

# 米地銀へのストレスは継続、FRB は一旦利上げ停止に



**Jonathan DUENSING**  
Head of US Fixed Income



**Paresh UPADHYAYA**  
Director of Fixed Income and Currency Strategy



**Craig STERLING**  
Head of Equity Research;  
US Director of Core Equity;  
US Portfolio Manager

## With contribution from

Gabriel Kim, Senior Equity Analyst - Financials

- 最近の銀行ストレスは、2008年の危機後に策定された資本・流動性規制の真価を問うものとなっている。銀行システムは、システミックな問題を引き起こすことなく、3つの地方銀行の破綻に対処することができたが、銀行は、満期を迎えた証券を現金に滞留させたり、連邦住宅貸付制度にアクセスしたりして、流動性を高めようと活発に動いている。また、譲渡性預金との競合や預金分割をより積極的に行っている。
- 銀行からの拠出金によって設立された預金保険基金(DIF)は、近年の銀行破綻によって約350億ドルの費用を負担している。連邦預金保険公社(FDIC)は3月以前からDIF比率の引き上げを計画していたが、現在、FDICがどのようにDIFを引き上げて行くのか、警戒感が高まっている。預金については、銀行業界では、中小銀行を中心に大量に預金が流出したが、マネー・マーケット・ファンドがその恩恵を受けた模様。
- より広範な銀行システムに対する影響:FRBの銀行ストレステストの対象には、資本、流動性、検証において要求水準が異なる様々な銀行が含まれているが、それらは、そのような要求水準に達していない銀行と比較すると、結果として、破綻する確率は低くなる。一般的に、地方銀行の間には懸念やストレスが残っているものの、大規模銀行や銀行システム全体は依然として強固であると確信している。
- FRB政策と国債への影響:銀行ストレスの影響は、おそらくFF金利のターミナル・レートの低下につながったと考えている。銀行ストレスにより金融市場のボラティリティが高まった場合、米国債は質への逃避から価格が上昇すると予想される。
- FOMC5月会合レビュー:FOMCは、連邦預金金利を25bp引き上げたが、将来のガイダンスは見送った。パウエル議長は、タカ派路線を継続、FRBのインフレ目標達成は程遠いとしながらも、家計や企業の信用状況の厳格化が経済成長に影響を与える可能性があることを認めた。アムンディは、FRBが金融政策の条件付き一時停止に向けた布石を打っていると考えている。金融市場は、FRBが一時停止に移行する、あるいはそれに近い状態になるという見通しに楽観するかもしれないが、今後発表されるインフレ率や経済データは利下げを支持するものではないと思われるため、FRBによる目先の軌道修正の見方には注意を要する。

## 米国地銀の評価

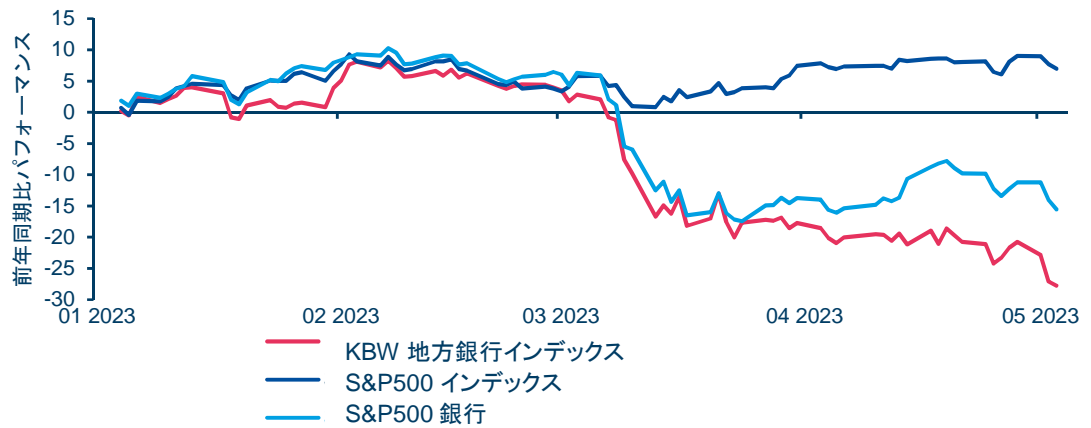
現在、銀行が直面している主なリスクは流動性リスクである。地方銀行は、資金調達強化のため、以下のような対応をしている:

