

参議院常任委員会調査室・特別調査室

論題	日本銀行の「物価安定の目標」をめぐる経緯と論点
著者 / 所属	皆川 純子 / 財政金融委員会調査室
雑誌名 / ISSN	立法と調査 / 0915-1338
編集・発行	参議院事務局企画調整室
通号	471号
刊行日	2024-12-10
頁	34-47
URL	https://www.sangiin.go.jp/japanese/annai/chousa/ripou_chousa/backnumber/20241210.html

※ 本文中の意見にわたる部分は、執筆者個人の見解です。

※ 本稿を転載する場合には、事前に参議院事務局企画調整室までご連絡ください (TEL 03-3581-3111 (内線 75020) / 03-5521-7686 (直通))。

日本銀行の「物価安定の目標」をめぐる経緯と論点

皆川 純子

(財政金融委員会調査室)

1. はじめに
2. 物価安定目標の導入に至る経緯
3. 物価安定目標導入後の金融政策
4. 物価安定目標をめぐる論点
5. おわりに

1. はじめに¹

2024年3月、日本銀行（以下「日銀」という。）は、「消費者物価の前年比上昇率で2%」とする「物価安定の目標」（以下「物価安定目標」という。）について、先行き持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを決定した。これにより、2013年4月以降の大規模な金融緩和は役割を終え、我が国の金融政策は転換点を迎えた。

2013年1月、日銀は2%の物価安定目標を導入し、同時に公表された政府・日銀の共同声明²では、日銀が同目標のできるだけ早期の実現を目指すとした。日銀は物価安定目標の達成に向けて、同年4月に「量的・質的金融緩和」を導入し、2016年にはマイナス金利政策、長短金利操作を導入するなど、政策を修正しながら大規模な金融緩和を11年にわたり継続した。一方で、物価安定目標の達成が見通せない状況が続く中、目標そのものの見直しはなされなかった³。大規模な金融緩和を終了した現在も、日銀は物価安定目標の持続的・安定的な実現という観点から金融政策を運営している。

本稿では、日銀が長らく掲げる物価安定目標について、その導入に至る経緯、目標導入

¹ 本稿は、2024年11月8日時点の情報を基に執筆及びインターネット情報の確認を行っている。

² 内閣府・財務省・日銀「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）

³ 日銀は2023年4月、1990年代後半以降の25年間における金融政策運営の多角的レビューを1年から1年半程度かけて実施することを決定した。その結果を2024年12月の金融政策決定会合（以下「決定会合」という。）後に公表する予定である（日銀「総裁記者会見（2024年10月31日）」（2024. 11. 1）2頁）。現時点では、同レビューにおける物価安定目標の取扱いの詳細は明らかでない。

後の金融政策を概観した上で、論点を整理することとしたい。

2. 物価安定目標の導入に至る経緯

(1) 各国におけるインフレ目標 (図表1)

日銀を含め、世界の中央銀行は「物価の安定」を目的として金融政策を運営している。物価の安定が重要視される理由は、それがあらゆる経済活動や国民経済の基盤であり、持続的な経済成長の実現に影響を及ぼし得るためである。物価の安定を実現するために、物価上昇率の目標を設定し、その達成に向けて金融政策を運営する方法 (インフレーション・ターゲティング⁴) があり、先進国やそれ以外の国も含め多くの中央銀行で採用されている。

図表1 各国のインフレ目標 (インフレーション・ターゲット)

	導入年	物価指標	現在の目標数値	期間	設定者
ニュージーランド	1990年	CPI(消費者物価指数)	2%を中心にして1~3%	中期	政府
カナダ	1991年	CPI(消費者物価指数)	2%を中心にして1~3%	一般に18~24か月 (目標を5年ごとに見直し)	政府・中央銀行
英国	1992年	CPI(消費者物価指数)	2%	常時 (CPIが目標値から上下1%を超えて乖離した場合、中央銀行が政府に説明責任を負う)	政府
スウェーデン	1993年	CPIF (住宅ローン金利変動の影響を除く消費者物価指数)	2%	—	中央銀行
オーストラリア	1993年	CPI(消費者物価指数)	2~3%	中期	政府・中央銀行
韓国	1998年	CPI(消費者物価指数)	2%	中期(目標を2年ごとに見直し)	政府・中央銀行
ノルウェー	2001年	CPI(消費者物価指数)	2%	経済における危機の状況による	政府
日本	2013年	CPI(消費者物価指数)	2%	できるだけ早期に	中央銀行
欧州(ECB) (※1)	2021年	HICP (EU基準の消費者物価指数)	2%	中期	中央銀行

※1 欧州中央銀行(ECB)は、2021年7月より前は明示的に「Target」と表明せずに、物価安定の数値的な定義(「Quantitative Definition」)として「2%を下回りかつ2%近傍」を公表してきた。

【参考】明示的にターゲットと表明していない例

米国	米国(FRB)は「物価の安定」と「雇用の最大化」を目的としている。2つの目的に整合的なインフレ目標を「Goal」と表現し、PCEデフレーター(※2)で2%としている(2012年1月~)。2020年8月には一定期間のインフレ率を平均で2%とすることを目標とする「平均インフレ目標」を導入した。
----	---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

※2 PCEデフレーター:個人消費支出(Personal Consumption Expenditure)のデフレーターで、名目PCEを実質PCEで割ったもの。

(出所) 内閣府「平成25年度年次経済財政報告」(2013.7)402頁等を基に筆者作成

インフレーション・ターゲティングは、1990年にニュージーランドにおいて初めて導入された後、カナダ、英国、スウェーデン等でも導入された。足元の物価上昇率が高い国において、インフレを抑制するために、現実の物価上昇率より低い数値目標を掲げる例が多

⁴ インフレーション・ターゲティングの具体的な運営方法は各国によって異なっているが、おおむね共通している内容に即して言えば、インフレーション・ターゲティングとは、①インフレ率にある程度長い目で見た数値目標を設定し、②その達成を目的として金融政策を運営するとともに、③インフレ目標値と関連付けた形で政策の透明性を確保すること(例えばインフレ見通しなどを公表すること)を通じて、④「物価の安定」へ向けた政策運営に対する国民の信認を高めるという枠組みとされている(日銀企画室「諸外国におけるインフレ・ターゲティング」『日本銀行調査月報』(2000.6)70頁)。

