

2016年1月21日 全10頁

# 米国経済見通し 株安はFRBのせいなのか

内需主導での拡大続くが、短期的には株価下落が下押しリスク

ニューヨークリサーチセンター  
シニアエコノミスト 土屋 貴裕  
エコノミスト 橋本 政彦

## [要約]

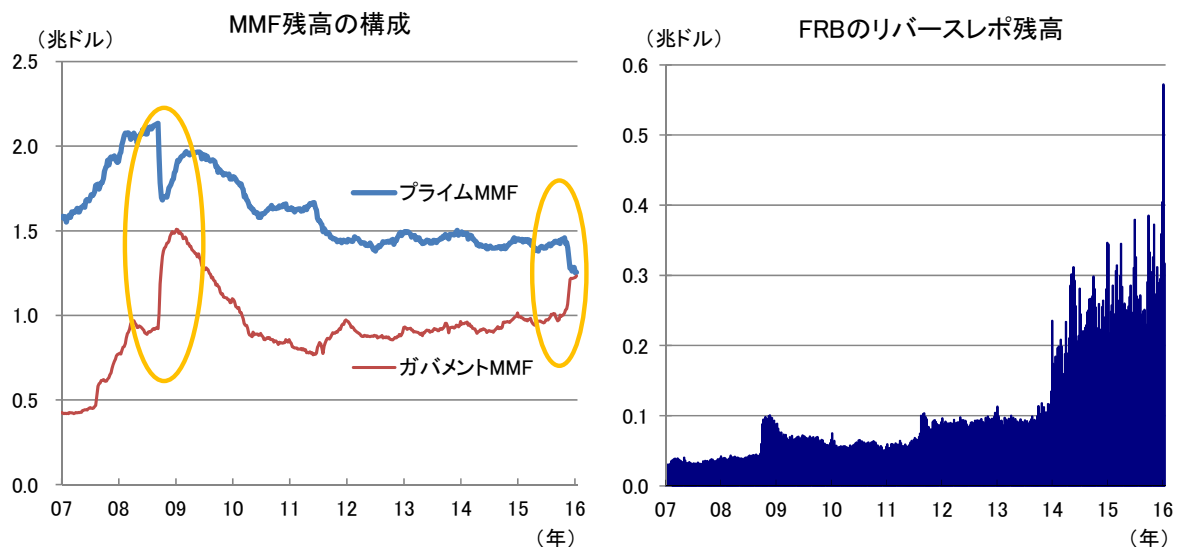
- 2016年の初めからの世界同時株安では、MMF規制改革と2015年12月に始まった利上げに伴うオペレーションが過剰流動性の巻き戻しのペースを加速させ、市場の混乱に拍車を掛けた可能性は指摘できる。
- MMFからの資金流出が、リーマン・ショックを含む金融危機につながったと考えられる。足下でも急速な資金シフトが起き、MMFの資金をFRB（連邦準備制度理事会）が吸収したことで、資金繰りが悪化した投資主体が運用資産を減らさざるを得なくなったと考えられる。
- 次回の1月のFOMC（連邦公開市場委員会）は、利上げの影響を含む経済統計の発表が十分ではなく、2回目の利上げは見送られるだろう。声明文に次の利上げに向けたヒントが示されるかどうかポイントとなる。
- 暖冬が小売販売の下押し要因となったが、個人消費を中心とした内需の拡大と、雇用者数増加の循環メカニズムが働いている。それはサービス部門において顕著であり、企業部門でも非製造業が底堅い一方で、製造業は停滞が続いている。住宅市場は特殊要因一巡後の回復が期待されるが、先行きはやや不透明である。
- 先行き、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の増加を牽引役にして、内需主導の景気拡大が続くというシナリオに変更はない。短期的には、世界的な株価の下落が、实体经济を下押しする可能性には留意が必要である。株価下落による逆資産効果や、消費者、企業のマインド悪化で支出が抑制されるリスクがある。

## 世界同時株安の引き金は米国の利上げだったのか

2015年12月のFOMC（連邦公開市場委員会）で事実上のゼロ金利政策が解除され、利上げが始まった。2016年初めからの世界同時株安は、この利上げが引き金だったのだろうか。統計が十分に得られないが、MMF規制改革と利上げに伴うオペレーションが過剰流動性の巻き戻しのペースを加速させ、市場の混乱に拍車を掛けた可能性は指摘できる。