- 満期を迎えた有価証券を5%の金利がつく現金として預け、流動性バッファを増やす;
- 2022年12月22日の8000億ドルから2023年3月31日の1兆ドルに増加した連邦ホームローン銀行のアドバンス(有担保借入金)にアクセスする;
- 預金保持のため、より高コストの譲渡性預金(CD)や仲介預金や、無保険のマネーマーケット・ファンドとより効果的に対抗する;
- A銀行に50万ドルの預金(保険限度額より25万ドル高い)を持つ法人顧客がおり、B銀行にも50万ドルの預金(同じく保険限度額より25万ドル高い)を持つ別の法人顧客がいる場合、預金分割によって、両銀行が顧客の預金を半分に分割し、残りの半分をもう一方の銀行に送ることで、1つの銀行で預金保険50%のカバーとするのではなく、2つの銀行で100%の預金保険をカバーすることを実現する。

最近の銀行破綻は、金融危機後に策定された資本・流動性規制の最初の本格的な試練となっている。一方、米国の銀行システムは、3つの大手地方銀行の破綻に対応することができ、システミック・リスクの直接的な発生はなかった。一方、地銀の株価は年初来で約28%下落している(図1)。これは、銀行株式の投資家の間で、米国の銀行システムは依然として預金流出に脆弱であり、80億ドルの無保険預金残高が存在するとの懸念が強いことを反映している。

「預金に対する投資家の懸念から銀行株は低迷しているが、地方銀行はこのネガティブな心理の影響をより強く受けている。」

図 1: 米国の銀行株が低迷



出典: 2023年5月3日時点のアムンディ、ブルームバーグ。

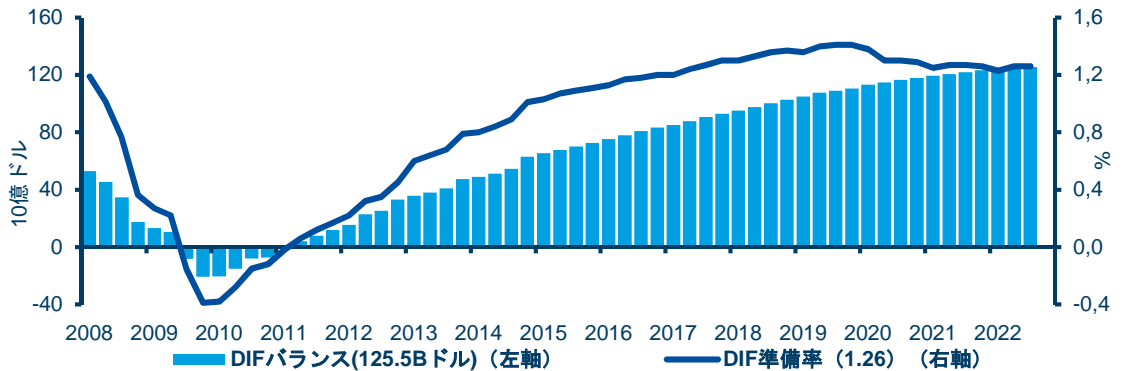
銀行規制当局は、現在、銀行に時間の利益を与えることに前向きと見受けられる。3月以前は、規制当局の対応姿勢が明確ではなかったが、現在は、明らかになってきたという意味で、金融システムはより良い状態にあると言える。銀行の混乱を收拾する方法についてはより多くのアイデアがあるが、流動性や資本要件、規制、預金保険の仕組みなど、投資家が懸念する主要分野に関してはほとんど変化がない。

