

2026年6月19日
日本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
伊田 道紀

5月消費者物価指数(CPI): 加速感は限定的も、輸入物価ショックの波及に注目

要約

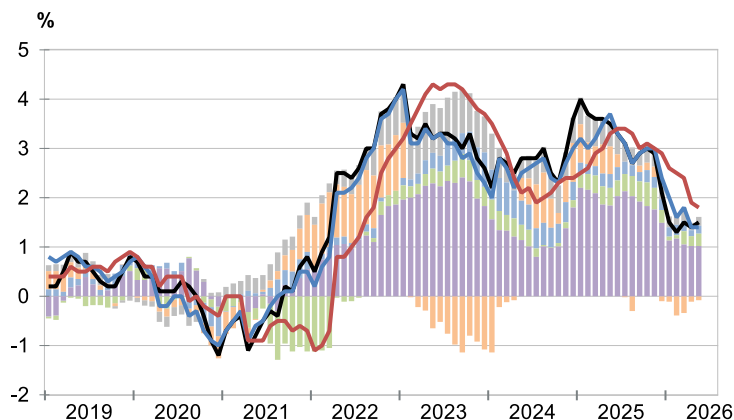
- 5月CPIは前年比で総合+1.5%、コア+1.4%と市場予想通りの結果となった。前月比寄与度では光熱・水道が大きく押し上げ、食料も小幅に押し上げたが、物価の加速感は限定的だった。
- 刈込平均値は低下基調にあり、価格転嫁が幅広い品目に広がっているとは言い難い。ただし、輸入物価ショックが時間差でCPIへ波及し、物価を再び押し上げる第二波となるかが今後の焦点となる。
- 第二波が生じ得るか検討する際には、日銀短観の販売価格見通しが参考となる。6月短観の結果が待たれる。内需系業種で見通しの上方修正があれば、日銀の利上げが正当化されよう。

5月CPIの結果:市場予想通りも、加速感は限定的

総務省統計局が公表した5月の消費者物価指数(CPI)は、総合CPIが前年比+1.5%、コアCPI(生鮮食品を除く総合)が同+1.4%、コアコアCPI(生鮮食品及びエネルギーを除く総合)が同+1.8%となり、いずれもBloombergが集計する市場予想通りの結果となった(図表1)。総合CPIは前月の+1.4%から小幅に伸びが拡大した一方、コアCPIは横ばい、コアコアCPIは前月の+1.9%から鈍化した。5月CPIの結果からは、物価上昇圧力が一段と強まったとは言い難い。もっとも、日銀が公表する特殊要因を除いたCPIをみると、5月分は未公表であるものの、4月時点では生鮮食品・特殊要因を除くCPIが前年比+2.8%まで上昇している。政府補助や制度変更による下押しを除けば、ヘッドラインのCPIほど物価の基調は弱くない可能性が高い(図表2)。

