



# インフレ目標政策の10年 功罪と課題

**Takatoshi Ito**

Professor, School of International and Public Affairs, Columbia University  
(兼)政策研究大学院大学客員教授

ESRI「インフレ・ターゲティング10年を振り返って」

December 5, 2022

# 結論

- インフレ目標政策採用から10年間、インフレ率は2%目標を下回り、概ね+0.0~1.5%の範囲で推移してきた。
  - インフレ目標採用前のデフレ状況からは脱却した
  - 2022年後半に、インフレ率は2%を超えた
- (弾力的)インフレ目標政策の枠組みの長所は概ね発揮された
  - 実体経済は、(コロナ前には)好況となっていた
  - 透明性、説明責任の明確化、中央銀行の独立性への寄与
  - ただし、インフレ期待のアンカーに働いたとは言い難い
- 今後もインフレ目標政策の枠組みは維持が望ましいが、技術的な改善は可能かもしれない

# インフレ目標政策の意義 一般論

- 透明性(transparency)
  - 中央銀行の目的や政策意図の明確化
- アカウタビリティ(accountability)
  - 政策変更・維持の意図説明と結果の説明が論理的になる。
- 防波堤効果(heat shield)
  - 中央銀行の独立性強化に役立つ
- インフレ期待のアンカー効果(anchoring inflation expectation)
  - 短期的にインフレ率が目標からはずれても、中長期の期待インフレ率は目標値に維持され、二次的インフレ・スパイラルが起きない

