

2025 年 5 月 14 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: 4 月米 CPI

インフレ減速が確認された。米中関係の進展もあり、インフレ加速懸念は後退

要約

- 前年比は、2.8%と前月(+2.8%)から横ばいで、市場予想(+2.8%)に一致した。また前月比は、+0.2%と前月(+0.1%)から加速したが、市場予想(+0.3%)は下回った
- 今後を展望すると、財、サービスインフレのいずれも鈍化傾向が継続する公算が大きく、9 月以降の FRB の利下げ判断を後押しする内容になるとみている
- メインシナリオでは、関税のインフレ押し上げ効果は、0.6%pt~1.0%pt

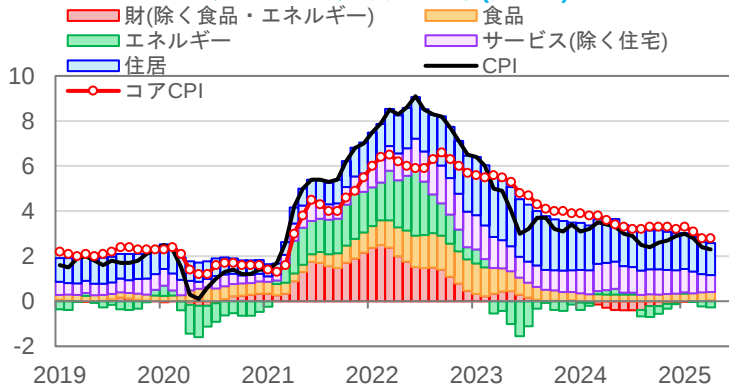
4 月米 CPI: 市場予想を下回った。米中関係の進展もあり、インフレ加速懸念は後退

4 月の米 CPI 前年比は、+2.3%と前月(+2.4%)から減速し、市場予想(+2.4%)も下回った。また前月比は、+0.2%と前月(-0.1%)から加速したが、市場予想(+0.3%)は下回った(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(+2.8%)から横ばいで、市場予想(+2.8%)に一致した。また前月比は、+0.2%と前月(+0.1%)から加速したが、市場予想(+0.3%)は下回った。

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、食品インフレの鈍化がインフレ減速の主因である。特に食品インフレは昨年ただし、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、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)の剥落が継続している模様。

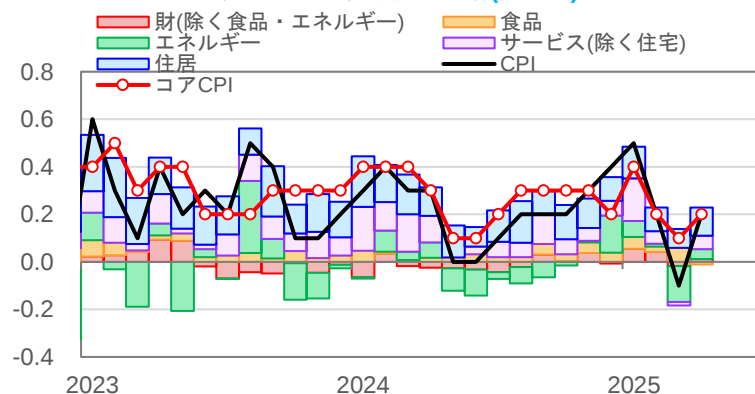
市場では、年内 2 回程度の利下げが織り込まれているが、6 月、7 月は据え置きが織り込まれている。関税影響等を見極めながら、9 月以降、年末にかけて 2 回利下げを行うというのが市場のコンセンサスの様だ(図表 3)。後頁で詳細は述べるが、9 月頃までには、インフレ鈍化が確認され、FRB の利下げが後押しされる様な経済環境になると考えている。