リーマン・ショックを含む金融危機に際しては、一部のMMFの元本割れをきっかけに、MMFから資金が引き揚げられたり、MMFが投資対象として短期国債などを選好してリスクを減らしたりした。MMFからの資金の借り換えに困り、資金繰りが悪化した投資主体の投げ売りがリーマン・ショックにつながったと考えられる。2015年の年末にかけて、MMFのうち信用リスクを取ってCP（コマーシャルペーパー）やCD（譲渡性預金）などで運用するプライムMMFから、信用リスクを取らずに短期国債や国債を担保とするレポなどで運用するガバメントMMFへの資金シフトが急速に生じた。特に機関投資家向けのプライムMMFが急減した。リーマン・ショックの反省を踏まえて、残高が急変動しないように資金の引き出しに制約をかけるといった内容を含むMMF規制の改革が進められていた。だが、MMFを保有する企業等からすれば、「わずかながら金利収入を生む現金」という位置づけのMMFから資金が引き出せなくなることは大問題である。資金の引き出しに規制がかからないガバメントMMFへのシフトが緩やかに進んでいたが、2016年10月の施行までの猶予期間にリーマン・ショック同様に急速な資金シフトが起きたと考えられる。

図表1 MMF残高の構成とFRBのリバースレポ残高

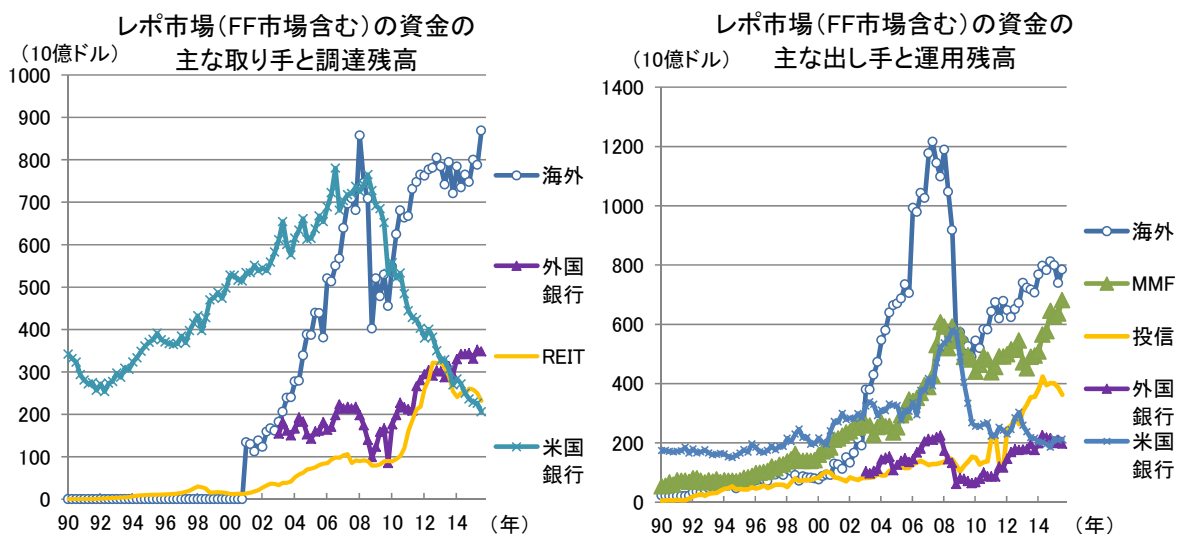


（出所）FRB, ICI, Haver Analytics, Bloomberg より大和総研作成

資金シフトの規模はリーマン・ショック時ほどではないが、今回は利上げに伴うオペレーションとしてリバースレポが大規模に行われた。FF（フェデラル・ファンド）レートの誘導目標が0.25～0.50%に引き上げられ、金利を誘導するために、MMFなどの非銀行部門からも資金を吸収するリバースレポの規模が拡大し、いわばMMFなどの運用資金が一時的にせよFRB（連邦準備制

度理事会)に吸収されたことになる。ディーラー・ブローカーを除くレポ市場における最大のプレイヤーは、資金の取り手としては海外部門に外国銀行が続き、出し手としては海外部門とMMFが大きい。規制の強化によって米国の銀行部門の存在感は小さくなり、MMF規制改革とリバースレポ実施の影響が海外市場に及んだ可能性が指摘できよう。ドル資金の資金繰りに窮すれば、必然的にドル建ての運用資産も減らざるを得ず、ドル高による返済コストの増加もあって、過剰流動性の巻き戻しペースが加速されたと言えよう。大部分がドル建てで取引されるコモディティ価格の低下にも寄与している可能性がある。

図表2 レポ市場の主な資金の取り手と出し手



(注) ディーラー・ブローカーを除く。

(出所) FRB, Haver Analytics より大和総研作成

足下では原油価格の下落が目立つが、コモディティ価格は全般的に低下し、原油の下落幅が大きいことは「供給過剰」で説明できるとしても、コモディティ価格全般の下落を原油の供給過剰で説明するのは困難である。コモディティ価格下落のトレンドは中国などを含めた世界経済の減速懸念という需要要因によって形成され、ドル高によるドル建て商品の下落と過剰流動性の巻き戻しが加わったためである。

