

2025年3月13日
米国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

日米欧 Market View: 2月米 CPI

インフレ減速が確認されたが、市場の関心はトランプ関税影響へ

要約

- エネルギー、食品を除くコア指数では、前年比は、3.1%と前月(+3.3%)から減速。また前月比は、+0.2%と前月(+0.4%)から減速
- 今後を展望するとサービスインフレの鈍化は継続する一方で、財価格の上昇がその影響を相殺し、短期的にインフレ率は横ばい圏で推移する公算が大きい
- メインシナリオでは、関税のインフレ押し上げ効果は、0.5%pt~0.8%pt

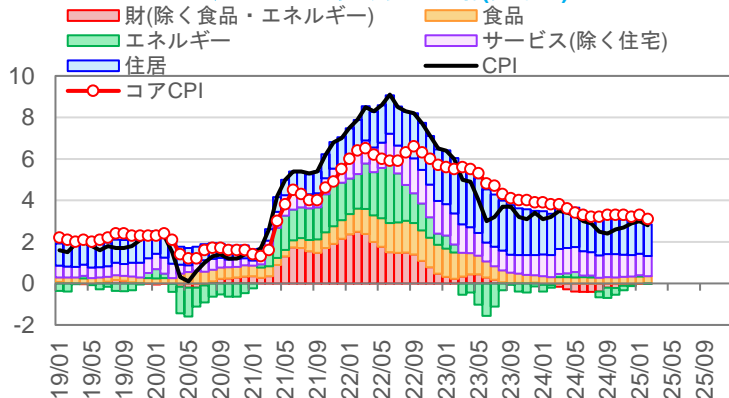
2月米 CPI: 市場予想を下回ったが、市場の関心は将来のトランプ関税影響へ

2月の米 CPI 前年比は、+2.8%と前月(+3.0%)から減速し、市場予想(+2.9%)も下回った。また前月比は、+0.2%と前月(+0.5%)から減速し、市場予想(+0.3%)も下回った(図表1~2)。エネルギー、食品を除くコア指数では、前年比は、3.1%と前月(+3.3%)から減速し、市場予想(+3.2%)も下回った。また前月比は、+0.2%と前月(+0.4%)から減速し、市場予想(+0.3%)も下回った。

前年比の変動要因を考察すると、住居関連項目を中心にサービスインフレの鈍化がインフレ減速の主因である。ただし、財価格は小幅に上昇した。前月比の変動要因では、サービス(除く住宅)の低下が目立ったが、前号で指摘した通り、季節性要因(多くのサービス業者が年初に料金を引き上げる傾向にある)の剥落であろう。

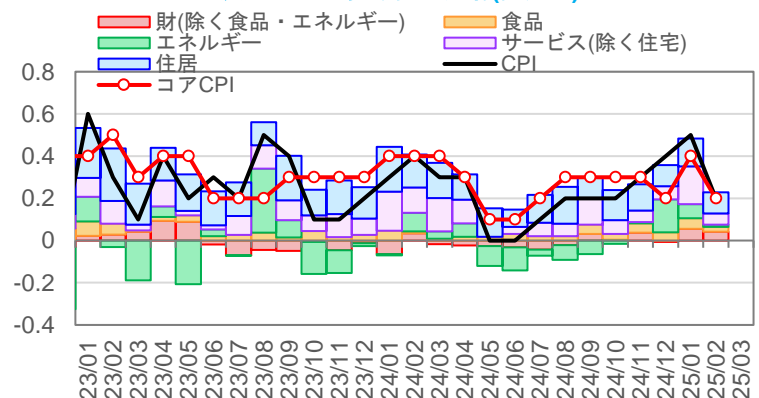
今後を展望すると、中長期的にはインフレ率は低下傾向を辿るとみているが、短期的には横ばい圏で推移する可能性がある。住居項目の中で最大のウェイトを占める帰属家賃に先行する Zillow 家賃指数の前年比は、既にコロナ禍前の水準まで低下してきている他、帰属家賃の前月比も鈍化傾向であることから、サービス関連項目の寄与度は緩やかに低下しよう。一方で、景気回復や関税影響により、財インフレ加速がサービスインフレ鈍化によるインフレ減速影響を相殺する効果が一層高まる可能性がある。両者の影響がオフセットされ、短期的にはインフレ鈍化が進行しにくかろう。

図表1: CPIの変動要因分解(前年比)



出所: Bloomberg

図表2: CPIの変動要因分解(前月比)



