

# 物価の基調をどうみるか

## 2024年度初のサービス価格改定が正念場

調査部 経済調査チーム

主席エコノミスト 河田 皓史

080-2074-8973

hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

- 日本でも2%を上回るインフレが続いている。日銀が公表する「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」も含めて、インフレの基調を表す指標は軒並み2%を上回っている
- サービス価格も2%を超えているが、一部の品目が全体を大きく押し上げる姿。デフレ期以降に硬化化した「岩盤」品目に目立った動きはなく、賃金由来の「第二の力」は未だ限定的
- こうした岩盤品目の価格改定は、年度初の4月に集中する。2年連続で高めの賃上げが実現する可能性が高まる中、焦点は2024年度初のサービス価格改定に移っていくだろう

### 1. インフレの基調を表す指標は軒並み 2%超え

#### (1) コア CPI は 3%、日銀版コア CPI は 4%

日本のインフレが長引いている。コアCPI（生鮮食品を除く総合消費者物価）は2022年4月以降、日銀版コアCPI（生鮮食品・エネルギーを除く総合消費者物価）は2022年10月以降、いずれも1年以上にわたって前年比+2%を超える伸びが続いている。当初は「今次局面のインフレは輸入物価上昇に起因する一過性のものであり、持続性に乏しい」との見方が支配的であったが、直近の2023年10月でも、コアCPIは+2.9%、日銀版コアCPIは+4.0%と2%を大きく上回る伸び率で推移しており、多くのエコノミストの当初想定をはるかに超えてインフレが継続している（図表1）。

こうした状況は政府・日銀にとっても予想外であり、政府は物価高対策の延長を迫られたほか、日銀は物価見通しの大幅上方修正を繰り返すことを余儀なくされている。もっとも、植田総裁は「基調的なインフレ率はまだ2%に達していない」と繰り返してきたほか、2023年10月の展望レポートでも、「消費者物価の基調的な上昇率は、見通し期間終盤にかけて『物価安定の目標』に向けて徐々に高まっていく」との表現があり、「消費者物価の基調的な上昇率」は「物価安定の目標（=2%）」よりまだ低いとの見方を崩していない。

図表1 消費者物価（CPI）の推移



(注) 消費税率引き上げの影響を含む

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (2) 「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」も2~3%台

しかし、足元の物価の基調が2%未満であることをサポートする材料はほとんどない。例えば、日銀が「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」<sup>2</sup>として公表している指標（刈込平均値、加重中央値、最頻値）は、いずれも直近で2%超となっている（図表2、3）。特に、2021年まで20年以上にわたって0%近傍で推移してきた加重中央値すら足元で2%台に達していることは、注目に値する。

図表2 日銀のインフレ基調指標



(出所) 日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表3 日銀基調指標の定義・特徴

<b>【刈込平均値】</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・品目別価格変動分布の上下10%を除外</li> <li>— 極端な上昇・下落を示す異常値を除外するイメージ</li> <li>— 分布の歪みとシフトを峻別することには不向き</li> </ul>
<b>【加重中央値】</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・品目別価格変動分布の上下47.5%を除外</li> <li>— 最も「中庸」な品目をピックアップするイメージ</li> <li>— 2021年以前は、家賃との連動性が高かった</li> </ul>
<b>【最頻値】</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>・品目別価格変動分布から推計した仮想的な分布における最頻値（≠生データの最頻値）</li> <li>— 他の指標では捉えづらい分布のシフトを捕捉することが可能だが、加工度が高く要素還元的な説明が困難</li> </ul>

(出所) 日本銀行「基調的なインフレ率を捕捉するための指標」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

## (3) 海外中銀が開発したインフレ基調指標の日本版を計算しても、足元は2%超え

インフレの基調を捉えるための指標開発は、海外中銀でも行われている。その中でもよく知られているのは、①ニューヨーク連銀が公表するUIG (Underlying Inflation Gauge)<sup>3</sup>、②ECBが公表するPCCI (Persistent and Common Component of Inflation)<sup>4</sup>、③アトランタ連銀が公表するSticky-price CPI<sup>5</sup>、④クリーブランド連銀が公表する中央値・刈込平均値などである。これらのうち、④は日銀が公表している加重中央値・刈込平均値とほぼ同じものなので、ここでは①~③を参考にした代替的なインフレ基調指標を作成し、最近の動きを確認してみたい。

