2025 年 12 月 15 日　全 6 頁

財政政策と金融政策の境界線　ー金融政策の進化と副作用としての中央銀行の独立性の危機

財政シリーズレポート 3

政策調査部　研究員　中村 文香

［要約］

■ 近年は、金融政策ツールの多様化により、金融政策が財政政策に似た機能を果たしうるため、直接的に景気調整について中央銀行に期待される役割が大きくなっている。しかし、金融政策はあくまで自国通貨を安定的に取引の決済に使うことができることを第一義的な目的としている。金融政策が財政政策に似た機能を果たすようになった経緯を振り返り、財政政策と金融政策を分けて考える必要性について述べたい。

■ 中央銀行は独立性を保ち、政治に左右されることなく、物価の安定と金融システムの安定のために、十全な政策実行能力を持つことが期待されている。ただ、政府からの中央銀行への強い要請により、金融政策の自由度が著しく低下した事例は非常に多い。近年は、各国が金融市場を通じて密接なかかわりがあるため、中央銀行の政策が財政ファイナンスであるとの評価や誤解を受けるだけで、物価安定のための政策遂行能力が低下した、さらには失ったという懸念につながり、長期金利が急上昇する可能性がある。

■ 金融政策は万能ではなく、多くの副作用がある。財政政策と金融政策が、互いに独立性を保ちながら、調和したポリシーミックスを行うことが重要である。

株式会社大和総研 丸の内オフィス　〒100-6756 東京都千代田区丸の内一丁目 9 番 1 号 グラントウキョウ ノースタワー
このレポートは投資勧誘を意図して提供するものではありません。このレポートの掲載情報は信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、記載された意見や予測等は作成時点のものであり今後予告なく変更されることがあります。㈱大和総研と大和証券㈱は、㈱大和証券グループ本社を親会社とする大和証券グループの会社です。内容に関する一切の権利は㈱大和総研にあります。無断での複製・転載・転送等はご遠慮ください。

本シリーズレポートの第一弾[1]で述べた通り、財政政策の主な機能は、資源配分、所得の再分配、景気調整の三つである。金融政策の目的は、国によって多少のばらつきはあるものの、日本の場合は、物価の安定と金融システムの安定を通じて国民経済の健全な発展に資することである。別の言い方をすると、金融政策とは自国通貨を安定的に取引の決済に使うことができることを第一義的な目的としている。おおまかに財政政策と金融政策の違いを述べると、金融政策は、通貨の安定を通じて経済成長に必要な環境を整えるという間接的な役割を担い、財政政策は、資源配分などを通じて経済成長を直接的に推進する機能を持つと言えよう。

財政政策と金融政策は相反しないことが大前提であるが、垣根がなくなってしまうことは問題である。歴史的・世界的に、財政支出を賄うことを目的とした政府に対する直接融資や国債の直接引き受け、金利を低位に保ち続けるなど緩和的な金融政策運営を求める政治的圧力が中央銀行にはかかりやすい。さらに、近年では、金融政策ツールの多様化により、金融政策が財政政策に似た機能を果たしうるため、期待収益率が高い株式や貸出等のリスク資産に金融機関のポートフォリオがシフトするよう積極的に働きかけるといった、直接的な景気調整について中央銀行に期待される役割が大きくなっている。今回は、金融政策が財政政策に類似した機能を果たすようになった経緯を振り返り、なぜ財政政策と金融政策を分けて考える必要があるのかについて述べたい。

国債買入

金融政策と財政政策のかかわりの中で、最も議論を呼ぶのが、中央銀行による国債の買入である。日本銀行（日銀）では、第二次世界大戦の際に戦費のファイナンスのため、国債の直接引き受けを行った反省などを踏まえ、特に2001年の量的緩和政策の実施以前は、成長通貨の供給[2]に必要な額を超える長期国債の買入については慎重な姿勢が強かった。しかし、2001年の量的緩和政策を契機として、政策ツールとしての国債買入が使われるうちに、徐々に抵抗感は薄れ、買入額の増加や、買入年限の長期化が進むようになった。

日銀が長い年限の国債を買入れることで、長期金利が低い状態が続いたため、政府が長期かつ低コストの資金調達を行うことが可能になった。一方で、国債市場の機能低下や、投資家にとって国内での債券投資の機会が減るといった副作用も引き起こした。

---

[1] 中村文香「日本の財政の現状① 債務残高と歳入の特徴 ―財政シリーズレポート1」（大和総研レポート、2025年6月12日、https://www.dir.co.jp/report/research/policy-analysis/finance/20250612_025153.html）