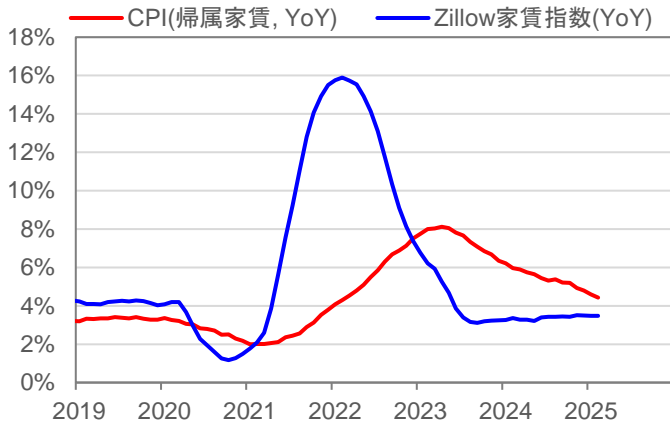
出所: Bloomberg

◎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3：Zillow家賃指数とCPI(帰属家賃)



出所：Bloomberg

図表4：帰属家賃の前月比



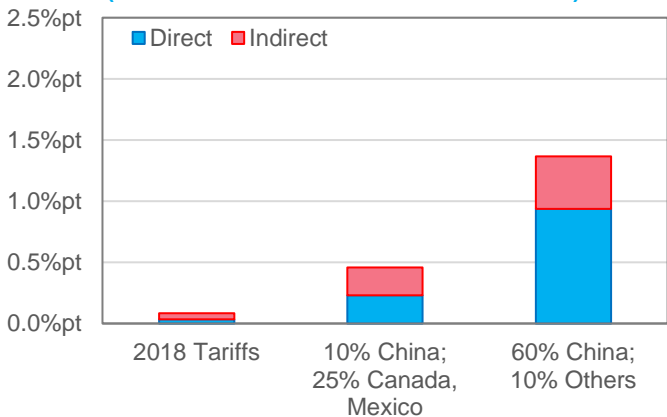
出所：Bloomberg

関税影響の考察:メインシナリオではインフレ押し上げ効果は0.5%pt~0.8%pt

以下、Boston 連銀の Paper(The Impact of Tariffs on Inflation)を参考に、トランプ関税の影響を考察したい。結論を先述すると、「カナダとメキシコに対する 25%の関税と中国に対する 10%の関税」シナリオでは、インフレ押し上げ効果は 0.5%pt~0.8%pt と試算される。「中国に 60%の関税を課し、その他の国に 10%の関税を課す」という、より極端なシナリオでは、インフレへ押し上げ効果は 1.4%pt~2.2%pt と見積もられる。

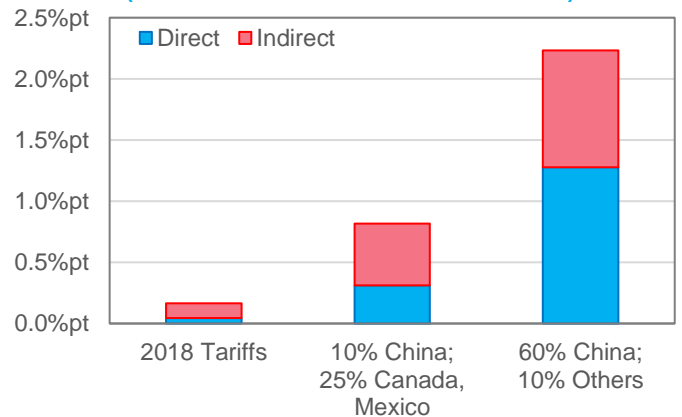
ただし、関税がインフレ率に及ぼす第 1 ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないかと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである。

図表5：インフレ押し上げ効果
(企業利益額一定、コスト増分だけ価格転嫁)



出所：Boston Fed

図表6：インフレ押し上げ効果
(企業利益率一定、コスト増+利益上乘せ)



出所：Boston Fed

◎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。

補論: 関税影響の導出背景

まず、コア PCE に対する直接輸入と間接輸入の寄与度を、支出カテゴリー別に確認した。図表 7 によれば、例えば、医薬品やその他の医療製品の直接輸入はコア PCE の 0.7%を占めており、国内生産に使用される間接輸入への支出は、コア PCE の 0.2%を占めていることが分かる。従って、医薬品およびその他の医療製品セクターにおける総輸入量(直接部品と間接部品の合計)は、コア PCE の 0.9%を占めている計算となる。なお、全体としては、コア PCE の 6%が直接輸入、4%が間接輸入で占められている。

