

# Testing the Expectations from the Survey Data

小巻泰之<sup>1</sup>

(要旨)

経済主体の期待形成が、過去の情報を重視した Backward-Looking なものなのか、あるいは将来の経済変動に影響を与える Forward-Looking なものかを判別することは、財政金融政策を有効に実施していく上で重要な課題である。そこで、家計や企業の期待形成を測る統計として、「消費動向調査」(内閣府)、「企業短期経済観測」(日本銀行)など、種々のサーベイ調査をもとに、経済主体の期待形成に関する先行研究はインフレ期待の推計などから多くみられ、家計と企業が異なった期待形成にあると指摘されている(中山・大島[1999]、竹田・小巻・矢嶋[2003]など)。しかしながら、期待形成に影響を及ぼす要因、サーベイ調査の作成方法の差異の影響、などの視点を加えた分析事例は多くない。つまり、家計や企業の期待を計測したサーベイデータは、そもそもの作成目的に適ったものとなっているのであろうか。

本論の目的は、サーベイデータから経済主体の期待形成について実証分析を行った上で、期待形成に影響を与える要因について、考察することにある。

本論の結果を要約すると、

日本の消費者の期待形成は Backward-Looking 的であり、企業の期待形成が Forward-Looking 的である。

バブル崩壊後、家計の期待形成では Backward-Looking 的な傾向がより強まり、保守的な期待形成にあることが窺える。したがって、家計では、金融政策を始めとする政策効果が即座に浸透しにくい状況にあると考えられる。現在のデフレ期待の払拭には、地道な努力が必要なのもかもしれない。

消費者サーベイでは「消費動向調査」に比し、「生活不安度指数」は新聞掲載記事の影響を受けやすいとみられる。これは、対象期間、調査頻度が影響を与えていると考える。企業サーベイでは、概して新聞記事の影響が大きい。この傾向は 90 年代に強まる。

一般的に注目度が高いとされる株価や為替は、サーベイデータに影響を与えていない。90年代に入り、失業や倒産に関する情報の影響を受けている。

JEL Classification: D12, D21, E30, C81

Keywords: 期待形成、消費者サーベイ、企業サーベイ

---

<sup>1</sup> 日本大学経済学部、東京都千代田区三崎町 1-3-2 komaki@eco.nihon-u.ac.jp

## 1.はじめに

日本経済は 90 年以降から続く、長期的な低迷を脱していない。経済的な苦境から脱却するため、財政金融政策を数次にわたって発動したものの、その効果は限定的なものにとどまっている。この背景には、デフレ、不良債権、財政赤字、年金破綻への懸念など、将来に対する期待の悪化から、波及効果が低下していることが指摘されている。たとえば、財政政策については、公共事業の増額や減税を実施したところで、巨額の財政赤字をさらに増加させることから、社会保障制度の存続など将来の生活不安が高まり、それが現在の消費を抑制させ実態経済の低迷につながっているとの見方が示されている。

そこで、金融政策においては、「消費者物価指数が安定的にゼロ%以上になるまでゼロ金利を続ける」という「時間軸効果」を意識した、将来の金融政策を公約する手法が取り入れられている。

このように、経済変動及び経済政策の有効性に対して、期待の役割は大きなものとなっている。そこで、経済主体の期待形成が、過去の情報を重視した **Backward-Looking** なものなのか、あるいは将来の経済変動に影響を与える **Forward-Looking** なものかを判別することが重要な課題となっている。たとえば、経済主体の期待形成で将来の予想 (**Forward-Looking**) が相対的に重要である場合には、政府・中央銀行への信認が満たされると、当局の政策発動のシグナルは 経済主体によって速やかに織り込まれて現在の期待が修正される。この結果、デフレ期待が強い中で、適切な政策が実行に移されれば政策効果を高め、デフレ期待の払拭にもつながるからである。

これまで、家計や企業の期待形成を測る統計として、種々のサーベイ調査が拡充されてきた。消費者サーベイについては、「景気ウォッチャー調査」が 2000 年 1 月より新設され、従来の「消費動向調査」も 2001 年 11 月より東京都の調査のみ月次化された。また、企業サーベイについては、現行の「法人企業動向調査」(内閣府)と「財務省景気予測調査」(財務省)を一元化し、2004 年度より新たに、標本数を大幅に増加させるなど改善を施した「法人企業景気予測調査(仮称)」が開始される予定となっている。

また、経済主体の期待形成に関する先行研究は、インフレ期待の推計などから多くみられ、家計と企業が異なった期待形成にあると指摘されている。中山・大島[1999]では、消費動向調査「物価の上がり方」及び日銀短観「製品価格判断 DI」をもとに、家計は合理的、企業は適応的な期待形成をする割合が高いと分析している。また、竹田・小巻・矢嶋[2003]では種々のサーベイデータをもとに期待インフレ率を計測し、家計は適応的、企業は合理的な期待形成をする割合が高いと、中山・大島[1999]とは異なった結論となっている。

このような相違は、どこから生じるのであろうか。

本論の目的は、サーベイデータから窺える経済主体の期待形成について実証分析を行い、

サーベイデータの特徴を明らかにすることで、経済主体の期待形成に与える要因を検討することにある。具体的には、サーベイデータが過去の情報を反映したものなのか、あるいは将来の経済変動に影響を与えるものなのかを定量的に判別する。つまり、調査対象となった経済主体の期待形成が Backward-Looking なものかあるいは、Forward-Looking なものかについて計測をおこなう。どのような変数が期待に影響を与えているのかについて、マクロ経済諸変数との関係を明らかにする。本論では、Granger 因果性テストをもとに分析する。

