

## 海外と比較したわが国の期待インフレの特徴

### (サマリー)

本稿では、海外でインフレ沈静化が進みつつある2024年12月時点における国内外の家計・企業の期待インフレの動向を点検し、欧米諸国と比較したわが国の特徴を示す。先進諸国における期待インフレの特徴は、①インフレのピーク時には、1年先期待インフレが、5～8%程度まで上昇した国が多いこと、②インフレ沈静化とともに、CPI前年比・長短期待インフレのいずれも3%程度に収斂した国が多いこと、③多くの国で5年先期待インフレは安定的に推移したこと、が挙げられる。次に、わが国の特徴をみると、①家計では、1年先期待のピーク値がCPI前年比のピーク値の倍近くの10%に達し、先進国最高値となったことに加え、5年先期待インフレも5%に達したこと、②企業では、長短期待インフレ共に、家計の期待インフレ率に比べるとかなり低水準に抑制されたこと、③家計・企業ともにCPIピークアウト後も長短期待インフレが軒並み高止まり傾向を示していること、などが挙げられる。わが国の期待インフレの特徴を海外先進国と比較すると、①海外先進国では、わが国家計のように1年先期待がCPI前年比を大幅に上回った例は見当たらないこと、②欧米では長短期待インフレが3%程度に収斂した国が多い反面、わが国では家計を中心に収斂する気配がみられないこと、③わが国企業の5年先期待インフレが他国と対照的に足許に至るまで緩やかに上昇しているなど、などが挙げられる。こうした差異には、①CPI前年比の高止まり傾向、②海外に比べ大きな家計の期待インフレの上方バイアス、などの影響が考えられる。このように海外諸国に比べて特異な動きを続けるわが国の家計・企業部門の期待インフレの動向については、今後も注意深くモニターしていく必要がある。

\*……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。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、消費税率引上げ調整後>)は、概ね-2%から+2%弱のレンジで推移した。しかし2021年入り後、CPIは突如上昇基調に転じ、2023年1月には前年比+4.1%に達した。2024年11月時点においても+2.7%と、日本銀行のインフレ目標を上回る高い伸びが続いている。

こうした最近のインフレ状況は、経済的には様々な問題をもたらす一方、マクロ経済分析の観点からは、物価の低位安定期には観測できなかった新たな分析の機会をもたらした。その一つが期待インフレに関する研究である。経済活動において重要な役割を果たしている期待インフレであるが、既存の研究は金融市場やエコノミストの期待インフレに偏っており、家計や企業についてはわが国のみならず、海外諸国においても十分な解明が進んでいるとはいえない。

そこでインフォテイメント研究所では、家計の期待インフレについて、「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」(2023/11月公表)、「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」(2024/2月)、「家計の非連続的なインフレ関心度合い:閾値モデルによる実証」(2024/9月)、「家計の期待インフレの異質性」(2024/12月)の4作を公表した。また、企業の期待インフレについても、「今次インフレ期における企業の期待インフレ率」(2024/6月)を発表している。

2023年11月に期待インフレの不安定性を分析した際には、CPI前年比や期待インフレはピークアウトしていたものの、コロナ禍前に比べると依然伸び率が高い局面であった。それから約1年を経た2024年12月現在、欧米では、インフレがかなり沈静化し、CPIの前年比もコロナ禍前の状態に戻った国々が多くみられるようになってきた。

そこで本稿では、インフレ沈静化後の2024年12月時点における国内外の期待インフレの動向を点検するとともに、欧米諸国の状態と比較したわが国の特徴や留意点を整理する。

まず、先進諸国における期待インフレの特徴は、①インフレのピーク時には、CPIの高まりに応じ1年先期待インフレが、5~8%程度まで上昇した国が多いこと、②インフレ沈静化とともに、CPI前年比・長短期待インフレのいずれも3%程度に収斂した国が多いこと、③多くの国で5年先期待インフレは安定的に推移したこと、などが挙げられる。

次に、わが国の特徴をみると、①家計では、1年先期待のピーク値がCPI前年比のピーク値の倍近くに達し、先進国最高となったことに加え、5年先期待インフレも、

5%に達したこと、②企業では、長短期待インフレ共に、家計の期待インフレ率に比べるとかなり低い水準に抑制されたこと、③家計・企業ともに CPI ピークアウト後も長短期待インフレが軒並み高止まり傾向を示していること、などが挙げられる。

このため、わが国の期待インフレの特徴を海外先進国と比較すると、①海外先進国では、わが国家計のように短期期待インフレ率が CPI 前年比を大幅に上回った国は見当たらないこと、②欧米では期待インフレが 3%程度に収斂した国が多い反面、わが国では家計を中心に収斂する気配がみられないこと、③わが国企業の 5 年先期待インフレが他国と対照的に足許に至るまで緩やかに上昇を続けていること、などが挙げられる。

こうした差異には、①CPI 前年比の高止まり傾向、②海外に比べ家計の期待インフレの上方バイアスが大きいこと、などの影響が考えられる。このように海外諸国に比べて特異な動きを続けるわが国の家計・企業部門の期待インフレの動向については、今後も注意深くモニターしていく必要がある。

本稿の構成は以下の通りである。まず第 2 章では、米・英・ユーロ圏の期待インフレについてみた後、第 3 章では、その他先進国の期待インフレを確認する。そして、第 4 章で今次インフレ期における海外諸国の期待インフレの特徴を整理した後、第 5 章では、わが国家計・企業の期待インフレと海外諸国と比較する。第 6 章は、終章であり、わが国の期待インフレの特徴を改めて整理する。お急ぎの方は、第 4 章からお読みいただいで結構である。

