

【みずほレポート】

---

## 米銀行危機は再燃するのか？

### ～リーマンショックとの比較と商業用不動産のリスク評価～

2023.6.27

みずほリサーチ&テクノロジーズ

本コンテンツに関する  
アンケートにご協力  
をお願いします



[https://mizuhobank.au1.qualtrics.com/jfe/form/SV\\_8kq6yXy7fLuYyCG](https://mizuhobank.au1.qualtrics.com/jfe/form/SV_8kq6yXy7fLuYyCG)

## 《要約》

---

- リーマン危機と現在の共通点は過剰債務の存在だが、今回膨張しているのは家計債務ではなく政府債務
  - ✓ 政府債務は、家計向け給付金等を通じて銀行預金に滞留
  - ✓ 米国債で余資運用した銀行は、金利上昇による含み損を抱え、中小銀行を中心にCREローンも増加
- CRE市場を起点とする銀行危機の再燃・拡大リスクに要注意
  - ✓ モーゲージREITを起点とする銀行危機の可能性は限定的。ただし、レポ市場を通じたノンバンク間の波及リスクには注意
  - ✓ 銀行破たん件数と連動する傾向があるCREローン延滞率がインフレ再燃・利上げ再加速によってさらに上昇した場合、中小銀行の破たんが増加する懸念はあるものの、銀行システム内の借入依存度は低いことから、リーマン危機のような連鎖破たんの懸念は小さい

## 《構成》

---

□ リーマン危機と現在の類似点・相違点

□ 類似点は？

□ 異なる点は？

□ CRE市場を起点とした、米銀行危機の再燃・拡散リスク

□ リスク顕在化の場合はリーマン危機型か、S&L危機型か

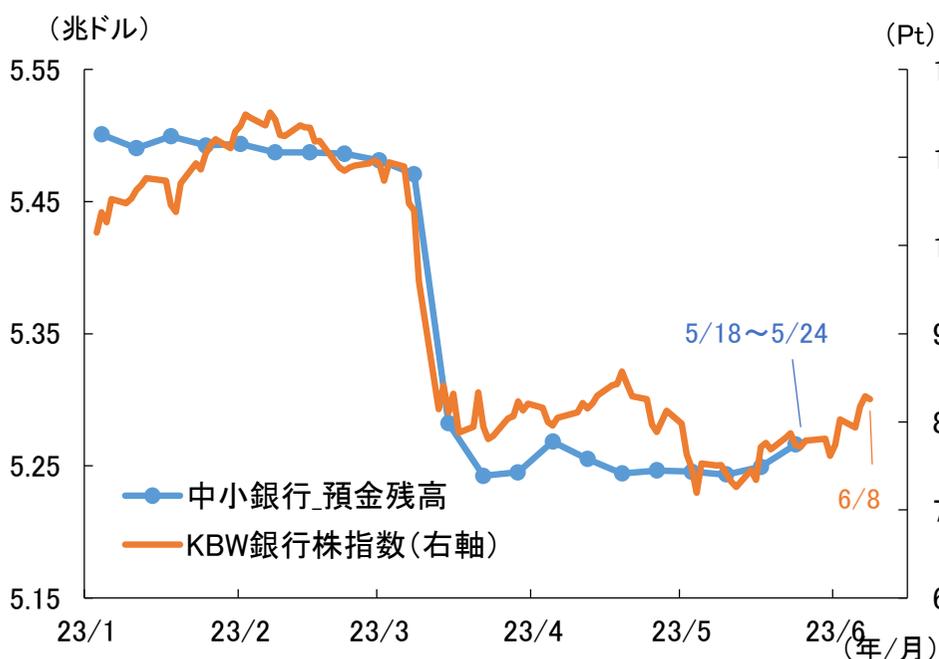
# 1.リーマン危機と現在の類似点・相違点

～類似点は過剰債務の存在、相違点は過剰債務の所在とインフレ

# 米銀行危機への警戒感は依然としてくすぶる

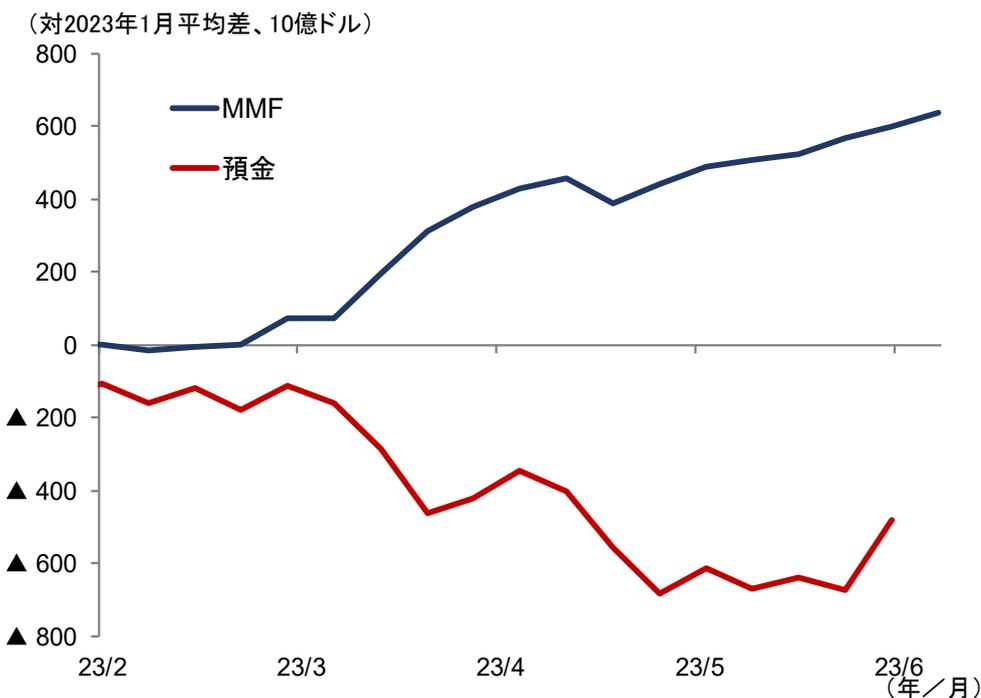
- 主に地銀株で構成されるKBW銀行株指数と中小銀行の預金残高はほぼ同時に下げ止まるも、**低位での推移が継続**
- 一方、米銀から流出した資金のほとんどは**MMF(マネーマーケット・ミューチュアル・ファンド)**へ
  - MMFは、政策金利に連動する**FRBのリバースレポ**で運用
  - FOMCが引き締めをやめない限り、金利は高止まりし、**預金に比したMMFの優位**が続く