まず、UIGやPCCIの手法を参考に、CPI構成品目の共通変動成分を抽出<sup>6</sup>する形で作成した「Factor指標」は、このところ大幅なプラスとなっている（図表4）。「1品目1票」として共通ファクターを抽出しているため、品目数の多い食料品の動きが出やすい性質はあるが、それを考慮しても2%対比でかなり強いことは間違いないだろう。

図表4 Factor指標

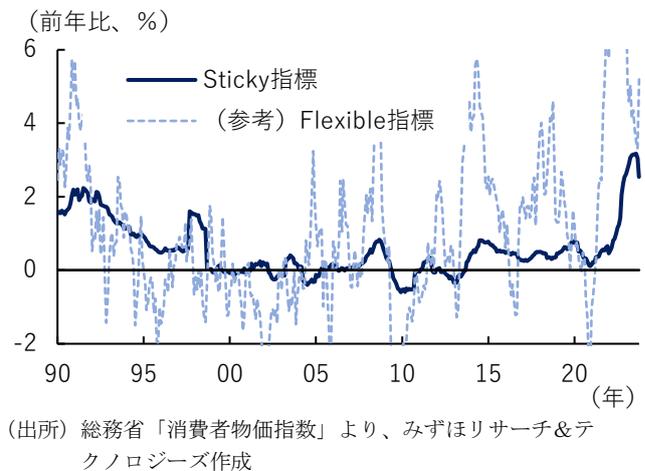


(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

次に、Sticky-price CPIの手法を参考に、価格改定頻度の低い粘着的な品目を積み上げる形で作成した「Sticky指標」も、このところ伸び率ははっきりと高めており、足元で2%を上回っている（図表5）。

要するに、①総務省公表指標（コアCPIなど）、②日銀公表指標（刈込平均値など）、③海外中銀指標（Sticky指標など）のいずれも足元では2%を超えており、インフレの基調がまだ2%未満であることを明確に示す材料はなくなっていると言える。

