

2019年7月23日 全11頁

# 米国経済見通し 利下げを巡る議論の行方

7月の利下げは既定路線も、年内複数回の利下げはハードルが高い

ニューヨークリサーチセンター  
研究員 矢作 大祐

## [要約]

- 米国経済の注目点は、利下げを巡る議論の行方である。利下げ可能性が示された前回（6月18・19日）のFOMC（連邦公開市場委員会）以降、利下げの妥当性と時期の見極めが続いていた。FOMCの参加者による最近の発言を踏まえれば、次回（7月30・31日）会合における利下げは既定路線化している。
- マーケット参加者の中では、次回の利下げにとどまらず、年内複数回の利下げを期待する声が多い。しかし、足元の堅調な実体経済や、今後インフレ率が上昇する可能性を踏まえれば、年内複数回の利下げは容易ではないだろう。
- また、マーケット参加者の利下げ期待に結び付いた金融環境を適切に維持することが、利下げの根拠の一つとして考えられつつある。ただし、FOMC参加者はマーケット参加者が期待する際限なき利下げに対して警戒感を示しており、更なる利下げには抑止力が働くだろう。
- こうした年内複数回の利下げ期待とハードルの高さ、という両者の乖離が、マーケットにおける急激な調整を引き起こさないかが懸念される。FRBとマーケット参加者がコミュニケーションをしっかりと行い、ソフトランディングできるかが今後の米国経済を見通す上でカギとなる。

## 7月の利下げは既定路線へ

米国経済の注目点は、利下げを巡る議論の行方である。前回（6月18・19日）のFOMC（連邦公開市場委員会）では、不確実性の高まりが経済に悪影響を及ぼし得ることや低位で推移するインフレ率への対応として、利下げの可能性が示された。ただし、パウエル議長はFOMC後の会見で、不確実性の高まりが経済見通しの重石となるか否かを確認していきたいと述べ、今後の政策運営に含みを残したことから、利下げの妥当性と実施時期の見極めが続いていた。

前回会合後の動向を振り返ると、7月5日に公表された雇用統計で雇用者数が想定以上の伸びとなり、米国経済の減速懸念を緩和したことから、利下げムードは若干弱まった。しかし、パウエル議長が、7月10日に開催された米下院の金融サービス委員会での証言時に、経済見通しは依然堅調である一方、①6月の会合後の経済統計（雇用統計等）や米中通商交渉再開等の事態の推移を踏まえたとしても、不確実性の高まりが企業による投資を鈍化させ、米国経済見通しの重石となっている、②インフレ圧力が落ち着いたままである、という見方を示したことから、マーケット参加者の次回会合における利下げ期待は再度強まった。

また、FOMC参加者であるウィリアムズ・NY連銀総裁は、18日の講演時に、低金利時代においては迅速に行動すべきであり、事態が悪化することを待つよりも予防的な利下げを行う方が望ましいと述べた。この結果、マーケット参加者は0.25%ptではなく、大幅な利下げを期待するようになった。CME（シカゴ・マーカンタイル取引所）グループが算出するFedWatch（FF先物市場から算出される利上げ・利下げ確率）を見ると、18日には次回（7月30・31日）会合における0.50%ptの利下げ確率（60.2%）が、0.25%ptの利下げ確率（39.8%）を上回った。

ただし、次回会合における0.50%ptの利下げは現実味に乏しい。その根拠として、NY連銀が、ウィリアムズ・NY連銀総裁の発言はあくまでも学術的なものであり、次回会合における利下げを示唆するものではなかったと火消しに回っていることが挙げられる。また、パウエル議長も認めるように経済見通しは堅調であり、利下げも予防的な目的を前提としたものであることから、本格的な景気後退を想定していない。そして、前回会合で利下げを主張したハト派のブラード・セントルイス連銀総裁も、19日に0.25%ptの利下げが妥当という意見を示した。

## 年内複数回の利下げ論は根強いが...

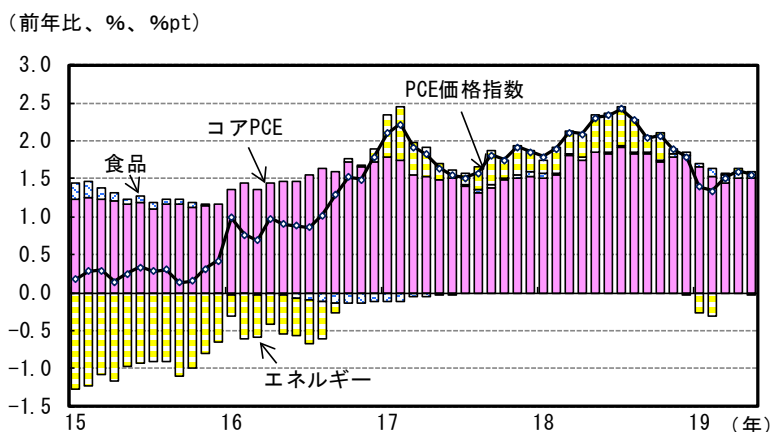
次回会合における0.50%ptの利下げは考えにくいですが、年内複数回の利下げを求める声は多い。FF先物市場は、2019年末までに合計0.50%pt以上の利下げを織り込んでいる。しかし、6月のFOMCで示された、①不確実性の高まりが経済に悪影響を及ぼし得ること、②低位で推移するインフレ率への対応という利下げを正当化するための2つの根拠を基に判断すれば、年内複数回の利下げはハードルが高いと考えられる。

