

2020年1月22日 全10頁

# 8年目入りしたインフレ目標政策の課題と今後の展望

## 2020年代に2%のインフレ目標を達成するための課題とは？

金融調査部  
主任研究員 長内 智

### [要約]

- 日本銀行は、インフレ目標政策を導入してから大胆な金融政策を相次いで打ち出してきたが、現在に至るまで2%のインフレ目標は達成できていない。本稿では、8年目入りした日本銀行のインフレ目標政策と実際のインフレ動向を概観しつつ、インフレ目標が達成できなかった背景や今後の課題などを考察する。
- インフレ目標政策の達成時期の変遷等から指摘できる教訓として、インフレ目標政策において具体的な達成時期を明示せずに柔軟性を確保しておく方が良いこと、中央銀行が金融市場関係者と適切なコミュニケーションをとることの重要性、が挙げられる。
- 2%のインフレ目標を達成するためには、政府と日本銀行による政策協調を通じて、日本の経済成長率を高め、マクロの需給バランスを一層引き締めることが重要な課題となる。また、超低金利環境に伴う副作用の緩和措置や金融政策の枠組みの修正等を通じて、インフレ目標達成に向けた長期戦への備えを固めることも重要となろう。

### はじめに

日本銀行が「物価安定の目標」（インフレ目標政策）の導入を発表したのは、今から7年前の2013年1月22日のことである。当時の日本銀行総裁は白川方明氏であったが、インフレ目標達成に向けた具体的な金融政策は、そのすぐ後、3月20日に総裁に就任した後任の黒田東彦氏に託された。黒田総裁は、4月4日、日本銀行が「量的・質的金融緩和」の導入を決定した後の記者会見において、「あらゆる政策を総動員して、2%の『物価安定の目標』について、2年程度を念頭に置いて実現する」とした。

日本銀行は、2年でインフレ目標を達成するため、「異次元」とも称される大胆な金融政策を相次いで導入してきたが、現在に至るまで2%のインフレ目標は達成できておらず、その目途すら立っていない。2020年代の幕開けを機に、本稿では、8年目入りした日本銀行のインフレ目標政策と実際のインフレ動向を振り返りつつ、インフレ目標が達成できなかった背景や今後の課題などを考察することにしたい。

## 1. 主な金融政策関連の出来事とインフレ動向

### インフレ目標政策の起点は2012年11月15日

日本銀行は、2013年1月22日にインフレ目標政策の導入を決定したわけであるが、その導入の起点になった出来事として、自由民主党の安倍晋三総裁（当時は野党）による2012年11月15日の金融政策に関する発言が挙げられる（図表1）。安倍総裁は都内の会合において、デフレ脱却や過度な円高を是正するために、インフレ目標や無制限の金融緩和などによる「大胆な金融緩和」の実施を主張した。そして、同年12月の衆議院総選挙で自由民主党が勝利して第2次安倍政権が発足すると、インフレ目標政策の導入に向けた動きが急速に進展することになったのである。

2%のインフレ目標達成に向けた具体的な金融政策は、2013年3月に黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任して以降、相次いで打ち出された。具体的には、2013年4月の「量的・質的金融緩和」（QQE：Quantitative and Qualitative Easing）、2014年10月の「量的・質的緩和」の拡大（QQE2）、2016年1月の「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」（マイナス金利政策）、2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」（イールドカーブ・コントロール政策）、などが挙げられる。

いずれの金融政策も過去に前例のないものであり、その意味において、日本銀行は大胆な政策対応を果敢に実施してきたと評価できる。また、マイナス金利政策の導入を決定した後は、国債市場で国債利回りが急低下し、2016年2月9日に10年国債利回りが史上初めてマイナスを記録した点も注目される。それまで、長期金利はプラスであるのが当然だと考えられていたが、そうした固定観念を根底から覆したのである。

