

2022年3月22日 全10頁

米国経済見通し 忍び寄る景気後退の足音

FRBはインフレ対策にとどまらず景気悪化にも「機敏」に対応するか

ニューヨークリサーチセンター 研究員 矢作 大祐

[要約]

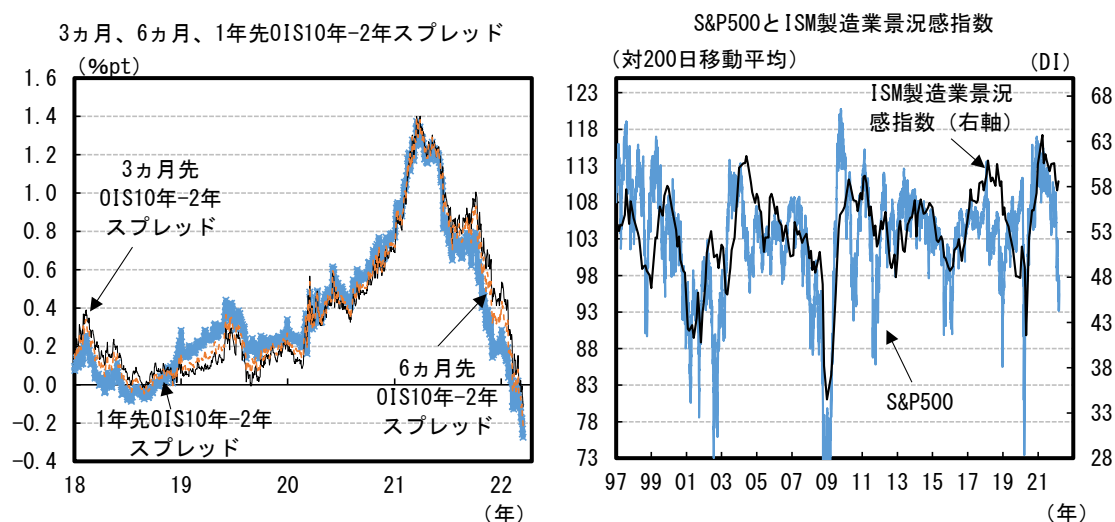
- 米国経済の先行きに対して、市場の懸念は強まっている。1年先OISの10年-2年スプレッドが2月に逆イールド化したことに加え、2月末からは6ヵ月先が、3月半ばからは3ヵ月先も逆イールド現象が定着しており、金融市場は近い将来に景気後退に陥ることを織り込んでいる。また、株式市場においても、S&P500のモメンタムを見ると、ISM製造業景況感指数が好不況の目安である50%を今後下回っていくことを示唆している。
- 目下の米国経済は複合的な要因による下振れリスクに直面している。ウクライナ危機を契機としたエネルギー価格の上昇やサプライチェーンの混乱によって、インフレ加速は長期化の様相を呈している。インフレ加速の長期化によって家計の実質所得が一層目減りし、個人消費を下押しする可能性がある。また、ウクライナ危機の深刻化によって、金融・株式市場が混乱すれば、逆資産効果によって個人消費を押し下げるリスクもある。テールリスクではあるが、米中対立が激化し、バイデン政権が対中制裁へと踏み切れば、現在発動している対口制裁に比べて、米国経済への悪影響も大きくなることが想定される。
- そして、3月のFOMCで利上げを決定したFRBは、急ピッチでの利上げを想定している。FRBは、インフレ対策に後手に回ったとの印象を与えたくないことや、リスク管理上スタグフレーションを抑制する必要があることなどから、実際に景気が悪化してもインフレ対策を優先する可能性がある。それぞれのリスクが単発で発現した場合には、米国経済はそのショックを吸収できるかもしれないが、こうした複数のリスクが絡み合いながら景気を悪化させていく恐れがある点が最大の懸念点といえるだろう。

忍び寄る景気後退の足音

主要経済指標（雇用、小売、生産）を踏まえれば、足下の米国経済は底堅く推移しているが、市場を中心に景気の先行きに対する懸念は強まっている。金融市場においては、1年先OISの10年-2年スプレッドが2月に逆イールド化したことに加え、2月末からは6ヵ月先が、3月半ばからは3ヵ月先も逆イールド現象が定着しており、近い将来に景気後退に陥ることを織り込んでいる。また、株式市場においても、S&P500のモメンタムを見ると、ISM製造業景況感指数が好不況の目安である50%を今後下回っていくことを示唆している。

