

「物価の先行きに対する見方」の指標

企画局 二宮拓人・上口洋司

Bank of Japan Review

2005年3月

近年、わが国では、様々な経済主体が有する「物価の先行きに対する見方」を観察することができる指標が拡充されてきた。こうした指標は、まだ十分なデータの蓄積がないものも多いが、今後データの蓄積が進み、これを踏まえた実証分析などが充実していけば、経済・物価情勢を適切に把握し、金融政策を運営していく上でも、その有用性が高まっていくと期待される。

はじめに

様々な経済主体が「物価の先行きについてどのような見方をしているか」を理解することは、経済や物価の情勢を適切に判断していくうえで重要である。これは、物価の先行きに対する見方が、将来の物価変動を考慮に入れた実質的な金利水準（実質金利）の変化などを通じて、企業の投資や家計の消費といった経済行動に影響を及ぼすと考えられるからである。

近年、わが国では、家計やエコノミストを対象としたアンケート調査の整備・拡充、物価連動国債の発行開始などにより、様々な経済主体が持つ「物価の先行きに対する見方」を直接・間接に観察できる指標が増えてきている。そこで本稿では、主要な指標について概観しながら、その特徴について簡単に整理する。

「物価の先行きに対する見方」の多様性

一言で「物価の先行きに対する見方」といっても、予想主体や予想対象、予想期間の長さなどに応じ多様なものがある。

【予想主体】

まず、誰が予想したものかについてみると、アンケート調査では、家計、企業、エコノミストなどがある。一方、物価連動国債など市場で取引される金融商品の場合には、その取引に参加する投資家などの見方が反映されていると言える。

【予想対象】

次に、何を対象とした予想かについては、一定

の財・サービスのバスケットである物価指数を対象とするものもあれば、具体的な商品や指数などを特定せず一般的に「物価の上がり方」や「先行きの仕入・販売価格」を対象とするものもある。対象が具体的に特定されていない場合、例えば家計にとっての「物価」は日常購入する財やサービスの価格が中心となるが、その構成ウェイトは家計毎に異なる。また、企業にとっての物価、例えば「仕入価格」を考えても、個別の企業毎に実際に仕入れる原材料は異なることから、予想の対象として想定する具体的な品目も予想主体によって異なる。

【予想期間】

どの程度の先行き期間を対象とした予想かについても、1四半期や半年間といった比較的短期のものから先行き5年や10年といった長期のものまで存在する。短期の予想は、例えば原油価格などの市況変動や間接税等の制度変更といった一時的な要素の影響を比較的大きく受けるのに対し、予想期間が長くなるに従って、生産性の動向や経済・物価情勢の変化に対する金融政策当局等の対応に関する予想などを織り込む度合いも大きくなると考えられる。

このように「物価の先行きに対する見方」は多様であるが、それぞれの指標から得られる情報を合わせてみていくことによって、経済主体毎の予想がどのように異なるか、短期的な見方だけでなく中長期的な見方も変化しているのかどうかなど、より総合的に「物価の先行きに対する見方」を理解することが可能となる¹。以下では、「物価の先行きに対する見方」を示す指標として代表的

