

【論 文】

量的引き締めに潜む流動性依存¹

Liquidity Dependence Hidden in Quantitative Tightening

埼玉大学 人文社会科学部 経済学部

教授 長田 健

科学技術振興機構 資金運用本部

チーフエコノミスト 鵜飼 博史

【目次】

1. はじめに
2. 流動性依存
3. 日米中央銀行のバランスシートの拡大・縮小
 - (1) 中央銀行バランスシートの拡大
 - (2) 中央銀行バランスシートの縮小
 - (3) 日米の比較
4. 日本における流動性ミスマッチ
5. おわりに

【要旨】

2024年日本銀行が量的引き締め政策を開始した。日本より先行して量的引き締め政策を2度経験した米国では、レポ金利の急騰（2019年9月）とシリコンバレーバンクの破綻（2023年3月）という2回の流動性危機が発生している。本研究は、その遠因として指摘されている「流動性依存（Liquidity Dependence）」という現象が、日本でも発生しうるのか分析を行った。流動性依存のメカニズムを概説した後に、日米中央銀行のバランスシートの拡大と縮小の推移を比較、日本のデータを用いた実証研究を紹介する。その結果、日本経済も量的引き締めによって流動性依存に陥る可能性があることを示す。

1. はじめに

2024年半ばから日本でも中央銀行のバランスシートの「縮小」が始まった。いわゆる量的引き締め（QT：Quantitative Tightening）の開

始である。中央銀行のバランスシートの「縮小」は経済にどのような影響を与えるのか。金利上昇による引き締めとは異なる影響があるのか。量的緩和（QE：Quantitative Easing）によるバランスシート拡大時のプロセスがQT期には単純に逆回転するのか。QTには副作用は存在しないのか。

現在（2025年2月）、QTから半年以上が経過するが、日本経済ではまだ大きな影響や副作用は発生していないようである。しかし、日本より先に2度のQTを経験した米国経済では、QT期に流動性不足に陥る金融機関が生まれた。1回目のQT期に発生したのがレポ金利の急騰（2019年9月）であり、2回目のQT期に発生したのが2023年3月のシリコンバレーバンク（SVB）の銀行取付・経営破綻である。QEにより膨大な量の流動性が供給されているにもかかわらず、なぜ流動性不足に陥る金融機関が生まれたのか。

この問いに対して、ニューヨーク大学のビラル・アチャリヤ（Viral V. Acharya）とシカゴ大学のラグラム・ラジャン（Raghuram G. Rajan）を中心とする複数の研究（Acharya et al. [2022]、Acharya et al. [2024]、Acharya and Rajan [2024]）²は、興味深い仮説を提示している。それが「流動性依存（Liquidity Dependence）」である。

彼らによると中央銀行のバランスシートの拡大期のプロセスが、縮小期に単純に逆回転する

とは限らないという。具体的にはQE期に民間銀行のバランスシートに起こる変化とQT期に起こる変化は非対称になる可能性があるという。米国のマクロ経済データ、銀行財務データを用いた彼らの実証分析によると、QEにより市場に流動性が供給されると、銀行は資産サイド・負債サイドの流動性を高め、更にはオフバランスでも流動性の高い取引を行ったという。資産サイドでは中央銀行に預ける準備預金が増大し、負債サイドでは要求払い預金が増え、オフバランスではクレジットラインが増加した。

しかし、QTに転じると、銀行はQE時と対称的に流動性の低い取引を増やすかという点、そうはならなかった。資産サイドはQTによって準備預金が増加するので流動性資産は減少したが、負債サイドの流動性の高い負債は減少せず、オフバランスにおける流動性の高い取引が減少することは起こらなかった。要求払い預金（流動性が高い負債）の定期性預金など（流動性が低い負債）への振替や、コミットメントラインの減額といった非流動化は資産サイドほどスムーズに起こらなかったのだ。結果として、流動性負債等の流動性資産に対する比率が高まり、資産サイドと負債サイド（およびオフバランス取引）の間に流動性のミスマッチが発生、銀行は流動性リスクに晒されることになる。この状況で市場全体に流動性ストレスが加わると、健全な銀行であっても流動性資産を抱え込むことになり、市場全体の流動性供給が不足する。その結果、SVBのように流動性不足に直面する銀行が生まれ、それらの銀行は、流動資金の市場調達が難しくなり中央銀行などによる流動性供給に「依存」することになる。

ポイントはこの現象がSVBなどの個別金融機関（ミクロレベル）で生じるだけでなく、金融市場全体のマクロレベルで生じるという点である。QEにより膨大な流動性が供給されると、同時に金融機関に対する流動性負債等（要求払い預金+クレジットライン）³が膨張する。しかしQT期になると、膨張した流動性負債等が足

かせとなり、金融システム全体で流動性が不足する。QEによる流動性の供給が膨大であるほど、QT期に発生する流動性ミスマッチは大きくなると考えられる。QEによる流動性供給の中で、銀行システム全体が知らず知らずのうちに、流動性依存に陥る体質に陥ってしまうと考えることが出来る。

日本でも流動性依存が起こるのだろうか。本論文では、まず流動性依存の遠因となるマクロ経済の変化（商業銀行のバランスシートに起こる非対称な変化）について説明する（第2章）。その上で、続く第3章で日米中央銀行のバランスシートの拡大と縮小の推移を比較し、第4章では我々が取り組んでいる実証研究（Ugai and Osada [2024]）の一部を紹介し、日本における流動性依存発生の可能性について考察する。第5章では結論を述べるとともに、今後の課題について述べる。

2. 流動性依存⁴

前章で述べた通り、流動性依存とは、商業銀行のバランスシートの資産と負債の間に流動性のミスマッチが起こり、市場全体で流動性が不足することによって生じる。中央銀行に預けられる準備預金総額の水準がどんなに大きくとも、それに対して民間銀行の流動性負債（流動性預金など）が相対的に大きければこの現象は起こりうる。