# インフレ目標政策と実体経済

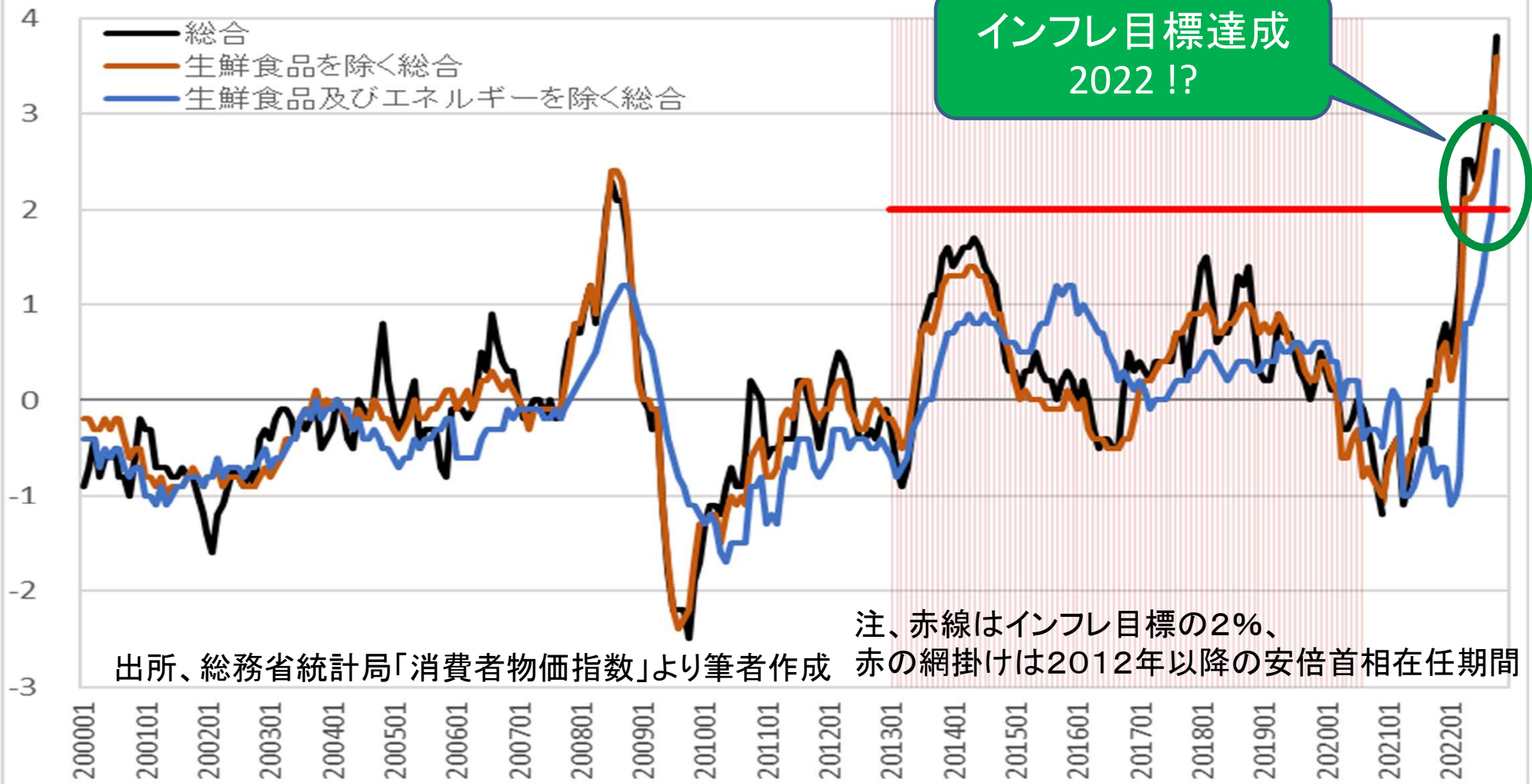
## 一般論

- インフレ目標政策といってもインフレ率だけが関心事項ではない。
  - インフレ率と実体経済のどちらが大切か？例えば、
    - インフレ率が2%だが、経済が大不況になる
    - インフレ率が4%だが、GDPギャップがゼロ(完全雇用)になる
  - 弾力的インフレ目標政策 (flexible inflation targeting)。インフレ目標政策といっても実体経済にも配慮する、という解釈が主流
  - ただし、「実体経済」は財政政策の役割も大きい。「インフレ率」は中央銀行がより大きな影響力を持つ、と考えられる。
- <Dual mandate>したがって、中央銀行の政策決定には、インフレ率ギャップとGDPギャップ(または失業率の自然失業率からの乖離)が重要
  - GDPギャップに重きを置いてインフレ率の目標値からの乖離を許したときには、インフレ期待が目標にアンカーされていると、政策効果は大きくなる

