

No. 971 (2017. 7.27)

日本銀行の財務の健全性をめぐる議論

はじめに

I 金融緩和の出口に向けて予想される日本銀行の損失

- 1 金融緩和の出口における金利の上昇による損失
- 2 金利低下の下での資産買入れによる損失
- 3 資産価格の下落による損失

II 中央銀行の財務の健全性と通貨の信認

- 1 金融政策と通貨の信認
- 2 中央銀行の財務の悪化がもたらす影響

おわりに

- 日本銀行が実施する大規模な金融緩和の出口においては、日本銀行の収益が減少する一方で費用が増加し、損失が生じる可能性が指摘されている。
- 日本銀行に生じる損失の規模については、各種の試算がなされているが、長期にわたり巨額の損失を計上し続け、債務超過に陥るとの予測も示されている。
- 財務を悪化させた中央銀行は、適切な金融政策を遂行できないとの見方があり、金融緩和の出口において混乱を予想する向きもある。市場関係者からは、出口の見通しを早期に示すよう求める声が出ているが、日本銀行は出口戦略を示していない。

国立国会図書館 調査及び立法考査局

財政金融課 おおもり けんご 大森 健吾

はじめに

日本銀行は、平成 25 (2013) 年 4 月 3・4 日の金融政策決定会合において、「量的・質的金融緩和」の導入を決定し、大規模な資産買入れによる「量的にみても、質的にみても、これまでとは全く次元の違う金融緩和」を開始した¹。平成 24 (2012) 年 12 月 26 日に発足した第 2 次安倍晋三政権は、アベノミクス (3 本の矢) の「第 1 の矢」に「大胆な金融緩和」を掲げ、日本銀行は政府との連携を強化し、デフレからの早期脱却と物価安定の下での持続的な経済成長の実現に取り組むこととされた²。しかしながら、当初「2 年程度の期間を念頭に」³ 実現するとした、消費者物価の前年比上昇率で 2% の「物価安定の目標」は、現在に至るも達成されていない⁴。この間、日本銀行は、数次にわたって金融政策の枠組みを変更し、金融緩和を拡大してきた (表 1)⁵。その結果、日本銀行のバランスシート (貸借対照表) は大きく拡大し (表 2)⁶、直近では国内総生産 (GDP) に迫る規模となっている⁷。

中央銀行がバランスシートを大規模に拡大させた場合⁸、金融政策を引締めに変換する局面 (金融緩和の出口)⁹において、中央銀行の財務の悪化が懸念される。金融緩和の出口においては、まず資産の買入れが縮小され (tapering)、その後、過剰に供給された流動性 (マネタリーベース) の吸収が図られると見られる¹⁰が、その際、資産売却損の発生や利払負担の増加の形で

* 本稿におけるインターネット情報の最終アクセス日は、平成 29 (2017) 年 7 月 20 日である。

¹ 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」2013.4.4. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130404a.pdf>; 同「総裁記者会見要旨」2013.4.5. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2013/kk1304a.pdf>

² 平成 25 (2013) 年 1 月 22 日には、政府と日本銀行の「共同声明」が発出され (内閣府・財務省・日本銀行「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について (共同声明)」2013.1.22. 日本銀行ウェブサイト <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122c.pdf>)、日本銀行は同日、「物価安定の目標」 (inflation targeting) の導入を決定し、前年比 2% の物価上昇率の早期実現を目指すとした (日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」2013.1.22. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2013/k130122b.pdf>)。

³ 日本銀行「「量的・質的金融緩和」の導入について」前掲注(1)

⁴ 日本銀行は、現在、消費者物価の前年比が 2% 程度に達する時期を「2019 年度頃」と見通している (日本銀行「経済・物価情勢の展望 (2017 年 7 月)」2017.7.20. <<http://www.boj.or.jp/mopo/outlook/gor1707a.pdf>>)。なお、物価目標の達成時期は、これまで 6 度にわたって先送りされており (表 1)、黒田東彦日本銀行総裁の現行の任期 (平成 30 (2018) 年 4 月 8 日まで) 内での達成は困難となったと見られている。

⁵ この間の経緯については、吉鶴祐亮「量的・質的金融緩和の効果とその評価」『調査と情報—ISSUE BRIEF—』No. 809, 2013.12.3. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8373584_po_0809.pdf?contentNo=1>; 雨宮卓史「日銀の総括的検証と新たな枠組み」同, No.928, 2016.11.15. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_10213571_po_0928.pdf?contentNo=1> を参照。

⁶ 中央銀行の活動は、銀行業務 (banking) を通じて実行され、起きる変化は必ずバランスシートに反映される。この事情を指して、「中央銀行はバランスシートを使って金融政策を実行する」などと言われる (白川方明『現代の金融政策—理論と実際—』日本経済新聞出版社, 2008, pp.14-17; 日本銀行企画室「日本銀行の政策・業務とバランスシート」2004.6.28. <http://www.boj.or.jp/research/brp/ron_2004/data/ron0406b.pdf>)。

⁷ 平成 28 (2016) 年度末の日本銀行の保有資産額は 490.0 兆円に上り (表 2)、同年度の名目 GDP 実額 (537.5 兆円) の 91.1% に相当する。

⁸ 平成 20 (2008) 年の世界金融危機 (リーマンショック) 以降、日・米・英・欧を始めとする主要中央銀行が軒並み政策金利を 0% 近傍に引き下げた上で、大規模な資産買入れを実施した (河村小百合「中央銀行のバランス・シート政策と課題」『JRI レビュー』Vol.7 No.46, 2017.5.23, pp.28-75.)。

⁹ 景気回復等によってインフレーションの懸念が生じてきた場合、中央銀行は金融引締めに変じると考えられる。また、国際間の資本移動が自由な開放経済下においては、外的要因による自国通貨の減価等に対応するため、必ずしも国内経済の状況に整合的でない場合でも、中央銀行が金利の引上げ等を余儀なくされる局面があり得る。

¹⁰ マネタリーベースは、日本銀行当座預金と流通現金 (日本銀行券発行高及び貨幣流通高) を指す。「出口戦略」については、深澤映司「異次元金融緩和の出口戦略—日銀と政府の財政コスト分担の観点から—」『レファレンス』764 号, 2014.9, pp.69-83. <http://dl.ndl.go.jp/view/download/digidepo_8752137_po_076404.pdf?contentNo=1> を参照。

