

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

日本の物価上昇の行方を考える

日本のインフレ率は11月に1%を上回る模様。足元の上昇には一時的要因が多分に含まれ、今後はインフレ率の上昇ペースは鈍る見込みだが、デフレからの脱却へ向け、需給やインフレ期待などマクロ的な環境が整いつつある。現時点のインフレ率上昇による実質賃金の目減りは、デフレからの脱却における過渡的な動きとして已むを得ないが、日本経済の持続的な拡大には賃金の上昇が欠かせない。

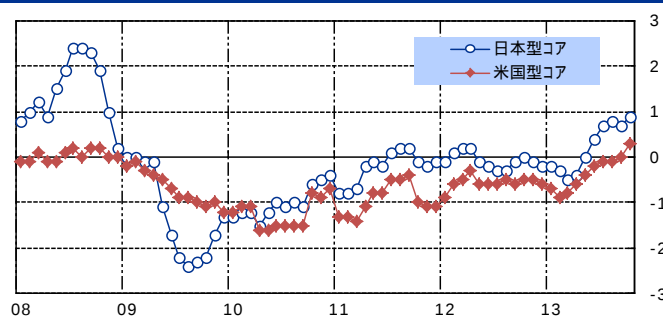
11月に全国CPIは1%超えの見込み

10月の消費者物価指数（CPI）は、生鮮除く総合（以下、日本型コアCPI）が前年比0.9%（9月0.7%）へ、また食料・エネルギーを除く総合（以下、米国型コアCPI）も0.3%（9月0.0%）へ上昇幅を拡大した。11月の東京都部データに基づくと、11月には日本型コアCPIが1.1%とついに1%を超え、米国型コアCPIは0.6%へ上昇率を高める見込みである。夏場までのインフレ率上昇の主役は、円安も寄与してのエネルギー価格の上昇だった。しかし、ここに来てエネルギーを控除した米国型コアCPIにおいてこそ、インフレ率の上昇ペース加速が顕著である。9月の前年比ゼロが、11月には0.6%と、僅か2ヶ月でプラス幅が0.6%Ptも拡大すると考えられる。本稿では、こうした物価上昇の背景と持続性について考察した上で、インフレ動向の見通しを示す。

10月のCPIを押し上げたのは何か？

まず、足元の物価上昇の動きを、品目別の動向から確認する。上述した10月の全国CPIの上昇においては、傷害保険料の引き上げによる影響が極めて大きい。傷害保険料は10月に前年比10.1%（9月0.0%）と大幅

全国CPIの推移（前年比、%）



（出所）総務省

全国・米国型コアCPIの前年比を押し下げた品目（上位20）

類・品目	201309	201310	前年比差	寄与度差
自動車保険料（任意）	5.4	1.9	-3.5	-0.0874
プリンタ	83.5	-5.6	-89.1	-0.0294
トレーニングパンツ	-2.5	-5.9	-3.4	-0.0147
ゴルフクラブ	-1.2	-10.9	-9.7	-0.0065
台所用洗剤	2.9	-0.7	-3.6	-0.0051
温水洗浄便座	-3.9	-7.8	-3.9	-0.0044
民営家賃	-0.6	-0.6	0.0	-0.0040
漢方薬	-1.8	-5.2	-3.4	-0.0034
婦人上着	4.4	3.1	-1.3	-0.0029
カーナビゲーション	0.2	-1.3	-1.5	-0.0028
電気かみそり	-3.9	-6.5	-2.6	-0.0016
軽乗用車	-0.4	-0.7	-0.3	-0.0016
婦人セーター（長袖）	3.9	3.2	-0.7	-0.0015
水道料	0.4	0.4	0.0	-0.0015
婦人スラックス（ジーンズ）	0.2	-0.6	-0.8	-0.0014
月刊誌	0.8	0.0	-0.8	-0.0014
電球・蛍光灯	2.4	1.7	-0.7	-0.0012
歯磨き	2.7	1.4	-1.3	-0.0012
男子セーター	1.2	-0.2	-1.4	-0.0011
男子上着	-0.6	-1.4	-0.8	-0.0011