中国は米国の輸出先としては重要性が低く、米国の実体経済への影響は限られる。中国経済からの問題は、外貨準備の減少と外貨準備によって保有される米国債の売却という形で米国に及ぶ可能性が高い。ニューヨーク連銀が海外の通貨当局から保管を依頼されている米国債の週平均残高は1月13日の週に大幅に減少し、2014年3月のクリミア危機時に次ぐ減少幅となった。中国などの通貨下落国の当局が自国通貨防衛のために米国債を売却した可能性があり、米国金利の上昇要因となる。逆に世界経済の減速懸念や投資家のリスク回避志向の強まりなどが金利の低下要因となり、当面はこうした資金需給の綱引きが続くと考えられる。FRB高官からは、中国経済の減速などはあまり大きく懸念していないが、市場の混乱を通じたネガティブな要因たり得ることは認識しているとの発言が散見された。株価の下落が逆資産効果となって、個人消費が軟調になるリスクが最も警戒される場所だろう。

規制の強化によって米国の銀行部門での動揺は限られており、米国当局による政策発動の必要性も低い。米国経済の強い需要が確認できることが市場の安定に貢献するだろうが、加えて、FRBがFFレートが誘導レンジから外れてしまうことを容認する、より柔軟な姿勢も必要だろう。利上げペースが緩やかになることを市場が織り込めば、ドルの上昇期待も後退し、過剰流動性の巻き戻しペースも緩やかになると想定される。2月10日に予定されるイエレン議長の議会証言などが注目されよう。

## 経済動向と次の利上げ

利上げの影響が含まれる2016年1月分の経済指標は主に2月半ば以降に公表される。まだ初回の利上げが米国経済に与えた影響を見極めるには時期尚早であり、1月のFOMCでは、2回目の利上げは見送られるだろう。1月のFOMCは声明文の公表のみであり、その中から今後の利上げに向けて何が重要であるか、あるいは2015年10月のFOMCのように、その次のFOMCで利上げを検討する、といったヒントが示されるかどうかポイントとなる。

FRB高官の発言からは、コンセンサスが得られているとみられることは、基本シナリオは「年4回の利上げ」があること、その基本シナリオは機械的ではないこと、だとみられる。サンフランシスコ連銀のウィリアムズ総裁が言う0.25%ずつ「3~5回」がベースラインだろう。利上げの回数が減る可能性として、期待インフレ率低下を懸念することへの言及があったことだ。利上げ開始に積極的だったセントルイス連銀のブラード総裁が、市場とサーベイベースの期待インフレ率が共に低下傾向で、物価が目標とする2%に向けて上昇していく時期が先送りされていくことへの懸念に言及した。サービス価格は上昇しているが、財価格の低下はさらに加速する可能性がある。

米国の経済動向は、暖冬が小売販売の下押し要因となったが、個人消費を中心とした内需の拡大と、雇用者数増加の循環メカニズムが働いている。それはサービス部門において顕著であり、企業部門でも非製造業が底堅い一方で、製造業は停滞が続いている。住宅市場は制度変更に伴い下振れしている面があり、特殊要因一巡後に回復が期待されるが、先行きはやや不透明だ。海外経済の減速は注視する必要があるが、より大きな問題は株価下落などが個人や企業行動の抑制要因となることであり、短期的には下振れリスクが大きい。

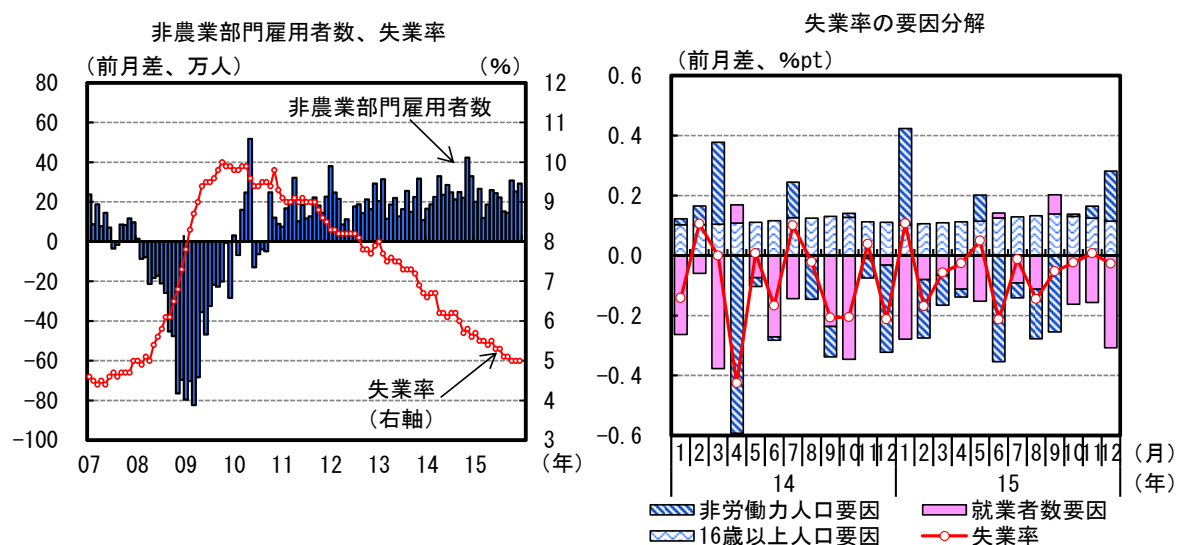
足下の経済動向に加えて、米国の潜在成長率が低下している、すなわち中立金利が低下しているのではないか、という議論があり、FOMC参加者は金融政策（低金利政策）の限界を認めて、財政政策などへの期待があることを示している。大統領選の候補者から積極財政（減税）への発言があり、経済の加速シナリオも念頭にあるのかもしれない。ただし、1月19日に公表されたCBO（議会予算局）の見通しでは、財政赤字が拡大に転じることが予想されており、高齢化に伴う財政負担の影響も指摘されている。長めの観点では、高齢者向け医療保険や年金制度の財政負担増への備えを早く始める必要がある。

