

2025 年 6 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:5 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

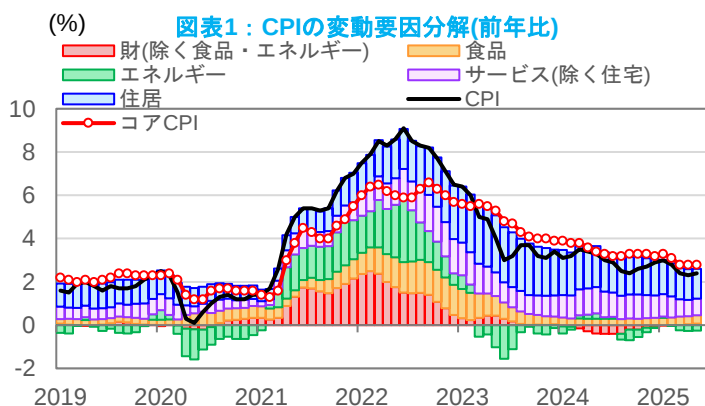
- 5 月の米 CPI 前年比は、+2.4%と前月(+2.3%)から加速。市場予想(+2.4%)と一致した。また前月比は、+0.1%と前月(+0.1%)から減速し、市場予想(+0.2%)も下回った
- 今後を展望すると CPI の財項目は関税とエネルギー価格の低下が相殺し合う中横ばい圏で推移し、住居インフレの減速により、緩やかな低下基調を辿ろう
- 短期的には、関税によって加速する可能性も否定できないが、エネルギー価格の低下は 9 月頃にかけて本格的に統計に表れ始め、FRB の利下げをサポートしよう

5 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

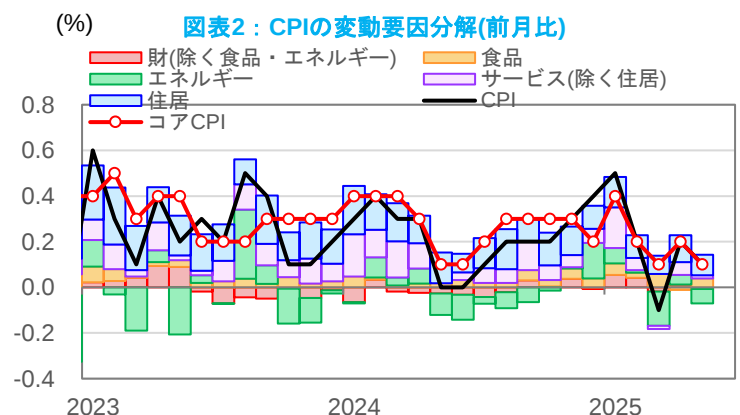
5 月の米 CPI 前年比は、+2.4%と前月(+2.3%)から加速。市場予想(+2.4%)と一致した。また前月比は、+0.1%と前月(+0.2%)から減速し、市場予想(+0.2%)も下回った(図表 1~2)。エネルギー、食品を除くコア指数では、前年比は、2.8%と前月(+2.8%)から横ばいで、市場予想(+2.9%)を下回った。また前月比は、+0.1%と前月(+0.2%)から減速し、市場予想(+0.3%)も下回った。

前年比の変動要因を考察すると、食品、エネルギー、サービス(除く住居)等、幅広い項目でインフレ率が小幅に加速したが、住居項目のインフレ率が大きく減速し、トータルでは減速となった。前月比の変動要因では、エネルギー価格とサービス(住居、除く住居いずれも)の低下が目立った。

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 月の利下げ期待は後退している。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。