（資料）総務省

全国・米国型コアCPIの前年比を押し上げた品目（上位20）

類・品目	201309	201310	前年比差	寄与度差
傷害保険料	0.0	10.1	10.1	0.1995
外国バック旅行	-1.8	3.7	5.5	0.0503
放送受信料（NHK）	-6.8	0.0	6.8	0.0435
宿泊料	-1.1	-0.3	0.8	0.0127
電子辞書	-28.6	-18.0	10.6	0.0094
ペットフード（キャットフード）	13.2	18.8	5.6	0.0093
ヘアカラー	-1.7	4.6	6.3	0.0082
携帯電話機	-2.4	-1.4	1.0	0.0080
温風ヒーター	-6.6	0.4	7.0	0.0070
化粧水	-2.4	-0.5	1.9	0.0062
コンパクトディスク	-1.3	4.4	5.7	0.0058
切り花（きく）	-1.2	1.0	2.2	0.0056
電気炊飯器	-20.3	-14.5	5.8	0.0054
ペットフード（ドッグフード）	-0.3	2.0	2.3	0.0052
美術館入館料	-1.6	1.7	3.3	0.0049
下水道料	0.9	1.3	0.4	0.0046
ルームエアコン	4.3	5.4	1.1	0.0043
解熱鎮痛剤	-4.8	-0.7	4.1	0.0030
目薬	-1.0	2.3	3.3	0.0028
固定電話機	-10.0	-1.6	8.4	0.0027

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠経済研究所が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

に引き上げられ、日本型コアCPIを 0.14%Pt、米国型コアCPIを 0.20%Pt¹も押し上げた。特に米国型コアCPIでは上昇幅 0.3%Pt (9月 0.0%→10月 0.3%) のうち、実に 3 分の 2 が傷害保険料によるものである。そのほかで押し上げ寄与が目立ったのは、外国パック旅行 (9月 ▲1.8%→10月 3.7%、米国型CPIに対する寄与度差 0.05%Pt) とNHK受信料 (9月 ▲6.8%→10月 0.0%、寄与度差 0.04%Pt) である。NHK受信料の押し上げ寄与は、昨年の受信料引下げの影響が一年を経過して消えたためである。

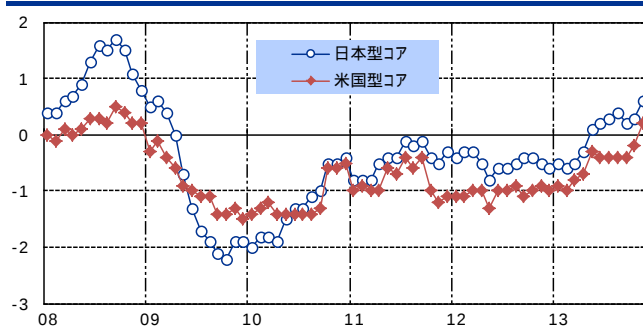
11月の東京都区部CPIはなぜ大幅に上昇したのか？

次に、11月の東京都区部CPIの動きを見ると、日本型コアCPIが10月の前年比 0.3%から11月は0.6%へ、米国型コアCPIも▲0.2%から 0.2%へ伸びを高めている。品目別の動向を確認すると、10月の全国CPIに続き、外国パック旅行 (10月 3.7%→11月 14.6%、米国型CPIに対する寄与度差 0.11%Pt) の押し上げが大きい。NHK受信料と類似の構図で、昨年の値下げの影響が消えた携帯電話機 (10月 ▲4.5%→11月 7.6%、寄与度差 0.06%Pt) の影響も目立つ。また、家電にも動きが見られ、テレビや電気冷蔵庫、電気炊飯器などの価格が前年比マイナスからプラスへ転じ、CPIを押し上げた。

足元の上昇は一時的要因による部分が大きい、インフレの基調は上向き

既に触れたように、東京都区部データに基づく、11月の全国CPIは日本型コアCPIが1.1%(9月 0.9%)、米国型コアCPIは0.6%(9月 0.3%)へ伸びを高める見込みである。但し、上述の品目動向が示すように、10月、11月の上昇のうち、相当程度は一時的な動きによると判断される。傷害保険料 (10月寄与度差 0.20%Pt) やNHK受信料 (10月寄与度差 0.04%Pt)、携帯電話 (11月寄与度差 0.06%Pt) による押し上げ

東京都区部CPIの推移 (前年比、%)



(出所) 総務省

東京・米国型コアCPIの前年比を押し下げた品目 (上位20)