表1 第2次安倍政権発足以降の日本銀行の金融政策の変遷

物価目標の達成時期等	金融政策の枠組み	誘導目標 (適用金利)		量		質	
		マネタリーベース	マネタリーベースの拡大	長期国債の購入	国債の残存期間	ETFの購入	J-REITの購入
平成24年12月26日 第2次安倍政権発足。							
平成25年1月22日 「デフレ脱却と持続的な経済成長の実現のための政府・日本銀行の政策連携について」(共同声明) 発出。「物価安定の目標」を導入。							
平成25年3月20日 黒田東彦日本銀行総裁就任。							
平成25年4月4日	量的・質的金融緩和	マネタリーベース	年間約60-70兆円	年間約50兆円	7年程度	年間約1兆円	年間約300億円
平成26年10月31日	【拡大】	同上	年間約80兆円	年間約80兆円	7-10年程度	年間約3兆円	年間約900億円
平成27年4月30日	【補充するための諸措置】	同上	同上	同上	7-12年程度	(年間約3000億円の枠を新設)	(銘柄別の買入限度額を上積み)
平成27年10月30日							
平成27年12月18日							
平成28年1月29日	マイナス金利付き量的・質的金融緩和	マネタリーベース +日本銀行当座預金に▲0.1%の付利	同上	同上	同上	同上	同上
平成28年4月28日	【金融緩和の強化】	同上	同上	同上	同上	年間約6兆円	同上
平成28年7月29日							
平成28年9月21日	「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総合的な検証」公表。	・日本銀行当座預金に▲0.1%の付利	拡大方針を継続	年間約80兆円をめぐり	平均残存期間の定めを廃止	同上	同上
平成28年11月1日		・10年物国債金利が概ね0%程度					
平成29年7月20日							
平成30年度頃							
平成31年度頃							
平成30年4月8日 黒田総裁任期満了。							

(出典) 日本銀行の「金融市場調節方針に関する公表文」及び「経済・物価情勢の展望」を基に筆者作成。

表2 日本銀行の資産、負債及び純資産の状況(平成24~28年度)

(資産の部)	平成24(2012)年度末	平成25(2013)年度末	平成26(2014)年度末	平成27(2015)年度末	平成28(2016)年度末
	短期国債	1,648,127	2,415,798	3,235,937	4,056,481
長期国債	340,064	441,834	496,584	472,969	405,673
コーポレイト・ペーパー債	913,492	1,541,536	2,201,337	3,018,986	3,771,441
株式	12,457	18,749	19,789	19,699	20,357
指針運動型上場投資信託(ETF)	28,872	32,041	32,430	31,703	32,144
不動産投資信託(J-REIT)	13,780	13,728	13,757	13,692	11,884
貸出金	15,440	28,511	44,837	75,676	129,353
海外為替	1,189	1,488	2,063	2,936	3,822
その他	254,870	263,138	340,975	340,463	446,645
(負債の部)	55,264	61,582	71,125	66,971	66,081
発行銀行券	12,699	13,191	13,040	13,396	13,493
当座預金	1,615,239	2,381,140	3,196,983	4,020,984	4,864,234
債券取引損失引当金	833,782	866,308	896,732	955,947	998,001
その他	581,289	1,286,678	2,015,564	2,754,394	3,427,555
(純資産の部)	22,433	22,433	22,433	26,934	31,550
資本	177,735	205,721	262,254	283,709	407,128
準備金	32,887	34,657	38,954	35,497	36,658
法定準備金	1	1	1	1	1
当座剰余金	27,126	27,414	28,862	31,385	31,590
当座剰余金	5,760	7,242	10,090	4,110	5,066

(出典) 日本銀行の各年度決算を基に筆者作成。

中央銀行の剰余金（純利益）の減少が見込まれる¹¹。特に現在の日本銀行のように、保有資産の利回りが低く（取得価格は高く）、バランスシートの規模が巨大である場合には、多額の損失の発生により中央銀行が債務超過に陥ることも危惧される¹²。

本稿では、金融緩和の出口において予想される日本銀行の財務状況を検討し、我が国唯一の発券銀行として「通貨の番人」の役割を担う日本銀行の財務の健全性をめぐる議論を整理する。

I 金融緩和の出口に向けて予想される日本銀行の損失

近年における日本銀行の損益及び剰余金の処分の状況（表 3）を概観すると、経常収益の大半は、オペレーションを通じて買入れた国債等の資産¹³から生ずる利息や運用益で占められる¹⁴。一方で、経常費用としては、経費（銀行券製造費、人件費等）や外国為替費用（為替差損等）のほか、平成 20（2008）年 11 月から導入された補完当座預金制度¹⁵により、金融機関が保有する日本銀行当座預金（以下「日銀当預」という。）の残高のうち、いわゆる「超過準備」部分¹⁶に対して付される利息が含まれる。経常収益と経常費用の差額である経常利益（損失）に、市況変動に備えた引当金の繰入れ（取崩し）等の特別損益を加減し、法人税等を差し引いたものが当期剰余金である。「日本銀行法」（平成 9 年法律第 89 号）は、ここから法定準備金の積立額及び出資者への配当額を除いた残額を、国庫に納付することを定めている（第 53 条第 5 項）¹⁷。なお、国庫納付金は、当該年度における国の一般会計の歳入金となる。

¹¹ 預金準備率の大幅な引上げを手段とした場合、中央銀行の減益は回避され得る。ただし、無利子の準備預金の強制は適用先に対する事実上の課税に等しく、財政民主主義（租税法律主義）を逸脱するとの指摘があるほか、「準備預金制度に関する法律」（昭和 32 年法律第 135 号）が、準備率の変更に当たって、適用先の預け金の保有に伴う負担を考慮しなければならない（第 4 条第 3 項）とする趣旨に反するとの見方もあり、採用の可能性は低いと見られる（森田京平「量的・質的金融緩和からの出口に関する一考察」『証券経済学会年報』51 号, 2016.7, pp.3-19.）。

¹² 財務内容が著しく悪化し、損失が自己資本（純資産）や引当金で吸収しきれなくなると、バランスシート上の負債額が資産額を上回る状態、すなわち債務超過となる。通常の企業の場合であれば、会社財産をもって債務が完済できない状態であり、この状態が継続すると、いずれ支払不能に陥るなど倒産状態となると考えられる。

