

Contents *****

特集：「令和の連鎖金融不安」（仮称）を考える	1p
＜海外報道ウォッチ＞	
米国メディアは今週の WBC をどう伝えたか	6p
＜From the Editor＞ 3月の岸田外交	8p

特集：「令和の金融連鎖不安」（仮称）を考える

今月は世界の金融市場が大荒れ状態です。3月10日にはシリコンバレー銀行（SVB）が突如として経営破綻。その2日後には、暗号資産取引で知られるシグネチャー銀行が倒産。そして米国の2地銀とは関係なしに、欧州ではクレディ・スイス銀行の経営状況が悪化しました。幸いにも3月19日にUBSが同社の買収を決め、ホッと一息をついたところではありますが、まだまだ余震が続きそうな感じです。

日本で言う「リーマンショック」、あるいは「国際金融危機 2008-09」をしみじみ思い出す展開ですが、今回の金融不安の連鎖はまだ全容が掴めていない感があります。本号では、この「令和の連鎖金融不安」（仮称）はそもそも何が原因なのか、本質はどこにあるのか、そしてこれからどうなるのか、などについて考えてみます。

●甦る「リーマンショック」の記憶

こんな感覚を思い出すのは久しぶりだが、金融危機は週末ごとに訪れるものである。金融機関の経営破綻や救済策は、だいたいが休日に決まるからだ。そして時差の関係上、週末に何かあったときは最初に東京市場に影響が出る。先週日曜日の3月19日は、久々にハラハラさせられる瞬間であった。

幸いなことに、経営危機に陥っていたスイス第2位のクレディ・スイス銀行は、第1位のUBSが買収を決めてくれた。かつての「スイス三大銀行」は、とうとう一行に収斂することになる。今日のUBSは、かつてのスイス銀行とスイスユニオン銀行が1998年に合併したものであるからだ。

スイス政府と同中央銀行としては、まさに国運を賭けた介入であったことだろう。万が一にも交渉が不首尾に終われば、国際金融市場に多大な影響を与えるのみならず、「金融立国」スイスの名折れとなっていたはずである。

リーマンブラザーズ証券の救済が協議された 2008 年 9 月 14 日も、やはり日曜日であった。大手各行の首脳はニューヨーク連銀でカンヅメにされ、「誰がリーマンを買ってくれますか?」「必要ならおカネは出しますから、何とかしてください」とまるで罰ゲームのようなことになっていた。ときの財務長官はハंक・ポールソン。週末ごとに登場しては金融危機を未然に処理するので、「サンデー・ポールソン」などと呼ばれていた。

しかしとうとう買い手は現れなかった。協議の最中に、メリルリンチがバンカメに対して突然、身売りを申し出るといふ「離れ業」まで飛び出した。つまりメリルとしては、「リーマンを押し付けられるくらいなら、身売りする方がマシだ!」と考えたし、バンカメは「これでもう私には買収の余力はないですからね」という言い訳ができた。最後はパークレーが買収を断念してゲームセットとなった。一連の駆け引きは、「史上最大のポーカーゲーム」などと呼ばれたものである。

かくしてリーマンブラザーズ社の経営破綻が決まったわけだが、その後の体験があまりにも強烈なものであったために、その記憶はまだまだ鮮明であるようだ。あのときは住宅バブルとそれに対する無謀な融資に原因があった。その後、金融機関に対する規制が強化されたので、今回も各行の自己資本比率などは比較的健全な水準にある。監督当局の対応も素早いので、「今回はこれ以上、大事には至らない」と考えたいところである。

それではこの混乱は早期に收拾されるのか、と言え、そこは怪しい。今月、3 月 10 日にシリコンバレー銀行 (SVB) で幕を開けた一連の金融不安は、これをどういう名前で呼ぶかがまだ定まっていない。今はまだマスメディアも、「相次ぐ銀行の経営破綻」などという曖昧な呼び方をしている。いわゆる「戒名」がまだ決まっていない。要は「サブプライム問題」とか、「リーマンショック」とか、「ブラックマンデー」とか、全体をくくる名称が欲しいところなのだ。逆に言えば、「戒名」が付くと皆が安心して、それだけで不安心理の半分くらいが解消する (成仏できる) はずである。