2月半ばまでのリスク要因は、新型コロナウイルスの感染状況の悪化によるサービス消費の落ち込みやサプライチェーンの混乱等であったが、足下の米国経済は、より複合的な要因による下振れリスクに直面している。第一の懸念材料は、インフレ加速の長期化による個人消費の落ち込みが挙げられる。ロイター／ミシガン大消費者センチメントは、インフレ加速による実質所得の減少を背景に、足下で欧州債務危機やリーマン・ショック以来の低水準まで悪化している。消費者センチメントと個人消費との間の連動性が過去に比べて失われていることから、必ずしも個人消費がマインドに沿って悪化していくわけではない。また、本来であれば、新型コロナウイルスの感染状況が改善する中、サプライチェーンの混乱が解消し、インフレ圧力が弱まることで、消費者センチメントも回復に転じることが期待される。しかし、2月後半以降のウクライナ危機を契機とした原油価格の上昇やサプライチェーンの更なる混乱によって、インフレ圧力は一層高まっている¹。本来、原油価格の上昇は産油国である米国にとって一定のメリットがあるといえるが、シェール関連企業の破綻や投資環境の悪化によって石油・天然ガスの稼働リグ数は伸び悩んでいる。以前に比べて原油価格の上昇によるメリットが限られる中で、原油価格の上昇に伴うインフレ圧力の高まりというデメリットは大きい。原油価格の上昇に伴い、足下でガソリン小売価格は4ドル／ガロンを越え、消費者の財布を直撃している。

図表1 3ヵ月、6ヵ月、1年先OIS10年-2年スプレッド、S&P500とISM製造業景況感指数



(出所) ISM、S&P、Bloomberg より大和総研作成

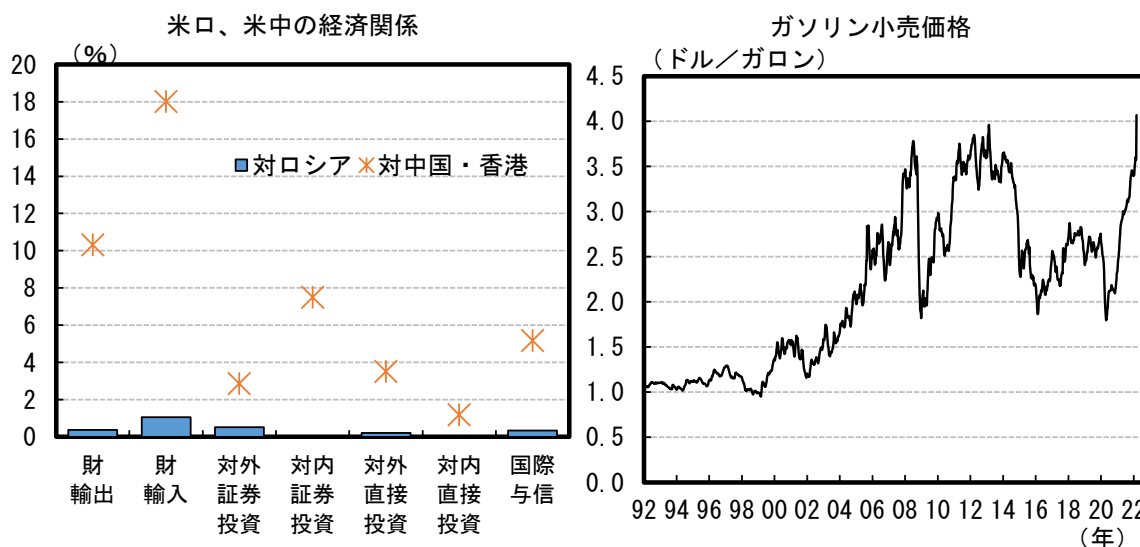
¹ 大和総研 リサーチ本部「ウクライナ問題に関する緊急レポート」(2022年3月18日)参照。

https://www.dir.co.jp/report/research/economics/outlook/20220318_022920.html

第二の懸念材料に、ウクライナ危機の深刻化による景気への悪影響が挙げられる。具体的には、株価下落による逆資産効果が懸念される。米国においては株価が 10%下落した場合、実質個人消費が年 0.5%程度押し下げられると試算される。ロシアがウクライナに侵攻した 2 月 24 日を起点にすれば、株価の下落幅は最大 3%程度であり、足下では株価も持ち直していることから、現時点において個人消費への悪影響は限定的といえる。しかし、ウクライナ情勢次第で株価がさらに下落し、個人消費に下押し圧力をかけるリスクは残るだろう。

また、経済制裁も不安材料である。米国政府はロシアの主要銀行との取引停止や米国内資産の凍結、そして SWIFT からのロシアの銀行排除といった金融分野の制裁に加え、ロシアに対するハイテク製品等の輸出管理の強化や、エネルギーをはじめとしたロシアの主要製品の禁輸など貿易分野の制裁を発動した。こうした対ロ制裁は米国経済にとっても悪影響を及ぼし得るが、元々米ロ間の経済・金融分野の結びつきは強くなく、米国経済への影響は軽微であるといえる。他方で、ロシアに対して中国が装備品供与などの軍事支援に踏み切ることや中国が対ロ制裁の迂回先になることに対して、バイデン政権は懸念を強めており、実際にそうした事態に陥れば、中国に対する制裁を科すことを辞さないとの姿勢を示している。現状において、米国政府が中国に対してどのような制裁を発動し得るのかは不明であるが、米中間の経済・金融分野の結びつきは米ロ間のそれに比べてはるかに強く、何らかの制裁が中国に対して発動されれば米国経済への悪影響も大きくなると考えられる。もっとも、3 月 18 日にはバイデン大統領と習近平国家主席がオンライン会談を行っており、米中対立のエスカレーションを避けようとする動きも見られることから、現時点では米国による対中制裁の発動はテールリスクといえる。

