

門間 一夫の
経済深読み



「財政支配」のグレーゾーンにおける日銀の選択

みずほ総合研究所

エグゼクティブエコノミスト

門間一夫 2026年6月25日

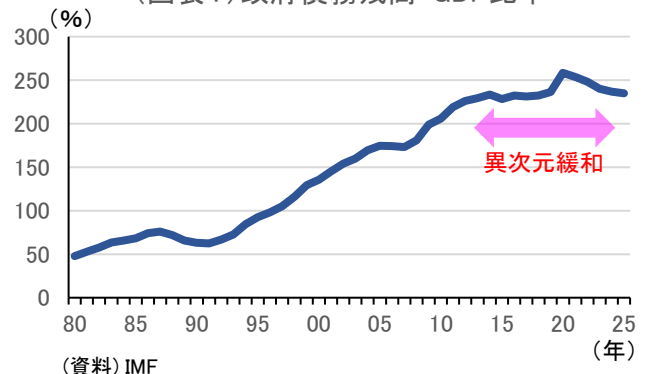
イメージとしての財政支配：論点は中央銀行の独立性

財政支配（フィスカル・ドミナンス）という言葉がある。イメージとしては、国債の利払い負担を軽減したい政府が、金利を低くするよう中央銀行に圧力をかけ、中央銀行がそれに従う状況を指して言われることが多い。中央銀行側が付度する場合も含め、中央銀行の独立性が弱く、財政事情を優先した金融政策が行われる状況のことである。

既に「日本は財政支配ではないか」という声がある。政府の国債依存が続く中で、日銀が長年にわたり金融緩和を続けているからである。2013年から10年以上にわたって「異次元の金融緩和」が行われ、日銀は短期金利をマイナスまで下げたほか、多額の国債を買い入れて長期金利もほぼゼロ%にした。異次元緩和は2024年に終了したが、インフレや円安にもかかわらず、日銀は今も緩和的な金融政策を続けている。6月16日の利上げの後も政策金利はわずか1.0%であり、米国の3.5~3.75%、ユーロ圏の2.25%などに比べて大幅に低い。

では、日銀は財政事情に配慮して必要以上の金融緩和を行ってきたのであろうか。仮にそうだとすると、①財政規律の弛緩、②過度なインフレ、のいずれかまたは双方が起きているはずである。このうち、ひとつめの「財政規律の弛緩」については検証が難しい。「財政規律」という言葉の解釈に幅があるからである。例えば、前述した異次元緩和について、その副作用のひとつは財政規律を弛緩させたことだと言われるが、実際には異次元緩和のころから、政府債務残高・GDP比率はむしろ安定している（図表1）。消費税率も2回、計5%引き上げられたのだから、財政規律は保たれていたとも言える。しかし、本来、政府債務残高・GDP比率をもっと下げるべきだったと考えれば、それができなかったのは異次元緩和で財政規律が弛緩したためという議論も成り立つ。

(図表1) 政府債務残高・GDP比率



二つめの「過度なインフレ」については答えがはっきりしている。少なくとも異次元緩和の間にそれは起きず、2%物価目標すら達成できなかった。論点は利上げが遅いとされる現局面だが、日銀は基調的な物価上昇率について、なお2%に接近・定着する過程にあるとみている(図表2)。この点、金融政策の効果にはタイムラグがあるので、あとで過度なインフレになった場合、今の金融政策が誤りだったことになる。

ただし、今の金融政策が間違っていたとしても、日銀が財政事情に配慮したから間違えたのか、純粋

に物価上昇圧力を見誤ったためなのかは、外形上見分けがつかない。日銀は、経済・物価・金融情勢に応じて政策を決めていると説明しており、財政事情への配慮という説明はこれまで一度も聞かれたことがない。実は日銀が嘘をついていた、本当は財政事情への配慮を優先していた、という証拠が出てこない限り、仮にあとで過度なインフレが起きたとしても、それは日銀の独立性が損なわれていたことを必ずしも意味しない。