なぜ、流動性のミスマッチは生じるのか。その1つの要因として、QEによって生じたバランスシートの変化が、QTによって逆回転をするのではなく、QEとは異なる波及経路を辿ることが考えられる。以下、簡単な例を用いて説明する。

そもそも、QEにより中央銀行が国債等を買入れ入れることで、なぜ銀行は流動性負債等（要求払い預金+クレジットライン）を増やすのか。QEでは中央銀行が国債等を市場から大量購入するが、売り手が銀行部門の時には銀行部門の負債サイドに変化は起こらず、（要求払い）

預金は増えない。図1のパネルAが示す通り、銀行部門の保有する国債等が減少し、準備預金が増える。つまり、資産サイドの流動性のみが高まる。

しかし、国債等の売り手が非銀行部門の時には銀行部門の負債サイドにも変化が起こる。図1のパネルBが示す通り、中央銀行が国債等を非銀行部門から購入すると、その代金は銀行部門の準備預金を通じて非銀行部門に預金として支払われる。QEを行っているとき金利がほぼゼロなので、特に流動性の高い要求払い預金の機会費用が非常に低くなるために増え易いと考えられる。この結果、銀行部門では資産サイド、負債サイド共に流動性が高まる。

では、QTに転じた場合はどうか。まずは対称的な逆回転が起こった場合を考えてみよう。銀行部門に国債等を売却すれば、銀行部門の資産サイドのみが変化（国債等が+1兆円、準備預金が-1兆円）し、負債サイドは変化しない。一方で、非銀行部門が国債等を購入すれば、銀行部門の負債サイドも変化する（準備預金-1兆円、預金-1兆円）。つまり、QEの際の国債等の売り手が、QTの際に同額だけ国債等を購入すれば、3部門のバランスシートは元に戻るだけである。

しかし、QEの際に非銀行部門から購入した国債等を中央銀行が銀行部門に売却したらどうなるだろうか。つまり、QEとは異なる非対称な波及経路を辿った場合である。図1のパネルCが示す通り、中央銀行のバランスシートには縮小が生じるが、銀行部門のバランスシートは縮

小しない。資産サイドにおいては準備預金が減り、国債等が増えるが、負債サイドは変化しない。つまり、資産サイドの流動性は低下するが、負債サイドの流動性は高いままとなる。但し、この時点では要求払い預金以外の債務には金利が付いているので、銀行がこれを梃子に要求払い預金を定期預金に振り替えるように努力すれば、流動性需要は減少する。しかし、この努力を怠ると、銀行部門のバランスシートの資産と負債の間に生まれる流動性のミスマッチが解消せず、流動性依存の原因になる。

仮に銀行が、この資産・負債における流動性のミスマッチを解消すべく、市場にて非銀行部門に国債等を売却したり、要求払い預金を定期預金などの流動性が低く金利が（若干）高い負債へと振替えさせたりすれば、ミスマッチは解消されるだろう。

しかし、米国ではこういったミスマッチは解消されなかった。図2は、米国における2008年第4四半期から2023年第1四半期までの、準備預金（Reserves：左軸）、未利用の信用枠（Credit Lines：左軸）、および預金（Deposits：右軸）の対GDP比（%）の推移を示している。グラフ内の垂直線は、左から①2008年11月（QE I）、②2010年11月（QE II）、③2012年11月（QE III）、④2014年10月（QE停止 [QTは伴わない]）、⑤2017年10月（QT開始）、⑥2019年9月（レボ市場の急騰とそれに伴う流動性供給 [2020年3月からのQE再開期を含む]）、⑦2022年3月（コロナ危機によるQEの終了とFRBの利上げ開始）を表している。

図1 量的緩和政策・量的引き締め政策による銀行部門のバランスシートの変化

パネル A：銀行部門から国債等を購入する場合

量的緩和政策前
中央銀行

資産	負債
国債等	準備預金

量的緩和政策後
中央銀行

資産	負債
国債等+1兆円	準備預金+1兆円

銀行部門

資産	負債
国債等 準備預金	資本金 預金

銀行部門

資産	負債
国債等-1兆円 準備預金+1兆円	資本金 預金

パネル B：非銀行部門から国債等を購入する場合

量的緩和政策前

中央銀行

資産	負債
国債等	準備預金

銀行部門

資産	負債
国債等 準備預金	資本金 預金

非銀行部門

資産	負債
国債等 預金	資本金

量的緩和政策後

中央銀行

資産	負債
国債等+1兆円	準備預金+1兆円

銀行部門

資産	負債
国債等 準備預金+1兆円	資本金 預金+1兆円

非銀行部門

資産	負債
国債等-1兆円 預金+1兆円	資本金

パネル C：非銀行部門から国債等を購入し、銀行部門に売却する場合

量的引き締め政策前（パネル B 右側）

中央銀行

資産	負債
国債等+1兆円	準備預金+1兆円

銀行部門

資産	負債
国債等 準備預金+1兆円	資本金 預金+1兆円

非銀行部門

資産	負債
国債等-1兆円 預金+1兆円	資本金

量的引き締め政策後

中央銀行

資産	負債
国債等+1兆円 準備預金+1兆円	準備預金+1兆円 準備預金+1兆円

銀行部門

資産	負債
国債等+1兆円 準備預金+1兆円	資本金 預金+1兆円

非銀行部門

資産	負債
国債等-1兆円 預金+1兆円	資本金

（出典）Acharya et al. (2024)、長田（2024）を参考に筆者作成

QE期（①と④の間）とQE再開期（⑥と⑦の間）に準備預金（対GDP比）の上昇と共に預金も上昇するが、QT解除期（④と⑤の間）とQT期（⑤と⑥の間）には準備預金のみが低下し、預金は変化していない。この図から銀行部門のバランスシートに起こった非対称な変化が読み取れる。

