

2026 年 7 月 24 日
日本経済りそなホールディングス 市場企画部
ストラテジスト 武居 大暉、渋谷 和樹、伊田 道紀

6 月消費者物価指数(CPI):伸び拡大も加速感は限定的 —食料品減税の物価・消費・金利への影響を試算

要約

- 6 月 CPI は総合・コアと伸びが拡大したものの、物価上昇圧力が一段と強まったとは言い難い。
- 食料品減税が実施されれば、総合 CPI を約 1.1%pt、コア CPI を約 0.9%pt 押し下げる一方、名目消費を約 0.58 兆円、2027 年度の実質 GDP 成長率を約 0.08%pt 押し上げると試算される。
- 食料品減税による CPI の下押しが日銀の政策運営に与える影響は限定的とみられ、Nelson-Siegel モデルの推計では、追加利上げが続くもとで、10 年金利は今後 2 年程度で 3.3~3.4%へ上昇する。

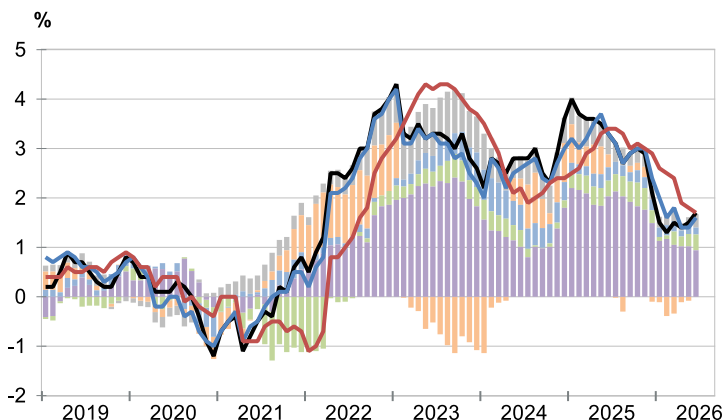
6 月 CPI の結果:総合・コアは伸び拡大も加速感は限定的

総務省統計局が本日(7 月 24 日)公表した 6 月の消費者物価指数(CPI)は、総合 CPI が前年比+1.7%、コア CPI(生鮮食品を除く総合)が同+1.6%、コアコア CPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)が同+1.7%となった(図表 1)。総合 CPI とコア CPI はいずれも Bloomberg が集計する市場予想通りの結果となった一方、コアコア CPI は市場予想の同+1.8%を下回った。

総合 CPI、コア CPI は前月から、それぞれ伸びが 0.2%pt 拡大した。総合 CPI の前年同月比の変動に寄与した項目をみると、前年のガソリン補助金拡充による押し下げの反動などから、ガソリンや電気代、灯油などのエネルギーが上昇幅を 0.20%pt 押し上げたほか、6 月の診療報酬改定を受けた診療代も 0.05%pt の押し上げ要因となった。一方、生鮮食品を除く食料は 0.09%pt、通信料(携帯電話)は 0.08%pt、それぞれ総合 CPI の上昇幅を縮小させた。コアコア CPI に関しては、前月の+1.8%から鈍化しており、総合・コア CPI の伸びは拡大したものの、物価上昇圧力が一段と強まったとは言い難い。

図表 1: CPIの前年比要因分解

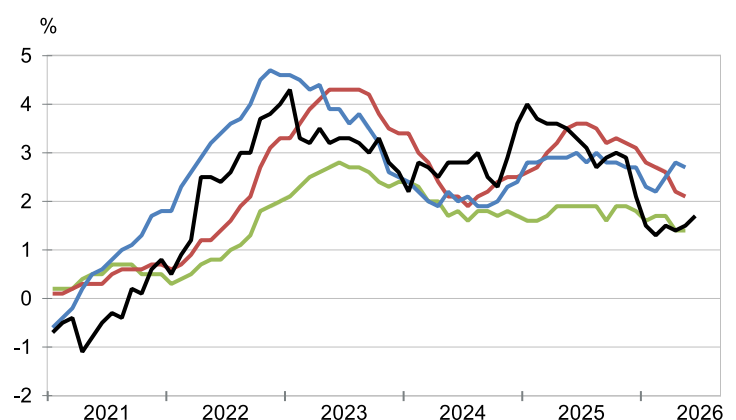
— コアコアCPI — CPI — 光熱・水道 — 交通・通信
— コアCPI — その他 — 教養娯楽 — 食料



