

2025 年 9 月 12 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: 8 月米 CPI とマーケット環境の整理

9 月利下げ開始はダンディールも、その後のインフレ加速を警戒

要約

- 8 月の米 CPI 前年比は、+2.9%と前月(+2.7%)から加速。市場予想(+2.9%)と一致した。また前月比は、+0.4%と前月(+0.2%)から加速し、市場予想(+0.3%)を上回った(図表 1~2)
- ミクロ、マクロの両面から、インフレ率はコア幅に加速する公算が大きい。契機は 9 月 FOMC における利下げとみる。マーケットの反応としては、FRB の利下げ⇒企業の景況感改善⇒価格転嫁が進行⇒期待インフレ率上昇⇒ターミナル金利の織り込み上昇⇒期待インフレ率低下 という経路を辿るとみる
- 上記過程において、米 10 年金利は、4.15%程度まで上昇すると見込む

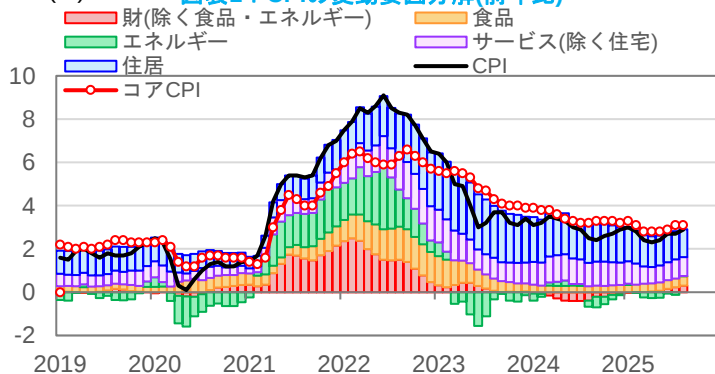
8 月米 CPI: 市場予想を上回ったが、9 月利下げ開始予想を維持

8 月の米 CPI 前年比は、+2.9%と前月(+2.7%)から加速。市場予想(+2.9%)と一致した。また前月比は、+0.4%と前月(+0.2%)から加速し、市場予想(+0.3%)を上回った(図表 1~2)。エネルギー、食品を除くコア指数では、前年比は、3.1%と前月(+3.1%)から加速し、市場予想(+3.1%)も上回った。また前月比は、+0.3%と前月(+0.3%)から横ばいで、市場予想(+0.3%)と一致した。

前月からの前年比の変動要因を考察すると、サービスは小幅に減速したものの財(除く食品・エネルギー)、食品等幅広い品目でインフレが加速した他、エネルギーインフレ減速が一服したことが主因とみられる。徐々に、輸入業者等が関税影響によるコスト高等を価格転嫁してきている可能性があるだろう。前月からの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一服による。詳しくは図表 3 を参照されたい。

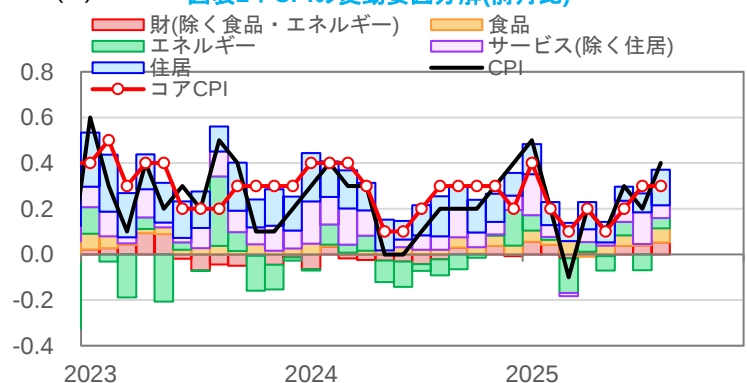
パウエル議長を始め、市場の一部では夏場にかけて企業が関税の価格転嫁を進めインフレ率が加速するシナリオを警戒していたが、今月の結果は市場予想の範囲内に留まっており、インフレ率の大幅な加速は見受けられない。労働市場が(見かけ上)軟調となる兆しが見え始めていることを考慮すると、FRB が 9 月に利下げする蓋然性が高まった。もっとも、利下げ後は企業の景況感回復とともに価格転嫁が進行し、インフレは加速する可能性が高い点には留意。