出所: Bloomberg



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 : FF 金利の市場織り込み

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
2025-06-18	4.33 %						2.7 %	97.3 %
2025-07-30	4.33 %					0.3 %	14.4 %	85.3 %
2025-09-17	4.22 %				0.2 %	8.1 %	53.5 %	38.3 %
2025-10-29	4.12 %			0.1 %	3.7 %	28.5 %	46.6 %	21.1 %
2025-12-10	3.89 %			2.4 %	19.2 %	39.8 %	30.7 %	7.9 %
2026-01-28	3.83 %		0.9 %	8.3 %	26.5 %	36.6 %	22.6 %	5.1 %
2026-03-18	3.69 %	0.4 %	4.5 %	17.3 %	31.5 %	29.7 %	14.0 %	2.6 %
2026-04-29	3.50 %	1.5 %	8.0 %	21.1 %	31.0 %	25.5 %	10.9 %	1.9 %
2026-06-17	3.61 %	3.9 %	12.8 %	24.7 %	29.0 %	20.1 %	7.6 %	1.2 %

Source: CME Group

MACROBOND

先行き:インフレ率の低下を見込む

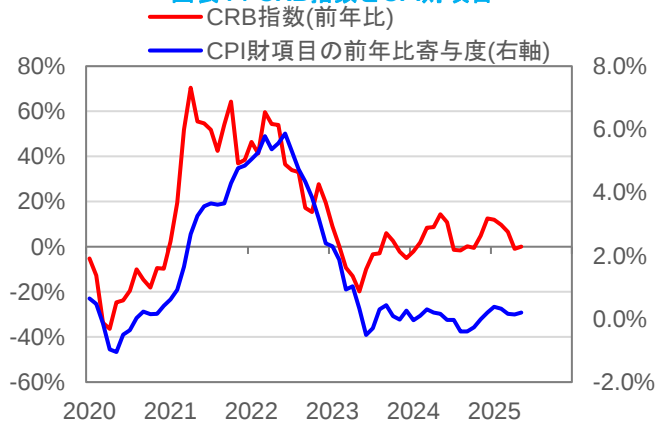
CPI の前年比(以下、CPI)を財とサービスに分けて考えた時、前者は CRB 指数、後者は住宅価格が大宗を占めるため Zillow 家賃指数で大きな傾向を捉えることができる。

財項目について、CRB 指数の前年比は、原油価格の低下等から足元は減速基調である。CRB 指数は CPI 財項目のインフレ率に、3 ヶ月程度先行する傾向にあり、前月比で確認された様に足元でも、エネルギー価格の低下が CPI を押し下げ始めている。原油価格は、今後 1 バレル 60 ドル～70 ドルを中心に横ばい圏で推移するとみられるが、前年比では低下基調となる。今後もエネルギー価格は CPI の押し下げに寄与しよう(詳細は [日米欧 Market View:25 年 4・5 月 WTI 原油先物価格](#))。

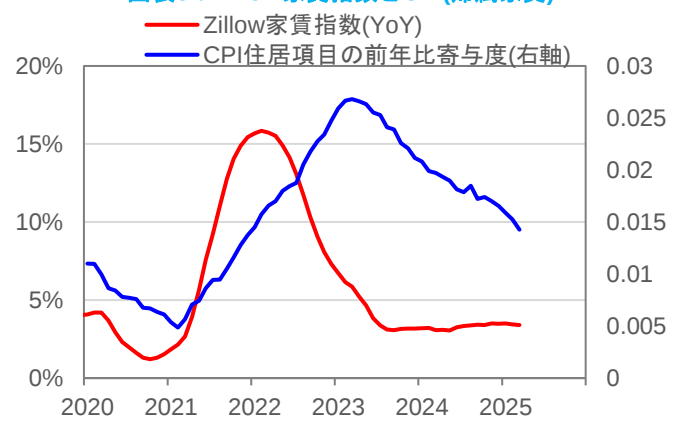
住居項目の中で最大のウェイトを占める帰属家賃に先行する Zillow 家賃指数の前年比は、既にコロナ禍前の水準まで低下してきており、今後も住居項目のインフレ率は緩やかに低下しよう。

今後を展望すると、CPI の財項目は関税とエネルギー価格の低下が相殺し合う中横ばい圏で推移し、住居インフレの減速により、緩やかな低下基調を辿ろう。短期的には、関税によって加速する可能性も否定できないが、エネルギー価格の低下は 9 月頃にかけて本格的に統計に表れ始め、FRB の利下げをサポートしよう。

