

Monthly Economist Report

予想を上回る春闘の賃上げ、
海外金融不安の日本経済への影響

2023 年 3 月

PwC コンサルティング合同会社

PwC Intelligence シニアエコノミスト 伊藤篤



1. 予想を大幅に上回っている春闘: 所定内給与も 1990 年代前半水準に上昇見込み

3 月の内外経済をみると、国内では春闘は予想を大きく上回り、海外では金融システム不安が浮上した。まず、国内の賃上げ動向を確認しておこう。図表 1 にある通り、連合が発表した 3 月 17 日時点での 2023 年の春闘の賃上げ率は、805 組合の集計でベースアップ(ベア)・定期昇給(定昇)を含む基準で+3.80%となった。ベースアップ分が区分できる 612 組合で比較したベアは+2.33%となり、前年から+1.83%ポイントの上昇となった。なお、当社は[日本経済見通し\(第 2 号\)](#)において、ベア・定昇を含む基準で+3%弱となると見込んでいたため、現時点では予想を大きく上回るサプライズとなった。また、先月の[Monthly Report](#)で示した通り、2020~2022 年の労働市場のタイト化傾向が今後も継続した場合、所定内給与は 2024 年に前年比+1.7%程度へ上昇するとの見通しを示した。また、その時の物価上昇率は 1990 年代前半の水準と一致する見込みである。なお、春闘におけるベア・定昇を含む基準と所定内給与の関係を踏まえると、2023 年度の所定内給与は+2.16%となることを見込まれ、上記の見通しを前倒しで達成する見込みである。

また、2 月の全国消費者物価上昇率は、食料(酒類を除く)およびエネルギーを除く総合の基準で、前年比+2.1%となり、一時的にせよ日本銀行の 2%の物価目標を達成した。問題はこれら賃金・物価上昇の持続性である。持続性を探るためには、なぜここまで賃金が上昇したかを踏まえることが重要であろう。

図表 1 春闘と所定内賃金の推移・見通し

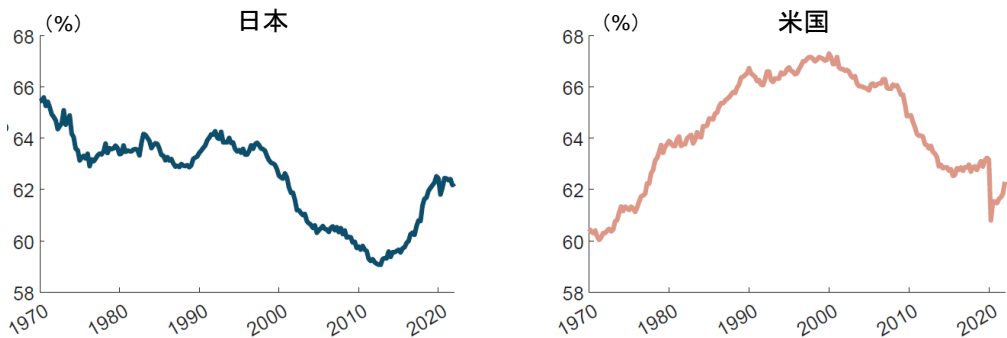


出所: 厚生労働省、連合より筆者作成

2. 金融政策・制度改革が労働参加率・雇用・失業率に与える影響

筆者は、雇用・賃金・物価が上昇している要因は、2013 年以降の金融緩和であるとみている。この見方に関連して、日米の金融政策と労働市場の動きを分析した東京大学の新谷教授らによる研究(Kubota, Muto and Shintani(2022))を紹介する。同論文は、金融緩和と制度改革によって労働参加率が上昇したこと、一方雇用については制度改革による押し上げの効果はみられず、金融緩和によって雇用が増大して失業率が低下したことを示している。また、仮に金融緩和が実施されていなかった場合には、労働参加率が上昇したものの、雇用が増加せずに失業率が大幅に上昇した可能性を示唆している。以上の分析を踏まえると、2013 年以降の大規模な金融緩和と、制度改革の効果があって労働参加率が上昇した。また、金融緩和の効果で、企業の労働需要が増加したことを通じて、雇用の増大、失業率の低下に効果があったといえよう。同研究では、図表 2 にあるように労働参加率が米国で低下、日本で上昇した背景には、賃金の硬直性が米国で高く、日本で低いことが影響している、としている。

図表 2 近年の日本の上昇と 2000 年以降の低下傾向：日米の労働参加率



出所：Kubota, Muto and Shintani(2022)より

労働参加率を考えるにあたって、景気循環における労働者の動きを考えると、例えば金融引き締めによって不況になると、賃金が低下するため、得られる収入が少ないのであれば働くのをやめようとする労働者(Discouraged worker)が出てくると考えられる。一方、同じ金融引き締めで不況になった場合、所得が低下したのでその低下分を補おうとして新たに働きだそうとする労働者(Added worker)もいるであろう。このように景気の方角感と労働参加率の方角感が一致する(順循環的、Pro-cyclical)か、異なる動きとなるのか(反循環的、Counter-cyclical)となるのかは理論的にはどちらかに決めることはできず、実証分析が必要とされている。賃金の硬直性によって、両者の動きがどうなるかをみた結果が図表 3 である。各列は賃金の硬直性を示し、値が大きいほど賃金の硬直性が高く、景気が変動しても賃金に変化しにくいことを示す。景気が悪化したときに、企業が政策コストを抑えるために賃金を引き下げるインセンティブを持つが、賃下げは労働者の労働意欲を大きく低下させるため、不況でも賃金が低下しにくいことが「賃金は下方硬直性を持つ」と言われる。この下方硬直性が強いほど、表の右側にいくことになる。賃金の硬直性が高い場合に、金融政策が引き締められ、景気が悪化しても、硬直性が高いため、名目賃金はそれほど大きく低下しない。この場合、賃金低下で労働意欲をなくす人(Discouraged worker)よりも、所得補償のために労働を開始しようとする人(Added worker)の方が多くなるため、労働参加率は上昇する(図表 3 の一番右の賃金硬直性 20 で労働参加率が+0.252 のケース)。一方、賃金の硬直性が低い場合は、金融引き締めにより不況となると、名目賃金が大きく低下するため、賃金低下でやる気を失って労働意欲を失う人たちが多くなるため、労働参加率は低下する(図表 3 の一番左の賃金硬直性 0.1 で労働参加率が-0.243 のケース)。