そういう名前が決まっていないということは、まだ危機はシナリオ全体の半分までは来ていないと受け止めるべきだろう。つまり、この騒ぎはまだまだ続く。2020 年春の新型コロナ・パンデミックに端を発する「インフレ」「金融引き締め」「戦争」などの危機の連鎖に、「金融不安」という新たな局面が加わったということであろう。何しろ金利の上昇局面で金融機関の経営破綻が起きるのは、この世界においてめずらしいことではない。まして去年は「0.75%の利上げを 4 回連続で!」などという無茶をやっていたのだから。

他方、「リーマン危機の再来になるか?」と言え、そこまで深刻ではないだろう。2008~09 年のケースは、金融危機が実体経済に及んだ点が痛かった。当時の日本国内も、リーマン破綻の 9 月時点では「高みの見物」モードだったのである。11 月になって、トヨタ自動車の「利益 1 兆円下方修正」といふ「トヨタ・ショック」から地獄を見たのであった。金融機関が互いを信用できなくなれば、貿易業務も止まってしまう。2007~08 年当時の日本の輸出は絶好調であったから、その停止が製造業の業績を直撃した。今回はさすがに、そんな事態にまでは至らないはずである。

●SVB 破綻は「21世紀型の取り付け騒ぎ」

一連の金融機関の経営破綻を、本号では仮に「令和の連鎖金融不安」と呼ぶことにしよう。そもそもの発端は、3月10日に経営破綻した米国のSVBであった。

SVBは総資産2000億ドル程度と中堅規模で、シリコンバレーのベンチャー企業（VB）向けの地方銀行である。VBは急成長するものもあるが、基本的にリスクが高い相手だ。彼らを専門に投資するVC（ベンチャーキャピタル）という企業もある。これに対し、SVBはあくまで融資を専門としているが、過去に多くのVBを相手にしてきたデータの蓄積があった。それに基づいてVBを選別し、高い利ザヤを取ってリターンを挙げてきた。いわば独自のビジネスモデルを有する銀行であった。

それがなぜ経営不安に陥ったのか。コロナ下のシリコンバレーは、ときならぬITバブルに沸いた。あのときのテスラの株高を思い起こせば、SVBの預金量が急増したことも容易に想像がつくだろう。ところがSVBの貸出先はそれほど多くはない。もともと預貸率は低いので、その分は米国債などの安全資産で運用することになる。そのこと自体は、そんなに責められるようなことではなかったはずである。

ところが2021年3月から利上げが始まり、長期金利は上昇（債券価格は低下）することになる。今週のFOMCでも0.25%の利上げが決定し、FFレートは1年でゼロから一気に4.75～5.00%にまで上昇した。SVBのバランスシートに、含み損が発生したことは言うまでもない。するとそこへきて、「SVBの資産内容が悪化している」との噂がSNSで広がった。その結果、預金者が一斉に資金を引き揚げるようになり、資金流出問題が表面化した。いわば「21世紀型の取り付け騒ぎ」と言える。

さらに同行にとって不幸だったのは、預金者にはベンチャー経営者が多く、彼らは「考え方が似ている」「行動が素早い」「インフルエンサーに靡く」などの共通点があった。仮にSVBがもう少し多種多様な顧客を有していれば、ここまで急速に事態が悪化することはなかったことだろう。

SVBの経営破綻は、すぐに他の銀行にも飛び火した。3月12日には、ニューヨークに拠点を置くシグネチャー銀行が破綻している。ここは暗号資産（仮想通貨）の取引が多いことで知られていたが、SVBからの連想で資金流出が止まらなくなった。「次はどこが危ないのか？」と不安が広がるのは、こういうときにありがちなパターンである。

これは大変だということで、米財務省やFRBは両銀行の預金の全額保護を打ち出した。本来であれば、預金保護は1人当たり25万ドルまで（日本は1000万円まで）だが、思い切った措置を取ることで不安心理を収めようとしている。

銀行は、預金者のおカネを運用して利益を得るのが仕事。全員が一斉に預金を引き出したら、どこでも同じことが起きてしまう。米国でも、すべての銀行に対して同様な措置を取ることは不可能だが、金融システム不安のときには例外的な措置が必要になる。「戦力の逐次投入をしない」というのは、危機対応時の基本と言えよう。