## 足下で雇用の伸びが加速、労働市場は堅調<sup>1</sup>

2015年12月の非農業部門雇用者数は前月差+29.2万人の増加となり、市場予想を大幅に上回った。過去分については10月、11月分とも上方修正され、非農業部門雇用者数増減の3ヵ月移動平均値は+28.4万人と2015年1月以来の高さを記録、雇用の増加ペースが大きく加速する結果となった。また、雇用者数の内訳を部門別に見ても、生産部門、サービス部門の双方で増加幅が前月から拡大し、前月から雇用者数が増加した業種の割合を示す雇用DIも64.4%と3ヵ月連続で上昇するなど、雇用者数の増加に広がりも見られている。

12月の失業率は5.0%と前月から変わらなかった。しかし、非労働力人口が同▲27.7万人と大きく減少する一方で、就業者数が同+48.5万人と大幅に増加しており、非労働力人口の就業が進んだことを示す結果となった。就業者率、労働参加率とも前月から+0.1%pt 上昇しており、失業率もヘッドライン以上に良い内容であったと捉えられる。また、会社都合による非自発的失業者が前月から減少し、経済的理由によるパートタイム就業者も減少するなど、労働市場の質は幅広く改善が見られた。ただし、労働市場が全般的に改善する中で、物足りない結果となったのは賃金であり、民間部門の平均賃金は前月から横ばいに留まり、賃金上昇率加速に向けた動きは一服する形となった。

図表3 非農業部門雇用者数、失業率の要因分解



(出所) BLS, Haver Analytics より大和総研作成

労働市場の堅調な改善が続いているのは、個人消費を中心とした内需の拡大と、雇用者数増加の循環メカニズムが働いているということが背景にある。後述するように足下で製造業の景況感が大きく悪化している点は懸念材料であるが、労働市場の中心はあくまでサービス部門であるため、雇用の拡大基調は続く公算が大きい。企業による求人に目を向けると、11月の求人

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 橋本政彦「期待以上の雇用増も、賃金上昇は一服」(2016年1月12日)参照。 [http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160112\\_010516.html](http://www.dir.co.jp/research/report/overseas/usa/20160112_010516.html)

件数は前月比+1.5%増加し543.1万人となった。2015年半ばからはやや頭打ち気味ではあるものの、サービス業を中心に高水準での推移が続いており、企業の労働需要は底堅い。

ただし、2016年に入ってから世界的な株価の下落が、実体経済を下押しする可能性には留意が必要である。株価下落による逆資産効果や、消費者マインドの悪化によって個人消費が抑制されることとなれば、労働市場と内需の循環が阻害されることになる。実際、2015年半ばに世界的に金融市場が混乱した際に、雇用の伸びが一時的に鈍化し、景気減速に対する懸念が高まったことは記憶に新しい。市場の混乱によって雇用の伸びが鈍化するリスクを意識しておく必要があるだろう。

