

第I特集 積極財政と日本銀行 成長 or 信認

【円と市場の信認】

日銀は“財政ファイナンス”転落の瀬戸際 緊迫する財政・マクロ経済政策運営

(株)日本総合研究所 調査部
主席研究員 河村 小百合

「責任ある積極財政」を掲げる高市早苗政権が発足してから8カ月が経過した。この間2026年2月に勃発したイラン戦争はホルムズ海峡の事実上の閉鎖という事態を引き起こし、その行方はなお不透明だ。世界的な石油危機の再来で高インフレの進行が懸念されるなか、高市政権が展開する積極財政のもと、日本銀行が今後採るべき金融政策運営の方向性を考えたい。

日銀・金融政策の
あるべき姿

- 円安進行は財政支援目的での日銀「国債買い入れ」続行が背景
- 中央銀行の主たる手段は政策金利。非伝統的手段は停止が筋
- 国債買い入れ額増やしても金利急騰は鎮まるか。信認失墜を招来

海外から見た日銀の“欠落”

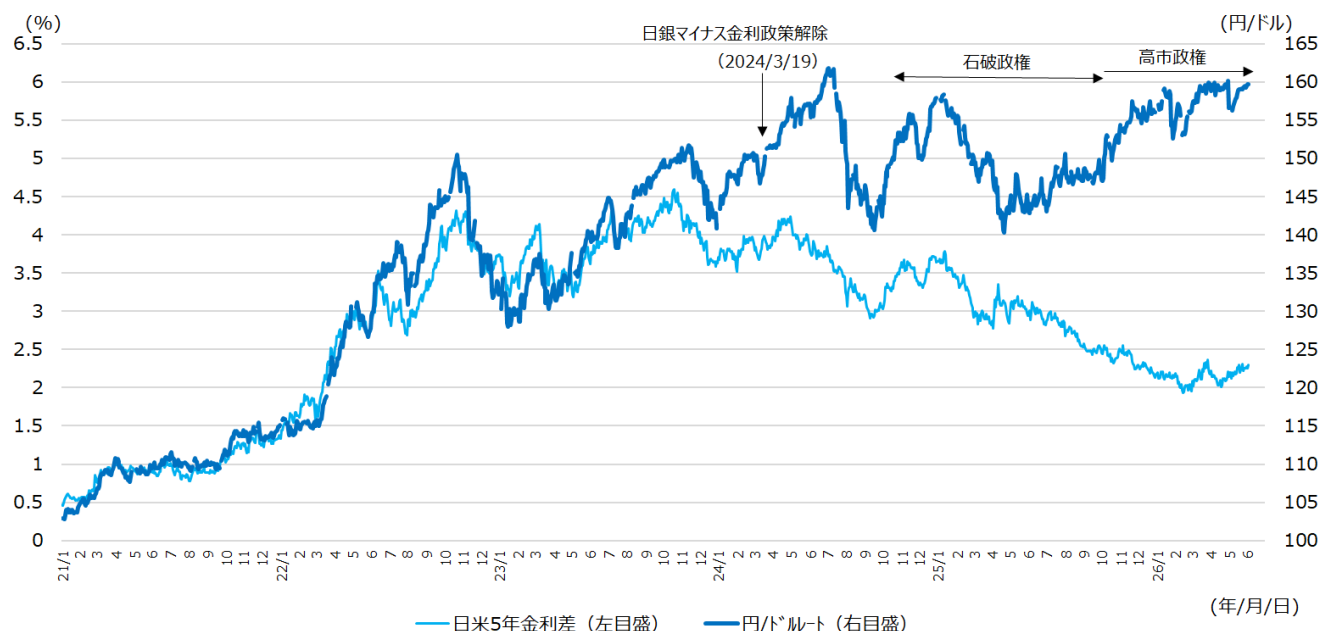
外国為替市場では、2021年初には1ドル100円台前半であった円相場も昨今は1ドル150円台が常態化し、円安圧力は依然として根強い(図表1)。2026年春の大型連休期間中の、我が国の通貨当局による実に約11兆円もの規模での円買い市場介入も、不発に終わる結果となっている。