(%) 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 : 市場の利下げ織り込み確率

Fed funds rate: futures-implied probabilities

Meeting	Implied FFR	2.75-3	3-3.25	3.25-3.5	3.5-3.75	3.75-4	4-4.25	4.25-4.5
2025-05-07	4.33 %						2.1 %	97.9 %
2025-06-18	4.32 %						8.2 %	91.8 %
2025-07-30	4.30 %					2.7 %	35.9 %	61.4 %
2025-09-17	4.17 %				1.8 %	24.8 %	52.9 %	20.5 %
2025-10-29	4.08 %			0.9 %	13.6 %	39.2 %	36.3 %	10.0 %
2025-12-10	3.86 %		0.6 %	8.9 %	29.7 %	37.4 %	19.7 %	3.7 %
2026-01-28	3.80 %	0.2 %	3.3 %	15.8 %	32.2 %	31.5 %	14.4 %	2.5 %
2026-03-18	3.68 %	1.6 %	8.7 %	22.9 %	31.9 %	24.1 %	9.2 %	1.4 %

Source: CME Group

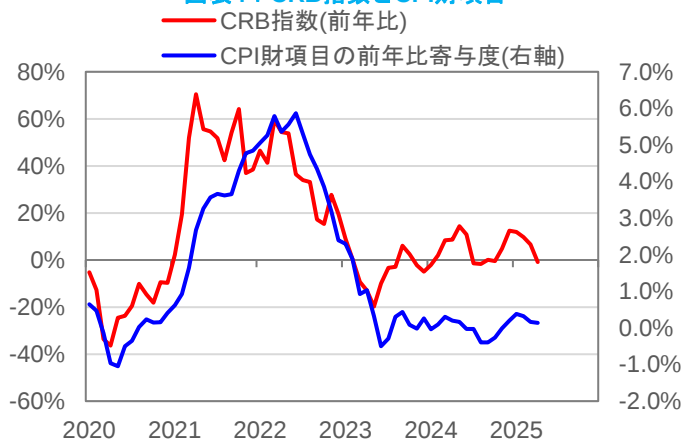
MACROBOND

先行き展望: 関税のインフレ押上げ効果は最大で 0.6%pt 程度。年央にかけてインフレ鈍化が進展しよう

CPI を財とサービスに分けて考えた時、前者は CRB 指数、後者は住宅価格が太宗を占めるため Zillow 家賃指数で大きな傾向を捉えることができる(図表 3~4)。CRB 指数は CPI の財項目に 3 ヶ月程度先行するとみられ、足元で低下傾向である。従って、CPI の 7 月分、8 月分の財項目ではインフレ鈍化が期待できよう。

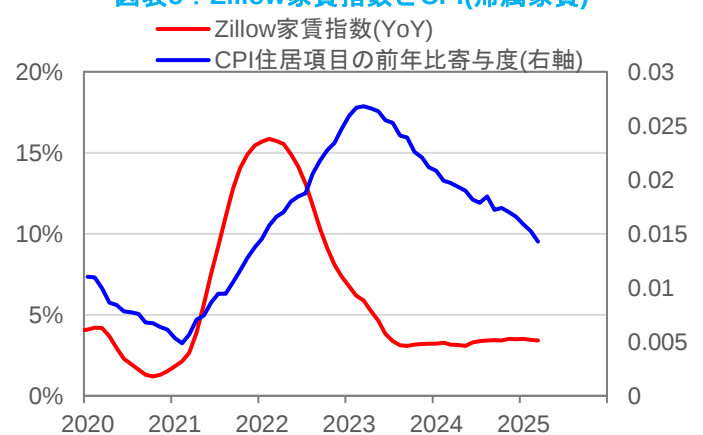
また、住居項目の中で最大のウェイトを占める帰属家賃に先行する Zillow 家賃指数の前年比は、既にコロナ禍前の水準まで低下してきている。CPI 住居関連項目も低下傾向ではあるが、依然としてコロナ禍前よりも高水準であり、今後も鈍化傾向の継続が期待できる。

図表4 : CRB指数とCPI財項目



出所: Bloomberg

図表5 : Zillow家賃指数とCPI(帰属家賃)



