

経済を読む眼

米国の金融引き締めと金融システム不安の関係と先行き<sup>1</sup>

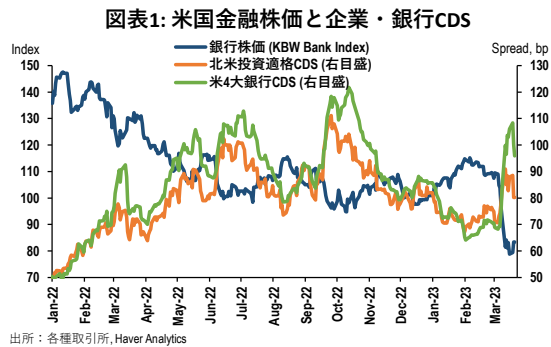
2023年3月24日

JST 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼博史

1. 米国の金融システム不安の芽

米国で3月13日に Silicon Valley Bank (SVB、総資産規模全米16位) が破綻し、次いで Signature Bank (SBNY、同29位) の破綻が生じた。これによって地銀を主体に米銀の経営に対する市場の不安感が高まり、銀行株価が大幅に低下し、銀行のCDSスプレッドも急上昇した(図表1)。ただ、後述するような米当局の迅速な対応によって、銀行株も下げ止まりの兆しをみせているほか、銀行のCDSスプレッドは昨秋と比べてもまだ低水準であるほか、企業のCDSスプレッドは落ち着きをみせ始めている。



SVB は、顧客の殆どがスタートアップ企業なので与信よりも預金が増えて融資が追いつかず(預証率70%弱)、これをモーゲージ証券等で運用していたところ、金利の急上昇で行き詰まった。有価証券の含み損が2022年第4四半期末時点でCET1の100%を超えているという、大銀行はもとより、他の地銀にもみられない大きさであった。また、預金の9割以上が預金保険の対象ではなかったため、急激な取り付け騒ぎが生じて破綻した点も、他の銀行と同一には論じられない。SBNYも暗号資産関連業者との取引で資産内容が危惧されていたほか、預金保険の対象外の預金が多かったところへ、SVB破綻の余波も浴びて破綻しており、やはり他の銀行と同一には論じられない面がある<sup>2</sup>。

<sup>1</sup> 本稿は、3月22日現在のデータに基づいている。

<sup>2</sup> また、SVB破綻による市場の金融システム不安への懸念は欧州にも飛び火し、スイスのクレディスイスの経営不安説が広がった。スイス中銀とスイス金融市場監督機構が連名で同行がグローバルなシステム上重要な銀行としての要件を満たしていると声明で公表し、同行もスイス中銀から500億スイスフラン(7兆円強)を調達する用意があると発表して鎮静化を図ったが、結局はUBSがクレディスイスを買収することで早期に決着した。ただ、この問題は、きっかけは別としてクレディスイス固有の問題という側面が強く、米国の金融不安の芽とは性質が異なるので、以下では捨象する。

これに対して、当該 2 行の破綻に際して米財務省・FRB・FDIC は即座に預金の全額保護を決めたほか、FRB も、広範囲な担保をバックに、ヘアカットがなくパーで 1 年以内の貸付を受けられる追加ファンディングプログラム (BTFP) を創設し、預金者への払い出し資金の貸付をやはり即座に決定した。さらに、市場から次に焦点が当たった First Republic Bank に対して、米政府の仲介によって大銀行が 300 億ドルの預金預け入れを決めたほか、その一部で資本注入を行う案も浮上している。また、イエレン財務長官は、今後も中小金融機関に取り付けが発生し、その波及リスクが生じるなら、預金者保護が正当化されると述べている。さらに、FRB・ECB・SNB・BoE・BoJ・BoC の 6 中銀は当面の米ドル流動性供給の拡大 (1 週間物の資金供給頻度を週次から日次に引き上げ) を決めた。このように、今回は当局の対応が世界金融危機当時と比べても迅速である。今回は世界金融危機時と異なり、評価が容易な証券の損失に端を発しているという意味では透明性が確保されていることや、上記 2 行がやや特異な業務内容であったことも考え併せると、システムリスクを直ちに懸念するには至らない可能性が高いと考えている。ただ、そうは言っても、米国の地銀には、程度こそ大きく異なるが、預金の減少が始まっていることや保有証券に含み損を抱えているといった共通の特性もあるので、そうした中堅・中小銀行の経営については市場に懸念が残っている。しかもその背景には、金融緩和を長く続けたところ、インフレ率が予想以上に高くなったために金融政策を急激に引き締めたことがある。以下では、金融政策と金融システム不安の関係を整理し、米国当局がどのようなプルーデンス政策を講じようとしているのか (あるいは講じるべきか) をみたうえで、このような事態の下で金融政策はどのような方向に向かうのか (あるいは向かうべきか) を考えてみたい。

