

# シリコンバレー銀行の破綻と資金フロー

（預金・MMF・FRB）

伊豆 久

先月三月一〇日、米国カリフォルニア州の金融当局は、同州の州法銀行であるシリコンバレー銀行（SVB、資産規模全米一六位）が流動性不足かつ債務超過にあると認定し、当局が事業を取得するとともに連邦預金保険公社（FDIC）を管財人に選任したことを発表した。<sup>(1)</sup> リーマン・ショック期のワシントン・ミューチュアルに次ぐ米国史上二番目の規模となる銀行破綻である。<sup>(2)</sup>

小稿では、同行破綻の背景を整理し、本誌昨年一二月号の拙稿<sup>(3)</sup>に続いて、資金余剰下で金利の引き上げを進めるFRBの課題について考えてみたい。

## 1 シリコンバレー銀行の破綻

破綻の原因は、直接的には、破綻認定前日に発生した巨額の預金取り付けである。州当局の発表によれば、破綻前日（九日）一日で四二〇億ドル（約五兆五千億円）の預金<sup>(4)</sup>が流出しているが、それは同行の預金総額一七三一億ドル（昨年末）の二四％に相当する。

常識では考えられない事態であるが、各種報道では、同行ではシリコンバレーの新興企業等の大口預金が多かつ

たこと、有力起業家・ベンチャーキャピタルからの預金引出の推奨がSNSを通じて瞬時に拡散したこと、などが指摘されている。

そして、こうした取り付けの背景となったのが、取り付け前日（八日）に同行が発表した保有証券二一〇億ドルの売却にもなう一八億ドルの損失計上（と二三億ドルの増資計画）であった。<sup>(5)</sup> 同行は昨年末時点で売買目的有価証券を二六一億ドル保有していたが、その多くを売却したことになる。自己資本は一六六億ドル（昨年末）あったが、他に満期保有目的有価証券を九一三億ドル保有しており、その含み損はさらに巨額にのぼっていたと思われる。

どこに問題があったのだろうか。SVBのバランスシートの推移を見てみよう（図表1・2）。<sup>(6)</sup> 特徴的なのは二〇二一年の急速な拡大である。①有価証券投資が四倍以上に急増しており（二〇年末の四九三億ドルから二一年末の一一八〇億ドルへ）、②負債側では無利子預金の増大（六六五億ドルから一二五九億ドルへ）がそれに見合っていることがわかる。③他方で、貸出金はそれほど伸びていない。ということは、この預金のほとんどは、同行自身の貸出によるのではなく、外部から獲得されたものということになる。二一年は米国の株式市場全体が堅調で、新興企業はベンチャーキャピタルからの出資やIPOによって巨額の資金を獲得していた。そうした新興企業を主たる顧客とするSVBに、それらが預金として大量に流入した結果、同行はそれを国債やMBSへの投資に回したのである。

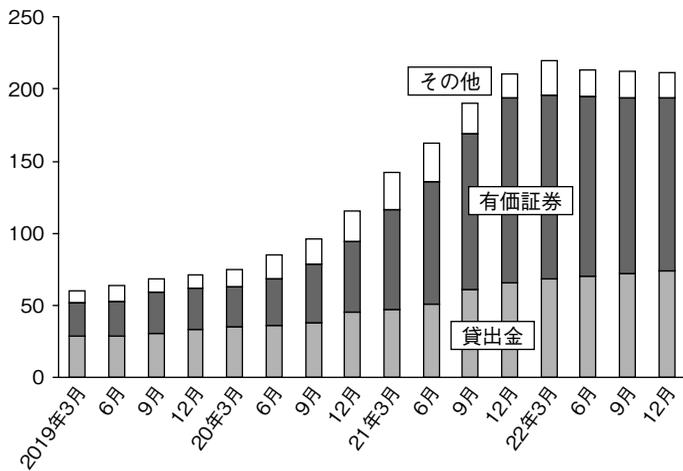
ところが、二二年になると、FRBはインフレ抑制のため早いペースで金利を引き上げていった。株価は低迷し新興企業への出資も伸び悩み、そうした企業はむしろ預金を取り崩すようになる。そして、SVBの側では、金利上昇にもなつて保有債券の含み損が大きくなり、その売却による現金の確保と損失の実現、増資計画の発