## 米中小銀行の預金残高と米地銀株指数の推移



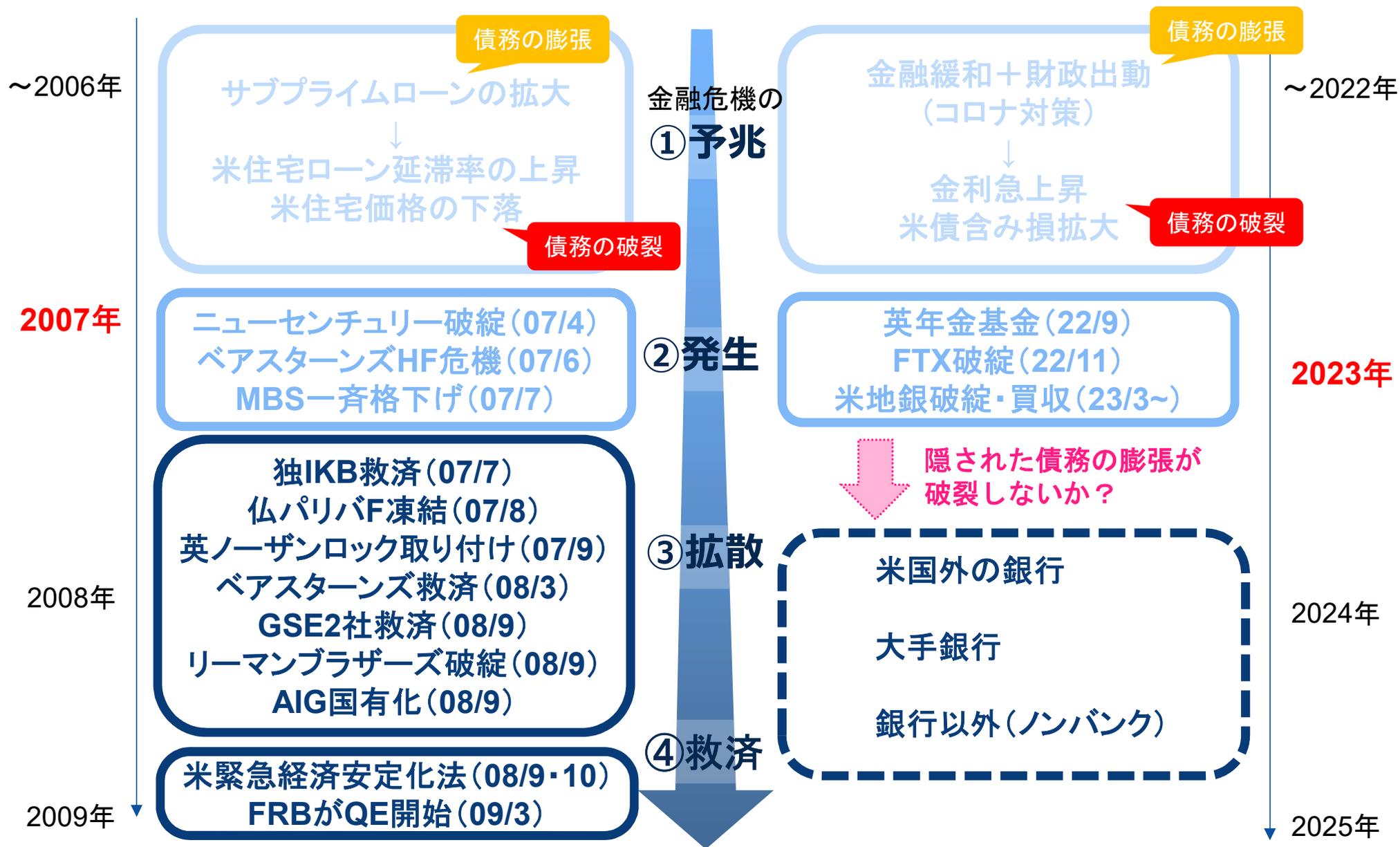
(注)預金残高は週次、株価は日次のデータ  
(出所)FRB、Refinitivより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 預金からMMFに資金が流入



(注)預金は米商業銀行、未季節調整値  
(出所)FRB、ICIより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# リーマン危機と現在の類似点・相違点 ①金融危機への経路は類似