¹³ 現在、日本銀行がオペレーションの対象とする資産には、国債、コマーシャル・ペーパー（CP）、社債、指数連動型上場投資信託（ETF）、不動産投資信託（J-REIT）等がある。また、金融機関が差し入れた担保の範囲内で与信を行う、共通担保資金供給オペレーション等による貸出金も構成比の大きい資産である。その他、金融システムの安定確保のため金融機関から買入れを行った株式、外貨準備として保有する外国為替（主要国の国債等で運用）などが日本銀行の保有資産である（「金融政策手段」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/mopo/measures/index.htm/>>; 日本銀行金融研究所編『日本銀行の機能と業務』有斐閣, 2011, pp.37-40, 149-150, 198-203.）。

¹⁴ 中央銀行がオペレーション等を通じて、無利子の負債を負う形で通貨を発行し、その見合いに有利子の金融資産を取得することによって獲得する利益を、通貨発行益（seigniorage）という。現代の主要中央銀行においては、通貨発行益を最終的に政府に帰属させる制度が採られている（「中央銀行と通貨発行を巡る法制度についての研究会」報告書『金融研究』23 巻法律特集号, 2004.8, pp.1-116.）。

¹⁵ 金融機関が準備預金制度の下で、当日の日本銀行当座預金残高を最終的に調整し合う場であるコール市場において、オーバーナイト（翌日物）金利の過度の低下を防ぐ仕組みとして時限的に導入され、平成 21（2009）年 10 月に「当分の間」延長された。無リスクの日銀当預への適用利率は、市場金利の下限を成す（フロア効果）と考えられる（日本銀行金融研究所編 前掲注(13), pp.121-123; 小林照義『金融政策』中央経済社, 2015, pp.85-91.）。

¹⁶ 日銀当預残高のうち、準備預金制度に基づく所要準備額を超える部分を指す。なお、平成 28（2016）年 2 月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」導入以降においては、日銀当預が 3 段階の階層構造とされ、①「量的・質的金融緩和」の下での所要準備額を除く既往残高（基礎残高）、②所要準備等の額及び（基礎残高に一定の掛目を掛けて算出される）マクロ加算額（マクロ加算残高）、③①及び②を上回る部分（政策金利残高）のそれぞれに、①プラス金利、②ゼロ金利、③マイナス金利が適用されている（日本銀行「「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入」2016.1.29. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160129a.pdf>）。

¹⁷ 日本銀行は、当期剰余金の 5%に相当する額を、準備金として積み立てなければならず、損失の補填又は配当に充てる場合を除き、準備金を取り崩してはならない。ただし、財務大臣の認可を受けて、これを超える金額を準備金

表3 日本銀行の損益及び剰余金の処分の状況（平成24～28年度）

（単位：億円）

	平成24(2012)年度	平成25(2013)年度	平成26(2014)年度	平成27(2015)年度	平成28(2016)年度
経常収益(A)	13,982	15,793	20,782	15,971	16,443
貸出金利息	332	256	286	348	96
国債利息	6,225	8,057	10,440	12,875	11,869
（受入利息）	9,595	12,703	16,822	21,614	24,945
（利息調整額）	▲3,370	▲4,646	▲6,382	▲8,739	▲13,076
コマーシャル・ペーパー等利息	18	18	19	10	▲3
社債利息	65	53	39	32	12
株式運用益	▲133	421	497	511	2,175
指数連動型上場投資信託（ETF）運用益	214	375	591	1,048	1,722
不動産投資信託（J-REIT）運用益	51	66	77	108	138
外国為替収益	6,808	6,283	8,570	783	194
経常費用(B)	2,665	2,987	3,645	8,345	5,490
外国為替費用	-	-	-	4,083	1,553
経費	1,899	1,908	1,975	1,935	1,913
補完当座預金制度利息	(注1) 432	836	1,513	2,216	1,873
経常利益(C)=(A)-(B)	11,316	12,805	17,137	7,626	10,952
特別損益(D)	▲2,950	▲2,988	▲3,622	▲2,454	▲3,877
外国為替等取引損失引当金	▲3,018	▲3,097	▲3,800	2,041	740
債券取引損失引当金	-	-	-	▲4,501	▲4,615
税引前当期剰余金(E)=(C)+(D)	8,366	9,816	13,514	5,171	7,074
法人税、住民税及び事業税(F)	2,606	2,573	3,424	1,060	2,007
当期剰余金(H)=(E)-(F)	5,760	7,242	10,090	4,110	5,066
法定準備金(I)	288	1,448	2,522	205	253
国庫納付金(J)=(H)-(I)(注2)	5,472	5,793	7,567	3,905	4,813

（注1）平成24（2012）年度の補完当座預金制度利息は、「その他の経常費用」（退職給付引当金繰入額等を含む。）の額を示した。

（注2）出資者への配当金は、上限で総額500万円と少額のため無視した。

（出典）日本銀行の各年度決算；「日銀：国債購入で償却負担拡大、15年度8700億円に」『ブルームバーグ』2016.6.29；「日銀：保有国債の償却負担、初の1兆円台、マイナス金利影響」同、2017.5.29を基に筆者作成。

「量的・質的金融緩和」導入以降の大規模な資産買入れにより、利息や運用益による収入が増加し、日本銀行の経常収益は上昇傾向にある。その反面、資産買入れの見合いで日銀当預残高が積み上がることにより、補完当座預金制度利息の支払も漸増しているが、全体として見ると日本銀行の剰余金はおおむね増加基調にあると言える¹⁸。しかしながら、金融緩和の出口においては、以下に検討するように利益の減少や損失の発生が予想される。

1 金融緩和の出口における金利の上昇による損失

(1) 出口における金利の上昇

金融緩和の出口では、資産買入れが縮小され、政策金利が引き上げられていくと見られる¹⁹。

として積み立てることができる。「量的・質的金融緩和」の実施に伴い、従前よりも収益の振幅が大きくなると見込まれることを踏まえ、財務の健全性確保の観点から、平成25・26（2013・2014）両年度の決算では、財務大臣の認可を受けて、それぞれ剰余金の20、25%相当額の準備金積立てが行われた。また、日本銀行は認可法人として設立され、資本金1億円のうち政府が55%、民間が45%を出資している。出資者には出資証券（JASDAQ市場に上場）が発行され、払込出資額の5%を上限に当期剰余金から配当が支払われている。