本論の構成は以下の通り。第2節で、サーベイデータの調査方法や作成方法における特徴を概観する。第3節では期待形成を計測するモデル及び分析結果を整理する。第4節で、サーベイデータと経済諸変数との関係を分析し、最後に、第5節で今後の課題をまとめた。

## 2. サーベイデータの特徴

### 2.1 サーベイデータの調査方法による相違

サーベイデータについて、調査対象、設問の仕方などの特徴をまとめると、次の通りである。

消費者サーベイは、将来の期待を計測することを目的としたもので、今後半年間もしくは1年後の状況を回答するものとなっている。

サーベイ調査間で、設問が微妙に異なっている。たとえば、「消費動向調査」では「物価の上がり方」について「低くなる」「高くなる」との回答区分となっているのに対して、「生活不安度指数」では「物価は上がると思うか、下がると思うか」の二者択一の回答となっている。前者は、物価が上がるのが、暗に前提となった聞き方となっている。これは、収入についての設問も同様で、「消費動向調査」では「収入の上がり方」について「収入は大きくなるか」と設問されており、現在のように収入が下がること状況においては、微妙な回答が得られにくい可能性もある。

企業サーベイは、調査対象（調査の範囲、業種など）に違いはあるものの、全てのサーベイで現状と将来の状況について回答を得る調査となっている。

なお、米国や英国の消費者サーベイは雇用や所得に関する現状及び将来についての5つの調査項目をもとに、指数の性格（現状なのか、将来なのか）に合わせて合成し、複数の指標を発表している。日本での消費者サーベイが全て、調査対象について一つの指標しか公表しない方式と比較して対照的な作成方法となっている。

また、米国及び英国の企業サーベイは、「生産」「受注」「在庫」など複数の調査項目を加重平均をとる方法を用いている。日本での企業サーベイが全て、単一の調査項目からの回答を加工したものと対照的な作成方法となっている。

各国の消費者及び企業サーベイの作成方法について

<消費者サーベイ>

	調査名	調査機関	調査時期	調査時点	対象	予測期間	選択肢	概要	その他
日本	消費動向調査(消費者態度指数)	内閣府経済社会総合研究所	3.6.9.12月	毎月15日	全国の一般世帯のうち単身世帯及び外国人世帯を除く(5040世帯)	今後半年間	悪くなる、やや悪くなる、やや良くなる、良くなる	暮らし向き、「収入の増え方」、「物価の上り方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の5項目について5段階評価にそれぞれ点数を与え、この点で回答結果(構成比%)を加重平均して、各調査項目ごとの消費者意識指標を算出する。これら5項目の消費者意識指標(原系列)を単純平均して消費者態度指数(原系列)を算出する。その後、季節調整(センサス局法X-11)を行う。 消費にプラスな回答区分「良くなる」に(+1)、「やや良くなる」に(+0.75)、中立な回答区分「変わらない」に(+0.5)、マイナスになる回答区分「やや悪くなる」に(-0.25)、「悪くなる」に(0)の評価を与え、これを各回答区分の構成比(%)に乗じて合計点を算出する。	1991年1-3月期まで 今後1年間、それ以降 今後半年
	消費者心理動向調査(生活不安度指数)	日本リサーチ総合研究所	2.4.6.8.10.12月	毎月15日	全国の男女(15-79歳)2200人	今後1年間	悪くなる、やや悪くなる、やや良くなる、良くなる	今後1年間の暮らし向き(良くなる-悪くなる)について構成比を求める。構成比について「悪くなる」2点、「やや悪くなる」1点、「やや良くなる」-1点、「良くなる」-2点のウェイトをそれぞれ与え、合計点を求める。	
	日経消費予測指数	日経産業消費研究所	3.6.9.12月	月末	首都圏38歳以下層在住の成人男女1500人	今後半年間	項目ごとの選択肢	1年前と比べた現在の職の見つけやすさ、「勤務先の企業の今後1年間の利益の増減の見通し(勤め先の利益見通し)」、「最近の物価の上りかた」、「1年前と比べた家計収入の増減」、「耐久財(旅行/レジャー/教育文化/趣味/創作/雑費など)」の7項目について、水準値合計を基準年月(85年6月)の水準値合計(663.1)で割り、100倍した値を日経消費予測指数(CF)とする。	
米国	消費者信頼感指数	カンファレンスボード	1967-1977隔月 1977/6より月次	毎月	全米5000世帯	組合せにより3種類の指数	良い(Positive)、悪い(Negative)、普通(Neutral)	調査は郵送にて実施。質問項目は、現在の経済状況、現在の雇用状況、今後の経済の予想、3か月後の雇用の予想、6か月後の雇用の予想の5項目。各回答を悲観と楽観度合いについて、季節調整後指数化し、それぞれの項目を合成することによって3種類の指数を作成。 消費者信頼感指数: 5項目の単純平均、現況指数 との平均、期待指数との平均	
	ミンガン大学 "Survey of Consumers"	ミンガン大学	1960-1977四半期 1978より月次	毎月	全米世帯のうちラスカ、ハワイを除くを対象に世帯500-1000世帯	組合せにより3種類の指数	良い(better)、悪い(worse)、普通(same)、不明(Don't know)	調査は電話による聞き取り調査。指数の算出には、「1年前と比べた全体的な状況」、「先行き1年の家計の見通し」、「先行き1年の家計の見通し」、「先行き5年の家計の見通し」、「耐久消費財の購入見通し」の5項目が調査され、それぞれの項目を合成することによって3種類の指数を作成。 消費者センチメント指数: -, 消費者期待指数: -, 一致指数: との加重平均で構成	
英国	消費者信頼感指数	Martin Hamblin/GfK	月次	毎月	16歳以上の消費者2000人	将来(今後1年)	良くなる、悪くなる、わからない	1年前と比較した家計の現状、「今後1年の家計の見通し」、「1年前と比較した家計の現状」、「今後1年の家計の見通し」、「買い時感」の5つの質問の得点の単純平均。質問の得点は「回答の構成比に配点を付けたものの合計から有効回答比を割った100/「わからない」と答えた人の構成比」値から求める。	1982-94年までGallopが調査、95年よりMHGへ移管