①については、後述するように、これまでの経済指標からファンダメンタルズが大きく下振れするような兆候は見られない。また、FOMC等においても不確実性の高まりを背景とした企業マインドの悪化が企業活動に悪影響を及ぼすことが懸念されていたが、米中間の通商交渉の再

開などを契機に持ち直しの可能性も見受けられる。米中貿易摩擦はこれまでも二転三転してきたことから、マインドは今後も大きく変化することに引き続き留意は必要なものの、堅調な実体経済は更なる利下げムードの醸成に歯止めをかけ得る。

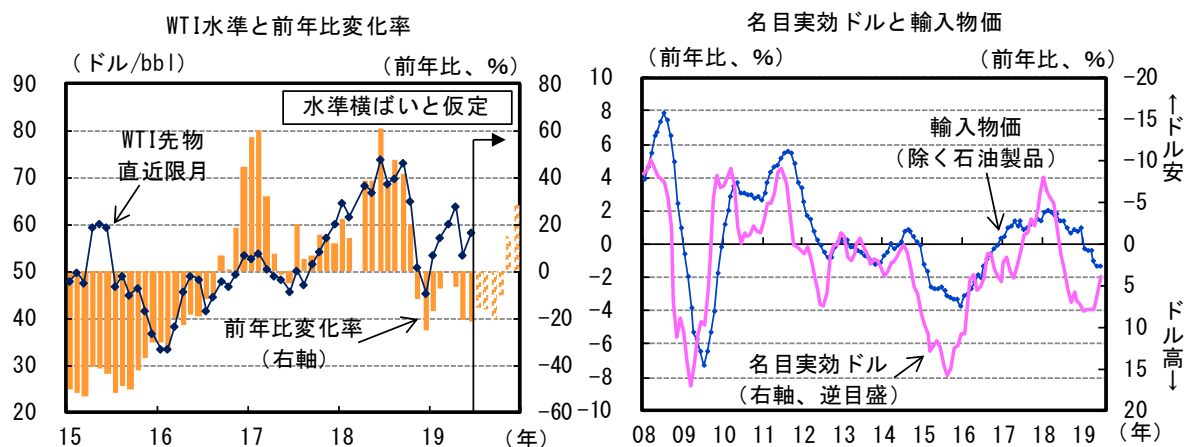
②については、2019年末にかけてインフレ率が上昇する可能性が高い。例えば、PCE（個人消費支出）価格指数の前年比上昇率を要因分解すると、コアPCEは4月以降底堅く推移しており、原油価格の下落を背景としたエネルギーが押し下げ要因となっている。エネルギー価格について、WTIを6月末から横ばいと仮定した場合、10月までは下押しが続くと予想されるが、11月以降は再度上昇率を高めていく公算が大きい。また、中国製品に対する関税が幾度も引き上げられる中で、輸入コストの上昇が懸念されてきたが、これまではドル高の進行が関税による影響を一部相殺してきた。ただし、利下げ観測が強まった5月末以降、ドル高の進行速度は鈍化しており、対中関税引き上げの影響が徐々に輸入インフレをもたらし始める可能性がある。

図表1 PCE 価格指数の前年比上昇率の要因分解



(出所) BEA、Haver Analytics より大和総研作成

図表2 WTI 水準と前年比変化率、名目実効ドルと輸入物価



(注) 左図の WTI 先物直近限月は月末値。前年比変化率の予想値は6月から横ばいと仮定。右図の名目実効ドルはブロード。

(出所) BLS、CME、FRB、Haver Analytics より大和総研作成

7月19日にブロード・セントルイス連銀総裁が、現在は利下げを行う理想的なタイミングであり、理想的なタイミングでなければ、物価目標への到達が早まってしまい、不確実性の高まりに対する予防・保険の効果は薄れると述べたように、不確実性が高まっていたとしても、インフレ率が堅調に上昇している状況であれば、予防的利下げはしにくい。足元の経済状況が堅調である中、企業マインドが改善する可能性や今後のインフレ率の上昇可能性を踏まえれば、2019年後半以降の予防的利下げは容易ではないと言えよう。

## 金融環境の維持といえども、限界はある

しかし、利下げを正当化するために異なる根拠を設定すれば、話は別である。例えば、ウィリアムズ・NY総裁は、7月11日の講演時に、利下げの根拠として、マーケット参加者の利下げ期待に結び付いた金融環境を適切に維持することを挙げている。また、マーケット参加者の利下げ期待は住宅ローンの低下や力強い金融環境を実現し、結果的に消費者の支出と企業の支出を増やす、と述べている。つまり、利下げを織り込んだ現在の株価水準や金利水準の維持が、根拠の一つとして考えられている。