¹⁸ ただし、平成27（2015）年度には、前年度7601億円の為替差益があったところ、円高により一転して4083億円もの為替差損が生じるなど、外国為替の保有に伴うリスクは剰余金の動向を大きく左右している。

¹⁹ 政策金利とは、中央銀行が特定の金利を誘導する際に目標とする金利水準を指す。「量的・質的金融緩和」の導入以前においては、日本銀行は、一時期（いわゆる量的緩和政策が実施された平成13（2001）年3月から平成18

具体的には、日銀当預残高への付利の引上げ等が手段となり得るが²⁰、その時点において、2%の物価目標が達成されているとするならば²¹、(短期の)政策金利は最終的に2%を超える水準に定まると考えられる²²。一方、長期金利については、通常、満期までの期間が長くなるほど金利が高くなるように形成されること(順イールド)が多いとされ²³、政策金利を上回る水準が予想される。

金利が上昇すると債券価格は下落するため、国債等の保有主体に含み損を生じる。もともと、日本銀行の会計規程は、円貨建債券の評価を移動平均法による償却原価法により行うとしており(第13条第1項第1号)、時価低下による会計上の評価損は発生しない²⁴。このため、売りオペレーションを実施しなければ、含み損が実現することはない。

(2) 日本銀行に生じる損失

長期にわたる金融緩和の下で、日本銀行の保有国債の利回りは大きく低下している²⁵。その一方で、日銀当預残高への付利を引き上げると日本銀行の利払負担は増え、国債等の資産が生む利息や運用益からなる経常収益が、利払費等の経常費用を下回る「逆ざや」に陥ると経常損

(2006)年3月までは、日銀当預残高が誘導目標とされた。)を除き、「無担保コールレート(オーバーナイト物)」に誘導目標水準を定めてきた。平成28(2016)年9月に導入された「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」では、金融市場調節方針に日銀当預残高への付利(短期政策金利)及び10年物国債金利(長期金利操作目標)の2つの金利水準が示され、マイナス金利と国債買入れの組合せによりイールドカーブ(利回り曲線)の適切な形成を促すとされている(日本銀行「金融緩和強化のための新しい枠組み:「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」」2016.9.21. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921a.pdf>)。

²⁰ 引締手段としては、保有資産の売出し(売りオペレーション)によることも考えられるが、長期金利の急騰や金融システムの不安定化が懸念されるなど、実現のハードルは高い。また、長期国債の償還(再投資の停止)によりバランスシートを縮小させていく方法も考えられるが、「量的・質的金融緩和」導入以降、保有国債の残存期間は長期化しており(平成28(2016)年9月まで、買入れ時の平均残存期間を7~12年程度とすることが方針化されていた。)縮小ペースは緩慢なものとなると見られる。このほか、日本銀行が振り出す手形を入札によって売却する「手形売出手オペレーション」による方法も考えられる。この場合、日銀当預残高が手形に振り替わることで流動性が吸収され、割り引かれる利息分が日本銀行の負担となる(森田 前掲注(11))。なお、主要中央銀行のうち出口戦略で先行する米国連邦準備制度(Fed: Federal Reserve System)は、2013年12月から2014年10月まで段階的に資産購入を縮小し、2015年12月からは利上げに着手している。

²¹ 「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」においては、物価目標を実現後、「これを安定的に持続するために必要な時点まで」金融緩和を継続する(オーバーシュート型コミットメント)とされている(日本銀行 前掲注(19))。

²² 代表的な金融政策ルールとされるテイラールールでは、「政策金利=均衡実質金利+目標インフレ率+ $\alpha \times$ (インフレ率-目標インフレ率)+ $\beta \times$ 需給ギャップ」(係数 α 、 β は国・時期によって異なり得る。)と表される(島村高嘉・中島真志『金融読本 第30版』東洋経済新報社、2017、pp.130-137, 228-230.)。日本銀行は、我が国の均衡実質金利(自然利子率)を0%程度と推計しており(日本銀行「「量的・質的金融緩和」導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総括的な検証【背景説明】」2016.9.21. <http://www.boj.or.jp/announcements/release_2016/k160921b.pdf>)、テイラールールに従うと、2%の物価上昇が達成されて需給ギャップがプラスであれば、政策金利は2%を上回る水準が適正となる。実際の利上げペースは、景気回復の力強さや賃金・物価上昇の程度等を吟味して決定されると見られる(宮尾龍蔵『非伝統的金融政策—政策当事者としての視点—』有斐閣、2016、pp.166-174.)。

²³ 長短金利の関係(金利の期間構造)は、長期金利が満期までの予想短期金利の平均値と同水準に決まるという見方(期待理論)と長期金利は不確実性の分だけ短期金利より高くなるという見方(流動性プレミアム仮説)を組み合わせることで、順イールドが多いという観察事実に整合的な理解が得られるとされる。ただし、長短金融市場の参加者が異なることから、それぞれの金利は独立に決まるとする見方(市場分断仮説)もある(島村・中島 同上)。

²⁴ 「会計規程」日本銀行ウェブサイト <<http://www.boj.or.jp/about/account/kkaikai.htm>> なお、償却原価法とは、企業会計において満期保有目的の債券に適用される評価方法で、取得原価と額面の差額を償還期限までの間、每期均等に償却する。償却に伴う損益は、損益計算書に国債利息に含める形で計上される(日本銀行企画室 前掲注(6))。

²⁵ 日本銀行の保有長期国債の運用利回りは、平成24(2012)年度に0.719%(円貨資産全体では0.466%)であったところ、平成28(2016)年度には0.381%(同0.275%)まで低下している。

失が生じる²⁶。深尾光洋教授（武蔵野大学）は、金融緩和の出口における国債の平均残存期間を8年、国債保有残高を300兆円、金利上昇幅を2%と仮定して、日本銀行に生じるストックベースの損失額を48兆円と試算している²⁷。また、藤木裕教授（中央大学）と戸村肇准教授（早稲田大学）は、平成28（2016）年度に物価目標が達成されたとの仮定の下で、日本銀行のバランスシート正常化に要する期間を約20年、剰余金が赤字となる期間を約15年と見積もっている²⁸。日本銀行は、出口戦略に関するシミュレーションを内部で行っていることを認めているが、見通しの公表については、市場に混乱を招くおそれなどを理由に時期尚早であるとしている²⁹。