## 2. 米・英・ユーロ圏の期待インフレ

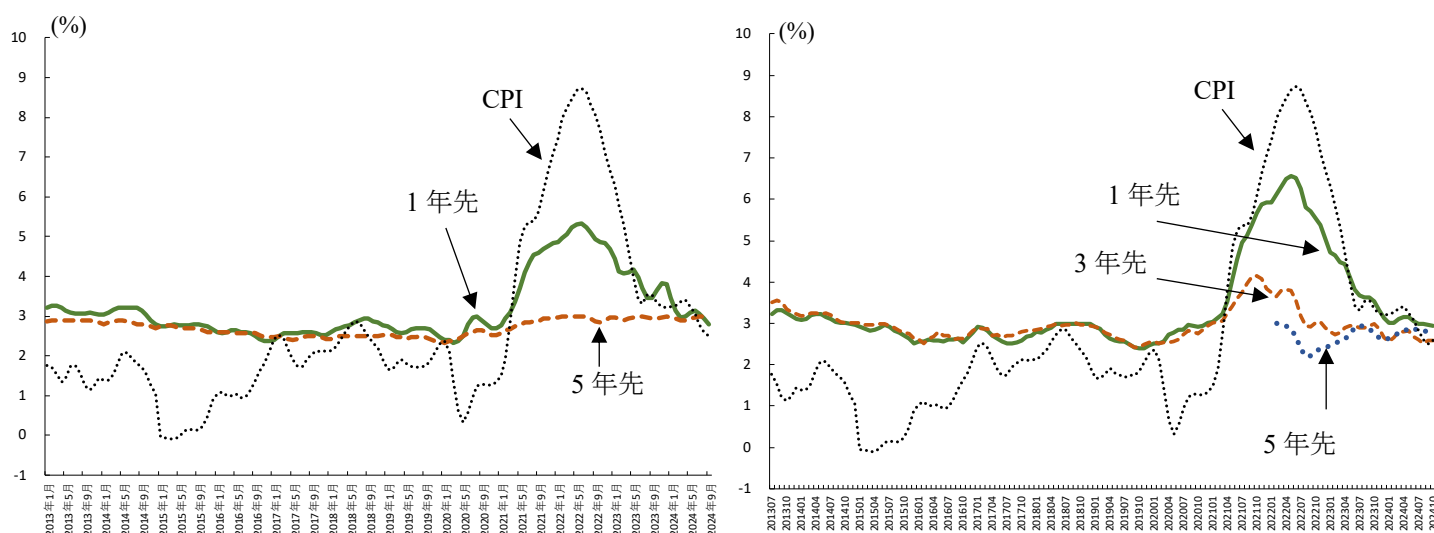
### 2.1 米国の期待インフレ

米国では、家計を対象とした期待インフレ率の調査主体としてミシガン大学(左図)とニューヨーク連銀(右図)の二つが存在する(図表 1)。同図では、縦軸のインフレ率のスケールを左右で共通にして作図している。この点を念頭に置いて同図をみると、まず、1 年先の期待インフレ率では、①いずれの調査でも今次インフレ期以前においては、2.5~3%程度で安定的に推移していること、②今次インフレ期には、ピークアウトのタイミングは似ているが、そのレベルについては、NY 連銀調査の方が 1%ほど高くなっていること、③ピークアウト後は、両指標とも順調に低下し、2024 年 11 月頃には、ほぼ CPI(前年+2.7%)並の 3%前後に落ち着いていること、といった特徴が伺える。

次に 5 年先の期待インフレについては、左図のミシガン大学のみ利用可能である。同指標は、今次インフレ期の影響を殆ど受けずに、一貫して 3%前後で安定的に推移しており、結果的に 2024 年末の時点では、CPI・1 年先・5 年先期待がほぼ一点に収

束したような形態となっている。なお、NY 連銀調査では 5 年先の計測期間が短い、3 年先が調査開始時から利用可能である。その動向を見ると、1 年先ほどではないが、インフレ期の影響を受ける形になっている。

(図表 1) 米国家計の期待インフレ(左図ミシガン大学、右図 NY 連銀)と CPI

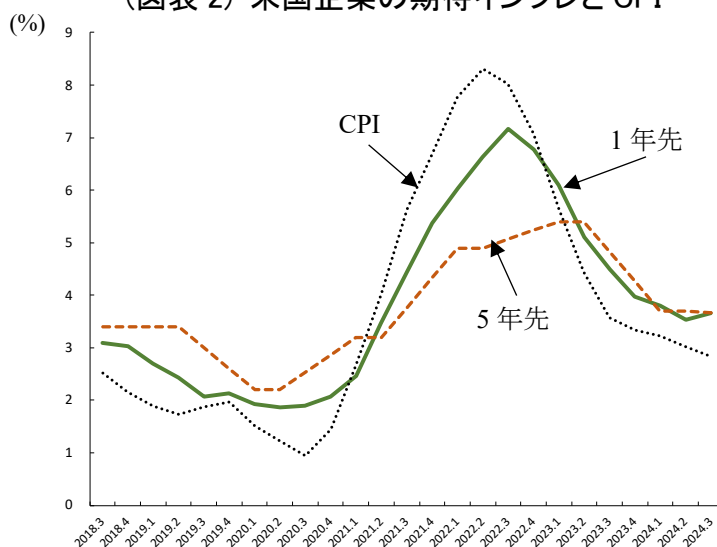


(出所)左図は、ミシガン大学、右図は、NY 連銀。CPI は、米国労働省。いずれの指標も 3 期移動平均値。

次に、米国の企業部門の期待インフレ率をクリーブランド連銀調査でみると(図表 2)、調査期間が 2018 年第二四半期からと短い、インフレ期においては、①ピーク時の水準が前年比 7%を超えており、家計のピーク時レベルの 5~6%を上回っているほか、ピークアウトのタイミングも CPI より遅行していること、②5 年先期待インフレ率が家計に比べると、CPI の動きにより敏感に反応していること、③直近時点においても、長短期待インフレ値が CPI 上昇率を 1%ポイント程度上回っていること、といった特徴がみとれる。

もちろん、調査方法が家計と企業で異なっていることを勘案する必要があるが、一般的に期待インフレの上方バイアスは、「専門家<企業<家計」の順に大きくなることが多い中で、米国の場合は、①家計より企業の上方バイアスが大きいこと、②企業の 5 年先が家計よりも CPI に影響を受けているなど、企業部門の不安定度が相対的に高くなっている。