金融環境の維持という発想は、利下げに相対的に慎重なFOMC参加者の中でも受け入れられつつある。例えば、カプラン・ダラス連銀総裁は、16日のインタビューで、マーケット参加者が想定する金利水準がFFレートに比べて低水準で維持される場合、戦略の変更や利下げサイクルの開始ではなく、FFレートの戦術的調整を行うことを考慮する、と述べた。

ただし、マーケット参加者が際限なく利下げを期待した場合には、金融環境の維持という根拠も、FOMC参加者は受け入れにくくなるだろう。FedWatchが示すように、2割が2019年末までに合計1.00%ptの利下げを見込んでいる。しかし、予防的利下げを行ったとされる1998年でも年間合計0.75%ptの利下げにとどまる。2000年以降で、年間合計1.00%pt以上の利下げを行ったのは、2001年と2008年の景気後退期のみである。つまり、一部のマーケット参加者は、過去に例を見ない水準での予防的利下げ、あるいは、景気後退を想定していることになる。もちろん景気後退が視野に入るのであれば、利下げは正当化されるが、現在提起されているような金融環境の維持とは全く異なる文脈と言える。

実際に、FOMC参加者もマーケット参加者の更なる利下げ期待に対して予防線を張っている。例えば、カプラン・ダラス総裁は、戦術的調整は、控えめで抑制され、限定的な動きが前提であると述べた。また、金融緩和は、ただ（無料）ではなく、過剰とインバランスをもたらす得るという警鐘も鳴らしている。利下げに慎重なFOMC参加者が小規模な調整を受け入れたとしても、こうした際限なき利下げに対する警戒感が、更なる利下げに対する抑止力となり得るだろう。今後、マーケット参加者は利下げ期待を調整する必要性に直面し得ると考えられる。年内複数回の利下げを巡り、マーケットが急激な調整を引き起こさないためにも、FRBのコミュニケーション力が試されるとともに、マーケット参加者はFRBから発されるシグナルに一層注意を払う必要があるだろう。

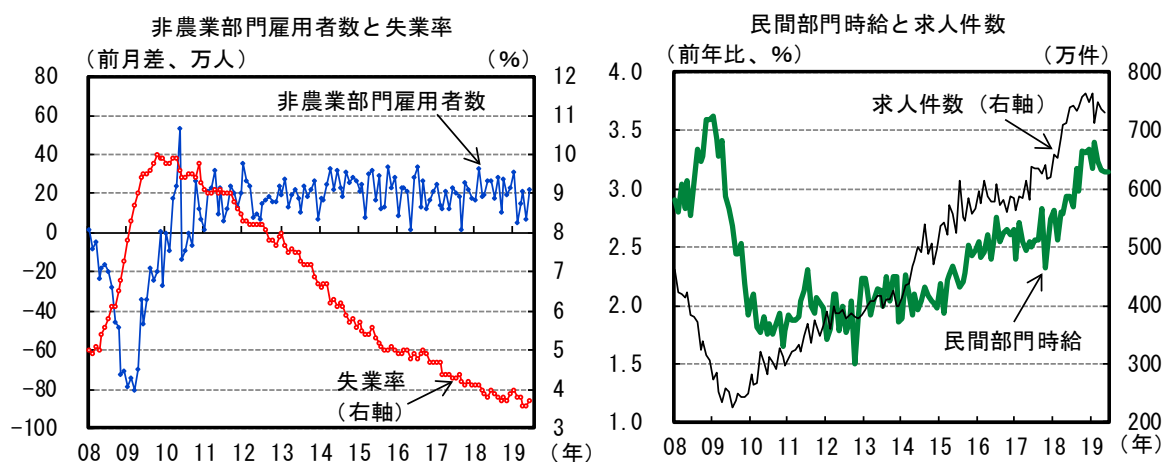
## 6月の雇用者数は市場予想から大きく上振れ<sup>1</sup>

2019年6月の非農業部門雇用者数は前月差+22.4万人と、市場予想(Bloomberg調査:同+16.0万人)を大きく上回った。内訳を見ると、教育・医療、専門・企業向けサービス業の加速を主に、民間サービス部門(同+15.4万人)の増加幅が拡大した。また、景気に敏感な建設業と、米中貿易摩擦の影響が懸念される製造業の雇用者数が堅調であったことから、生産部門(同+3.7万人)も加速した。前月の急減速から再加速へ転じたことから、雇用環境の悪化懸念を緩和するサプライズな結果となったと言える。