【図表1】わが国における「物価の先行きに対する見方」の主な指標

指標名	調査対象	調査主体	調査項目等	調査頻度
生活意識に関するアンケート調査	家計 (全国の20歳以上の個人 標本数4,000人)	日本銀行	1年後の物価に対する定性的な判断(「かなり上がる」「少し上がる」「ほとんど変わらない」「少し下がる」「かなり下がる」)を調査、回答比率を公表(半期毎には99/3月調査開始)。また、5年後の物価に関する判断につき1年後と同様の調査を加えたほか、1年後および今後5年間の予想物価上昇率について具体的な数値で答えてもらう質問を追加し、結果の平均値、中央値、分布を公表(04/3月調査開始)。	四半期*
消費動向調査(04年の見直し前)	家計 (全国の世帯(単身世帯と外国人世帯を除く) 標本数約5,000世帯)	内閣府	今後半年間の物価の上がり方に関する判断(今よりも「低くなる」「やや低くなる」「変わらない」「やや高くなる」「高くなる」)を調査し、結果を指数化して公表(04/3月調査終了)。	四半期
消費動向調査(04年の見直し後)	家計 (全国の世帯(単身世帯のうち学生と、外国人世帯を除く) 標本数約6,700世帯)	内閣府	1年後の「日ごろよく購入する品物の価格」に関する定量的判断(「下がる」「5%以上」「5%未満～2%以上」「2%未満～」「変わらない」「0%」「上がる」「～2%未満」「2%以上～5%未満」「5%以上」)を調査、回答比率を公表(04/4月調査開始)。	月次
日銀短観(全国企業短期経済観測調査)	企業 (標本数約1万社)	日本銀行	次回調査時期(3ヶ月後)の調査対象先企業の仕入価格、販売価格にかかる判断(「上昇」「もちあい」「下落」)を調査し、「上昇」比率・「下落」比率として指数化した結果等を公表。	四半期
ESPフォーキャスト調査	エコノミスト (38人/機関)	経済企画協会	先行き2年度程度の消費者物価(全国・生鮮食品を除く総合指数)前年比、および四半期毎の前年同期比の推移の予測などを調査(04/5月調査開始)。	月次
物価連動国債			満期は約10年、半年毎の利払いおよび償還時の元本が消費者物価指数(全国・生鮮食品を除く総合指数)に連動する国債。初回発行は04/3月。これまで累計3回、約9,000億円を発行。平成17年度国債発行計画では、2兆円の発行を予定。	

*生活意識に関するアンケート調査は、04/3月調査以降四半期毎、それ以前は半期毎(3・9月)。標本数はいずれも直近時点。

な4つのアンケート調査と物価連動国債について具体的にみていくこととする(図表1)。

「物価の先行きに対する見方」の指標

【家計の見方】

生活意識に関するアンケート調査

生活意識に関するアンケート調査は、日本銀行が全国の個人を対象に実施しているアンケート調査である²。従来、半期毎に調査を行ってきたが、2004年3月より四半期毎の調査へ移行するとともに、「物価の先行きに対する見方」に関する項目を中心に調査内容を拡充した。

「物価の先行きに対する見方」の調査内容を具体的にみると、「1年後」の物価に関し、「少し上がる」「ほとんど変わらない」といった定性的な判断を1999年以降継続的に調査している。さらに、2004年3月の見直し時から、「1年後」および「今後5年間」の予想物価上昇率を具体的な数値で答えてもらう質問を加えたほか、「5年後」の物価に関しても、「1年後」と同様に定性的な判断を調査することとした。

同調査の結果をみると(図表2)、1年後の物価に関する定性的判断(上記)の時系列データからは、2001～02年頃をボトムとして物価下落を予

想する人々の割合が減少し、物価上昇を予想する人々の割合が緩やかに増加している。

また、具体的な数値で示された予想物価上昇率(上記)の推移をみると、時系列データの蓄積が少なく振れが大きいのが、緩やかに上昇しているようにみえる。ただし、こうした数値をみるうえでは、少なくともこれまでの調査においては、回答の分布の偏りが大きく(前掲図表2)、平均値が中央値を大きく上回る傾向が窺われる点に留意が必要である³。例えば、直近調査(04年12月)の結果をみると、「1年後」の中央値・平均値はそれぞれ前年比0.0%、1.8%、「今後5年間」はそれぞれ1.0%、2.1%となっている。

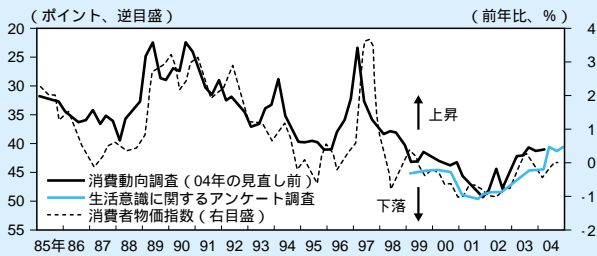
消費動向調査

消費動向調査は、内閣府経済社会総合研究所⁴が全国の世帯を対象に実施しているアンケート調査である⁵。従来、四半期毎に調査を実施してきたが⁶、2004年4月より調査内容などを見直し⁷、月次調査へ移行した。

