

# 供給ショック下の金融政策を縛る財政余地と国債市場

主任研究員 松尾 朋紀

6月28日に国際決済銀行（BIS）が公表した年次経済報告は、近年の物価高への対策として、中央銀行の金融政策だけでなく、財政運営や国債市場の安定も重要と示唆。エネルギー供給の混乱や地政学リスクの高まりは、価格上昇を通じて実質所得や生産を下押しし、景気を悪化させる。こうした供給ショック下で中央銀行は、エネルギー価格高騰による初期の物価上昇を「一時的なもの」として静観するのか、それとも値上げが他の財・サービスに広がり、家計や企業が「物価は上がり続ける」と見て行動を変える前に金融引き締めで対応するのか、難しい判断を迫られる。

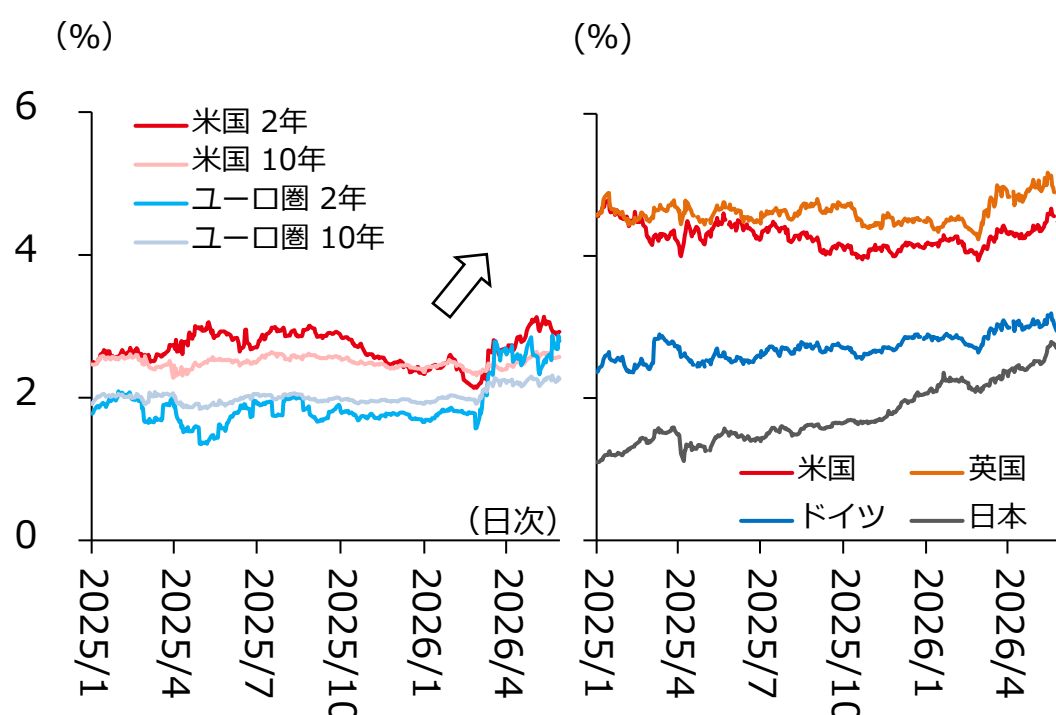
**財政余地の乏しさが金融政策の選択肢を狭める**：中東情勢の緊迫化を受け、期待インフレに上昇圧力がみられる中、日本銀行や欧州中央銀行は政策金利を引き上げ、米国でも連邦準備制度理事会の利上げ観測が出ている。ただし、名目金利が上がっても、期待インフレの上昇が上回れば、実質金利は低下し金融環境は緩和的にとどまり得る。供給不足が明らかな下でも需要が活発と予想されれば、企業は価格を引き上げやすくなる。家計も値上げを受容し、物価上昇は長引きやすくなる。

BISは、こうした実質金利や期待インフレの問題を、財政余地の乏しさと結びつけて論じている。供給ショック下では、政府に家計・企業支援を求める声が強まりやすい。しかし、広範かつ継続的な補助金や減税は需要を下支えし、かえってインフレを助長する側面がある。一方で、公的債務は多くの国で歴史的な高水準にあり、国債利回りも大きく上昇している。この環境下で、中央銀行の利上げから政府の利払い負担の増加が意識されれば、市場で財政の持続性に対する懸念が強まり、国債利回りが一段と上昇する可能性がある。さらに、こうした財政不安が通貨安に波及すれば、輸入物価の上昇を通じてインフレ圧力が強まるおそれもある。中央銀行は、利上げによってかえって国債市場を混乱させ、財政をさらに不安定化させるという制約に直面する。