●スイス発の危機はまったく別次元

さて、ここが全く不思議なところなのだが、米 2 地銀の経営破綻とほぼ足並みをそろえるかのように、欧州ではクレディ・スイスの経営問題が浮上した。

クレディ・スイスは、世界でもっとも規制の厳しい大手 30 行の一角を占めている。FSB（金融安定理事会）は毎年、「グローバルなシステム上、重要な銀行（G-SIBs）を定めているが、2022 年版リスト¹でクレディ・スイスは日本のみずほ銀行や三井住友銀行と同じ「カテゴリー1」に含まれている。以前から同行は、マネーロンダリングや顧客情報流出、大型損失といった不祥事が多かったが、今回は財務報告で内部管理の問題が指摘され、株価が急落した。

3月19日にUBSが同行の買収を決めてくれたので、これにて一件落着かと言うと、たぶんそうではないだろう。金融機関の破綻処理の際には、得てして「パンドラの箱」を開けるようなことが起きてしまうものなのだ。

1. スイス当局が処理を急いだ過程で、クレディ・スイスが発行した劣後債の一種「AT1債」（約 2.2 兆円）が無価値とされている。債券よりも株が保護された形であり、投資家が素直に納得するとは思えない（通常の弁済順位は①預金>②債券>③株の順となる）。今後、債券市場で動揺が広がる懸念がある。
2. UBS とクレディ・スイスに対し、米司法省がロシアのオリガルヒの制裁逃れを手助けした容疑の調査対象としていたとの報道がある。今後の買収作業の過程では、この手の「旧悪」が発覚するかもしれない。
3. クレディ・スイスは、約 100 億ドルの船舶融資残高を有している。UBS がこの業務を売却・縮小することになると、その半分程度を占めるギリシャ船主のマネーが宙に浮くことになる。今後、船舶ファイナンスの分野は誰が担うことになるのだろうか？

同行は何しろスイスの銀行であるだけに、もともと秘匿性の高い業務を行ってきた歴史がある。もちろん守秘義務を盾に、裏金でも何でも顧客の財産を守り通すことができた時代は過去のものとなっている²。今日のウクライナ戦争においても、スイス政府は西側の一員として、対ロシア金融制裁に参加している。もっともそのお陰で、「ジュネーブを舞台としたロシアとの和平交渉」ができなくなっているのだが。

ともあれ、金融危機の処理は政治問題化しやすい。「公的資金投入の是非」などは序の口に過ぎない。その過程においては、皆が関心を持つに決まっている違法行為や醜聞の類が、どんどん表面化してしまうからである。

¹ <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P211122.pdf>

²ここで筆者は、スイスの銀行を舞台にしたジェフリー・アーチャーの『清掃屋イグナチウス』という極上の短編小説を紹介したくなるのであるが、あまりにも本筋から離れるので自粛する。たぶん実話に基づいているのであろう。『十二の意外な結末』（新潮文庫）に所収されている。

●市場不安を煽った金利の”Higher for Longer”

あらためて、なぜ今回の危機はなぜ3月に始まったのだろうか。

2月冒頭の時点では、市場ではインフレの先行きに対して楽観的な見方が支配的で、「FRBの利上げは3月が最後で、後は据え置き」「ターミナルレートも5%台に達しない」「年後半には利下げが始まる」といった意見が多かった。

ところが2月公表された1月雇用統計や米CPIなどのデータは非常に強く、市場では「利上げはまだ続く」という声が優勢になっていく。この間に長期金利も上昇し、ドル金利は”Higher for Longer”（より高い時期が長期化する）という見通しが主流になった。金融機関をマラソンランナーに喩えるならば、一度は目の前に見えたゴールが急速に遠ざかっていく感覚があり、なるほどこういうときに事件が起きるものらしい。

中央銀行の側からすると、これはまことに悩ましい事態と言える。すなわち中央銀行は「物価の番人」（Keeper of Prices）であるから、何はさておきインフレを止めなければならない。そのためには金融引き締めの手を緩めてはならない。「皆が困っているから止める」などと考えるはいけないのである。