図表1：2012年末以降の主な金融政策関連の出来事

日付	主な出来事
2012年11月15日	安倍晋三自由民主党総裁が金融政策に関して大胆な金融緩和の実施を主張（インフレ目標、無制限の緩和）
2012年12月26日	第2次安倍晋三政権が発足
2013年1月22日	日本銀行がインフレ目標政策（「物価安定の目標」）、無期限の資産買い入れ方式の導入を決定
同日	政府と日本銀行が政策連携を強化することを示した共同文書を公表
2013年3月20日	黒田東彦氏が日本銀行総裁に就任
2013年4月4日	日本銀行の金融政策決定会合で「量的・質的金融緩和」の導入、資産買入等の基金の廃止を決定
2013年12月24日	政府の2013年12月の月例経済報告において「デフレ」の文言がなくなる（2009年10月以来、4年2ヵ月ぶり）
2014年10月31日	日本銀行が「量的・質的金融緩和」の拡大を決定
2015年12月18日	日本銀行が「量的・質的金融緩和」を補完するための諸措置の導入を決定
2016年1月29日	日本銀行が「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入を決定（マイナス金利の適用は2月16日から）
2016年2月9日	日本の10年国債利回りが史上初めてマイナスを記録
2016年7月29日	日本銀行がETFの買い入れ額の増額、企業・金融機関の外貨資金調達環境の支援措置を決定
2016年9月21日	日本銀行が金融政策の「総括的な検証」を実施・公表、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入
2018年4月9日	黒田東彦氏が日本銀行総裁に再任
2018年7月31日	日本銀行が「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定

（出所）日本銀行、内閣府、各種報道より大和総研作成

その後、2018年4月に黒田総裁が再任され、それまでの非常に緩和的な政策スタンスが維持される中で、日本銀行は、「強力な金融緩和継続のための枠組み強化」を決定した。具体的には、将来の政策金利の方針を前もって示す「フォワードガイダンス」の導入や、マイナス金利が適用される日銀当座預金残高（政策金利残高）の水準引き下げによる副作用の緩和、資産買い入れ額の柔軟化などの対応が含まれる。ただし、これは、さらなる金融緩和というより、金融緩和の長期戦を見据えた枠組みの修正だと捉えられる。

## 2%のインフレ目標は7年間達成できず

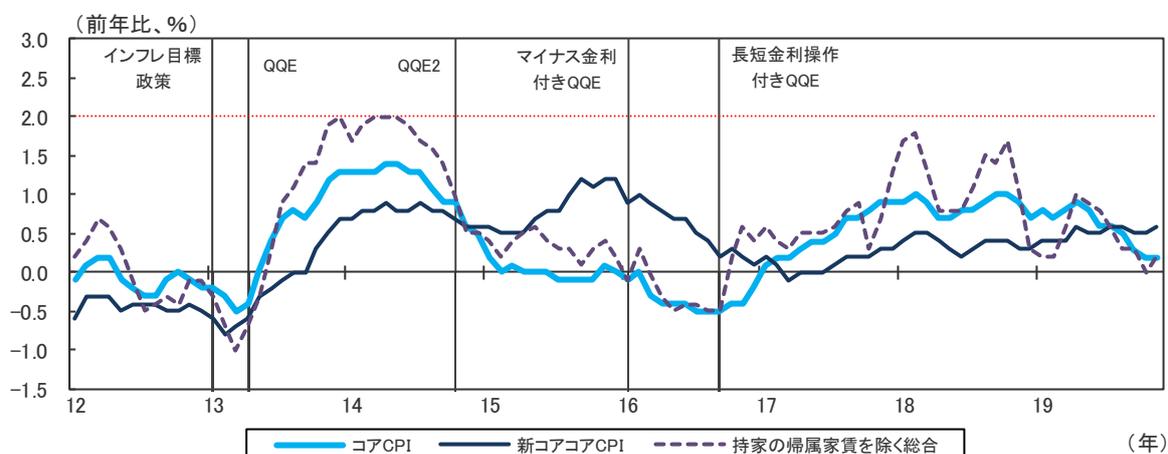
以上のように、日本銀行は大胆な金融政策を相次いで打ち出してきたが、現在に至るまで2%のインフレ目標は達成できていない。ここで、インフレ率の基調を捉える際に重視される消費者物価指数（CPI）の3つのコア指標を利用して、実際のインフレ動向を概観しておこう。

「量的・質的金融緩和」が導入されてから最初の1年半ほどは、インフレ目標達成に向けて着実に進んでいた時期であったと評価できる（図表2）。円安の進行や国内景気の回復を背景に、コア指標の前年比はいずれも2013年春に下げ止まり、その後、2013年末にかけて明確なプラス基調へと転じた。こうした中、政府は、2013年12月の「月例経済報告」において、消費者物価の基調判断から「デフレ」の文言を削除した。これにより、政府は、日本が持続的な物価下落という意味での「デフレ状態」から抜け出したことを宣言したのである。

