

【日本貿易統計（23年2月）】

輸出に回復の兆しも先行きは予断許さず

～当面はSVB問題へ注視が必要～

フェロー チーフエコノミスト 小玉 祐一

1. 輸出に回復の兆しが見えるが

財務省から発表された2月の貿易統計によると、輸出金額が前年比+6.5%（1月：同+3.5%）と、1月から伸び幅が小幅拡大、輸入金額は同+8.3%（同+17.5%）と、こちらは伸び幅が大きく縮小した（図表1）。

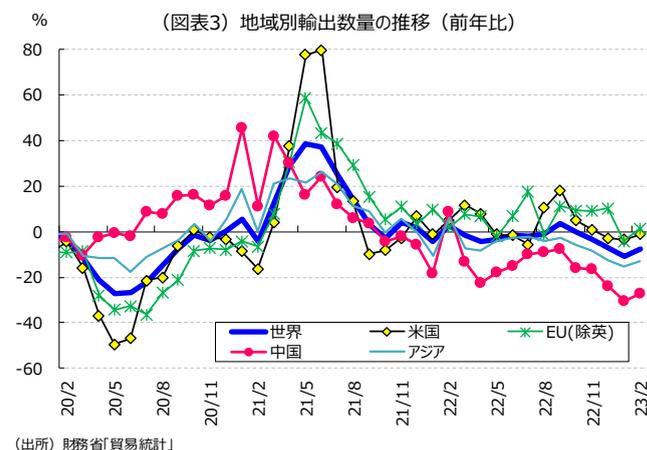
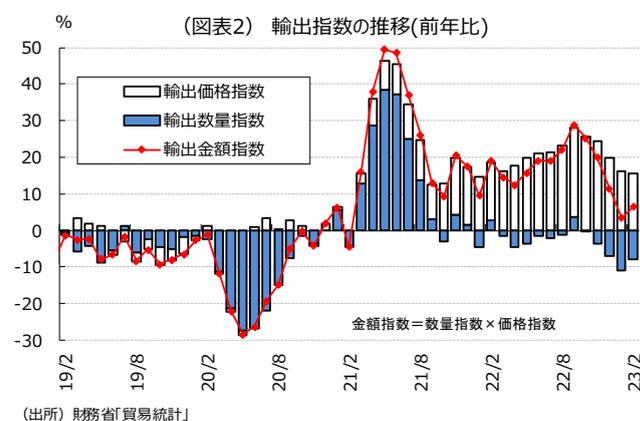
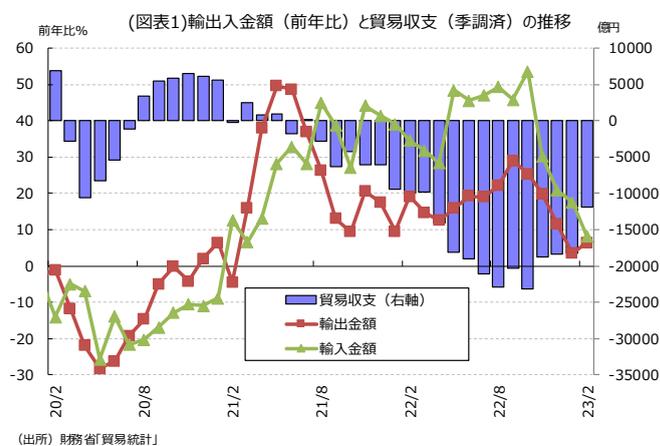
輸出金額の前年比を価格と数量に分解すると、価格指数が前年比+15.6%（同+16.1%）だったのに対し、数量指数は同▲7.9%（同▲10.9%）となった（図表2）。輸出の実勢を示す数量指数は5ヵ月連続のマイナスだが、マイナス幅は初めて縮小した。

輸入金額の前年比を価格と数量に分解すると、価格指数が前年比+17.4%（同+20.3%）と、前月から伸びが鈍化、数量指数は同▲7.8%（同▲2.3%）と、前月からマイナス幅が拡大した。原油価格の落ち着きを反映し、輸入価格の伸びは昨年9月の同+48.2%をピークに縮小傾向が続いている。数量ベースでは4ヵ月連続のマイナスだが、こちらは内需の伸び悩みを反映している可能性がある。

季調済前月比では、輸出金額が+4.4%（1月：同▲6.1%）と、4ヵ月ぶりにプラス、輸入金額は同▲3.0%（同▲5.1%）と4ヵ月連続のマイナスとなった。季調済の貿易収支は▲1兆1,907億円で、19ヵ月連続の赤字となったが、赤字幅は前月から34.7%縮小した（前掲図表1）。総じて、輸出には回復の兆しが見える結果だが、後述するように米欧で金融不安が台頭しつつあるなかで、先行きは予断を許さない。

2. 中国向けが依然大幅マイナス

主要相手国・地域別の輸出数量指数を見ると、米国向けは前年比▲1.3%（1月：同▲3.4%）、EU（除英）向けは同+1.4%（同▲4.3%）、中国向けは同▲27.2%（同▲30.6%）