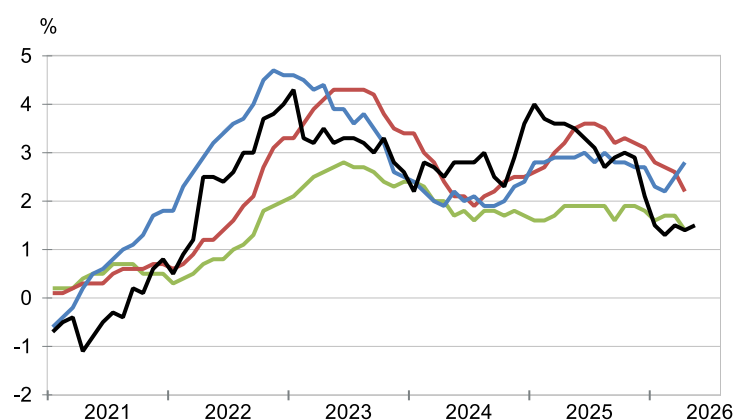
図表1: CPIの前年比要因分解

— コアコアCPI — CPI — 光熱・水道 — 交通・通信
— コアCPI — その他 — 教養娯楽 — 食料



図表2: 特殊要因を除いた消費者物価の前年比

— 総合(CPI) — 除く生鮮食品・エネルギー、特殊要因
— 除く生鮮食品、特殊要因 — 除く食料・エネルギー、特殊要因



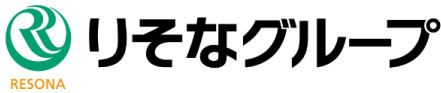
出所: マクロポンド

出所: マクロポンド

◎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。

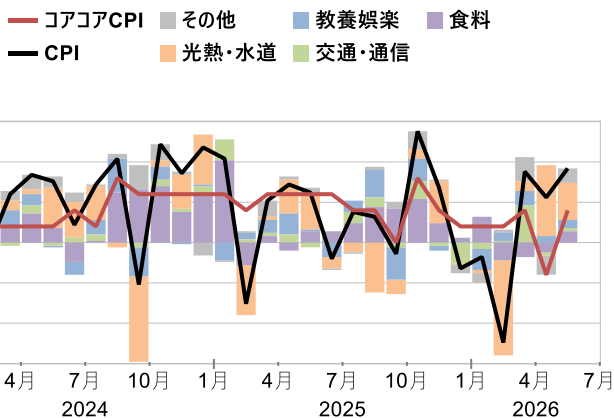


内訳の変化:米類鈍化の一方、魚介類・燃料関連に注意

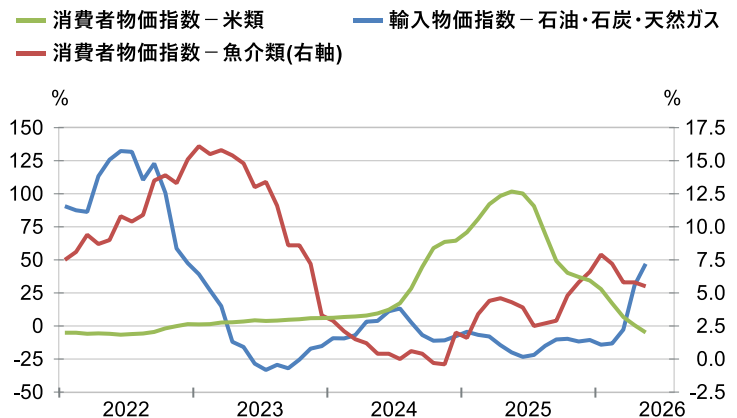
5月総合CPIの前月比寄与度をみると、光熱・水道が大きく押し上げ方向に作用し、食料も小幅の押し上げに転じた(図表3)。もっとも、食料の内訳をみると、これまでCPIを大きく押し上げてきた米類の上昇率が低下してきており、米類の寄与縮小を主因に、食料全体の押し上げ圧力も弱まってきている。ただし、食料品価格の上昇圧力が一様に後退しているわけではない。燃料費や輸送費、輸入価格の影響を受けやすい品目では上昇が著しい。例えば、魚介類では前年比+5.5%と大幅に上昇している(図表4)。米類の伸びが鈍化する中でも、魚介類の様にコスト上昇の影響を受けやすい品目では価格上昇圧力が強まる可能性がある。食料品価格の物価押し上げ寄与が高止まりする可能性に留意したい。

中東情勢を巡る供給不安を背景に上昇した原油・燃料関連の輸入価格についても、現時点で分かっていることを整理しておく。5月の輸入物価のうち、石油・石炭・天然ガスは前年比+47.0%と大幅に上昇しており、輸入段階では燃料関連コストの急上昇が確認される(図表5)。一方、今回のCPIでは、政府補助の影響もあり、ガソリンなどエネルギー関連品目の上昇は表面上抑えられている。つまり、輸入段階で発生している燃料コストの上昇の影響は、現時点の消費者物価には十分に波及していないといえる。今後の物価動向をみるうえでは、こうした輸入段階のコスト上昇がCPIにどの程度反映されるかを確認する必要がある。