(図表 2) 米国企業の期待インフレと CPI

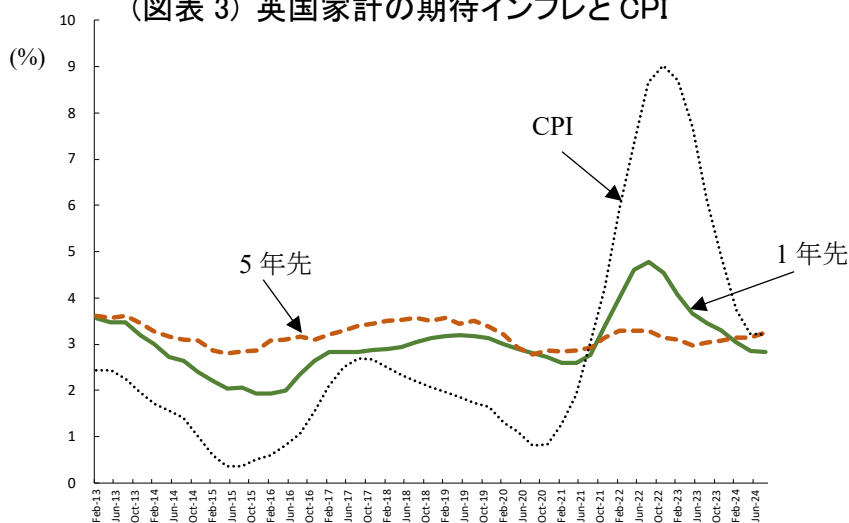


(出所) クリーブランド連銀、米国労働省。いずれの指標も3期移動平均値。  
なお、5年先は年次データを移動平均で四半期化。

## 2.2 英国の期待インフレ

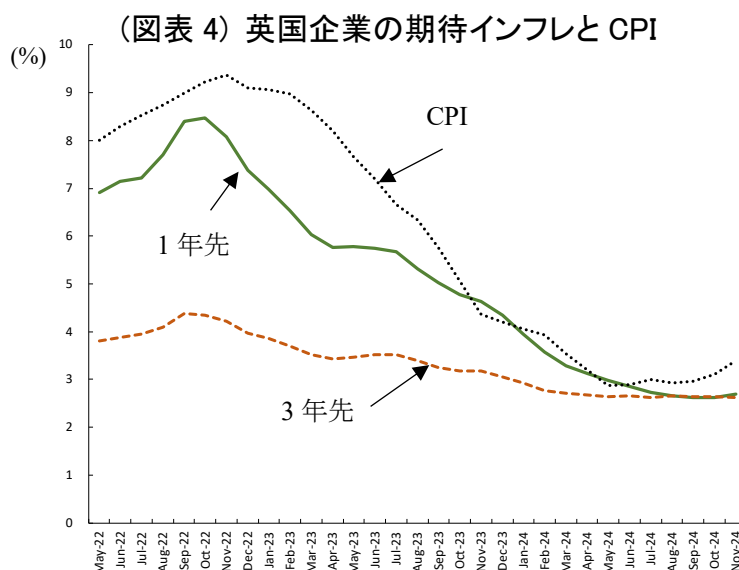
次に、英国のケースを見てみよう。家計については、①ピーク時の CPI 前年比が米国よりも幾分高い(英:9.0%、米 8.7%<いずれも四半期データ、3期移動平均値>)にも拘らず、1年先予想のピーク値は 4.8%と米国調査(ミシガン大学:5.3%、NY 連銀:6.6%)よりも低いこと、②5年先は、グラフ表示期間(2013年第一四半期~2024年第三四半期)の平均値が 3.2%と、イングランド銀行のインフレ目標 2%を幾分上回りつつも、安定的に推移していること、③足許では、5年先予想が 1年先予想を幾分ながら上回っていること(1年先 2.8%、5年先 3.2%)、といった特徴がみられる(図表 3)。

(図表 3) 英国家計の期待インフレと CPI



(出所) イングランド銀行、英国統計局。いずれの指標も3期移動平均値。

次に英国企業の期待インフレ率を見てみよう(図表 4)。特徴としては、①1 年先予想のピーク時の値が、8.5%(3 か月移動平均値)と家計のピーク時(5%弱)と比べて相当高くなっていること、②長期予測が 3 年先と短めであるため、ピーク時には、CPI の動きにつれて 4.4%まで上昇しているものの、米国企業の 5 年先予想に比べれば安定していること、③足許では、1 年先と 3 年先がほぼ同値で CPI を幾分下回っているなど、落ち着いた動きとなっていること、などが挙げられる。

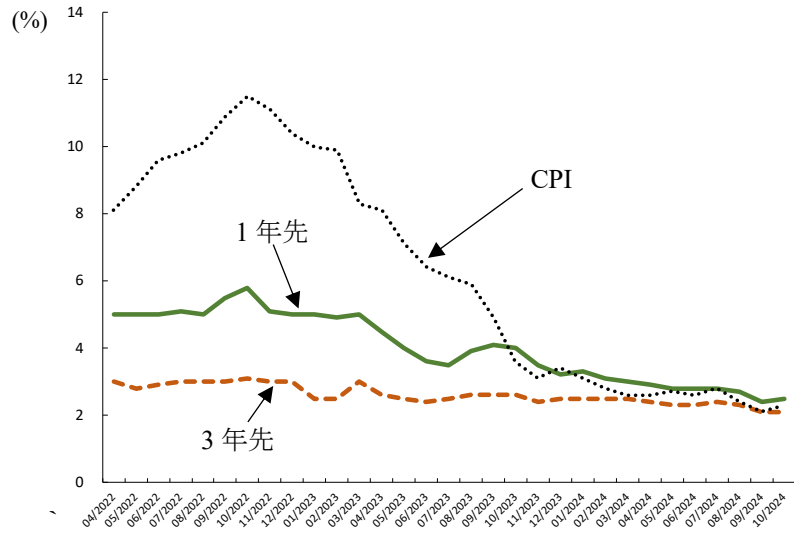


(出所) Decision Makers Panel、英国統計局。いずれの指標も月次データを 3 期移動平均したもの。

### 2.3.ユーロ圏の期待インフレ

ユーロ圏全体の家計の期待インフレ動向を米英 2 カ国と比較した場合の特徴は、以下の通りである(図表 5)。①ピーク時の CPI 上昇幅が 11%超と、10%以下に収まった米英よりも高い反面、1 年先予想のピーク時の値は 5.8%(月次、3 期移動平均値)と、英国よりは高いものの、米国に比べると同等以下のレベルにあること、②長期予測が、短めの 3 年予想であるにも拘らず、ピーク時でも 3%前後、直近では ECB の目標値である 2%前後で安定的に推移していること、③米英 2 カ国と同様、直近では、CPI・1 年先・3 年先が 2%前半に収斂していること、といった点が挙げられる。

(図表 5) ユーロ圏家計の期待インフレと CPI



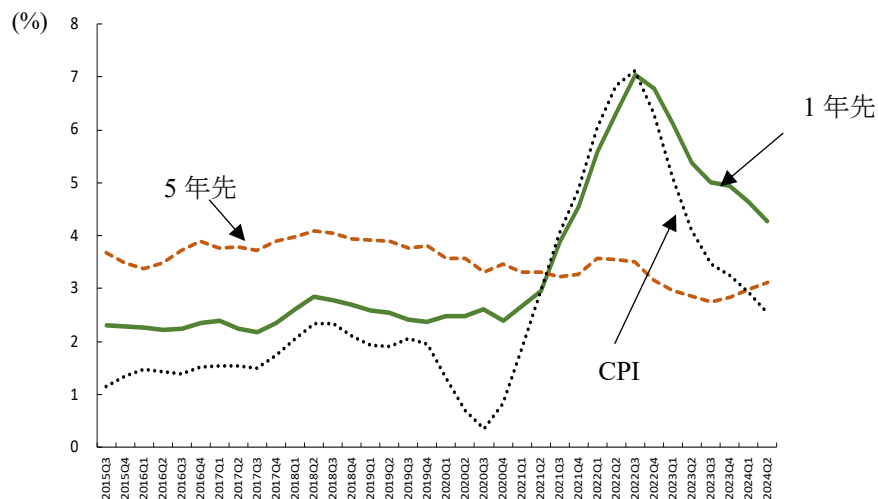
(出所) European Central Bank、欧州委員会統計局。いずれの指標も月次データを3期移動平均したもの。

### 3. その他先進国の期待インフレの動向

#### 3.1. カナダの期待インフレ

まず、カナダの家計・企業の期待インフレの動向をみてみよう。まず家計については、他の欧米各国に比べ、次のような特徴が挙げられる(図表 6)。すなわち、①インフレピーク時に1年先がCPIと同程度のレベルにまで上昇していること、②他国に比べインフレ減衰期に1年先予想の低下速度が緩く、直近四半期でも、1年先が4.3%、5年先でも3.1%とCPI前年比よりも高くなっていること、③5年先は、インフレ目標の2%よりは若干高いものの、3%程度で安定的に推移していること、などが挙げられる。