## 暖冬により季節商材が不振、株安でも底堅い消費者マインド

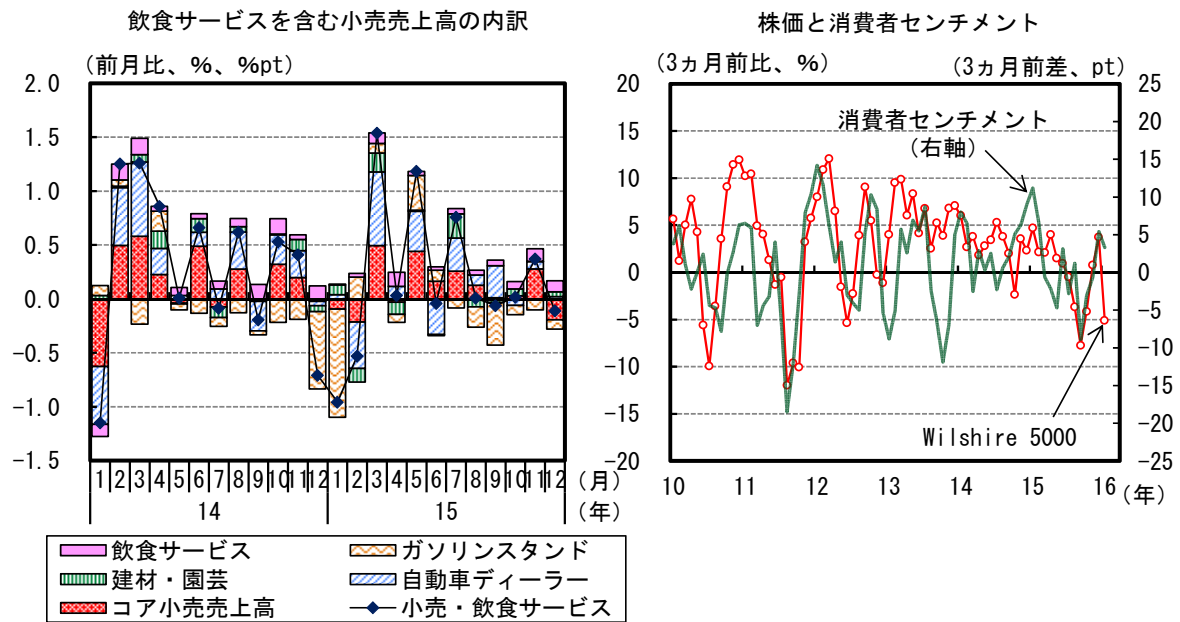
雇用が大幅に増加したことで、増加が期待されていた2015年12月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比▲0.1%と3ヵ月ぶりの減少に転じた。振れの大きな業種を除いたコア小売売上高（除く自動車、建材・園芸、ガソリンスタンド、飲食サービス）も同▲0.3%と、8ヵ月ぶりに減少しており、期待外れの結果であったと言える。

業種別の動向を見ると、原油価格の低下によるガソリンスタンド（前月比▲1.1%）の売上減少が下押し要因になっていることはここ半年間変わらない。加えて、一般小売（同▲1.0%）、衣服・宝飾品（同▲0.9%）、飲食料品（同▲0.3%）が減少に寄与したが、これらの業種では、記録的な暖冬による季節商材の不振が販売減少の要因になったとみられる。一方、飲食サービスが同+0.8%となったほか、スポーツグッズも4ヵ月連続で増加しており、娯楽関連業種は堅調な結果となった。暖冬は季節商材販売にとってはマイナスとなるが、他方でレジャー等のサービス消費は好調であった可能性がある。サービスも含めた個人消費全体で見れば、小売売上高に見る財消費ほどには落ち込んでいない可能性があるだろう。

なお、NRF（全米小売協会）によると、11月と12月を併せたホリデー商戦の売上高は前年比+3.0%となり、同協会による予測の同+3.7%を下回った。同協会では暖冬などによる下押しを考慮すれば底堅い数字であったと評価している。

消費者マインドの動向を見ると、2016年1月のロイター/ミシガン大消費者センチメント（速報値）は93.3となり、4ヵ月連続の改善となった。株価下落の影響を受けたとみられる現状指数は4ヵ月ぶりに低下したものの、期待指数の改善が押し上げ要因となった。1月に入って株価が大きく下落しているにもかかわらず、消費者マインドが意外にも底堅い結果であったと言える。むしろ2015年初から緩やかに低下してきた消費者マインドは、足下で持ち直しの動きが見られている。既述の雇用環境と併せて個人消費を取り巻く環境は堅調であり、個人消費の拡大が続くための環境は大きくは崩れていない。しかし、消費者マインドの先行きについては市場動向に左右される部分が大きく、短期的には下振れリスクが大きい。

