

2025年7月16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:6 月米 CPI

インフレ加速も 9 月利下げ開始予想を維持

要約

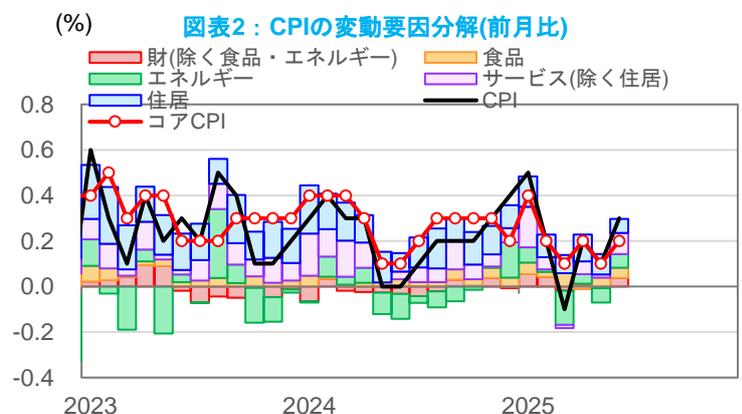
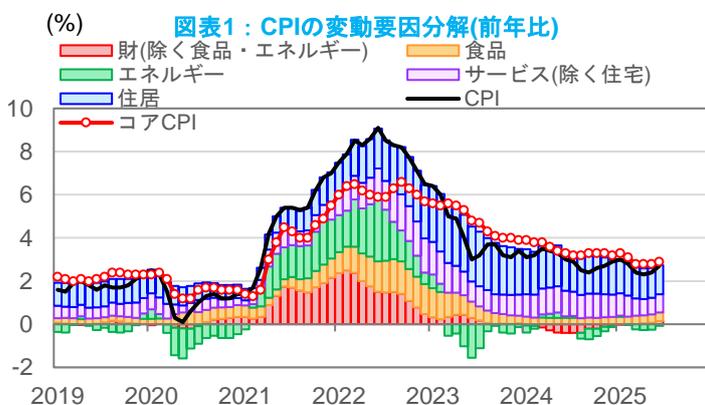
- 6 月の米 CPI 前年比は、+2.7%と前月(+2.4%)から加速。市場予想(+2.6%)を上回った。また前月比は、+0.3%と前月(+0.1%)から加速し、市場予想(+0.3%)も上回った
- パウエル議長を始め、市場の一部では夏場にかけて企業が関税の価格転嫁を進めインフレ率が加速するシナリオを警戒している。確かに財価格は上昇しているが、コア指数のインフレ率は市場予想を下回っており、企業の価格転嫁は、市場想定よりも小幅に留まっている可能性が高い。前号同様に、FRB は 9 月に利下げするとの予想を維持する

6 月米 CPI:市場予想を上回ったが、9 月利下げ開始予想を維持

6 月の米 CPI 前年比は、+2.7%と前月(+2.4%)から加速。市場予想(+2.6%)を上回った。また前月比は、+0.3%と前月(+0.1%)から加速し、市場予想(+0.3%)も上回った(図表 1~2)。エネルギー、食品を除くコア指数では、前年比は、2.9%と前月(+2.8%)から加速し、市場予想(+2.9%)と一致した。また前月比は、+0.2%と前月(+0.1%)から加速し、市場予想(+0.3%)を下回った。

前年比の変動要因を考察すると、エネルギーの寄与度が過半を占めていた(前年比の前月差 0.30%pt の内 0.18%pt 分に相当)。中東情勢の緊迫化で原油価格が急騰したため、エネルギーインフレの減速が一服した。この他、財(除く食品、エネルギー)、サービス(除く住居)の寄与度が大きかった。前月比の変動要因も同様。詳しくは図表 3 を参照されたい。

パウエル議長を始め、市場の一部では夏場にかけて企業が関税の価格転嫁を進めインフレ率が加速するシナリオを警戒している。確かに財価格は上昇しているが、コア指数のインフレ率は市場予想を下回っており、企業の価格転嫁は、市場想定よりも小幅に留まっている可能性が高い。前号同様に、FRB は 9 月に利下げするとの予想を維持する。



◎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：米CPIのブレイクダウン

Source: U.S. Bureau of Labor Statistics (BLS)