図表5 Sticky指標

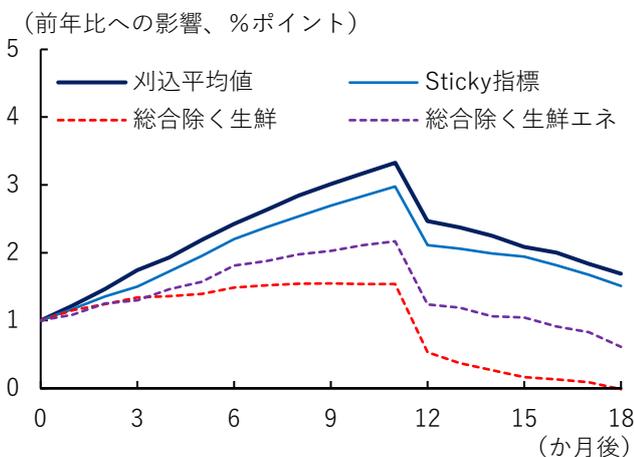


#### (4) インフレ基調指標の動学特性と先行きイメージ

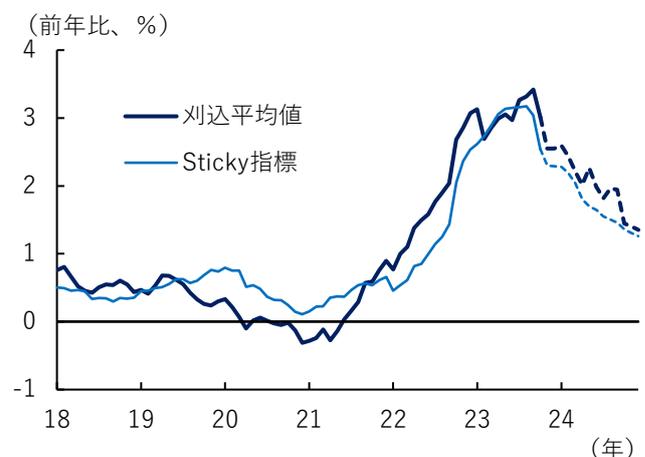
いずれの基調指標も、短期的なかく乱要因の影響を除外する工夫を凝らした結果として、いったん上昇し始めると、その後しばらく上昇が続くという動学特性を有している。この点について、各基調指標の上昇の持続性 (persistence) を簡単な時系列モデルで試算すると、変動の大きいエネルギー価格の影響を受けるコアCPIでは、ある時点で発生した物価上昇ショックの影響が1年後には概ね剥落するのに対し、エネルギーの影響を直接受けにくい日銀版コアCPIはもう少し持続性が高い。基調指標である刈込平均値やSticky指標はさらに持続性が高く、いったん上昇が始まると、その影響がかなり長く残存するという結果が得られる（図表6）。すなわち、現在みられる基調指標の上昇は、過去の平均的な時系列パターンからすれば、長期間にわたって継続する可能性が高いということになる。

もちろん、この分析は過去の平均的な動学特性を当てはめたものに過ぎない。したがって、「今次局面は過去の平均的な局面とは全く異なる局面であり、過去の平均的な動学特性をみても意味がない」可能性もある。この点、こうした基調指標については、CPIを構成する全品目の先行きパスを仮定すれ

図表6 インフレの持続性



図表7 基調指標の先行きイメージ



ば、それに対応する予測値を示すことができる。無論、1品目ごとに説得的なパスを置けるかという現実的に難しい部分もあるが、前項の時系列モデルによる分析と併せて見れば、1つのクロスチェックにはなるだろう。

全582品目の先行きパスを一定の仮定<sup>8</sup>に基づき想定し、そのもとでの基調指標（刈込平均値、Sticky指標）の先行きパスを計算すると、2023年度内は2%台で推移するものの、2024年度に入ると2%を下回っていくとの結果が得られる（図表7）。既往の原材料コスト上昇の影響で大きく押し上げられてきた食料品や外食などのインフレが落ち着いていくとすれば、確かに基調指標の2%超えは一過性のものにとどまる可能性も相応にある。ただし、今次局面において、財価格の上昇が多くのエコノミストの想定を大きく上回って長期化してきた事実を踏まえると、「思っていたほどには下がってこない」という上振れリスクを引き続き警戒すべきであろう。基調指標が2%を下回らない状況が長期化すれば、「物価の基調は2%未満」という主張が苦しくなっていくことは明らかで、日銀はコミュニケーションの見直しを迫られるだろう。

## 2. 賃金からサービス価格への「第二の力」が限定的なのは事実

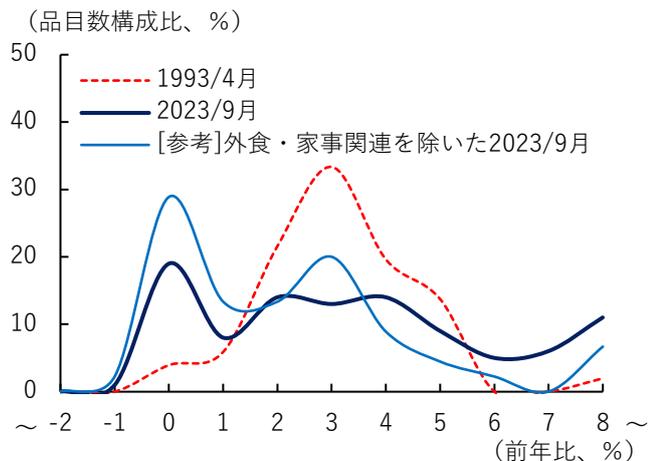
### （1）賃金上昇のサービス価格への転嫁は道半ば

これまでCPIの内訳にはあまり立ち入らずに議論を進めてきたが、実際には中身も重要である。まず、財価格については、輸入物価の下落を背景にピークアウトしつつある。とはいえ、輸入物価が前年比下落に転じたのが2023年4月であることを踏まえると、CPI段階での減速ペースは驚くほど緩慢であり、今後の減速ペースについても相当の幅をもってみる必要があるだろう。