家計調査による6月の失業率は3.7%となり、5月から小幅に上昇したが、歴史的な低水準を維持している。失業率の上昇は労働参加率の上昇が主因であり、ネガティブにとらえる必要はない。失業者の内訳を失業理由別に見ると、転職を目的とした一時的な失業者を含む「自発的失業」と「非自発的失業」が増加した。「非自発的失業」については、5月に急増したレイオフによる失業者は減少したものの、レイオフ以外(解雇及び契約満了)による失業者が大きく増加した。レイオフ以外による失業者の増加は、2019年2-5月の減少からの反動増とも考えられるが、「非自発的失業」の増加は景気動向を敏感に反映していることから注意を要しよう。

賃金動向を見ると、6月の民間部門の平均時給は前月比+0.2%と、市場予想(同+0.3%)を下回る結果となった。5月に堅調な伸びを示した、鉱業・林業(同+0.2%)、建設業(同+0.1%)、商業・運輸・公益(同+0.2%)、娯楽サービス(同+0.2%)の上昇ペースが鈍化したことが全体の伸びを抑制した。足元において低水準の失業率に照らすと、賃金は緩やかな上昇が続いていると言えよう。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、民間部門時給と求人件数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>1</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「米雇用者数は想定を上回る増加」(2019年7月8日) 参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190708\\_020890.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20190708_020890.html)

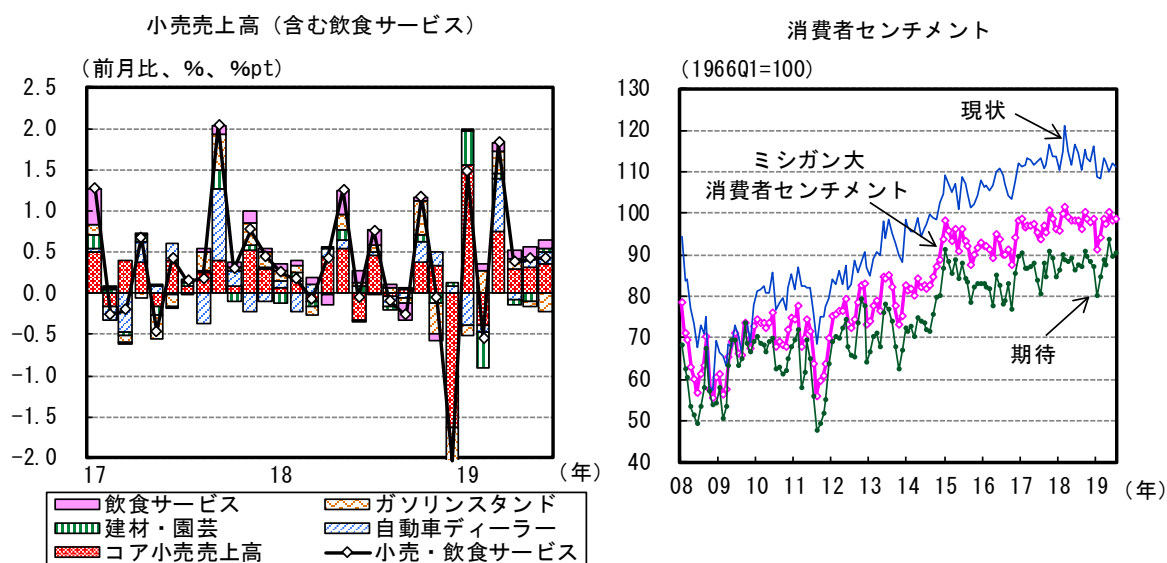


6月の雇用者数は5月の急減速から再加速へと転換したわけだが、過去を振り返っても、前月差が10万人以下と小幅な増加にとどまった月の翌月は大幅な増加となるケースが多い。単月の結果に一喜一憂するべきではないだろう。労働市場の先行きについて、企業の労働需要を見ると、5月の求人情数は前月比▲0.7%の減少となったが、水準は依然として高いことから、雇用者数の急減速は考えにくい。他方で、労働参加率や失業率の低さから示唆される労働供給不足や、企業マインドの減速を踏まえれば、雇用者数の増加ペースは緩やかになると想定される。

## 6月の小売売上高は好調を維持

個人消費の足元までの動向を確認すると、6月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.4%と4ヵ月連続で増加した。振れが大きい業種（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、コア小売売上高も同+0.7%と堅調な伸びとなった。また5月の小売売上高は下方修正（同+0.5%→同+0.4%）となった一方、4月の小売売上高が上方修正（同+0.3%→同+0.4%）となった。四半期ベースで見ると、1-3月期は前期比年率+1.2%であったのに対し、4-6月期は+同7.5%と大きく加速した。

図表4 小売売上高、消費者センチメント



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

6月の小売売上高の内訳を業種別に見ると、ほとんどの項目で上昇した。通販などを含む無店舗販売（前月比+1.7%）、飲食サービス（同+0.9%）、自動車・同部品の売上（同+0.7%）などが全体を押し上げた。他方で、ガソリンスタンドの売上は、ガソリン価格の下落を背景に、同▲2.8%と大きく下落した。また、一般小売の売上は同+0.2%と小幅に増加したものの、その内訳である百貨店は同▲1.1%と低調な結果となった。