コロナ禍後の世界的な高インフレ局面(2022~2023年頃)では円ドル相場の動きは日米金利差の動きにほぼ連動していたが、2024年の春先からは様相が様変わりした。日銀が異次元緩和に終止符を打ち、遅まきながら利上げに転じたのは2024年3月のことだ。この頃から日米金利差が縮小局面に転じたのとは裏腹に、外国為替相場は一段の円安方向に振れるようになっている。それはなぜか。

2024年3月の量的・質的金融緩和政策の終了と金融引き締めへの転換は、国内では、「学者出身の植田和男総裁だからこそ出来た英断」という好意的な評価が多かった感がある。しかしながら、国際金融市場の受け止め方は違った。この時点で日銀が決定し対外的に公表し

た内容には、海外主要中央銀行によるそれまでの金融政策運営からすれば含まれていて然るべき重要な点が欠落していたのだ。

図表1 日米5年金利差と円ドル・レートの推移（2026年6月3日現在）



(資料) LSEG Workspaceおよび日本銀行『時系列統計データ』を基に日本総合研究所作成。
(注) 金利はスポット・レート・ベース。

買い入れ継続に市場仰天

これらの他主要中銀はいずれも、金融政策運営戦略や方針をあらかじめ明示し、必要であれば定期的に見直して公表している。米連邦準備制度（Fed）然り、欧州中央銀行（ECB）もイングランド銀行（BOE）もまた然りだ。彼らに共通するのは、金融政策運営の主たる手段は昔も今も変わらず政策金利の上げ下げであり、多額の国債の買い入れといった非伝統的な手段は、あくまでも政策金利の引き下げ余地が枯渇し“ゼロ金利制約”状態に陥った場合に限って用いる補完的、例外的な手段という方針だ。

ゆえにコロナ禍後に利上げに転じた時点で、金融政策運営の一環として国債を買い入れる理由はなくなる。また、国債買い入れは、ともすれば、中央銀行が政府による国債発行を支援する“財政ファイナンス”とみなされかねないリスクをはらむ。だからこそ、彼らはコロナ危機後に利上げに転じた時点までに、国債の新規買い入れをきっぱりと停止していた。

ところが2024年3月の日銀の決定には、こうした点が完全に欠落していた。日銀は利上げへの転換と同時に、「従前とほぼ同程度の月間6兆円程度の規模で長期国債の買い入れを継続する」と平然と言っていたのである。これに国際金融市場は仰天した。利上げに転じ、

短期の政策金利がプラス圏内に入ったにもかかわらず、国債の買い入れを平然と継続する、ということは、“財政ファイナンス”目的で国債を買い入れていると宣言しているのも同然だ。日銀は黒田東彦前総裁の時代から、表面上は「国債の買い入れは財政ファイナンスにはあたらない」との見解を繰り返してきたものの、この時点でそれが偽りであることが国際金融市場について露呈した。だから内外金利差の縮小基調とは裏腹に、円安が進行するようになったと言えよう。

中央銀行の“財政ファイナンス”によってかろうじて支えられている国の財政運営は、結局どうなるのか。歴史的な数多くの経験から、国際金融市場は百も承知だ。市場ではこの頃から、我が国の財政運営の方向性いかんがより強く意識されるようになっている。言い換えれば、円の信認が揺らぎ始めているのだ。