同様に、コア PCE に対する直接輸入と間接輸入の寄与度を、国別に確認した。図表 8 によれば、例えば、中国がコア PCE に与える影響は、間接輸入よりも直接輸入経由の方が大きいことが分かる。具体的には、コア PCE の 1%は中国からの直接輸入であり、0.3%は中国からの間接輸入で構成されている。一方、メキシコとカナダは、コア PCE への間接輸入の割合が大きい。メキシコでは直接輸入が 0.4%、間接輸入が 0.4%、カナダでは直接輸入が 0.1%、間接輸入が 0.4%となっている。この数値をもとに、関税率をかけると、簡易的ではあるが、PCE コアインフレ率への影響が試算できる。なお、企業のマークアップ率(商品のコストに対して、販売業者が上乘せする利益)考慮に当たって、関税は米輸入業者が負担すると仮定した。これは 2018 年に課された関税の引き上げで観察されたものと一致する(Fajgelbaum et al. 2019; Amiti, Redding, and Weinstein, 2019; Cavallo et al. 2021)。

まず、「カナダとメキシコに対する 25%の関税と中国に対する 10%の関税」シナリオでは、インフレへの影響は 0.5%pt ~0.8%pt と試算される。「中国に 60%の関税を課し、その他の国に 10%の関税を課す」という、より極端なシナリオでは、インフレへの影響は 1.4%pt~2.2%pt と見積もられる。

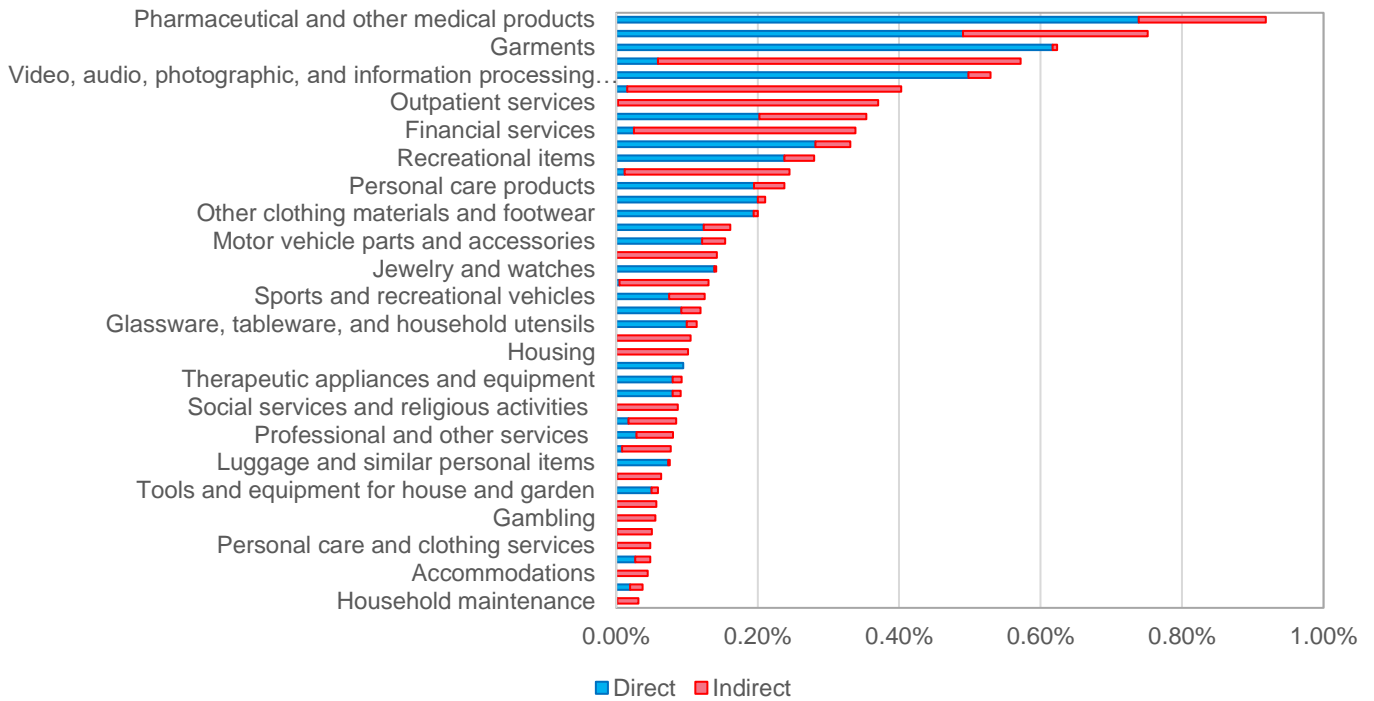
ただし、関税がインフレ率に及ぼす第 1 ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきである。