類・品目	201310	201311	前年比差	寄与度差
婦人上着	-1.2	-4.3	-3.1	-0.0087
女兒スカート	1.9	-2.8	-4.7	-0.0070
ペットフード (ドッグフード)	6.9	2.8	-4.1	-0.0066
ゴルフクラブ	-9.2	-18.0	-8.8	-0.0063
男子ズボン (冬物)	2.9	-4.6	-7.5	-0.0061
タオル	-0.1	-2.7	-2.6	-0.0052
男子コート	3.8	-1.3	-5.1	-0.0049
胃腸薬	-2.5	-6.1	-3.6	-0.0045
ブラウス (長袖)	-2.5	-7.0	-4.5	-0.0041
帽子	-7.3	-11.5	-4.2	-0.0034
コンパクトディスク	4.4	1.6	-2.8	-0.0033
歯ブラシ	-4.6	-12.7	-8.1	-0.0033
ビデオソフトレンタル料	62.7	45.9	-16.8	-0.0031
台所用洗剤	-1.4	-3.5	-2.1	-0.0029
婦人コート	-0.1	-0.8	-0.7	-0.0027
水着	-3.6	-6.1	-2.5	-0.0026
布団	1.4	-0.5	-1.9	-0.0024
電気かみそり	-4.4	-10.0	-5.6	-0.0023
ヘルスメーター	5.3	-4.0	-9.3	-0.0023
カーナビゲーション	-4.8	-9.0	-4.2	-0.0022

(資料) 総務省

東京・米国型コアCPIの前年比を押し上げた品目 (上位20)

類・品目	201310	201311	公式前年	寄与度差
外国パック旅行	3.7	14.6	10.9	0.1094
携帯電話機	-4.5	7.6	12.1	0.0610
テレビ	-5.7	3.0	8.7	0.0463
宿泊料	-0.3	1.6	1.9	0.0347
電気冷蔵庫	-8.3	12.3	20.6	0.0214
ハンドバッグ (輸入品)	27.5	33.0	5.5	0.0211
電気炊飯器	-18.8	2.8	21.6	0.0160
婦人靴	0.4	4.4	4.0	0.0159
男子上着	-7.2	-2.2	5.0	0.0112
ペットフード (キャットフード)	5.2	13.6	8.4	0.0098
ルームエアコン	5.9	9.1	3.2	0.0094
電子辞書	-16.0	-7.2	8.8	0.0076
歯磨き	-8.1	0.8	8.9	0.0075
婦人セーター (長袖)	-1.6	0.6	2.2	0.0074
電気洗濯機 (全自動洗濯)	-7.9	4.1	12.0	0.0063
民営家賃	-0.7	-0.6	0.1	0.0059
電気掃除機	-27.4	-19.7	7.7	0.0053
洗濯用洗剤	-1.5	2.0	3.5	0.0051
ビデオレコーダー	0.5	7.5	7.0	0.0050
温水洗浄便座	-20.2	-17.0	3.2	0.0045

¹ 共に公表指数に基づく、当社の試算値。表の寄与度差も同様。

² 厳密には、昨年11月に11%値下げの後、今年5月に10%引き上げられ、その後は11月まで横ばいである。

は、前年比ベースでは11月以降も継続するが、月を追う毎に上昇ペースが高まっていく種類の価格変動ではない。また、10月と11月ともに大きな押し上げ要因となった外国パック旅行は、これまでの円安による影響もあるが、前年同期と季節変動パターンが異なるために前年比が高まっている部分も大きいと推測される。以上を踏まえると、10～11月に観察されるCPI上昇率の加速（全国・米国型コアCPIの9月前年比0.0%が11月に0.6%など）が、今後も同様のペースで生じるとは考えるべきでないだろう。

では、インフレ率の上昇が止まるのかと言えば、そうではない。マクロ的な環境を見ると、物価上昇圧力が明確に高まっている。10～11月に観察されたCPI上昇率の加速は一時的な要因による部分が大きく、持続的ではないが、インフレ率の基調は明確に上向きである。これは、当社がCPIの基調を判断するために試算している刈り込み平均CPIが、9月の前年比0.17%から10月は0.28%へ上昇率を高めた点からも確認できる。今後のインフレ率は、消費税率引き上げに伴う駆け込み需要とその反動減による振れを伴いながらも、プラス基調を維持する可能性が高い。