あり、本来的に流動性リスク・金利リスクを抱える。それらの管理は銀行経営の基本であろう。そのため、SV

表へと追い込まれたのであろう。

しかしながら、そもそも銀行は、要求払いの預金を主な負債とし、資産に貸出等の長期資産を保有する存在で

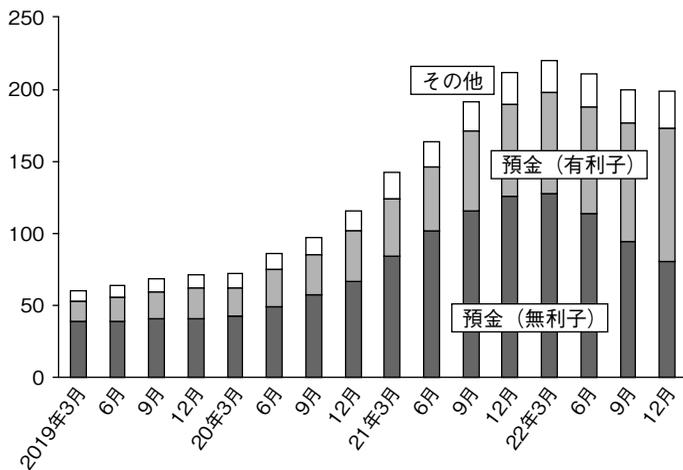
図表1 SVBの資産



(注) 10億ドル。連結。

(出所) SVB Financial Group, 10Q, 10K Report より作成。

図表2 SVBの負債



(注) その他は自己資本を含む。10億ドル。連結。

(出所) 図表1に同じ。

Bのケースでは、(多数の小口預金ではなく)少数の法人預金に依存することの危険性がなぜ十分認識されなかったのか、ネットバンキングでの(他行向け)振込はどのように管理されていたのか、(少なくとも流動性不足については)FRBの窓口貸出で対応できなかったのかなど、現時点では不明な点も多い。経営・監督上の問題について、今後、説明が進められるであろう。

## 2 FRBの対応

SVBの破綻にFRBはどのように対応したのか見てみよう。

図表3・4は、年初からのFRBの資産・負債それぞれの週次での増減を示したものである。資産が三月初めまで保有債券を中心に縮小し続けているのは、昨年六月に開始された量的緩和の解消(ランオフあるいはQT)の継続による。そして、SVBが破綻し金融不安が広がると、「窓口貸出」(公定歩合貸付。日銀の補完貸付に相当)とともに、「BTFP」、「破綻銀行向け貸出」が伸びていることがわかる。

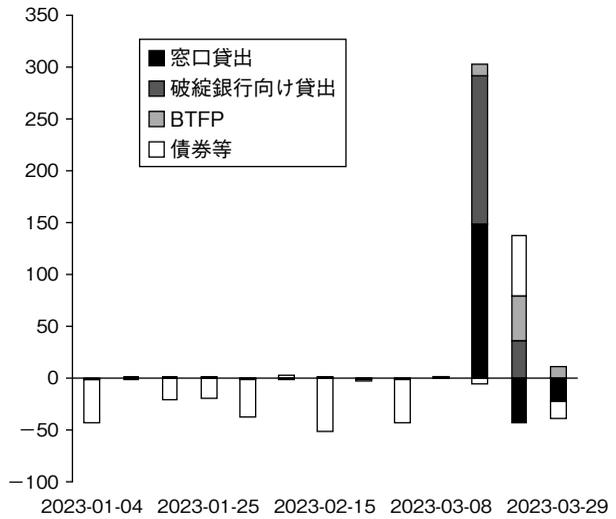
「窓口貸出」は、米国ではその利用を避けようとする傾向があるが(ステイグマ)、FRBは、コロナ危機時以降、罰則レート(金利の上乗せ)を廃止するなど(二〇年三月一日)その利用を促してきた。それでもコロナ期の利用が五〇〇億ドル程度だったのに対して、今回はその三倍の一五〇〇億ドルに達している。流動性確保に向けた、銀行・FRB双方の並々ならぬ姿勢がうかがわれる。

さらにFRBは、連邦準備法第一三条第三項の緊急貸付条項を用いて「BTFP (Bank Term Funding Program)」という新たな貸出制度を設けた。<sup>(8)</sup>それは、金利は市場金利(OISレート) + 0.1%とし、適格担保は国債と政府機関保証MBSに限定する(窓口貸出の場合はより広く他の債券、貸付債権を含む)一方で、

