

米国 SVB の破綻と銀行システムの不安定化 ー背景の分析と初期的な論点整理ー

小立 敬

■ 要 約 ■

1. 2023 年 3 月 10 日にシリコンバレー・バンク（SVB）が破綻したことを契機として米地銀を中心に信用不安が拡大し、大西洋を越えてクレディ・スイスにまで飛び火する事態となっている。SVB の破綻は、預金の取付け騒ぎという典型的なバンクランであるが、異例の速さと規模で生じた。
2. SVB の破綻の背景として、急速な金利上昇を受けて大きく拡大した債券ポートフォリオの金利リスクが指摘されている。また、破綻前日に総預金の 2 割を超える規模の預金の引出しが生じたが、預金のお半がスタートアップから受け入れた保険範囲を超える預金であり、安定性を欠く資金調達構造であった。さらに、ソーシャル・メディアを通じて経営不安の情報が拡散され、オンライン・バンキングを通じて預金引き出されたことが急激なバンクランをもたらした。デジタル時代における現代的なバンクランと捉えることができる。
3. 2008 年のグローバル金融危機と異なり、現在の銀行システムの不安定化は信用不安の連鎖を伴ったシステムック・リスクのように窺われる。特にソーシャル・メディアが信用不安に影響している可能性がある。システムック・リスクを受けた異例の対応として、米国では全預金保護の措置が講じられた一方で、政策金利の引上げは継続された。また、クレディ・スイスが発行している AT1 債（その他 Tier1 債）は、UBS との合併に際して完全に元本削減されることとなり、投資家に動揺をもたらしている。
4. SVB の破綻に端を発する銀行システムの不安定化は、未だ継続している状況ではあるが、今後、金融機関の金利リスクや流動性リスクの管理に焦点が当てられることになるだろう。さらに現時点での初期的な教訓や課題として、銀行サービスや社会環境のデジタル化が銀行の健全性や金融の安定に与えるリスクを考慮して、金融機関のリスク管理や金融監督・規制にどのように反映させるかが重要な課題になるように思われる。

野村資本市場研究所 関連論文等

・小立敬「金融規制改革 10 年の回顧と将来への課題ー国際協調と規制のフラグメンテーションー」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号。

I SVB の破綻で講じられた異例の措置

スタートアップやベンチャー・キャピタル向け融資を中心に事業展開し、総資産で全米 16 位に位置する中堅銀行であるシリコンバレー・バンク（SVB）が、2023 年 3 月 10 日に破綻した¹。SVB の総資産は 2022 年末時点で 2,090 億ドル、総預金は 1,754 億ドルに上り、米銀の破綻としてはグローバル金融危機以降で最大であり、金融危機最中の 2008 年 9 月に破綻したワシントン・ミューチュアルに次ぐ史上 2 番目の規模であった。SVB の破綻の影響から、暗号資産関連企業との取引を中心とするシグネチャー・バンクも破綻し（史上 3 番目の規模）、両行の破綻によって米地銀を中心に信用不安が波及している。その影響は大西洋を越えてクレディ・スイスにも飛び火し、UBS に救済合併される事態となった。信用不安の連鎖から米国と欧州の一部で銀行システムの不安定化が生じている。

破綻前の大規模な預金引出しによって流動性が枯渇した SVB は、銀行免許を付与するカリフォルニア州監督当局によって 10 日金曜日の午前 11 時過ぎに閉鎖された後に、連邦預金保険法（Federal Deposit Insurance Act; FDIA）に基づき管財人に相当するレシーバー（receiver）に任命された連邦預金保険公社（FDIC）の管理下に置かれた。週末を挟んで 13 日月曜日の朝には、SVB のすべての預金と資産は、FDIC が設立し運営するブリッジ・バンクに承継され²、預金へのアクセスを含む銀行サービスの継続性は維持された。

週末の 12 日日曜日には、米国財務省、連邦準備制度理事会（FRB）および FDIC が共同声明を公表しており、SVB（およびシグネチャー・バンク）の破綻処理に当たって、次の方針を明らかにしている³。

- すべての預金者は保護されること
- 納税者は SVB の破綻処理に関連する損失を負担しないこと
- 株主および無担保債権者は保護されないこと
- 上級経営者は更迭されること
- 保険対象外の預金者の支援に伴う預金保険基金（Deposit Insurance Fund）の損失は、法の定めに従って銀行の特別な課金によって回収されること

米国では 25 万ドルまでの預金は預金保険で保護される（以下、「付保預金」という）。25 万ドル超の非付保預金は保護対象ではなく、通常の破綻処理では、例えば、破綻銀行の資産売却を通じて FDIC が回収した資金から清算配当が支払われる。いわゆるペイオフである。ただし、FDIA は、システミック・リスクが懸念される状況においては財務長官

¹ SVB は、銀行持株会社（金融持株会社）である SVB フィナンシャル・グループの傘下のカリフォルニア州法銀行であり、同州サンタクララに本店を置き、同州を中心に 17 支店を展開していた。

² FDIC, “FDIC Acts to Protect All Depositors of the former Silicon Valley Bank, Santa Clara, California,” Press Release, March 13, 2023. なお、SVB の付保預金は、ブリッジ・バンクの承継前に預金者が預金を利用できるよう預金保険国法銀行（DINB）に一時移転された（FDIC, “FDIC Creates a Deposit Insurance National Bank of Santa Clara to Protect Insured Depositors of Silicon Valley Bank, Santa Clara, California,” Press Release, March 10, 2023）。

³ Joint Statement by the Department of the Treasury, Federal Reserve, and FDIC, March 12, 2023. 当該声明では、SVB と同様の措置をシグネチャー・バンクにも講じる旨が述べられている。

の決定により、預金保険の上限を超えて預金を保護することを可能にするシステミック・リスク・エクセプションという例外的な措置を定めている。

財務省、FRB および FDIC の共同声明は、SVB およびシグネチャー・バンクの破綻処理においては、システミック・リスク・エクセプションとしてすべての預金を保護することを示しており、そのことは、両行の破綻が経済環境や金融システムの安定に重大な悪影響を及ぼすおそれがあると財務長官が判断したことを意味する。SVB の預金は非付保預金が大半であったため、SVB の閉鎖直後から非付保預金の割合が高い他の地銀から預金が出し、銀行システム全体がリスクにさらされていることが認識された⁴。こうした状況がシステミック・リスク・エクセプションの措置が講じられた背景となっている。

一方、FRB は、預金保険対象機関（insured depository institution）に対して、適格証券を担保に通常のディスカウント・ウィンドウでは適用されるヘアカットを適用することなく、最長 1 年で連邦準備銀行が貸し付けるバンク・ターム・ファンディング・プログラム（Bank Term Funding Program; BTFP）を導入した⁵。BTFP はすべての地区連銀が提供するプログラムであり、両行の破綻が他の銀行に波及しないように通常よりも緩和的な基準で預金の払い出しに必要な流動性を提供することによって、銀行システムの信用不安を払拭し、その安定性を回復しようとしている。BTFP は 3 月 23 日時点で 537 億ドルの実行があり、預金保険対象機関に幅広く活用されている⁶。

米国では、SVB とシグネチャー・バンクの破綻を受けて、大手銀よりも地銀への不安が広がっている。3 月 9 日から 15 日の間に米銀全体で 984 億ドルの預金が減少しており、特に中小金融機関では、1,200 億ドルもの預金が減った⁷。3 月 16 日には、バンク・オブ・アメリカ（BOA）、シティグループ、ウェルズ・ファーゴを含む 11 行が、ファースト・リパブリック・バンクに計 300 億ドルの預金を提供するという異例の措置を公表した⁸。関係当局は同行に対する当該措置を歓迎する旨を明らかにしているが、関係当局も関わる奉加帳方式とみられる。地銀に対する預金者の信用不安が抑えられるのかどうか、今後の推移を見守る必要があるだろう。

SVB とシグネチャー・バンクの破綻処理に際しては、非付保預金を含む全預金の保護を図るという例外的な措置が講じられる一方で、株主や債権者には損失の負担が求められ、保険上限を超えて非付保預金を保護するために必要なコストは、銀行セクターの負担に

⁴ FDIC, “Remarks by Chairman Martin J. Gruenberg on Recent Bank Failures and the Federal Regulatory Response before the Committee on Financial Services, United States House of Representatives,” March 29, 2023. また、非付保預金者の多くが中小企業であったため、給与の支払いやサプライヤーへの支払いができなくなるリスクが懸念され、銀行の流動性が低下すると企業や家計への与信能力が低下し、実体経済に影響を与えることも懸念された。

⁵ 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 depositors,” March 12, 2023.

⁶ FRB のディスカウント・ウィンドウの利用も増えており、最初の 1 週間で 1,529 億ドルの借入れがあった（“Fed emergency lending to banks boosted overall Fed holdings in latest week,” *Reuters*, March 23, 2023）。

⁷ “US Bank Deposits Decline by Most in Nearly a Year,” *Bloomberg*, March 25, 2023.

⁸ “Bank of America, Citigroup, JPMorgan Chase, Wells Fargo, Goldman Sachs, Morgan Stanley, BNY-Mellon, PNC Bank, State Street, Truist and U.S. Bank to make uninsured deposits totaling \$30 billion into First Republic Bank,” March 16, 2023.