出所: マクロボンド

図表 2: 特殊要因を除いた消費者物価の前年比

— 総合(CPI) — 除く生鮮食品・エネルギー、特殊要因
— 除く生鮮食品、特殊要因 — 除く食料・エネルギー、特殊要因



出所: マクロボンド

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

もっとも、政府補助や制度変更による下押しを除けばヘッドラインの CPI ほど物価の基調は弱くない可能性が高い。日銀が試算する特殊要因を除いた CPI は 6 月分が未公表であるものの、直近 5 月は生鮮食品・特殊要因を除く CPI が前年比+2.7%、生鮮食品・エネルギー・特殊要因を除く CPI が同+2.1%となった（図表 2）。こうしたなか、今後の CPI を大きく左右し得る政策として、政府内では外食と酒類を除く食料品の消費税率を引き下げの案が検討されている。食料品減税が実施されれば、2027 年 4 月以降の CPI を大きく押し下げる一方、家計の購買力改善を通じて個人消費や実質 GDP を押し上げる可能性もある。そこで以下では、食料品減税による CPI への影響と、家計消費・実質 GDP への波及を試算したうえで、物価・景気見通しの変化を踏まえた日本のイールドカーブの先行きを検討する。

食料品減税、総合 CPI を約 1.1%pt 押し下げ

政府は、2027 年 4 月から 2 年間、外食と酒類を除く食料品の消費税率を 8%から 1%へ引き下げの案を検討している。超党派の「社会保障国民会議」では、7 月中を想定していた食料品減税に関する意見集約が見送られ、協議が続いている。高市首相は、8 月上旬の意見集約でも実施に向けた作業には間に合うとの認識を示した。食料品の消費税率が 1%へ引き下げられた場合を想定し、CPI への影響を試算した。

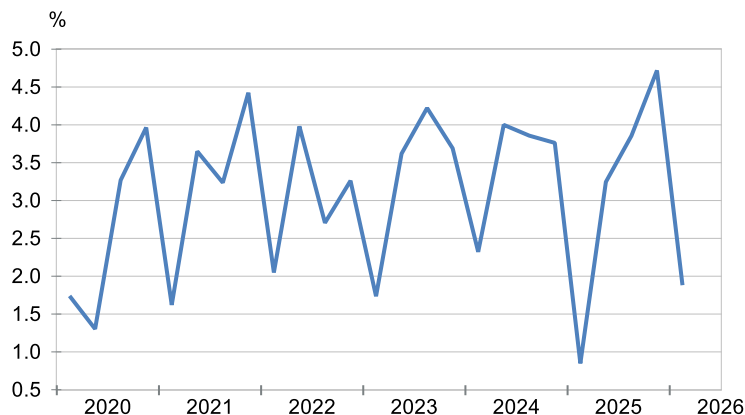
2025 年基準の CPI では、減税対象となる食料品のウェイトは 2,135 で、総合 CPI の 21.35%を占める。税率引下げ分が販売価格に全額反映されると仮定すると、対象品目の税込価格は約 6.48%下落し、総合 CPI を機械的に 1.38%pt 押し下げる計算となる。コア CPI（生鮮食品を除く総合）では、生鮮食品を除く減税対象品目のウェイトが 1,756、コア CPI 全体のウェイトが 9,621 となる。このため、機械的な押し下げ幅は 1.18%pt と試算される。

$$\frac{2135}{10000} \times \left(\frac{101}{108} - 1 \right) = \blacktriangle 1.38\%pt$$

$$\frac{1756}{9621} \times \left(\frac{101}{108} - 1 \right) = \blacktriangle 1.18\%pt$$