	Weights	06/2025	05/2025	04/2025	03/2025	02/2025	01/2025	12/2024	11/2024	10/2024	09/2024	08/2024	07/2024
Total	100.0	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5	2.9
Housing	44.4	4.0	4.0	4.0	3.7	3.9	3.9	4.1	4.1	4.2	4.1	4.4	4.4
Shelter	35.4	3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9	5.2	5.1
Rent	35.0	3.8	3.9	4.0	4.0	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2	5.1
Fuels & Utilities	4.5	6.7	6.0	5.4	4.1	3.5	2.9	3.4	2.9	3.6	3.0	3.0	4.1
Household Energy	3.4	7.1	6.2	5.5	3.8	3.0	2.3	2.8	2.1	3.1	2.5	2.6	4.0
Water & Sewer & Trash Collection Services	1.1	5.4	5.2	4.9	4.9	4.9	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8	4.2	4.5
Household Furnishings & Operations	4.5	3.3	2.7	2.3	0.9	1.0	0.4	0.7	0.4	-0.6	-0.5	-0.6	-0.4
Household Furnishings & Supplies	3.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2	-2.6	-2.3
Food & Beverages	14.5	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1	2.2	2.0	2.2
Cereals & Bakery Products	1.1	0.9	1.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.8	-0.5	0.9	0.1	-0.3	0.0
Meats, Poultry, Fish & Eggs	1.6	5.6	6.1	7.0	7.9	7.7	6.1	4.2	3.8	1.9	3.9	3.2	3.0
Dairy & Related Products	0.7	0.9	1.7	1.6	2.2	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	0.5	0.4	-0.2
Fruits & Vegetables	1.3	0.7	-0.5	-0.9	-0.7	-0.2	0.3	1.0	1.1	0.9	0.7	-0.2	-0.2
Nonalcoholic Beverages & Beverage Materials	0.9	4.4	3.1	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.8	1.7	1.3	1.3	1.9
Food Away from Home	5.6	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0	4.1
Alcoholic Beverages	0.8	1.4	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5	1.9	1.9
Apparel	2.5	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2	1.1	0.3	1.8	0.3	0.2
Men's & Boys' Apparel	0.7	1.5	0.1	1.1	2.4	1.3	1.3	2.7	2.2	0.0	0.7	0.4	0.2
Women's & Girls' Apparel	1.0	-0.8	-1.0	-1.5	-0.6	0.2	0.0	0.6	0.4	-0.1	2.8	1.2	0.1
Footwear	0.6	-0.6	-1.6	-1.3	-0.7	-0.2	1.0	0.6	0.7	0.8	0.0	-0.9	1.0
Transportation	16.6	-0.1	-1.3	-1.5	-0.9	1.7	3.2	1.6	0.5	-0.1	-1.1	-1.0	1.0
Private	15.2	0.2	-1.0	-1.1	-0.6	1.9	3.1	1.3	0.3	-0.3	-1.1	-0.9	1.2
New & Used Motor Vehicles	7.4	1.3	0.5	0.4	-0.3	0.0	0.7	-1.3	-1.9	-1.8	-2.4	-4.3	-4.4
Motor Fuel	3.0	-8.2	-11.9	-11.7	-9.8	-3.2	-0.4	-3.8	-8.4	-12.5	-15.5	-10.4	-2.3
Motor Vehicle Insurance	2.8	6.1	7.0	6.4	7.5	11.1	11.8	11.3	12.7	14.0	16.3	16.5	18.6
Public	1.4	-2.7	-5.4	-5.6	-3.5	-0.6	4.9	5.7	2.9	2.5	0.6	-1.1	-2.2
Airline Fare	0.9	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	-0.7	7.1	7.9	4.7	4.1	1.6	-1.3	-2.8
Medical Care	8.3	2.8	2.5	2.7	2.6	2.9	2.6	2.8	3.1	3.3	3.3	3.0	3.2
Medical Care Commodities	1.5	0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0	2.8
Medical Care Services	6.8	3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6	3.2	3.3
Health Insurance	0.8	3.4	2.9	3.3	3.1	3.9	4.0	4.8	5.9	6.8	7.5	3.3	-0.6
Recreation	5.3	2.1	1.8	1.6	1.9	1.8	1.6	1.1	1.5	1.0	0.7	1.6	1.4
Video & Audio	1.1	2.2	1.5	0.1	0.8	1.9	2.0	1.2	1.0	0.9	0.8	1.0	1.4
Pets, Pet Products & Services	1.2	2.1	2.2	1.9	1.3	2.4	2.0	2.0	2.9	2.0	2.1	2.8	1.9
Education & Communication	5.6	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0	0.9
Education	2.5	3.6	3.6	3.8	3.9	3.7	3.8	4.0	4.2	3.8	3.6	3.1	2.8
Communication	3.1	-1.9	-2.1	-2.3	-1.9	-2.1	-1.9	-1.8	-1.8	-1.3	-1.0	-0.4	-0.4
Other Goods & Services	2.9	3.7	3.8	3.6	3.8	3.3	2.4	3.3	3.4	3.3	3.5	3.9	4.2
Tobacco & Smoking Products	0.5	6.3	6.3	7.1	6.8	6.6	6.8	6.7	6.6	6.8	8.2	8.4	7.9
Personal Care	2.5	3.1	3.3	2.8	3.1	2.5	1.4	2.5	2.7	2.5	2.5	2.9	3.4

