

Web アンケート調査からみた
アベノミクス下における個人投資家の
物価変動率予想分布の変化

神津多可思・竹村敏彦・武田浩一・末廣徹



文部科学大臣認定 共同利用・共同研究拠点

関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構

The Research Institute for Socionetwork Strategies,
Kansai University

Joint Usage / Research Center, MEXT, Japan

Suita, Osaka, 564-8680, Japan

URL: <http://www.kansai-u.ac.jp/riss/index.html>

e-mail: riss@ml.kandai.jp

tel. 06-6368-1228

fax. 06-6330-3304

Web アンケート調査からみた
アベノミクス下における個人投資家の
物価変動率予想分布の変化

神津多可思・竹村敏彦・武田浩一・末廣徹



文部科学大臣認定 共同利用・共同研究拠点

関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構

The Research Institute for Socionetwork Strategies,

Kansai University

Joint Usage / Research Center, MEXT, Japan

Suita, Osaka, 564-8680, Japan

URL: <http://www.kansai-u.ac.jp/riss/index.html>

e-mail: riss@ml.kandai.jp

tel: 06-6368-1228

fax. 06-6330-3304

Web アンケート調査からみた

アベノミクス下における個人投資家の物価変動率予想分布の変化*

神津多可思†

竹村敏彦‡

武田浩一§

末廣徹**

概要

2012年から2017年にかけて実施された個人投資家を対象としたWebアンケート調査において、1年後・3年後・5年後の物価変動率の予想について質問を行った。その収集・蓄積された個票データを用いて多重比較分析を行ったところ、①いわゆるアベノミクスの下で、2014年から2015年にかけて予想値が高くなったが、②その後、2017年にかけては再び低下している事実が判明した。日本銀行や内閣府の他のアンケート調査結果における物価変動率予想のも、概ね同じような動きになっているよううかがえる。

キーワード：個人投資家、物価変動率予想、経年変化

* 本稿は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（課題番号 26380412）の助成、文部科学大臣認定共同利用・研究拠点 関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構に対する文部科学省助成を得て行った研究成果である。

† リコー経済社会研究所 所長
ソシオネットワーク戦略研究機構 非常勤研究員

E-mail: takashi.kozu@nts.ricoh.co.jp

‡ 佐賀大学経済学部 准教授

E-mail: takashi.kozu@nts.ricoh.co.jp

§ ソシオネットワーク戦略研究機構 情報通信技術分析ユニット研究員

E-mail: tosihiko@cc.saga-u.ac.jp

§ 法政大学経済学部 教授

E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

** 法政大学大学院経済学研究科博士後期課程在籍

みずほ証券金融市場調査部 シニアマーケットエコノミスト

E-mail: toru.suehiro@mizuho-sc.com

Chronological Changes of Individual Investors' Inflation Expectations Distribution under Abenomics Captured through Web-based Surveys*

Takashi KOZU[†]

Toshihiko TAKEMURA[‡]

Koichi TAKEDA[§]

Toru SUEHIRO^{**}

Abstract

We conducted Web-based surveys for individual investors in Japan from 2016 to 2017 and inquired on expectations on future inflation/deflation rates as to one, three and five year(s) ahead. Analyzing the micro data collected from our Web-based surveys by the multiple comparison method, we found that i) inflation expectations seemed to become higher until around 2014 and 2015 under Abenomics, but that ii) subsequently they seemed to become lower again until 2017. It can be said that the results of other surveys by the Bank of Japan and the Cabinet Bureau may also support this fluctuation.

Keywords: Individual investor, Inflation expectation, Chronological change

* This work was supported by Japan Society for the Promotion of Science: Grant-in-Aid for Scientific Research (C) (26380412) and by Kansai University and Matching Fund Subsidy from MEXT (Ministry of Education, Culture, Sports, Science and Technology).

[†] President, Ricoh Institute of Sustainability and Business
Researcher, The Research Institute for Socionetwork Strategies, Kansai University
E-mail: takashi.kozu@nts.ricoh.co.jp

[‡] Associate Professor, Faculty of Economics, Saga University
Researcher, The Research Institute for Socionetwork Strategies, Kansai University
E-mail: toshihiko@cc.saga-u.ac.jp

[§] Professor, Faculty of Economics, Hosei University
E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

^{**} Graduate Students, Graduate School of Economics, Hosei University
Senior Market Economist, Fixed Income Research Department, Mizuho Securities Co., Ltd.
E-mail: toru.suehiro@mizuho-sc.com

1. はじめに

われわれは2012年から2017年にかけて「個人投資家の意識等に関する調査」と称するWebアンケート（インターネットアンケート）調査を毎年（計6回）実施した。これら調査には、将来の物価変動率予想（1年後・3年後・5年後）に関する質問が含まれており、神津他（2016）で試みられているように、株式を含む金融商品への投資経験を持つ個人（以下、個人投資家と称する）を対象にして、彼ら・彼女たちがこの期間において将来の物価変動をどのように捉えていたかを見ることができる。神津他（2016）では2012年から2014年までの調査結果を用いた同様の検討を行っており、本稿はそれから期間を延長したものとなっている。

第1回目の調査（2012年調査）実施時期は第2次安倍政権の誕生前の2012年2月、第2回目の調査（2013年調査）実施時期はいわゆるアベノミクスの下で日本銀行がデフレから脱却を目指し極めて積極的な（量的質的）金融緩和を実施する直前の2013年2月、第3回目の調査（2014年調査）実施時期はNISAが始まった直後および消費税率が8%に引き上げられる前の2014年2月、第4回目の調査（2015年調査）実施時期は消費税率引き上げ後の日本経済が安定成長に向かうかが注目されていた2015年2月、第5回目の調査（2016年調査）時期は原油価格の大幅下落等の影響から国内物価に大きな下押し圧力が加わり、日本銀行がマイナス金利政策に踏み切った2016年2月、第6回目の調査（2017年調査）実施時期は日本銀行がイールドカーブ・コントロール付きの量的質的緩和政策に切り替えた後の2017年3月である。いずれの調査も何らかの出来事（イベント）を挟んだ時期に実施されたものであり、これらの出来事を受けて（これらの出来事を織り込むことで）、日本の個人投資家の将来の物価変動率の予想も何らかの影響を受けたことを検討することができる。

