

2018年7月20日 全7頁

## Indicators Update

# 2018年6月全国消費者物価

日銀の物価が上がらない理由に新味はあるか？

経済調査部

シニアエコノミスト 長内 智

エコノミスト 小林 俊介

### [要約]

- 2018年6月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年比+0.8%と18ヶ月連続のプラスとなり、市場コンセンサス（同+0.8%）通りとなった。財・サービス別（4分類）の寄与度の「変化」を見ると、エネルギーを含む「コア非耐久消費財（除く生鮮食品）」が押し上げ、「耐久消費財」「半耐久消費財」「サービス」がほぼ横ばいとなった。
- 先行きの全国コアCPIの前年比は、今春以降のエネルギー価格上昇の影響が徐々に顕在化するなかで、緩やかにプラス幅を拡大する見込みである。すでに、足下で輸入物価（川上）と企業物価（川中）の前年比上昇幅が拡大に転じており、それに追随する格好だ。当面の焦点は、これまでと同様、原油価格と為替レートの推移に加え、食料品、外食、運輸関連で着々と顕在化し始めているコストプッシュ・インフレの進展および実体経済への影響である。
- 7月末の金融政策決定会合後に公表される「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、物価が上がらない理由についての分析が行われることになっている。分析内容次第では、日本銀行の金融政策運営の修正を通じて、消費者物価の先行きにも影響を及ぼす点に留意したい。

## 全国コア CPI の前年比が拡大に転じる

2018年6月の全国コアCPI（除く生鮮食品）は前年比+0.8%と18ヶ月連続のプラスとなり、市場コンセンサス（同+0.8%）通りとなった。財・サービス別（4分類）の寄与度の「変化」を見ると、エネルギーを含む「コア非耐久消費財（除く生鮮食品）」が押し上げ、「耐久消費財」「半耐久消費財」「サービス」がほぼ横ばいとなった。

季節調整値によって指数の基調的な動きを確認すると、全国コアCPIと全国新コアコアCPI（生鮮食品及びエネルギーを除く総合）はいずれも、横ばい圏となっている。

図表1：消費者物価指数の概況（前年比、%）

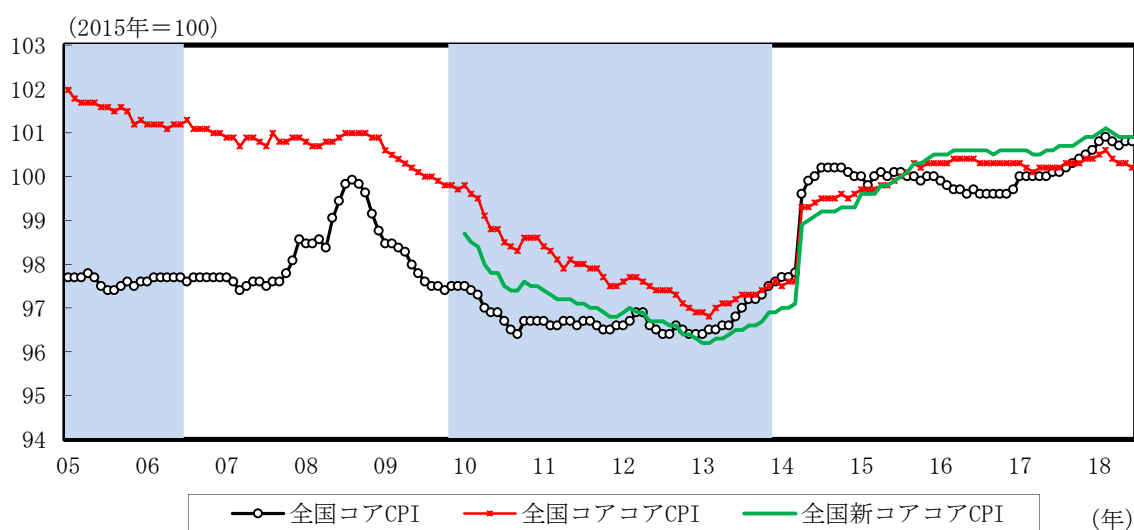
	2017年		2018年					
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月
全国コアCPI	0.9	0.9	0.9	1.0	0.9	0.7	0.7	0.8
コンセンサス								0.8
DIR予想								0.8
全国コアコアCPI	0.1	0.1	0.1	0.3	0.3	0.1	0.1	0.0
全国新コアコアCPI	0.3	0.3	0.4	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2
東京都区部コアCPI	0.6	0.8	0.7	0.9	0.8	0.6	0.5	0.7
コアコアCPI	0.1	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3	0.1	0.3
新コアコアCPI	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	0.3	0.2	0.4