Conditional formatting based on the Z scores of the last 12 observations (round to 1 decimal)
Red indicates high inflation as compared to previous observations for each respective category



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 家賃指数で大まか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ヵ月程度先行する傾向にある。今月中東情勢緊迫化等から原油価格が上昇したが、足元では1バレル66ドル程度と従来想定1バレル60ドル~70ドルのレンジまで低下してきており、今後は再びエネルギー価格の低下がCPIを押し下げよう。(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。

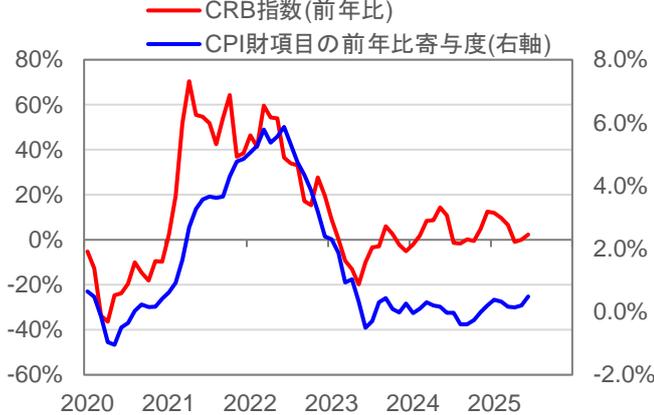
今後を展望すると、CPI の財項目は関税とエネルギー価格の低下が相殺し合う中横ばい圏で推移し、住居インフレの減速により、緩やかな低下基調を辿ろう。短期的には、関税によって加速する可能性も否定できないが、エネルギー価格の低下は9月頃にかけて本格的に統計に表れ始め、FRB の利下げをサポートしよう。

◎注意事項

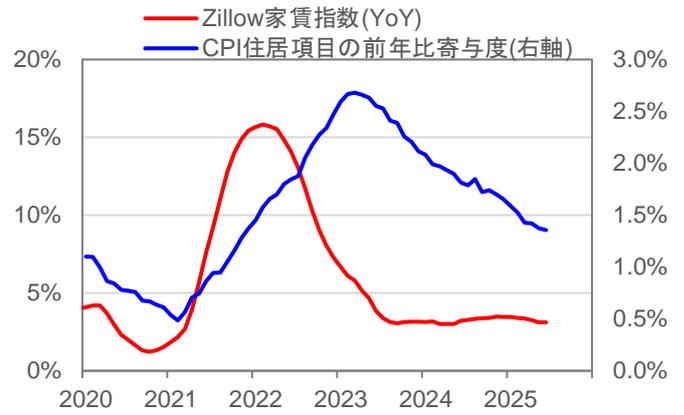
当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていないととにかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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