図表 3 金融引き締めに対する労働参加率の反応

	賃金の硬直性				
	← (低い)				(高い) →
	0.1	1	5	10	20
賃金低下を受けて、					
賃金低下で労働意欲をなくす人 (Discouraged worker)	-0.667	-0.615	-0.471	-0.370	-0.275
所得減を補うために労働を開始しようとする人 (Added worker)	0.468	0.479	0.515	0.545	0.582
労働参加率の反応	-0.243	-0.182	-0.005	0.118	0.252

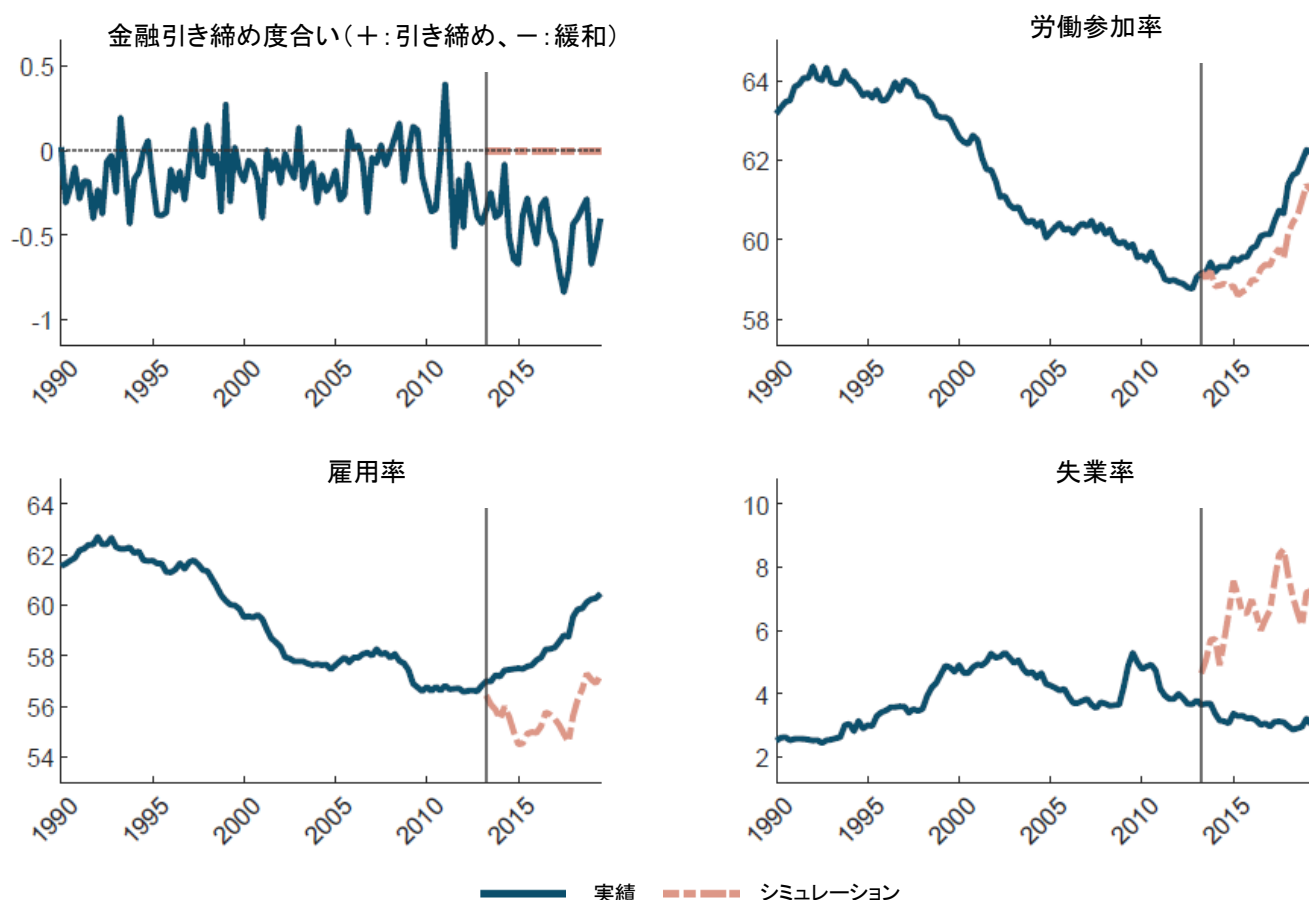
出所：Kubota, Muto and Shintani(2022)より筆者作成

