

Today's Headline 今日のヘッドライン

“ジュネーブから今を見る”

梅澤 利文
シニア・ストラテジスト



3月米CPIのインフレ鈍化と関税の今後の影響

米労働省が発表した3月の消費者物価指数(CPI)は、食品とエネルギーを除いたコアCPIが市場予想を下回るなど、全般的に物価の鈍化が示された。特にエネルギーや中古車、宿泊費、航空運賃の価格が下落し、インフレ圧力が弱まった。ただし、関税の影響はほぼ見られなかった。トランプ政権は追加関税について対象国とディール(取引)をする姿勢で、その影響も含め今後の物価動向に注視が必要だ。

■ 3月の米消費者物価指数は市場予想、前月を下回り物価の鈍化を示唆

米労働省が4月10日に発表した3月の消費者物価指数(CPI)は、食品とエネルギーを除いたコアCPIが前月比0.1%上昇と、市場予想の0.3%上昇、2月の0.2%上昇を下回った(図表1参照)。前年同月比は2.8%上昇と、市場予想の3.0%上昇、2月の3.1%上昇を下回った。

総合CPIは前月比0.1%低下と、市場予想の0.1%上昇、2月の0.2%上昇を下回った。前年同月比も2.4%上昇と、市場予想の2.5%上昇、2月の2.8%上昇を下回った。

3月のCPIはコア、総合共に市場予想、前月を下回り物価の鈍化が示された。ただし、10日の米国債市場では「長期」国債利回りが上昇した。

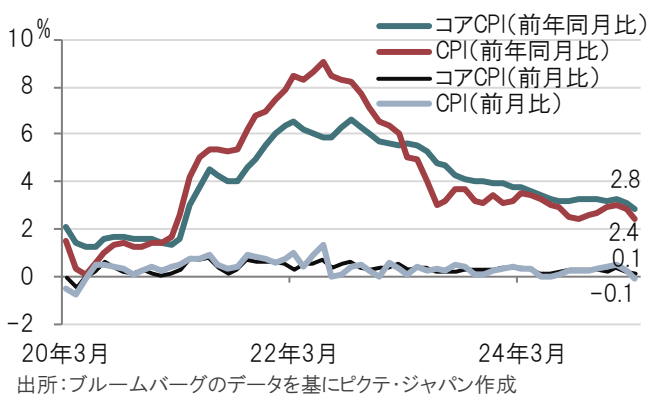
■ 3月の米CPIは関税の影響を反映したとは言えないようだ

3月の米CPIで物価が鈍化した主な品目をみると、エネルギーや中古車、宿泊費、航空運賃などが挙げられる。ここ数年、インフレ押し上げ要因となってきた自動車保険も鈍化した。宿泊費や航空運賃などの価格下落は景気の先行きに対する懸念を反映した可能性もある。一方、関税の影響による「将来」のインフレ圧力を示す証拠は今回のCPIには見出しにくい。懸念は強く残る。

今回のCPIで前月比の伸びは、20年5月以来、ほぼ5年ぶりにマイナスとなった。前月比の伸びを、エネルギー、食品、財、及びサービスの4項目に分けて寄与度をみると(図表2参照)、エネルギーはガソリン価格の下落などを背景にマイナス寄与

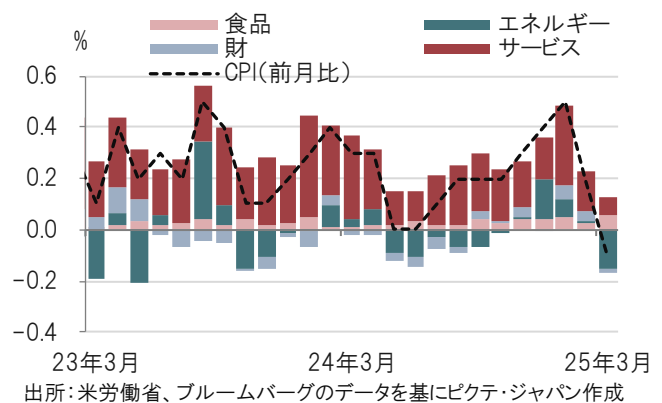
図表1: 米国消費者物価指数(CPI)の推移

月次、期間: 2020年3月~2025年3月、前年同月比、前月比



図表2: 米CPI(前月比)と主な項目の寄与度の推移

月次、期間: 2023年3月~2025年3月、棒グラフは寄与度



データ・分析等は過去の実績や将来の予測に基づくものであり、運用成果や市場環境等を示唆・保証するものではありません。

となった。

変動の大きいエネルギーと異なり、サービスは、過去においてインフレ押し上げに寄与してきたが、3月の寄与は縮小した。個別にサービスの品目をみると、押し下げ要因となったのはホテルなどの宿泊費、自動車保険、自動車リース、航空運賃などであった。宿泊費や航空運賃の下落は景気悪化を反映しているのか、それとも一時的なのかを見守る必要はあるが、サービスによる物価上昇圧力は鈍っているようだ。

反対に食品の寄与は3月に拡大した。政治問題ともなった卵価格は3月が前月比5.9%上昇と依然上昇しているものの、前月の10.4%を下回るなど上昇ペースは鈍っている。牛肉や豚肉などの価格は上昇したが、野菜・果物は下落するなど品目によるばらつきがあった。食品全体の伸びは3月が0.4%上昇で、通常の変動の範囲内とみられる。

