

わが国家計のインフレ実感：形成過程と期待インフレ率との関係^(注)

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、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、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。第二に、人々の損失回避傾向である。第三に、家計が、CPIの品質調整を認識できないことである。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期待インフレ率、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家計は、期待インフレを回答する際に、インフレ実感に大きく依存していること、③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に大きな影響を与えていることは、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による、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。

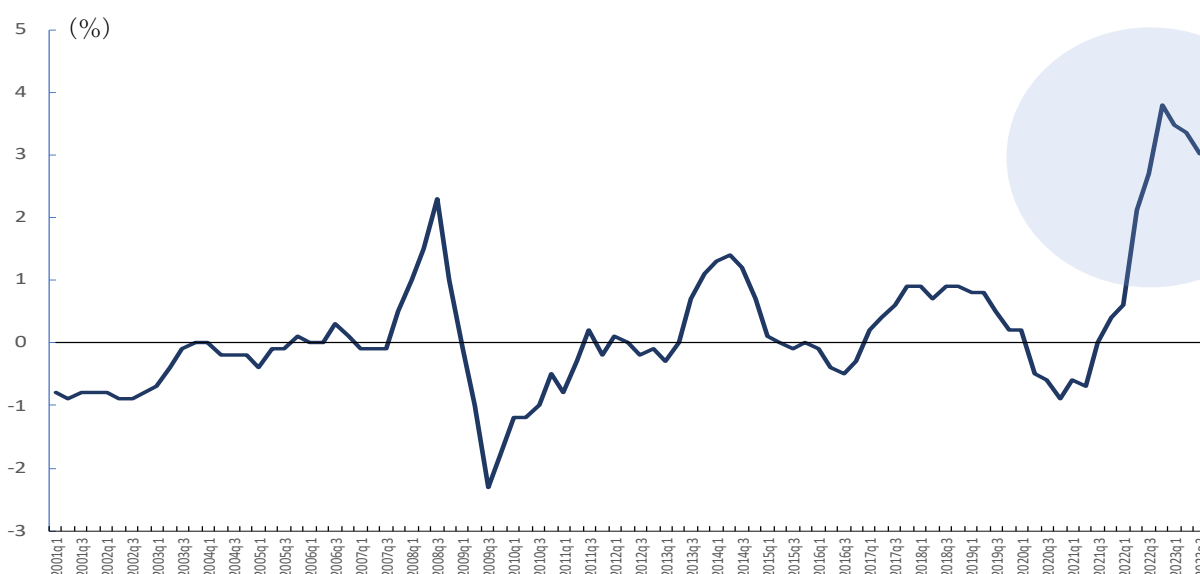
*……infotain.reseach@gmail.com。引用の際には、出所を明記して下さい。

(注)本稿は、2023年12月7日に公表した「インフレ実感からみた家計のインフレ期待」を改題および内容増補したものである。

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たのが、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過程を検証した後、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、期待インフレ形成と密接に関係し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。インフレ実感が CPI から上方乖離する原因としては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回答根拠として、頻繁に購入する品目の価格動向を参照することが最も多い。このため、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 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、値上げは心理的に大きなインパクトを生じ、インフレ実感が CPI の実態以上に高まってしまうことになる。

第三に、CPI 統計で実施されている性能向上による品質調整は、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、家計の期待インフレ形成とインフレ実感に密接な関係がある証左としては、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家計は、期待インフレを回答する際に、インフレ実感に大きく依存していること、③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見出されていること、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与えていることは、金融政策面でもインプリケーションを有する。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インフレ実感と CPI 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。

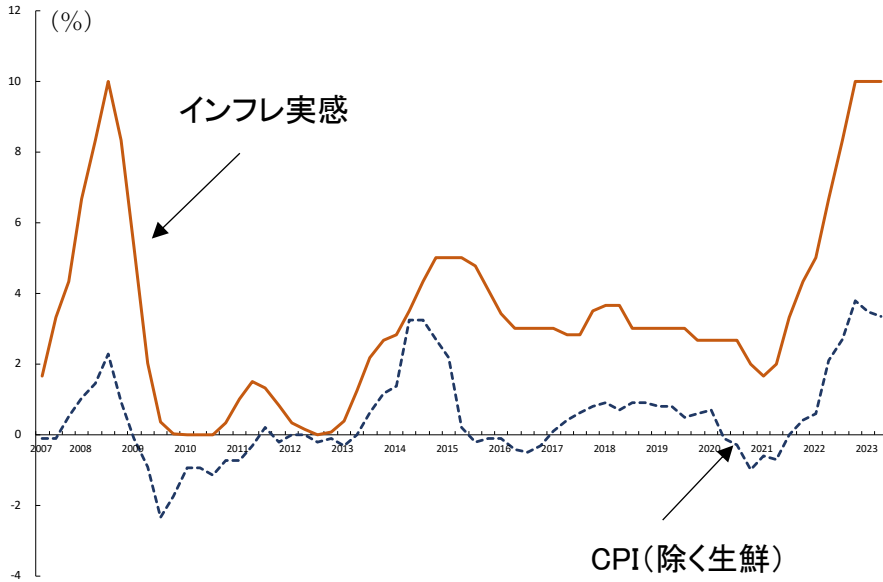
2. CPI 上昇率を上回って推移するインフレ実感

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。

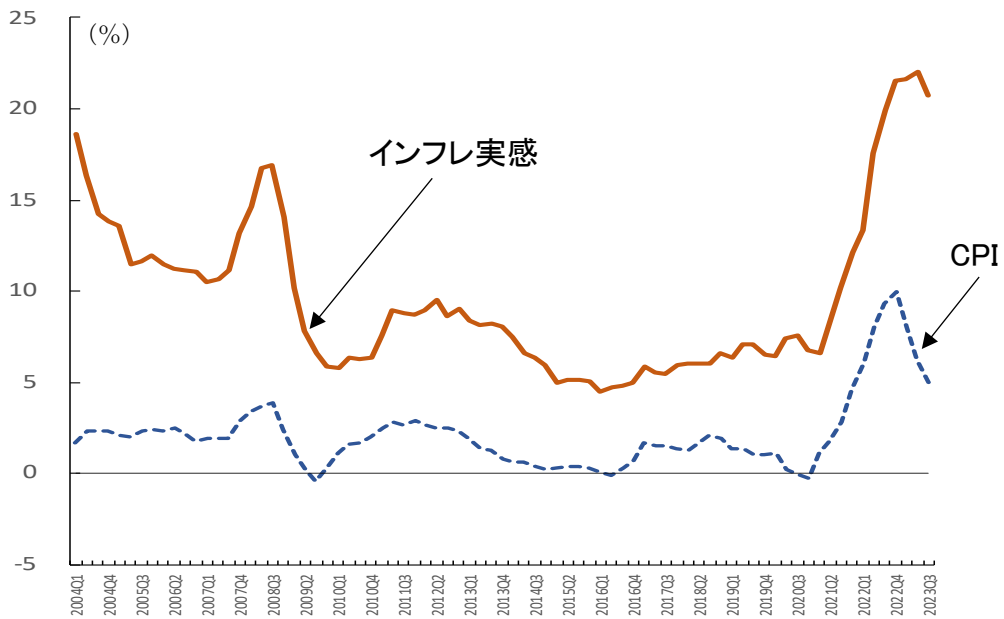
なお、インフレ実感が常に CPI を上回る現象は、わが国のみならず欧米主要国でも幅広く観察されており、経済研究者の間でも、「インフレ実感の謎(”inflation perception conundrum)」と呼ばれている。図表 3 には、ユーロ圏の例を示したが、インフレ実感 は CPI の動きをよく追いながらも、そのレベルは、5~10%ポイントほど CPI 上昇率よりも高くなっている。特に今次インフレ期には、ピーク時の CPI 上昇率は、わが国より高い 10%近くまで上昇し、インフレ実感も、その倍程度の 20%を超える高水準に上昇している。