出所: Bloomberg

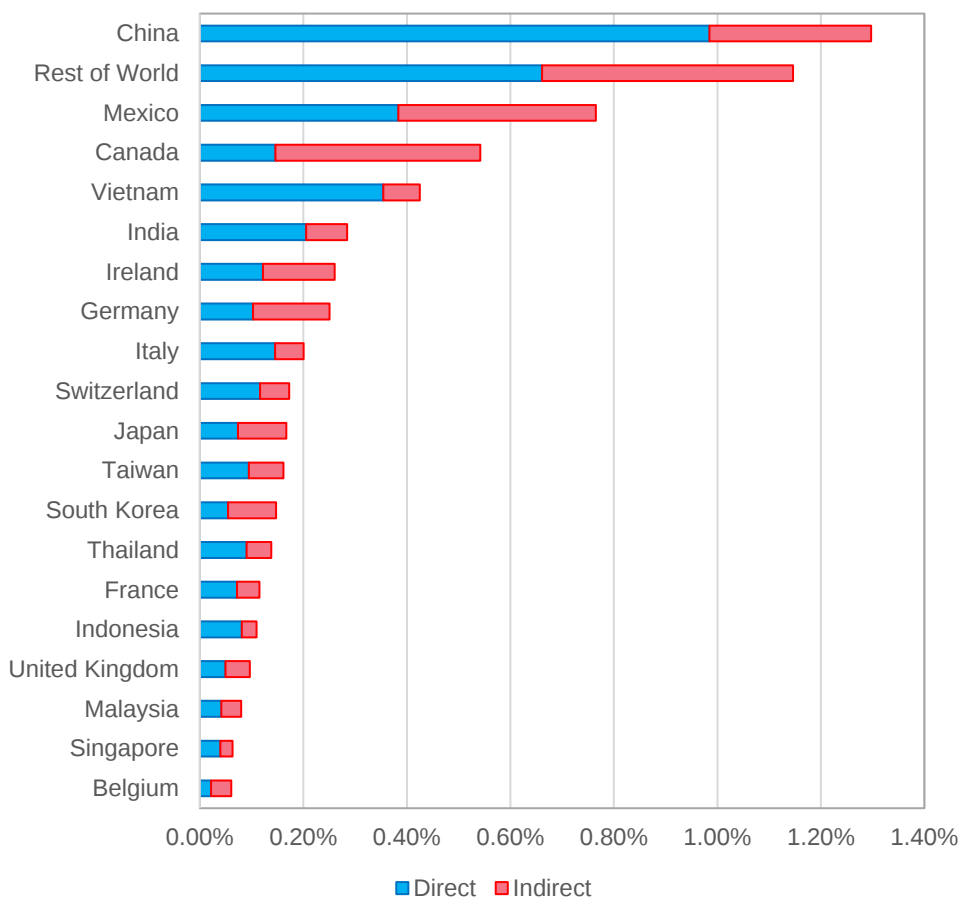
◎注意事項

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。

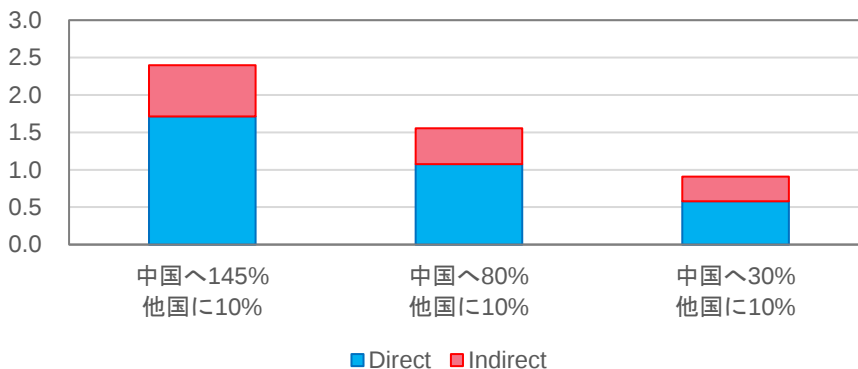
懸念は関税影響であるが、ここもとの米中関係進展により、従来想定(2%pt 超の押上げ効果)からは、インフレ押上げ効果が縮小している(0.6%pt 程度)。Boston 連銀の Paper(The Impact of Tariffs on Inflation)を参考にすると、コア PCE に対する直接輸入と間接輸入の寄与度を国別に確認し(図表 6)、それに関税率を乗じることで簡易的なインフレ押上げ効果が試算できる。そして、「中国に 30%の関税、他国に 10%の関税を課す」場合、+0.6%pt~+1.0%pt 程度の押上げ効果があると試算される(図表 7)。

