

2025年4月11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:3 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、2.4%と前月(+2.8%)から減速。また前月比は、-0.1%と前月(+0.1%)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、1.5%pt~3.0%pt

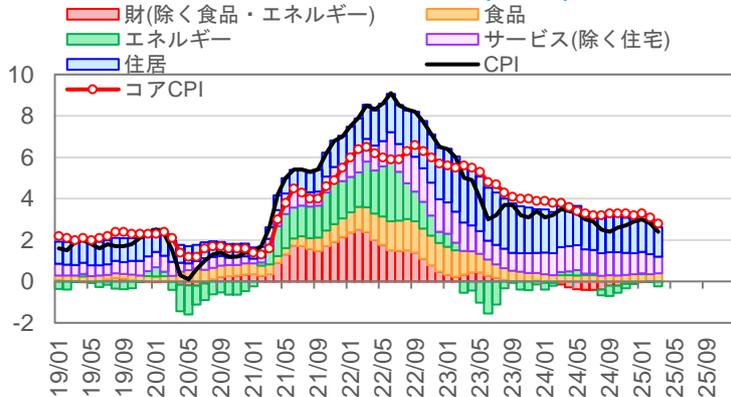
## 3 月米 CPI:市場予想を下回ったが、関税影響への懸念から反応は限定的

3 月の米 CPI 前年比は、+2.4%と前月(+2.8%)から減速し、市場予想(+2.5%)も下回った。また前月比は、-0.1%と前月(+0.2%)から減速し、市場予想(+0.1%)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、2.8%と前月(+3.1%)から減速し、市場予想(+3.0%)も下回った。また前月比は、+0.1%と前月(+0.2%)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、サービスインフレ及びエネルギーインフレの鈍化がインフレ減速の主因である。ただし、エネルギーを除くと食品を中心に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、季節的要因(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)の剥落が継続している模様。ただし、前年比同様に、食品価格が上昇している点には留意する必要がある。

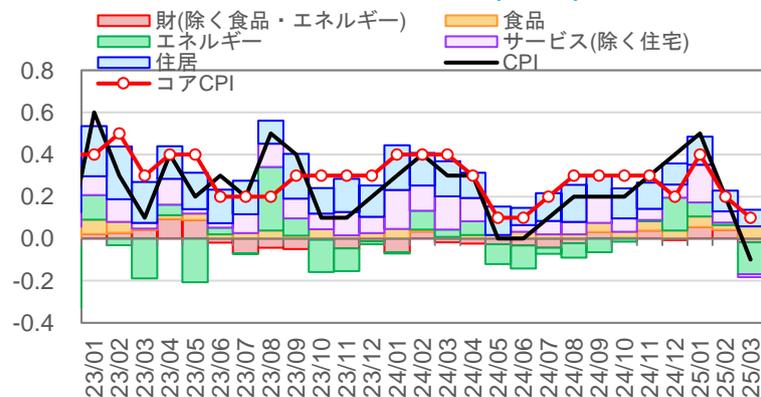
今後を展望すると、中長期的にはインフレ率は低下傾向を辿るとみているが、短期的には横ばい圏で推移する可能性がある。住居項目の中で最大のウェイトを占める帰属家賃に先行する Zillow 家賃指数の前年比は、既にコロナ禍前の水準まで低下してきている他、帰属家賃の前月比も鈍化傾向であることから、サービス関連項目の寄与度は緩やかに低下しよう。一方で、景気回復や関税影響により、財インフレ加速がサービスインフレ鈍化によるインフレ減速影響を相殺する効果が一層高まる可能性がある。両者の影響がオフセットされ、短期的にはインフレが鈍化しにくかる。

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)