図表4 小売売上高の内訳、株価と消費者センチメント



(注1) コア小売売上高は、自動車ディーラー、ガソリンスタンド、建材・園芸、飲食サービスを除く。

(注2) Wilshire 5000の2016年1月の値は2016年1月1日～19日の平均値。

(出所) Census, Dow Jones, ロイター/ミシガン大, Haver Analytics より大和総研作成

## 回復ペースが鈍りつつある住宅市場

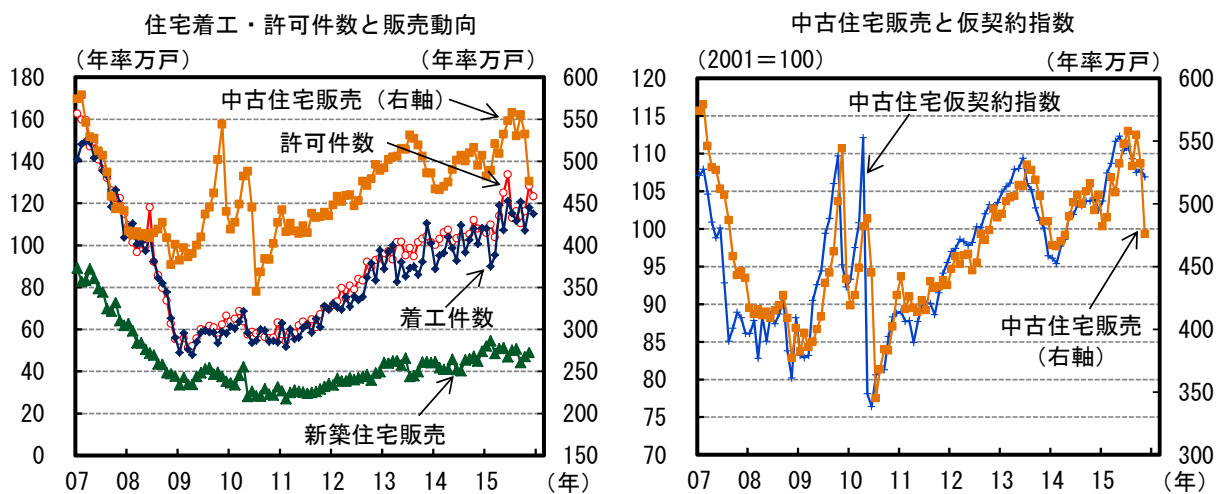
2015年12月の住宅着工は前月比▲2.5%と2ヵ月ぶりに減少し、年率換算114.9万戸となった。このところ一進一退での推移が続いているが、均せば2015年半ば頃から横ばい圏となっている。一方、住宅着工の先行指標となる着工許可件数も同▲3.9%と減少したが、こちらは前月、前々月の増加に照らせば減少幅は限定的であり、それほど悲観的な結果ではない。着工許可件数は年率換算120万戸超の高水準を維持しており、着工の緩やかな増加を示唆している。2016年1月のNAHB（全米住宅建設業協会）による住宅建設業者の景況感指数は、前月から横ばいとなった。販売の現状が3ヵ月ぶりの改善となる一方で、先行き6ヵ月の販売見通しは3ヵ月連続で低下、見込み客動向は2ヵ月連続の低下となった。水準は依然高いものの、建設業者の販売見通しはやや慎重さを増している。

住宅需要の動向を見ると、11月の中古住宅販売は前月比▲10.5%と大幅に減少、販売戸数は年率換算476.0万戸と、2014年4月以来の低水準となった。NAR（全米不動産協会）によれば、制度変更に伴って所有権の移転にかかる時間が長期化したことが影響したとされており、特殊要因による下押しが一巡した後は、販売水準の回復が見込まれる。ただし、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は11月には前月比▲0.9%低下、2015年前半をピークとした減速傾向がこのところ鮮明となっている。短期的に特殊要因による下振れからの揺り戻しによって中古住宅販売は増加するとみられるが、先行きについては不透明感が増しつつある。

これまで回復が続いてきた住宅市場は、このところ回復ペースが鈍りつつある。住宅価格の

上昇ペースは賃金上昇ペースを上回っており、住宅価格の早すぎる上昇が住宅需要を抑制する要因になっているとみられる。FRBのページブック（地区連銀経済報告）では、住宅建設において、とりわけ集合住宅の堅調さが言及されたが、住宅価格の上昇が続いたことで、賃貸若しくは、購入する際にも相対的に割安な集合住宅に対する選好が高まっている可能性があるだろう。雇用環境の改善が進む中、金融危機以降伸び悩んでいた世帯数は漸く増勢を回復しつつあり、住宅需要は増加基調が続くと見込むが、そのペースは緩やかなものとなる公算が大きい。

図表5 住宅着工・許可件数と販売動向、中古住宅販売と仮契約指数



(出所) Census, NAR, Haver Analytics より大和総研作成

## 引き続き冴えない製造業

企業部門に関してはドル高や輸出不振を背景とした製造業の停滞が続いており、持ち直しの兆しが依然見られない。

2015年12月の鉱工業生産は前月比▲0.4%低下した。3ヵ月連続で低下し、このところ減速傾向を強めているが、主な要因はエネルギー価格下落の影響を受けた鉱業の減産と、暖冬による暖房需要の減少を受けた公益部門の不振である。しかし、製造業に関しても小幅ながら2ヵ月連続の低下と、このところ伸び悩んでいる。12月については、コンピューターや電気機器の増加により耐久財製造業の生産は前月からわずかに増加したが、化学や石油・石炭製品などの非耐久財製造業の生産減少が下押し要因となった。