かった⁵。2010年代に入ると、2012年1月にF R B（米国連邦準備制度理事会）が、「ターゲット」とは明示していないものの、「インフレーションの長期的な目標」(Longer-run Goal for Inflation)を導入した。その後、2013年1月には日銀が物価安定目標を導入した。日本の場合、デフレ脱却が目標を導入する背景にあったという特徴がある⁶。また、E C Bについては、1998年10月以来、物価安定の数値的な「定義」(Quantitative Definition)を公表してきたが、2021年7月の金融政策戦略の見直しにより、明示的に「ターゲット」として数値目標を掲げるようになった⁷。

現在、主要国のインフレ目標はおおむね2%となっている。また、目標の設定主体としては、①中央銀行、②政府、③政府と中央銀行の協議の例がある。

（2）我が国における物価安定目標の導入に至る経緯

1997年における旧法⁸の全部改正により、1998年4月に施行された日本銀行法（平成9年法律第89号）では、金融政策の理念について「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」と規定している（同法第2条）⁹。金融政策の透明性を向上させる観点から、「物価の安定」がどのような状況を指すのかを国民に示すことは重要である。「物価の安定」を表現する手段の一つとして、インフレーション・ターゲティングの考え方が日本で最初に話題となったのは1998年であり、2001年頃から政策担当者も巻き込んだ議論が展開されるようになったとされる¹⁰。しかし、日銀はすぐにこの政策を導入することにはせず、2000年以降、2013年の物価安定目標の導入に至るまで、以下のとおり「物価の安定」に関する考え方を示してきた（図表2）。

ア 「物価の安定」についての考え方（2000年10月）

バブル崩壊を経た1990年代後半に、伝統的な金融市場調節手段である短期金利がゼロ、あるいはほぼゼロとなって以降、日銀は様々な非伝統的金融政策を実施してきた。1998

⁵ インフレーション・ターゲティングを導入したタイミングは国によって様々であるが、典型的なケースは、1980年代から続く慢性的な高インフレ体質を克服しようとするものである（ニュージーランド、カナダ、オーストラリアなど）。他方、欧州通貨危機（1992年）やアジア通貨危機（1997年）により、バスケット・ペッグ（複数の通貨から成るバスケットに自国通貨を連動させるもの）や事実上のドル・ペッグ（自国通貨を米ドルレートに連動させるもの）から離脱したため、為替相場に代わる金融政策のアンカーが必要になり導入した場合もある（英国、スウェーデン、韓国など）（林伴子『マクロ経済政策の「技術」－インフレ・ターゲティングと財政再建ルール』（日本評論社、2003年）57頁）。

⁶ 2012年1月のF R Bによる「インフレーションの長期的な目標」導入の目的もデフレの防止であったとの指摘もある（田中隆之『アメリカ連邦準備制度（F R S）の金融政策（第2版）』（金融財政事情研究会、2024年）92～93頁）。

⁷ E C Bは、物価安定の数値的な「定義」として、2003年5月以降は「2%を下回りかつ2%近傍」を示してきた。2021年7月の金融政策戦略の見直しにより、明示的に「ターゲット」として「2%」を掲げることに改め、一時的であれば2%からの上振れも容認するとした。

⁸ 日本銀行法（昭和17年法律第67号）。1942年に戦時立法として制定された旧法は、中央銀行の独立性・透明性を強化する観点から1997年に全面的に改正された。

⁹ 今日では金融政策の主要な目的は「物価の安定」であることが各国の中央銀行法で明確に規定されていることが一般的である。しかし、かつては必ずしもそうではなく、例えば、日本の旧法や、1946年成立のイングランド銀行法には、金融政策の目的に関する具体的な規定はなかった（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年）29頁）。

¹⁰ 浅井良夫、井出英策「デフレ下の長期景気回復（2002～2006年を中心に）」小峰隆夫編『日本経済の記録 金融危機、デフレと回復過程（1997年～2006年）』（内閣府経済社会総合研究所、2011年）228頁

年秋以降、金融不安の高まり、円高の進行、長期金利の上昇等により、日本経済は厳しい状況に陥った。日銀は1999年2月に「ゼロ金利政策」を導入し、無担保コールレート（オーバーナイト物）¹¹をできるだけ低めに推移するよう促すこととした（事実上ゼロ）。同年4月には、「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」ゼロ金利政策を継続する考えを明らかにした。

2000年8月のゼロ金利政策の解除後、同年10月に日銀は「物価の安定」についての考え方を公表した¹²。同文書では、「物価の安定」を「インフレでもデフレでもない状態」であり、「家計や企業等のさまざまな経済主体が、物価の変動に煩わされることなく、消費や投資などの経済活動にかかる意思決定を行うことができる状況」と表現した。その上で、「物価の安定」について、長期間にわたって妥当し得る数値的な定義や目標を示すことは難しいとした。また、「経済・物価の将来展望とリスク評価」（現在の「経済・物価情勢の展望」（展望レポート））の公表を開始し、その中で物価上昇率や経済成長率に係る「政策委員の見通し」を参考として示すこととした¹³。

イ 中長期的な物価安定の理解（2006年3月）

ゼロ金利政策の解除後、ITバブルの崩壊により世界的に景気が後退し、日本経済にも影響が及んだ。日銀は2001年3月に「量的緩和政策」を導入し、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート（オーバーナイト物）から日銀当座預金残高¹⁴に変更することとした。また、消費者物価指数（除く生鮮食品）（以下「コアCPI」という。）の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで、同政策を継続することとした^{15、16}。

日銀は2006年3月、量的緩和政策を解除し、金融市場調節の操作目標を日銀当座預金残高から無担保コールレート（オーバーナイト物）に変更した上で、これを概ね0%で推移するように促すこととした。また、金融政策の目的である「物価の安定」についての明確化を図るため、中長期的に見て物価が安定していると各政策委員が理解する物価上昇率（「中長期的な物価安定の理解」）を公表することとした。具体的には、消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内にあり、委員の中心値は、大勢として、概ね1%の前後で分散している旨の見解を示した。

日銀は2009年12月、「中長期的な物価安定の理解」について、0%以下のマイナスの値は許容していないこと、中心は1%程度であることを明確に表現するため、「消費者物価