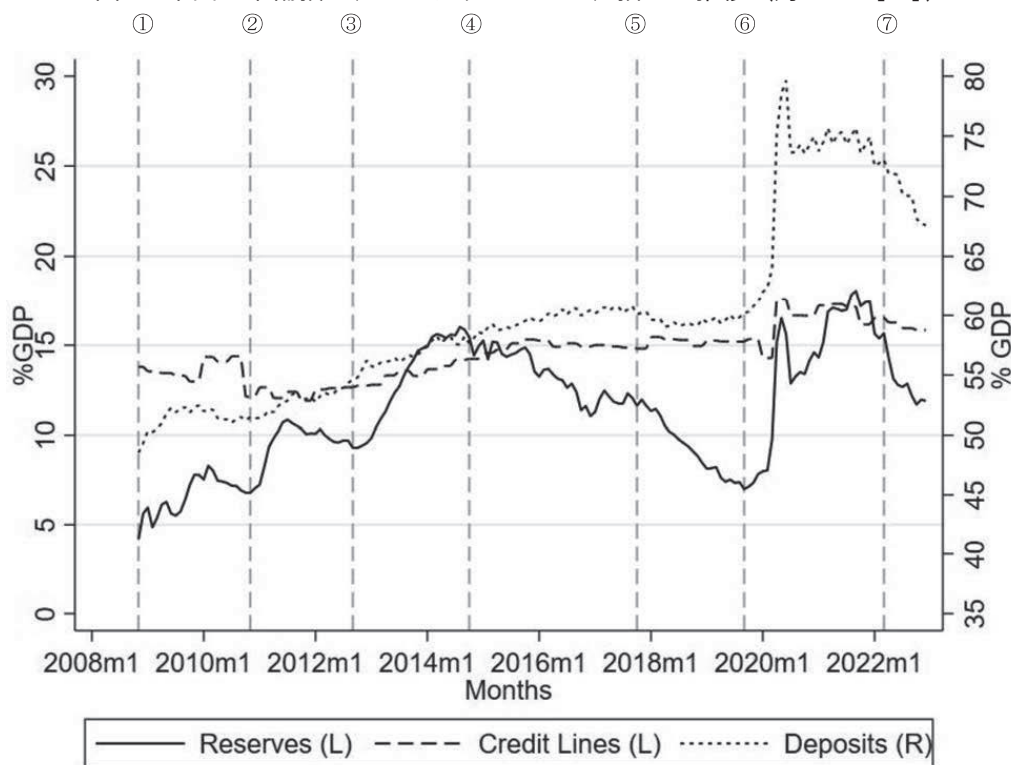
クレジットラインに関してはどうか。QE期（①と④の間）には目立った上昇は見られないが、QE再開期（⑥と⑦の間）には準備預金（対GDP比）の上昇と共にクレジットラインも上昇している。しかし、QT解除期（④と⑤の間）とQT期（⑤と⑥の間）には、預金同様、低下することなく、やや上昇すらしている。

QEによって流動性負債等（要求払い預金＋クレジットライン）を増やした銀行が、QTによって流動性が減少する中でもクレジットラインや要求払い預金を縮小しなかったのは何故か。Acharya et al. (2022) は3つの可能性を指摘している⁵。1つ目が銀行内部のエージェン

シー問題である。銀行の流動性資産が減少した際に、預金調達部門やクレジットライン提供部門に対して負債サイドやオフバランスの流動性低下を求めたとしても、両部門が縮小しようとしなない。2つ目が、流動性危機に陥れば、中央銀行が流動性供給をしてくれると考える、モラルハザード問題。そして、3つ目が規制の影響である。バーゼル規制などの銀行規制によって、現在の銀行はレバレッジ拡大による利潤獲得機会が制約されている。その為、オフバランスの取引（クレジットライン）で手数料を稼いだり、支払金利が高い定期性預金ではなく、支払金利が低い要求払い預金を維持しようとしたのではないかと考えられる⁶。

このようにQE期とQT期の銀行の非対称な行動、その結果として生じる流動性のミスマッチが流動性依存の状況を生み出し、金融システム全体の流動性リスクを高めると考えられている。

図2 米国の準備預金、クレジットライン、預金の推移（対GDP [%]）



(出典) Acharya et al. (2024) Figure 2.Panel A.を筆者加工

3. 日米中央銀行のバランスシートの拡大・縮小

本章と次章にて、日本において流動性依存が発生する可能性について考察を進める。まず、本章では両国のQE期・QT期における、中央銀行のバランスシートの変化を比較する。流動性のミスマッチは、中央銀行のバランスシートの拡大と縮小によって引き起こされる。両国中央銀行のバランスシートの変化の比較から、日本で流動性依存が起こりうるのか考えていく。