図表 2 米ロ、米中の経済関係、ガソリン小売価格



(注) 左図はいずれも米国全体におけるシェア。輸出入、対内外証券投資は 2021 年。対内外直接投資は 2020 年、国際与信は 2021 年 9 月。

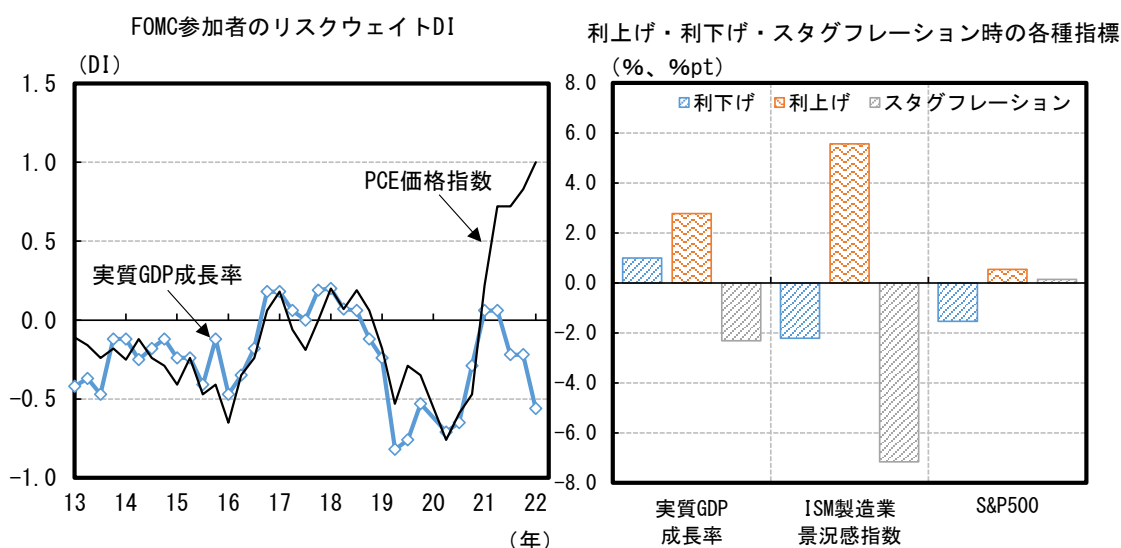
(出所) BIS、米財務省、Census、EIA、Haver Analytics より大和総研作成

そして、FRB のインフレ対策への前のめり感が第三の懸念材料である。FRB は 3 月 15・16 日の FOMC で、インフレ対策として、3 年 3 ヶ月ぶりに 0.25%pt の利上げを決定した。また、今回の FOMC で公表された FOMC 参加者による FF レートの見通し (ドットチャート) において、中央

値ベースで2022年は7回分、2023年は3.5回分の計10.5回分という、市場予想を上回る利上げペースが示された。前回の利上げ局面（2015年12月～）に比べて急ピッチな利上げペースが予想されており、景気の腰折れが懸念されるわけだが、FOMC参加者は予想期間内の成長率は潜在成長率を上回るとの楽観的な見方を有している。もっとも、FOMC参加者はインフレ対策を優先した結果の景気悪化は覚悟の上かもしれない。通常であればインフレ抑制と成長の促進の間にはトレードオフの関係があることはFOMC参加者も十分に理解しているだろう。それでもなお、楽観的な景気見通しを示したのは、複数の利上げの実施を正当化する上で堅調な景気という前提が必要だからとも考えられる。

そもそも、パウエル議長は、3月初旬までは「慎重に」利上げを進めていくと発言していた。では、突如として、何がFRBをインフレ対策の利上げへと駆り立てたのだろうか。それは、インフレ加速が長期化の様相を示す中で、FRBがビハインド・ザ・カーブ（後手に回る）に陥っているとの印象を与えたくないということが挙げられる。パウエル議長は3月FOMC後の記者会見で、FRBが後手に回った可能性を指摘された際に、サプライチェーンの混乱と強い需要のミスマッチによるインフレが発生することを知っていれば、早期に行動することが適切であったかもしれないと述べた。パウエル議長が記者会見で、「機敏に」対応することが必要と強調したのは、こうした後手に回ったことに対する反省があるといえる。加えて、FOMC参加者は景気の下振れリスクがある中で、インフレ加速が長期化するというスタグフレーションへの警戒を強めている。スタグフレーションは通常の利上げ・利下げ期と比べて、景気の落ち込みが大きいことから、リスク管理という観点からもFRBはインフレ加速に対処するものと考えられる。もっとも、利上げを進めていく中で、インフレは緩やかに収束していく一方、景気が急激に悪化した場合、FRBは景気の下支えに対しても「機敏に」対応するのだろうか。FRBがインフレ対策に固執するのであれば、景気悪化への対応が遅れる可能性があるだろう。