#### 危機の展開を評価するために注目すべき2つの要素

##### 1. 連邦預金保険公社 (FDIC) の動向

昨年末(最近の銀行破綻前)の時点で、銀行が負担する預金保険基金の規模は約1280億ドル(図2)、DIF比率は1.3%(DIF残高÷保険付預金約10兆ドル)に迫っています。最近の銀行破綻でDIFは350億ドル(シリコンバレー200億ドル、ファーストリパブリック130億ドル、シグネチャー20億ドル)もの損失を出している。FDICは3月の出来事以前から、DIFに1070億ドルの追加保険料が必要となることを明らかにし、DIF比率を2%に引き上げる計画を立てていた。

図 2: 預金保険基金 (DIF) (2008-2022) の推移



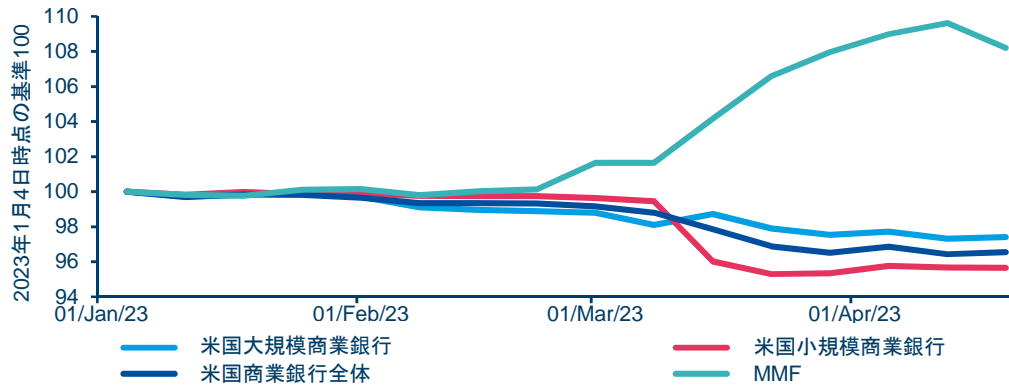
出典: アムンディ、FDIC、2023年5月3日時点。預金保険基金(DIF)比率は、四半期末時点の保険付預金に対するDIFの比率として算出。

##### 2. 商業銀行預金の動向

危機の展開を評価する上でモニターすべきもう一つの重要なトレンドは、商業銀行の預金残高の推移となる。米国の全商業銀行を合計すると、預金総額は前年同期比で約3.5%減少しているが(図3)、大規模銀行では小規模銀行よりも預金流出が比較的抑制されている。絶対値で見ると、米国の商業銀行からの預金流出総額は約6,140億ドルであり、小規模の商業銀行の預金が4.3%減であるのに対し、大規模の商業銀行は2.6%減である。一方、銀行預金の流出は、マネーマーケットファンドへの資金流入になっている。

「米国の商業銀行預金は減少し、一方、MMFは増加している。」

図 3: 米国の銀行とマネー・マーケット・ファンドの預金残高の動き



出典: アムンディ・インスティテュート、ブルームバーグ、2023年4月19日時点。

「資本水準が高いことから、混乱が大銀行に及ぶ可能性は低いと考える。」

#### 銀行ストレスに関する見通し

この危機がいつまで続くかは、規制当局と銀行経営者が多くのアイデアを取捨選択し、最適な解決策をタイムリーに導き出せるかどうかにかかっているが、これは難題である。投資家は、これまでに起きた3つの銀行の破綻が迅速に処理されたという事実に安心すべきではない。今、投資家は業界の1800億ドルの預金残高のうち80億ドルが保険に加入していないという理解に基づき、次に問題になりそうな銀行を見極めようとしている。