よって賄われる。米国では金融危機の反省から納税者負担の回避が至上命題となっており、公的資金を利用した金融機関の救済（ペイリアウト）は避けられている。

SVB およびシグネチャー・バンクの破綻に端を発する銀行システムの不安定化は未だ継続しているように窺われるが、本稿は、執筆時点の情報を基にして主に SVB の破綻に関連する分析を通じて初期的な論点整理を試みる。

Ⅱ 流動性破綻とその背景―何が問題だったのか

1. 典型的なバンクラン

SVB が破綻した直接的な原因は、破綻前日の 3 月 9 日に 420 億ドルもの預金の引出しが行われたことである。それは SVB の総預金の 2 割を超える規模に相当する。SVB は資金調達に奔走したが、9 日の営業終了時にはキャッシュ・バランスがマイナス 9 億 5,800 万ドルとなり、流動性が底を尽いて預金を含む債務に対する支払いが困難となった⁹。その結果、カリフォルニア州監督当局によって 10 日午前に閉鎖された¹⁰。

SVB の自己資本比率は、2022 年末において普通株式等 Tier1 (CET1) 比率が 15.26%、総自己資本比率が 16.05%と所要水準を大幅に上回る水準である。州当局も 9 日より以前は健全な財務状況であったと判断している。一般に銀行の破綻は、バランスシートが毀損して債務超過となることを原因とする場合と、資金繰りに行き詰るといふ流動性の枯渇を原因とする場合がある。SVB の破綻は、預金者の取付け騒ぎという典型的なバンクラン、すなわち流動性に起因する破綻であると言えよう。

預金引出しの誘因となったのが直前に公表された有価証券の売却損であった。SVB の銀行持株会社である SVB フィナンシャル・グループは、大規模な預金引出しが生じた日の前日である 8 日午後に 22.5 億ドルの増資計画を公表し、その際、（流動性確保のため）約 210 億ドルの有価証券ポートフォリオを売却した結果、約 18 億ドルもの損失（税引後）を 2023 年第一四半期に計上することも明らかにした¹¹。この公表がきっかけとなって株価は大幅に下がり、その下落率は日中で最大 60%に達する状況となった。また、預金者の信用不安をもたらした¹²、わずか一日で総預金の 2 割超という破綻のトリガーを引いた大規模な預金の引出しにつながった。

なお、2022 年末の SVB の自己資本 (CET1) は 169 億ドルであり、直近の自己資本比率の水準も踏まえると、有価証券の売却損は既存の資本だけで十分に吸収できる水準である。

⁹ 翌 10 日には、さらに 1,000 億ドルの預金の払戻しが予定されていた（“SVB Expected \$100 Billion in Outflows on Day it Was Seized, Fed's Barr Says,” *Wall Street Journal*, March 28, 2023）。

¹⁰ Department of Financial Protection and Innovation of the State of California, Order Taking Possession of Property and Business, In the Matter of: Silicon Valley Bank, March 10, 2023.

¹¹ SVB Financial Group, “SVB Financial Group Announces Proposed Offerings of Common Stock and Mandatory Convertible Preferred Stock,” March 8, 2023.

¹² 暗号資産関連企業から預金を調達していたシルバークラウド・キャピタルが、同日に預金の流出を原因として子銀行の清算を公表したことも不安心理につながったとされている。

イエール大学のソネンフェルド教授は、SVB は規制要件を超える十分な自己資本を維持しており、22.5億ドルの増資は不必要なだけでなく、18億ドルの売却損を公表する必要もなかったとして、SVB の経営判断を批判している¹³。

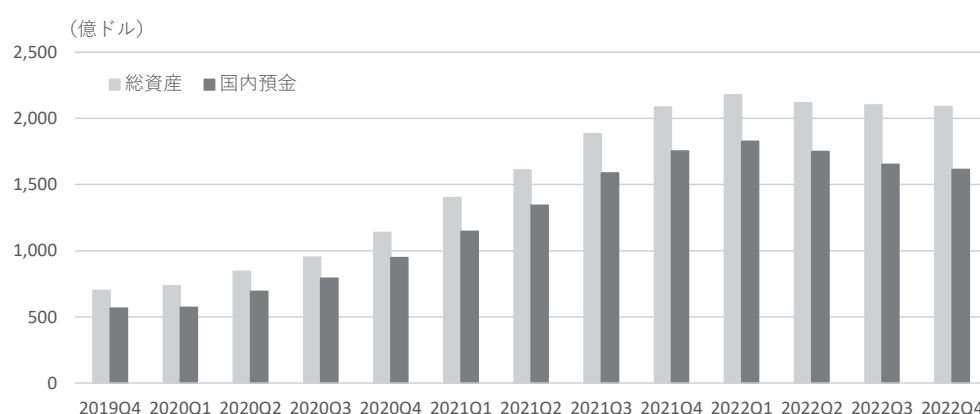
もっとも、2022年3月以降、FRBによりそれまでの0%付近から4.5~4.75%までという急速な政策金利の引上げが行われている。次節で述べるように SVB が運用していた債券ポートフォリオの含み損が金利上昇局面において急速に拡大しており、ムーディーズからの格下圧力もあって SVB の財務体質の改善が急がれていたことも事実である¹⁴。

2. 有価証券ポートフォリオの過大な金利リスク

SVB のバンクランの背景として指摘されているのが、FRB が急速に政策金利を上げ的过程中で急拡大した債券ポートフォリオの金利リスクである。特に SVB は、時価評価が求められる売買可能証券 (available-for-sale; AFS) よりも、時価評価が不要な満期保有証券 (held-to-maturity; HTM) による運用を急速に拡大しており、金利上昇局面において HTM ポートフォリオに大きな含み損 (未実現損失) を抱える状況であった。

テック企業などスタートアップやベンチャー・キャピタル向けの融資を中心とする SVB は、パンデミックによるテックブームを背景に、ベンチャー・キャピタルから調達して資金を潤沢に有するスタートアップからの預金を獲得して、バランスシートを急拡大してきた (図表 1)。2019年から2022年の間に SVB の総資産は3倍となっており、特に2021年はわずか1年で総資産が倍増した。SVB は米地銀において過去5年で最もバランスシートを拡大した銀行となり、全米16位の銀行となるまで急速に成長した。

図表 1 SVB の国内預金と総資産



(出所) Call Report (FFIEC) より野村資本市場研究所作成

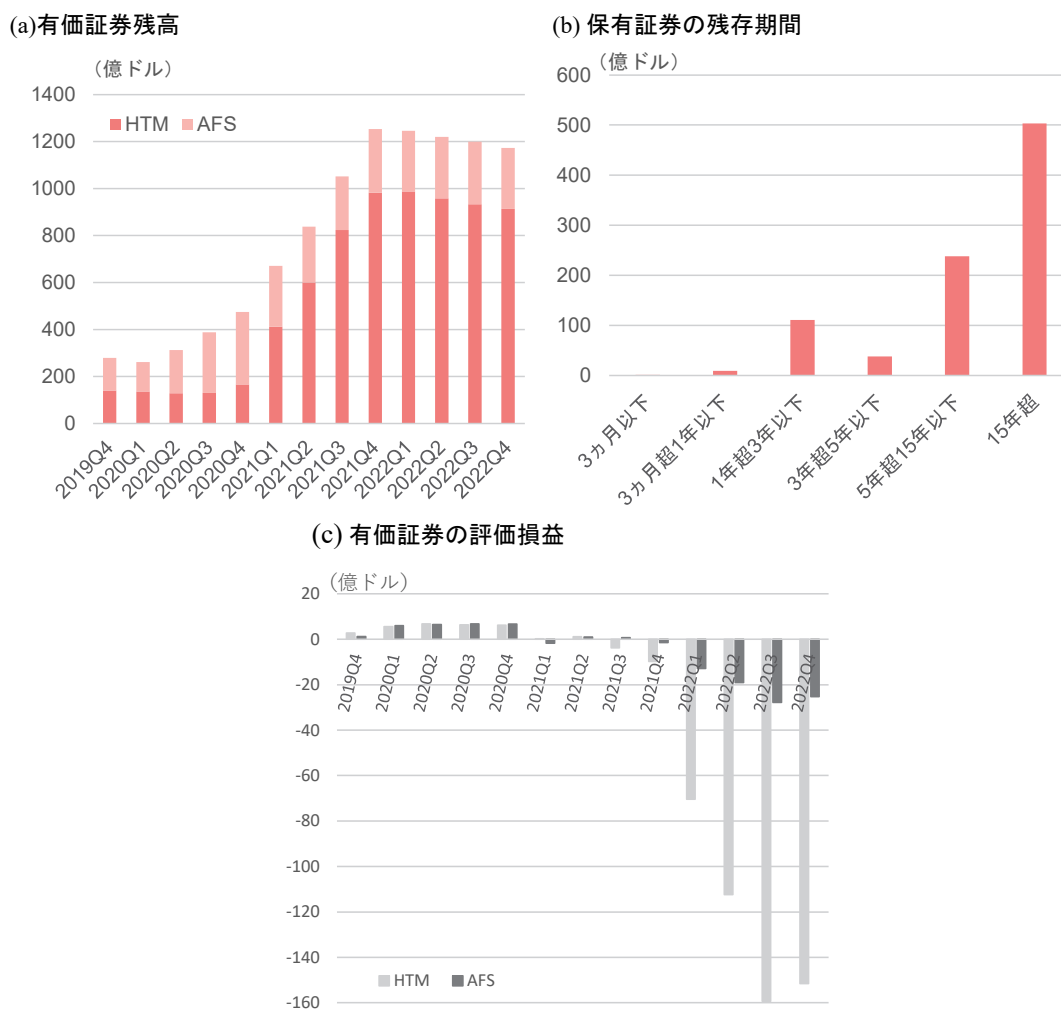
¹³ 同教授はさらに、(増資と損失の公表という) ワンツーパンチが当然のように広範なヒステリーをもたらしたと述べている (“‘Absolutely idiotic’. SVB insider says employees are angry with CEO,” CNN, March 13, 2023)。

¹⁴ “How Goldman’s Plan to Shore up Silicon Valley Bank Crumbled,” Wall Street Journal, March 17, 2023.