図表3 FOMC参加者のリスクウェイトDI、利上げ・利下げ・スタグフレーション時の各種指標



(注) 利上げ・利下げは直近20年が対象。スタグフレーションは1973年から1982年の景気後退期が対象。実質GDP成長率は前期比年率(%)、ISM製造業景況感指数は当該月の数値から50を差し引いた数値(%pt)、S&P500は前月比(%)。いずれも対象期間の平均値。

(出所) FRB、BEA、ISM、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

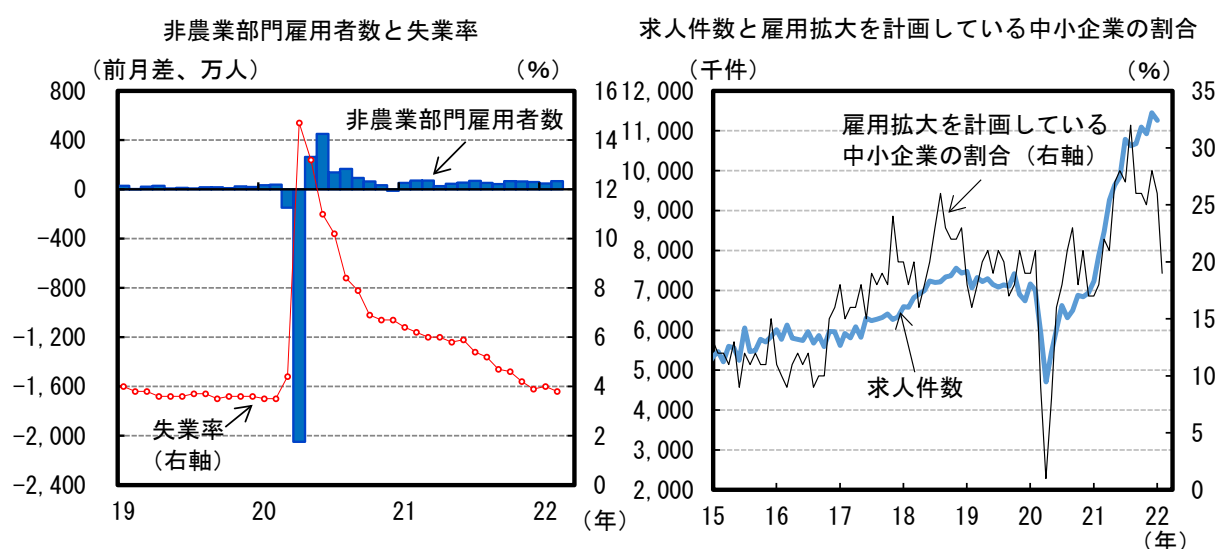
労働供給は引き続き拡大も、労働需要はピークアウトの兆し²

2022年2月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+67.8万人となり、市場予想（Bloomberg調査：同+42.3万人）を大きく上回るポジティブなものとなった。また、1月に上昇した失業率についても、2月は3.8%と低下し、市場予想（Bloomberg調査：3.9%）を下回った（改善）ことから、安心感を与える結果であったといえる。新型コロナウイルスの感染状況の改善が雇用環境の回復を推し進めたと考えられる。

雇用環境の先行きについては、感染状況が落ち着く中で引き続き回復していくことが見込まれる。米国の1日当たり新規感染者数（7日移動平均）は3月半ば時点で約3万人と2021年7月以来の低水準にある。新規失業保険申請件数を見ても、2月末以降は週当たり21-22万人台と低位安定的に推移している。

他方、労働需要に関しては、企業マインドを見るとピークアウトの兆しが見受けられる。1月の求人件数は1,126.3万件と極めて高い水準にあるが、求人件数と連動性の高いNFIB（全米独立企業連盟）雇用報告の「雇用拡大を計画している中小企業の割合」は足下で低下傾向にある。また、ISM非製造業景況感指数の内訳である雇用指数は2月に48.5%と好不調の目安である50.0%を下回った。3月2日にFRBが公表した地区連銀経済報告（ページブック）においても、賃金上昇に対応できない企業が出始めていることが指摘されているように、コスト高が企業の採用意欲の重石となりつつあるといえる。こうした中、ウクライナ危機を契機としたエネルギー価格の上昇や、サプライチェーンの混乱の激化によって、企業のコスト負担は増す一方であり、労働需要に関しては先行き伸びにくくなるリスクがある。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と雇用拡大を計画している中小企業の割合