図表 6 : 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 連銀

図表 7 : 米インフレ率の押上げ効果



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さま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。

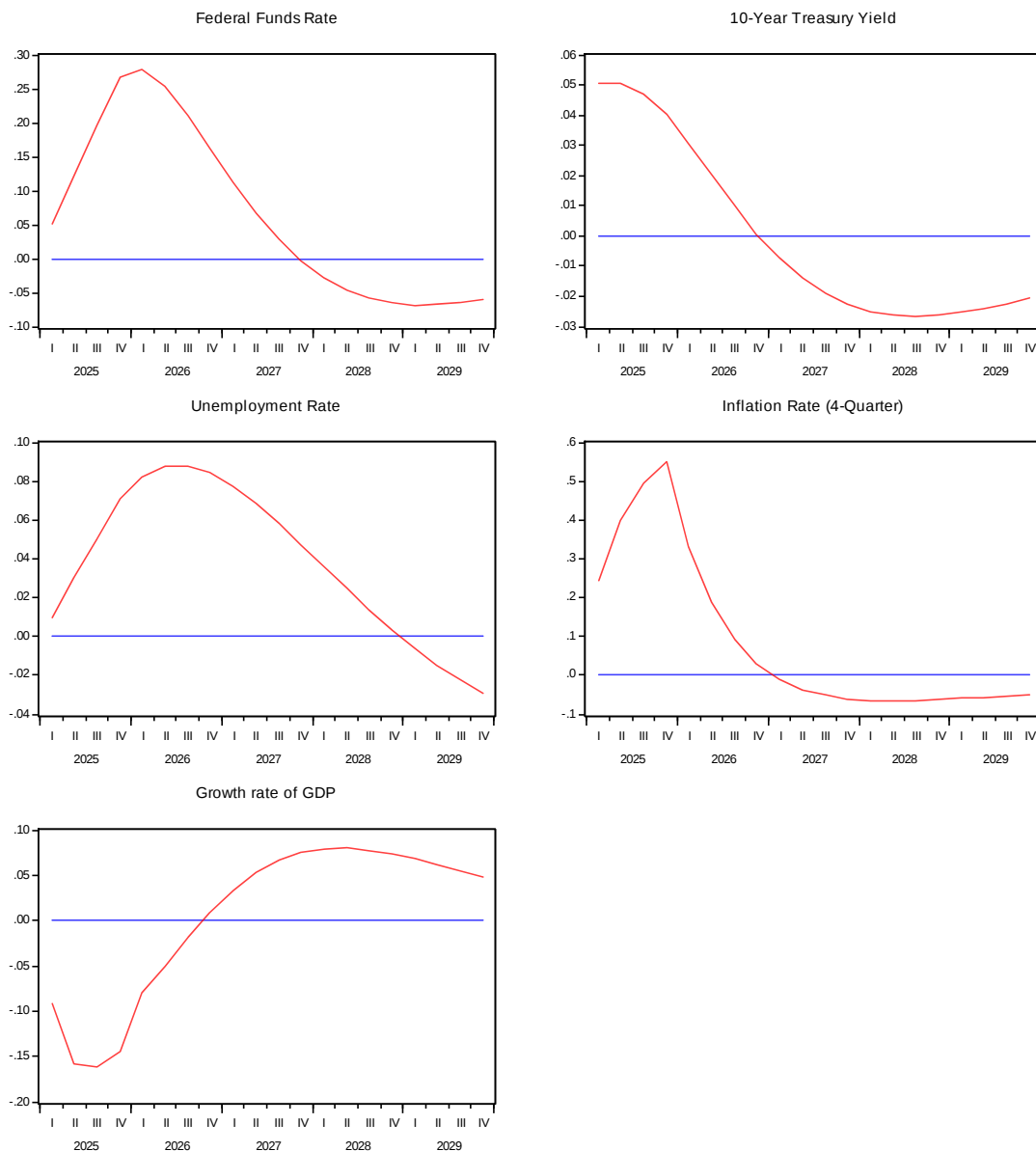
ただし、関税がインフレ率に及ぼす第 1 ラウンドの影響を、数量を一定に保ったままにしている(つまり、部分均衡の下での影響を計算している)点に注意されたい。言い換えれば、価格が変動しても需要は一定であり、消費者は異なる製品や異なる国の類似製品に置き換えることはないと仮定している。また、報復措置、国内外の金融政策、為替レートに関連するものを含む一般均衡効果は、経済やインフレに抑制的とみられるものの、影響は考慮されていない。すなわち、これらの試算結果はあくまで、短期的な効果で、しかも上値目途として意識すべきであるということである。