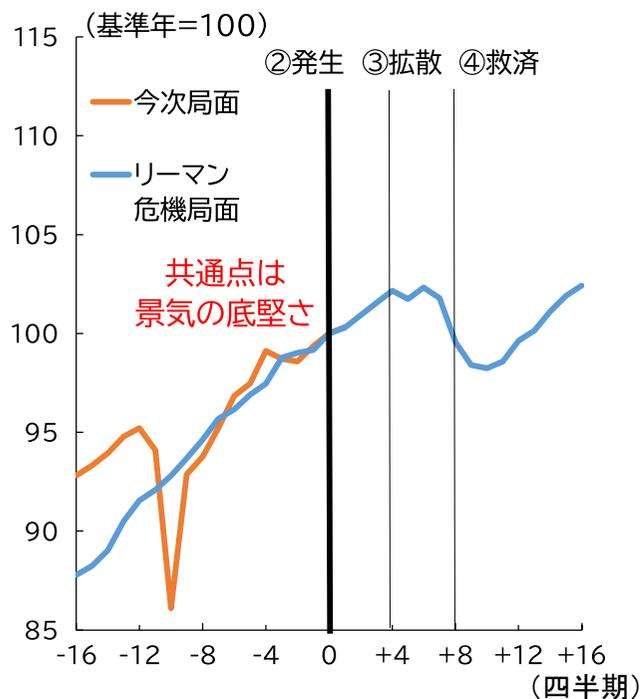


(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

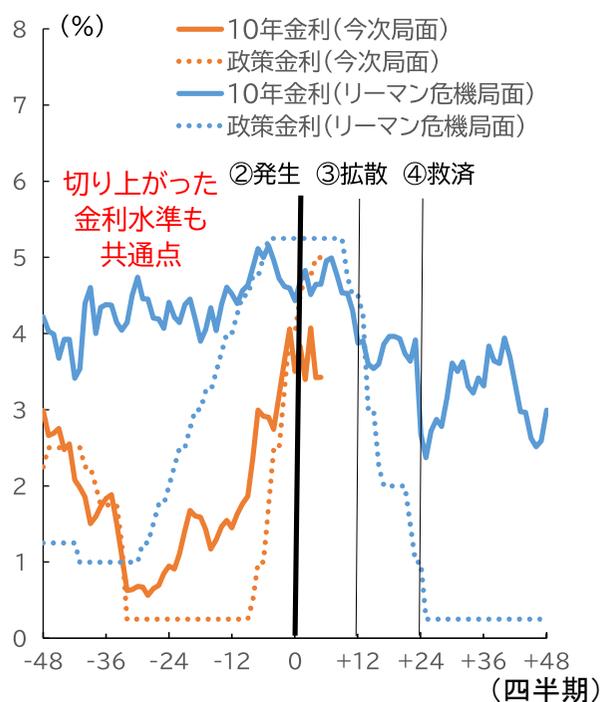
## ②景気の底堅さと高金利は共通。違いはインフレ

- 実質GDPの伸びは、リーマン危機時・現在とも堅調に推移。高金利であることも共通
- 違いはインフレ圧力
  - ショック発生時の利下げ判断において、インフレへの対処と金融システムへの対処の選択を迫られる懸念

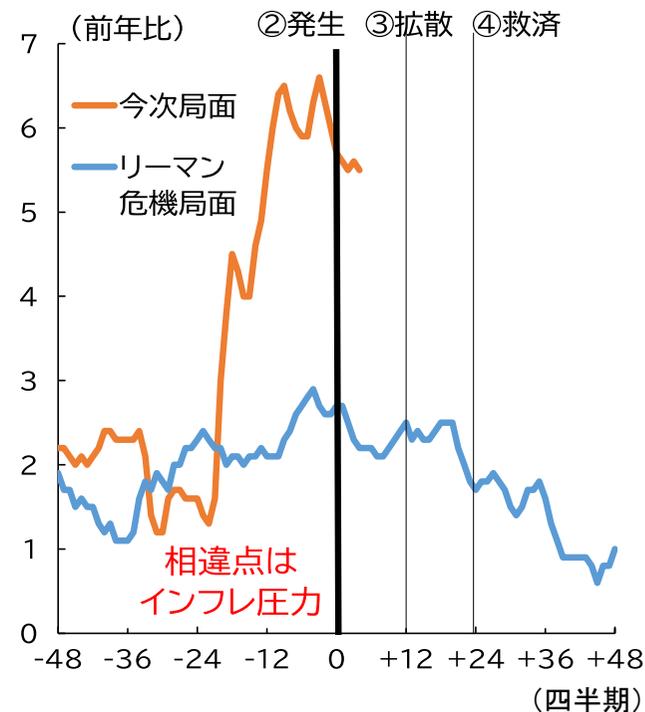
### 実質GDP



### 金利



### 消費者物価(CPIコア)



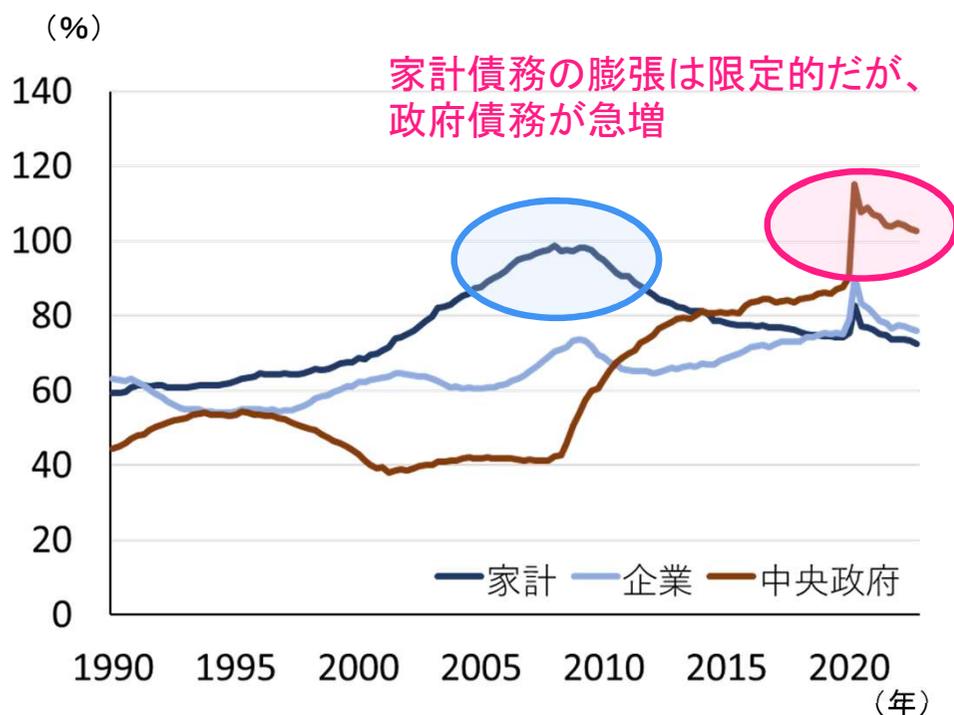
(注) 実質GDPは四半期ベース。消費者物価と米金利は月末値。基準点はリーマン危機局面が2006Q4(M12)、今次局面が2022Q4(M12)