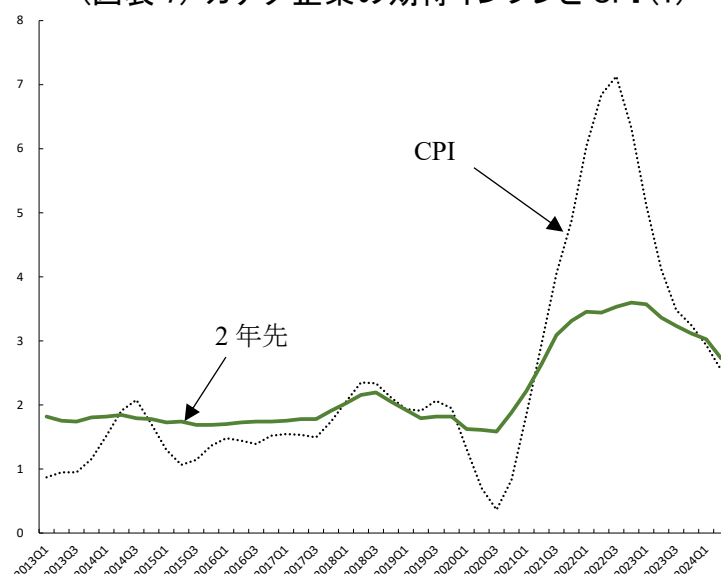
(図表 6) カナダ家計の期待インフレと CPI



(出所) Bank of Canada。いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

次に、カナダの企業の期待インフレに目を転じてみよう。カナダ中銀は、2種類の企業サーベイを実施しており、四半期ベースで2013年からデータの蓄積があるのが、「Business Outlook Survey (BOS)」、2022年から月次ベースで開始されたのが、「Business Leaders Pulse (BLP) <sup>1</sup>」である。まず、BOSの期待インフレは2年先のみであるが、その特徴は、①家計と異なり、インフレ・ピーク時の2年先が3.6%と、CPIピーク値の約半分に抑制されていること、②同様に、インフレ減衰期に1年先予想が順調に低下し、米英などと同様に、直近では、CPIと2年先がほぼ同レベルに収斂していること、などである(図表7)。

(%) (図表7) カナダ企業の期待インフレとCPI(1)



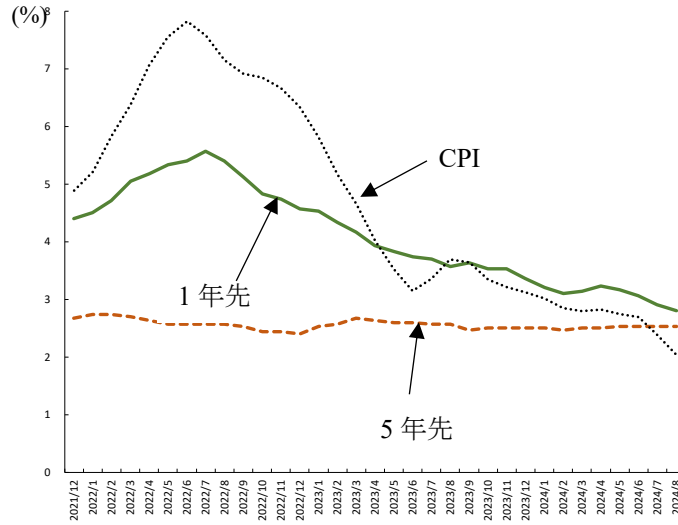
(出所)「Business Outlook Survey」 by the Bank of Canada.いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

次に、第二の企業サーベイである、BLPに目を転じてみよう(図表8)。BLPのデータは、2022年以降2年弱の蓄積しかないが、調査される期待インフレは、1年先、5年先と標準的なものになっている。その特徴は、①BOS同様に、家計と異なり、1年先のピーク値はCPIより低くなっている(ただし、そのレベルは、BOSが3.6%であるのに対し、BLPは、5.6%とかなり高くなっている)、②BOS同様に、直近では、CPI・1年先・5年先がほぼ収斂していること、③5年先は、CPIの動向に殆ど影響を受けず、カナダ中銀のインフレ目標を若干上回る3%弱のレベルで一貫して安定していること、が挙げられる。

<sup>1</sup> BOSは、カナダ中銀の支店網を通じた聞き取り調査、BLPは、インターネット調査である。



(図表 8) カナダ企業の期待インフレと CPI (2)

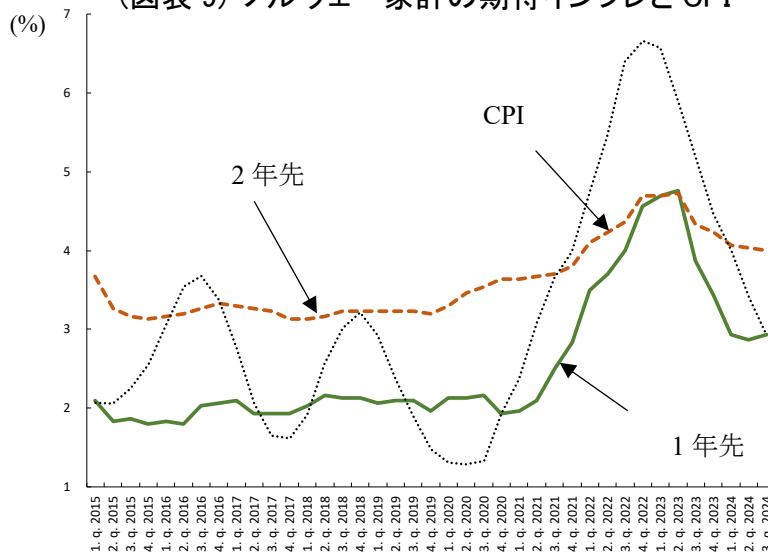


(出所) "Business Leaders' Pulse" by the Bank of Canada. いずれの指標も月次データを3期移動平均したもの。

### 3.2. ノルウェーの期待インフレ

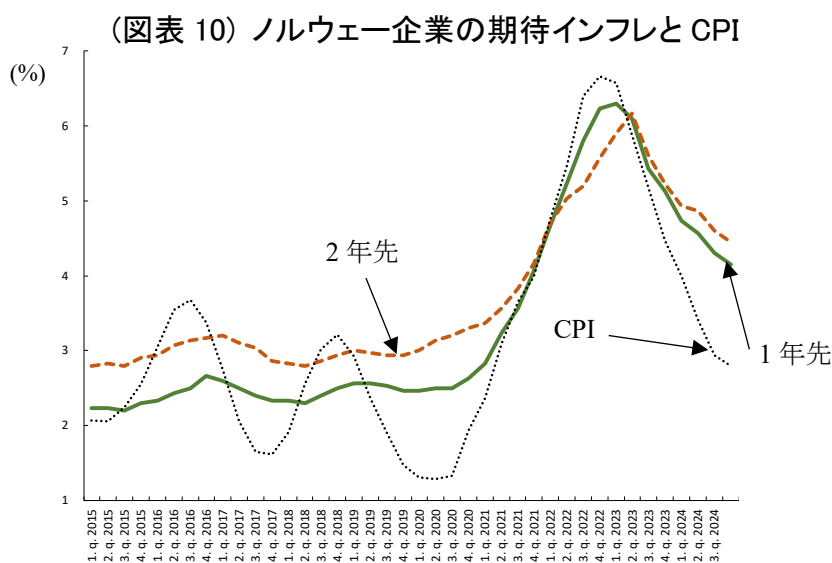
次に、ノルウェーの家計・企業の期待インフレを観察する。まず家計については、①今次インフレ期におけるピーク時に、1年先、2年先ともに5%弱の水準にまで上昇したこと、②直近では、CPIと1年先が3%弱と同程度まで低下したこと、③他国とは異なり、2年先の期待インフレが一貫して1年先よりも高めに推移していること(2002年第二四半期～2024年第四四半期平均値、CPI:2.4%、1年先:2.8%、5年先4.0%)、などが挙げられる(図表9)。

