

最近の ESRI 研究成果より

主観的金融政策ショックが
消費に与える影響内閣府経済社会総合研究所
研究官

丹後 健人

はじめに

本稿では、ESRI Discussion Paperとして刊行したTango and Nakazono (2025)の概要を紹介する（以下、本研究と呼ぶ）。

金融政策分析はマクロ経済学における重要なテーマの一つであり、膨大な研究の蓄積がある。図表1は先行研究と照らしながら本研究の位置づけを整理している。従来の分析では、マクロレベルで消費が金利の変化に対してどのように反応するかを分析してきた。そこでは「代表的個人」が仮定され、外生的な金利変化（ショック）に対する消費の反応はすべての家計で同質的であるとみなされてきた。マイクロデータ（個票）の活用が進むにつれ、家計間で消費の反応が異なる「異質性」を踏まえた分析が主流となってきた。ここでは、家計の属性や保有する資産、抱える負債によって消費の反応が家計間で異なることが示されている。しかし、依然としてマクロレベルでの外生的な金利変化に対する消費反応を分析対象としており、すべての家計が同一のショックに直面していると仮定している。外生的な金利変化を識別する際に、将来に対する金利見通しが各家計で異なる場合、消費の反応のみならず主観的な金利変化も各家計で異なる可能性がある。

このような先行研究の展開を踏まえ、本研究では以下の二つを行った。一つ目は、各家計で異なる金融政策ショックを「主観的な金融政策ショック」として識別した。具体的には、大規模なオンライン調査から得られる各家計の金利予測を用いて主観的な金融政策ショックを識別した。二つ目は、識別したショックが

各家計の消費に与える影響について、異質性を考慮して推定した。これらの分析の結果、以下の二点が明らかとなった。第一に、識別された主観的な金融政策ショックは各家計でばらつきがあった。第二に、主観的な金融政策ショックに対する消費の反応は家計間で異なっていた。

図表1 本研究の位置づけ

	金融政策ショック	消費反応
先行研究A	マクロ	マクロ
先行研究B	マクロ	マイクロ
本研究	マイクロ	マイクロ

※先行研究の詳細はTango and Nakazono (2025)を参照されたい。

データ

本研究では以下三つの調査を接合し、新規性の高いデータセットを構築した。

用いた調査の一つ目は、日本の家計を対象とした景気見通しに関するオンラインアンケート調査である。株式会社インテージが実施した本調査は、全国の15歳から79歳を対象とした、四半期調査である。調査では1年後の金利、株価、物価水準等の見通しを尋ねている。さらに経済動向への関心度合いを推定するため、金利、株価、物価等に関する情報収集頻度を尋ねている¹。

用いた調査の二つ目は、家計の支出行動を記録した全国消費パネル調査である。本調査も上記の調査と同様に、株式会社インテージが実施している。この調査は家計約5万人分の支出を記録した大規模なパネルデータである。さらに、上記の景気見通しに関するオンラインアンケート調査と同様の回答者を対象としているため、両者は接合可能である。本研究では各家計の景気見通しと支出記録が同時に把握可能なパネルデータを構築した。

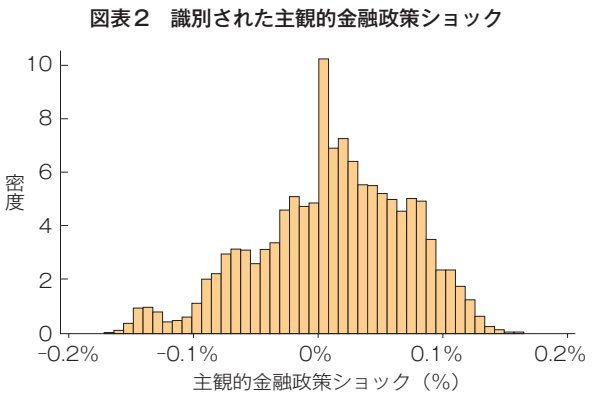
用いた調査の三つ目は、総消費を推定するために用いた家計調査の個票である。上記二つの調査を用いて構築したパネルデータでは総消費を把握できないため、Blundell et al. (2008)に倣い家計調査を用いて総消費を推定した。

1 景気見通しに関する調査の詳細はTango and Nakazono (2025)を参照されたい。

主観的金融政策ショックの定義

本研究では、テイラールールに基づき各家計ごとの主観的な金融政策ショックを定義した。具体的には、テイラールールに基づいた政策反応関数を推定し、推定式の残差をショックとした。

図表2は識別された主観的金融政策ショックの分布を表している。図表2から識別されたショックが家計間でばらついていることが読み取れる。



主観的金融政策ショックが消費に与える影響

本研究では、Jordà (2005) の局所線形予測法 (Local Linear Projection Method) を用いて、金融政策ショックが消費に与える通時的な影響を推定した。図表3は主観的金融政策ショックが消費に与える影響の推定結果を家計の属性別に示している。分析の結果、以下の二点が明らかとなった。

第一に、金利動向への関心度合いが高い家計のみが引き締め的な金融政策ショックに対して統計的に有意に消費を変化させていた。

第二に、負債を抱える家計（若年層）と資産を保有する家計（高齢層）では、引き締め的な金融政策

ショックに対する消費反応が異なり、前者は消費を減少させたのに対し、後者は消費を増加させていた。

おわりに

本研究では、金融政策ショックの新たな概念として「主観的金融政策ショック」を提案した。これは、金融政策の認識の異質性を家計レベルで捉えるものである。マクロ経済見通しと消費支出を接続した独自のパネルデータを構築したうえで、家計ごとに金融政策ショックを識別し、その消費行動への影響を推定した。分析の結果、主観的な金融政策ショックが家計間でばらついていること、及びショックに対する消費の反応が家計間で異なることが明らかとなった。

これらの結果から以下三つの政策含意を指摘できる。第一に、金融政策の波及メカニズムの強弱は、金利動向への関心度合いに依存する。第二に、年齢によって金利の変化が消費に与える影響が異なる。第三に、家計レベルでは資産・負債の保有状況によって消費への影響が対照的になる点に留意が必要である。

参考文献

Blundell, Richard, Luigi Pistaferri, and Ian Preston. "Consumption Inequality and Partial Insurance," *American Economic Review*, 2008, vol.98(No.5), pp.1887-1921.

Jordà, Òscar. "Estimation and Inference of Impulse Responses by Local Projections," *American Economic Review*, 2005, vol.98(No.1), pp.161-182.

Tango, Kento and Yoshiyuki Nakazono. "Subjective Monetary Policy Shocks," ESRI Discussion Paper No.403.

丹後 健人（たんご けんと）

図表3 主観的金融政策ショックが消費に与える影響（家計の属性別）

	金利動向への関心度合い	資産・負債保有状況		年齢	
家計の属性	関心が高い家計	資産保有	負債保有	50歳以上	50歳未満
消費の反応	増加	増加	減少	増加	減少

※ここでの主観的金融政策ショックは金融引き締め方向のショックを指す。