以下では、物価上昇を巡るマクロ的な環境を確認した上で、先行きの見通しを示す。

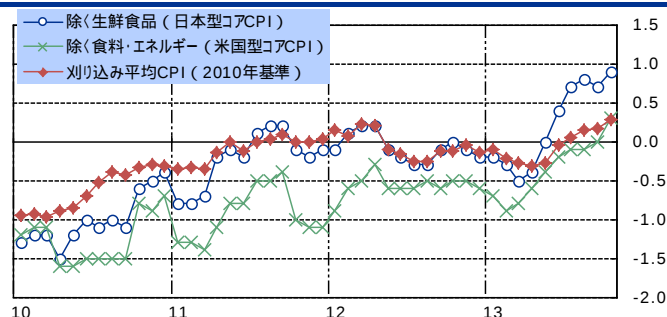
需給ギャップは縮小傾向が継続

第一に、日本経済のマクロ的な需給は、明確にタイト化の方向にある。7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率1.9%と、2013年前半の年率4%成長からは大きく減速したものの、ゼロ%台後半と考えられる潜在成長率を引き続き上回った。その結果、日本経済全体の需給バランスを示す需給ギャップは、一次推計値段階の当社試算ベースで7～9月期に▲2.2%となり、前期の▲2.5%から縮小している³。

労働需給は非製造業で逼迫

労働市場の需給を示す失業率は10月も4%の低水準だった。失業率から、ミスマッチなどに伴い生じる構

全国CPIと刈り込み平均CPIの推移（前年比、%）



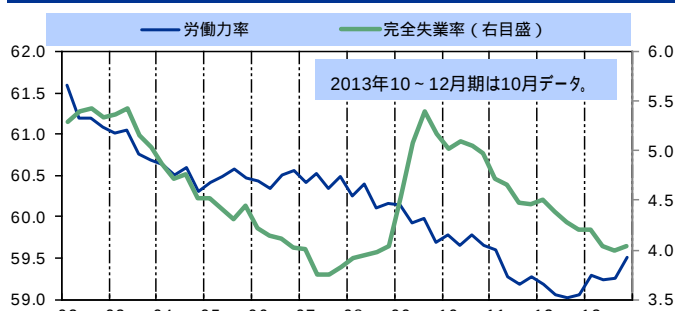
（出所）総務省資料より作成

需給ギャップの推移（%）



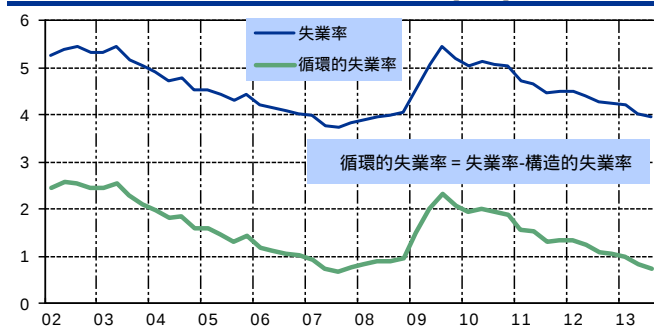
（出所）各種資料より伊藤忠経済研究所試算。

労働力率と完全失業率（%）



（出所）総務省

失業率と循環的失業率（%）



（出所）総務省、厚生労働省

³ 需給ギャップ = (GDP-潜在 GDP)/潜在 GDP。なお、潜在 GDP は「経済の過去のトレンドからみて平均的な水準で生産要素を投入した時に実現可能な GDP」との定義の下で、コブ・ダグラス型生産関数を想定し、推計している。なお、実際の推計に際しては、資本投入量や労働投入量の算出に際し、内閣府の推計方法などを参考とした。

造的失業率⁴を控除し、景気循環によって上下する循環的失業率を算出すると、金融危機以来となる1%割れの水準にある。労働需給のタイト化を明確に示唆していると言える。

なお、求人状況の改善を受けて、労働市場への参加度合いが高まっており、2013年に入り、労働力率（労働力人口/生産年齢人口）が上昇傾向にある。直近2013年10月データでは59.5%と2011年3月以来の水準に達した。高齢化の影響により、労働力率の低い高齢者の比率が高まるため、日本の労働力率には構造的に押し下げ圧力が働いている。しかし、足元では、労働市場への参加意欲の高まりによる景気循環的な要因が構造的な押し下げ圧力を上回り、労働力率を押し上げている。現段階の労働力率の上昇は循環的な動きにとどまると考えられるが、参加意欲の高まりが定着し、労働力率の低下ペースが基調として緩和されれば、潜在成長率の押し上げ要因となる可能性もある。