消費者マインドについては、米中貿易摩擦やメキシコとの国境問題なども影響し、6月のロイ

ター／ミシガン大消費者センチメント及びカンファレンスボードによる消費者信頼感指数はともに大きく低下した。他方で、7月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）は前月差+0.2pt 上昇の 98.4pt と下げ止まり、消費者マインドの底堅さを示す結果となった。構成指数のうち、現状指数が同▲0.8pt と低下した一方、期待指数が同+0.8pt と上昇した。

また、今後1年間の実質所得の見通しが4ヵ月ぶりに改善したことに加え、大型家庭用耐久財の購入判断DIは高水準を維持しており、今後も個人消費は堅調に推移すると考えられる。6月に消費者の大型家庭用耐久財に対する購買意欲は高まったが、その理由として不確実性の高まりが挙げられていたことから、中国原産品に対する関税引き上げを前にした駆け込みが懸念された。しかし、7月の結果を見ると、価格の安さや金利の低さといった他の理由が挙げられており、需要の先食い懸念は杞憂に終わったと言えよう。

## 中古住宅市場は持ち直しが継続も、新築住宅市場は調整

住宅市場の動向に関して、5月の中古住宅販売は前月比+2.5%増加し、年率換算534万戸となった。一戸建て（同+2.6%）、集合住宅（同+1.7%）ともに増加した。地域別で見ても、北東部（同+4.7%）、中西部（同+3.4%）、南部（同+1.8%）、西部（同+1.8%）と全地域で増加した。中古住宅販売の先行指標である仮契約指数も同+1.1%と増加しており、中古住宅市場における持ち直しの動きは継続している。また、在庫率は上昇傾向にあり、需給のタイトさが和らぎつつあることから、中古住宅価格の上昇圧力は緩和していく可能性がある。以上を踏まえれば、中古住宅市場は今後も堅調に推移していくと考えられる。

他方で、5月の新築住宅販売は前月比▲7.8%減少し、年率換算62.6万戸と2ヵ月連続で減少した。地域別で見ると、主要地域のうち、南部は同+4.9%と増加したものの、西部が同▲35.9%と大きく減少したことが全体を下押しした。直近のボトムである2018年末に比べて水準は高いが、4月以降は調整が続いている。

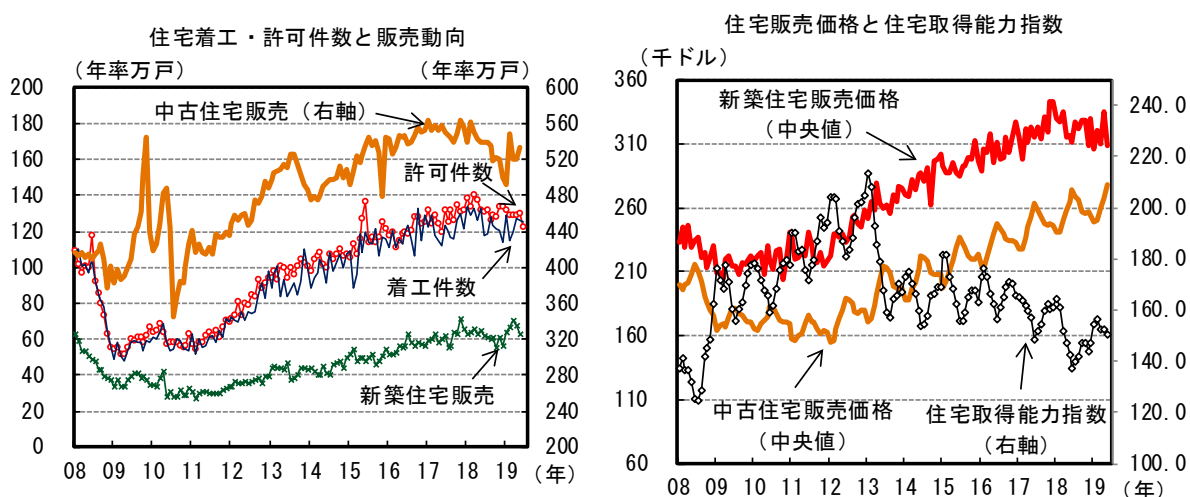
新築住宅の供給面である新築住宅着工についても、6月は前月比▲0.9%と2ヵ月連続で減少し、年率換算で125.3万戸となった。一戸建ての着工（同+3.5%）は増加したが、集合住宅の着工（同▲9.2%）が大きく減少し、全体を押し下げた。集合住宅の着工の減少は4月の大幅増加の反動減と考えられ、全体の着工水準自体も依然として高い。先行きに関しては、住宅着工の先行指標である建設許可件数が同▲6.1%と大きく減少し、年率換算で122.0万戸と2017年5月以来の低水準になった。一戸建ての許可件数は同+0.4%と堅調に推移しているが、集合住宅の許可件数が同▲16.8%と大幅に減少したことが、全体を下押しした。7月以降の動向も踏まえる必要があるが、着工許可件数が住宅着工を下回るのは2018年8月以来であり、頭打ちの様相を見せている。

