

個人投資家の将来の物価変動率に対する予想に  
関する経年変化について  
—2012～2019 年の Web アンケート調査結果—

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

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](mailto:riss@ml.kandai.jp)

tel. 06-6368-1228

fax. 06-6330-3304

# 個人投資家の将来の物価変動率に対する予想に関する経年変化について\*

## －2012～2019年のWebアンケート調査結果－

神津多可思<sup>†</sup> 竹村敏彦<sup>‡</sup> 武田浩一<sup>§</sup> 末廣徹<sup>\*\*</sup>

### 概要

われわれは、2012年から2017年にかけて個人投資家を対象としたWebアンケートを実施した。また、2018年と2019年には対象者を一般的な個人として同様の調査を実施したが、その結果からは個人投資家の回答を抽出することができる。これら2012年以降の調査では、将来の物価変動率の予想について継続的に質問を行っているが、その回答からは、この期間、日本のいわゆるアベノミクスの下で、個人投資家の将来の物価変動率予想が概ね安定的であったことが分かる。しかし、最近2年の調査から、少しインフレ期待が高まった可能性が示唆される。また、個人投資家の属性別に将来の物価変動率予想をみると、経営者と非経営者、居住地、所得層で少し違いがあるように窺える。さらに、2018年と2019年の調査結果について、個人投資家・非個人投資家別にみると、2018年には両グループの将来の物価変動率予想の回答分布の中央値が異なっていた可能性が高いが、2019年では必ずしもそうとは言えない。

キーワード：Webアンケート調査、個人投資家、物価変動率予想、2群比較

---

\* 本研究の一部は、独立行政法人日本学術振興会の科研費（17K03827 および 17K00463）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。

<sup>†</sup> 関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構 ネットワーク分析ユニット非常勤研究員  
リコー経済社会研究所 所長

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

<sup>‡</sup> 城西大学経済学部 教授

関西大学ソシオネットワーク戦略研究機構 ネットワーク分析ユニット研究員

E-mail: tkmrtshk@josai.ac.jp

<sup>§</sup> 法政大学経済学部 教授

E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

<sup>\*\*</sup> 法政大学大学院経済学研究科 博士後期課程学生

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

# Chorological Changes of Individual Investors' Inflation Expectations and Their Distributions during the Abenomics Period in Japan\*

Takashi KOZU<sup>†</sup>, Toshihiko TAKEMURA<sup>‡</sup>, Koichi TAKEDA<sup>§</sup>, Toru SUEHIRO<sup>\*\*</sup>

## Abstract

We conducted Web-based surveys for individual investors in Japan from 2012 to 2017. We also conducted similar surveys for general individuals in 2018 and 2019 and it is possible to extract answers of individual investors from the results of these two surveys. We consecutively inquired expectations on future inflation/deflation rates in the surveys since 2012 and the results shows that the Japanese individual investors' expectations were generally stable during this period of so-called Abenomics. However, the surveys in recent two years indicates a possibility that expectations for inflation were slightly enhanced. Analyzing the results by the attributes of individual investors, it seems that there were differences in expectations on future inflation/deflation rates between those who are managers of firms and those who are not, depending on where they live, and also depending on their incomes. Furthermore, as for the 2018 and 2019 surveys, it was highly possible that in 2018 the medium of the distributions of expectations was higher for individual investors than for those who were not but in 2019 this observation could not necessarily hold any more.

Keywords: Web-based Survey, Individual Investor, Inflation Expectation, Two-group Comparison

---

\* This work was supported by Japan Society for the Promotion of Science: Grant-in-Aid for Scientific Research (C) (17K03827 and 17K00463) and Kansai University and Matching Fund Subsidy form MEXT (Ministry of Education, Culture, Sports, Science and Technology).

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

<sup>‡</sup> Professor, Faculty of Economics, Josai University  
Researcher, The Research Institute for Socionetwork Strategies, Kansai University  
E-mail: tkmrtshk@josai.ac.jp  
Corresponding author

<sup>§</sup> Professor, Faculty of Economics, Hosei University  
E-mail: ktakeda@hosei.ac.jp

<sup>\*\*</sup> Ph.D. candidate, 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、株式を含む金融資産への投資経験のある個人投資家を対象としたWebアンケート「個人投資家の意識等に関する調査」（「投資家金融調査」と称す）を実施してきた。これらの調査の主たる目的は、日本の個人投資家の投資行動や意識の特徴を把握することなどにある。これらの調査によって収集・蓄積された個票データを用いて様々な角度から分析を行ってきた（Takeda, et al., 2014; 神津他, 2017; Takemura, et al., 2018, Suehiro, et al., 2019）。これらの調査では、1年後、3年後、5年後の物価変動率の予想についても継続的に質問を行ってきた（神津他, 2017）。これらの調査を行ってきた期間は、いわゆるアベノミクスの下で期待に働き掛ける点が強調される非伝統的な金融政策が行われてきた期間でもある。神津他（2017）では、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、その後、2017年にかけては再び低下していることを明らかにし、またこれらの動きは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と概ね同じようになっていることを指摘している。これらの調査の対象である個人投資家は、マクロ経済の動向についてより意識的に情報に接していると考えることができ、そうした層の将来の物価変動率に対する予想がこの期間にどう変化してきたかということも大変興味深い点である。

2018年から、われわれは新たに調査の対象者を個人投資家に限定せず、一般の個人にまで拡大した「金融行動・意識等に関する調査」（以下、「個人金融調査」と称す）を実施している。これらの調査の目的は個人の投資行動や意識の特徴を把握することなどにある。これらの調査においても将来の物価変動率の予想についての質問を継続して行っている。一般個人の将来の物価変動率予想に関する分析については神津他（2020）を参照されたい。また、「投資家金融調査」に含まれていた質問項目ならびに投資家か否かを判定する質問（「投資家金融調査」のスクリーニングのための条件）を取り入れることによって、2012年から2019年にかけての個人投資家の将来の物価変動率に対する予想についての分析を行うことができる。これは神津他（2017）を2019年までに延長させ、アップデートしたものとなる。本研究では、2012年以降のわれわれの実施してきたアンケート調査によって8年間にわたり収集・蓄積してきた個票データを用いて、個人投資家の将来の物価変動率に対する予想がこの期間にどう変化してきたかを改めて整理し、考察を行う。