¹¹ 金融機関が日々の短期的な資金の過不足を調整するための取引を行うコール市場において、無担保で資金を借りて翌日に返済する取引において利用される金利。

¹² 日銀は2000年3月8日の決定会合において、「物価の安定」の考え方について総括的な検討・取りまとめを行うことを決定していた。当該決定の背景について、日銀「通貨及び金融の調節に関する報告書」（2000.6）68頁によれば、ゼロ金利政策を解除する際の条件となっていた「デフレ懸念の払拭」の意味等をめぐり議論が深められていくにつれ、金融政策の目的である「物価の安定」とはそもそも何であるか、といった基本問題に立ち返る必要性が多く、政策委員に意識されるようになったとある。

¹³ 「経済・物価の将来展望とリスク評価」は年2回（4月及び10月）の公表であった。2004年4月以降、「経済・物価情勢の展望」となり、2016年以降は年4回（通常1月、4月、7月、10月）公表している。

¹⁴ 日銀が取引先の金融機関等から受け入れている当座預金の残高。

¹⁵ なお、政府は、2001年3月の月例経済報告において、「持続的な物価下落」をデフレと定義した上で、日本経済が「緩やかなデフレにある」と評価した（以降、月例経済報告では、2006年6月までデフレとの記述）。

¹⁶ 日銀は2003年10月に量的緩和政策継続のコミットメントを明確化し、コアCPIが単月で0%以上となるだけでなく、基調的な動きとして0%以上であると判断できることが必要であることなどを示した。

指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている」との表現に改めた¹⁷。

ウ 中長期的な物価安定の目途（2012年2月）

2008年のリーマン・ショック後、日銀は金融緩和の強化を進め、2010年10月には「包括的な金融緩和政策」を導入した。同政策では、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度で推移するよう促すこととした（実質ゼロ金利）。その上で、「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで、実質ゼロ金利政策を継続することとした。また、長めの市場金利の低下や各種リスク・プレミアム¹⁸の縮小を促すため、臨時の措置として、日銀のバランスシート上に「資産買入等の基金」を創設し、同基金を通じて多様な金融資産（長期国債、短期国債、リスク性資産（ETF、J-REIT、CP等、社債等））の買入れ等を行うこととした。

日銀は2012年2月、デフレ脱却と物価安定の下での持続的な成長の実現に向けた姿勢を明確化するため、「中長期的な物価安定の目途」を導入した。これは、中長期的に持続可能な物価の安定と整合的な物価上昇率であり、具体的には、「消費者物価の前年比上昇率で2%以下のプラスの領域」にあり、「当面は1%を目途」とした。また、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進することとした。

従前の「中長期的な物価安定の理解」と新たに導入した「目途」との違いは、「理解」は各政策委員が中長期的に見て物価が安定していると理解している数字を集める形で範囲を示すものであったのに対し、「目途」は政策委員会としての判断を示したものであるという点にある¹⁹。

エ 物価安定目標（2013年1月）

2012年12月に発足した第二次安倍内閣は、「大胆な金融政策」、「機動的な財政政策」、「民間投資を喚起する成長戦略」の3本の矢を柱とする経済財政政策（アベノミクス）を打ち出した。

日銀は2013年1月、「消費者物価の前年比上昇率で2%」とする物価安定目標を導入した。同時に、政府・日銀は共同声明を公表した²⁰。共同声明では、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に伴って物価上昇率が高まっていく旨の日銀の認

¹⁷ 2009年12月に「中長期的な物価安定の理解」を明確化した背景について、白川総裁（当時）は、従来の表現に対して、日銀がデフレを容認しているとの誤解が一部にあり、その誤解を解く必要があったことなどに言及している（日銀「総裁記者会見要旨（2009年12月18日）」（2009.12.21）6頁）。なお、2008年のリーマン・ショック後、政府は、2009年11月の月例経済報告において、日本経済が緩やかなデフレ状況にあると再び判断した（以降、月例経済報告では、2013年11月までデフレとの記述）。

¹⁸ 一般的に、リスク性資産と安全資産（通常は国債等）の利回りの差のことをいう。

¹⁹ 日銀「総裁記者会見要旨（2012年2月14日）」（2012.2.15）3頁。なお、「中長期的な物価安定の目途」の導入後、「目途」の英訳が「Goal」であったことから、なぜ「目標」という言葉を使わないのかといった議論も見られた（第180回国会衆議院財務金融委員会議録第3号2～3頁（2012.2.29））。

²⁰ なお、政府・日銀は野田内閣当時の2012年10月、「デフレ脱却に向けた取組について」を公表していた。同文書では、日銀は、「中長期的な物価安定の目途」に基づき、当面、消費者物価の前年比上昇率1%を目指して、それが見通せるようになるまで、強力に金融緩和を推進していく一方で、政府は、足元の景気下押しリスクに対応し経済活性化に向けた取組を加速することとした。

識が示された上で、日銀が物価安定目標を「できるだけ早期に²¹⁾」実現することを目指すとした。一方で、政府は、競争力と成長力の強化に向けた取組を具体化するとともに、日銀との連携強化に当たり、財政運営に対する信託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推進するとした。

なお、日銀は「目途」から「目標」に変更した理由について、我が国において、柔軟な金融政策運営の重要性に対する理解が浸透してきている状況を踏まえたものとした²²⁾。

図表 2 日銀の「物価の安定」に関する考え方の変遷

年月	主な出来事	内容	日銀総裁(任期)
1999年2月	ゼロ金利政策の導入	「デフレ懸念の払拭が展望できるような情勢になるまで」継続(1999年4月～)	速水優 (1998年3月20日～ 2003年3月19日)
2000年8月	ゼロ金利政策の解除		
2000年10月	「物価の安定」についての考え方」の公表	「物価の安定」について、数値的な定義や目標を示すことは困難	
2001年3月	量的緩和政策の導入	消費者物価指数(除く生鮮食品)の前年比上昇率が安定的に0%以上となるまで継続	福井俊彦 (2003年3月20日～ 2008年3月19日)
2006年3月	量的緩和政策の解除		
	「中長期的な物価安定の理解」の導入	消費者物価指数の前年比で0～2%程度の範囲内、委員の中心値は大勢として、概ね1%の前後で分散	白川方明 (2008年4月9日～ 2013年3月19日)
2009年12月	「中長期的な物価安定の理解」の明確化	消費者物価指数の前年比で2%以下のプラスの領域にあり、委員の大勢は1%程度を中心と考えている(マイナスの値は許容しないことなどを明確化)	
2010年10月	「包括的な金融緩和政策」の導入	「中長期的な物価安定の理解」に基づき、物価の安定が展望できる情勢になったと判断するまで実質ゼロ金利政策を継続	
2012年2月	「中長期的な物価安定の目途」の導入	消費者物価の前年比上昇率が2%以下のプラスの領域にあり、当面は1%を目途とする	
2013年1月	物価安定目標の導入	消費者物価の前年比上昇率が2%	