図表3: CPIの前月比要因分解



図表4: 上昇が顕著な品目の推移

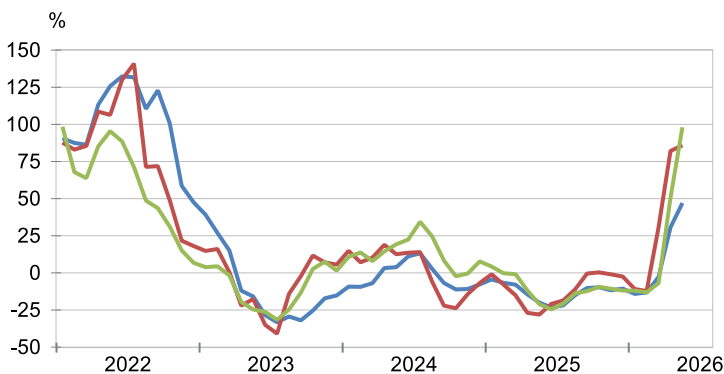


出所: マクロボンド

出所: マクロボンド
注: 輸入物価は円建て

図表5: 輸入物価における石油・石炭・天然ガス関連品目のインフレ率

ナフサ ガソリン 石油・石炭・天然ガス

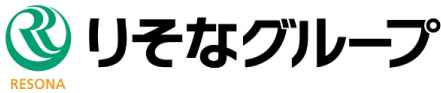


出所: マクロボンド
注: 輸入物価は円建て

◎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。



今後の注目ポイント:輸入物価ショックの第二波が生じるか否かが重要

今後の物価動向を見通す上で重要なのは、基調を見極めることである。もっとも、基調を巡っては様々な観点から包括的に分析することが求められる。前頁まででは、変動の激しい品目や原因の分かっている特殊要因を除くと、物価が高止まりしている様子が示唆された。一方で、こうした指標は特殊要因が理由ではなく、大きく上昇・下落する品目があるとその影響を受けてしまう。そこで、変動の激しい品目を除き、値上げが幅広い品目に浸透しているか見るために、刈込処理した指数を図表 6 に示した。これを見ると、総合と同じく、下落トレンドを形成しており、価格転嫁の動きが幅広い品目に広がっているとは言い難いことが分かる。

ただし、3月に発生した中東戦争の影響で、輸入物価が顕著に上昇している点を考慮すると、今後も物価の下落トレンドが継続すると考えるのは楽観的に過ぎるかもしれない(図表 7)。中東情勢が一部加味されているであろう3月の日銀短観を見ると、大企業では、業種に依らず将来の販売価格見通しを上方修正している(図表 8~9)。

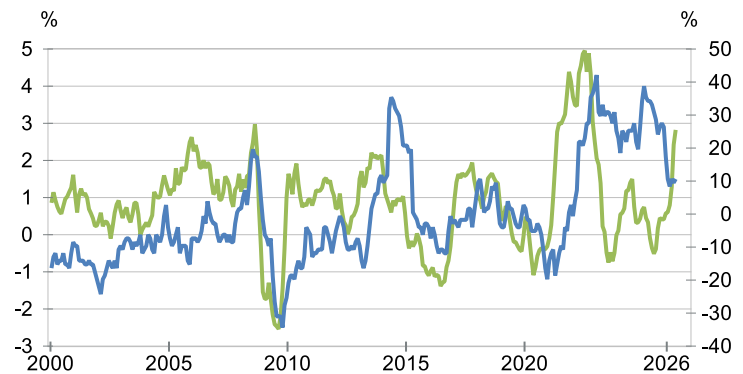
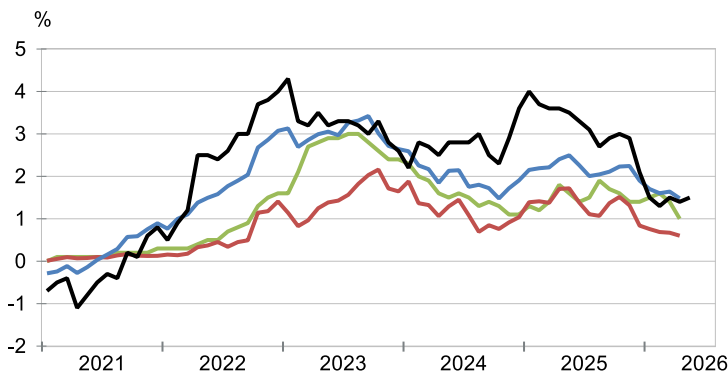
過去、輸入物価ショックは、CPI に段階を経て波及してきた(補足参照)。輸入物価指数と CPI の季節調整済前月比を用いた簡易的なベクトル自己回帰によれば、輸入物価上振れ直後に暫定的な値上げを実施し(2~3 カ月後)、その後消費動向や実際のコストを勘案しながら値上げが実施される可能性がある(6~7 カ月後)。従って、仮にコア関連指標が下落しても、物価全般が上昇トレンドに転換する場合、日銀の利上げが正当化されることとなろう。7月に公表される短観で販売価格見通しに変化が生じるか注目したい。