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

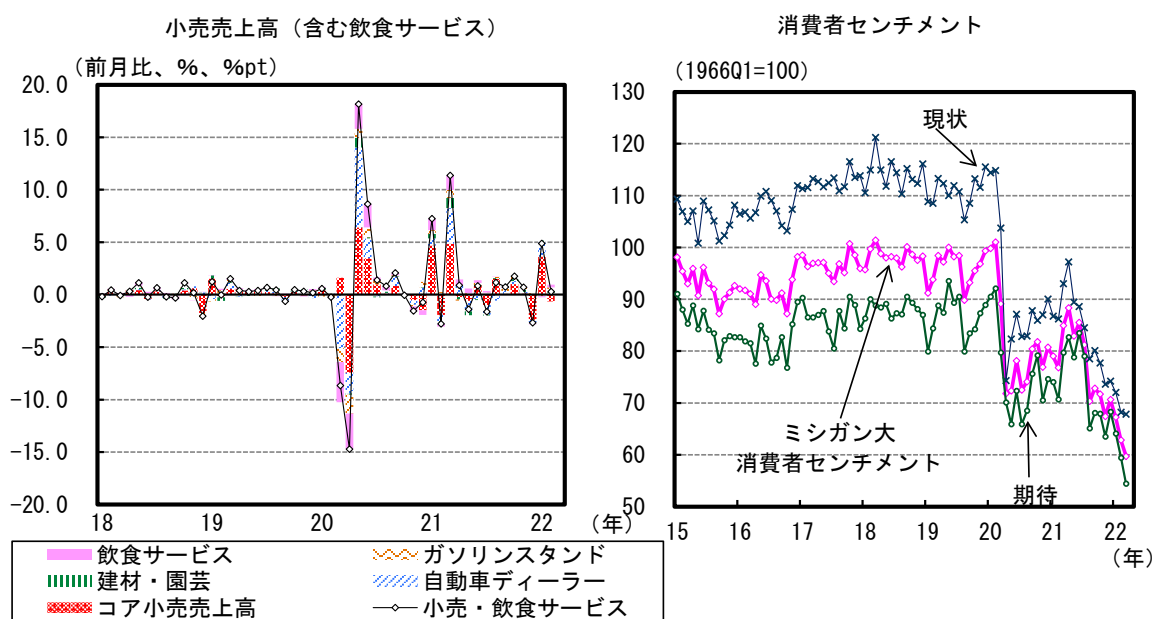
² 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「雇用者数は前月差+67.8万人と予想を大きく上回る」(2022年3月7日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220307_022891.html

小売売上高はますますも、消費者マインドはさらに悪化

個人消費の動向を確認すると、2022年2月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.3%、と減速し、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▲1.2%とマイナスに転じた。2月は冴えない結果に映るが、1月の大幅増から大きな反動が見られなかったことを踏まえれば、ますますの結果であったともいえる。また、内訳を見ると、飲食サービス(同+2.5%)、衣服・宝飾品(同+1.1%)など、新型コロナウイルスの感染状況の改善を反映した点はポジティブな側面といえる。もっとも、エネルギー価格の上昇によるガソリンスタンド(同+5.3%)や在庫不足によって価格が高水準にある自動車・同部品(同+0.8%)といったインフレ加速の影響も大きく、実質小売売上高は同▲0.5%と2ヵ月ぶりに減少した。

消費者マインドに関しては、3月も引き続き悪化した。2022年3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▲3.1ptの59.7となった。50台まで低下したのは、欧州債務危機でマインドが悪化した2011年8・9月や、リーマン・ショック後の2009年3月など経済・金融危機以来である。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲0.4pt)は小幅な悪化に留まったものの、期待指数(同▲5.0pt)は大きく低下した。ウクライナ危機を契機としたエネルギー価格の上昇に伴う実質所得の減少が消費者マインドを悪化させたといえる。ミシガン大学によれば、家計の財務状況が今後1年間で悪化するとの予想が1940年代半ばの調査開始以来最も大きな割合だったと指摘されている。新型コロナウイルスの感染状況が改善したことによってサプライチェーンの混乱が緩和するとの期待もあったが、ウクライナ危機によってインフレ加速は長期化の様相を呈しており、実質所得の増加期待の高まりを通じた、消費者マインドの改善には時間を要することが想定される。

図表5 小売売上高(含む飲食サービス)、消費者センチメント



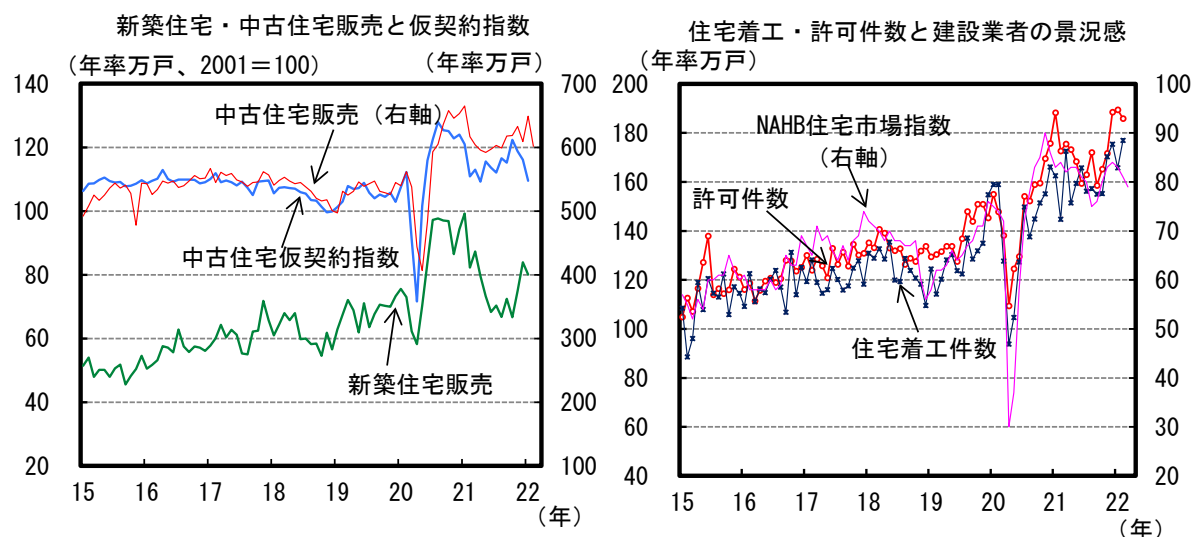
(出所) Census、ロイター／ミシガン大、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場は利上げによって徐々に冷却化