## 2. 金融政策と金融危機の関係の一般化

まず、世界の金融政策と金融危機の関係を過去の事象に即して整理しておこう。そのために、1970 年代～2017 年までの先進国 21 カ国、新興国 16 カ国の 157 回に及ぶ金融引き締めと金融危機の関係を整理した BIS の Boissay *et al.* (2023)<sup>3</sup>の研究が示唆に富むので、その一部を紹介しよう。

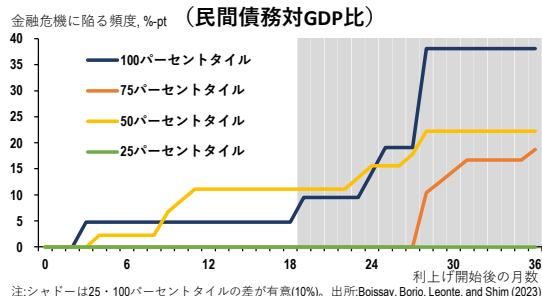
まず、金融引き締めが金融危機を誘発する要因として、彼らは、民間債務水準ないしはインフレ率の上昇幅が大きな要因であることを見出している。具体的には、まず民間債務水準をサンプル期間全体で高さ別に四分位に分けて金融危機に陥る確率を計算したところ、最大値 (第 4 四分位) と第 1 四分位との間で金融危機に陥る確率に有意な差があった (図表 2)。また、インフレ率の上昇幅別に四分位に分けて金融危機に陥る確率を計算すると、最大値 (第 4 四分位) と第 1 四分位との間でやはり有意に差があった

---

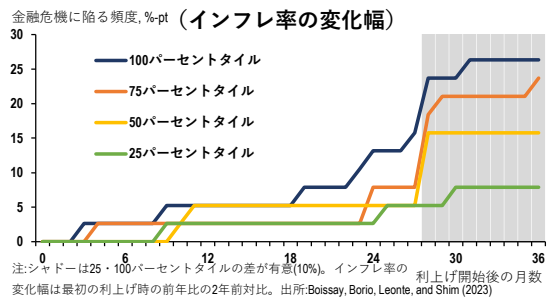
<sup>3</sup> Boissay, F., Borio, C., Leonte, C., and I. Shim (2023) “Prudential policy and financial dominance: exploring the link,” BIS Quarterly Review, March 2023 を参照。

(図表 3)。興味深いのは、インフレ率が当初から高いかどうかは関係が無い点で、あくまでもインフレ率の変化幅が焦点である。

図表2: 世界金融引締期の金融危機

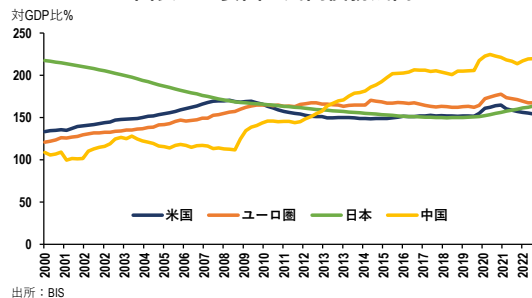


図表3: 世界金融引締期の金融危機

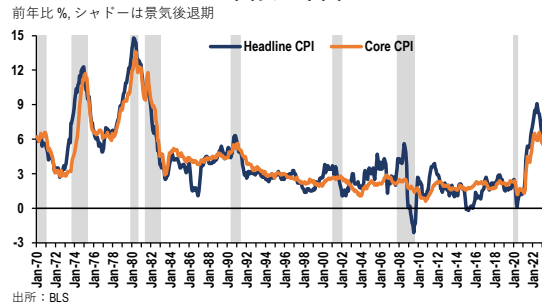


米国をこの条件に照らすと、民間債務（対 GDP 比率）は、コロナ禍後でみれば主要国の中でも抑制されている方であり、当て嵌まらない（図表 4）。しかし、インフレ率は 2022 年から 1970 年代以来の高さにまで急上昇しており、まさに当て嵌まる（図表 5）。