「保険外預金の構成比が高い銀行はリスクが高いということになる。」

アムンディは、無保険預金の割合が高い商業銀行が最も脆弱であると考えているが、市場は、無保険預金の多い銀行から少ない銀行へとソートをかけている。この危機を収束させるためには、銀行業界の預金の安全性に対する投資家からの信頼を取り戻す必要がある。アムンディは、地方銀行には懸念やストレスがある一方で、大手銀行や銀行セクター全体は依然として堅調であると確信している。アムンディは、流動性の問題から生じる潜在的なストレスに細心の注意を払いながら、バランスシートが脆弱な銀行を避けている。一方、アムンディは、高い株主資本利益率と大きな資本バッファーを持つ銀行を選好している。

2008年の金融危機から学んだ教訓は、規制当局は最終的に解決策を見出すということであり、過去に創設・実施された解決策の多くは、今日でも適用可能であるということである。例えば、金融危機の最中、FDICは事業性預金の流出を抑えるため、一時的流動性保証制度(TGLP)を創設・実施し、その一環としてすべての無利子取引口座預金を全額保証することに成功した。したがって、商業用営業預金を対象として更新された今日の要件への同様のソリューションの適用が間近に迫っていると思われる。今日、市場はより深刻な景気後退と流動性危機を想定しており、業界の預金流出に対する解決策を見出す能力に対する信頼が高まっている。

#### 銀行ストレスがFRBの金融政策と米国債に与える影響

銀行ストレスの影響は、おそらく政策金利のターミナル・レートの低下につながると思っている。SVB破綻前の3月7日時点の、市場予想ターミナル・レートは5.75%前後であったが、3月の記者会見でパウエル議長は、最近のクレジット状況の引き締めりはFRBの利上げ幅25~50bpに相当すると指摘した。米国債の需要については、米国の銀行システムのストレスが続き、何らかの伝播が起こるようであれば、米国と世界の金融市場にさらなるボラティリティの上昇をもたらすと思われる。このようなシナリオが現実となれば、質への逃避から米国債が上昇することが予想される。SVBの破綻以降、米国債の2年債と10年債が上昇し、利回りが急低下しているのはこのトレンドである。

「銀行部門のストレスが市場のボラティリティを高め、米国債への質への逃避につながる可能性がある。」

## 5月FOMCのレビュー： 条件付き一時停止に慎重に移行

「FOMCはFF金利を25bp引き上げたが、将来の利上げに関するガイダンスは見送った。」

### 重要事項

- FRBは25bpの利上げを行い、FF金利を5.00-5.25%に引き上げた。
- FOMCは追加利上げのガイダンスを見送ったが、完全にドアを閉めたわけではない。
- 記者会見を実施：パウエル議長は、インフレ率が高すぎることで、金融政策をしばらくの間抑制的に保つ必要があることに焦点を当て、タカ派的なトーンを維持した。

米連邦準備制度理事会（FRB）は、FF金利を25bp引き上げ、2006年以来の水準である5.00-5.25%のレンジに設定した。この利上げは広く予想された通りとであった。今回の連邦公開市場委員会（FOMC）への最大の期待は利上げではなく、フォワードガイダンスだったが、FRBは追加利上げのガイダンスを見送り、インフレと経済データの推移次第では再利上げの可能性も残した。パウエル議長は記者会見で、FRBがインフレ目標を達成するには程遠いというタカ派路線を強調した。会合後、FRBは金融緩和を急いでいないとの見方から、株式市場は下落した。

### FOMCの声明：重要な変更点は1つ

FRBの経済評価には重要な変更はなく、経済活動は堅調な雇用の増加とともに緩やかなペースで拡大していると引き続き見ている。FRBは、米国の銀行システムが健全で弾力的であることを期待する一方で、家計と企業の信用状況の悪化が成長、雇用、インフレに重くのしかかると引き続き予想している。フォワードガイダンスに大きな変更があったことは重要である。「追加的な引き締め政策が適切であろう」から「追加的な引き締め政策がどの程度適切であるかを決定する」への文言の変更は、FRBが金融政策の引き締めを条件付きで一時停止するための準備を進めていることを示唆している。これにより、FRBは引き続きデータ次第で判断することになる。