[2] 経済の拡大に伴って、銀行券の需要は増加する。日銀のバランスシートの負債（銀行券）が増加する分、資産として国債が買入れられる。当初は、銀行券のフローの発行額が買入額の上限と考えられていたが、2001年の量的緩和政策導入の際、日銀の国債保有残高が銀行券の発行残高に至るまでは買入が可能と解釈が拡大した。これを「銀行券ルール」と呼び、日銀の自主ルールとして守られていたが、2010年の資産買入等の基金の導入に際し、「本基金による買入れにより保有する長期国債は、銀行券発行残高を上限に買入れる長期国債とは異なる取り扱いとする。」（日本銀行「『資産買入等の基金』の運営の概要」（2010年10月28日））とし、事実上停止された。2013年の量的・質的金融緩和の導入にあたって、正式に銀行券ルールの一時適用停止が発表された。

民間企業の負債・エクイティの買入

様々な金融政策ツールの中で、財政政策に似た機能を持つのものが、コマーシャル・ペーパー（CP）、社債、株式、ETF、J-REIT 等の民間企業の負債やエクイティの買入である。ミクロの資源配分にかかわる可能性がある面で財政政策に似ていると言える。

資産買入の多くは、金融危機対応策の一環として導入された。例えば、日銀が、CP を買切り方式で[3]買入れることを決定したのは、2008 年 12 月のことだった。リーマン・ショックを契機とする世界経済危機の際、最初に問題化したのは、サブプライム・ローンを裏付け資産とする証券化商品であったが、投資家のリスク回避姿勢が一段と強まり、CP などの証券化商品以外のリスク性資産にも売りが広がった。

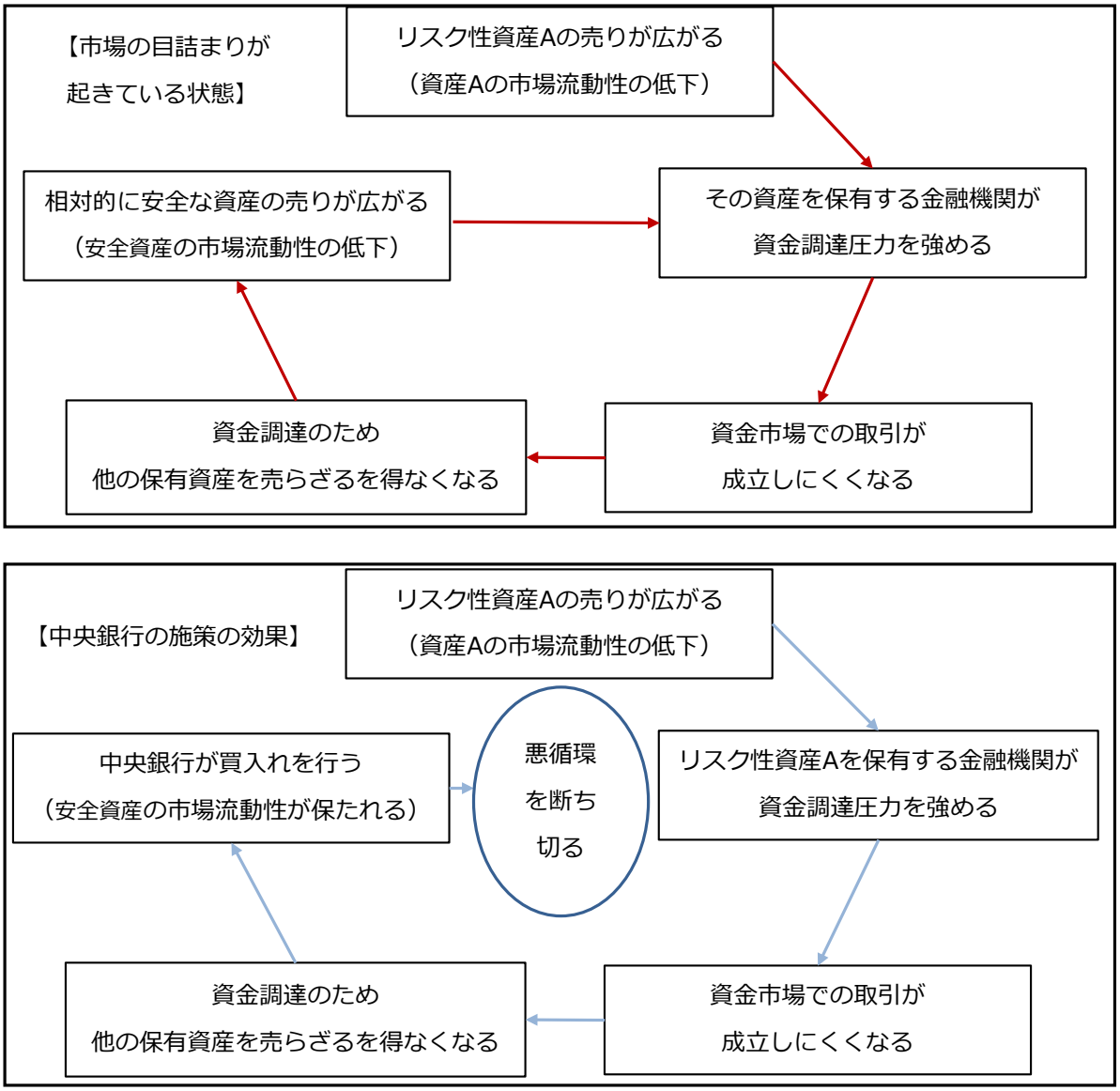
リーマン・ショック時に金融市場が動揺する中、銀行間市場では、資金に対する予備的需要やカウンターパーティーリスクが高まったことで取引が成立しにくくなっていた。流動性が低下してしまったリスク性資産を抱える金融機関は、資産をファイナンスするため、相対的に安全な資産を売却して資金を調達しようと試み、結果として相対的に安全な資産にも売りが波及する（市場流動性が低下する）という悪循環に陥っていた（図表 1・上）。CP・社債市場でも同様の事態が起き、発行体の信用度にかかわらず、投資が手控えられていた。この悪循環を断ち切るために、日銀は CP を買入れ、企業金融の円滑化を図った（図表 1・下）。