◎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さまご自身の判断でなされるようお願い致します。

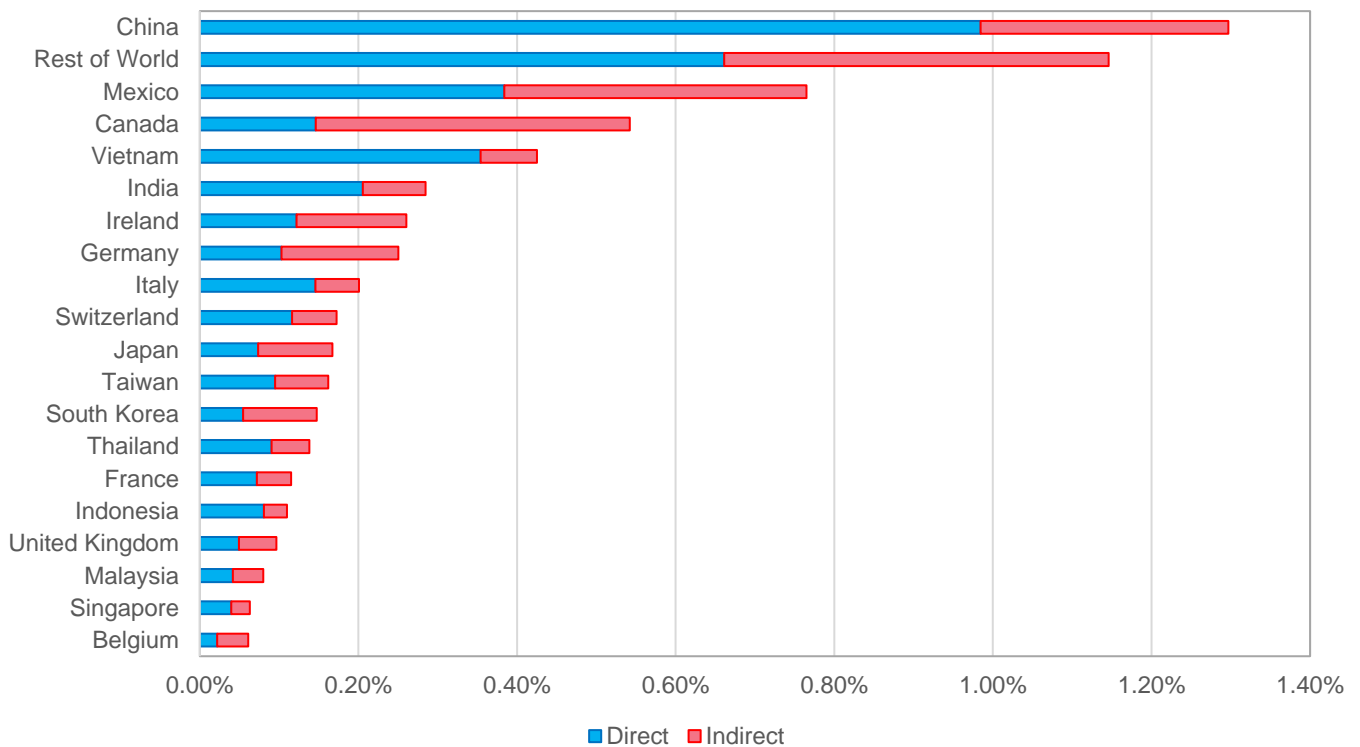
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表7：コアPCEに対する直接輸入と間接輸入の寄与度(品目別)



出所: Boston Fed

図表8：コアPCEに対する直接輸入と間接輸入の寄与度(国別)



出所: Boston Fed

◎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さま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。