## 2. 調査概要

上述したように、2018年と2019年の「個人金融調査」の対象を個人投資家に限定していないため、統一性という関連からは、2018年と2019年の「個人金融調査」の回答者から個人投資家だけを抽出してみる必要がある<sup>1</sup>。その結果、データ数については段差が生じるが、回答者の属性の統一性を維持しないと物価変動率の予想についての経年変化を中立的に追うことができない。その点はやむを得ないと判断した。8年間の回答者数等は図表1の通りである。

---

<sup>1</sup> 「個人金融調査」において、「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に関する質問を行い、その回答によって回答者を投資家とそうでない者（非投資家）に分けている。

(図表1) 2012～2019年調査の回答者数等

	総数	回答者数			イメージを持っていない			イメージを持っていない割合		
		1年後	3年後	5年後	1年後	3年後	5年後	1年後	3年後	5年後
2012年	1502	1292	1278	1237	210	224	265	13.98%	14.91%	17.64%
2013年	1481	1306	1290	1237	175	191	244	11.82%	12.90%	16.48%
2014年	1467	1314	1306	1258	153	161	209	10.43%	10.97%	14.25%
2015年	1220	1098	1078	1041	122	142	179	10.00%	11.64%	14.67%
2016年	1212	1073	1056	1015	139	156	197	11.47%	12.87%	16.25%
2017年	1218	1051	1027	976	167	191	242	13.71%	15.68%	19.87%
2018年	494	438	436	419	56	58	75	11.34%	11.74%	15.18%
2019年	450	398	386	371	52	64	79	11.56%	14.22%	17.56%

2012年から2019年の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つを選択してもらう形式をとっている。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<sup>2</sup>。

個人投資家について、過去8年間の物価変動率予想の回答の最頻値階層の変化をみると図表2のようになる（ハッチングの部分が最頻値階層である）。1年後の物価変動率予想（1年後の前年比のイメージ）については、2012年以降のいずれの調査でも「0%以上+1%未満」あるいは「+1%以上+2%未満」が最頻値階層となっている。これは、2012～2019年の期間に、傾向的に予想が大きくなる変化してはいることを示している。より長期の3年後の予想（3年後の前年比のイメージ）については、全調査期間を通じて「+1%以上+2%未満」が最頻値階層となっており、この期間の物価変動率予想はさらに安定的であったことがみてとれる。また、5年後（同様に5年後の前年比のイメージ）については、それまで一貫して「+1%以上+2%未満」が最頻値階層であったのが、2019年調査では「+3%以上」となっている。これが、上述したような調査対象の変更の影響であるのか、あるいは5年後という比較的長期における物価変動率については、足元でより高いインフレ率を予想するようになったことを意味しているのか、この調査結果だけでは判断ができない。しかし、いずれにしても、3年後、5年後といったより将来の物価変動率の予想は、1年後のものよりもさらに安定的であるということとはみてとれる。

(図表2) 個人投資家の物価変動率予想の度数分布の経年変化

	1年後						3年後					5年後						
	-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	-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	-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%	5.01%	8.22%	29.42%	34.82%	15.02%	7.51%	4.93%	6.06%	20.70%	32.26%	21.02%	15.04%
2013年	0.61%	2.68%	35.22%	43.26%	12.63%	5.59%	1.01%	2.56%	21.86%	41.71%	22.56%	10.31%	1.13%	3.72%	19.89%	32.66%	24.66%	17.95%
2014年	1.67%	2.82%	19.86%	42.01%	20.93%	12.71%	1.99%	2.83%	14.17%	36.06%	29.25%	15.70%	2.23%	4.21%	13.43%	29.33%	28.06%	22.73%
2015年	0.91%	1.46%	21.68%	47.09%	21.40%	7.47%	1.02%	3.15%	14.19%	39.42%	27.64%	14.56%	2.21%	3.36%	13.64%	30.55%	27.09%	23.15%
2016年	2.70%	10.44%	38.86%	29.54%	12.21%	6.24%	3.60%	6.63%	25.76%	35.70%	16.86%	11.46%	3.74%	5.32%	22.36%	33.40%	19.41%	15.76%
2017年	1.43%	5.80%	47.29%	32.35%	9.51%	3.62%	2.14%	3.99%	32.13%	37.88%	17.14%	6.72%	2.25%	4.51%	24.90%	36.89%	20.08%	11.37%
2018年	1.14%	2.28%	32.88%	36.99%	15.53%	11.19%	2.06%	1.83%	21.33%	31.88%	24.77%	18.12%	1.91%	3.10%	15.99%	30.31%	23.63%	25.06%
2019年	1.01%	4.02%	20.60%	32.16%	20.60%	21.61%	1.55%	3.11%	13.99%	30.57%	24.35%	26.42%	2.16%	3.77%	12.67%	26.42%	24.80%	30.19%

<sup>2</sup> 本研究では「はっきりとしたイメージを持っていない」との回答を除いた百分比によって議論を行っている。

なお、2019年10月の消費税増税の影響については、それが現れるとすれば1年後の予想のところとなるはずである。しかし、結果的には2019年調査の回答の最頻値階層は「+1%以上+2%未満」と前年調査と同じであった<sup>3</sup>。これが、消費税増税はないと思っていた者が多かったためなのか、あるいはあってもさほど大きな影響はないと考えていたのか、さらには回答に当たってあまり意識されていなかったのかについては、この調査からは何とも言えない。

