

2024. 1. 19

【日本消費者物価指数（23 年 12 月）】

主要指数の伸び鈍化傾向が続く

～賃金と物価の好循環見極めにはなお材料不足～



フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

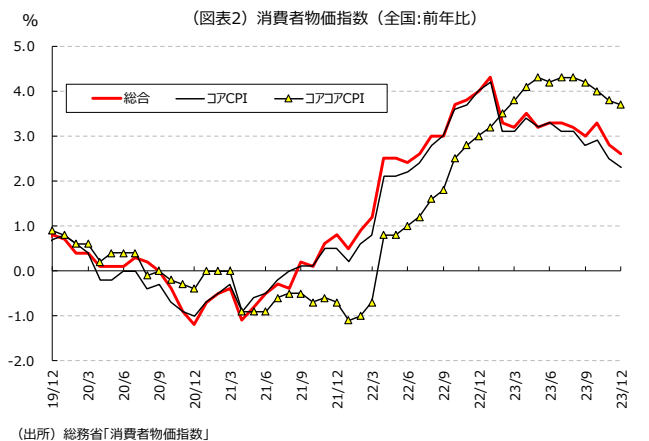
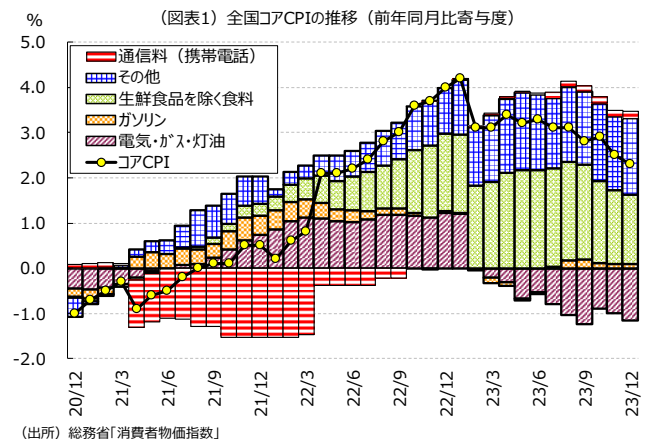
ポイント

- 12 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア指数）は前年比+2.3%となった。伸び幅は11月から0.2%ポイント縮小、18ヵ月ぶりの低い伸びとなった
- 前月からの変動要因はエネルギーと生鮮食品を除く食料でほとんど説明できる。植田日銀総裁が重視するサービス価格も、宿泊費を除けば2%に届かず、賃金と物価の好循環見極めにはなお材料不足か
- マイナス金利の解除まではある程度既定路線とみられるが、その後の利上げ余地は限定的

1. 伸び幅の縮小傾向が続く

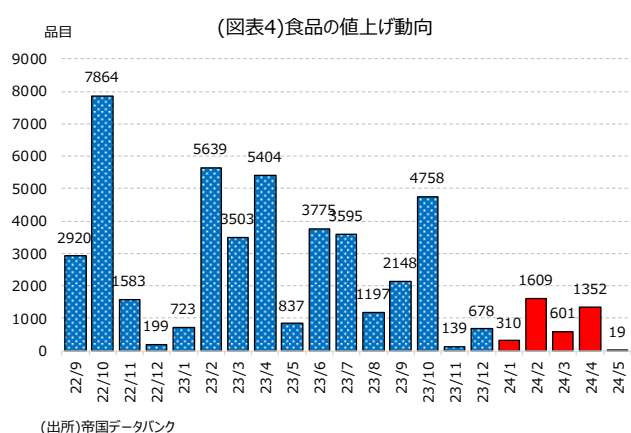
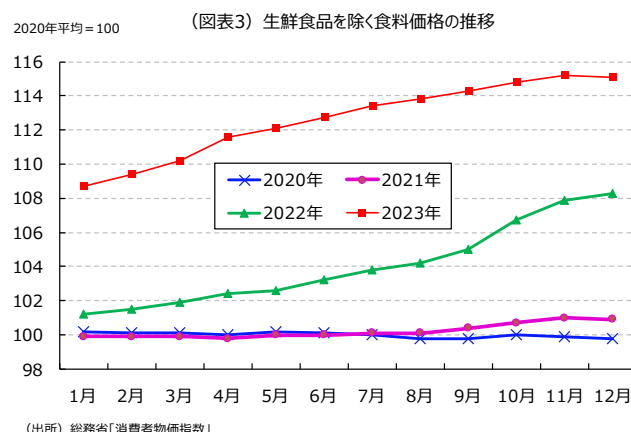
12 月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コア指数）は前年比+2.3%と、伸び幅が11月から0.2%ポイント縮小した。18ヵ月ぶりの低い伸びとなる（図表1、2）。生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（コアコア指数）は同+3.7%で前月から0.1%ポイント伸び幅が縮小、総合指数は同+2.6%で前月から0.2%ポイント伸び幅が縮小した。ちなみに、2023年通年のコア指数の伸びは同+3.1%で、第二次オイルショックの影響が残っていた1982年以来、41年ぶりの上昇幅だったことが明らかになっている。

