りそなグループ
RESONA

2025 年 2 月 21 日
日本経済
りそなホールディングス 市場企画部
佐藤 芳郎

日本 1 月消費者物価指数（CPI）：続く 2%越え

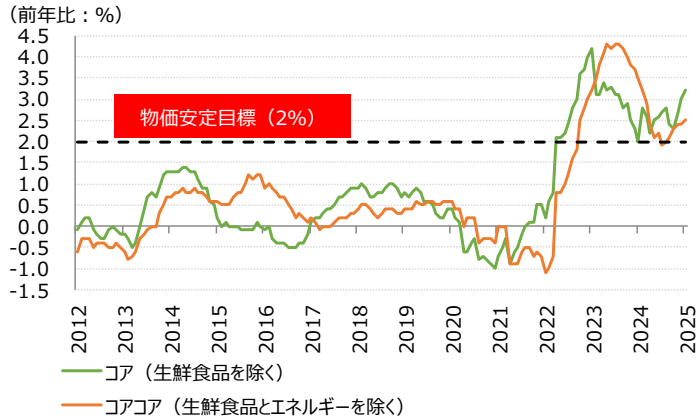
要約

- **1 月分の CPI は、生鮮食品を除いたコア CPI が前年比 3.2%と市場予想を上回った。生鮮食品とエネルギーを除いたコアコア CPI は前年比 2.5%と市場予測に一致した。消費者物価の 2%を物価安定の目途とする日銀にとっては、概ね目標どおりもしくはやや上回ったペースのインフレが続いている。**
- **商品市況の影響を受けにくいコアコア CPI の内訳を見ると、財を中心としたインフレが続いているものの、人件費の影響を受けやすく粘着的とされるサービスインフレの寄与も安定している。**
- **しかし、サービスインフレの内訳を見ると、商品市況の影響を受けやすい品目の寄与が目立っている。中期的にインフレ率が 2%の物価安定目標の近辺で安定するのかについては依然として楽観はできないだろう。**
- **コア CPI やコアコア CPI で評価すると実質政策金利は大幅なマイナスだが、日銀が公表している詳細な集計をした CPI を基にすると必ずしも政策金利は大幅にマイナスとは評価できなくなってくる。日銀は当面は利上げをしていく見込みだが、日銀が説明する「物価の基調」について慎重な解釈が必要だろう。**

物価安定目標の 2%を上回り続けたコアとコアコア CPI

1 月分の CPI では、コア CPI が前年比 3.2%と市場予想の同 3.1%を上回り、12 月分の同 3.0%から前年比は高まった。また、コアコア CPI も前年比 2.5%と市場予想に一致し、12 月分の同 2.4%から前年比は高まった。日銀は物価安定目標として消費者物価の 2%を標榜している。日銀にとっては、足元の情勢は概ね物価安定目標どおりもしくはやや上回ったペースでの推移と判断できるだろう（図表 1）。

図表 1：物価目標を上回る推移が続いたコアとコアコア CPI



備考：消費増税の影響を除いている
出所：総務省、りそなホールディングス

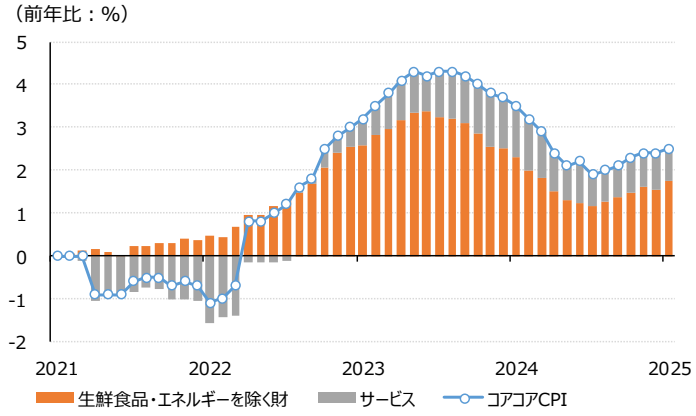
財中心のインフレが継続

インフレ率の詳細を商品市況の影響を受けにくいコアコア CPI で見ると（図表 2）、コアコア CPI の前年比 2.5%のうち、生鮮食品とエネルギーを除いた財の寄与度は 1.76%ポイント、サービスの寄与度は 0.74%ポイントとなっており、財価格が中心のインフレ動向が継続している。しかし、サービスのコアコア CPI への寄与度は比較的小幅であるものの、