長期の時系列データが入手可能な見直し前の四半期調査(04年3月調査まで)について、「物価の上がり方」の意識指標をみると(前掲図表2)、消費税の税率引き上げ(97年4月)の影響などを除き、1990年代初頭より基調としては物価上昇率が

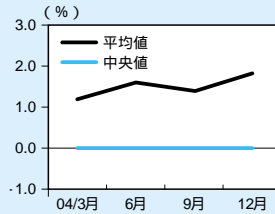
【図表2】家計の見方

《長期時系列の推移》

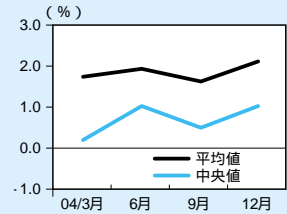


《数値による物価上昇率の予想の推移》

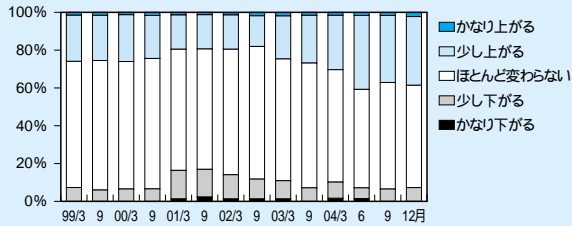
【1年後の変化】



【今後5年間の変化】

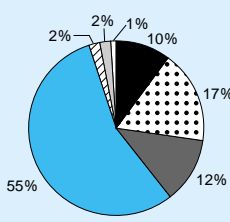


《定性的選択肢別の回答比率(1年後の物価)》

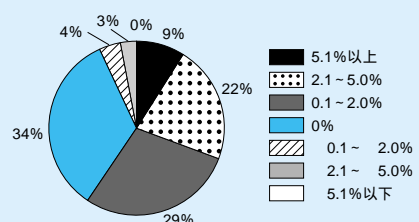


《数値による物価上昇率の予想の分布(04/12月調査)》

【1年後の変化】



【今後5年間の変化】



(注1) 長期時系列の推移のグラフ(左上)における消費動向調査の意識指標(「物価の上がり方」)は、「低くなる」+0.75×「やや低くなる」+0.5×「変わらない」+0.25×「やや高くなる」+0×「高くなる」。生活意識に関するアンケート調査の指標(「1年後の物価」)は、「かなり下がる」+0.75×「少し下がる」+0.5×「変わらない」+0.25×「少し上がる」+0×「かなり上がる」として算出した。消費者物価指数は、全国・生鮮食品を除く総合指数(1991年第2四半期以降は、消費動向調査の調査内容の変更にあわせ、半年前比率を掲載)。

(注2) 定性的選択肢別の回答比率および数値による物価上昇率の予想は、いずれも生活意識に関するアンケート調査に基づく。

(資料) 内閣府「消費動向調査」、日本銀行「生活意識に関するアンケート調査」

下落する方向で推移してきたが、生活意識に関するアンケート調査と同様に、2001～02年頃をボトムとしてこうした傾向が反転してきた様子が確認できる。また、同指標の推移を消費者物価指数の動きと重ねてみると、同指数にやや先行しながら、その変化率と概ね似通った動きを示している。

【企業の見方】

日銀短観

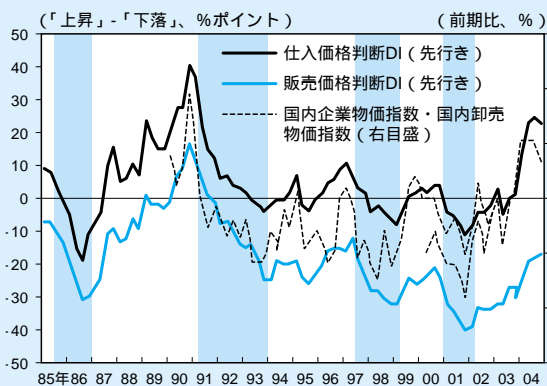
日銀短観(全国企業短期経済観測調査)は、日

本銀行が全国の企業を対象として四半期毎に行っているアンケート調査である^{前掲注2}。物価の先行きについては、「次回調査時期」(3ヶ月後)における調査対象先企業の「仕入価格」と「販売価格」について定性的な判断(「上昇」、「もちあい」、「下落」)を調査しており、その結果を「上昇」比率-「下落」比率として指数(DI Diffusion Index)化して公表している。