(図表 9) ノルウェー家計の期待インフレと CPI



(出所) Norges Bank Expectation Survey. いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

次に、ノルウェーの企業部門の期待インフレをプロットしたものが図表 10 である。グラフから読み取れる特徴は、①1 年先、2 年先期待共に、インフレ期のピーク時の値が 6%以上と、CPI ピーク値に迫るほど上昇していること、②今次インフレ期以前においては、家計同様に 1 年先よりも 2 年先期待の方が高いこと、③直近においても、期待インフレは CPI 実績に対し、1.5%ポイント程度上回っていること、などがみてとれる。

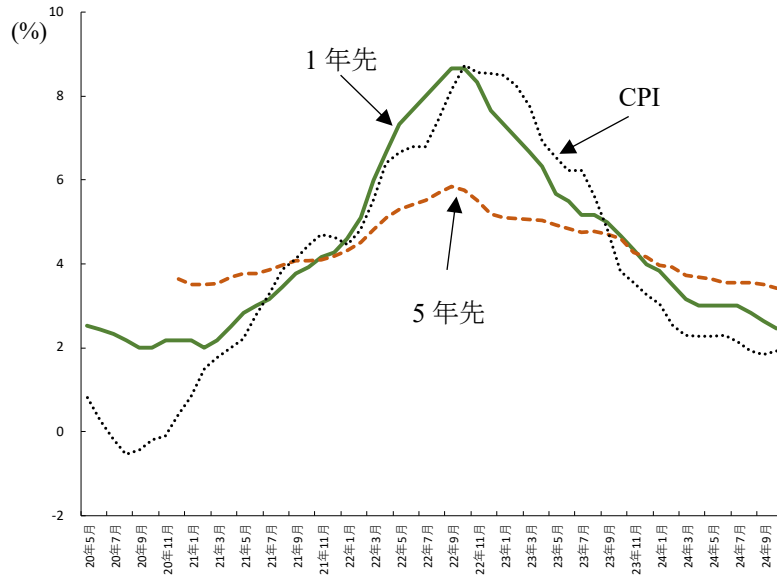


(出所) ”Norges Bank Expectation Survey.” いずれの指標も四半期データを 3 期移動平均したもの。

### 3.3. ドイツ家計の期待インフレ

ドイツ家計の期待インフレ率を見ると、データ始期が 2020 年 5 月と調査期間が短いですが、今次インフレ期の山は捉えられている(図表 11)。特徴としては、①ピーク時に 1 年先が CPI 実績と同レベルの 9%弱に達していること、②5 年先もコロナ前の 4%程度からピーク時には、5.9%と米英などに比べると比較的大きく反応していること、③直近でも、CPI に比べ期待インフレ率の方が高く、特に、5 年先期待が 1 年先期待を上回っていること、などが挙げられる。

(図表 11) ドイツ家計の期待インフレと CPI

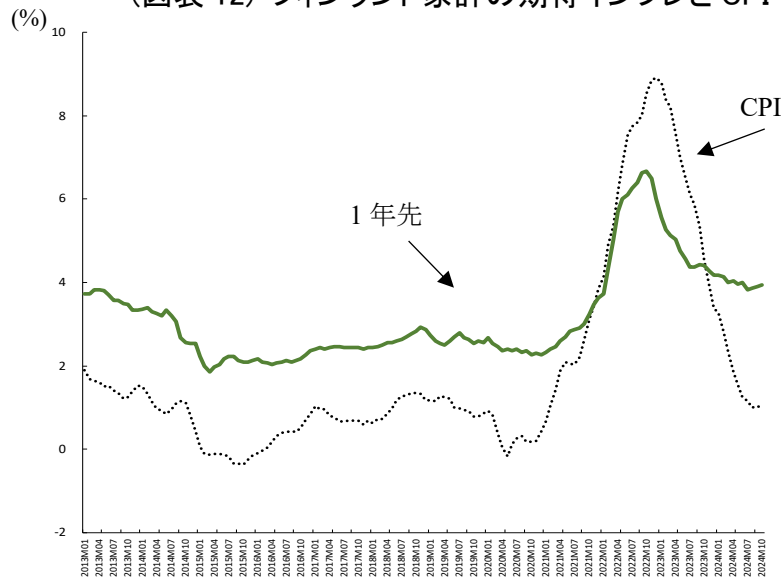


(出所) Deutsche Bundesbank、ドイツ連邦統計委員会。いずれの指標も月次データを3期移動平均したもの。

### 3.4. フィンランド家計の期待インフレ

フィンランドは、家計の1年先期待インフレ率を公表している(図表 12)。これを見ると、①1年先期待は、コロナ禍前の3%程度から、インフレ・ピーク時に7%弱にまで上昇していること、②ピークアウト後、低下傾向を示しているが、直近でも4%程度と、CPIが1%程度にまで急落していることに比べると、高止まりしていること、といった特徴が伺える。