もっとも、これらは税率引下げ分が販売価格に全額反映されることを前提とした機械的な試算である。財務省の法人企業統計によると、食料品製造業の売上高営業利益率は低水準で推移しており、直近 26 年 1Q は 1.9%となっている（図表 3）。食料品関連業種の営業利益率が低位で推移するなか、原材料費や人件費、物流費などの上昇が続けば、減税の実施時期にコスト上昇を反映した値上げが重なることも考えられる。この場合、税率引下げによる価格下落の一部が相殺され、実際の CPI 押し下げ幅は機械的な試算を下回る。

図表 3：食料品製造業の売上高営業利益率



出所：マクロボンド

◎注意事項

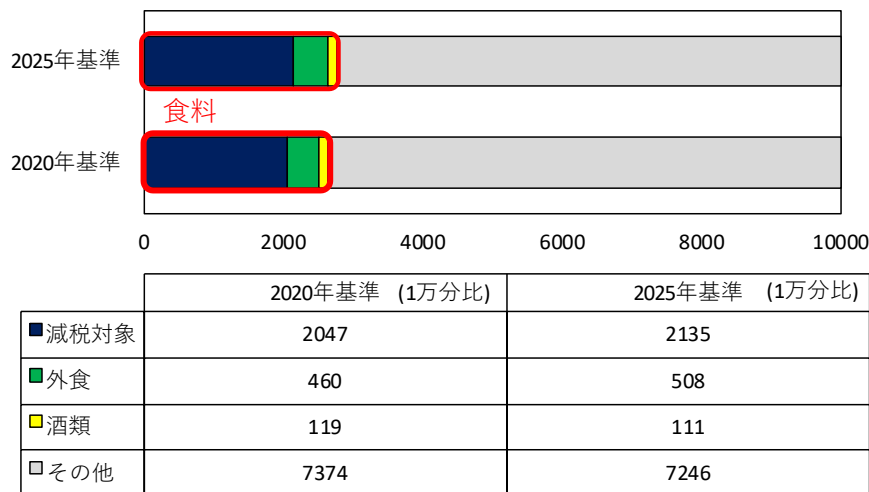
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否とにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

海外の研究では、ドイツの 2020 年の付加価値税 (VAT) 減税で、スーパー商品の価格反映率は約 70%と推計されている。また、スペインの 2023 年の食料品 VAT 減税では、対商品全体では実施 2 週目に減税分の約 90%が販売価格に反映されたと推計されている。こうした海外での過去事例に加え、国内の食料品関連業種の収益環境を踏まえ、価格反映率は 80%と仮定すると、食料品減税による押し下げ幅は、総合 CPI で約 1.1%pt、コア CPI で約 0.9%pt と試算される。

$$\blacktriangle 1.38\%pt \times 0.8 = \blacktriangle 1.10\%pt$$

$$\blacktriangle 1.18\%pt \times 0.8 = \blacktriangle 0.94\%pt$$



食料全体のウェイトは、2020 年基準の 2,626 から、2025 年基準では 2,754 へ増加した。内訳をみると、減税対象品目は 2,047 から 2,135、外食は 460 から 508 へ増加した一方、酒類は 119 から 111 へ減少した。減税対象品目のウェイト上昇に伴い、価格転嫁率を 100%とした場合の総合 CPI の機械的な押し下げ幅も約 1.33%pt から約 1.38%pt へ小幅に拡大する。なお、2025 年基準のウェイトは総務省が 7 月 10 日に公表したが、2026 年 6 月分までは 2020 年基準である。2025 年基準の指数は 8 月 7 日に 2025 年 1 月分から 2026 年 6 月分までが遡及公表され、8 月 21 日公表の 2026 年 7 月分から月次公表が新基準に切り替わる予定である。

