しの動きを抑えるためであり、「これらの銀行の預金者は大口預金者が多く、これらを保護しなければ

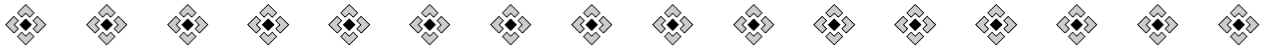
ば預金流出の動きが広がるから」という理由だが、全額保護の対応は、モラルハザードの弊害を生む。

本来、預金者は自分が預金を預けようとする銀行が健全な銀行かどうかを選ぶのが普通だ。ところが、預金が全額保護されるとなると、預金者は経営に問題があり高金利で預金を集め、ハイリスクな投資を行おうとする銀行にでも、平気で預金を預けられる。

バイデン大統領は「銀行の破綻処理で国民には負担が発生しない」と述べた。確かに、預金保護の原資となるFDICの預金保険基金が底をつくまでは、表面上、国民負担は生じない。だが、預金保険基金残高は昨年末時点で1,282億ドルで、預金保険の対象になる預金（10兆680億ドル）の1.3%でしかない。銀行の経営不安の動きがこれで終わるといえるのであればいいが、シリコンバレー銀行と同様に債券投資に傾倒していた銀行を中心に、中小銀行クラスの破綻は今後も続く可能性がある。だとすれば、預金保険基金は今後も預金全額保護を約束できるほど十分な大きさではない。

預金保険基金残高は、貸出が焦げ付き、銀行破綻が増えていく状況になると急速に減少





する。図5の通り、預金保険基金残高の対象預金に対する比率は貸出の不良債権の比率に反比例する関係がみられる。現在、貸出の不良債権比率は低いが、不良債権と同様、債券の含み損も資本の棄損につながるといって、不良債権に類似する。図6にみる通り、不良債権貸出と債券含み損の合計額（対総資産比率）は、過去のピーク時を超える水準に高まっている。現在の状況は銀行破綻が増加して預金保険基金残高は底をついてもおかしくない状態と言える。

預金保険基金が底をつけば、破綻した銀行の預金者保護のコストを銀行全体で負担するか、さもなくば、税金での負担で預金者を保護しなければならなくなり、すべてのケースで預金の全額保護を約束することはできなくなるだろう。そして「全額保護」を再び「25万ドル保護」に切り替えれば、預金者は再び警戒感を強め、預金の流出に拍車がかかるおそれがある。

一方、FRBは預金流出によって資金繰りが悪化した銀行への流動性供給を拡充することによって金融不安を鎮めようとしている。流動性の面において、潤沢な資金供給姿勢を表明し、金融市場に安心感を与えようとするものだ。通常の連銀貸出に加えて、期間の長いバンク・ターム・ファンディング・プログラム（BTFP）も導入した。FRBの貸出総額は3,000億ドルを超え、リーマンショック時の最大金額（約4,000億ドル）に近づいている。

ただ、FRBといえども、できることには限界がある。FRBは預金流出などによって資金繰りが悪化した銀行に対する一時的な流動性供給ができるが、債務超過に陥った銀行を流動性供給によって救済することはできない。

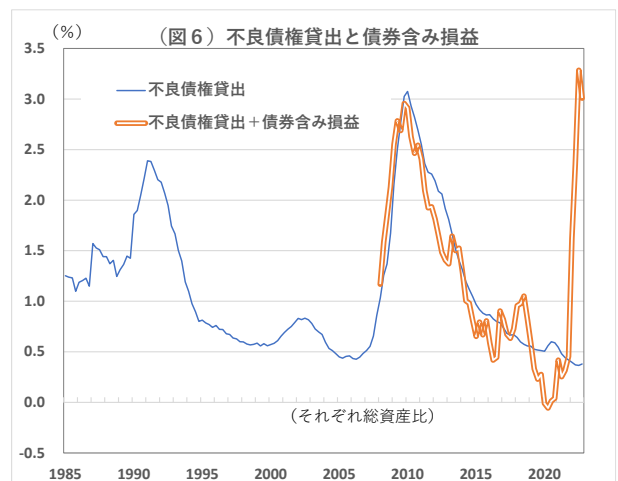
いわゆるソルベンシーの問題（支払い能力の問題、債務超過かそうでないかの問題）は、預金流出などによる流動性の問題とは別問題である。もし、債券投資による含み損などによって、銀行が債務超過状態になっているとすれば、いくら流動性を供給したとしても、その銀行を救済することはできない。