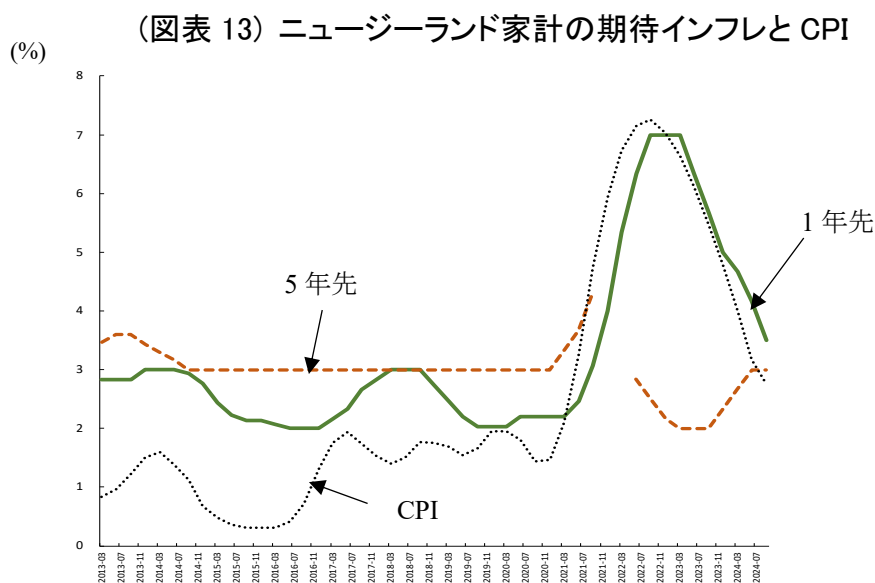
(図表 12) フィンランド家計の期待インフレと CPI



(出所) フィンランド中銀。いずれの指標も月次データを3期移動平均したもの。

### 3.5. ニュージーランド家計の期待インフレ

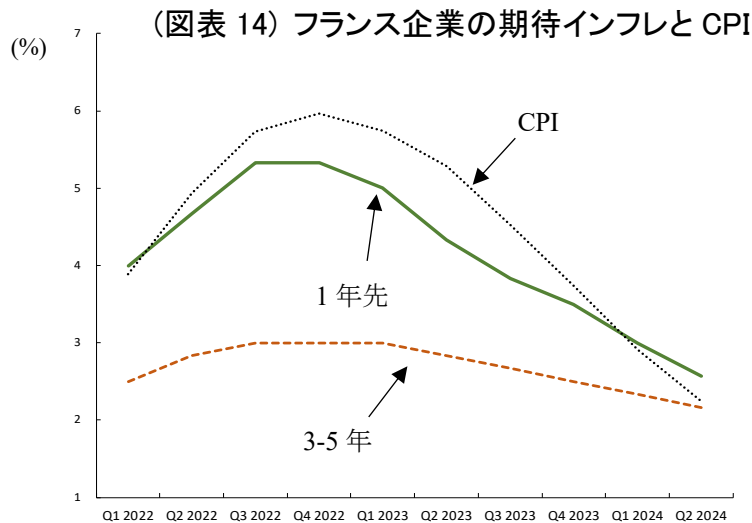
ニュージーランド家計の期待インフレをみる(図表 13)と、その特徴は、①カナダの家計と同様に、1 年先期待がピーク時に CPI とほぼ同等の高いレベル(7.0%)に達していること、②5 年先は、途中で計測方法が変わったため、トレンドが読みにくくなっているが、直近では、CPI、1 年先、5 年先のいずれもが、3%前後に収斂していること、などが挙げられる。



(出所) "Household inflation expectations" Reserve Bank of New Zealand。いずれの指標も四半期データを 3 期移動平均したもの。5 年先期待は、調査方法が途中で変更されている。

### 3.6. フランス企業の期待インフレ

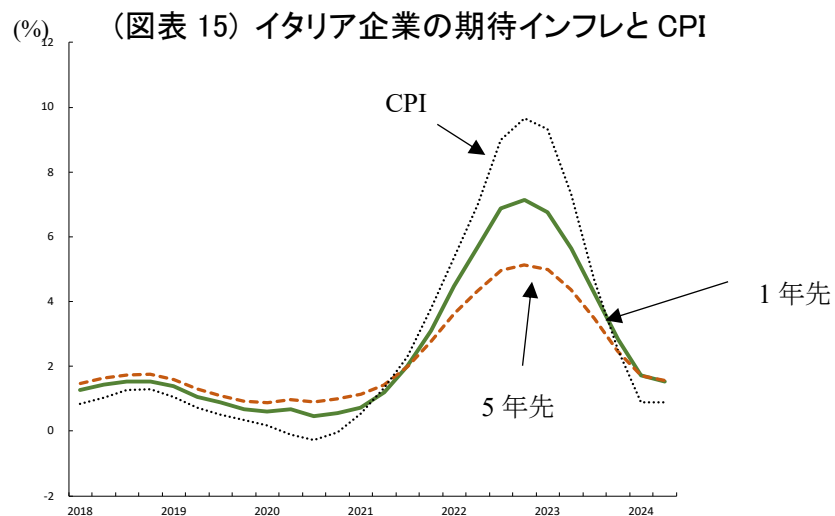
フランス企業の期待インフレは、調査始期が 2022 年と最近時であるものの、今次インフレ期のピーク期は捉えており、その特徴としては、①ピーク時に 1 年先期待が CPI(6%) にかなり接近したこと、②ピークアウト後は順調に低下し、直近では、CPI・1 年先・3-5 年先が 3%弱に収斂していること、が窺われる。



(出所) "Inflation expectations" Bank of France。いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

### 3.7. イタリア企業の期待インフレ

最後にイタリア企業の期待インフレ動向をみる(図表 15)。なお、調査主体であるイタリア中銀は、期待インフレの質問をする前に、CPIの実績値を知らせる、という独自の調査方法をとっていることに留意が必要である。特徴的な動きは以下の通りである。①1年先は、ピーク時に7.1%とCPIピーク値(9.7%)よりは抑制されていること、②5年先がインフレ期以前の2%前後の水準から、ピーク時には、5.1%と大きく伸びており、殆ど反応していないカナダなどとは好対象となっていること、③直近では、CPI・1年先・5年先ともに1%台となり、3指標の収斂が観察されること、などが挙げられる。



(出所) イタリア中銀調査。いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

#### 4. 今次インフレ期における先進諸国の期待インフレの整理

以上、今次インフレ期における先進諸国の期待インフレを概観した。国によって差異はあるものの、大まかな共通点として以下の3点に整理できよう。

- ① (CPI・期待インフレの収斂)……2024年12月時点では、大方の国でインフレが沈静化しつつあり、CPI前年比・1年先・5年先期待インフレのいずれの指標も3%程度に収斂している国が多くみられる。具体的には、家計では米・英・ユーロ圏・独、企業では米・英・ユーロ圏・独・仏・伊・カナダなどである。
- ② (1年先期待インフレの急上昇)……インフレのピーク時には、CPI前年比が10%近傍まで上昇した国が少なくなく、これにつれて1年先期待インフレも、5~8%程度まで上昇した国が多い。特に、家計ではドイツ・カナダ・ニュージーランド、企業では米・ノルウェーなどでは、ピーク時にCPI前年比並みのレベルにまで上昇した。
- ③ (5年先期待インフレの安定傾向)……5年先期待インフレについては、CPIの急激な上昇にもかかわらず、安定的に推移した国が多い。家計では、米・英・ユーロ圏など比較的経済規模の大きな国で安定度が高い傾向が見られた。企業の期待インフレは、家計に比べると相対的に不安定な国が目立ったが、仏・カナダなどではかなり安定的に推移した。5年先期待インフレが安定的に推移した国は、①で示した国々と重なる傾向がみられた。

#### 5. わが国家計・企業の期待インフレと海外諸国との比較

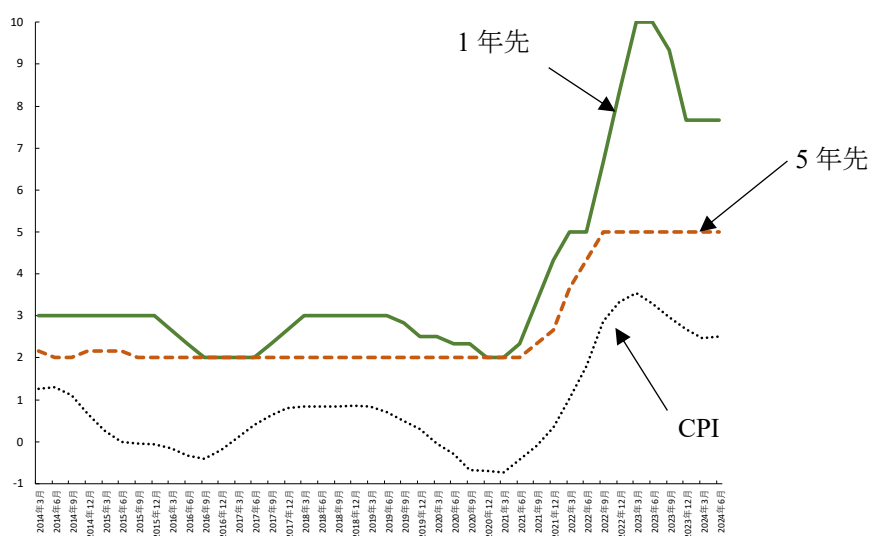
本節ではわが国家計・企業の期待インフレを点検する。まず、家計の期待インフレを日本銀行の「生活意識調査」で見してみる(図表16)。一見して欧米など他の先進国との違いが目立つが、その特徴点をまとめると以下の2点に整理できる。