企業マインド面では、2015年12月のISM製造業景況感指数は前月差▲0.4%pt低下の48.2%となった。前月からの悪化幅はわずかながらも、6ヵ月連続で前月から低下し、基準となる50%を2ヵ月連続で下回った。内訳を見ると、雇用の大幅な低下が全体を引き下げる一方で、新規受注、生産はいずれも2ヵ月ぶりの改善となった。中身はヘッドラインほどには悪い印象ではないが、改善した項目でもこれまでの悪化傾向からの持ち直しを示す程の力強さはない。また、



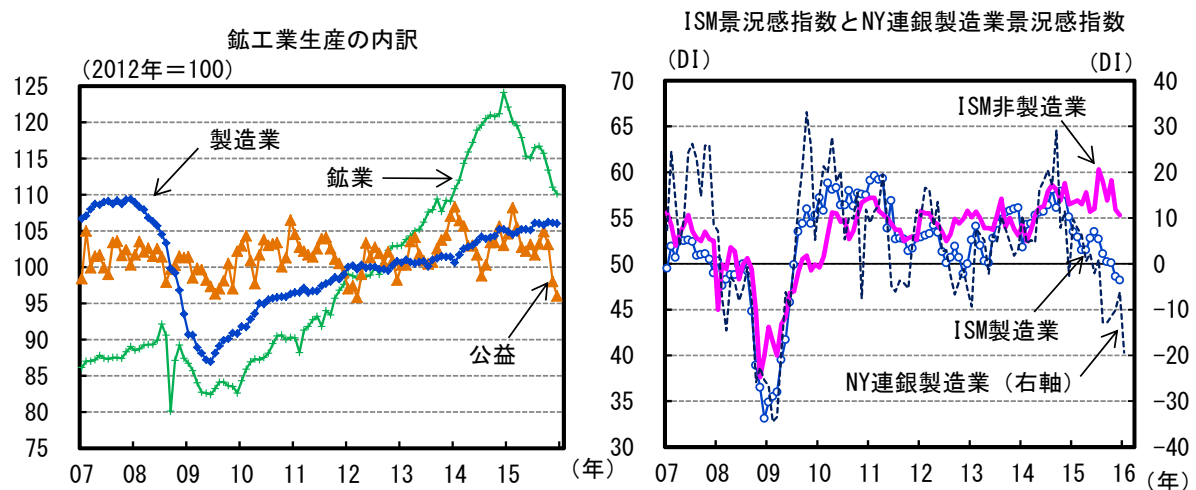
2016年1月上旬までの動向を含むニューヨーク連銀による製造業景況感指数は前月差▲13.16% pt の大幅低下となり、1月に入って製造業の企業マインドが一層悪化していることを示す結果となった。ページブックによれば、ニューヨーク連銀管轄地区は製造業活動が特に不調であった地区の一つであったため、全米での落ち込みはさほど大きくなる可能性はあるものの、ISM 製造業景況感指数に見る企業マインドは一層悪化する公算が大きい。

非製造業のマインドに関して見ると、12月のISM非製造業景況感指数は前月差▲0.6%ptの55.3%となった。内訳を見ると、入荷遅延の大幅な低下が全体を押し下げており、事業活動、新規受注、雇用の3項目については前月の悪化から改善に転じた。非製造業のマインドも徐々に悪化しつつあるものの、それでも基準となる50%は上回って推移しており、悪化傾向が明確な製造業と比べるとなおも底堅い。

企業の設備投資関連では、生産の低下によって、12月の設備稼働率は前月から▲0.4%pt低下し、76.5%となった。設備稼働率は緩やかな低下が続き、長期平均（1972年～2014年平均：80.1%）を下回っており、新規投資が誘発されるような状況ではない。生産能力は各業種とも趨勢的に上昇が続いているため、とりわけ足下で生産の落ち込みが大きい鉱業、公益部門の稼働率低下が著しく、これらの業種の稼働率は過去最低水準まで落ち込んでいる。

実際、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷（国防・民間航空機を除く）は、11月は前月比▲0.6%と2ヵ月連続で減少、冴えない状況が続いている。先行指標となるコア資本財受注（国防・民間航空機を除く）も11月は同▲0.3%と3ヵ月ぶりに減少、このところほぼ横ばい圏で推移しており、機械投資の伸び悩みを示唆している。