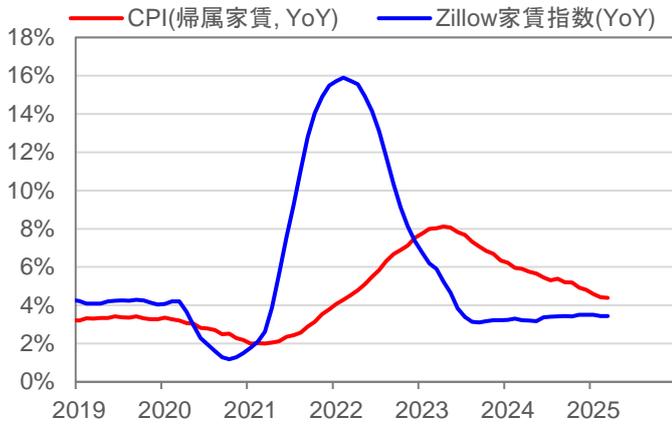
出所: Bloomberg

## ◎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



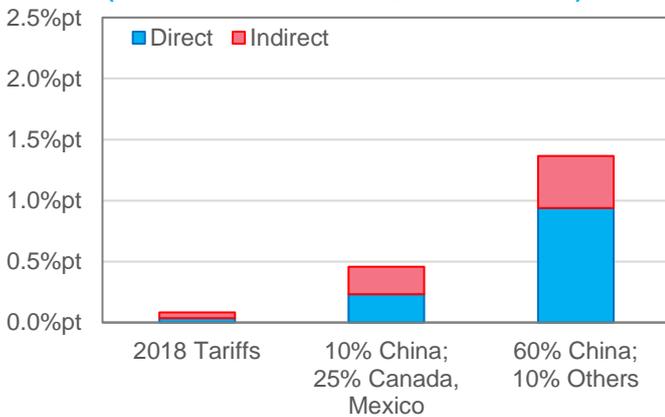
出所：Bloomberg

### 関税影響の考察：インフレ押し上げ効果は 1.5%pt~3.0%pt と推計される

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。

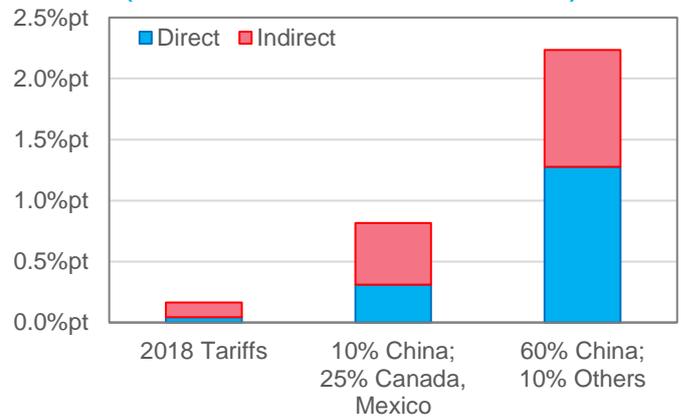
まず、いくつかの仮定を置いて 2 つのシミュレーションを実行した。①「カナダとメキシコに対する 25%の関税と中国に対する 10%の関税」シナリオでは、0.5%pt~0.8%pt、②「中国に 60%の関税を課し、その他の国に 10%の関税を課す」という、より極端なシナリオでは、1.4%pt~2.2%pt と見積もられた。

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

こうした結果は、中国に何%の関税を賦課するかが、米インフレ加速の過半を規定している。足元で、トランプ大統領は、発動したばかりの相互関税について、一部の国・地域で 90 日間停止すると発表しており、中国以外の国については、想定以上に厳しい関税賦課というワーストシナリオは避けられる可能性が台頭してきたが、中国への関税率は 145%になる等、むしろ悪化している。中国への関税率が 145%の場合、それだけで米インフレ率を 2.0%pt 程度押し上げると試算されるため、インフレ率は、従来よりも加速する可能性すらある。