新築住宅市場が調整傾向を強めているのは、NAR（全米リアルター協会）が公表する住宅取得能力指数が低下傾向にあるように、住宅金利は低下しているものの所得に比べて住宅価格の上昇が高く、住宅を買いたくても買えないといった状況が発生している可能性があると考えられ

る。新築住宅価格は中古住宅価格に比べて高水準であることから、住宅購入希望者は相対的に安価な中古住宅を選好し、結果的に新築住宅市場の調整が続いていると考えられる。

住宅建設業者のマインドである NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数の7月分に関しては、前月差+1pt と上昇した。内訳を見ると、「販売の現状」が同+1pt、「半年先の販売見通し」が同+1pt、「見込み客の動向」が同+1pt といずれも小幅な増加となった。住宅購入需要が堅調である一方、住宅建設業者は土地や労働者の不足、及び建設コストの増加に直面しており、住宅購入者の収入に適した価格での住宅供給に課題が残ると NAHB が指摘している。つまり、供給制約によって住宅価格が高止まりし、金利低下にもかかわらず、新築住宅市場の調整が長引く可能性がある点に注意を要しよう。

図表5 住宅着工・許可件数と販売動向、住宅販売価格と住宅取得能力指数



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

## 企業マインドは弱含みも、7月以降は改善の兆し

企業マインドは製造業、非製造業ともに悪化した。6月のISM製造業景況感指数を見ると、前月差▲0.4%ptと3ヵ月連続で低下し51.7%となった。市場予想(Bloomberg調査; 51.0%)を上回ったものの、マインドの軟化傾向は継続している。内訳を見ると、生産指数(同+2.8%pt)、雇用指数(同+0.8%pt)の上昇が全体を下支えした一方、新規受注指数(同▲2.7%pt)、入荷遅延指数(同▲1.3%pt)、在庫指数(同▲1.8%pt)の低下が全体を押し下げた。製造業のマインド悪化の要因に関して、回答企業のコメントを見ると、米中間の関税引き上げによるコストの増加やサプライチェーンの見直しに対する懸念が多く示された。

また、6月のISM非製造業景況感指数は前月差▲1.8%ptの55.1%となった。非製造業のマインドの水準は依然として高いものの、2019年上半期のうち4ヵ月(1月、3月、4月、6月)が低下となり、軟化傾向は顕著になりつつある。内訳を見ると、雇用指数(同▲3.1%pt)、事業活動指数(同▲3.0%pt)、新規受注(同▲2.8%pt)が低下し、入荷遅延指数(同+2.0%pt)

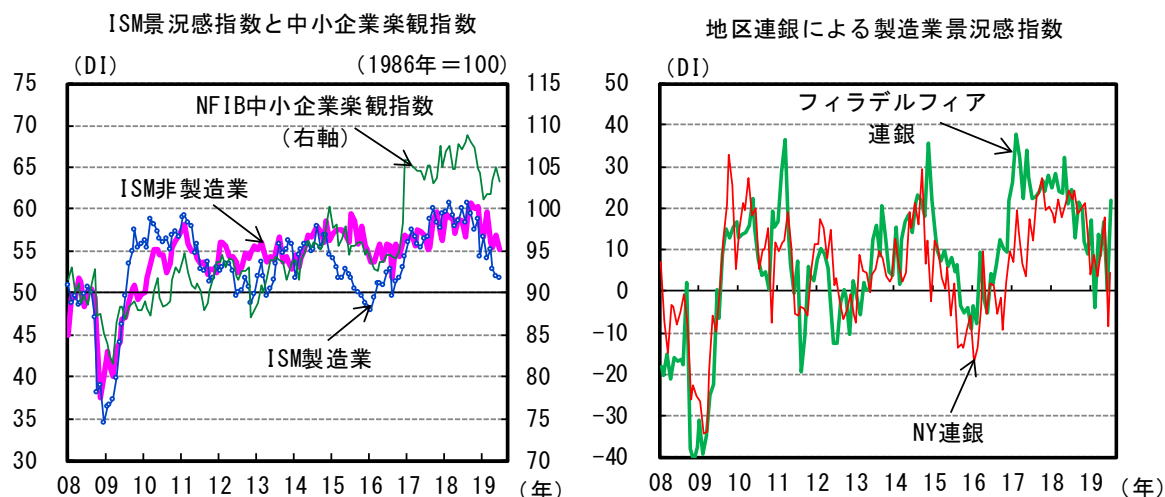


のみ上昇した。非製造業の回答企業の中で、これまで米中貿易摩擦に関連した悲観的なコメントは少なかったが、今回の調査では、米中間の関税引き上げによるコストの増加に関する懸念がコメントとして取り上げられている。

