

みずほマーケット・トピック(2023年3月13日)

SVB 破綻、ドル/円相場見通しへの影響

13日日本時間朝、シリコンバレーバンク(SVB)経営破綻に関し、全預金の完全保護が米当局より表明されており、米銀行部門における「取り付け騒ぎの連鎖」という事態はひとまず回避された状況。今回の事案は「利上げの威力」と「杜撰な銀行監督」が重なった結果。逆イールドが顕著に進む中、SVBに限らず、銀行部門は非常に窮屈な経営環境に直面していた。これは間違いなく「利上げの威力」である。そこにSVB特有の事情が重なったことで今回の事案に至っているが、その特有の事情を見極められなかった「杜撰な銀行監督」という論点も大きそう。今後、FRBは葛藤を覚える。金融市場では早期利下げ観測が盛り上がっているが、「銀行監督政策の失敗を金融政策の修正で補う」という構図は中銀の責務における利益相反行為として避けたいもの。SVB破綻が金融システム全体に波及するものではないのとなれば、FRBのハト派転換は考えにくいと予想。長い目で見れば、最悪の展開は「銀行監督政策に配慮して必要な利上げが行われず、インフレが加速。賃金上昇を伴うインフレ第二波に対し再度大幅な利上げが必要になる」といったインフレに制御不可能性が漂う展開。本欄の抱く円安シナリオは今のところ不変。

～SVB破綻、「利上げの威力」+「杜撰な銀行監督」～

先週末は注目された米2月雇用統計よりも米テクノロジー企業への融資を担うシリコンバレーバンク(SVB)経営破綻の話題一色となった。既に日本時間13日早朝、米財務省とFRBそして米連邦預金保険公社(FDIC)が共同声明において、全預金の完全保護を通じて破綻処理を完了させる方針を表明している。声明文では「預金者が3月13日から全資金にアクセス可能になる」と言明され、米銀行部門における「取り付け騒ぎの連鎖」という事態はひとまず回避された状況にある。

米国のスタートアップ界隈の実情やSVBの財務内容に関する詳細な解説はより明るい諸賢の解説に譲るとして、マクロ経済分析の観点に照らせば今回の事案は「利上げの威力」と「杜撰な銀行監督」が重なった結果と映る。米国の基礎的経済指標が際立った失速を見せない中で「利上げの威力」を感じにくい雰囲気は充満していた。事実、SVB破綻直前までは「+25bpから+50bpへの利上げ加速の可否」が最大関心事だった。しかし、实体经济の強さを感じつつ、金利市場では長短金利差の逆転(逆イールド)の大きさが日々話題となっていた(図)。一般論として銀行部門は短期資金で調達して、これを貸出や有価証券投資といった長

(%ポイント) 米30年、10年、7年、2年金利の推移



期運用に回すことで長短金利差を稼ぐことを基本的なビジネスモデルとしている。逆イールドの常態化は SVB に限らず銀行部門全体のビジネスモデルが根本的に窮屈になることを意味する。

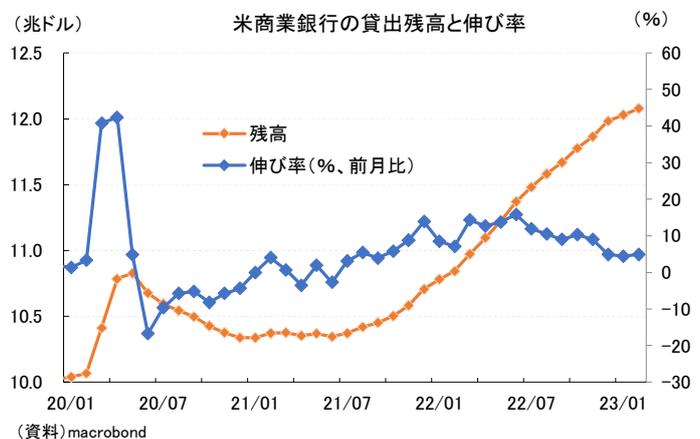
こうしたマクロ環境に加え、SVB が米西海岸シリコンバレーの中核をなす銀行だったことも事態悪化を速めたと言われる。というのも、スタートアップ企業から調達した預金はその特性上、とりわけ短期的な資金需要に晒されることになる。また、個人ではなく企業からの預金であるため流出時の速度・規模も速く・大きいものになる。こうして負債側の預金は著しい減少に晒される状況にあり、しかも利上げでその新規調達コストも上がっていた。こうして負債側が溶けやすくなる一方、資産側では何が起こっていたか。SVB は預金で調達した資金を満期保有目的の有価証券へ投じ、金利上昇と共に大きな含み損を抱え込んでいた。もちろん、満期まで持ち切れれば含み損は関係がないものの、預金流出を受けてこれらの有価証券を満期まで持ち切ることはできず売却を強いられた。その含み損を埋めるための増資を試みたが失敗に終わったというのが今回の危機の顛末である。