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）に関しては、2022年2月は前月比▲7.2%とマイナスに転じ、水準も602万戸と2021年8月以来の低水準となった。前月が大幅なプラスとなったことからの反動減という側面もあると考えられるが、全米リアルター協会が指摘するように、在庫不足による価格上昇と利上げを織り込む形で上昇した住宅ローン金利等の影響によって、需要に陰りが見えている可能性もある。中古住宅の在庫率は1.7ヵ月と極めて低水準にあり、住宅価格の上昇圧力は強い。また、米30年固定住宅ローン金利は2019年5月以来となる4%台まで上昇しており、人々にとって住宅購入のハードルは高まっている。

続いて、住宅供給に目を向けると、2022年2月の新築住宅着工は前月比+6.8%と、4ヵ月ぶりに減少した前月から再び増加に転じた。新型コロナウイルスの感染状況の改善が住宅建設を推し進めたといえる。他方で、先行指標である建設許可は同▲1.9%と5ヵ月ぶりにマイナスに転じた。許可後未着工件数が過去最多まで積み上がっていることが住宅着工を当面は押し上げる要因となるが、建設業者のマインドを表すNAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数が、2022年3月分は前月差▲2ptの79と3ヵ月連続で悪化していることを踏まえれば、住宅建設も調整局面を迎えつつある可能性があるだろう。NAHBはサプライチェーンの混乱に伴う建設費の増加に加え、利上げによる市中金利の上昇が建設業者のマインドを悪化させていると指摘している。ウクライナ危機に解決の糸口が見えず、サプライチェーンの混乱が長引き得ることに加え、今後も着々と利上げが進んでいくことを踏まえれば、建設業者のマインドは改善しづらく、住宅建設も徐々に冷却していくことが想定される。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指数、住宅着工・許可件数と建設業者の景況感



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

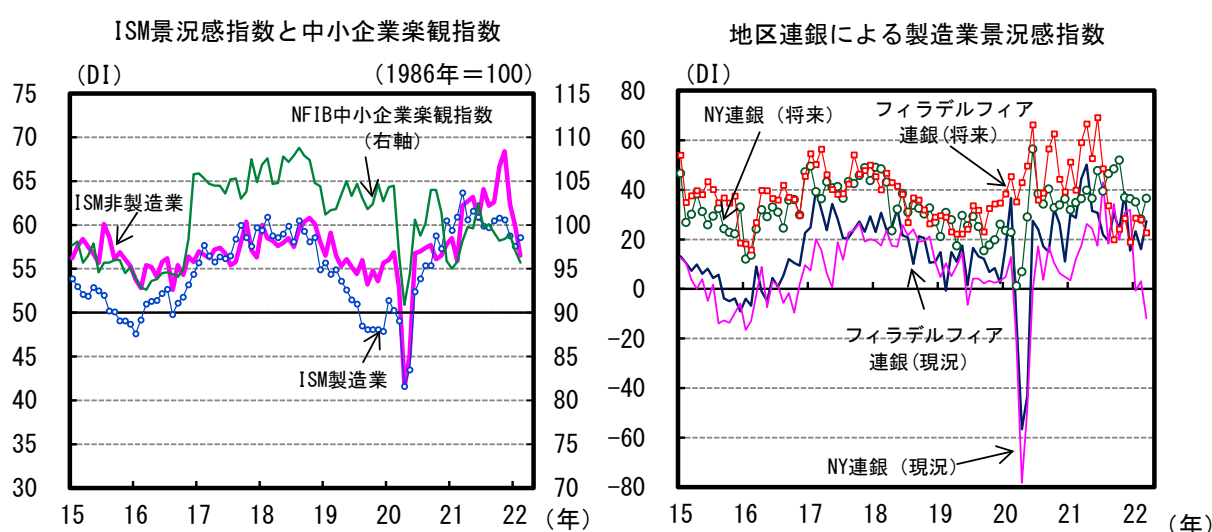
感染状況は改善も企業マインドは総じて悪化傾向

2022年2月のISM景況感指数に関して、製造業は前月差+1.0%ptの58.6%と4ヵ月ぶりに改善した一方、非製造業は同▲3.4%ptの56.5%と3ヵ月連続で悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては雇用指数以外の項目（新規受注指数、生産指数、入荷遅延指数、在庫指数）が上昇し、非製造業に関しては入荷遅延指数以外の項目（事業活動指数、新規受注指数、雇用指数）が低下した。コメントを見ると、製造業に関してはサプライチェーンの混乱を引き続き懸念する一方で、需要の堅調さを指摘する声が多い。非製造業に関しては、労働力・原材料不足に伴うコスト圧力の高まりへの懸念が強い。