(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



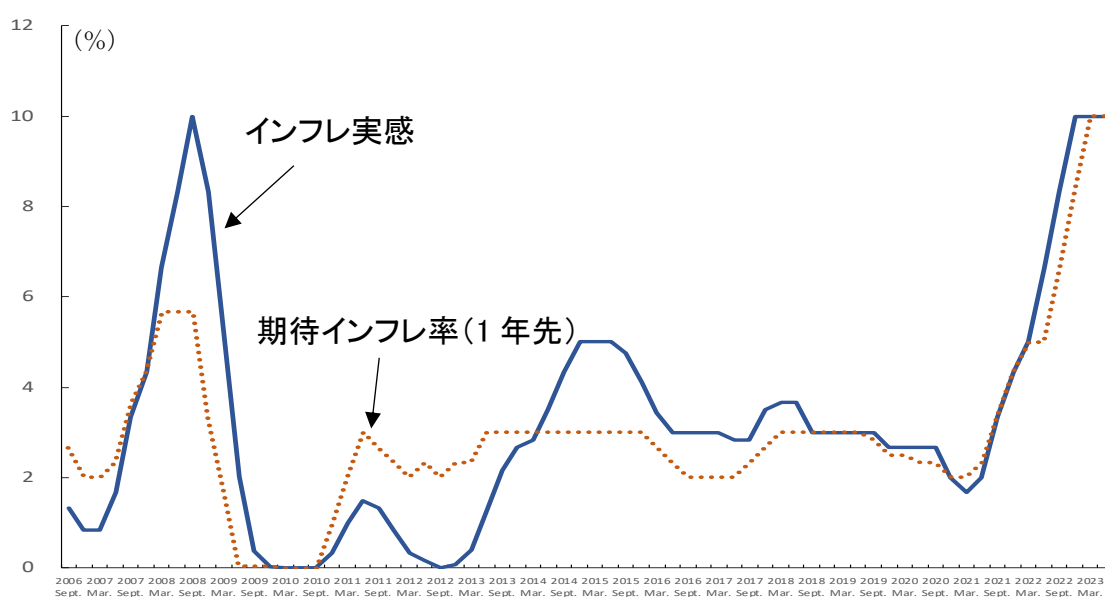
(出所) HICP は、European Commission, インフレ実感は、European Commission's Harmonized Consumer Survey。

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



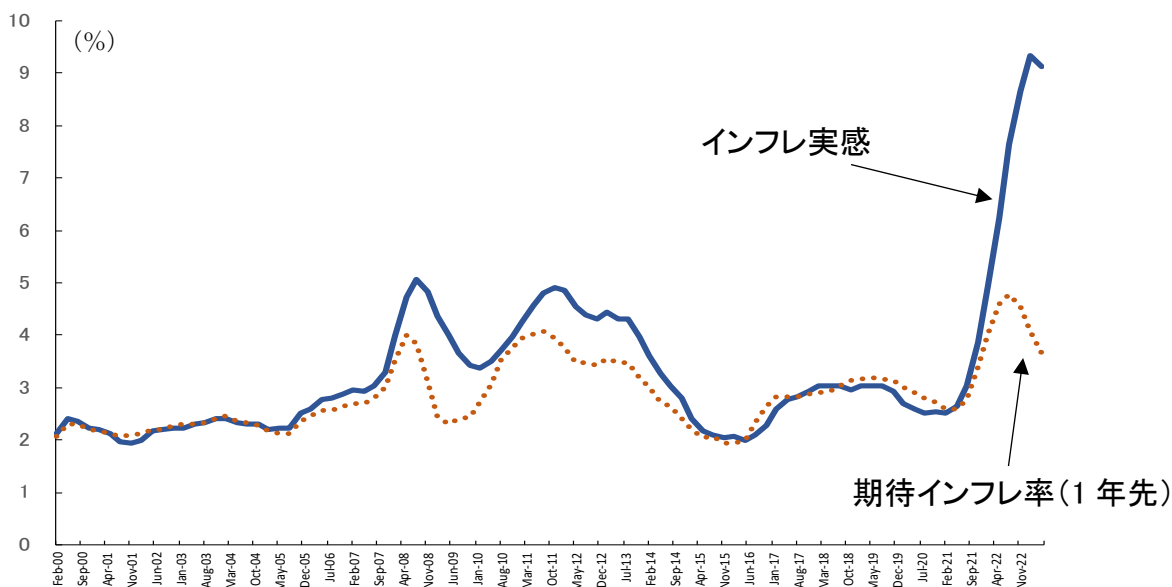
(出所) 日本銀行(2023b)。

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

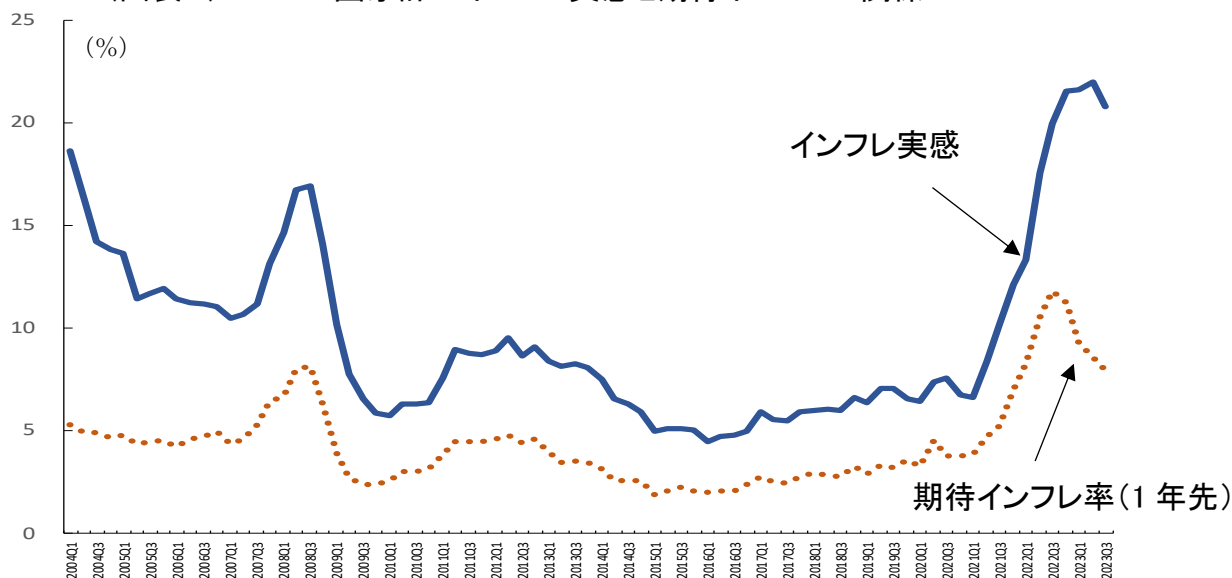
フレの方が若干先行していること、といった特徴が認められる。

(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、別稿で指摘した通り、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。特にインフレ実感については、CPI上昇率との乖離幅が大きいことから、注目度が低く、乖離の原因に関する研究もあまり進まなかった。