一般的に金融機関は資産・負債にまつわる金利リスク・信用リスク・流動性リスクなどのリスクを制御しながらバランスシートを最適化し、収益最大化を図っている。いわゆる ALM(資産・負債の総合管理)だ。ALM の観点から、短期負債である預金に相對させるべきは本来、短期債など流動性が高く安全性が高い資産である。しかし、SVB は長期資産である MBS や長期債などを中心に運用が行われていた。こうした経緯を踏まえ、SVB における ALM の杜撰さ、その杜撰を見落とした金融監督当局の落ち度が指摘される事案というのがここまでの評価に見受けられる。リーマンショック後に厳格化した金融規制の下、このような銀行が存在していたこと自体に驚きを訴える向きもあり、米国の金融監督体制の在り方に疑義を投げかける論調も出てきそうである。

～FRB の抱える葛藤、「金融政策 vs. 銀行監督政策」～

FRB は葛藤を覚えることになる。中央銀行は主に 2 つの責務を担う。1 つはもちろん金融政策。もう 1 つは銀行監督政策(マクロプルーデンス政策)だ。しかし、金融政策の挙動と金融機関の健全性は密接に関係があるため、2 つの責務は常に利益相反のリスクを内包する。上述したように SVB 破綻は同行バランスシートが抱える脆弱性(ALM の杜撰さ)を見落としていた「銀行監督政策の失敗」という評が目立つ。今回の一件を受けて金融市場に浮上する早期利下げ観測は「銀行監督政策の失敗を金融政策の修正で補う」という構図になるが、これは 2 つの責務の間に発生する典型的な利益相反行為であり、本来的には望ましい政策運営とは言えない。

今のところ巷説で指摘されるように SVB 破綻が金融システム全体に波及するものではないのだとすれば、「銀行監督政策の失敗を金融政策の修正で補う」という判断は限定的なものにとどめようとするのではないか。そもそも何のために利上げをするのか。SVB のように杜撰なリスクテイクをする経済主体を締め出すことも利上げの意図に含まれているはずである。先週の本欄でも論じたように、与信環境の勢いはさほど衰えているわ



けではなく、それ自体がインフレの芽になり得る状況と言える(図)。2月下旬以降、金融政策はインフレ抑制のために一段の引き締め可能性が示唆されてきた。金利上昇が今次破綻の原因だとしても、「インフレ抑制に金利上昇が必要。むしろまだ足りないかも」という情報発信をしていたことを思えば、このタイミングでの利下げ転換は飛躍があり過ぎる。

～最悪の展開はインフレの制御不可能性。円安シナリオ続行～

もちろん、「物価安定か、それとも金融システム安定か」という究極の選択を迫られた場合、目先の恐慌に陥るリスクを回避するために金融システム安定は重視される。しかし、システミックなリスクがさほど大きくないと判断されれば、金融政策は従前路線が維持されるはずだ。短期的には金融システム全体への懸念が高まる(リーマンショック型の)リスクが最悪の展開としても、中長期的に見た場合、最悪の展開は「銀行監督政策に配慮して必要な利上げが行われず、インフレが加速。賃金上昇を伴うインフレ第二波に対し再度大幅な利上げが必要になる」といったインフレに制御不可能性が漂う展開である。元々低いと言われていた3月21～22日のFOMCにおける+50bp利上げはSVB破綻で完全に潰えたと思われるが、利上げ路線の転換を促すには至らないと考えたい。

もっとも、FRBの利上げに関する最大のテーマはこれまで「Higher for Longer(より高く、より長く)」だった。この「より長く(Longer)」が「より短く(shorter)」になるのかどうかは注視が必要である。というのも、SVB破綻がシステミックなリスクに発展しないとしても、西海岸の経済・金融情勢の中核が失われたことで米国のスタートアップ業界における雇用・賃金情勢が失速する可能性は十分考えられる。雇用・賃金情勢の失速は利上げの停止もしくは利下げに転じる真っ当な理由になり得る。今のところ、『中期為替相場見通し』では2024年1～3月期には利下げ議論の着手があり得るのではないかと想定しているが、今回の一件でそれが2023年10～12月期になるか注目したい。

