

（BOX 7）予想物価上昇率の「適合的な期待形成」メカニズム

予想物価上昇率は、中央銀行の物価安定目標による「フォワード・ルッキングな期待形成」と、現実の物価上昇率の影響を受ける「適合的な期待形成」の2つの要素によって形成される。わが国の場合、このうち「適合的な期待形成」の影響が大きいことは、2016年9月の「総括的な検証」でも示したとおりである。

この点について、現実の物価上昇率が予想物価上昇率にどのように影響を与えるかを定量的に把握するため、現実の物価上昇率と予想物価上昇率（短期、中長期）からなる3変数の多変量自己回帰（VAR）モデルを推計した。推計したモデルによると、短期の予想物価上昇率については、短いタイムラグで「適合的な期待形成」の効果が最大化する。これに対して、中長期の予想物価上昇率については、効果が強まるまで4～5四半期程度のラグがある形となっている（図表B7-1）。

また、推計したインパルス応答関数のエラーバンドをみると、かなり広がっており、「適合的な期待形成」がどのようなタイミングでどの程度発現するかについて、相応の不確実性があることがわかる。不確実性は上下両方向にあるが、わが国では物価が上がりにくいことを前提とした考え方や慣行が根強く残っていることを踏まえると、現実の物価が上昇しても、予想物価上昇率がなかなか高まらない下振れ方向のリスクにより注視が必要と考えられる。

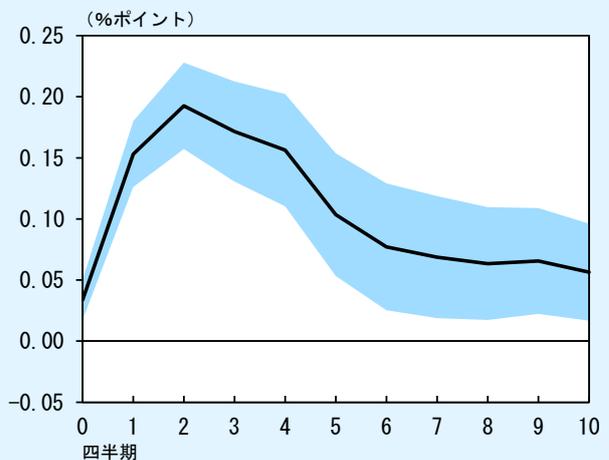
この下振れリスクを検証するために、現実の物価上昇率が中長期の予想物価上昇率に及ぼす感応度（以下、感応度）が、物価上昇時と下落時で非対称となる可能性を考慮した関数を推計した。推計結果をみると、物価下落が始まった1998年以

図表B7-1：適合的な期待形成と予想物価上昇率

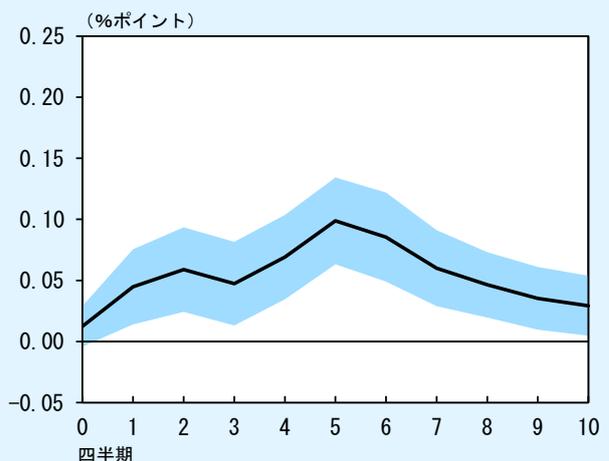
①推計の定式化

- ・以下の3変数からなるVARモデルを推計
 - ①CPI総合除く生鮮
 - ②短期の予想物価上昇率（1年先）
 - ③中長期の予想物価上昇率（6～10年先）
- ・ショックの識別：上記の順のコレスキー分解
- ・ラグ：5期
- ・推計期間は、1990/1Q～2018/2Q

②CPI実績+1%ポイント（年率）ショックに対する短期の予想物価上昇率のインパルス応答



③CPI実績+1%ポイント（年率）ショックに対する中長期の予想物価上昇率のインパルス応答



（出所）総務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
 （注）1. CPIは、季節調整済み前期比。消費税調整済み。
 2. 予想物価上昇率は、コンセンサス・フォーキャストによる。
 3. ②、③のシャドーの範囲は±1標準誤差。

降の時系列を対象とした分析では、物価下落時に比べ、物価上昇時の感応度が小さくなっている(図表 B7-2)⁵³。つまり、この期間を全体としてみると、中長期の予想物価上昇率は、現実の物価が上昇しても上がりにくい一方、現実の物価が下落すると下がりやすい傾向があったことが窺われる。