これらの調査対象者は個人投資家としての経験があり、かつWebアンケート調査に回答する意思のあったものに限定されているものの、将来の物価変動率予想に対する見方がどのように変化したかは経済学的に興味深いところである。そこで、本稿では、われわれが実施したこれらのアンケート調査によって収集・蓄積されたデータから、これらの出来事が個人投資家の将来の物価変動予想にどのような影響を与えたかを見る。また、本稿の結果と日本銀行情報サービス局による「生活意識に関するアンケート調査」と内閣府の「消費動向調査」との比較検討もあわせて行う。

本稿の構成は以下の通りである。第2節では2012年から2017年までのアンケート調査の概要をまとめている。第3節においては2012年から2017年調査における物価変動率予想の経年変化についての分析ならびに考察を行う。第4節では、上述したように、本稿の結果と日本銀行情報サービス局による「生活意識に関するアンケート調査」と内閣府の「消費動向調査」との比較検討と考察を行う。第5節においては本稿のまとめを与えるとともに、今後の展望を示す。

2. アンケート調査概要

上述したように、われわれは 2012 年から 2017 年にかけて、株式を含む金融商品に投資をした経験のある日本の個人投資家の投資行動、投資意識などを把握するとともに、彼ら・彼女の行動分析を行うことを目的として、「個人投資家の意識等に関する調査」と称する Web アンケート調査を毎年実施した¹。一般論として、Web アンケート調査は調査会社毎に母集団（モニターの集合）やモニターの品質管理などが異なるために、どの調査会社に依頼するかによって結果が異なることが指摘されている（本多, 2006; 石田他, 2009 など）。この点を踏まえて、本稿で用いる調査はいずれも同一の Web アンケートを専門に行う調査会社に委託している。

調査対象者は「株式投資」もしくは「その他の投資信託（株式型投信、バランス型投信など）」の運用を行った経験のある 20 歳以上の男女（日本人）である。そのため、委託先の調査会社のモニター登録した集団の中から、まず調査対象者であるかを調べたり、割付を行ったりするための事前調査（スクリーニング調査）を約 2 万人に対して実施し、続いて、その中から条件を満たす回答者を抽出し、メインの調査に回答してもらうという 2 段階の方式を採用している。

調査内容は、性別、年齢、居住地域、年収などの基本的な属性に加えて、生活不安度、リスク回避度や時間割引率を計算するための質問、金融の知識、投資行動に関するものなど多岐にわたっている（なお、質問総数は調査によって異なるが、表 1 に示すように 50 問から 60 問である）。

質問数の多いアンケート調査であるため、回答に必ず一定以上の時間を要するはずだが、毎回、極めて短時間で回答している回答者もいる（表 1 および図 1）。したがって、回答の信頼性を確認するため、われわれは調査会社が行う不良回答者の除去とは別に、独自に全問への回答に費やされた回答時間の分布を見て、あまりにも短時間で回答した者を取り除くという処理を行っている²。いずれの調査においても短時間で回答した回答者の割合は 1～2%とそれほど大きいとは言えない。また、図 1 を見てわかるように、いずれの調査においても回答時間の分布について大きな特徴の違いは確認されなかった。これは表 1 のカット時間（短時間で回答した回答者を取り除く基準となった時間）を見ても概ね 6 分～7 分程度であることがわかる。

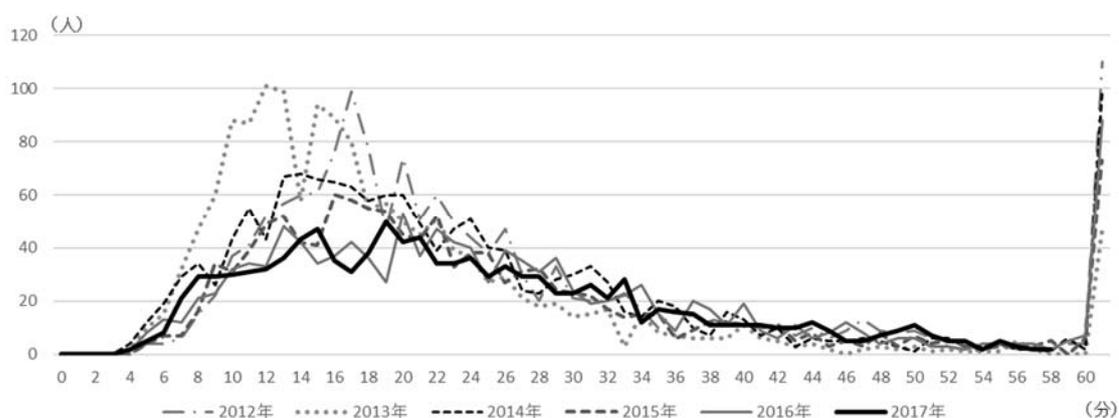
¹ これらのアンケート調査は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（課題番号 23530393 ならびに 26380412）の助成を受けて実施されたものである。なお、これらの調査内容等に関しては、<<http://ecolab.eco.saga-u.ac.jp/invest/>>を参照されたい。