（3）債券取引損失引当金制度の拡充

以上のように、金融緩和の出口において損失の発生が予想されることから、平成27（2015）年11月には「日本銀行法施行令」（平成9年政令第385号）等が改正され、国債の売却及び償還に伴い生じた収益（損失）を対象に積立て（取崩し）を行う債券取引損失引当金の制度が拡充された³⁰。具体的には、平成27（2015）年度決算から当分の間、長期国債利息の全部又は一

²⁶ 具体的な出口戦略としては、付利水準の引上げにより日銀当預が取り崩されることを防ぎつつ、将来的には償還によりバランスシートを縮小させていく方法が考えられる。これは、出口戦略で先行するFedが採用する方法でもあり、最も現実的な出口戦略として論じられることが多い。ただし、国庫納付金が減少する下での利払は、国民負担による金融機関への補助金交付の外観を呈し、政治的に困難との見方もある（河村 前掲注(8); 森田 前掲注(11)など）。また、付利によるフロア効果については、補完当座預金制度対象外の保険会社等がコール市場に参加しているため、実際にはコールレートが付利水準を下回ることが多いとの指摘もあり（小林 前掲注(15)）、効き目のほどは不明である。超過準備残高に対して2%付利する場合のフローベースの利払費は、現時点の残高で単純計算した場合でも約6兆円に上り、単年度収益を大幅に上回る（表3）。純資産及び引当金は7兆円弱に過ぎず（表2）、この規模の損失が続けば、債務超過に陥るのは時間の問題である。マイナス金利と共に導入された日銀当預の階層構造を利用して付利対象を制限し、コスト削減につなげる提案も見られるが、預金準備率の引上げと同様の問題（前掲注(11)）があると考えられる（早川英男『金融政策の誤解—“壮大な実験”の成果と限界—』慶應義塾大学出版会、2016、pp.211-220, 266-273.）。短期金利が上昇すると、いわゆる「タンス預金」が銀行預金等に振り替わると考えられ、日本銀行のバランスシートの負債側では、無利子の銀行券が減り、日銀当預が増えて利払負担が拡大し得る。

²⁷ 深尾光洋「量的緩和、マイナス金利政策の財政コストと処理方法」『RIETI Discussion Paper Series』16-J-032, 2016. 3. <<http://www.rieti.go.jp/publications/dp/16j032.pdf>> 金利引上げ後に新たに買い入れられる（再投資）国債の利回りは短期市場金利並みとなり、低利回りの国債の残高が縮小するにつれて、逆ざやや解消していくと考えられる。深尾教授の試算は、「損失額＝平均残存期間×国債保有残高×金利上昇幅」として算出されているが、直近の長期国債保有残高はすでに400兆円弱に上り（表2）、今後も緩和が継続されるのであれば試算額を引き上げる必要があるだろう。

²⁸ 藤木裕・戸村肇「量的・質的金融緩和からの出口における財政負担」『TCER Working Paper Series』J-13, 2015. 9.14. <<http://tcer.or.jp/wp/pdf/j13.pdf>> なお、この見積りにおいては、物価目標実現時点で長期国債の追加買入れを停止し、政策金利を2.75%に引き上げると想定している。両氏は、平成31（2019）年度末まで緩和が続くとした場合の改訂値（平成32（2020）年度から平成51（2039）年度まで赤字が継続すると試算）も公表している（「日銀の赤字10兆円、金融緩和出口で試算—通貨の信認低下か影響なしか」『ブルームバーグ』2017.3.17. <<https://www.bloomberg.co.jp/news/articles/2017-03-16/OMS5YD6K50ZF01>>; Hiroshi Fujiki and Hajime Tomura, “Fiscal cost to exit quantitative easing: the case of Japan,” *Japan and the World Economy*, Vol.42, June 2017, pp.1-11.）。

²⁹ 岩田規久男日本銀行副総裁の国会における説明（第193回国会参議院財政金融委員会会議録第12号 平成29年4月25日 pp.12-14.）など。また、同年1月31日の総裁定例記者会見において、黒田総裁は、上述の両試算の妥当性について問われたが、明確な回答を避けている（日本銀行「総裁記者会見要旨」2017.2.1, pp.9-11. <https://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2017/kk1702a.pdf>）。なお、出口における金利の上昇は、国債を大量保有する金融機関の経営を悪化させ、金融危機を招きかねないとの指摘もあり、信用秩序の維持の観点からも出口戦略の早期公表を求める声がある（早川 前掲注(26), pp.225-233; 福田慎一「日銀だけの問題か 財政赤字と銀行リスクに対処を」『エコノミスト』95巻19号, 2017.5.16, p.81.）。

³⁰ 会計検査院は、平成25（2013）年度以降の決算検査報告において、「量的・質的金融緩和」に伴う日本銀行の財務への影響を「特定検査対象」としてきた。平成26（2014）年度には、損失発生可能性に備えて引当金や法定準備金を適切に積み立てることが必要と指摘し、日本銀行及び財務省の対応を求めていた（会計検査院「平成26年度

部、及び日銀当預を含む有利子負債に係る支払利息を引き当ての対象に含めることとされた。日本銀行は、これをもって金融緩和の出口の事前対応として十分なものと説明している³¹。

2 金利低下の下での資産買入れによる損失

「量的・質的金融緩和」の開始以降、日本銀行が額面を上回る価格（over par）で国債を買い入れる場面が増えている。特に、平成 28（2016）年 2 月に「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」が開始され、同年 9 月には「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入により、10 年物国債金利がおおむね 0%程度で推移するよう長期国債を買い入れることとされた³²。このような状況で買い入れた国債を満期まで保有した場合、償還額は額面分のみであるため、日本銀行に損失が生じることとなる。日本銀行は、償却原価法により満期までの間、この損失を毎期均等に償却していくこととなるが、これは出口を待たずに発生する損失である³³。

3 資産価格の下落による損失

日本銀行は、「量的・質的金融緩和」の開始以降、指数連動型上場投資信託（ETF）及び不動産投資信託（J-REIT）の買入れ規模を大幅に拡大してきた（表 1・2）³⁴。これらの資産は、伝統的なオペレーションの対象とされてきた国債等と比べてリスクの高い資産であり、価格変動により日本銀行に損失をもたらし得るものである。日本銀行の会計規程は、ETF、J-REIT 等の評価を移動平均法による原価法により行い（第 13 条第 1 項第 3 号）、上半期末又は事業年度末における時価が著しく下落した場合には、減損処理を行う（同条第 2 項）としている³⁵。