一方、財と比べて粘着的で、賃金との相関が高く、それゆえ物価の基調を占う上で重要とされるサービス価格（CPIの分類名称で言えば「一般サービス」）も、既に2%を超えている。食料工業製品や耐久消費財など財の価格が2%を超えることは過去にも何度かあったが、一般サービスの伸び率が（消費税を除いたベースで）2%を超えるのは1990年代半ば以来であり、この点でも物価の基調に変化が生じている可能性を意識させられる。

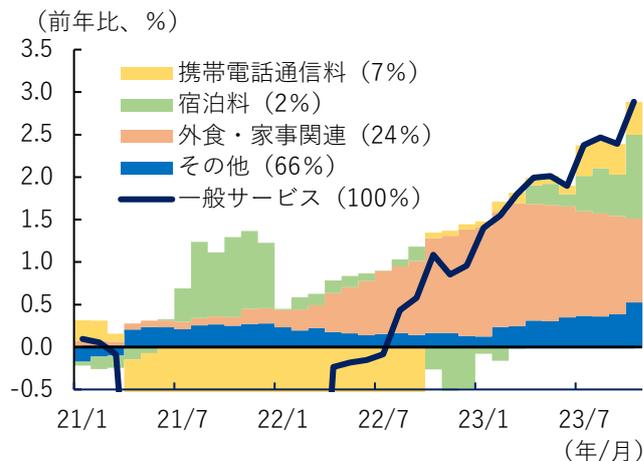
もっとも、サービス価格の中身を精査してみると、基調が本当に変化したのかまだ判然としない部分もある。2023年10月の展望レポートBOX3でも示されているように、一般サービスの品目別変動分布を描いてみると、実は未だに0%近傍の品目が多いことがわかる（図表8）。すなわち、現在のサービス価格上昇は、原材料コスト上昇の影響を受けやすい外食や家事関連サービス（住居工事、自動車整備など）のほか、ウェイトが大きくCPI全体への影響が出やすい宿泊料や携帯電話通信料の上昇が主因となっている（図表9）。対して、賃金とサービス価格の伸び率が現在と同程度であった約30年前（1993年4月）の品目別価格変動分布をみると、3%近傍に多くの品目が集中する形状になっており、現在とは大きく異なる（前掲図表8）。この頃のような、「大部分のサービス品目が、賃金上昇率に見合う形でバランス良く上昇する」という状況（＝植田総裁の言う「第二の力」の本格作動）が確認されれば、賃金・物価上昇の循環が本格的に働き始めたと自信をもって言えるようになるだろうが、現状はまだ道半ばと評価せざるを得ない。この点、日銀が慎重な判断を維持し続けていることにも一理あると言える。

図表8 一般サービスの品目別変動分布



(注) 1993/4月は2020年基準存続品目ベース  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表9 一般サービスの寄与度分解