金融緩和の労働参加率・雇用への影響：制度要因も労働参加率上昇に寄与、雇用増は金融緩和の成果

引き続き、Kubota, Muto and Shintani (2022) の分析結果を紹介する。同論文では、前ページの分析を基に、仮に 2013 年以降の大規模な金融緩和が実施されていなかった場合の、労働参加率、就業率、失業率がどのように推移したのかのシミュレーションを実施しており、その結果が図表 4 である。まず左上のグラフは、金融引き締め度合いを示しており、マイナスにいくほど緩和的であることを意味する。実線が 2013 年の大規模な金融緩和以降、それ以前よりも金融緩和度合いが強まっていたことを示している。点線は、このような金融緩和が実施されなかったシミュレーションのケースを示している。この場合、労働参加率は実線ほどではないものの増加しており、論文の筆者らは金融緩和以外にも労働参加率の上昇をもたらした要因があり、政府や企業による育児のサポートの取り組みなどによって、女性の労働参加が促された側面を挙げている。一方、雇用については、実線で示された実際の動きは雇用の増加を示しているのに対して、点線で示されたシミュレーションの動きは下落から横ばいで推移しており、金融緩和によって雇用が押し上げられた様子を示している。また、シミュレーションのケースでは、労働参加率が一定程度上昇したものの、雇用は増加しなかったことから、失業率が一時 8% に到達するまでの大幅な上昇となっている。

このように、この研究は 2013 年以降の金融緩和が、雇用の増加に寄与したとする筆者の見方をサポートしている。こうした金融緩和による雇用の増加が労働市場の逼迫化をもたらし、賃金・物価の上昇をもたらしているとみられる。物価だけ上昇した場合には、実質所得の低下によって物価は再び下落するであろう。しかし、現状では上記でみたように賃金上昇を伴いつつある。2013 年以降の金融緩和によって、2% の物価目標の達成に向けて大きく前進しているとみている。ただし、こうした好循環の動きに大きく水を差しかねないのが、3 月に起きたもう一つのサプライズである海外での金融システム不安である。次にこの動きをみていこう。

図表 4 金融引き締めに対する労働参加率の反応(%)



出所: Kubota, Muto and Shintani (2022) より

3. 米国の金融危機の振り返り:カギは COVID-19 前に急増した預金の性質

3 月 10 日の米・シリコンバレーバンク(SBV)の破綻、海外での金融システム不安の拡大を受けて、3 月の米英欧の中央銀行は、慎重な姿勢ながらも利上げを決定した。しかし、先行きは金融システム不安が大きく影響し、引いては日本経済の先行きにも大きな影響をもたらしかねない。このため、まず、SBV の破綻要因として挙げられている経緯を確認した上で、改めて米国の銀行全体の状況について確認していきたい。

SBV の破綻要因

SBV が破綻に至った経緯の概略を述べると、①急激な預金流入→②残存期間の長い債券への投資→③政策金利の上昇を受けたテック企業の業績悪化・IPO の低迷を受けた預金流出、保有債券の含み損拡大→④預金の引き出しに対応するための債券売却損の発生→⑤自己資本低下によるさらなる預金の流出、といったものであった模様だ。

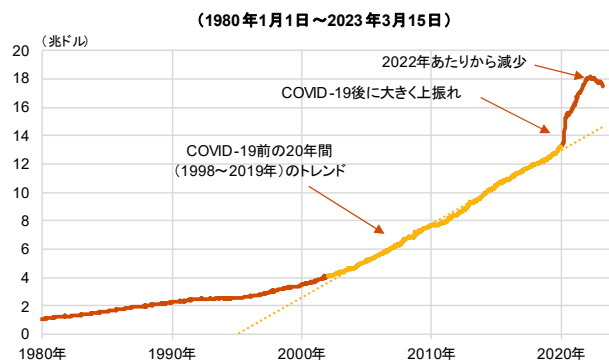
- ① SBV は、テックやヘルスケアのベンチャー企業が多数設立されているカリフォルニア州シリコンバレーに存在しており、こうした企業向けの融資、企業や経営者からの預金の預け入れが多かったとされる。こうした企業が IPO で公開した資金を SBV に預金として預けており、その伸びが急激であった。
- ② 急激に増加した預金は国債や住宅ローン債券といった債券、かつ残存期間の長いものに向かった模様だ。
- ③ 2022 年 3 月以降の FRB の利上げを受けて、SBV のバランスシートは資産・負債の両面から大きな影響を受けた。まず、負債サイドでは、利上げを受けたテック企業の業績不振、IPO の不振により、預金流入が減少に向かい、業績の悪化したテック企業はむしろ預金を引き出した。次に、資産サイドでは政策金利の上昇を受けて、保有していた債券価格が下落(利回りは上昇)し、含み損を抱えた。
- ④ 預金の払い戻しに際して、資産サイドですぐに現金に換金して預金の払い戻しに充当できる流動性の高い資産が十分にあれば問題はなかったが、SBV はそうした資産がなかった。預金流出のスピードが急激であったために満期保有で保有していた債券を売却してでも、預金の払い戻しに充てる必要性が生じた。
- ⑤ SBV が保有している債券は満期保有という区分で経理されているものが多く、この場合、仮に含み損を抱えても債券が償還される(満期を迎える)まで保有すれば、実現損とはならない。しかし、満期となる前に売却した場合の損失は実現損として計上され、自己資本を毀損することになる。今回は、上記の預金流出の規模があまりに大きく、その払い戻しに対応するために満期となる前に含み損を抱えていた債券を売却して現金化せざるを得ず、その売却損が実現損となって自己資本を毀損した。このため、SBV の信用力は低下し、自身の預金の安全性に不安を持った預金者が一斉に預金を引き出したことが破綻の要因とされる。

前述の通り、SBV は地域やビジネス上、ユニークな銀行であったため、特殊事例として米国の他の銀行では同様のことは起きないとの見方もある。こうした見方が妥当であるかを全米の銀行の状況をみて確認していきたい。