パンデミック以降の金融緩和環境の下、SVB はスタートアップから受け入れた預金をベースに債券ポートフォリオを拡大してきた。その結果、2022 年末の預証率は 66.8% にも上る。SVB は、政府支援機関（GSE）が保証するモーゲージ担保証券（MBS）や米国債といった信用リスクの低い債券で運用し、特に長期の MBS への投資を急激に増やしてきた。米国債を AFS として保有する一方で、MBS の大半を HTM として保有しており、預金急増の裏側で HTM ポートフォリオが急拡大していた（図表 2(a)）。

SVB の 2022 年末における有価証券ポートフォリオのマチュリティをみると、15 年超の長期の運用が最も多く、金利上昇に脆弱なポートフォリオであるとみられる（図表 2(b)）。しかも、2022 年末時点で SVB グループの債券ポートフォリオの加重平均デュレーションは 5.7 年と、前年末の 4.0 年から伸びており、金利リスクはさらに拡大していた。一方で、SVB は金利リスクのヘッジをほぼ行っていなかったとされる¹⁵。SVB の債券運用は、信用

図表 2 SVB の有価証券ポートフォリオの状況



(出所) Call Report (FFIEC)より野村資本市場研究所作成

¹⁵ “How crazy was Silicon Valley Bank’s zero-hedge strategy?,” *Financial Times*, March 18, 2023.

リスクをとらない一方で、過大な金利リスクをとっていたことが窺われる。

実際に、急速な政策金利の引上げを受けて SVB の HTM ポートフォリオの含み損が急拡大した。HTM ポートフォリオが抱える含み損は 2022 年末で約 150 億ドルとなり、SVB の自己資本に匹敵する水準となっている（図表 2(c)）。債券ポートフォリオの公正価値が急減したことで、SVB は財務改善を迫られる状況に置かれていたことが確認できる。

SVB の金利リスクの管理については、資産・負債管理委員会（ALCO）の責任の下で、資産・負債の市場価値の感応度を検証したり、金利変化や投資および資金調達のポートフォリオの変化、預金・融資の活動、市場環境を踏まえて純金利収入（NII）の 12 ヶ月の予測モデルを利用したり、様々な金利シナリオ、バランスシートの予測、事業戦略の下で自己資本の経済価値（EVE）や NII の感応度分析を行ったりしていたとする¹⁶。

もっとも、SVB を監督するサンフランシスコ連邦準備銀行は、2022 年に金利リスクを把握する方法を改善する必要があるという警告を SVB に発していたと報道されている¹⁷。また、2022 年 4 月には最高リスク管理責任者（CRO）が辞任しており、辞任後は CRO が不在となっていた。このように SVB には、金利リスクを含むリスク管理体制に脆弱性があったことが窺われる。

3. 安定性に欠ける資金調達構造

わずか 1 日で 2 割に相当する預金流出という大規模なバンクランが生じた背景として、非付保預金への過度な依存という SVB の資金調達構造の不安定性も指摘されている。

一般に銀行の資金調達については、リテール顧客からの預金保険対象の要求払い預金（期限の定めのない付保預金）は粘着性があって流出しにくいとされるが、ホールセール顧客から受け入れた大口預金は安定的ではないと認識される。例えば、バーゼルⅢで導入された流動性カバレッジ比率（LCR）は預金の種類に応じて預金の流出率を設定しており、リテール顧客からの期限の定めのない付保預金は 3%（または 5%）であるのに対して、非付保預金や小規模事業者のホールセール預金は 10%と相対的に高く設定されている。

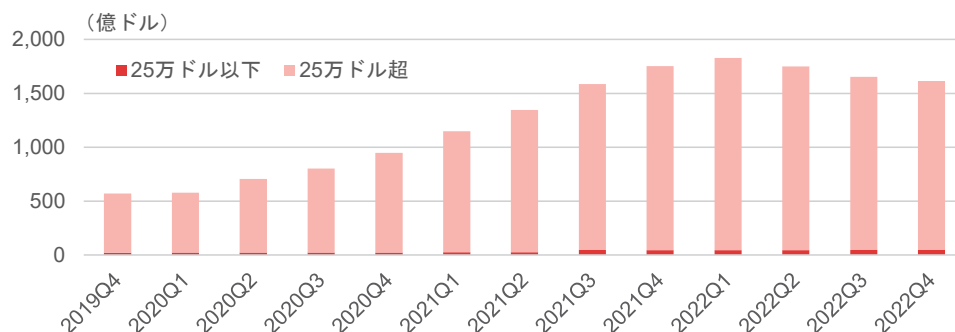
スタートアップへの融資を中心に事業を展開する SVB は、顧客であるスタートアップやその創業者または最高経営責任者（CEO）の預金を積極的に受け入れてきた¹⁸。一般にスタートアップには営業収入がないことから、現金に加えて多額の預金残高を維持しつつ、給与や営業費用を支払って経営が行われている。SVB の預金の受入れ先がテック企業に偏重し、しかもボラティリティの高い安定性を欠いた大口預金であった。

¹⁶ Form 10-K, Item 7A.

¹⁷ “The Fed Was Too Late on SVB Even Though It Saw Problem After Problem,” *Bloomberg*, March 17, 2023.

¹⁸ 例えば、動画ストリーミング・プラットフォームを提供するロク（Roku）は保有現金の 26%に相当する 4 億 8,700 万ドルを、オンライン・ゲーミング・プラットフォームであるロブックス（Roblox）は 30 億ドルの保有現金の 5%を SVB に預けていたことを明らかにしている。また、2022 年 11 月に連邦倒産法を申請した仮想通貨レンディングのブロックファイ（BlockFi）は、SVB に 2 億 2,700 万ドルを預金していたことが明らかになっている（“These companies held money at Silicon Valley Bank and aren’t sure if they’ll recover the funds,” *CNN*, March 11, 2023）。

図表 3 SVB の付保預金、非付保預金



(出所) Call Report (FFIEC)より野村資本市場研究所作成

SVB の預金を 25 万ドル以下 (付保預金) と 25 万ドル超 (非付保預金) に分けてみると、付保預金がほとんどなく、大半が 25 万ドル超の預金であって、安定性に欠ける資金調達構造であったことが窺われる (図表 3)。また、FRB の利上げが開始されてからは、SVB の預金は減少に転じており、金利上昇局面において預金が流出していたことが読み取れる。相対的に利回りが高いマネー・マーケット・ファンド (MMF) などに預金がシフトしていたとみられ、預金が流出する結果、債券売却を行って流動性を確保する必要性が SVB に生じていたように窺われる。

4. デジタル化がもたらす新たなバンクラン

SVB は 3 月 8 日の午後に売却損を公表した後、わずか 1 日という異例の速さで破綻に至った。預金者の取付け騒ぎという典型的なバンクランであるが、過去に例をみない速さと規模で預金が流出したことが特徴である。ソーシャル・メディアを通じて SVB の経営状態を不安視する情報などが預金者の間で共有され、オンライン・バンキングなどで預金を引き出されたことが急速かつ大規模なバンクランの背景として指摘されている。

報道によると、破綻前日に複数の著名なベンチャー・キャピタリストが主にツイッター (Twitter) を利用して SVB の経営に警鐘を鳴らしたり (時には投稿内容をすべて大文字で入力)、一部の投資家はスタートアップに対して資金の預け先を見直すよう促したり、スタートアップの創業者や CEO はビジネスチャットであるスラック (Slack) のチャンネルで SVB の経営状況に関するツイートを共有したりしたとされている¹⁹。また、破綻前日には「SVB」という単語が約 20 万回もツイートされたという²⁰。

SVB がバンクランから破綻する事態に至ったことについて下院金融サービス委員会のマクヘンリー委員長は、最初の「Twitter に煽られたバンクラン (Twitter-fueled bank run)」

¹⁹ “SVB collapse was driven by ‘the first Twitter-fueled bank run’,” CNN, March 14, 2023.

²⁰ “SVB is the first social media bank run in history. The crisis will change the banking industry forever,” INSIDER, March 14, 2023.

であると表現している²¹。また、バンクランの異例の速さから、（バンクランではなく）ソーシャル・メディアが引き起こした「バンクスプリント（bank sprint）」であったとの声もある²²。

過去のバンクランでは、銀行の経営状態に不安を感じた預金者が預金を引き出そうとして店舗に出向くことで長蛇の列ができ、メディアの報道などを通じて他の預金者にも状況が認識され、さらに多くの預金者が店舗に殺到するといった取付け騒ぎを経験してきた。しかしながら、近年は、利用者の利便性を高めるべく銀行サービスのデジタル化が進展し、モバイル端末のアプリ等からオンラインで簡単かつ速やかに預金を引き出せるような環境になってきている。実際、SVB のバンクランでは店舗に並ぶ預金者は少なく、アプリや電話を使って預金者はものの数分で預金を引き出したとされる²³。

バンクランが異例の速さで進んだ背景を考えると、スタートアップ・ビジネスに関わるデジタル・リテラシーの高い顧客がコミュニティで密接につながるシリコンバレーを顧客基盤としていたという SVB の特殊性も指摘できるが、社会環境や銀行サービスにおけるデジタル化の進展という一般社会に広範に広がるデジタル化の潮流も影響している可能性がある。SVB の破綻は、ソーシャル・メディアにもたらされた、静かだが破壊力のあるバンクランであったように窺われる。デジタル時代における現代的なバンクランであると捉えることができよう。

Ⅲ 全預金保護を含む SVB の破綻処理スキーム

1. 例外的な SVB の破綻処理

米国では、銀行やスリフト（貯蓄金融機関）を含む預金保険対象機関を対象とする破綻処理は、FDIA の下、FDIC が金融機関のレシーバーとなって清算型手続であるレシーバーシップ（receivership）を適用して実行される。一方、親会社である銀行持株会社は FDIA の対象外であり、したがって銀行グループが一体的に破綻処理されることはない²⁴。

すなわち、SVB グループの破綻処理に当たっては、預金保険対象機関である SVB は、銀行持株会社である SVB フィナンシャル・グループから切り離されて FDIC が破綻処理を進める一方、証券会社やベンチャー・キャピタル、プライベート・バンキングを傘下に持つ SVB フィナンシャル・グループは、FDIC の手続の外で事業の継続や売却、または法的倒産を含め、経営の帰趨を自ら判断することになる。実際、同社はチャプター・イレブン（連邦倒産法第 11 章）の適用を 3 月 17 日に申請している。

²¹ 脚注 19 を参照。

²² 脚注 20 を参照。

²³ “Bank runs used to be slow. The digital era sped them up,” AP News, March 16, 2023.