図表 6: 刈込平均値・加重中央値・最頻値

図表 7: 各種物価指数の前年比

— 総合(CPI) — 刈込平均値 — 加重中央値 — 最頻値

— CPI — 輸入物価指数(右軸)



出所: マクロボンド

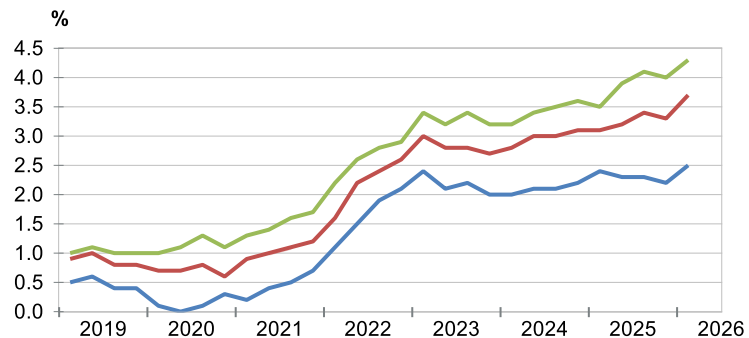
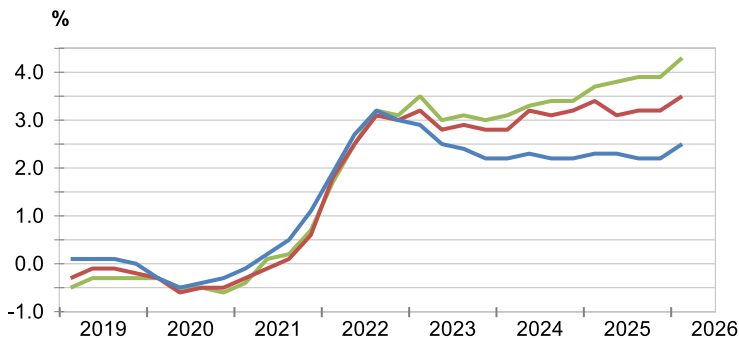
出所: マクロボンド

図表 8: 大企業製造業の販売価格見通し (現在の水準との比較)

図表 9: 大企業非製造業の販売価格見通し (現在の水準との比較)

— 1年後 — 3年後 — 5年後

— 1年後 — 3年後 — 5年後



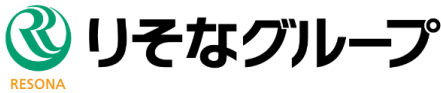
出所: マクロボンド

出所: マクロボンド

◎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。

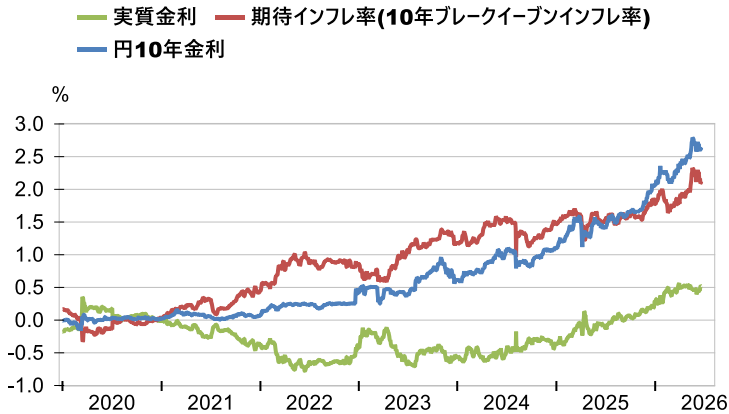
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