政策による名目消費の増加額は約 0.58 兆円と試算

食料品に適用される消費税率を 8%から 1%へ引き下げた場合、物価の押下げを通じて家計の実質購買力は改善する。ただし、減税額の全てが新たな消費需要へ回るわけではなく、実質 GDP 成長率の押し上げ効果は 0.1%pt を下回ると試算される。試算にあたっては、酒類と外食を除く食料品を対象とし、税率引下げ分のうち 80%が消費者価格に転嫁されると仮定した。この場合、対象となる食料品価格は約 5.2%下落し、家計が受ける名目ベースの年間の便益は約 2.94 兆円となる(図表 4)。一方、価格に転嫁されない残りの約 0.73 兆円は、企業側に帰着する便益となる。5 段階の所得階級別にみると、食料品への支出額が大きい高所得層ほど、金額ベースで受ける便益は大きい。1 世帯当たりの年間便益額は、一番所得の低いクラスである第 1 五分位では約 2.4 万円であるのに対し、一番所得の高いクラスである第 5 五分位では約 5.0 万円となる。一方、便益額を年間収入で割った負担軽減率は低所得層ほど高い(図表 5)。これは、低所得層ほど収入や消費支出に占める食料品の割合が高いためであり、金額では高所得層、家計負担に対する比率では低所得層への恩恵が大きい政策と

いえる。また、家計便益のうち実際に追加消費へ回る金額は、所得階級別に限界消費性向を仮定して試算した。限界消費性向は第1五分位の約27%から第5五分位の約16%まで所得の増加に応じて低下すると想定しており、全体の加重平均は約20%とした。この結果、名目消費の押上げ額は約0.58兆円、2020年価格の実質消費では約0.53兆円と試算される。

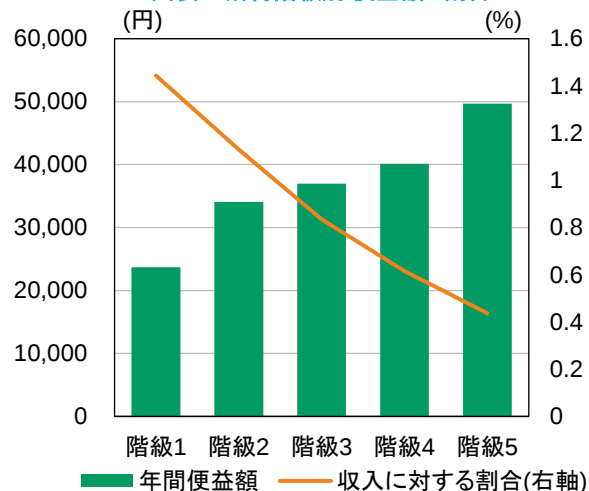
次に、この追加消費を2020年産業連関表の108部門へ配分し、輸入への漏出と中間投入を考慮して国内の付加価値誘発額を試算した。追加消費による一次的な実質GDP押上げ額は約0.44兆円となる。さらに、生産増加によって誘発された雇用者所得の一部が再び消費される効果を加えると、実質GDPの押上げ額は約0.47兆円となる。2025年度の実質GDPとの比較では、GDP水準を約0.08%押し上げる計算であり、減税開始時期を2027年4月とすると、2027年度の実質GDP成長率を約0.08%pt押し上げることになる。

したがって、経済効果の観点では、食料品減税は家計の購買力を相応に改善させるものの、短期的な景気押し上げ効果は限定的であるといえよう。減税期間中のGDP水準を一段押し上げる一方、成長率の押し上げ効果は政策の導入時に限られ、毎年の成長率を継続的に0.08%pt高めることを意味しない。もっとも、この推計は企業側に帰着した便益が賃金や設備投資に回る効果を含めていない。企業便益の一部が国内の賃金・配当・設備投資へ使われる場合、GDP押し上げ率はもう少し高まるとみられる。

図表4: 経済効果の試算結果

項目	試算結果
年間税収減少額	3.67兆円
うち家計便益	2.94兆円
うち企業便益	0.73兆円
年間名目追加消費	0.58兆円
年間実質GDP効果	0.47兆円
実質GDP押し上げ率	0.08%
財政乗数	0.16

図表5: 所得階級別 便益額と割合



注: 酒類および外食を除く飲食料品の消費税率を8%から1%へ引き下げた場合。価格転嫁率80%、所得五分位別限界消費性向約27%、23%、20%、18%、16%。追加消費の産業別配分には2025年家計調査を、消費額の実質化には消費者物価指数を、国内波及効果の試算には2020年産業連関表108部門を使用。GDP効果は2020年価格の産業連関表ベースのGDP準拠額。企業側便益の追加需要効果および同年度の財源措置は含まない。