²⁴ ただし、米国の G-SIBs についてはグループ体系的な破綻処理が行われる。ドッド＝フランク法で導入された銀行持株会社を対象とする秩序ある清算に係る権限（OLA）の下、シングル・ポイント・オブ・エントリー（SPOE）というグループベースの破綻処理戦略が適用される。

FDIC による破綻処理手法には、清算（liquidation）と資産・負債の承継（purchase and assumption; P&A）がある。破綻金融機関を清算する際、FDIC が預金者に付保預金を支払うのがペイオフというスキームである。非付保預金には清算配当が行われ、その際、必要に応じてヘアカットが行われる。金融機関を清算する場合、融資や預金といった営業基盤に関わる価値（フランチャイズ・バリュー）は失われる。

一方、P&A は、健全な承継金融機関（買い手）が破綻金融機関の資産を購入し、負債を引き受けるスキームである。P&A では、破綻金融機関のフランチャイズ・バリュー、特に低コストで安定的な付保預金に対して、買い手がプレミアムを乗せて引き受けることが期待されるため、清算（ペイオフ）を選択するよりも破綻処理コストが抑制される。FDIC の破綻処理では多くの場合で P&A が選択され、多くの場合ですべての預金買い手に引き受けられ（全預金 P&A）、結果として非付保預金のヘアカットが避けられている。

FDIC の破綻処理手法として主流となっているのが、破綻金融機関の付保預金（可能な限り全預金）と見合いの資産を買い手に譲渡するベーシック P&A である。後述するように、かつては破綻金融機関のすべての資産と負債を買い手に譲渡するホールバンク P&A（whole-bank P&A）が数多く行われていた。

通常、FDIC が金融機関を破綻処理するときは、監督当局から破綻のおそれがある旨の通知を受けた後、破綻金融機関を閉鎖するまでの間に一定の事前準備が行われる。具体的には、FDIC が事前の立入検査を実施して、資産・負債のバリュエーションなどを行う。P&A であれば、FDIC が買い手候補を選定して、買い手候補によるデュー・デリジェンスを経て入札を実施し、破綻金融機関を閉鎖する前に買い手を決定する。事前立入検査から入札完了までは数週間から数ヶ月に及ぶとされている²⁵。

P&A では通常、事前準備を終えた後、金曜日の営業終了後に金融機関を閉鎖して破綻処理を開始する旨を公表し、レゾリューション・ウィークエンドと呼ばれる週末のうちに、承継する資産・負債の選別や付保預金の確定といった破綻処理に必要な作業を FDIC が行った上で、資産・負債を買い手に譲渡し、月曜日の営業開始時から預金へのアクセスを含む銀行サービスを再開することを目指す。いわゆる金月処理である。

一方、SVB の破綻はサドンデス（突然死）であったため、SVB は直ちに閉鎖された。FDIC が監督当局である FRB からバンクランと流動性枯渇のおそれがある旨の通知を受けたのは 3 月 9 日の夕方であったことから、事前準備を行う時間はなく、SVB はブリッジ・バンクに承継され、レシーバーである FDIC が買い手を探すこととなった²⁶。SVB には全預金保護の措置が適用されたことから、3 月 15 日に入札を開始し、SVB のすべての預金を引き受ける買い手を探していた。

FDIC は 3 月 26 日、SVB のすべての預金と融資を全米 30 位のファースト・シチズン

²⁵ FDIC による破綻処理前の事前準備に関しては、日本銀行「資料 米国預金保険制度の概要と運用」『日本銀行月報』1995 年 8 月号が詳しい。

²⁶ SVB の破綻処理が始まった週末の入札では、付保預金と一部資産を引き受けるオファーが金融機関からあったものの、SVB に清算を適用した場合に推定される回収率を大きく下回る結果となることから、FDIC は当該オファーを却下している（脚注 4 の公聴会証言を参照）。

ズ・バンクが承継することを公表した²⁷。同行が購入する SVB の融資の 720 億ドルは 165 億ドルにディスカウントされて譲渡されることとなり、さらにロス・シェアリング契約 (SLA)²⁸も結ばれている。一方で FDIC は、ファースト・シチズンズ・バンクの銀行持株会社の普通株式を対象とする最大 5 億ドルのエクイティ・アプリケーション・ライト (EAR)²⁹を得ている。これは、同行が P&A に当たって現金の前払いをしない代わりに FDIC に付与されるものである。なお、承継されなかった 900 億ドルの証券その他の資産は、FDIC のレシーバーシップに残され、清算処分を待つことになる。

FDIC は、SVB の破綻が預金保険基金に与える損失を約 200 億ドルと試算しているが、レシーバーシップを終えてから正確な損失が確定する。FDIC が買い手に譲渡するときは譲渡価格が高いほど預金保険基金の損失が抑制されることになるが、次節で確認するようにシステミック・リスク・エクセプションが適用されているため、SVB の全預金保護に伴って発生する預金保険基金の損失は、銀行業界の事後的な負担でカバーされる。

2. システミック・リスク・エクセプションの適用

前述のとおり、SVB（およびシグネチャー・バンク）の破綻処理では FDIA の規定の下、保険上限（25 万ドル）を超えてすべての預金の保護を可能にするシステミック・リスク・エクセプションという例外的な措置が講じられた。

FDIA は、あらゆる破綻処理手法の中で預金保険基金に対して最もコストがかからない手法を選択することを FDIC に求めている。いわゆる最小コスト原則（least-cost resolution required）である³⁰。そのため、FDIC は破綻処理手法の選択に当たってコスト・テストを実施している。最小コスト原則はさらに、非付保預金者または預金者以外の債権者を保護するために預金保険基金を使用することを禁じている。そのため、原則として、FDIC は預金保険基金を使ってすべての預金を保護することはできない。

金融機関の破綻が相次いだ 1980 年代後半は、すべての資産・負債を買い手に譲渡するホールバンク P&A が FDIC の破綻処理手法の主流であった。ホールバンク P&A は、FDIC にとって当初の現金と管理コストが抑えられるが、時間とともに預金保険基金のコストが高くなるとされ、買い手はマイナスの入札も可能であった³¹。ホールバンク P&A は次第に

²⁷ FDIC, “First-Citizens Bank & Trust Company, Raleigh, NC, to Assume All Deposits and Loans of Silicon Valley Bridge Bank, N.A., From the FDIC,” Press Release, March 26, 2023.

²⁸ P&A の実施に当たって FDIC は、破綻金融機関の特定の資産プールで将来発生する損失を一部引き受ける SLA を買い手と結ぶことがあり、SLA の下で FDIC に損失が発生した場合には、まずは破綻金融機関の清算から得られる資金、次に預金保険基金から支払われる。

²⁹ 権利付与時点の株価と権利行使時の株価の差額を現金や株式で支給する EAR は、シグネチャー・バンクの破綻処理でも利用されている。FDIC は、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプの子会社であるフラッグスター・バンクにシグネチャー・バンクを譲渡することを決定したが、その際、ニューヨーク・コミュニティ・バンコプの普通株式に関する 300 億ドルまでの EAR が FDIC に付与される。

³⁰ 12 U.S.C. 1823(c)(4)

³¹ European Parliament, “An Effective Regime for Non-viable Banks: US Experience and Considerations for EU Reform,” Banking Union Scrutiny, July 2019.

モラルハザードをもたらすことが懸念されるようになり、政治的問題となったことから、1991年に連邦預金保険公社改善法（Federal Deposit Insurance Corporation Improvement Act of 1991; FDICIA）が制定され、FDIA に最小コスト原則が導入された。それ以降の破綻処理では、コスト・テストを経てホールバンク P&A を選択することが以前よりも難しくなり、それ以降はベーシック P&A が主流となっている³²。

ただし、FDICIA は、最小コスト原則とともにその例外としてシステミック・リスク・エクセプションを FDIA に導入した。すなわち、FDIC および FRB の書面による勧告に基づいて、破綻金融機関が経済環境および金融の安定に重大な悪影響を及ぼすおそれがあることなどについて、財務長官が大統領と協議した上で決定したときは、最小コスト原則を適用しないことを定めている³³。つまり、システミック・リスク・エクセプションの下、FDIC は預金保険基金を使って破綻金融機関のすべての預金を保護することができる。

システミック・リスク・エクセプションを適用する場合、保険上限を超えて保護を図るため、預金保険基金に損失が発生する可能性がある。これについて FDIA では、FDIC が適切と判断したときは、預金保険対象機関とその持株会社を対象とする特別課金（special assessment）によって損失を回復できると定められている³⁴。すなわち、事後的な負担金が通常の預金保険料とは別に他の銀行に求められることになる。3月12日の米国財務省、FRB および FDIC の共同声明はその旨に言及しており、SVB とシグネチャー・バンクの全預金保護に伴うコストは、FDIA の下、銀行業界の事後負担で賄われる方針である³⁵。

なお、システミック・リスク・エクセプションは、グローバル金融危機時に初めて利用された。具体的には、FDIC がワコビアやシティグループ、BOA を支援した際に適用されている。例えば、ワコビアを救済するため、その資産・負債をシティグループが承継した際、システミック・リスク・エクセプションの下で全預金が承継され保護された。また、流動性確保のため預金保険対象機関の債務に FDIC が保証を提供する一時的な流動性保証プログラム（Temporary Liquidity Guarantee Program）を導入した際にも、システミック・リスク・エクセプションが適用されている。