(%) 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	08/2025	07/2025	06/2025	05/2025	04/2025	03/2025	02/2025	01/2025	12/2024	11/2024	10/2024	09/2024
Total	100.0	2.9	2.7	2.7	2.4	2.3	2.4	2.8	3.0	2.9	2.7	2.6	2.4
Housing	44.4	4.0	3.9	4.0	4.0	4.0	3.7	3.9	3.9	4.1	4.1	4.2	4.1
Shelter	35.5	3.6	3.7	3.8	3.9	4.0	4.0	4.2	4.4	4.6	4.7	4.9	4.9
Rent	35.0	3.6	3.6	3.8	3.9	4.0	4.0	4.3	4.4	4.6	4.8	4.9	4.9
Fuels & Utilities	4.5	6.9	6.5	6.7	6.0	5.4	4.1	3.5	2.9	3.4	2.9	3.6	3.0
Household Energy	3.4	7.4	6.8	7.1	6.2	5.5	3.8	3.0	2.3	2.8	2.1	3.1	2.5
Water & Sewer & Trash Collection Services	1.1	5.3	5.3	5.4	5.2	4.9	4.9	4.9	4.4	5.2	5.2	5.0	4.8
Household Furnishings & Operations	4.5	3.9	3.4	3.3	2.7	2.3	0.9	1.0	0.4	0.7	0.4	-0.6	-0.5
Household Furnishings & Supplies	3.4	2.8	2.4	1.7	0.6	0.3	-0.3	-0.4	-0.9	-0.9	-1.0	-2.2	-2.2
Food & Beverages	14.5	3.1	2.8	2.9	2.8	2.7	2.9	2.6	2.4	2.4	2.3	2.1	2.2
Cereals & Bakery Products	1.1	1.1	1.0	0.9	1.0	0.0	1.1	0.3	0.4	0.8	-0.5	0.9	0.1
Meats, Poultry, Fish & Eggs	1.6	5.6	5.2	5.6	6.1	7.0	7.9	7.7	6.1	4.2	3.8	1.9	3.9
Dairy & Related Products	0.7	1.3	1.5	0.9	1.7	1.6	2.2	0.8	1.2	1.3	1.2	1.3	0.5
Fruits & Vegetables	1.3	1.9	0.2	0.7	-0.5	-0.9	-0.7	-0.2	0.3	1.0	1.1	0.9	0.7
Nonalcoholic Beverages & Beverage Materials	0.9	4.6	3.6	4.4	3.1	3.2	2.4	2.1	2.2	2.3	2.8	1.7	1.3
Food Away from Home	5.7	3.9	3.9	3.8	3.8	3.9	3.8	3.7	3.4	3.6	3.6	3.8	3.9
Alcoholic Beverages	0.8	1.9	1.4	1.4	1.5	1.8	1.9	1.7	1.4	1.4	1.8	1.6	1.5
Apparel	2.5	0.2	-0.2	-0.5	-0.9	-0.7	0.3	0.6	0.4	1.2	1.1	0.3	1.8
Men's & Boys' Apparel	0.7	0.6	0.3	1.5	0.1	1.1	2.4	1.3	1.3	2.7	2.2	0.0	0.7
Women's & Girls' Apparel	1.0	-1.5	-0.8	-0.8	-1.0	-1.5	-0.6	0.2	0.0	0.6	0.4	-0.1	2.8
Footwear	0.6	1.4	0.9	-0.6	-1.6	-1.3	-0.7	-0.2	1.0	0.6	0.7	0.8	0.0
Transportation	16.5	0.9	0.0	-0.1	-1.3	-1.5	-0.9	1.7	3.2	1.6	0.5	-0.1	-1.1
Private	15.1	1.0	0.1	0.2	-1.0	-1.1	-0.6	1.9	3.1	1.3	0.3	-0.3	-1.1
New & Used Motor Vehicles	7.4	2.1	1.8	1.3	0.5	0.4	-0.3	0.0	0.7	-1.3	-1.9	-1.8	-2.4
Motor Fuel	3.0	-6.5	-9.3	-8.2	-11.9	-11.7	-9.8	-3.2	-0.4	-3.8	-8.4	-12.5	-15.5
Motor Vehicle Insurance	2.8	4.7	5.3	6.1	7.0	6.4	7.5	11.1	11.8	11.3	12.7	14.0	16.3
Public	1.4	2.2	0.7	-2.7	-5.4	-5.6	-3.5	-0.6	4.9	5.7	2.9	2.5	0.6
Airline Fare	0.9	3.3	0.7	-3.5	-7.3	-7.9	-5.2	-0.7	7.1	7.9	4.7	4.1	1.6
Medical Care	8.3	3.4	3.5	2.8	2.5	2.7	2.6	2.9	2.6	2.8	3.1	3.3	3.3
Medical Care Commodities	1.5	0.0	0.1	0.2	0.3	1.0	1.0	2.3	2.3	0.5	0.4	1.0	1.6
Medical Care Services	6.8	4.2	4.3	3.4	3.0	3.1	3.0	3.0	2.7	3.4	3.7	3.8	3.6
Health Insurance	0.8	4.3	4.4	3.4	2.9	3.3	3.1	3.9	4.0	4.8	5.9	6.8	7.5
Recreation	5.3	2.3	2.4	2.1	1.8	1.6	1.9	1.8	1.6	1.1	1.5	1.0	0.7
Video & Audio	1.1	1.5	1.8	2.2	1.5	0.1	0.8	1.9	2.0	1.2	1.0	0.9	0.8
Pets, Pet Products & Services	1.2	2.5	2.6	2.1	2.2	1.9	1.3	2.4	2.0	2.0	2.9	2.0	2.1
Education & Communication	5.6	0.3	0.3	0.5	0.3	0.2	0.5	0.3	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9
Education	2.6	3.5	3.7	3.6	3.6	3.8	3.9	3.7	3.8	4.0	4.2	3.8	3.6
Communication	3.1	-2.1	-2.2	-1.9	-2.1	-2.3	-1.9	-2.1	-1.9	-1.8	-1.8	-1.3	-1.0
Other Goods & Services	2.9	3.9	3.9	3.7	3.8	3.6	3.8	3.3	2.4	3.3	3.4	3.3	3.5
Tobacco & Smoking Products	0.5	6.3	6.5	6.3	6.3	7.1	6.8	6.6	6.8	6.7	6.6	6.8	8.2
Personal Care	2.5	3.4	3.3	3.1	3.3	2.8	3.1	2.5	1.4	2.5	2.7	2.5	2.5