◎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。

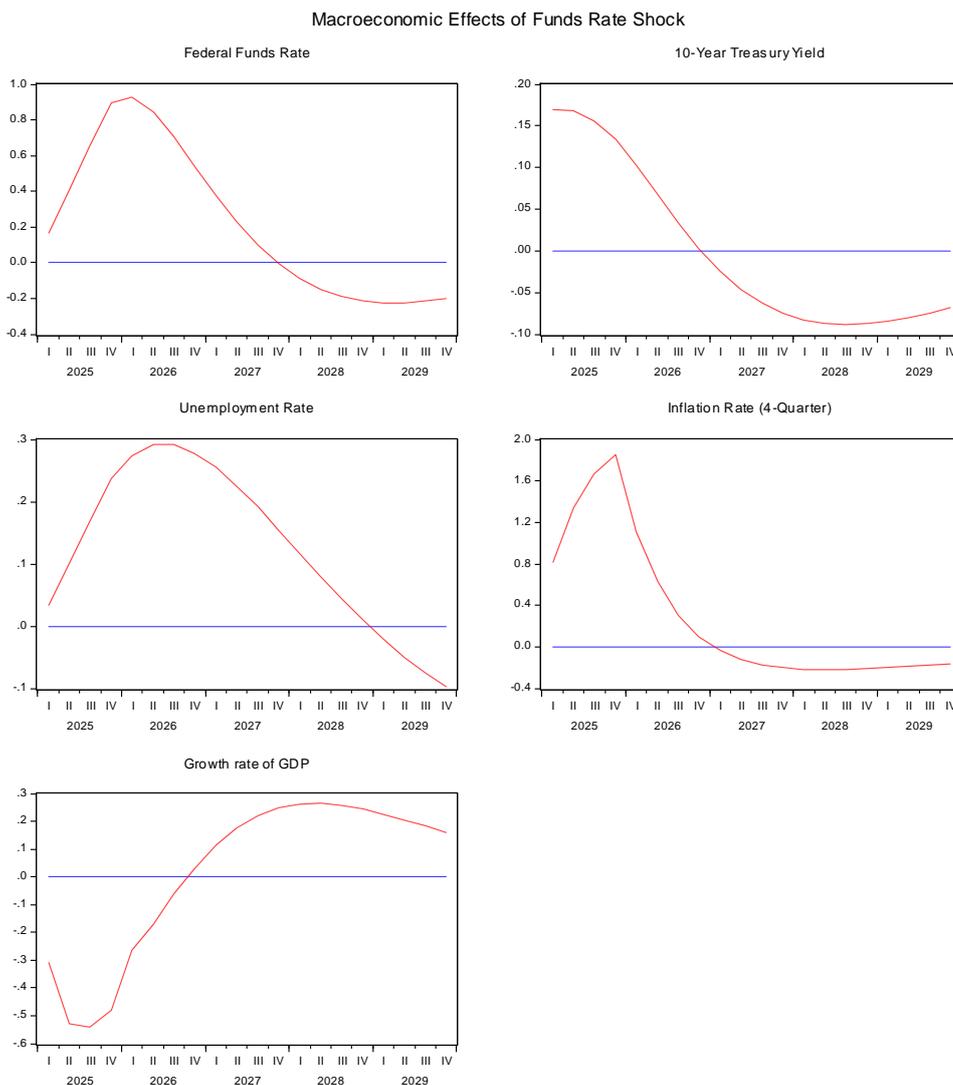
ただし、関税がインフレ率に及ぼす第1ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである。

## 米経済への影響:米経済は減速する公算が大きい、ソフトランディングは可能

以下、FRB/USモデルを使用して、インフレ率が2%pt上昇するショックが生じた際の影響をシミュレートした(図表7)。要点を述べると、次の3つにまとめられよう。

1. 景気の底は2025年Q2~Q3とみられる。GDP成長率は0.6%pt程度落ち込む
2. FRBは2026年Q1にかけて4回程度の利上げを行う
3. 失業率は2026年Q2~Q3にかけて0.3%pt程度上昇する

図表7:FRB/USモデルを用いたシミュレーション (インフレ率が2%上昇した場合のショック)



### ◎注意事項

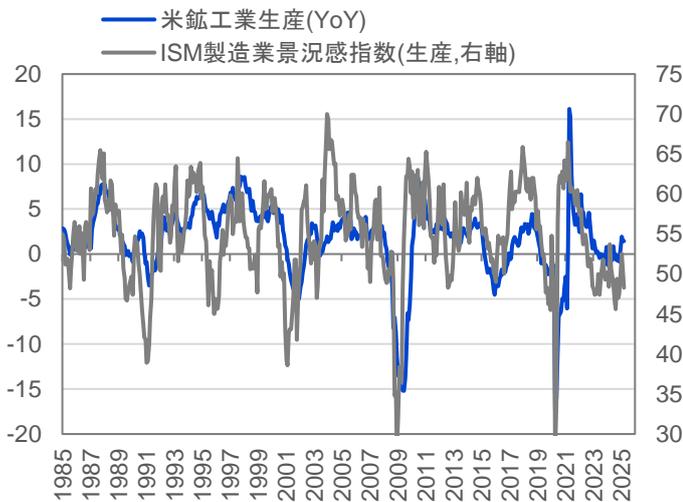
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