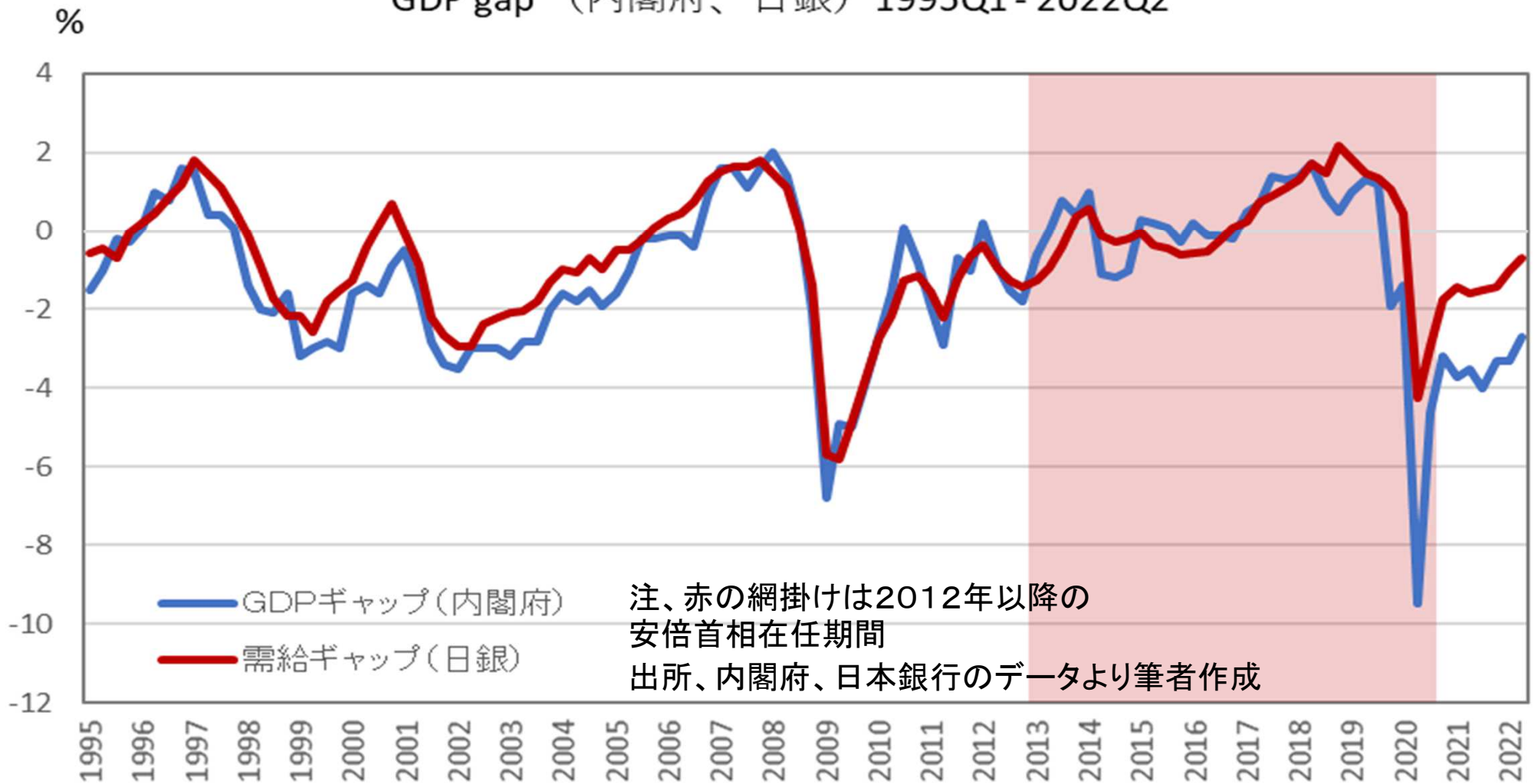
# 日本のインフレ目標政策は成功したのか？

- (消費税の影響を除いた)インフレ率は、2013年—19年まで2%に一度も到達せず、その意味では失敗
- しかし、2012年まではデフレ状況が続いていたが、2013年以降、デフレからは脱却(インフレ率はプラス)、その意味では成功
- コロナ前には、GDPギャップはプラスとなり、完全雇用も達成、「弾力的インフレ目標政策」の意味からは成功
- インフレ期待を2%にアンカーすることはできなかった、その意味では失敗