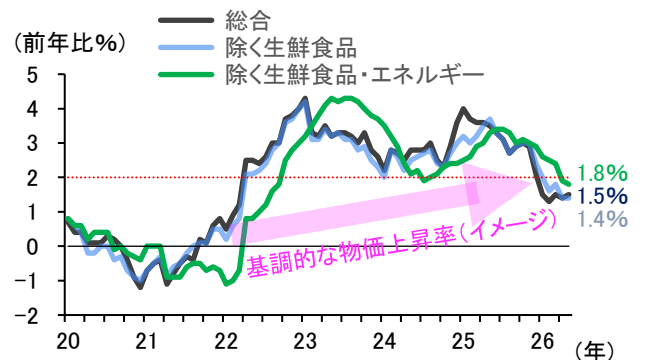
本当の意味での財政支配：中央銀行の独立性は論点ではない

以上の議論は「イメージとしての財政支配」を巡るものである。本当の意味での財政支配とは、「中央銀行が政府の圧力に屈する」「忖度する」といったような、金融政策の側の問題を表現したものではない。財政支配とは本来、財政政策が侵してはならない領域を示す概念である。

この概念を広めたことで知られるのは、1980年代初頭におけるサージェントとウォレスの共同論文である¹。この論文は、当時流行していた「物価は中央銀行が供給する貨幣の量で決まる」という理論モデルに基づいているが、そこから得られる洞察は今も有益である。論文の結論を短く言うと、「政府債務残高が大きい中で政府が拡張的な財政政策を続ければ、中央銀行に独立性があっても過度なインフレは避けられなくなる」というものである。モデルには「政府債務残高がある臨界点を超えると、誰も国債を買わなくなる」という仮定がある。この仮定は極端に感じられるかもしれないが、「政府が無限に国債を発行することはできない」ということを、理論モデルで扱いやすい程度に単純化しただけである。

さて、その臨界点に達した後も政府が国債を発行し続けると、他に買い手がいないのだから中央銀行が国債を買い続けざるをえず、金融緩和がどんどん進行して過度なインフレになる。中央銀行が頑として国債を買わなければよいようにも思えるが、それは危険なゲームになる。政府が強硬であくまで財政拡張を貫いた場合、中央銀行が買い支えないと国債の価格は暴落し、過去に発行された国債を持つ投資

(図表2)消費者物価



(注) 基調的な物価上昇率は日銀の説明を筆者がイメージ化したもの。
(資料) 総務省

¹ Thomas J. Sargent and Neil Wallace “Some unpleasant monetarist arithmetic” Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review, Fall 1981.

家、金融機関が大損を被る。中央銀行は金融システムの安定にも責任があるので、この状況で国債を買わない選択肢は事実上存在しない。金融システムの崩壊で経済が心肺停止になるぐらいなら、インフレもやむなしという苦渋の選択を強いられる。

このように、政府が強硬に財政拡張を貫こうとすると、最終的には財政政策が金融政策や物価に対する事実上の支配力を持ってしまう。それが「財政支配」の本当の意味である。その状態になると中央銀行の側には選択肢がなく、したがって独立性や信認などを論じる意味もなくなる。

財政支配のグレーゾーン：中央銀行に委ねられる選択とは

財政支配の含意を改めて整理すると、①政府債務残高が大きく限界に近い、②それでも拡張的な財政政策が続く、③インフレが既にある程度高い、という3条件がそろったとき、金融政策だけで物価の安定を実現するのは困難になる。今の日本でこの3条件がすでにそろったとは思わないが、最近、少し気になることがあった。

日銀は現在、長期国債を毎月2.7兆円程度買い入れている。買い入れ額は3か月ごとに減額される計画なので、2027年1~3月には月間2.1兆円程度まで減る。ところが日銀は、利上げを決めた6月16日、2027年4月以降の国債買い入れ額を2兆円程度で維持すると決めた。減額を停止し相応の規模で国債を買い続ける日銀の新方針について、「積極財政を掲げる高市政権への配慮ではないか」「政府に利上げを認めてもらう代わりに国債を買う取引をしたのではないか」などの疑念が市場の一部にくすぶる。

