

警戒怠れない「ミンスキー・モーメント」

預金流出懸念で迫られる有価証券売却と増資の二者択一

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2023/3/22 (水)

ヘッジファンド「パーシング・スクエア」創業者ビル・アックマン氏は12日、「当局の介入にも拘わらず、さらなる多くの銀行が破綻する可能性が高い (More banks will likely fail despite US authorities intervening to boost the confidence in the banking system)」と述べ物議を醸す。引き続き債務返済の為の資産売却がバブル崩壊を促す「ミンスキー・モーメント」に準える必要がありそうだ。

自己資本の28%「含み損」抱える米銀

もちろん、SVB 破綻に伴う危機回避で米 FRB が顧客預金引き出し需要に応えるべく通常より貸し付け条件が緩やかな「バンク・ターム・ファンディング・プログラム」など米政府が破綻銀行管理の明確な「ロードマップ」を提示したことは称賛されてしかるべきだ。しかし、それらは救済策ではなく、預金者が銀行から預金を引き出し、米財務省証券 (T-Bill) などより高い金融商品への資金シフトを防止するものでは毛頭ない。

「技術革新のおかげで昨今の預金の引き出しは銀行の店舗に長蛇の列を作るのではなく、オンラインで行われるようになり、シリコンバレー銀行 (SVB) から 420 億ドルの預金が一気に引き出され、規制当局は翌 10 日に瞬く間に管理下に置いた (Thanks to tech innovation, withdrawing money means going online these days, not queueing round the block. Hence the speed with which Silicon Valley Bank was taken over by regulators last week following \$42bn of withdrawals)」(英 FT 紙 3 月 13 日電子版)。

何より、預金者が銀行預金よりも米 T-Bill や MMF など高利回り商品へ資金シフトした結果、「米銀は過去 15 年にわたり従来にない預金獲得争いを強いられた」(英 Economist 誌) だけに預金引き出しは流動性危機を懸念させる。しかも、米 FRB の苛烈引き締めにより投資適格の最低ライン「Baa 格」社債と世界一安全な米財務省 T-Bill (6 カ月物) の利回りが逆転しそうな雲行きにある。

ある米系投資家によれば、「世界一安全な金融商品で高利回りが確保できれば、銀行が預金集めに苦勞するのは当然であり、仮に Baa 社債と T-Bill 利回り逆転となれば 1980 年以来 43 年ぶりの歴史的な事象」という。かかる状況にあって、全米銀行預金は 22 年 3 月末ピークから 22 年 12 月末にかけて 3.6% 減少し、資金繰りに窮した銀行は預金金利の大幅引き上げで資金調達に奔走、破綻した SVB のような銀行は預金流出懸念で手持ち有価証券売却と増資の

二者択一を迫られる。

実際、SVB 破綻に至るプロセスは、1) 過去 1 年半の IT 業界の業績悪化やレイオフ拡大にベンチャーキャピタルの資金調達が減少し、2) ハイテク業界の苦境を知る預金者らが自らの銀行預金を引き出し、3) 資金繰りに窮した SVB は含み損を抱えた 210 億ドル相当の債券売却を余儀なくされ、4) 債券で 18 億ドルの損失が発生しその穴埋め増資を発表、5) 途端に株価の 6 割暴落と預金流出の悪循環に見舞われた一等であった。

不幸なことに、銀行は短期で資金調達を行い長期で運用するのが一般的だが、長短金利がここに来て逆転し、運用と調達に「逆ざや」が発生、SVB 株価と長短金利差をグラフ化するとほぼ連動しその窮状を如実に物語る。こうした金利上昇がもたらす債券運用への逆風は、他の金融機関にも共通するものであり、FDIC (米連邦預金保険公社) の集計によれば、米銀は 22 年末に債券ポートフォリオに 6200 億ドル (約 84 兆円) の含み損を抱え、これは自己資本の 28% に相当する膨大な金額である。

「途中売却しない限り損失は表面化しないが、総資産 (約 23.6 兆ドル) の 4 分の 1 を債券 (約 5.9 兆ドル) が占め、平均 5 年の償還期限まで資金が固定されるリスクは殊の外大きい」(相場研究家・市岡繁男氏)。2008 年のリーマンショック時はリスクの「可視化」できない証券化商品が金融業界に広がり、住宅バブル崩壊と信用収縮の悪循環に見舞われたが、今回は当時と危機の孕む構図が異なるもののリスクを過小評価していた点で酷似する。

何より、歴史的に実質 FF 金利がターゲットの上限に達すると米利上げサイクルの終盤に金融危機が発生するアノマリーがある。今回は、既に FF 金利 4.75% とターゲット上限を突破したところに SVB 破綻が起きたのも偶然ではない。引き続き債務返済の為の資産売却がバブル崩壊を促す「ミンスキー・モーメント」に準える必要がありそうだ。

米利上げサイクル終盤に起きる金融危機

「1970 年代の Bear Market やオイルショック、1987 年 10 月米株暴落ブラックマンデー、2000 年初頭ドットコムバブル崩壊、2008 年の世界金融危機などを経験したからといって『すべてを経験した』」と思い込んではいならない (“Investors should not assume they have ‘seen everything’ just because they have experienced financial crises such as the 1970s bear market and oil price shock, the 1987 market crash, the dotcom bust or the 2008

financial crisis, it added)」(英 FT 紙 11 月 3 日電子版『Hedge fund Elliott warns of more pain to come after 2022 market rout (エリオットが市場暴落に 22 年以降の更なる痛み警告)』) ー。

