

## インフレ実感からみた家計の期待インフレ率

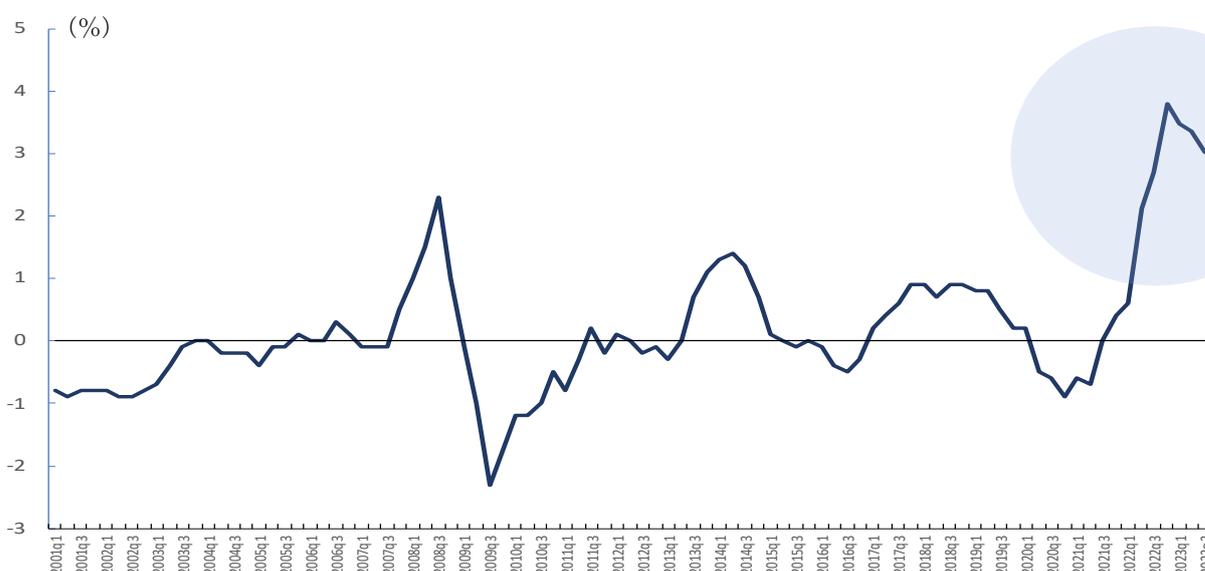
本稿では、家計のインフレ実感の形成メカニズムを検証した後、インフレ実感と期待インフレの関係や金融政策へのインプリケーションを検討する。家計のインフレ実感は、CPIを大きく上回って推移しているため、軽視される傾向にあった。しかし、インフレ実感は、期待インフレの形成の基礎となっていることが判明したため、その情報価値が見直されつつあり、CPIからの上方乖離にも次のような説明がされるようになった。第一は、家計の物価統計に関する知識不足である。インフレ実感の根拠として家計の最多回答は、頻繁に購入する品目の価格動向であった。実際、頻繁に購入される食料品・ガソリンの合成価格指数は、CPI全体に比べインフレ実感とのフィットが大きく改善した。第二に、人々の損失回避傾向である。値上げは消費者に大きな損失感をもたらすため、インフレ実感を押し上げる。第三に、家計は、CPIの品質調整を認識できない。次に、インフレ実感が期待インフレ形成の基礎となっている証左としては、①期待インフレ率とインフレ実感ともに、性別・収入・学歴など社会属性の違いの影響を同様に受けること、②個票データを用いたクロスセクション分析で期待インフレとインフレ実感の間に強い相関関係があること、が挙げられる。最後に、インフレ実感が期待インフレ形成の基礎となっていることは、金融政策面に次のようなインプリケーションをもたらす。①食料品・ガソリンは、コア・コアCPIから控除されているが、家計のインフレ実感を見る上では重要なコンポーネントであること、②社会属性の違いによって期待インフレが異なることは、実質金利や資源の効率的配分にも影響すること、③経済情勢に即したインフレ実感の形成のためには、金融教育による金融リテラシー向上が望まれること、などである。インフレ実感に関する研究は従来手薄であっただけに、今後のデータ充実化、インフレ実感の形成要因や期待インフレ率との関係の分析などの進展が望まれる。

\*.....infotain.reseach@gmail.com。引用の際には、出所を明記して下さい。

## 1. はじめに

日本経済は長期間、低インフレ期を経験した。この間、代表的な物価指標である消費者物価指数(CPI<除く生鮮食品、消費税引上げ要因>)は、概ね-2%から+2%弱のレンジで推移した。こうした低位安定基調が突然変化してのが、2021年入り後である。輸入物価上昇を起点とした企業の価格転嫁行動を背景にCPIは上昇基調に転じ、2023年1月には前年比+4.1%に達した。2023年10月時点でも+2.9%と、依然高い伸びが続いている(図表1)。

(図表1)CPI(除く生鮮食品、消費税引上げ要因)の推移(四半期ベース)



(出所)総務省「消費者物価指数」

こうした最近のインフレ高進は、経済的には様々な問題をもたらす一方で、家計の物価感を検証する立場からは、これまでの低位安定期にはない貴重な機会を提供している。

インフォテイメント研究所では、2023年11月公表の別稿「今次インフレ期における家計の期待インフレの不安定性」(以下「別稿」)において、今次インフレ期に、①わが国家計の期待インフレ率がCPI上昇率を大幅に上回るレベルまで上昇したこと(CPI = +2.9%、1年先予想 = +10%、5年先予想 = +5% <いずれも2023年9月現在>)、②欧米では、CPI上昇率のピークがわが国よりも遥かに高い+10%近くに達したのにもかかわらず、期待インフレは1年先予想でも+5~6%程度、5年先では、+3~4%程度にとどまったこと、などを指摘した。そして、わが国家計の期待インフレは欧米に比べても不安定であると結論づけた。

別稿ではまた、期待インフレ率の上昇期には、家計の現在の物価感を示す、インフレ実感も同様に上昇していることを指摘した。そこで本稿では、インフレ実感の形成メカニズムを検証した後、インフレ実感と期待インフレの関係や金融政策へのインプリケーションを検討する。

本稿の分析の結果を先取りすると以下のとおりである。従来、家計のインフレ実感には、CPI を大きく上回る水準にあるため、軽視される傾向にあった。しかし、家計のインフレ実感が、期待インフレ形成の基礎となっていることが判明したため、インフレ実感に関する研究が見直されつつある。そしてインフレ実感と CPI の乖離の原因として以下の要因が挙げられるようになった。

第一に、家計の物価統計に関する知識不足が挙げられる。家計はインフレ実感の最多回答根拠として、頻繁に購入する品目の価格動向を選択した。事実、食料品・ガソリンなど頻繁購入品目を合成した価格指数でみると、CPI 全体よりもインフレ実感とのフィットが改善した。

第二に、人々の損失回避傾向の影響が挙げられる。人々は値下りよりも損失につながる値上りを 2.5 倍も強く感じると言う。このため、値上げは心理的に大きなインパクトを伴い、インフレ実感を CPI の実態以上に高めてしまう。

第三に、CPI 統計で実施されている性能向上等による品質調整は価格低下要因となるが、家計は単純に販売価格で判断するため、インフレ実感と CPI の乖離幅が増大する。

次に、インフレ実感が期待インフレ形成の基礎となっている証左としては、①女性の期待インフレが男性よりも高いなど、性別・収入・学歴などの社会的属性の違いが期待インフレ率とインフレ実感に及ぼす影響がほぼ一致していること、②個票データを用いたクロスセクション分析で期待インフレとインフレ実感の間に強い相関関係を見出し得ること、が挙げられる。

家計のインフレ実感が期待インフレ形成に大きな影響を与えているということは、金融政策面のインプリケーションをもたらす。具体的には、①食料品・ガソリンは、コア・コア CPI から控除されているが、家計のインフレ実感を見る上では重要なコンポーネントであること、②社会属性により期待インフレに相違が生ずることは、直面する実質金利が異なってくることを意味し、資源の効率的配分にも影響を及ぼすこと、③家計がインフレ実感形成に当たって、ニュース・新聞等から経済情報を活用できるようになれば CPI との乖離は縮小していくと考えられるため、金融教育活動による金融リテラシー向上が望まれること、などが挙げられる。

インフレ実感に関する研究は従来手薄であっただけに、今後の調査データの充実

化、インフレ実感の形成要因や期待インフレ率との関係などの分析の進展が望まれる。

本稿の構成は次のとおりである。まず第 2 章でインフレ実感と期待インフレの推移をみる。続く第 3 章では、インフレ実感の形成要因として、知識不足、食料品・ガソリン価格や損失回避、品質調整などの諸要因を検証する。第 4 章では、期待インフレとインフレ実感の関係を検討する。そして第 5 章では、金融政策へのインプリケーションを整理する。第 6 章は、終章である。

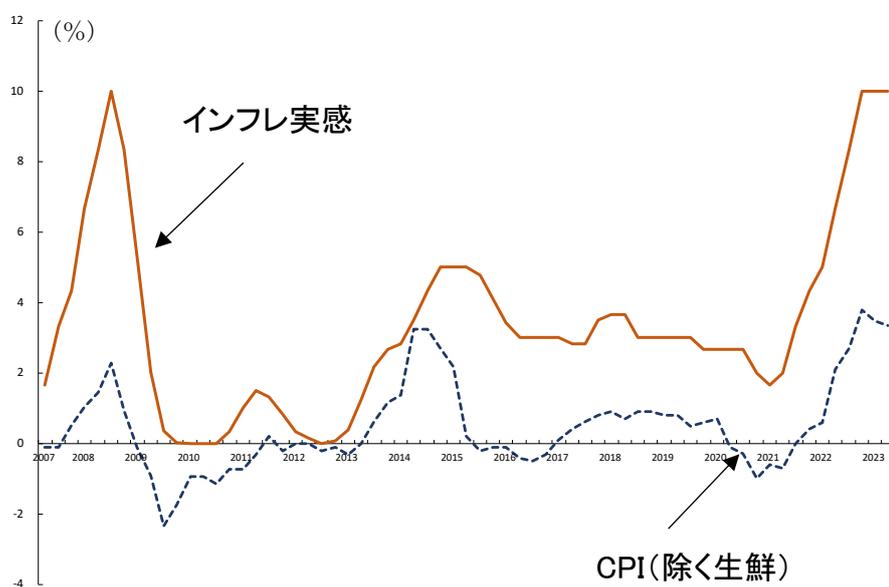
## 2. CPI 上昇率を上回って推移するインフレ実感

### 2.1. インフレ実感の推移

まず、わが国家計のインフレ実感と CPI 上昇率の推移をみてみよう(図表 2)。インフレ実感は、①常に CPI 上昇率を上回って推移していること、②ただし、その動きは CPI 上昇率をよく追っていること、③CPI がマイナス領域に落ち込んでも、インフレ実感 は、0%に止まったこと、といった特徴が窺える。特に、特徴①に関しては、今次インフレ期には、CPI 上昇率のピークが+4.1%であったのに対し、インフレ実感 は、それより 5%ポイント以上高い+10%に達している。また、CPI 上昇率が比較的落ち着いていた時期においても、インフレ実感 は、CPI 上昇率を常に 2~4%ポイント程度上回って推移していた。