また、中小企業のマインドに関しては、6月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は前月差▲1.7pt低下の103.3となった。マインドは高水準にあるものの、実質販売増加や収益に対する期待が低下したことが全体を下押しした。NFIBは、中小企業の多くが経済の堅調さを認識している一方、第1四半期に比べて緩やかな成長を見込んでいると説明しており、景気に対する見方の変化が中小企業のマインドを悪化させたと考えられる。

ただし、上記指数の低下は米中貿易摩擦を巡って不確実性が高まった6月を調査対象期間としていたことが影響したとも考えられる。6月末の米中首脳会談での貿易交渉再開に関する合意を契機に、不確実性に対する懸念が和らいだ結果、企業マインドは再度改善した。7月上旬までの動向を含む、地区連銀による製造業景況感指数を見ると、ニューヨーク連銀、フィラデルフィア連銀による製造業景況感指数はいずれも6月から上昇し、製造業マインドの持ち直しを示唆する結果となった。地域毎の企業マインドであることや振れの大きさを踏まえれば、幅をもって見る必要はあるが、7月以降のISM景況感指数やNFIB中小企業楽観指数も改善する可能性がある。

図表6 ISM景況感指数、NFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



(出所) ISM、NFIB、NY連銀、フィラデルフィア連銀、Haver Analyticsより大和総研作成

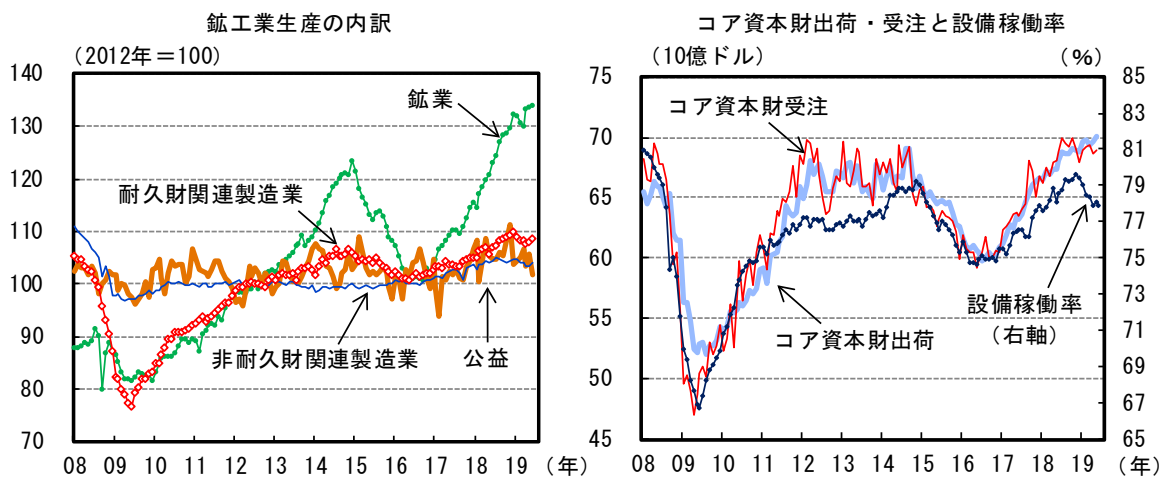
## 企業活動は鈍化傾向も、底堅さを示唆

企業の実体面に関して、6月の鉱工業生産指数は前月比0.0%の横ばいであった。四半期ベースで見ると、4-6月期は前期比年率▲1.2%と2四半期連続の低下となった。しかし、トレンドを見ると、2019年の1-4月にかけて軟調に推移してきたが、5月以降は一服した感がある。6月の内訳を見ると、天候・気温に左右されやすい公益部門が前月比▲3.6%と全体を大きく下押し

したが、指数全体のおよそ75%を占める製造業は同+0.4%と上昇幅が拡大した。製造業のうち、耐久財関連製造業は同+0.4%の増加と堅調さを維持し、小売売上高でも好調であった自動車・同部品（同+2.9%）や、コンピューター・電子機器（同+0.9%）などが全体を押し上げた。他方で、5月に上昇幅を拡大した機械（同▲1.0%）、電気機械（同▲1.0%）は反動減となった。非耐久財関連製造業に関しては、同+0.5%と伸び幅を拡大した。石油・石炭製品が同+2.5%と2017年10月以来の増加幅となったことが、全体の押し上げに寄与した。6月の鉱工業稼働率は前月差▲0.2%ptの77.9%と2ヵ月ぶりの低下となった。ただし、稼働率を押し下げたのは公益部門（同▲3.0%pt）であり、製造業は同+0.3%ptの上昇と底堅く推移している。

設備投資関連の指標を確認すると、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の5月分は前月比+0.6%、先行指標であるコア資本財受注は同+0.5%と、いずれも上昇した。製造業のマインド悪化が続いていた中で、5月のコア資本財出荷・受注は底堅さを示唆する結果であったと言える。今後の設備投資に関しては、世界経済の減速や米中貿易摩擦等に代表される不確実性の高まりを背景としたマインド悪化の長期化が懸念される。他方で、ドル高進行に一服感が出ており、輸出依存度の高い業種の競争力の低下に歯止めがかかり得ることや、サービス業など内需のウェイトが高い業種は、堅調な消費を背景に設備投資需要が相対的に減退しにくいことが支えとなろう。そのため、設備投資全体は底堅く推移するという判断に変更はない。