図表2からわかるように、1年後の物価変動率予想の最頻値階層は2018年、2019年と変化しておらず、また3年後については2012年の調査開始以降、一貫して変わっていない。しかしながら、5年後については、それまでずっと「+1%以上+2%未満」であったのが2019年には「+3%以上」へと2階層切り上がっている。このことは、2013年以降、インフレ期待の醸成を重視した非伝統的金融政策が積極的に展開された時期にあっても、個人投資家の1年後あるいは3年後といった期間での物価変動率予想については、傾向として大きく動くことはなかった可能性を示唆している。ただし、最近において5年後という比較的遠い将来の物価変動率予想の最頻値階層が2階層切り上がっているのは、個人投資家のインフレ期待に何らかの変化が起きているということかもしれない。この点については、神津他(2020)でより詳しく検討をしている。

なお、イメージを持っていないとする者の回答全体に占める割合をみると(前掲図表1)、どの調査でも1年後よりは3年後、3年後よりは5年後の方が多くなっている。これは、一般的により将来のことは一層見通し難いことの現れと考えられる。経年変化としては、あまりはっきりとした傾向はみてとれないが、2012~2014年の間、その割合は1年後、3年後、5年後のいずれについても低下しており、この期間は、個人が将来の物価変動率見通しについて、ある種の見通しをより持てるような環境にあったとすることができるだろう。

### 3. 個人投資家の属性別にみた物価変動率予想の変化

2012年以降の調査においては、以下のような個人投資家の属性別に、将来の物価変動率をどうみていたかを追うことができる。

- 1) 会社等の経営者・非経営者
- 2) 東京/大阪在住者・それ以外の地域の在住者
- 3) 年齢が20歳代・30歳代・40歳代・50歳以上
- 4) 年収が100万円未満・100万円以上500万円未満・500万円以上

まず、経営者・非経営者別にみると(図表3)、1年後についての最頻値階層は、2012年以降、どちらのグループでも「0%以上+1%未満」あるいは「+1%以上+2%未満」となっており、全体としてみてあまり大きな違いはない。3年後については、非経営者が一貫して「+1%以上+2%未満」であるのに対し、経営者は2014年、2019年では「+2%以上+3%未満」となっており、経営者の方が見方を時折変えていることが窺える。5年後についても2018年まで

---

<sup>3</sup> 2014年4月の消費税増税、2015年10月の増税予定の2017年4月への延期、さらには2019年10月への延期といった出来事が調査結果にどのような影響を与えたかに注目しても、それらの影響は必ずしもはっきりとしない。

(図表3) 経営者・非経営者別にみた物価変動率予想の度数分布の経年変化  
(経営者)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	5.95%	23.21%	46.43%	15.48%	6.55%	2.38%	8.33%	10.12%	28.57%	32.14%	13.69%	7.14%	8.64%	9.26%	19.75%	25.93%	21.60%	14.81%
2013年	1.78%	2.37%	33.14%	39.64%	14.20%	8.88%	1.76%	4.71%	17.65%	40.00%	24.12%	11.76%	2.47%	3.70%	16.67%	33.33%	23.46%	20.37%
2014年	4.03%	1.34%	14.09%	42.95%	20.81%	16.78%	2.04%	4.76%	21.09%	26.53%	30.61%	14.97%	3.50%	4.20%	17.48%	27.27%	26.57%	20.98%
2015年	2.08%	0.00%	23.61%	44.44%	21.53%	8.33%	2.14%	3.57%	13.57%	37.86%	27.14%	15.71%	3.68%	2.21%	13.24%	25.74%	27.94%	27.21%
2016年	2.99%	10.45%	34.33%	34.33%	10.45%	7.46%	4.58%	7.63%	31.30%	32.82%	12.98%	10.69%	5.43%	6.20%	23.26%	35.66%	11.63%	17.83%
2017年	1.53%	3.82%	51.91%	29.01%	10.69%	3.05%	1.57%	3.94%	30.71%	41.73%	17.32%	4.72%	3.31%	4.96%	23.97%	42.15%	16.53%	9.09%
2018年	0.00%	0.00%	41.67%	33.33%	16.67%	8.33%	0.00%	5.00%	18.33%	38.33%	26.67%	11.67%	0.00%	7.02%	15.79%	36.84%	17.54%	22.81%
2019年	0.00%	6.56%	24.59%	31.15%	16.39%	21.31%	1.75%	0.00%	19.30%	28.07%	29.82%	21.05%	1.82%	0.00%	16.36%	25.45%	30.91%	25.45%

(非経営者)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	3.91%	16.99%	44.04%	24.38%	8.45%	2.22%	4.50%	7.93%	29.55%	35.23%	15.23%	7.57%	4.37%	5.58%	20.84%	33.21%	20.93%	15.07%
2013年	0.44%	2.73%	35.53%	43.80%	12.40%	5.10%	0.89%	2.23%	22.50%	41.96%	22.32%	10.09%	0.93%	3.72%	20.37%	32.56%	24.84%	17.58%
2014年	1.37%	3.00%	20.60%	41.89%	20.94%	12.19%	1.98%	2.59%	13.29%	37.27%	29.08%	15.79%	2.06%	4.22%	12.91%	29.60%	28.25%	22.96%
2015年	0.73%	1.68%	21.38%	47.48%	21.38%	7.34%	0.85%	3.09%	14.29%	39.66%	27.72%	14.39%	1.99%	3.54%	13.70%	31.27%	26.96%	22.54%
2016年	2.66%	10.44%	39.51%	28.86%	12.46%	6.07%	3.46%	6.49%	24.97%	36.11%	17.41%	11.57%	3.50%	5.19%	22.23%	33.07%	20.54%	15.46%
2017年	1.41%	6.09%	46.63%	32.83%	9.35%	3.70%	2.22%	4.00%	32.33%	37.33%	17.11%	7.00%	2.11%	4.44%	25.03%	36.14%	20.58%	11.70%
2018年	1.32%	2.65%	31.48%	37.57%	15.34%	11.64%	2.39%	1.33%	21.81%	30.85%	24.47%	19.15%	2.21%	2.49%	16.02%	29.28%	24.59%	25.41%
2019年	1.19%	3.56%	19.88%	32.34%	21.36%	21.66%	1.52%	3.65%	13.07%	31.00%	23.40%	27.36%	2.22%	4.43%	12.03%	26.58%	23.73%	31.01%