全米銀行の推移①: 長期的な預金の推移

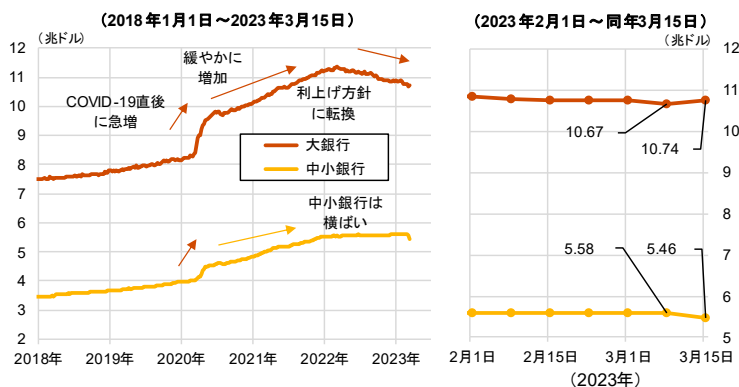
図表 5 で全米の預金の推移をみると、2020 年初の COVID-19 の影響が拡大する前 20 年の預金は、ほぼ一定のペースで増加していた。2020 年初に COVID-19 の影響が拡大すると、このトレンドを外れて大きく上昇している。1998~2019 年の間には 1998 年の LTCM の破綻、2001 年の 9.11、2008~2009 年頃のリーマンショックなど様々な経済・物価への下押し圧力があり、緩和的なマクロ経済政策が実施されてきたものの、預金の伸びはほぼ一定であった。マクロ的にみて預金が増加しても、個別の銀行では預金が増加していないケースも考えられる。しかし、マクロ的には今回の COVID-19 後の預金の急増は、SVB だけでなく多くの銀行にとっても過去 20 年、経験のないものであったことと推察される。図表 5 では直近の預金は減少していることがわかる。図表 6 で大銀行・中小銀行に分けて詳細を確認すると、2022 年以降は、大銀行の預金は「減少」し、中小銀行の預金は横ばいに転じた。詳細については後述するものの、2021 年末に FRB がそれまでのインフレは一時的であるとの見方を急遽変更して、利上げを実施する姿勢をみせはじめたことがきっかけであろう。中小銀行の預金は、3 月 8 日末の 5.58 兆ドルから、3 月 10 日の SBV の破綻・3 月 12 日のシグネチャーバンク(SB)の破綻を経て、3 月 15 日末には 5.46 兆ドルへと 1,241 億ドルの減少となった。これは、SBV や SB といった中小銀行の破綻を受けて、他の中小銀行でも同様の経営を行っており、仮に現状の経営は健全そうにみえても、今後急激に経営状態が悪化するのではないか、との懸念によるものとみられる。

図表 5 米国銀行の預金の推移



注 週次データ。
出所:FRB より筆者作成

図表 6 米銀行の規模別にみた預金の推移

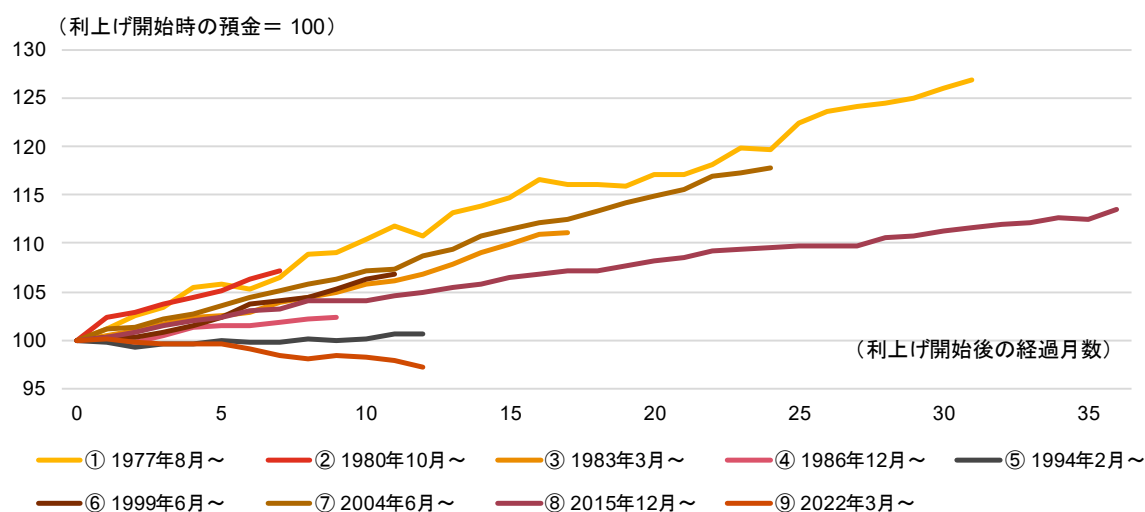


注 週次データ。
出所:FRB より筆者作成

全米銀行の推移②: 利上げ開始後の預金: 今回の預金減少は特異的

また、金利の低い預金を引き出して、MMF などより高い利回りの金融商品を保有するといった動きが起きているともされる。一見するともっともな見方なようにもみえるが、利上げに伴う預金残高の減少は、過去の利上げ局面でも同様に起きているのであろうか。そこで過去の政策金利引き上げ開始以降の、預金残高がどのように推移したのかをみたのが図表7である。1977年8月以降、今回の利上げ局面を2022年3月から2022年3月までとした過去9回の動きをみている。これをみると、1994年2月以降の5番目の利上げ局面では預金残高がほぼ横ばいの動きとなっているものの、それ以外では利上げの開始以降も預金残高は増加する傾向がある。また、最も特徴的なのは2022年3月以降の第9番目の動きであり、利上げの開始以降、継続的に預金残高が減少している。ここからは、預金残高が減少するほどのMMFへの預け替えは、例え利上げ局面でも起こっておらず、今回の預金減少はかなり特異な状況であることが窺える。