(1) 中央銀行バランスシートの拡大

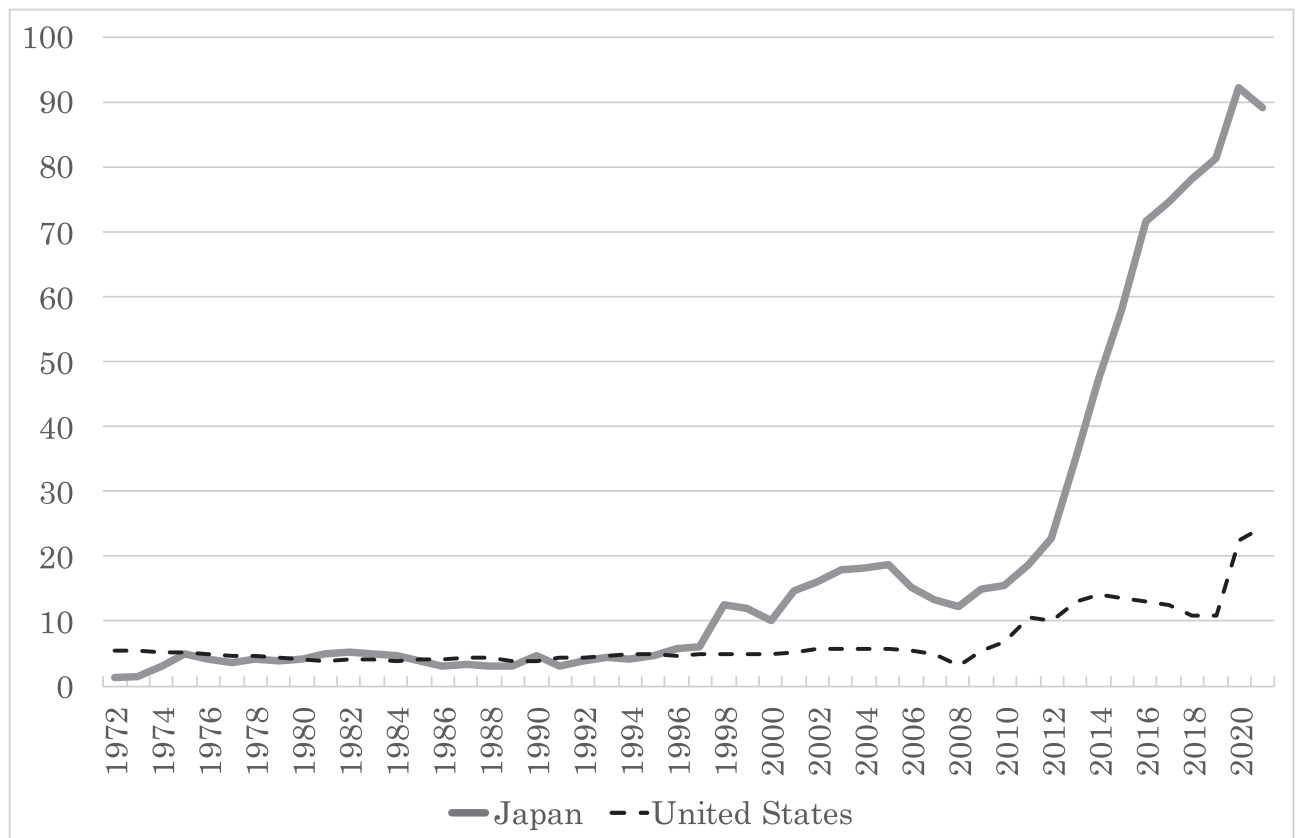
中央銀行のバランスシートの「拡大」は、今世紀に日米経済に起こった大きな変化の一つである。図3は日米中央銀行の総資産（対GDP比 [%]）の推移を表している。1990年代半ばまでは両国ともに6%に満たない水準で推移してきた。しかし、1990年代末以降、日本においてこの値は大きく上昇し、2021年には100%に迫っている。米国経済においても2000年代末以降上昇し、日本ほどではないが24%に達している⁷。

日本はいわゆる「失われた30年」の間に行われた長期間にわたる金融緩和政策の結果であり、特に量的緩和政策（2001年3月～2006年3月）と量的・質的金融緩和（QQE：2013年1月～2024年2月）の影響が大きい。前者の下では、金融市場調節の主たる操作目標が無担保コールレートから日本銀行当座預金残高に変更され、後者の下では、金融市場調節の主たる操作目標は無担保コールレートからマネタリーベースに変更された。日銀バランスシートの負債サイドの拡大をターゲットにした金融政策の下、日銀のバランスシートは急拡大した。

日銀の総資産（対GDP比 [%]）は1990年代末から減少を始め、量的緩和政策の下で18%を超える。その後、量的緩和政策の終了により12%台まで低下するが、2000年代末から緩やかに上昇を始め、量的・質的金融緩和の下で急上昇し100%を超えるに至っている⁸。

米国における中央銀行のバランスシートの拡大もまた中央銀行による量的緩和政策の結果で

図3 日米中央銀行の総資産（対GDP比 [%]）



（出所）世界銀行Global Financial Developmentより筆者作成

ある。大きく2つの時期に分けることができ、1つ目が世界金融危機に対してFRBが実施した3つのQEであり、QE I（2008年11月～2010年3月）、QE II（2010年11月～2011年6月）、QE III（2012年9月～2014年10月）の3つの政策が実施された。2つ目がコロナ危機に対するQE IV（Pandemic QE）であり、2020年3月に開始された。QE I～IIIを経てのFRBの総資産（対GDP比 [%]）は14%に達し、その後10%台まで低下するがQE IVにより約25%まで急拡大している。

（2）中央銀行バランスシートの縮小

米国はこれまで2度のQTを経験している。1回目が2017年10月であるが、約2年後の2019年半ばにレポ金利の急上昇など市場の混乱が発生し、同年9月にQTを停止する。2017年9月末に約4兆4,556億ドルあったFRBの総資産は2019年8月末には3兆7,599億ドルまで減少、2年間で約16%のバランスシートの縮小が行われた（図4）。

2回目は2022年6月からである。同年2月のロシアによるウクライナ侵攻は米国経済にインフレーションを招き、FRBは急激な金融引き締めに転じる。2022年2月に0.08%だった政策金利は急上昇し、1年半後の2023年7月には5.25～5.5%まで引き上げられた。同時にQTも行われ、FRBのバランスシートは2022年半ばより縮小が続いている。2022年5月末に約8兆9,142億ドルあった総資産は2025年2月末には6兆7,661億ドルまで減少し、3年弱で約24%もバランスシートを縮小している。

2022年半ばにインフレ率が10%に迫った米国に比べ、日本経済の物価上昇は緩やかだった。しかし、2022年後半以降、日銀が掲げる物価安定目標の2%を超える物価上昇が続く、2024年頭の主要企業の賃上げ率が5%と高水準であったことなどから、2024年3月の金融政策決定会合においてマイナス金利政策の解除が決定された。2016年2月にマイナス金利政策を導入して