図表7 鉱工業生産の内訳、コア資本財出荷・受注と設備稼働率



(出所) FRB、Census、Haver Analytics より大和総研作成

## 経済見通し

足元までの経済統計を踏まえ、2019年4-6月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.0%と、前期に比べて鈍化するも依然堅調であり、潜在成長率並みの成長となるという見方に変化はない。企業マインドの悪化や企業活動の軟調化に伴い、設備投資は前期に比べて減速すると予想する。他方で、個人消費が堅調さを維持し、住宅投資は緩やかな回復が続くと見込む。純輸出（輸出－輸入）については、輸入が増加に転じることから、寄与度がマイナスになると考えられる。

7月のFOMCで利下げが実施されれば、緩和的な金融環境が持続し、個人消費や企業支出をサポートすると考えられている。利下げを巡る思惑等から株価は史上最高値圏で推移しており、資産効果による個人消費の加速が期待される。ただし、利下げはすでに株式市場や債券市場に織り込まれている。NFIBも企業の借入金利は歴史的低水準で推移しており、企業の資金調達ニーズは十分に満たされていると指摘している。利下げによる経済効果はすでに発現しつつあると考えられ、更なる効果は限定的なものと想定している。

他方で、マーケット参加者の期待と実際の金融政策運営との間に乖離が発生し、マーケットにストレスがかかることが懸念される。前述の通り、マーケット参加者は年内複数回の利下げを期待する一方、堅調な実体経済と今後のインフレ率上昇の可能性、FOMC参加者の際限なき利下げへの警戒感が残ることを踏まえれば、年内複数回の利下げはハードルが高い。こうした両者の乖離が是正される過程において、マーケットが急激な調整を引き起こさないよう、FRBとマーケット参加者がコミュニケーションをしっかりと行い、ソフトランディングできるかが今後の米国経済を見通す上でカギとなる。

図表8 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2018				2019				2020				2017	2018	2019	2020
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV				
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産 (前年同期比、%)	2.2	4.2	3.4	2.2	3.1	2.0	2.1	1.9	1.9	1.8	1.7	1.6				
個人消費	0.5	3.8	3.5	2.5	0.9	3.3	2.5	2.2	2.2	2.2	2.1	2.1	2.5	2.6	2.4	2.3
設備投資	11.5	8.7	2.5	5.4	4.4	2.1	2.6	2.5	2.3	1.8	1.7	1.4	5.3	6.9	3.8	2.1
住宅投資	-3.4	-1.3	-3.6	-4.7	-2.0	1.0	1.2	1.3	1.2	0.9	0.8	0.7	3.3	-0.3	-1.5	1.1
輸出	3.6	9.3	-4.9	1.8	5.4	-0.2	2.3	2.7	2.6	2.4	2.3	2.3	3.0	4.0	2.0	2.3
輸入	3.0	-0.6	9.3	2.0	-1.9	0.7	3.1	2.8	2.7	2.5	2.3	2.2	4.6	4.5	1.7	2.5
政府支出	1.5	2.5	2.6	-0.4	2.8	1.7	1.5	1.0	1.1	0.8	0.5	0.3	-0.1	1.5	1.7	1.0
国内最終需要	1.9	4.0	2.9	2.1	1.6	2.8	2.3	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7	2.5	2.9	2.3	2.0
民間最終需要	2.0	4.3	3.0	2.6	1.3	3.0	2.5	2.2	2.2	2.1	2.0	1.9	3.0	3.1	2.5	2.2
鉱工業生産	2.3	4.6	5.2	3.9	-2.2	-1.2	1.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	2.3	3.9	1.2	1.8
消費者物価指数	3.2	2.1	2.0	1.5	0.9	2.9	1.8	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1	2.1	2.4	1.8	2.2
失業率 (%)	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	3.6	4.4	3.9	3.7	3.6
貿易収支 (10億ドル)	-153	-140	-163	-171	-155	-153	-155	-157	-157	-158	-158	-158	-550	-628	-619	-631
経常収支 (10億ドル)	-114	-107	-126	-144	-130	-130	-132	-134	-135	-137	-139	-141	-440	-491	-526	-552
FFレート (%)	1.75	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	2.25	1.50	2.50	2.25	2.25
2年債利回り (%)	2.16	2.47	2.67	2.80	2.48	2.12	1.80	1.84	1.87	1.87	1.85	1.84	1.40	2.53	2.06	1.86
10年債利回り (%)	2.76	2.92	2.93	3.03	2.65	2.33	2.10	2.14	2.17	2.16	2.14	2.11	2.33	2.91	2.31	2.14

(注1) 網掛けは予想値。2019年7月22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