

2025年8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:7 月米 CPI

9 月利下げ開始が正当化される環境が整いつつある

要約

- 7 月の米 CPI 前年比は、+2.7%と前月(+2.7%)から横ばい。市場予想(+2.8%)を下回った。また前月比は、+0.2%と前月(+0.3%)から減速し、市場予想(+0.2%)と一致した
- パウエル議長を始め、市場の一部では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が、エネルギーインフレの減速を考慮すると、トータルのインフレ率上昇は緩やかなものに留まる可能性が高い。(見かけ上)労働市場の軟化が懸念される環境下では、FRB が 9 月に利下げすることが正当化されやすい
- 米 10 年金利は、4.3%を中心に、横ばい圏で推移しよう

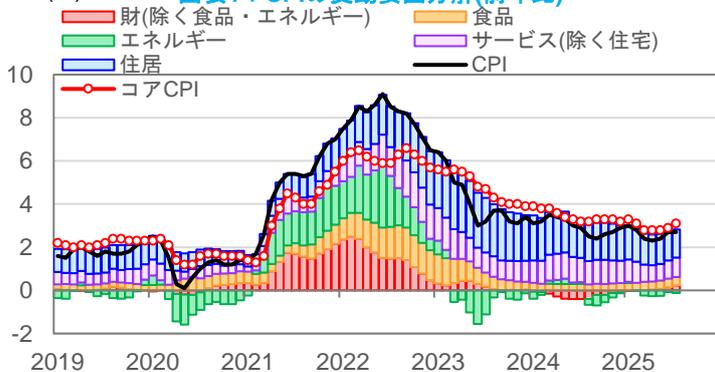
7 月米 CPI:市場予想を上回ったが、9 月利下げ開始予想を維持

7 月の米 CPI 前年比は、+2.7%と前月(+2.7%)から横ばい。市場予想(+2.8%)を下回った。また前月比は、+0.2%と前月(+0.3%)から減速し、市場予想(+0.2%)と一致した(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(+2.9%)から加速し、市場予想(+3.0%)も上回った。また前月比は、+0.3%と前月(+0.2%)から加速し、市場予想(+0.3%)と一致した。

前年比の変動要因を考察すると、サービス及び財(除く食品・エネルギー)の加速を、食品及びエネルギーの減速が相殺した。中東情勢の緊迫化による原油価格急騰が一服したため、エネルギーインフレの減速も一服したとみられる。前月比の変動要因については、大部分がエネルギーインフレの減速による。詳しくは図表 3 を参照されたい。

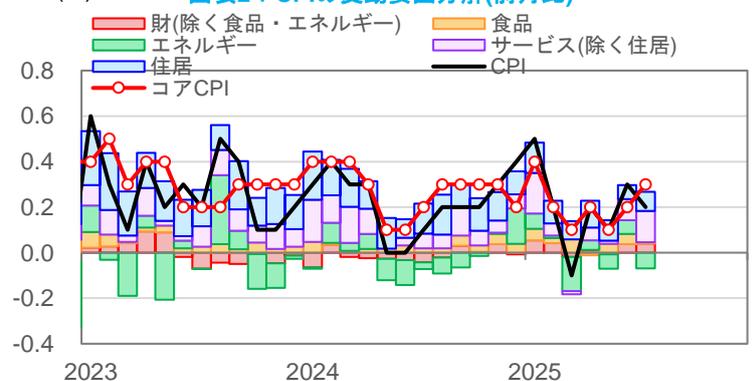
パウエル議長を始め、市場の一部では夏場にかけて企業が関税の価格転嫁を進めインフレ率が加速するシナリオを警戒していたが、今月の結果は市場予想の範囲内に留まっており、インフレ率の大幅な加速は見受けられない。労働市場が(見かけ上)軟調となる兆しが見え始めていることを考慮すると、FRB が 9 月に利下げする蓋然性が高まった。