中小企業マインドに関して、2022年2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95.7と2ヵ月連続で悪化した。内訳項目を見ると、利用可能な労働力が限定されている中で、新規雇用創出が大幅に悪化した。また、実質販売の増加に対する期待が大きく落ち込んでおり、コスト上昇圧力の高まりに伴う収益性の悪化を不安視しているといえる。NFIBは中小企業は値上げを進めているが、サプライチェーンの混乱と人手不足が収益と売上を低下させ得るとの見解を示している。

2022年3月中旬までの動向を含む各地区連銀製造業景況感指数（現況指数）を見ると、NY連銀は前月差▲14.9ptと落ち込んだ一方、フィラデルフィア連銀は同+11.4%と上昇した。他方、期待指数に関しては、NY連銀が同+8.4ptと改善した一方、フィラデルフィア連銀は同▲5.4ptと悪化した。各指標でまちまちな結果となったわけだが、均してみれば横ばい或いは緩やかな低下傾向にある。新型コロナウイルスの感染状況の改善によって、本来であれば企業マインドは徐々に回復へと転じて良いわけだが、ウクライナ危機によるエネルギー価格の上昇やサプライチェーンの混乱に拍車がかかり、企業マインドは改善の目途が立っていないといえる。

図表7 ISM景況感指数とNFIB中小企業楽観指数、地区連銀による製造業景況感指数



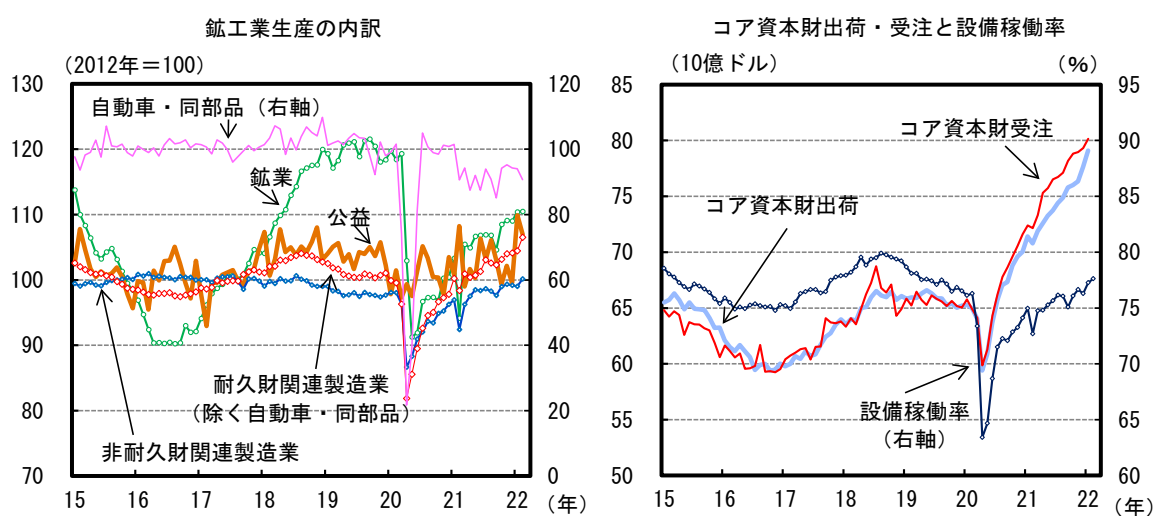
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analytics より大和総研作成

鉱工業生産指数は堅調さを維持

企業の実体面に関して、2022年2月の鉱工業生産指数は前月比+0.5%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.5%)通りとなった。内訳を見ると、前月に寒波の影響で大幅に上昇した公益(同▲2.7%)が反動減となったこと、鉱業(同+0.1%)が減速したことが全体を押し下げたが、製造業(同+1.2%)が大幅に加速したことで全体を押し上げた。製造業の内訳を見ると、耐久財(同+1.3%)、非耐久財(同+1.1%)といずれも堅調な結果となった。耐久財に関しては、新型コロナウイルスのワクチン接種義務化に反対するデモ隊が2月上旬から中旬にかけて米カナダの国境付近で通行を遮断したことで、自動車工場などの操業が停止され、自動車・同部品(同▲3.5%)が大幅に悪化した。他方、非金属鉱物(同+3.5%)やその他輸送用機器(同+3.2%)、木製品(同+2.6%)、家具・家事用品(同+2.5%)、一次金属(同+2.1%)、金属製品(同+2.1%)などがけん引役となった。非耐久財に関しては、衣服・革製品(同+3.0%)や石油・石炭製品(同+2.3%)、印刷(同+1.7%)など前月に落ち込んだ業種が増産に転じたことで全体を押し上げた。