図表6 鉱工業生産の内訳、ISM景況感指数とNY連銀製造業景況感指数



(出所) FRB, ISM, NY 連銀, Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

足下までの経済統計を踏まえると、2015年10-12月期のGDP成長率は前期比年率1%を下回る、低成長に留まったとみられる。家計関連の個人消費、住宅投資はいずれも前期から増加しつつも減速するとみられる。また、設備投資も製造業における機械投資の不振や、エネルギー価格下落を受けて鉱業関連投資が引き続き手控えられたことにより振るわない結果となろう。さらに、円高・海外経済不振によって輸出が前期から減少することで、外需も成長を下押しする要因になると見込まれる。

米国経済は足下でやや減速感が見られているが、先行きに関しては、雇用・所得環境の改善を背景とした個人消費の増加を牽引役にして、内需主導の景気拡大が続くというシナリオに変更はない。ドル高や海外経済の減速による輸出の伸び悩みについては、先行きについても注視していく必要があるとみられるが、米国経済が輸出の減速をきっかけに腰折れするとは考え難い。短期的には、2016年に入ってから世界的な株価の下落が、实体经济を下押しする可能性には留意が必要である。株価下落による逆資産効果や、消費者、企業のマインドが悪化することによって支出が抑制されるリスクがある。FRBによる利上げは緩やかなペースで行われると考えられるが、徐々に引き締め効果が顕在化することで、内需の伸びは2017年にかけて鈍化すると見込んでいる。

2015年10-12月期の成長鈍化によって、2016年の米国経済は相対的に低い水準からスタートするとみられるため、2016年の経済成長率見通しは従来の前年比+2.6%から同+2.5%へと引き下げた。また、今回初めて公表する2017年の経済成長率は同+2.4%と予測する。

図表7 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2015				2016				2017				2014	2015	2016	2017
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	0.6	3.9	2.0	0.9	3.0	2.9	2.7	2.7	2.3	2.1	2.3	2.4				
〈前年同期比、%〉	2.9	2.7	2.1	1.9	2.4	2.2	2.4	2.8	2.6	2.4	2.3	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4
個人消費	1.8	3.6	3.0	1.9	2.9	2.8	2.7	2.7	2.7	2.6	2.6	2.5	2.7	3.1	2.7	2.7
設備投資	1.6	4.1	2.6	0.3	2.7	3.9	4.9	6.2	3.8	2.2	3.9	5.1	6.2	3.0	3.0	4.2
住宅投資	10.1	9.3	8.2	2.7	8.4	6.3	5.7	5.4	5.0	4.8	4.5	4.3	1.8	8.4	6.4	5.1
輸出	-6.0	5.1	0.7	-2.0	1.2	3.3	3.6	4.1	4.3	4.6	4.9	5.2	3.4	1.1	1.6	4.3
輸入	7.1	3.0	2.3	0.2	0.5	2.4	3.7	3.9	4.0	4.1	4.3	4.4	3.8	5.0	1.8	3.9
政府支出	-0.1	2.6	1.8	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.2	-0.6	0.7	0.6	0.1
国内最終需要	1.7	3.7	2.9	1.4	2.6	2.6	2.7	2.8	2.5	2.2	2.4	2.5	2.5	2.8	2.5	2.5
民間最終需要	2.0	3.9	3.2	1.7	3.1	3.1	3.2	3.4	3.0	2.7	2.9	3.0	3.2	3.3	2.9	3.0
鉱工業生産	-0.3	-2.3	2.8	-3.4	-0.6	2.5	2.7	3.1	2.4	1.8	2.3	2.6	3.7	1.3	0.4	2.5
消費者物価指数	-3.1	3.0	1.6	0.2	0.1	1.7	2.1	1.8	1.8	2.1	2.5	2.3	1.6	0.1	1.1	2.0
失業率(%)	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	4.7	4.7	4.7	4.7	6.2	5.3	4.9	4.7
貿易収支(10億ドル)	-134	-133	-134	-130	-128	-128	-130	-131	-132	-135	-138	-141	-508	-531	-516	-545
経常収支(10億ドル)	-118	-111	-124	-121	-118	-119	-121	-121	-122	-125	-128	-131	-390	-474	-479	-507
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.75	1.00	1.25	1.50	1.75	2.00	2.25	0.25	0.50	1.25	2.25
2年債利回り(%)	0.60	0.61	0.69	0.83	0.98	1.24	1.38	1.58	1.75	2.00	2.18	2.36	0.46	0.69	1.30	2.07
10年債利回り(%)	1.97	2.17	2.22	2.19	2.29	2.58	2.73	2.94	3.10	3.35	3.51	3.68	2.54	2.14	2.64	3.41

(注1) 網掛けは予想値。2016年1月20日時点。

(注2) FFレートは誘導レンジ上限の期末値。2年債利回り、10年債利回りは期中平均。

(出所) BEA, FRB, BLS, Census, Haver Analytics より大和総研作成