と、いずれも1月から改善した(図表3)。ただし、EUを除けば前年比マイナスである。特に対中国の大幅マイナスが全体の足を引っ張る構図が続いている。

当面は、ゼロコロナ政策が終了した中国景気の回復が見込まれることが、日本の輸出の下支え要因になる。ただ、3月の全人代では、GDP成長率目標が前年比+5%前後と、2022年の同+5.5%前後から引き下げられた。過去最低の目標であり、これは、今後も大規模な景気対策は打ち出さない方針であることも示唆している。中国景気の回復ペースは、主としてペントアップディemand(繰越需要)に支えられた緩やかなものになる可能性が高い。

一方、米欧景気は、先週の3月8日以降、突如台頭した米国のシリコンバレー銀行(SVB)問題が、どの程度の広がりや深さを見せるのかにかかっている。現時点で先行きを予想するのは困難だが、決して楽観はできない。

3. 不安視されるSVB問題の今後

3月10日、総資産の規模が約2,090億ドル(約28兆円)で、全米16位の中堅銀行であるSVBが破綻した。3/8にはシルバーゲート銀行が清算計画を発表したほか、3/12にはシグネチャー銀行が破綻した(図表4)。

SVBは、主としてシリコンバレーのベンチャー企業を相手に、その機動的なサービスを武器に預金を集めていた。当地では、数年前から、低金利を背景にベンチャーキャピタルブームと言える状況にあり、企業数が急増した。低金利による金余りで投資先を探していた投資家サイドの事情も相まって、巨額の資金がベンチャー企業に集まった。一種のバブルとも言える状況のなかで、SVBは急速に規模を拡大、2021年末の預金残高は約1,892億ドルと、わずか2年間で3倍近くに膨らんだ。それを住宅ローン担保証券や国債などの債券を中心に運用していた。

しかし、コロナ特需の終了とFRB(米連邦準備制度理事会)の利上げに伴う金利上昇で、ベンチャー企業の経営が悪化するとともに、預金の流出が加速、SVBも債券価格の下落に伴う含み損を抱えることになった。SVBにとっては、金利上昇による繰り上げ償還の減少で、保有する住宅ローン担保証券の平均残存期間が急速に長期化したのも誤算だったとされる。

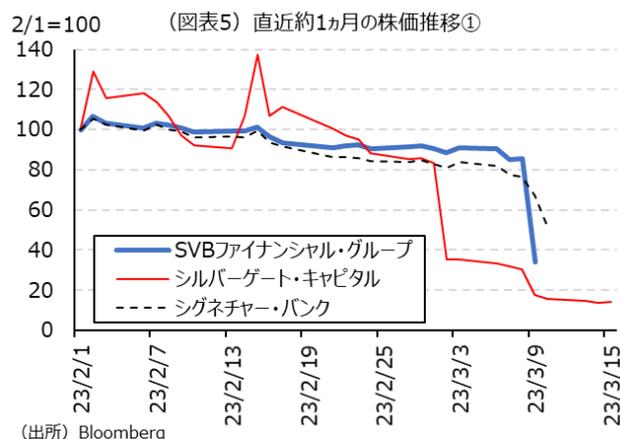
預金流出により流動性が枯渇したため、同銀行は保有債券の売却を進めざるを得ず、含み損が実現損に転化した。含み損自体も拡大が続き、自己資本(Tier1)に匹敵する規模にまで膨らんだ。シリコンバレー界隈の有名な投資家かつ起業家であるピーター・ティール氏など複数の事情通が、顧客のベンチャー企業にSVBからの資金引き上げをアドバイスしたと言われており、これも預金流出に追い打ちをかけた。

8日には、SVBが保有する売却可能な証券の大部分を売却し、18億ドルの損失が出たと発表したことが市場に大きな驚きを与えた。同時に22億5,000万ドル規模の増資の計画を発表、これが成功すれば乗り切れるはずだったが、同社の株には経営不安からの売りが殺到、9日の株価は約60%も下落した(図表5)。

(図表4) 破綻・清算を発表した米銀行の概要

銀行名	破綻・清算	概要
シルバーゲート銀行	3月8日	1988年設立。預金総額約63億ドル。仮想通貨企業向け融資、仮想通貨取引所の決済システムを提供
シリコンバレー銀行	3月10日	1983年設立。預金総額約1,750億ドル。主にベンチャーやスタートアップ企業向けにサービス提供
シグネチャー銀行	3月12日	2001年設立。預金総額約886億ドル。商業不動産貸付や仮想通貨企業向けにサービス提供

※預金総額は2022年末時点
(出所) 各種報道資料より明治安田総研作成



預金流出にも歯止めがかからなくなった。米国の法律では、預金保険でカバーされる上限は1口座当たり25万ドルである。SVBの預金は法人の大口預金が多く、約9割が預金保険でカバーされておらず、これも取り付け騒ぎ的な動きを誘発する一因となった。3月9日の1日で預金総額の約4分の1(420億ドル)もの資金が流出し、同日の営業終了時点で同社は9億5,800万ドルの現金不足に陥った。これで万事休すとなり、同社は10日にカリフォルニア州の金融保護当局によって閉鎖され、FDIC(連邦預金保険公社)の管理下に入った。