12 月は主要3指数とも伸び幅が0.1～0.2%ポイント縮小したが、共通しているのは生鮮食品を除く食料による押し下げである。12月の生鮮食品を除く食料は同+6.2%で、11月の同+6.7%から伸び幅が0.5%ポイント縮小、総合指数への前月からの寄与度差は▲0.12%ポイントとなった。昨年5月の前年比+9.2%をピークに、伸びの鈍化傾向が続いている。前月までの伸び鈍化は、どちらかといえば前年同月の実績が上昇トレンドにあったという要因が大きかったが、今月は前月比ベースで2年ぶりの低



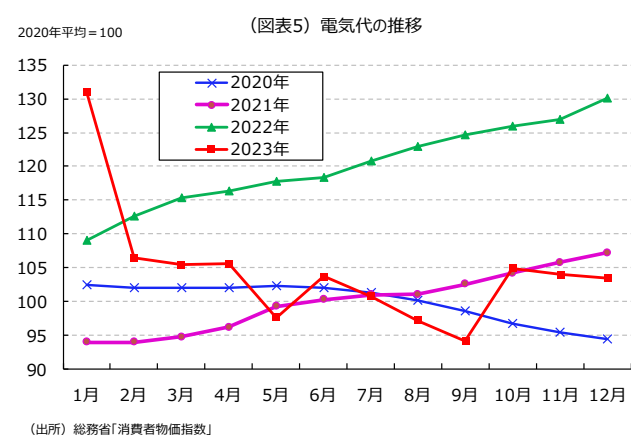
下となった（図表 3）。足元および前年同月の動きから見て、原燃料費が再び高騰しない限り、今後 1 年程度は伸び鈍化トレンドが続く可能性が高い。

帝国データバンクの「食品主要 195 社」価格改定動向調査（12 月 29 日時点）によると、1 月の値上げ品目は 310 品目で、前年同月比で 57.1%の減少となっている（図表 4）。1-5 月に予定されている値上げは 3,891 品目で、このまま前年比 6 割減のペースで推移する見通しである。もっとも、1 回あたりの値上げ率の平均は 17%で、23 年（15%）、22 年（14%）より高く、これは主として輸入製品の大幅値上げが影響しているとのことである。この点、根強い円安圧力などが引き続き懸念材料となる。プラ製包装資材や物流費の上昇を値上げ要因に挙げる企業も多く、原油価格の動向も問題となるが、不安定な中東情勢にもかかわらず、今のところ原油価格が高騰する気配はない。コスト削減と価格転嫁の同時進行で多くの食品メーカーの採算が改善に向かっているのに加え、夏場の個人消費が軟化するなど、消費者の「値上げ疲れ」も目立つことから、さらなる価格転嫁に二の足を踏む企業が増加傾向にあるのは確かとみられる。



