

2023. 10. 20

【日本消費者物価指数（23年9月）】



コア CPI の伸びが大きく鈍化

～食品価格はピークアウトへ、ただし為替と原油価格がリスク～

フェロー チーフエコノミスト

小玉 祐一

ポイント

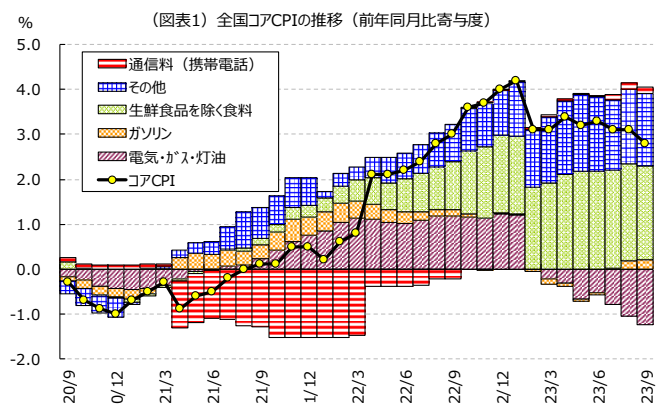
- 9月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コアCPI）は前年比+2.8%と、8月から▲0.3%ポイント大きく伸び幅が縮小した。3%を下回るのは13ヵ月ぶり
- 生鮮食品を除く食料はピークアウト。今後さらなる伸び鈍化を予想するが、円安と原油高がリスク
- 10月30、31日に開催される金融政策決定会合は無風というのがメインシナリオ。ただ、7月に実施したレベルの修正の可能性であれば、3割程度あるとみる

1. コア指数は大幅鈍化

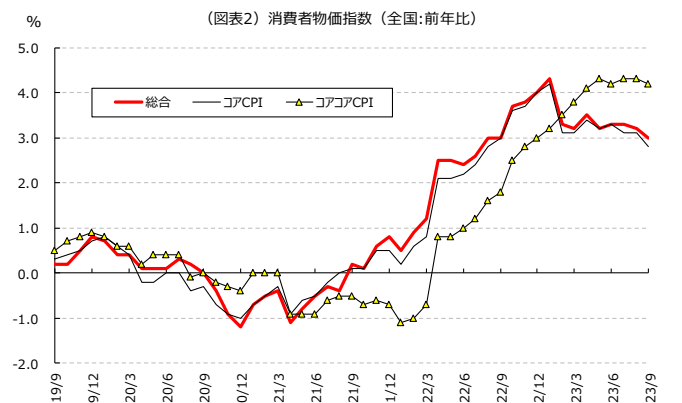
9月の全国消費者物価指数（生鮮食品を除く総合指数、コアCPI）は前年比+2.8%と、伸び幅が8月から▲0.3%ポイント大きく縮小した（図表1）。3%を下回るのは13ヵ月ぶりとなる。生鮮食品及びエネルギーを除く総合指数（コアコアCPI）は同+4.2%、総合指数は同+3.0%で、前者は▲0.1%ポイント、後者は▲0.2%ポイントそれぞれ前月から伸び幅が縮小した（図表2）。

コアCPIの伸びの縮小が相対的に大きくなったのは、エネルギー価格の低下によるもの。燃料であるLNG（液化天然ガス）の低下に伴い、大手電力会社10社中8社が値下げを実施したことで、電気代（8月：前年比▲20.9%→9月：同▲24.6% 寄与度差▲0.16%ポイント）が大きな押し下げ要因になった（図表3）。大手ガス4社も全社が値下げを実施しており、都市ガス代（同▲13.9%→同▲17.5% 同▲0.04%ポイント）も低下した（図表4）。