ここで重要なのは、買入れの目的は、資産価格の維持ではなく、市場機能の維持・回復にあった点である。また、あくまで危機対応手段であるため、市場機能が回復するにつれて、自然とオペレーションが利用されなくなるような制度設計がなされていたし、買入額も限定的であった。

これに対し、その後に超長期に続けることになった金融緩和としての資産買入れ（2010 年 10 月「包括的な金融緩和政策」、2013 年 4 月「量的・質的金融緩和」、2016 年 9 月「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」）は性質が根本的に異なる。長期金利と、リスクプレミアムの引き下げを通じて、企業の資金調達環境を緩和することが目的であった。以降、2024 年 3 月に長期国債以外の資産の買入停止が決定されるまで、長期間、民間企業の負債・エクイティが買入れられた。

[3] これ以前も、CP を買切る（単純に購入する）のではなく、金融機関向け貸出の担保として受け入れることや買現先（売戻し条件付きの購入）は行われていた。

図表 1 市場流動性の目詰まり（上図）と中央銀行の施策の効果（下図）



（出所）大和総研作成

金融政策と財政政策の境界が薄れることの危険性

中央銀行の政策は政府を含めた経済政策の一環ではあるが、その独立性を保ち、政治に左右されることなく、物価の安定、金融システムの安定のために、十全な政策実行能力を持っていることが重要である。歴史的に、多くの国で中央銀行が政治的圧力を受け、過度な金融緩和を行った事例は非常に多い。

最も有名な事例は、1920 年代初頭のドイツにおけるハイパーインフレである。これは、第一次世界大戦の戦費調達と、敗戦後の賠償金支払いのため、中央銀行が国債を直接引き受け、大量の通貨が供給されたことがトリガーとなって起こった。

政府から中央銀行への強い要請により、金融政策の自由度が著しく低下した事例としては、1935 年から 1951 年 3 月までの米国における連邦準備制度（Fed）と財務省の関係が挙げられる。1935 年、金利上昇が債務管理を妨げるのではないかと懸念した財務省の要求により、Fed は長期国債の買入に踏み切った[4]。その後、第二次世界大戦中は、Fed が長短金利を一定水準以下に抑え込む政策をとることとなった。そして戦後になってインフレ圧力が高まる中でも、財務省の反対などを背景に、Fed が金利を引き上げることは難しかった。結局、1951 年 3 月に Fed と財務省の間でアコード[5]が結ばれるまで、Fed は独立性をもって金融政策を行うことが極めて難しい状況が続いた。

いずれの事例も、第一次世界大戦・第二次世界大戦前後の特殊な状況下であり、平時の金融政策・財政政策を考えるにあたって適切ではないと見る向きもあるかもしれない。しかし、これらの事例は、いかに簡単に中央銀行の独立性が失われうるか、危機的な状況への対応が終わった後、正常化することがいかに難しいかについて、現在においても重要な教訓を与えている。大きな金融危機や自然災害など、危機的な状況は今後も起こる可能性がある。近年は、各国が金融市場を通じて密接に関係しているため、中央銀行の政策が財政ファイナンスであるとの評価や誤解を受けるだけで、拡張的な財政政策を助長する、物価安定のための政策遂行能力が低下した、さらには失ったという懸念につながり、長期金利の急上昇や好ましくない通貨安・インフレが発生する可能性がある。