しかし、2014年夏場以降の原油価格急落や2015年末以降の円高進行などによって、消費者物価上昇率が鈍化し、インフレ目標の2%から徐々に遠ざかることとなった。2017年夏場以降は、原油価格の上昇を背景に物価上昇率が再び高まったものの、その基調を見ると、依然として2%を明確に下回っており、インフレ目標から程遠い水準での推移が続いた。

先行きについて、日本銀行は、インフレ率が2%に向けて徐々に上昇していくという見方を今なお堅持している。しかし、CPIのコア指標の基調から判断する限り、インフレ目標達成は当面見通せない状況にあるといえる。

図表2：CPIの3つのコア指標の推移（消費増税・幼児教育無償化の影響を除く）



（注1）コアCPIは、生鮮食品を除く総合。新コアCPIは、生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

（注2）QQE(Quantitative and Qualitative Easing)は、「量的・質的金融緩和」。

（出所）総務省、日本銀行より大和総研作成

## 2. 目標達成時期と政策委員のインフレ見通しから浮かぶ課題

### 何度も後ずれして最終的に削除された達成時期

日本銀行が導入したインフレ目標政策の大きな特徴として、「2年」という具体的な達成時期を示したことを指摘できる。他国では、達成時期を示す国も一部に存在したが、多くの国は「中長期的」のように達成時期に柔軟性を確保した目標となっている。これは、金融政策によってインフレ率を狙い通りにコントロールするのが非常に難しいことの裏返しでもある。

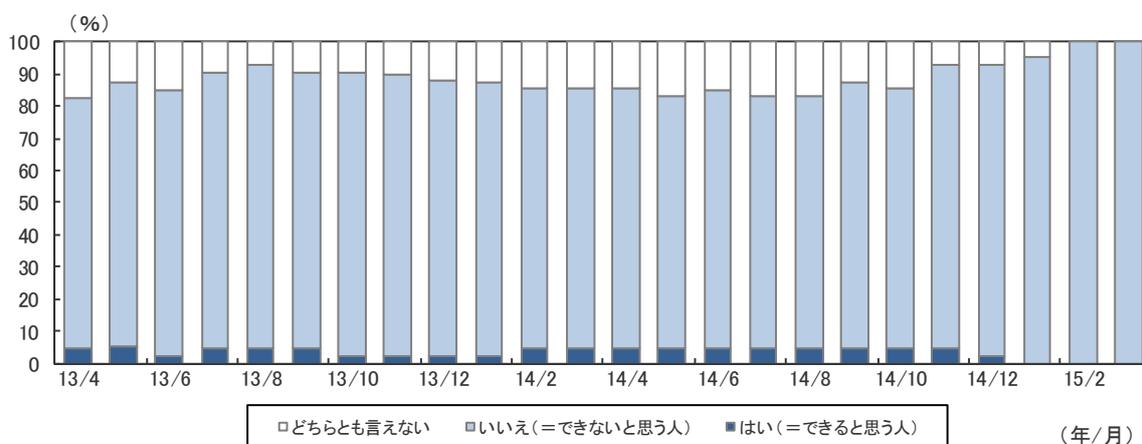
2013年4月に日本銀行が「量的・質的金融緩和」を導入した当時の状況を振り返ると、家計や企業に定着していたデフレマインドを抜本的に転換させるため、2年でインフレ目標を達成するという時期を示し、目標達成に対する日本銀行の強い意思を示すことにも一定の妥当性があったと考えられる。なぜなら、それにより、企業や家計の期待インフレ率を下支えする効果が期待されるからである。

他方、その達成時期を守ることができない場合には、インフレ目標政策に対する信認が低下し、金融政策の波及経路に悪影響を及ぼす可能性もあった。そのため、筆者をはじめ、「中長期的」のような形で達成時期に柔軟性を持たせるべきという意見が少なくなかった<sup>1</sup>。

2年という達成時期に対するエコノミストの見方は、日本経済研究センターが実施したアンケート調査の推移によって確認できる。それを見ると、当初から、2年で達成できないという回答割合が圧倒的に多かったことが分かる（図表3）。つまり、インフレ目標の達成時期に対して懐疑的な人が大勢を占めていたのである。