(出所) BEA、BLS、Datastreamより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

### ③リーマン危機では家計債務が膨張。今回は政府 & CRE債務が膨張

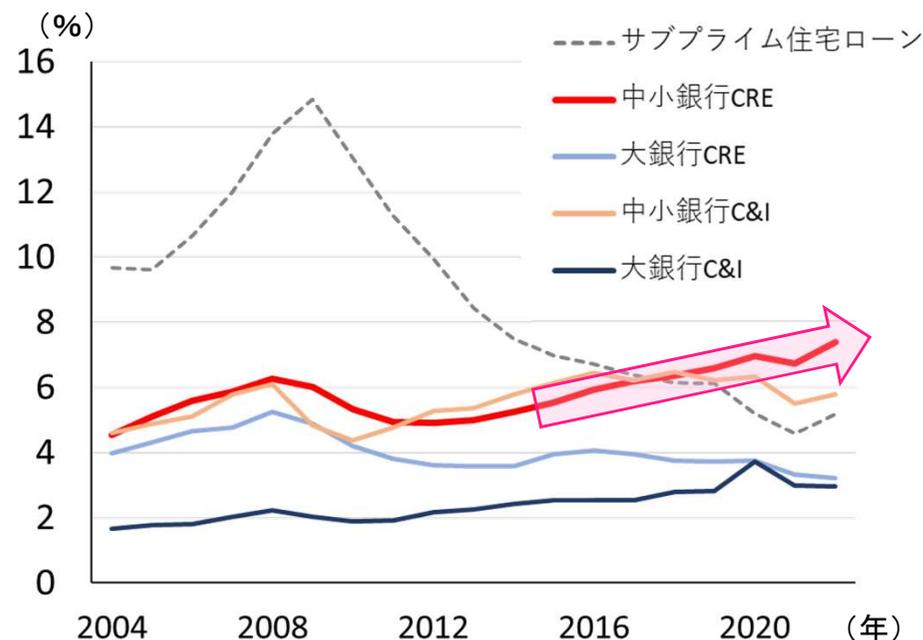
- リーマンショックに至る2000年代は、**家計債務**がトレンドから大きく上振れて膨張
- 今次局面では、コロナショックに伴う一時的な増加はあるものの、家計、企業債務の膨張は見られず。一方、家計、企業の苦境を補うために**政府債務が急上昇**
  - 政府債務に基づき実施された家計へのコロナ禍やインフレ対応の給付金等は銀行預金に滞留。同預金の行き先として、民間債務の内訳を確認すると、サブプライム住宅ローンは減少。相対的には、**中小銀行による商業用不動産(CRE)ローン**が拡大傾向

#### セクター別の債務／名目GDP比



(出所) FRB、FREDより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

#### 各種債務残高の名目GDP比



(注1) サブプライム住宅ローンは家計のサブプライム債務比率×住宅ローン残高で推計。また、2020年以前はNY連銀の債務比率、2021年以降はFHFAの債務比率で推計

(注2) CREは商業不動産、C&Iは法人事業向け貸出を表す

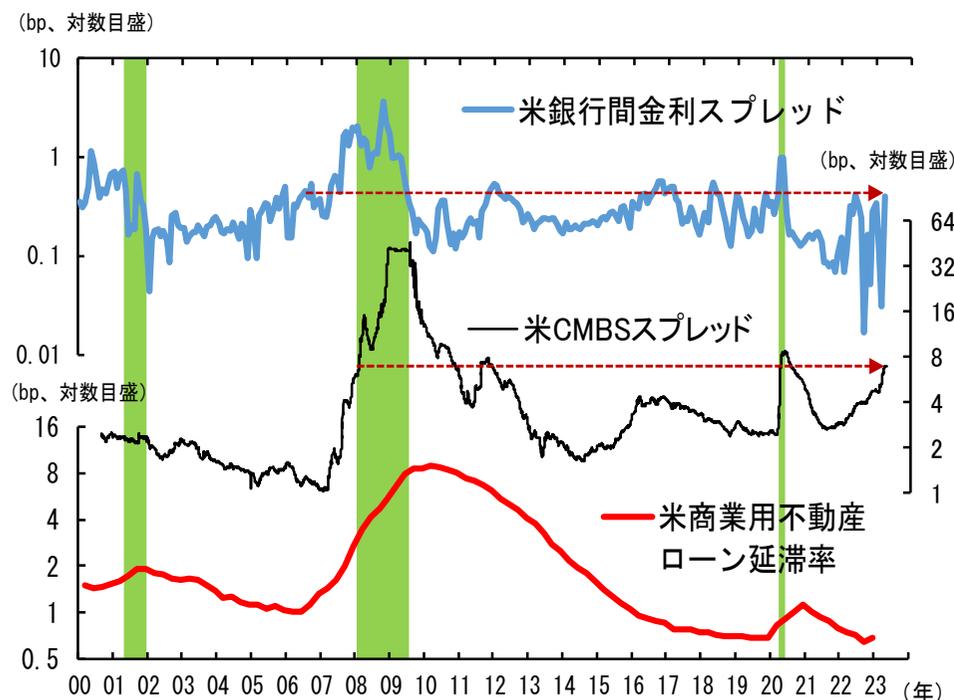
(出所) IMF、FRB、NY連銀、FHFAより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 2. CRE市場を起点とした危機の再燃・拡散リスク ～リスク顕在化の場合はリーマン危機型か、S&L危機型か