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

サービス価格は人件費の影響を受けやすいことから、一旦上昇トレンドが定着すると、インフレ率が下がりにくく粘着的であるとの特徴がある。コロナ禍の混乱を経て、2022 年の終盤以降はサービス価格のプラス寄与が目立つようになってきた。サービス業を中心として、労働市場では深刻な人手不足による売手市場の状況が続いており、賃金の上昇圧力によるサービスインフレの寄与も続いてくことが想定される。

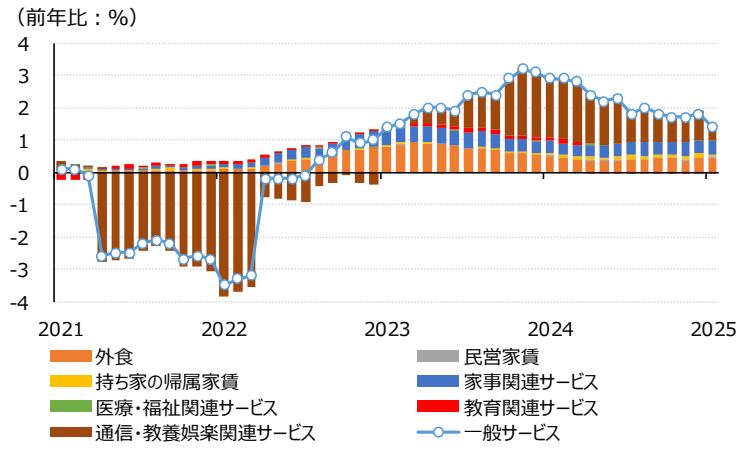
図表 2：サービスインフレのプラス寄与が続いているコアコア CPI



出所：総務省のデータを基にりそなホールディングスにて作成

ただし、サービスインフレの内訳を見ると、商品市況の影響を受けやすい品目の寄与が目立っていることにも注意を要する。図表 3 は公的部門のサービスを除いた一般サービスのインフレ率に対する寄与度を示している。これによると、サービスのインフレに対しては、確かに家事関連サービスといった人手不足が深刻と見られる品目の寄与が目立っているものの、外食といった食品価格そのものの高騰が影響している品目の寄与も目立っている。現状では、過度な円安が修正され、また商品市況も正常化へ向かっていることを踏まえると、今後はサービス価格でも緩やかにディスインフレが進展する可能性もあるだろう。当面はインフレ率が 2%の物価安定目標に沿った動きを続けると見られるものの、中期的にはその持続性について依然として楽観はできなさそうだ。