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

MACROBOND

ミクロ視点からのインフレ率の先行き：インフレ率は小幅に加速するとみる

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(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、関税影響や天候不順、AI ブーム等から農作物や貴金属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、財(食品含む)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、僅かに上昇に転じ始めた。中期的には、住居項目のインフレ率の低下も一服し、横ばい圏で推移することとなる。

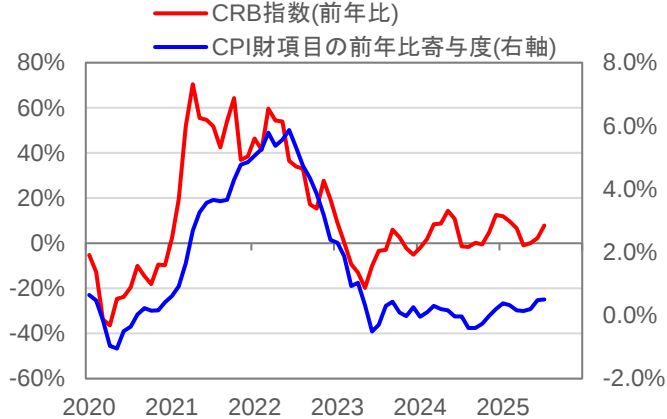
今後は展望すると、財インフレは関税による加速をエネルギー価格の低下が一定程度相殺し、やや加速するとみている。一方で、サービスインフレは、住居インフレの減速一服で、横ばい圏で推移しよう。トータルとして、CPI はやや加速する公算が大きい。