4. 当局の動きは早い

当局の動きは早く、週明け13日のマーケットが開く前に、預金の全額保護やFRBによる資金供給策を発表し、不安の火消しに努めている(図表6)。しかし、今後この問題がどのくらいの広がりや深さを見せるのかは、依然不透明である。SVBのALM(資産・負債の総合管理)がずさんだったのは否定できないにしても、似たような運用は他の多くの金融機関が実施しているはずである。格付け機関のムーディーズは、SVB同様、預金が短期間で急増し、預金保険対象外の預金割合が多い米銀の格下げを検討している。それらの銀行の株価は、預金流出リスクからすでに急落している(図表7)。

FDICが発表したデータによると、米銀は2022年後半時点で債券ポートフォリオに約6,000億ドル(約80兆円)もの含み損を抱える。これは自己資本の約3割に相当する。売却すれば、莫大な損失を計上することになるため、売るに売れない状況と考えられ、時間とともに、経営難に陥る金融機関が続出する事態も考えられる。最悪の場合、米景気がこのままリセッション入りする可能性も否定できない。

一方、米金融当局の行動が早くかつ適切なこともあり、比較的早期に沈静化に向かう展開も期待できないわけではない。その場合、インフレ加速のリスクが再燃する。FRBはこれまで以上に慎重なかじ取りを迫られる。

5. ECB 定例理事会と FOMC に注目

当面は、16日のECB(欧州中央銀行)の定例理事会と、3月21、22日のFOMC(米連邦公開市場委員会)における決定が注目される。元々今回のECB定例理事会では、0.5%の利上げが行なわれることがラガルド総裁から示唆されていた。しかし、クレディ・スイスなど、欧州の銀行にも経営不安のニュースが飛び火するなかで、もはや前言撤回は不可避となった感がある。0.25%が有力と見ているが、インフレ懸念も根強いなかで、やはり難しい判断を迫られる。

パウエルFRB議長が3月7日の議会証言で利上げ加速を示唆した直後の3日間で、SVB問題が急展開を見せたことを考えれば、それまではFRBもノーマークであり、現状ではまだ諸情報の収集と分析に追われている段階と考えられる。パウエル発言を受けて、市場コンセンサスはいったん0.5%の利上げに傾いていたが、21日までに問題収束のめどがつくとは考えにくく、その可能性は大幅に低下した。0.25%か利上げ見送りかは、FOMCまでの展開次第である。インフレ懸念が根強く残る現状を考えれば、利上げ見送りのリスクが大きいですが、次第に利上げ

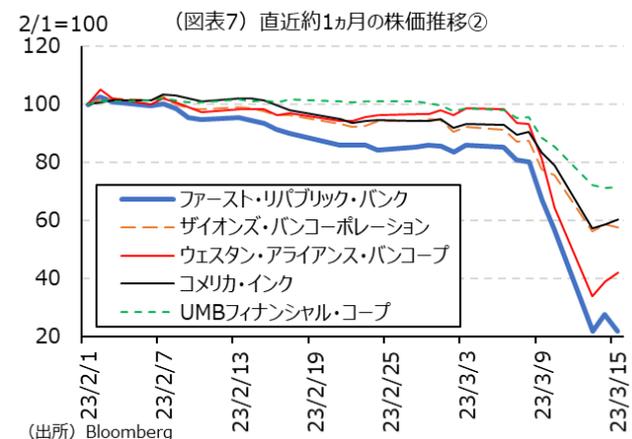
(図表6) 政府やFRB等の対応策

<預金の全額保護>
 預金保険で保護される預金額(1口座当たり25万ドル)を超えて全額を保護
 ⇒預金者の不安を和らげ、預金の引き出しを抑えることで銀行の流動性枯渇リスクを緩和

<FRBによる資金供給>
 資金供給プログラム(BTFP)で最長1年間の流動性供給を実施。資金供給の担保を額面で評価
 ⇒金利上昇で時価が下落した債券を売却すると損失を計上する必要があるが、FRBは額面で評価し、資金を貸出。銀行が預金引き出しに応じやすくする

<規制強化を検討>
 トランプ政権時代に緩和された中堅・中小銀行向けの規制を再び強化することを検討

(出所) 各種報道資料より明治安田総研作成



見送りの可能性が高まってきたように思われる。

ただ、その後 SVB 問題に早期収束のめどがあった場合、5月のFOMCで0.5%、あるいはそれ以上の利上げを実施せざるを得なくなる可能性が高まる。利上げ終了時期も、夏場以降にずれこむかもしれず、金融市場は振れの大きい状況が続く可能性が高い。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先● 株式会社 明治安田総合研究所 〒102-0073 東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411