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：米CPIのブレイクダウン

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

	Weights	07/2025	06/2025	05/2025	04/2025	03/2025	02/2025	01/2025	12/2024	11/2024	10/2024	09/2024	08/2024
Total	100.0	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4	2.5
Housing	44.4	3.9	4.0	4.0	4.0	3.7	3.9	3.9	4.1	4.1	4.2	4.1	4.4
Shelter	35.4	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9	5.2
Rent	35.0	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9	5.2
Fuels & Utilities	4.5	6.5	6.7	6.0	5.4	4.1	3.5	2.9	3.4	2.9	3.6	3.0	3.0
Household Energy	3.4	6.8	7.1	6.2	5.5	3.8	3.0	2.3	2.8	2.1	3.1	2.5	2.6
Water & Sewer & Trash Collection Services	1.1	5.3	5.4	5.2	4.9	4.9	4.9	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8	4.2
Household Furnishings & Operations	4.5	3.4	3.3	2.7	2.3	0.9	1.0	0.4	0.7	0.4	-0.6	-0.5	-0.6
Household Furnishings & Supplies	3.4	2.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2	-2.6
Food & Beverages	14.5	2.8	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1	2.2	2.0
Cereals & Bakery Products	1.1	1.0	0.9	1.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.8	-0.5	0.9	0.1	-0.3
Meats, Poultry, Fish & Eggs	1.6	5.2	5.6	6.1	7.0	7.9	7.7	6.1	4.2	3.8	1.9	3.9	3.2
Dairy & Related Products	0.7	1.5	0.9	1.7	1.6	2.2	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	0.5	0.4
Fruits & Vegetables	1.3	0.2	0.7	-0.5	-0.9	-0.7	-0.2	0.3	1.0	1.1	0.9	0.7	-0.2
Nonalcoholic Beverages & Beverage Materials	0.9	3.6	4.4	3.1	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.8	1.7	1.3	1.3
Food Away from Home	5.7	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0
Alcoholic Beverages	0.8	1.4	1.4	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5	1.9
Apparel	2.5	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2	1.1	0.3	1.8	0.3
Men's & Boys' Apparel	0.6	0.3	1.5	0.1	1.1	2.4	1.3	1.3	2.7	2.2	0.0	0.7	0.4
Women's & Girls' Apparel	1.0	-0.8	-0.8	-1.0	-1.5	-0.6	0.2	0.0	0.6	0.4	-0.1	2.8	1.2
Footwear	0.6	0.9	-0.6	-1.6	-1.3	-0.7	-0.2	1.0	0.6	0.7	0.8	0.0	-0.9
Transportation	16.5	0.0	-0.1	-1.3	-1.5	-0.9	1.7	3.2	1.6	0.5	-0.1	-1.1	-1.0
Private	15.2	0.1	0.2	-1.0	-1.1	-0.6	1.9	3.1	1.3	0.3	-0.3	-1.1	-0.9
New & Used Motor Vehicles	7.4	1.8	1.3	0.5	0.4	-0.3	0.0	0.7	-1.3	-1.9	-1.8	-2.4	-4.3
Motor Fuel	3.0	-9.3	-8.2	-11.9	-11.7	-9.8	-3.2	-0.4	-3.8	-8.4	-12.5	-15.5	-10.4
Motor Vehicle Insurance	2.8	5.3	6.1	7.0	6.4	7.5	11.1	11.8	11.3	12.7	14.0	16.3	16.5
Public	1.4	0.7	-2.7	-5.4	-5.6	-3.5	-0.6	4.9	5.7	2.9	2.5	0.6	-1.1
Airline Fare	0.8	0.7	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	-0.7	7.1	7.9	4.7	4.1	1.6	-1.3
Medical Care	8.3	3.5	2.8	2.5	2.7	2.6	2.9	2.6	2.8	3.1	3.3	3.3	3.0
Medical Care Commodities	1.5	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6	2.0
Medical Care Services	6.8	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6	3.2
Health Insurance	0.8	4.4	3.4	2.9	3.3	3.1	3.9	4.0	4.8	5.9	6.8	7.5	3.3
Recreation	5.3	2.4	2.1	1.8	1.6	1.9	1.8	1.6	1.1	1.5	1.0	0.7	1.6
Video & Audio	1.1	1.8	2.2	1.5	0.1	0.8	1.9	2.0	1.2	1.0	0.9	0.8	1.0
Pets, Pet Products & Services	1.2	2.6	2.1	2.2	1.9	1.3	2.4	2.0	2.0	2.9	2.0	2.1	2.8
Education & Communication	5.6	0.3	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	1.0
Education	2.6	3.7	3.6	3.6	3.8	3.9	3.7	3.8	4.0	4.2	3.8	3.6	3.1
Communication	3.1	-2.2	-1.9	-2.1	-2.3	-1.9	-2.1	-1.9	-1.8	-1.8	-1.3	-1.0	-0.4
Other Goods & Services	2.9	3.9	3.7	3.8	3.6	3.8	3.3	2.4	3.3	3.4	3.3	3.5	3.9
Tobacco & Smoking Products	0.5	6.5	6.3	6.3	7.1	6.8	6.6	6.8	6.7	6.6	6.8	8.2	8.4
Personal Care	2.5	3.3	3.1	3.3	2.8	3.1	2.5	1.4	2.5	2.7	2.5	2.5	2.9