以来、8年超もの間マイナス0.1%が政策金利とされてきたが、マイナス金利解除により政策金利は0～0.1%程度（無担保コール翌日物レート）に引き上げられ、2024年7月、2025年1月には2度の追加利上げがなされた。0～0.1%程度であった政策金利は、7月には0.25%、1月には0.50%と引き上げられてきたが、2022年の米国の政策金利の急上昇に比べると、非常に緩やかな上昇である。

日本の量的な引き締め（QT）もまた緩やかに始まった（図5）。2024年6月に国債買い入れ額の減額方針が示され、翌7月には減額計画が決定、月6兆円程度だった国債買い入れ額を（原則）四半期ごとに4,000億円ずつ減額し、2026年1～3月に同3兆円に減らす方針が示された。日本銀行は2024年8月に約765兆円あった総資産は2025年2月には約747兆円まで減少しており、半年間で約2.32%縮小させている。

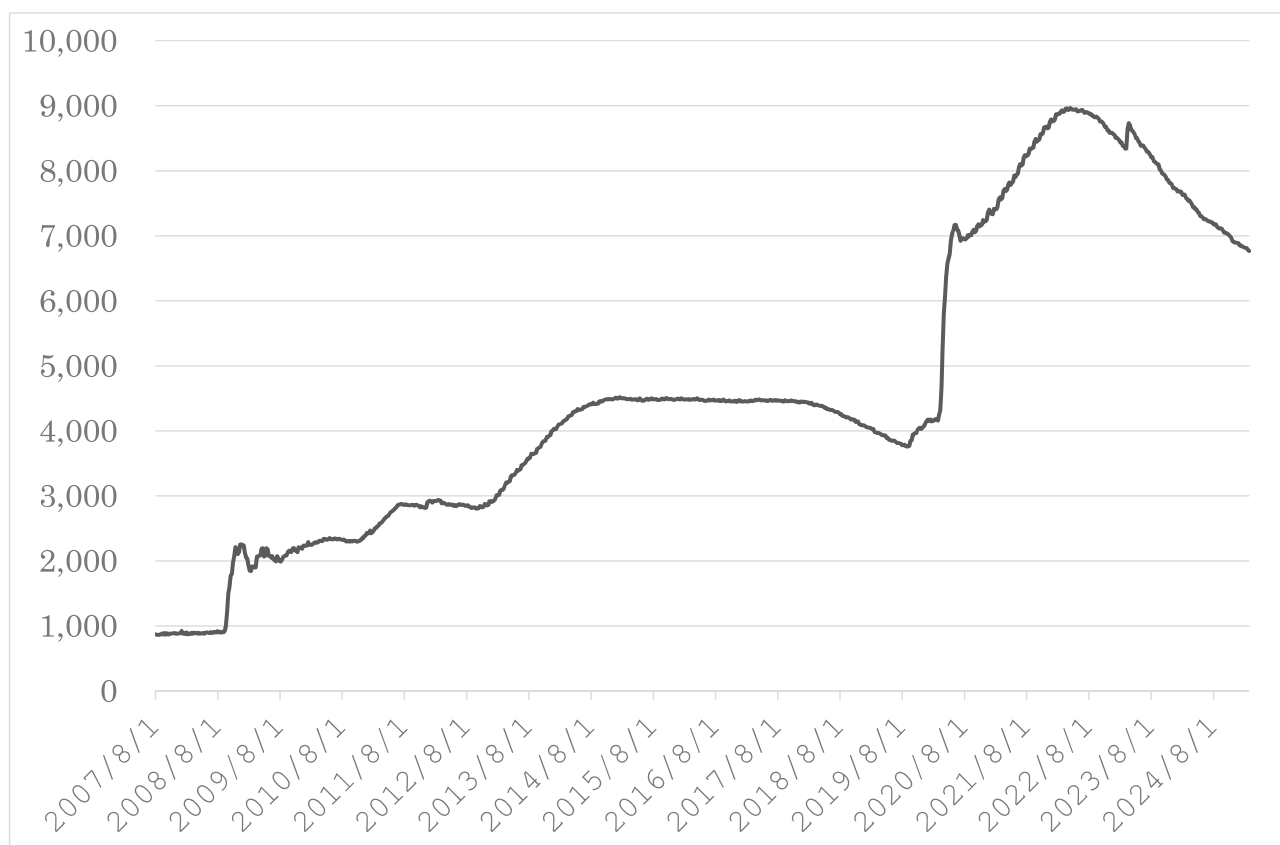
（3）日米の比較

日本銀行とFRBのQEによるバランスシートの拡大を比較すると、以下2点の違いがあげられる。1つ目が規模（対GDP比）の違いである。FRBの総資産額のピークは約9兆ドル、日銀の総資産額のピークは約760兆円と金額こそはFRBのほうが上回るが、対GDP比（%）は日銀は100%を超えている一方で、米国は25%程度である。自国の経済規模と比した場合、日銀のほうがQE（特にQQE）でバランスシートをはるかに大きく拡大したことが分かる。

2つ目が期間の長さである。FRBはQE I開始からQE III終了までの約6年間、QE IVの約2年間であるのに対し、日本の量的緩和の歴史は長い。量的緩和政策は約5年間であったが、QQEは約11年も続いた。