ところが中央銀行は、「最後の貸し手」（Lender of Last Resort）でもある。つまり自国の金融機関の守護神という役割も兼ね備えている。とにかく銀行をつぶしてはいけない。なぜなら銀行には決済機能がある。ひとつの支払いがストップすると、そのおカネを当て込んでいた次の支払いも止まってしまい、他の金融機関を巻き込んで波及してしまう。ひとたびそんな金融システム不安を招いてしまうと、元に戻すには大変な苦勞を伴う。二度とリーマンショックのような事態を招いてはいけないのである。

金融機関を守るためには、本当は金利を下げる方がいい。しかしここで引き締めを中途半端で終わらせれば、インフレが再燃してしまうかもしれない。あちらを立てればこちらが立たず。まことに苦しい局面であるが、今月ECBは0.5%、FRBも0.25%の利上げに踏み切っている。ということは、利上げ局面はまだしばらく続くのであろう。

今後のことを考えた場合、「令和の連鎖金融不安」には2つの懸念がある。ひとつは米国のリスクであり、この金融不安の処理に予定外の資金が必要になってしまい、米債務上限問題が前倒しになってしまうことである。米財務省は以前は「6月上旬」と言っていたけれども、それが早まるのではないか。しかもこの場合、議会を説得するハードルがますます上がってしまう恐れがある。

もうひとつは、金融不安が日本国内に波及するリスクである。4月に船出する「植田・日銀」にとって、最初の仕事は金融問題への対応となるかもしれない。植田和男新総裁は4月9日に就任し、10日に初の記者会見に臨み、最初の金融政策決定会合は4月27-28日ということになる。この間にどんな「連鎖」があり得るか。注意深く見守る必要がある。だ。

<海外報道ウォッチ>

米国メディアは今週の WBC をどう伝えたか

(観察対象：The New York Times / The Washington Post)

経済力は往時に比べればかなり衰えてしまい、乾坤一擲のロケット打ち上げにも失敗してしまうような駄目な国になっているのだが、今週はちょっとだけ日本がいいところを見せてくれた。侍ジャパンが、ワールド・ベースボール・クラシック (WBC) で優勝した。それも7戦を全勝し、決勝戦では米国を破っての快挙である。過去2回(2006年と09年)の優勝時とは違い、今年のメジャーリーグはかなり本気だったからね。

それではこの勝利を、米国メディアはどのように伝えたのだろうか。

まずはニューヨークタイムズ紙から。"Baseball's Unicorn Made the W.B.C. 'Real'" 「野球の神様が WBC を『リアル』にした」³。副題に「大谷翔平は打者としても投手としても圧倒的な力を発揮し、日本に優勝をもたらすとともに、WBC を必見の大会とした」とある。

*6フィート4インチの身長で筋骨隆々の彼は、他の投手とは一線を画すリリーフ投手だ。ブルペンから戻ってきたばかりのユニフォームは、既に汚れていた。大谷翔平は WBC 決勝戦の9回までに4回打席に立ち、1日がかりの仕事をこなした後であった。

*3-2のリードを守る大谷を待っていた挑戦は、首位打者ジェフ・マクニールと直近3代の MVP 受賞者、ムーキー・ベッツ、マイク・トラウト、そして場合によってはポール・ゴールドシュミットである。大谷はマクニールを歩かせたが、世界が期待した通りのことをしてみせた。ベッツをダブルプレーで打ち取った後、エンゼルスでチームメイトであるトラウトに100マイルの速球を投げ込み、スライダーで空振りさせた。試合終了である。

*28歳の大谷は、メジャーリーグで自分の力を試したい一心で2017年、23歳で日本を離れた。25歳未満だったために国際契約ルールに縛られ、ボーナスも制限された。彼が選んだエンゼルスは優勝しておらず、今季終了後にはFAで彼を失うかもしれない。

*大谷は2021年にMVPを獲得し、昨シーズンは打者として666回登場し、投手として166イニングを投げた史上初のプレーヤーとなった。初のフルタイムの二刀流選手であり、打率は2割7分3厘で34本塁打、投げては15勝9敗、防御率は2.33であった。