³² FDIC はホールセール P&A の費用対効果が低い理由として、不良資産の最良の取得者と正常資産の最良の取得者が必ずしも同じではないことを挙げる。また、デュー・デリジェンスを行う十分な時間がないときは、買い手の資産リスクに対する認識が高まることで譲渡価格を引き下げおそれがあることを指摘している（FDIC, “Crisis and Response; An FDIC History, 2008-2013”）。

³³ 12 U.S.C. 1823(c)(4)(G)(i)

³⁴ 12 U.S.C. 1823(c)(4)(G)(ii)

³⁵ FDIC は、SVB の破綻処理コストとして見積もった 200 億ドルのうちの 180 億ドル、シグネチャー・バンクの破綻処理コストとして見積もった 25 億ドルのうちの 16 億ドルを非付保預金の保護に関連するコストとしており、これらのコストが特別課金の対象となる。FDIA の下、システミック・リスク・エクセプションから利益を得る金融機関の種類や経済環境、業界への影響などを考慮して特別課金を行うことが求められているが、FDIC は大手行にかなりの負担を負わせることで地銀の負担を減らそうと調整している（“FDIC Considers Forcing Big Banks to Pay Up After \$23 Billion Hit,” *Bloomberg*, March 30, 2023）。

Ⅳ SVB の破綻の背景にある監督・規制上の問題

1. FRB による SVB の監督・規制の検証

州法銀行であり連邦準備制度（FRS）に加盟している SVB は、FRB に主たる監督責任があり、サンフランシスコ連銀の監督チームが SVB の監督を行っていた³⁶。FRB において金融監督を担当するバー副議長は、SVB の破綻を受けて監督・規制に問題がなかったどうかを検証し、5 月 1 日までに報告書を公表する方針を打ち出している³⁷。FRB と同様、シグネチャー・バンクを監督していた FDIC も、5 月 1 日までに監督のあり方をレビューする報告書を公表することを明らかにしている。

SVB の破綻の背景には、監督・規制上の問題があることが窺われる。スタートアップから積極的に受け入れた預金を債券運用に充てながら、SVB は急速にバランスシートを拡大してきた。バランスシートの急拡大に伴うリスクとして、債券ポートフォリオの金利リスクや非付保預金に依存した安定性に欠く資金調達構造の問題を抱えており、FRB の報告書では、SVB の金利リスクや流動性リスクに対して監督・規制がどのように対処していたのかという点を中心に検証が行われることになるだろう。

上院銀行委員会の公聴会においてバー副議長は、SVB が破綻した原因について、SVB の経営者が金利リスクと流動性リスクを実効的に管理していなかったと証言している³⁸。その上でバー副議長は、SVB は急増する預金をより長期の債券に投資して利回りを高め、利益を増やしていたが、債券の金利リスクを実効的に管理したり、実効的な金利リスクの計測ツールやモデル、指標を開発したりすることはなかったと述べた。また、負債のリスク管理として、預金がテック・セクターに集中しており、預金のボラティリティが高かった可能性を指摘した。

また、サンフランシスコ連銀の監督チームが SVB のリスク管理の脆弱性を度々指摘してきたことも明らかにした³⁹。2023 年 2 月半ばには、FRB 理事会で金利上昇が一部の銀行の財務状況に与える影響に関する問題を議論する中、SVB の金利リスクと流動性リスクの問題が共有されたことを証言したことで、かえって FRB が監督責任を問われる状況となっている。

³⁶ 州法銀行である SVB は FRS に加盟しており、その場合の第一義的監督当局（primary regulator）は FRB となる。また、州の監督当局としてカリフォルニア州金融保護・イノベーション局（California Department of Financial Protection and Innovation）も SVB の監督を行っていた。

³⁷ FRB, “Federal Reserve Board announces that Vice Chair for Supervision Michael S. Barr is leading a review of the supervision and regulation of Silicon Valley Bank, in light of its failure,” Press Release, March 13, 2023.

³⁸ FRB, “Statement by Michael S. Barr Vice Chair for Supervision Board of Governors of the Federal Reserve System before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs U.S. Senate,” March 28, 2023.

³⁹ 監督チームは、2021 年の年末頃に SVB の流動性リスク管理の欠陥を発見し、流動性ストレス・テストや緊急時の資金調達、流動性リスク管理に関して 6 項目の指摘を行った。2022 年 5 月に実効的な取締役会の監視がないこと、リスク管理の脆弱性、内部監査機能に関して 3 項目の指摘事項を伝達している。2022 年夏には、経営格付を格下げするとともに、ガバナンスと内部統制について「不十分」と評価し、SVB の経営は良好（well managed）ではないと判断した。2022 年 10 月には上級経営者と会合し、金利リスク・プロファイルに懸念があることを表明した。11 月には金利リスク管理に関する指摘事項を伝えている。

2. リスク・プロファイルに応じた規制の陥穽

監督・規制の問題として一般に指摘されているのが、トランプ政権の規制緩和である。金融危機を受けてオバマ政権の下で 2010 年にドッド＝フランク法が成立し、G-SIBs を含む連結総資産 500 億ドル以上のシステム上重要な金融機関（SIFIs）に厳格なプルーデンス規制を適用することが規定された。その後、中小金融機関の規制緩和を掲げたトランプ政権の下、経済成長・規制緩和・消費者保護法（EGRRCPA）が 2018 年に成立し、SIFIs の閾値が 2,500 億ドルに引き上げられるとともに、1,000 億ドル以上 2,500 億ドル未満の銀行グループに対する規制適用の裁量権が FRB に与えられた。

銀行のプルーデンス規制の策定を担う FRB は、米国内へのバーゼルⅢの適用に際して、規制の種類によって総資産の閾値が区々となっていることに対して以前から問題意識を有していた。例えば、LCR は 500 億ドル以上の銀行が対象であった一方、バーゼルⅢベースのレバレッジ比率の対象は 2,500 億ドル以上の銀行であった。

これらのことを踏まえて FRB は 2019 年に、総資産 1,000 億ドル以上の銀行について総資産を含むリスク指標を基に、米国 G-SIBs を含む「カテゴリーⅠ」から、総資産 2,500 億ドル未満の銀行を含む「カテゴリーⅣ」まで 4 つのカテゴリーに銀行を分類し、リスク・プロファイルに応じて規制の強弱をつけるプルーデンス規制の枠組みを最終化させた⁴⁰。

連結総資産が急拡大した SVB グループは、1,000 億ドルの閾値を超過して 2021 年からカテゴリーⅣとなった。カテゴリーⅣの銀行は、バーゼルⅢベースの自己資本比率が適用される一方、その他包括利益累計額（AOCI）を自己資本に反映させないオプションがあるほか、バーゼルⅢベースのレバレッジ比率ではなく、米国基準のレバレッジ比率が適用される。監督上の資本ストレス・テストは、（G-SIBs のように年次ではなく）2 年毎に行われることになっているが、新たにカテゴリーⅣとなった SVB には移行期間が考慮され、2024 年に初めて実施される予定であった。

さらにカテゴリーⅣでは、流動性バッファー要件が適用され、流動性ストレス・テストの実施が求められる一方、市場ストレス時の流動性バッファーの確保を目的とする LCR や資金調達構造の安定性を促す安定調達比率（NSFR）というバーゼルⅢベースの流動性規制は適用されていない。FRB による監督・規制の検証では、SVB の流動性リスクに関する監督・規制のあり方が 1 つの重要な焦点となるだろう。

3. 金利リスクの管理に関する監督の欠陥

SVB の有価証券運用は米国債と MBS を中心とし、信用リスクをほとんどとっていなかった。しかしながら、HTM として保有する長期の MBS への投資を急に拡大した結果、債券ポートフォリオは大きな金利リスクを抱えることとなった。FRB による政策金利の急

⁴⁰ 米国銀行規制の枠組みについては、小立敬「最終化された米国の大手銀行規制の見直しーリスク・プロファイルに応じたプルーデンス規制の再構築ー」『野村資本市場クォーターリー』2020 年冬号を参照。

速な引上げとともに HTM ポートフォリオは含み損を拡大させ、2022 年末には含み損が約 150 億ドルに上り、自己資本に匹敵する水準となっていた。

バー副議長の証言からは、急速な政策金利の引上げの影響から過大な金利リスクに直面する銀行が他にも存在することが示唆される。米国の預金保険対象機関の有価証券含み損は 2022 年末で 6,200 億ドルに達しており、システミック・リスク・エクセプションの決定の背景に、預金の流出に伴って有価証券の投売り（fire sale）が生じれば、価格をさらに押し下げて多額の含み損が実現損となり自己資本を毀損することへの懸念があった⁴¹。

バーゼルⅢは、銀行に資本賦課を求める第 1 の柱（Pillar1）ではなく、資本賦課のない第 2 の柱（Pillar2）として銀行勘定の金利リスク（IRRBB）を位置づける。バーゼルⅢの IRRBB は、金利リスクの管理や計測に関する原則を示した上で銀行の内部モデルを用いて金利リスクを計測して管理するプリンシプル・ベースの枠組みである。バーゼル銀行監督委員会（BCBS）が設定する金利ショック・シナリオの下、経済的価値の変化額である ΔEVE と 1 年間の金利収益の変化額である ΔNII を計測し、開示することが求められる⁴²。さらに IRRBB では、過剰な金利リスクを抱えるアウトライヤー銀行を特定する観点から、 ΔEVE の値について Tier1 の 15% が閾値として設定されている。

米国の金利リスク管理に関する監督については、定性的なガイダンスが 1996 年に FRB から示されて以降、更新されず、リスクの計測方法や監督上の制限も定められていない。なお、2020 年に米国に対して実施された IMF の金融セクター評価プログラム（FSAP）は、金利リスクの管理に関する定量基準を早急に導入することを米国に勧告していた⁴³。

