

2020年9月23日 全10頁

# 米国経済見通し 金融緩和と金融不安定化

## 金融システムの不安定化との戦いが始まる

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

### [要約]

- 2020年8月27日にFOMC（連邦公開市場委員会）は、平均的なインフレ目標などを含む「長期的な目標と金融政策戦略」の変更について合意した。9月15-16日に開催されたFOMCでは、新たな金融政策の枠組みに合わせる形でフォワードガイダンスを修正し、当面の間緩和的な金融環境を維持することにコミットした。
- 緩和的な金融環境が維持されることで、景気の下支えが期待できる一方、投資家のリスクテイクの増加と、資産価格のボラティリティの上昇を通じた、金融システムの不安定化をもたらす点には注意が必要である。新型コロナウイルスの収束が見込みにくいことに加え、米中関係の悪化や、先の見えない追加的な財政支援の議論、目前に控えた大統領選挙の行方など、米国経済・金融を取り巻く不確実性は依然高い。
- 金融システムの不安定化を予防することの重要性はFRBも認識しており、金融規制・監督の強化が主な手立てとして想定される。他方で、金融システムの不安定化が起きた場合には、バランスシート政策による更なる流動性供給、或いは信用緩和が議論の俎上になることになる。景気回復を下支えするための緩和的な金融環境の維持は、FRBとこうした金融システムの不安定化との長い戦いの始まりにほかならないといえよう。

## 長い金融緩和の始まり

2020年8月27日にFOMC（連邦公開市場委員会）は「長期的な目標と金融政策戦略」（以下、新たな金融政策の枠組み）の変更について合意したことを公表した<sup>1</sup>。FOMC参加者が議論を開始した2018年11月から2年弱の間に、金融政策運営は大きく様変わりした。2018年12月を最後に利上げサイクルが終わり、景気の下振れリスクに対処するために2019年7月からは予防的利下げを実施した。そして、新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気悪化への対応として、2020年3月には実質ゼロ金利政策を開始し、国債等の購入といったバランスシート政策を再開、社債や貸付債権の購入といった信用緩和に踏み切るなど、全面的な金融緩和へと移行した。

金融政策運営は一変したものの、新たな金融政策の枠組みの根底にあるFOMCの問題意識は変わらない。潜在成長率の持続的な低下に伴う自然利子率の低下（金利の実効下限制約に直面）と、失業率が歴史的低水準となっても、インフレ圧力が高まりにくいこと（フィリップスカーブのフラット化）という経済の構造的な変化に対して、FOMCがいかに対応していくか、ということである。上記の問題意識を受け、今回の新たな金融政策の枠組みでは、（1）雇用の最大化をより広範囲・包括的な目標として認識し、（2）平均的なインフレ目標を導入した。そして、（3）安定した金融システムにおいて上記目標を達成することを目指すとともに、（4）金利の実効下限制約下において、政策金利以外の非伝統的な手段（バランスシート政策など）の重要性についても追認した。9月15・16日に開催されたFOMC声明文では、新たな金融政策の枠組みを受けて、当面の間、緩和的なスタンスを継続することをコミットした（「雇用の最大化に関するFOMCの評価基準に合致する水準まで労働市場が達するとともに、インフレが2%まで上昇し、しばらくの間2%をやや超えるまで、FFレートの誘導目標レンジを維持することが適切であろう」）。

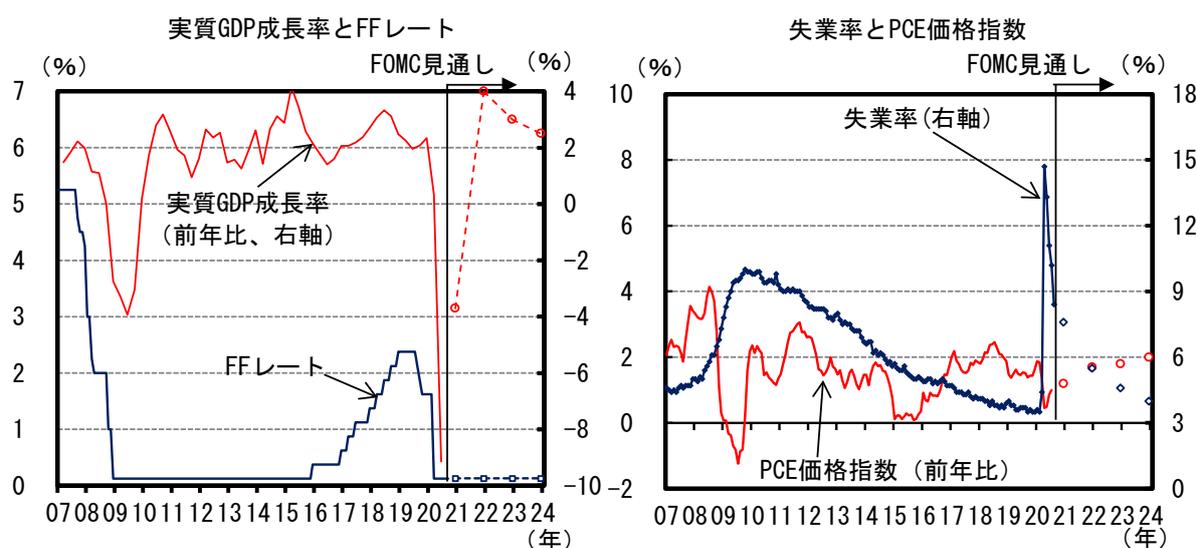
フォワードガイダンスの有効期限を探るために、9月のFOMCで公表された経済見通し（中央値）を確認すると、2020年の実質GDP成長率（4Qの前年比）は▲3.7%と、6月のFOMC時点（同▲6.5%）から上方修正された<sup>2</sup>。失業率に関しても順調に改善していくとの見込みから、見通し期間の最終年である2023年（4Qの平均）の失業率は4.0%と、長期見通し（自然失業率）である4.1%を下回る（改善）との見通しが示された。失業率が自然失業率を下回ることで、賃金上昇率の加速を通じてインフレが進むと期待されるが、インフレ見通しに関しては徐々に加速するものの2023年（4Qの前年比）においても2%を上回る予想が主流ではないことが示された。