*間もなく大谷はエンゼルスの春季キャンプに参加する。トラウトは「この WBC ほど野球が楽しいと思ったことはない」と語った。こんな夜に「銀」は恥ずかしいものではない。トラウトは自分以上に「金」にふさわしい選手に負けたのだ。トラウトは言う。「彼は挑戦者なんだ。だから彼は最高なんだ (That's why he is the best.)」。

全編これ、大谷翔平に参りました、畏れ入りました、という内容である。そりゃあまあ、そうだろう。全試合を通して、大谷選手はやりたいをやり尽くして見せた。

³ <https://www.nytimes.com/2023/03/22/sports/baseball/shohei-ohtani-world-baseball-classic.html>

すなわち先発投手として2勝し、ホームラン1本を含む打点8を挙げ、23打数10安打。準決勝の9回には主砲・村上宗隆を覚醒させるヒットも決めた。盗塁もしたし、意表を突くセーフティバントを決め、決勝では俊足を生かした内野安打もあった。そして最後はクローザーとして試合を締めくくる。いやもう、野球少年の夢全部ではないだろうか。

せっかくだから、ワシントンポスト紙も見てみよう。こちらの表題は”With epic ending, Shohei Ohtani’s Japan reclaims World Baseball Classic crown. Japan 3, United States 2” 「大谷翔平の日本代表、WBCの栄冠を手にする。日本3対米国2」⁴

*この大会は日本のスターたちの知名度を高めるものでもあり、多くはいつの日かメジャーリーガーとしてプレーするだろう。今季三冠王に輝いた村上宗隆は、予備戦では印象に残らなかった。しかし月曜日の夜、この23歳は9回にサヨナラ打を放った。火曜日には初球を432フィート飛ばし、同点に追いついた。岡本一真は「大谷とトラウトの対戦はまるで漫画のようだった」と語ったが、彼は4回にソロホームランを放って3対1と突き放した。

*試合前に多くの米国人は、ダルビッシュ有との対戦を予想していた。しかし栗山英樹監督は左腕の今永昇太を起用した。続いて馴染みのない4人の投手を起用し、8番をダルビッシュ有、9番を大谷が担当した。日本の投手陣は、上から下までエース級が揃っていた。

*米国側は、もっと優れた選手を投入できたかもしれない。しかし米国出身で初めて日本代表となったラーズ・ヌートバーは、「100フィート投げて500フィート打てるように生まれてくればいいんだ」と語った。「そんなに難しいことはないはずだよ」。

*水曜日には、彼らはアリゾナやフロリダ、日本などでのキャンプに戻っていく。トラウトも大谷も3年後、もう一度対戦したいと言っている。第2ラウンドがあるかもしれない。野球とは、何と信じられないことが起きるスポーツなのだろうか。

筆者は今月、WBCの対中国戦、韓国戦、オランダ戦、豪州戦、そしてイタリア、メキシコ戦とほぼ全部見てしまった。こんなに熱心に野球を見ているのはいつ以来だろう。

決勝戦の日、誰かが言っていた。「今から考えたら、『巨人の星』なんてつままない夢だったなあ」と。いや、まったくその通り。そんなのは昭和の頃の話である。日本における名門チームのエースになるなんて、まことにちっぽけな夢じゃないですか。それよりもメジャーリーガーになる方が値打ちがあるし、メジャーで投打ともにトップを目指す方がずっとカッコいい。さらにすごいのは、本気になったメジャーリーガーをオールジャパンが打ち破ってしまうことだ。そんな途方もない夢が今週、実現してしまった。

これだけの夢を果たしてしまった大谷翔平選手は、次から何を狙うのだろうか。ホームラン王と最多勝のダブルクラウンか、それともロサンゼルス・エンゼルスへの優勝か。いずれも彼ならば本当に実現してしまいそうだ。信じる力、夢見る力はしみじみ素晴らしい。信じられないことが起きるのは、きっと誰かが何かを強く信じた結果なのである。

⁴ <https://www.washingtonpost.com/sports/2023/03/21/world-baseball-classic-final-shohei-oh-tani-mike-trout/>