² 具体的には、各調査における回答時間の分布の最頻値の半分未満の時間で回答しているサンプルは、回答内容に信頼性が置けない可能性があるとして判断し除外した。詳しくは神津他（2012, 2013, 2014, 2016）を参照されたい。なお、回答者は必ずしも連続して一挙に全ての質問に回答しているとは限らず、断続的に回答した結果として長時間を要したかたちとなっている者もいると考えられる。したがって、回答に長時間を要している回答者については、回答内容そのものについては信頼できると判断し、排除していない。

(表1) 調査概要

調査名	実施年月	有効回答者数	質問数	カット時間
2012年調査	2012年2月	1,502人	60問	7分以下 (0.9%)
2013年調査	2013年2月	1,481人	60問	6分以下 (1.8%)
2014年調査	2014年2月	1,467人	60問	6分以下 (2.3%)
2015年調査	2015年2月	1,220人	50問	7分以下 (1.5%)
2016年調査	2016年2月	1,212人	50問	6分以下 (1.8%)
2017年調査	2017年3月	1,218人	50問	6分以下 (1.2%)

()内は不良回答者割合

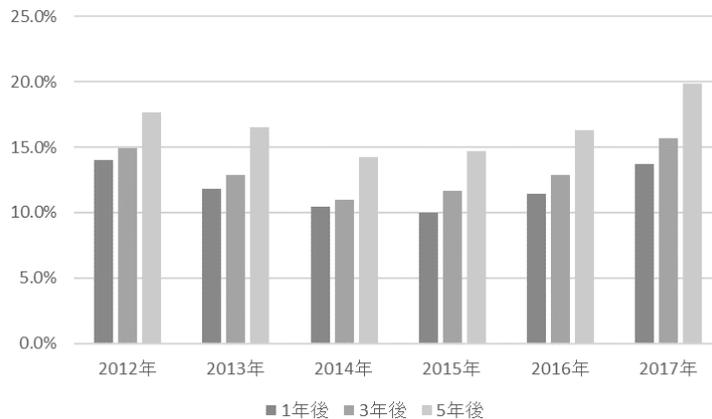


(図1) 2012年調査から2017年調査の回答時間の分布

3. 2012年から2017年調査における物価変動率予想の経年変化

いずれの調査においても、共通して「物価全般（消費者物価指数をイメージして下さい）に関して、1年後の前年比が何%になるとお考えですか。あなたのイメージに最も近いものを、以下の選択肢の中から選んで下さい。」という質問を行っている。これに対する回答としては、「+3%以上」「+2%以上+3%未満」「+1%以上+2%未満」「0%以上+1%未満」「-1%以上0%未満」「-1%未満」「イメージを持っていない」の7つの選択肢を示し、これらの中から1つを選択してもらった形式をとっている。また、同様の質問を、3年後および5年後についても行っている。

図2には各調査から得られた1年後・3年後・5年後の物価変動率予想に対して「イメージを持っていない」との回答が全体に占める割合（百分比）を示している。1年後については、2012年調査以降その割合は減少し、2015年をボトムに最近の2017年まで再び増加している。また3年後と5年後についても、やはり2014年まで減少した後増加に転じ、2017年調査においては2012年調査よりもその割合が高くなっている。こうした変化は、アベノミクス下におけるデフレからの脱却について、2014～2015年頃までは次第に信頼感が増していたが、



(図2) 物価変動率予想に対してイメージを持っていない回答者の分布（百分比）

その後、再び不透明感が強まったことを示唆しているとも言える。足元では3年後や5年後といったより先の時点の物価変動率については、かつて以上に見通し難くなっているのかもしれない。

以下、物価変動率の予想について考えるので、特に断りがない限り、これらの「イメージを持っていない」と回答した者を除いて説明を行う。

3.1 最頻値の階層の変化

2012年調査から2017年調査における将来の物価変動率予想（1年後・3年後・5年後）に対する回答の百分比の度数分布を表2に示している。将来の物価変動率予想の最頻値の階層（以下、最頻値階層）の変化の特徴を整理すると次のようになる。

- ① 1年後の物価変動率予想については、2012年調査ではその最頻値階層が「0%以上+1%未満」であったのが、2013年調査で「+1%以上+2%未満」へと1階層上がり、それが2015年調査まで続いたが、2016年調査以降は再び「0%以上+1%未満」に戻っている。
- ② 3年後の物価変動率予想については、2012年調査以降、一貫してその最頻値階層は「+1%以上+2%未満」となっている。
- ③ 5年後の物価変動率予想についても、3年後の物価変動率予想と同様になっている。

このように、第2次安倍政権成立後、1年後という比較的短期の物価変動率予想は、一時上昇したが、2014年4月の消費税増税を経て、世界的な原油価格の下落などを映じて消費者物価がまた下落に転じると、再び元に戻った姿となっている。この間、3年後、5年後というより先の時点の物価変動率予想は、調査期間を通じて安定しており、アベノミクス下で極めて積極的な金融緩和が行われたにも関わらず、将来の物価変動率予想の最頻値階層でみる限り大きな変化はみられなかったことになる。

(表2) 各調査における将来の物価変動率予想の度数分布(百分比)