SVB の破綻に関してグルエンバーグ FDIC 総裁は、下院金融サービス委員会の公聴会で、資産のマチュリティの長期化と総預金の緩やかな減少が組み合わさると、銀行が流動性ニーズを満たそうと有価証券の売却を迫られたときに、有価証券の含み損が実現損となるリスクを浮き彫りにしたと証言した⁴⁴。また、米国では 3 月だけで 3,400 億ドルもの資金が MMF に流入している。現在の金利上昇局面において、米国の銀行セクターは有価証券ポートフォリオの金利リスクに加えて、預金者が MMF を含む代替商品にシフトすることで生じる預金の減少という事態にも直面している。SVB の破綻を受けた当初の預金流出は銀行に対する信用不安に起因するものであったが、今後、預金と代替商品の利回り格差に目覚めた預金者がさらに資金をシフトさせるおそれも指摘されている⁴⁵。

米国の銀行セクターは、有価証券ポートフォリオの金利リスクと預金流出という流動性リスクに対して実効的な資産・負債の統合管理（ALM）を行うことが求められる。同時に、監督当局がどのような監督上の措置を講じるかが、米国の銀行セクターが直面する現在のストレス環境を抜本的に解消させる鍵となるだろう。

⁴¹ 脚注 4 の公聴会証言を参照。

⁴² 具体的には、①上方パラレルシフト、②下方パラレルシフト、③スティープ化、④フラット化、⑤短期金利上昇、⑥短期金利低下という 6 つの具体的なシナリオがあらかじめ設定されている。

⁴³ IMF, “United States: Financial System Stability Assessment,” IMF Country Report No.20/242, August 2020.

⁴⁴ 脚注 4 の公聴会証言を参照。

⁴⁵ “Flood of cash into US money market funds could add to banking strains,” *Financial Times*, March 30, 2023.

V システミック・リスクのメカニズムと政策対応

1. グローバル金融危機と異なるシステミック・リスク

預金の流出がバンクランとなった SVB とシグネチャー・バンクの破綻は、非付保預金への依存という SVB と似た特徴を有する他の地銀にも波及した。例えば、テック企業や富裕層との取引が多いファースト・リパブリック・バンクでは、SVB の破綻後に 700 億ドルもの預金が流出し、前述のとおり、米銀 11 行が 300 億ドルの預金を提供する措置につながった。それでも銀行システムへの不安は完全には払拭されていない⁴⁶。

銀行システムが不安定化している現在の状況と、世界的な規模の金融・経済危機に発展した 2008 年のグローバル金融危機を比較すると、システミック・リスクの様相が異なることが指摘できる。システミック・リスクにつながった要因として金融危機時は、①サブプライム関連エクスポージャーを金融セクターが証券化を通じて共通に保有していたこと、②短期のホールセール・ファンディングへの依存と過度なレバレッジという共通のリスク要因を投資銀行が持っていたこと、③店頭デリバティブ取引やレポ取引を通じて市場参加者が高い相互関連性を有していたものの、その状況が不透明であったこと、④ペイルインを含む SIFIs の秩序ある破綻処理を実現する枠組みがなく、リーマン・ブラザーズの破綻の影響から当局がトゥー・ビッグ・トゥ・フェイル (TBTF) の問題に直面したことなどが指摘できる。これらの問題は金融危機後に、G20 の枠組みの下で金融安定理事会 (FSB) のイニシアティブによって行われた金融規制改革を通じて解決が図られてきた。

一方、現在の銀行システムの不安定化は、グローバル金融危機の特徴が当てはまらない。信用不安に直面する米銀は伝統的な預貸業務を中心としている。共通のエクスポージャーによってバランスシートが毀損され、銀行間の相互関連性から危機が波及するという金融危機時に観察されたシステミック・リスクのメカニズムは観察されない。TBTF が懸念された大手行には厳格なプルーデンス規制が適用されたことで資本基盤は厚くなっており、信用不安の影響は相対的に小さく、むしろ地銀から預金が入入している。

クレディ・スイスの経営危機に至っては言うまでもない。米国発の銀行システムの不安定化がクレディ・スイスに波及し、顧客資金が流出して UBS に吸収されることとなったが、クレディ・スイスと米銀に共通するシステミック・リスクの要因を見出すことはできない。CET1 比率は 2022 年末で 14.1%と十分な水準であり、例えば、HTM として保有する 1～5 年の国債もトレーディング資産と比較するとわずかな規模である。G-SIBs であるクレディ・スイスには、LCR や NSFR も当然適用されており、2022 年末の平均 LCR は 144%であり、2023 年 3 月には 150%にまで改善されていた⁴⁷。

⁴⁶ 例えば、ファースト・リパブリック・バンクに預金を提供した銀行団は、資本増強を含む追加的支援についてさらに協議を行っている (“JPMorgan CEO Jamie Dimon Leading Efforts to Craft New First Republic Bank Rescue Plan,” *Wall Street Journal*, March 21, 2023)。

⁴⁷ Credit Suisse, “Credit Suisse Group takes decisive action to pre-emptively strengthen liquidity and announces public tender offers for debt securities,” Press Release, March 16, 2023.

あえて共通の要素を挙げるとすれば、2022 年 10 月にソーシャル・メディアの影響から、預金流出に見舞われたことである。クレディ・スイスは、10 月の最初の 2 週間に誤った噂に基づくネガティブな報道とその情報がソーシャル・メディアで流れた後、預金の引出しが大幅に増加し、定期預金の更新が行われなくなったと説明している⁴⁸。その結果、2022 年第 3 四半期において同行の預金は前期から 182 億スイスフランも減少していた。

SVB の破綻に端を発する銀行システムの不安定化をもたしたシステミック・リスクは、1 つのバンクランの発生が預金者の信用不安の連鎖につながるという古典的な銀行危機のように窺われる。古典的な銀行危機である一方、ソーシャル・メディアが信用不安の拡大に影響しているという点がシステミック・リスクの新たな特徴として指摘できる。また、金融危機の際は市場流動性（market liquidity）が蒸発し、ホールセール・ファンディング市場が機能不全に陥るという事態が生じたが、現在は預金を主な資金調達手段とする銀行の預金の引出しによる流動性の逼迫、すなわち資金流動性（funding liquidity）の問題が生じているように窺われる。

2. システミック・リスクを受けた当局の対応

1) FRB によるマクロプルーデンス政策

破綻した SVB およびシグネチャー・バンクにはシステミック・リスク・エクセプションとして全預金保護の措置が適用されたが、これは金融システムの安定化を図るマクロプルーデンス・ツールとして捉えることができる。また、FRB が緊急的に導入した BTFP もシステミック・リスクに対する中央銀行のマクロプルーデンス・ツールである。なお、グローバル金融危機の際には中央銀行の新たな危機対応の措置として金融市場に市場流動性を提供する最後のマーケット・メーカー（market maker of last resort; MMLR）という役割が注目されたが⁴⁹、BTFP は銀行の資金流動性を改善し、銀行システムの安定を支える最後の貸し手（lender of last resort; LLR）という伝統的な中央銀行の役割として捉えることができる。

イエレン財務長官は、全預金保護の措置について、より広範な米国の銀行システムを保護するために必要であり、小規模な金融機関が波及リスクから預金流出に見舞われた場合には同様の措置を講じる可能性を明らかにしている⁵⁰。一方、米議会では、預金者 1 人当たり 25 万ドルに設定されている保険上限を引き上げるか、保険上限を停止するという意見が出てきている。上限停止とは、1996 年から 2002 年まで日本で講じられたような全預金保護に相当する⁵¹。イエレン財務長官は下院金融サービス・

⁴⁸ Credit Suisse, “Financial Report 3Q22.”

⁴⁹ 金融危機時に FRB が講じた措置に関しては、小立敬「金融危機における米国 FRB の金融政策—中央銀行の最後の貸し手機能—」『資本市場クォーターリー』2009 年春号を参照。

⁵⁰ U.S. Department of Treasury, “Remarks by Secretary of the Treasury Janet L. Yellen at the American Bankers Association’s Washington DC Summit,” March 21, 2023.

⁵¹ 現在の日本では、預金保険法 102 条 1 項 2 号に定める第 2 号措置としてシステミック・リスクのおそれがあるときに、ペイオフ・コスト超の資金援助を通じて、破綻金融機関の預金全額を保護することができる。

歳出小委員会の公聴会で、正当化される場合は追加的な措置を講じる用意があると述べた⁵²。マクロプルーデンス政策としてシステミック・リスクの抑制に必要な措置とそれに伴うモラルハザードという副作用のバランスを図ることが求められよう。

他方、FRB は 3 月 22 日、連邦公開市場委員会（FOMC）を開催し、政策金利を 0.25% 引き上げることと決定し、さらに追加利上げの可能性も示唆した。一般に金融システムが不安定化する状況では、流動性の提供や金融システムの安定化を図るため、マクロプルーデンス政策の観点から金融緩和が要請される。一方、インフレ・リスクが顕在化する場合、物価の安定を図る金融政策には引締めが求められる。すなわち、インフレ・リスクが生じる中で金融システムにストレスが存在するときは、金融政策は緩和と引締めの相反する方向から政策を講じることが求められることになる。

FRB は今回、引上げ幅を縮小する一方で政策金利の引上げを継続した。FRB としては、物価の安定を主たる目標とする金融政策ではインフレ・リスクへの対応を優先させる一方、FDIC の全預金保護の措置に加えて、BTFP というマクロプルーデンス・ツールを通じて LLR の役割を発揮しながらマクロプルーデンス政策を講じているものと整理することができる。

金融政策とマクロプルーデンス政策の関係に関しては、これまで様々な議論が行われてきた。現在、米国の経済・金融環境は、インフレが生じる状況で銀行システムの不安定化に直面しており、FRB には金融政策とマクロプルーデンス政策のバランスを考慮した政策実行が要請されている。

2) クレディ・スイスの AT1 債に対するスイス政府の異例の措置

スイス連邦金融市場監督機構（FINMA）は 3 月 19 日、SVB の破綻の余波から経営危機に陥ったクレディ・スイスを UBS が救済合併することを承認したが、その際、例外的な政府支援をトリガーとして同行の自己資本の Tier1 に算入されている 170 億ドル相当のその他 Tier1 債（AT1 債または CoCo 債）を完全に元本削減することを明らかにした⁵³。それを受けて、G-SIBs の AT1 債が初めてペイルインされるとして 2,500 億ドルを超える AT1 債市場に動揺が広がっている。特に市場参加者が懸念している点が、株主は合併に際して 33 億ドル相当の UBS の株式が割り当てられる一方、一般的には弁済順位で優先される AT1 債が元本削減され完全に棄損することである。

クレディ・スイスの AT1 債の契約条項を記載したタームシートは、①バーゼルⅢのゴーイングコンサーン要件に相当する、一定の自己資本比率（スイスの規制で CET1 比率 7%）を下回る場合（Contingency Event）か、②バーゼルⅢのゴーンコンサーン

⁵² U.S. Department of the Treasury, “Testimony of Secretary of the Treasury Janet L. Yellen Before the Financial Services and General Government Appropriations, U.S. House,” Press Release, March 23, 2023.