積極財政で財政運営は緊迫

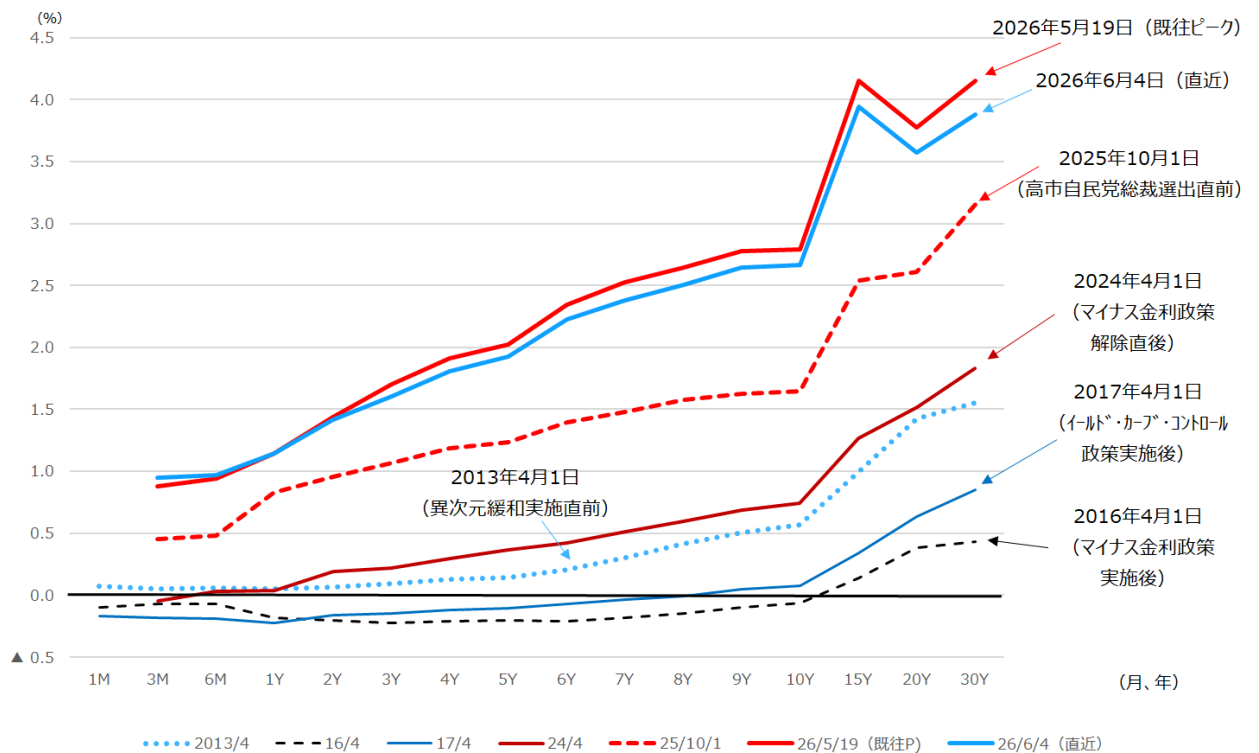
その後も日銀の政策金利の水準は、足元の物価動向からすればなお大幅なマイナスの実質金利状態にあり、それが災いして国内の物価高基調には一向に歯止めがかかっていない。

外国為替市場の動向を見ると、財政再建指向が強かった石破茂政権時代には、1ドル140円台まで円高方向に戻す局面もあったものの、高市政権が発足してからは、再び円安が進行している。また市場金利も長期や超長期ゾーンを中心に急ピッチで上昇している（図表2）。財政運営の安定継続が危ぶまれ、市場金利が上昇する局面では何よりも、借り換え債を含めた国債発行額全体を減額させる財政運営が必要になる。新規国債の発行は可能な限り回避し、基礎的財政収支ではなく、それに利払い費を含めた財政収支の均衡ないし黒字化を確実に達成する財政運営が求められる。

ところが、“責任ある積極財政”の中身と言え、我が国が従前から掲げ続けてきた“基礎的財政収支の黒字化目標”は事実上棚上げし、政府債務残高対名目GDP比が低下傾向をたどれば、財政再建は進んでいると見なし、高市首相肝いりの“危機管理投資”などの大規模な財政出動を実施しようとするものだ。

合わせて、高市政権のマクロ経済政策運営全体を見渡すと、物価高対策に相当な国費を投入する一方で、高インフレの進行そのものを止めようとする意識は希薄なようだ。高市政権が日銀の利上げを間接的に止めようとしているのではないか、という見方も聞かれる。また、財政面での物価高対策において対象を絞らずに実施すれば、インフレの進行をさらに助長してしまう。高インフレは名目GDPをかさ上げするため、積極財政を推進したい高市政権には好都合とも言わんばかりのマクロ経済政策運営を反映して、市場金利の急ピッチでの上昇が続くなか、我が国の財政運営はいよいよ緊迫しつつある。

