

## 経済理論・分析の窓

インフレ期待と家計消費：  
個票を用いた実証分析

横浜市立大学 国際マネジメント研究科 博士後期課程1年

菊池 淳一

経済社会総合研究所 主任研究官  
横浜市立大学大学院 国際マネジメント研究科 客員准教授

中園 善行

研究者や政策立案者の間で、「期待」に対する関心が高まっている。その背景には、先進諸国の中央銀行が実施している期待に働きかける金融政策運営がある。期待に対する関心が高まる一方、期待という直接観察できないものを研究対象としているため、期待に関する研究はまだまだ発展途上にある。本稿では、人々の期待の中でも、高い関心が払われている物価に関する期待、「インフレ期待」と消費の関係性について、既存研究の紹介と筆者が豊富な情報を含む個票データを活用し、分析を行った結果を紹介する<sup>1</sup>。

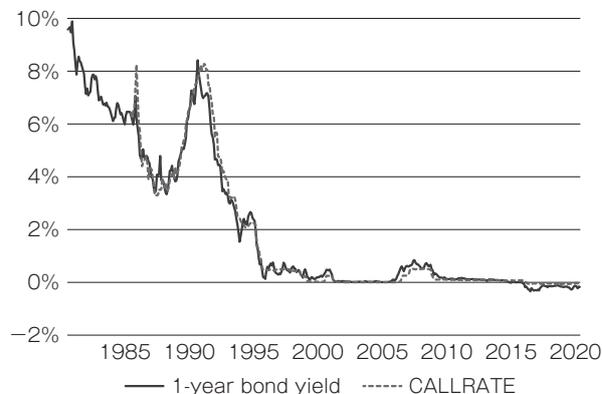
## 人々の期待に働きかける金融政策

各国の中央銀行は、新たな金融政策として、人々の期待に働きかけるという手段をとっている。先進諸国の中央銀行はこれまで主に政策金利を管理することで、金融引締・金融緩和を行ってきた。しかし、主な金融政策の手段であった政策金利がゼロになっている。図1は、日本の短期名目金利と政策金利の推移を示している。1995年頃から金利はほぼゼロに近づき、2010年以降はゼロになっている。このような状況下で人々の「期待」、特に物価見通しである「インフレ期待」に働きかける政策がとられている。人々のインフレ期待を高めることで、足もとの消費を刺激することが目的である。

インフレ期待と消費の関係性は理論的に支持されているものの、理論が現実と整合的かどうかは明らかになっていない。消費のオイラー方程式とフィッシャー方程式によれば、経済主体はインフレ期待が高まると、将来と比較して現在の消費への配分を増やす。期待に働きかける金融政策は、この関係性をもとに設計

されている。しかし、実証研究において、現実におけるインフレ期待と消費の関係性が理論と整合的かどうかは明らかになっていない。

図1 日本の短期名目金利及び政策金利の推移



(出典) 財務省、日本銀行より作成

## インフレ期待と消費の関係

インフレ期待と消費の関係性を分析した既存研究がいくつか存在するが、結果は一致していない。Bachmann et al. (2015) は、アメリカの家計のデータを用いて、インフレ期待と消費への態度の関係性を分析している。分析の結果、インフレ期待が高まったとしても、消費への態度が積極的になることはなかった。また、ゼロ金利制約下においては、インフレ期待が高まると、消費への態度は消極的になることを示している。すなわち、Bachmann et al. (2015) では、理論が現実と整合的ではないことを示している。一方、Ichiue and Nishiguchi (2015) は、理論が現実と一致していることを示している。日本のデータを用いて、インフレ期待が高まると、現在の消費を増やすということを明らかにしている。このように、インフレ期待と消費の関係性について、理論が現実と一致しているかどうかは明らかになっていない。

## 個票データの活用

上述のインフレ期待と消費の関係を分析した既存研究の問題点は、消費のデータが質的なデータであることである。Bachmann et al. (2015) も Ichiue and Nishiguchi (2015) も、アンケート調査の結果を消費のデータとして分析を行っている。すなわち、消費に関するデータが「消費を増やしたか減らしたか」で