(注) ( ) 内は一般サービスに占めるウェイト  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

(2) 2年連続の高い賃上げにより「岩盤」を突破できるか？

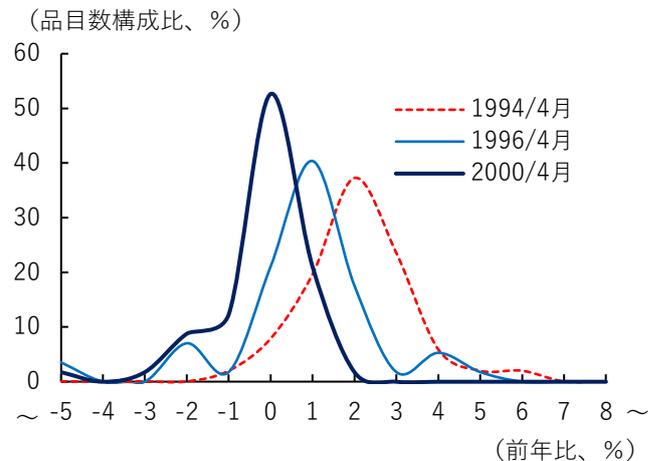
現在0%近傍にとどまっている品目には、授業料など極めて価格粘着性の高い品目が多く含まれている。こうした価格粘着性の高い（価格改定頻度の低い）品目を「岩盤」と名付け、一般サービスの伸び率を岩盤とそれ以外に分けてみると、こうした岩盤品目は、1990年代後半にはっきりと水準を切り下げた後、足元でもそれほど上昇していないことがわかる（図表10）。過去の一般サービス価格変動の分布変化からは、1990年代後半にこれらの品目が岩盤化していく過程で、価格変動分布の下方シフトを伴いながらゼロインフレ・ノルムが形成されてきたことが示唆される（図表11）。こうした歴史的経緯を踏まえれば、これらの岩盤品目に動意がみられるかどうか、物価安定目標の達成に向けた最後のピースになるのかもしれない。

図表10 一般サービスの中の「岩盤」



(注) 品目別前年比の単純平均（2020年基準存続品目ベース、携帯電話通信料を除く）  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

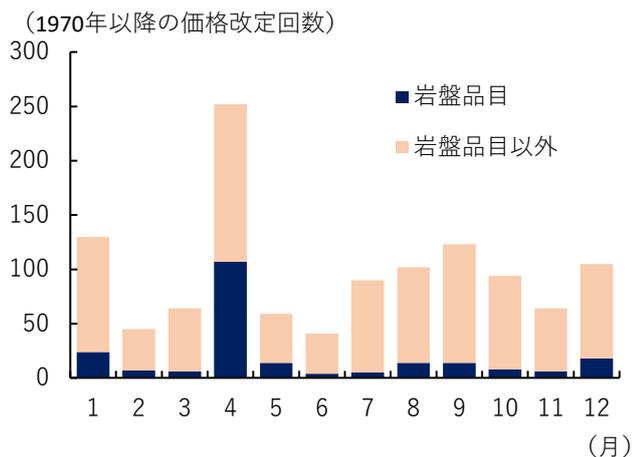
図表11 一般サービスの分布のシフト



(注) 2020年基準存続品目ベース  
 (出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

こうした岩盤を突き破るための必要条件が、まさに持続的な賃上げということだろう。岩盤品目は価格改定頻度が低く、年度初の価格改定期である「4月」に値上げがあるかどうかで、ほぼ勝負が決まる（図表12）。この点、3月後半に春闘の帰趨が概ね判明したとしても、物価の基調が真に変化したかどうかを判断するには、年度初のサービス価格改定動向を5月後半に公表される全国CPIで確認するべきだとの考え方もありうる。