は3年後と同様の傾向があるが、2019年は非経営者の回答の最頻値階層が一挙に2階層切り上がり「+3%以上」となっている。

次に、居住地別にみると(図表4)、1年後については、2018年までは東京/大阪に在住している者とそれ以外の地域に在住している者の回答の最頻値階層はずっと同じであった。しかし2019年調査では、東京/大阪在住者でこれまでよりも高い物価変動率を予想する者の割合がよりはっきりと増えている。一方、3年後については、この2つのグループの物価変動率予想の回答の最頻値階層はほぼ同じであった。これは5年後についても同様である。しかし2019年調査においては、東京/大阪以外の居住者の回答の最頻値階層がやはり一挙に2階層切り上がり「+3%以上」となっている。

(図表4) 居住地別にみた物価変動率予想の度数分布の経年変化  
(東京/大阪在住者)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	2.97%	20.79%	45.87%	23.76%	5.61%	0.99%	4.25%	10.46%	30.39%	35.62%	16.34%	2.94%	6.38%	6.38%	20.13%	34.56%	20.13%	12.42%
2013年	1.23%	3.08%	32.92%	44.31%	13.85%	4.62%	1.23%	2.47%	19.44%	41.36%	24.38%	11.11%	1.26%	3.15%	20.82%	30.28%	26.18%	18.30%
2014年	1.25%	3.74%	20.25%	37.69%	23.68%	13.40%	1.86%	3.11%	16.15%	34.16%	27.95%	16.77%	1.94%	4.21%	15.53%	26.86%	28.16%	23.30%
2015年	1.79%	1.79%	24.37%	45.16%	18.64%	8.24%	1.08%	3.25%	11.19%	42.96%	26.71%	14.80%	1.54%	3.09%	10.42%	32.43%	28.57%	23.94%
2016年	2.20%	11.72%	40.29%	27.84%	14.29%	3.66%	3.77%	6.79%	23.77%	36.23%	18.49%	10.94%	5.31%	5.71%	20.00%	33.47%	21.63%	13.88%
2017年	1.20%	6.77%	47.41%	33.07%	9.16%	2.39%	1.64%	2.87%	38.11%	36.07%	15.98%	5.33%	3.03%	4.33%	31.17%	33.77%	19.91%	7.79%
2018年	0.92%	1.83%	35.78%	35.78%	14.68%	11.01%	1.73%	1.82%	19.09%	31.82%	25.45%	19.09%	2.78%	3.70%	14.81%	33.33%	16.67%	28.70%
2019年	0.93%	6.54%	22.43%	23.36%	23.36%	23.36%	1.94%	3.88%	14.56%	31.07%	24.27%	24.27%	2.00%	6.00%	11.00%	29.00%	24.00%	28.00%

(東京/大阪以外の地域の在住者)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	4.55%	16.89%	43.88%	23.05%	9.00%	2.63%	5.25%	7.51%	29.12%	34.57%	14.61%	8.95%	4.47%	5.96%	20.87%	31.52%	21.30%	15.87%
2013年	0.41%	2.55%	35.98%	42.92%	12.23%	5.91%	0.93%	2.59%	22.67%	41.82%	21.95%	10.04%	1.09%	3.91%	19.57%	33.48%	24.13%	17.83%
2014年	1.81%	2.52%	19.74%	43.40%	20.04%	12.49%	2.03%	2.74%	13.52%	36.69%	29.67%	15.35%	2.32%	4.21%	12.75%	30.14%	28.03%	22.55%
2015年	0.61%	1.34%	20.76%	47.74%	22.34%	7.20%	1.00%	3.12%	15.23%	38.20%	27.97%	14.48%	2.43%	3.45%	14.71%	29.92%	26.60%	22.89%
2016年	2.88%	10.00%	38.38%	30.13%	11.50%	7.13%	3.54%	6.57%	26.42%	35.52%	16.31%	11.63%	3.25%	5.19%	23.12%	33.38%	18.70%	16.36%
2017年	1.50%	5.50%	47.25%	32.13%	9.63%	4.00%	2.30%	4.34%	30.27%	38.44%	17.50%	7.15%	2.01%	4.56%	22.95%	37.85%	20.13%	12.48%
2018年	1.22%	2.43%	31.91%	37.39%	15.81%	11.25%	1.84%	1.84%	22.09%	31.90%	24.54%	17.79%	1.61%	2.89%	16.40%	29.26%	26.05%	23.79%
2019年	1.03%	3.09%	19.93%	35.40%	19.59%	20.96%	1.41%	2.83%	13.78%	30.39%	24.38%	27.21%	2.21%	2.95%	13.28%	25.46%	25.09%	31.00%