<企業サーベイ>

	調査名	調査機関	調査時期	調査時点	対象	予測期間	選択肢	概要	その他
日本	法人企業動向調査(国内景気)	内閣府経済社会総合研究所	3.6.9.12月	毎月25日、3月のみ10日	資本金1億円以上の法人企業(約37800社)から1019社	今期、来期、来々期	上昇、下降、不変	今期3か月の判断とは調査時点を含む四半期を1期前と比較した場合の判断。来期3か月及び来々期3か月の見通しとは今期を基準にその翌期及び翌々期をそれぞれ1期前と比較した場合の判断見通しである。季節調整法は、センサス局法II、X-11を用いた。	
	企業短期経済観測調査判断(DI)	日本銀行	3.6.9.12月	毎月中央-月末	事業所企業統計調査をもとに9433社	今期、来期	良い、さほど良い(ない)、悪い	収益を中心とした全般的な業況に関する判断を示すもの。各項目別に3選択肢毎の回答社数を単純集計し、全回答社数に対する「回答社数構成百分比」を算出した後、次式により算出。DI=(第1選択肢の回答社数構成百分比)-(第3選択肢の回答社数構成百分比)	1997年3月調査以降、調査時期の変更(2、5、8、11月、3、6、9、12月)
	景気予測調査(景気BSI)	財務省	2.5.8.11月	毎日	製造業(除く保険業を除く)資本金1千万円以上の法人企業から10991社	今期、来期、来々期	上昇、不変、下降、不明	BSIの作成は、前期と比較した変化方向別の回答社数構成比から、先行きの経済動向を予測する。BSIは原数値と季節調整値を発表。季節調整の方法はセンサス局法 - X-11を使用し、調査時毎に調査開始時まで遡って算出。	
米国	ISM指数	The Institute for Supply Management	月次	毎月	製造業40社以上の購買担当者アンケート	当期	良い、やや良い、変わらない、やや悪い、悪い	5つの項目について前月との比較したものを加重平均(数値はウエイト)。「新規受注」30%、「生産」20%、「雇用」20%、「入荷遅延率」15%、「在庫」10%	非製造業のIndexも1997年より作成
英国	企業景況感指数	Commerce of Business Industries	1658-1974四半期 1975より月次	毎月	製造業の製造業、加工業のマネージャー、ディレクター、チーフエグゼクティブ	将来(今後4か月)	良い、「悪い」変わらない、「わからない」	「生産(過去及び今後4か月)」、「受注(現在)」、「最終在庫(現在)」、「物価(今後4か月)」につき、4つの選択肢から回答、4つの選択肢の構成比の差にCB独自のウエイト(非公表)を掛けて算出。	

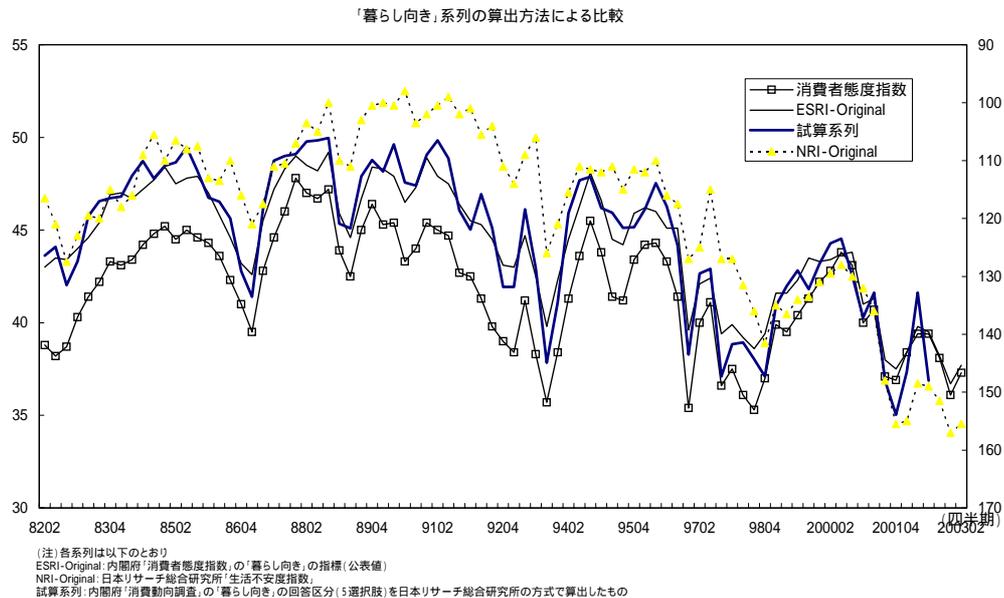
2.2 合成型の消費者サーベイ

代表的な消費者サーベイは、「消費動向調査」(内閣府)の消費者態度指数である。しかし、前節でみたように、「消費者態度指数」及び「日経消費予測指数」(日経産業消費研究所)は、複数の調査項目を合成した指標となっている一方、「生活不安度指数」(日本リサーチ総合研究所)は「暮らし向き」に関する調査項目のみで構成されている。また、設問内容、指数の加重平均の係数、調査対象など、いくつかの違いがみられる。