(出所) 日銀各種資料に基づき筆者作成

3. 物価安定目標導入後の金融政策

(1) 量的・質的金融緩和の導入 (2013年4月)

2013年3月に就任した黒田総裁の下、日銀は同年4月に大規模な金融緩和策として「量的・質的金融緩和」を導入し、物価安定目標を「2年程度の期間を念頭に置いて、できるだけ早期に実現する」ことを明確に表明した。量的・質的金融緩和では、量的な金融緩和を推進する観点から、金融市場調節の操作目標を無担保コールレート(オーバーナイト物)からマネタリーベース(MB)²³⁾に変更し、MBの年間増加額を拡大させることとした。質的側面からは、長期国債やETF・J-REITの買入れの拡大等を行った²⁴⁾。量的・質的金融緩和の継続については、物価安定目標の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要

²¹⁾ 白川総裁が退任後に執筆した著書には、共同声明の文面等に係る政府・日銀との交渉において、「議論が最も紛糾したのは達成期限であった。日本銀行は「中長期的な物価安定」を主張したが、政府は2年という明示的な期限の設定に強くこだわった。(中略) 激しい議論を経て、最終的には「できるだけ早期に実現することを目指す」という表現で決着した」とある(白川方明『中央銀行 セントラルバンカーの経験した39年』(東洋経済新報社、2018年)556頁)。

²²⁾ 白川総裁(当時)は、2012年2月時点で「目途」という言葉を使ったのは、「目標」という言葉が一定の物価上昇率と関係付けて、金融政策を機械的に運営していくというような誤解をされるおそれがあったためであり、それから1年間で、海外の金融政策運営の実態は、そうした機械的な運営ではなく、柔軟な物価安定目標政策であるという理解が着実に広がってきた旨述べている(第183回国会参議院予算委員会会議録第3号6頁(2013.2.19))。

²³⁾ 日銀が供給する通貨の総量であり、流通現金と日銀当座預金の合計値。

²⁴⁾ 量的・質的金融緩和の導入に伴い、資産買入等の基金は廃止された。

な時点までとした。

量的・質的金融緩和では、①2%の物価安定目標を実現すると強く約束し、実際に大規模な緩和を行うことで、人々の物価に対する見方を変えること（予想物価上昇率（人々が予想する物価の上がり方）の引上げ）、②大量の国債を買うことで金利を引き下げること（名目金利の引下げ）により、実質金利を引き下げ、それが経済を刺激し、物価が上がるというメカニズムを想定していた²⁵。

量的・質的金融緩和の導入後、消費者物価指数は2014年5月まで上昇傾向にあったが（同月は総合指数で1.7%、コアCPIで1.4%（前年同月比、消費税調整済指数²⁶）、同年6月以降、下降に転じた（消費者物価指数の推移については、図表3参照）。

（2）マイナス金利付き量的・質的金融緩和の導入（2016年1月）

日銀は2016年1月、量的・質的金融緩和により金利全般に下押し圧力を掛けつつ、更にイールドカーブ（YC）²⁷の起点を押し下げる観点から、「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。マイナス金利の仕組みについては、日銀当座預金の残高を①プラス金利（+0.1%）が適用される基礎残高、②ゼロ金利が適用されるマクロ加算残高、③マイナス金利（▲0.1%）が適用される政策金利残高の3層に分割することとした²⁸。

（3）長短金利操作付き量的・質的金融緩和の導入（2016年9月）

日銀は2016年9月、物価見通しに関する不確実性の高まりを受け、量的・質的金融緩和導入後の政策効果等について総括的な検証を行った。同検証では、物価安定目標が達成しない要因について、①2014年夏以降の原油価格の下落と同年4月の消費税率引上げ（5%→8%）後の需要の弱さ、②2015年夏以降の新興国経済の減速とそれを受けた世界的な金融市場の不安定化により、実際の物価上昇率が低下した結果、予想物価上昇率の上昇も止まったことにあるとした²⁹。

検証結果を踏まえ、日銀は「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入し、経済・物価・金融情勢を踏まえた最適なYCの形成を促すため、金融市場調節の操作目標をMBから長短金利に変更した。長短金利操作（イールドカーブ・コントロール）では、短期金

²⁵ 日銀「目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（2016.9.21）2頁。実質金利は名目金利から予想物価上昇率を除いたものとなるため（実質金利＝名目金利－予想物価上昇率）、予想物価上昇率の引上げ又は名目金利の引下げによって実質金利が低下することとなる。

²⁶ 消費税率の改定による直接的な影響を除き、消費者物価の基調的な動きの分析に資する参考指数として作成したもの（総務省統計局「消費者物価指数（CPI）結果」〈<https://www.stat.go.jp/data/cpi/1.html>〉）。

²⁷ 縦軸に債券の利回り、横軸に償還までの残存期間をとったもので、いわゆる「利回り曲線」を指す。一般的に、残存期間が長いほど将来のインフレ期待やリスクが考慮されて金利が上がるため、右上がりになる。

²⁸ 日銀当座預金は元々無利息であったが、リーマン・ショック後の2008年10月に導入された補完当座預金制度により、超過準備（金融機関の所要準備額を超える部分）に利息を付すこととなった。金融機関は日銀当座預金への付利金利より低い金利では市場で資金運用を行うインセンティブがなくなるため、付利金利は市場金利の下限を画し、市場金利の過度の低下を防ぐ効果がある。2016年1月にマイナス金利が導入された際には、量的・質的金融緩和において各金融機関が積み上げた日銀当座預金残高については従来の扱いを維持するため、2015年の日銀当座預金残高（平均残高）から所要準備額を控除した金額を「基礎残高」とし、プラス金利を適用することとした。