# CRE市場の先行指標はすでに悪化

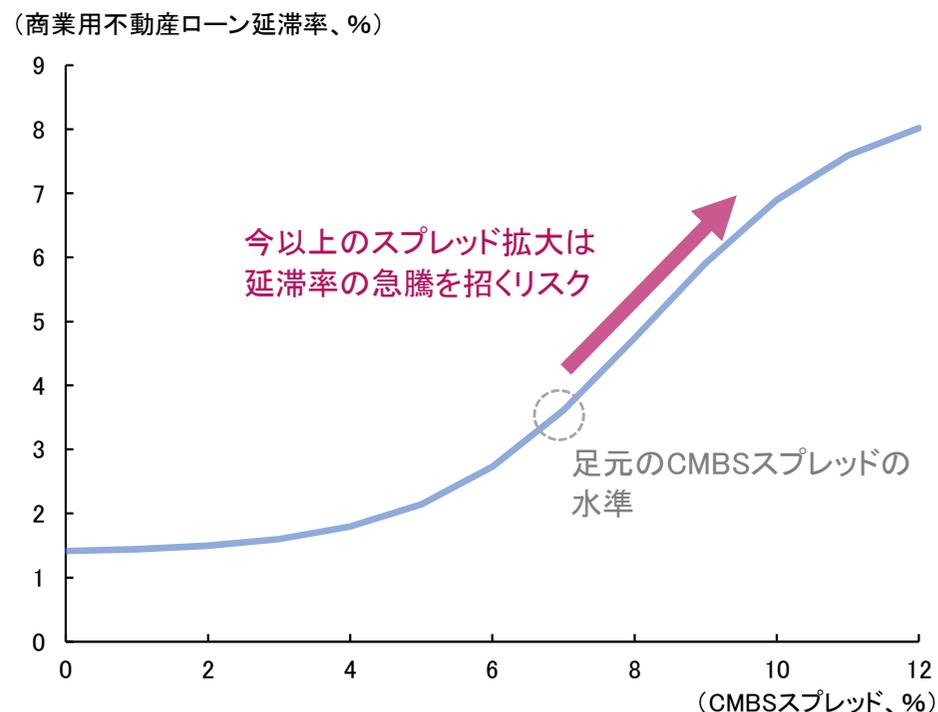
- 2022年末時点では、CMBSの裏付けとなるCREローンの延滞率は低位にとどまる
- ただし、先行指標となる米銀行間スプレッド及び米CMBSスプレッドは、揃って過去の延滞率急騰時の水準に接近  
 — 先行き、CRE市場で不良債権が増加するリスクを示唆

## CREローン延滞率と市場スプレッド



(注) 1. 銀行間金利(TED)スプレッドは月次、CMBSスプレッドは日次、延滞率は四半期  
 2. シャドー部は景気後退期  
 (出所) Bloomberg、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## CMBSスプレッドとCREローン延滞率の関係



(注) CREローン延滞率を被説明変数とし、CMBSスプレッド値によって定数項(CREローン延滞率の平均値)が状態変化する平滑推移モデルを推計(推計期間:2001年Q4~2022年Q4)  
 (出所) Bloomberg、FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# 商業用不動産(CRE)市場を起点とした、金融危機の拡散リスクに着目