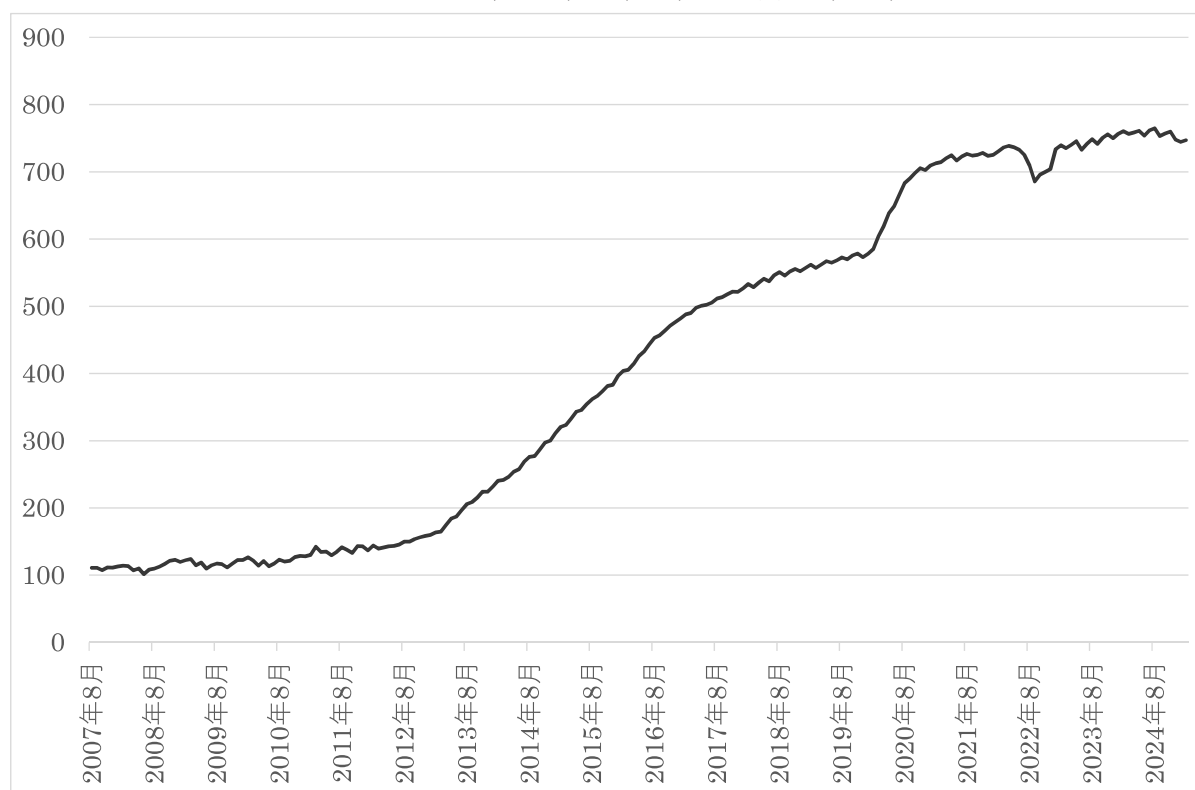
この大規模かつ長期間な拡大は、流動性依存にどう影響するのか。冒頭に述べたように、QEによる流動性の供給が膨大であるほど、QT期に発生する流動性ミスマッチは大きくなると考えられる。また、米銀（米国経済）以上に流

図4 米国中央銀行（FRB）の総資産（10億ドル）



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve Systemより筆者作成

図5 日本中央銀行（日本銀行）の総資産（兆円）



(出所) 日本銀行より筆者作成

動性を供給されることに慣れてしまった邦銀（日本経済）は、流動性が不足した際に、その対応に苦慮する可能性もあるだろう。日本経済は20年以上に及ぶ膨大な流動性供給の中で、銀行システム全体が知らず知らずのうちに、流動性依存に陥る体質に陥ってしまっていると考えらるならば、今後QTが進展し流動性依存に陥った時、その経済に対するインパクトは米国以上に深刻なものになる可能性もある。

次に、QTによるバランスシートの縮小を日米で比較する。図2・図3を比較すると、日銀のバランスシート縮小は緩やかに見える。しかし、引締め開始からの半年間の減少率を比較すると、FRBの1回目のQTは約1.42%減（2017/9/27→2018/3/28）、2回目のQTは約3.70%減（2022/5/25→2022/11/30）であるのに対して、日銀のQTは約2.32%減（2024年8月→2025年2月）と両者の中間的な減少スピードである。バランスシートの縮小のスピードは日米間で大きな差