しかしながら、期待インフレとインフレ実感・CPIとの統計的な関係を調べると、インフレ実感の期待インフレとの相関係数は、CPIのそれよりも高かった。わが国の場合で見ると、インフレ実感と1年先期待インフレの相関係数(0.84)は、CPIと期待インフレとの相関係数(0.77)よりも高くなっている。

一方、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、家計の調査の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多く用いられてきた。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格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を仮定するのが主流となっている。

ただし、図表4～6でみたように、インフレ実感を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と、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過程

本章では、インフレ実感の形成過程、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¹。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価格上昇に対する消費者の損失回避傾向、④CPI統計の品質調整の問題、⑤個人のイ

¹ 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。

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。

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、実際にも両者の相関係数を測ると、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²。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. インフレ実感の形成に関する掘り所

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だろうか。その手がかりとして、まず、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³。

「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⁴。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⁵。

「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を購入することができますか。」

² ECB(2017)も参照。

³ 内閣府経済社会総合研究所(2022)参照。

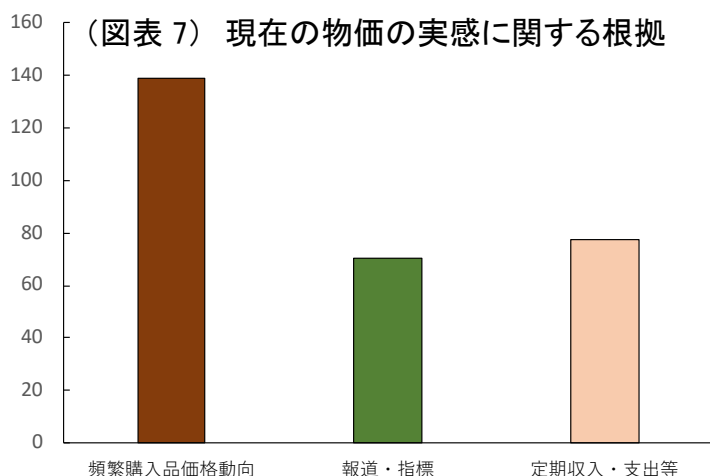
⁴ 金融広報中央委員会(2022)問21-1参照。

⁵ 同上問22を参照。

本設問の正答率(「今日以下の物しか買えない」)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⁶。

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統計の役割や実績値など、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。

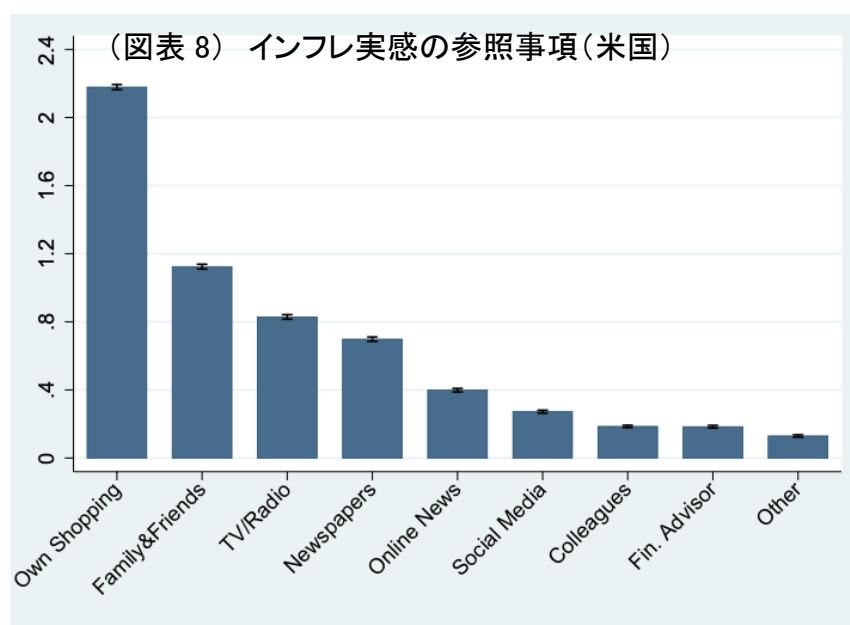


(出所)日本銀行(2013)。問12。なお、「頻繁購入品価格動向」には、「ガソリン価格」と「仕事上の価格動向」を含む。また、「報道・指標」には、「物価に関するマスコミ報道」、「為替動向」、「株価地価」、「日銀の金融政策」を加えたもの。また、「定期収入・支出等」には、「たみに支出する品目価格」を含む。なお、回答者は、11の選択肢から3つまで選択することができる。

⁶ 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。

同様の調査は海外でも行われており、図表 8 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 9 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。



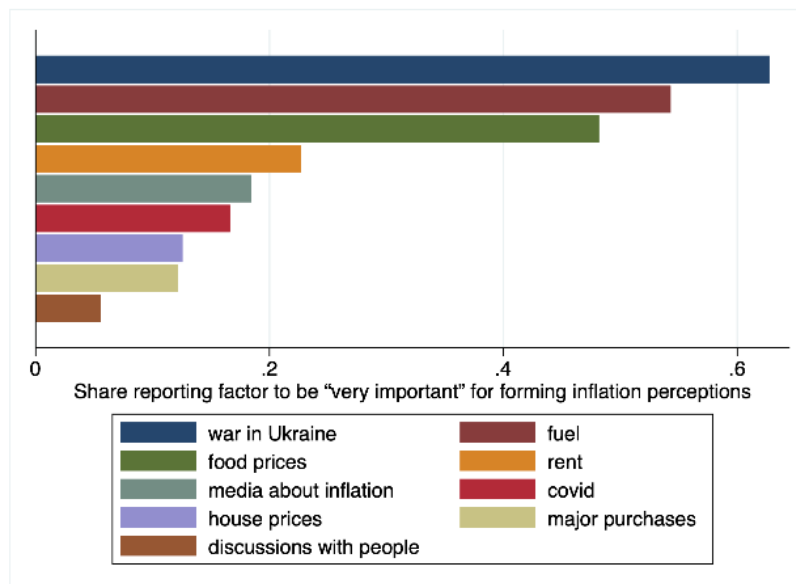
(出所)D' Ancuto et al.(2019) Figure1 より引用。