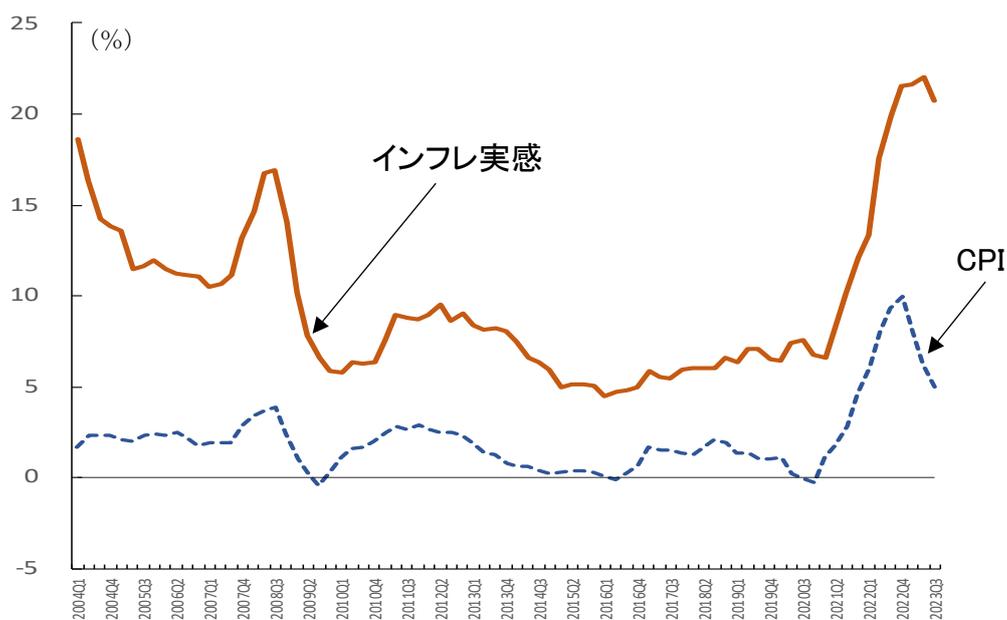
なお、インフレ実感が常に CPI を上回る現象は、わが国のみならず欧米主要国でも幅広く観察されており、経済研究者の間でも、「インフレ実感の謎(”inflation perception conundrum)」と呼ばれている。図表 3 には、ユーロ圏の例を示したが、インフレ実感 は CPI の動きをよく追いながらも、そのレベルは、5~10%ポイントほど CPI 上昇率よりも高くなっている。特に今次インフレ期には、ピーク時の CPI 上昇率は、わが国より高い 10%近くまで上昇し、インフレ実感も、その倍程度の 20%を超える高水準に上昇している。

(図表 2) わが国におけるインフレ実感と CPI



(出所) CPI は、総務省「消費者物価指数」、インフレ実感は、日本銀行(2023b)。いずれも前年比。

(図表 3) ユーロ圏におけるインフレ実感と CPI の関係

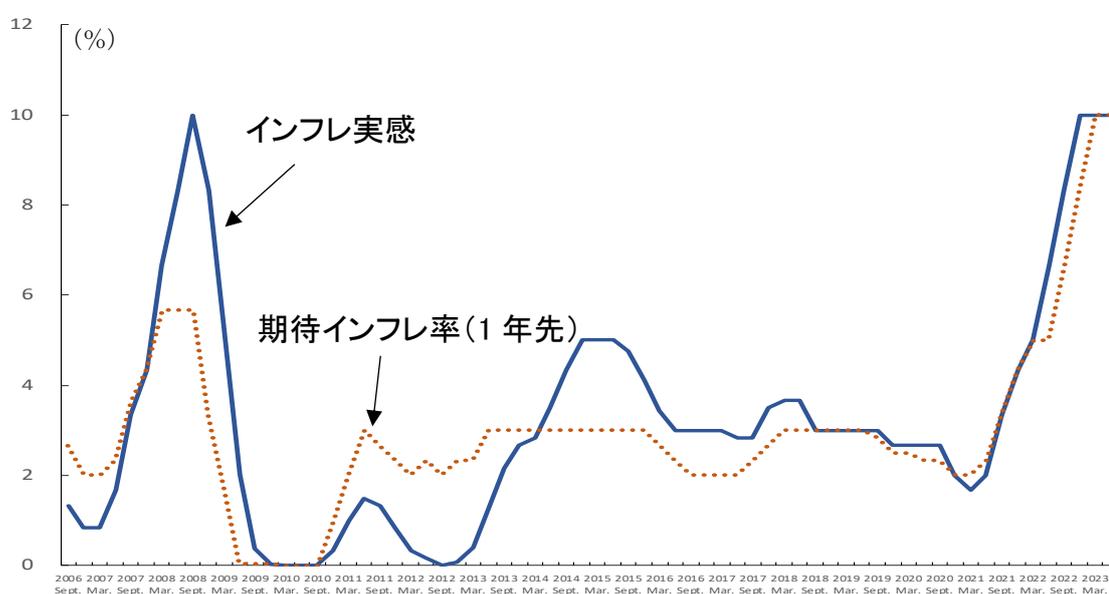


(出所) HICP は、European Commission, インフレ実感は、European Commission's Harmonized Consumer Survey。いずれも前年比。

## 2.2. インフレ実感と期待インフレの関係

次に、インフレ実感と期待インフレ率の関係をみてみよう。図表 4 は、わが国家計のインフレ実感と期待インフレ率の関係を図示したものである。これをみると、①両者は、かなり似たような動きをしていること、②期待インフレはインフレ実感に比べると、振幅が少ないこと、③今次インフレ期には期待インフレがインフレ実感と同レベルにまで達していること、④期待インフレ率の方が 1 四半期(3ヶ月)先行しているようにみえること、などの特徴が挙げられる。

(図表 4) わが国家計のインフレ実感と期待インフレの関係



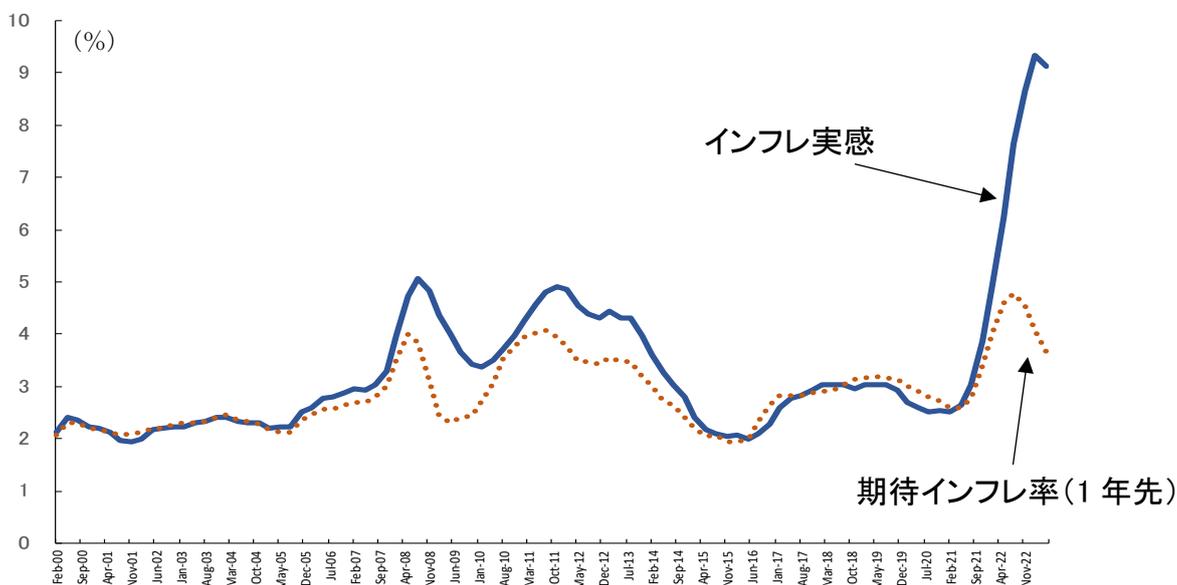
(出所) 日本銀行(2023b)。

わが国家計と比較するために、英国の例を図表 5 で図示した。その特徴としては、①わが国と同様、インフレ実感と期待インフレは似たような動きをしていること、ただし、②レベル的には、今次インフレ期を除くとインフレ実感と期待インフレ率がほぼ同等であること、③今次インフレ期ではわが国とは異なり、インフレ実感が+10%程度まで高まったのに対し、期待インフレはその半分以下の上昇にとどまったこと、④期待インフレの方が若干先行しているように窺われること、などが挙げられる。

さらに、図表 6 にユーロ圏家計のインフレ実感と期待インフレ率の関係を示した。その特徴は、①日英と同様、インフレ実感と期待インフレは似たような動きをしていること、②インフレ率が比較的落ち着いている時期には、インフレ実感と期待インフレに 5%ポイント程度の差が認められるが、日英に比べ乖離幅が安定していること、③今次インフレ期にはその差が 10%ポイント以上と大きく開いたこと、④日英同様、期待イン