II 中央銀行の財務の健全性と通貨の信認

上述のとおり金融緩和の出口における収益の減少・費用の増加は、日本銀行に損失をもたらす可能性があり、長期間にわたって日本銀行が債務超過に陥ることも危惧される。日本銀行の財務の健全性をめぐっては、通貨の信認と関連付けた議論が見られる。

決算検査報告 2015.11.6, pp.972-986. <<http://report.jbaudit.go.jp/org/pdf/H26kensahoukoku.pdf>>。

³¹ 第 193 回国会参議院財政金融委員会会議録第 12 号 前掲注(29)の岩田副総裁の説明など。なお、日本銀行の会計規程は、財務の健全性の目安として、資本金、準備金に引当金を加えた合計額を、期中における日本銀行券の平均発行残高で除した比率である自己資本比率を採用し、引当金及び法定準備金の積立て等について、各上半期及び各事業年度の自己資本比率が 10%程度となることを目途として、おおむね上下 2%の範囲となるよう運営するとしている（第 18 条）。平成 28（2016）年度末の自己資本比率は 8.07%であり、この下限に近い数値となっている。

³² 長期国債の買入れペース（量）に関する目標は、「めど」に格下げされた。これは、日本銀行による日本国債の保有割合が 3 割を超え、買入れ可能な国債が枯渇して政策継続が困難になるとの見方に対応した措置と見られる。しかしながら、新たに導入された日本銀行が指定する利回りによる国債買入れ（指値オペ）は、長期金利に上昇圧力が掛かる局面において、日本銀行に無制限の国債買入れを強いるものとなりかねないとの指摘もある（日本経済研究センター『狭まる金融政策の選択肢—日本経済研究センター2016年度金融研究報告—』2017, pp.7-44.）。

³³ 償却原価法については、前掲注(24)を参照。表 3 に示すとおり各期の償却額（利息調整額）は増加傾向にある。

³⁴ ETF 及び J-REIT の買入れは、「包括的な金融緩和政策」の導入により平成 22（2010）年 12 月に開始された。中央銀行による高リスク資産の引受けは、信用緩和政策とも呼ばれ、市場の活性化や資産価格の下支え、リスクプレミアム低下による資金調達の円滑化などが期待できるとされる。その一方で、中央銀行の損失発生に対する懸念や価格のシグナル機能が弱まり市場の資源配分をゆがめるとの指摘も見られる（小林 前掲注(15), pp.158-165.）。

³⁵ 単位当たりの平均取得原価で有価証券を評価し、著しく市場価格が下落した場合には評価減を行うという方法である。時価総額が帳簿価額の総額を下回る場合には、差額に対して取引損失引当金が積まれる（会計規程第 18 条の 2）。

1 金融政策と通貨の信認

日本銀行は、支払完了性を有する現金通貨である日本銀行券を発行しており³⁶、その信認の確保に責任を負う。人々が安心して通貨を使用するには、通貨価値が安定していることが必要である³⁷。通貨価値が短期間に大きく変動すると予想される場合（インフレーションやデフレーション）、企業や家計による投資や貯蓄の適切な判断が困難となり、経済活動の効率性が損なわれる。また、歴史上、激しいインフレーションが破局的な結果を招いた事例も見られる。このため、過度の変動を招かぬよう通貨価値を維持することが中央銀行に求められる。

通貨価値の安定策としては、古くは本位貨幣制度が採られ、希少性や耐久性を有する貴金属（本位貨幣）との交換を保証する兌換制度が行われて、銀行券発行高に対応して一定の比率で正貨準備を保有することが中央銀行に義務付けられた³⁸。その後、管理通貨制度への移行に伴い、銀行券の発行量を通貨当局が管理することとなり、中央銀行が金融政策を適切に遂行することで通貨価値の安定を確保すべきと考えられるようになった³⁹。金融政策の結果は、中央銀行の財務（バランスシート）に反映されるため⁴⁰、金融政策の適切性を判断する上で財務報告が重要な手掛かりとなる⁴¹。また、バランスシートの状態から将来遂行可能な金融政策の範囲を

³⁶ 我が国の現金通貨は、日本銀行の発行する銀行券（紙幣）及び国の発行する貨幣（硬貨）から成る。銀行券は、日本銀行が民間金融機関に対する支払に用いることで発行され、日本銀行法により無制限の強制通用力が付与されている。一方、貨幣は、日本銀行に交付された時点で発行され、「通貨の単位及び貨幣の発行等に関する法律」（昭和62年法律第42号）により額面価格の20倍までに限り強制通用力が付与されている。ただし、これらの強制通用力は、支払に際して使用を義務付けるものではない（当事者間で合意すれば他の手段によることも可能である。）ため、通貨として広く使用されるには、その価値に対する信認が必要である。なお、現金通貨は、金融機関等の第三者を介在させることなく、引渡しをもって当事者間の決済を最終的に完了させ得るが、これを指して支払完了性を有すると言われる（日本銀行金融研究所編 前掲注(13), pp.6-9, 42-57.）。

³⁷ ここでいう通貨価値の安定には、対内価値（物価）の安定と対外価値（外国為替相場）の安定の両面がある。日本銀行法は、前者を理念として通貨及び金融の調節を行うことを日本銀行の目的として掲げる（第1条第1項及び第2条）。一方で、後者は財務省が所管するが、日本銀行の金融政策は、外国為替相場が物価等に及ぼす影響をも踏まえて運営されている。なお、通貨の信認には、円滑な決済機能が維持されること（金融システムの安定）も必要と考えられ、日本銀行法は、通貨及び金融の調節と並んで、信用秩序の維持を日本銀行の目的として掲げている（第1条第2項）。これに基づき、日本銀行は、決済機能や金融仲介機能の安定確保を目的に信用秩序維持（プルーデンス）政策を行っている。