異はない。

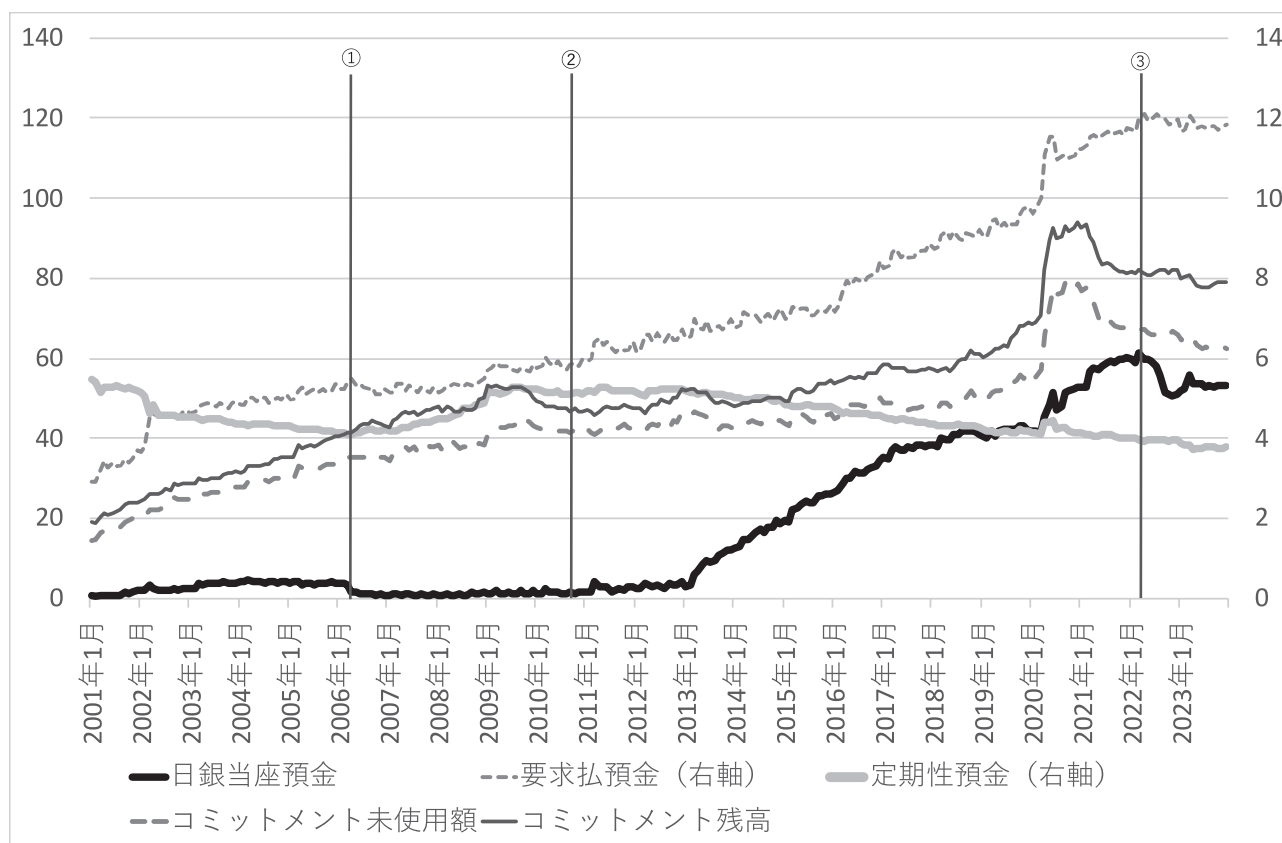
故に、今後のマクロ経済環境の動向にもよるが、日銀のバランスシート縮小は、FRBと似た経路を辿る可能性はある。日本経済も流動性依存に陥り、流動性レポ金利の急騰やSVB破綻のようなイベントが発生する可能性は十分にある。

4. 日本における流動性ミスマッチ

2024年に開始した日銀QTは流動性依存を引き起こすのか。QQE解除からまだ1年しか経過しておらず、Acharya et al. (2024) のように実証分析するにはもう数年のデータの蓄積が待たれる。

しかし、図3・図5を見ると今世紀の日本経済において、日銀がバランスシートを大きく縮小した時期が（2024年のQT以外にも）2回あることが分かる。1回目は2006年3月に量的緩和政策が終了した時期である。2006年2月末に152

図6 日銀当座預金、コミットメントライン、預金の推移（対GDP [%]）



（出所）鶴飼（2023）、Ugai and Osada（2024）を基に筆者作成

兆円あった総資産は半年後には113兆円まで急減（約25%減）している。2回目は2020年3月に導入した新型コロナ対応金融支援特別オペレーション（コロナオペ）が期限を迎え、段階的に終了した2022年である。2022年3月に736兆円あった総資産は9月末には685兆円まで急減（約6.9%減）している。

両期間はQT（量的引き締め）政策が行われた期間として一般的に認識はされていないが、Ugai and Osada (2024)はこの時期を実質的なQTの時期と捉え、日本の銀行に非対称な行動が観察されるのか実証分析を行っている。

図6はUgai and Osada (2024) を基に作成したグラフであり、本論文の図2 (Acharya et al. [2024] Figure 2. Panel A.) に対応している。2001年から現在までの日銀当座預金（民間銀行の資産）と預金（民間銀行の負債）、コミットメントラインの推移（対GDP [%]）を表している。グラフ内の垂直線は、左から①2006年3月（量的緩和政策終了）、②2010年10月（包括的な金融緩和政策開始）、③2022年4月（コロナオペ期限）を表しており、全期間をQE I期（2001年1月～2006年3月：量的緩和政策期）、QT I期（2006年3月～2010年10月：①と②の間）、QE II期（2010年10月～2022年3月：包括的な金融緩和政策+QQE：②と③の間）、QT II期（2022年4月～：③以降）の4つの期間に分け、銀行のバランスシートに非対称な動きが生じているかどうかを分析している。

まず2つのQE期を見ると、日銀当座預金の増加に合わせて、要求払い預金、コミットメントラインが増加しており、資産、負債共に流動性を高めていることが分かる。同時に、定期性預金は減少しており、預金（負債）はより流動性が高いものの比率が高くなったことが分かる。

一方、2つのQT期を見ると逆回転が起こっていないことが分かる。日銀当座預金の減少に合わせて、非流動的な定期性預金は増加したものの、流動的な要求払いやコミットメントラインは減少していない（増加もしくは大きな変化な

し）。

資産と負債の流動性のミスマッチを解消するように経済が動くのであれば（銀行が行動するのであれば）、要求払い預金は減少し、コミットメントラインも減少するはずである。しかし、この間、米国同様、流動性のミスマッチがマクロ経済全体で発生していたことが分かる。

この分析に加えて、Ugai and Osada (2024) は、日本における2001年以降のマクロデータを用いた時系列分析、銀行財務データを用いたパネル分析を行い、QE期とQT期の非対称性を実証分析している。準備預金（銀行の流動性資産）の変動と銀行の負債（およびクレジットライン）の変動の関係を分析した結果、Acharya et al. (2024) の米国のケースと同様、QE期とQT期で非対称な分析結果を得ている。

一連の結果はQT期に流動性ミスマッチが生じている可能性を示唆するものであり、日本でも流動性依存が発生する可能性を示す結果である。

5. おわりに

量的引き締め政策後に米国経済が経験した流動性危機。それを踏まえ提示された「流動性依存 (Liquidity Dependence)」という仮説（現象）は、今後日本経済でも発生しうるのである。