出所: 総務省、内閣府、りそなホールディングス

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

金利への影響及び政策金利見通し

本稿では、日本国債のイールドカーブを Nelson-Siegel モデルによって 3 つのファクター(Level、Slope、Curvature)に分解し、それぞれのファクターがマクロ経済変数(自然利子率、インフレ期待、リスクプレミアム)から受ける影響を時変パラメータ(TVP)モデルを用いて分析した。さらに、推定された最新のファクター感応度をベースに、今後のマクロ環境の変化を想定した複数シナリオに基づくイールドカーブ形状の将来予測及びそれに付随して各年限の金利予測を行った。

なお、Nelson-Siegel モデルとは、以下の 3 ファクターでイールドカーブを説明しようとするモデルである。

- ① Level(金利全体の高さ): イールドカーブ全体がそのまま上に上がるか、下がるかを示す。この値がプラスに大きく なるほど、短期金利も長期金利も、全体的に金利が高くなっていることを意味する。主に、その国の長期的なインフレ見通しや経済の基礎体力を反映
- ② Slope(長短金利の差): 短期金利と長期金利の「差」がどうなっているかを示す。この値がマイナス方向に落ち込むのは、短期金利が長期金利に追いついてきている状態を示唆。中央銀行がインフレを退治しようと利上げを行っている時によく見られる
- ③ Curvature(中期金利のゆがみ): 中期金利(例えば 5 年や 7 年など)が、どれくらい膨らんでいるか、あるいは凹んでいるか を示す。市場の複雑な需給バランスや、金融政策の変わり目などで変動

図表 6・7 は、Nelson-Siegel モデルによる 3 つのファクターの時系列推移である。黒線が実際に推計されたファクターの推移、赤線は自然利子率、青線は期待インフレ率、緑線はリスクプレミアムの、それぞれのファクターへの寄与度である。なお、自然利子率は一橋大学中島教授の公表値、期待インフレ率は 10 年のブレイクイーブンインフレ率、リスクプレミアムは 30 年金利とブレイクイーブンインフレ率のボラティリティを主成分分析して作成した(第 1 主成分)。

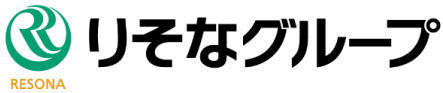
全体を俯瞰すると、日本のイールドカーブ形成においては、自然利子率が極めて大きな影響を与えていることが分かる(期待インフレ率も同方向の寄与だが影響が相対的に小さい)。自然利子率は、コロナ禍以降、緩やかに水準を切り上げているものの、寄与度(の絶対値)の増加幅はそれを上回る。これは、自然利子率に対する各種ファクターの感応度が大きくなっていることを示唆する。すなわち、自然利子率の水準そのものではなく、改善を続けているということに反応していると言えるだろう。これは植田日銀総裁が、インフレ率を警戒しながらも、日本経済が利上げに耐えられるのかを慎重に見極め、経済に配慮しながら利上げを進めてきたこととも整合的であろう。

一方で、リスクプレミアムの寄与は相対的に軽微である。財政リスクプレミアムが本格的に高まる局面では、超長期金利の不安定化とインフレ期待の不安定化が同時に発生するとみられることから、筆者らの作成したリスクプレミアムは、そうした影響を部分的に捉えていると推察される。実際、片方だけが変動している場合は、単なる海外市場の金利波及や、一時的な資源価格の変動によるものである可能性も否定できない。しかし、この 2 つのボラティリティの共通成分(第 1 主成分)を抽出するアプローチは、インフレの不確実性と、国債の需給・信認の不確実性が同時に高まる局面という、純粋な財政リスクの顕在化を捉えていることが期待される。しかし、こうして作成したリスクプレミアムの影響が軽微ということは、**円金利市場も短期的にはプレミアム要因で大きく変動したとしても、長期的にはファンダメンタルズに基づいて価格形成されている部分が大きいということであろう。**