■バックナンバー(直近発行レポート 50 本)

| No | 発行日 | テーマ | タイトル |
|-----|------------|---------------|---|
| 122 | 2024/11/29 | 日本経済 | 10月賃金オルタナティブデータ～HRog 賃金 Now |
| 123 | 2024/11/29 | 日本株 | 日本株需給(11月18日～11月22日) |
| 124 | 2024/12/2 | 欧州経済 | 11月ユーロ圏物価動向 |
| 125 | 2024/12/2 | 日本株 | 日本株11月セクター動向と12月見通し |
| 126 | 2024/12/3 | 米国経済 | 11月ISM製造業景況感指数 |
| 127 | 2024/12/3 | 日本株, 米国株 | 12月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立 |
| 128 | 2024/12/6 | 日本株 | 日本株需給(11月25日～11月29日) |
| 129 | 2024/12/9 | 米国経済 | 11月雇用統計 |
| 130 | 2024/12/11 | 米国経済, 米国株 | 2025年のマーケット見通し～米国編 |
| 131 | 2024/12/13 | 欧州経済 | ECB<欧州中央銀行>理事会 |
| 132 | 2024/12/13 | 日本株 | 日本株需給(12月2日～12月6日) |
| 133 | 2024/12/13 | 半導体, 日本株, 米国株 | 半導体市場 Monthly(2024年12月) |
| 134 | 2024/12/19 | 米国経済 | 12月FOMC |
| 135 | 2024/12/19 | コモディティ | 11月WTI原油先物価格 |
| 136 | 2024/12/20 | 日本株 | 日本株受給(12月9日～12月13日) |
| 137 | 2024/12/20 | 日本経済, 日本株 | 2025年のマーケット見通し～日本編 |
| 138 | 2024/12/20 | 豪州経済 | 12月豪州概況 |
| 139 | 2024/12/27 | 日本株 | 日本株需給(12月16日～12月20日) |
| 140 | 2024/12/27 | 日本株 | 日本株12月セクター動向と1月見通し |
| 141 | 2025/1/6 | 米国経済 | 12月ISM製造業景況感指数 |
| 142 | 2025/1/10 | 日本株 | 日本株需給(12月23日～12月27日) |
| 143 | 2025/1/14 | 米国経済 | 12月米雇用統計 |
| 144 | 2025/1/15 | 半導体, 日本株, 米国株 | 半導体市場 Monthly(2025年1月) |
| 145 | 2025/1/20 | 日本株 | 日本株需給(1月6日～1月10日) |
| 146 | 2025/1/20 | コモディティ | 12月WTI原油先物価格 |
| 147 | 2025/1/22 | 豪州経済 | 1月豪州概況 |
| 148 | 2025/1/24 | 日本株 | 日本株需給(1月14日～1月17日) |
| 149 | 2025/1/27 | 日本株 | 日本株とESG投資～GPIF採用指数の視点から |
| 150 | 2025/1/30 | 米国経済 | 1月FOMC |
| 151 | 2025/1/31 | 欧州経済 | 24年第4四半期ユーロ圏GDP統計 |
| 152 | 2025/1/31 | 日本株 | 日本株需給(1/20～1/24) |
| 153 | 2025/1/31 | 欧州経済 | ECB<欧州中央銀行>理事会 |
| 154 | 2025/2/3 | 日本株 | 日本株1月セクター動向と2月見通し |
| 155 | 2025/2/3 | 日本株, 米国株 | 2月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立 |
| 156 | 2025/2/4 | 米国経済 | 1月ISM製造業景況感指数 |
| 157 | 2025/2/4 | 欧州経済 | 25年1月ユーロ圏物価動向 |
| 158 | 2025/2/7 | 日本株 | 日本株需給(1月27日～1月31日) |
| 159 | 2025/2/13 | 米国経済 | 1月米CPI |
| 160 | 2025/2/14 | 半導体, 日本株, 米国株 | 半導体市場 Monthly(2025年2月) |
| 161 | 2025/2/14 | コモディティ | 25年1月WTI原油先物価格 |
| 162 | 2025/2/17 | 日本株 | 日本株需給(2月3日～2月7日) |
| 163 | 2025/2/25 | 日本株 | 日本株需給(2月10日～2月14日) |
| 164 | 2025/2/27 | 欧州政治 | 2025年2月ドイツ連邦議会選挙 |
| 165 | 2025/2/28 | 米国株, 日本株 | エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q |
| 166 | 2025/2/28 | 豪州経済 | 25年2月豪州概況 |
| 167 | 2025/3/3 | 日本株 | 日本株の2月セクター動向と3月見通し |
| 168 | 2025/3/3 | 日本株 | 日本株需給(2月17日～2月21日) |
| 169 | 2025/3/4 | 欧州経済 | 25年2月ユーロ圏物価動向 |
| 170 | 2025/3/4 | 米国経済 | 2月ISM製造業景況指数 |
| 171 | 2025/3/7 | 半導体, 米国株 | 日本株需給(2月25日～2月28日) |

◎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。