過去2度経験した中央銀行バランスシートの縮小時期（量的緩和政策終了期とコロナオペ終了期）のマクロ経済の変化や、Ugai and Osada (2024) の分析に基づけば、日本経済で流動性ミスマッチや流動性依存が発生する可能性はある。また、米国に比べ量的緩和政策の規模が大きく、期間が長かった日本経済は、流動性依存に陥った場合、米国経済以上に深刻な流動性危機に陥る可能性も考えられる。

ただし、中央銀行の利上げペースが、米国の2022～2023年に比べて、日本の2024年以降は利上げペースの方がゆっくりであり、これまでのところ長期金利の上昇ペースも小幅である。このため、日米の金融機関の投資損失も米銀の

一部でみられたような大きさにはなりにくい面があり、そうした投資損失に端を発する流動性需要の押し上げ効果も異なり得る点には注意したい。金融機関の流動性の状況に大きな違いは無くても、起点となる投資損失の出方に違いがあるという点では、現時点の日本の銀行の方が当時の米国の銀行よりもリスクが小さい可能性が高い。

また、邦銀、日本銀行、金融当局（金融庁）は量的引き締めによって「資産・負債の流動性のミスマッチが拡大する可能性」を十分に認識し、日本経済が流動性依存に陥らないように備える必要があるだろう。

確かに、Ugai and Osada (2024) が指摘するように、日本経済は米国よりも手厚い預金保険制度を有しているため、SVB破綻のような事態が日本で発生する可能性は低いと考えることはできる。しかし、日本の預金保険はあらゆる銀行破綻を防げるような完璧なものではなく、過去には預金保険を発動する前に資本注入等で金融機関を救済する措置が講じられてきた。預金保険制度のみならずバーゼル規制の流動性規制などの現在の「備え」が、量的引き締めに起因する流動性依存という現象に対応できるのかどうか確認が必要だろう。

また、流動性依存に関する理論・実証の研究の蓄積も待たれる。例えば、政策金利の上昇の程度の違いが与える影響や、量の変化と金利の変化の相互作用など、理論的に発展させる余地はまだある。実証研究に関しても、流動性ミスマッチの実証分析は流動性依存の可能性を示唆するものであるが、流動性に依存している状態を実証的に明らかにするものではない。流動性依存を構成する各要素の精緻な実証分析が待たれる。

量的引き締めに潜む流動性依存という現象は実務的にも学術的にも新たな課題であるといえよう。

参考文献

- Acharya, V. V., Chauhan, R. S., Rajan, R., and Steffen, S. (2022), Liquidity dependence: Why shrinking central bank balance sheets is an uphill task. *Jackson Hole Economic Policy Symposium 2022 of the Federal Reserve Bank of Kansas City*
- Acharya, V. V., Chauhan, R. S., Rajan, R., and Steffen, S. (2024). Liquidity dependence and the waxing and waning of central bank balance sheets. *No. w31050, National Bureau of Economic Research*.
- Acharya V. V., and Rajan, R. (2024) Liquidity, liquidity everywhere, not a drop to use: Why flooding banks with central bank reserves may not expand liquidity. *Journal of Finance*.
- 長田健 (2024)「金利上昇と流動性依存—SVB破綻から学ぶ金融緩和政策出口への備え」福田慎一（編著）『地政学的リスクと日本経済：新たな冷戦時代における構造改革』東京大学出版会、第4章、119-152
- 鵜飼博史 (2023)「今回の米銀行危機を加速させた量的緩和・引き締め：日本への含意」経済を読む眼、第9回、国立研究開発法人科学技術振興機構
- Ugai, H. & Osada, T. (2024) The Reversal of BoJ's Balance Sheet Policy and Liquidity Dependence. *Discussion Paper series, SU-RCSDEA 2024-002 Strategic Research Area for Sustainable Development in East Asia, Saitama University, Japan*

注

1. 本論文はJSPS科研費 22K01549の助成を受けた研究の一部である。金融構造研究会2024年度年末研究会の参加者からは多くの貴重なコメントを頂いた。ここに感謝の意を表したい。
2. Acharya and Rajan (2024) は理論分析を、Acharya et al. (2022), Acharya et al. (2024) は実証分析を行っている。
3. Acharya et al. (2024) はdemandable claims (demand deposits and outstanding credit lines) と呼んでいる。

4. 本章はAcharya et al. (2022)、長田 (2024) に基づく。
5. Acharya et al. (2022) は、Acharya et al. (2024) の元になった論文であるが、この3つの可能性についての議論は後者では割愛されている。
6. Acharya et al. (2022, 2024) による実証研究では、これらの仮説の検証は行われていないが、これらの仮説は将来の重要な実証研究テーマである。
7. 図3で用いた世界銀行Global Financial DevelopmentのCentral bank assets to GDP (%) という指標は、本稿執筆時点 (2025年2月末) において2021年までの値しか公表されていない。しかし、その他の公表データを用いて同様の数値を算出すると、現在も日米中央銀行の総資産の水準は依然高い水準にあることがわかる。日本銀行の場合、2025年2月末の資産合計が約747兆円であるのに対し、2024年 (暦年) の名目GDPは約609兆円なので、中央銀行の総資産 (対GDP比 [%]) は約123%となる。同じく、FRBの2月末の資産合計は約6.766兆ドルであるのに対して、名目GDPは約29.183兆ドルであるので、中央銀行の総資産 (対GDP比 [%]) は約23%となる。
8. 包括的な金融緩和政策 (2010年10月～2013年3月) の下では金利の操作目標 (無担保コールレート [オーバーナイト物]) とは別に、「資産買入等の基金」を通じて、資金の貸付および資産の買入を行っていたため、日銀バランスシートは拡大していた。しかし、そのスピードは量的緩和政策期、量的・質的金融緩和期に比べると非常に緩やかなものだった。