# インフレ率(消費税の影響を除く前年同期比、2020年基準)



GDP gap (内閣府、日銀) 1995Q1 - 2022Q2

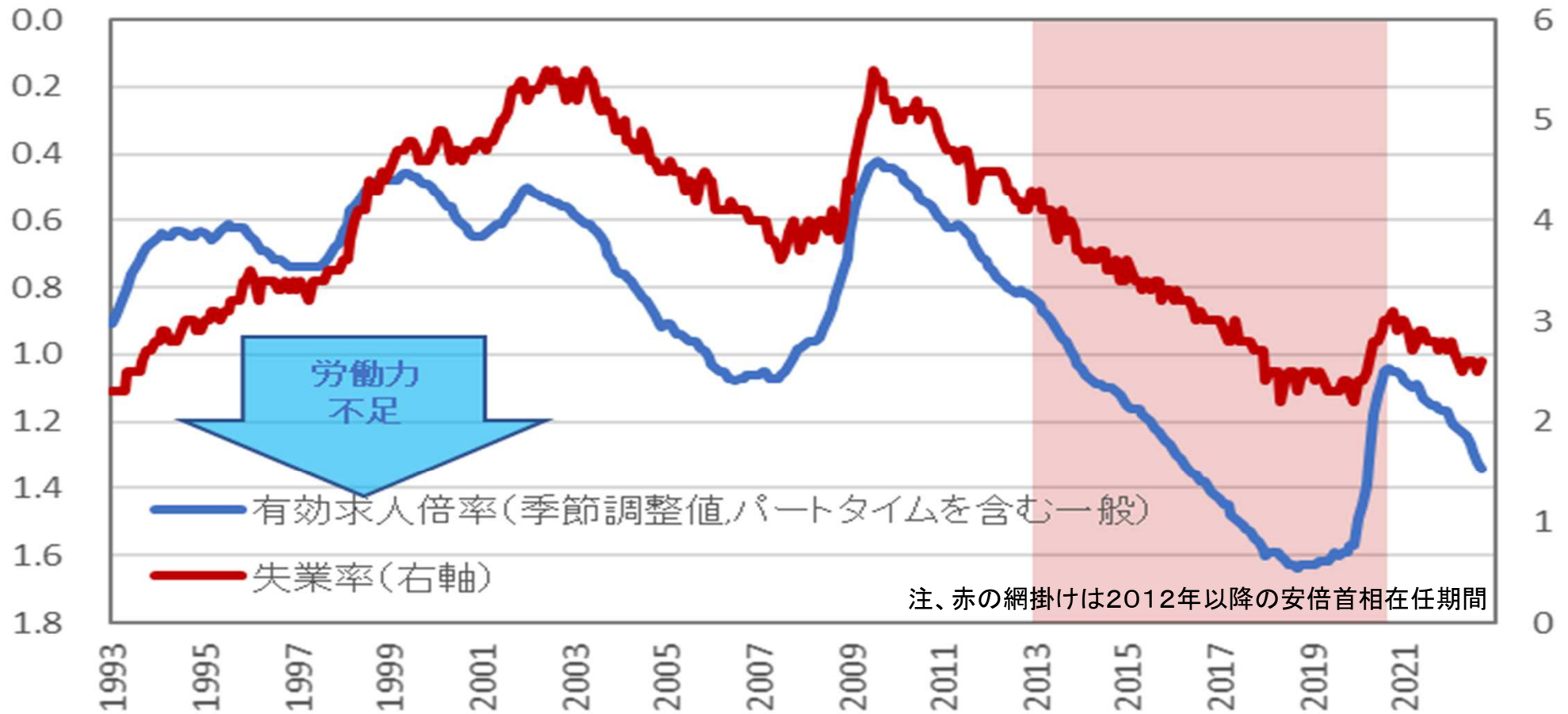


— GDPギャップ(内閣府)  
— 需給ギャップ(日銀)

注、赤の網掛けは2012年以降の  
安倍首相在任期間  
出所、内閣府、日本銀行のデータより筆者作成



## 日本：失業率と有効求人倍率



出所、厚生労働省、失業率は『労働力調査』、有効求人倍率は「一般職業紹介状況(職業安定業務統計)」より筆者作成



# 日本の場合「弾力的」インフレ目標なのか つまり単一目標か二重目標か

- 単一目標 (single mandate)
- 二重目標 (dual mandate)  $\approx$  弾力的インフレ目標政策
- 日本銀行法、インフレ目標の日銀と政府の合意文書を読む限り、「弾力的インフレ目標政策」である

# 日本銀行法

- 第一条 日本銀行は、我が国の中央銀行として、銀行券を発行するとともに、通貨及び金融の調節を行うことを目的とする。
- 2 日本銀行は、前項に規定するもののほか、銀行その他の金融機関の間で行われる資金決済の円滑の確保を図り、もって信用秩序の維持に資することを目的とする。
- 第二条 日本銀行は、通貨及び金融の調節を行うに当たっては、物価の安定を図ることを通じて国民経済の健全な発展に資することをもち、その理念とする