経済見通し期間においてインフレが2%を超えないこともあり、FOMC参加者のFF金利見通し（ドットチャート）も、中央値は0.125%と現在のFF金利水準が2023年末まで維持されるとの予想が示された。9月の声明文で「経済の経路はウイルスの道筋に大きく依存する」との表現を据え置いたことからわかるように、経済の先行きに対するFOMC参加者の警戒心は強く、当面の間緩和的な金融環境を維持することで景気のコト入れを目指したものと考えられる。

<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「FOMC 新たな金融政策の枠組みを公表」（2020年8月28日）参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200828\\_021730.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200828_021730.html)

<sup>2</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「FOMC 2023年末まで利上げはない」（2020年9月17日）参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200917\\_021773.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200917_021773.html)

図表1 実質 GDP 成長率と FF レート、失業率と PCE 価格指数



(注) FOMC 見通しは 2020 年 9 月時点。FOMC 見通しに関して、実質 GDP 成長率は各年 4Q 前年比、FF レートは各年末値、失業率は各年 4Q 平均値、PCE 価格指数は各年 4Q 前年比。

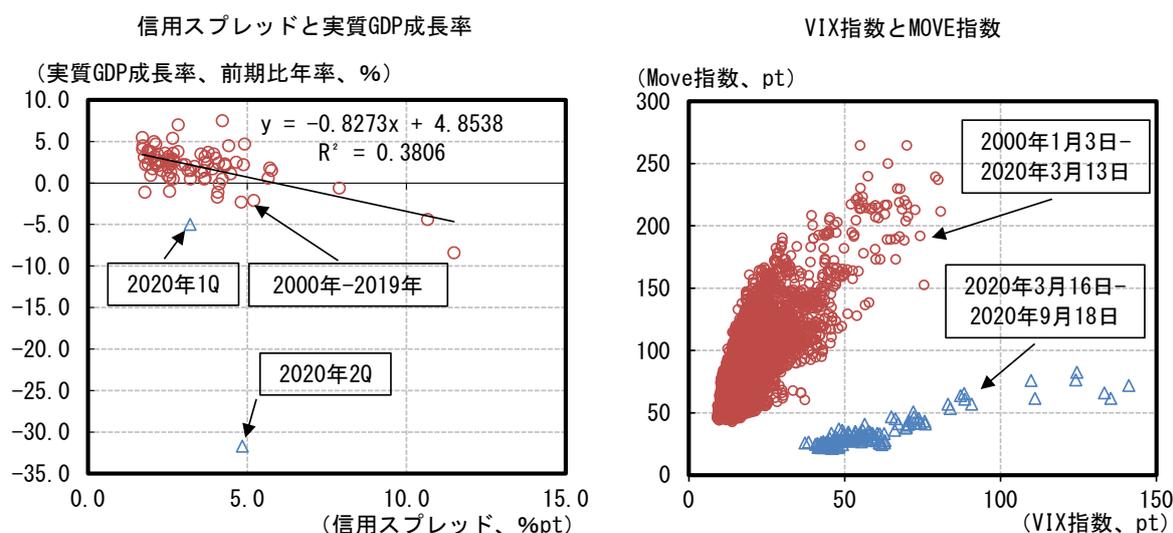
(出所) BEA、BLS、FRB より大和総研作成

## そして、金融不安定化への懸念は高まる

FOMC によって緩和的な金融環境の維持がコミットされたことで、景気回復に向けた期待が持続することが予想されるが、緩和的な金融環境が継続することで、金融システムを不安定化させ得る点には留意が必要であろう。ブレイナード FRB 理事は 9 月 1 日の講演会で、低金利政策の維持によって、投資家等のリスク選好を強め、利回り追求行動を積極化させ、レバレッジのインセンティブを強化し、結果的に金融の不安定化を助長し得ると指摘している。とりわけ、新型コロナウイルス感染拡大に伴う景気悪化は、過去に比べても急激かつ大幅であったことから、FRB や政府・議会は積極的な支援策を採り、金融システムへの波及を抑制してきた。結果的に、本来景気後退期に拡大する信用スプレッド (BB 債-米国債) は、景気の落ち込み具合に対して抑制されている。大幅な利下げや、国債等の買入を通じた流動性供給、そして、社債購入といった FRB の信用緩和の効果が出ていることを示している一方で、緩和的な金融環境が継続することで、投資家が投機的格付債券等の本来のリスクを過小評価し、自身の想定するリスク許容度を超えてリスクテイクする一因になり得るとも考えられる。