年齢階層別には、1年後、3年後、5年後ともに、回答の最頻値階層についてはあまりはつきりした傾向的な違いは浮かび上がらない（図表5）。

（図表5）年齢階層別にみた物価変動率予想の度数分布の経年変化  
（20歳代）

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	1.27%	15.19%	41.77%	32.91%	7.59%	1.27%	2.53%	8.86%	26.58%	39.24%	18.99%	3.80%	2.67%	6.67%	14.67%	34.67%	29.33%	12.00%
2013年	0.00%	3.33%	30.00%	48.33%	15.00%	3.33%	0.00%	3.39%	16.95%	50.85%	23.73%	5.08%	0.00%	5.17%	22.41%	37.93%	24.14%	10.34%
2014年	1.67%	3.33%	28.33%	43.33%	20.00%	3.33%	3.45%	1.72%	20.69%	39.66%	29.31%	5.17%	1.79%	3.57%	14.29%	37.50%	32.14%	10.71%
2015年	2.22%	0.00%	22.22%	60.00%	15.56%	0.00%	2.17%	0.00%	15.22%	50.00%	28.26%	4.35%	2.27%	4.55%	11.36%	34.09%	29.55%	18.18%
2016年	2.17%	0.00%	32.61%	45.65%	13.04%	6.52%	2.22%	4.44%	26.67%	28.89%	26.67%	11.11%	2.27%	4.55%	18.18%	31.82%	29.55%	13.64%
2017年	5.26%	5.26%	31.58%	47.37%	7.89%	2.63%	5.56%	8.33%	16.67%	36.11%	25.00%	8.33%	3.03%	9.09%	12.12%	30.30%	27.27%	18.18%
2018年	2.78%	0.00%	27.78%	36.11%	19.44%	13.89%	7.89%	0.00%	18.42%	23.68%	23.68%	26.32%	8.11%	2.70%	18.92%	21.62%	18.92%	29.73%
2019年	0.00%	2.00%	18.00%	38.00%	24.00%	18.00%	0.00%	0.00%	12.00%	38.00%	22.00%	28.00%	2.08%	0.00%	12.50%	27.08%	27.08%	31.25%

（30歳代）

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	3.32%	16.92%	41.69%	28.40%	7.85%	1.81%	4.92%	8.62%	26.77%	38.46%	12.31%	8.92%	6.31%	5.99%	21.14%	33.75%	17.98%	14.83%
2013年	0.33%	4.97%	37.42%	42.38%	9.60%	5.30%	1.00%	3.68%	24.41%	41.14%	21.40%	8.36%	1.05%	3.86%	22.11%	35.79%	20.70%	16.49%
2014年	1.53%	3.45%	26.44%	45.98%	14.18%	8.43%	2.70%	3.47%	15.44%	40.15%	25.87%	12.36%	4.02%	3.61%	17.27%	26.91%	31.33%	16.87%
2015年	1.42%	2.84%	24.17%	45.50%	21.80%	4.27%	1.47%	5.88%	13.73%	39.71%	24.51%	14.71%	4.12%	3.09%	16.49%	31.44%	23.20%	21.65%
2016年	3.26%	8.84%	32.09%	36.28%	13.02%	6.51%	4.69%	5.63%	21.13%	36.15%	19.25%	13.15%	4.88%	3.90%	20.98%	33.17%	18.05%	19.02%
2017年	1.40%	5.61%	49.07%	31.78%	10.75%	1.40%	2.38%	4.76%	35.71%	37.14%	14.29%	5.71%	1.53%	6.12%	25.00%	38.27%	17.86%	11.22%
2018年	2.04%	2.04%	42.86%	40.82%	10.20%	2.04%	2.00%	0.00%	26.00%	38.00%	26.00%	8.00%	2.08%	2.08%	14.58%	37.50%	29.17%	14.58%
2019年	0.00%	8.93%	21.43%	32.14%	19.64%	17.86%	0.00%	7.55%	13.21%	28.30%	26.42%	24.53%	1.92%	11.54%	13.46%	19.23%	28.85%	25.00%

（40歳代）

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	5.61%	17.91%	47.59%	20.05%	6.68%	2.14%	6.38%	10.11%	30.85%	32.71%	12.77%	7.18%	5.83%	8.06%	23.61%	31.11%	17.50%	13.89%
2013年	1.22%	2.20%	39.36%	40.83%	11.74%	4.65%	1.73%	3.46%	26.91%	39.75%	19.75%	8.40%	2.56%	3.58%	24.55%	32.48%	20.20%	16.62%
2014年	2.60%	4.16%	21.30%	39.74%	21.30%	10.91%	2.59%	3.37%	15.80%	36.53%	26.94%	14.77%	2.70%	5.68%	15.95%	31.62%	24.32%	19.73%
2015年	0.60%	0.90%	25.53%	47.15%	17.12%	8.71%	0.91%	3.96%	16.77%	43.90%	22.56%	11.89%	2.22%	3.49%	14.92%	36.51%	23.49%	19.37%
2016年	2.76%	13.50%	39.57%	26.69%	11.66%	5.83%	4.64%	8.05%	29.10%	32.82%	14.86%	10.53%	4.23%	8.14%	25.73%	33.55%	15.64%	12.70%
2017年	0.96%	4.49%	46.15%	34.94%	8.65%	4.81%	1.62%	3.88%	34.95%	36.25%	16.50%	6.80%	2.01%	4.03%	25.00%	36.91%	17.79%	9.40%
2018年	3.23%	4.84%	33.87%	27.42%	17.74%	12.90%	5.08%	3.39%	23.73%	22.03%	30.51%	15.25%	3.51%	5.26%	22.81%	26.32%	22.81%	19.30%
2019年	3.64%	3.64%	32.73%	23.64%	18.18%	18.18%	5.56%	5.56%	14.81%	29.63%	22.22%	22.22%	6.00%	6.00%	12.00%	30.00%	18.00%	28.00%

（50歳以上）

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	4.13%	18.70%	44.09%	20.67%	9.65%	2.76%	4.42%	6.43%	30.52%	33.33%	17.87%	7.43%	3.71%	4.54%	19.18%	31.75%	24.33%	16.49%
2013年	0.37%	1.68%	31.40%	45.05%	14.77%	6.73%	0.57%	1.14%	17.08%	42.50%	25.24%	13.47%	0.20%	3.58%	14.71%	30.42%	30.42%	20.68%
2014年	1.15%	1.64%	15.30%	41.61%	23.68%	16.61%	1.16%	2.32%	11.94%	33.67%	32.17%	18.74%	1.20%	3.60%	10.12%	28.13%	28.64%	28.30%
2015年	0.79%	1.38%	18.07%	46.56%	24.56%	8.64%	0.80%	1.80%	12.60%	35.40%	32.20%	17.20%	1.43%	3.28%	11.89%	26.02%	30.74%	26.64%
2016年	2.47%	10.08%	41.98%	26.95%	12.14%	6.38%	2.53%	6.32%	25.47%	38.11%	16.21%	11.37%	3.05%	4.14%	21.13%	33.55%	21.57%	16.56%
2017年	1.44%	6.78%	48.46%	29.77%	9.65%	3.90%	2.12%	3.39%	29.87%	39.41%	18.22%	6.99%	2.67%	3.79%	22.49%	36.75%	22.05%	12.25%
2018年	0.34%	2.06%	31.62%	38.49%	15.46%	12.03%	0.69%	2.08%	20.42%	33.91%	23.53%	19.38%	0.72%	2.89%	14.44%	31.05%	23.47%	27.44%
2019年	0.84%	3.38%	18.14%	32.91%	20.68%	24.05%	1.31%	2.18%	14.41%	29.69%	24.89%	27.51%	1.36%	2.26%	12.67%	27.15%	24.89%	31.67%