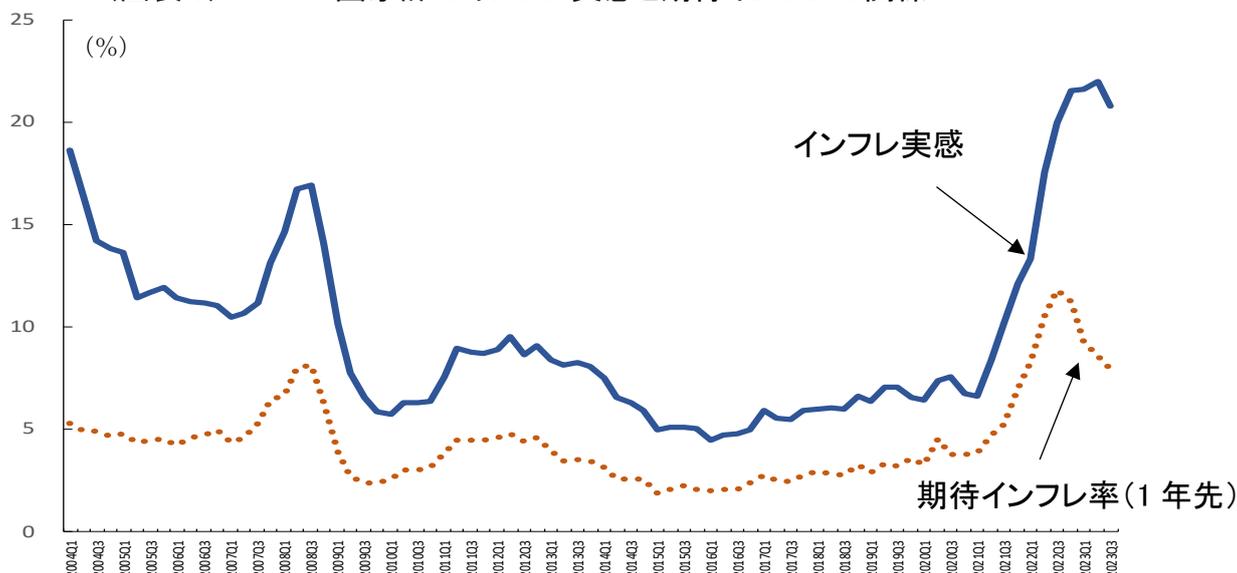
フレの方が若干先行していること、といった特徴が認められる。

(図表 5) 英国家計のインフレ実感と期待インフレの関係



(出所) BOE "Inflation Attitude Survey".

(図表 6) ユーロ圏家計のインフレ実感と期待インフレの関係



(出所) European Commission's Harmonized Consumer Survey.

上記 3 例のインフレ実感と期待インフレの関係を総括すると、①両者は似たような動きをすること(=CPI の動きを追っていること)、②期待インフレ率の方が、振幅が穏

やかで、かつ③若干インフレ実感に先行しているように見えること、といった特徴がみられた。なお今次インフレ期でわが国だけが、期待インフレがインフレ実感並みに上昇していることは、別項で指摘した通り、期待インフレ率が英国、ユーロ圏に比べて不安定であることを示している。

従来、わが国を含む先進主要国では、一時点のインフレ実感の水準にのみ注目して、「インフレ実感 は CPI 上昇率より遥かに高すぎて実践的に使えない」、「高すぎる理由がわからない」などの理由でインフレ実感や家計の期待インフレを軽視する傾向が強かった。このため、研究者の注目度も低く、乖離の原因に関する研究もあまり進まなかった。関連するエピソードとして、ユーロ圏の中央銀行である ECB は、高いインフレ実感や期待インフレが、金融政策上の 2% 程度目標と非整合的であり、中央銀行の信頼性に関わるとして 2020 年まで調査結果を非公表としていたと、批判を浴びたこともあった。

その反面、マクロ経済で重要な変数とされる期待インフレについては、家計の調査結果を利用するよりも、実践的には金融市場やエコノミスト予測などプロフェッショナルの期待が用いられることが多い。また、マクロモデルなどでは、過去のインフレ率の平均などから算出される適合的期待形成や完全情報下でのみ成り立つ合理的期待形成などが主流となっている。

ただし、図表 4～6 でみたように、インフレ実感は、期待インフレを比較すると、レベルの違いや振幅の程度などに違いは見られるものの、期待インフレと同様に CPI の動きに追随している。このため、経済研究界でも、2000 年入り後辺りからようやくインフレ実感の重要性に関心が集まり出し、本格的な研究が始まった。そして、CPI より高くなる原因についても次章で見るように、幾つかの仮説が提唱されるようになった。

### 3. インフレ実感の形成要因

本章では、インフレ実感の形成要因、特になぜ CPI より常に高い水準で推移するのか、について検討する。もちろん、インフレ実感は、消費者の購買行動、情報収集行動、経済や統計問題に対する理解力など、多様な要素が影響していると考えられる<sup>1</sup>。そこで、本章では、①頻繁に購入する品目の価格、②食料品・ガソリン価格、③消費者の損失回避傾向、④CPI 統計の品質調整、⑤個人のインフレ/デフレ経験の影響、など広範な問題を逐次検討する。

---

<sup>1</sup> Demarks National Bank (2019)は、こうしたアプローチを”broad based nature of bias”と呼んでいる。

### 3.1. インフレ実感とCPIの相関関係

図表 2 で示したように、CPI とインフレ実感は似たような動きをしているが、実際に両者の相関係数を測っても、0.76 と相応に高い(計測期間 2007 年 6 月～2023 年 9 月<四半期データ>)。計測期間の長い英国では 0.90(1999 年 11 月～2023 年 9 月<同>)、ユーロ圏でも 0.82(計測期間 2004 年 3 月～2023 年 9 月<同>)と、わが国の場合よりも相関係数は更に高くなっている<sup>2</sup>。また、米国の場合も、ミシガン大学調査(ただし、期待インフレ、月次調査)では、CPI との相関係数が 0.91(計測期間 1978 年 1 月～2023 年 9 月)と高くなっている。

### 3.2. 家計のインフレ実感に関する掘り所

前節でインフレ実感とCPIの相関係数が高いことを示したが、そもそも家計は何を掘り所にインフレ実感を回答しているのであろうか。その手がかりとして、ごく簡単なインフレに関する知識の程度をみてみよう。具体的には、金融広報中央委員会が 2022 年に調査した「金融リテラシー調査」に、インフレに関する問題が含まれていることを利用する。最初の設問は以下の通りである<sup>3</sup>。

**「高インフレの時には、生活に使うものやサービスの値段全般が急速に上昇する。」**

という設問に対し、「正しい」、「間違っている」、「わからない」の 3 択回答が用意されている。調査結果を見ると、「正しい」が 64%、「間違っている」が 8%、「わからない」が 29%となっている<sup>4</sup>。注目すべきは、「わからない」が 3 割近くに上っていることで、誤答(「間違っている」と合わせると約 4 割の回答者が、ごく簡単なインフレ事象を理解していないことを示している。ただし、この設問は高インフレ時について聞いているため、わが国のように、長期に亘り低インフレが継続し、回答者がインフレ現象を身近に経験したことがないというハンディキャップがあるかもしれない。そこで同調査から次の問いを検討する<sup>5</sup>。

**「インフレ率が 2%で、普通預金口座であなたが受け取る利息が 1%なら、1 年後にこの口座のお金を使ってどれくらいのもを購入することができますか。」**

本設問の正答率(「今日以下しか物が買えない」)も、55%にとどまり、誤答は 11%、「わからない」が 33%にも上っている。本問はインフレによる購買力の目減りに関する

---

<sup>2</sup> ECB(2017)も参照。

<sup>3</sup> 内閣府経済社会総合研究所(2022)参照。

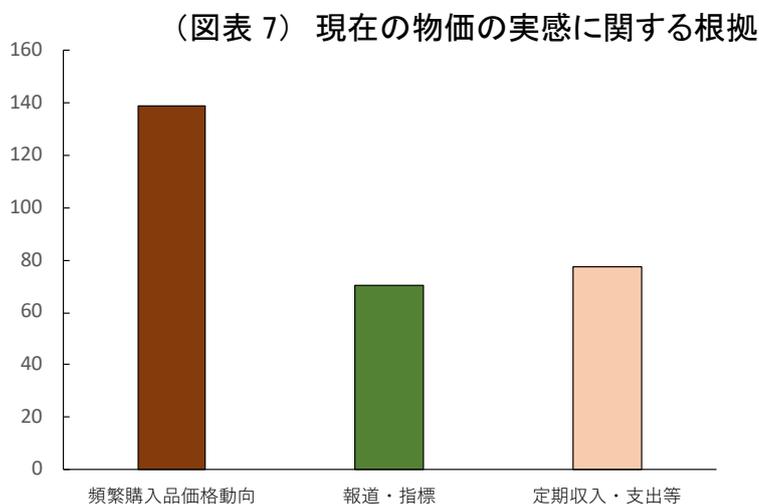
<sup>4</sup> 金融広報中央委員会(2022)問 21-1 参照。

<sup>5</sup> 同上問 22 を参照。

知識を尋ねているが、上記問いと同様、誤答と「わからない」を合わせると、4割以上の回答者が物価上昇に関する基本概念が欠落している<sup>6</sup>。

上記2問の回答傾向から、少なくとも4割程度の消費者は、インフレや物価動向に関する基本的な知識を有していないことが推察できる。そしてこの約4割の消費者は、CPI統計の役割や現状など、より詳しく具体的な情報を把握しているとは考えにくい。逆にいうと、研究者が期待するように、CPIの実勢など正確な基本情報を踏まえてインフレ実感や期待インフレを回答できる消費者は多く見積もっても全体の約6割に留まる。