中央銀行の独立性については、現在、米国で大きな焦点となっている。トランプ大統領が、中央銀行である Fed に、緩和的な金融政策運営を迫り、連邦準備制度理事会（FRB）の人事に干渉を試みている。Fed が財政政策の領域に踏み込んだことで経済格差の拡大を招いたと批判し、Fed の権限を縮小させる狙いもあるようだ。日本でもまた、財政拡張的な方向性を掲げる政権の下で、日銀が利上げを円滑に進めることができるかどうかが注目されている。中央銀行が、物価の安定のために、政治的意向に左右されずに政策を実行できるかどうかが、通貨の信認につながる。過度な通貨安やインフレを避けるためには、中央銀行の独立性が確保されなければならない。

一方で、金融政策と財政政策が相反することも当然望ましくない。2022 年 9 月、英トラス政権が発足し、「ミニ・バジェット」と呼ばれる大型減税策を打ち出した。しかし、財源が不透明であったことから、金融市場の混乱を招き、ポンド安・株安・債券安を引き起こした。これがいわゆる「トラス・ショック」である。長期金利は、減税策が発表される前日の 9 月 22 日から 3 営業日で約 100 ベーシスポイント上昇し、リーマン・ショックを契機とした世界経済危機以来の高水準となった。トリガーとなったのは、金融環境を勘案せず、性急な財政拡張策を実

---

[4] Barry Eichengreen, Peter M. Garber, “Before the Accord: U.S. Monetary-Financial Policy, 1945-51”, in Financial Markets and Financial Crises, January 1991, pp.175-206.
なお 1935 年 8 月に、米国議会は Fed が財務省証券を直接引き受けることを禁止した。ただし、オペレーションによって市場から財務省証券を買入れることは禁止されなかった。1942 年の戦時立法により、直接引き受けが限定的に許可された。

[5] アコードとは、米国財務省と Fed が出した共同声明文であり、これをもって Fed による国債価格維持のための買入政策が終了した。

施しようとしたことである。当時、英国では物価が上昇基調にあり、中央銀行であるイングランド銀行は金融引き締めに動いていた。

ショックが増幅された要因として、年金基金等の運用で採用されていた LDI（Liability Driven Investment、債務連動型運用）が挙げられる。LDI は、資産と負債のデュレーションを一致させながら、将来の年金支払い等に備えるためのキャッシュフローを確保することを狙いとする運用方法である。一部の運用主体では、保有する債券を担保に借入を行い、レバレッジをかけるという戦略をとっていたが、国債価格が急落したことで、担保としての評価額が下がり、マージン・コールを求められることとなった。結果、マージン・コールを確保するために、保有資産の売却が行われ、債券安に拍車がかかった。まさに先述した市場流動性の目詰まりと似たメカニズムが働いたのだ。

日本と英国を比較すると、英国は経常赤字国であり、対外純資産もマイナスである一方、日本は経常黒字国であり、対外純資産残高は2024年に首位から陥落したとはいえ、世界で二番目に大きい。さらに、日本には LDI ファンドの運用問題のような特殊要因がないため、トラス・ショックのような事態は、日本では起こりにくいとする見方がある。

たしかに、経常黒字であることと、対外純資産が多いことは安心材料ではある。しかし、多くの対外資産を維持し続けなければならないということは、ドルをはじめとする外貨を調達し続ける必要があることの裏返しでもある。ひとたび金融市場にショックが起きれば、外貨調達コストに影響が出てくることが十分に予想され、それは日本の脆弱性の一つとなるだろう。加えて、海外投資家の国債保有割合の上昇にも注意が必要だ。国内投資家に比べ、海外投資家は財政バランスの不均衡を厳しく評価し、信用力の低さを補うためのリスクプレミアムを要求するため、長期金利はその分高くなると思われる。さらに、財政不安などが起こった際、日本国債から資金を引き揚げるのも早いと予想されるため、長期金利のボラティリティが大きくなる可能性がある。国際通貨基金（IMF）によれば、海外投資家の国債保有割合は、英国では約30%、日本では約 10%である（2024 年末時点）。現時点では水準はまだ低いが、日銀が国債保有残高の縮小を進める中、今後海外投資家の保有割合が上昇しうることには留意が必要だ。

独立性を保ちつつ、調和したポリシーミックスを目指せ

本レポートで述べてきたように、日本では、危機対応のために生み出された金融政策ツールの使用が徐々に常態化することで、金融政策と財政政策との垣根が低くなってきている。それに伴って、景気調整についても中央銀行に直接的に期待する傾向が強まっている。しかし、中央銀行が政治的意向を受けて過度な緩和策を実施すれば、物価のコントロールを失うことは歴史的にも証明されている。また、金融政策は万能ではなく、顕在化の有無にかかわらず、多くの副作用がある。財政政策と金融政策が、互いに独立性を保ちながら、調和したポリシーミックスを行うことが重要である。

（以上）