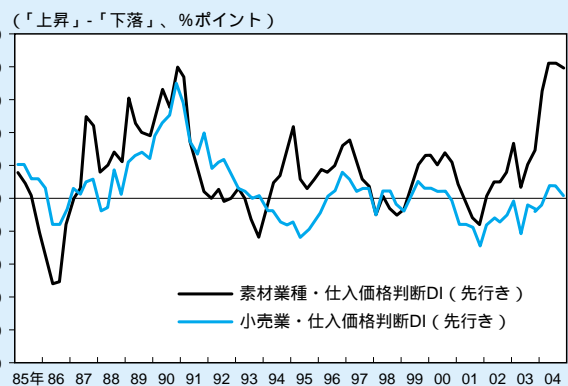
同調査のDIの推移を時系列でみると(図表3)、企業を対象とした比較的短期の先行き予想である

【図表3】企業の見方

《全産業・全規模のDI》



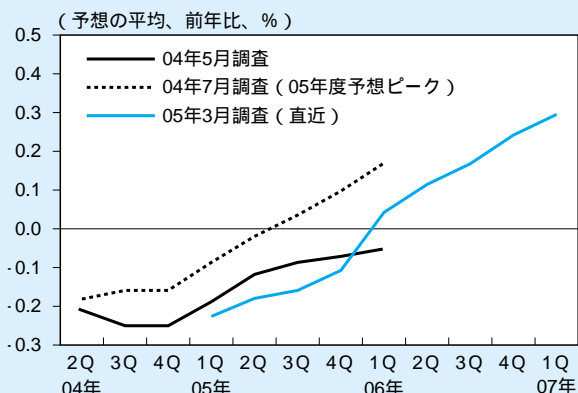
《業種別DIの例(素材業種と小売業)》



(注) 短観は04/3月調査より見直しを実施したため、計数は連続していない(旧ベースは03/12月調査まで、新ベースは03/12月調査から)。国内企業物価指数・国内卸売物価指数は、毎年7/9月に適用されている夏季割増電力料金と、消費税の影響を除いた計数。シャドウ部分は景気後退局面。

(資料) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

【図表4】エコノミストの見方



(資料) 社団法人経済企画協会「ESPフォーキャスト調査」

ことを反映して調査時点の国内企業物価指数の変化と似た動きをしており、景気循環に概ね沿って上昇と下降を繰り返している。より大きな趨勢をみると、1990年代初頭以降下落傾向を辿ってきたが、近年では2001年～02年をボトムに回復を続けており、ごく最近では前回の景気回復局面（99年第1四半期から2000年第4四半期まで）を上回る水準まで上昇している。

また、同調査では、企業規模（大企業、中堅企業、中小企業）や業種別にDIが公表されているため、様々な属性の企業の予想を把握することも可能である。例えば、素材業種では、最近の原油やその他の商品市況高を受けて仕入価格のDIが上昇している一方、主に消費財を取り扱う小売業をみるとごく最近でも全産業のDIと比べ上昇が小幅に止まっている。こうした点からは、企業は、全体としては、最近の原油高やその他の商品市況高の影響が直ちに消費財に波及していくことを見込んでいないように窺われる。

【エコノミストの見方】

ESPフォーキャスト調査

ESPフォーキャスト調査は、社団法人経済企画協会が2004年5月より開始したエコノミストを対象とする月次のアンケート調査である⁸。同調査では、先行き2年度程度の消費者物価指数（全国・生鮮食品を除く総合指数）の前年比の予想などを調査、公表している。

同調査に基づく消費者物価指数の予想の推移をみると（図表4）、初回調査時（04年5月）は、見通し期間内（05年度末まで）に消費者物価指数の前年比がプラスになることが予想されていなかったが、その後、2004年7月調査では同前年比が

2005年第3四半期にプラスに転ずる予想となった。直近（05年3月）の調査では、こうした消費者物価指数の前年比がプラスへ転じる時期の予想はやや後ずれし、2006年第1四半期となっている。