それでは、達成時期はその後どうなったのだろうか。インフレ目標の達成時期の変遷を取りまとめたのが次頁図表4である。結果として、「2年」という達成時期は何度も後ずれし、達成時期に関する文言は2018年4月に削除された。これにより、多くの金融市場関係者は、日本銀行がインフレ目標の達成時期を「2年」から「中長期的」なものに変更したと捉えたのである。

図表3：2年で2%のインフレ目標を達成できるか？（エコノミスト調査）



(注) アンケートでは、「2年以内(2015年3～4月頃まで)に目標を達成できるか」を質問している。

(出所) 日本経済研究センターより大和総研作成

<sup>1</sup> 例えば、長内（2015b）、長内、岡本（2016b）を参考されたい。

ただし、この点に関して、黒田総裁が記者会見で、①「量的・質的金融緩和」の導入直後を除き、一定の達成時期を念頭に置いて金融政策運営は行っていない、②中長期的な目標に変更したわけではない、という趣旨の発言を行っている点には留意したい（図表5）。つまり、それまで達成時期が明示されていると考えていた多くの金融市場関係者とは、全く異なる認識が示されたのである。こうした認識のずれは、金融市場の「期待」を通じた政策効果を弱めかねない。

いずれにせよ、こうしたインフレ目標政策の達成時期の変遷等から指摘できる教訓として、主に以下の2点が挙げられる。第一に、インフレ目標政策において具体的な達成時期を明示せず柔軟性を確保しておく方が良いこと、第二に、中央銀行が金融市場関係者と適切なコミュニケーションをとり、両者の認識のずれを最小限にすること、である。

### 政策委員の見通しは近年下方修正の傾向

日本銀行のインフレ目標政策を見通す上で、重要な参考指標の1つとなるのが、日本銀行の政策委員が四半期ごとに示す年度のインフレ見通しである。しかし、近年、政策委員の年度見通し（中央値）が公表開始時点で高めに出ており、その後、時間の経過とともに下方修正される傾向が強い点に少し注意しておきたい。

図表4：日本銀行が示したインフレ目標の達成時期の変遷

日付	達成時期	時期変更	金融政策
2013年4月26日	〔2014年度 ～2015年度〕	-	-
2013年7月11日	-	-	-
2013年10月31日	-	-	-
2014年1月22日	-	-	-
2014年4月30日	-	-	-
2014年7月15日	-	-	-
2014年10月31日	2015年度を 中心とする期間	実質 後ずれ	追加緩和
2015年1月21日	-	-	-
2015年4月30日	2016年度前半頃	後ずれ	-
2015年7月15日	-	-	-
2015年10月30日	2016年度後半頃	後ずれ	-
2016年1月29日	2017年度前半頃	後ずれ	追加緩和
2016年4月28日	2017年度中	実質 後ずれ	-
2016年7月29日	-	-	追加緩和
2016年11月1日	2018年度頃	後ずれ	-
2017年1月31日	-	-	-
2017年4月27日	-	-	-
2017年7月20日	2019年度頃	後ずれ	-
2017年10月31日	-	-	-
2018年1月23日	-	-	-
2018年4月27日	インフレ目標の達成時期に 関する文言が削除	-	-

（注）2014年7月以前は「見通し期間の後半」、「見通し期間の中盤頃」という記載を基に大和総研が判断。「-」は変更なし。  
（出所）日本銀行「経済・物価情勢の展望」とその「中間評価」（2015年以前）より大和総研作成

図表5：黒田総裁の記者会見要旨  
（2018年4月27日）

「2013年4月に『量的・質的金融緩和』を導入した時には、2年程度を念頭に置いて金融政策を行ったわけですが、その後は一定の達成時期というものを念頭に置いて金融政策運営をしているわけではありません。もっとも、市場の一部から、見通しと政策とが直接的にリンクしているように誤解されているようなので、そこはコミュニケーションの問題として、日本銀行の政策委員会が考えている政策スタンスをより適切に市場に伝えたいということで、こうしたことになったわけです。私どもがみるところでは、欧米の中央銀行も、見通しは示していますが、達成時期を文書の中でコミットするような形にはしていないようです。見通しというのは一定の不確実性を伴いますし、変化することはあり得るわけですが、2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現するという私どものコミットメントに、変化は全くありません。」