ここで問題となるのは、労働市場が減速する中、インフレ抑制に主眼を置き、FRB が利上げを行うか否かという点である。この点は現時点では判断が難しいため、あくまでワーストケースと認識しておくべきであろう。ただし、ワーストケースの場合でも、GDP 成長率は 0.6%pt 程度しか悪化しないことを考えると、米経済は減速基調となるも、ソフトランディングするシナリオが妥当であり、株価のこれ以上の調整余地は限定的であろう。

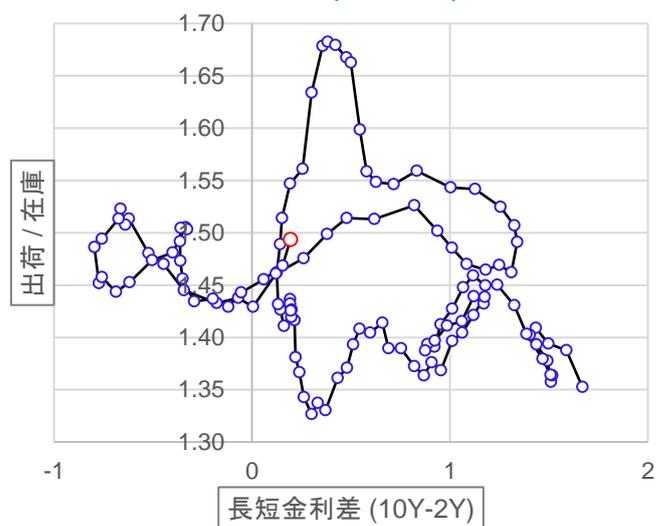
シミュレーション結果は、実勢とも概ね整合的とみられる。実際、ハードデータ(鉱工業生産)は依然として底堅く、在庫・出荷バランスからは、製造業は循環的な回復局面へと向かっている(図表 8~9)。

図表8：米鉱工業生産(YoY)と  
ISM製造業景況感指数



出所: Bloomberg

図表9：在庫・出荷バランスと  
長短金利差 (2015/01~)