ソルベンシーの問題を解決しようとするれば、銀行自身が増資などで出資資金を募るか、当局が税金（公的資金）を投入して救済しなければいけない。

他方、銀行への規制に関して、バイデン大統領は規制の再強化を議会に要請すると表明している。バイデン大統領は、2010年に民主党オバマ政権のもとで、副大統領として、リーマン・ショックの再発防止を目的とする金融規制改革法（ドッド・フランク法）の成立に尽力したが、その後のトランプ政権のもとで、18年に金融規制改革法が改正され、規制が甘くなったと主張する。

ただ、今回の金融不安が起きたのは、トランプ政権による法改正というより、現行の銀行監督体制がそもそも銀行の健全性を判断するものになっていないからだと言える。

FRBは昨年6月にも、大手金融機関33行





を対象にしたストレステストの実施結果を発表し、2021年に続き、FRBが定めた基準を全行がクリアしたことを明らかにした。

ストレステストは、2008年に起きたリーマン・ショックを契機に導入され、金融危機など深刻な不況に陥った際に金融機関がそれに耐え得るだけの資本などを備えているか点検するものだ。

昨年のストレステストの内容は、失業率が現状より5ポイント以上上昇し、ピーク時には10%まで上昇し、資産価格も大幅下落し、商業用不動産で約40%下落、株価は55%減少するという、2021年よりも厳しい不況を想定の下、各金融機関の損失や収益、資本がどのように変化するかシミュレーションだった。

このシミュレーションでは、33行合計で6,120億ドルの損失が発生し、それによって、自己資本比率は、2021年実績の12.4%より2.7ポイント下落するが、それでも自己資本比率は平均9.7%と高い水準を維持し、深刻な経済悪化下でも銀行の健全性は維持されるという結果だった。

だが、このストレステストでは、インフレによる金利上昇のリスクが勘案されていなかったようだ。銀行全体で実際に巨額の債券含み損が発生していることを考えると、このストレステストには大きな問題があったと考えられる。当局の銀行監督姿勢に甘さがあり、検査の結果に信用が置けなければ、当然、金融市場の疑心暗鬼は払拭されないだろう。

○金融不安下での金融政策はどうなるか

3月21～22日のFOMC（連邦公開市場委員会）は、政策金利であるFF金利を0.25%引き上げ、4.75～5.0%とすることを決めた。金融不安を和らげるためFRBは金融政策を

緩和するのではないかという期待もあったが、期待外れに終わった。

FOMC声明の文言は次のように変わった。今回の声明では「米国の銀行システムは健全で強靱だ。最近の動向は家計と企業の信用状況を引き締め、経済活動や雇用、インフレに影響を及ぼす公算が大きい。こうした影響の度合いは不確かだ。委員会は引き続き、インフレリスクに細心の注意を払っている」との文言が追加された。

つまり、金融不安は景気や物価にも影響する可能性はあるが、影響度合いは不確かであるため、今はインフレ抑制に注力する、というのがFRBの認識であるようにみえる。

とはいえ、利上げ姿勢はさほど強いものにはならなかった。前回2月会合の声明では「インフレ率を時間とともに2%に戻すべく十分に抑制的な金融政策スタンスを実現するため」の方策として、”ongoing increases in the target range will be appropriate”（「継続的な利上げが適切だろう」と、強い調子で利上げを継続する構えをみせていた。

これに対し、今回の声明では、「インフレ率を時間とともに2%に戻すべく十分に抑制的な金融政策スタンスを実現するため」に、”some additional policy firming may be appropriate”（「いくらかの追加引き締めが適切となるかもしれない」と、引き締め姿勢を和らげたかのような表現になった。

また、FOMCメンバーのFF金利の見通しについては、シリコンバレー銀行の問題が起きる前までは、上方修正されるという見方が多く、パウエルFRB議長も、3月7日の定例議会証言では「最新の経済データは予想より強く、金利の最終到達水準が従来想定を上回る可能性が高いことを示唆している」「経済データが全体として、より速い引き締



めを正当化するのであれば、利上げペースを加速させる用意があるだろう」と述べていた。

しかし、今回のF F金利の見通し（中央値）は、23年末5.125%、24年末4.25%、25年末3.125%、長期2.5%となり、前回12月見通しの23年末5.125%、24年末4.125%、25年末3.125%、長期2.5%とほとんど同じだった。