次に、より直接的に消費者にインフレ実感の根拠を尋ねた調査をみてみよう。日本銀行の「生活意識に関する調査」では、2013年9月実施の特別調査においてインフレ実感および5年先期待インフレの回答根拠を尋ねている(図表7)。これを見ると、約5割と最多シェアを占めるのが、「日常頻繁に購入する品の価格動向」で、これには食品やガソリン価格などが含まれている。そのほか、「ニュース・新聞などの報道」と「定期収入や支出」が続くが、そのシェアはいずれも2割強のシェアに止まっている。複数回答なので単純集計には馴染まないが、おおまかにいうと、頻繁に購入する品目の価格動向からインフレ実感を求める人の割合は、全体の約半分程度に達するといえる。

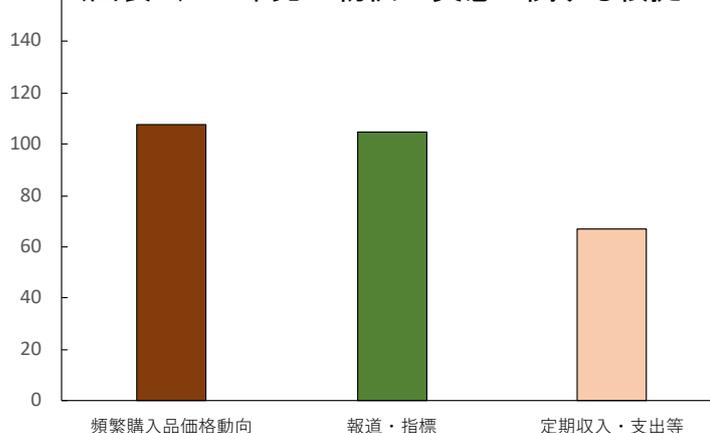


(出所)日本銀行(2013)。問12。なお、「頻繁購入品価格動向」には、「ガソリン価格」と「仕事上の価格動向」を含む。また、「報道・指標」には、「物価に関するマスコミ報道」、「為替動向」、「株価地価」、「日銀の金融政策」を加えたもの。また、「定期収入・支出等」には、「たまに支出する品目価格」を含む。なお、回答者は、11の選択肢から3つまで選択することができる。

<sup>6</sup> 日本銀行の「生活意識に関する調査」では、インフレ実感や期待インフレ率の選択肢に「わからない」が入っていない。

同調査では、5年先の期待インフレの回答根拠も同様に尋ねているので、図表8に示す。図表7と図表8を比較すると、①インフレ実感で半分以上のシェアを占めた「日常頻繁に購入する品の価格動向」の値が140→110程度に大きく低下したこと、②その分「報道・経済指標」の値が大幅に増加し、頻繁購入品目にほぼ並ぶレベルに達したこと、が特徴的である。回答者は期待インフレについて回答する際には、マクロの経済情報を少しでも活用しようとしていることがわかる。このことは、別稿において実施した時差相関係数の分析により、期待インフレにはインフレ実感にはない情報が含まれているとの結論と整合的である。

(図表8) 5年先の物価の実感に関する根拠

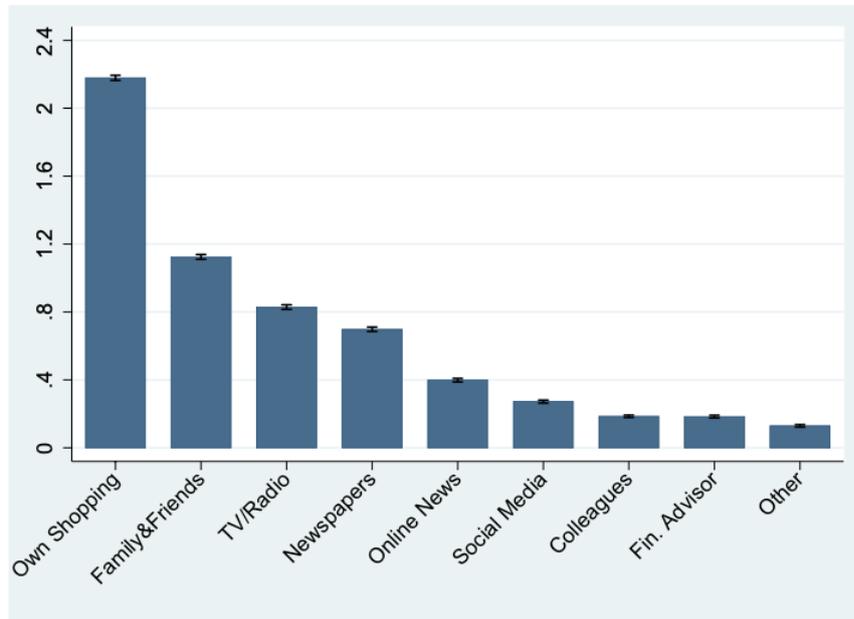


(出所) 日本銀行(2013)。問13。なお、各分類については、図表7の出所を参照。

同様の調査は海外でも行われており、図表9では、米国の調査例を示す(ただし、対象はインフレ実感ではなく、期待インフレ)。最も回答割合が高いのは、やはり「日常の買い物」であり、他の選択肢より飛び抜けて多い。また、第2位も家族・友人のロコミでこれも日常の買い物行動との親近性が高い。その後、第3~5位でようやくテレビ・新聞・オンラインニュースが登場するが、これらを合わせても、買い物経験やロコミの合計には到底及ばない。

同じく図表10では、ドイツのアンケート調査の結果を示した。時節柄、ウクライナ戦争がトップに来ているが、それに続く第2位が燃料費、第3位が食料品価格となっている。逆にメディア利用による経済情報を根拠とする消費者は、第5位と、食料品や燃料費の約半分程度に止まっている。

(図表 9) インフレ実感と参照事項の関係(米国)



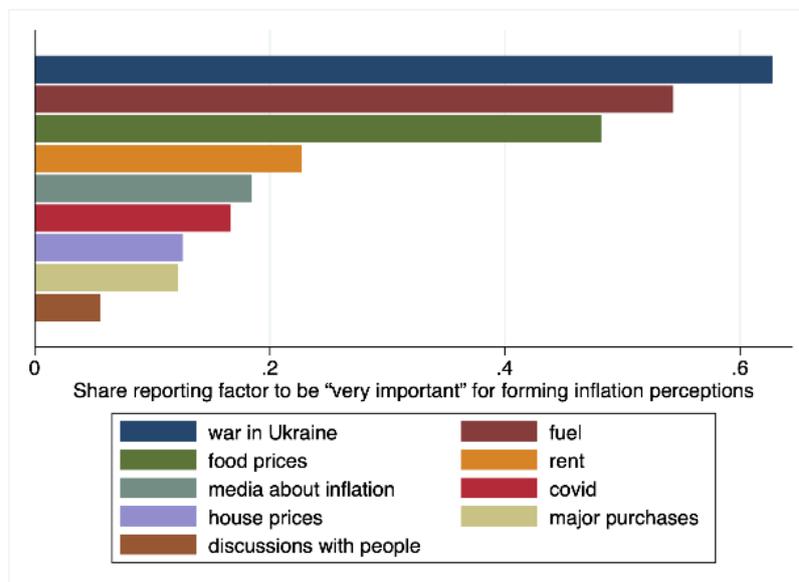
(出所)D' Ancuto et al.(2019) Figure1 より引用。

前述の ECB の論文では、上記のようなインフレ実感の形成方法の違いに着目して、消費者を”better performer”と、”worse performer”とに区分している。前者はマスコミ報道等、物価の客観的情報を参照しながらインフレ実感を形成している「賢い消費者」であるのに対し、後者は、専ら買い物や頻繁に購入する品目の価格動向等、日常の体験に基づいて回答する「あまり賢くない消費者」と区別している<sup>7</sup>。“worse performer”の割合は、わが国の場合、前述の調査によると、全体の4～5割程度にも達することが推察され、インフレ実感が CPI と大きく乖離する原因との関係が疑われる。また、ドイツ中銀の調査例では、例え物価動向に関する各種報道に触れていたとしても、89～92%の回答者は、自分の買い物経験で得た情報を優先してインフレ実感を考えると答えている<sup>8</sup>。

<sup>7</sup> D' Ancuto et al.(2019)も同様の指摘をしている。

<sup>8</sup> Deuche Bundes Bank (2023)

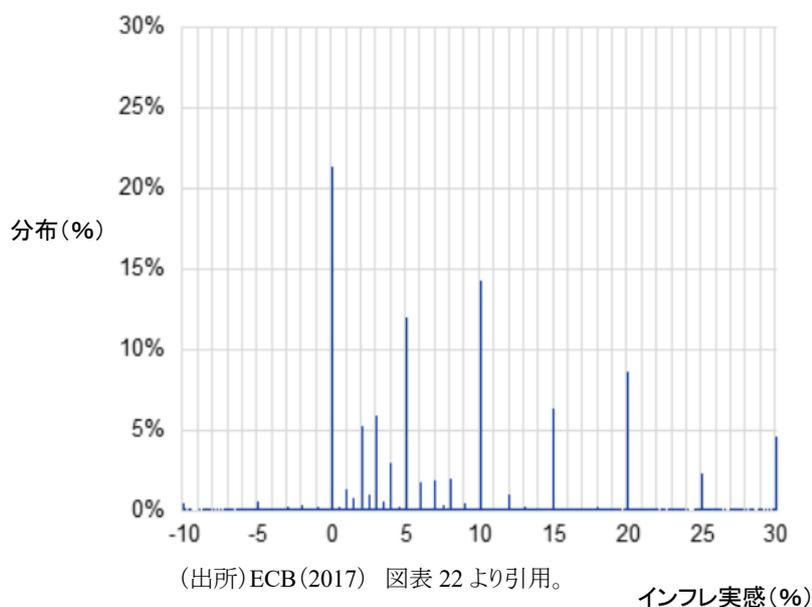
(図表 10) インフレ実感と参照事項の関係(ドイツ)