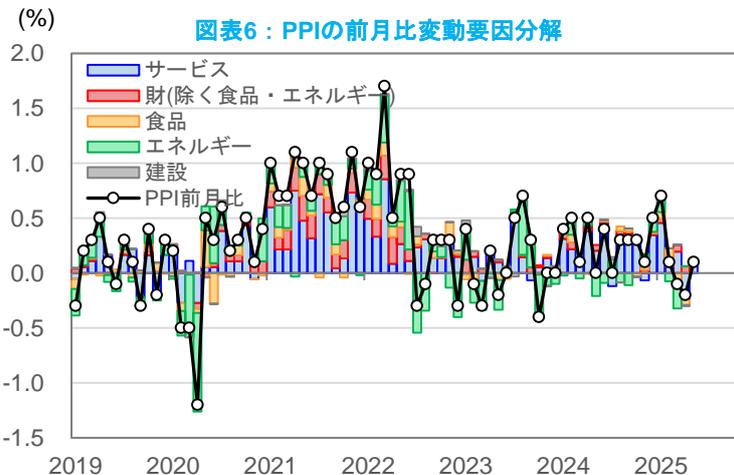
出所：Bloomberg

関税影響の考察：インフレ押し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。

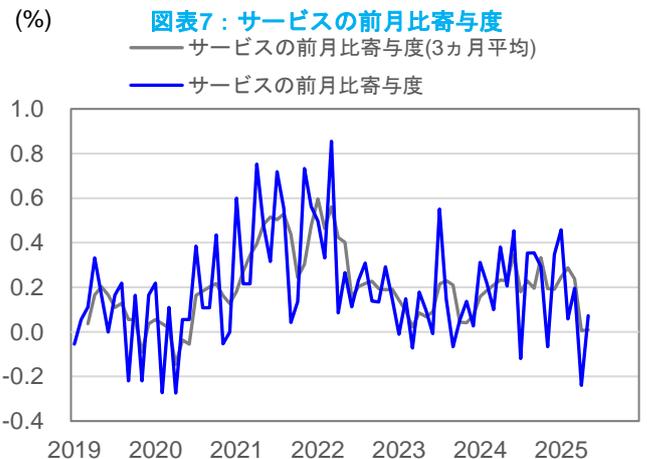
また、NY連銀の調査(5/2~5/9 米中合意、関税違憲判決前)によると、米国の製造業、サービス業はいずれも75%程度が関税影響の一部または全部を価格転嫁している(ただし、全てを価格転嫁したと答えた企業は、製造業では30%、サービス業では45%程度)。関税を価格転嫁するまでに要した時間についての調査では、即日と回答した企業が、製造業では15%、サービス業では25%程度となった。一カ月以内に価格転嫁が完了する企業の割合は、いずれの業種でも60%程度となった。以上を踏まえると、過半の企業が関税影響を一部価格転嫁しているものの、サプライチェーンの中で負担を分散している様子も伺える。CPIには関税影響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限定的と見る。

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



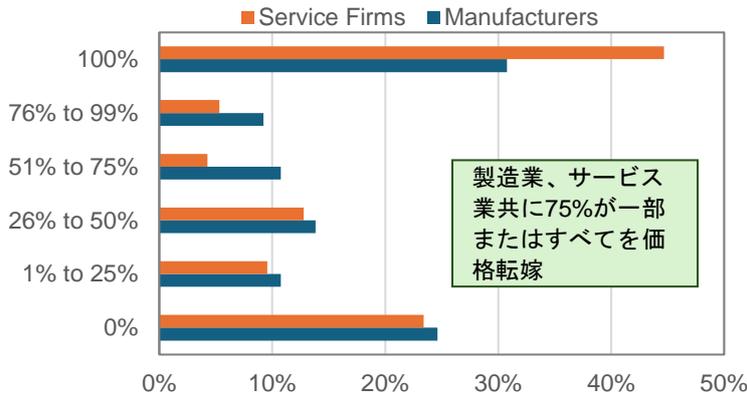
出所：Bloomberg

◎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。

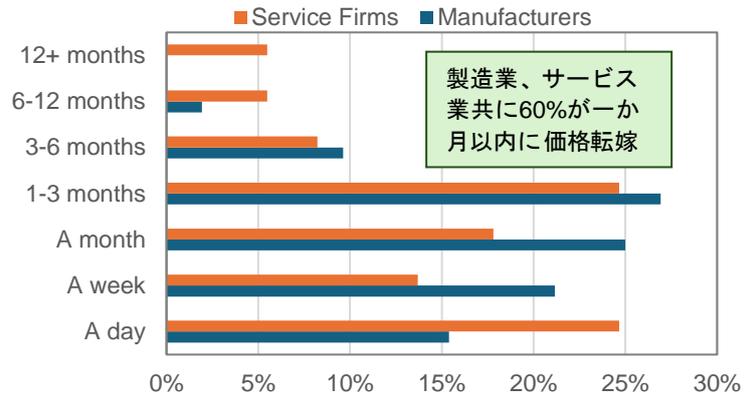
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