図表 4 : CRB指数とCPI財項目



図表 5 : Zillow家賃指数とCPI(帰属家賃)



出所: Bloomberg

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。

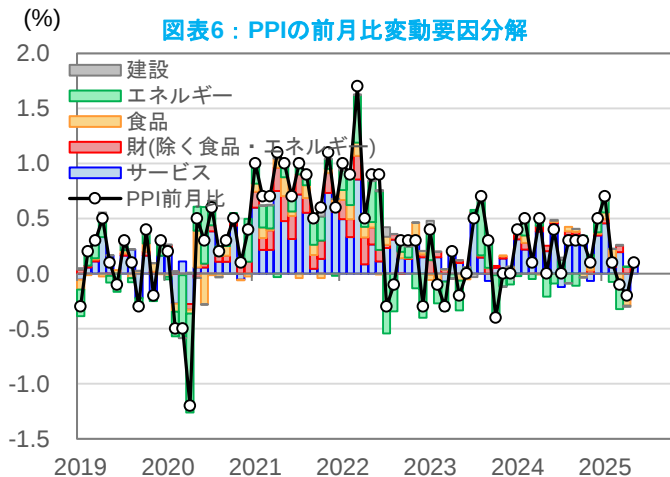
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

関税影響の考察:インフレ押上げ効果は限定的な可能性

5月のPPIの前月比は+0.1%と前月(-0.2%)からは加速したものの、低調に推移しており、関税によるインフレ加速の兆候は見受けられない。変動要因を分解すると、主因はサービス業であり、4月はマイナス寄与、5月はプラス寄与となったが小幅に留まっている。貿易によって卸売り業者や小売業者が受け取るマージンが低下した(≒流通業者が関税ショックを一部吸収した)可能性を示唆している。また、弊社佐藤エコノミストによれば、輸出物価のうち、北米向けの乗用車の輸出物価の5月分では円建てで前年比-24.9%(前月比-11.8%)、契約通貨建てベースで前年比-18.9%(前月比-12.0%)となり価格が大幅に下落したことが確認できており、輸出企業においても、一部関税影響を負担する動きが確認できている。

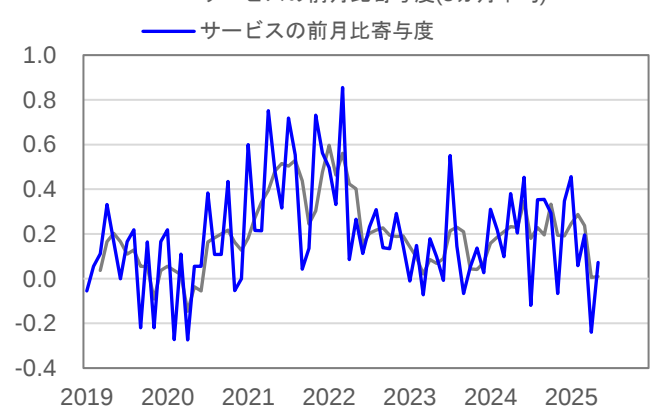
また、NY連銀の調査(5/2~5/9 米中含意、関税違憲判決前)によると、米国の製造業、サービス業はいずれも75%程度が関税影響の一部または全部を価格転嫁している(ただし、全てを価格転嫁したと答えた企業は、製造業では30%、サービス業では45%程度)。関税を価格転嫁するまでに要した時間についての調査では、即日と回答した企業が、製造業では15%、サービス業では25%程度となった。一ヵ月以内に価格転嫁が完了する企業の割合は、いずれの業種でも60%程度となった。以上を踏まえると、過半の企業が関税影響を一部価格転嫁しているものの、サプライチェーンの中で負担を分散している様子も伺える。CPIには関税影響は既に一定程度反映されており、今後関税影響が発現して加速する可能性は高くはないかもしれない。