日銀短観の雇用人員判断DI（過剰-不足）により、業種別の動向を見ると、9月調査で製造業が5（6月調査9）と余剰超にある一方、非製造業は▲14（6月調査▲12）と大幅な不足超である。非製造業において、労働需給が逼迫している。こうした非製造業の労働需給逼迫には、建設業などで顕著なミスマッチも影響を及ぼしていると考えられる。

非製造業は設備不足の状況に

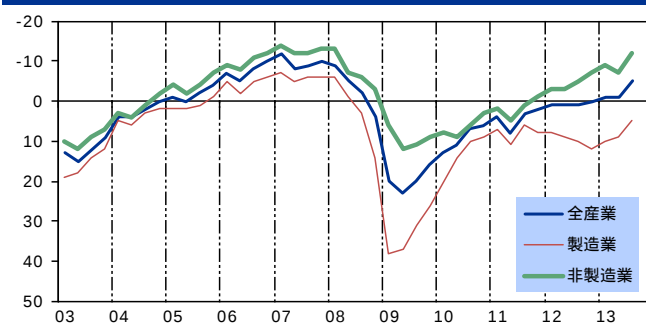
資本についての需給を示す稼働率を見ると、まず製造業の実稼働率⁵は、過去において設備投資を喚起してきた水準である75%程度まで上昇している。また、稼働率と概ね同様の動きをする日銀短観の生産設備判断DI（過剰-不足）も改善基調にある。但し、同DIの水準は10と大幅な余剰超であり、マクロ的に見れば、製造業の設備稼働率には上昇余地が多分にあると考えられる。一方、非製造業の生産設備判断DIは9月調査で▲1と2007年以来の不足超へ転じており、タイト感が強まりつつある。全産業の生産設備判断DIは上昇こそしているものの、製造業が足を引っ張り、未だマイナス圏にある。

家計の期待インフレ率は引き続き上昇

第二に、経済主体のインフレ期待の動向を確認する。上述した需給のタイト化に加え、実際のインフレ率の上昇を受けたバックワードルッキングな効果もあり、経済主体の期待インフレ率は上昇傾向にある。但し、消費税率引き上げの影響はやや割り引く必要がある。

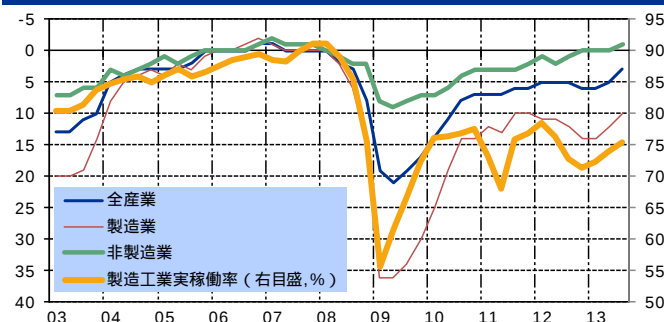
消費動向調査のデータに基づく家計の期待インフレ率は、10月には3.2%へ上昇した。前年同月対比では1.3%Pt、前月9月対比でも0.3%Ptと急ピッチの上昇が続いている。なお、9月から10月の上昇には、

雇用人員判断DI（過剰-不足、逆目盛）



(出所) 日本銀行

生産設備判断DI（過剰-不足、逆目盛）と稼働率



(出所) 経済産業省、日本銀行

⁴ 雇用失業率と欠員率によるUV分析を用いて推計。なお、非正規雇用比率の変動を考慮している。

⁵ 2010年の製造工業における実稼働率76.7%を用いて試算した。

来年4月の消費税率引き上げの正式決定も影響したと考えられる。回答の内訳を見ると、先行き物価が上昇するとの回答が9割近くに達している（低下の回答の割合は3%強）。

企業の販売価格に対する見方も改善

企業の期待インフレ率と関係が深い販売価格判断 DI の先行き見通し（上昇・下落）は未だマイナス圏にあるが、マイナス幅が急速に縮小している。

全産業の販売価格判断 DI は9月調査で▲3となり昨年12月調査の▲19から大幅に上昇した。家計ほどではないが、企業の期待インフレ率も上昇傾向にあると考えられる。なお、財の消費者物価と連動性が高い小売の販売価格判断 DI は、6月調査で1とプラス圏へ転じた後、9月調査では6へプラス幅を拡大した。