満期最長一年（同、三カ月）、担保評価額は額面（同、市場価格＋ヘアカット）とすることで、銀行の資金繰りに対するさらなる支援を図ったものである。

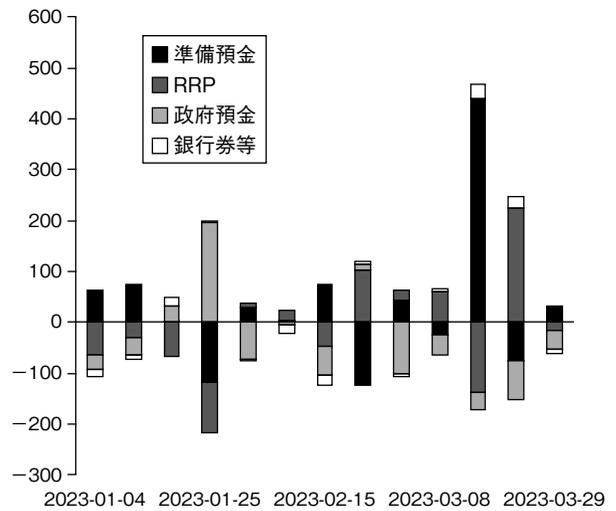
図表3においても一つ大きく伸びている「破綻銀行向け貸出」とは、FDICのもとに置かれた旧SVBと旧シグネチャ―銀行向けの融資である。買い取り先が決まるまでの預金引き出し等に対応するためのもので、機能としてはバブル崩壊後の日銀特融（の多く）に近い。

図表3 FRBの資産の推移



(注) BTFP=Bank Term Funding Program  
債券等=債券+その他資産。  
10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。対前週比増減額。  
(出所) FRB, H. 4. 1より作成。

図表4 FRBの負債の推移



(注) 銀行券等=銀行券+その他負債。  
10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。対前週比増減額。  
(出所) 図表3に同じ。

F R Bの負債側を見てみよう。三月上旬までは政府預金の出入り（納税、財政支出、国債関連の受け払い等）に応じた準備預金の増減という通常の動きだけであるが、S V Bの破綻後は、前述の窓口貸出等の資金供給によって準備預金、R R P（M M Fからの事実上の預金）が急増していることがわかる。前述の資金供給を反映したものである。

F R Bは、こうした金融不安対応の一方で、三月二一日―二二日のF O M Cで、〇・二五%の利上げを決定している。S V B破綻前には〇・五%の引き上げが予測されていたが、破綻後には一転して引き上げの見送りもあるかと議論されていた。F R Bとしては、S V B等のケースは個別性が強いとの前提で、①金融不安に対しては前述の流動性供給によって対応しつつ、②さらなるインフレ対応が必要であるものの、③銀行のリスク回避姿勢の強まりが金融環境の引き締まりをもたらすと見込まれることから、④利上げを〇・二五%にとどめるとの判断がなされた模様である。

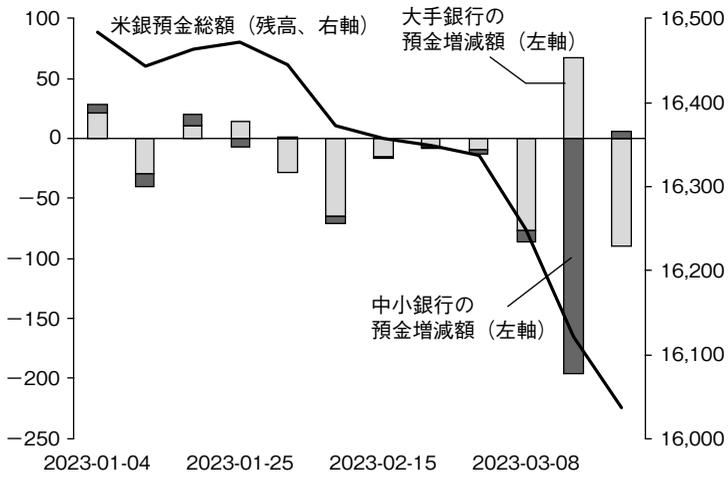
では、S V Bのケースは個別的な経営・監督のミスであって、今後のさらなる金融不安の広がりを心配する必要はないのだろうか。