図表4: 主要国の民間債務残高

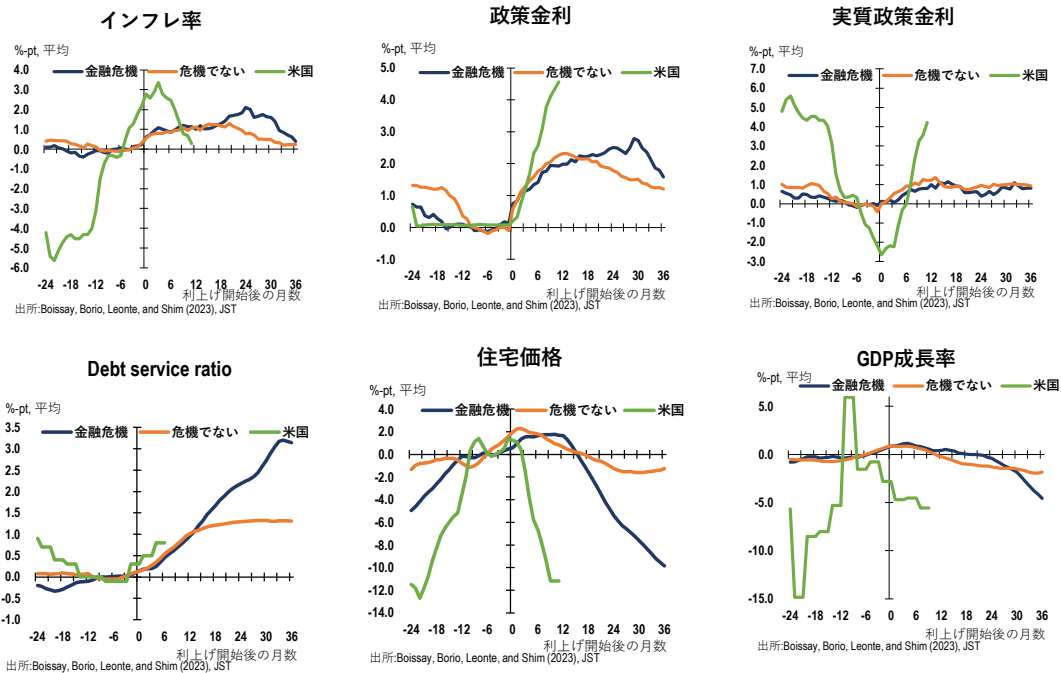


図表5: 米国CPI



金融危機は必ず同じ経過を辿る訳ではないにせよ、前述の Boissay *et al.* (2023)は世界の過去の事例を集計して、金融引き締めと金融危機の間に働くメカニズムを炙り出している。図表 6 の過去の世界で生じた金融危機のケース（青線）と金融危機が起きなかったケース（オレンジ線）をみると、金融危機のケースでは、インフレ率の上昇が金融危機でないケースよりも強くしかも長引いており、このため金融政策による政策金利の引き上げも強く長くなっている。この結果、民間債務（Debt service ratio で代理）が大きく上昇し、金融環境が厳しくなることによって債務者に強い返済圧力がかかり、金利・クレジットに最もセンシティブな不動産市場（住宅価格で代理）を強く押し下げ、最終的に GDP 成長率を大きく押し下げる姿になっている。

図表6: 金融引き締めと金融危機



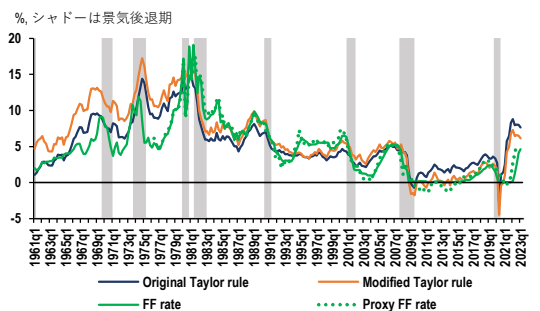
筆者はこの図表 6 に同じ手法で現在の米国を加えた（緑の線）。これを見ると、インフレ率の変動はこれまでの事例の平均よりも遙かに大きく、政策金利の引き上げ幅も同様に大きくなっていることがわかる。ただし、民間債務は安定している。その下で、実体経済では金利・クレジットに感応的な不動産市場が変調を来すところまでははっきりとみてとれるが、実質 GDP 成長率はコロナ禍によって大きく歪んでいるため、判断が

