ソニーフィナンシャルグループ(株)
金融市場調査部 シニアエコノミスト
宮嶋 貴之

日本のインフレを予想以上に上振れさせるリスク要因は何か？

KEY POINT

- 足下の日本のインフレ圧力は予想以上に根強い。引き続き食料インフレがその主因となっているが、地政学的要因や天候要因から国際食料価格に下げ止まりの兆しが出始めている点が今後の上振れリスク要因。
- また価格改定頻度の低い品目の価格も上昇し、インフレ粘着度が高まっている可能性。この要因は、所定内給与など賃金の増勢が強まっていること。今後のさらなる上振れの有無は中小企業の賃金次第。
- 中小企業の賃金は現状、大企業の伸び率と比べるとまだ低水準にとどまる。ただ、最低賃金の大幅引き上げや残業時間上限規制の猶予期間終了が中小企業の賃金を上振れさせるリスクには注視。

1. 根強い日本のインフレ圧力

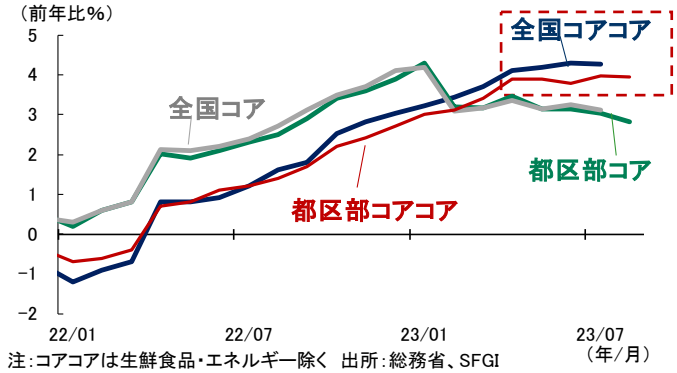
エコノミストや経済専門家による今年の年初の予想では、日本のインフレ圧力がこの夏場ぐらいから明確に和らいでくるとの見方が大勢だった。しかし、足下の日本のインフレ圧力は予想以上に根強い。

図1で全国、東京都区部のCPIの動きをみると、生鮮食品を除くコアではピークアウトが鮮明ではある。しかし、この主因は電気ガス代への政府の補助金効果が大きい。エネルギーも除いたコアコアでみると、増勢はまだ弱まっていない。

物価のトレンドを見る上ではむしろこのコアコアをみるべきであり、日本のインフレ圧力は根強いと見た方が良いだろう。

図1：全国・東京都区部CPI

生鮮食品・エネルギーを除くCPIの増勢は続く



注：コアコアは生鮮食品・エネルギー除く 出所：総務省、SFGI

2. 根強い食料インフレ、天候と地政学がリスク

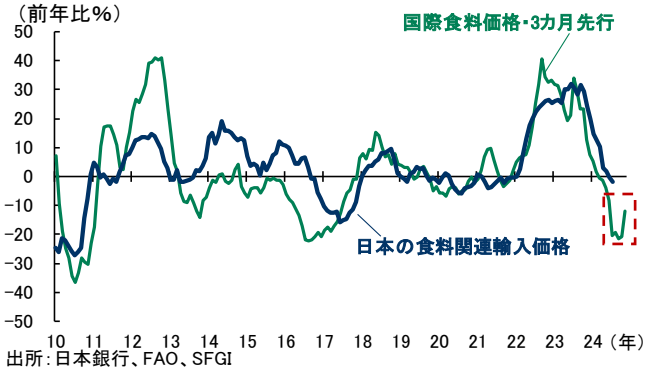
全国CPIの先行指標となる8月の都区部CPIをみると、インフレ要因はこれまでと変わらず、財価格上昇が主因だ。特に、筆者が以前のレポートで指摘したように（「根強く続く日本の食料インフレ、"2%"の意味」参照☞レポートリンク）、財の中でも特に食料価格の上昇圧力が強いままだ。

先行指標となる輸入物価指数は既に急減速しており、食料インフレの持続性は乏しいとの見方に変わりはない。

ただ、ここにきて少し懸念されるのは、輸入物価指数に先行する国際食料価格に下げ止まりの兆しがみえることだ。図2のように、足下の国際食料価格はマイナス圏にあるとはいえ、マイナス幅を急速に縮めている。