【金融市場参加者の見方】

物価連動国債

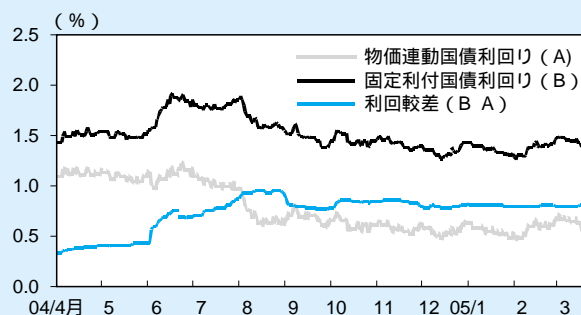
物価連動国債とは、元本およびその利息が一定の物価指数に連動する国債である⁹。わが国では、2004年3月より消費者物価指数（全国・生鮮食品を除く総合指数）を連動対象とした物価連動国債の発行が開始されている。

物価連動国債は、元本・利息が物価に応じて変化するため、その利回りは実質金利に近い値となると考えられる。従って、観念的には、物価連動国債の利回りと満期が近い固定利付国債の利回りとの較差から、満期までの期間中の平均的な物価上昇率の予想値が得られる。こうした利回較差は、固定利付国債と物価連動国債を保有することに伴う利回りが等しくなる平均物価上昇率という意味で、ブレイク・イーブン・インフレーション（Break-Even Inflation Rate 損益分岐物価上昇率）と呼ばれている。

固定利付国債と物価連動国債の利回較差は、国債の売買に参加する幅広い主体の見方を集約し得る¹⁰、市場で日々価格がつけられているため月次や四半期毎のアンケート調査に基づく指標と比べ予想の変化を敏感に反映するといった特徴を持っている。

ただし、こうした利回較差には、例えば固定利付国債と物価連動国債の売買のしやすさ（いわゆる「市場流動性」）の差など予想物価上昇率以外にも様々な要因が影響を与える¹¹ため、利回較差から純粋な予想物価上昇率のみを抽出することは

【図表5】固定利付国債と物価連動国債の利回較差



(注) 物価連動国債利回りは新発銘柄の利回り、固定利付国債利回りは物価連動国債と同じ月に発行された10年利付国債の利回り（固定利付国債の発行日で接続）。

(資料) 日本証券業協会、Bloomberg

【Box1】主要先進国における「物価の先行きに対する見方」の主な指標

地域	指標名	対象	(現)調査主体	(現)調査項目等	調査頻度
米国	Surveys of Consumers	家計	ミシガン大学	先行き1年間および5～10年間の物価の動向に関する定性的判断と変化率の予想などを調査(四半期毎では1960年から、月次では1978年からデータが存在)。	月次
	Livingston Survey	エコノミスト	フィラデルフィア連銀	現時点、半年後、1年後ならびに当暦年、翌暦年などの消費者物価・生産者物価や、先行き10年間の消費者物価の平均変化率の予想を調査(1946年開始*)。	年2回
	Survey of Professional Forecasters	エコノミスト	フィラデルフィア連銀	先行き5四半期ならびに当暦年・翌暦年の消費者物価の変化率・GDPデフレーター、および先行き10年間の消費者物価の平均変化率などの予想を調査(1968年開始*)。	四半期
	物価連動国債			利払いおよび償還時元本が消費者物価指数に連動する国債(1997年発行開始)。	
欧州	Business and Consumer Surveys	家計・企業	欧州委員会	EU加盟国等を対象に、家計における先行き1年間の消費者物価変化率の動向の判断や、製造業・建設業における先行き3ヶ月の対顧客価格に関する判断を、定性的に調査(1985年からデータが存在*)。	月次
	Survey of Professional Forecasters	エコノミスト	欧州中央銀行	ユーロエリアにおける当暦年、翌暦年および1年後、2年後、5年後などの消費者物価変化率の予想を調査(1999年開始)。	四半期
	物価連動国債			利払いおよび償還時元本がユーロエリアの消費者物価指数(HICP、除くたばこ)に連動した国債(発行国はフランス 発行開始:2001年) イタリア 同:2003年、ギリシャ 同:2003年)。	
英国	Inflation Attitudes Survey	家計	イングランド銀行等	先行き1年間の店頭価格の変化率の予測(具体的数値のレンジ)を調査(1999年調査開始)。	四半期
	物価連動国債			利払いおよび償還時元本が小売物価指数に連動した国債(1981年発行開始)。	