◎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。

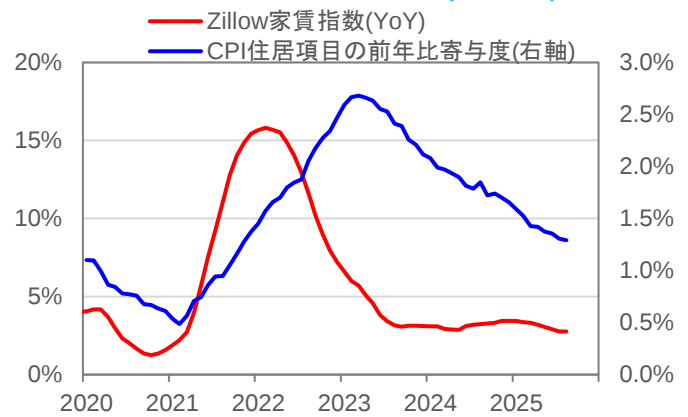
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表4：CRB指数とCPI財項目



出所：Bloomberg

図表5：Zillow家賃指数とCPI(帰属家賃)

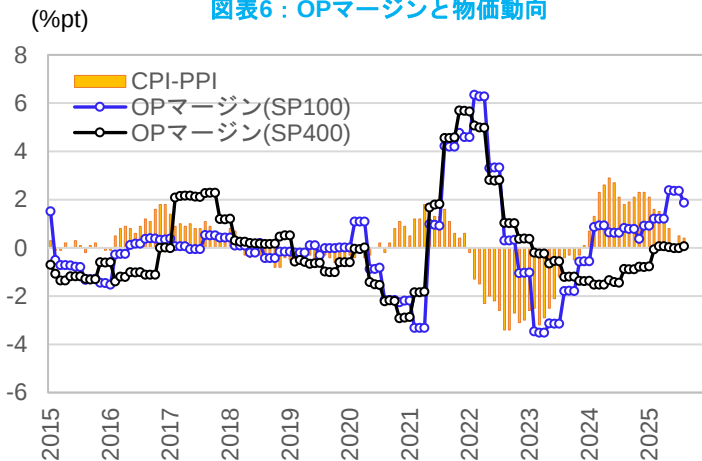


出所：Bloomberg

マクロ視点からのインフレ率の先行き：インフレ率は小幅に加速するとみる

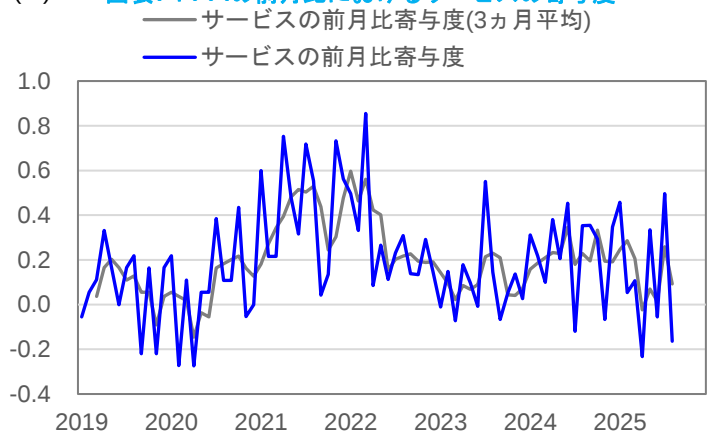
マクロの観点からは、CPIとPPIの差が縮まっており、企業のOPマージンが縮小していることが窺える(図表6)。これは、企業がコスト高を消費者に十分に価格転嫁できていないことを示唆しており、価格転嫁は避けられないだろう。加えて、PPIのサービス項目すらも大きくは加速しておらず(図表7)、企業の景況感低迷等が輸入業者の価格転嫁をも妨げている。足元の労働環境なども加味すると、9月のFOMCにおける利下げは、ダンディールであろうが、これを契機に景況感が回復していけば、価格転嫁が進み、インフレ率は上昇していく公算が大きい。