⁵³ FINMA, “FINMA approves merger of UBS and Credit Suisse,” Press Release, March 19, 2023.

要件、すなわち PONV (point of non-viability) 条項⁵⁴に相当する、存続可能性に問題が生じた場合 (Viability Event) に元本削減されることになっており、元本削減されるときはエクイティに転換されない旨を規定している。

いずれかのトリガーが引かれたのかを含め AT1 債のみが元本削減される措置の根拠が不明確であり市場に混乱が広がっていたことから、FINMA はその根拠を説明するプレスリリースを追加的に公表した⁵⁵。

それによると、スイス政府は政府保証付きの流動性支援融資をクレディ・スイスに実行するため、緊急政令 (Emergency Ordinance) を新たに制定しており、当該政令において、与信を承認する際に AT1 の元本削減を命じることができる権限を FINMA に与えた⁵⁶。プレスリリースは、政府保証を付した流動性支援融資は例外的な政府支援であり、それが契約条項の存続可能性のイベントに当たることから、緊急条例および契約条項に基づいて AT1 債を元本削減することをクレディ・スイスに命じたと説明している⁵⁷。さらに、スイスの AT1 債は、エクイティ資本を損失吸収に使う前に元本削減または CET1 に転換できるように設計されているとする。すなわち、スイス政府は緊急政令を制定することによって、契約条項に基づいてエクイティ資本を損失吸収に使う前に AT1 債のみを元本削減することを可能にしたかたちである。

一方、バイルインを規定する銀行法で与えられたリストラクチャリングの権限の下、FINMA が制定した銀行倒産令 (BIO-FINMA) では、(リストラクチャリング計画において債務のエクイティ転換が規定されている場合) 債務の転換前に株主資本を完全に元本削減する旨が定められている⁵⁸。また、2020 年に公表したレゾリューション・レポートは、バイルインを適用する際の債権者の順位として最初にエクイティ資本が元本削減され、それよりも劣後する債務が転換された後に、その他のシニア債務と非付保預金が元本削減されると説明する⁵⁹。こうした FINMA による秩序ある破綻処理が適用されていれば、株主との逆転は生じなかっただろう。

市場に懸念が広がっていることを受けて、ユーロ圏の破綻処理当局である単一破綻処理理事会 (SRB) は、欧州銀行監督機構 (EBA) や欧州中央銀行 (ECB) と共同でプレスリリース⁶⁰を公表し、EU の破綻処理の枠組みでは、問題銀行の株主や債権者

⁵⁴ AT1 と Tier2 の要件としてバーゼルⅢは、実質破綻状態を意味する PONV となった場合、当局の判断によって元本削減または株式転換が行われる契約条項を含むことを求めている。ただし、PONV となったときに元本削減や株式転換を可能とする法令が母国に備わっている場合はこの限りではない。例えば、米国の規制は、PONV 条項を AT1 と Tier2 の資本算入要件としていない。

⁵⁵ FINMA, “FINMA provides information about the basis for writing down AT1 capital instruments,” Press Release, March 23, 2023.

⁵⁶ Ordinance on Additional Liquidity Assistance Loans and the Granting of Federal Default Guarantees for Liquidity Assistance Loans from the Swiss National Bank to Systemically Important Banks Amendment of 19 March 2023, Art. 5a.

⁵⁷ ただし、AT1 のタームシートに規定されている例外的な政府支援は、自己資本充実に関する措置について記述しており、流動性支援の措置は想定されていない。

⁵⁸ FINMA Banking Insolvency Ordinance, Art 48.

⁵⁹ FINMA, “Resolution Report 2020”.

⁶⁰ SRB, EBA and ECB, “SRB, EBA and ECB Banking Supervision statement on the announcement on 19 March 2023 by Swiss authorities,” Press Release, March 20, 2023.

の損失負担の順序を定めており、特に普通株式が損失を最初に吸収し、完全吸収した後でのみ AT1 が元本削減される旨を確認している⁶¹。さらに、損失吸収のアプローチは過去の事例で一貫して適用され、今後も危機時の当局の行動指針となるとも述べた。

また、英国においてベイルインを規定する銀行法は損失負担の順序を規定している。イングランド銀行（BOE）のベイリー総裁は、債権者の順位は基本原則であり、破綻処理では常にそれを遵守する旨を述べた⁶²。香港やシンガポールの中央銀行も銀行が破綻した場合には、伝統的な債権者の順位を守ることを表明している⁶³。スイス以外の金融当局の反応をみると、株主に劣後するクレディ・スイスの AT1 債の扱いがいかに異例の措置であるかを示している。

一方、クレディ・スイスの AT1 債の元本削減は、最初に株主が損失を吸収する破綻処理としてのベイルインではなく、契約条項の存続可能性のイベントには該当するが、破綻認定を避けて株主価値をゴーイングコンサーンとして扱う一方、契約条項を使って AT1 債のみを元本削減するという裁量的な措置であって、その結果として、株主と債権者の扱いが逆転する状況が生じたものと解される。

スイス財務相は、クレディ・スイスはあと 1 営業日を生き延びることができなかったと同行が流動性に行き詰るおそれがあったことに言及した上で、秩序ある破綻処理は大きな経済的損害が想定されたことに加えて、G-SIBs を破綻処理する最初の例であり、実験はできなかったとも述べて、破綻処理を回避した理由を説明した⁶⁴。

このような説明を受けてもなお疑問が残る。PONV であるにもかかわらず、株主が無価値化せず、AT1 債と同じ PONV 条項がある Tier2 債が元本削減されないのはなぜか、そもそも流動性がトリガーなのであれば、なぜ元本削減を行う必要があるのか⁶⁵。FINMA は AT1 債の元本削減の法的根拠を説明するが、なぜエクイティと Tier2 債は対象とせず、AT1 債のみを元本削減することが必要だったのかを説明していない。

クレディ・スイスの AT1 債の元本削減を受けて、欧州やアジアの銀行が発行している AT1 債の価格が大幅に下落した。AT1 債が投資家の信頼を失うことになると、今後の AT1 債による調達コストを大きく引き上げるおそれがある。投資家は投資の際にプロセスの確実性と法の支配を重視するが、それがスイスにより一掃されたとする声もある⁶⁶。スイス政府の異例の措置はスイス固有の問題ではあるが、AT1 債への信頼を損ない、ひいてはベイルインの実行可能性を引き下げ、秩序ある破綻処理の実現に少なからぬ影響を与えることが懸念される。

⁶¹ EU では、域内共通の破綻処理法制である銀行再建・破綻処理指令（BRRD）および単一破綻処理メカニズム規則（SRMR）に明確に順位が規定されている。例えば、破綻処理の一般原則として株主が最初に損失を負担し、債権者は通常の倒産手続における順位に従って株主の後に損失を負担することを規定する。

⁶² “Credit Suisse sale ‘forever impairs’ ability of banks to issue AT1s, investors warn,” *Financial Times*, March 29, 2023.

⁶³ “Asia regulators calm nerves on AT1 bonds as banks reassess new issuance,” *Reuters*, March 23, 2023.

⁶⁴ “Credit Suisse Wouldn’t Have Lasted Another Day, Minister Says,” *Bloomberg*, March 25, 2023.

⁶⁵ FINMA は UBS との合併を承認する直前に、クレディ・スイスの自己資本比率が G-SIBs として高い水準を維持していることを確認している（FINMA, “FINMA and the SNB issue statement on market uncertainty,” Press Release, March 15, 2023）。

⁶⁶ “Credit Suisse Write-Off Upends European Bank Capital Bonds,” *Wall Street Journal*, March 23, 2023.