なお、これをモデルに入力し、主要な指標等の結果を確認すると、以下の様になった。

1. 2026Q1 にかけて、FRB は 1~1.5 回利上げを行う
2. 2026Q2 にかけて、失業率は 0.1%pt 上昇する
3. 2025Q3 にかけて、GDP 成長率は 0.16%pt 程度減速する

図表 8:FRB/US モデルを用いたシミュレーション (インフレ率が 0.6%pt 上昇した場合のショック)

Macroeconomic Effects of Tariff Shock

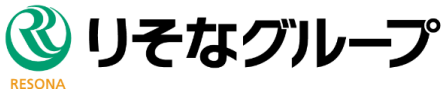


出所：FRB

◎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。



これはあくまでも、理論的に、インフレ率が上昇した際の反応を計算したに過ぎない点は注意を要しよう。また、そもそも、インフレ率が上昇する中では通常消費が鈍るため、インフレ率の推計自体も、最大で 1.0%pt 程度上昇する可能性があるとの理解が妥当である。現実的には、むしろ下限である 0.6%pt 程度の方が実態に近い可能性がある。

その上で、モデルのアウトプットを評価すると、今回の措置によって、米経済への悪影響はほとんどないと言えるだろう。モデルは、インフレ率が上昇する中、FRB が景気を犠牲にしてもインフレ退治に注力するというシナリオを示唆しているが、裏を返せば、それでも米経済の減速幅は GDP 成長率ベースでは 0.16%pt 程度で、失業率もほとんど上昇しないということになる。今後、減税等も控える中では、2025 年も米景気は減速せずに成長を続ける可能性もある。

◎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
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, 米国株	2 月 ISM 製造業景況感指数
171	2025/3/7	半導体, 米国株	日本株需給(2 月 25 日～2 月 28 日)
172	2025/3/7	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
173	2025/3/12	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 3 月)
174	2025/3/13	米国経済	2 月米 CPI
175	2025/3/14	日本株	日本株需給(3 月 3 日～3 月 7 日)
176	2025/3/19	米国株	2025 年の米国株見通し(2025 年 3 月号)
177	2025/3/21	米国経済	3 月 FOMC
178	2025/3/24	日本株	日本株需給(3 月 10 日～3 月 14 日)
179	2025/3/28	日本株	日本株需給(3 月 17 日～3 月 21 日)
180	2025/4/1	日本株	日本株 3 月セクター動向と 4 月見通し
181	2025/4/4	日本株	日本株需給(3 月 24 日～3 月 28 日)
182	2025/4/4	米国経済, 日本株, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し
183	2025/4/10	米国経済, 米国株	トランプ関税の影響整理と株価見通し 2

◎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。