そこで、「消費者態度指数」の内訳項目である「暮らし向き」について、その公表指標単体及び「生活不安度指数」の指数作成方法と同じ方法で試算した指数の期待形成の状況について推計を行い、比較することとした。グラフは、「消費動向調査」の「暮らし向き」指標、「生活不安度指数」及び、「消費動向調査」の「暮らし向き」の回答区分(良くなる、やや良くなる、変わらない、やや悪くなる、悪くなる)を合成するウエイトとして、「生活不安度指数」の算式を用いて試算したものである。

消費者サーベイの調査方法の相違

	生活不安度指数	消費者態度指数
対象	個人(15-79歳の全国の男女、2200人)	世帯
作成方法	「今後1年間暮らし向き」に対する回答のみで作成	「暮らし向き」、「収入の増え方」、「物価の上がり方」、「雇用環境」、「耐久消費財の買い時判断」の5項目について、それぞれ指標を作成し、5つの指標を単純平均
配点	「悪くなる」2点、「やや悪くなる」1点、「やや良くなる」-1点、「良くなる」-2点のウェイトをそれぞれ与え、合計点を求める。求めた値に1を加え100倍する(合計点が0のとき100になるようにする)。	「良くなる」に(+1)、「やや良くなる」に(+0.75)、中立な回答区分「変わらない」に(+0.5)、マイナスになる回答区分「やや悪くなる」に(+0.25)、「悪くなる」に(0)の評価を与え、これを各回答区分の構成比(%)に乘じ、合計
「暮らし向き」に関する設問	今後1年間のお宅の暮らし向きは、よくなると思いますか、悪くなると思いますか、それとも今と変わらないと思いますか	お宅の暮らし向きは、今後半年間に今より良くなると思いますか



グラフを見てわかる通り、消費者態度指数と生活不安度指数との相関関係は、0.680(2年4-6月期~2003年4-6月期)であるが、「生活不安度指数」と消費動向調査・「暮らし向き」の動きがかなり似通ったものとなっていることが窺える(相関係数:0.856、同)。  
 したがって、本論では消費動向調査については、「暮らし向き」のデータを利用する<sup>2</sup>。

<sup>2</sup> 「消費者態度指数」では、「暮らし向き」「収入の増え方」「物価の上がり方」「雇用環境」「耐久消費財の買い時判断」の5つの調査項目ごとに消費者意識指標を作成し、それを単純平均する方法がとられてきたが、回答区分のウェイト付けや調査項目の組合せにより、経済状況を把握できる指標が作成可能なのではないだろうか。

たとえば、現行の「消費者態度指数」では「物価の上がり方」が含まれている。「物価の上がり方」が「高くなる」という意識(回答)は消費者のマインドを悪化させる方向に、他方、「低くなる」は改善の方向に働くものとして計算・合成されてきたが、物価の下落が所得の減少や雇用環境の悪化を伴う近年の経済環境においては、「物価の上がり方」が「低くなる」という意識が消費者態度指数を改善させる方向に作用する現行の作成方法は必ずしも適切なものとはいえない。この場合、同調査項目を含まない方が適切な指標となるのではなからうか。また、同調査の「物価の上がり方」をもとにインフレ期待を計測する場合には、特段の注意を要しよう。

### 3. 経済主体における期待形成の計測

サーベイデータが経済主体のどのような期待を反映したものなのかについて、本論では、Roberts[1998]を基に、当期の期待（サーベイデータ）が、前期の現実値と来期の景気変動に関する予想との加重平均に等しいと仮定されたモデルを用いる。モデルでは、 $\pi_t^e$ にはサーベイデータ、 $\pi_t$ には景気動向指数（一致コンポジットインデックス）を用いた。

$$\pi_t^e = \alpha [\pi_t^{adaptive}] + (1 - \alpha) [\pi_t^{rational}] + \mu_t \quad (1)$$

Roberts[1998]では、過去の情報（Backward-Looking）に関する期待形成について、1期で調整されるとの仮定を置いている。しかし、これはかなり強い仮定である。Backward-Lookingな期待形成の場合、本来は、過去に形成された期待を実績値との比較を通じて、期待が徐々に修正されていくと考えられる。そこで、過去の情報として過去の期待も影響していると考え、以下の適応的期待の定式化において、今期の期待が過去の現実値と等しい、すなわち

$$\pi_t^e - \pi_{t-1}^e = \beta (\pi_{t-1} - \pi_{t-1}^e) \quad (2)$$

と仮定する。(2)式を書き換えると、

$$\pi_t^{adaptive} = (1 - \beta) \pi_{t-1}^e + \beta \pi_{t-1} \quad (3)$$

となり、この(3)式より算出したデータを Backward-Looking な期待形成を行う際の拠り所となる情報として用いることとした。

また、来期の景気変動に関する予想のデータには、被説明変数として用いるサーベイデータの対象期間に合わせている。たとえば、「消費動向調査・暮らし向き」は半年後の状況を対象期間としているため、 $\pi_t^{rational}$ には $\pi_{t+2}$ を代入している。

#### 3.1 操作変数法の適用について

本論で用いるモデルでは不観測変数である期待形成を含むものであるため、通常の OLS では説明変数と誤差項  $\mu_t$  が相関をもつ可能性がある。たとえば、Backward-Looking な期待形成で利用されるサーベイデータでは、観測上の誤差をもつため、誤差項と相関をもつと考えられる。