<From the Editor> 3月の岸田外交

今月の話題は WBC と欧米における銀行の経営破綻と、それからもうひとつ大きな進展を見せたのが「岸田外交」でした。

3月21日の対メキシコ準決勝戦、侍ジャパンのサヨナラ勝ちが決まった直後に、テレビの画面には「岸田首相がキーウを電撃訪問」のテロップが流れました。ああ、そうだった。WBCに熱中して忘れていたけど、行くならこのタイミングしかなかったのである。

「Facta オンライン」が3月19日に、「スクープ！岸田首相が『ウクライナを電撃訪問』決断へ／今月31日出発、ゼレンスキー大統領と首脳会談／「0泊3日」の強行軍」と報じていました⁵。この記事、「キーウ郊外の激戦地であるブチャも訪れ、犠牲者に献花する予定」と書いているので、かなり正確な情報を得ていたのでしょう。ただし国会審議に影響がないように、出発は予算が成立する3月28日以降だと考えたらしい。でも、こんな記事は知ってても書いちゃダメですよ。それで訪問がつぶれたら目も当てられませんな。

3月23日には9道府県の知事選の公示があつて、統一地方選挙の第一陣が始まってしまふ。だったらインド訪問から「カゴ抜け」し、直接ポーランドに飛ぶしかないのである。わかっている人はいたようで、NHKと日本テレビはポーランド国境の町プシェミシル駅に記者を貼り込ませ、総理一行がキーウに向かう列車に乗り込む瞬間をカメラに収めていましたね。ちなみにこの間の情勢は、「NHK政治マガジン」で種明かしされてます⁶。

結果的に岸田首相のキーウ訪問は、習近平国家主席のモスクワ訪問と重なり、日中が際立った対比をなすタイミングとなりました。つまり日本外交は、立ち位置を旗幟鮮明にしたということです。本件に対する中国側の反応が小さいということは、おそらくは「やられた！」と思っているからではないでしょうか。

もう一点、今月はユンソンニョル（尹錫悦）大統領が訪日し、3月17日に日韓首脳会談が行われました。年初の時点で誰かが、「今年3月には日韓首脳会談が実現するでしょう」と予言したら、「お前、気は確かか？」と疑われたことでしょう。

そんなことが実現してしまうのは、ひとつには韓国政治の（いい意味での）節操のなさのせいであり、もうひとつは日本政治の（いい意味での）鈍感力のお陰でありましょう。いつもは相性の悪い組み合わせですが、たまたま今回は双方がうまく噛みあつた。とりあえず、半導体材料の韓国向け輸出管理措置が解除されるのは結構なことだと思います。

ここはユン大統領を称えなければなりません。自分が選挙に勝って、権力がもつとも強いときに、いちばん難しい問題に手を付けるべし、というのは政治の要諦であるとはいえ、実際に行うのは難しい。だいたい様子見をしている間に、どんどん状況が悪化してしまうものです。そういう例であれば、いっぱいあるではありませんか。

⁵ <https://facta.co.jp/article/202304047.html>

⁶ <https://www.nhk.or.jp/politics/articles/feature/97138.html>

もちろん韓国政治のことですから、今後、事態が急変するリスクもあると見なければなりません。なにしろ（悪い意味で）節操がない相手ですから。それでも政権交代があるとしても 4 年後であるから（パククネ大統領のようなことがなければ）、それまでは何とか行けるでしょう。その間に日米韓が連携して、北朝鮮に当たる態勢を築かねばならない。なにしろこれは安全保障の問題であるから、好き嫌いは言っていられませんので。

ついでに半導体のサプライチェーンについても、日韓間で何か前進があるといいと思います。日韓関係はなるべく慌てず、焦らず、当てにせずの精神で行きたいものです。

* 次号は 4 月 7 日（金）にお届けします。

編集者敬白

本レポートの内容は担当者個人の見解に基づいており、双日株式会社および株式会社双日総合研究所の見解を示すものではありません。ご要望、問い合わせ等は下記までお願いします。

〒100-8691 東京都千代田区内幸町 2-1-1 飯野ビル <http://www.sojitz-soken.com/>

双日総合研究所 吉崎達彦 TEL:(03)6871-2195 FAX:(03)6871-4945

E-mail: yoshizaki.tatsuhiko@sojitz.com