³⁸ 明治政府は、明治4（1871）年の「新貨条例」（『法令全書』明治4年太政官第267）により金本位制を採用し政府紙幣を発行したが、翌年の「国立銀行条例及国立銀行成規」（明治5年太政官布告第349号）により民間銀行（「国立」は国法により設立の意。）に兌換銀行券を発行させることとした。その後、条例改正により兌換が停止され、政府は西南戦争の戦費を不換紙幣の発行で賄ったため、インフレーションが発生した。松方正義大蔵卿は、緊縮財政により不換紙幣を整理し、兌換制度確立のため、明治15（1882）年の「日本銀行条例」（明治15年太政官布告第32号）により日本銀行を設立した。日本銀行は当初銀本位制を採ったが、日清戦争で多額の賠償金を得たことから、明治30（1897）年に「貨幣法」（明治30年法律第16号）が制定され、主要国に伍して金本位制に移行した（「日本貨幣史 近代」日本銀行金融研究所貨幣博物館ウェブサイト <<https://www.imes.boj.or.jp/cm/history/19C/>>; 岩村充『貨幣の経済学—インフレ、デフレ、そして貨幣の未来—』集英社, 2008, pp.36-55.）。

³⁹ 第1次世界大戦開戦に伴い各国は金本位制を停止したが、戦後は順次復帰が図られた。我が国においては、大正12（1923）年の関東大震災等により復帰が遅れていたが、昭和5（1930）年に浜口雄幸内閣の井上準之助大蔵大臣が金解禁（金輸出禁止の解除）を断行した。しかしながら、前年発生していた世界大恐慌の影響が及び、兌換制度が維持困難となったため、翌年、犬養毅内閣の高橋是清大蔵大臣が金本位制を停止した。昭和17（1942）年には、「（旧）日本銀行法」（昭和17年法律第67号）の制定により、法制上も管理通貨制度が確定された。なお、第2次世界大戦後のブレトンウッズ体制においては、固定為替相場制の下で各通貨が米ドルを介して金と結び付いていたが、昭和46（1971）年のニクソンショック以降、主要国が変動相場制へと向かう中で、通貨価値のアンカーとしての金の役割は終わった（岩村 同上; 『日本銀行百年史 第4巻』日本銀行, 1984, pp.444-488.）。

⁴⁰ 前掲注(6)を参照。

⁴¹ 日本銀行は、金融政策について説明責任を果たすための一手段として、財務報告を位置付けている（日本銀行金融研究所編 前掲注(13), pp.29-36.）。日本銀行法は、財務諸表等の作成及び財務大臣への提出並びに一般への提供を定めている（第52条）。

予見し得るとの考え方もあり⁴²、中央銀行の財務の健全性と金融政策によって確保される通貨価値の安定、さらには通貨の信認との関係が論じられることとなる。

2 中央銀行の財務の悪化がもたらす影響

中央銀行の財務の健全性と通貨の信認の関係については、以下の3つの考え方が見られる⁴³。

(1) 保有資産の健全性及び財務基盤の頑強性を重視する考え方

中央銀行について、企業と同じ意味で債務超過を問題視することは適当でないが⁴⁴、財務基盤が脆弱であると、政策遂行能力が阻害されかねないとの立場である。中央銀行の債務超過を政府が穴埋めすることで対応する場合⁴⁵、物価安定に対する考え方の相違や予算策定上の調整コストを理由に曲折が予想される。また、仮に政府による損失補填を受けた場合には、金融政策に対する政府の発言力が強まるとの見方もある⁴⁶。中央銀行の政策遂行能力に疑問が生じると、金融引締めが行われぬとの予想から、インフレーションが高進する可能性もある⁴⁷。

(2) 保有資産の健全性及び財務基盤の頑強性は問題とならないとの考え方

中央銀行が支払不能に陥ることはあり得ないため、債務超過を問題視する必要はないとの立場である。中央銀行は通貨発行益を享受するので、いずれ保有資産の利回りが回復して利払費等との逆ざやが解消されれば、日本銀行の自己資本は回復が見込めるとする⁴⁸。ただし、債務超過を放置した場合、過度のインフレーションの進行を抑制することが可能なか疑義が残る⁴⁹。

⁴² 中央銀行の財務報告の目的としては、①中央銀行の政策の事後的検証及び将来遂行可能な範囲の予見を行う上で有用な情報を提供すること、②保有資産や通貨発行益の適切な管理・運用がなされているかを評価する上で有用な情報を提供することが挙げられる。また、近年、金融政策の有効性を向上させる観点からも、財務報告の意義が高まっているとされる（古市峰子・森毅「中央銀行の財務報告の目的・意義と会計処理をめぐる論点」『金融研究』24巻2号、2005.7、pp.111-162.）。「量的・質的金融緩和」は、バランスシートの拡大を期待形成の手段と位置付けており、こうした前提に立った政策と言える（黒田東彦「量的・質的金融緩和—読売国際経済懇話会における講演—」2013.4.12. 日本銀行ウェブサイト <http://www.boj.or.jp/announcements/press/koen_2013/data/ko130412a1.pdf>）。

⁴³ 古市・森 同上

⁴⁴ 管理通貨制度の下における中央銀行は、通貨を同種・同価額の通貨と交換する義務しか負わないため、外貨建て債務等、自ら発行する銀行券により履行できない債務を負う場合を除き支払不能に陥ることはあり得ないとされる（渡辺努・岩村充『新しい物価理論—物価水準の財政理論と金融政策の役割—』岩波書店、2004、pp.1-38.）。

⁴⁵ 現行の日本銀行法では、旧日本銀行法附則にあった政府による損失補填の規定が削除されているため、実施する場合は立法措置を要する。なお、政府が国債発行により資本注入を行い、注入資金で中央銀行が追加発行分の国債を買い入れれば、実質的に無コストで財務を改善でき、中央銀行の自己資本を議論することは無意味であるとの指摘も見られるが、中央銀行が自己資本を有し、政府から財務上独立していることは、金融政策の責任の所在を明確にする上で意義があるとの見方も有力である（植田和男「自己資本と中央銀行」『日本銀行調査月報』2003.12、pp.51-64; 折谷吉治『中央銀行制度の経済学—新制度経済学からのアプローチ—』学術出版会、2013、pp.89-101.）。

⁴⁶ 一般に政府サイドには、目先の景気を優先して緩和的な金融政策を求める誘因があり、政府主導が強まることで高インフレを招いた歴史もあることから、中央銀行の独立性を高める制度設計がなされてきた（植田 同上; 白川 前掲注(6)、pp.86-110.）。