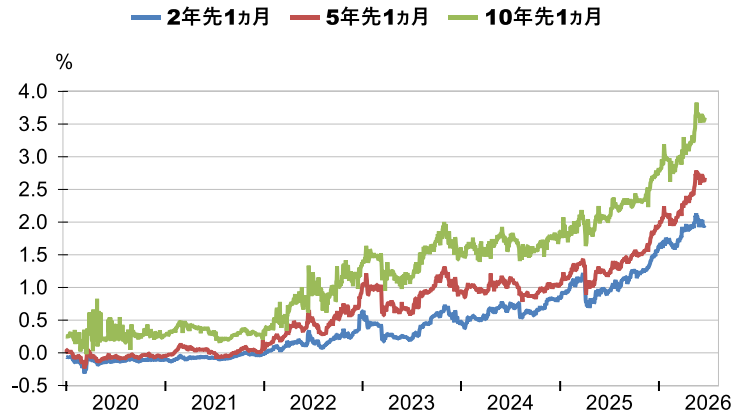
今後の見通し:追加利上げのカギは価格転嫁と需要の底堅さ

ここもとの金利上昇は、期待インフレ率主導で、実質金利はほとんど変化していない(図表 10)。実質金利について、フォワード金利は、2 年先 1 カ月が約 2%、5 年先 1 カ月が 3%、10 年先 1 カ月が 3.5%と非常に緩慢なペースでしか利上げできないと織り込まれていたことが背景であろう(図表 11)。来る 6 月短観において、内需業種の販売価格見通しが上方修正されるか否か、そして、それに伴い利上げペースの織り込みが変化するか注目したい。