今回の騒動を経て、ドル/円相場は136円台から133.50円付近まで急落しているが、筆者の基本シナリオを覆す必要性は感じていない。米金利上昇・ドル高の裏返しとしての円安には一時的なブレーキがかかったものの、早期利下げを前提としないならば過度な円高懸念は不要と考える。「SVB破綻で円高・ドル安相場が始まる」という言説に筆者はまだ乗れない。本欄では繰り返し論じているように、昨年来見られている円安は「ドル買いの裏返し」だけでも言い切れず、純粹に円売りという性格を多分に含んでいる。端的には、米金利上昇に応じたドル買い・円売りが止んでも、莫大な貿易赤字やサービス赤字を背景とする円売りが止むわけではない。目先の相場解説はどうしても金利を主軸とする為替動向に目を奪われやすいが、近年の日本がかなり大きな需給構造の変化を強いられていることを踏まえれば、ドル/円相場がかつてのようなレンジ(105～115円)に回帰するのは困難というのが筆者の変わらぬ認識だ。

市場営業部
チーフマーケット・エコノミスト
唐鎌大輔(TEL:03-3242-7065)
daisuke.karakama@mizuho-bk.co.jp

当資料は情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。当資料は信頼できると判断した情報に基づいて作成されていますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。ここに記載された内容は事前連絡なしに変更されることもあります。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。また、当資料の著作権はみずほ銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。なお、当行は本情報を無償でのみ提供しております。当行からの無償の情報提供を望まれない場合、配信停止を希望する旨をお申し出ください。

バックナンバーをご希望の方は以下のサイトからお取り頂くことも可能です

<http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ.html> (Archives) http://www.mizuhobank.co.jp/forex/econ_backnumber.html