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 performers”と、”worse performers”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⁷。“worse performers”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。

⁷ D' Ancuto et al.(2019)も同様の指摘をしている。

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⁸。

(図表 9) インフレ実感の参照事項(ドイツ)



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

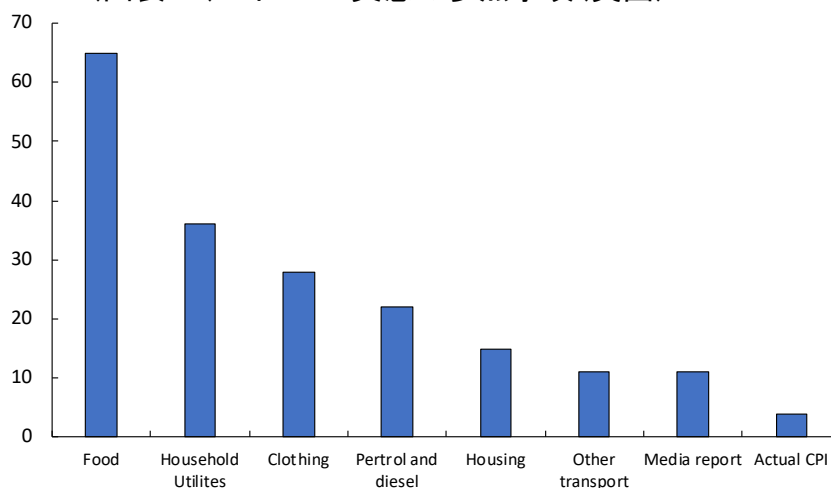
図表 10 には、イングランド銀行(BOE)による調査結果を示した。他の国の調査と同様、第 1 位から第 6 位までは、頻繁に購入する品目の価格に関係した回答となっている。マスメディアからの情報は、第 7 位、そして、CPI の実績値は、第 8 位となっている。英国での他の調査によると、CPI の具体的な数値を尋ねたところ、正当率は、10～20%にとどまり、45%は、「わからない」と回答したという結果もある。

最後に、回答者のインフレ実感の分布状況を見てみよう。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%など極端な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、などがみて取れる。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

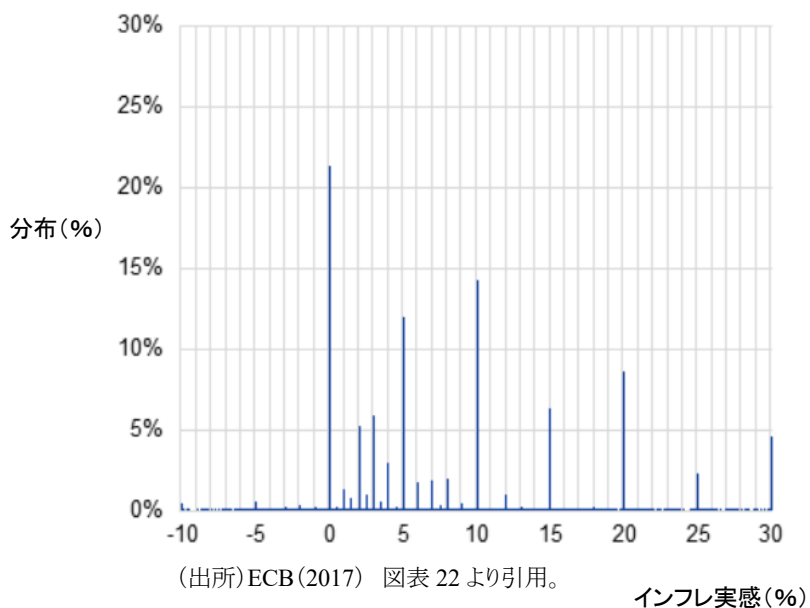
⁸ Deuche Bundes Bank (2023)

的には、回答者が回答に自信を持て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 performers”が相当程度含まれていると推察される。

(図表 10) インフレ実感の参照事項(英国)



(図表 11) ユーロ圏家計のインフレ実感の分布状況



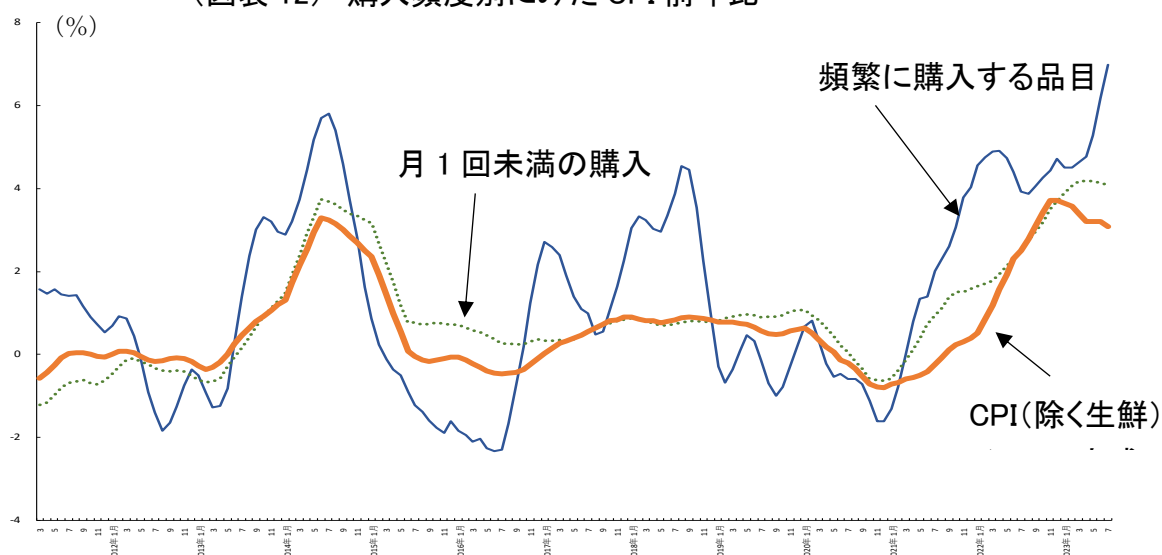
3.3. インフレ実感と購買頻度 CPI

前節でみたように、消費者、特に“worse performers”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⁹、デンマーク¹⁰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。

