

今回の「中央銀行パネル」では、日銀が設定した2%のインフレ目標について、(1)なぜ、これまで実現できていないのか、(2)実現可能なのか、について、「フィリップス曲線のレジーム転換」という観点から言及したい。

まず、ここで用いるフィリップス曲線は、失業率とインフレ率の関係であり、しかも、失業率は、本格的なデフレ局面に入った1998年以降の労働参加率を調整したものをを用いる。

その上で、フィリップス曲線の動きを概観すると、デフレ局面に入った1998年以降、右方へシフトした後、2013年のQQE政策をきっかけに、まずは、左上方にシフトしたことがわかる。フィリップス曲線の動きから推測すると、デフレ以前（ここでは、1983年から1997年まで）のフィリップス曲線に回帰（すなわち、左方シフト）することでデフレ脱却は「完成する」と思われるが、NIRP以前のQQE政策では、左方シフトは観察されず、循環的な景気回復パターンを辿ることでインフレ率が上昇した。途中、消費税率引き上げによる消費の低迷とNIRPをきっかけとした円高による景況観の悪化でインフレ率が低下したものの、米国における「トランプ旋風」にともなうドル高円安とYCC政策によってフィリップス曲線は2016年終盤から左方シフトを始めた。

このフィリップス曲線の左方シフトの局面では、株価の上昇と設備投資拡大がみられたが、これに従来からの雇用環境の持続的な改善が加わることで、多くの企業が潜在成長率のトレンド転換を確認し、設備投資に対するスタンスが好転、結果、資本装備率の上昇によって生産性が改善に向かったことがインフレ率の抑制要因になった可能性が高いと考える。

フィリップス曲線をこのような「構造的なシフト」の部分と「循環的な変動」に分解すると、後者の「循環的な変動」はインフレ率上昇に寄与しており、2013年以降の金融政策にはインフレ率の押し上げ効果があったと考えられる（同時に、「構造的なシフト」についても、金融政策は、株高と潜在成長率のトレンドを上向きに変えることで影響を及ぼしていると考えられる）。

このように考えると、デフレが長期化する中、潜在成長率の低下と株価低迷による設備投資低迷がQQE政策によってタイムラグをもって解消しつつあるが皮肉にも表面的にはインフレ抑制的に効いていることが推測される。

現状、フィリップス曲線の位置は、デフレ以前の状況にかなり接近しており、(労働参加率を調整した)失業率が3%を割り込んだ水準からインフレ率は再び上昇し始める可能性があると考え（現在、この失業率は5.1%程度と推定される）。したがって、2%のインフレ目標は達成可能であるし、日本銀行は現行の金融政策スタンスを辛抱強く維持すべきだと考える。

ただし、現状は、副作用を含め、厳しい側面も出てきているのでこれについては、パネルの場で議論できれば幸いである。