最後に所得階層別にみると（図表6）、1年後については概ねどの所得階層についても回答の最頻値階層はほぼ同じと言える。もっとも2019年には、1年後について、年収100万円未満の層の最頻値階層がやはり一挙に2階層切り上がり「+3%以上」となっている。他の所得階層ではそうしたことは起きていない。これは3年後についても同様で、2018年までは回答の最頻値階層はどの所得階層でも「+1%以上+2%未満」であったが、2019年では年収100万円未満の層だけが「+3%以上」へと2階層切り上がっている。5年後については、年収500万円以上の層では回答の最頻値階層は一貫して「+1%以上+2%未満」となっている。それ以外の層では、時折より高い物価変動率が回答の最頻値階層となることがあり、年収100万円以上



(図表6) 所得階層別にみた物価変動率予想の度数分布の経年変化  
(年収100万円未満)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	3.75%	17.92%	38.75%	28.33%	8.75%	2.50%	5.56%	6.41%	26.07%	34.19%	17.95%	9.83%	4.04%	4.93%	18.39%	34.08%	21.52%	17.04%
2013年	0.83%	3.75%	36.25%	41.67%	13.33%	4.17%	2.56%	2.14%	24.36%	39.74%	22.22%	8.97%	2.23%	5.36%	17.41%	36.61%	21.88%	16.52%
2014年	1.52%	2.53%	18.69%	39.90%	19.70%	17.68%	2.03%	1.52%	14.21%	35.03%	27.92%	19.29%	1.59%	4.23%	16.93%	29.10%	27.51%	20.63%
2015年	3.05%	1.83%	14.63%	48.17%	22.56%	9.76%	2.53%	4.43%	10.13%	36.71%	28.48%	17.72%	5.10%	3.82%	7.64%	28.03%	31.21%	24.20%
2016年	4.09%	9.36%	33.92%	29.24%	13.45%	9.94%	4.62%	6.94%	22.54%	33.53%	16.18%	16.18%	3.68%	5.52%	17.79%	33.13%	20.86%	19.02%
2017年	2.72%	6.12%	40.14%	36.05%	9.52%	5.44%	3.65%	5.11%	30.66%	35.04%	14.60%	10.95%	5.30%	6.06%	23.48%	37.12%	15.91%	12.12%
2018年	0.00%	0.00%	21.21%	42.42%	27.27%	9.09%	0.00%	0.00%	15.15%	36.36%	30.30%	18.18%	0.00%	3.23%	12.90%	25.81%	35.48%	22.58%
2019年	0.00%	6.67%	13.33%	23.33%	16.67%	40.00%	0.00%	3.70%	3.70%	29.63%	25.93%	37.04%	4.00%	4.00%	4.00%	24.00%	28.00%	36.00%

(年収100万円以上500万円未満)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	4.81%	17.19%	42.70%	24.77%	9.06%	1.48%	4.45%	8.35%	29.31%	35.25%	15.77%	6.86%	5.58%	21.15%	30.38%	22.31%	14.62%	
2013年	0.54%	1.99%	34.24%	44.02%	12.32%	6.88%	0.36%	1.82%	20.07%	42.70%	23.91%	11.13%	0.19%	3.05%	20.00%	31.05%	25.71%	20.00%
2014年	2.20%	3.22%	19.66%	42.20%	18.98%	13.73%	2.38%	2.72%	14.60%	34.47%	29.71%	16.13%	2.49%	4.09%	12.97%	27.35%	27.71%	25.40%
2015年	0.83%	1.45%	23.19%	43.48%	23.19%	7.87%	0.85%	3.18%	14.44%	37.79%	27.18%	16.56%	2.00%	4.00%	15.11%	29.78%	24.89%	24.22%
2016年	2.90%	9.80%	36.97%	31.40%	13.36%	5.57%	4.34%	6.39%	23.74%	34.93%	17.81%	12.79%	4.02%	5.44%	21.51%	32.62%	18.20%	18.20%
2017年	1.03%	6.82%	45.87%	31.61%	10.74%	3.93%	2.54%	3.59%	31.08%	35.94%	20.08%	6.77%	1.58%	4.73%	23.87%	34.46%	22.75%	12.61%
2018年	1.21%	2.42%	27.42%	38.31%	16.94%	13.71%	2.46%	1.64%	18.03%	28.69%	27.05%	22.13%	2.53%	2.53%	12.66%	26.58%	26.58%	29.11%
2019年	1.26%	3.36%	18.07%	34.03%	22.27%	21.01%	1.73%	2.60%	12.12%	30.30%	24.24%	29.00%	2.23%	3.13%	8.93%	26.79%	25.45%	33.48%