（注1）コンセンサスはBloomberg。

（注2）コアCPIは生鮮食品を除く総合、コアコアCPIは食料（除く酒類）及びエネルギーを除く総合、新コアコアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

（出所）総務省統計より大和総研作成

図表2：全国CPIの水準（季節調整値）



（注1）全国コアCPIは生鮮食品を除く総合、全国コアコアCPIは食料（除く酒類）及びエネルギーを除く総合、全国新コアコアCPIは生鮮食品及びエネルギーを除く総合。

（注2）シャドーは政府の「月例経済報告」において「デフレ」の文言があった時期。

（出所）総務省、内閣府資料より大和総研作成

## 「灯油」と「ガソリン」価格上昇の影響が顕在化

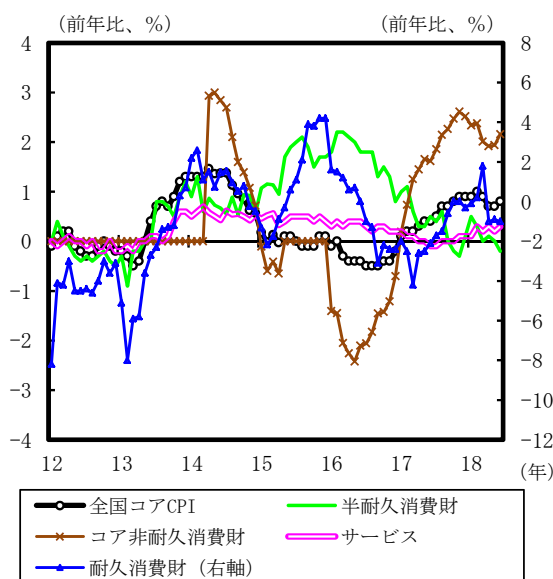
6月の全国コアCPIを財・サービス別の前年比で見ると、耐久消費財（2018年5月：前年比▲0.9%→2018年6月：同▲1.0%）は3ヶ月連続のマイナスとなった。品目別に寄与度の「変化」を確認すると、「携帯電話機」が全体を押し下げた。値下げの動きに加えて、昨年に価格が上昇した裏の影響がマイナスに作用した。他方、「電気冷蔵庫」や「テレビ」などがマイナスに寄与したものの、その影響度は「携帯電話機」に比べて限定的なものにとどまった。

半耐久消費財（2018年5月：前年比+0.0%→2018年6月：同▲0.2%）は、マイナス寄与に転じた。品目別の寄与度の「変化」に関しては、「自動車タイヤ」や「トレーニングパンツ」の押し下げ寄与がやや注目される一方、他には特段大きく目立った動きは見られない。

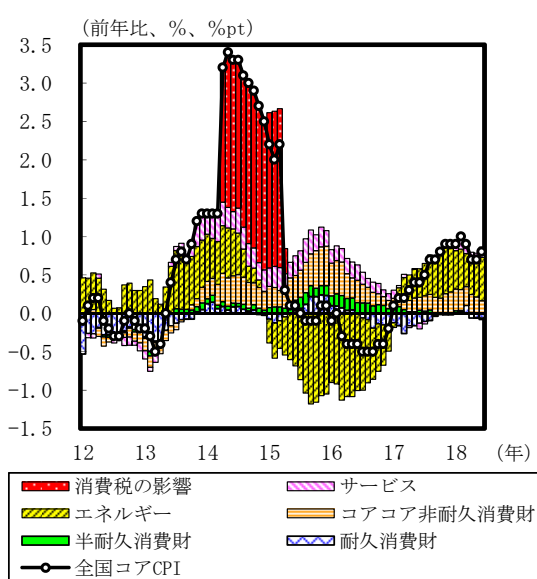
コア非耐久消費財（2018年5月：前年比+1.9%→2019年6月：同+2.2%）は、前月からプラス幅が拡大した。品目別に寄与度の「変化」を確認すると、昨年の値上げの裏の影響を主因に「ビール」「ビール風アルコール飲料」「清酒」が押し下げに寄与した一方、「灯油」と「ガソリン」が押し上げに寄与した。エネルギー価格（5品目）の寄与度の「変化」は、「電気代」「都市ガス代」「プロパンガス」が概ね横ばい、「灯油」と「ガソリン」が押し上げに寄与した。