## 現在の米CREローン市場

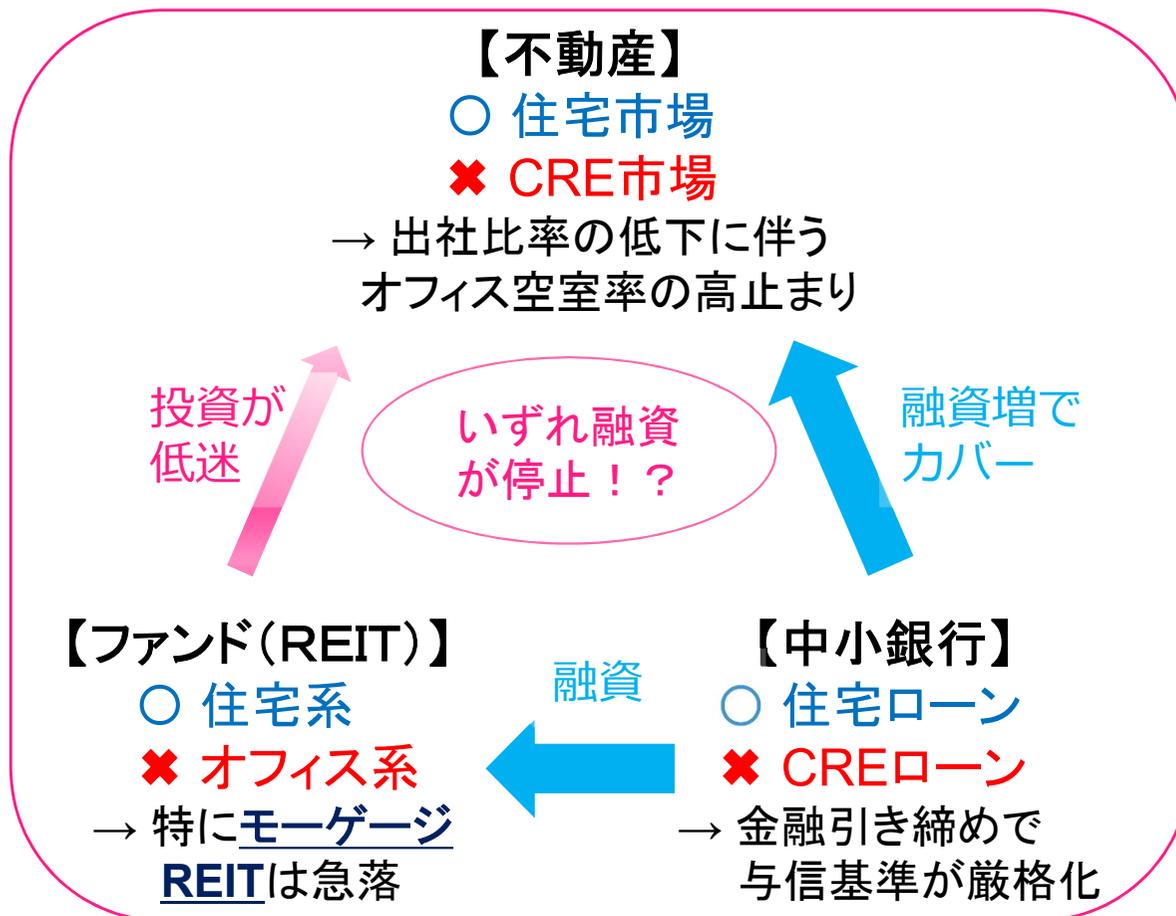
政府債務から  
CREローンへの経路

コロナ給付金が  
銀行預金に滞留

銀行は主に  
米国債で余資運用

+

中小銀行は  
CREローンに傾斜



### リスク①

モーゲージREITの破綻  
→ 銀行やノンバンクに波及?

### リスク②

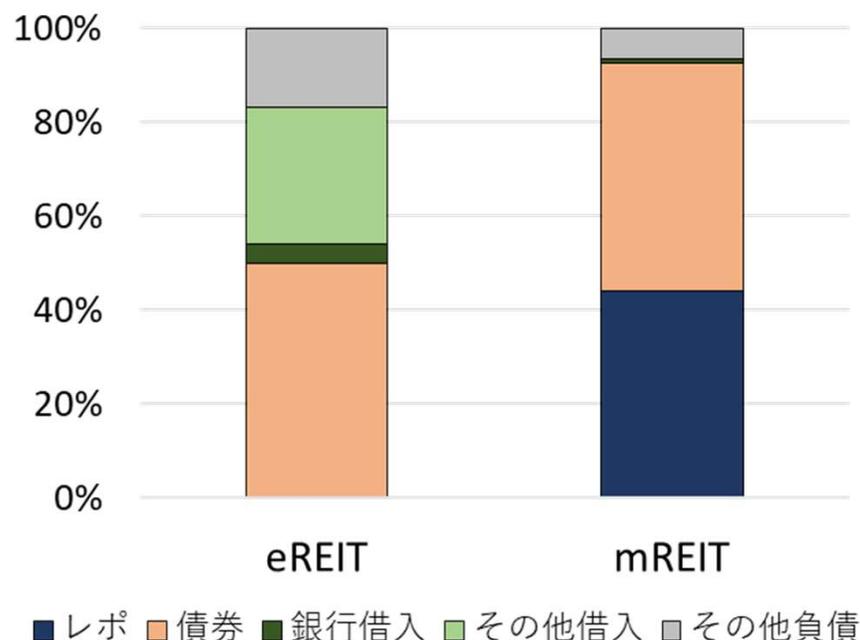
インフレ再加速・利上げ幅の拡大  
→ 不動産融資の貸倒増で中小銀が連鎖破綻?

(出所)みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# リスク①REIT破綻による銀行への直接的影響は限定的

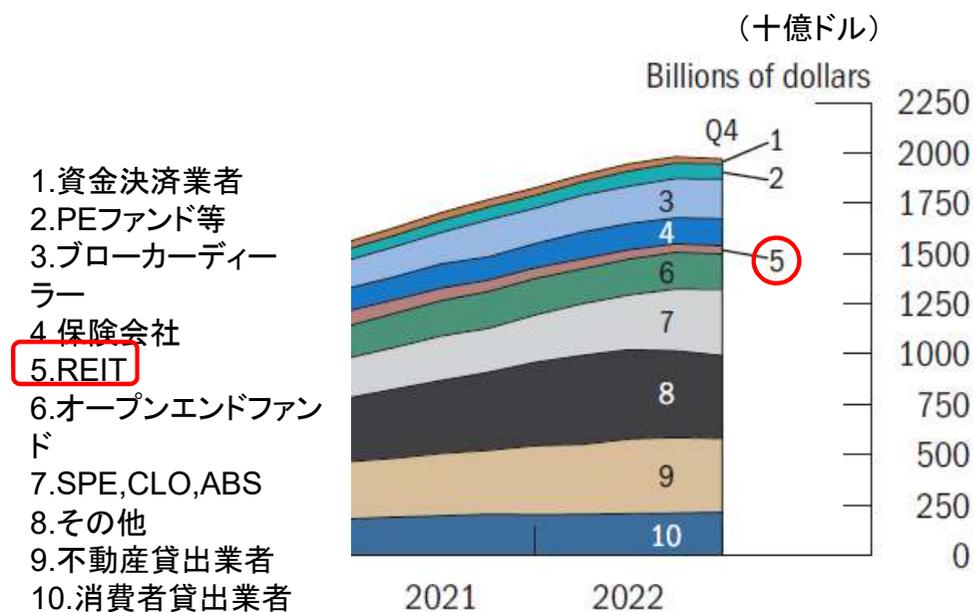
- モーゲージREITは短期資金調達(レポ取引)に依存。レポ市場を通じたノンバンク間の波及リスクに注意
- ただし、REITと銀行間の直接的な貸借規模は限定的
  - REIT向けはCREローン残高の1.4%程度

## REITの負債構造



(注1) eREIT: エクイティREIT、mREIT: モーゲージREIT  
 (注2) eREITは不動産の所有権に投資する投資信託、mREITは不動産ローンや、不動産ローンを原債権とする証券化商品に投資する投資信託  
 (注3) レポ: 買い戻し条件付き債券取引  
 (出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## 銀行のノンバンク向けコミットメントライン契約額