- ① (長短期待インフレの大きな上方バイアスと不安定性)……1年先・5年先期待インフレ共に、今次インフレ以前からCPI前年比を大きく上回って推移していた。特に、今次インフレ期のピーク時には、CPI前年比が4%程度と他国(約10%)の約半分程度に抑制されていた反面、1年先期待のピーク値はCPI前年比の倍近い値10%という高い値を示し、その水準は、米国の7%台やドイツの9%弱より高く、先進国最高値となった。また、5年先期待インフレについても今次インフレ期以前の段階では2%程度で推移していたのに対し、インフレ期には、5%に達するなどこちらも不安定な動きを示している。
- ② (CPIピークアウト後の期待インフレの高止まり傾向)……他国では、CPI・期待イ

ンフレ率共に、ピークアウト後、比較的スムーズに低下傾向を示し、1~3%程度の水準で各指標が収斂するパターンが多くみられている。これに対し、わが国では、2024 年末時点においても、CPI 前年比が 2% 中盤とコロナ禍前の水準に比べると高止まりしているほか、1 年先期待インフレが 8% 弱、5 年先も 5% という高水準にとどまっている。

このように、わが国家計の期待インフレは、他の先進国に比べ特異な動きをしていることがわかる。

(%) (図表 16) わが国家計の期待インフレと CPI

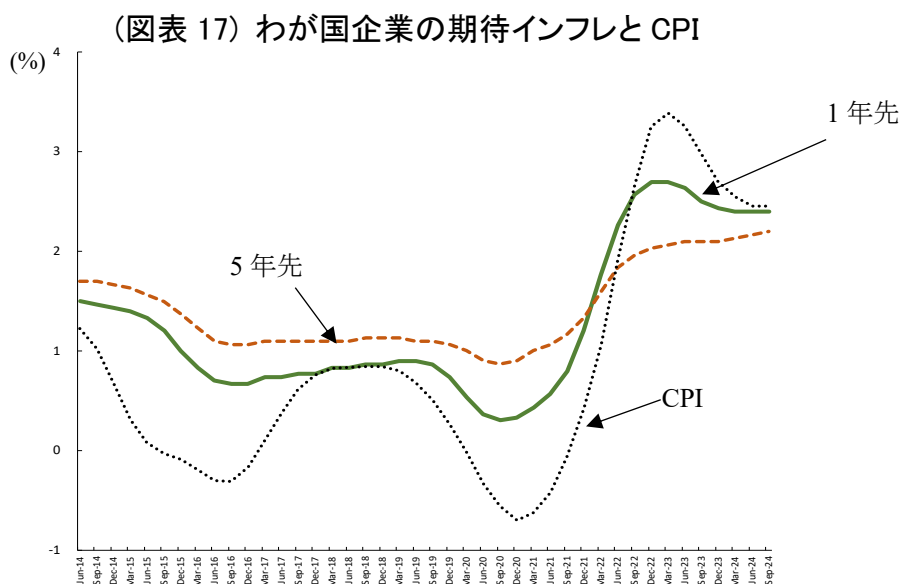


(出所) 日本銀行「生活意識調査」。いずれの指標も四半期データを 3 期移動平均したもの。

次に、企業の期待インフレを日本銀行の「短期経済観測」のデータでみてみよう(図表 17)。本図から読み取れる特徴は、以下の 3 点である。

- ① (抑制された期待インフレの上昇傾向)……1 年先、5 年先期待インフレ共に、家計の期待インフレ率に比べるとかなり低い水準に抑制されている。CPI ピーク時(4%弱)においても、1 年先で 2.7%(3 期移動平均値)、5 年先(同)で 2.2%と CPI ピーク値を下回っている。
- ② (直近時における高止まり傾向)……長短期待インフレ率は、ピーク値こそ抑制されたが、その後は 2024 年 12 月に至るまで高止まり傾向を示している。グラフ上は、CPI と 2 つの期待インフレ率が収斂してきているように見えるが、その水準は 2.5%程度と、コロナ禍前の 0~1%程度を大きく上回ったレベルにある。

- ③ (5年先期待で続く上昇傾向)……CPIが高止まりしながらもピークアウトしている状況下で、5年先の期待インフレ率は、コロナ禍直前の1%程度から直近に至るまで緩やかな上昇傾向を辿っている。



(出所) 日本銀行「短期経済観測調査」。いずれの指標も四半期データを3期移動平均したもの。

こうしたわが国の今次インフレ局面における期待インフレの特徴を、第4節でまとめた海外先進国と比較すると下記の通りである。

- ① (CPI前年比超えの家計の1年先期待インフレ)……海外先進国では、CPI前年比のピーク時の伸び率が10%程度と、わが国の約2倍に達したこともあって、1年先期待インフレのピーク値もCPI前年比並みの5~8%に達した国が多い。ただし、わが国家計(10%)のように、CPI前年比(4%)の伸び率の倍以上に至った国は見当たらない。
- ② (家計の期待インフレが収斂せず)……欧米では、CPI前年比・1年先・5年先期待インフレのいずれの指標も3%程度に収斂している国が多くみられる反面、わが国では家計で1年先が10%、5年先でも5%と圧倒的に高く、CPIがピークアウトした後も収斂する気配がみられない。
- ③ (企業の5年先期待インフレの不安定傾向)……海外では、5年先期待インフレについては、CPIの急激な上昇にもかかわらず、安定的に推移した国が多い。翻ってわが国では、家計で2%→5%へ上昇した後、横這いで推移しているほか、企