²⁹ 日銀「目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（2016.9.21）2頁

利については、引き続き日銀当座預金のうち政策金利残高に▲0.1%の金利を適用することと操作することとした。長期金利については、10年物国債金利が0%程度で推移するよう長期国債を買い入れることで操作する方針を示した³⁰。また、物価安定目標の実現に対する信認を高めるため、コアCPIの前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまでMBの拡大方針を継続するというオーバーシュート型コミットメントを発表した。

しかし、総括的な検証以降も物価上昇率が高まりにくい状況が続いた³¹。この背景として、日銀は2021年3月に実施した「より効果的で持続的な金融緩和を実施していくための点検」では、①予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な適合的期待形成のメカニズム³²、②弾力的な労働供給による賃金上昇の抑制、③企業の労働生産性向上によるコスト上昇圧力の吸収などに加え、新型コロナウイルス感染症の影響による物価の下押し圧力を指摘した。

(4) 金融政策の枠組みの見直し (2024年3月)

2022年以降、消費者物価は輸入物価の上昇等を背景に上昇し、消費者物価指数の前年同月比は、総合指数、コアCPI共に2022年4月には2%を超え、その後2%以上で推移してきた。一方で、日銀は、資源価格の高騰等に伴う輸入物価の上昇による物価上昇は日銀の目指す賃金の上昇を伴う物価上昇とは異なるとして、物価安定目標の持続的・安定的な実現を目指し、大規模な金融緩和を継続した。2023年4月の植田総裁就任後の体制においても、政策の枠組みは維持された。

このような中、日銀は2024年3月、最近のデータ³³等から、賃金と物価の好循環の強まりを確認し、先行き、物価安定目標が持続的・安定的に実現していくことが見通せる状況に至ったと判断し、金融政策の枠組みの見直しを決定した。これにより、マイナス金利政策や長短金利操作などの大規模な金融緩和はその役割を終えた。日銀は今後、物価安定目標の持続的・安定的な実現という観点から、短期金利の操作を主たる政策手段として、経済・物価・金融情勢に応じて適切に金融政策を運営することとした。その上で、現時点の経済・物価見通しを前提にすれば、当面、緩和的な金融環境が継続するとの考えを示した。

2024年3月の見直しの具体的な内容として、まず、金融市場調節方針については、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0～0.1%程度で推移するように促すこととした。なお、MBの残高に関するオーバーシュート型コミットメントについては、その要件を充足したと判断し、停止することとした³⁴。長期国債の買入れについては、これまでと概ね同程度の金額（月間買入れ額：6兆円程度）で継続することとした。また、長期国債以外の

³⁰ 長短金利操作の具体的な運用については、その後、効果と副作用のバランスを勘案して、長期金利の変動幅を拡大するなど、随時見直された。

³¹ なお、日銀は2013年4月以降、展望レポートにおいて、物価安定目標の達成時期の見通しについて言及してきたが、後ずれが続き、2018年4月以降は明記されなくなった。

³² 予想物価上昇率は、①「中央銀行の目標である2%に向かっていくだろう」という予想の要素（フォワードルッキングな期待形成）と、②「過去の物価状況が続くだろう」という予想の要素（適合的期待形成）の2つで決まり、日本の場合、②の要素が強く、過去の物価上昇率に引きずられやすいとされている（日銀「目で見える金融緩和の「総括的な検証」と「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」(2016.9.21) 3頁)。

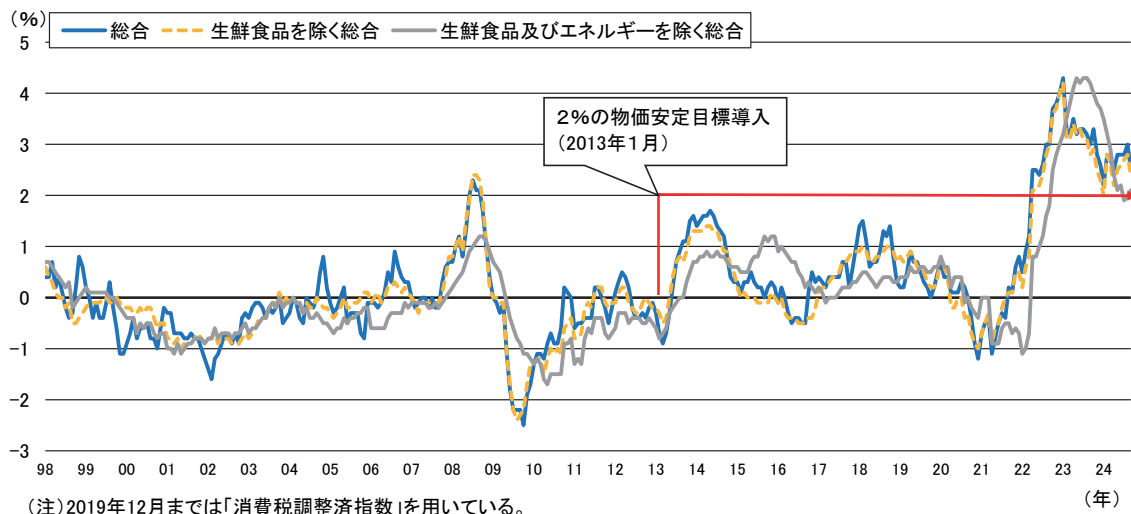
³³ 例えば、2024年3月の決定会合前に公表されていた2024年春闘の第1回回答集計結果では、全体の賃上げ率は平均5.28%と33年ぶりの水準であった。

³⁴ 第213回国会参議院財政金融委員会会議録第8号14～15頁（2024.4.9）

資産の買入れについては、ETF・J-REITの新規の買入れを終了することなどとした。

その後、日銀は2024年7月、経済・物価が概ね見通しに沿って推移する一方で、輸入物価が再び上昇に転じ、物価の上振れリスクに注意する必要があるとして、金融緩和の度合いを調整することが適切であると判断した。そこで、金融市場調節方針を変更し、政策金利を0.15%引き上げ、無担保コールレート（オーバーナイト物）を0.25%程度で推移するよう促すこととした。また、政策金利の引上げと合わせて、2025年度末までの長期国債買入れの減額計画を公表した。