関税の影響を反映するとみられる財には最も注目しているが、0.1%の低下だった。中古車や医薬品などが下落した。衣類、玩具、家電など中国からの輸入品が多い品目を見ると、衣類は0.4%上昇したが、玩具や家電の価格は低下し、関税の影響は今回のCPIにほとんど示されなかったようだ。

■ 関税の物価に対する影響は様々な要因があり、今後の展開を待つ段階

3月の米CPIに関税の影響はほぼ見られなかったが、ここからは今後のインフレについて考える。

まず、関税が引き上げられてから(消費者段階の)物価動向を過去の例を参考に振り返る。ここでは洗濯機を取り上げる。トランプ大統領は第1次政権の時に、2018年1月から外国から輸入される洗濯機の関税を段階的に引き上げた。関税を価格転嫁する形で洗濯機の価格上昇が春から夏に見られた。関税発動後、すぐに価格が上がらず、数カ月経って価格転嫁が見られたわけだ。

なお、興味深いのは関税対象でない乾燥機の価

格も引き上げられたことだ。洗濯機とセットで買われることから、洗濯機の値上げを抑え、その分乾燥機に上乗せしたケースが見られた。関税対象商品だけでなく、波及効果も見ることがありそうだ。

次に、トランプ1次政権で関税が課せられた別の製品であるテレビについて見ると、関税発動後の価格に大きな変化がなかった。理由は他国の製品に置き換わった(輸出経路の変更)などが考えられる。トランプ大統領は現在の第2次政権では世界全体に一律関税を導入しているが、このような経験を教訓としたのかもしれない。

今回の関税の物価への影響を見てみる。今回は一律10%であるうえ、(90日間の停止期間中だが)、国によって追加関税もあるなど、前回との違いもあり、物価への影響は複雑だ。ボストン連銀のコリنز総裁の講演を参照すると、輸入品に対する実効関税率が10%を超えるとインフレ率(個人消費支出(PCE)コア物価指数)は累計で0.7%~1.2%ポイント高まるとのことだ。2月のコアPCE物価指数は前年同月比で2.8%上昇しており、関税の効果を考慮すると3%を十分上回る水準で推移することが想定される。なお、ボストン連銀の試算では輸入品に対する関税の直接効果に加え、輸入された中間財が国内生産に使用された場合の影響も考慮している。トランプ大統領の不規則発言で関税率の変更が多いため、直接効果のみで関税の物価に対する影響を試算することも多いが、本来は波及効果も考慮して、試算すべきだろう。

トランプ米大統領は報復措置を取らない国・地域に対する「相互関税」の上乗せ分については適用を90日間停止するとしている。洗濯機などの例にあるように、関税の物価に対する影響は考慮すべき要因が多い。今後の米国との対話(ディール)の内容次第で物価への影響も変わってくるであろう。そうすると、米連邦準備制度理事会(FRB)は関税についてもう少し内容が分かるまでは、利下げに慎重な姿勢となる可能性もあろう。

ピクテ・ジャパンの投資信託をご購入する際の留意事項

1. 投資信託に係るリスクについて

- (1) 投資信託は、値動きのある有価証券等(外貨建資産に投資する場合は、為替変動リスクもあります)に投資いたしますので、基準価額は変動します。したがって、投資者の皆様は投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。
- (2) また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

2. 投資信託に係る費用について(2025年3月末日現在)

ご投資いただくお客様には以下の費用をご負担いただきます。

- (1) お申込時に直接ご負担いただく費用: 申込手数料 上限3.85%(税込)
※ 申込手数料上限は販売会社により異なります。
- (2) ご解約時に直接ご負担いただく費用: 信託財産留保額 上限0.3%
- (3) 投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用: 信託報酬 上限年率2.09%(税込)
※ ファンド・オブ・ファンズの場合、ここでは投資対象ファンドの信託報酬を含む実質的な負担を信託報酬とします。
※ 別途成功報酬がかかる場合があります。
- (4) その他費用・手数料等: 監査費用を含む信託事務に要する諸費用、組入有価証券の売買委託手数料等、外国における資産の保管等に要する費用等は、信託財産から支払われます(これらの費用等は運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を記載することはできません)。
ファンド・オブ・ファンズの場合、投資先ファンドにおいて、信託財産に課される税金、弁護士への報酬、監査費用、有価証券等の売買に係る手数料等の費用が当該投資先ファンドの信託財産から支払われることがあります。詳しくは、目論見書、契約締結前交付書面等でご確認ください。

当該費用の合計額については、投資者の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

《ご注意》

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、ピクテ・ジャパン株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収する各費用における最高の料率を記載しています。投資信託に係るリスクや費用は、各投資信託により異なりますので、ご投資される際には、事前によく目論見書や契約締結前交付書面をご覧ください。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

■ 当資料はピクテ・ジャパン株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。■ 運用による損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。■ 当資料に記載された過去の実績は、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。■ 当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。■ 当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。■ 投資信託は預金等ではなく、元本および利回りの保証はありません。■ 投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。■ 登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。■ 当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

ピクテ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第380号
加入協会: 一般社団法人投資信託協会 一般社団法人日本投資顧問業協会 日本証券業協会