サービス（2018年5月：前年比+0.2%→2018年6月：同+0.3%）の前年比は前月から小幅に拡大した。品目別に寄与度の「変化」を確認すると、「持家の帰属家賃」と「通信料（携帯電話）」が押し下げに寄与した一方で、「宿泊料」「外国パック旅行費」「航空運賃」がプラスに作用した。なお、「持家の帰属家賃」の指数は、5月に2015年4月以来、37ヶ月ぶりに前月比プラスとなったものの、再び低下に転じた。これまでの原油高や人手不足等を背景とする人件費上昇に伴い、「運送料」など一部のサービス価格に上昇圧力が生じているものの、全体として見ると、賃金上昇から物価上昇へ波及はまだ力強さに欠ける。

図表3：全国コアCPIの内訳（消費税除く）



図表4：全国コアCPIの前年比と寄与度



(注1) 全国コアCPIは生鮮食品を除く総合、コア非耐久消費財は生鮮食品を除く非耐久消費財、コアコア非耐久消費財は生鮮食品及びエネルギーを除く非耐久消費財。

(注2) 2014年4月～2015年4月における消費税の影響は大和総研による試算値。

(出所) 総務省統計より大和総研作成

## 再びコストプッシュ型の物価上昇へ

先行きの全国コア CPI の前年比は、今春以降のエネルギー価格上昇の影響が徐々に顕在化するなかで、緩やかにプラス幅を拡大する見込みである。すでに、足下で輸入物価（川上）と企業物価（川中）の前年比上昇幅が拡大に転じており、それに追随する格好だ。当面の焦点は、これまでと同様、原油価格と為替レートの推移に加え、食料品、外食、運輸関連で着々と顕在化し始めているコストプッシュ・インフレの進展および実体経済への影響である。なお、コストプッシュ型の物価上昇は長期的に持続しないという点には注意したい。具体的には、値上げの動きが個人消費を抑制させる結果、マクロの需給バランスが悪化し、物価上昇に歯止めが掛かることとなる。

原油価格に関して、代表指標である WTI 原油先物価格の推移を確認すると、2017 年 6 月は 40 ドル/バレル台半ば程度であったが、足下で 60 ドル/バレル台後半まで上昇している。原油価格の先行きについては、2018 年 6 月 22 日の OPEC 総会において合意された協調減産の規模縮小の動向や、米国の対イラン経済制裁の影響が大きな焦点となる。また、2018 年 11 月に米中間選挙を控えるなか、トランプ米大統領が、国民に不人気なガソリン価格上昇をけん制するような発言を行っている点にも留意したい。他には、ベネズエラ経済危機に伴う供給懸念、中東を中心とする地政学的リスクの高まり、2018 年に入ってから増加傾向にある米国リグ稼働数の動向にも注意する必要がある。

国内経済に関して、原油高や人手不足などの供給制約に伴うコストプッシュ・インフレが一部で着実に顕在化し始めており、このことが消費など国内景気に対してマイナスへ作用する点に留意したい。他方、家計の直面する物価（全国持家の帰属家賃を除く総合）は、昨年末以降に高騰していた生鮮食品価格が落ち着いたことで、足下で前年比が+1%を下回る水準まで低下している。これにより、家計の節約志向が一定程度緩和し、個人消費の回復にも作用すると期待される。