### 3 預金の流出とM M Fのナローバンク化

図表5は今年に入ってから米銀全体の預金額の推移を、図表6はM M Fの動きを示したものである。ここからわかるのは、まず、S V Bの破綻直後、中小銀行から大手銀行に預金が移動したこと、また預金額全体としても大きく減少しており、ほぼ同規模の金額が（機関投資家向けを中心に）M M Fに流入していることである。こうした動きは、銀行破綻発生直後の自然なものとも言え、だからこそF R Bが前述のように預金流出に見舞われ

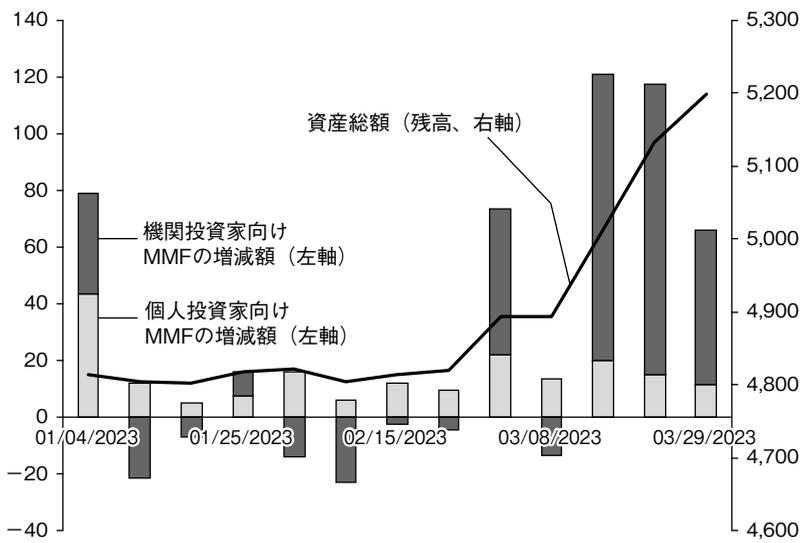
る。ている中小銀行中心に資金を供給しているの  
 である。しかし、より注意すべきは、こうした預金からMMFへの資金移動が、この三月だけの一時的な現象ではなく、

図表5 銀行預金の推移



(注) 米国銀行。大手銀行は資産総額上位25行、中小銀行は大手銀行以外。10億ドル。2023年1月4日～3月22日、週次。増減額は対前週比。  
 (出所) FRB, H. 8, Table 4. 6, 8より作成。

図表6 MMF資産の推移



(注) 10億ドル。2023年1月4日～3月29日、週次。増減額は対前週比。  
 (出所) Investment Company Institute, "Weekly Money Market Mutual Fund Assets"より作成。

昨年夏頃から続いているということである。コロナ対応によってFRBの量的緩和が再拡大されたため、金融市場には資金があふれている。そこに昨年からの政策金利引き上げが加わって、金利引き上げが遅れる預金から市場金利で運用されるMMFへの資金移動が加速しているのである。そしてFRBは、MMFへの過剰な資金流入が短期金利を押し下げることのないよう、RRP(MMFを対象とするリバース・レポ・オペ)によってMMF資金を吸収している。<sup>(10)</sup> MMFは、リーマン後の規制改革によってCP等民間債務には投資しづらいこともあり、現在では運用先の過半をFRBへの「預金」であるRRPが占め、FRBから見てもその金額は銀行から預かる準備預金に近い水準に達している。こうした状況をMMFの「ナローバンク」化とする見方も現れており、<sup>(11)</sup> 銀行の資金仲介機能の低下、非銀行部門によるその代替(デイスインターミディエーション)は、資金余剰下の急速な利上げによってこれまでとはまた異なった様相を呈し始めているように思われる。

#### 4 米銀の債券含み損と経営状況

こうした状況は、米国の銀行全体にはどのような影響を与えているのだろうか。改めて米銀の財務を確認してみよう(以下の数値はいずれも二二年末<sup>(12)</sup>)。