	(a) 1年後の物価変動率予想					
	-1%未満	-1%以上 0%未満	0%以上 +1%未満	+1%以上 +2%未満	+2%以上 +3%未満	+3%以上
2012年	4.18%	17.80%	44.35%	23.22%	8.20%	2.24%
2013年	0.61%	2.68%	35.22%	43.26%	12.63%	5.59%
2014年	1.67%	2.82%	19.86%	42.01%	20.93%	12.71%
2015年	0.91%	1.46%	21.68%	47.09%	21.40%	7.47%
2016年	2.70%	10.44%	38.86%	29.54%	12.21%	6.24%
2017年	1.43%	5.80%	47.29%	32.35%	9.51%	3.62%
	(b) 3年後の物価変動率予想					
	-1%未満	-1%以上 0%未満	0%以上 +1%未満	+1%以上 +2%未満	+2%以上 +3%未満	+3%以上
2012年	5.01%	8.22%	29.42%	34.82%	15.02%	7.51%
2013年	1.01%	2.56%	21.86%	41.71%	22.56%	10.31%
2014年	1.99%	2.83%	14.17%	36.06%	29.25%	15.70%
2015年	1.02%	3.15%	14.19%	39.42%	27.64%	14.56%
2016年	3.60%	6.63%	25.76%	35.70%	16.86%	11.46%
2017年	2.14%	3.99%	32.13%	37.88%	17.14%	6.72%
	(c) 5年後の物価変動率予想					
	-1%未満	-1%以上 0%未満	0%以上 +1%未満	+1%以上 +2%未満	+2%以上 +3%未満	+3%以上
2012年	4.93%	6.06%	20.70%	32.26%	21.02%	15.04%
2013年	1.13%	3.72%	19.89%	32.66%	24.66%	17.95%
2014年	2.23%	4.21%	13.43%	29.33%	28.06%	22.73%
2015年	2.21%	3.36%	13.64%	30.55%	27.09%	23.15%
2016年	3.74%	5.32%	22.36%	33.40%	19.41%	15.76%
2017年	2.25%	4.51%	24.90%	36.89%	20.08%	11.37%

(注) シャドーを付したところが最頻値階層である。

3.2 累積度数分布の形状の変化

以上のように、将来の物価変動率予想の最頻値階層だけでみると、それはあまり大きくは動かず、特により先の時期については安定しているとのとりあえずの結論になる。しかし一方で、将来の物価変動率予想の度数分布そのものが調査毎に微妙に変化していることも事実である。われわれのアンケート調査結果のように、必ずしもパラメトリックに表現できな

い（将来の物価変動率予想の）分布のシフトを定量的に把握するのは容易ではないため、本稿ではその簡便法として将来の物価変動率予想の累積度数分布の形状の変化を見る。2012年から2017年までの将来の物価変動率予想の累積度数分布を示したのが図2である。図2において将来の物価変動率予想の累積度数分布がよりフラットな方が、元々の度数分布自体が全体として右方向にある（すなわち、ここではより高い物価変動率を予想する者の割合が多い）と捉えることができる。

1年後の物価変動率予想についてみると、2012年調査以降、その累積度数分布の形状は次第にフラット化し、2014年調査で最もフラットになっている。その後2016年調査ではかなり逆方向に動いてスティープ化し、2017年調査ではその形状はあまり変化していない。こうした動きからすると、アベノミクスの下で2014年頃まではインフレ期待が高まったが、2016年には再びそれが萎んでしまい、そうした状況は最近期もあまり変わっていないと言うことになる。ただし、2012年調査と2017年調査を比べると、累積度数分布は2017年の方がフラットになっており、アベノミクス以前にまで物価上昇率予想が戻ってしまった訳ではないと解釈することもできる。

3年後と5年後の物価上昇率予想についても、それらの累積度数分布の形状変化は概ね1年後のものと同様であった。しかし、より先の時期の予想になるほど形状の変化の幅は小さくなっている。これは、より長期の物価変動率予想ほど安定的であることを示している可能性がある。

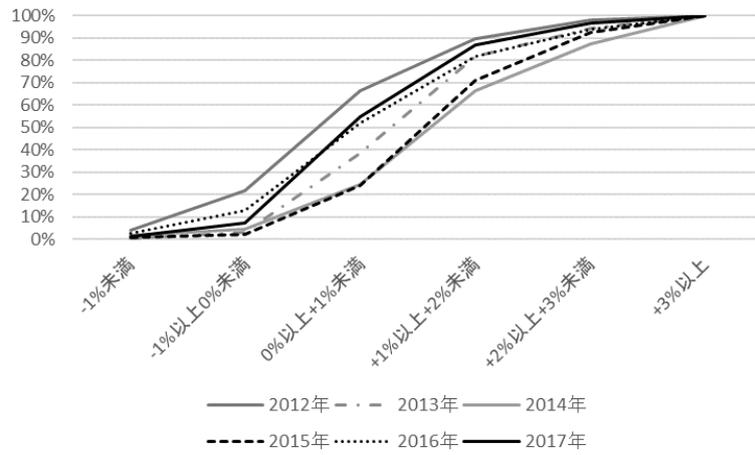
3.3 多重比較分析

われわれのアンケート調査結果の分布はノンパラメトリックなものであるため、それを階層の中央値が有意に変化したかどうかを統計的に検定するための手法として、Steal-Dwass法による多重比較分析を採用する。この手法は、一般的に3つ以上の階層について、個々の階層の中央値の差異の検定を、有意水準を上げずに（即ち第一種過誤率を保ったまま）行うノンパラメトリックな手法である³。本稿では、統計ソフトウェアとしてKyplot 5.0を用いて、物価変動率予想の最頻値階層の中央値が、調査ごとに差異があるか否かの検定を行う⁴。なお、この手法は、あくまでも各階層の中央値の差異を検定するものであり、物価変動予想そのものの中央値を直接検定している訳ではないことを断っておく。