# 2013年1月22日日本銀行・政府合意文書

- 日本銀行は、今後、日本経済の競争力と成長力の強化に向けた幅広い主体の取組の進展に伴い持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率が高まっていくと認識している。この認識に立って、日本銀行は、物価安定の目標を消費者物価の前年比上昇率で2%とする。
- 日本銀行は、上記の物価安定の目標の下、金融緩和を推進し、これをできるだけ早期に実現することを目指す。その際、日本銀行は、金融政策の効果波及には相応の時間を要することを踏まえ、金融面での不均衡の蓄積を含めたリスク要因を点検し、経済の持続的な成長を確保する観点から、問題が生じていないかどうかを確認していく。

## (続) 2013年1月22日日本銀行・政府合意文書

- **政府は**、我が国経済の再生のため、機動的なマクロ経済政策運営に努めるとともに、日本経済再生本部の下、革新的研究開発への集中投入、イノベーション基盤の強化、大胆な規制・制度改革、税制の活用など思い切った政策を総動員し、経済構造の変革を図るなど、**日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化し、これを強力に推進する。**
- また、政府は、日本銀行との連携強化にあたり、財政運営に対する信認を確保する観点から、**持続可能な財政構造を確立するための取組を着実に推進する。**

# 2023年にインフレ目標は達成されるのか？

- 2023年のインフレ率(除く生鮮食品)予測は、2%未満
  - 日本銀行審議委員予測(10月)中央値、1.6%
  - 民間、ESPフォーキャスト(11月)平均、1.41%
- しかし、達成される可能性あるのではないか
  - 日銀もESPも2022年を通じて上昇してきている(実態の後追い?)
  - インフレ率(除く生鮮食品、エネルギー)の10月の値は、2.5%
- 賃金上昇率が高まれば、インフレ目標安定的達成は可能
  - インフレが Cost push 型から Demand pull 型へ転換は可能か
  - なぜ賃金が増えなかったのか？この説明が必要

# 日銀審議委員の予測の推移

		消費者物価指数（除く生鮮食品）＜中央値＞				
	展望レポート公表日	2020	2021	2022	2023	2024
2020	10月29日	-0.6	0.4	0.7		
2021	1月21日	-0.5	0.5	0.7		
	4月27日	-0.4	0.1	0.8	1.0	
	7月16日		0.6	0.9	1.0	
	10月28日		0.0	0.9	1.0	
2022	1月18日		0.0	1.1	1.1	
	4月28日		0.1	1.9	1.1	1.1
	7月21日			2.3	1.4	1.3
	10月28日			2.9	1.6	1.6




出所、日本銀行、『展望レポート』各号より筆者作成

# ESPフォーキャスト

## 2023年度のCPI(除く生鮮食品)予測

調査月	総平均
2021年6月	0.73
2021年7月	0.74
2021年8月	0.73
2021年9月	0.68
2021年10月	0.67
2021年11月	0.66
2021年12月	0.64
2022年1月	0.65
2022年2月	0.68
2022年3月	0.78
2022年4月	0.81
2022年5月	0.91
2022年6月	1.05
2022年7月	1.07
2022年8月	1.14
2022年9月	1.18
2022年10月	1.25
2022年11月	1.47



上方  
修正  
が続い  
ている

出所、日本経済研究センター、ESPフォーキャスト、  
より筆者作成



# 次の10年の展望

## インフレ目標政策の修正は必要か

- インフレ目標政策の「枠組み」は維持すべき
- 2%は適切か？表現は適切か？
  - レベル「2%」を変更する積極的な理由はない(諸外国も2%)
  - 許容範囲明示はありうる。たとえば、2%±1%あるいは2%±0.5%
  - 「早期に実現」⇒「中期的に(平均的に)維持」は、ありうる。
- インフレ目標政策がないと、、、Triple mandate? Quadruple mandate? あれもやれ、これもやれ、の危険性
  - 為替相場の安定? 破綻企業への特別融資? 脱炭素化に向けた融資支援?