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

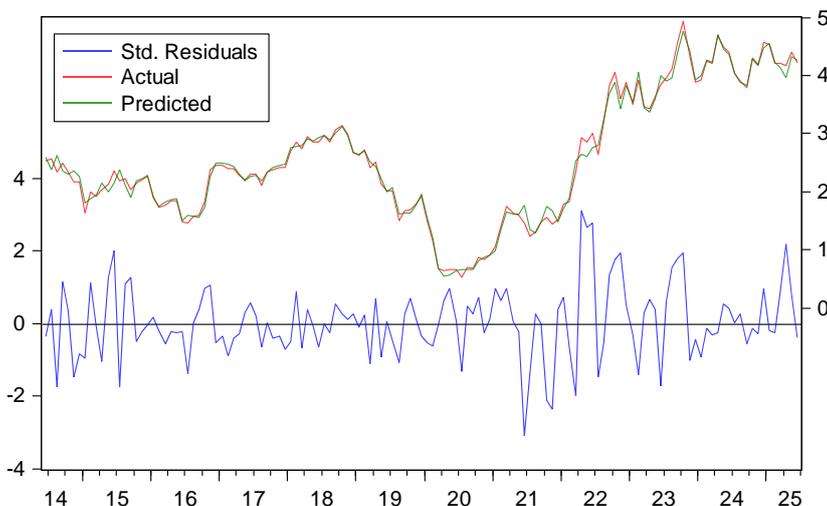
米金利水準の考察: 上昇余地は限定的

最後に、米 10 年金利の水準について考察する。筆者は、ロンガーランの実質政策金利、インフレ率、タームプレミアム要素を説明変数とする状態空間モデルによって、米 10 年金利を推計している(具体的な変数等は図表 11 を参照)。状態空間モデルは、いわば、下記モデルの一般形であり、係数の時系列変化を許すため、構造変化や足元の市場の関心等を反映することができ、短期的に高い予測精度が期待される。

図表 10 は、同モデルによる米 10 年金利の予測結果と実績だが、概ね米 10 年金利の変動を捉えられているとみられる。さて、足元の米 10 年金利は 4.48%程度まで上昇しているが、モデルによる理論値は 4.43%である(図表 11)。CPI がやや加速したことを受けて、期待インフレ率が上昇したため、米 10 年金利は上昇したが、上述の通り、CPI の加速は市場想定よりも小幅であり、しかも、今後も大きく加速する可能性は高くないだろう。モデルが示唆する通り、米 10 年金利の更なる上昇余地は限定的であろう。

図表 10: 状態空間モデルによる米 10 年金利の推計

U.S. 10-year interest rate forecast



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。

図表 11: 状態空間モデルによる米 10 年金利の推計 (数値シミュレーション)

変数名	概要	金利への影響	足元の水準	2025 4-6月期	2025 7-9月期	2025 10-12月期
2年先1ヵ月OISフォワード金利-BEI	マーケットの織り込む長期実質金利	+	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
5年先5年ブレイクイーブンインフレ率 (BEI)	マーケットの織り込む長期インフレ率	+	2.35%	2.25%	2.25%	2.25%
MOVE指数 (対数値)	債券のボラティリティ	+	1.95	1.95	1.95	1.95
Fed Balance Sheet as GDP	FRBのGDP対比の保有資産	-	22.7%	22.5%	22.2%	21.9%
10年金利の推計値	メイン	-	4.43%	4.34%	4.34%	4.34%
	上限	-	-	4.74%	4.74%	4.74%
	下限	-	-	3.94%	3.94%	3.94%

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
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	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025年6月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6月2日~6月6日)
221	2025/6/13	米国経済	5月米CPI
222	2025/6/19	米国経済	6月FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25年6月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6月9日~6月13日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE分解からみえる米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25年5・6月WTI原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6月16日~6月20日)
228	2025/7/1	日本株	日本株6月セクター動向と7月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25年6月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6月23日~6月27日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6月30日~7月4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。