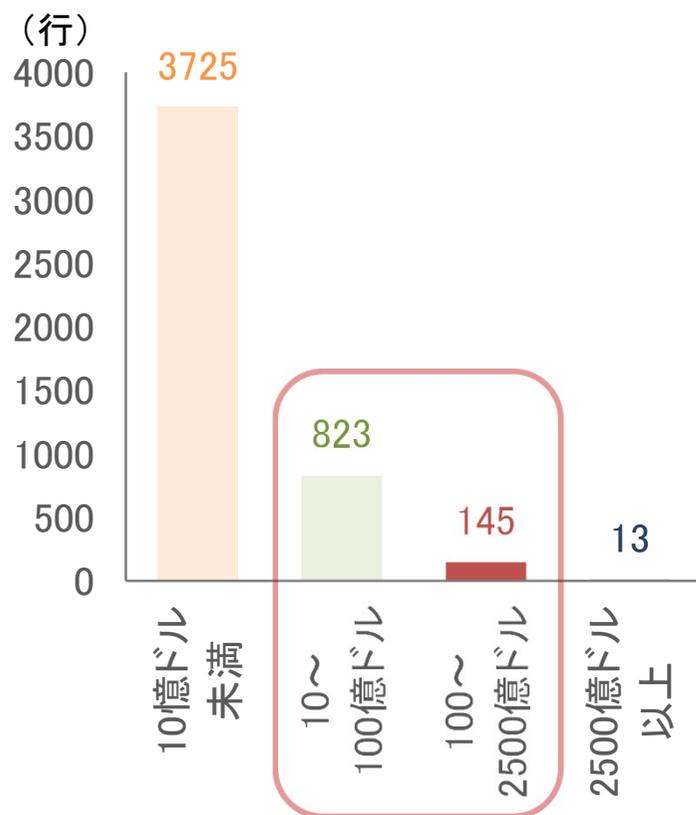
(出所) FRBより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## リスク②中小銀行は商業用不動産(CRE)ローンに傾斜し、CRE市況悪化の影響大

■ 総資産100～2500億ドルに該当する銀行は145行

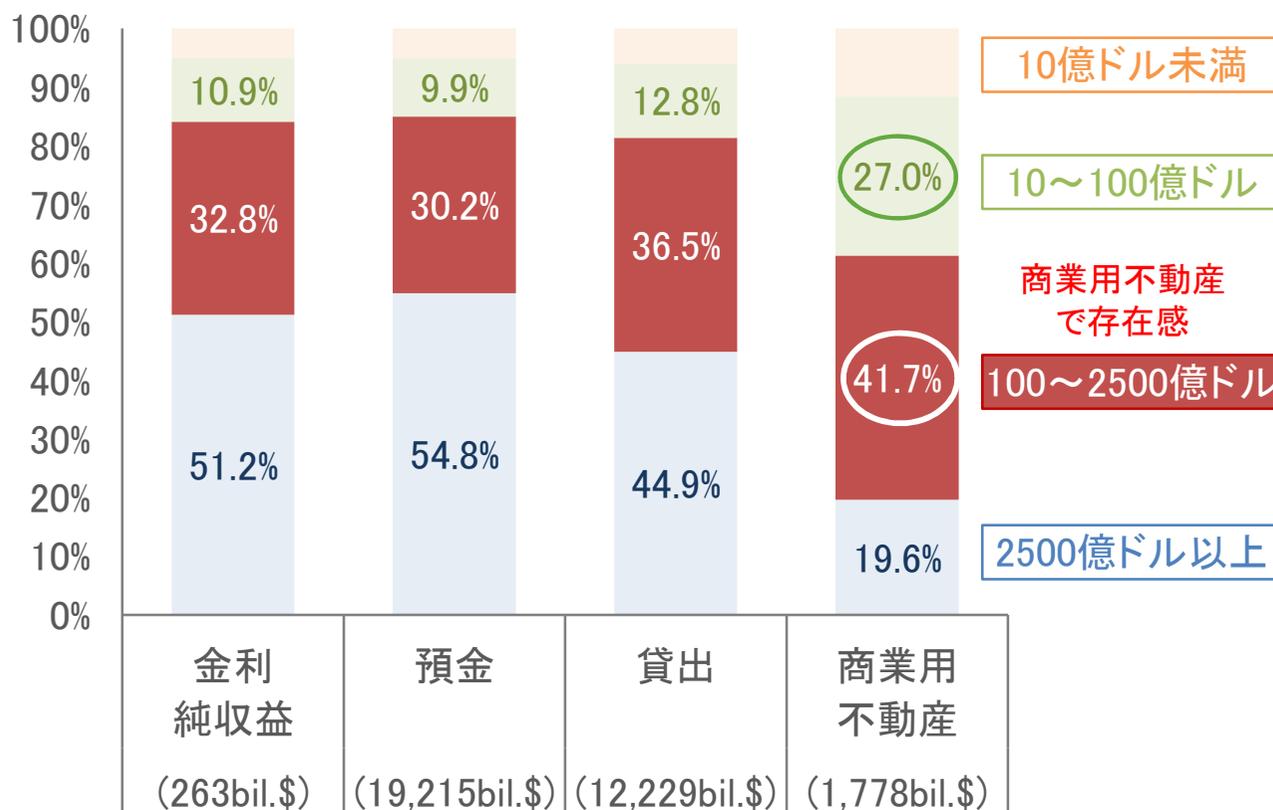
- 資産、金利純収益、預金のシェアは約3割の一方、商業用不動産ローンのシェアは4割を超え、資産ポートフォリオが商業用不動産に傾斜
- 一方で、総資産2500億ドル以上の13行の貸出はC&Iローンと個人向け貸し出しが主力