そこで、説明変数（景気変動）と相関が高いとみられる需給ギャップ要因（GDP ギャップ）、労働需給（完全失業率）、生産動向（鉱工業生産指数）を操作変数とする操作変数法を用いている。なお、GDP ギャップには Real-Time の GDP ギャップを用いた。GDP データ以外の変数は修正が小幅であるものの、GDP ギャップはその基礎データだけでなく、

推定方法によっても大きく異なるため（小巻[2002]）、出来る限り経済主体の期待形成時の情報と同様なものとなるように考慮した。

### 3.2 係数制約の問題

推定に用いたモデルでは、 $\alpha$ （過去の景気変動に関する情報）と $1-\alpha$ （景気変動に関する将来の予測）のパラメータで制約をおいている。そこで、帰無仮説： $\alpha=0$ 及び $\alpha=1$ 、についてWald検定をおこなっている。具体的には、Wald検定のP-value値をみて、10%（あるいは5%）以下であれば、帰無仮説が棄却されることを意味する。概ねどの推計も帰無仮説が棄却される、つまり、 $\alpha$ が有意に0（また、1）と異なると判断できる。

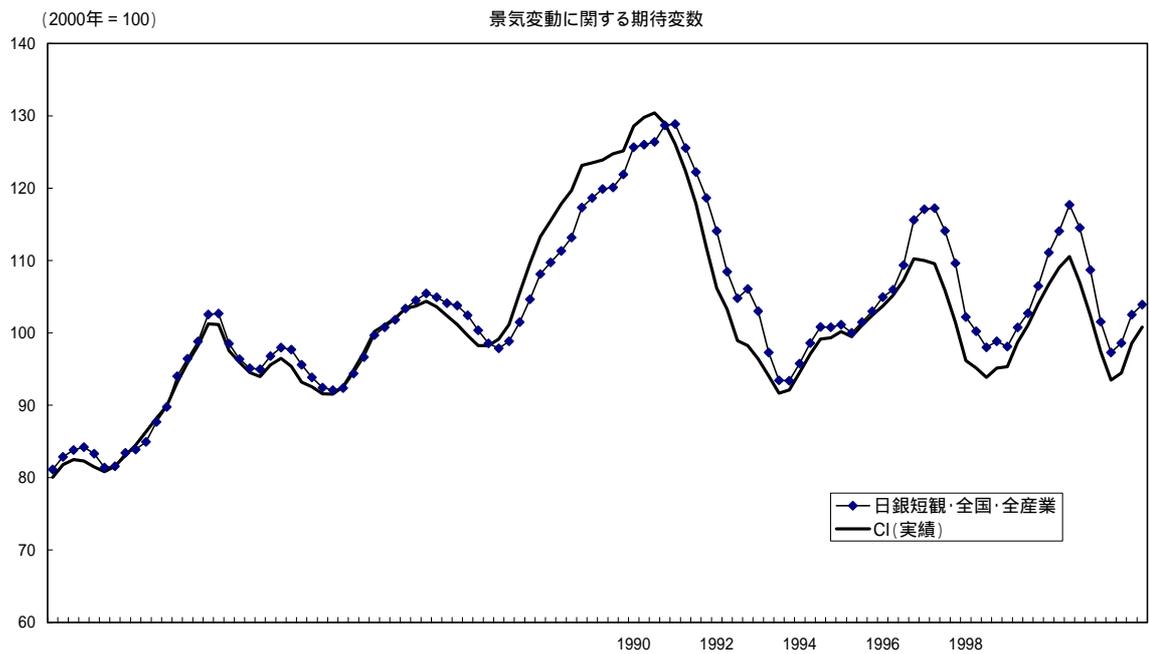
### 3.3 サーベイデータの問題点

サーベイ調査で算出されているインデックス（ディフュージョン・インデックス、DI）では、調査で得られた情報がDIの作成の段階で削減されている<sup>3</sup>。そこで、本論では景気変動に対する期待変数について、Carlson-Parkin（1975）法を利用し、期待変数を作成している。Carlson-Parkin法とは、景気変動などの経済変数の変化の予想に関して「上がる」とか「下がる」といった質的なサーベイ調査とその景気変動の実績値が与えられている場合、その変数の社会全体としての平均的な予想値を作成する方法である。ここでは、景気変動の実績値として景気動向指数（一致CI）を利用し、期待景気変動を計測する<sup>4</sup>。