図表7 利上げ開始後の預金の推移



出所: FRB より筆者作成

全米銀行の推移③: 増加した預金は債券・現金へ 銀行のバランスシートの変化

このように米銀行の預金は COVID-19 後に急増、利上げ開始後から減少に転じている。銀行はこのような預金をどう保有しているのであろうか。そこで図表8で米国の連邦預金保険公社(FDIC)のデータをみると、預金残高は、2019年12月末の14.5兆ドルから2022年3月末に19.9兆ドルと、5.4兆ドル(+37.1%)の増加となっている。増加した5.4兆円のうち、資産サイドでは国債・住宅ローン証券・地方債などの債券が2.2兆円、現金が1.7兆ドルで合計4.0兆円増加する一方、貸出の伸びは7,870億ドルに留まった。また、2022年3月から2022年12月までをみると、預金が7,180億ドルの減少となる一方、現金が7,970億ドルの減少とほぼ同額減少した。債券も減少している一方、貸出は8,500億ドルの増加となった。

図表8 米国銀行のバランスシートの推移

	①	②	③=②-①	④=②/①	⑤	⑥=⑤-②	⑦=⑤/②
	2019年12月末 残高 (10億ドル)	2022年3月末 残高 (10億ドル)	差 (10億ドル)	増減率 (%)	2022年12月末 残高 (10億ドル)	差 (10億ドル)	増減率 (%)
総資産	18,648	23,975	5,327	28.6	23,602	-373	-1.6
貸出	10,397	11,183	787	7.6	12,034	850	7.6
債券	3,982	6,261	2,279	57.2	5,884	-376	-6.0
現金	1,667	3,376	1,708	102.5	2,578	-797	-23.6
投資勘定資産	659	849	190	28.9	729	-120	-14.1
その他	1,944	2,307	363	18.7	2,377	70	3.0
総負債・資本	18,646	23,973	5,328	28.6	23,600	-373	-1.6
預金	14,536	19,932	5,396	37.1	19,215	-718	-3.6
資本	2,114	2,260	146	6.9	2,207	-53	-2.3

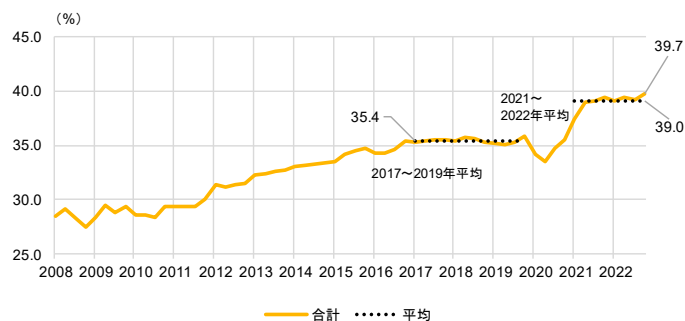
出所: FDIC より筆者作成

全米銀行の推移④: 貸出・債券の年限は長期化

仮に預金が増加しても、すぐに現金に換金して預金の払い出しに応じられる流動性の高い資産を保有していれば問題は小さい。例えば、受け入れた預金をそのまま現金・預金で保有するか、期間の短い貸出を増やすか、短期債などすぐに償還を迎える債券で保有していればよい。そこで、銀行の貸出期間・債券が満期となる期間をまとめてみたのが、図表 9、10 である。まず図表 9 は、3 年超の貸出・債券の割合を示している。3 年以内に期限を迎える貸出、償還される債券が多ければ、預金を引き出されてもスムーズに払い戻せることになる。このため、利上げや預金の減少を見越していれば、図表 9 の比率は低下していることが見込まれる。しかし、図表 9 は、2017～2019 年平均の 35.4% から、COVID-19 後の 2021～2022 年には 39.0% へ、4.6% ポイント増加している。また図表 10 で、より細かい年限別にみると、最も期間の短い 3～5 年の貸出・債券は、8% 程度で一定で推移している。一方、5～15 年超は 14.6% から 16.3% へ 1.7% ポイント、15 年超は 12.8% から 14.7% へ 1.9% ポイント上昇している。前ページで見たように、2019 年 12 月末から 2022 年 3 月末までは貸出はあまり伸びずに、債券の残高が増えていた。また、利上げ開始後には債券の残高は若干減少して、貸出の増加は継続している中で、貸出・債券の年限としては大きな変化はない。このように、米国の銀行全体でみると、増加した預金は、より年限の長い債券投資に向かった公算が大きく、利上げ後の預金流出などに備えて、貸出・債券の年限を短期化している様子も窺えない。

図表 9 米銀行の 3 年超の貸出・債券の割合

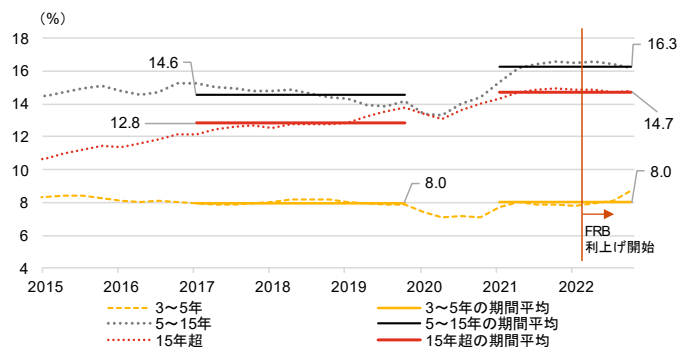
(全体)



出所: FDIC より筆者作成

図表 10 米銀行の 3 年超の貸出・債券の割合

(年限別)