図表 10：日本の10年金利



図表 11：日本のフォワード金利

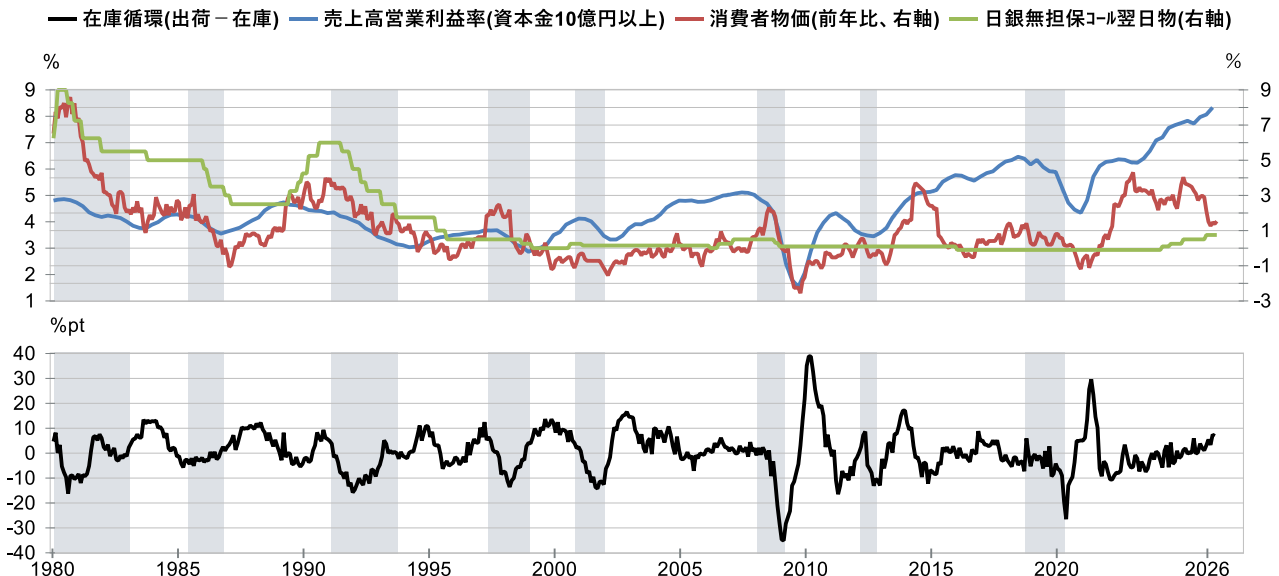


出所: マクロポンド

出所: マクロポンド

今後、インフレ率の上昇や日銀の利上げが実施される場合、コストプッシュが起点であるために、景気減速を懸念する向きもある。しかし、1980 年以降の長期的な景気循環とインフレ率の関係を確認すると(図表 12)、インフレ率の上昇が直ちに景気減速に繋がるとは限らない。むしろ、インフレ率の上昇は、企業の価格転嫁余地を生み、利益率の改善に寄与する場合もある。足元の在庫循環は、在庫調整の一服と共に改善基調が継続している。コストプッシュが起点であるとしても、値上げが受け入れられる背景が底堅い需要にあるならば、景気減速懸念は杞憂であろう。

図表 12：景気循環、日本企業の利益率、インフレ率、政策金利

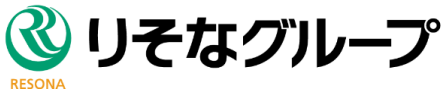


出所: マクロポンド

◎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。

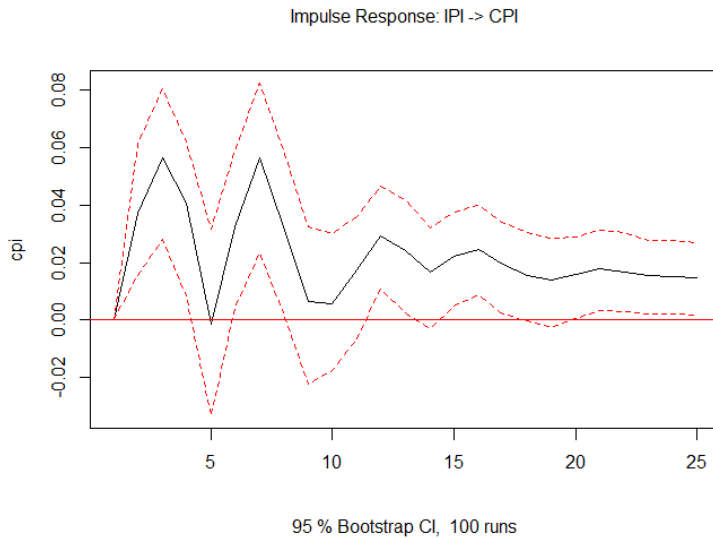
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。



補足:輸入物価のCPIへの波及経路分析

輸入物価指数とCPIの季節調整済前月比を用いた簡易的なベクトル自己回帰を行い、インパルス応答を示した(図表13)。輸入物価上振れ直後に暫定的な値上げを実施し(2~3カ月後)、その後消費動向や実際のコストを勘案しながら値上げが実施される可能性がある(6~7カ月後)。図表14は3月日銀短観における販売価格見通し—物価全般の見通し(今後一年間)である。日銀の利上げが正当化されるためには、非製造業を中心とする内需系業種で、マイナス幅が縮小することが求められよう。

図表13:輸入物価ショックがCPIに与える影響



出所: Bloomberg

図表14:日銀短観における販売価格見通し—物価全般の見通し(今後一年間)

