

金融不安のここまでの振り返りと残る3つの問題

<ポイント>

- シリコンバレーバンク (SVB) の破綻の例を振り返ると、破綻のきっかけは経営不安の拡大による預金の大量流出だった。預金の保険対象外部分の取扱いが注目されたが、「システミックリスク免除」条項が適用され、保険適用の上限を超える分も含めて全額保護することになった。この決定が安心材料となり、他行における連鎖的な預金引き出しを食い止める上で大きな役割を果たした。但し、今後仮に中小の金融機関が破綻した場合、同様の措置が取られるかについては明確ではない。
- 利上げに伴う資金調達コストの上昇は企業収益にとっては逆風となり、金融機関にとっては融資先の信用懸念や低金利下で提供してきたローン等の劣化に発展する可能性がある。ここまでの一連の金融市場の混乱では、主に金利リスクや流動性リスクに焦点が当てられてきた印象だが、今後は資産価値の毀損を含めたより広範な信用問題に発展するかどうかはひとつの焦点になりそうだ。
- SVB の破綻では、銀行監督の問題も大きく取り上げられている。当局の素早い対応は危機の連鎖を食い止め、金融システムの安定を保つ上では不可欠であり、今回の欧米の危機対応もとりあえずは成功したように見える。一方で、金融当局の行動が読み切れずに恣意的な印象を与える場合には、信認の揺らぎを通じて危機が増幅する可能性も出てくる。
- 今後、資産価格については、金利上昇が続く中、当面下押し圧力が続くことになる。また、今回の金融不安を通じて信用収縮が一段と進んだことで今後景気の減速感も強まるとみられる。市場はこうした点を背景に早期の利下げ転換を予想しているが、その期待が裏切られた場合には資産価格の調整が加速する可能性も出てくる。

米シリコンバレーバンク (SVB) の経営破綻やクレディ・スイス (CS) の救済をはじめとする一連の金融市場の混乱は落ち着きを取り戻しつつあるようにみえる。混乱の最中にも欧州中央銀行 (ECB) は3月16日、米連邦準備理事会 (FRB) は22日に利上げを断行したが、今のところ連鎖的な金融機関の破綻には発展していない。米国の金融市場 (28日時点) では、S&P500は直近の安値 (13日、3,855.76) から+3%の上昇、米10年債利回りも一時的に3.3%近辺に下げたものの、3.57%まで回復している。

一方で、今回問題となった金融機関はあくまで例外的な特殊ケースだったのか、他にも問題を抱える経済主体が存在するのかについてはまだはっきりしない部分がある。より普遍的な問題が存在するのであれば金融市場の混乱が再燃する可能性が残るため、警戒が続いている。こうした問題意識の下、ここでは今回の混乱をもたらした3つの問題を軸に、今後の見通しを整理する。

1. 預金流出の問題

SVBの例を振り返ると、破綻のきっかけは経営不安の拡大による預金の大量流出だった。同行は負債である預金を国債やモーゲージ債等の長期債で運用していたが、2022年に入ってからの急激な金融引き締めにより保有資産の価値が下落、主要取引先であるテック企業の業績低迷による預金引き出しも重なり、バランスシートが急速に悪化した。預金流出に対応するため、8日には保有有価証券の売却による損失発生及び資本増強のための増

資を発表した結果、9日には1日で預金全体の4分の1に当たる420億ドルが流出した。28日に行われた米上院銀行委員会におけるFRBのバー金融監督担当副議長によると、10日には更に約1,000億ドルの引き出しが予想された結果、最終的に米連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に置かれた。2日間で1,420億ドルの預金引き出しは2022年末の同行の預金残高1,750億ドルの8割以上に相当する金額であり、預金者が如何に急激に行動したかを示している。

SVBや今回同じタイミングで破綻した米シグネチャー・バンクは上限25万ドルの預金保険制度の対象外の預金が圧倒的に高かったことが問題とされ、その割合はそれぞれ94%及び90%だった。この保険対象外の部分の取扱いが注目されたが、13日には米財務省、FRB、FDICが共同声明を発表し、両行の預金については財務長官が権限を有する「システミックリスク免除」条項を適用し、保険適用の上限を超える分も含めて全額保護することになった。この決定が安心材料となり、他行における連鎖的な預金引き出しを食い止める上で大きな役割を果たした。

SVBの破綻理由としては、金利変動や流動性リスクに十分な対応を怠った経営上の問題が指摘されている。また、シリコンバレーという特殊な地域を地盤としており、低金利下においてテック企業の資金調達を容易にした低金利環境も背景にあった。しかし、短期間での急激な預金流出が起こらなければ破綻には発展しなかった。今回、SVBの預金者は結果的に預金の全額が保護されたが、今後仮に中小の金融機関が破綻した場合、同様の措置が取られるかについては明確ではない。

2. 資産価値下落の問題

米国の金融機関の健全性については2008年の金融危機以降、ドッド＝フランク法の制定等により大幅に改善されてきたとされている。SVBについても資産の57%は米国債等の長期債を保有するオーソドックスな経営を行っていたとも言えるが、2022年からの急激な金利上昇の結果、資産価値が大幅に下落した。米国の金融機関が2022年末時点で抱える投資有価証券の含み損は約6,200億ドルと急拡大していることを考えると、この問題はSVB固有の問題だとは言いきれない。因みに、2022年の銀行セクター全体の純利益は過去最高だった2021年比で▲6%の2,630億ドルだった。