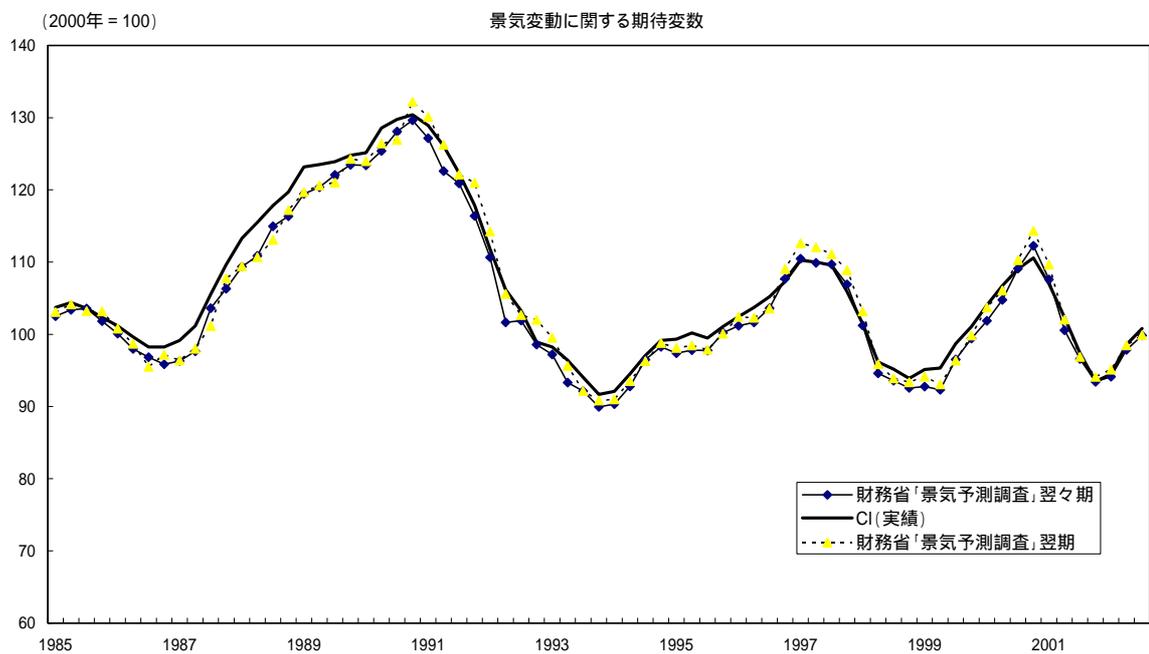
---

<sup>3</sup> 消費者サーベイでは、「良くなる」、「やや良くなる」、「変わらない」、「やや悪くなる」、「悪くなる」にそれぞれ点数を与え、これを各回答区分の構成比（%）に掛け合計したものとなっている。企業サーベイでは、「良い」、「不変」、「悪い」の3選択肢毎の回答社数を単純集計し、全回答社数に対する「回答社数構成百分比」を算出した後、「第1選択肢の回答社数構成百分比 - 第3選択肢の回答社数構成百分比」によりディフュージョン・インデックス（Diffusion Index）を算出している。

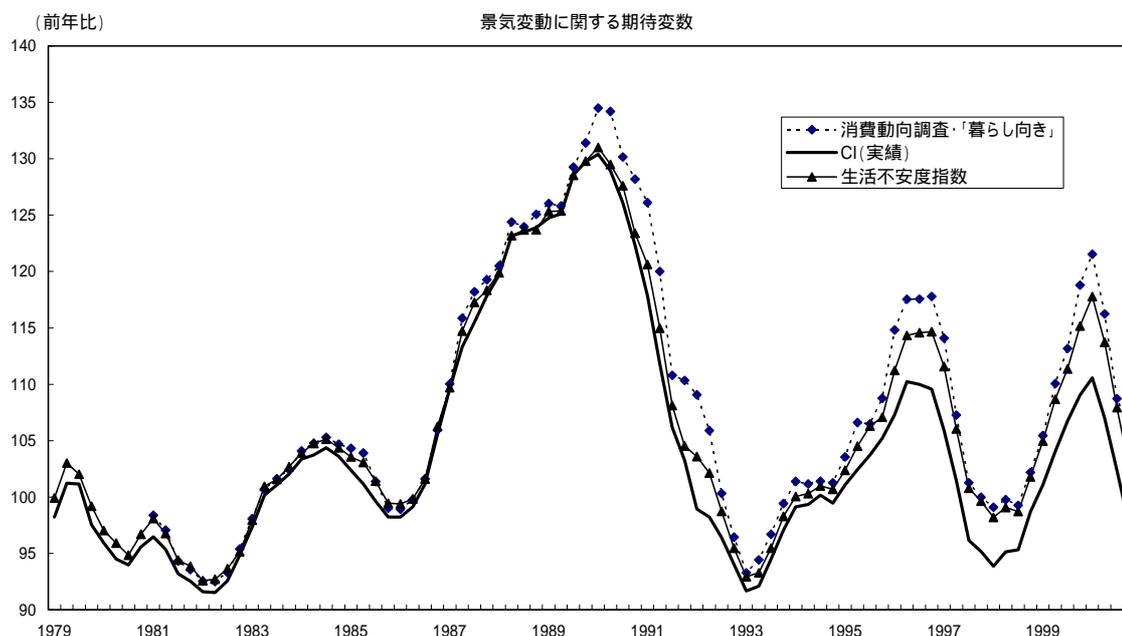
<sup>4</sup> Carlson-Parkin法を利用するには、サーベイデータの調査結果として、選択肢が公表されている必要がある。本論では、「消費動向調査・暮らし向き」（内閣府）、「生活不安度指数」（日本リサーチ総合研究所）、「企業短期経済観測・全国短観・全産業」（日本銀行）、「景気予測調査」（財務省）の4つのサーベイ調査について行った。



(注) CIの実績は内閣府「景気動向調査」、日銀短観についてはCarlson=Parkin法より算出したもの



(注) CIの実績は、内閣府「景気動向調査」、財務省「景気予測調査」についてはCarlson=Parkin法より算出したもの



(注) CIの実績は、内閣府「景気動向調査」、財務省「景気予測調査」についてはCarlson-Parkin法より算出したもの

### 3.3 推計結果 - 経済主体における期待形成

家計、企業とも期待形成の割合を示す係数( $\alpha$ )は、有意水準 1%において統計的に有意である。

消費者の期待形成については、Backward-Looking 的なウエイトが大きいことがわかる。なお、「消費動向調査」と「生活不安度指数」のパラメータの大きさを比較すると、「生活不安度指数」の方が大きい。この原因として、調査頻度も関係している可能性がある。補論で示したように、「生活不安度指数」は新聞記事との関係が強い。「生活不安度指数」は 2 カ月毎に年 6 回実施されているが、他の 2 つの消費者サーベイは四半期調査となっている。月次調査の方が、調査時点の経済環境の変化をより敏感に反映しているのではなかろうか。