	2023 Q2	2023 Q3	2023 Q4	2024 Q1	2024 Q2	2024 Q3	2024 Q4	2025 Q1	2025 Q2	2025 Q3	2025 Q4	2026 Q1
全産業	0.2	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.3
製造業	0.3	0.3	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.3
素材業種	0.3	-0.1	-0.2	0.0	0.3	0.1	0.1	0.3	0.4	0.3	0.1	0.4
繊維	0.1	-0.1	0.1	-0.1	0.7	1.0	1.3	0.4	0.5	0.8	0.8	0.4
木材・木製品	0.5	0.1	0.8	1.1	1.5	0.9	1.2	0.4	0.4	1.1	0.0	-0.10
紙・パルプ	1.4	0.2	0.2	1.0	0.8	1.1	0.6	1.1	1.2	1.6	2.1	1.7
化学	-0.3	-0.6	-0.4	-0.8	-0.5	-0.5	-0.6	-0.5	-0.1	-0.5	-0.5	-0.2
石油・石炭製品	0.5	-0.9	-1.0	-2.4	-3.4	-2.2	-3.2	1.6	0.2	-0.8	-0.8	6
窯業・土石製品	1.3	0.7	-0.5	0.1	1.1	1.4	1.5	1.8	0.8	1.6	1.0	0.5
鉄鋼	0.2	0.1	-0.3	1.9	1.5	0.2	0.8	0.3	0.4	-0.1	0.1	0.5
非鉄金属	-0.1	-0.2	0.2	-0.3	0.8	-0.5	-0.5	0.4	0.8	-0.1	-0.5	0.4
加工業種	0.2	0.5	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.3
食料品	1.2	1.0	0.6	0.2	0.1	0.3	0.8	0.7	0.7	1.0	1.1	0.9
金属製品	1.3	1.3	0.9	1.1	1.3	1.3	1.3	0.7	0.6	0.4	0.7	1.2
はん用機械	0.7	1.1	0.9	0.5	0.9	0.6	0.8	0.5	0.8	1.3	0.9	1
生産用機械	0.3	0.7	0.5	0.5	0.4	0.6	0.9	0.7	0.3	0.4	0.2	0.3
業務用機械	-0.4	0.6	0.8	0.4	0.4	0.5	0.0	0.7	0.1	0.7	0.2	0.5
電気機械	-0.3	-0.1	-0.5	-0.3	-0.5	-0.3	-0.4	-0.4	-0.3	-0.6	-0.4	-0.1
造船・重機等	-1.3	-0.9	-0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	-0.8	-0.6	-0.8	-0.6	0.3
自動車	0.2	0.5	0.2	0.0	0.2	-0.1	-0.3	0.0	-0.1	-0.5	-0.4	-0.2
非製造業	0.1	0.2	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2	0.3	0.2	0.2	0.1	0.3
建設	0.2	0.2	-0.2	0.2	0.3	0.2	0.5	0.2	0.2	0.1	0.4	0.8
不動産	-0.7	-0.6	-0.3	0.3	0.2	0.5	0.3	0.4	0.5	0.0	0.2	0.2
物品賃貸	-0.2	-0.1	-0.2	1.0	0.6	0.4	-0.3	-0.1	-0.5	0.4	0.0	0.7
卸売	0.2	0.3	0.0	-0.4	-0.5	-0.1	-0.3	0.1	-0.1	0.1	-0.2	0.1
小売	0.6	1.0	0.4	0.7	0.8	0.8	0.6	1.0	0.6	0.2	0.4	0.5
運輸・郵便	0.3	0.6	0.2	-0.2	0.1	0.5	0.6	0.8	0.1	0.2	0.1	0.3
通信	-1.2	-1.4	-1.4	-1.4	-1.3	-1.1	-0.8	-0.6	-0.3	-0.7	-0.5	-0.2
情報サービス	0.1	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.8	0.3	-0.1	0.4	0.2	0.3
電気・ガス	-1.6	-1.1	-0.5	-1.3	-0.5	-0.2	-0.1	-0.9	-0.6	-0.6	-1.0	-1
対事業所サービス	-0.5	-0.5	-0.7	-0.1	0.1	0.5	0.6	0.3	0.3	0.9	0.8	0.6
対個人サービス	0.0	0.1	-0.1	-0.3	-0.1	-0.5	-0.4	-0.6	0.4	-0.3	-0.3	-0.2
宿泊・飲食サービス	1.6	1.7	2.0	1.2	0.7	0.6	1.8	1.5	1.5	1.4	1.1	0.8

出所: マクロポンド

◎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。