

財インフレはどこまで減速するか 「第一の力」と「第二の力」の狭間で

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

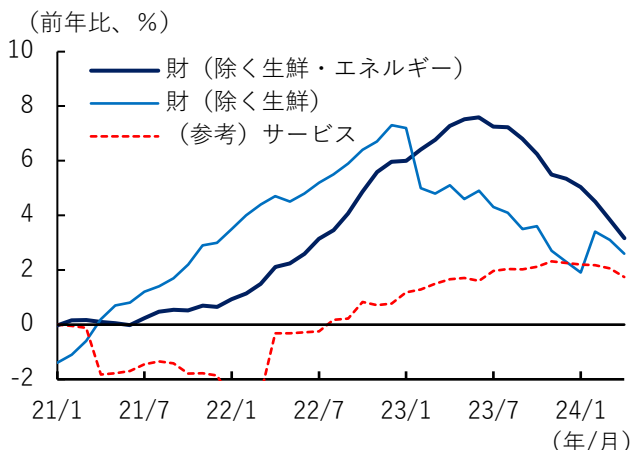
- 2021～22年頃の輸入物価大幅上昇を背景とするコストプッシュ圧力（いわゆる「第一の力」）が減衰する中で、CPI財のインフレ率はこの1年ほど鈍化傾向にある
- 最近の円安等により輸入物価は再上昇しているほか、賃上げによるコストプッシュ圧力（いわゆる「第二の力」）も高まっており、財インフレの鈍化に歯止めがかかる可能性も意識される
- 2024年以降の賃上げと円安を踏まえて先行きの財インフレをシミュレーションすると、当面伸び率鈍化が継続し、2025年度には1%台前半で定着するとの結果。2%目標達成のハードルは高い

1. CPI 財インフレはいつ下げ止まるのか

財インフレの鈍化傾向が続いている。財（除く生鮮食品）は、2022年末にピーク（前年比+7.3%）をつけた後、直近2024年4月にかけて概ね鈍化傾向¹にある（図表1）。そこからエネルギーを除いた財（除く生鮮・エネルギー）は、2023年6月にピーク（同+7.6%）をつけた後、鈍化し続けており、直近2024年4月は同+3.2%まで伸び率が縮小している。

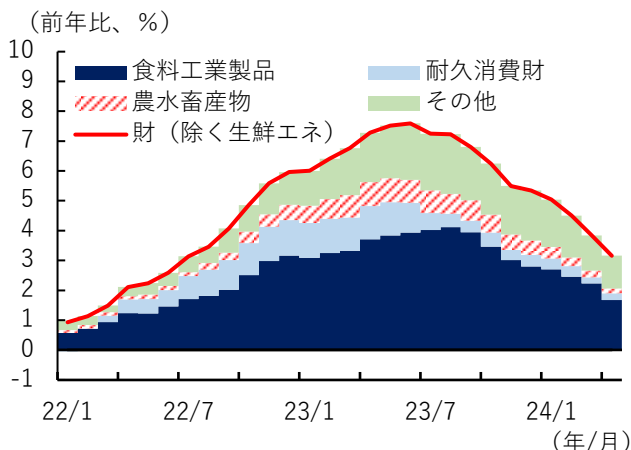
財（除く生鮮・エネルギー）の動きを寄与度分解すると、足元にかけていずれの内訳項目も鈍化する格好となっている（ただし、ピークアウトのタイミングにはズレがある）（図表2）。各種の情報を総合すると、先行き数か月は伸び率の鈍化傾向が続くと見込まれるが、そうした鈍化傾向にはいつぞ

図表1 CPI 財の動向



(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

図表2 CPI 財の寄与度分解



(注) 農水畜産物は生鮮食品を除いたもの（主に米と肉）
(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