(図表 12) 購入頻度別にみた CPI 前年比



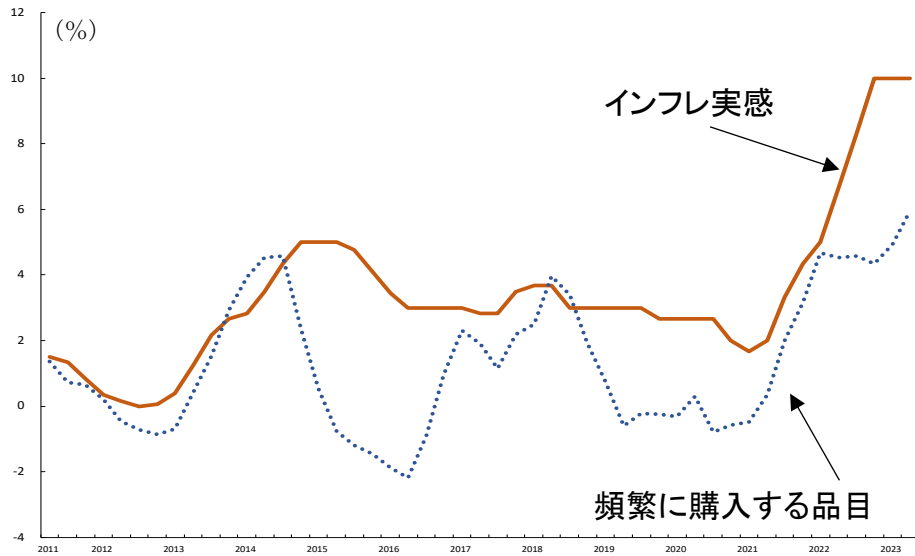
(出所)総務省「消費者物価指数」

図表 13 では、上記の頻繁購入品目の価格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。

⁹ Deuche Bundes Bank (2023)参照。

¹⁰ Demarks National Bank (2019)参照。

(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¹¹。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¹²。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¹³。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¹⁴。

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)。

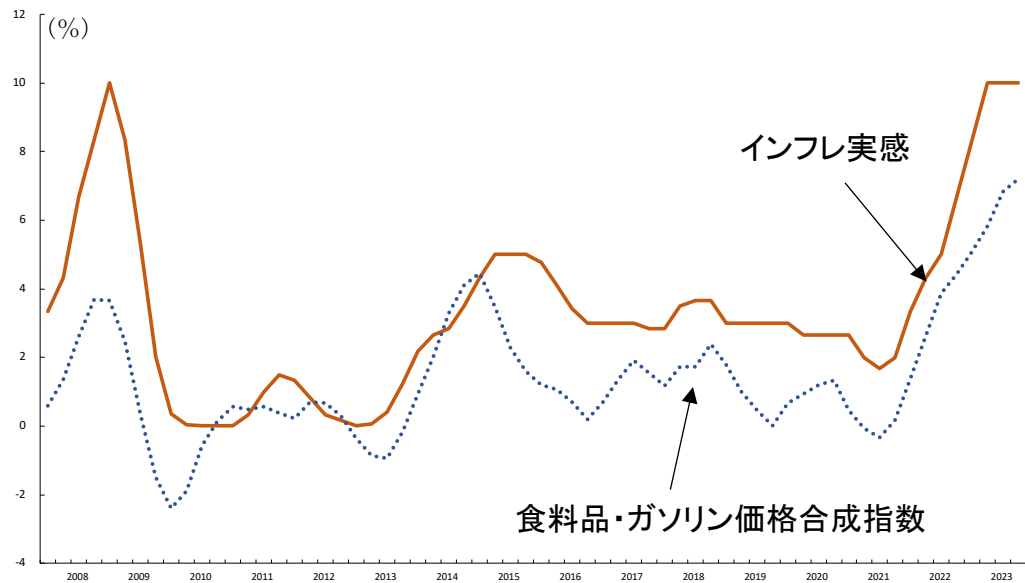
¹¹ 日本経済新聞(2023)参照。

¹² Deuche Bundes Bank(2023)参照。

¹³ Georgans et al.参照。

¹⁴ Demarks National Bank(2019)

(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。

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、支出額ウェ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、購入頻度によるウェ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¹⁵。具体的には、週 1 回以上購入する品目に限り、かつウェイトを購入頻度に変更した独自指標を算出すると、2023 年 6 月時点で +14.0%、CPI から帰属家賃を除いたベースでウェ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。

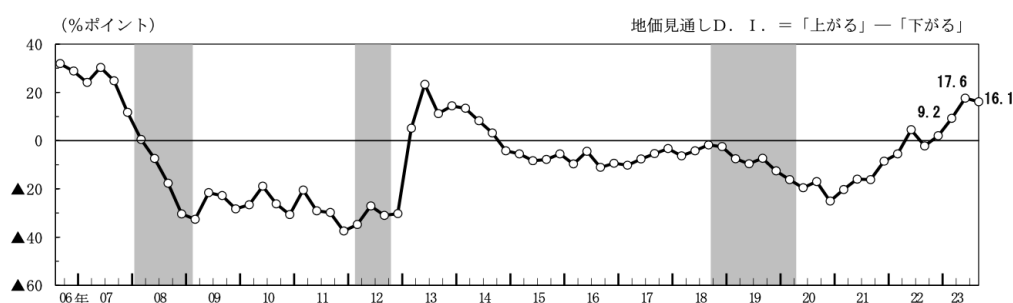
さらに、CPI 統計とインフレ実感との関係という意味では、CPI に住宅・不動産価

¹⁵ 日本経済新聞(2023)参照。

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。

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¹⁶や米国の論文¹⁷などでも言及されている。

(図表 15) 地価見通し D.I.の推移



- (注) 1. 本設問は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. シャド一部分は、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

¹⁶ Bank of Canada(2020)参照。

¹⁷ D'Ancuto et al.(2019)参照。

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¹⁸)、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 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¹⁹、デンマーク中銀、米国 FRB、英国中銀、カナダ中銀、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。