「2%の『物価安定の目標』をできるだけ早期に実現することを目指しているという点は、日本銀行としては全く変わりありませんし、今後ともこの方針に変わりはありませんので、中長期的な目標に変更したということではありません。その点は、今後とも引き続き丹念に説明していく必要があると思っています。」

（注）下線は大和総研。  
（出所）日本銀行より大和総研抜粋

2013年度以降における政策委員のコアCPI（生鮮食品を除く総合、前年比）の見通しについて、年度ごとの修正パターンを示したのが図表6である。この修正パターンの形状により、政策委員の年度のインフレ見通しが時間の経過とともにどのように変更されてきたかを確認できる。その主なポイントは、以下の3点である。

第一に、2013年度のインフレ見通しは、2013年1月以降に上方修正された。これは、円安の進行や国内景気の回復に伴い、実際のインフレ率が上昇してきたことによる。日本銀行の金融緩和政策の効果もインフレ見通しの上昇に対して一定程度プラスに作用したと考えられる。

第二に、2014年度以降は、見通しの後半の時期に下方修正される傾向が鮮明となる。2014年度は原油価格急落という想定外の要因が影響したとみられるが、そうした明確な下落要因がない年度も揃って下方修正されてきた。

第三に、2015年度以降の見通しは、公表開始時点でインフレ目標の2%を意識したような高めの水準になっている。やや懐疑的な見方をすれば、現在の金融政策の効果を正当化するために、意図的もしくは無意識のうちに、インフレ目標の水準に近い見通しになっている可能性を指摘できる。

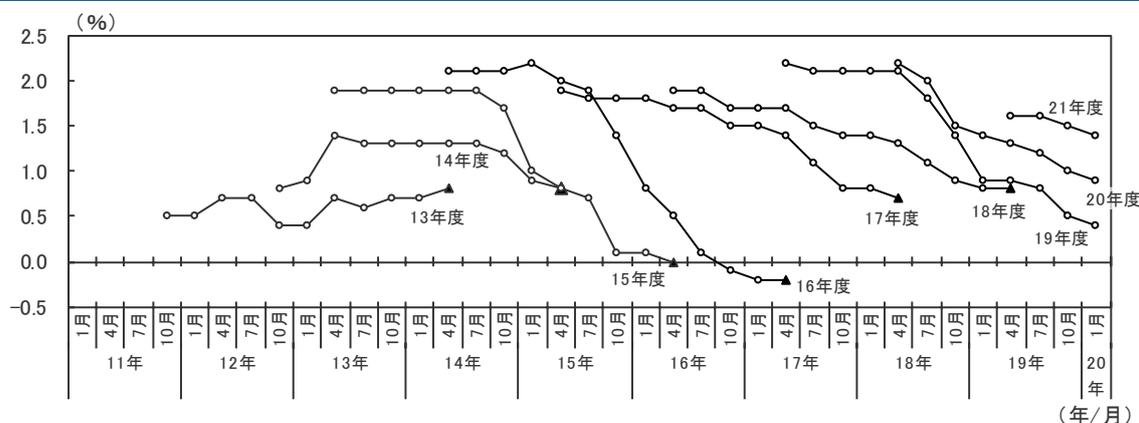
このように、政策委員のインフレ見通しが、下方修正される傾向が強く、かつ公表開始時点の見通しが高めに出ている現状を踏まえると、その参考指標としての有効性は大きく低下しているといえる。

### 3. インフレ率の変動要因を読み解く

#### 消費増税と幼児教育無償化の影響度は概ね想定通り

現在、インフレ率の基調を評価する上でかく乱要因となっているのが、2019年10月の消費税率引き上げと幼児教育無償化の影響である。これらは、基本的に1年間だけ顕在化する特殊要因であるため、足下のインフレ率の基調を判断するにはその影響を除く必要がある。

図表6：日本銀行の政策委員による「コアCPI（前年比）」の年度見通しの修正パターン



過去の消費税導入（1989年4月）と消費税率引き上げ（1997年4月、2014年4月、2019年10月）、幼児教育無償化（2019年10月）がCPIの前年比に及ぼした影響度について、複数の機関の試算値を一覧にしたのが図表7である。この図表に関して注目したい点として、主に以下の3つが挙げられる。