一方、企業の期待形成は、概ね 6 割前後が Forward-Looking 的な期待形成を行っているとの推計結果が得られた。

結論として、「消費者の期待形成は Backward-Looking であり、企業の期待形成が Forward-Looking である」との結果は、先行研究(竹田・小巻・矢嶋[2003]、ここではインフレ期待について計測)と整合的である。

サーベイ・データからうかがえる経済主体の期待形成

	Surveyの予測期間	推計期間		1-	Adjusted R-squared	D.W.	Wald検定 = 0, 下段 = 1
ESRI 「消費者態度指数」	今後半年間	83/1-2001/4	0.756	0.244	0.58	1.73	0.00
			0.131				0.06
日本リサーチ総合研究所 「生活不安度指数」	今後1年間	80/1-2001/4	0.855	0.145	0.60	1.65	0.00
			0.088				0.10
日銀・全国短観 全産業・予測	3カ月後	77/1-2002/4	0.449	0.551	0.54	1.47	0.00
			0.081				0.00
財務省 「景況感BSI」・来期	3カ月後	85/4-2002/3	0.312	0.688	0.57	1.87	0.00
			0.105				0.00
財務省 「景況感BSI」・来々期	6カ月後	85/4-2002/3	0.417	0.583	0.46	1.29	0.00
			0.099				0.00

の下段は標準偏差を指す。  
Wald検定はChi-squareのP値を指す。

また、今回の推定期間における構造変化について chow テストをもとに検定してみた。家計の期待形成については、バブル経済崩壊後の1990年4-6月期が構造変化点であることがうかがえたものの、企業の期待形成では日銀短観をベースとした推定を除けば、明確な構造変化はみられなかった。

家計の期待形成について、1990年4-6月期を構造変化点として推計すると、「消費動向調査」及び「生活不安度指数」とも、Backward-Looking な期待形成のウエイトが高まる。これは、バブル崩壊により期待形成がより保守的な傾向にあることが窺える。

構造変化を考慮した推計結果

	Surveyの予測期間	推計期間		1-	Adjusted R-squared	D.W.	Wald検定 = 0, 下段 = 1
ESRI 「消費者態度指数」	今後半年間	83/1-2001/4	0.756	0.244	0.58	1.73	0.00
			0.131				0.06
		90/2-2001/4	0.773	0.227	0.55	1.58	0.00
			0.159				0.15
日本リサーチ総合研究所 「生活不安度指数」	今後1年間	80/1-2001/4	0.855	0.145	0.60	1.65	0.00
			0.088				0.10
		90/2-2001/4	0.934	0.066	0.63	1.61	0.00
			0.098				0.50
日銀・全国短観 全産業・予測	3カ月後	77/1-2002/4	0.449	0.551	0.54	1.47	0.00
			0.081				0.00
		90/2-2002/4	0.496	0.504	0.52	1.35	0.00
			0.111				0.00

(注)  
の下段は標準偏差を指す。  
Wald検定はChi-squareのP値を指す。

#### 4. 期待形成に与える情報

ここでは、Granger 因果性テストをもとに、経済諸変数との時間的な先行性を重視したサーベイデータの特性について検証する。分析にあたっては、消費者サーベイと企業サーベイそれぞれが比較可能となるように考慮して、1983年1-3月期～2003年4-6月期とした。また、80年代と90年代との影響を比較するため、1990年1-3月期を基準に分割した推計もおこなった。

##### 4.1 分析に用いる経済変数

経済変数については、家計や企業が経済変動を把握する上で、入手が比較的容易なデータを中心に、考えられうるデータを集めた。まず、マクロ経済変数としてGDP(名目、実質)、鉱工業生産指数、製造工業稼働率指数。市場変数として、株価(日経平均株価225種、東証株価指数)、長期金利(国債最長期物)、為替(ドル円レート)、マネーサプライ(M2+CD)、原油価格(WTI先物価格)。雇用変数として、企業倒産件数、完全失業率。また、家計も企業も情報源として利用する新聞記事の掲載回数(年金、雇用、雇用不安、失業、倒産、不況の6種類)。以上の18系列。

##### 4.2 消費者サーベイ

内閣府消費動向調査「暮らし向き」では、名目GDP、実質GDP、生産の需給動向が先行した関係にある。ただし、80年代は生産の需給動向以外は先行した関係がなく、GDP及び失業は90年代に入り期待形成に影響を与えてきたとみられる。新聞記事でも、90年代に入り雇用不安が関係しており、雇用動向が期待形成に影響していると考えられる。

この傾向は、「生活不安度指数」(日本リサーチ総合研究所)でも窺える。しかし、同調査では、新聞の掲載記事との関係がより明確になっている。「雇用」「失業」「不況」などの新聞記事での掲載回数の増加が期待を悪化させていると考えられる。

また、このように新聞記事への影響が高まるのは、調査頻度、対象期間の要因も考えられる。「生活不安度指数」では2カ月毎の調査であり、経済の変動を敏感に伝える情報ソースの影響を受けやすく、また対象期間が「今後1年間」と消費動向調査(今後半年間)より長期であり、その分情報が減少する可能性も考えられる。

なお、新聞に限らず、ニュース番組などで近年必ず放送される「為替」「株価」については、その影響が認められない。

##### 4.3 企業サーベイ

日銀短観については、当期調査は80年代には名目GDP、為替が先行した関係にある。85年にはプラザ合意があり、為替が大きく円高に変動しており、期待形成にも影響したと考えられる。90年代に入ると、「雇用」「雇用不安」など記事及び完全失業率、企業倒産件数など雇用関連の情報が先行している。また、名目・実質GDP、生産指数など生産動向も影