2. 電気代は前年比で 2 割の低下

主要 3 指数のうち、総合指数とコア指数の鈍化にはエネルギー価格も寄与している。エネルギーは 11 月の前年比▲10.1%から同▲11.6%へとマイナス幅が拡大、総合指数に対する 11 月からの寄与度差は▲0.15%ポイントになっている。エネルギー価格の低下は主として電気代（11 月：前年比▲18.1% → 12 月：同▲20.5% 総合指数への前月からの寄与度差▲0.12%ポイント）によるもの（図表 5）。燃料である石炭価格の落ち着きに伴い、12 月は大手電力 10 社中 8 社が値下げを実施した。元々 11 月に終了する予定だった政府の補助（電気・ガス価格激変緩和対策事業）が延長されていることも押し下げ要因となっており、12 月の総合指数に対する寄与度は▲0.49%となっている（内訳は電気代が▲0.41%、都市ガス代が▲0.08%、いずれも総務省の試算値）。ただ、2024 年 2 月には対策事業の開始から 1 年が経過するため、比較対象となる前年同月の実績が低下する。今後、火力発電の燃料である LNG や石炭価格の持続的な下落がなければ、エネルギー価格の前年比のマイナス幅は 2 月以降、大きく縮小に向かう可能性が高い。

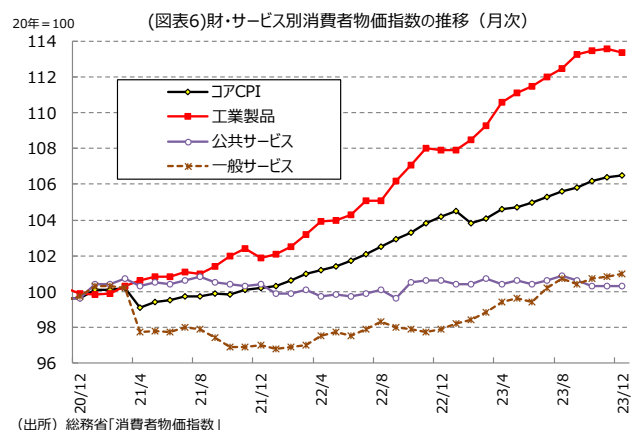


3. 賃金と物価の好循環は胸突き八丁

食料と光熱・水道関連以外の中分類項目で寄与度が相対的に大きな動きとなったのは、家庭用耐久財（11 月：前年比+2.6% → 12 月：同+4.0% 総合指数への前月からの寄与度差+0.02%ポイント）、自動車等関係

費（同+2.0% → 同+2.2% 同+0.02%ポイント）、教養娯楽用品（同+3.6% → 同+4.8% 同+0.02%ポイント）の3つ。寄与度差はいずれも+0.02%ポイントでさほど大きな動きではない。家庭用耐久財では、電気冷蔵庫（同+5.2% → 同+7.2%）、電気洗濯機（洗濯乾燥機）（同▲11.5% → 同▲5.9%）等のプラス寄与が大きかった。自動車等関係費は、ガソリン（同+3.9% → 同+4.5%）と軽乗用車（同+2.1% → 同+2.6%）の寄与が大きい。軽自動車に関しては大手自動車メーカーが12月発売の新車の値上げを実施している影響である。教養娯楽用品では、ゴルフクラブ（同▲10.3% → 同▲2.8%）、トレーニングパンツ（同▲3.0% → 同+4.0%）、玩具（同+0.5% → 同+4.1%）といったところが寄与している。ゴルフクラブは元々振れの大きい品目である。玩具はプラスチック製品などを中心に価格上昇圧力がかかり続けていると考えられる。

財・サービス別では、財（同+3.3% → 同+2.8% 同▲0.25%ポイント）の上昇幅が一段と縮小、サービス（同+2.3% → 同+2.3% 同▲0.02%ポイント）は小幅縮小となった（図表6）。日銀の植田総裁は12月19日の定例会見で「**賃金から物価への波及の面では、企業の価格設定スタンスや様々な物価指数の動向、特にサービス価格の動向等をみていきたい**」と述べ、賃金と連動する割合が大きいサービス価格の動きを重視する姿勢を示している。サービスの内訳を見ると、公共サービス（同▲0.3% → 同▲0.3% 同±0.00%ポイント）が横ばい、一般サービス（同+3.2% → 同+3.1% 同▲0.02%ポイント）が小幅縮小である。一般サービスの伸びは11月に3%台に乗ったが、内訳を見ると宿泊費だけで3分の1以上を占めている。これを除けば1%台ということである。このところの伸び幅拡大も大半が宿泊費要因だったことから、賃金と物価の好循環が軌道に乗ったと断言するには依然として材料不足と考えられる。植田総裁も、好循環を確認するためには、本音では半年以上の時間が必要と考えている可能性が高いのではないかとみている。