運用資産 560 億ドル (約 8.2 兆円) のヘッジファンド「エリオット・マネジメント」が昨年 11 月の顧客向けレターでこう警告を発した。

エリオットは 1977 年の設立以来過去 45 年間にマイナスのリターンが 2 回しかない秀逸ヘッジファンドだが、世界の中銀の利上げ競争に低コスト時代が終焉、「著しく厳しい」金融環境にあって、潜在危機に警鐘を鳴らしたのだ。

エリオットに先立つ昨夏 8 月には米誌人気エコノミストランキングで 40 年以上首位のエバコア ISI 率いるエド・ハイマン会長が顧客向けレポートで「今や金融危機はいつでも起き得る」として、「危機警報を一段引き上げた」ことは記憶に新しい。

事実、米利上げサイクルは債務危機のトリガーの歴史であり、今回もインフレの勢いが止まらず米 FRB など米欧中銀の利上げが続き、膨大な債務を抱える新興国や預金流出に慄く地銀、ゾンビ企業が深刻な影響を受けつつある。とりわけ、1) 金融引き締め加速、2) 1 次産品の高騰と高インフレ、3) 供給網の混乱ー等の 3 つが同時に起こると米利上げサイクル終盤で以下のような金融危機が勃発した歴史がある。

【1929 年の NY 株「大暴落」】

投機熱による「暴走相場」を抑制すべく NY 連銀ジョージ・ハリソン総裁が米 FRB に利上げを要請、29 年 8 月に公定歩合 1.0% 引き上げで NY ダウは暴落。

【1937 年の Fed mistake】

大暴落から 8 年を経て米景気が回復途上にあった 1937 年に米 FRB が利上げに動き、株価は 37 年 3 月高値 194 ドルから翌 38 年 3 月に 50% 超下落する。

【1970 年債務超過の鉄道会社ペンセントラル倒産】
米最大の鉄道会社であったペンセントラル社が倒産。

債務超過にありながら多額配当を行う等乱脈経営に FRB の金融引き締めが火を付けた。

【1982 年中南米債務危機】

FRB の大幅利上げに邁進する中で借入金利がドル金利に連動していた中南米債務問題に火が付き、財政赤字デフォルトに資本逃避など危機が深化した。

【1997 年アジア通貨危機】

デット・サービス・レシオ (DSR) が 96 年インドネシア 56.7%、タイ 50.1%、マレーシア 40.1% 等債務急増が元凶となり大規模かつ急激な資金逆流が起きた。

【1987 年米株暴落ブラックマンデー】

ダウ平均は 1 日の取引で 508 ドル (22.6%) 急落。米国は財政赤字と貿易赤字の双子の赤字を抱えドル安にインフレと FRB の金融引き締めが背景となった。

【1990 年米 S&L 危機】

米貯蓄貸付組合 (S&L) や相互貯蓄銀行 (MSB) の貯蓄金融機関が 90 年代初めにかけて米 FRB の高金利政策などに業況の著しい悪化により危機が連鎖した。

【1994 年メキシコ通貨危機】

1994 年 12 月 20 日実施の 15% ペソ切り下げを契機にその後 1 週間でペソは半減、経常赤字は GDP の 8% まで増大、翌 95 年に米国と IMF の救援プログラムで収束。

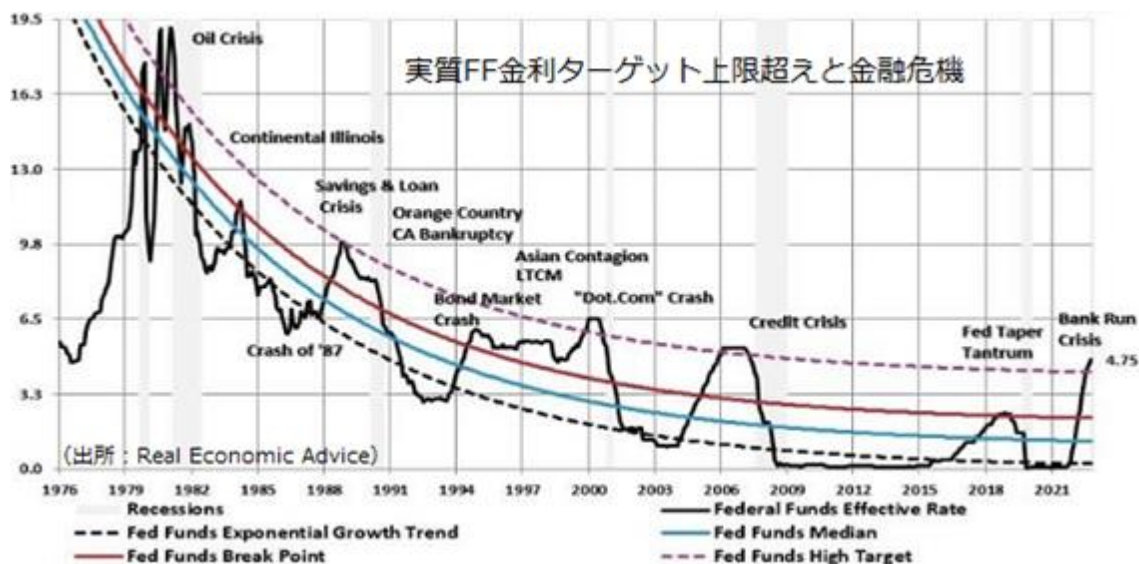
【2000 年米 IT バブル崩壊】

米 FRB の利上げを契機に過剰流動性が吸収され異常な投資熱が冷めて株価急落。0.50% 利上げに 00 年 9 月インテルショックが IT バブル崩壊へと繋がった。

【2007 年サブプライム危機】

サブプライム住宅ローンの不良債権問題に火が付き、翌 08 年に大手投資銀行リーマン・ブラザーズ倒産の世界金融危機となって世界市場を震撼させた。バーナンキ FRB 議長の QE (量的緩和) により 09 年 3 月に株価底入れ反発。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。