

テーマ：物価下落、再び？**～来年度の消費者物価はマイナス転化の可能性が～**

発表日：2008年11月7日（金）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 主任エコノミスト 新家 義貴
TEL:03-5221-4528**（要旨）**

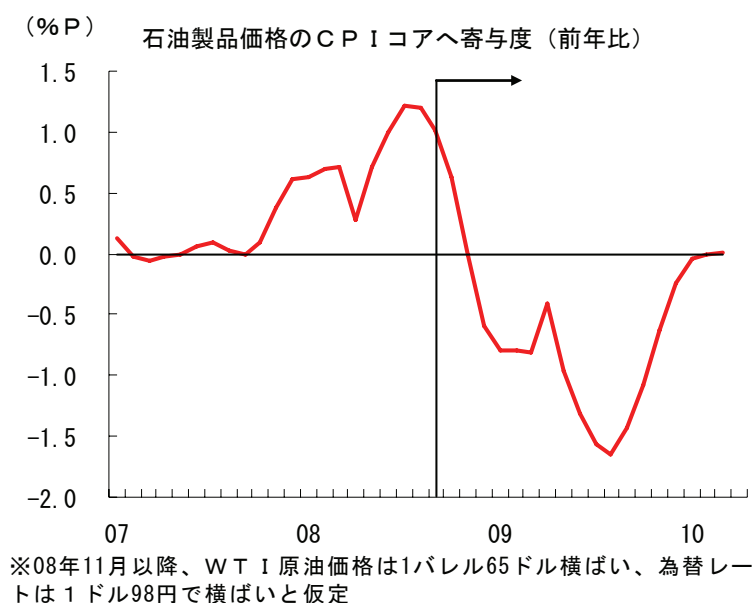
- 消費者物価の上昇率は今後鈍化が見込まれる。一定の仮定を置いた上で今後の消費者物価の動向をシミュレーションした。
- 先行きの物価を最も押し下げるのが石油製品である。石油製品のC P I コアへの寄与度は08年9月時点で前年比+1.0%ポイントあるが、08年12月には同▲0.6%ポイント、09年8月には同▲1.6%ポイントに急低下する。
- 電気・ガス代は、過去の燃料価格上昇が反映されることから09年1月に大幅上昇となるが、09年4月には値下げが予想され、C P I への寄与度も低下する。また、食料品価格は当面上昇が続く可能性があるが、上昇ペースは鈍化する。09年度には、原料価格の落ち着きを背景として上昇に歯止めがかかる予想する。
- 08年9月に月に前年比+2.3%だったC P I コアは、10月が+1.9%、11月が同+1.3%、12月には同+0.7%と速いペースで伸びが鈍化し、年内に+1%を割り込む。また、09年5月以降には前年比でマイナスに転じることが予想される。最もマイナス幅が拡大する09年8月には同▲1.4%まで下落するだろう。
- 今後懸念されるのは、景気の悪化が物価をさらに押し下げることである。先行き景気悪化が深刻化し、需給バランスの悪化が続けば、足元では前年比ゼロ%近傍であるエネルギー及び食料を除く消費者物価がマイナスに転じてしまう可能性がある。この場合、試算値をさらに下回るリスクがある。

先日公表された9月の全国消費者物価指数（生鮮食品除く）は前年比+2.3%と、8月の同+2.4%から伸び率が小幅縮小した。また、10月の東京都区部も同+1.5%と前月の同+1.7%から伸びが鈍化している。消費者物価の上昇率が7、8月でピークをつけたことはほぼ確実であり、既に焦点は、この先どの程度のペースで鈍化していくかに移っている。そこで本稿では、一定の仮定を置いた上で今後の消費者物価の動向を試算した。結論から言うと、来年5月以降に物価は再びマイナスに転じる可能性が高く、夏場にはマイナス幅もかなり大きくなることが予想されるのである。