(注1) 民間調査会社等の有料の調査や、政府・中央銀行等の見直しを除く。

(注2) 近年では、欧州を中心に物価連動国債だけでなく物価指数に連動するスワップ(インフレ・スワップ)の取引が拡大しており、こうした取引から得られるデータも利用可能となっている。

* 調査項目や対象国の拡充が行われているため、すべての現行調査項目が調査開始時点まで遡れるわけではない。

容易ではない。特に、わが国の物価連動国債は発行開始から1年程度しか経過しておらず、市場規模もまだ小さいことを踏まえると、利回較差の水準のみでなく、変化の方向性やその背景等について、金融市場の動向等を幅広く踏まえつつ解釈していくといった利用方法が現実的と考えられる。

そのような限界も踏まえながら実際の利回較差の推移をみると、2004年3月の初回入札時に0.1%程度となった後、8月頃にかけて1.0%弱まで上昇し、その後若干低下して最近では0.8%前後の水準で安定的に推移している(図表5)。こうした動きは、最近の原油高やその他の商品市況高の下でも続いており、先行き10年といった比較的長めの期間に関しては「物価の先行きに対する見方」が大きく変化せず、安定的に推移していることを示唆している可能性がある。

なお、来年度からは、物価連動国債の発行額が増額される予定(05年度合計2兆円)であるほか、物価連動国債を保有できる主体の範囲も拡大される見込み^{前掲注10}である。今後、物価連動国債の市場流動性が向上し、「物価の先行きに対する見方」を反映する指標としての有用性が高まることが期待される。

おわりに

わが国では、特に2004年頃から、消費動向調査の見直しやESPフォーキャスト調査の開始、物価連動国債の発行開始といったかたちで、「物価の先行きに対する見方」を観察できる指標の拡充が一段と進んできた。また、日本銀行も、生活意識に関するアンケート調査の見直しを図るなど、より充実した情報収集に取り組んできた。この結果、わが国の「物価の先行きに対する見方」の指標は、数や種類という面では相応に充実してきたと言える。

もっとも、時系列データの蓄積やこれを踏まえた実証分析などは今後の課題であろう。特に、中長期的な物価の先行きを対象とする指標は、一部の有料の調査等を除きごく最近整備されたものであることから、その動きからインプリケーションを得ることに現時点では限界があると言わざるを得ない。

海外の主要先進国をみると(Box1)、米国を中心にかなり古くから「物価の先行きに対する見方」を示す多様な指標が整備されている。また、各国

【Box2】主要先進国の中央銀行における「物価の先行きに対する見方」の指標の活用

主要先進国の中央銀行では、経済・物価情勢の現状・先行きを評価する定期的な刊行物等において、「物価の先行きに対する見方」の指標の動向を取り上げ、そこから得られる情報を解釈・説明している例が多く見られる（例えば、イングランド銀行 BOE の“ Inflation Report ”、欧州中央銀行 ECB の“ Monthly Bulletin ”など）。

また、各国中央銀行の政策決定機関のメンバーが行う講演等においても、こうした指標の動きを注視していくことの重要性を指摘する例は多い。

例えば、ECBのトリシェ総裁は、2005年1月の講演^(注1)において、物価連動国債やインフレ・スワップ^{Box1 注2}から計算される利回較差や各種アンケート調査などを引用しつつ、ユーロエリアの長期的な物価上昇率に対する期待が低位安定していることを指摘しているほか、物価安定に向けた同行の姿勢に対する人々の信頼を維持するためには、こうした期待の上昇に警戒を常時怠らないことの重要性を強調している。

また、米連邦準備制度理事会（FRB）のバーナンキ理事も、2004年4月の講演^(注2)で、各種アンケート調査や物価連動国債より計算される利回較差から人々の期待を読み取ることは必ずしも容易でないことを指摘しつつも、FRBがこれまで培ってきた物価上昇率の低位安定確保に対する信頼を維持していくためには、物価上昇率およびその期待にかかる指標の動向に細心の注意を払っていく必要があることを指摘している。