(年収500万円以上)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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	3.72%	18.40%	48.73%	19.18%	7.05%	2.94%	5.35%	8.91%	31.09%	34.65%	12.87%	7.13%	4.66%	6.68%	21.26%	33.40%	19.43%	14.57%
2013年	0.58%	2.92%	35.80%	43.19%	12.65%	4.86%	0.98%	3.54%	22.64%	41.54%	21.26%	10.04%	1.64%	3.69%	20.90%	32.58%	24.80%	16.39%
2014年	1.14%	2.47%	20.53%	42.59%	23.57%	9.70%	1.54%	3.46%	13.65%	38.27%	29.23%	13.85%	2.17%	4.35%	12.65%	31.62%	28.66%	20.55%
2015年	0.22%	1.33%	22.62%	50.55%	19.07%	6.21%	0.67%	2.67%	15.37%	42.09%	27.84%	11.36%	1.38%	2.53%	14.29%	32.26%	27.88%	21.66%
2016年	1.99%	11.48%	42.60%	27.81%	10.60%	5.52%	2.47%	6.74%	28.99%	37.30%	16.18%	8.31%	3.50%	5.13%	24.94%	34.27%	20.05%	12.12%
2017年	1.43%	4.52%	51.43%	31.90%	8.10%	2.62%	1.20%	4.08%	33.81%	41.01%	14.63%	5.28%	2.00%	3.75%	26.50%	39.50%	18.50%	9.75%
2018年	1.27%	2.55%	43.95%	33.76%	10.83%	7.64%	1.89%	2.52%	27.67%	35.85%	20.13%	11.95%	1.32%	3.97%	21.85%	37.09%	16.56%	19.21%
2019年	0.77%	4.62%	26.92%	30.77%	18.46%	18.46%	1.56%	3.91%	19.53%	31.25%	24.22%	19.53%	1.64%	4.92%	21.31%	26.23%	22.95%	22.95%

500万円未満の層では2018年から、年収100万円未満の層でも2019年から、それぞれ回答の最頻値階層が「+3%以上」となっている。

以上のように、個人投資家について属性別に物価変動率予想の経年変化をみると、あまりはっきりとした傾向は浮かび上がらないが、大まかには特徴点を以下のように整理することができる。

- ① 経営者は、非経営者に比べ、3年後の見通しを弾力的に変えている。また、非経営者の回答の最頻値階層は、2019年に「+3%以上」と2階層切り上がった。
- ② 居住地別には、2018年までは回答の最頻値階層に違いはなかった。しかし2019年調査では、1年後について、東京/大阪在住者でこれまでよりも高い物価変動率を予想する者の割合がはっきりと増える一方、5年後について、東京/大阪以外の居住者の回答の最頻値階層が「+3%以上」と2階層切り上がった。
- ③ 年齢階層別には、はっきりとした特徴は浮かび上がらない。
- ④ 所得階層別には、1年後、3年後については、基本的にどの所得階層も回答の最頻値階層はほぼ同じであった。しかし2019年には、1年後と3年後について、年収100万円未満の層の最頻値階層が「+3%以上」と2階層切り上がった。一方、5年後については、年収500万円以上の層では回答の最頻値階層は「+1%以上+2%未満」で安定している。しかし、年収100万円以上500万円未満の層では2018年から、年収100万円未満の層でも

2019年から、それぞれ回答の最頻値階層が「+3%以上」となっている。

#### 4. 個人投資家と非個人投資家の物価変動率予想の違い

ここまでは、回答の最頻値階層について、個人投資家の将来の物価変動率予想が2012年以降どう変化したかをみてきた。ところで、上述した通り「個人金融調査」(2018年・2019年)は株式を含む金融資産への投資経験のある者(個人投資家)とそうでない者(以下、非個人投資家)の両方を対象としている。したがって、これらの調査については、株式を含む金融商品への投資経験がある者(個人投資家)とない者(非個人投資家)との間の違いをみることができる。この2つのグループでは、前者の方がよりマクロの金融経済情報に意識的に接しようとしていると考えることができる。

2018年と2019年の個人金融調査の結果について、2つのグループの将来の物価変動率の予想の最頻値階層を比較すると(図表7)、1年後については、回答の最頻値階層は、どちらも両年ともに「+1%以上+2%未満」と同じであり、違いはないということになる。しかし、3年後については、両年ともに非個人投資家の回答の最頻値階層の方が個人投資家のそれに比べより高くなっており、特に2019年については、非個人投資家の回答の最頻値階層は「+3%以上」となっている。さらに5年後についても、2018年については同様のことが言えるが、2019年には個人投資家の回答の最頻値階層も1階層切り上がって非個人投資家と同じ「+3%以上」に並んでいる。

(図表7) 個人投資家と非個人投資家の物価変動率予想の度数分布の違い

##### (個人投資家)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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
2018年	1.14%	2.28%	32.88%	36.99%	15.53%	11.19%	2.06%	1.83%	21.33%	31.88%	24.77%	18.12%	1.91%	3.10%	15.99%	30.31%	23.63%	25.06%
2019年	1.01%	4.02%	20.60%	32.16%	20.60%	21.61%	1.55%	3.11%	13.99%	30.57%	24.35%	26.42%	2.16%	3.77%	12.67%	26.42%	24.80%	30.19%

##### (非個人投資家)

	1年後						3年後						5年後					
	-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	-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	-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
2018年	1.56%	2.34%	25.00%	30.08%	22.46%	18.55%	1.21%	2.82%	15.49%	27.16%	27.36%	25.96%	1.67%	2.72%	15.06%	24.48%	19.46%	36.61%
2019年	2.80%	4.91%	17.29%	27.80%	20.79%	26.40%	4.09%	5.29%	10.34%	25.24%	23.32%	31.73%	5.45%	3.71%	11.14%	19.31%	23.27%	37.13%

こうした観察からは、非個人投資家の方が、より遠い将来の時点について、より高い物価変動率を予想していると考えられることもできる。その点をさらに確認するため、ノンパラメトリックな2つの分布の中央値が異なるかどうかを検定するために、Mann-Whitney U 検定を行った。なお、分析ソフトウェアとしては、Stata MP16.0を用いた。その結果を示したのが図表8である<sup>4</sup>。ここでは個人投資家と非個人投資家という2つのグループにおいて、「個人投資家と非個人投資家の回答分布の中央値が同じである」という帰無仮説を検定しており、p値が0

<sup>4</sup> 神津他(2020)ではStein-Dwass法による多重比較を試みており、それぞれの調査だけでなく、2018年と2019年の経年比較もあわせて行っているため、参照されたい。