○ 原油価格急落により、物価上昇ペースは急速に鈍化へ

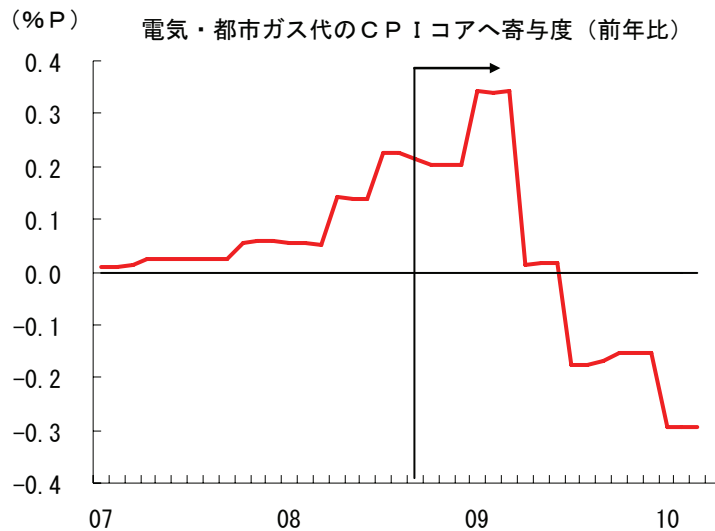
9月までの物価上昇のほとんどは、石油製品、電気・ガス代、食料品の動向で説明可能である。実際、9月のC P I コアへの寄与度を計算すると、石油製品が前年比+1.01%ポイント、電気・ガス代が同+0.22%ポイント、食料品（生鮮除く）が同+0.95%ポイント、合わせて2.18%となる。これを除けば前年比+0.12%であり、いかに品目に偏りのある物価上昇であるかが分かるだろう。この先についても、これらの品目が物価動向に大きく影響を与えることは間違いない。そこで、それぞれについて今後の推移を予想し、積み上げることによって、消費者物価の先行きを展望する。なお、試算の前提は、原油価格（WT I）は11月以降1バレル・65ドルで横ばい、為替レートは1ドル・98円で横ばいである。前提が変われば試算結果も変わることに注意していただきたい。

まず石油製品については、既に9月時点で前月比で下落に転じているが、先行きも大幅な下落が見込まれる。原油価格が国内の石油製品価格に反映されるまでにはおよそ2ヵ月の遅れがあることを踏まえると、石油製品価格は少なくとも12月までは前月比で大幅マイナスが続くことが確実である。前年比でも、石油製品のCPIコアに対する寄与度は9月時点で+1.0%ポイントだが、これが10月には+0.6%ポイント、11月にはゼロ%ポイント、12月には▲0.6%ポイントへと、急激に低下していくことが予想される。石油製品要因だけでもCPIに相当な低下圧力がかかることは間違いない。09年に入ると、1～3月は▲0.8%ポイントで推移した後、4月には08年4月に揮発油税の暫定税率期限切れに伴うガソリン価格下落の裏が出ることで、いったん▲0.4%ポイントにマイナス寄与が縮小する。その後、5月以降は、08年5～8月に石油製品価格が急上昇した裏が出ることを理由にマイナス寄与が大きく拡大し、ボトムである8月には▲1.6%ポイントにまで下落することになる。石油製品の寄与度がピークだった08年7、8月の+1.2%ポイントからみて、実に▲2.8%ポイントの寄与度低下である。いかに原油価格急落が物価に大きな影響を与えるかが分かるだろう。