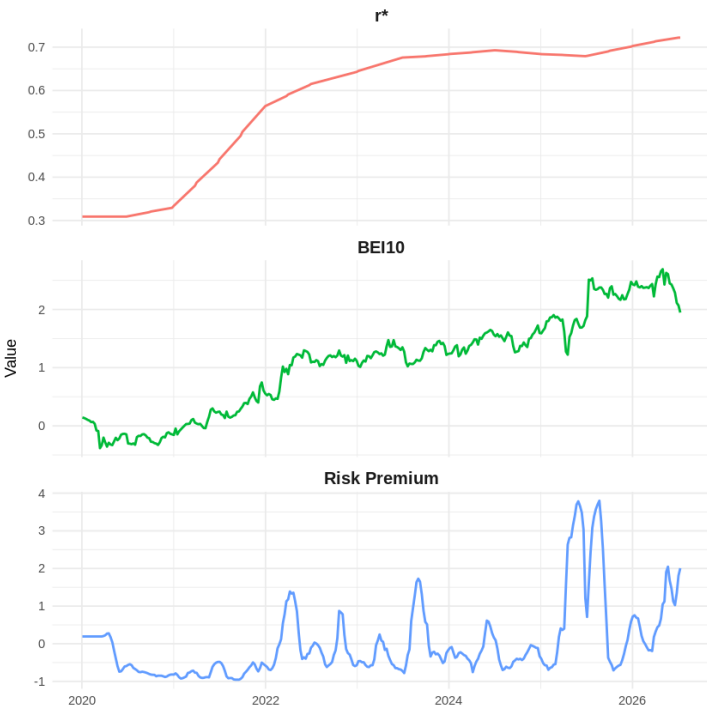
◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

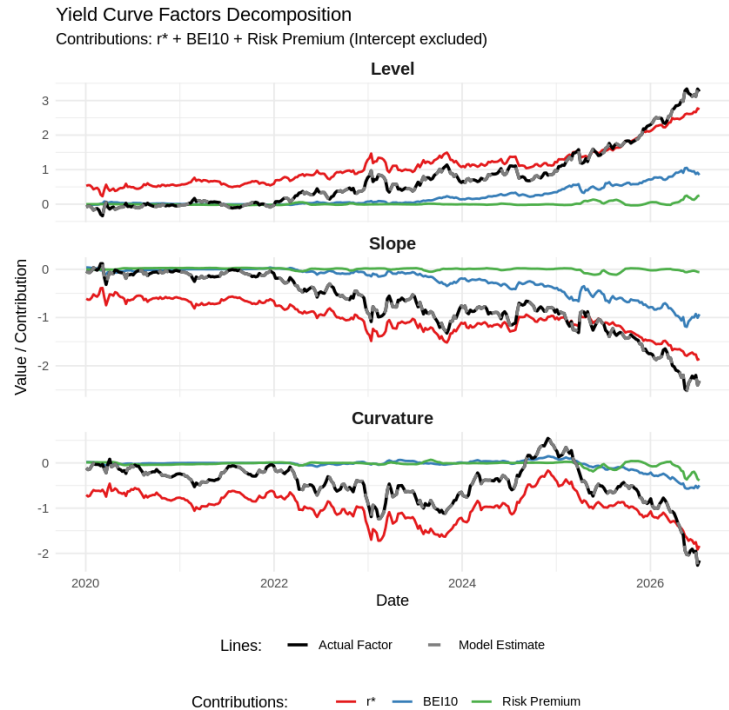


図表 6: Nelson-Siegel の 3 ファクターの推移



注: 自然利子率は四半期データの為平滑化処理を施している
出所: Bloomberg、一橋大学中島教授の HP

図表 7: Nelson-Siegel の 3 ファクターの推移



出所: Bloomberg、一橋大学中島教授の HP

最後に、図表 8 に今後 2 年程度の金利見通し(イールドカーブ)を示した。Current(Actual)は直近値、Current(Model)はモデルから示唆される理論値、Main は今後 2 年程度で自然利子率+0.2%pt、期待インフレ率+0.1%pt、Optimistic は今後 2 年程度で自然利子率、期待インフレ率共に+0.5%pt、Pessimistic は今後 2 年程度で自然利子率横ばい、期待インフレ率-0.5%pt である。なお、リスクプレミアムについて、Main では全期間の平均値、Optimistic では全期間の最大値、Pessimistic では全期間の平均値を採用した。