### 記者会見の様子：穏やかなタカ派的トーン

パウエル議長は記者会見で、ややタカ派的なトーンを打ち出した。パウエル議長は、インフレ率を2%の目標に戻すには長い道のりがあることを改めて強調し、さらに、FOMCのインフレ見通しは利下げを支持しないと述べ、年末までに緩やかな利下げを行うという市場の予想を後退させた。パウエル議長は、追加利上げの観測が後退したことは「合理的」としながらも、FRBは経済活動とインフレの見通しに基づき、会合ごとに追加利上げに関する判断を下すと説明した。FRB議長は、銀行システムに関する懸念に触れ、3月上旬以降、状況はおおむね改善していると述べ、FRBの焦点は今後、信用の引き締め状況にあると改めて強調した。また、5月8日に発表される予定のシニア貸出担当者意見調査（SLOOS）が他のデータとほぼ一致していることに言及した。また、中堅銀行がさらに貸出条件を引き締めたことを特筆した。最後に、パウエル議長は、金融政策が十分に抑制的であるかどうかを判断するために、FRBは数ヶ月のデータを必要とする一方で、何度も債務上限を引き上げることの重要性を繰り返し強調し続けた。

### 市場の反応と投資への影響

当初、声明文に対する市場の反応は薄かったが、記者会見が終わると、金融市場に売りが出た。パウエル氏が目先の利下げ見通しについて否定的だったことが、株価下落のきっかけとなった。記者会見後、株式市場、ダウ、S&P500、NASDAQがすべて下落した。

金融市場は、FRBが一時停止に移行する、あるいはそれに近い状態になるという見通しに楽観するかもしれないが、今後発表されるインフレ率や経済データは利下げを裏付けるものではないであろうから、FRBによる目先の方向転換の見方には注意が必要であろう。イエレン財務長官が、米国政府の資金が底をつくXデーは6月上旬になる可能性があることを発表したことを受けて、市場の関心は政府のデフォルトの見通しにも向けられるであろう。その結果、来月は金融市場のボラティリティがさらに高まると予想される。

## AMUNDI INSTITUTE

In an increasingly complex and changing world, investors have expressed a critical need to understand better their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios. Situated at the heart of the global investment process, the Amundi Institute's objective is to provide thought leadership, strengthen the advice, training and daily dialogue on these subjects across all assets for all its clients – distributors, institutions and corporates. The Amundi Institute brings together Amundi's research, market strategy, investment insights and asset allocation advisory activities. Its aim is to project the views and investment recommendations of Amundi.

### Discover Amundi Institute



### Definitions

- **Basis points (bp):** One basis point is a unit of measure equal to one one-hundredth of one percentage point (0.01%).
- **Monetary policy reaction function:** A function that gives the value of a monetary policy tool that a central bank chooses, or is recommended to choose, in response to some indicator of economic conditions
- **Quantitative tightening (QT):** QT is a contractionary monetary policy aimed to decrease the liquidity in the economy. It means that a CB reduces the pace of reinvestment of proceeds from maturing government bonds. It also means that the CB may increase interest rates as a tool to curb money supply.
- **Volatility:** A statistical measure of the dispersion of returns for a given security or market index. Usually, the higher the volatility, the riskier the security/market.

### Important information

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of **4 May 2023**. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: **4 May 2023**.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée"- SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).

---

### Chief editors

#### Monica DEFEND

*Head of Amundi Institute*

#### Vincent MORTIER

*Group Chief Investment Officer*

#### Matteo GERMANO

*Deputy Group Chief Investment Officer*

---

## 本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インスティテュートの見通し、予測、予想意見等(以下、見通し等)は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について保証するものではありません。

本資料に記載されている内容は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務(直接的、間接的を問わず)を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

### アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号: 関東財務局長(金商)第 350 号

加入協会: 一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会

2889318