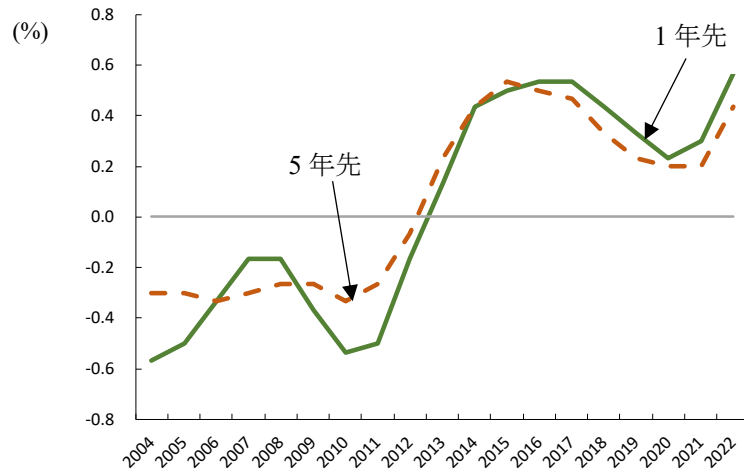


業に至っては、CPI ピークアウト後も緩やかに上昇を続けているなど、他国とは大きく異なるパターンを示している。

こうした今次インフレ期におけるわが国の期待インフレの特徴の背景にはどのような要因が影響しているのでしょうか。以下、若干のコメントを加える。

- ① (CPI 前年比の動き自体の違い)……わが国の CPI 前年比は、ピーク時のレベルは欧米諸国の半分程度に収まった反面、ピークアウト後の低下スピードが遅く、2024 年末時点においてもコロナ禍前の水準より高止まりしている。こうした CPI の特異な動きの原因については、日本銀行資料等に譲るが、家計や企業の期待インフレにも当然大きな影響を及ぼしている。
- ② (インフレ期以前における大きな家計の期待インフレの上方バイアス)……わが国では、今次インフレ期以前の段階では、長年に亘って-1~1%程度の低インフレないし穏やかなデフレが続いた。これに対して、家計の 1 年先の期待インフレは、ほとんどの期間で 2~3%ポイント程度の上方バイアスを伴って推移していた。上方バイアス自体は、殆どの欧米各国でも観察されているが、わが国ほどの規模でない国が大半である。こうしたインフレ期以前の期待インフレの特異な動きが、今次インフレ期において、期待インフレのオーバーシュートの一因となった可能性がある。
- ③ (CPI ピークアウト後も続く企業の 5 年先期待インフレの緩やかな上昇)……わが国企業の期待インフレは家計に比べるとレベル的には抑制されているが、本来安定的であるべき 5 年先期待インフレが CPI 前年比のピークアウト後も緩やかとはいえ上昇傾向を続けている点は、他国では見られない大きな特徴となっている。こうした動きについて、賃金の上昇傾向など労働市場など経済の構造変化の現れ、との見方もできなくはない。しかし、企業の期待インフレ・データは 2014 年までしか遡れないが、過去の動きを見ると、5 年先期待インフレも CPI の振幅に合わせて緩やかながら上下していることが多い。また、傍証として、「企業行動に関するアンケート調査」(内閣府)から企業の期待インフレ率(GDP デフレーター・ベース)を算出してみると、足許上昇傾向を示しているものの、その値は、最新調査時点(2024 年 1 月)でも、+0.4%(3 期移動平均値)と過去の上昇期と同程度の値にとどまっている(図表 18)。

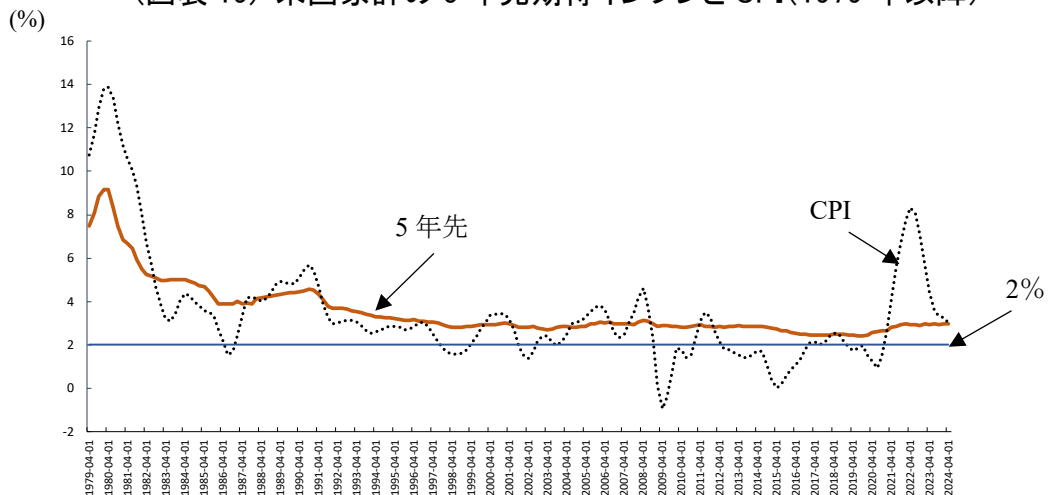
(図表 18) わが国企業の期待インフレ(「企業行動に関するアンケート調査」ベース)



(出所)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」。企業の名目 GDP 成長率予測から実質 GDP 成長率予測を引いた値を 3 期移動平均したもの。なお、GDP デフレーターは、CPI よりも低く出ることが多い。

さらに、1979 年以降の期待インフレのデータが利用できる米国家計の 5 年先予想を見ると、1970 年代のグレート・インフレーションの終焉とともに期待インフレが落ち着いていく過程で次第にアンカリングされてきたように見える(図表 19)。これに対し、わが国企業の 5 年先期待インフレは、低位安定から 2% まで上昇していく過程にあり、こうしたパターンは過去にあまり例がない。このため、構造変化によるアンカリングの成功、と断定するには、更なるデータ蓄積が必要であろう。また、こうした動きが企業部門だけで家計部門ではみられないことも気になる。このため、今後の動向を注意深く見守っていく必要があり、現時点で安易に着実にアンカリングに向かっていると判断することは難しいと思われる。

(図表 19) 米国家計の 5 年先期待インフレと CPI(1979 年以降)



(出所)ミシガン大学、米労働省。いずれの指標も四半期データを 3 期移動平均したもの。

## 6. おわりに

本稿では、インフレ沈静化後の2024年12月時点における国内外の期待インフレの動向を点検するとともに、欧米諸国の状態と比較したわが国の特徴や留意点を整理した。

まず、先進諸国における期待インフレの特徴は、①インフレのピーク時には、CPIの高まりに応じ1年先期待インフレが、5～8%程度まで上昇した国が多いこと、②インフレ沈静化とともに、CPI前年比・長短期待インフレのいずれも3%程度に収斂した国が多いこと、③多くの国で5年先期待インフレは安定的に推移したこと、などが挙げられる。

次に、わが国の特徴をみると、①家計では、1年先期待のピーク値がCPI前年比ピーク値の倍近くに達し、先進国最高値となったことに加え、5年先期待インフレも、5%に達したこと、②企業では、長短期待インフレ共に、家計の期待インフレ率に比べるるとかなり低い水準に抑制されたこと、③家計・企業ともにCPIピークアウト後も長短期待インフレが軒並み高止まり傾向を示していること、などが挙げられる。

このため、わが国の期待インフレの特徴を海外先進国と比較すると、①海外先進国では、わが国家計のように1年先期待インフレがCPI前年比を大幅に上回った国は見当たらないこと、②欧米では期待インフレが3%程度に収斂した国が多い反面、わが国では家計を中心に収斂する気配がみられないこと、③わが国企業の5年先期待インフレが他国と対照的に足許に至るまで緩やかに上昇しているなど、などが挙げられる。

こうした差異には、①CPI前年比の高止まり傾向、②家計の期待インフレの大きな上方バイアス、などの影響が考えられる。このように海外諸国に比べて特異な動きを続けるわが国の家計・企業部門の期待インフレの動向については、今後も注意深くモニターしていく必要があるとともに、アンカリングの行方など、期待インフレの特質についても更なる分析が必要であると思われる。

以上