総合指数の伸びの縮小幅がコア指数より小さかったのは、主として生鮮食品（同+5.3%→同+9.6% 同+0.18%ポイント）の上昇によるもの。振れの大きい



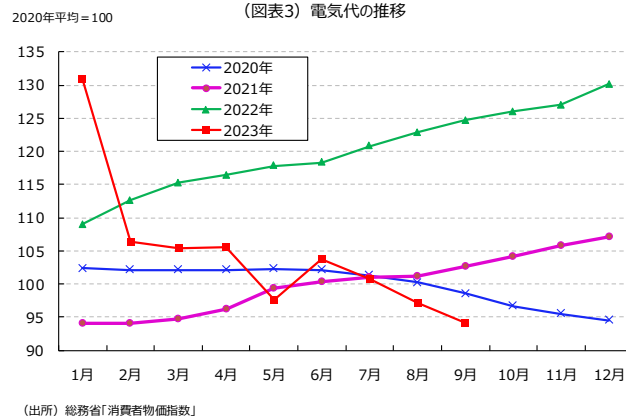
(出所) 総務省「消費者物価指数」



(出所) 総務省「消費者物価指数」

エネルギー、生鮮食品いずれの影響も受けないコアコア指数の縮小幅は小さく、物価の基調が変わったと断言できるほどではない。また、政府の「電気・ガス価格激変緩和対策事業」が、9月の総合指数に対し▲0.98%の押し下げ要因となっている（寄与度ベースで電気代が▲0.82%、都市ガス代が▲0.16%、いずれも総務省の試算値）。10月以降も当面補助が継続されるが、補助がなければコア指数の伸びは4%近辺にあるということで、物価へのイメージはだいぶ変わってくる。

(図表3) 電気代の推移



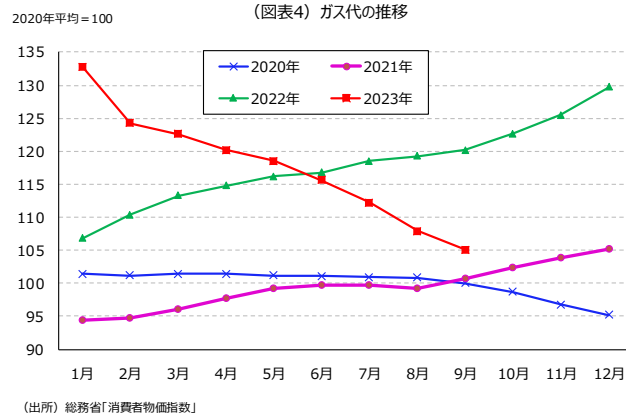
(出所) 総務省「消費者物価指数」

2. 食品価格は徐々にピークアウトへ

生鮮食品を除く食料（8月：前年比+9.2%→9月：同+8.8% 寄与度差▲0.07%ポイント）は、寄与率でコア指数の伸びの75%を占めるが、6ヵ月ぶりに8%台まで伸びが鈍化、ピークアウトが明らかになりつつある。

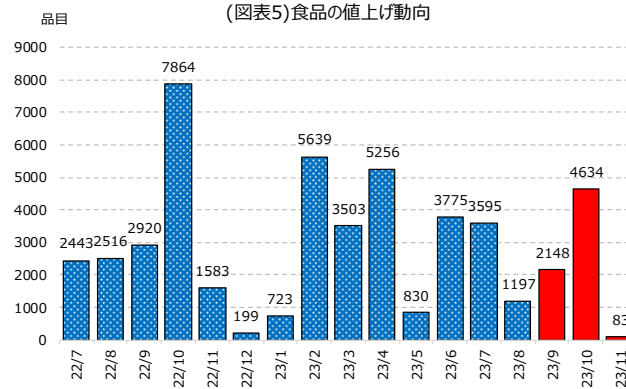
帝国データバンクの、「食品主要195社」価格改定動向調査（9月29日時点速報）によると、9月の値上げ品目数は2,148品目で、前年同月の74%の水準、10月の値上げ品目は4,634品目で、59%の水準となっている。10月まで3ヵ月連続で前年同月の値上げ品目数を大きく下回った（図表5）。多くの食品メーカーがすでにここまで複数回の値上げを実施してきたのに加え、原燃料価格の落ち着きで仕入れ価格が低下していることが採算改善につながっている。また、食品価格上昇が足元では個人消費の下押し圧力となっており、メーカーとしても価格転嫁に積極的な姿勢を維持するのが難しくなりつつある。帝国データバンクは、2023年の値上げ品目数を当初約3万5,000品目と予想していたが、これを約3万2,000品目にまで下方修正した。