図表3 消費者物価指数（前年同月比）の推移



(出所) 総務省「消費者物価指数」を基に筆者作成

4. 物価安定目標をめぐる論点

(1) 物価安定目標の効果

ア 予想物価上昇率を安定化させる効果（アンカー効果）

日銀は2013年1月、物価安定目標の導入に合わせて、「物価の安定」についての考え方の背景を説明する付属資料を公表した。同資料では、先行き、物価が緩やかに上昇していくことが見込まれる中であって、2%という目標を明確にすることは、予想物価上昇率の過度な上昇・下落を回避し（いわゆるアンカー効果）、ひいては持続可能な物価上昇率を安定させる上で適切であるとした³⁵。また、量的・質的金融緩和により、人々の物価に対する見方を変えることが期待されていた。しかし、物価安定目標の導入後、予想物価上昇率が2%にアンカーされる状態には至っていない³⁶。

予想物価上昇率の形成には、過去の物価上昇率の経験や、経済情勢など様々な要素が影響する。2024年5月に開催された金融政策の多角的レビューに関するワークショップ

³⁵ 日銀「「物価の安定」についての考え方に関する付属資料」（2013.1.23）4頁

³⁶ 植田総裁は2024年6月、インフレ予想について、ゼロ近辺から動かないという状態が続いていたところ、最近になり、少し上昇してきているが、まだ2%には達していない旨述べている（第213回国会参議院財政金融委員会会議録第17号4頁（2024.6.6））。

における日銀企画局の報告では、低インフレ下では、名目金利をゼロより大幅には引き下げられないという制約（実効下限制約³⁷）による政策限界が意識されるため、インフレ目標によるインフレ予想の引上げは容易ではないとの見方も多く、非伝統的金融政策の経験が蓄積されるにしたがって、そうした研究が増えている旨の指摘もあった³⁸。我が国において、物価安定目標が当初期待されたとおりの効果を発揮しなかったことについて、その原因や、どのような対応をすべきであるのか、今後も検証を進める必要がある。

イ 金融政策の透明性の向上

インフレーション・ターゲティングとして2%の物価安定目標を掲げたことについて、植田総裁は、金融政策運営を分かりやすく透明に実行していくという上で正しい考え方である旨述べている³⁹。しかし、日銀が実施している「生活意識に関するアンケート調査」によれば、日銀が物価安定目標を掲げていることを知っているかとの問いに対し、「知っている」と回答した割合は、この問いが設けられた2013年9月の調査における36.9%が最も高く、最新の調査（2024年9月）では、22.5%となっている。そもそも物価安定目標が国民にあまり浸透していないとすれば、予想物価上昇率を安定化させる効果や、金融政策の透明性を向上させる効果が十分に発揮されないとも考えられる。日銀には、物価安定目標の下での金融政策の運営や、物価安定目標を目指す意義を国民により分かりやすく伝える取組が求められよう。

（2）目標を「2%」とする意義

日銀は物価安定目標について、消費者物価の前年比上昇率で2%としている。日銀は2%とする理由について、これまで以下の三点を挙げて説明してきた⁴⁰。第一に、消費者物価指数には、指数の上昇率が高めになる傾向があることである（上方バイアス）。第二に、金融政策による金利の引下げ余地（のりしろ）を確保することである。これは、金利の引下げには限界があるところ、経済がデフレ方向に向かった場合に金融緩和で適切に対応できるよう、プラスの物価上昇率とプラスの金利という一定の「のりしろ」をあらかじめ確保することが望ましいという考え方である。第三に、多くの中央銀行が「2%」の物価上昇率を目標とする政策運営を行っていること（グローバル・スタンダード）である。

一方で、各国中央銀行や学界における基本的なコンセンサスは、必ずしも「2%」という数字自体にあるわけではなく、「のりしろ」を確保する必要性から（上記の第二の理由）、

³⁷ Effective Lower Bound: ELB。名目金利の下限は、当初、ゼロ下限制約（Zero Lower Bound: ZLB）と呼ばれていた。しかし、欧州や日本の中央銀行が準備預金にマイナスの金利を課すことで、名目金利の下限をゼロ未満に押し下げるマイナス金利政策を導入して以降、名目金利の下限は必ずしもゼロではないという意味合いを込めて、実効下限制約と呼ばれるようになった（白塚重典「2%インフレ目標をどう考えるか？」『経済セミナー』（2024.10・11）17、19頁）。

³⁸ 日銀「金融政策の多角的レビュー」に関するワークショップ 第2回「過去25年間の経済・物価情勢と金融政策」の模様（2024.6）9頁

³⁹ 第213回国会衆議院財務金融委員会議録第16号9頁（2024.4.10）

⁴⁰ 日銀「なぜ「2%」の物価上昇を目指すのかー日本商工会議所における講演ー（日本銀行総裁 黒田東彦）」（2014.3.20）4～8頁、日銀「最近の金融経済情勢と金融政策運営ー京都府金融経済懇談会における挨拶ー（日本銀行副総裁 雨宮正佳）」（2018.8.2）2～4頁等。

「若干プラスのインフレ率」を目指すべき、というところにあるという指摘もある⁴¹。

物価安定目標を「2%」とする根拠について、日銀は、主要国の中央銀行が物価安定の定義として2%を共有していること（上記の第三の理由）が重要であるとしている。為替は長期的には関係国の物価の差に応じてトレンドが決まるという考え方があり（購買力平価）、各国が2%の物価上昇率を目指すことは為替の安定につながるとされるからである⁴²。この場合、仮に日銀だけが2%よりも低い物価上昇率を目標とする場合には、物価上昇率の差を解消しようと円高圧力が生じるとも考えられる⁴³。一方で、日米の消費者物価指数を比較すると、米国の方が基本的に高く、従来から日米格差は2%程度あるものの、円高トレンドを辿っているようには見えないとの指摘もある⁴⁴。特に2021年から2022年にかけては、米国の消費者物価指数は大きく上昇し、日米格差も拡大したものの、むしろ円安が進行していった。

日銀が物価安定目標の導入時に公表した付属資料には、「国民の物価観」についても記述がある。日本の消費者物価の前年比上昇率は米欧諸国よりも恒常的に低い状態が続いていることから、物価が安定していると家計や企業が考える物価上昇率は海外主要国より低く、長期間にわたって続いた低い物価上昇率を前提として投資や消費などの意思決定がなされる状態が定着している可能性が高いとした⁴⁵。また、黒田総裁（当時）は、2023年4月の退任記者会見において、長きにわたるデフレの経験から、賃金や物価が上がらないことを前提とした考え方や慣行、いわゆる「ノルム」が根強く残っていたことが影響し、物価安定目標の達成には至らなかった旨述べている⁴⁶。近年の世界的なインフレを契機にこのノルムが変化する可能性はあるものの、今後ノルムが解消されるかは明らかでない。国民の物価に対する考え方については、我が国における物価安定目標の水準を考えるに当たって重要な要素の一つであり、今後も丁寧な分析が求められよう。