図2：食料関連輸入物価と国際食料価格

国際食料価格に下げ止まりの兆し



出所：日本銀行、FAO、SFGI

この要因は①ロシアの黒海穀物イニシアチブからの離脱（ヒマワリ油や小麦価格の上昇要因）、②ウクライナの輸出に関わる不確実性と北米の干ばつ（小麦価格の上昇要因）、③インドのコメ輸出規制、④エルニーニョ現象によるタイ産サトウキビへの影響（砂糖価格の上昇要因）などだ。

まとめると、異常気象による天候要因や地政学リスクにかかわる要因が食料価格を押し上げる兆しが出始めているということだ。国際価格の上昇懸念を受けて一部の途上国では食料危機に陥るとの指摘の声もある。

食料を輸入している日本にとっても他人事ではない。ここから食料関連輸入価格が下げ渋るようだと、国内の食料価格の減速ペースが予想よりも緩やかになるかもしれない。

また足下の輸入価格は確かに急減速しているが、コロナ禍前の2019年対比でいえば、いまだ＋50%を超えるほど、輸入価格の水準は上振れしたままだ。コロナ禍での異常とも言える高価格帯からはさすがに是正されているとはいえ、食料関連の企業から見ると、食料インフレはまだまだ終わっていないと感じられるのだろう。そのため、仕入価格が少し落ち着いたとはいえ、すぐさま販売価格を引き落としにくいという可能性もある。また円安の継続というリスク要因もある。

食料インフレの根強さは、CPI伸び率を直接的に上振れさせるだけでなく、購入頻度が高いことから消費者の期待インフレ率の上昇にもつながりやすい。引き続き食料インフレの動向は日本のインフレ上振れリスクとして注視すべきだ。

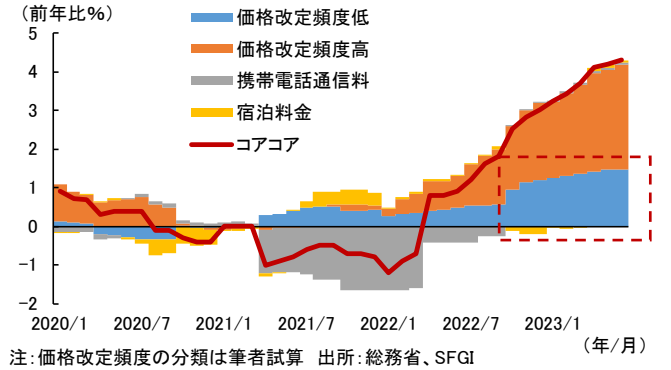
3. インフレの粘着力が増している可能性

もう1つ筆者が気がかりな点は価格改定頻度の低い品目でも値上げが起こり、インフレの粘着度が増している可能性だ。

CPIの時系列データを用いて品目ごとの価格改定頻度を試算（月次データを用いて過去の全データのうち価格改定が実施された月をカウントして改定実施月の割合を計算してグループ分けを実施）し、頻度別にグループ分けして寄与度分解すると、**図3**のようになる。コロナ禍以降、CPIの上昇局面では初めに価格改定頻度の高い品目のプラス寄与が高まった。しかし、その後改定頻度の少ない品目のプラス寄与も徐々に高まっている点は注目に値する。

図3：価格改定頻度別の全国CPI寄与度分解

価格改定頻度の低い品目のプラス寄与が1%PT越え



注：価格改定頻度の分類は筆者試算　出所：総務省、SFGI

価格改定頻度の高い品目の上昇率と比べれば、頻度の低い品目は緩やかな増勢にとどまる。しかし、こうした品目は、仮に輸入物価が下落したとしてもすぐには価格が低下しないと想定される。そのため、日本のインフレ粘着度が高まっている可能性が高まってきている可能性が示唆されよう。

足下の同項目のプラス寄与度は合計1%PTを上回ってきている。よって、1%物価目標であれば達成できる可能性が視野に入ってきていると言えるのではないか。

4. “All you need is wage”

こうした価格改定頻度の低い品目の価格上昇率が高まっている要因は言うまでもなく賃金の伸び率が高まっていることだ。実際、同項目の伸び率と所定内給与のトレンドは大まかにみれば連動する傾向にあると言っていいだろう（**図4**）。