図表6：OPマージンと物価動向



出所：Bloomberg

図表7：PPIの前月比におけるサービスの寄与度



出所：Bloomberg

マーケット環境：米金利の低下はやや行き過ぎ。利下げ後に上昇とみる

米10年金利の変動要因を考察すると(図表)、足元の低下は2年先1ヵ月実質金利の低下と、5年先5年ブレイクイーブンインフレ率(BEI)の低下によるものであることが窺える。従来は、トランプ大統領のFRB人事への介入等からターミナル金利の織り込みが低下する一方で、インフレの抑制が難しくなるとの見方から、インフレ率の低下は見られなかった。この変化は、労働市場の軟化を受け、市場がリセッションを織り込み始めたためであるとみている。

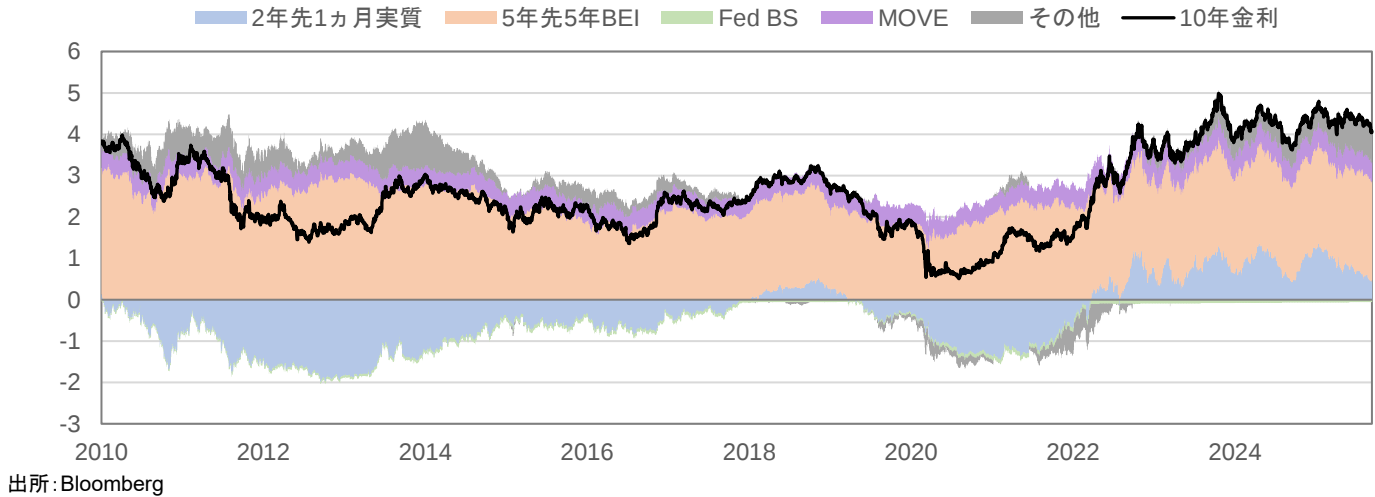
◎注意事項

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。

もっとも、筆者はこうした市場の織り込みは悲観的過ぎると考えている。労働市場の軟化は米経済の軟化を意味しないためである(詳細は [2025年9月8日 日米欧 Market View:8月雇用統計](#) を参照されたい)。従って、今後は米金利の小幅な上昇を見込むが、契機は9月FOMCでの利下げとみる。具体的には、FRBの利下げ⇒企業の景況感改善⇒価格転嫁が進行⇒期待インフレ率上昇⇒ターミナル金利の織り込み上昇⇒期待インフレ率低下 という経路を辿るとみる。こうした過程において、米金利は4.15%程度まで上昇するとみている。

図表8：米10年金利の変動分解



図表9：米10年金利推計に用いた変数

変数名	概要	金利への影響	足元の水準
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	+	0.63%
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	+	2.30%
MOVE指数 (自然対数値)	債券のボラティリティ	+	1.90
Fed Balance Sheet as GDP	FRBのGDP対比の保有資産	-	22.2%

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
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
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q
258	2025/8/28	日本株	日本株需給(8 月 18 日～8 月 22 日)
259	2025/8/28	日本株	4-6 月期決算と年末までの見通し
260	2025/9/3	日本株	25 年 8 月ユーロ圏物価動向
261	2025/9/3	日本株	8 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
262	2025/9/5	日本株	日本株需給(8 月 25 日～8 月 29 日)
263	2025/9/8	米国経済	8 月雇用統計
264	2025/9/10	日本株	自民党総裁選と日本株見通し

◎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。