第一に、過去の消費税導入と消費税率引き上げの影響度を比較すると、2019年10月の消費税率引き上げの影響度（図中の①）が最も小さい。実際に、全ての時期の試算値が存在するCPI（総合）への影響度を確認すると、1989年4月が+1.2%pt程度、1997年4月が+1.4~1.5%pt程度、2014年4月が+2.0~2.1%pt程度、今回2019年10月が+0.9%pt程度となる。今回の影響度が前回の半分程度にとどまった点も注目される。

第二に、過去と異なり、今回は幼児教育無償化という特殊要因が存在する。幼児教育無償化の影響は、CPI（総合）とコアCPI（生鮮食品を除く総合）が▲0.6%程度、新コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）が▲0.7%程度と試算される。

第三に、消費税率引き上げと幼児教育無償化の影響度については、事前の想定と実際の結果との差を確認することも重要となる。これらの影響度は、結果として大和総研の事前の想定とほぼ同じ水準になった。試算結果については幅を持つてみる必要があるものの、概ね想定通りで、サプライズのない結果だといえよう。

現在、消費税率引き上げと幼児教育無償化という2つのかく乱要因が混在する中、以上のような点を踏まえてインフレ率の基調等を評価することが重要となる。

図表7：消費税導入と消費税率引き上げによるCPI（前年比）への影響度

時期・税率	機関名	CPI(総合) (%pt)	コアCPI (%pt)	新コアコア CPI(%pt)	
1989年4月(3%)	旧経済企画庁	1.2	-	-	
1997年4月 (3%→5%)	総務省	1.4	1.4	1.4	
	旧経済企画庁	1.5	-	-	
2014年4月 (5%→8%)	総務省	2.0	2.0	1.9	
	日本銀行	2.1	2.0	-	
	内閣府	2.0	2.0	-	
2019年10月 (8%→10%) ※軽減税率 導入	大和 総研	①消費税率引き上げの影響度	0.9	0.9	0.9
		(大和総研の事前の想定)	(1.0)	(1.0)	-
		②幼児教育無償化の影響度	▲0.6	▲0.6	▲0.7
		(大和総研の事前の想定)	(▲0.6)	(▲0.6)	-
		上記計(①+②)	0.3	0.3	0.2
(参考)総務省(①+②)に相当	(0.3)	(0.3)	(0.2)		

(注1)コアCPIは、生鮮食品を除く総合。新コアコアCPIは、生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

(注2)旧経済企画庁の1989年の試算値は、物品税廃止の影響を含む。

(注3)1997年と2014年の総務省の試算値は、実績値と消費税調整済み指数との差による。いずれも経過措置の影響がなくなる5月時点の値とした。2019年の総務省の試算値は同じ計算によるもので、11月時点の値。