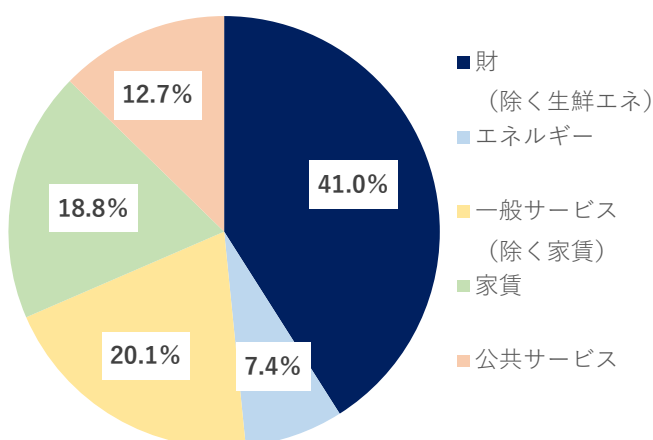
る歯止めがかかるだろうか。「賃金・物価の（好）循環」の実現という点で最も重要なのはサービスのインフレ率だが、「2%インフレ目標」達成に向けては財インフレの動向も非常に重要である。なぜなら、シンプルに「CPI全体に占めるウェイトが大きい」ためである。コアCPI（総合除く生鮮）の内訳ウェイトを確認すると、財（除く生鮮・エネルギー）が全体の4割強を占めている（図表3）。残り6割のうち半分（全体の約3割）は、現在も含めて長期的にゼロ%近傍の動きが続く家賃・公共料金であり、当面は大きな伸びが期待できない。賃金との連動性が高い一般サービス（除く家賃）のウェイトは2割程度に過ぎず、これだけでCPI全体を2%に持っていくことは難しい。結局、ウェイトの大きい財がある程度の上昇を続けなければ、「2%インフレ目標」の持続的達成は現実的に難しくなる。こうした事実を踏まえると、インフレと金融政策の先行きを占う上で、「財インフレがいつ・どこで下げ止まるか」は重要な問いであるといえるだろう。

2. 「円安」と「賃上げ」はどのくらい財インフレを押し上げるのか

財インフレの先行きを考えるにあたって重要なファクターが2つある。1つは円安、もう1つは賃上げである。まず円安の影響について考えてみたい。円安は、円ベース輸入物価の上昇が消費財メーカーの投入コスト上昇を招くことを通じて消費財価格の押し上げにつながる。円安の影響で一般的に意識されやすいのは、消費者にとって最も身近な「食料品」の価格であり、帝国データバンクの「食品主要195社」価格改定動向調査」は大きな注目を集めている。確かに食料品はCPIに占めるウェイトが大きく、人々のインフレ実感や消費マインドに大きな影響を与える点で重要であるが、円安の影響という意味では、実は「耐久財」が最も大きな影響を受けるカテゴリーである。

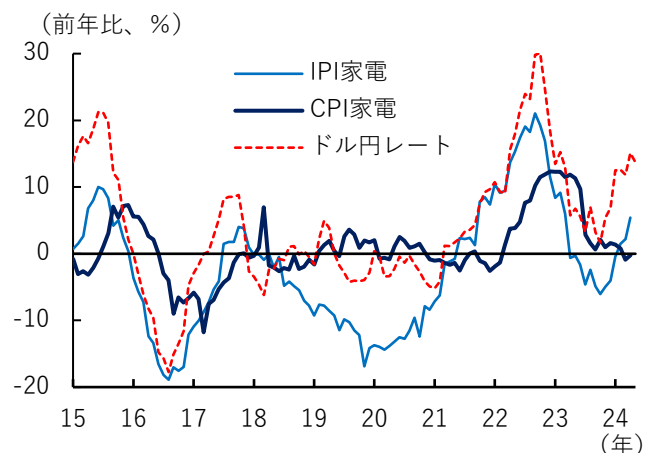
耐久財の中でも、特に家電と輸入車は為替動向をストレートに反映しやすい。家電については、1990年代までは国産品の割合が大きかったが、その後アジア諸国への生産移管が進んだことで、現在は大部分が輸入品となっている²。結果として、①為替レート、②家電の輸入物価、③家電の消費者物価の三者には強い相関が生じている（図表4）。最近の円安進行のもと、家電の輸入物価が既に上昇に転じていることを踏まえれば、CPI家電も今後上昇していくことが予想される。

図表3 コアCPIの内訳ウェイト



(注) 2020年基準の値
(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

図表4 IPI家電とCPI家電



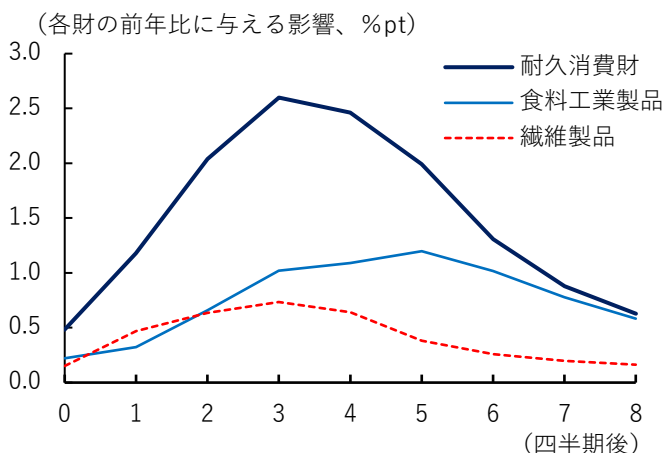
(注) IPIは輸入物価指数の略称。IPIは円ベース
(出所) 日本銀行、総務省より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