(図表4) ガス代の推移



(出所) 総務省「消費者物価指数」

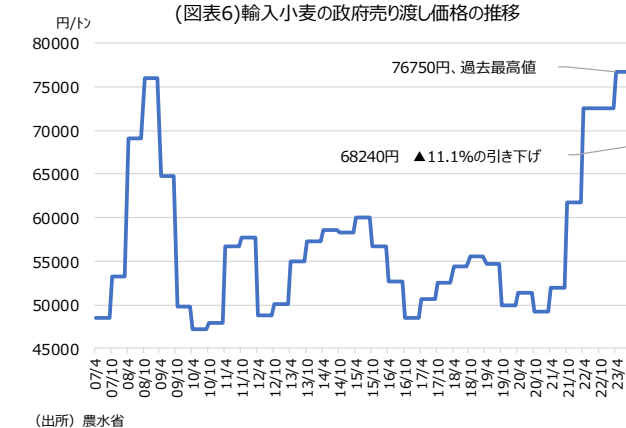
(図表5) 食品の値上げ動向



(出所) 帝国データバンク

今後については、10月から政府による輸入小麦の売り渡し価格が3年ぶりに引き下げられたのは好材料である（図表6）。一方で、一段の円安が進む可能性に加え、中東情勢次第では原油価格が再び高騰しかねず、これらが再び物流費や包装資材の価格押し上げ要因になる可能性が残っている。逆に、一段の円安や原油高がなければ、年末以降の食品価格は鈍化ペースを速める可能性が高いとみている。

(図表6) 輸入小麦の政府売り渡し価格の推移



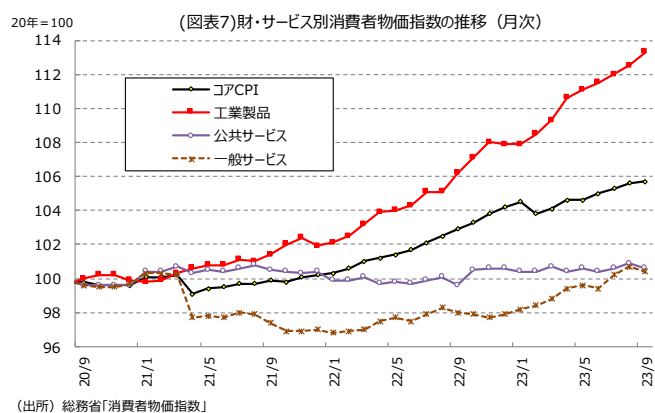
(出所) 農水省

3. エネルギー、食品以外に大きな動きはない

10大品目分類で、食品、エネルギー関連以外で比較的

大きな動きとなったのは家具・家事用品（8月：前年比+7.1%→9月：同+6.2% 寄与度差▲0.03%ポイント）、被服及び履物（同+4.4%→同+3.4% 同▲0.03%ポイント）、教養娯楽（同+5.0%→同+4.6% 同▲0.04%ポイント）の3つで、いずれも小幅の押し下げ要因である。家具・家事用品では、電気洗濯機（同▲5.1%→同▲26.5% 同▲0.02%ポイント）の大幅低下などが寄与した。被服及び履物は、何か特定の品目ということではなく、洋服やシャツ・セーター・下着類などの内訳の品目が幅広く鈍化している。教養娯楽では、ビデオレコーダーやパソコン（ノート型）、ゴルフクラブ、トレーニングウェアといった品目の伸び縮小、あるいは下落が比較的大きくなっているほか、高騰が続いていた宿泊費（同+18.1%→同+17.9% 同▲0.02%ポイント）の伸びが一服したことが寄与した。