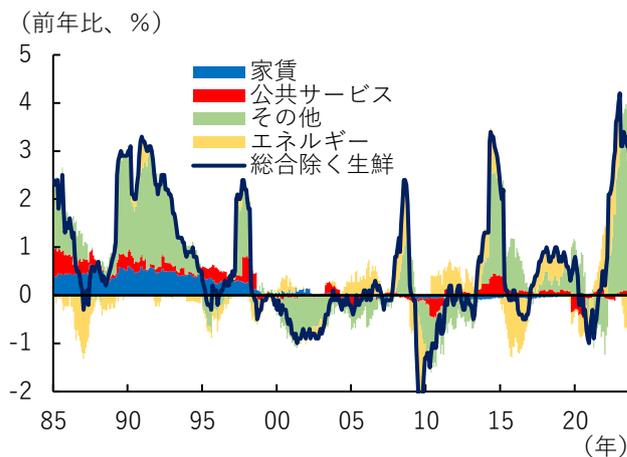
図表12 サービスの価格改定期



(注) 前月比±3%以上の変化を価格改定と認識（消費税率引き上げのあった月は除く）

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

図表13 CPIにおける家賃・公共料金



(注) 消費税率引き上げの影響を含む

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほリサーチ&テクノロジー作成

### 3. 「ラスボス」としての家賃・公共料金

さらに言えば、仮にこうした岩盤品目が上昇に転じても、文字通りの意味で「持続的な2%インフレ」が実現するには、なお困難が残る。その最大の要因は、家賃と公共料金（CPIの分類名称でいえば「公共サービス」）である。これら家賃・公共料金を含めたベースで持続的な2%を実現するのは、短期的にはほとんど不可能に近い。家賃と公共料金は、1990年代後半以降、最近のインフレ局面も含めてほぼ一貫してゼロ近傍の動きとなっているが、これら家賃と公共料金を合計したウエイトはCPI全体の約30%もあり、日本のインフレ率をゼロに引き寄せる重力を発生させている「ラスボス」的存在である（図表13）。仮に家賃・公共サービスの伸び率が今後ゼロで推移するとすれば、コアCPIでの持続的な2%を実現するには、これらを除く財・サービスが持続的に3%弱伸びる必要がある計算となり、言うまでもなく、これはかなり高いハードルである。

だからと言って、家賃・公共料金を除いたものをインフレの基調とみなすというのも、説明が難しい。主要な海外中銀がターゲットにしている物価指標には家賃・公共料金が含まれており、日本だけがこれらを除くことを正当化するのは容易ではない。物価統計作成に係る技術的な論点として、日本のCPI家賃は、住宅の経年劣化に伴う品質調整を行っていないゆえに下方バイアスを有しているという議論もあり、日銀自身も時折そうした問題提起を行ってきた。しかし、2018~19年頃に政府統計の信頼性が社会問題になって以降、日銀はそうした統計論争に踏み込むことを回避するようになっており、

今後も情報発信の主軸に据えてくる可能性は高くない。そうすると、家賃・公共料金という重荷を背負ったままで持続的な2%を目指すことになるが、前述の通りそれは非常に高いハードルであり、短期的に達成することはほぼ不可能と言ってよい。

#### 4. 当面の注目ポイントは、賃上げ水準と年度初のサービス価格改定

以上の分析をまとめると、①物価の基調を表すとされるインフレ基調指標や一般サービス価格は既に2%を超えているものの、②サービス価格の2%超えの「中身」はそれほど良くないほか、③家賃・公共料金が強力に足を引っ張り続ける可能性が高いため、表面的なインフレ率ほど物価の基調は強くなっておらず、現在4%程度の日銀版コアCPIは2024年度半ばから後半にかけて2%を割る可能性が高いというのが筆者の見方である。

こうした中心シナリオのもとで、物価の基調を占う上での注目ポイントは以下の2点にまとめられるだろう。1つ目のポイントは、言うまでもなく来春の賃上げ水準である。①インフレ長期化、②構造的な人手不足、③好調な企業収益のもとで、労使双方が前向きなスタンスを示していることを踏まえると、来春の賃上げも相応に高い水準になることが見込まれるが、具体的な水準や中小企業の動向などについてはなお不確実性がある。

2つ目のポイントは、前節でも述べた通り、年度初のサービス価格改定である。10月の金融政策決定会合後の会見で植田総裁が「第二の力」をあれほど強調したのも、足元のサービス価格上昇の中身が実はそれほど良くない（＝持続的でない可能性がある）という認識があるからだろう。多少の不確実性を残しつつも2年連続で高い賃上げが実現する可能性が高まる中、注目ポイントは徐々に賃上げからサービス価格の動向に移っていくと考えられる。特に、「岩盤」を突破できるかどうかは、デフレ（ゼロインフレ）からの完全脱却という観点では非常に重要な分岐点である。

この点、筆者は、2年連続の高い賃上げを受けて2024年度初以降は岩盤品目にも一定の動意がみられ、サービス価格変動の分布最頻値がこれまでの0%近傍から1%近傍に上方シフトする可能性はあるとみているが、1990年代前半のように2~3%を最頻値とする分布は直ちに実現することはなく、2024年度中は「デフレ半脱却」のような状態になる可能性が高いと考えている。「完全脱却」に至らない理由は大きく2点である。