利上げに伴う資金調達コストの上昇は企業収益にとっては逆風となり、金融機関にとっては融資先の信用懸念や低金利下で提供してきたローン等の劣化に発展する可能性がある。ここまでの一連の金融市場の混乱では、主に金利リスクや流動性リスクに焦点が当てられてきた印象だが、今後は資産価値の毀損を含めたより広範な信用問題に発展するかどうかひとつの焦点になりそうだ。とくに、FRBがインフレへの対応を優先して年内は引き締めを継続することを明確にしている状況では信用収縮が一段と進むことになるため、しばらくは注意が必要となる。

既に商業用不動産については懸念が拡大している。商業用不動産価格は2022年前半をピーク下落に転じており、既にコロナ前の水準を下回っている。米国ではコロナ禍での各種行動制限が早期に解除されたものの、全米主要10都市のオフィス占有率は未だに50%前後で推移しており、在宅勤務がかなりの水準で続いていること等も影響している。商業用不動産ローンの70%を中小の金融機関が保有しており、年内に2,700億ドル、今後5年間で1.4兆ドルが満期を迎えるとされる中、借り換えができずに不良債権が膨らむ懸念がある。住宅価格に

についても 2022 年半ばをピークに下落しており、低金利下で提供されたモーゲージも同様の問題を抱えている可能性がある。



3. 金融規制及び当局の信認の問題

SVB の破綻では、銀行監督の問題も大きく取り上げられている。SVB のコロナ禍での資産の急増、保護対所外の預金割合の大きさ、負債である預金と資産のデュレーションのミスマッチは事前に察知できたはずであり、金利の上昇についても昨年段階で明らかだったにもかかわらず、金融当局が対応を怠ったとの見方がある。また、2018 年のドッド=フランク法の改正の結果、最も厳しい審査の対象となるシステム上重要な銀行に該当する金融機関の総資産を 500 億ドル以上から 2,500 億ドル以上に引き上げたことで SVB 等がその対象から外されたことも批判されている。

一方、UBS による CS の救済買収についてはスイス政府主導で実施された。また、その一環として、劣後債の一緒である CS の AT1 債の無価値化が決定され、株式より弁済順位が上位であるはずの AT1 債の所有者が損失を被る可能性は大きな波紋を呼んだ。

当局の素早い対応は危機の連鎖を食い止め、金融システムの安定を保つ上では不可欠であり、今回の欧米の危機対応もとりあえずは成功したように見える。一方で、金融当局の行動が読み切れずに恣意的な印象を与える場合には、信認の揺らぎを通じて危機が増幅する可能性も出てくる。

4. 今後の見通し

預金保護の対象については、既に 25 万ドルの上限引き上げの是非が議論されている。イエレン財務長官は 22 日、全面的な預金保護は検討していないと言いつつ、翌日には正当化される場合は預金保護で追加の措置を実施

すると発言する等、立場が二転三転している。一方、サマーズ元財務長官は、向こう一年間に破綻する銀行については保険対象外の預金を保護することを宣言すべきと発言している。25万ドルの上限は2008年にそれまでの10万ドルから引き上げられた後、現在まで続いており、2022年末時点では全預金の43%が保護対象外だった。引き上げには議会の対応が必要となるため、現在のように上院では民主党、下院では共和党が多数派を握るねじれ議会で解決するのは困難であろう。

資産価格については、金利上昇が続く中、当面下押し圧力が続くことになる。また、今回の金融不安を通じて信用収縮が一段と進んだことで今後景気の減速感も強まるとみられる。市場はこうした点を背景に早期の利下げ転換を予想しているが、その期待が裏切られた場合には資産価格の調整が加速する可能性も出てくる。また、現在は金融機関に注目が集まっているものの、SVB等の破綻はコロナ禍前後の景気動向及び金融政策の急変により多くの歪みが生じていることを露わにしており、金融機関以外の経済主体がリスクを抱えている可能性もあり得る。

金融規制については議論が始まったばかりであり、これから様々な角度から検証されることになるだろう。テクノロジーの進化により短期間で多額の預金移動が可能となったこと等、現在の事業環境に適した新しい規制の在り方が求められる。これは当然ながら多くの時間と労力を要する課題である。それまでに新たな問題が浮上した場合、当局が適切に対応しなければ信認問題が再燃する可能性もあること考えると、まだ混乱の火種が残っているとも言える。

以上

	経済研究所 経済調査チーム長
担当	チーフ・エコノミスト 井上 祐介 (inoue-y@marubeni.com)
住所	〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号
WEB	https://www.marubeni.com/jp/research/ https://marubeni-jpn.sharepoint.com/sites/PSMB01/B4A0/SitePages/Default.aspx

(注記)

- ・本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正当性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- ・本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- ・本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。
- ・本資料に掲載している個々の文章、写真、イラストなど（以下「情報」といいます）は、当社の著作物であり、日本の著作権法及びベルヌ条約などの国際条約により、著作権の保護を受けています。個人の私的使用及び引用など、著作権法により認められている場合を除き、本資料に掲載している情報を、著作権者に無断で複製、頒布、改変、翻訳、翻案、公衆送信、送信可能化などすることは著作権法違反となります。