(注4)2014年の日本銀行の試算値は、フル転嫁を仮定した場合の影響。

(注5)2014年の内閣府の試算値は、5月時点の値。

(注6)2019年の大和総研の試算値は、11月時点の値。大和総研の事前の想定は、長内、竹山(2018)を参照。

(注7)試算結果については、幅を持つてみる必要がある。

(出所)旧経済企画庁、総務省、内閣府、日本銀行より大和総研作成

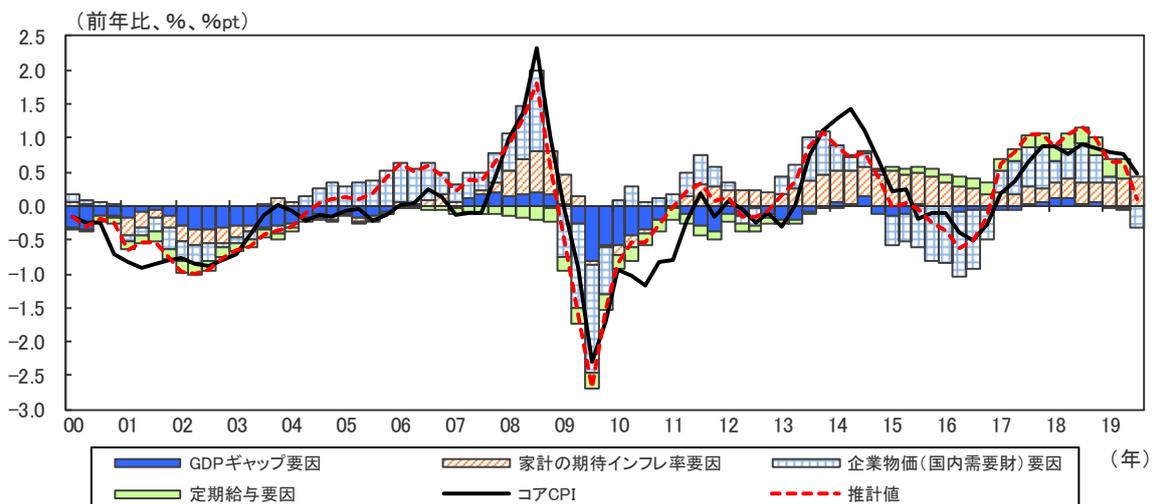
## インフレ目標が達成できない背景と今後の課題

ここでは、コア CPI（生鮮食品を除く総合）の前年比をベーシックな物価関数の推計によって要因分解した上で、現在に至るまでインフレ目標が達成できなかった背景を探り、今後の課題についても検討する。具体的には、コア CPI の前年比を、①マクロの需給バランスを示す GDP ギャップ、②家計の期待インフレ率、③企業物価（国内需要財）の前年比、④定期給与の前年比のトレンド、の4つの説明変数（要因）で推計した<sup>2</sup>。なお、為替レートや資源価格の変動は、主に③を通じて影響を及ぼすことになる。

コア CPI の前年比が 2013 年春から上昇し始めた際には、全ての要因がプラス方向に作用していた（図表 8）。インフレ率の上昇に最も寄与したのは、いわゆる川上価格の企業物価（国内需要財）要因である。これは、主に 2012 年秋以降の円安進行に伴い輸入物価が上昇したことによる。また、「量的・質的金融緩和」導入後のさらなる円安進行と企業の値上げの動きなどを背景に、家計のデフレマインドが緩和した結果、2013 年春以降、家計の期待インフレ率要因のプラス寄与が拡大傾向となった。さらに、国内景気と企業収益が上向き、所得環境が改善する中で、2013 年末にかけて、GDP ギャップ要因と定期給与要因のマイナス幅が縮小した。

続いて、コア CPI の前年比の基調が下方方向へと転換した 2014 年半ば以降の動向を確認しよう。この時期は、家計の期待インフレ率要因のプラス寄与が継続し、所得環境の改善を背景に定期給与要因が小幅なプラス寄与に転じた。しかし、2014 年 4 月の消費税率引き上げに伴う反動減や夏場以降の原油価格急落の影響を背景に、GDP ギャップ要因と企業物価（国内需要財）要因がマイナス寄与へと転じ、コア CPI の前年比を大きく下押しした。

図表 8：物価関数によるコア CPI（前年比）の要因分解



(注1) コアCPIの前年比の推計式は、以下の通り。

$$\text{コアCPIの前年比}(t) = \alpha \times \text{GDPギャップ}(t-2) + \beta \times \text{家計の期待インフレ率}(t-1) + \gamma \times \text{企業物価(国内需要財)の前年比}(t) + \delta \times \text{定期給与の前年比のトレンド}(t)$$

いずれも1%有意。検定はNewey-West HAC標準誤差を利用。

(注2) コアCPIは、生鮮食品を除く総合、定期給与の前年比のトレンドはHPフィルターにより算出。

(注3) 2014年4月の消費税率引き上げの影響は調整済み。

(出所) 厚生労働省、総務省、内閣府、日本銀行より大和総研作成

<sup>2</sup> 近年、インターネット通販といった電子商取引の拡大が物価下押し要因になっていると指摘されているが、ここではそうした要因が含まれていない点に留意されたい。この点に関しては、例えば、河田皓史、平野竜一郎（2018）「インターネット通販の拡大が物価に与える影響」、日銀レビュー（2018-J-5）、を参照。

2017年夏場以降にコアCPIの前年比が上昇した局面は、総じて2013年春以降と同じように、全ての要因がプラス方向に作用した。ただし、2018年後半以降は、原油価格の下落や景気の鈍化の影響などを背景に、コアCPIの前年比も調整することとなった。

インフレ目標が導入された2013年以降を全体的にみると、GDPギャップ要因のプラス寄与が明確に拡大せず、そのことがインフレ目標達成における大きな課題の1つになっているとみられる。つまり、インフレ目標を達成するためには、日本経済の成長ペースを一段と高めることを通じてGDPギャップの推移を押し上げることが大事となる。ただ現実的には、日本銀行の金融政策のみで、経済成長率を加速させることには限界もある。そのため、今後あらためて重要になってくるのが、政府と日本銀行の政策連携であろう。