金融市場参加者の期待インフレ率は1%程度

経済主体の期待インフレ率の上昇には、2014年4月（正式決定済）と2015年10月に見込まれる消費税率引き上げの影響が含まれていると考えられる。その観点からインフレ連動債から算出される金融市場の期待インフレ率であるBEI（ブレイクイーブン・インフレーション・レート）を見ると、消費税率引き上げの影響が大きい今後5年間のBEIが1.5%、長期のため影響が薄れる今後10年間のBEIは1.0%程度で推移しており、単純計算で、両者には0.5%Pt程度の差がある⁶。金融市場参加者の期待インフレ率が、消費税率引き上げ後から10年先まで安定との仮定を置いた場合、消費税率引き上げにより、期待インフレ率が0.5%Pt程度押し上げられていると考えることが可能である。

消費税率引き上げの影響を除いても、今後は長期的に平均して1.0%程度のインフレ率が見込まれており、先行き5年間の期待インフレ率がマイナスだった2012年以前に比べれば、金融市場参加者の期待インフレ率は明確に上昇していると言える⁷。

企業間取引は財・サービス共に価格上昇

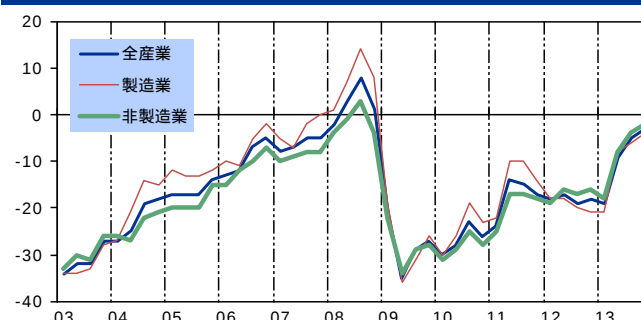
第三に、消費者物価の川上に位置する企業間取引における価格動向を見る。財の企業間取引における動向を表す国内企業物価指数は10月に前年比2.5%（9月2.2%）と2008年10月以来の高い伸びを示した。内訳を見ると、円安や商品市況要因、電力料金の値上げの影響が引き続き大きい。しかし、その他の要因

家計の期待インフレ率（一般世帯、断層調整済、%）



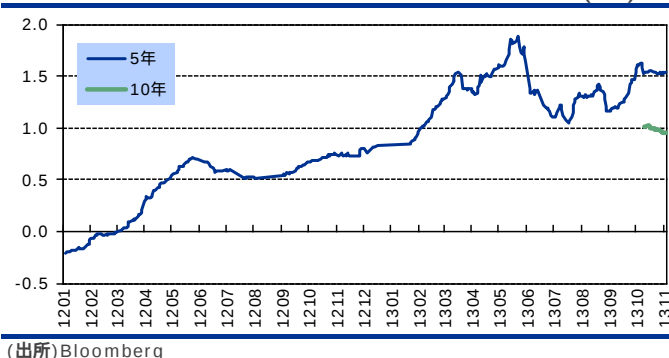
（出所）内閣府

販売価格判断DIの先行き見通し（上昇・下落）



（出所）日本銀行

ブレイクイーブン・インフレーション・レートの推移（%）



⁶ インフレ連動債の再発行により、再び10年物BEIの計算が可能となった。

⁷ BEIは、実際の経済主体ではなく、金融市場参加者の期待インフレ率であり、留意が必要と言える。但し、経済主体の期待インフレ率が参照するインフレ率が漠然としている一方で、BEIが参照するのが明確にCPIとなっている点は利点である。

による押し上げ幅も徐々に拡大しており、企業間取引において、値上げの動きが広がっていることが確認できる。

また、サービスの企業間取引を示す企業向けサービス価格指数は10月に前年比0.8%（9月0.7%）と上昇幅が拡大した。これは2008年9月以来の高水準である。けん引しているのは、商品市況に連動する国際運輸サービスであるが、同サービスを除いても10月は0.3%（9月0.1%）と明確なプラス圏にあり、企業間取引におけるサービス価格の上昇基調への転換が示されている。