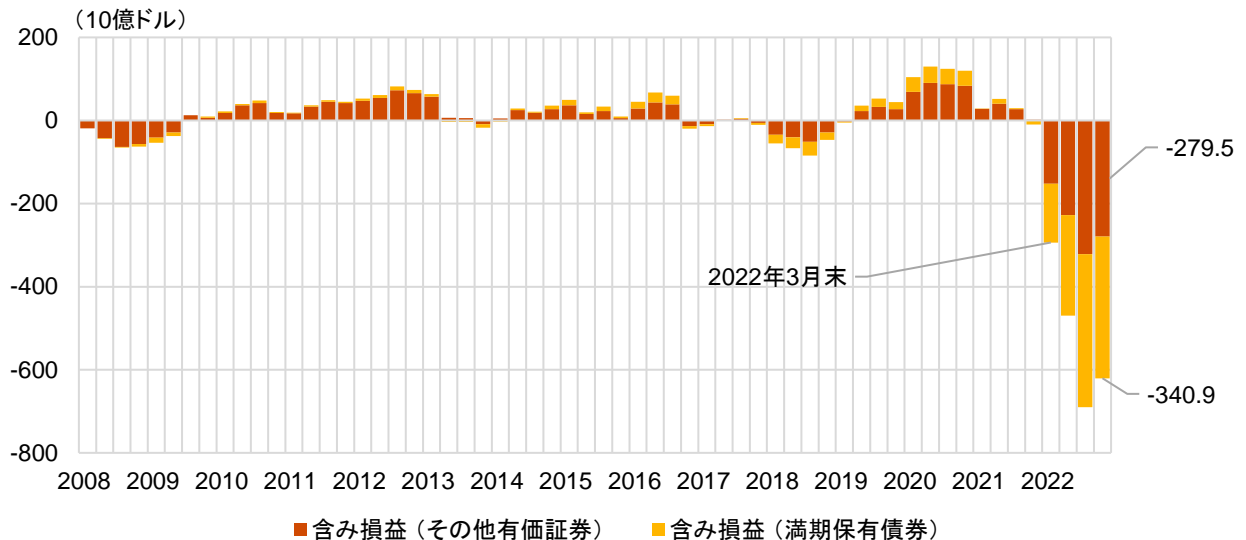


出所: FDIC より筆者作成

全米銀行の推移⑤:債券の含み損は 7,000 億ドル程度

図表 8 で全米銀行の保有する債券をみると、2019 年 12 月末の 3.9 兆ドルから 2022 年 3 月末に 6.2 兆ドルまで急激に増加した。利上げ開始後の、2022 年 12 月末でも 5.9 兆ドルと微かな減少にとどまっている。このため、債券の含み損が大きくなっており、それをみたのが図表 11 である。債券を保有する際には、あらかじめ保有目的を満期保有 (Held to maturity) か、その他の有価証券 (Available for sale) かで区分して計上する。満期保有は、債券の価格が変動しても自己資本を毀損しないが、満期まで保有し続ける必要がある。その他有価証券は、すぐに売却が可能だが、価格が下落した場合には自己資本を毀損することになる。2022 年 12 月末の含み損は、満期保有が 3,409 億ドル、その他の有価証券が 2,795 億ドルとなっている。

図表 11 米銀行の含み損益の推移

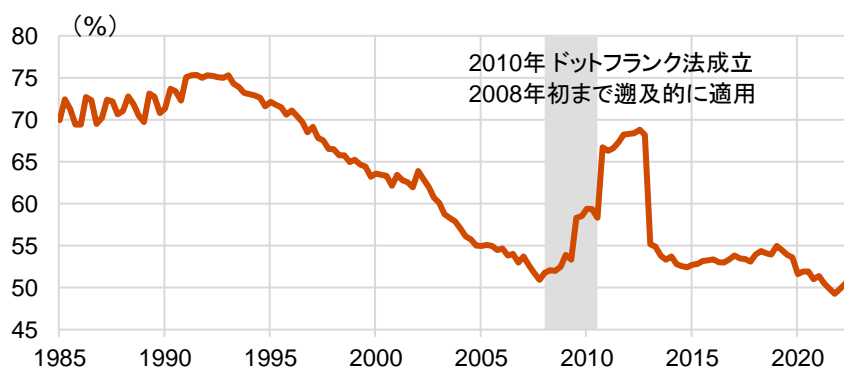


出所: FDIC より筆者作成

全米銀行の推移⑥:付保預金の割合は 5 割程度

預金は、表面的には同じ金融商品でありながら、内容的には 1 口座当たりの残高が 25 万ドル以下では銀行が破綻しても払い戻される一方、同 25 万ドル以上になると銀行が破綻した場合には払い戻されないという二つの性格を持っている。図表 12 で FDIC による預金のうち保険が付与されている割合の推移をみると、1985 年には 70% 台で推移していたものが、1990 年からリーマンショックの前頃までに 50% まで低下している。その後、2010 年にはドットフランク法が成立してそれまでの預金保険の上限は 10 万ドルから 25 万ドルまでに引き上げられ、2008 年初まで遡って適用されている。このため、リーマンショック時に上昇した格好となっているとみられる。その後、付保金額がその後数年は 65% 程度まで上昇し、70% 弱で推移した後、2013 年には 50% 台へ低下した。その後、2019 年頃からやや低下し、足元では 50% 強程度となっている。