また、バランスシート政策や信用緩和を通じた資金供給の拡大が、金融システムにもたらす影響として、資金フローを不安定化させ得ることが挙げられる。FRB の購入対象となっている米国債のインプライド・ボラティリティ (以下、ボラティリティ) は、3 月 15 日のバランスシート政策の導入以後、過去に比べて低位安定化している。一方、FRB の購入対象ではない S&P500 のボラティリティは政策導入後に上昇しており、資金供給拡大の影響が示唆される。もちろん、株価のボラティリティ化の直接的な原因は新型コロナウイルス感染拡大や景気の悪化状況などの不確実性の高さである。しかし、ブレイナード FRB 理事も懸念するように、緩和的な金融環境が資金フローを不安定化させ、資産価格のボラティリティ上昇を導き得る点は注意を要する。

図表2 信用スプレッドと実質 GDP 成長率、VIX 指数と MOVE 指数



(注) 信用スプレッドはBB債利回りから米国債10年利回りを差し引いて算出。

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

FOMC参加者の中で、緩和的な金融環境の維持が金融システムに不安定化をもたらすという見解に否定的な意見もある。パウエルFRB議長は9月4日のインタビューで低金利と金融市場における一種の過度な熱狂が必ずしも緊密な関係にあるとは言えない、と回答している。9月のFOMC後の記者会見でも、リーマン・ショック以降にバランスシート政策と低金利を続けてきたが、資産価格の過度な上昇は発生してこなかったと説明している。他方で、パウエルFRB議長自身も付け加えたように、過去に発生しなかったから今後も発生しないとは限らない。

とりわけ、新型コロナウイルスの収束が見込みにくいことに加え、米中関係の悪化や、先の見えない追加的な財政支援の議論など、米国経済・金融を取り巻く不確実性は依然高い。また、大統領選挙が1ヵ月強後に迫る中で、民主党候補者のバイデン氏の支持率が現職のトランプ氏の支持率を上回ったままで推移している。過去の大統領選挙年において、政権交代が起きた年は株価が9-10月に下落する傾向があることから、大統領選挙が近づく中でボラティリティの一層の上昇も想定される。

景気回復のために緩和的な金融環境が維持されるとはいえ、こうした金融システムの不安定化というリスクをはらんでいる。そして、金融システムが不安定化すれば、資金調達環境の悪化等を通じて景気の先行きに悪影響を及ぼすファイナンシャルアクセラレータ効果が懸念されることになる。金融システムの不安定化を予防することの重要性はFRBも認識しており、パウエル議長は金融規制・監督の強化を挙げている。他方で、金融システムの不安定化が起きた場合には、ファイナンシャルアクセラレータ効果を抑制するための手立てを講じる必要が生じる。既に実質ゼロ金利の中で、マイナス金利に否定的なFRBが取り得る政策として、バランスシート政策による更なる流動性供給、或いは信用緩和が議論の俎上に載せられることになる。FRBによる新たな金融政策の枠組みの公表、及び金融政策運営の修正を通じた、緩和的な金融環境の維持は、こうした金融システムの不安定化との長い戦いの始まりにほかならないといえよう。