（注1）“ Communication, transparency and the ECB’s monetary policy ”（2005/1/25日）、ECBのウェブサイト <http://www.ecb.int/> より入手可能。

（注2）“ The economic outlook and monetary policy at the Bond Market Association Annual Meeting ”（2004/4/22日）、FRBのウェブサイト <http://www.federalreserve.gov/> より入手可能。

の中央銀行が金融政策を運営する上でも、こうした指標が活用されている（Box2）。今後、わが国においても、データの蓄積や物価連動国債市場の流動性向上等が進み、これを踏まえた実証分析等が充実していけば、日本銀行が、経済・物価情勢を適切に把握し、金融政策を運営していく上でも、その有用性が高まっていくと期待される。

1 アンケート調査に基づく指標について得られる予想の分布やその偏りなどの情報も、先行きの不透明性に関する予想主体の見方を観察するといった観点から、参考になるものと思われる。

2 調査結果は、日本銀行のウェブサイト（<http://www.boj.or.jp/>）より入手できる。

3 同調査には「1年前と比べると物価は何%変化したと思うか」という質問がある。この質問に対する12月調査の回答をみると、平均値は+1.3%となっており、中央値の0.0%や消費者物価指数（全国・総合指数）の12月実績（前年比+0.2%）を上回っている。

4 2001年の中央省庁再編以前は、経済企画庁。

5 調査結果は、内閣府経済社会総合研究所のウェブサイト（<http://www.esri.go.jp/>）より入手できる。

6 東京都に調査範囲を限定した月次調査や単身世帯を対象とした四半期調査もあったが、いずれも2004年4月より新しい消費動向調査に統合されている。

7 見直し前の四半期調査では、「物価の上がり方は、今後半年間に今よりも高くなると思うか」（物価上昇率の変化）の判断を調査している。他方、新しい月次調査では、「日ごろよく購入する品物の価格について、1年後どの程度になると思うか」（物価水準の変化）の判断を定量的な選択肢から選ぶかたちに変更されている（前掲図表1）。

8 エコノミストの予想については、これまでも予想主体（シンクタンクや金融機関など）が個別に予想を公表する例があったほか、民間調査会社による有料のアンケート調査などが存在していたが、ESPフォーキャスト調査の開始により、多数のエコノミストの予想が比較的容易に入手できるようになった。具体的には、同調査の結果の概要は、調査月中に経済企

画協会のウェブサイト（<http://www.epa.or.jp/>）において公表されるほか、詳細な結果は、同協会が発行する月刊誌「ESP」（有料）の翌月号に掲載されている。

9 物価連動国債の仕組みや意義などについては、西岡慎一、馬場直彦「わが国物価連動国債の商品性と役割について～米英における経験を踏まえて～」（日銀レビュー2004年4月 04-J1）に詳しい。

10 わが国では、2005年3月現在、個人投資家や事業法人、海外投資家の多くは、物価連動国債を直接取得することはできない扱いとなっているが、05年4月1日以降は、外国法人なども一定の条件の下に取得可能となる見込みである。

11 例えば、投資家は、物価上昇リスクを回避できるという特徴から、予想物価上昇率から計算されるよりも高い価格でも物価連動国債を購入するかもしれない。逆に、一般に物価連動国債の市場は、固定利付国債の市場よりも売買が不活発であり、「いざ売りたいときに適正な価格で売れない」というリスク（流動性リスク）が高いため、低い価格でしか買わない可能性もある。このほか、固定利付国債と物価連動国債の間での税制・会計制度の違いや、両市場の参加者の違いなども、価格に影響を与える可能性がある。

日銀レビュー・シリーズは、最近の金融経済の話題を、金融経済に関心を有する幅広い読者層を対象として、平易かつ簡潔に解説するために、日本銀行が編集・発行しているものです。ただし、レポートで示された意見は執筆者に属し、必ずしも日本銀行の見解を示すものではありません。内容に関するご質問および送付先の変更等に関しましては、日本銀行企画局 加藤 毅（E-mail : takeshi.kato@boj.or.jp）までお知らせ下さい。なお、日銀レビュー・シリーズおよび日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、<http://www.boj.or.jp>で入手できます。