できない。このインフレ急進と政策金利の急激な引き上げの部分は、米国でコロナ禍で経済や雇用の需給が逼迫してインフレが昂進した際に、Fed がこれを一時的なインフレとみなして引き締めが遅れ、結果として 1970 年代半ば以来の金融緩和の行き過ぎとなり、これに気付いた Fed が 2022 年 3 月以降は近年にみられなかったペースで利上げをしていることが背景にある（図表 7 のテイラールールと実際の FF 金利の差に着目）。また、このシンプルなモデルでは描写し切れないが、金融システム不安の芽が米国で生じた背景として、金融機

関自身がこれまでの低金利環境に慣れてしまい、低利で借り入れた資金を高利回りの長期債投資で運用し、資産と負債の満期のミスマッチを放置していた面も大きいのだろう。

では、米国も金融危機への道を進るのであろうか。この点、当面、この SVB と SBNY という 2 行の問題は金利の上昇に対して非常に脆弱かつ特異なビジネスモデルである

図表7: テイラールールとFF金利



注：Original Taylor rule:  $FF = r^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 $r^*=2\%$ ,  $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ  
 Modified Taylor rule:  $FF_t = r_t^* + \pi^* + 1.5(\pi_t - \pi^*) + 0.5Gap_t$   
 Proxy FF rateはChoi, Doh, Foerster, and Martinezの推計によるQEやForward guidanceの効果も含めたFF金利,  $r_t^*$ はLaubach-Williamsの1-sided estimate of  $r^*$ ,  $L-W$ が推計を止めた後はFedの想定で0.5%と想定,  
 $\pi^* = 2\%$ ,  $\pi_t$ はコアPCEデフレーター前年比,  $Gap_t$ はCBO推計GDPギャップ, 1Q23はJST予測値。  
 出所：Taylor (1993), Choi, Doh, Foerster, and Martinez (2022), Laubach and Williams (2003), Bordo and Levy (2022), BEA, CBO, Haver Analytics, JST推計

ことと、当局の迅速な対応から見て、これまでのところ、システミック・リスクにまでは至らないとの見方が標準的であろう。しかし、米国の他の地銀でも、昨年央から預金が減少しているためホールセールでのファンディングが高まり、住宅貸し付けのファンディングとして低利の連邦住宅貸付銀行（FHLB）の advance の利用が増えていることから、資金調達が少しずつ厳しくなってきたことが窺えるほか、SVB 程ではないにせよ、相応の証券保有損を抱えているという意味で、共通する面があることは否めない。市場は、金融システムに危機的な状況が来るかもしれないという不安感から、この2週間に大きな変動をみせてきた。

### 3. 米国のプルーデンス政策の今後の対応

まず、金融システム安定化策としてのプルーデンス政策については、前述の Boissay *et al.* (2023)の実証分析でも、金融危機を未然に防ぐためには、本来は利上げより前に強化するのが効果的である、との結論を出している。ここでプルーデンス政策の強化とは、規制の強化といったマイクロ・プルーデンスの面から、資本の可変バッファの積み上げを状況に応じて引き上げるといったマクロ・プルーデンスまで多様な施策を指す。もちろん、今回に先立つ2008年に発生した世界金融危機の教訓を踏まえ、これまでにプルーデンス政策をかなり強化したことは確かだ。それでも、下記の政策も現在追加的に唱えられている。これらは利上げよりも先に行った方が効果的だったとまでは言えるだろう。しかし、利上げ後でも、利上げ前に比べれば効果は劣るとしても、それでも金融危機を防ぐためには強化する方が望ましいとの結果を示している。

今回、米国では前述の2行の破綻を受け、政府は、2010年に導入された金融規制改革法（ドット・フランク法）の対象が、2018年にトランプ大統領の下でストレステストの対象銀行の要件が連結総資産500億ドル以上を2,500億ドル以上まで引き上げられていたことを問題視している。このため、これを1,000億ドル以上に改正してもう一度中堅銀行を対象とすること、さらにはそうした中堅銀行の資本・流動性要件を厳格化する方向で検討に向かっているとの報道が出ている。SVBの総資産は2,117億ドル（2022年末時点）、SBNYは1,103億ドル（同）で、FRBによるストレステストの対象に入っていなかったからだ。ただ、共和党が下院の過半数を占めている中で、こうした法律の改正が議会を通るかは不透明で、少なくとも時間はかかりそうである。さらに、FRBでも、自分達でできる範囲において、既に様々な規制の見直しを検討していたが、今回の銀行破綻を受けて総資産規模1,000～2,500億ドルの銀行への規制を強化する方向で見直すとの報道がみられる。FRBの規制改革は本年5月1日までに公表される見通しである。