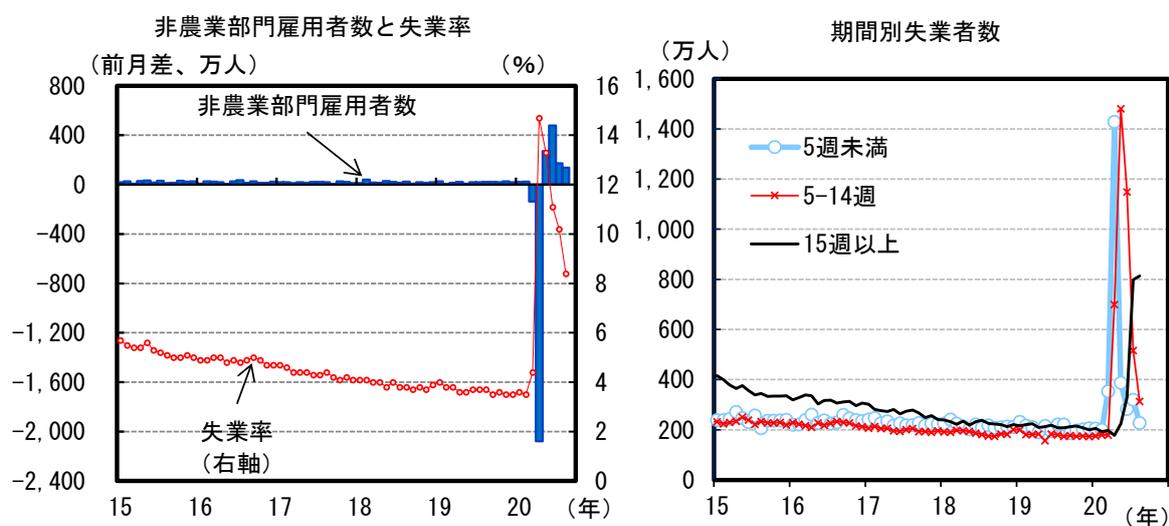
## 失業率は 8.4%と市場予想以上に低下<sup>3</sup>

雇用環境は8月も改善を継続した。8月の雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+137.1万人、失業率は8.4%となった。市場予想（Bloomberg 調査：非農業部門雇用者数同+135.0万人、失業率9.8%）と比較すると、失業率の下げ幅が市場予想を大幅に上回るポジティブサプライズとなった。失業率が下がったとはいえ、非労働力人口の増加が主因であれば、労働市場からの退出が増えたことを意味することから、必ずしも良いとはいえない。しかし、8月は非労働力人口も減少した上で失業率が低下したことから、ポジティブな結果といえる。

雇用環境の改善の背景には、新規感染者数が減少し、ビジネスの再開が漸進したことに加え、7月末に失業保険給付額の増額（週当たり600ドル）期限を迎えたことが挙げられる。8月の大統領令に基づいた失業保険給付額の増額（週当たり400ドル）はあるものの、財源の枯渇など継続性に不安は残る。また、追加的な財政支援に関する上下院での議論も見通しが付かない。こうした中、9月6-12日における新規失業保険申請件数は86万人と、一部州・地域でロックダウンを開始した3月15-21日以来、最も少ない水準となった。人々が失業保険の申請よりも職探しを積極化させている証左といえる。また、企業の労働需要も徐々に高まりつつある。ISM景況感指数の構成項目である雇用指数は依然低水準ではあるが、緩やかな改善傾向にある。7月の求人件数（JOLTSベース）に関しても662万人と感染拡大前（2月）の94%の水準まで回復した。

他方で、失業期間が15週以上の失業者が高止まりしていることが懸念される。15週未満の失業者が感染拡大前（2月）の水準付近まで減少する中、失業率の一層の低下には15週以上の失業者の職場復帰が必要となる。求人件数が回復しても、15週以上の失業者が減少しなければ、労働需給のミスマッチの発生が示唆されることになる。失業期間が長引くほど、スキルの陳腐化も危惧されることから、こうした15週以上の失業者が順調に減少するかが今後の焦点となる。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、期間別失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

<sup>3</sup> 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「失業率は8.4%と市場予想以上に低下」(2020年9月7日)参照。 [https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200907\\_021743.html](https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20200907_021743.html)

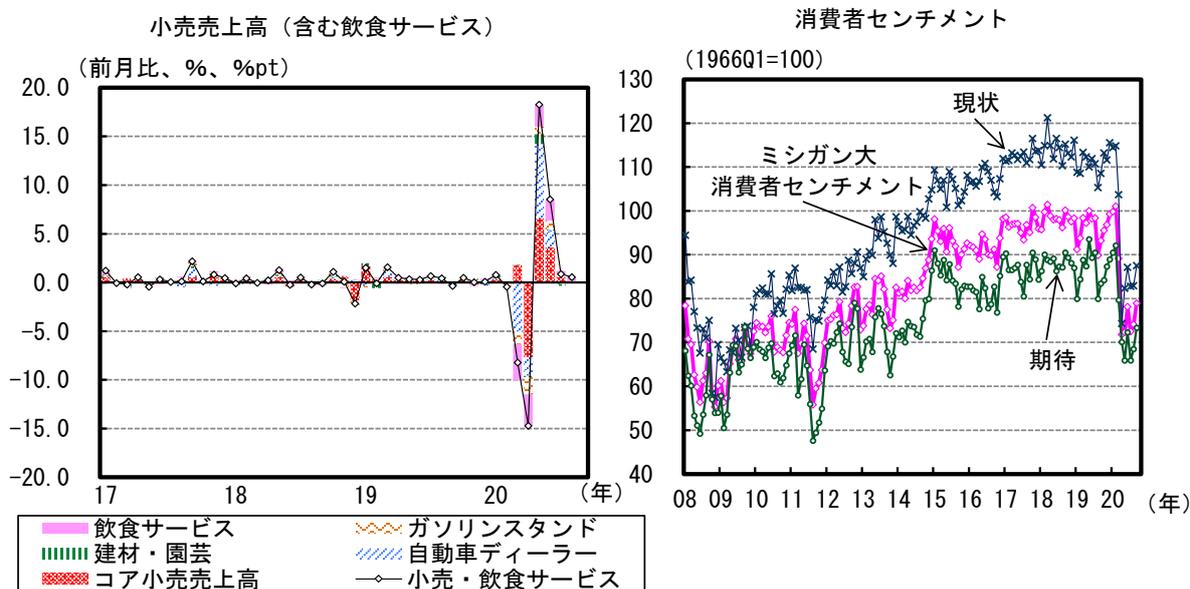
## 小売売上高は通常モードへ移行

個人消費の足下までの動向を確認すると、8月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.6%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+1.0%）を下回った。6月分は上方修正されたものの、7月分が下方修正されたことから、改定された過去分（2ヵ月）合計では下振れする結果となった。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、コア小売売上高については、同▲0.1%と4ヵ月ぶりにマイナスに転じ、市場予想（同+0.3%）も下回った。内訳項目を見ると、8月に堅調だったのは、衣服・宝飾品（同+2.9%）、家具等（同+2.1%）、建材・園芸（同+2.0%）が挙げられる。他方で、スポーツ・娯楽用品（同▲5.7%）飲食料品（同▲1.2%）、一般小売（GMS）（同▲0.4%）などが振るわなかった。