図4：価格改定頻度低品目の価格上昇率と所定内給与

価格改定頻度の低い品目は所定内給与におおむね連動

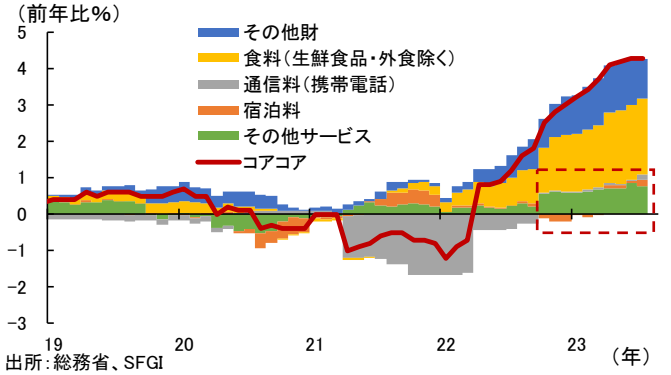
出所：総務省、厚生労働省、SFGI

同項目の中には電車代や宅配運送料、高速道料金や振込手数料などサービス関連の品目が多く含まれるため、人件費の影響が大きいと考えられる。

実際、**図5**をみるとCPI上昇率に占めるサービスの寄与度（その他サービス）は1%弱であり、価格改定頻度低による寄与度に近く、またその推移もおおむね近似する。

図5：価格改定頻度別の全国CPI寄与度分解

サービス価格による押し上げ効果は近年の中では大



出所：総務省、SFGI

結局のところ、やはり今後のインフレ上振れの鍵を握る要因は賃金ということだ。賃金の持続的な上昇が続けば、価格改定頻度の低いサービス価格を中心にCPIが押し上げられ、インフレの粘着度がさらに増すと考えられる。

賃金が重要なもう1つの理由は中長期的な期待インフレ率との連動性がみられることだ。**図6**で10年BEI（ブレークイーブンインフレ率）と所定内給与をみると、足下の中長期期待インフレ率の上昇はやはり賃金の上昇が寄与しているとみられる。

図6：所定内給与と10年BEI

中長期期待インフレ率は賃金と連動

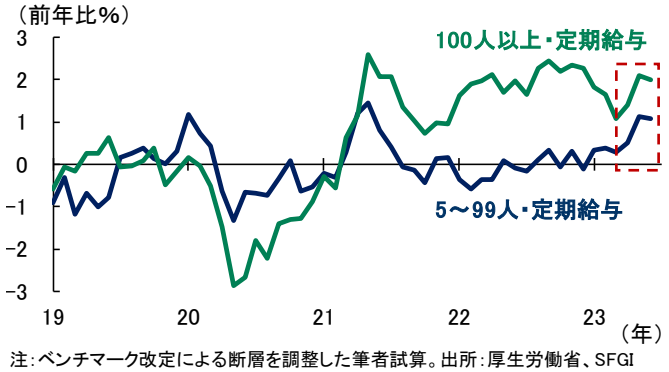
出所：厚生労働省、Bloomberg

アベノミクスが開始された2013年初期は、金融政策の大転換などから中長期期待インフレ率が所定内給与の伸び以上に大きく上振れした。しかし、所定内給与の伸び率がこれについていかなかったため、中長期期待インフレ率の上振れは続かず、結局はピークアウトしていった。やはり中長期期待インフレ率が2%物価目標と整合的な水準にアンカーされるためには、賃金の持続的な伸びが何より肝要と言えるだろう。

この賃金の上昇率のさらなる高まりに必要なのは中小企業の賃金となるだろう。**次頁図7**の足下の規模別の賃金を見ると（ベンチマーク改定による断層を調整するため定期給与、所定内給と所定外給与の合計を使用）、大・中小企業とも賃金の伸び率はやや高まっている。ただ、中小企業の伸びは大企業と比べてやや低い。

図7：規模別の定期給与

中小企業の賃金伸び率は大企業と比べて低いまま



注：ベンチマーク改定による断層を調整した筆者試算。出所：厚生労働省、SFGI

そもそも2%物価目標の達成には少なくとも3%程度の賃金の伸びは必要とみられるが、大企業ですらまだその水準にはやや遠い。そして、70%近くの従業員が勤める中小企業の賃金伸び率はまだそれよりさらに遠い。現段階では（1%ならともかく）2%物価目標達成の視界はまだ良好と言えるほどの段階には至らないだろう。引き続き今後の動向を注視する必要がある状況だ。