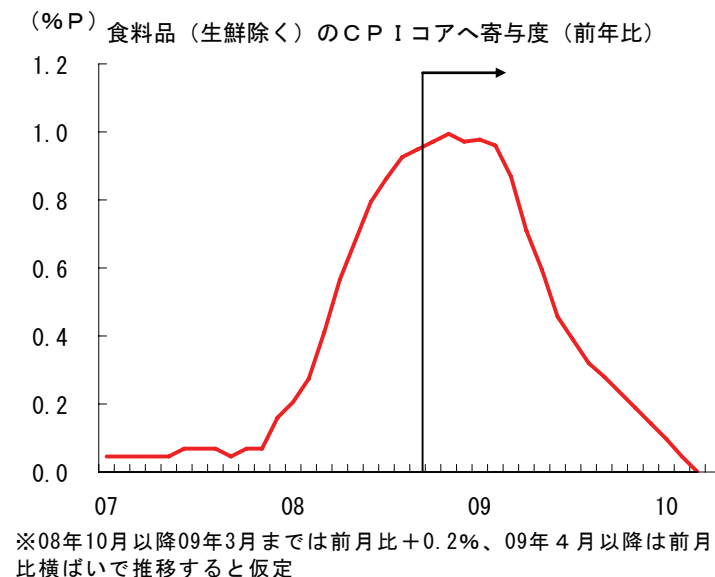


続いて、電気・ガス代を見てみよう。電気代やガス代には、半年前の原油・LNG・石炭の燃料価格変動を四半期ごとに自動的に料金に反映する燃料費調整制度が存在する。この制度に従って、10月にはガス代の値上げが行われた。また、09年1～3月についても、原油輸入価格が急騰していた7～9月の燃料費動向が反映されるため、電気・ガス代は大幅に上昇する。家計負担に対する配慮が政府によって要請されたことから、本来であれば実現するはずの上げ幅を、電気代では半減、ガス代では4分の1ほど圧縮することが決定されたが、それでもやはり大きな上昇である。電気・都市ガス代のCPIコアに対する寄与度は08年9月時点で+0.22%ポイントだが、09年1～3月には+0.34%ポイントに上昇するだろう。

その後、09年4～6月については、燃料輸入価格が急落した08年10～12月期の燃料価格が反映されるため、電気・ガス代も引き下げられる。09年1～3月期に値上げ幅を圧縮された分が4～6月期以降一年間にわたって上乗せされてくるため、本来実現する値下げ幅よりは小さくなるが、その点を考慮しても大幅に値下げされることになるだろう。前年比の寄与度でみると、4～6月期にゼロ%ポイント程度に低下、7～9月期以降は▲0.2%ポイント程度で推移すると予想される。



次に、食料品価格を検討する。食料品は07年末以降急激に伸び率が高まり、石油製品と並んで物価を大きく押し上げる要因になっている（08年9月のCPIコアへの寄与度：前年比+0.95%ポイント）。もっとも、前月比でみると9月は+0.2%の上昇にとどまっており、08年3～6月にかけての急上昇（前月比+0.5～+0.7%）と比べると多少一服感がみられている。値上げが一巡してきたことや、値上げによる需要減、原料価格が下落し始めたことなどが影響しているのだろう。10月に政府の輸入小麦売渡価格が引き上げられたことに代表されるように、過去の原材料価格上昇の影響が一部残っているため、上昇自体は当面続くと予想されるが、そのペースは次第に鈍化してくる可能性が高いのではないかと見られる。値上げの見送りや値上げ幅の圧縮などが食品メーカー等から発表されるようになっていることも、こうした見方をサポートする。また、足元の穀物価格急落を受けて、09年4月には政府の輸入小麦売渡価格が下落することもあり、09年度には上昇に歯止めがかかる可能性が高い。ここで、08年10月以降の食料品価格を前月比+0.2%、09年4月以降は前月比横ばいと仮定して試算したところ、前年比でのプラス寄与はしばらく残存するものの、伸び率は徐々に低下していくという結果が得られた。