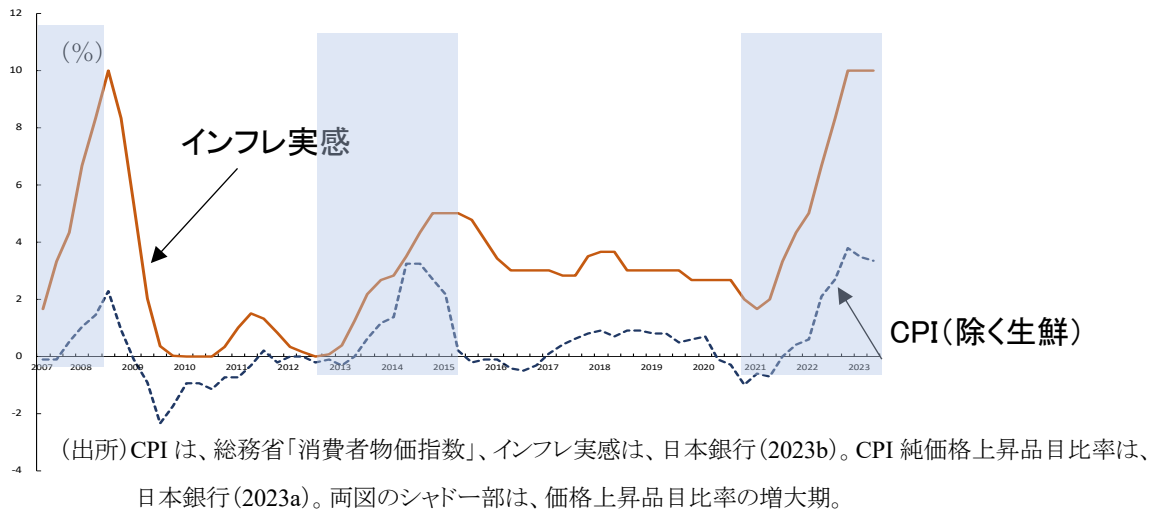
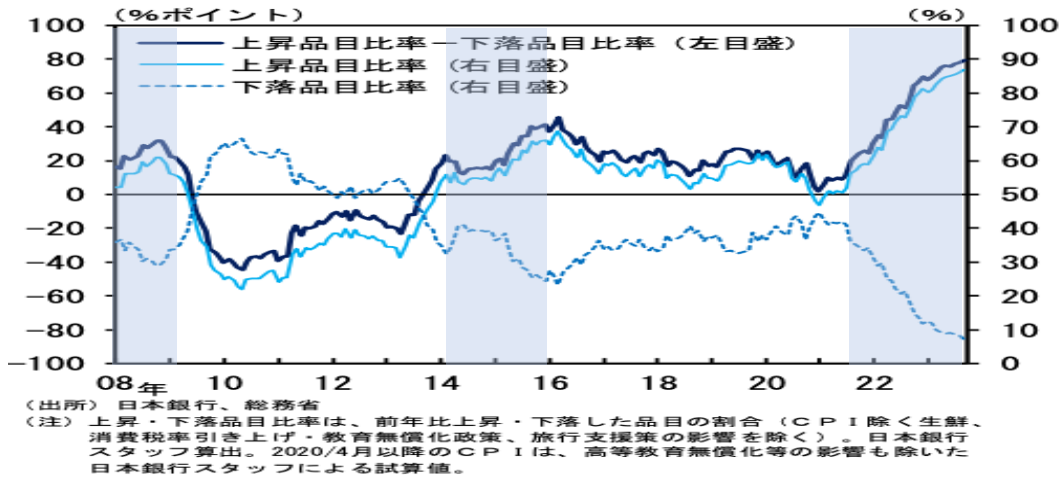
図表 17 は、米国における価格上昇・下落に関するニュースに接した記憶と 1 年先期待インフレ率をプロットしている²⁰。消費者の価格情報に対する反応は非対称で、「価格下落」に比べ、「価格上昇」に対して非常に敏感になっている。また、グラフをみると、インフレ実感の代替指標として図示した 1 年先インフレ期待は、「価格上昇」ニュースの頻度と強く相関していることもわかる。こうした状況は、消費者の損失回避傾向と統合的な結果といえる。

¹⁸ BOE(2019)参照。

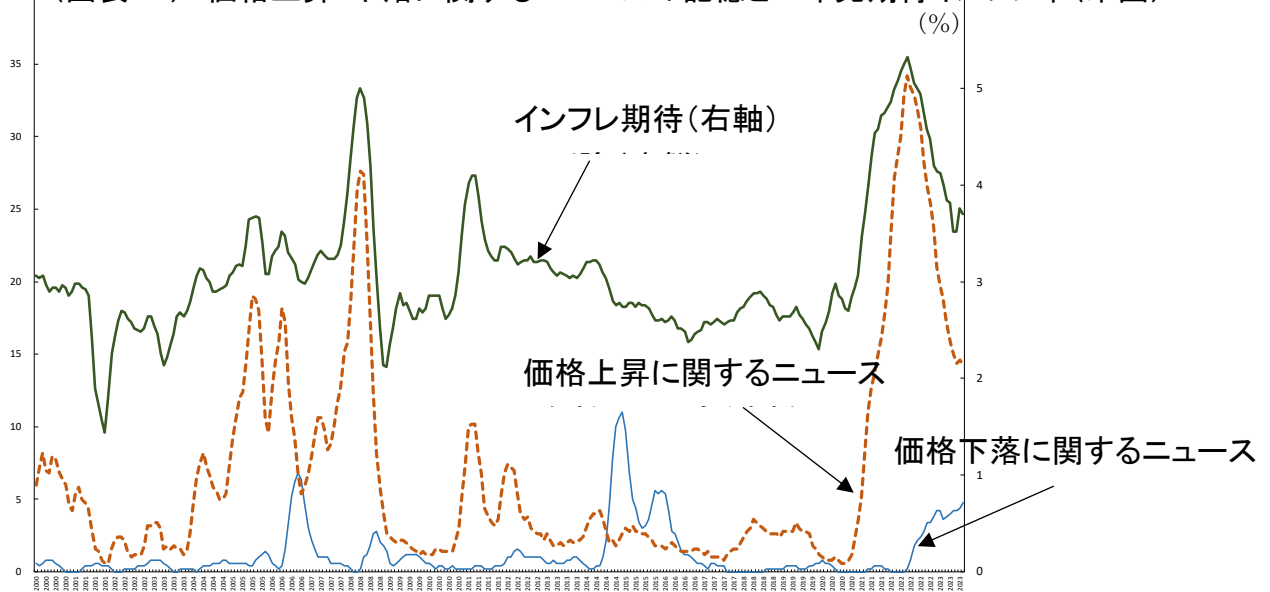
¹⁹ 内閣府経済社会研究所(2013)参照。

²⁰ Ehrmann et al. (2017) 参照。米国ではインフレ実感の長期時系列が利用できないため、図表 17 では、ミシガン大学調査による 1 年先のインフレ期待を示している。

(図表 16) CPI 価格上昇品目比率(上図)とインフレ実感(下図)



(図表 17) 価格上昇・下落に関するニュースの記憶と1年先期待インフレ率(米国)



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²¹、米国 FRB²²、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、全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²³。

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(図表 18)²⁴。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

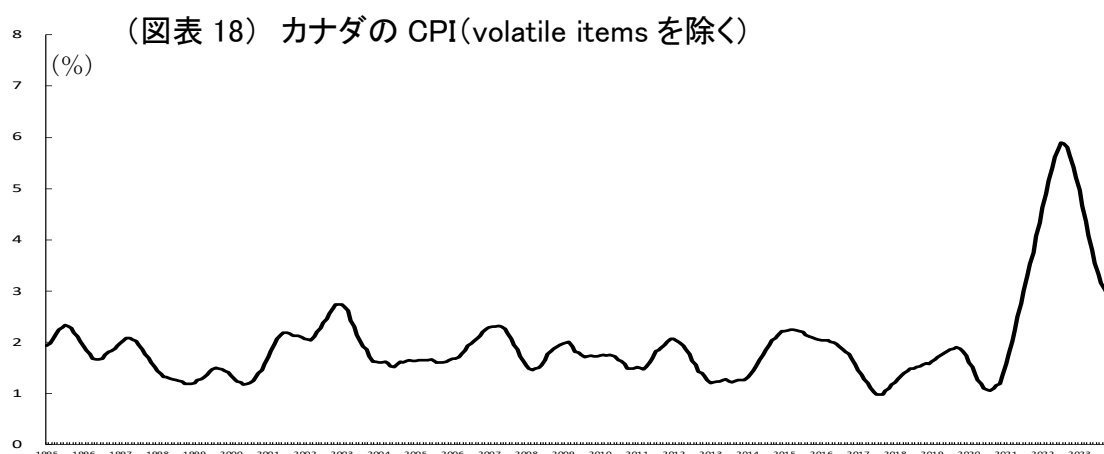
²¹ 総務省統計局(2008)参照。

²² FRB(2018)参照。

²³ BOE(2019)参照。

²⁴ Bank of Canada(2020)参照。

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、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²⁵。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 19)。