1 詳細は、ESRI Discussion Paper No. 353「インフレ期待と家計消費：個票を用いた実証分析」を参照。

あったり、また実際の購買情報ではないデータなのである。そのため、消費のデータが実際の購買行動を反映しているかどうか、またインフレ期待の消費への影響の程度の分析ができないなどの問題が生じている。

そこで、筆者は既存研究の問題を乗り越えるべく、インフレ期待のデータと実際の購買情報を接続して、インフレ期待と消費の関係性を分析した。具体的には、日本の家計5万人を対象にしたインターネット調査を行い、インフレ期待のデータを収集した<sup>2</sup>。そして、インターネット調査対象者の実際の購買データをインフレ期待のデータに接続した。購買データには、対象者がいつ、どこで、何を、いくらで、どれだけ購入したのかが記録されている。この個票データを活用することで、既存研究で問題点だったデータの限界を乗り越え、分析をさらに深めることができる。

## 異時点間の代替の弾力性の推計

筆者が構築したデータは、既存研究の分析を深めるだけでなく、異時点間の代替の弾力性 (Elasticity of Intertemporal Substitution : 以下、EIS) の構造的な推計を可能にする。EISは、実質金利の変化に応じた消費配分の変化をとらえるパラメータである。EISはマクロ経済政策のみならず、ミクロ的な観点から見ても、政策効果を推定するために重要なパラメータである。すなわち、EISの大きさによって、マクロ経済政策の効果も大きく変わり得るのである。Hall (1978) 以降、多くの研究者がEISの推計を行ってきた。EISの推計値は0ではないというコンセンサスが得られているが、いまだ推計値には幅がある。EISの推計を行う上で、データの制約がしばしば問題になる。すなわち、推計のためには、消費のデータや経済主体それぞれが直面している実質利率のデータが必要になるのだが、これらを網羅しているデータは少ない。そのため、EISを推計した既存研究では、経済主体が直面している実質利率は一定であるといった強い仮定を置いて推計を行ってきた。しかし、筆者が構築したデータはEISの推計のために必要なデータを網羅しているため、強い仮定を置かずに、直接EISを推計することができる。

## 分析から得られた知見

インフレ期待と消費の関係性を豊富な情報を含む個票データを活用して分析を行った結果、以下3つの結論が得られた。

1つ目に、家計はインフレ期待が高まると、足もとの消費を増やすことが明らかになった。家計は、将来物価が上昇すると予想すると、現在と将来の消費配分を変更することが分かった。すなわち、理論が現実と一致していることが示された。

2つ目に、EISはおよそ0.1程度であることが明らかになった。EISの推計値は統計的に有意であり、頑健な結果であった。既存研究では、EISはおよそ0.2から1.0程度であったが、筆者の分析の結果は、既存研究よりも少し小さく推計された。理由としては、筆者が使用しているデータに耐久消費財の購買データが含まれていないことが考えられる。

3つ目に、インフレ期待と消費の関係性は家計ごとに異質であることが明らかになった。具体的には、流動性制約に陥っている家計は、インフレ期待が高まったとしても、足もとの消費を増やさず、むしろ減らしているということが明らかになった。理論的には、流動性制約に陥っている家計とは、借金ができず、その日稼いだ分をその日のうちに消費をしている。そのため、消費計画を容易に変更することができない。この分析結果から、流動性制約下の家計は、将来物価が上昇すると予想すると、将来の物価上昇に備えて、足もとの消費を減らして貯蓄に回しているということが示唆された。

## 参考文献

- Bachmann, R., Berg, T., and Sims, E.(2015) "Inflation Expectations and Readiness to Spend: Cross-Sectional Evidence," *American Economic Journal: Economic Policy*, 7(1), 1-35.
- Hall, R.(1978) "Stochastic Implications of the Life Cycle-Permanent Income Hypothesis: Theory and Evidence," *Journal of Political Economy*, 86(6), 971-987.
- Ichiue, H., and Nishiguchi, S.(2015) "Inflation Expectations and Consumer Spending at the Zero Bound: Micro Evidence," *Economic Inquiry*, 53(2), 1086-1107.

菊池 淳一 (きくち じゅんいち)

中園 善行 (なかぞの よしゆき)

2 株式会社インテージによる「景況感に関する自主企画調査」によって収集されたインフレ期待に関するサーベイを活用した。