発行年月日	過去6か月のタイトル
2023年3月10日	週末版(1周年を迎えた米利上げ局面～やはり遠い円高シナリオ～)
2023年3月8日	1月国際収支統計を受けて～今後の注目点～
2023年3月7日	FRBより長引くECBの利上げ～ホルツマン発言について～
2023年3月6日	日本における「基調的なインフレ率」の現状と展望
2023年3月3日	週末版(賃金インフレへの懸念強まるユーロ圏～コアは加速、政策理事会の争点は賃金に～)
2023年2月28日	ECBのバランスシート政策について～状況整理～
2023年2月27日	植田総裁候補の所信聴取を受けて
2023年2月24日	週末版
2023年2月21日	利上げ減速のイメージが湧かないユーロ圏
2023年2月20日	現実味増すインフレ長期化～円安シナリオの再起動～
2023年2月17日	週末版(本邦1月貿易統計を受けて～史上最大、再び～)
2023年2月15日	本邦10～12月期GDP～3年経ってもコロナ前～
2023年2月14日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2023年1月分)
	日銀、植田新体制への所感～Q&A方式での整理～
2023年2月13日	日銀、植田新体制への所感～理想から現実へ～
2023年2月10日	週末版
2023年2月9日	ユーロ圏、インフレ期待の現状～pivotは支持されず～
2023年2月8日	2022年の国際収支統計を受けて～意外な伏兵～
2023年2月7日	日本はドイツに追い抜かれてしまうのか～何が違うのか～
2023年2月6日	IMF見直し上昇修正と為替見通しの関係について
2023年2月3日	週末版(ECB政策理事会を終えて～顕著に改善するユーロ相場の取引環境～)
2023年2月2日	FOMCを終えて～ドル/円見直しに影響なし～
2023年1月30日	23年、最初の1か月を終えて～言うほど進まないドル安～
2023年1月27日	週末版(当面のECBの金融政策運営の考え方～「追い風」を得てタカ派に持続性～)
2023年1月25日	神風に救われたユーロ圏経済～最悪からの復活?～
2023年1月24日	「投機の円買い」vs「実需の円売り」の行方
2023年1月23日	日銀タカ派とFRB/ハト派の併存は可能なのか?
2023年1月20日	週末版(史上最大の貿易赤字をどう捉えるか～輸入増加の次は輸出減少に?～)
2023年1月19日	日銀政策決定会合を受けて～現状維持とも言い切れず～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年12月分)
2023年1月18日	懸念されるユーロ圏のインフレ～コアは加速中～
2023年1月16日	日銀は本当に動くのか?～当面の展開を整理～
2023年1月13日	週末版(依然残る日本の閉鎖性～入国規制とインバウンド需要～)
2023年1月10日	米12月雇用統計を受けて～無理筋なハト派解釈～
2023年1月6日	週末版
2023年1月5日	FOMC議事要旨を受けて～23年利下げへの支持はゼロ～
2023年1月4日	2023年展望の「重要な前提」と「パス」のおさらい
2022年12月23日	週末版(史上最大の円安の年を終えて～円高を「押し目」とする視座～)
2022年12月21日	日銀の政策修正に関する論点整理～日銀Pivot～
2022年12月20日	米インフレ急減速を当然視する風潮は大丈夫なのか
2022年12月19日	円安で注目したい対内直接投資のポテンシャル
2022年12月16日	週末版(ECB政策理事会を終えて～「ターミナルレート3%」では不十分というメッセージ～)
2022年12月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年11月分)
	FOMCを終えて～PCEピークアウトと利上げ停止時期～
2022年12月14日	米11月CPIを受けて～円相場に対する見方は不変～
2022年12月13日	23年、ドル/円相場のメインシナリオとリスクの要約
2022年12月12日	インバウンド復活は2023年春以降のテーマに
2022年12月9日	週末版
2022年12月6日	ECB政策理事会プレビュー～2つの注目点～
2022年12月5日	「日本人の円売り」は一過性の懸念で終わるのか?
2022年12月2日	週末版(135円台で考える「安い日本」～名目円高では解決しない根深い問題～)
2022年12月1日	まだ警戒が必要なユーロ圏のインフレ情勢
2022年11月29日	ECB議事要旨を受けて～開き始めたFRBとの差～
2022年11月28日	FOMC議事要旨を受けて～利上げ幅縮小に新味なし～
2022年11月25日	週末版
2022年11月24日	投機ポジションで見るドル・円・ユーロの概況
2022年11月22日	消費増税以上の威力を示した40年ぶりのCPI
2022年11月21日	最高難度の局面に挑むECB～多様な「不況下の物価高」～
2022年11月18日	週末版(本邦7～9月期GDPを受けて～購買力の悪化は悲惨な状況～)
2022年11月17日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年10月分)
2022年11月16日	FRBは今、何を考えているのか?～蘇る平均インフレ目標～
2022年11月15日	実質ベースで考えるドル/円相場のオーバーシュート
2022年11月14日	ユーロ相場の現状と展望～金利・需給面の整理～
2022年11月11日	週末版(2022年度上半期の経常収支状況を受けて～所得収支の還流が最後の手札～)
2022年11月10日	金利面から見たドル/円相場の現状と展望
2022年11月9日	ユーロ圏経済の近況について～スタグレーションの淵～
2022年11月4日	週末版
2022年10月28日	週末版(ECB政策理事会を終えて～政策間の整合性が問われる状況に～)
2022年10月27日	ECB政策理事会プレビュー～再投資の行方～
2022年10月25日	製造業の国内回帰報道をどう理解するか?
2022年10月24日	圧倒的なファンダメンタルズ～円高は押し目という新常識～
2022年10月21日	週末版(半分になった円の価値～150円到達で何を思うか～)
2022年10月19日	天然ガス価格上限設定について～史上最も厳しい冬～
	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年9月分)
2022年10月18日	通貨高競争の足音～G20議長総括から何を読むか～
2022年10月17日	トラス英政権の軌道修正～機能した市場のアラーム～
2022年10月14日	週末版
2022年10月13日	FOMC議事要旨を受けて～2023年も高金利～
2022年10月12日	「季調済み経常収支、2か月連続で赤字」の意味
2022年10月11日	年初来ピークに達したイタリアの対独スプレッド
2022年10月7日	週末版(国連の正論をどう受け止めるか～とはいえ利上げ停止は不可能～)
2022年10月6日	水際対策完全撤廃を前に論点整理
2022年10月4日	散見され始めたドル暴落説を検証する
2022年10月3日	「世界第2位の対外純債務国」の命運は政治次第
2022年9月30日	週末版
2022年9月27日	伊メローニ新政権、現実路線への修正は可能なのか?
2022年9月26日	英トラス新政権、「成長に賭ける」という危険な賭け
2022年9月22日	週末版(FOMCを終えて～「春になれば円安は止まる」の真実味～)
2022年9月20日	EUは冬を乗り切れるのか～結局、節電頼み～
2022年9月16日	週末版
2022年9月15日	本邦個人投資家の対外資金フロー動向(2022年8月分)
	円安抑止としての日本版HIAの可能性
2022年9月13日	鎖国政策終了とその後の課題