図表 12 米銀行の預金に占める付保預金部分の割合



出所: FDIC より筆者作成

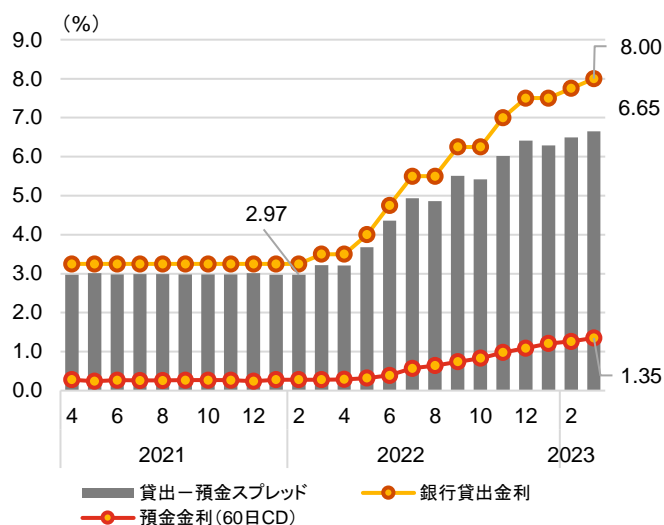
米国銀行の動きのまとめ: COVID-19 後の預金流入の急増、それに見合う資産保有

これまでみてきた動きを改めて整理しておこう。米国の銀行預金は、COVID-19 前の 20 年間ではほぼ定率で伸びていた。しかし、COVID-19 後には預金が急激に増加した後、2022 年以降、大銀行で減少、中小銀行では横ばいとなり、全体としても減少している。利上げ開始まで預金が増加した背景には、①株式などのリスク資産の価格下落懸念を受けて預金を増やそうとしたこと、②政府の大規模な財政支援策が消費に回らずに預金に回ったこと、③2020 年 4 月以降は緩和的な財政・金融政策を受けて所得・資産が下支えされたこと、などが挙げられよう。足元の中小銀行の預金減少の要因として、預金から MMF へのシフトが挙げられている。しかし、過去の利上げ局面をみると、預金残高が減少するほどのシフトは起きておらず、利上げ開始後の預金残高の減少は今回起きている珍しいケースであると考えられる。

ところで、中銀が政策金利を引き上げた場合でも、銀行は預金金利を即座に同程度引き上げることはなく、やや遅れて引き上げる。その場合、**図表 13**にあるように、銀行にとっての利益となる資産サイドの貸出金利を大幅に引き上げる一方で、銀行にとっての調達コストである預金金利を小幅な引き上げに留めれば、貸出金利から預金金利を除いた貸出－預金スプレッドは改善することになる。ただし、これには前提条件があり、低い金利でも預金者が預金を引き出さないというものである。現に**図表 7**でみたように、過去の利上げ局面では預金は増加していた。これは家計や企業が預金を保有するのは決済や給与の受取などの目的で預金に残高を積んでおくためと説明されている。こうした預金は、それほど簡単には流出しづらい、粘着性の高い預金とみられる。

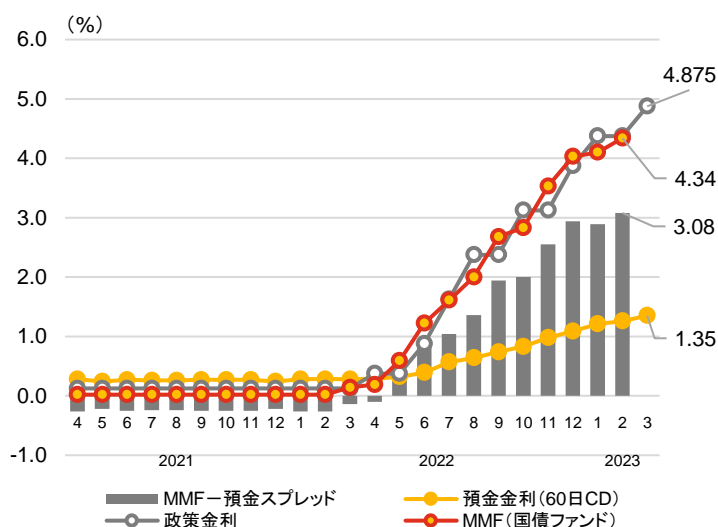
一方、COVID-19 後に増加した預金はそうした決済性や粘着性が高い預金ではなく、高い利回りを求めて引き出される可能性の高かった預金であるとみられる。このため、**図表 14**にあるように、政策金利の上昇につれて、預金を引き出し、政策金利並みの利回りのある MMF へシフトした側面がある。

図表 13 米国の金利の推移



出所: FRED、FDIC より筆者作成

図表 14 米国の金利の推移



出所: FRED、FDIC より筆者作成

利上げによって預金が減少するという事態は、少なくとも 1977 年以降では珍しい現象であり、預金残高の大幅な減少に備えて十分な流動性を確保していない銀行があっても不思議はないことになる。反対に、過去の利上げ局面でもなかったような高い預金流出を仮定して銀行を経営していた場合、それだけ高い期待リターンを放棄していたことになるため、収益面での下押し要因となっていたはずである。さらに**図表 9、10**でみた貸出と債券の年限が長期化されていることは、おそらく流動性よりも高いリターンを重視した経営をしていた銀行が多いことを示唆している。