図表 3：外食と家事関連サービスが中心の一般サービスインフレ



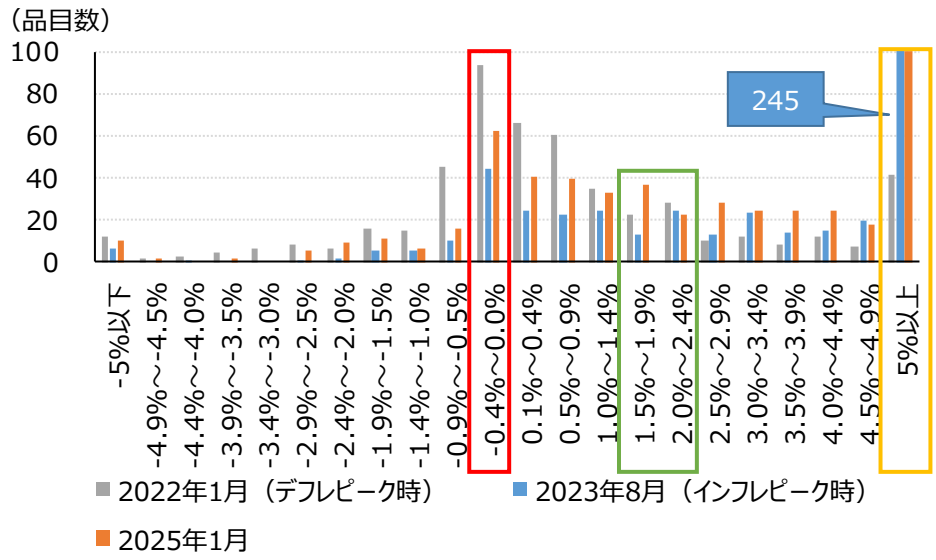
出所：総務省のデータを基にりそなホールディングスにて作成

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

りそなグループ
RESONA

また、品目別で CPI を見ても、物価の動きが必ずしも 2%の物価安定目標に沿った形にはなっていない。具体的に、図表 4 は、コアコア CPI に含まれる 512 品目を、0.5%ポイントごとの範囲に区切った上で、前年比の分布を観察している。参照時点として、①今次のインフレ局面になる前にコアコア CPI の前年比の下落率が最も大きかった 2022 年 1 月、②今次のインフレ局面でコアコア CPI の前年比の上昇率が最も大きかった 2023 年 8 月、③足元の 2025 年 1 月を示している。これを見ると、①のデフレ期から②のインフレ期にかけては、前年比変化率がマイナスの品目数が少なくなっており、インフレ率が上昇していったことが示唆されている。しかし、①から③の全てに共通しているのは、前年比 0%程度の品目が多い（同図表の赤枠）、日銀が物価安定の目標としている 2%程度の上昇率を示している品目数は多くはない（同図表の緑枠）、前年比 5%以上のものが多いということだ（同図表の黄枠）。特に、前年比 2%程度の品目の分布が中心的になっていないことは、日銀が目指す 2%の物価安定に沿った推移とは言い難い形だ。

図表 4：品目別の前年比変化率の分布を見ると 2%近辺が中心にはなっていない



備考：生鮮食品とエネルギーを除いたコアコア CPI に基づく
出所：総務省のデータを基にりそなホールディングスにて作成

見方次第では大幅なマイナスにはならない実質政策金利

日本銀行は、現状の政策スタンスとして、「実質金利は大幅なマイナス」という説明をしている。ここで、無担保オーバーナイトコールレートから CPI インフレ率を引いたものを実質金利として計測し、日本銀行の政策スタンスを確認する。

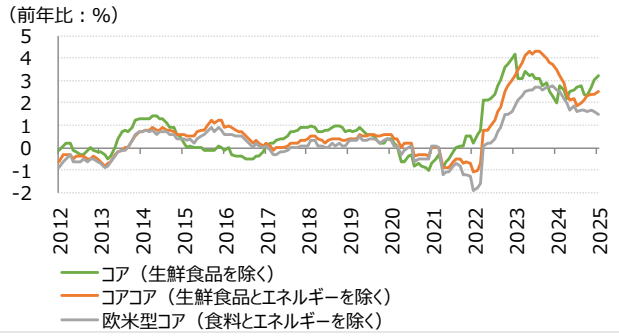
計測手法別で CPI インフレ率を見ると、総務省が公表しているものでは、生鮮食品を除いたコア CPI は前年比 3.2%、生鮮食品とエネルギーを除くコアコア CPI は同 2.5%、そして欧米で主要インフレ指標とされる食品とエネルギーを除いた欧米型コア CPI は前年比 1.5%となっている（図表 5）。また、日本銀行が CPI の品目を前年比の順番で並べ直し、独自に再集計して算出したものでは（最新の公表値は 12 月分）、変動の大きい上下 10%の品目を取り除いた刈込平均 CPI は前年比 1.9%、最頻値 CPI は前年比 1.1%、そして加重中央値 CPI は前年比 1.0%となっている（図表 6）。