VI 初期的な教訓と課題

SVB とシグネチャー・バンクの破綻は、米国の銀行システムの不安定化をもたらし、信用不安の連鎖から欧州の一部を含む世界の金融市場に波及した。今後、信用不安の連鎖がどのように終息するのか予断を許さない。米国では、銀行システムの不安定化が継続し、預金の流出が続けば、信用収縮が生じてリセッション（景気後退）となることが懸念されている。最後に、本稿の執筆時点で得られる情報を基に SVB の破綻に端を発する銀行システムの不安定化から得られる教訓と課題について初期的な考察を行いたい。

SVB が破綻した直接の原因はバンクランによるものであったが、その背景には、金利上昇局面における債券ポートフォリオの金利リスクと安定性に欠ける資金調達構造に起因する流動性リスクがあった。今後、FRB が SVB の破綻の背景にある監督・規制の問題を検証することになるが、特に SVB の金利リスクと流動性リスクの管理、それらに対する FRB の監督・規制のあり方に焦点が当てられることが予想される。

足もとでは、パンデミックに対応する金融緩和からインフレ・リスクに対する金融引締めへと世界的に金融政策が転換し、日本でも政策変更の可能性に注目が集められている。SVB の破綻から得られる日本の金融機関も含む一般的な教訓としては、金利上昇局面では、有価証券ポートフォリオの金利リスクが銀行経営の重要な鍵になるという点である。一般に日本の地域金融機関では、貸出需要の不足から外債を含む有価証券運用のプレゼンスが増している。日本では、バーゼルⅢの Pillar2 の下で IRRBB の計測・開示が行われているが⁶⁷、債券ポートフォリオのリスクをフォワードルッキングに管理することが求められる。金利の見通しを考慮しながら、自己資本に対して過大な金利リスクを抱える可能性がないかなど、よりプロアクティブなリスク管理が必要になるだろう。

流動性リスクに関して注目されることは、SVB のバンクランが異例の速さと規模で生じたことであろう。SVB には、2022 年末で 125 億ドルの現預金、それらは総預金の 7% に相当する水準であった。それでもバンクランによってわずか 1 日で流動性が枯渇した。SVB の預金は、スタートアップからの預金という安定性に欠くボラティリティが高い預金であり、受入れ先のセクターに偏重があった。日本の金融機関においては、総じて預金の分散が働いており、大口預金への依存も相対的に低いとみられるが、SVB の破綻を踏まえると、流動性リスク管理の一環としてセクター集中の有無を含め、大口預金の質にもリスク管理の視点を置くことが求められよう⁶⁸。

また、異例のバンクランの背景にソーシャル・メディアやオンライン・バンキングの発展が預金の流出の加速化をもたらした可能性がある。例えば、LCR は金融危機時の市場流動性の枯渇という事態を受けて設計され、NSFR は金融危機時にバンクランで破綻した

⁶⁷ バーゼルⅢの IRRBB は Pillar2 として 2016 年に決着したが、Pillar1 とする選択肢もあった。世界的に金融機関が直面している金利上昇局面の金利リスクを考えれば、IRRBB のあり方の再考を求める声が上がることにも想像に難くない。なお、EU や英国では、Pillar2 の下で IRRBB を含む資本賦課が行われている。

⁶⁸ ただし、日本の預金保険制度では、決済サービスを提供し、要求払いであり、無利息という要件を満たす当座預金や普通預金は全額保護がされており、事業者等の預金引出しを抑制する効果があるように窺われる。

ノーザン・ロックの経験を踏まえて設計された⁶⁹。金融危機時と比べてソーシャル・メディアの影響力は格段に大きくなっている。銀行サービスや社会環境のデジタル化の影響を踏まえながら、LCR や NSFR の設計を再点検する必要があるのかもしれない。

一方、SVB は大規模な預金流出に対応する資金確保に奔走し、最後から 2 番目の貸し手である連邦準備貸付銀行（FHLB）や FRB のディスカウント・ウィンドウから多額の資金を借入れようとしたが、担保移管など所定の手続を締切り時間内に行えず、時間切れとなったと報道されている⁷⁰。緊急時の資金調達に関する SVB のコンティンジェンシー・プランが適切だったかどうか検証を待つ必要はあるが、一般的な教訓として、コンティンジェンシー・プランの中で資金調達に必要な手続の柔軟性や迅速性を改めて確認することに加えて、銀行サービスや社会環境のデジタル化の影響を踏まえて、より厳しい預金流出のシナリオを想定することが必要なかどうか検証することも必要であろう。

現在、地政学リスクの高まりとともにサイバー・リスクへの対応に関心が高まりつつあるが、SVB のバンクランの経験を踏まえるとより視野を広げて銀行サービスや社会環境のデジタル化が金融機関の健全性、ひいては金融システムの安定性にもたらすリスクにもリスク管理や監督・規制の目を向ける必要があるように思われる。FRB のバー副議長は、前述の公聴会において、SVB の破綻を踏まえて変化するテクノロジーや新たなリスクを考慮して銀行への理解を進化させなければならないとの認識を示している⁷¹。

ソーシャル・メディアの発展によって、個人や企業の情報発信が容易になり、新たなネットワークが構築されて、個人投資家がインフルエンサーとして存在感を高めている。一方、根拠のない情報が拡散したり、フェイク・ニュースが流されたりといった負の側面もソーシャル・メディアにある。米国では、個人投資家がソーシャル・メディアで結託し、企業業績に関係なく株価を上下させるミーム株が目立つようになっている。

SVB のバンクランやクレディ・スイスで発生した預金流出は、ソーシャル・メディアが発展する中で預金流出のトリガーが引かれたときの流動性リスクは極めて大きな規模で顕在化するという教訓を示唆する。ソーシャル・メディアではないが、日本でもかつて、チェーン・メールが発端となり預金の取付け騒ぎが発生した例がある⁷²。金融機関や金融当局は、根拠のない噂やフェイク・ニュースがソーシャル・メディアで拡散されて預金流出が発生した場合において既存のリスク管理や監督・規制で十分に対応できるのかどうか検証することも重要かもしれない。

他方、SVB の破綻もクレディ・スイスの実質破綻も流動性がトリガーとなったように思われる。金融危機以降の国際金融規制改革では、バイルアウトへの批判から納税者負担の回避が重要な課題となったことから、バーゼルⅢの PONV 条項や FSB が定めるバイル

⁶⁹ 店舗に並ぶ大勢の預金者を映した映像がマスメディアで流れていたことが印象的であったが、実際には預金の 3 分の 2 がオンライン・バンキング経由で引き出されていた。現代的なバンクランの先例という面も窺われる（井上武「ノーザン・ロックへの取付けとその影響」『資本市場クォーターリー』2007 年秋号）。

⁷⁰ “How the Last-Ditch Effort to Save Silicon Valley Bank Failed,” *Wall Street Journal*, March 23, 2023.

⁷¹ 脚注 38 を参照。

⁷² ペイオフ全面解禁前の 2003 年 12 月に発生した取付け騒ぎでは、「佐賀銀行がつぶれるそうです」という虚偽のチェーン・メールが発端となって約 500 億円の預金の引出しや解約があった（Wikipedia より）。

イン、TLAC を含め、ゴーンコンサーンとなったときに株主や債権者に損失の負担を求めバイルアウトを回避することに焦点が当てられた。一方、金融機関が流動性をトリガーにゴーンコンサーンとなるときの対応について具体的な仕組みは設けられていない⁷³。

一般に銀行の破綻は、債務超過か流動性の枯渇によって生じる。国際金融規制改革では、ソルベントであっても（自己資本比率が高くて）流動性が枯渇する事態への対応は十分に議論されてこなかった。第一義的には、中央銀行の LLR の発動ということになるが、大規模な LLR の実行にはバイルアウトのリスクも伴う。SVB の破綻やクレディ・スイスの実質破綻は、流動性に起因する経営危機に対してあらかじめ破綻処理スキーム、またはそれに相当する解決策を用意しておくことの必要性を示唆しているように窺われる。

この点、日本では 2013 年の預金保険法の改正によって特定第一号措置が導入された⁷⁴。債務超過または支払停止やそれらのおそれがある金融機関ではない場合、金融機関は預金保険機構の特別監視の下に置かれて、預金保険機構が流動性や債務保証を提供しながら、自立再建や第三者支援、事業再構築によって再建を図る中で預金保険機構が必要に応じて事業譲渡や資産売却、優先株式等の引受けを行うことが想定されている。他国に例のない特定第一号措置が手当てされたのは、欧米当局がバイルアウトの回避を目的にバイルインに焦点を当てた一方、日本はグローバル金融危機を市場流動性に起因するシステム・リスクと捉え、すべての債務を約定通りに履行させることの重要性を認識したからだろう。仮にクレディ・スイスに特例第 1 号措置のようなリストラクチャリングを伴う措置が適用されていれば、より秩序ある解決が図られていた可能性がある。

以上が初期的な論点整理である。SVB やシグネチャー・バンクの破綻の背景にあった監督・規制上の問題に関しては、FRB と FDIC が 5 月 1 日までに報告書を作成し、さらに FDIC は、預金保険の対象水準、預金保険の超過、リスクベースの預金保険料と預金保険基金の十分性を含む包括的な見直しを図る報告書も公表する予定としている。FRB のバー副議長は報告書の策定に当たって、銀行、顧客行動、ソーシャル・メディア、集中化した斬新なビジネスモデル、急速な成長、預金取付け、金利リスクなどについて SVB の破綻から得られる教訓を分析し、どのように金融機関を規制・監督すべきか、金融の安定をどう捉えるかというインプリケーションを考えているとしている。これらの報告書からより深い示唆が得られことが期待される。

「金融危機はまた訪れるか？」と題する BOE のウェブサイトは、金融危機の歴史から確実に言える 2 つのこととして、1 つは次の金融危機は必ず起こり、もう 1 つは次の金融危機は過去と同じものにはならないという旨を述べる⁷⁵。現在起きている銀行システムの不安定化はいずれ終息することが期待されるが、次の危機に備えて社会環境の変化も踏まえながら、常に潜在的なリスクを感じ取る洞察力が求められる。

⁷³ ただし、ソルベントな銀行に対する流動性の提供は中央銀行の役割である一方、インソルベントな銀行への流動性の提供は破綻処理当局の役割であることが確認された。例えば、米国のドッド＝フランク法では、FRB がインソルベントな銀行に対して流動性を提供することが禁じられ、FDIC にその役割が与えられた。

⁷⁴ 預金保険法 126 条の 2 第 1 項 1 号

⁷⁵ BOE, “Will there be another financial crisis?,” January 10, 2019.