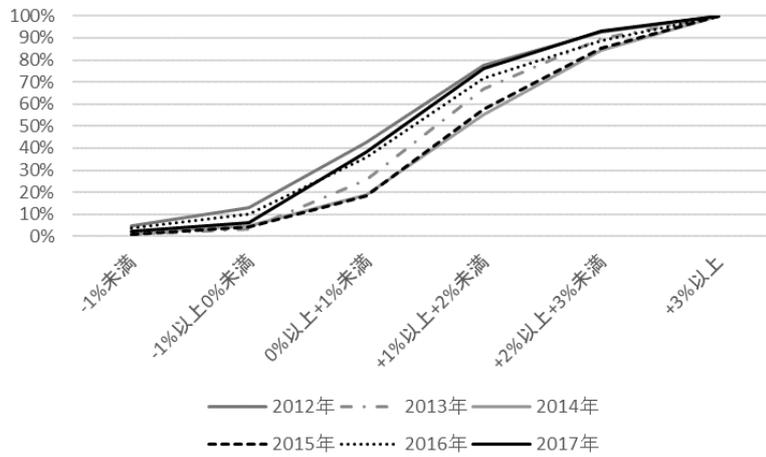
表3は、各年の調査における1年後、3年後、5年後の物価変動率予想についての検定結果をまとめたものである。例えば、1年後の物価変動率予想（の中央値）に関して、2012年調査と2013年調査を比較した結果、両者には統計的な差異が0.1%水準で確認されることを意味している（この時のz値は-15.829である）。すなわち、この結果からは1年後の物

³ Steal-Dwass法は、パラメトリック手法の1つであるTukey法による多重比較に対応するものである。詳しくは、永田・吉田（2007）などを参照されたい。

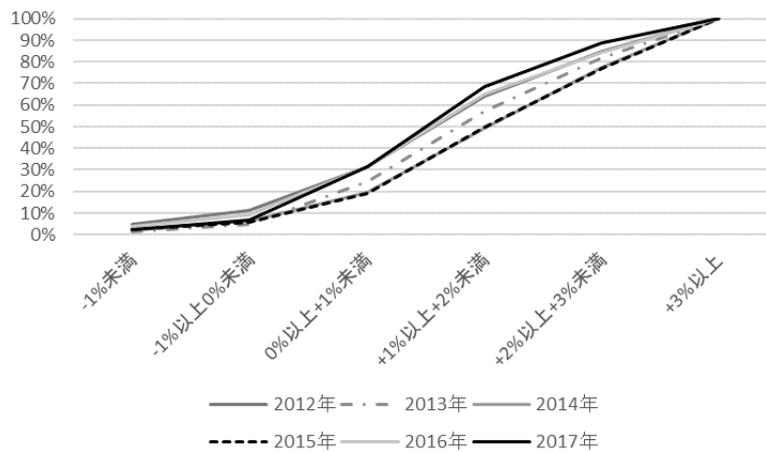
⁴ 本稿で用いている統計ソフトウェア（Kyplot）の場合、z値が負であれば、前者の中央値よりも後者の中央値が高いこと、逆にz値が正であれば、前者の中央値よりも後者の中央値が低いことを意味している。



(a) 1年後の物価変動率予想



(b) 3年後の物価変動率予想



(c) 5年後の物価変動率予想

(図2) 物価変動率予想の累積度数分布の形状の変化(百分比)

(表 3) 多重比較分析の結果

	1年後の物価 変動率予想	3年後の物価 変動率予想	5年後の物価 変動率予想
2012年調査/2013年調査	-15.829	-9.612	-4.565
2012年調査/2014年調査	-22.104	-14.481	-8.190
2012年調査/2015年調査	-21.068	-13.443	-7.987
2012年調査/2016年調査	-8.125	-4.043	-0.243
2012年調査/2017年調査	-8.320	-2.732	0.973
2013年調査/2014年調査	-9.616	-6.123	-3.956
2013年調査/2015年調査	-8.114	-5.166	-3.944
2013年調査/2016年調査	6.277	4.781	4.147
2013年調査/2017年調査	7.724	6.864	5.583
2014年調査/2015年調査	1.817	0.803	-0.141
2014年調査/2016年調査	13.515	9.674	7.613
2014年調査/2017年調査	15.470	11.976	9.207
2015年調査/2016年調査	12.365	8.827	7.474
2015年調査/2017年調査	14.435	11.060	9.017
2016年調査/2017年調査	0.570	1.488	1.145

表中の数値は正規分布の z 値に相当するものである。

シャドーを付したところの p 値は 0.1% である。

物価変動率予想（の中央値）は 2012 年調査実施時（2012 年 2 月）よりも 2013 年調査実施時（2013 年 2 月）の方が高くなっていると読み取れる。表 3 での符号の変化からは、2014 年までは年々物価変動率予想（の中央値）は高くなっているが、2014 年以降において年々物価変動率予想（の中央値）は低くなっていることが見てとれる。より正確には、2014 年と 2015 年では変化があったかどうか統計的にははっきりしないが、2015 年と 2016 年では有意に低くなっている。また、2016 年と 2017 年では再び物価変動率予想（の中央値）には統計的な差異は確認されていないことがわかる。この傾向は 1 年後の物価変動率予想だけでなく、3 年後および 5 年後においても同様に確認できる。

また、アベノミクス以前の 2012 年調査と一番最近の 2017 年調査の比較では、1 年後の物価変動率予想は 2012 年よりも最近の方が高いということが有意に言えるが、3 年後・5 年後というより先の時期の予想については、統計的には有意な違いがない。このことは、アベノミクス下での極めて積極的な金融政策が、より長期の物価変動率の予想に決定的な影響を与えていない可能性を示唆しているのかもしれない。

4. 他の調査との比較

4.1 他の調査

われわれのアンケート調査は、個人投資家を対象としたものではあるが、あくまでも家計の将来の物価変動率予想を質問しているものと位置付けられる。一般に、家計の期待と、企業あるいはエコノミストの期待、さらには金融市場から抽出される期待の間には一定の違いがあるように見受けられる。金融市場から抽出される期待の一例として、日本銀行金融調査月報においても各種の予想物価上昇率が挙げられている⁵。もっとも、家計の将来の物価変動率の予想については、われわれのアンケート調査同様、一定の幅をもった階層で質問している政府の調査（例えば、内閣府の消費動向調査）もあり、またその幅の設定の仕方も異なっている。一般的には、こうした調査の間で結果を比較することは難しいことに加えて、特に具体的な予想値による比較は基本的に不可能である。