(出所) Deuche Bundes Bank (2023) Figure 3 より引用。

最後に、回答者のインフレ実感の分布状況をみてみよう。別稿の図表 6 に示した通り、わが国調査では、インフレ実感の回答分布状況は「2～5%」のように、レンジでくられており、詳細な分布状況は公表されていない。しかし、海外ではインフレ実感のより具体的な分布結果が明らかにされている例があり、図表 11 ではユーロ圏調査の例を示した。この図から明らかなのは、①回答分布が、0、5、10、15、20……と 5 の倍数に集中していること、②0 から 5 の間の比較的正確に近い分布でも、1、2、3 などの整数に偏っていること、③インフレ実感が高い回答の中には、30%などの回答がみられるものの、マイナス領域の回答は僅かにとどまっていること、などが見て取れる。こうした特徴は、「数字の丸め込み問題」(rounding responses)と呼ばれている。心理学的には、回答者が回答に自信を持たず回答している場合に生ずる現象として知られており、そのなかには、“worse performer”が相当程度含まれていると推察される。

(図表 11) ユーロ圏家計のインフレ実感の分布状況



### 3.3. インフレ実感と購買頻度 CPI

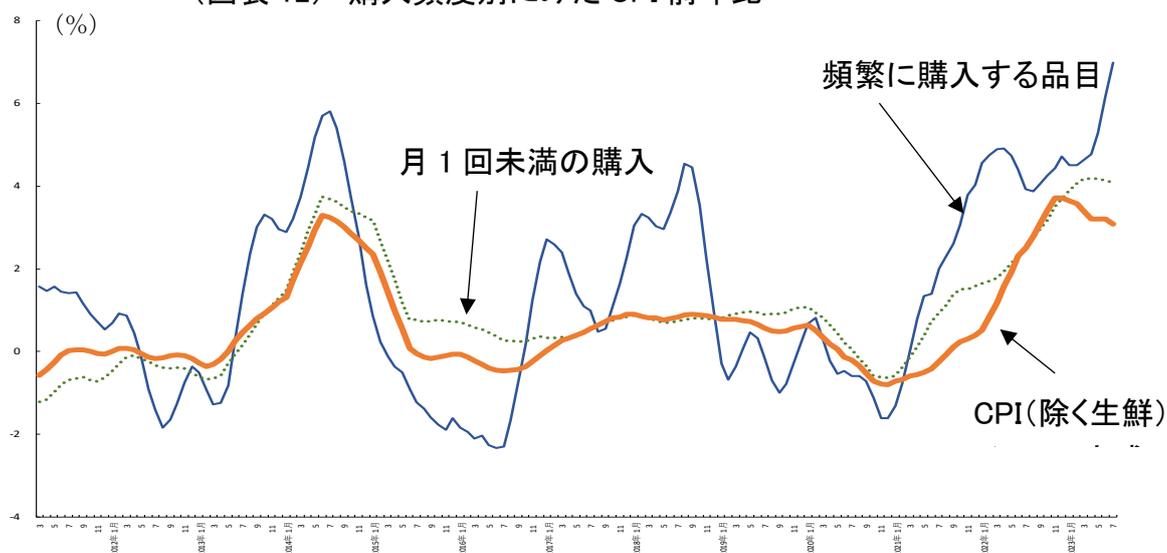
前節でみたように、消費者、特に”worse performer”はインフレ実感を考える際に、経済情報よりも日常の買い物の中で頻繁に購入する品目の価格動向を重視する傾向が強い。そして、こうした傾向は、わが国のみならず、米、ユーロ圏のほか、ドイツ<sup>9</sup>、デンマーク<sup>10</sup>など多くの国で報告されている。

幸いわが国の消費者物価統計では、購入頻度別の価格指数が公表されている(図表 12)。頻繁に購入する品目の価格動向は、①CPI 全体や月一回未満の購入品に比べ、変動幅が目立って大きいこと、②グラフ表示期間の平均値が CPI(+0.6%)に対し、+1.4%と 0.7%ポイント上回っていること、③今次インフレ期に CPI はピークアウトしている一方で、頻繁購入品の価格は前年比の上昇が依然続いていること、などの特徴が見て取れる。

<sup>9</sup> Deuche Bundes Bank (2023)参照。

<sup>10</sup> Demarks National Bank (2019)参照。

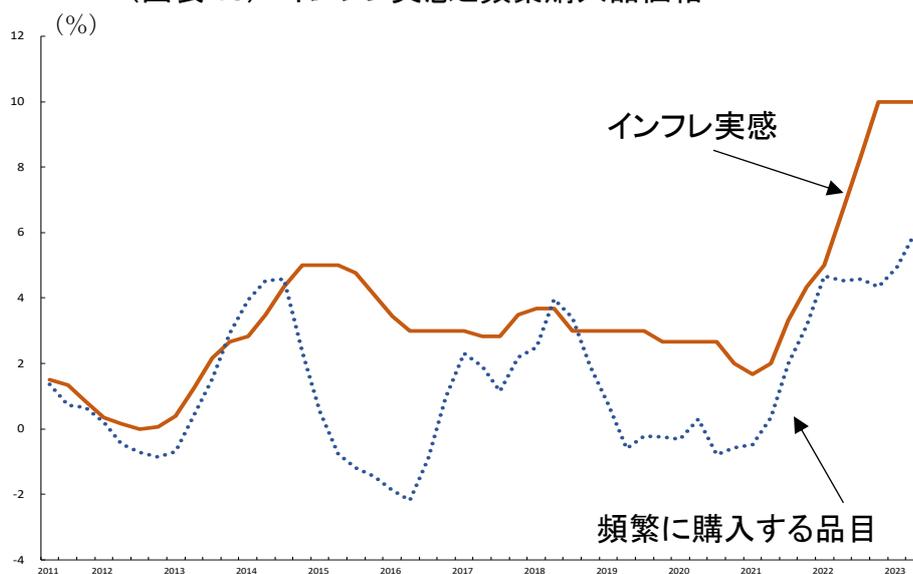
(図表 12) 購入頻度別にみた CPI 前年比



(出所)総務省「消費者物価指数」

図表 13 では、上記の頻繁購入品目価格の前年比と日銀調査のインフレ実感をプロットした。CPI とインフレ実感をプロットした図表 2 と比べると、直近のインフレ期については、両指標の乖離幅が縮小している。ただし、表示期間全体で見ると、インフレ実感は、頻繁購入品価格の大きな振幅とは異なる動きをする局面も多く、細かなフィット感が悪化している。

(図表 13) インフレ実感と頻繁購入品価格



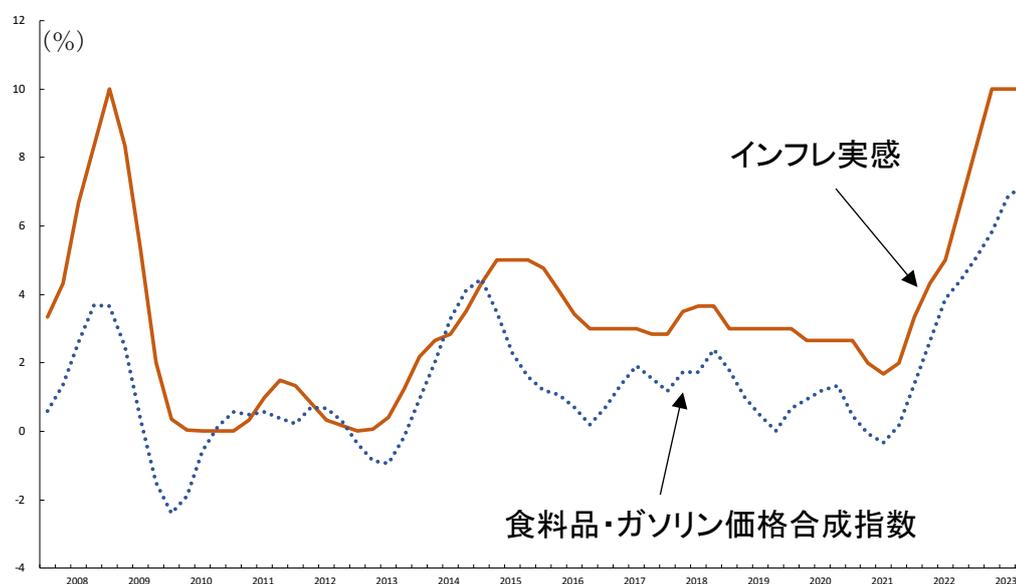
(出所)CPIは、総務省「消費者物価指数」、インフレ実感は、日本銀行(2023b)。いずれも前年比。

消費者物価統計では、家計調査の購入頻度統計を利用している。週 1 回以上購入する品目は、食料品 6 品目、月 1 回以上であれば、食料品以外にもガソリン、診療代、日用品など 80 品目と、CPI 集計対象品目の約 1 割強となる<sup>11</sup>。なお、食料品やガソリンなどが頻繁購入品目の中心となることは、計量分析や消費者へのヒアリング調査の結果と整合的である。例えば、前出の日本銀行論文では、食料品・ガソリンの影響を指摘しているほか、ドイツ中銀の独自調査でも、頻繁購入品目として食料品とガソリンが挙げられている<sup>12</sup>。また、米国のオハイオ大学等による購入シミュレーションの結果からも、食料品やガソリンなどが、インフレ実感に影響する(=frequency bias)と述べている<sup>13</sup>。さらにデンマーク中銀の論文でも食料品の影響の大きさを指摘している<sup>14</sup>。

### 3.4 インフレ実感と食料・ガソリン価格の関係

前節で人々は、インフレ実感を形成する際に、頻繁に購入する品目、具体的には、食料品やガソリンの価格を参考にすることが判明した。そこで消費者物価指数から、食料品とガソリンの価格を取り出し、同指数のウェイトに基づき CPI 合成指数を作成した。なお、食料品のウェイトは、26.2%、ガソリンは、1.8%である(図表 14)。

(図表 14) インフレ実感と食料品・ガソリン価格合成指数



(出所) CPI は、総務省「消費者物価指数」、インフレ実感は、日本銀行(2023b)。いずれも前年比。

<sup>11</sup> 日本経済新聞(2023)参照。

<sup>12</sup> Deuche Bundes Bank (2023)参照。

<sup>13</sup> Georgans et al.参照。

<sup>14</sup> Demarks National Bank (2019)