消費段階の川上に位置する、企業間取引において、財とサービス共に価格上昇の動きが顕著となっていると判断できる。

賃金には未だ上昇の動きが見られず

最後に、中期的にサービス価格の主たる決定要因となる賃金動向を確認する。10月の平均賃金（現金給与総額）は前年比0.1%（9月▲0.2%）と4か月ぶりのプラスへ転じた。しかし、プラス転化は所定外給与が5.4%（9月3.6%）と伸びを高めた影響が大きく、賃金動向を考える上で最も重要な所定内給与は▲0.4%（9月▲0.6%）と下落が続いている。

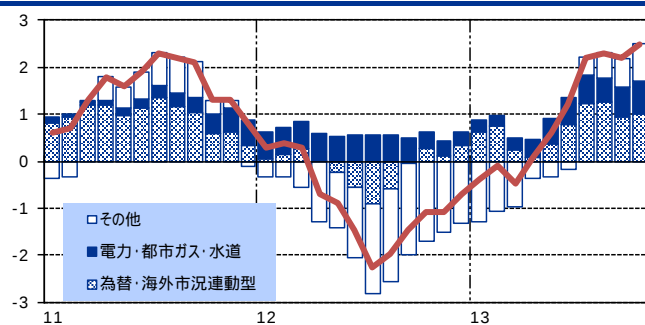
平均賃金に対しては、パートタイム比率上昇による押し下げ圧力が働いている。そこで、労働形態別に見ると、一般労働者（フルタイム労働者）の所定内賃金は9月まで2ヶ月連続で横這いの後、10月は▲0.1%と再び下落しており、やはり賃金上昇の動きは見られない。但し、パートタイム労働者の時間当たり賃金は15ヶ月連続の前年比プラスと上昇傾向にあり、既に述べた需給タイト化の影響が確認できる。今後は、来年の春闘で、賃上げの動きが、どの程度広がるかが極めて重要である。

現在のインフレ動向の評価と当面のインフレ見通し

以上のインフレ動向及び背景にあるマクロ経済環境を踏まえ、当面のインフレ見通しを示す。

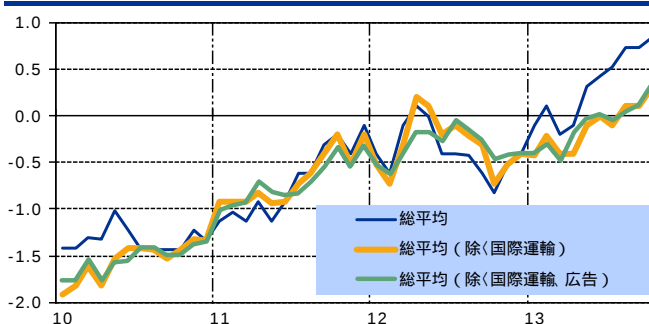
日本経済のマクロ的な需給環境は、明らかにタイト化している。特に非製造業では、労働と資本の需給が共に逼迫しつつあり、インフレ率上昇の環境が整っている。そのため、今後も、インフレ率は基調として