ペントアップディマンドの発現等を背景に、小売・コア小売ともに6月時点で感染拡大前（2月）の水準まで戻っていたことから、8月の小売売上高は通常モードに移行したことを認識させる結果といえる。ただし、失業保険の増額期限到来に伴う消費抑制の影響も考えられることから、消費者マインドの動向が注目される。9月のロイター／ミシガン大消費者センチメント（速報値）についてみると、前月差+4.8ptの78.9となった。構成指数の内訳は、現況指数が前月差+4.6pt、期待指数が同+4.8ptと、いずれも改善した。

ミシガン大学は大統領・議会選挙が消費者マインドに影響を与え始めていると指摘している。消費者予想においてバイデン氏勝利が僅差ながらもトランプ氏勝利を上回っている中で、民主党支持者の消費者マインドの改善に寄与している。また、選挙結果に加え、ワクチンの開発の遅れも消費者マインドに影響を与える要因として挙げている。大統領選挙やワクチンといった非経済的な要因が消費者マインド改善のカギを握っている中、追加的な財政支援が消費者マインドを下支えすると分析している。追加的な財政支援を巡って議会通過の目途が付かない現状に鑑みれば、消費者マインドの下振れリスクは依然として大きいと認識せざるを得ないだろう。

図表4 小売売上高（含む飲食サービス）、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

## 住宅市場は一服感が見えつつも、内容は堅調

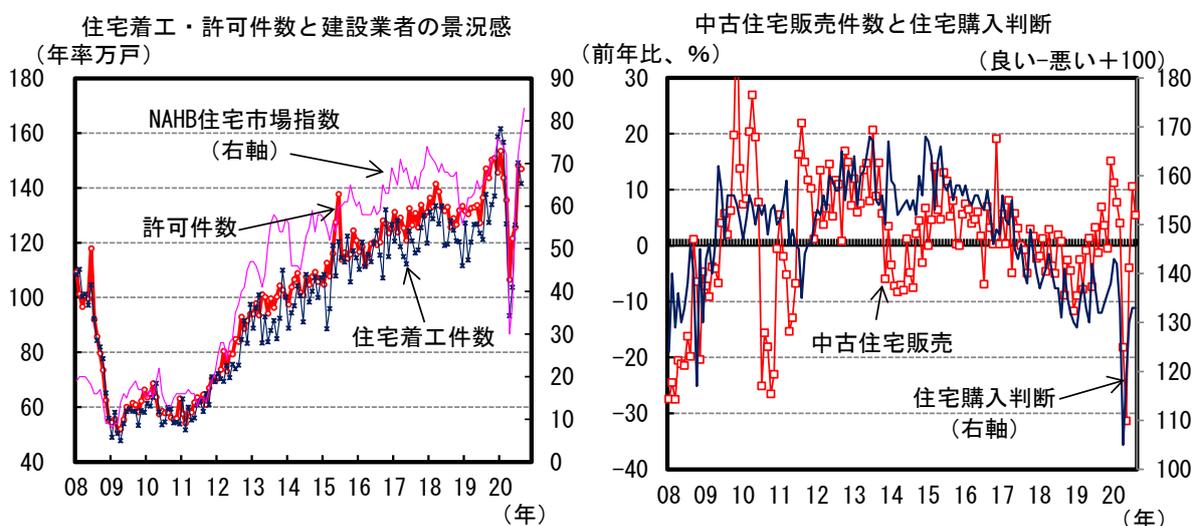
住宅供給に関して8月の新築住宅着工件数を見ると、前月比▲5.1%と4ヵ月ぶりにマイナスに転じ、水準は年率換算で141.6万戸となった。新築住宅着工の先行指標である建設許可件数に関しても前月比▲0.9%と減少し、水準は年率換算で147.0万戸となった。5月から7月にかけてハイペースで回復してきた、着工関連の指標は一服感を示したように映る。

ただし、新築住宅着工の中身を見ると、印象は異なる。南部での大幅な減少は、ハリケーン・ローラやハリケーン・マルコによる影響も考えられる。また、新築住宅着工のうち戸建は引き続き増加しており、今回の減少は7月に大きく増加した集合住宅の反動減という側面もある。加えて、住宅建設業者のマインドを示すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数の9月分は前月差+5pt上昇し、83と8月に記録した統計開始以来（35年間）の最高水準を再度更新した。NAHBは、地方・郊外の住宅需要が引き続き堅調であることが、住宅建設業者のマインドを押し上げたと指摘している。