無担保オーバーナイトコールレートからこれらの CPI インフレ率を引いて実質政策金利を求めると（図表 7）、確かにコア CPI、コアコア CPI、そして刈込平均 CPI に基づいた実質金利は大幅なマイナスと評価して違和感はない。他方、欧米型コア、最頻値 CPI、そして加重中央値 CPI で見ると、実質金利は必ずしも大幅なマイナスとは言えない水準ま

◎注意事項　お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

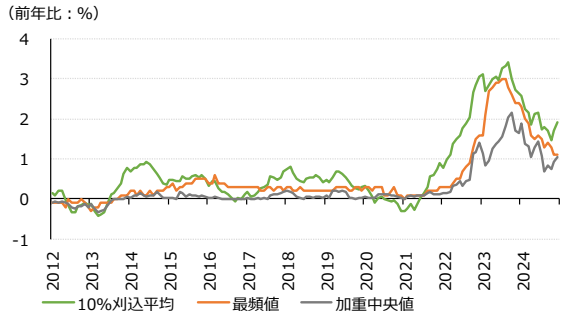
で上昇してきている。日本銀行は物価動向を説明する際に「物価の基調」という表現を用いているが、厳密にはその定義をしていない。「物価の基調」の定義次第では、実質金利は大幅なマイナスという評価の妥当性に疑問が生じ、市場とのコミュニケーションに問題が生じる可能性には注意が必要だろう。

図表 5：総務省が公表する各種 CPI



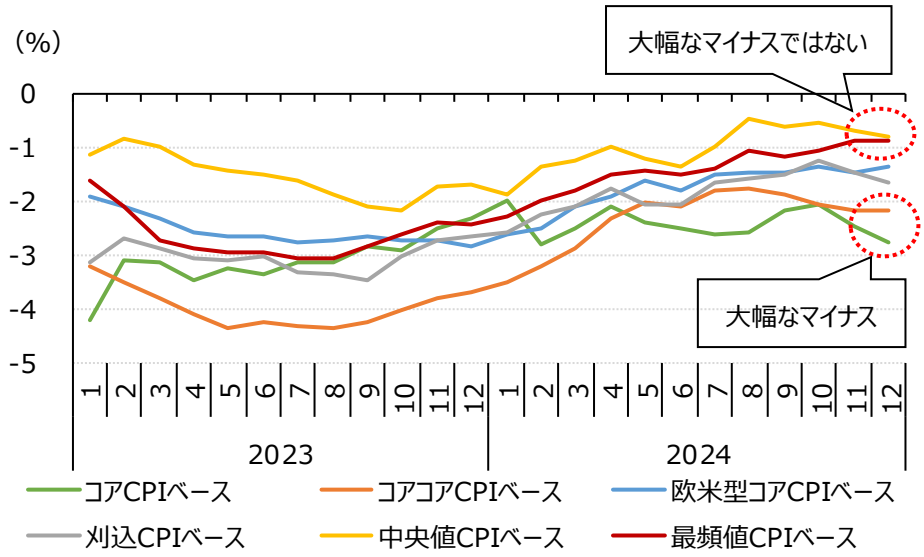
出所：総務省、りそなホールディングス

図表 6：日本銀行が公表する「消費者物価の基調」



備考 1：「10%刈込平均値」は個別品目の前年同月比を順に並び替え、値の大きい品目と小さい品目をウェイトベースでそれぞれ 10%控除して、残った品目の前年同月比を加重平均して算出
備考 2：「最頻値」は生鮮食品を除く消費者物価に含まれる個別品目の上昇率の分布に対して、統計的な手法で分布を特定し、その分布の最頻値を使用
備考 3：「加重中央値」は生鮮食品を除く消費者物価の各基準年の個別品目の前年比およびウェイトから算出
備考 4：最新の公表値は 2024 年 12 月分
出所：日本銀行、りそなホールディングス

図表 7：見方次第では実質政策金利は大幅なマイナスとは評価できない



備考：実質金利＝ 名目金利 - 各種インフレ率
出所：総務省、日本銀行のデータを基にりそなホールディングスにて作成

◎注意事項 お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客さまご自身の判断でなされるようお願い致します。