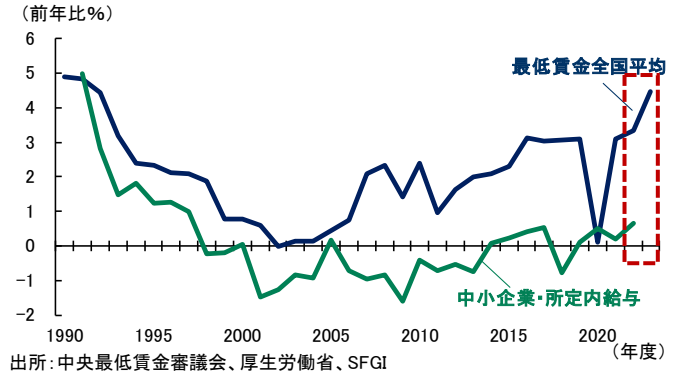
5. 中小企業の賃金の上振れリスクは2つ

この中小企業の賃金を上振れさせるリスク要因は①最低賃金引上げ、②残業時間の上限規制の2つと筆者はみている。

まず①の最低賃金については、8月中旬に23年度の全国各都道府県の最低賃金額が出そろい、平均は1004円程度となる見込みだ。そのため、**図8**のように、今年度の伸び率は1992年以来の高い伸び率となるだろう。

図8：最低賃金と中小企業の所定内給与

最低賃金と中小企業の賃金はおおむね連動も近年はやや希薄化



出所：中央最低賃金審議会、厚生労働省、SFGI

最低賃金の伸び率と中小企業の所定内給与を確認すると、おおむね連動する傾向にある。よって、最低賃金の高い伸び率は中小企業の賃金伸び率を押し上げると期待される。

ただ、2000年以降はその関係性はやや希薄化しているようにもみえる。中小企業でも人手不足や働き方改革の影響もあり、待遇改善が進んだことで過去ほどの連動性はなくなっているのかもしれない。そのため、今回の最低賃金の引上げだけで中小企業の賃金伸び率が一気に3%近くまで上昇する期待は小さそうだ。

もう1つの時間外労働時間の上限規制については、建設業務や運転業務などの猶予対象の事業・業務について、2024年4月以降は猶予期間が終了する。このため、物流業界や建設業界では、賃金上昇圧力が高まる可能性がある。

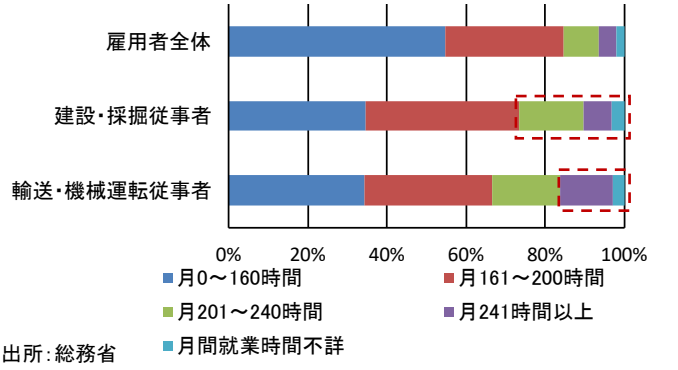
具体的には一人当たりの残業時間が減少することによる労働投入の低下に備えて、さらに人手を確保する必要性があり、労働需要が増す可能性がある。その結果、賃金が押し上げられるということだ。また、単純に残業時間の減少に伴う残業代の減少分を所定内給与の増加によって補う必要性もある。

建設業やトラック運送業などの物流業では中小企業の割合が多いため、残業時間上限規制の猶予期間終了は、中小企業の賃金に影響を及ぼす可能性がある。

労働力調査を用いて月間就業時間を**図9**でみてみよう。

図9：月間就業時間別労働者数割合

建設業務・物流業務の長時間労働者は多い公算



出所：総務省

これをみると、建設業務と物流業務の労働者は相対的に時間外労働が多い可能性が示唆される。

月間の所定内労働時間を160時間（1日8時間×20日）とすると、残業時間規制の対象となる大まかな目安は建設業務の場合は月201時間以上、物流業務の場合は月241時間以上となる。

これを踏まえて**図9**をみると、建設業務、物流業務とも他の産業と比べてこの残業時間規制の対象となる労働者の割合が多いことがわかる。建設業の場合は約30%、物流業務の場合は約20%程度だ（時間不詳は長時間労働とみなした場合）。

もちろん労働投入時間の減少分については、省力化などによる生産性向上によって相殺される可能性もあるため、必ずしも賃金増加に結び付くとは限らない。ただ、通常、生産性向上には時間を要するため、短期的には労働需給ひっ迫によって賃金上昇圧力が生じる可能性があろう。

宮嶋貴之

ソニーフィナンシャルグループ　金融市場調査部・研究員紹介

尾河 眞樹（おがわ まき）
執行役員　兼　金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行（現SMBC信託銀行）で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈最新版〉本当にわかる為替相場（2023年日本実業出版社）』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ（2018年朝日新聞出版社）』などがある。ソニー・ライフケア取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。