図表 14 の食料品・ガソリン価格合成指数を、図表 2 の CPI 全体(除く生鮮)や図表 12 の頻繁購入品 CPI と比較すると、①インフレ実感との乖離が全般的にかなり縮まったほか、②今次インフレ期におけるインフレ実感の急上昇を相当程度追えるようになった。ちなみに、相関係数を計測しても CPI(除く生鮮)の 0.76 から 0.84 に向上している。やはり、相当数の家計は、食料品やガソリンなど頻繁に購入する品目の価格変動を参考にしながらインフレ実感を考えているようである。

インフレ実感の推移を見て分かるように、CPI 統計は、しばしば消費者実感とのズレが指摘されることがある。CPI 統計は、支出額ウエイトで個別品目の価格指数を加重平均して作成されており、その考え方自体は、合理的である。しかし、発想を変え、購入頻度によるウエイト付けなど消費者実感に近い物価指数を開発することも必要なのではないか。

事実、一部の経済学者は、今次インフレ期におけるインフレ実感の急上昇を問題意識として、購入頻度ベースの物価指数を提唱している<sup>15</sup>。具体的には、週 1 回以上購入する品目に限り、かつウエイトを購入頻度に変更した独自指標を算出した結果、2023 年 6 月時点では+14.0%、そして、CPI から帰属家賃を除いたベースでウエイトを購入頻度に変更した指標では、+8.4%と算出され、インフレ実感との乖離が大幅に縮小することが確認されている。

さらに、CPI 統計とインフレ実感との関係という意味では、CPI に住宅・不動産価格が入っていないことも実感とのズレを生む一因との指摘がある。CPI の構成要素や測定目的などの詳細情報を知らない消費者は、不動産価格が CPI に含まれていると誤解している場合が多い。参考までに、わが国家計の地価の見通しを日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」では見てみよう(図表 15)。先行きの地価が上がると答えた割合から、下がると答えた割合を引いた「地価見通し D.I.」の推移を見ると、2021 年初から直近まで着実に上昇しており、これが今次インフレ期のインフレ実感の上昇の一助となった可能性が高い。上記、体感ベースの物価指数を開発する際には、不動産価格をも考慮に入れる必要があるだろう。

なお、不動産価格がインフレ実感に影響を及ぼしていることについては、海外の研究でも、カナダ中銀<sup>16</sup>や米国の論文<sup>17</sup>などでも言及されている。

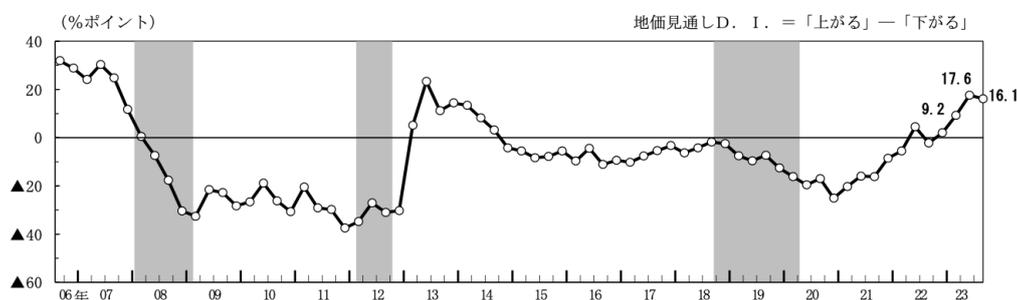
---

<sup>15</sup> 日本経済新聞(2023)参照。

<sup>16</sup> Bank of Canada(2020)参照。

<sup>17</sup> D'Ancuto et al.(2019)参照。

(図表 15) 地価見通し D.I.の推移



(注) 1. 本設間は2006/9月から実施。  
 2. 地価見通し D. I. のピークは 31.9 (2006/9月)、ボトムは ▲37.5 (2011/12月)。  
 3. シャドー部分は、景気後退期。

(出所) 日本銀行(2023b)。

### 3.5. インフレ実感と損失回避

前節では、インフレ実感と CPI との乖離の原因として、食料品等、頻繁に購入する価格の影響を考察した。ただし、この要因だけでは両者の乖離を全て説明したことにはならない。これは、図表 2 で明らかなように、インフレ実感は CPI を常に上回っているが、食料品・ガソリンといった頻繁購入品が常に CPI 総合の上昇率を上回る保証がないからである。つまり、インフレ実感の恒常的な上方乖離を説明するためには、インフレ実感が CPI を上回るような説明要因が必要となる。このような観点から、本節では、損失回避傾向の影響を、そして次節では品質調整の影響を検討する。

損失回避傾向とは、行動経済学や心理学で主に用いられる概念であり、「人は、同額の利得から得られる喜びよりも、損失による痛みの方が 2.5 倍以上強く感じられる」といわれる心理現象のことである。日常の買い物においても、頻繁に購入する食料品・ガソリンなどの値上がり(=家計にとっての損失)は、値下がり(=家計にとっての利得)よりも強く印象に残り(BOE では、これを”salient events”と呼称<sup>18</sup>)、これがインフレ実感の押し上げに作用している可能性がある。

図表 12 や 14 でみたように、インフレ実感に大きな影響を与える食料品・ガソリンは、その他の品目に比べ価格変動が大きく、これに損失回避傾向が加わると、値上がり時にインフレ実感の押し上げ要因として強く働く可能性が強い。こうした可能性については、内閣府経済社会研究所<sup>19</sup>、デンマーク中銀、米国 FRB、英国中銀、カナダ中

<sup>18</sup> BOE(2019)参照。

<sup>19</sup> 内閣府経済社会研究所(2013)参照。

銀、ECB といった、関連研究の多くも指摘している。

参考までに、図表 16 の上図は、CPI の構成品目の中で価格が上昇した品目比率をプロットしたものである。原データの入手が困難なため、統計的な検証はできないが、下図でインフレ実感と CPI の乖離幅の拡大期(シャドー部分)と、上図の値上がり品目数増加時期(≒CPI 上昇時期)のタイミングがほぼ一致しているように見える。今次インフレ局面では、低インフレ期には見られなかった乖離幅の急拡大が生じたが、その一因として、急激な値上げの進行や値上げ品目比率の増大が損失回避傾向を有する消費者の心理に大きく響き、インフレ実感を CPI 以上に上昇させた可能性がある。

### 3.6. インフレ実感と CPI の品質調整問題

CPI 統計では、パソコンなど性能向上が著しい品目については、モデルチェンジ時に販売価格が据え置かれても、性能向上分を価格から差し引く、いわゆる品質調整を行なっている。このため、統計上は、性能向上が続く品目の価格指数は徐々に低下していくことになる。しかし、消費者の目から見ると、性能が向上しようが、インフレ実感と直結するのはやはり販売価格である。

このため、品質調整は、CPI 統計とインフレ実感との恒常的な価格差の原因となりうる。なお、品質調整の問題については、総務省統計局<sup>20</sup>、米国 FRB<sup>21</sup>、デンマーク中銀、アイルランド中銀、カナダ中銀(品質調整は、CPI を約 0.2% 引下げ)なども指摘している。

### 3.7. 過去・現在のインフレ/デフレ経験の影響

インフレ実感や期待インフレは、消費者が経験した過去のインフレ/デフレ現象の影響を受ける可能性がある。例えば、1970 年代の米国の大インフレーションやわが国の狂乱物価は当時の期待インフレ率を大きく高めることになる。別稿に掲載した米国のミシガン大学の期待インフレ調査を見ると、その余韻は、80 年代前半にまで残っている。

逆に、近年は、90 年代後半以降のわが国やリーマンショック後の先進国などのように、長期に亘る低インフレ期/デフレ期の影響が問題となった。低インフレ期には、一般的に価格の変動が小幅にとどまるため、消費者は、価格変動に対する警戒心が薄れる傾向がある。その分、雇用や賃金問題等、より優先度合いの高い経済問題に関

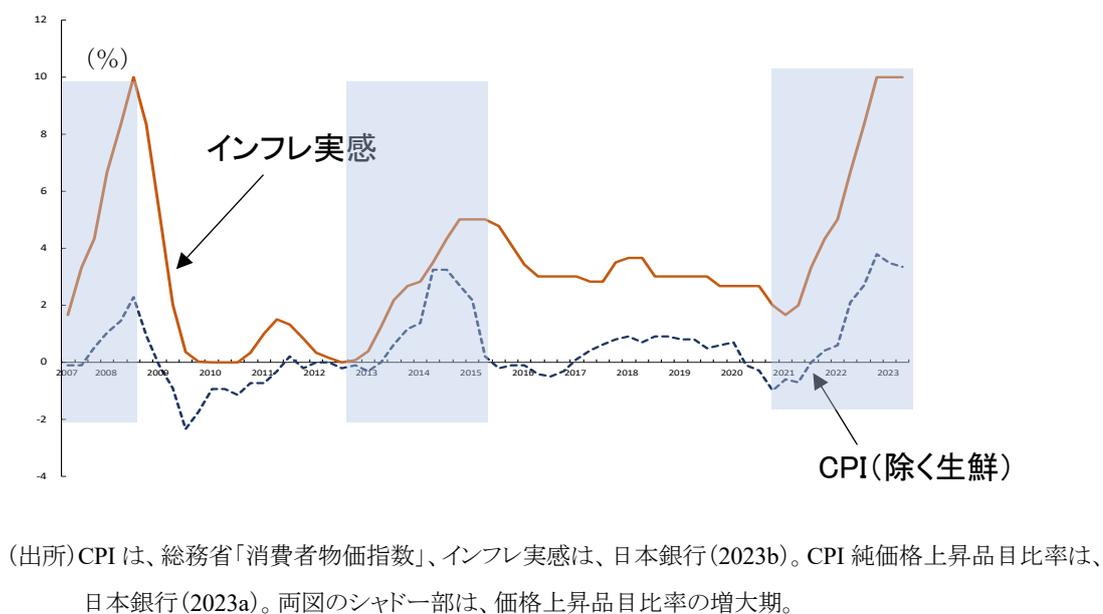
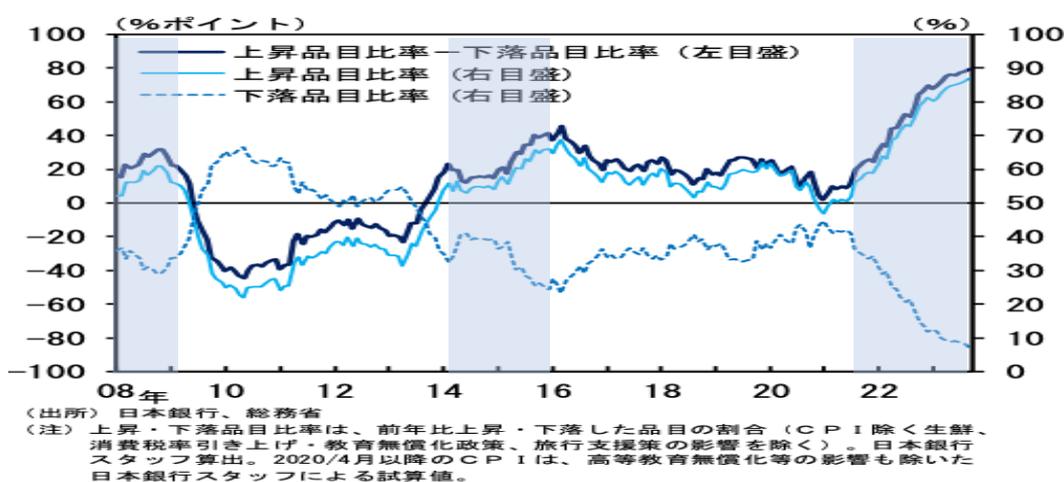
---