Main 設定の背景は次の通り。2027 年 4 月から 2 年間、外食と酒類を食料品減税が実施されれば、2027 年 4 月以降、総合 CPI とコア CPI は大きく押し下げられる。ただし、これは税率変更に伴う制度要因であり、景気や需要の弱まりによる物価上昇率の低下とは性格が異なる。減税の影響を除いた CPI は 2%を上回って推移すると見込まれることから、表面上の CPI 上昇率が低下しても、基調的なインフレ圧力(特殊要因を除いた消費者物価の騰勢)は維持されるとみる。このため、食料品減税が日銀の金融政策運営に与える影響は限定的と考え、期待インフレ率は 2.1%~2.2%まで高まると考えた。また、自然利子率については、ここもとの需給ギャップ改定、鉱工業生産指数の実績値が平滑化値を上振れて推移していること等を踏まえ、0.1%pt 程度の改善余地があると考えた。リスクプレミアムについては、イールドカーブへの影響が限定的と判明したので、中立的立場を取った。

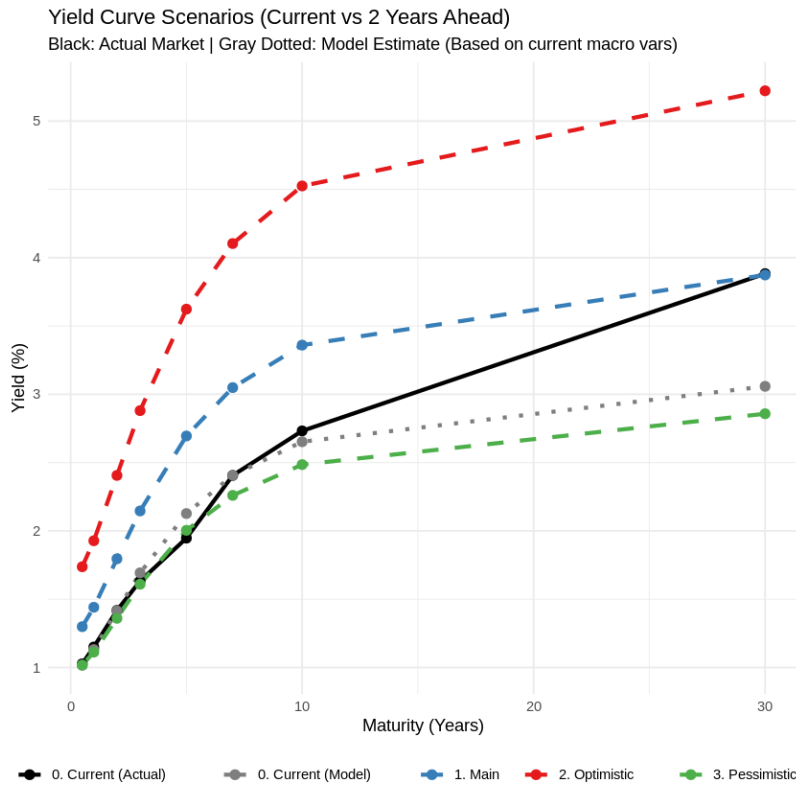
推計されたイールドカーブに基づくと、今後 2 年程度の 10 年金利のターゲットは、3.3%~3.4%程度となる。超長期金利(30 年金利など)について、上昇余地は限定的であることが示唆された。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表 8 : Nelson-Siegel に基づく 2 年後のイールドカーブ予測



出所: Bloomberg、一橋大学中島教授の HP

モデルからも示唆された様に、日銀の金融政策運営は、減税による CPI の低下だけを理由に方向性が変わる可能性は低く、日銀は引き続き追加利上げを進め、金融緩和の度合いを調整していくと見込まれる。実際の利上げ時期やペースはその時点の経済・物価情勢に左右されるものの、食料品減税によって追加利上げの方向性そのものが変わるとは考えにくい。金融政策の見通しに対する見方は従来から変更せず、26 年 10-12 月に 1 回、2027 年 4-6 月期に 1 回の利上げを予想する。

◎注意事項

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様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。