そこで、本稿では大胆な簡便法を使い、家計の将来の物価変動率予想を質問している他の調査として日本銀行情報サービス局による「生活意識に関するアンケート調査」と内閣府の「消費動向調査」を取り上げ、われわれのアンケート調査結果との比較を試みる⁶。われわれのアンケート調査のような Web アンケートについては、書面や聞き取りによる調査と比較して、その結果に一定のバイアスがあるとの指摘がなされている（石田他, 2009 など）。その点を確認する上でもこうした調査間比較にも意味があると考えられる。

「生活意識に関するアンケート調査」は、年 4 回行われており、「1 年後と 5 年後の物価について、毎年平均何%程度変化すると思うか」を質問している。他方、内閣府の「消費動向調査」は毎月行われているが、「日ごろ良く購入する品物の価格が 1 年後どの程度になると思うか」という質問について、2 人以上の世帯の回答の長期時系列を 8 区分（「-5%以上低下」「-5%未満～-2%未満低下」「-2%未満低下」「変わらない」「+2%未満上昇」「+2%以上+5%未満上昇」「+5%以上上昇」「分からない」）で公表している。なお、われわれのアンケート調査時点が毎年 2 月であるので、他の調査についてもそれに一番近い時点の調査を利用する。具体的には「生活アンケート調査」は各年の 3 月時点、「消費動向調査」は各年の 2 月時点のものを使って議論する。

「生活意識に関するアンケート調査」の結果によれば、1 年後の物価上昇率の予想の中央値は、2012 年から 2017 年にかけて +2.0%→+3.0%→+3.0%→+3.0%→+3.0%→+2.0% となっており、われわれのアンケート調査の最頻値階層の変化とかなり似ている。しかしながら、われわれのアンケート調査結果よりは高めの物価上昇率を予想しているような恰好となっている。また、5 年後の物価上昇率の予想の中央値は、同様に +2.5%→+2.0%→+2.0%→+2.5%→+2.0%→+2.0% と変化している。これは、われわれのアンケート調査の最

⁵ 日本銀行「金融調査月報」<https://www.boj.or.jp/research/past_release/index.htm/>

⁶ 日本銀行情報サービス局「生活意識に関するアンケート調査」

<http://www.boj.or.jp/research/o_survey/index.htm/>

内閣府「消費動向調査」<http://www.esri.cao.go.jp/jp/stat/shouhi/menu_shouhi.html>

頻値階層が変わっていないのに対し違う動きであるが、われわれのアンケート調査が1%ポイント刻みとなっていることからすると、その幅の中での変化と捉えることもできる。

4.2 物価変動率の予想値の算出方法

われわれのアンケート調査も含めた3つの調査結果を比較するために、次のような大胆な簡便法で物価予想変動率の予想値を一つ求め、それを比較することとする。

まず、幅を持って聞いている部分については、その階層の中央の値を予想値とする（例えば「+1%以上+2%未満」であれば+1.5%）。階層の定義が未満あるいは以上とされていて中央の値が計算できない場合は、その端の値（例えば「-5%以上」であれば-5%）を予想値とする。その上で、「イメージを持ってない」あるいは「わからない」と答えた者を除くサンプルでの各階層のウェイトで加重平均をして全体としての予想値を1つ求める。

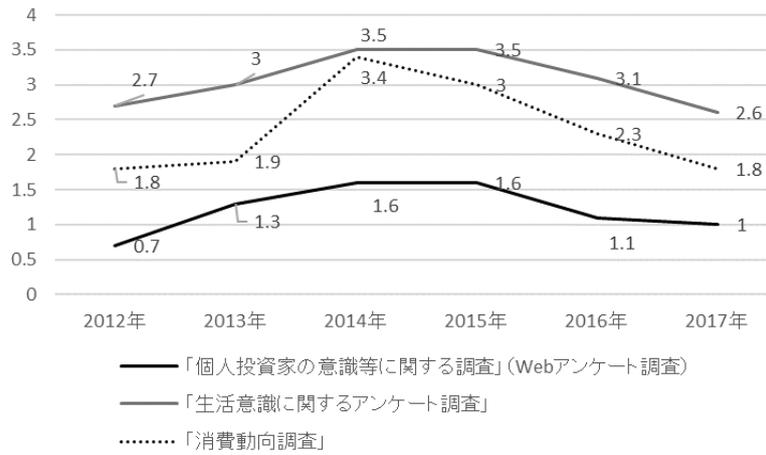
ちなみに「生活意識に関するアンケート調査」では、8つの階層分けて回答の分布がわかっている（「-5.1%以上低下」「-2.1%~-5%低下」「-0.1%~-2%低下」「0%」「+0.1%~2.0%上昇」「+2.1%~5%上昇」「+5.1%~10.0%上昇」「+10.1%以上」）。したがって、このやり方で1つの予想値を求めることができる。