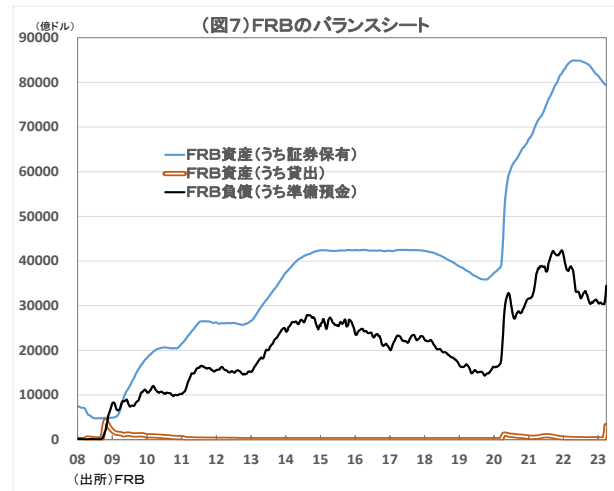
結局、F R Bの政策姿勢は、インフレ抑制のための金融政策面での引き締めは続ける半面、金融安定化のための流動性供給は適時行うというものだと考えられる。

こうした対応は、0.5%の利上げを決めた3月16日のE C B理事会での決定と同様だ。E C Bの決定について、ラガルド総裁は、3月20日、欧州議会で説明し、「物価安定と金融安定は別々の政策手段で対応可能」「E C Bは（物価安定のため）金利を活用している」「金融の安定に関しては必要な手段は全て持っている。これらの手段は必要に応じて活用される」と述べた。

ただし、ラガルド総裁は、金融不安の動きが金融引き締め効果を持つようになる場合、金融引き締めをやめることも否定しなかった。「金融不安の動きが金融引き締め効果を持つ」というのは、例えば、信用リスクの拡大による社債利回りの上昇や銀行の貸し渋りによって、引き締め効果を持つということだろう。

ラガルド総裁は「金融安定を巡る緊張が需要に影響し、本来なら金融政策で対応していたはずの課題の一部が片付いてしまう可能性がある」「現時点でその影響は不確かだが、次回の経済予測を打ち出す際、さらに次回の分析や金融政策の動きを決定する際には考慮に入れなければならないだろう」と述べた。

金融市場では、F R Bが銀行向け貸出を増やし、バランスシートが拡大していることを



みて、量的金融緩和が再開された、とみる向きもある。だが、金融不安に対応した流動性供給（銀行向け貸出）は、量的金融緩和とは全く別物だと考えた方が良い。

F R Bの銀行向け貸出が増える、逆に言えば、銀行がF R Bからの借入を増やすというのは、銀行が資金繰りに窮している場合であり、F R Bが量的金融緩和を意図して、銀行に貸出を増やすことはないだろう。通常、F R Bが量的金融緩和を行なおうとする場合、銀行から国債などの債券を購入して、バランスシートを拡大する。図7でみる通り、F R Bの貸出は、2月までは約15億ドルとゼロ近辺で推移していたが、3月に入り急増した。リーマンショック時や今回のような時期を除けば、貸出が大きく増えることはない。

これに対して、資産（バランスシート）のほとんどの部分を占める証券保有は減少し続けている。これは、F R Bは資金繰りに窮した銀行からの要請に応じて貸出を増やすことで銀行に対して流動性供給を行ったが、金融政策としての量的金融緩和政策は引き締め政策を続けていることを意味する。

結局、今回のF O M C会合の結果は、金融不安に対応して金融政策を緩和するわけでないものの、積極的な利上げ姿勢も打ち出せない



かった。玉虫色の内容にもみえるが、これは、金融政策の効果を読みにくくする二重の不確定要因が政策運営を難しくしているためだ。

不確定要因の一つは、昨年後半以降の動きでみられたように、FRBが金融を引き締めても、金融市場が景気後退による先行きの金融緩和を予想し、長期金利低下などによって引き締め効果が半減してしまうことだ。現在も、金融市場はこれまでの利上げ効果に加え、金融不安の高まりから景気悪化が深刻化すると予想し、年後半以降の大幅利下げを見込んでいる。これが中長期の金利を低下させ、引き締め効果を半減させている。

逆に、もう一つの不確定要因は、いったん経済が景気後退入りした場合、实体经济悪化に銀行の貸し渋りによる金融引き締めりが加わり、経済が予想以上に急速な落ち込みに直面するおそれがあることだ。

景気後退局面では不良債権比率も急上昇する。リーマンショック時には07年12月に米国経済は後退局面入りしたが、不良債権比率は07年末の1.4%から、1年後の08年末に3.0%、2年後の09年末に5.4%と急上昇していった(図8参照)。

例えば、今はまだ順調に増加している雇用が減少に転じた場合、個人の所得環境が悪化し、カードローンなどの焦げ付きも増えるだろう。融資焦げ付きに対応して、銀行は貸出態度もタイト化し、それが景気悪化を急速なものにするだろう。

このように、今後の米国経済のシナリオを展望する場合、引き締め効果が十分に浸透しないシナリオ、逆に、景気が急速に落ち込むシナリオなどが想定され、米国経済の先行きは一段と不透明なものになっている。FRBの政策運営もその時々データの次第にならざるをえない。