図表 5 : 全国総合と全国帰属家賃を除く総合



(出所) 総務省統計より大和総研作成

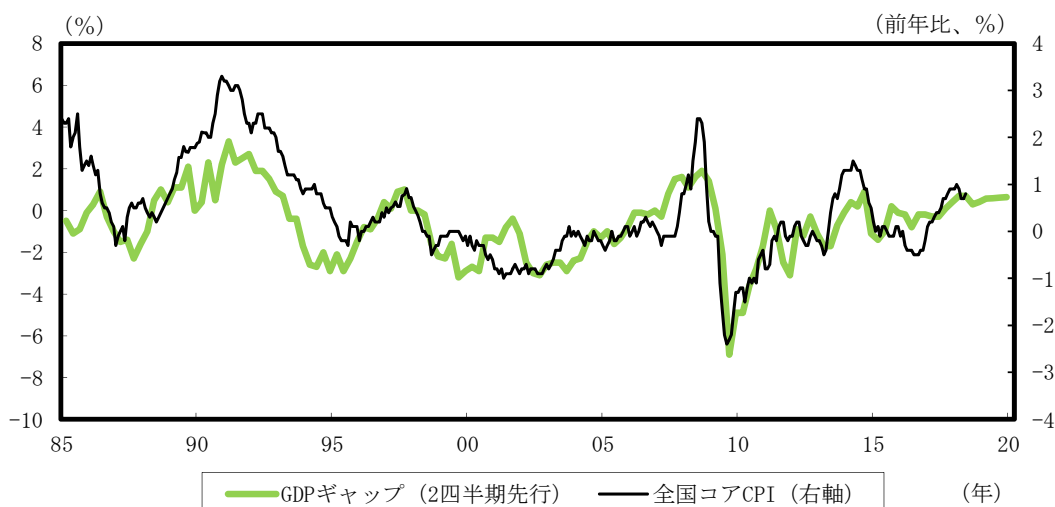
## 日銀の展望レポートでの分析内容に注目したい

以上のように、日本銀行のインフレ目標に向けて再び緩やかに上昇すると見込まれる。日本銀行の「2%」というインフレ目標のハードルは依然として高いものの、インフレ率が再び上昇局面入りすれば、日本銀行の政策運営にとって好材料となろう。また、7月末の金融政策決定会合後に公表される「経済・物価情勢の展望（展望レポート）」では、物価が上がらない理由についての分析が行われることになっている。分析内容次第では、日本銀行の金融政策運営の修正を通じて、消費者物価の先行きにも影響を及ぼす点に留意したい。

あくまでも事前の頭の体操として、以下の3つのシナリオを検討しよう。まず、日本のインフレ率が構造的に2%に達しないという厳しい結論は、自らの金融政策の限界を示すことにもつながることから、想定しにくい。次に、足下の物価低迷を踏まえると、現在の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」という枠組みが十分に効果を発揮しているという内容にもならないだろう。最後に、無難な落としどころとして、日本の物価はなかなか上昇しにくい構図にあるものの、現在の枠組みの下で金融政策を忍耐強く続けていくことがインフレ目標達成に不可欠である、というような内容になる可能性が考えられる。その場合、今後の焦点は、現行の金融政策の長期化に伴う副作用の累積を緩和させるような政策調整が行われるか否かである。

他方、政府は、2018年7月の月例経済報告において、消費者物価の基調判断を「このところ緩やかに上昇している」と前月から据え置いた。今後の焦点は、一部の市場関係者が指摘している政府の早期の「デフレ脱却宣言」となる。過去を振り返ると、2015年5月から2016年5月まで13ヶ月連続で「緩やかに上昇している」とされたものの、当時はデフレ脱却宣言が行われなかった。また、最近の国内政治の情勢を踏まえると、金融市場でこの話題が今後も断続的に浮上する可能性こそあれ、当面は政治的なメッセージの強いデフレ脱却宣言は行われないとみている。実際、早期のデフレ脱却宣言の議論は下火となりつつある。

図表6：GDPギャップと全国コアCPI



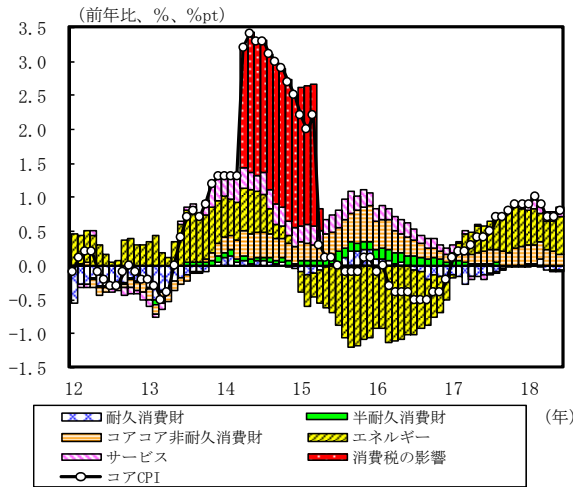
(注1) コアCPIは生鮮食品を除く総合、2014年4月～2015年4月における消費税の影響は、総務省の試算値を用いて調整。