財・サービス別では財（同+4.2%→同+4.0% 同▲0.11%ポイント）、サービス（同+2.0%→同+2.0% 同▲0.01%ポイント）とも小幅鈍化となった。サービスの内訳は、公共サービス（同+0.7%→同+0.9% 同+0.02%ポイント）、一般サービス（同+2.5%→同+2.4% 同▲0.03%ポイント）と、一般サービスの伸びが鈍化している。サービス業のコストは人件費が大きなウェイトを占めるが、今のところ目立った上昇圧力は生じておらず、物価と賃金の好循環がはっきり確認できる状況ではない。そもそも、一般サービスはようやく2020年の水準を上回った段階である（図表7）。今回の結果は、日銀の政策変更を後押しする内容ではない。



4. 10月末の決定会合ではすえ置きを予想するが

10月30、31日に開催される金融政策決定会合は無風というのがメインシナリオである。月末までの市場動向次第の面もあるが、今のところドル・円相場は小康状態で、10年国債利回りも1%まで幾分距離がある。イーールドカーブも大きく歪んでいわけではなく、日銀としては急いで何かをやらなければならない環境ではない。ただ、日銀や政府の高官発言からは、何やらきな臭いにおいがするのも確かであり、7月のようなレベルの政策変更の可能性であれば、3割程度はあるとみている。

背景にあるのは政府のスタンス変化である。もし現首相が安倍元首相に近い議員だったら、金融政策の正常化は容易に許さなかった可能性が高い。しかし、岸田首相はアベノミクスとは距離を置いているのに加え、旧政権時にはなかったレベルの超円安が輸入物価の上昇を通じ家計の打撃になっている。これは、解散総選挙のタイミングを測る岸田首相にとって頭痛のタネである。どんどん利上げされるのは困るにしても、緩和度を多少緩めて円安・物価高対策に協力してほしいとの意識が次第に強くなっているとしても不思議ではない。7月の政策変更も、こうした政府のスタンスのもとで可能になったと考えられる。

これは、植田総裁個人にとってはともかく、日銀という組織にとっては「渡りに船」のはずである。中央銀行の本来業務はいかにして市場機能を活かすかということにもかかわらず、それとは真逆の仕事にかれこれ25年にわたり邁進してきたという事実がある。この機に金融政策の正常化を急ぐべしとの意見が、内部から盛り上がり上がってきてもおかしくはない。植田総裁自身の考え方は、平均的な日銀マンよりもはるかにハト派とみられるものの、そうした内部のムード、国民の不満、政府の方針といった環境変化が重なるなかで、徐々に軌道修正を図る方向に流れているのが現状ではないか。

あとは植田総裁を含む執行部の決断次第である。ここまできたら、好循環の定義論争に深入りしてもあまり意味がない。政策変更ありきで、理屈は後からついてくるといった状況は黒田総裁時代にも何度かみられた。

ただ、さすがに実質賃金が前年比マイナスという状態で利上げというのはアカウンタビリティ（説明責任）がもたないと考えられ、今月の決定会合でマイナス金利の解除にまで踏み込む可能性は極めて低いとみている。一方、10年国債のさらなる変動許容幅の上限拡大といった変更であれば、ある意味これまでどおり、利上げではないとの説明は広く受け入れられると考えられる。1%に張り付いてからでは後手に回る可能性もあり、前もって動く可能性がないわけではない。

マイナス金利の解除については、春闘の集中回答日を見極めてからということになるだろうが、賃上げ率が多少今年を下回ったとしても、そのころまでに食品価格の低下により実質賃金がプラス圏に浮上していれば、来年4月の決定会合で解除に踏み切る可能性が高い。YCC（イールドカーブ・コントロール）の解除も同時に行なわれることになるだろう。どちらかを先に実施した場合、市場がもうひとつの政策変更もすぐに織り込むため、無用な混乱を繰り返すことになりかねず、1回で済ませた方がいい。たとえ4月には動けなかったとしても、その後は「多角的レビュー」の結果も材料とすることで、遅くとも2024年末までには正常化の作業を一通り終える可能性が高いとみている。

※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