需要面に関しては、7月の新築住宅販売（戸建）は前月比+13.9%と3ヵ月連続で大幅な伸びを記録した。また、7月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同+24.7%と一層加速した。8月の中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は同+2.4%と伸びが鈍化したものの、既に感染拡大前（2月）の水準を大きく超えた水準であることからネガティブに捉える必要はないだろう。住宅市場は需要面も、回復が継続しているといえる。

他方で、やや気がかりなのは住宅購入希望者のマインドである。9月のロイター／ミシガン大学の調査による家計の住宅購入判断は横ばい圏で推移しており、実際の中古住宅販売とかい離が生じ始めている。景気の先行きを巡る不確実性の高さや、在庫不足による住宅価格の上昇が人々の購買意欲の回復を抑制している可能性がある。住宅市場の一層の回復には、新型コロナウイルスの感染が拡大しないことに加え、住宅建設の進展に伴う在庫の積み上げが肝要となる。

図表5 住宅着工・許可件数と建設業者の景況感、中古住宅販売件数と住宅購入判断



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

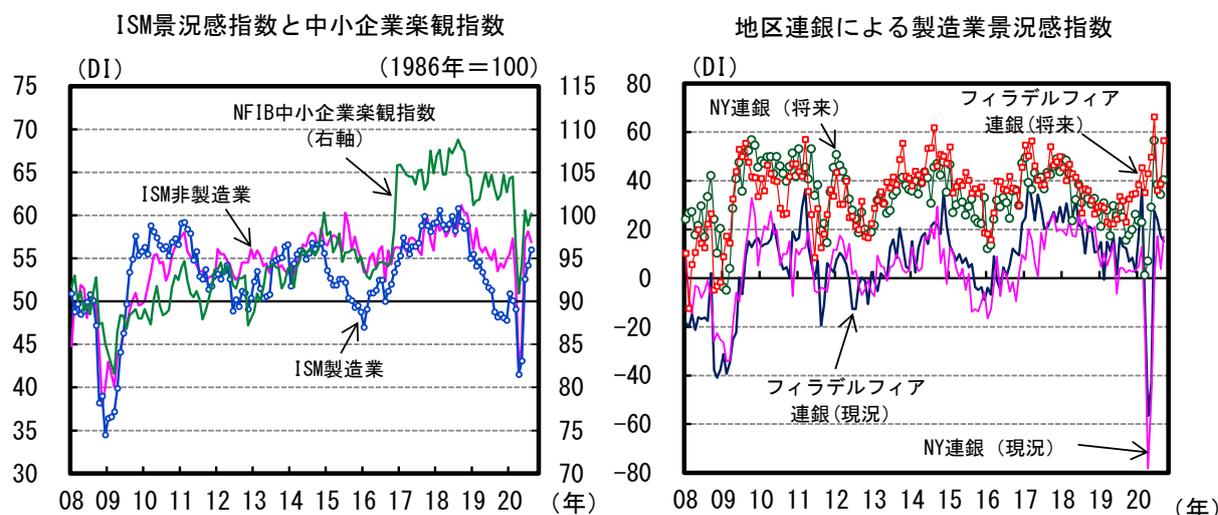
## 企業マインドは慎重ながらも楽観

新規感染者数が減少傾向を示し、ビジネスの再開が進んだことで、企業マインドも概ね改善傾向を継続している。8月のISM製造業景況感指数は前月差+1.8%pt上昇し、56.0%となった。構成項目のうち、新規受注指数、生産指数、雇用指数、入荷遅延指数が上昇し、在庫指数が低下した。8月のISM非製造業景況感指数については、同▲1.2%pt低下したものの、56.9%と感染拡大前（2月）と同程度の水準を維持している。回答企業のコメントを見ると、需要の回復などポジティブな意見が多い。他方で、原材料不足や工場の再開・停止の繰り返し、中国製品の締め出しなどサプライチェーンの混乱を懸念する声もあった。

中小企業のマインドに関して、8月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差+1.4ptの100.2と再び上昇に転じた。中小企業は新規雇用や資本支出計画などで楽観的な姿勢を維持したことに加え、利益に対する期待のマイナス幅が縮小した。ただし、景況感の改善に対する期待や実質販売増加に対する期待は低下した。NFIBは、中小企業に関して求人や採用計画は増加しているものの、依然として苦しい状況にあり、先行きは不確実であると指摘している。

上記をまとめれば、企業マインドは回復しつつも、依然として新型コロナウイルス感染拡大に伴う影響から復旧途上にあるといえる。9月中旬までの動向を含む各地区連銀による製造業景況感指数に関して、NY連銀製造業景況感指数（現況指数）は前月差+13.3ptと前月のマイナス分を概ね取り戻した。新規受注DIと出荷DIが反発した。フィラデルフィア連銀製造業景況感指数（現況指数）に関しては、前月差▲2.2ptと3ヵ月連続で低下した。ただし、新規受注DIや出荷DIは上昇しており、内容は悪くない。また、将来指数に関しては、いずれも上昇したことから、企業マインドの一層の回復への期待は高まる。ただし、ビジネス環境の改善は、新型コロナウイルスの感染拡大状況次第ということに変わりはなく、企業は慎重ながらも楽観というスタンスを継続するものと考えられる。