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：インフレ率が横ばい圏で推移することを見込む

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、後者は住宅価格が太宗を占めるため Zillow 家賃指数で大まかな傾向を捉えることができる(図表 4~5)。

財項目について、CRB 指数の前年比は、足元は加速基調である。原油価格は低下基調であるが、関税影響等もあり農作物の価格が上昇していることが背景にあるとみられる。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る。今後は、食品価格の上昇が CPI を緩やかに押し上げよう。

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。

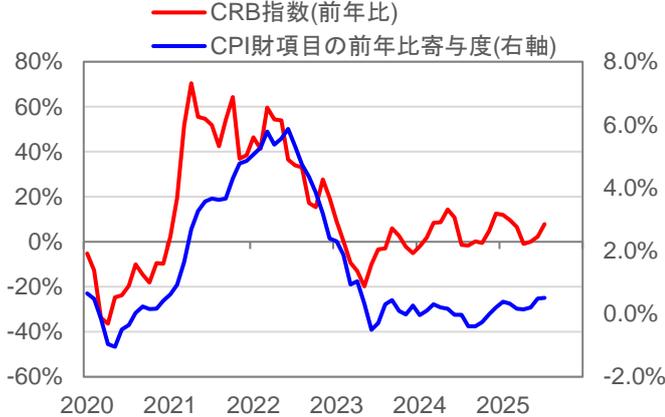
今後は展望すると、財インフレは関税による加速をエネルギー価格の低下が一定程度相殺し、やや加速するとみている。一方で、サービスインフレは、住居インフレの減速により緩やかな低下基調を辿ろう。トータルとして、CPI は横ばい圏で推移する公算が大きく、(見かけ上)軟調な労働市場を支えるべく、FRB が 9 月に利下げすることが正当化されやすい環境が整いつつある。