国内企業物価指数（前年比、%）



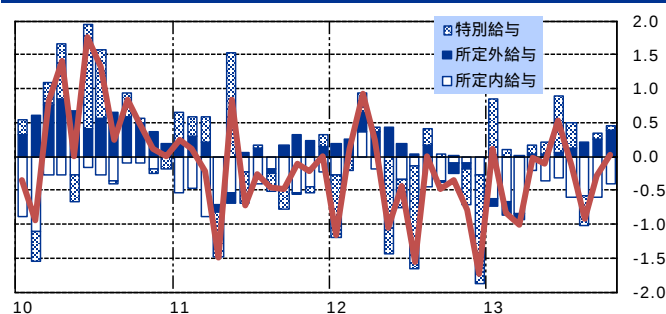
(出所) 日本銀行

企業向けサービス価格指数（前年比、%）



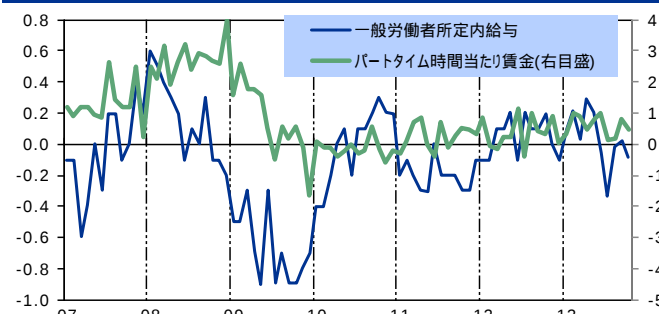
(出所) 日本銀行

現金給与総額の推移：全労働者（前年比、%）



(出所) 厚生労働省

就業形態別の賃金動向（前年比、%）



(出所) 厚生労働省

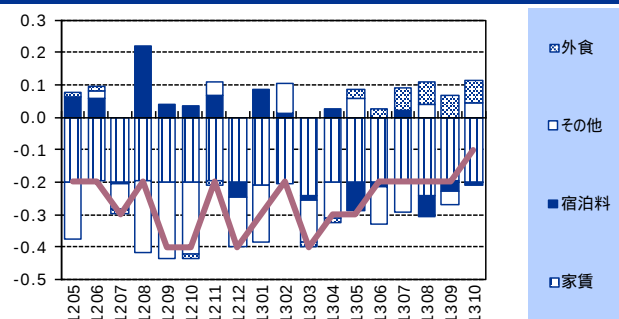
上昇が続くと考えられる。但し、10月、11月に生じたCPIの上昇は一時的な要因による部分が大きく、同様のペースでインフレ率の上昇が進むわけではない。

全国の米国型コアCPIは、10月の前年比0.3%が11月に0.6%へ上昇した後も上昇を続ける。しかし、上昇率の拡大ペースはやや鈍り、10～12月期平均は前年比0.5%、2014年1～3月期は0.7%と見込まれる。足元の上昇品目において耐久消費財の押し上げ寄与が大きい点も示唆するように、2013年度後半のCPIの上昇には消費税率引き上げによる駆け込み需要の影響が含まれている。来年4月以降には駆け込み需要の反動が生じ需給ギャップが再び悪化するため、米国型コアCPIの上昇率は、（消費税率引き上げの影響を除くベースで）一旦0.5%程度へ低下すると考えられる。その後は、マクロ環境の構造的な変化を背景に、再び上昇ペースが加速し、2015年1～3月期の上昇率は0.8%と予想している。一方、日本型コアCPIは11月に前年比1%を超えるも、その後は上昇率の拡大ペースが鈍化し、2014年1～3月期は1.2%程度と想定される。2014年度入り後は、円安やエネルギー価格の動向にも左右されるが、米国型CPIの変動などに沿うかたちで0.6%程度まで一旦低下した後、2015年1～3月期には米国型コアCPIと同様の0.8%程度まで再び上昇すると予想している。年度ベースでは、日本型コアCPIが2013年度0.8%、2014年度0.8%、2015年度1.0%、米国型コアCPIは2013年度0.2%、2014年度0.6%、2015年度1.0%と予想する（全て消費税率引き上げの影響を除いたベース）。

当社が予想するインフレ率の上昇は、賃金が上昇していない下では、実質賃金の目減りを招き、国民生活を圧迫する。しかし、こうした圧迫を、短絡的にネガティブに捉えるべきではない。日本経済における最優先課題はデフレ脱却である。現在のインフレ率上昇やそれに伴う実質賃金の目減りは、デフレ脱却に向けた過渡期の動きとして認識する必要がある。労働需給が逼迫している非製造業を中心に、賃金上昇の動きがパートタイム労働者からフルタイムへと広がり、インフレ率と賃金がともに上昇へ向かえば、日本は漸くデフレの重石から解放される。そうした観点からは、インフレ率の動向にもまして、賃金の先行きが重要であり、まずは来年の春闘の行方に注目が集まる。

当社が想定する2015年度のインフレ率1%は、日本銀行が目標に掲げる2%を大きく下回る。これは、日本経済の先行きに対する見方が日本銀行に比べ慎重なことに加え、日本経済に染みついたデフレ体質の払しょくには長い時間を要すると考えているためである。デフレ体質を端的に象徴しているのは、既に述べた賃金の動き、そして家賃である。本稿で見たようにCPIは上昇傾向にあるが、公共料金を除いた一般サービス価格は下落を続けている。外食や旅行関連には上昇の動きが見られるが、家計のサービス支出において大きなウェイトを占める家賃が一貫して下落している影響が大きい。日本経済のデフレ体質が払拭され、デフレ脱却の動きが家賃の上昇へ波及するには、なお相当の時間を要するだろう。

全国CPI：一般サービス（前年比、%）



（出所）総務省