総資産規模別銀行数



(出所)FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

総資産規模別資産・預金・金利純収入の割合

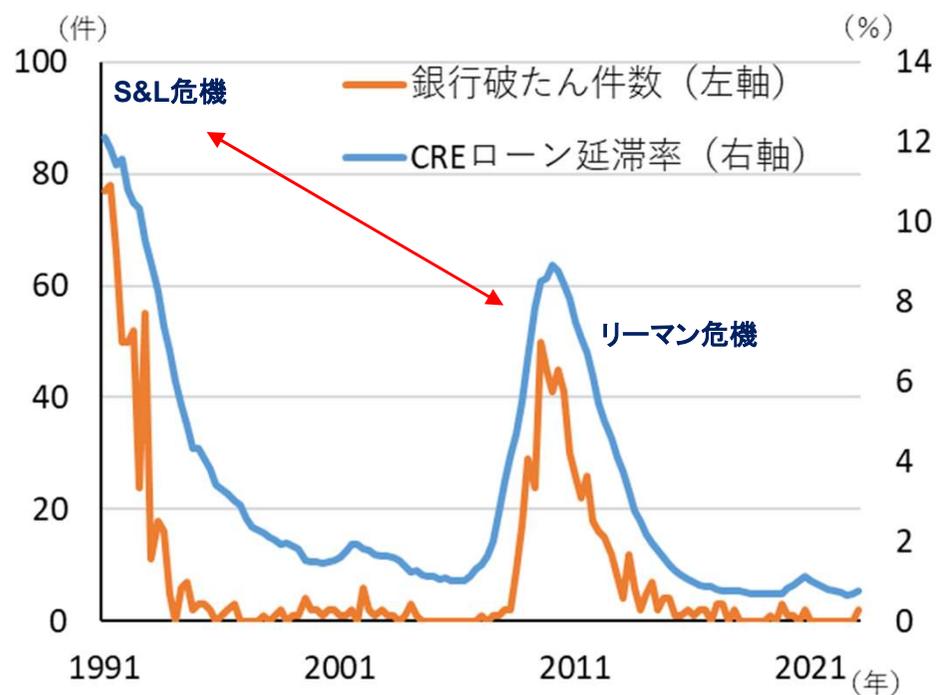


(出所)FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

# リスク顕在化の場合は、リーマン型よりもS&L型の銀行危機へ

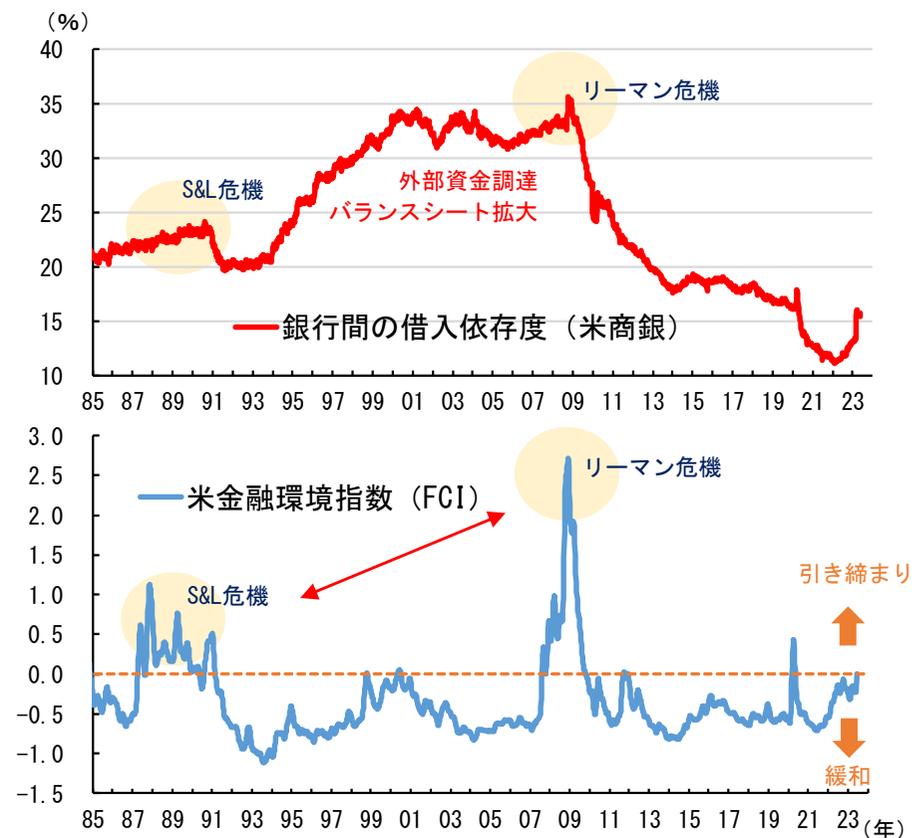
- 過去を見ると、**銀行の破綻件数はCREローン延滞率に連動**する傾向
- ただしリーマン危機のような連鎖破綻の懸念は小さい
  - リーマン危機では**銀行システム内での借入依存度が高く**、銀行の連鎖破綻が発生。現在の同依存度は低水準
  - 今後インフレ再燃・利上げ再加速によってCREローン延滞率がさらに上昇する事態になれば、中小銀行の単独破綻が急増した「S&L危機」に近い状況となる可能性

## 銀行破綻件数とCREローン延滞率



(注) 最新値は2023年1～3月期  
 (出所) FRB、FDICより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## S&L危機とリーマン危機の比較



(出所) FRB、Bloombergより、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成



〔本資料に関する問い合わせ先〕

みずほリサーチ&テクノロジーズ調査本部  
調査部

総括・市場調査チーム

主席エコノミスト 宮崎 浩

エコノミスト 白井 斗京

経済調査チーム

上席主任エコノミスト 松浦 大将

TEL :080-169-4681

E-mail :hiroshi.miyazaki@mizuho-rt.co.jp

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、确实性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。