1つは、単純に賃上げの水準が足りないことである。黒田前総裁が国会等の場で度々発言していたように、2%の物価上昇率と整合的な賃金上昇率は3%程度であるわけだが、この際の賃金上昇率は「ベア」に相当する概念であり、「定昇込み賃上げ率」ではない。定昇込み賃上げ率で見れば、本年に続いて来年も3%台後半となることが見込まれるが、ベアに換算すれば精々2%前後であり、3%には程遠いというのが現状である。無論、20年以上にわたって0~1%程度のベアしか実現してこなかったわが国においては2%でも革命的な数字であり、この間の政労使の努力には敬意を表すべきだが、「普通の国・普通の経済」への道のりはまだまだ長いのも事実である。

もう1つの理由は、賃上げが不十分なことも関係するが、物価上昇に賃金上昇が追い付かない状況が長期化する中で、個人消費に力強さがみられないことである。来年の賃上げが前年並みあるいは前年を小幅に上回る水準となったとしても、実質賃金が前年比プラス転化するのには2024年度半ば~後半となる可能性が高く、2023年度上期の段階で既に伸び悩んでいる個人消費があと1年持ち堪えられるか

どうかは非常に不透明である。消費が腰折れするようなことがあれば、需要喚起のための値下げ競争再開を通じて物価にも下押し圧力がかかる可能性が高まる。先行き1年程度は、こうした消費腰折れが物価の下振れリスクを再燃させる可能性があることにも注意を払う必要がある。

## 【参考文献】

- Amstad, M., Potter, S. and Rich, R. (2017) “The New York Fed Staff Underlying Inflation Gauge (UIG),” *FRBNY Economic Policy Review*, 23(2).
- Bañbura, M. and Bobeica, E. (2020) “PCCI: a data-rich measure of underlying inflation in the euro area,” *ECB Statistics Paper*, No. 38.
- Bryan, M. F. and Meyer, B. (2010) “Are Some Prices in the CPI More Forward Looking than Others? We Think So.,” *Federal Reserve Bank of Cleveland Economic Commentary*, 2010-2.
- 川本卓司・中浜萌・法眼吉彦（2015）「消費者物価コア指標とその特性 ——景気変動との関係を中心に——」、日銀レビュー、2015-J-11
- 酒井才介・風間春香・中信達彦・安川亮太（2023）「持続的な物価上昇は実現するか～人手不足をトリガーとした企業行動の変化が鍵」、みずほリサーチ&テクノロジーズ『みずほインサイト』、2023年9月28日
- 日本銀行（2023）「経済・物価情勢の展望（2023年10月）」

- 1 例えば、2023年7月の金融政策決定会合後の記者会見など。
- 2 各指標の詳細については、川本・中浜・法眼（2015）を参照。
- 3 UIGの詳細については、Amstad, Potter and Rich（2017）を参照。
- 4 PCCIの詳細については、Bańbura and Bobeica（2020）を参照。
- 5 Sticky-price CPIの詳細については、Bryan and Meyer（2010）を参照。
- 6 CPI構成目指数に対しバンドパスフィルターの一種である Christiano-Fitzgerald フィルターを適用して短周期のノイズを除去した上で、品目別前月比から第一主成分を抽出。
- 7 名目実効為替レート、有効求人倍率、インフレ基調指標からなる3変数VARに基づく+1%ポイントのインフレ基調ショックに対するインフレ基調自身の反応。
- 8 財価格は、足元から数か月かけて前月比伸び率が鈍化し、コストプッシュが本格化する前の2020～21年度の伸び率まで減速することを仮定。サービス価格は、直近数か月の前月比伸び率が当面継続することを仮定。ウエイトと変動の大きい一部品目（エネルギー構成目、宿泊料、携帯電話通信料）については、足元から指数横ばいと仮定。

[本コンテンツに関するアンケートに](#)

[ご協力をお願いします](#)



**【PR】YouTube 動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！**

～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～

▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください

<https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html>



（QRコードはデンソーウェーブの登録商標です）

お問い合わせ：調査本部メールマガジン事務局（03-6808-9022, [chousa-mag@mizuho-rt.co.jp](mailto:chousa-mag@mizuho-rt.co.jp)）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。