無論、家電以外の財についても円安の影響は遅かれ早かれ出る。衣料品は家電と同様に輸入比率が非常に高いため、新商品が投入される季節の変わり目のタイミングで徐々に価格転嫁が進む傾向がある。食料品は家電・衣料品と比べれば国内生産比率が高いが、原材料（食材）の輸入依存度が高いため、やはり為替変動の影響を強く受ける。簡単な時系列モデルを用いて、10%の円安がCPI財をどの程度押し上げるか試算すると、前述の通り耐久消費財への影響が突出して大きい。食料品（食料工業製品）や衣料品（繊維製品）にも一定の影響があることがわかる³（図表5）。また、最終製品を海外から輸入している耐久消費財や繊維製品では影響が比較的速やかに出るのに対して、原材料を海外から輸入している食料工業製品では影響が遅れて表れる傾向があることもわかる。こうした過去の経験則を踏まえると、足元の円安は、最初に家電や衣料品の価格を押し上げ、その後で食料品の価格を押し上げることが想定される。

次に、賃上げの影響について考えてみたい。一般的にはサービス業のほうが製造業よりも労務費負担が重いとされるが、製造業の中にも労務費負担が重い業種はある。一例として、食料品製造業の労務費負担を確認すると、ビール類やウイスキー類では非常に低いのにに対し、パン類や惣菜・弁当等では相応に高い（図表6）。前者は製造工程の大部分が機械化されているのに対し、後者は手作業に依存する部分が大きく、結果としてメーカーの労務費負担に大きな差が生じている。後者のように労働への依存度が大きい業種では、賃上げによる人件費増加は非常に大きな負担となるため、その分だけ製品価格への転嫁の必要性も大きくなる。

最後に、円安と賃上げの両方を勘案したうえで先行きの財インフレがどうなるか簡単にシミュレーションしてみたい。CPI財（除く生鮮・エネルギー）を、①輸入物価（円ベース）、②名目賃金、③需給ギャップに回帰してパラメーターを得たうえで、(a)ドル円は日米金利差の縮小につれて緩やかに円高方向に推移する⁴、(b)賃金上昇率は本年の賃上げを反映して今年の夏場にかけて高まっていく（2025年の賃上げ率は3%台後半と仮定⁵）、(c)需給ギャップは当面ゼロ%で推移するとの前提を置いて、先行きのCPI財インフレについてシミュレーションを行うと、2023年までのコストプッシュの影響剥落が

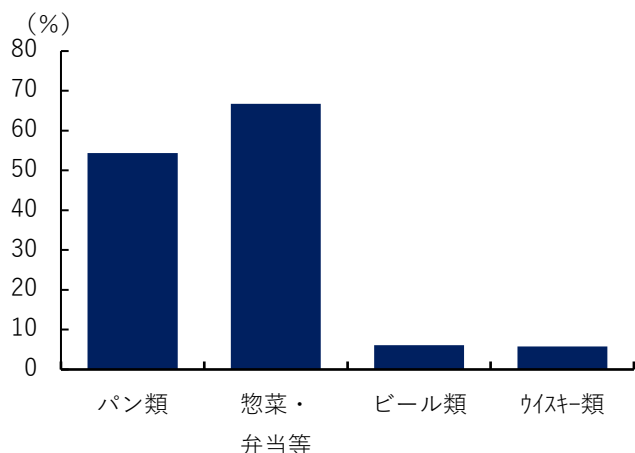
図表5 10%円安に対するCPI財の反応



(注) ドル円レート、需給ギャップ、CPI当該分類からなる3変数VARに基づくインパレスレスポンス。推計期間は2005年以降

(出所) 総務省、日本銀行より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表6 食料品製造業の労務費負担



(注) 賃金・俸給や社会保険料等が粗付加価値額に占める割合。2015年の値

(出所) 総務省「平成27年産業連関表」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

続く一方、2024年以降の新たなコストプッシュ要因（賃上げ+円安）が押し上げに作用する格好になる（図表7）。ただし、前者の影響が後者よりも大きいため、全体としてCPI財インフレ率は伸び率を縮小し、2025年度にかけて1%台前半まで鈍化するとの結果になった。「第一の力」が剥落し切った後の財インフレの「落ち着きどころ」は、現時点では1%強になる可能性が高いということである。