に

(図表 8) 回答の分布の中央値の変化についての検定結果

(2018 年)

		#	ranksum	expected	
1年後	非個人投資家	512	259671.5	243456	$z = 3.991$
	個人投資家	438	192053.5	208269	$\text{Prob} >  z  = 0.0001$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.572					
3年後	非個人投資家	497	245440.5	232099	$z = 3.351$
	個人投資家	436	190270.5	203612	$\text{Prob} >  z  = 0.0008$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.552					
5年後	非個人投資家	478	225087	214622	$z = 2.794$
	個人投資家	419	177666	188131	$\text{Prob} >  z  = 0.0052$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.572					

(2019 年)

		#	ranksum	expected	
1年後	非個人投資家	428	180584	176978	$z = 1.083$
	個人投資家	398	160967	164573	$\text{Prob} >  z  = 0.2786$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.521					
3年後	非個人投資家	416	169950	167024	$z = 0.922$
	個人投資家	386	152053	154979	$\text{Prob} >  z  = 0.3568$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.518					
5年後	非個人投資家	404	160646.5	156752	$z = 1.294$
	個人投資家	371	140053.5	143948	$\text{Prob} >  z  = 0.1955$
P{非個人投資家 > 個人投資家} = 0.526					

近いほどその仮説が棄却される、つまり「両者の回答分布の中央値が異なる」という仮説が支持されることを意味している。

図表 8 の結果は、次のように解釈することができる。まず、2018 年調査においては、1 年後・3 年後・5 年後のいずれの物価上昇率の予想についても、2 つのグループの中央値が異なる可能性が高く、どちらかと言えば非個人投資家の中央値がより高い可能性がある。一方、2019 年調査においては、中央値が異なるとは言えず、かつ非個人投資家の方が高いかどうかは 2018 年調査以上にはっきりしない。

先にみた回答の最頻値階層の観察からは、2018 年調査では 1 年後についての回答の最頻値階層は 2 つのグループで同じであり、3 年後、5 年後については非個人投資家の回答の最頻値階層が個人投資家のそれよりも高かった。上述の検定結果は、回答の中央値に着目すると、1 年後の予想についても非個人投資家の方がより高くなっていたことを意味している。また 2019 年調査では、1 年後と 5 年後については、両グループの回答の最頻値階層は同じであったが、3 年後については、非個人投資家の方が高くなっていた。検定結果からは、3 年後も含めて、中央値が 2 つのグループで違うという仮説は強くは支持されていない。

このように、最頻値階層の観察と中央値の差異の検定結果では、必ずしもすべてが一致する訳ではないが、相互に補完的であるように見受けられる。単にアンケート結果の回答の最頻値階層の観察だけでなく、このような中央値についての検定も合わせ使うことで、属性の違うグループの将来の物価変動率の見方の違いをより丁寧に捕捉することが可能になるのではないだろうか。

個人投資家と非個人投資家の 2 つのグループについて言えば、前者の方が相対的にマクロ的な金融経済情勢に対する関心が高いと考えることができる。ここまでの分析結果は、2018 年時点では、そうした 2 つのグループの間で物価変動率予想が異なっており、おそらく非個人投資家の方がより高い将来の物価変動率予想を持っていたということを示唆している。それが 2019 年調査では、個人投資家の見方が非個人投資家のそれに近づくかたちで、2 つのグループの見方の違いがよりなくなる方向に変化したと解釈することができる。

## 5. おわりに

本研究での分析結果をまとめると、2012 年以降、あまり大きな変動をみせてこなかった個

人投資家の将来の物価変動率の予想は、足元でより高い物価変動率を予想する方向にやや変化した可能性が浮かび上がる。2019年調査において、個人投資家の5年後の物価変動率予想の回答の最頻値階層は「+3%以上」と2018年調査の「+1%以上+2%未満」から2階層切り上がった。また属性別には、2019年調査で回答の最頻値階層がより高い物価変動率へと動いたのは、非経営者の3年後について、東京／大阪居住者の1年後について、東京／大阪以外の居住者の5年後について、年収100万円未満の層の1年後と3年後について等である。こうした変化には、2018年調査から調査対象を個人投資家に限定しなくなったことに伴うノイズが入っている可能性も否定できない。したがって、2019年調査の結果から浮かび上がるような傾向が持続的なものかどうか、今後の同様の調査を通じて確認をしていきたい。

また、ノンパラメトリックな分布についての中央値が異なるかどうかの検定の結果と、アンケートの回答の最頻値階層の観察から得られる傾向とは相互に補完的であることも確認された。この点についても、さらに時系列データを蓄積し、様々な角度からの分析を試みることにしたい。Webアンケート調査を通じた将来の物価変動率予想の調査は、個人のインフレ期待の変化の様相をより詳細にみる機会を与えてくれるものである。われわれとしては今後ともこうした調査を継続していきたいと考えている。

## 参考文献

1. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一・末廣徹 (2017) 「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」 RISS Discussion Paper Series, No.45
2. 神津多可思・竹村敏彦・武田浩一・末廣徹 (2020) 「Web アンケート調査から見た個人の物価変動率予想分布の変化に関する分析－2018年調査と2019年調査の比較－」 RISS Discussion Paper Series, No.80
3. Suehiro T., Takeda, K., Koza, T., Takemura, T. (2020) Influence of the Consideration of Future Consequences on Financial Behavior: The Case of Japanese Individual Investors, *Journal of Economics and Behavioral Studies*, Vol.11, No.4, 54-60
4. Takeda, K., Takemura, T., Koza, T. (2014) Investment Literacy and Individual Investor Biases: Survey Evidence in the Japanese Stock Market, *The Review of Socionetwork Strategies*, Vol.7, No.1, 31-42
5. Takemura, T., Koza, T., Takeda, K., Suehiro, T. (2018) Positive Analysis on Japanese Individual Investors' Ratio of Risk Asset Holding, *Eurasian Journal of Business and Economics* No.11, Issue 2, 69-85