このようにして得られる将来の物価変動率の予想値を3つの調査について比較した結果が図3である。

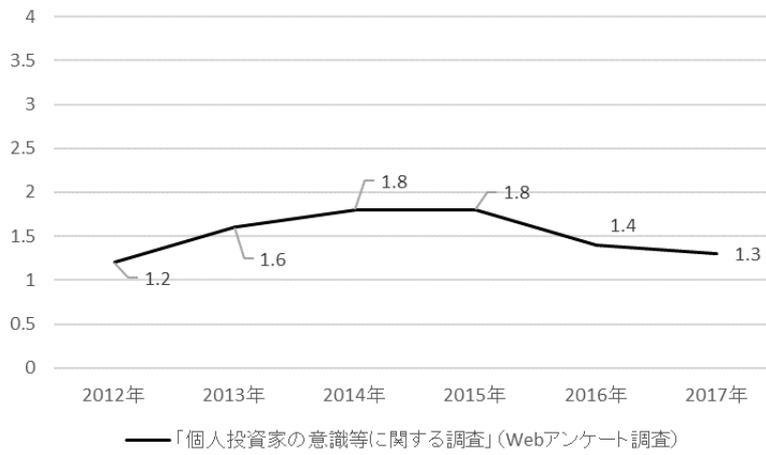
3つの調査で比較が可能な1年後の物価変動率の予想について見てみると、われわれのアンケート調査から得られる予想値が2012年から2017年の期間ずっと他の統計よりも低い。逆に、日本銀行の生活意識アンケート調査から得られる予想値が最も高く、内閣府の消費動向調査から得られる予想値はその中間に位置している。期間を通してみると、概ねどの調査も上下の変動について、同じような動きを示している。予想値は2014年あるいは2015年が一番高く、最近期の2017年の予想値は、生活意識アンケート調査と消費動向調査では2012年並みにまで低下しているが、われわれのアンケート調査では2012年よりもなお少し高くなっている。

最近期の予想値を日本銀行のインフレ目標である+2%の水準と比べると、生活意識アンケート調査では+2.6%とそれを上回っており、また消費動向調査では+1.8%とほぼそれに近いものとなっているが、われわれのアンケート調査では+1.0%とその半分となっている。

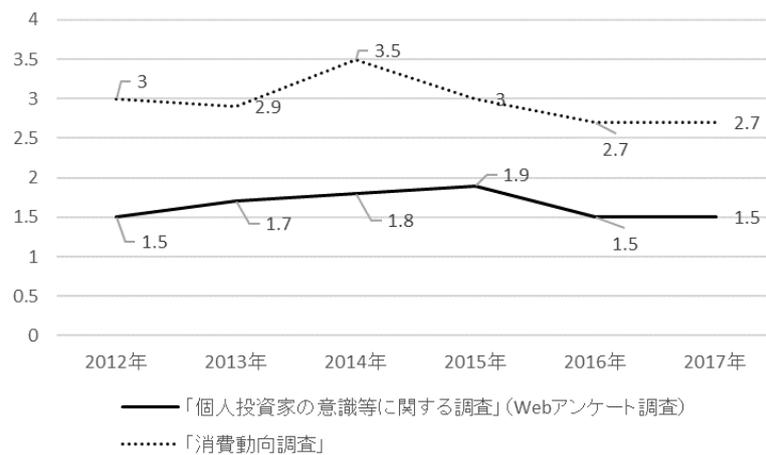
もっともアベノミクスのインフレ目標は、より長期の物価変動率予想にかかるものと考えられる。そこで日本銀行の生活意識アンケート調査とわれわれのアンケート調査を比較できる5年後の物価変動率の予想についてみると、やはり2012年から2017年の期間を通じて前者から得られる予想物価上昇率の方が後者から得られるものよりも高い(図3)。2017年時点での水準は、生活意識アンケート調査からは+2.7%、われわれのアンケート調査からは+1.5%という予想値が得られ、前者は+2%のインフレ目標を上回っているが、後者はそれに達していない。言うまでもなく、ここでは将来の物価変動率の予想値を1つの値として算出するために極めて大胆な簡便法を使っているため、その結果としての数値が真の



(a) 1年後の物価変動率予想



(b) 3年後の物価変動率予想



(c) 5年後の物価変動率予想

(図3) 3つの調査から見る物価変動率予想の変化

予想値でないことは当然である。したがって水準の評価はできないが、いわゆるアベノミクス下の時期において、家計の5年後の物価変動率予想がどう上下したかを類推することはある程度許されるものと考え。「生活意識に関するアンケート調査」、われわれのアンケート調査のいずれをみても、1年後という、より短期に比べ5年後の物価変動率は、その変動幅は小さく、より安定しているように見える。そして予想値は、やはり2014～2015年にかけて上昇し、その後低下している。

1年後、3年後、5年後という3つの期間について物価変動率予想を質問しているのはわれわれのアンケート調査だけであるが、ここでは概ね、より将来の時期の予想値の方が高くなる（少なくとも低くはならない）傾向が見てとれる。これに対して、「生活意識に関するアンケート調査」の方は必ずしもそうした傾向ははっきりしていない。これには、両調査における予想物価変動率の階層の区切り方が違うことが影響している可能性もあるが、「生活意識に関するアンケート調査」については、既に見たように、別途発表されている中央値の推移をみても5年後の方が1年後より高いという傾向ははっきりしない。

4.3 Web アンケート調査結果の特徴

われわれのアンケート調査は、個人投資家を対象としているため、回答者の日本経済の見方は相対的に金融市場の専門家、エコノミスト等に近くなっている可能性がある。前述の通り、一般に家計の予想物価変動率は企業、金融市場参加者等より高いものになっていると見られ、われわれのアンケート調査の結果にもそれは当てはまるが、3つの調査の結果を比較すると一番低くなっている。このことは、調査の対象者がマクロ経済動向についてどの程度一般的な情報に触れているかの違いを反映しているのかもしれない。あるいはそれは、インターネットを通じたこのようなアンケート調査に自発的に応じようとする対象者と、必ずしもそうではない対象者の物価感の違いを反映しているものなのかもしれない。われわれのアンケート調査の結果からは、より先の物価変動率予想はより高いという傾向が窺われたが、日本銀行情報サービス局による「生活意識に関するアンケート調査」ではそれははっきりしない。これは、両調査が対象としている母集団の特性の違いを反映している可能性もある。