響している。将来予測（3カ月先）では、この傾向がさらに強まっている様子が窺える。特に、90年代では長期金利、マネーサプライなど金融政策関連の変数の影響が強まっており、また株価や原油価格などの市場価格変数も影響している。このように、90年代では近年のデフレ及びその対策としての金融政策の動向が企業の期待形成に影響していると考えられる。

財務省「景気予測調査」の当期調査では、新聞記事の影響が大きい。特に、90年代では「年金」「倒産」の記事の影響が認められる。その他の変数では、日銀短観の当期調査と同様の傾向が窺える。3カ月先の予測でも、当期調査と同様の傾向が窺える。ただし、6カ月先予測では、新聞掲載記事との関係は認められるものの、その他の経済変数との関係はほとんどみられない。拠り所とする情報ソースが少ないことを意味しているとも考えられる。

なお、日銀短観では、金融政策関連の変数の影響がみられたが、財務省調査では関連はほとんどない。調査機関の影響もあるのかもしれない。

## 5. 結語

以上、本論ではサーベイデータから窺える経済主体の期待形成について、実証分析をおこなった。本論で得られた結論は以下の通りである。

日本の消費者の期待形成は **Backward-Looking** 的であり、企業の期待形成が **Forward-Looking** 的である。この結果は、インフレ期待を計測し、その期待形成を推計した研究（竹田・小巻・矢嶋[2003]）と整合的な結果となった。

バブル崩壊後、家計の期待形成では **Backward-Looking** 的な傾向がより強まり、保守的な期待形成にあることが窺える。バブル崩壊後、家計の期待形成では **Backward-Looking** 的な傾向がより強まり、保守的な期待形成にあることが窺える。したがって、家計の期待形成については、**Backward-Looking** 的な傾向がより強まっており、金融政策を始めとする政策効果が即座に浸透しにくい状況にあると考えられる。現在のデフレ期待の払拭には、地道な努力が必要なかもしれない。

消費者サーベイでは、GDPなどの生産動向の変数との関係が認められる。また、「消費動向調査」に比し、「生活不安度指数」は新聞掲載記事の影響を受けやすいとみられる。これは、対象期間、調査頻度が影響を与えていると考える。

企業サーベイでは、新聞記事の影響が大きい。特に、90年代に入り、「年金」「雇用」関連の記事との関係が認められる。なお、日銀短観では、金融政策関連の変数の影響がみられたが、財務省調査では関連はほとんどない。調査機関の影響もあるのかもしれない。

消費者・企業サーベイとも、注目度の高い株価や為替はサーベイデータに先行した関係にない。

以上のように、家計と企業との期待形成は異なる可能性を示唆している。また、サーベイ調査では、消費者サーベイでは実物経済関連の情報であり、企業サーベイでは新聞掲載の情報の影響が大きく、このことも期待形成に大きな影響を及ぼしている可能性もある。

また、意外な結果としては、株価・為替との関係である。株価の下落は、経済主体のマインドを冷やして景気を悪化させるとの指摘もみられるが、本論の分析結果では、その関連は弱いことが認められる。

さて、今後の課題であるが、これらの期待の変化が経済活動に与える影響である。公共事業の増額や減税を実施したところで、巨額の財政赤字をさらに増加させることから、社会保障制度の存続など将来の生活不安が高まり、それが現在の消費を抑制させ実態経済の低迷につながっているとの見方が示されている。このような実物経済への波及ルートについての分析が重要な課題である。

**(参考文献)**

- [1] Batchelor, R. A. and Dua, P. [1989], “Household versus Economist Forecasts of Inflation: A Reassessment,” *Journal of Money, Credit, and Banking*, Vol. 21, No. 2, 1989
- [2] Carlson, J. A. and Parkin, M. “ Inflation and Expectations, ” *Economica*, Vol. 42, No.166, 1975
- [3] Hansen, L. P. and Singleton, K. J.[1982] “Generalized Instrumental Variables Estimation of Nonlinear Rational Expectations Models,” *Econometrica*, Vol. 50, No. 5, 1982
- [4] Keane, M. P. and Runkle, D. E.[1990] “Testing the Rationality of Price Forecasts: New Evidence from Panel Data,” *American Economic Review*, Vol. 80, No. 4, 1990
- [5] Nerlove, Marc. [1983] “Expectations, Plans, and Realizations in theory and Practice”, *Economica*, Vol. 51, No.5, 1983
- [6] Nelson, Charles R., and Richard Startz (1990), “The Distribution of the Instrumental Variables Estimator and its t-ratio when the Instrument is a Poor one,” *Journal of Business*, 63, pp.125-40.
- [7] 小巻泰之[2002]「Real-Time データによる GDP ギャップの推定の不確実性」, 日本大学経済学部、Working Paper Series02-01
- [8] McNee,S.K.[1989], “How Well Do Financial Markets Predict the Inflation Rate?”, *New England Economic Review*, FRB Boston, September/October 1989,pp31-46.
- [9] 小川一夫[1991]「所得リスクと予備的貯蓄」, 『経済研究』, Vol. 42, No. 2、1991 年。
- [10] Roberts, J.M [1998],“Inflation Expectation and the Transmission of Monetary Policy.” FRB Working Paper, October 1988.
- [11] 中山興・大島一朗[1999]「インフレ期待の形成について」, 日本銀行調査統計局、Working Paper 99-7
- [12] 竹田陽介・小巻泰之・矢嶋康次[2003]『消費関数を推計する - 「不安」とは何か - 』日本経済学会春季大会（大分大学）報告論文、2003 年 6 月
- [13] 豊田利久[1986]「合理的期待形成の検証」, 『国民経済雑誌』, 第 154 巻第 2 号、1986 年。