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。

■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  |
|-----|------------|----------------|---|
| 134 | 2024/12/19 | 米国経済           | <a href="#">12月 FOMC</a>                    |
| 135 | 2024/12/19 | コモディティ         | <a href="#">11月 WTI 原油先物価格</a>              |
| 136 | 2024/12/20 | 日本株            | <a href="#">日本株受給(12月9日～12月13日)</a>         |
| 137 | 2024/12/20 | 日本経済, 日本株      | <a href="#">2025年のマーケット見通し～日本編</a>          |
| 138 | 2024/12/20 | 豪州経済           | <a href="#">12月豪州概況</a>                     |
| 139 | 2024/12/27 | 日本株            | <a href="#">日本株需給(12月16日～12月20日)</a>        |
| 140 | 2024/12/27 | 日本株            | <a href="#">日本株 12月セクター動向と1月見通し</a>         |
| 141 | 2025/1/6   | 米国経済           | <a href="#">12月 ISM 製造業景況感指数</a>            |
| 142 | 2025/1/10  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(12月23日～12月27日)</a>        |
| 143 | 2025/1/14  | 米国経済           | <a href="#">12月米雇用統計</a>                    |
| 144 | 2025/1/15  | 半導体, 日本株, 米国株  | <a href="#">半導体市場 Monthly(2025年1月)</a>      |
| 145 | 2025/1/20  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(1月6日～1月10日)</a>           |
| 146 | 2025/1/20  | コモディティ         | <a href="#">12月 WTI 原油先物価格</a>              |
| 147 | 2025/1/22  | 豪州経済           | <a href="#">1月豪州概況</a>                      |
| 148 | 2025/1/24  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(1月14日～1月17日)</a>          |
| 149 | 2025/1/27  | 日本株            | <a href="#">日本株と ESG 投資～GPIF 採用指数の視点から</a>  |
| 150 | 2025/1/30  | 米国経済           | <a href="#">1月 FOMC</a>                     |
| 151 | 2025/1/31  | 欧州経済           | <a href="#">24年第4四半期ユーロ圏 GDP 統計</a>         |
| 152 | 2025/1/31  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(1/20～1/24)</a>            |
| 153 | 2025/1/31  | 欧州経済           | <a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>        |
| 154 | 2025/2/3   | 日本株            | <a href="#">日本株 1月セクター動向と2月見通し</a>          |
| 155 | 2025/2/3   | 日本株, 米国株       | <a href="#">2月日米株バリュエーション～日本：中立、米国：中立</a>   |
| 156 | 2025/2/4   | 米国経済           | <a href="#">1月 ISM 製造業景況感指数</a>             |
| 157 | 2025/2/4   | 欧州経済           | <a href="#">25年1月ユーロ圏物価動向</a>               |
| 158 | 2025/2/7   | 日本株            | <a href="#">日本株需給(1月27日～1月31日)</a>          |
| 159 | 2025/2/13  | 米国経済           | <a href="#">1月米 CPI</a>                     |
| 160 | 2025/2/14  | 半導体, 日本株, 米国株  | <a href="#">半導体市場 Monthly(2025年2月)</a>      |
| 161 | 2025/2/14  | コモディティ         | <a href="#">25年1月 WTI 原油先物価格</a>            |
| 162 | 2025/2/17  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(2月3日～2月7日)</a>            |
| 163 | 2025/2/25  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(2月10日～2月14日)</a>          |
| 164 | 2025/2/27  | 欧州政治           | <a href="#">2025年2月ドイツ連邦議会選挙</a>            |
| 165 | 2025/2/28  | 米国株, 日本株       | <a href="#">エヌビディアの決算とマーケットへの影響 2025 4Q</a> |
| 166 | 2025/2/28  | 豪州経済           | <a href="#">25年2月豪州概況</a>                   |
| 167 | 2025/3/3   | 日本株            | <a href="#">日本株の2月セクター動向と3月見通し</a>          |
| 168 | 2025/3/3   | 日本株            | <a href="#">日本株需給(2月17日～2月21日)</a>          |
| 169 | 2025/3/4   | 欧州経済           | <a href="#">25年2月ユーロ圏物価動向</a>               |
| 170 | 2025/3/4   | 米国経済, 米国株      | <a href="#">2月 ISM 製造業景況感指数</a>             |
| 171 | 2025/3/7   | 半導体, 米国株       | <a href="#">日本株需給(2月25日～2月28日)</a>          |
| 172 | 2025/3/7   | 欧州経済           | <a href="#">ECB&lt;欧州中央銀行&gt;理事会</a>        |
| 173 | 2025/3/12  | 半導体, 日本株, 米国株  | <a href="#">半導体市場 Monthly(2025年3月)</a>      |
| 174 | 2025/3/13  | 米国経済           | <a href="#">2月米 CPI</a>                     |
| 175 | 2025/3/14  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(3月3日～3月7日)</a>            |
| 176 | 2025/3/19  | 米国株            | <a href="#">2025年の米国株見通し(2025年3月号)</a>      |
| 177 | 2025/3/21  | 米国経済           | <a href="#">3月 FOMC</a>                     |
| 178 | 2025/3/24  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(3月10日～3月14日)</a>          |
| 179 | 2025/3/28  | 日本株            | <a href="#">日本株需給(3月17日～3月21日)</a>          |
| 180 | 2025/4/1   | 日本株            | <a href="#">日本株 3月セクター動向と4月見通し</a>          |
| 181 | 2025/4/4   | 日本株            | <a href="#">日本株需給(3月24日～3月28日)</a>          |
| 182 | 2025/4/4   | 米国経済, 日本株, 米国株 | <a href="#">トランプ関税の影響整理と株価見通し</a>           |
| 183 | 2025/4/10  | 米国経済, 米国株      | <a href="#">トランプ関税の影響整理と株価見通し 2</a>         |

◎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。