<sup>20</sup> 総務省統計局(2008) 参照。

<sup>21</sup> FRB(2018) 参照。

心を向けてしまう。これは、限られた認知能力を優先度合いに応じて活用するために生ずる心理現象である。このように低価格安定時に人々の関心が物価変動から薄れていく現象は、**rational inattention** と呼ばれている。「合理的(rational)」との名がつくのは、物価が安定している場合に、限られた認知能力を他の経済問題などに優先して割り振り、物価については敢えて無関心でいることが合理的行動である、との考え方を表現している<sup>22</sup>。

(図表 16) CPI 価格上昇品目比率(上図)とインフレ実感(下図)

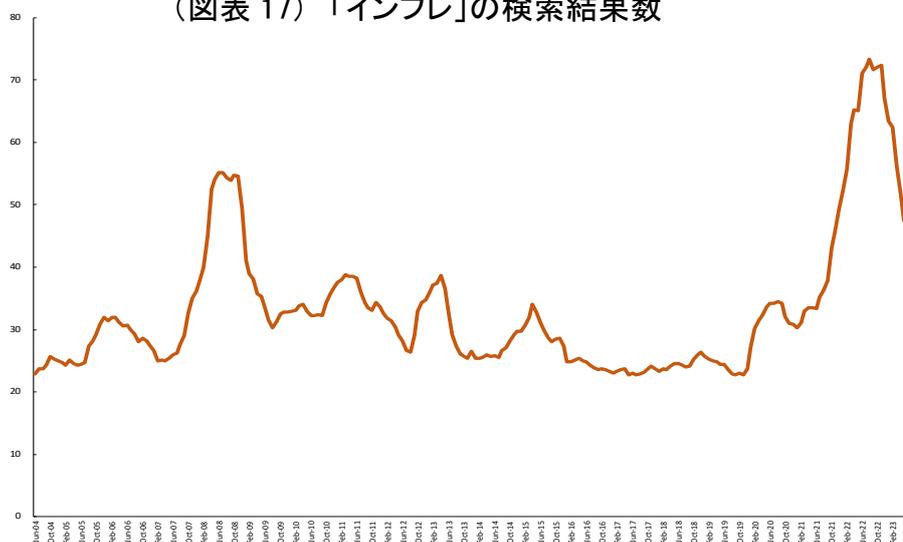


<sup>22</sup> BOE(2019)参照。

わが国以外でも例えば、カナダでは、パンデミック前の過去 25 年に亘る低インフレ期には、**rational inattention** がドミナントであったと指摘している<sup>23</sup>。また、パンデミック前に実施された BOE のインフレ調査では、インフレ問題が重要と考えた人の割合は、高インフレ期の 1970 年代には、50%に達していたのに対し、パンデミック前の 2019 年時点では 10%程度に過ぎなかったという。また、ドイツ中銀の論文でも、若者はパンデミック以前の段階では、生来低インフレ状態が続いていたので、**rational inattention** が常態化していたと指摘している<sup>24</sup>。こうした人々の物価動向に対する態度は、今次インフレ期に一転し、久しぶりにインフレ高進が人々の関心を集めることになった(図表 17)。

なお、こうした大規模なインフレ・デフレの体験は、その場限りのインフレ実感への影響に留まらず、その後のインフレ実感や期待インフレに長らく影響するとの見方もある。例えば、高インフレ経験者は、未経験者に比べると、長期間インフレ実感が高目になりやすいという。ただし、統計的に年代層とインフレ実感の関係を検証すると、国や時期によって結果にばらつきがあり、インフレ実感にコーホート効果があるとは断定できない。

(図表 17) 「インフレ」の検索結果数



(出所) Google Trend。月次データの 9 期移動平均値。ピーク時を 100 とする指数。

<sup>23</sup> Bank of Canada(2020)参照。

<sup>24</sup> Deuche Bundes Bank (2023)参照。

#### 4. 期待インフレとインフレ実感の関係

第2章で指摘したように、近年海外を中心にインフレ実感に関する研究が進展してきたのは、期待インフレが、インフレ実感をベースに形成されているとの考え方が台頭してきたからである。こうした考え方の背景には、以下の二つの実証分析結果がある。

第一に、社会経済的属性の違いは、家計の期待インフレに有意な影響を及ぼしているが、そうした影響は、インフレ実感の段階で既に生じていることが判明していることである。社会経済的属性とインフレ実感の関係を具体的にみると、①女性の方が男性よりもインフレ実感が高いこと、②学歴が高い人ほどインフレ実感が低いこと、③収入が多い人ほど、インフレ実感が低いこと、④金融リテラシーの高い人ほどインフレ実感が低いこと、などが挙げられる。

米国クリーブランド連銀調査(1998年8月～2001年11月)では、インフレ実感を男女別にみると、男性は4.6%、女性が6.9%となり、期待インフレ率も男性が4.0%、女性が6.4%と男女で2%ポイント以上の差が生じている<sup>25</sup>。また、所得階層別5区分でみると、最低所得区分のインフレ実感は9.2%、最高所得区分は4.7%と大きな差がみられ、期待インフレ率についても最低区分が8.4%、最高区分が4.4%と同様に4%ポイントの差が生じている。さらに学歴についても高卒以下のインフレ実感が7.5%、大卒以上が4.8%、同じく期待インフレ率は、高卒以下が6.6%、大卒以上が4.4%とギャップが生じている。

なお、上記属性によるインフレ実感・期待インフレ率の違い、特に男女差が生ずる原因については、多くの研究がなされているが、明確な回答は出ていない。ただし、現時点で有力な説としては、①男性よりも女性の方が依然として日常の買い物を分担することが多いため、女性の方が前章3.3.、3.4.でみたように、頻繁に購入する品目の価格変動の影響を受けやすいこと、②男性の方が社会進出率が高く、経済情報などに接する機会も多いため、前章3.2.でみた“better performer”となる確率が女性よりも高くなりやすいこと<sup>26</sup>、などが挙げられる。

また、CPIを常に上回っているインフレ実感が期待インフレ形成に大きな影響を及ぼしていると考えれば、家計の期待インフレがプロフェッショナルな期待インフレ率よりも高くなるのが無理なく説明できる。もちろん家計は、別稿でも指摘したように、期待インフレの形成に際して、インフレ実感のみならず先行きに関する客観的情報も参照している。これは別稿でみたように、期待インフレ率とCPIの時差相関には、インフレ実感とCPIにみられるラグが存在しないため、インフレ実感以外の先行きに関する情報

---

<sup>25</sup> FRB of Cleveland(2001)参照。

<sup>26</sup> NBER(2020)参照。

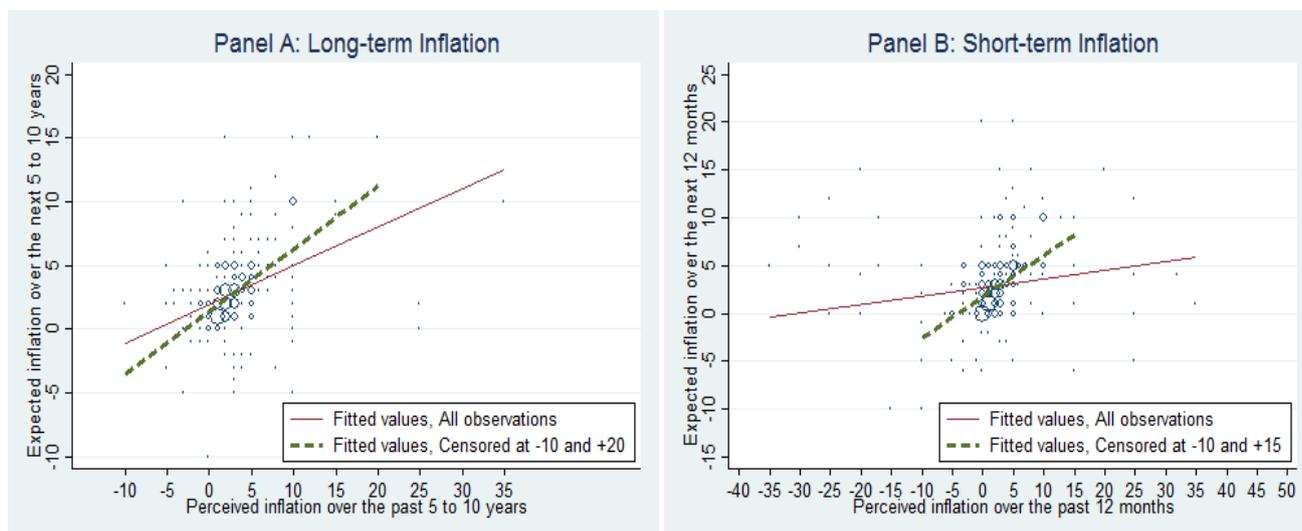
を反映していることを示唆しているためである。

第二に、インフレ実感と期待インフレ率の個票データから、クロスセクションで両者の相関関係を検証した結果、強い相関関係が検出されたことが挙げられる。残念ながら、現時点では、わが国の調査で個票データを公表している先は見当たらないので、以下に米国 FRB の分析例を引用する。