図表6: PPIの前月比変動要因分解



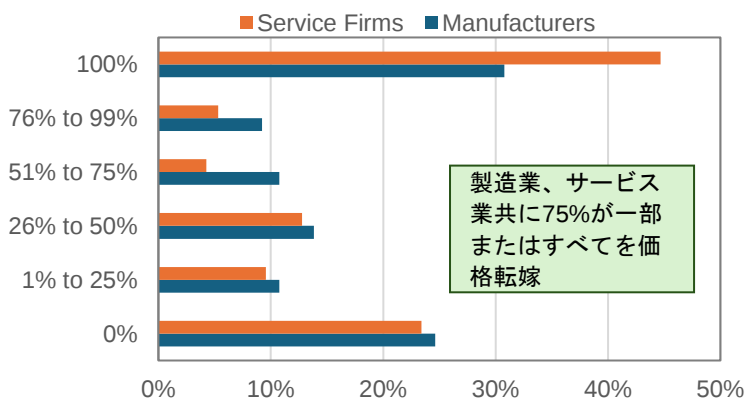
出所: Bloomberg

図表7: サービスの前月比寄与度



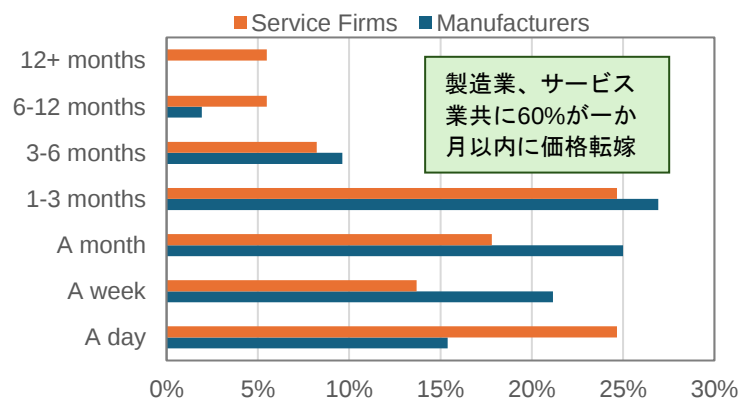
出所: Bloomberg

図表8: 関税の価格転嫁率割合



出所: NY 連銀

図表9: 関税を価格転嫁するまでに要した期間



出所: NY 連銀

◎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。

■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
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
184	2025/4/11	日本株	日本株需給(3月31日～4月4日)
185	2025/4/11	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)
186	2025/4/11	米国経済	3月米CPI
187	2025/4/15	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 3
188	2025/4/15	コモディティ	25年3月WTI原油先物価格
189	2025/4/17	豪州経済	25年4月豪州概況
190	2025/4/18	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
191	2025/4/18	日本株	日本株需給(4月7日～4月11日)
192	2025/4/22	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年4月)-特別号
193	2025/4/25	日本株	日米欧 Market View : 日本株需給(4月14日～4月18日)
194	2025/5/1	日本株	日本株4月セクター動向と5月見通し
195	2025/5/1	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏GDP統計
196	2025/5/7	欧州経済	25年4月ユーロ圏物価動向
197	2025/5/7	日本株	日本株需給(4月21日～4月25日)
198	2025/5/7	米国経済, 米国株	4月ISM製造業景況感指数
199	2025/5/7	米国経済	4月雇用統計
200	2025/5/8	米国経済	5月FOMC
201	2025/5/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年5月)
202	2025/5/13	日本株	日本株需給(4月28日～5月2日)
203	2025/5/13	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 4
204	2025/5/14	米国経済	4月米CPI
205	2025/5/16	日本株	日本株需給(5月7日～5月9日)
206	2025/5/20	豪州経済	25年5月豪州概況
207	2025/5/23	日本株	日本株需給(5月12日～5月16日)
208	2025/5/26	欧州経済	25年第1四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25年4・5月WTI原油先物価格
210	2025/5/29	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 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5月19日～5月23日)
212	2025/6/3	日本株	日本株5月セクター動向と6月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5月ISM製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25年5月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株5月レビューと6月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5月26日～5月30日)
217	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計

◎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。