最後に、今後のインフレ動向を見通す上での注目点を整理すると、①冴えない企業業績を受けて鈍化が見込まれる春闘（春季生活闘争）の賃上げ動向（定期給与要因）、②中東情勢を中心とする地政学的リスクに揺れる原油価格（企業物価（国内需要財）要因）、③消費税率引き上げ後の反動減によって下振れしたGDPギャップの回復ペース（GDPギャップ要因）、が挙げられる。

## おわりに

日本銀行のインフレ目標政策に関する本稿の議論を踏まえ、今後を展望すると以下の点を指摘できる。

まず、2%のインフレ目標を達成するためには、政府と日本銀行による政策協調を通じて、日本の経済成長率を高め、マクロの需給バランスを一層引き締めることが重要な課題となる。これから人口減少の本格化という逆風が見込まれる中、日本の経済成長ペースの伸び悩みが続くことになれば、2020年代も2%のインフレ目標を達成できない可能性がある。

次に、インフレ目標政策の柔軟性をより高めるために、目標値の上下にレンジを設定することを検討すべきだと考える。レンジを設けると、日本銀行の2%のインフレ目標達成に対する姿勢が後退したと捉えられ、金融市場において一時的に円高・株安などネガティブな反応が出てしまうリスクはある。しかし、日本銀行が「市場との対話」を丁寧に行えば、そうした影響は緩和できよう。また、長期的にみると、レンジを設定することに伴う悪影響より、2%を下回り続けることによる信認低下という問題の方が大きいと考える。

最後に、現在、インフレ率が目標値を大きく下回って停滞していることを踏まえると、日本の長引く超低金利環境の「出口」は全く見通せない。こうした中、超低金利環境に伴う副作用の緩和措置や金融政策の枠組みの修正等を通じて、インフレ目標達成に向けた長期戦への備えを固めることも重要となろう。

## <参考文献>

- 長内智 (2015a) 「足踏みする消費者物価と追加緩和の意味～市場の反応からは『為替レート』を通じた経路が重要」、大和総研レポート (2015年1月5日)  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20150105\\_009316.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20150105_009316.html)
- 長内智 (2015b) 「『2年で2%』を取り下げようと吹く北風」、大和総研コラム (2015年3月30日)  
[https://www.dir.co.jp/report/column/20150330\\_009583.html](https://www.dir.co.jp/report/column/20150330_009583.html)
- 長内智、岡本佳佑 (2016a) 「アベノミクス下で見られる賃金の特徴と今後の課題」『大和総研調査季報』、2016年新春号、Vol. 21  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20160301\\_010674.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20160301_010674.html)
- 長内智、岡本佳佑 (2016b) 「4年を迎える大胆な金融緩和の『光』と『影』～是清を超える異次元の領域へ」『大和総研調査季報』、2016年秋号、Vol. 24  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20161201\\_011450.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20161201_011450.html)
- 長内智 (2017) 「原油高で消費者物価と家計のエネルギー負担額はどうなる?」、大和総研レポート (2017年11月29日)  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20171129\\_012506.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20171129_012506.html)
- 長内智、竹山翠 (2018) 「2019年の消費増税の影響度と今後の課題～前回のような『想定外』の下振れは避けられるのか?」、大和総研レポート、2018年6月22日  
[https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20180622\\_020173.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/japan/20180622_020173.html)
- 長内智 (2018) 「消費増税と原油高でデフレ脱却とインフレ目標はどうなる?」、大和総研レポート、2018年10月18日  
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20181018\\_020375.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20181018_020375.html)
- 内野逸勢、長内智 (2019) 「顕在化する地域銀行の“再編の芽”」、『大和総研調査季報』 2019年新春号 (Vol. 33)  
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20190109\\_30021.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/it/20190109_30021.html)
- 中村文香、土屋 貴裕 (2019) 「マイナス金利政策を採用する中央銀行の工夫～階層構造導入とイールドカーブへの働きかけ」、大和総研レポート、2019年12月16日  
[https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20191216\\_021201.html](https://www.dir.co.jp/report/research/capital-mkt/securities/20191216_021201.html)