このようにみていくと、SBV の破綻から導かれる示唆としては、所在地やビジネスの顧客がテックやヘルスケアのスタートアップ企業に注目して限定的な事例とみるよりも、COVID-19 後の預金が粘着性が低い、いわゆる足の速い預金である、ということに注目した資産・負債管理(ALM)ができていないか、急激な預金流出に見合うだけの流動性の高い資産を保有しているか、という点を重視すべきであろう。今後、SBV と同様に流動性の高い資産を十分に持っていない銀行が預金流出に見舞われた場合、含み損を抱えた債券の売却、期限前の融資の回収といった貸し剥がし、融資態度の厳格化によって、米国経済への下押し圧力となろう。FRB は、3 月 22 日の FOMC の声明において、「米国の銀行システムは健全かつ回復力がある(resilient)」とした上で、上記でみたような銀行の貸出態度について、「家計や企業にとって、信用基準の引き締めにつながる可能性が高く、経済活動、採用、インフレに対して重しとなる見込みである」とした。もっとも、図表 15 で現状の銀行の貸出態度をみると、2023 年 1 月調査で貸出を厳格化している傾向が 44%ポイントとなっており、既に過去の景気後退局面に接近している。それにもかかわらず、足元の米国のインフレ率は 2%へ低下するパスが見えてきていない。このため、さらなる利上げや貸出態度の厳格化が必要となる公算が大きい。さらなる利上げは、粘着性のない預金の流出を招き、SBV と同様の事態を誘発するリスクがあるといえよう。

図表 15 米銀行の貸出態度指数(シニア・ローン・オフィサー・サーベイ)



4. まとめ

国内では、春闘の賃金上昇率は予想を上回り、2023 年度の所定内賃金は 1990 年代前半並の前年比+2.1%となる見込みである。2 月の全国の消費者物価上昇率は、食料(酒類)及びエネルギーを除く総合ベースで前年同月比+2.1%となった。筆者はここまで賃金・物価が上昇してきたのは、2013 年以降の金融緩和が要因であるとみていた。最近の雇用や賃金の改善を巡って、働き方改革などによる労働参加率の上昇に起因するものであるとの見方がある。しかし、最近の研究では、労働参加率の上昇には、制度要因もプラスに寄与しているものの、雇用の改善と失業率の低下には金融緩和の効果が大きかったとするものがある。日本経済が 2%の物価目標を持続的に達成して、成長を遂げるためには、金融緩和が重要であろう。

海外では、米国の中小銀行の破綻を契機に金融不安が広がっている。破綻した銀行は、テクノロジーやヘルスケアのスタートアップ企業向けの融資が多かったこと、そうした企業のIPO資金などが預金として流入していたこと、長期債への投資が多かったこと、預金保険で保護される上限を上回る預金が多かったことなどが他の銀行とは異なる特殊な事例であるとの見方があった。しかし、全米の銀行の状況を確認すると、預金は COVID-19 前の 20 年間はほぼ一定で増加していたものの、COVID-19 後の緩和的な政策等の効果でそうした過去のペースを大きく上回る預金の増加がみられた。預金の増加に伴い、証券投資や現金での保有が増加し、貸出の増加は限定的であった。その後、FRB がインフレ抑制で利上げに転じるとみられた 2022 年からは預金が減少に転じていた。これに伴い、債券・現金は微減したものの、利上げによる金利上昇で銀行の保有する債券は大幅に含み損を抱えている。銀行の貸出・債券の残存年限は長期化したままであるため、仮に預金が減少した場合には、SVB と同様に債券の売却あるいは既存の貸出の回収が必要となる可能性がある。

このように、SBV の状況は個別銀行の特殊な事例というよりも、COVID-19 後の預金の急増、FRB の急激な利上げ方針への転換による保有債券の含み損の拡大という、多くの銀行に共通する要因がみられる。また、過去の利上げ開始後でも、預金は増加を続けていたが、今回は減少に転じている。これは COVID-19 後の預金の大幅な上振れによるもので、決済などの取引需要の基づいた安定的・粘着性の高い預金ではなく、利回りなどに応じて残高が大きく変化する性質のものである可能性がある。SNS による情報の拡散や、引き出しが容易であったという点は技術的には預金流出を促した面はあるものの、預金流出が起こるかによってはこうした預金の性質の方が重要であろう。こうした分析を踏まえると、仮に預金を全額保護とした場合でも、インフレが鎮静化しなければ、政策金利はさらなる利上げ、ないし高水準で維持される公算が大きい。利上げ開始後、大銀行では預金残高の減少、中小銀行では預金残高が横ばいで推移していたことを踏まえると、政策金利が預金金利を上回る限り、MMF などへの預金流出が継続する可能性がある。また、今後の景気悪化によって企業業績が悪化し、企業が預金を引き出すリスクも十分にあり得る。つまり、SBV は特殊事例ではないとみられる。

足元では、3 月 26 日に SBV の一部資産を米東部ノースカロライナ州地盤の中堅地銀ファースト・シチズンズ・バンクシェアーズグループが買収したことで、金融市場における金融不安は後退しているようである。しかし、米国のインフレ率が 2% の物価目標へ低下する経路がみえてこない中では、利上げは継続し、それに伴う預金流出が継続する公算が大きい。このため、今後も米銀行の動向・金融システム不安は、経済・物価の重しとなるであろう。このため、日本でも上記のように動き出した賃金・物価の好循環を維持するために、2% の物価目標が安定的に達成されるまでの緩和継続が重要であろう。

(参考文献)

Hiroyuki Kubota, Ichiro Muto, and Mototsugu Shintani (2022) "Monetary Policy, Labor Force Participation, and Wage Rigidity," IMES DISCUSSION PAPER SERIES, Discussion Paper No. 2022-E-17

伊藤 篤
シニアエコノミスト

PwC Intelligence
PwC コンサルティング合同会社

PwC コンサルティング合同会社

〒100-0004 東京都千代田区大手町 1-2-1 Otemachi One タワー Tel: 03-6257-0700

©2023 PwC Consulting LLC. All rights reserved. PwC refers to the PwC network member firms and/or their specified subsidiaries in Japan, and may sometimes refer to the PwC network. Each of such firms and subsidiaries is a separate legal entity. Please see www.pwc.com/structure for further details.

This content is for general information purposes only, and should not be used as a substitute for consultation with professional advisors.