もちろん日銀はそれを否定する。記者会見で内田副総裁は、この決定は国債市場の安定のためであり、あくまで日銀独自の判断だと説明した。しかしこれは、日銀が相応の買い入れを続けなければ国債市場が不安定になることを意味しているようにも聞こえる。3条件のひとつめである政府債務残高の巨大さゆえに、市場の安定という中央銀行独自の正当な判断基準に照らしても、多めの国債買い入れが妥当な状態になってしまっている可能性がある。政府との裏取引なら、褒められた話ではないが問題の根は浅い。日銀が独立性と責任をもって判断すると自然に多めの国債を買うことになる、という事実こそ財政支配の初期症状が表われている。

もちろん、今後過度なインフレになると決まったわけではない。前述の3条件がすでに満たされたわけではないからだ。政府債務残高は大きい臨界点には達していない。発行される国債は市場でおおむね順調に消化されているし、10年物金利も上がったとはいえ最高格付けのドイツ国債よりなお低い。ただ、臨界点までの距離はよくわからないので、その手前で修正メカニズムが働くかどうか、財政支配への移行を避けられるかどうかの鍵になる。

修正メカニズムは第一義的には政府自身にある。前述の通り財政支配とは、あくまで財政拡張を貫こうとする政府が引き起こす問題である。経済・物価・金融情勢に応じて財政運営が適切に修正される限り、過度なインフレが避けられなくなるという問題は起こらない。

政府自身の修正メカニズムが十分機能しなかった場合に、バックストップとなるのが国債市場である。先の理論モデルでは単純化のため、臨界点を超えた瞬間に市場で国債が売れなくなるとの仮定が置かれている。現実には、そのプロセスはより連続的ないし段階的に起きる。財政の持続性や将来のインフレ

を巡る懸念が市場で強まるにつれて、国債の価格が下がり長期金利が上昇する。国債市場にはそういう形で財政運営に警告を発する機能があり、これは「債券自警団」とも呼ばれる。

2022年に英国で起きたトラス・ショックでは、国債市場が大荒れになったことをきっかけに、過度な財政拡張策が取り下げられた²。債券自警団が大暴れしたため、トラス首相の退場と引き換えに、英国は過度なインフレから救われた。日本でも同様の市場変動が起きれば、それを引き起こした政府は国民から「No」を突き付けられ、最終的に財政支配は回避されるだろう。

残る論点は、日本で債券自警団が十分機能するかどうかである。前述の通り、日銀の国債買い入れ方針は、このところ市場の安定への配慮に重心を移しつつあるように見える。加えて、これは以前からそうであるが、日銀は「長期金利が急激に上昇する場合には、機動的に買い入れ額の増額」などを行うとしている。これを文字通り解釈すれば、「トラス・ショック類似の事態は日銀が食い止める」とも読める。日本の債券自警団は、暴れそうになった瞬間に日銀に鎮められてしまう可能性がある。

財政支配か否かは理論モデルでははっきり区別されるが、現実には、財政支配ではないがこのままなら財政支配になりかねないという「グレーゾーン」が存在する。そのゾーンで長期金利は不安定になり始めるが、いきなり買い手がいなくなるわけではないので、国債価格が暴落して金融システムが傷つくわけではない。グレーゾーンがそのような性格のものだとすると、そこではどの程度の市場の安定性を確保するかについて、中央銀行に比較的広い裁量の余地がある。逆に言えば、中央銀行は次のトレードオフの中で、みずからの行動を選び取らなければならない。

国債金利の急上昇をある程度放置すれば、金融システム全体の問題に至らない場合でも、部分的な混乱は起こりうる。他方、機動的な国債買い入れにより債券自警団を封じ込めると、防げたはずの財政支配への移行を、中央銀行が結果的に手助けしてしまう可能性を残すことになる。財政支配になってしまえば、中央銀行は自力で物価の安定を実現できなくなるのだから、その手前のグレーゾーンでの選択は中央銀行が独立性を活かせるラストチャンスである。中長期的な物価の安定への責任ある対応として、国債市場の安定性にこだわりすぎない姿勢も重要である。

² 2022年9月、英国のリズ・トラス首相が大規模な減税策を公表したことで、長期金利が急騰しポンド安と株安も同時に起きた。トラス氏は就任からわずか49日で辞任に追い込まれた。

© 2026 株式会社みずほ銀行

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、弊行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊行はその正確性・確実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、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さい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。

本資料の著作権は弊行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。