3. 財インフレが1%程度まで落ちてしまうと、2%目標達成は難しい

前述の通り、CPI全体に占める財のウェイトは大きいため、現在3%台の財インフレが1%程度まで鈍化してしまうと、仮に、①家賃を除く一般サービスが現状程度の極めて高い伸び率（4%台半ば）を維持し、②現状ゼロ%程度の家賃・公共料金が1%まで伸び率を高めるといふかなり強気な想定を置いたとしても、コアCPI・日銀版コアともに2%には届かない（図表8）。2%目標達成のハードルの高さが改めて感じられるほか、「2%」との関係における財インフレの重要性を再認識させられる。

もちろん為替レートや商品市況等の動向によっては、財インフレのパスが上振れることも下振れることもありうる。日銀が政策金利をどこまで引き上げられるか占う上では、2%目標の達成可能性が維持されるかどうかが最重要ポイントになるため、今後は財インフレの落ち着きどころも重要な論点となっていくだろう。

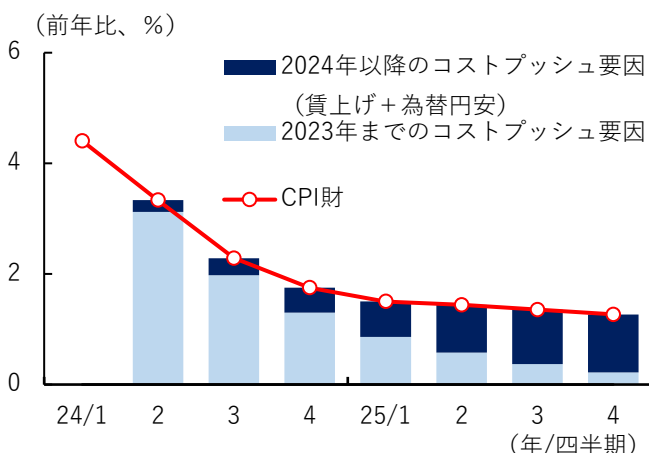
[参考文献]

河田皓史（2024）「日本銀行の金融政策運営に関する3つのシナリオ―詳細版―」、みずほりポート、2024年5月30日

日本電機工業会（2024）「2024年度 電気機器の見通し資料」、2024年3月

東深澤武史・有田賢太郎・福田善之・上村未緒・服部直樹・酒井才介・松浦大将（2024）「円安が進むドル円の再評価―緩やかな円高予想も、日米金利や円需給を巡る不確実性は円安リスクに―」、みずほりポート、2024年4月23日

図表7 財インフレの先行きシミュレーション



(注) 本文中の関数・想定を用いた外挿予測値。財は除く生鮮・エネルギー

(出所) 総務省、厚生労働省、日本銀行より、みずほりサーチ&テクノロジー作成

図表8 財インフレとコアCPI（数値例）

	24/4月 実績	例①	例②	例③
財	3.2	2.0	1.0	0.0
一般サービス	4.5	4.5	4.5	4.5
家賃	0.2	1.0	1.0	1.0
公共サービス	-0.2	1.0	1.0	1.0
日銀版コア	2.4	2.2	1.8	1.3
エネルギー	0.1	0.0	0.0	0.0
コアCPI	2.2	2.0	1.6	1.2

(注) ウェイト情報を用いて試算（指数水準は勘案していない）。財は除く生鮮・エネルギー。一般サービスは除く家賃

(出所) 総務省「消費者物価指数」より、みずほりサーチ&テクノロジー作成

¹ 2024年2月に伸び率が高まったのは、政府による電気・ガス代補助金の効果が（実施開始から1年経ったことで）前年比で剥落したためである。なお、2024年5月以降、同補助金の終了に加えて、再生可能エネルギー賦課金の大幅引き上げもあり、エネルギーの伸び率は大きく高まる見込み。

² 詳細については、例えば、日本電機工業会（2024）を参照。

³ 輸入ペネトレーション比率（国内総供給に占める輸入品の比率）が上昇トレンドにあることを踏まえると、2005年以降の平均的な関係を示した本分析よりも大きな影響となる可能性もある。

⁴ ドル円の見通しについては、東深澤他（2024）を参照。

⁵ 2025年の賃上げ率の考え方については、河田（2024）を参照。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査レポート（無料）を配信中！（「YouTube」はGoogle LLCの登録商標です）

～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：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社 調査部メールマガジン事務局

(03-6808-9022, 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。