米国が金融危機に向かってしまえば、銀行資産の劣化のリスクも高まり、経済全体が大きな悪影響を受けることは前述した通りである。それを予め見越して、地銀、言い換えれば中堅・中小銀行の健全性を高め、市場の信頼感を高める取組みを一刻も早く進めていく必要があるだろう。

#### 4. 米国の金融政策の今後の方向性

次に、Fed はこれによって現在進めている利上げを止め、すぐに利上げに転じるのだろうか。市場は少し前までは3月にFF金利を50bp利上げし、その後も利上げを続けてターミナルレートが5.7%を超え、年内の利下げがないとまで織り込んでいたのだが、今では、今回の銀行破綻を契機に、本3月の25bpの利上げ後、今後の利上げはほぼなくなり、本年央から来年初までに75bp利下げする、と見方を完全に変えている。

Fed は、金融政策と金融システム政策を分けて考え、前者を物価の安定と雇用の最大化に、後者を金融システムの安定に割り当てるべきという二分法で捉えてきた。これは、Bernanke (2002)が最初に Separation principle として一般に明示したもので<sup>4</sup>、金融政策による金利変動の効果は切れ味が鈍いため、例えば資産価格バブルを防ごうとして金利を動かすと他に意図しない副作用が出る、と考えるものだ。また、金融システム安定のために金融政策運営を行うと、本来の目標達成のために使えなくなる、としている。一方で、両者を完全に分けて考えるべきではないとの考え方は、BIS や日銀をはじめとしてみられ、筆者もこちらの考え方に与している。こちらは、金融政策による金利変動は全ての経済主体に影響が浸透するので金融システムの安定にも影響を及ぼすうえ、金融システムの安定が損なわれれば、その経路を通じて金融政策の本来の目標達成に向けて大きな悪影響をもたらすと考えている。世界金融危機を経験して、Fed は考えを変えるのではないかと思っていたが、Bernanke (2011)は、引き続き金融システム安定の first line of defence はブルーデンス政策であるが、金融環境と経済環境の相互作用が深いので、マクロ経済の安定目標と金融システムの安定目標の切り分けはある程度曖昧になっているとして譲歩をみせつつも、基本姿勢は崩していない<sup>5</sup>。

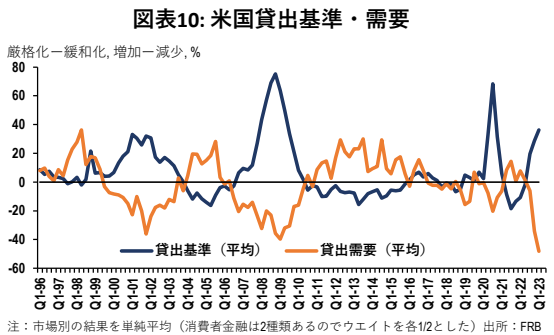
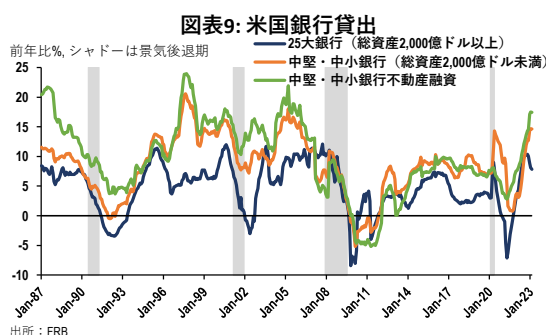
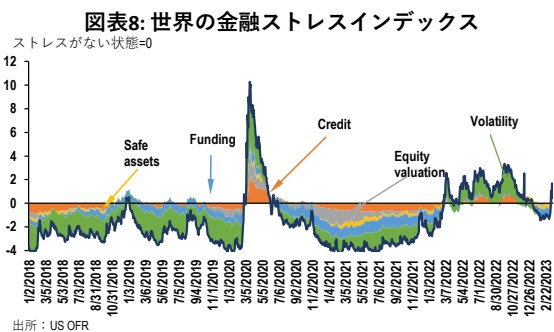
このように、Fed は金融システム問題に金融政策を用いることには、引き続き消極的だ。そこからすれば、Fed は今でも金融政策を物価の安定と雇用の最大化に割り振っている筈である。しかも、今回はそれだけでなく、いずれの立場からみても、今回の金融システム不安の問題は、そもそもはインフレ率が1970年代以来の高さになるまで金融緩和を続け、その後に急激な引き締めに移ったことが発端である。したがって、金融引き締めをここで止めて緩和に移るとは考えにくい。Fed が今回インフレを放置して金融緩和に移ることがあれば、その先にはさらに急激な引き締めが必要になるリスクを懸念せざるを得ないだろう。