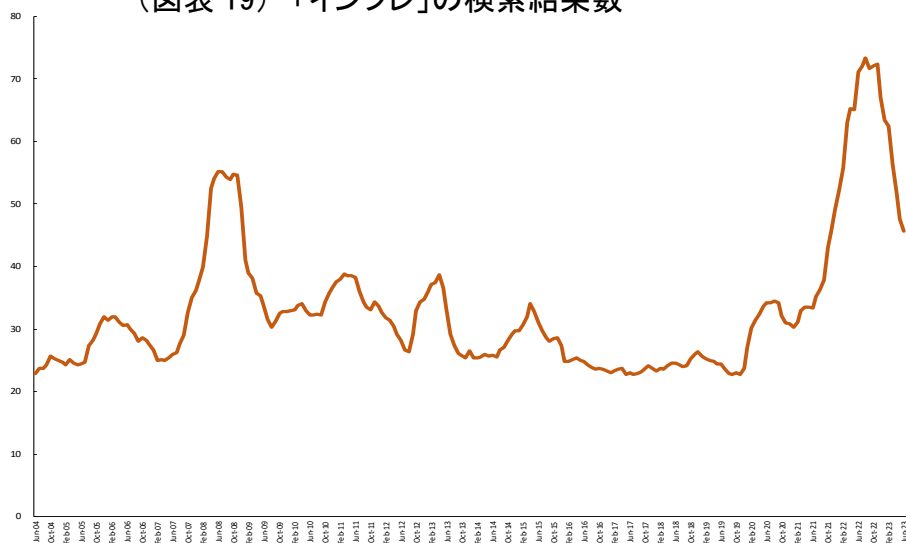


(出所) Statistics Canada, Consumer Price Index

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。

²⁵ Deuche Bundes Bank (2023)参照。

(図表 19) 「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。

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。その証左は三つある。

第一に、社会経済的属性が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。社会経済的属性とインフレ実感の関係とは具体的に、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(収入)が高い(多い)人ほどインフレ実感が低いこと、③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²⁶。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

²⁶ FRB of Cleveland(2001)参照。

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 performers ”となる確率が女性よりも高くなりやすいこと²⁷、などが挙げられる。

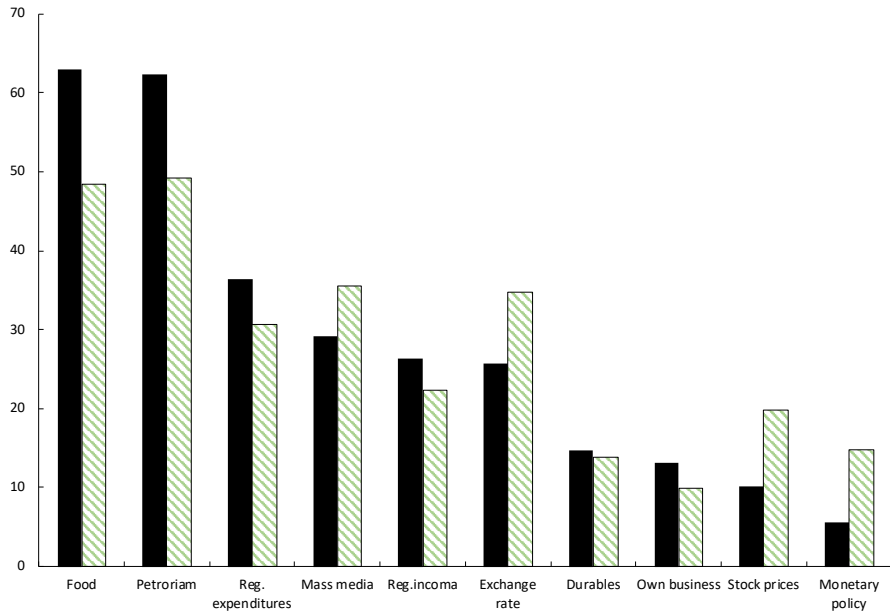
また、CPI を常に上回っているインフレ実感が期待インフレ形成に大きな影響を及ぼしていると考え、家計の期待インフレがプロフェッショナルな期待インフレ率よりも高くなるのが無理なく説明できる。もちろん家計は、別稿でも指摘したように、期待インフレの形成に際して、インフレ実感以外の客観的情報も参照している。これは、時差相関を取ると、期待インフレ率と CPI の相関は、インフレ実感と CPI にみられるラグが存在しないため、インフレ実感以外の先行きに関する情報を反映していることを示唆しているためである。

第二に、各種家計調査によると、消費者は、期待インフレを回答するときに、インフレ実感に大きく依存することが判明したことである。図表 20 は、日本銀行の「生活意識調査」でインフレ実感と 5 年先期待インフレの回答根拠を尋ねた結果である。インフレ実感に比べ、期待インフレの回答は、為替相場、資産価格、金融政策など、将来のインフレ動向に影響を与えるマクロ指標の比重が高まっている。この傾向は、別稿で行なった時差相関係数の計測で、期待インフレには、インフレ実感には含まれていない独自の情報が含まれているという事実と整合的である。

回答群をバックワード・ルッキング要因とフォーワード・ルッキング要因に分けると、インフレ実感に比べ、期待インフレの方が、フォーワード・ルッキングな要素の比率が上昇しているが、それでも、ウェイト自体は、バックワード・ルッキングの方が依然高く、家計は期待インフレ形成時においても、インフレ実感に依存していることがわかる(図表 21)。

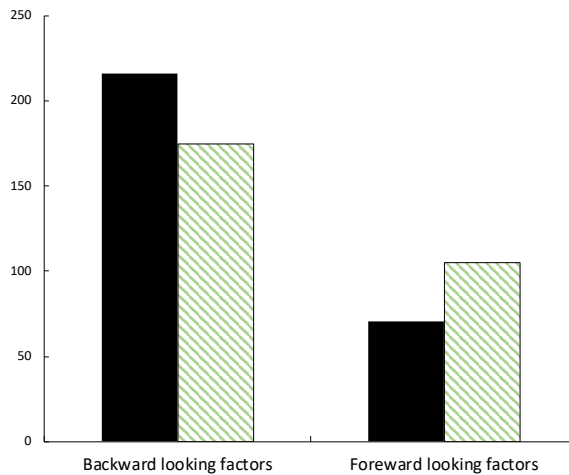
²⁷ NBER(2020)参照。

(図表 20) インフレ実感と期待インフレの回答根拠(日本)