（3）物価安定目標と金融政策の柔軟性

日銀は物価安定目標の導入前から、インフレ目標が柔軟なものであるとの見解を示してきた。例えば、2006年3月の「中長期的な物価安定の理解」の導入に合わせて公表した資料では、インフレーション・ターゲティングを採用している中央銀行の金融政策について、機械的な運営は行われておらず、柔軟に運営されているとした。その上で、足元の物価上昇率が目標値を下回っていても（上回っていても）、政策金利は引き上げ（引き下げ）られ

⁴¹ 白塚重典「2%インフレ目標をどう考えるか?」『経済セミナー』（2024.10・11）17～18頁

⁴² 日銀「最近の金融経済情勢と金融政策運営—京都府金融経済懇談会における挨拶—（日本銀行副総裁 雨宮正佳）」（2018.8.2）3頁

⁴³ 購買力平価では、物価上昇率の高い国の通貨は、その分だけ「通貨の一単位」（例えば1ドル）当たりの購買力が低下するため、為替レートが他の通貨に対して弱くなると考える。つまり、二国間の物価上昇率の格差を調整するように為替レートが動く。この考え方によると、物価上昇率の高い国の通貨は為替レートが弱くなり、物価上昇率の低い国の通貨は為替レートが強くなる（日本の場合は円高）となる（中島真志、島村高嘉『金融読本（第32版）』（東洋経済新報社、2023年）356頁）。

⁴⁴ 愛宕信康「論点26 そもそもなぜ日銀は、「2%」を目指しているのか」小黒一正ほか『日本経済 30の論点』（日本経済新聞出版、2022年）196～197頁

⁴⁵ 日銀「「物価の安定」についての考え方に関する付属資料」（2013.1.23）3頁

⁴⁶ 日銀「黒田総裁退任記者会見（2023年4月7日）」（2023.4.10）1頁

ているケースもある旨指摘していた⁴⁷。また、物価安定目標の導入時に公表した付属資料では、金融政策は、物価安定の下での持続的成長を実現する観点から、経済・物価の現状と見通しに加え、金融面での不均衡も含めた様々なリスクを点検しながら、柔軟に運営していく必要があるとして、柔軟な金融政策の重要性を指摘していた⁴⁸。

他方で、2013年4月の量的・質的金融緩和の導入後、物価安定目標の達成と大規模な金融緩和の継続が結び付けられた。目標を掲げた結果、金融緩和が必要以上に長引き、金融システムに負荷がかかり、国債市場の機能も低下するなど副作用が出た旨の指摘もある⁴⁹。

物価安定目標については、金融政策の柔軟性を確保する観点から、中長期の目標とすることや、目標の数値に幅を持たせること（例えば「1～3%」）なども提案されている^{50,51}。また、目標の2%を維持した上で、「フレキシブル・インフレ目標政策」（中央銀行がインフレ率を重視する一方で、実体経済の安定も大切だと考えるという概念）を行うことを強調して市場の理解を得るといった方法もあるとの指摘もある⁵²。金融政策の柔軟性を確保するに当たって、物価安定目標の運用の在り方については検討の余地がある。

（4）物価の基調の捉え方

日銀は、物価安定目標の具体的な指標について、家計が消費する財・サービスを包括的にカバーする消費者物価指数の総合指数としている。その上で、賃金の上昇を伴う形で物価安定目標が持続的・安定的に実現することを目指す観点からは、物価の基調を評価することが重要であり、そのためには、実際に観察される物価の変動から一時的な変動要因を除き、基調的な変動を見極める必要があるとしている⁵³。物価の基調について、植田総裁は、単一の指標の動きに基づき評価できるものではなく、各種の物価指標に加え、物価変動の背後にあるマクロ的な需給ギャップや予想物価上昇率、賃金上昇率など、経済・物価に関する様々な上昇を見た上で判断するものであり、その捕捉は必ずしも容易ではない旨述べている⁵⁴。

⁴⁷ 日銀「物価の安定」についての考え方（背景説明）（2006.3.10）

⁴⁸ 日銀「物価の安定」についての考え方に関する付属資料（2013.1.23）4頁

⁴⁹ 「複眼 「2%物価目標」の賞味期限」『日本経済新聞』（2022.12.5）における門間一夫みずほリサーチ&テクノロジーズエグゼクティブエコノミストの見解。

⁵⁰ 白井さゆり「物価安定目標の柔軟化一案」『日本経済新聞』（2023.3.14）等

⁵¹ なお、国会での質疑において、黒田総裁（当時）は、物価安定目標の数値に幅を持たせることについて問われ、「欧米の主要な中央銀行は、やはり、レンジで示すことによって、むしろ下の方のレンジでいいんだというふうにとられかねないということも懸念されておるようでございます。」と述べた（第201回国会衆議院財務金融委員会議録第4号29～30頁（2020.2.21））。

⁵² 青木浩介ほか「これからの日本経済と金融政策の針路」『経済セミナー』（2024.10・11）31頁。同文献では、かつては中央銀行がインフレ目標を2%に据えると発表すると、市場に「2%を達成することだけが中央銀行の使命である」という形で解釈されてしまう傾向があったことから、本来の意図を強調するためフレキシブル・インフレ目標という概念を使ってコミュニケーションをとってきたという歴史も紹介されている。

⁵³ 第211回国会衆議院財務金融委員会議録第2号20～21頁（2023.2.10）

⁵⁴ 日銀「賃金と物価の好循環と今後の金融政策運営—読売国際経済懇話会における講演—（日本銀行総裁 植田和男）」（2024.5.8）3頁。なお、日銀は、「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」（刈込平均値（大きな価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の上下10%を控除した値）等）を公表している。消費者物価指数（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）については、かつては日銀が同指標の一つとして公表していたが、2017年1月分以降、総務省統計局が同指数を公表することとなった。