設備投資関連の指標について、機械投資の一致指標であるコア資本財出荷は2022年1月に前月比+1.9%、先行指標であるコア受注は同+1.0%となった。受注、出荷ともに加速する良好な結果となった。2022年2月の設備稼働率は前月差+0.3%ptの77.6%と2019年3月以来の高水準となり、設備の稼働状況のひっ迫感は強まっている。設備投資の必要性は高いと考えられるが、コスト圧力の高まりが設備投資意欲を抑制し得ることが短期的な懸念材料である。また、3月のFOMCで利上げフェーズへと移行し、各種金利は上昇している。実質金利がマイナス域で推移していることから設備投資を急速に冷やすことは想定しにくい、利上げが進み実質金利が上昇していけば設備投資は徐々に抑制されていくことが想定される。

図表8 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

足下の経済統計を踏まえ、2022年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と10-12月期から減速すると見込む。しかし、ヘッドラインが伸び悩むのは民間在庫による押し下げが見込まれることが主因であり、国内最終需要は小幅に加速すると見込む。新型コロナウイルスの感染状況の改善や気温が暖かくなることを反映し、サービス消費を中心に回復が進み、4-6月期の実質GDP成長率は同+3.6%と再び加速すると見込む。他方で、利上げの効果がタイムラグを伴って消費や投資を抑制し、7-9月期以降は緩やかに減速していくことが想定される。

米国経済は複数の下振れリスクに直面している。ウクライナ危機を契機としたエネルギー価格の上昇やサプライチェーンの混乱によって、インフレ加速は長期化の様相を呈している。インフレ加速の長期化によって家計の実質所得が一層目減りし、個人消費を下押しする可能性がある。また、ウクライナ危機の深刻化によって、金融・株式市場が混乱すれば、逆資産効果によって個人消費を押し下げるリスクもある。テールリスクではあるが、米中対立が激化し、バイデン政権が対中制裁へと踏み切れば、現在発動している対ロ制裁に比べて、米国経済への悪影響も大きくなることが想定される。そして、3月のFOMCで利上げを決定したFRBは、急ピッチでの利上げを想定している。FRBは、インフレ対策に後手に回ったとの印象を与えたくないことや、リスク管理上スタグフレーションを抑制する必要があることなどから、実際に景気が悪化してもインフレ対策を優先する可能性がある。それぞれのリスクが単発で発現した場合には、米国経済はそのショックを吸収できるかもしれないが、こうした複数のリスクが絡み合いながら景気を悪化させていく恐れがある点が最大の懸念点といえるだろう。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2021				2022				2023				2020	2021	2022	2023
	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	6.3	6.7	2.3	7.0	1.5	3.6	3.0	2.4	2.0	1.8	1.7	1.4				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.6	4.3	3.6	3.7	2.6	2.7	2.3	2.0	1.7	-3.4	5.7	3.6	2.2
個人消費	11.4	12.0	2.0	3.1	1.8	4.5	3.5	3.0	2.5	2.0	1.7	1.5	-3.8	7.9	3.5	2.6
設備投資	12.9	9.2	1.7	3.1	6.9	5.9	4.5	3.6	3.0	2.6	2.3	2.1	-5.3	7.4	5.0	3.2
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	1.0	4.8	4.0	2.7	2.1	1.7	1.1	0.7	0.2	6.8	9.1	0.8	1.7
輸出	-2.9	7.6	-5.3	23.6	6.0	3.8	3.4	3.2	3.0	2.9	2.7	2.6	-13.6	4.6	6.7	3.0
輸入	9.3	7.1	4.7	17.6	8.4	4.1	3.1	2.9	2.7	2.6	2.5	2.3	-8.9	14.0	7.6	2.8
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-0.5	0.8	2.3	2.4	2.4	2.5	2.4	2.3	2.5	0.5	-0.1	2.3
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	2.0	2.2	4.1	3.4	3.0	2.5	2.1	1.9	1.7	-2.5	6.6	3.0	2.6
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	3.0	2.8	4.7	3.6	3.1	2.5	2.1	1.8	1.5	-3.6	7.9	3.6	2.7
鉱工業生産	4.0	6.5	3.4	3.7	7.3	5.6	4.4	3.8	3.0	2.5	2.3	2.0	-7.2	5.6	5.0	3.2
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	8.3	7.6	3.8	2.2	2.1	2.8	2.3	1.7	1.2	4.7	6.9	2.8
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.4	3.5	3.5	3.4	3.4	3.4	8.1	5.4	3.6	3.4
貿易収支(10億ドル)	-204	-205	-223	-229	-255	-250	-247	-244	-243	-241	-240	-238	-677	-861	-996	-962
経常収支(10億ドル)	-189	-198	-215	-219	-244	-237	-232	-227	-224	-220	-216	-213	-616	-822	-940	-874
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.00	1.50	2.00	2.25	2.50	2.75	2.75	0.25	0.25	2.00	2.75
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.39	1.84	1.99	2.14	2.29	2.44	2.59	2.66	0.40	0.27	1.84	2.50
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.89	2.09	2.22	2.33	2.45	2.58	2.70	2.76	0.89	1.44	2.13	2.62

(注1) 網掛けは予想値。2022年3月21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