もっとも、同様の関数について、推計対象期間を逐次変更して試算（ローリング推計）すると、①2013年の「量的・質的金融緩和」導入頃から、徐々に物価上昇時の感応度が高まるとともに、②最近では、物価下落時の感応度が低下してきていることがわかる(図表 B7-3)。つまり、ここ数年、わが国経済がデフレではない状態となるなかで、中長期の予想物価上昇率が、物価下落時に比べ、物価の上昇にはあまり反応しないという、デフレ下でみられた非対称性は解消してきている。

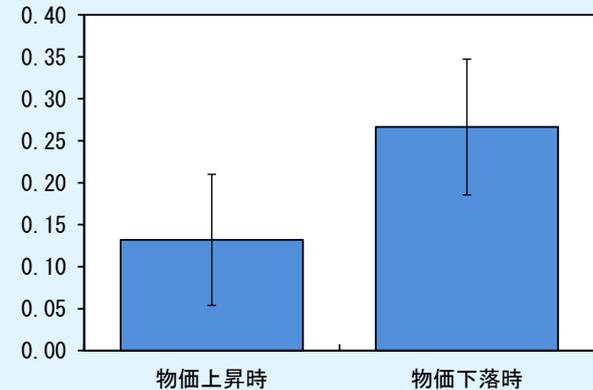
以上を踏まえると、先行き、実際に価格引き上げの動きが広がっていけば、そのことが「適格的な期待形成」のメカニズムを通じて、中長期的な予想物価上昇率を徐々に押し上げていく蓋然性は高いと考えられる。

図表B7-2：適格的な期待形成の非対称性？

①推計式

$$\begin{aligned} & (\text{中長期の予想物価上昇率})_t \\ &= \alpha + \beta_1 \times (\text{実績インフレ率})_{t-1} \times (\text{CPI 上昇ダミー})_{t-1} \\ & \quad + \beta_2 \times (\text{実績インフレ率})_{t-1} \times \{1 - (\text{CPI 上昇ダミー})_{t-1}\} \end{aligned}$$

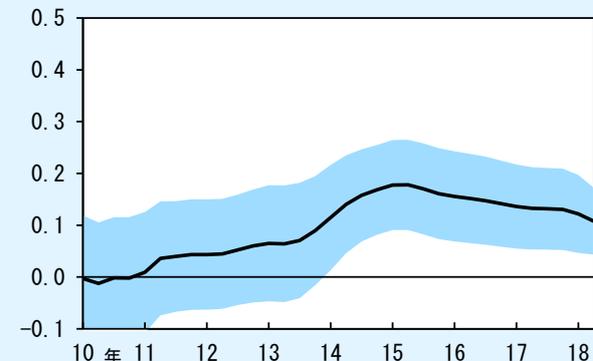
②推計値（β）



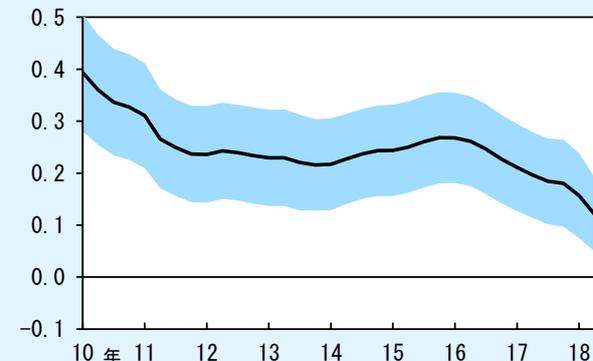
(出所) 総務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
 (注) 1. 実績インフレ率は、CPI 総合除く生鮮の前年比。中長期の予想物価上昇率は、コンセンサス・フォーキャストの6～10年先予測。CPI 上昇ダミーは、CPI 前年比がプラスなら1、そうでなければ0をとる。
 2. ②の推計期間は、1998/1Q～2018/2Q。
 3. 誤差範囲は、±1標準誤差。

図表B7-3：実績インフレ率に対する感応度の変化

①物価上昇時の感応度



②物価下落時の感応度



(出所) 総務省、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
 (注) 1. 1990/1Q～2018/2Qの範囲でのローリング推計。ウィンドウ幅は15年。
 2. 推計式、使用変数は、前図表と同じ。
 3. シャドリーの範囲は±1標準誤差。横軸は推計終期。

⁵³ ただし、物価上昇時と下落時のパラメータの間に、統計上、はっきりとした有意な差があるわけではない。