図表 18 は、FRB (2016) からの引用例である。左図は、長期間 (5~10 年)、右図は、短期間 (1 年間) について、インフレ実感を横軸に、期待インフレを縦軸にとってプロットしたものである。図中の緑の点線がインフレ実感の回答値を-10~+20%に限定した場合の回帰線である。

また、ドイツ中銀の分析では、インフレ実感から期待インフレ率へのパス・スルーを計算しており、短期では、インフレ実感の 1%の上昇は、期待インフレ率を 0.74%ポイント上昇させ、長期では、0.53%ポイント上昇させることを示した<sup>27</sup>。また、パス・スルーは、インフレ率が低い時ほど高まることも確認している。

(図表 18) インフレ実感(横軸)と期待インフレ率(縦軸)の関係



(出所) FRB (2016) Figure3。

<sup>27</sup> Deuche Bundes Bank (2023)参照。

## 5. 金融政策へのインプリケーション

家計のインフレ実感が期待インフレ形成に大きな影響を与えているという知見は、金融政策面にも新たなインプリケーションをもたらす。具体的には、以下のとおりである。

### 5.1. コア CPI に集中することの是非

金融政策検討時には、物価の基調的な動きを判断するために、短期的な変動が大きい食料品やガソリンなどを除いた、いわゆるコア・コアベースの物価指標が用いられることが多い。もちろん基調判断は大事であるが、一方で、コア・コアで除かれる食料品やガソリンといったノン・コアの価格こそが、家計の期待インフレ・インフレ実感に大きな影響を及ぼしていることも忘れてはならない。

このため、家計のインフレ実感を確かめるために、ノン・コアの価格動向もモニターしたり、前述したように、購入頻度ベースの物価指標などインフレ実感・期待インフレと統合的な価格指標を開発したりすることも必要となろう<sup>28</sup>。

### 5.2. インフレ実感・期待インフレのマクロ的影響への配慮や分析強化

第 4 章で触れたように、期待インフレ率は、性別・学歴・収入などの属性によって無視し得ない差が生じている。例えば、女性は期待インフレ率・インフレ実感が男性より高い。一方で名目金利は男女差がないため、結果的に直面する実質金利が男女で異なってくる。これに伴い、支出行動や貯蓄・投資行動に歪みが生じ、ひいては経済全体の資源配分の効率性にも影響が生ずる怖れがある<sup>29</sup>。

この点、ドイツ中銀は最新の論文の中で、インフレ実感の分析やモニタリングにより注力すべきであると主張している<sup>30</sup>。わが国においても、インフレ実感と期待インフレの関係に関する研究や実践的応用は現状手薄であるだけに、今後の進展が期待される。

### 5.3. 家計の期待インフレへの働きかけ

中央銀行にとって、家計のインフレ実感・期待インフレは、単にモニタリングの対象のみならず、金融政策の効率性向上の観点からも、対応が求められる。

第一に、中央銀行の政策コミュニケーションにおいて、インフレ実感や期待インフ

---

<sup>28</sup> D'Ancuto et al.(2019)参照。

<sup>29</sup> NBER (2020) 参照。

<sup>30</sup> Deuche Bundes Bank (2023)参照。

れに性別・所得階層別など属性による違いが生じていることを勘案する必要がある。

第二に、家計が、物価指数をはじめとするマクロ経済情報を入手・理解できるようになれば、インフレ実感・期待インフレの上方バイアスも縮小していく筋合いにある。この点、インフレ実感の属性調査で金融リテラシーが高いほどインフレ実感とCPIの乖離幅が小さくなることが示しているように、金融教育の普及による金融リテラシー向上が効果的である。これをECB流に言えば、“worse performer”の代わりに“better performer”を増やしていくためには、金融教育の推進が重要、ということになる。なお、こうした面からの金融教育の重要性については、内閣府社会総合研究所、ECBなども指摘している<sup>31</sup>。

## 6. おわりに

本稿では、インフレ実感の形成メカニズムを検証した後、インフレ実感と期待インフレの関係や金融政策へのインプリケーションを説明した。

従来、家計のインフレ実感、CPIを大きく上回る水準にあるため、軽視される傾向にあった。しかし、家計のインフレ実感が、期待インフレ形成の基礎となっていることが判明したため、インフレ実感に関する研究が見直されつつある。そしてインフレ実感とCPIの乖離の原因についても、以下の要因が挙げられるようになった。

第一に、家計の物価統計に関する知識不足が挙げられる。家計がインフレ実感の回答根拠として最も多く挙げたのは、頻繁に購入する品目の価格動向であった。事実、食料品・ガソリンなど頻繁購入品目を合成した価格指数は、CPI全体よりもインフレ実感とのフィット感が改善した。

第二に、人々の損失回避傾向の影響が挙げられる。人々は値下がりよりも損失につながる値上りを2.5倍も強く感じるという。このため、大きな値上げが生じると、インフレ実感がCPI以上に高まることになる。

第三に、CPI統計では性能向上分品質調整により、価格指数を引下げている。一方、家計は単純に販売価格で判断するため、インフレ実感とCPIの乖離が拡大する。

次に、家計の期待インフレ形成とインフレ実感の関係としては、①性別・収入・学歴などの社会的属性の違いが、期待インフレ率とインフレ実感に及ぼす影響がほぼ一致していること、②個票データを用いたクロスセクション分析で期待インフレとインフレ実

---

<sup>31</sup> 内閣府経済社会総合研究所(2022)、ECB(2017)

感の間に強い相関関係を見出していること、が挙げられる。

家計のインフレ実感が期待インフレ形成に大きな影響を及ぼしていることは、金融政策面にも新たなインプリケーションをもたらす。具体的には、①食料品・ガソリンは、コアコア CPI から控除されているが、家計のインフレ実感を見る上では重要なコンポーネントであること、②社会属性により期待インフレに相違が生ずるということは、直面する実質金利も異なっていることを意味し、資源の効率的配分に影響を与えること、③経済情勢に即したインフレ実感の形成促進のためには、金融教育による金融リテラシー向上が望まれること、などが挙げられる。

インフレ実感に関する研究は従来手薄であっただけに、今後の調査データの充実化、インフレ実感の形成要因や期待インフレ率との関係などの分析の進展が望まれる。特に、データについては、個票データ、性別・学歴・収入別など属性データ、インフレ実感・期待インフレの詳細な分布状況など、分析に必要なデータの早期公表が望まれる。

以 上

## (参考文献)

- 金融広報中央委員会(2022)「金融リテラシー調査」2022年調査
- 消費者庁(2019)『「物価モニター調査」を利用したインフレ予想の要因分析」、消費者庁、2019年5月
- 総務省統計局(2008)「最近の物価の実感に関する定量評価」、清水誠、「統計」2008年10月号
- 内閣府経済社会総合研究所(2013)「わが国家計のインフレ期待形成における異質性バイアス」、ESRI Discussion Paper Series No.300、上野有子、難波了一、2013年7月
- 内閣府経済社会総合研究所(2022)「マイクロショックとマクロ予測」、経済分析 204号、飯塚侑大、菊池純一、中園善行
- 日本銀行(2022)「わが国における家計のインフレ実感と消費者物価上昇率」、高橋悠輔、玉生揚一郎、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.22-J-2
- 日本銀行(2023a)「経済・物価情勢の展望(2023年10月)、日本銀行
- 日本銀行(2023b)「生活意識に関するアンケート調査」(2023年9月調査)、日本銀行
- 日本経済新聞(2023)「物価分析、購入頻度も考慮を：インフレの展望と金融政策」、阿部修人、稲倉典子、2023年8月25日付経済教室
- Bank of Canada(2020) “Perceived Inflation and Reality: Understanding the Difference”  
Remarks by Deputy Governor L. Schembri
- BOE(2019) “Understanding Inflation: Expectation and Reality,” Sylvania Tenreyro, July 10, 2019
- Bruine de Bruin W et al. (2013) “Measuring Inflation Expectations” Annual Review of Economics, 2013
- Central Bank of Ireland (2022) “What Drives Consumers’ Inflation Perceptions in the Euro Area?” Economic Letter Vol. 2022, No.6
- D’Ancuto et al.(2019) “Exposure to Daily Price Changes and Inflation Expectations,”  
E. D’Ancuto, U. Malmendier, J. Ospia, M. Weber, NBER Working Paper 26273, September 2019

Demarks National Bank (2019) “Revisiting the Inflation Perception Conundrum,” K. Ablidgen,  
A. Kuchier

Deuche Bundes Bank (2023) “The Pass-through from inflation perceptions into inflation  
expectation” Discussion Paper No17/2023, S. Huber, D. Minira, T. Schmidt

ECB (2017) “EU Consumers’ quantitative inflation perceptions and expectation: An  
Evaluation,” R. Arioli, C. Bates, H. Dieder, I. Duca, R. Friz, C. Gayer, G.  
Kenny, A. Meyler, I. Pavlova, ECB Occasional Paper Series No.187, April  
2017

FRB (2001) “The Demographics of Inflation Opinion Surveys” Federal Reserve Bank of  
Cleveland, October 2001

FRB (2016) “Inflation Perception and Inflation Expectations” FEDS Notes 2016/12,  
A. Detmeister, D. Lebow, E. Peneva

FRB (2018) “Perceptions and Expectations of Inflation by U.S. Households” Finance and  
Economics Discussion Series 2018-073, A. Axerlrod, D. Lebow, E. Peneva

FRB of Cleveland (2001) “The Demographic of Inflation Opinion Surveys” M. Brayan,  
G. Venkatu, October 15, 2001

Georgans et al. (2014) “Frequency Bias in Consumers’ Perception of Inflation : An  
Experimental Study,” European Economic Review 67, S. Georgans, P. Healy,  
N. Li

NBER (2020) “Gender Roles and the Gender Expectation Gap” NBER 26837, March 2020