図表6 ISM景況感指数と中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



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

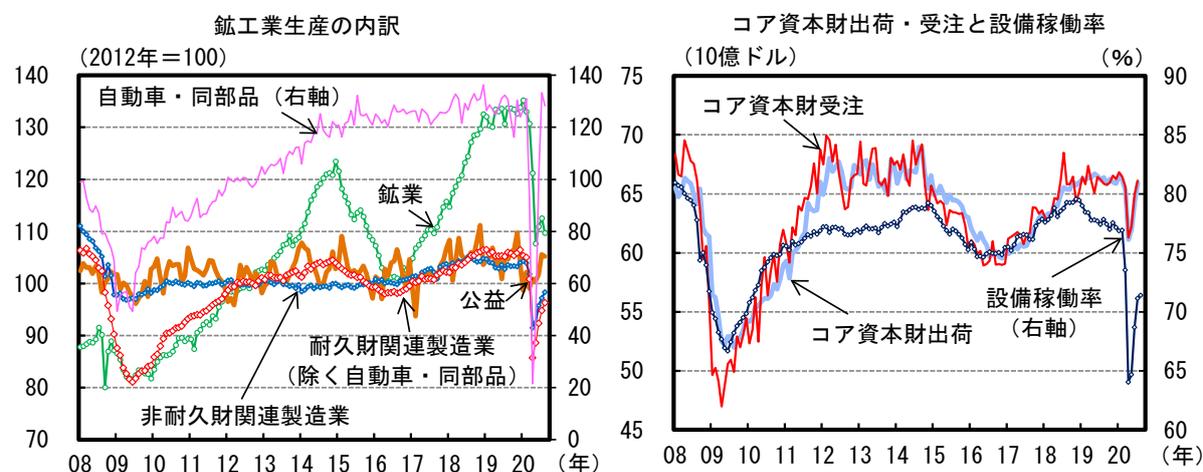
## 8月の鉱工業生産はやや物足りない結果に

企業の実体面に関して、8月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と、市場予想（Bloomberg 調査：同+1.0%）を下回った。7月の鉱工業生産指数が同+3.0%から同+3.5%に上方修正されたとはいえ、鉱工業生産が感染拡大前（2月）の水準の93%を回復したにすぎないことから、8月の結果はやや物足りないものといえる。内訳を見ると、鉱業（同▲2.5%）と公益（同▲0.4%）がマイナスに転じたことに加え、鉱工業生産の約75%を占める製造業の生産も同+1.0%と減速した。

製造業については、耐久財が前月比+0.7%、非耐久財は同+1.2%となった。耐久財のうち、けん引役であった自動車・同部品の生産が同▲3.7%とマイナスに転じたことが全体を押し下げた。なお、自動車・同部品に関しては、感染拡大前（2月）の水準前後まで生産は回復したことから、今後は緩やかな伸びとなる公算が大きい。自動車・同部品以外の耐久財の生産は増加しており、その他輸送用機器（同+4.2%）や一次金属（同+2.1%）などの伸び幅が相対的に大きい。非耐久財に関しては、衣服・革製品（同+7.8%）、ゴム・プラスチック製品（同+3.7%）などが堅調であった。ゴム・プラスチック製品に関しては引き続き医療用防具需要が背景として考えられる。衣服・革製品に関しては、販売面での回復が進みつつあることや、10月から開始予定のホリデー商戦に向けた在庫積み増しという側面もあるだろう。

設備投資関連の指標については、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷の7月分が前月比+2.4%、先行指標であるコア資本財受注も同+1.9%となった。いずれも伸び幅は縮小したものの、ほぼ感染拡大前（2月）の水準まで回復している。ISM 製造業景況感指数の回答企業のコメントにおいても、受注状況の改善から工場設備の増強を指摘する声もあったことから、一部業種においては設備投資需要が回復しつつあると考えられる。他方で、2020年8月の鉱工業全体の設備稼働率に関しては、前月差+0.3%pt 上昇の71.4%と、感染拡大前（2月：76.9%）を下回ったままである。全体的な設備投資需要の回復に向けて、受注等の一段の回復を待つ必要があり、依然として時間がかかるとみるべきだろう。

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

雇用環境の回復が継続し、米国の屋台骨である個人消費関連の経済指標が順調に改善し、感染拡大前の水準まで回復したことを受け、2020年7-9月期の実質GDP成長率を前期比年率+24.2%へと引き上げた。2020年の実質GDP成長率に関しても、前年比▲4.3%と従来の予想から上方修正した。2020年のマイナス幅が縮小したことで、実質GDPの水準が新型コロナウイルスの感染拡大前（2019年10-12月）の水準まで回復するタイミングを、2022年下半年から2022年上半年へと前倒した。