2022年4月以降、消費者物価指数の前年同月比は総合指数、コアCPI共に2%を超えている一方で、緩和的な金融環境は継続している。これは、基調的な物価上昇率がまだ2%に届いていないためである⁵⁵。基調的な物価上昇率が十分な水準にないため、それを更に上昇させる必要があるとの説明は、日常生活を通じて物価の上昇を感じている国民⁵⁶の納得が得られない可能性もある。また、足元の円安の影響で一時的な影響を取り除いた物価の基調の概念は分かりにくくなっているとの指摘もある⁵⁷。日銀には、物価の基調の捉え方について、経済の実情を踏まえた上で理解を得られるよう、国民や市場に分かりやすく伝えるための更なる工夫が求められる。

(5) 物価と賃金の関係

日銀は、物価安定目標を持続的・安定的に実現する観点から、単に物価が上昇するだけでなく、賃金も上昇することが重要であるとしている。賃金と物価の関係について、2024年10月の決定会合後の記者会見において、植田総裁は、毎月勤労統計の名目賃金のうち、一般労働者の所定内給与の対前年比が3%前後⁵⁸となっており、物価安定目標と整合的な範囲に入っていると⁵⁹、今後もこの動きが続いていくかが焦点となる旨述べた⁶⁰。特に中小企業は、大企業と比較して労働分配率（付加価値額に対しての人件費の割合）が高い水準にあり、賃上げを続ける余力があるかが懸念される。賃金上昇の円滑な価格転嫁が進むことなどにより、中小企業においても賃上げが持続するかが注視される。

また、国民の立場から考えれば、物価の上昇を踏まえた実質賃金が上昇していくことが重要となる。実質賃金は2024年6月に27か月ぶりにプラスとなったものの、同年8月以降2か月連続でマイナスとなり、賃金が物価上昇を上回る状態は定着していない。一般的に、実質賃金を上昇させるためには、労働生産性を上昇させていくことが重要であると考えられている⁶¹。金融政策により労働生産性に直接働きかけることは困難であることから⁶²、政

⁵⁵ 2024年10月の展望レポートでは、消費者物価の基調的な上昇率は、見通し期間後半には物価安定目標と概ね整合的な水準で推移すると考えられるとしている。コアCPIの見通し（政策委員見通しの中央値）は2024年度2.5%、2025年度1.9%、2026年度1.9%である（いずれも対前年度比）。

⁵⁶ 日銀が2024年9月に実施した「生活意識に関するアンケート調査」によれば、1年前と比べて物価が「上がった」と答えた割合は94.7%となっている。

⁵⁷ 「日銀、利上げ左右する「基調物価」 曖昧さに疑念も」『日本経済新聞（電子版）』（2024.5.4）

⁵⁸ 所定内給与とは、「きまって支給する給与」（定期給与）のうち、超過労働給与以外のもので、具体的には、基本給、地域手当等を含む。一般労働者の所定内給与の対前年比は、2024年8月に2.7%（確報値）、9月に2.5%（速報値）であった。なお、1994年～2023年の同指数の年平均（事業所規模：5人以上）は、1994年の2.3%が最も高く、その後およそ-0.5～1%台後半の間を推移してきた（厚生労働省「毎月勤労統計調査」）。

⁵⁹ 2022年5月の講演において黒田総裁（当時）は、日本の時間当たりの労働生産性は平均して年率1%程度のペースで上昇していることから、労働生産性と物価の上昇率（物価安定目標の2%）と整合的で、持続可能な名目賃金の上昇率は3%程度である旨述べている（日銀「経済・物価見通しと金融政策運営—内外情勢調査会における講演—（日本銀行総裁 黒田東彦）」（2022.5.13）8頁）。

⁶⁰ 日銀「総裁記者会見（2024年10月31日）」（2024.11.1）4頁

⁶¹ 労働生産性の上昇により労働者一人が生み出す付加価値が増加すれば、労働分配率を一定とした場合、その付加価値の増加分の一部は賃金に分配されるため、労働生産性の上昇とともに、実質賃金は上昇することになる（内閣府「令和元年度年次経済財政報告」（2019.7）83頁）。

⁶² なお、国会での質疑において、黒田総裁（当時）は、金融政策の目標として賃金上昇率を掲げるという考え方について問われ、賃金上昇率は物価動向だけでなく労働生産性の動向などの影響も受けるため、直接的に金融政策の目標にするのは困難である旨答弁した（第192回国会参議院財政金融委員会会議録第5号10頁）。

府の経済政策との連携はより一層重要となるであろう。

国会での質疑において、植田総裁は、日銀のみで物価安定目標を達成することは可能かどうか問われ、政府の構造改革等により生産性が引き上がり、潜在成長率も上がるといった施策が力強く実行されれば、物価安定目標の達成の可能性も上がる、あるいは早くなる旨答弁した⁶³。2013年1月の政府・日銀の共同声明について、2024年10月に就任した石破内閣総理大臣は、政府と日銀は共同声明に沿って引き続き連携を続けていくことを確認しており、現時点において見直すことは考えていない旨述べている⁶⁴。これも踏まえ、労働生産性の向上に向けた取組⁶⁵を含め、政府による日本経済の競争力と成長力の強化に向けた取組が適切に進められてきたのか、検証することも求められよう。

5. おわりに

2.(2)で概観したように、日銀は「物価の安定」に関する考え方について、2000年以降様々な形式で表現し、2013年1月には物価安定目標を導入した。物価安定目標の導入によって期待された効果のうち、特に人々の予想物価上昇率を2%に安定化させる効果については、これまでのところ十分に発揮されていないように見受けられる。また、目標を「2%」とする意義や、柔軟な金融政策運営に適した目標の運用の在り方などについては、議論の余地があるように考える。今後の金融政策運営に役立てるためにも、大規模な金融緩和が終了したこの節目に、物価安定目標を掲げた効果や、その運用の在り方等について、検証や議論が更に進むことを期待したい。

(みながわ じゅんこ)

(2016. 11. 22))。

⁶³ 第211回国会衆議院財務金融委員会議録第14号28～29頁 (2023. 4. 18)

⁶⁴ 第214回国会衆議院本会議録第3号 (2024. 10. 7)

⁶⁵ 政府は、「新しい資本主義のグランドデザイン及び実行計画2024年改訂版」(2024. 6. 21閣議決定)において、労働生産性等の向上を通じた付加価値の拡大が不可欠であるとして、労務費の価格転嫁に加え、人手不足の中で苦勞している中小・小規模企業の労働生産性の引上げのため、省力化投資に官民で取り組むとしている。