⁴⁷ 債務超過に陥った中央銀行がインフレーション抑制に失敗した例として、ベネズエラ、アルゼンチン、ジャマイカ、フィリピンが挙げられる。一方、チリ、インドネシアでは緊縮的な財政運営が行われたため、高インフレを招かなかったとされる（植田 同上）。

⁴⁸ 吉松崇「中央銀行の出口の危険とは何か」原田泰ほか編『アベノミクスは進化する—金融岩石理論を問う—』中央経済社、2017、pp.185-208; 日本銀行「原田審議委員記者会見要旨」2017.6.2. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2017/kk1706a.pdf> など。

⁴⁹ 例えば、債務超過の下では、監督官庁である財政当局の介入が強まり得る。また、高インフレの下では通貨発行益が増えるため、短期間に債務超過を脱しようとの意向が働くこと物価の安定が犠牲となり得る（植田 前掲注(45)）。

(3) 政府と中央銀行のバランスシートを一体のものとして捉える考え方

物価の安定という政策目的の遂行のためには、政府と中央銀行のバランスシートを一体的に見る必要があるとの立場である⁵⁰。管理通貨制度の下では、国債が通貨価値のアンカーとなっており、財政政策の運営に対する見通しが物価水準の変動に影響を及ぼすとする⁵¹。この立場からは、中央銀行の財務悪化が直ちに通貨価値を低下させることはないが、政府の債務返済能力に対する見方が懐疑的となると、インフレーションを予想して物価が上昇することとなる⁵²。

おわりに

日本銀行は、出口における財務の問題について、どのように考えているのか。黒田東彦総裁は最近、出口における財務面の影響も含め、金融政策運営について分かりやすく説明していくことが重要であるとの見解を繰り返し述べている⁵³。一方で、具体的なシミュレーションの結果を示すことについては、かえって混乱を招くおそれがあるとして消極的である⁵⁴。しかしながら、市場関係者の間には、出口の見通しを早期に示し、市場との対話の中で軌道修正を図るべきとの意見が多く見られる⁵⁵。「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入により、国債買入れは若干ペースダウンしたものの、金融緩和の持続可能性には量的な限界があるとの指摘もあり⁵⁶、いずれ遠からぬ時期に出口の議論が開始されると考えられる。

⁵⁰ 例えば、渡辺・岩村 前掲注(44)は、物価水準の決定における政府の役割を重視する、物価水準の財政理論 (FTPL: Fiscal Theory of the Price Level) の立場から、政府と中央銀行の連結バランスシートを考える必要性を指摘している。アベノミクスを主導する浜田宏一内閣官房参与が、FTPLの主唱者の一人であるクリストファー・シムズ教授 (プリンストン大学) の講演を高く評価したことが、金融財政政策の見直しを示唆するものとして注目を集めた (Christopher A. Sims, "Fiscal Policy, Monetary Policy and Central Bank Independence," 2016.8.26. Federal Reserve Bank of Kansas City website <<https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2016/econsymposium-sims-paper.pdf?la=en>>; 浜田宏一「「アベノミクス」私は考え直した」『文芸春秋』95巻1号, 2017.1, pp.124-131.)。

⁵¹ 政府と中央銀行を統合した「統合政府」のバランスシートを想定して、将来にわたって生じるキャッシュフローの現在価値を表現すると、その資産側には、実質ベースで見た財政余剰 (税収－政府支出) の割引現在価値が、負債側には、同じく実質ベースで見た通貨及び民間保有分の国債残高が計上される。両者が均衡するように決まるとすれば、将来の財政余剰に対する人々の予想が変化すると、名目ベースの負債額は不変であるため、通貨価値が変化することで調整が行われる。例えば、増税による財政再建が期待薄と見られると、人々は通貨価値の下落 (物価の上昇) を予想するようになると考えられる (渡辺・岩村 同上; 木村武「物価の変動メカニズムに関する2つの見方—Monetary View と Fiscal View—」『日本銀行調査月報』2002.7, pp.103-124.)。ただし、財政余剰に対する予想を、実際に物価水準の調整手段として利用し得るかについては議論が分かれる (佐藤主光「シムズの物価の財政理論 (FTPL) と財政再建」2017.2.13. 東京財団ウェブサイト <https://tax.tkfd.or.jp/?post_type=article&p=245>)。

⁵² 我が国の財政運営については、金融緩和による長期金利の低下から政府の利払負担が軽減され、国債発行増への危機感が低下しているとする向きがある。また、日本銀行による大規模な国債買入れは、国債発行市場において日本銀行への転売 (「日銀トレード」) を前提とした応札を生み、「財政法」(昭和22年法律第34号) 第5条が禁じる日本銀行による国債の直接引き受け (財政ファイナンス) に近づいているとの指摘も見られる (加藤出『日銀、「出口」なし!—異次元緩和の次に来る危機—』朝日新聞出版, 2014, pp.197-227.)。「経済財政運営と改革の基本方針2017」(骨太方針) は、従来、平成32(2020)年度に基礎的財政収支を黒字化した後に目指すとしていた、国と地方の債務残高対名目GDP比の引下げを、同時に (並行して) 目指すとした (「経済財政運営と改革の基本方針2017—人材への投資を通じた生産性向上—」(平成29年6月9日閣議決定) 内閣府ウェブサイト <http://www5.cao.go.jp/keizai-shimon/kaigi/cabinet/2017/2017_basicpolicies_ja.pdf>; 「新指標、財政規律緩む懸念」『朝日新聞』2017.6.8.)。FTPLに従えば、これらの要素は財政運営への信頼を低下させ、インフレーションにつながり得る。

⁵³ 日本銀行「総裁記者会見要旨」2017.6.19. <http://www.boj.or.jp/announcements/press/kaiken_2017/kk1706b.pdf>; 第193回国会衆議院財務金融委員会議録第18号 平成29年5月10日 pp.6-8など。一方で、政策委員会メンバーである審議委員の一部からは、出口における財務面の問題を否認する見解も示されている (日本銀行 前掲注(48))。

⁵⁴ 日本銀行「総裁記者会見要旨」同上

⁵⁵ 「出口戦略「市場と対話を」 全銀協、平野会長が就任」『日本経済新聞』2017.6.16; 「金融緩和の出口「議論開示を」 生保協会会長」同, 2017.6.10など。

⁵⁶ 日本経済研究センター 前掲注(32)