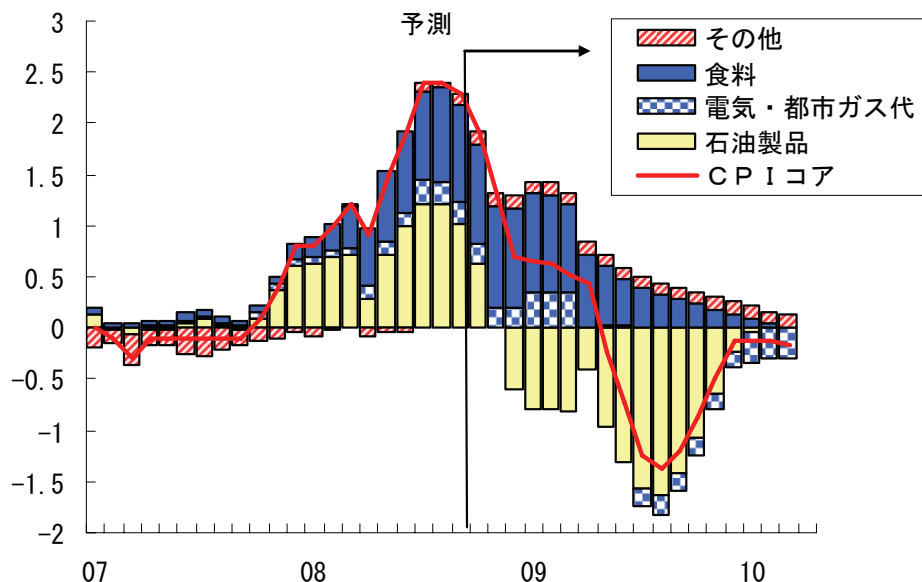
○ 来年夏にはマイナス幅が大きく拡大

以上を踏まえて、消費者物価指数の今後の動向を展望する。9月に前年比+2.3%だったCPIコアは、10月が+1.9%、11月が同+1.3%、12月には同+0.7%と速いペースで伸びが鈍化し、年内に+1%を割り込

むだろう。電気・ガス代の値上げの影響もあって09年1～3月は+0.5～+0.7%程度で推移するが、5月以降には、08年5～8月に石油製品価格が急上昇した裏が出ることや、電気・ガス代の値下げ、食料品価格の落ち着きといった要因から前年比でマイナスに転じることが予想される。最もマイナス幅が拡大する09年8月には同▲1.4%まで下落するだろう。

この試算では、CPIは09年度平均で前年比▲0.5%と、はっきりとマイナスになる。日本銀行は、10月31日に公表した展望レポートで、09年度のCPI見通しを0.0%と、7月時点の+1.1%から大幅に下方修正したが、下振れ余地はなお大きいと思われる。

CPIコアのシミュレーション（前年比、%）



○ さらなる下振れリスクも

原油価格下落によってCPIの上昇率が鈍化すること自体は、景気にとって決して悪い話ではない。そもそも日本が昨年末以降景気後退に陥った最大の要因は、資源価格の高騰によって海外への所得流出が進み、内需が停滞したことにある。原油価格急落は、こうした物価面からの内需下押し圧力が和らぐことを意味する。

問題なのは、こうした物価上昇率の鈍化や下落が、世界経済の急激な悪化と同時に生じていることである。最近公表される海外主要国の経済指標は軒並み急低下していることから考えて、世界景気が今後悪化ペースを速めることは間違いないだろう。日本からの輸出も大幅な落ち込みが避けられまい。加えて、円高による収益悪化、株安や景気不安に伴うマインドの悪化など悪材料は目白押しである。こうしたマイナス要因が原油価格下落のプラス効果を上回る結果、日本経済はこの先、悪化が深まっていくことが予想される。

こうした景気の悪化が物価をさらに押し下げることが、先行きのリスク要因である。今回のCPI試算では、石油製品、電気・ガス代、食料品以外の、いわゆる基調部分（米国型コア）については前年比の伸び率は一定（前年比+0.2%）で推移すると仮定したが、今後景気悪化が深まり、需給バランスの悪化が続くとなれば、基調部分についてもマイナスに転じる可能性は相応にあるだろう。この場合、試算値よりも物価はさらに下振れることになる。需要減による物価下落という悪性のデフレが進行していく可能性は決して小さいものとは言えない。

つい数ヶ月前までは、新聞や雑誌などで盛んに「インフレ」が喧伝されていたが、この先に待っているものは、またも「デフレ」なのかもしれない。