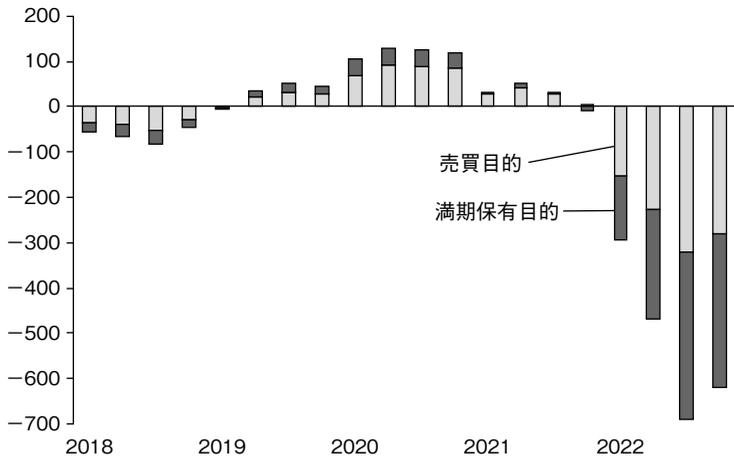
最も注目すべきは、SVB破綻の主因ともなった保有債券の含み損の拡大である。米銀全体で、その額は六二〇四億ドル(売買目的二七九五億ドル、満期保有目的三四〇九億ドル)に達している(図表7)。この金額をどう見るべきだろうか。

米銀の自己資本は総額で二兆二千億ドルであるため、この含み損六二〇四億ドルはその二八%に相当する。短期間での償却は不可能に近いだろう。

F R B の政策金利引き上げを受けて、米銀の利鞘は大きく改善しコロナ前を上回っている（図表 8）。運用利  
 回り（四・五四％）の上昇が資金調達利回り（一・一七％）の上昇以上であるため、主たる資金調達コストで

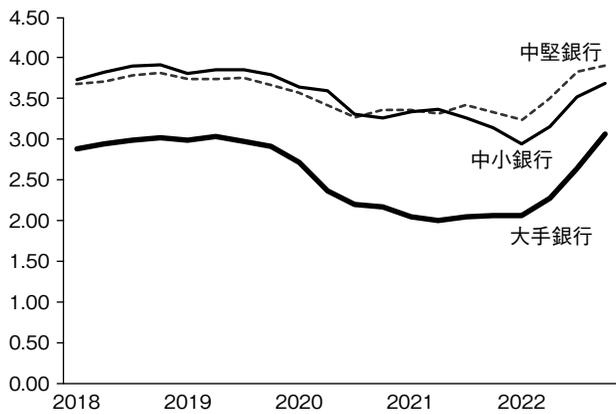
況を見てみよう。  
 しかし、含み損はあくまで含み損であり、実現されなければ財務に直接的な打撃を与えるわけではない。足元の経営状

図表 7 米銀の債券含み損益



(注) 10億ドル。2018年～2022年、四半期。  
 (出所) FDIC, "FDIC Quarterly Banking Profile," March 16, 2021より作成。

図表 8 米銀の資金利鞘



(注) 大手銀行：資産2,500億ドル超、中堅銀行：資産10億ドル～100億ドル、中小銀行：資産1億ドル未満。作図の都合上、原資料にある資産10億ドル～2,500億ドル、1億ドル～10億ドルの銀行については省略したが、おおむね中堅銀行、中小銀行と同様である。  
 %。2018年～2022年、四半期。  
 (出所) 図表 7 に同じ。

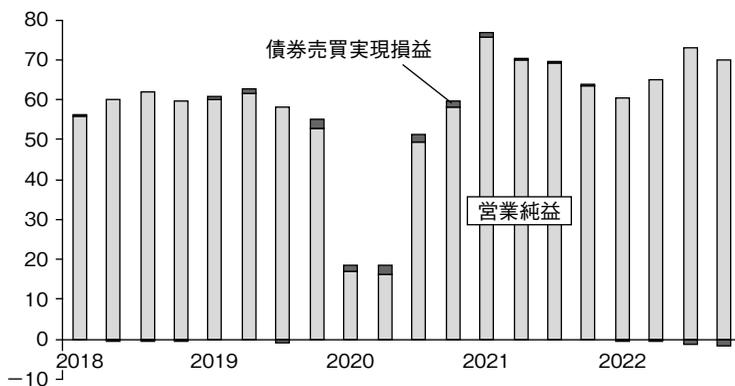
ある預金金利の引き上げが遅れているからである（〇・九九％）。

その結果、営業利益もコロナ前を上回っており二二年九—二二月期で六八五億ドルに達している（図表9）。ただし、二二年通期の営業利益（二六三〇億ドル）は二一年通期の二七九一億ドルから約六％減少しており、その原因は、利鞘の改善（一〇五五億ドル）以上に、引当金と非金利費用が増加（それぞれ八二六億ドル、二七四億ドル）したためである。