◎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

図表6：CRB指数構成項目の変化率

		MoM	YoY	YTD
	CRB指数	0.8%	7.8%	1.0%
ソフト・コモディティ	オレンジジュース	15.8%	-31.9%	-41.8%
エネルギー	原油	8.5%	-3.7%	0.2%
エネルギー	RBOB ガソリン	6.4%	-2.3%	3.3%
穀物	大豆	6.4%	-0.4%	7.2%
畜産物	生牛	6.2%	22.6%	18.0%
貴金属	銀	1.5%	20.3%	21.7%
ソフト・コモディティ	砂糖	0.8%	9.0%	-6.4%
貴金属	金	-0.4%	29.3%	21.0%
鉱工業	アルミニウム	-1.3%	12.0%	0.5%
ソフト・コモディティ	綿	-1.3%	-6.3%	-3.5%
鉱工業	ニッケル	-1.8%	-10.0%	-2.6%
ソフト・コモディティ	コーヒー	-2.0%	32.1%	-0.2%
穀物	トウモロコシ	-2.8%	-7.1%	-6.8%
穀物	小麦	-2.8%	-12.5%	-9.9%
畜産物	豚赤身肉	-3.1%	15.4%	9.8%
エネルギー	NY港ULSD	-3.7%	-7.1%	-3.5%
ソフト・コモディティ	ココア	-6.7%	39.8%	-16.4%
エネルギー	天然ガス	-11.0%	-2.2%	-12.3%
鉱工業	銅	-14.1%	2.2%	6.7%

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。

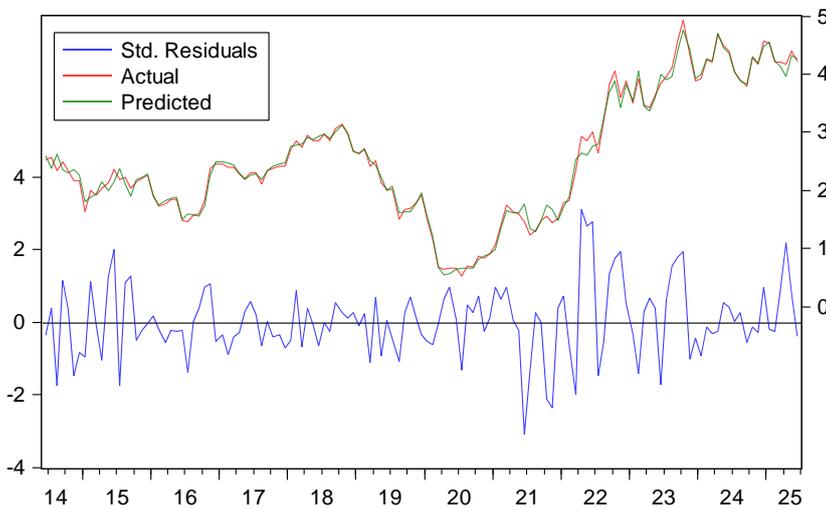
米金利水準の考察: 上昇余地は限定的

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 8 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 7 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。足元の理論値は 4.28% であり、米 10 年金利は概ね理論値近辺で推移している。今後については、4.3% を中心に横ばい圏で推移する可能性が高いとみている。前回よりも期待インフレ率を引き上げ、それに伴い実質金利を引き下げた(ターミナルレートの想定は不変)。

図表 7: 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

図表 8: 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年実質金利	マーケットの織り込む長期政策金利	+	0.81%	0.90%	0.90%	0.90%
ブレイク・イーブン・インフレ率	マーケットの織り込む長期インフレ率	+	2.35%	2.30%	2.30%	2.30%
MOVE 指数 (自然対数値)	債券のボラティリティ	+	1.89	1.95	1.95	1.95
Fed Balance Sheet as GDP	FRBのGDP対比の保有資産	-	22.2%	22.2%	21.9%	21.6%
10年金利の推計値	メイン	-	4.28%	4.31%	4.31%	4.32%
	上限	-		4.91%	4.91%	4.92%
	下限	-		3.91%	3.91%	3.92%

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。

■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
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)
234	2025/7/16	米国経済	6月米CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25年7月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025年7月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7月7日~7月11日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7月14日~7月18日)
241	2025/7/30	コモディティ	25年6・7月WTI原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25年第2四半期ユーロ圏GDP統計
243	2025/7/31	米国経済	7月FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の7月セクター動向と8月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7月22日~7月25日)
246	2025/8/4	欧州経済	25年7月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7月ISM製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7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。