回復ペースを上方修正した一方で、下振れリスクは依然高い。新型コロナウイルスの収束に目途がつかないことや、米中関係の悪化、そして、大統領選挙の行方など、米国経済を取り巻く環境における不確実性は依然高い。こうした中、FRBによる緩和的な金融環境の維持へのコミットメントは景気回復を下支えするものと期待できる。ただし、緩和的な金融環境の維持が金融システムの不安定化をもたらし得ること、そして、金融システムの不安定化が景気の先行きに悪影響を及ぼし得ることにも注意を要しよう。

図表8 米国経済見通し

|                    | 四半期     |      |      |      |       |       |      |      |      |      |      |      | 暦年    |      |       |      |
|--------------------|---------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|-------|------|-------|------|
|                    | 2019    |      |      |      | 2020  |       |      |      | 2021 |      |      |      | 2018  | 2019 | 2020  | 2021 |
|                    | 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<br>〈前年同期比、%〉 | 2.9     | 1.5  | 2.6  | 2.4  | -5.0  | -31.7 | 24.2 | 6.2  | 4.3  | 3.6  | 3.0  | 2.8  | 3.0   | 2.2  | -4.3  | 3.7  |
| 個人消費               | 1.8     | 3.7  | 2.7  | 1.6  | -6.9  | -34.1 | 34.7 | 5.0  | 4.1  | 3.5  | 2.9  | 2.5  | 2.7   | 2.4  | -4.5  | 4.2  |
| 設備投資               | 4.2     | 0.0  | 1.9  | -0.3 | -6.7  | -26.0 | 1.6  | 4.4  | 2.9  | 2.5  | 2.4  | 2.2  | 6.9   | 2.9  | -6.5  | 0.7  |
| 住宅投資               | -1.7    | -2.1 | 4.6  | 5.8  | 19.0  | -37.9 | 41.8 | 8.3  | 5.5  | 4.7  | 4.1  | 3.6  | -0.6  | -1.7 | 1.9   | 5.9  |
| 輸出                 | 1.8     | -4.5 | 0.8  | 3.4  | -9.5  | -63.2 | 68.9 | 9.8  | 6.8  | 4.5  | 3.5  | 3.3  | 3.0   | -0.1 | -12.4 | 4.9  |
| 輸入                 | -2.1    | 1.7  | 0.5  | -7.5 | -15.0 | -54.0 | 76.0 | 6.8  | 5.1  | 4.1  | 3.4  | 2.7  | 4.1   | 1.1  | -11.5 | 6.0  |
| 政府支出               | 2.5     | 5.0  | 2.1  | 2.4  | 1.3   | 2.8   | 1.9  | 2.5  | 2.4  | 2.0  | 1.8  | 1.9  | 1.8   | 2.3  | 2.3   | 2.2  |
| 国内最終需要             | 2.1     | 3.2  | 2.6  | 1.6  | -4.6  | -27.6 | 23.5 | 4.6  | 3.7  | 3.1  | 2.7  | 2.4  | 3.0   | 2.3  | -3.4  | 3.4  |
| 民間最終需要             | 2.0     | 2.8  | 2.7  | 1.5  | -5.8  | -33.1 | 28.9 | 5.0  | 3.9  | 3.4  | 2.9  | 2.5  | 3.2   | 2.3  | -4.6  | 3.7  |
| 鉱工業生産              | -1.9    | -2.3 | 1.1  | 0.4  | -6.8  | -43.2 | 39.0 | 5.9  | 4.3  | 4.1  | 3.8  | 3.7  | 3.9   | 0.8  | -7.3  | 4.1  |
| 消費者物価指数            | 0.9     | 3.0  | 1.8  | 2.4  | 1.2   | -3.5  | 5.1  | 1.8  | 1.3  | 1.7  | 1.7  | 1.7  | 2.4   | 1.8  | 1.2   | 1.7  |
| 失業率(%)             | 3.9     | 3.6  | 3.6  | 3.5  | 3.8   | 13.0  | 8.9  | 8.1  | 7.7  | 7.4  | 6.9  | 6.4  | 3.9   | 3.7  | 8.5   | 7.1  |
| 貿易収支(10億ドル)        | -145    | -152 | -150 | -130 | -126  | -165  | -199 | -200 | -200 | -201 | -202 | -203 | -580  | -577 | -690  | -806 |
| 経常収支(10億ドル)        | -127    | -128 | -122 | -104 | -112  | -171  | -199 | -194 | -188 | -184 | -182 | -181 | -450  | -480 | -675  | -734 |
| FFレート(%)           | 2.50    | 2.50 | 2.00 | 1.75 | 0.25  | 0.25  | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 0.25 | 2.50  | 1.75 | 0.25  | 0.25 |
| 2年債利回り(%)          | 2.48    | 2.12 | 1.69 | 1.59 | 1.10  | 0.19  | 0.15 | 0.24 | 0.25 | 0.25 | 0.26 | 0.28 | 2.53  | 1.97 | 0.42  | 0.26 |
| 10年債利回り(%)         | 2.65    | 2.33 | 1.80 | 1.79 | 1.38  | 0.69  | 0.65 | 0.78 | 0.89 | 0.92 | 0.97 | 1.02 | 2.91  | 2.14 | 0.87  | 0.95 |

(注1) 網掛けは予想値。2020年9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