図表2 わが国のイールド・カーブの形状の変化



（資料）LSEG Workspaceを基に日本総合研究所作成。
（注）2025年以降を除き、各年4月1日時点のスポット・レート。

利上げと国債買い入れが鍵

本稿執筆時点（2026年6月5日）では、6月15～16日に開催される日銀の金融政策決定会合の結果がどうなるかは明らかではない。ただし、我が国経済にとっては、日銀が今後、物価高や円安基調に見合う形で、どの程度の追加利上げを実施できるかのみならず、国債の買い入れオペをどうするのが大きな鍵を握ることになるだろう。

10年物国債の長期金利は、予算積算金利の3.0%にすでになりに接近しつつある。財政当局は、市場に要求されるクーポン（表面利率）の水準が予算積算金利を超えてくる事態となれば、利払い費を当初予算の枠内では確保しきれず、追加の利払い費を確保する補正予算を組めなければ国債発行年限の短期化を進めるよりほかはない。これは実際に2025年度からとられた手法で、市場金利が急騰した超長期国債の発行予定額を減額し、その分を短期国債等の増発で賄うことを余儀なくされた。年限の短い国債が増発されれば、その分、翌年度以降の借り換え債の発行額が積み増されて国債発行額全体が膨張し、先行きの財政リスクはさらに増幅されてしまう。

このように財政運営が緊迫しつつあるなか、植田総裁はかねてより記者会見等で、「通常

の市場の動きとは異なるようなかたちで、長期金利が急激に上昇するといった例外的な状況においては、市場における安定的な金利形成を促す観点から、機動的に国債買い入れの増額や指値オペ、共通担保資金供給オペなどを実施します」と述べている。ここでも、他中銀の姿勢とは明確な差がある。植田総裁は国債買い入れオペ等で対応するとした長期金利急騰が、どのような理由や背景に起因する場合を対象とするかを明言していないのだ。

他主要中銀も、世界的な金融危機やコロナ禍のような局面で政策金利の引き下げ余地が枯渇すれば、国債買い入れオペをためらうことはないだろう。しかしながら、長期金利の急騰が、あくまで当該国の財政運営上の重大な問題に起因するのであれば話は別だ。欧州債務危機の緊張がピークに達した 2011 年秋、ECB は国債の買い入れオペは完全にストップさせて、財政危機を結果的に収束に導いた。2022 年秋の“トラス・ショック”の際、BOE は長期金利急騰を基本的に静観し、年金基金等のポジション調整に必要な限りにおいて彼らが売却する英国債を買い入れるオペを 2 週間半の期間限定で実施するのにとどめ、その際の買い入れ分も翌 2023 年初には市場に売り戻してしまった。このように先進国主要中銀は、“財政ファイナンス”と見られる可能性のある国債買い入れオペは決して行わない。そうやって中銀自身、そして当該国の財政運営を含めた市場の信認を維持しているのだ。

この先、もし日銀が安易に国債の買い入れ金額の増額等に踏み切っても、高市政権の財政運営姿勢が変わらない限り、おそらく長期金利急騰は鎮まらず、いずれは政府からの国債の直接引き受け、すなわち“正真正銘の財政ファイナンス”に追い込まれる可能性が高まることになる。そうなれば、我が国のマクロ経済政策運営に対する市場の信認は完全に失墜する。瀬戸際に追い詰められつつあるという危機意識を持ち、そうした事態を回避できるのか、今後の日銀の金融政策運営と高市政権の財政運営が試されている。

河村 小百合（かわむら さゆり）

1988 年京都大学法学部卒。日本銀行勤務を経て 1991 年（株）日本総合研究所入社、2019 年より現職。近著『日本銀行 我が国に迫る危機』（2023 年 3 月、第 45 回石橋湛山賞受賞）、『持続不可能な財政 再建のための選択肢』（共著、2025 年 1 月、いずれも講談社）のほか、財政・金融政策運営関連の著作・執筆論文等多数。財務省財政制度等審議会財政制度分科会委員（現職）のほか、内閣官房行政改革推進会議民間議員、厚生労働省社会保障審議会委員等を歴任。