つまり、現状、利鞘も利益も堅調であるため、それが維持されるなら、あとは流動性の管理を間違えなければ大きな混乱は生じないということになる。しかしながら、問題はその利鞘の確保が今後難しくなると思われる点にある。前述のように昨年末の預金金利は〇・九九％であったが、三カ月前の九月末には〇・五三％であった。水準はまだ低いが急速に上昇しているのであり、それは今年に入ってからに加速しているであろう。そしてその原因は、これまで述べてきたように、FRBによる金利引き上げが運用利回りにただちに反映されるMMFへの資金流出である。

米銀は、預金金利を引き上げれば自らの利益を縮小させ、引き上げなければ預金を失うというジレンマに直面している。債券の含み損は具体的にはこうした形で米銀を圧迫している。

図表9 米銀の営業純益



(注) 10億ドル。2018年～2022年、四半期。  
(出所) 図表7に同じ。

同じことをFRBから見れば、インフレ抑制のためには金利を引き上げざるをえず、しかしそれは同時に預金からMMFへの資金流出をもたらし、米銀の流動性管理という別の問題への対処が必要になるということである。

SVBの破綻が示した課題が解消されるには、まだしばらく時間を要するのではないだろうか。

注

- (1) State of California Department of Financial Protection and Innovation, "California Financial possession of Silicon Valley Bank," March 10, 2023. FDICは、破綻当日には預金保険対象預金のみ(二五万ドルまで)の保護を発表していたが、二日後、財務省、FRBとの連名の声明で全額保護に変更した。FDIC, "FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California," March 10, 2023; "Joint Statement by the Department of the Treasury, Federal Reserve, and FDIC," March 12, 2023.
- (2) 続いて二二日にはニューヨーク州のシグネチャ銀行(暗号資産関連企業を主たる顧客とする)が破綻し、一六日にはスイスのクレディ・スイスがUBSに救済合併された。
- (3) 「資金余剰下の金利引き上げ〜FRBとMMF〜」本誌二〇二二年二月号。
- (4) State of California Department of Financial Protection and Innovation, "Order Taking Possession of Property and Business," March 10, 2023.
- (5) SVB Financial Group, "SVB Financial Group Announces Proposed Offerings of Common Stock and Mandatory

- (6) シリコンバレー銀行 (SVB) は SVB フィナンシャルグループの子会社であり、グループ内には他にプライベートバンキング、ベンチャーキャピタル、証券会社等の子会社がある。図表1・2はそれらを含む連結ベースの数値であるが、昨年通期でグループ総資産の約八一%をSVBが占める (SVB Financial Group, 10-K, 2022, p. 168)。
- (7) 預金は要求払い債務であるから、銀行には、原則として現金での引き出しと窓口での振込依頼には無制限に応じる義務があるが、ATMや店舗に用意できる現金には限界がある。また窓口での手続きにも相応の時間を要するはずである (銀行からすれば一定の時間的猶予を得ることが可能)。したがって今回のケースでは、預金流出の多くは、ネットバンキングでの送金だったと思われるが、その管理が不十分だったということであろう。
- (8) FRB, "Federal Reserve Board announces it will make available additional funding to eligible depository institutions to help assure banks have the ability to meet the needs of all their depositor," March 12, 2023 and Related Content. 財務省は、BTFPの承認にあたって二五〇億ドルまでの損失補償を提供した。
- (9) ただし、九〇年代の日銀特融 (の多く) は、金融整理管財人制度ができ預金保険機構が破綻金融機関に直接融資をおこなえるようになるまでの、制度上の不備を埋める意味をもっていった。日銀特融については拙著『金融危機と中央銀行』九州大学出版会、二〇一六年、第四章参照。
- (10) 前掲拙稿「資金余剰下の金利引き上げ」参照。
- (11) "The missing half-trillion," *The Economist*, March 25, 2023.
- (12) FDIC, "FDIC Quarterly Banking Profile," vol. 17, no. 1, March 16, 2021, 124-8°.