(出所)BOJ (2013)。

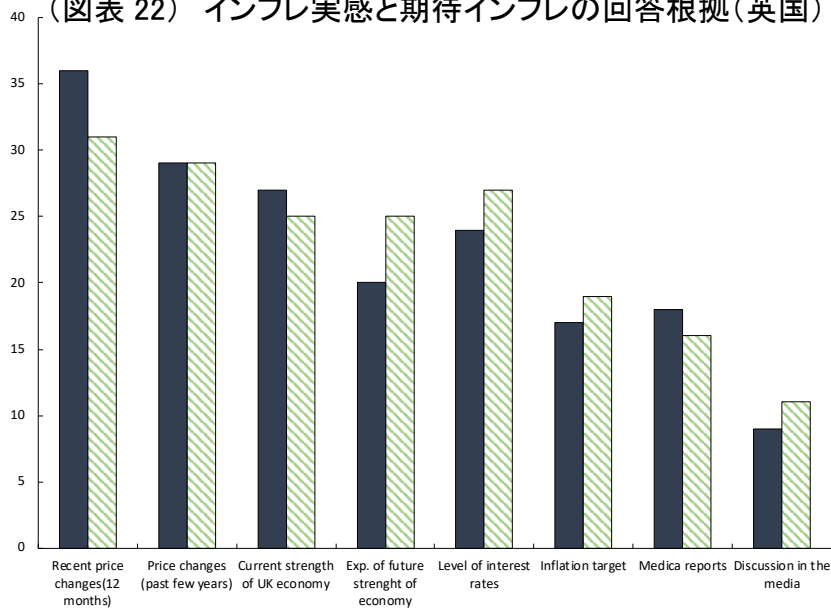
(図表 21) インフレ実感と期待インフレの回答根拠(Backward/Forward-Looking 要因別、日本)



(出所)BOJ (2013)。要因別は筆者計算。

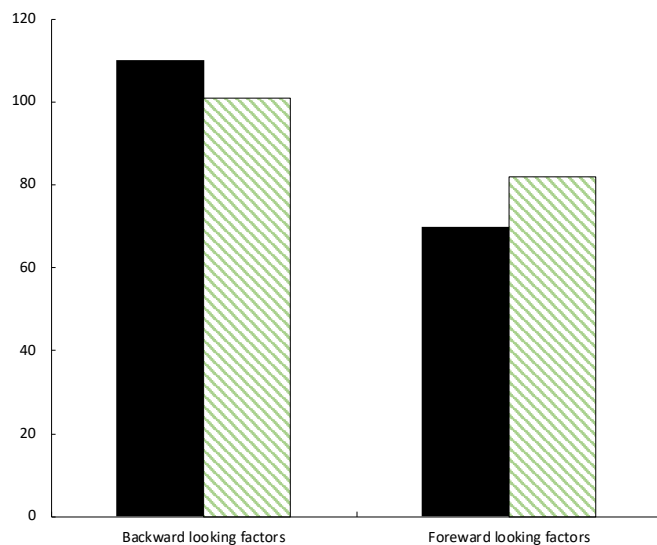
次に、BOE の英国調査によると、わが国同様、期待インフレ形成時にバックワード・ルッキング要素に大きく依存していることがわかる(図表 22)。なお、本調査では、1年先と5年先の期待インフレ率の決定要因を比較している。図表を見ると、5年先期待インフレの方が、「将来の経済状況」、「金利水準」、「マスメディアでの議論」など1年先に比べ、フォーワード・ルッキングの要素の比重が高まっている。こうした回答項目を図表 23 で示すように、フォーワード・ルッキング/バックワード・ルッキング要因別に集計してみると、5年先のインフレ期待の方が、フォーワード・ルッキング要因のウェイトが高くなる。

(図表 22) インフレ実感と期待インフレの回答根拠(英国)



(出所)BOE (2016)。

(図表 23) インフレ実感と期待インフレの回答根拠(Backward/Forward-Looking 要因別、英国)



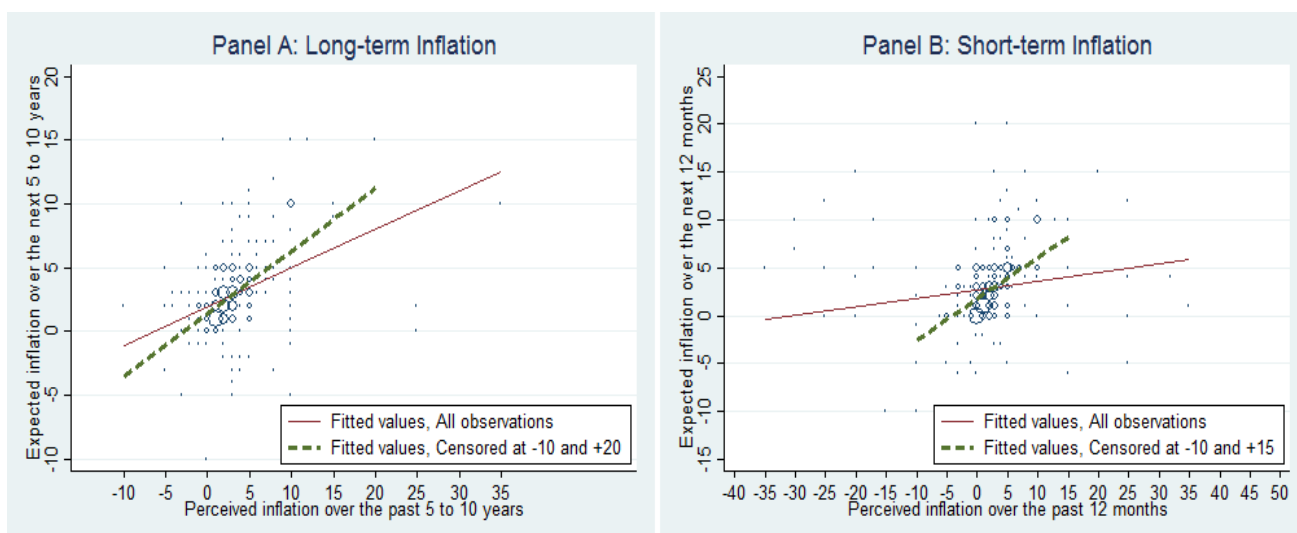
(出所)BOE (2016)。要因別は、筆者計算。

第三に、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 24 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取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²⁸。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 24) 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。

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

²⁸ Deuche Bundes Bank (2023)参照。

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、購入頻度ベースのウェイトや消費者の損失回避傾向(非対称的ウェイト)など、実際のインフレ実感・期待インフレと整合的な価格指標を開発したりすることも必要となろう²⁹。

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³⁰。

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³¹。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レに性別・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

²⁹ D'Ancuto et al.(2019)参照。

³⁰ NBER (2020) 参照。

³¹ Deuche Bundes Bank (2023)参照。

が効果的である。これを ECB 流に言えば、“worse performers”の代わりに“better performers”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³²。

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、期待インフレの形成と密接に関係し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。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 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家計は、期待インフレを回答する際に、インフレ実感に大きく依存していること、③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

³² 内閣府経済社会総合研究所(2022)、ECB(2017)

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
- (2023a)「経済・物価情勢の展望(2023年10月)、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 (2016)“How are Households’ Inflation Expectations Formed?” Quarterly Bulletin 2016 Q2, J. Rowe
- (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

Ehrmann et al. (2017) “Consumers’ Attitudes and Their Inflation Expectations,” M. Ehrmann,
D. Pfajfar, E. Stantoro, International Journal of Central Banking, February
2017

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

—— (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