---

<sup>4</sup> Bernanke, B. (2002) "Asset-price 'bubbles' and monetary policy," speech before the New York Chapter of the National Association for Business Economics において、"Use the right tool for the job"と称し、金融システムの安定にはブルーデンス政策を割り当てるべきと語った。

<sup>5</sup> Bernanke, B. (2011) "The effects of the Great Recession on central bank doctrine and practice," speech at the Federal Reserve Bank of Boston 56<sup>th</sup> Economic Conference を参照。

ただし、今回の金融システム不安の芽によって、金融環境が引き締まるリスクには注意を要する。現時点では金融環境は引き緩みから中立圏内に戻っただけであるが（図表 8）、今後、地銀/中堅・中小銀行が B/S の健全性を維持しようとして貸出姿勢を厳格化すれば、金融環境がこれから引き締まる可能性を否定できない。特に中堅・中小銀行は、今後破綻先が出てこないとしても、①預金の減少が昨年央から始まっているので、その B/S が今後縮小するリスクに晒されるほか、②彼らに対して今回の破綻を受けて今後規制を強化する可能性が高く、さらに③彼らがこれらが経済に悪影響を及ぼすと判断して貸出基準を厳格化する可能性もあるからだ。中堅・中小銀行は、世界金融危機以降現在に至るまで、貸出を大銀行よりも伸ばしてきた（図表 9）。それだけに、今後中堅・中小銀行が貸出を収縮させると、Fed の利上げと同様の影響を及ぼし、米国経済がリセッションに陥る可能性を高めることになろう。中堅・中小銀行は特にその貸出の約 7 割が不動産融資であり、これをこれまで大幅に伸ばしてきただけに、不動産市場への影響には要注意である。現時点ではオフィスや住宅向け与信の延滞率は若干上昇したとは言え、まだ低位にとどまっている。今後の変化を Fed の銀行融資担当者調査等で確認していく必要があるだろう（図表 10）。



Fed は、そうした金融環境の引き締まりの経済への影響を情勢判断の観点から配慮するだろうし、急激な利上げが銀行の保有証券の含み損を急膨張させるリスクがあるのであれば、実際にはそうした点への配慮も加えるだろう。しかしそれでも、市場では早期金融緩和観測が高まっているにせよ、Fed として方向性としてはインフレ抑制の姿勢は緩められないだろうし、また彼らの Separation principle の考え方から離れても、緩めるべきでもないだろう。

著者紹介：鵜飼博史

1983年から約30年にわたり日本銀行に在籍し、金融政策関係を中心に、枢要部局において調査・企画を担当し、審議役まで務めた。また、世界金融危機の発生後、2009年の Financial Stability Board 発足当初から日本代表の一人として参加した。2014年から2016年まで一橋大学のアジア公共政策の特任教授を務めた後、2016年から2022年8月まで JP モルガン証券に在籍し、日本のチーフエコノミスト（マネージングディレクター）として金融経済及び政策の調査分析を担当した。2022年9月より現職。著作には金融政策関係が多い。博士（経済学）。

当レポートの掲載情報の正確性については万全を期しておりますが、利用者が当レポートの情報を利用して行う一切の行為について、何ら責任を負うものではありません。

当レポートは、予告なしに内容の変更または削除もしくは URL（アドレス）の変更をする場合がありますので、あらかじめご了承ください。

当レポートからリンクされている第三者のサイトの内容は JST の管理下にあるものではありません。それらをご利用になったことにより生じたいかなる損害についても責任は負いません。