菅野 雅明（かんの まさあき）
金融市場調査部
シニアフェロー　チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社（チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター）。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC[昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。

石川 久美子（いしかわ くみこ）
金融市場調査部　シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。

渡辺 浩志（わたなべ ひろし）
金融市場調査部　担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室（経済財政分析・総括担当）へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。

森本 淳太郎（もりもと じゅんたろう）
金融市場調査部　シニアアナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月より現職。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。

宮嶋 貴之（みやじま たかゆき）
金融市場調査部　シニアエコノミスト

2009年にみずほ総合研究所にエコノミストとして入社。2011年～2013年は内閣府（経済財政分析担当）へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。日本・中国・米国のマクロ経済や債券市場、半導体、不動産、観光等を分析。主な著書（全て共著）は、『TPP−日台加盟の影響と展望』（国立台湾大学出版中心）、『キーワードで読み解く地方創生』（岩波書店）、『図解ASEANを読み解く』（東洋経済新報社）、『激震 原油安経済』（日経BP）。

本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルグループ株式会社（以下「当社」といいます）が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。

- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社はかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものといたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。

- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。

- 当社は、当社の子会社及び関連会社（以下、「グループ会社」といいます）に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。

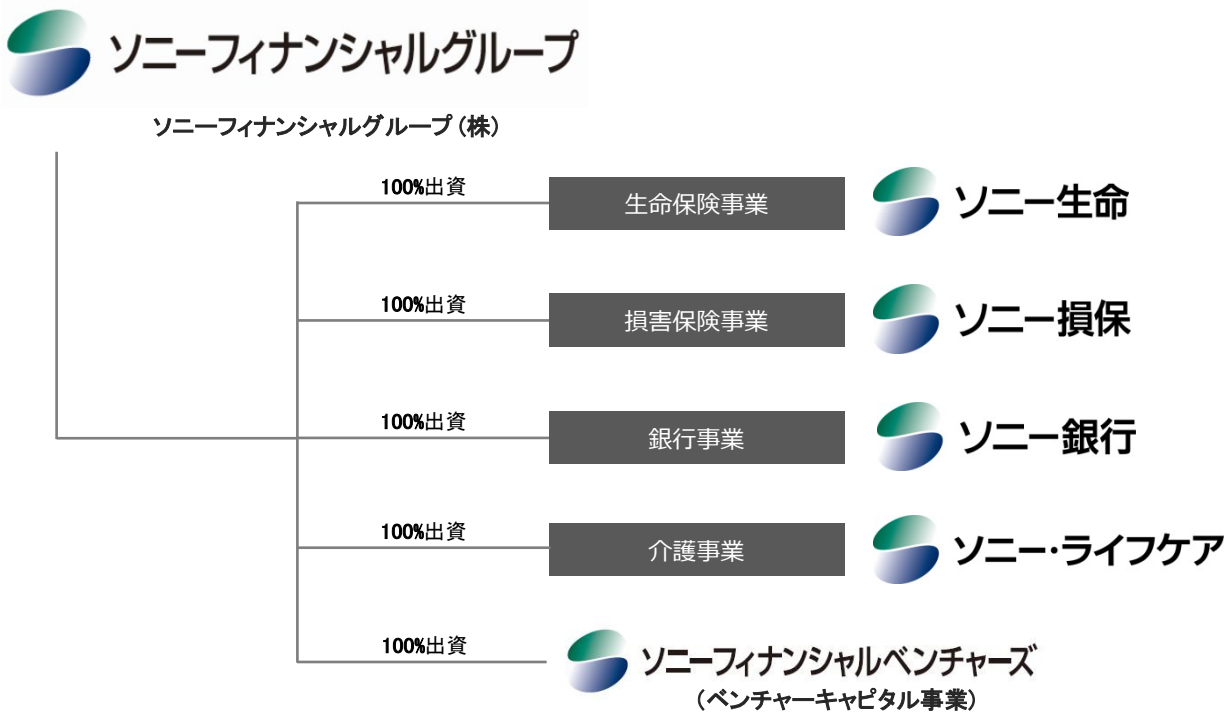
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと（お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます）による結果のいかなるもの（直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。

- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。

- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いします。

- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ



- ソニーフィナンシャルグループ株式会社は、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。

- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。

- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページでご覧いただけます。
https://www.sonyfg.co.jp