**リスクの所在が見えにくい国債市場**：さらにBISは、政府の資金調達を支える国債市場の構造変化にも注目している。近年、国債市場ではNBF（非銀行金融仲介機関）の存在感が高まり、これらの中にはレポ市場などで調達した資金を用い、国債関連取引にレバレッジをかけて利益を増幅させる主体もある。こうした取引は平時には国債の安定消化の一助となるが、金利上昇や財政リスク拡大の局面では逆回転する。金利上昇に伴う保有資産の評価損や追加担保・証拠金の差し入れ要求に直面すれば、投資家は流動性を確保するために資産売却を迫られ、国債市場では価格下落と利回り上昇が増幅されうる。2022年の英国債ショックでは、金利急上昇でレバレッジ運用を行う年金基金などが追加担保を求められ、流動性確保のための英国債売却が価格下落を増幅した。また、2025年4月の関税ショック後の米国債売りでも、ヘッジファンドによるレバレッジ取引の巻き戻しが市場の混乱を強めたとの指摘がある。銀行もNBFに資金やデリバティブ取引を提供しているため、ストレスは非銀行部門だけでなく金融システム全体に波及しうる。

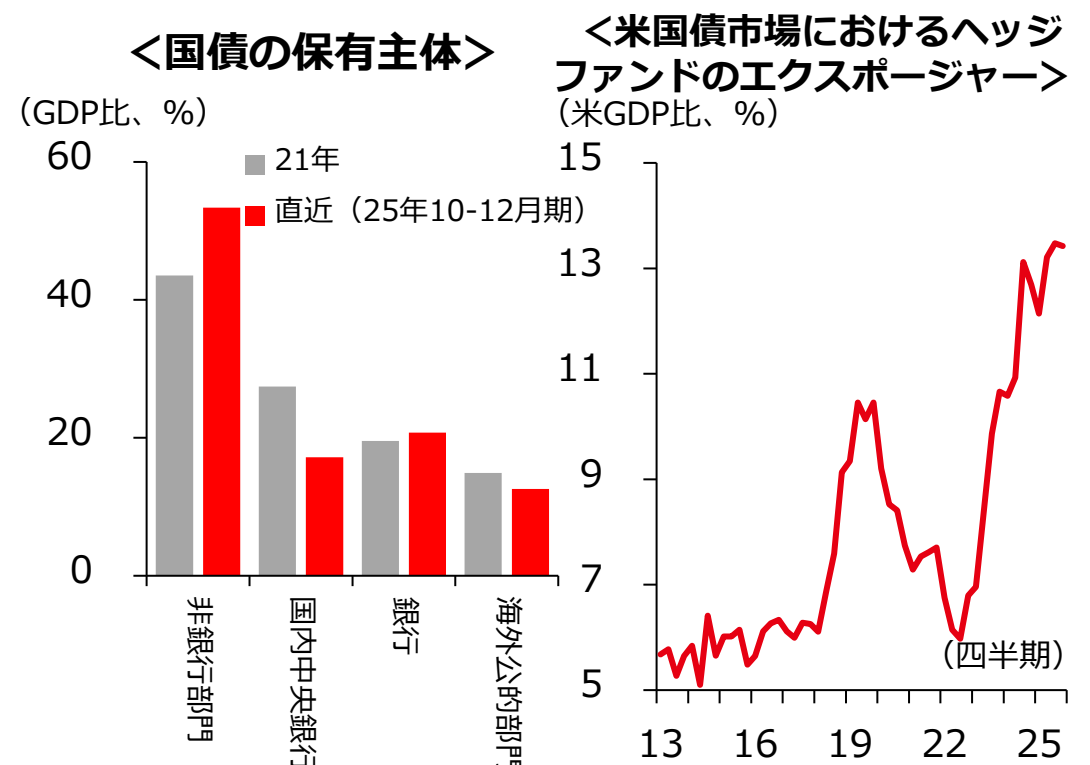
**政策面では支援の絞り込みと市場機能の守り方が重要**：BISは、供給ショック下の物価安定には、金融政策の信認だけでなく、財政規律と国債市場の安定性が重要と主張する。財政支援は影響を強く受ける家計や企業に限定し、広範な補助金や恒久的減税には慎重さが求められる。金融規制ではNBFの行動が市場の不安定化要因になり得ることを鑑み、銀行規制との整合性を意識しつつもレバレッジや流動性リスクを把握する必要がある。また、中央銀行の市場への介入は、価格の恒常的な下支えではなく、対象、期間、出口を明確にした市場機能回復策であるべきとのメッセージだ。

## ▽期待インフレ率（左）と名目長期金利（右）



(注) 期待インフレはブレイク・イーブン・インフレ。名目長期金利は10年国債の利回り。  
(出所) BISより丸紅経済研究所作成

## ▽先進国の国債市場で高まるNBFの存在感



(出所) BISより丸紅経済研究所作成

(執筆者プロフィール)

**松尾 朋紀** (Tomoki Matsuo)

matsuo-tomoki@marubeni.com

主任研究員

研究分野：マクロ経済、経済予測、マクロ経済モデル

内外経済の景気動向に関する調査・分析、および経済予測業務に従事し、2026年4月から現職。2022年度から23年度法政大学「マクロ経済学A、B」兼任講師。2019年、東京大学大学院経済学研究科修士課程修了。

---

## 株式会社丸紅経済研究所

〒100-8088 東京都千代田区大手町一丁目4番2号

<https://www.marubeni.com/jp/research/>

(免責事項)

- 本資料は公開情報に基づいて作成されていますが、当社はその正確性、相当性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料に従って決断した行為に起因する利害得失はその行為者自身に帰属するもので、当社は何らの責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載している内容は予告なしに変更することがあります。