(注2) GDPギャップの予想値は大和総研による。

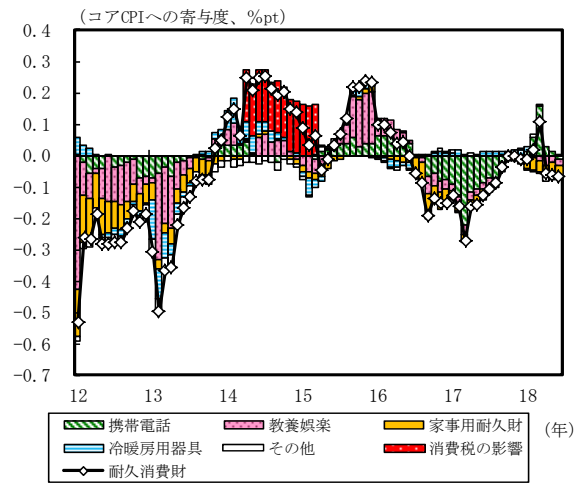
(出所) 総務省、内閣府統計、日本銀行資料より大和総研作成

財・サービス別みたコアCPIの動き

全国コアCPIの財・サービス別寄与度分解

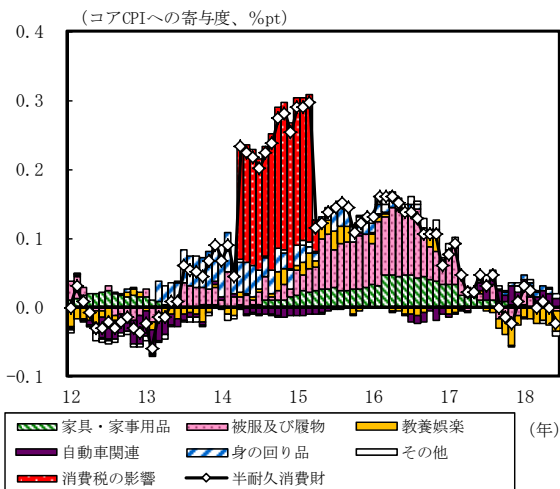


耐久消費財

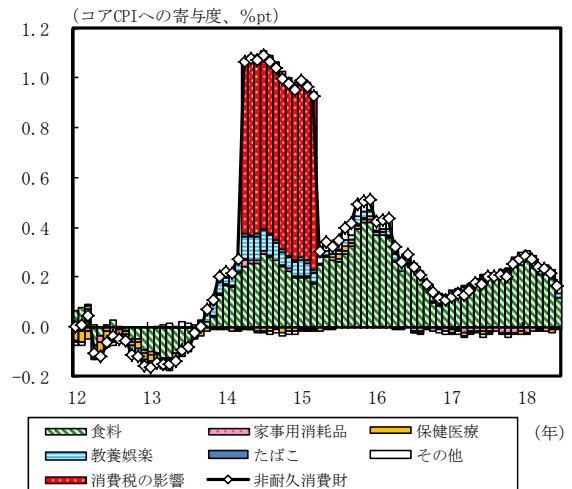


(注) 2014年4月～2015年4月における消費税の影響は大和総研による試算値、コアCPIは生鮮食品を除く総合、コアコア非耐久消費財は生鮮食品及びエネルギーを除く非耐久消費財。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