4. 来週の決定会合は無風

来週22-23日に開催される日銀金融政策決定会合では、金融政策はすえ置かれよう。展望レポートでは、2024年度のGDPとコアCPIの見通しが下方修正される見込みである（図表7）。

筆者は引き続き4月のマイナス金利解除をメインシナリオと置いている。前述のように、賃金と物価の好循環は胸突き八丁という段階ではあるが、金融政策の正常化に関しては、円安対策を必要としている政府との合意の下、すでにある程度既定路線になっているとみている。

4月のマイナス金利解除は市場コンセンサスでもあり、日銀もこの線で動いているのであれば、来週の会合で新たな情報発信は不要である。公表文のフォワードガイダンスも変更されず、会合後の総裁定例会見も安全運転に徹するとみる。市場は日銀からの情報発信に敏感になっており、行き過ぎた反応を抑えるため、政策変更の示唆は早くても直前の会合になるだろう。おそらくは、3月の会合で、声明文から「必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる」の一文を削除するなどの地均しを実施、4月末の会合で2025年度の物価見通

(図表7)展望レポートにおける見通し(政策委員の大勢見通しの中央値)

	前年比(%)	23年4月 展望レポート	23年7月 展望レポート	23年10月 展望レポート	24年1月展 望レポート(当 社予想)
2023年度	実質GDP	1.4	1.3	2.0	1.8
	コアCPI	1.8	2.5	2.8	2.8
2024年度	実質GDP	1.2	1.2	1.0	1.0
	コアCPI	2.0	1.9	2.8	2.6
2025年度	実質GDP	1.0	1.0	1.0	1.0
	コアCPI	1.6	1.6	1.7	1.6

(出所)日本銀行公表資料より明治安田総研作成

しを 2%超に上方修正したうえで、物価目標の達成を宣言し、マイナス金利を解除するという流れがメインシナリオである。同時に 10 年国債利回りの操作目標の 0%も削除、オーバーシュート・コミットメントも取り下げ、正常化に向けた変更を一通り一回で実施するとみている。投機的な売りをけん制する必要上、現在 1%の 10 年国債利回りの上限の目途は残す可能性が高いとみるが、すでに事実上撤廃しているといってもいいイールドカーブ・コントロール（YCC）は、「目途」の部分にわずかに痕跡をとどめるだけになるだろう。

ただ、その後の利上げ幅は極めて限定的なものにとどまるだろう。ほぼ市場の力で動けるようになっているにもかかわらず、0.5～0.6%台を行き来している 10 年国債利回りは、日本の低体温経済の象徴である。金融政策の正常化に動いても長期金利がどんどん上がる可能性が低いという意味では、日銀や政府にとって安心材料だが、継続的な利上げに対する経済の耐性は高くない。加えて、4 月以降は欧米が相前後して利下げ局面に入る展開が想定される。米国景気は最終的にソフトランディングに成功する可能性が高いにしても、減速の過程で市場における先行き不透明感が高まるのは避けられないとみられ、このまま株価が上値を目指し続けるとは考えにくい。ゼロ金利に戻した後、0.25%程度までの利上げは比較的早期に実施されるとみるが、ターミナルレートは 0.5%にとどまるのではないか。現行の長期金利の水準が不変であれば、それ以上は逆イールドとなる。結局、金利の資源配分機能を最低限取り戻す程度の利上げが限度とみる。

※本レポートは、明治安田総合研究所が情報提供資料として作成したものであり、いかなる契約の締結や解約を目的としたものではありません。掲載内容について細心の注意を払っていますが、これによりその情報に関する信頼性、正確性、完全性などについて保証するものではありません。掲載された情報を用いた結果生じた直接的、間接的トラブルや損失、損害については、一切の責任を負いません。またこれらの情報は、予告なく掲載を変更、中断、中止することがあります。

●照会先●株式会社明治安田総合研究所 〒102-0073東京都千代田区九段北3-2-11 TEL03-6261-6411