以上のような留保は付くが、物価変動率予想について、水準はともかく、少なくともその上下の変動は3つの調査ともに概ね似ているように見受けられる。したがって、われわれが実施したようなWebアンケート調査を通じて、家計の物価感がどう変化しているかをかなり同時に把握できる可能性があると思われる。

4.4 実際の物価変動率と予想値の関係

なお、第4.2節で用いたような大胆な簡便法により求めた物価変動率の予想値と実際の物価変動率の関係を、われわれの調査についてみたのが図4となる。なお、物価変動率としては消費者物価（総合）指数の前年比、物価変動率の予想値としてはわれわれのアンケート



(図4) 実際の消費者物価変動と物価変動率予想値

調査から得られたものを使った。アベノミクスの下で前者はかなりの幅で変動しているが、物価変動率の予想値はその中間で緩やかに変動してきたような姿となっている。

われわれのアンケート調査は年1回の時点調査であるため、先行・遅行の関係については何もわからないが、少なくとも1年後、3年後、5年後のいずれについても、ここで求めた物価変動率の予想値は実際の物価変動と緩やかに連動しつつゆっくり変化している。これは、例えばここで求めたようなかたちの長期のインフレ期待値が+2%程度で安定することは、実際の物価変動率が同様に+2%程度で長期的に安定することと併存する可能性を示唆していると思われる。

5. まとめ

われわれが、2012年から2017年にかけて実施した「個人投資家の意識等に関する調査」において、継続的に質問している将来の物価変動率予想（1年後・3年後・5年後）から、以下のようなことが明らかになった。

まず、1年後・3年後・5年後の物価変動率予想に対して「イメージを持っていない」との回答の割合は、2012年調査以降減少し2014～2015年にボトムとなったが、その後2017年まで再び増加している。

次に、1年後の物価変動率予想の最頻値の階層（以下、最頻値階層）は、2012年調査では「0%以上+1%未満」であったのが、2013年調査で「+1%以上+2%未満」へと上がった。それが2015年調査まで続いたが、2016年調査以降は再び「0%以上+1%未満」に戻っている。一方、3年後・5年後の物価変動率予想については、2012年調査以降、一貫して最頻値階層は「+1%以上+2%未満」となっている。

他方、予想の度数分布そのものは調査毎に変わっている。それを累積度数分布の形状の変化によってみると、1年後の物価変動率予想については、2012年調査以降、累積度数分布の形状は次第にフラット化し、2014年調査で最もフラットになっている。その後2016年調査ではかなり逆方向に動いてスティーブ化し、2017年調査ではその形状はあまり変化していない。これは、アベノミクスの下で、2014年頃まではインフレ期待が高まったが、2016年には再びそれが萎んでしまい、そうした状況は最近期もあまり変わっていないことを示唆している。3年後・5年後の物価変動率予想についても、累積度数分布の形状変化は概ね1年後のものと同様であった。

以上のような傾向は、多重比較分析によっても確認できる。2013年調査から2014年調査にかけては、1年後・3年後・5年後のいずれの物価変動率予想（の中央値）も前年より高くなっていることが統計的に有意に裏付けられた。しかし、2014年と2015年については変化があったかどうかははっきりせず、その後2016年にかけては前年に比べ有意に低下し、さらに2017年にかけては変化があったかどうかは再びはっきりしないという結果であった。

大胆な簡便法を使い、われわれの調査結果と日本銀行情報サービス局の「生活意識に関するアンケート調査」および内閣府の「消費動向調査」との比較を行うと、まず1年後の物価変動率の予想値については、われわれの調査から得られる予想値が2012年から2017年の期間を通じて他の調査よりも低い。しかし、どの調査も上下変動は似ており、ほぼ同じように動いている。われわれの調査および「生活意識に関するアンケート調査」からは、5年後の物価変動率の予想値は、1年後の物価変動率の予想値より、その変動幅は小さく、より安定しているように見える。

最後に、本稿の今後の展望について触れたい。ここに整理した特徴は、あくまでも、個人投資家を対象とした、インターネットを通じたWebアンケート調査の結果から得られたものである。そうした制約はあるものの、興味深い傾向も観察できたことから、今後とも、調査対象者の範囲拡大も検討し、将来の物価変動率予想の変化を同様の手法でフォローしていきたいと考えている。また、われわれの調査には様々な属性が含まれるため、それらを踏まえた更なる分析を行っていきたい。

参考文献

1. 石田浩・佐藤香・佐藤博樹・豊田義博・萩原牧子・萩原雅之・本多則恵・前田幸男・三輪哲（2009）「信頼できるインターネット調査法の確立に向けて」『SSJDA リサーチペーパーシリーズ』, No.42
2. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一（2012）「個人投資家の意識等に関する Web アンケート調査の属性分析」『RISS Discussion Paper Series』, No.17
3. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一（2013）「Web アンケート調査で見た将来の物価変動率予想」『RISS Discussion Paper Series』, No.31
4. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一（2014）「Web アンケート調査で見た将来の物価変動

率予想 II: 第二次安倍政権発足前後における個人投資家の見方の変化」『RISS Discussion Paper Series』, No.32

5. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一 (2016)「Web アンケート調査で見た個人投資家の将来の物価変動率予想の経年変化」『RISS Discussion Paper Series』, No.42
6. 永田靖・吉田道弘 (2007)『統計的多重比較法の基礎』サイエンティスト社
7. 本多則恵 (2006)「インターネット調査・モニター調査の特質ーモニター型インターネット調査を活用するための課題 (特集 あらためて「データ」について考える)」『日本労働研究雑誌』 Vol.48, No.6, 32-41