半耐久消費財

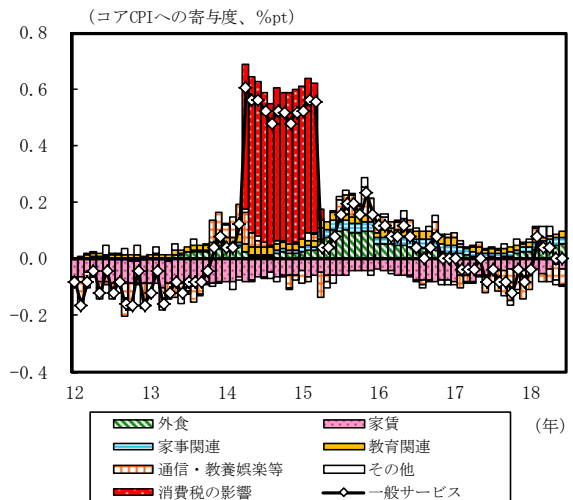


非耐久消費財 (生鮮食品、エネルギーを除く)

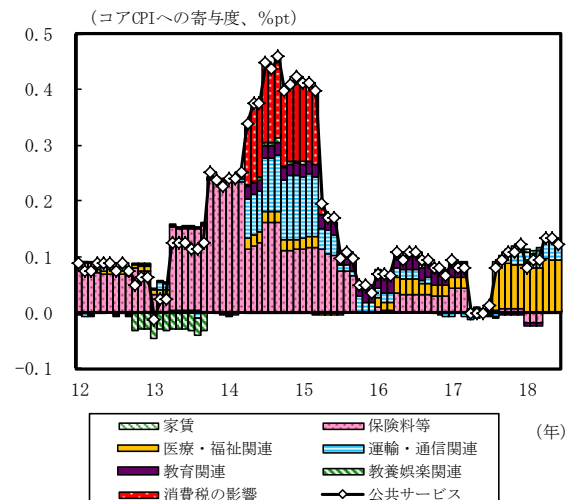


(注) 2014年4月～2015年4月における消費税の影響は大和総研による試算値。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

一般サービス



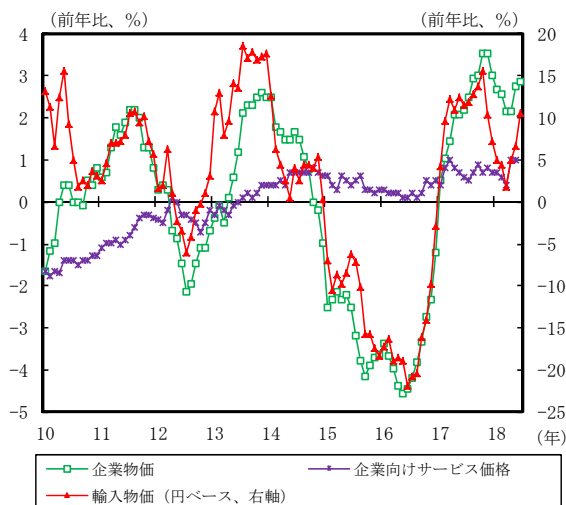
公共サービス



(注) 2014年4月～2015年4月における消費税の影響は大和総研による試算値。  
(出所) 総務省統計より大和総研作成

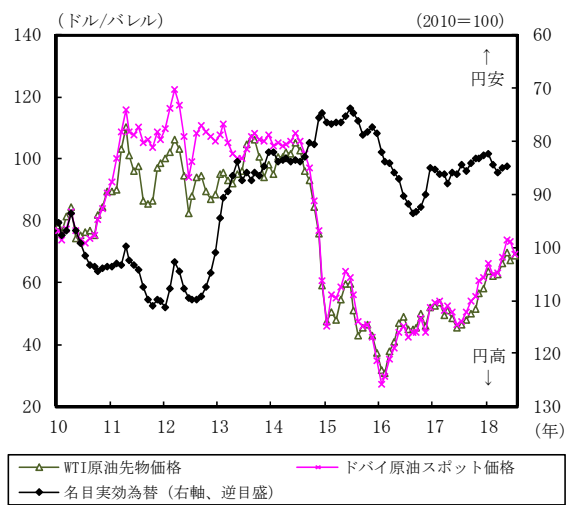
他の関連指標の動向

輸入物価と企業向け価格

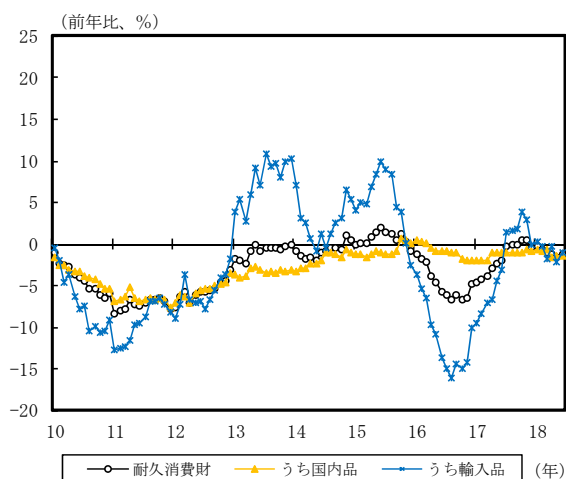


(注) 企業物価、企業向けサービス価格は消費税を除くベース。  
 (出所) 左図は日本銀行統計、右図は日本銀行、Bloombergより大和総研作成

名目実効為替と原油価格

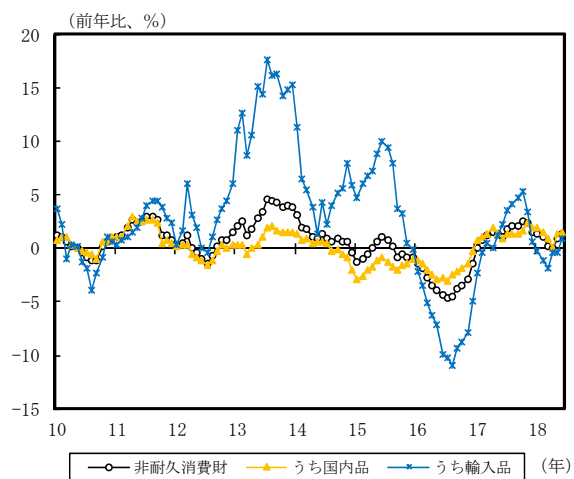


企業物価（最終財：うち耐久消費財）

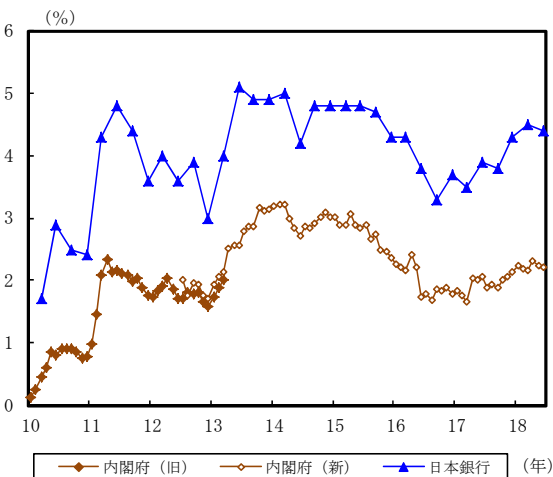


(注) 企業物価は消費税を除くベース。  
 (出所) 日本銀行統計より大和総研作成

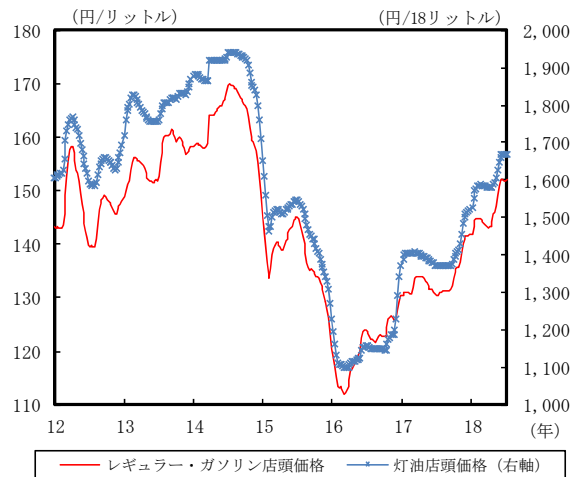
企業物価（最終財：うち非耐久消費財）



家計の期待インフレ率（1年先）



ガソリン価格と灯油価格



(注1) 内閣府の期待インフレ率は消費税の影響を含む、日本銀行は含まない。  
 (注2) 内閣府と日本銀行の期待インフレ率のいずれにおいても上方バイアスがあるため、方向や相対的な水準で評価する必要がある。  
 (出所) 左図は内閣府、日本銀行、右図は資源エネルギー庁統計より大和総研作成