

2022年9月21日 全10頁

米国経済見通し 金融政策は再び暗中模索へ

FRBはタカ派化を継続するも、景気悪化は極力避けたい

ニューヨークリサーチセンター 主任研究員 矢作 大祐

[要約]

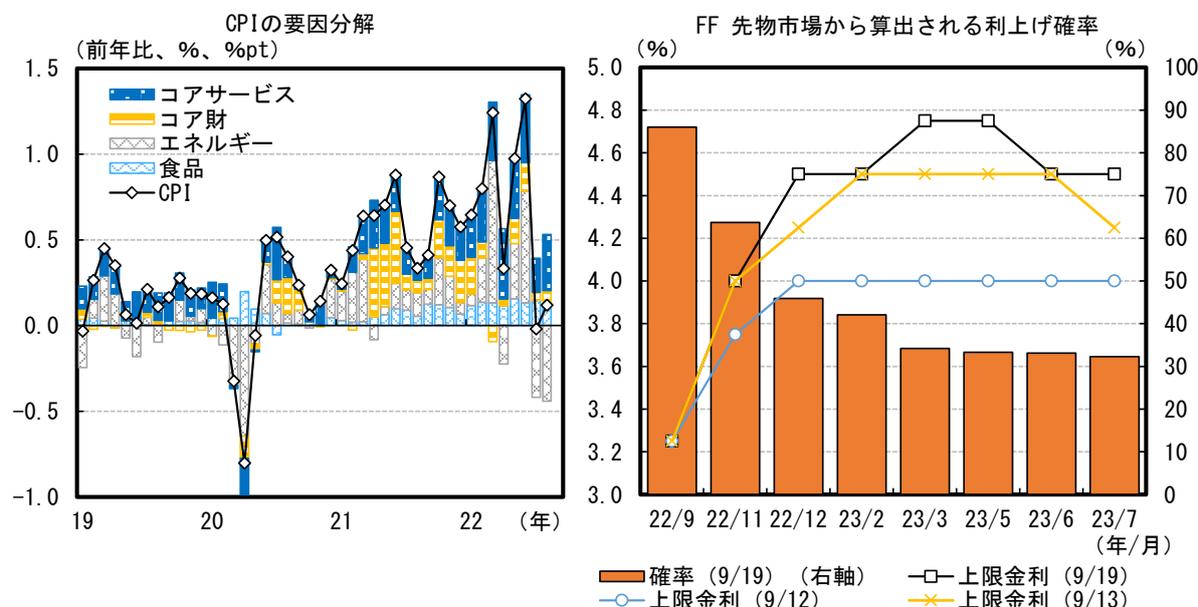
- 8月のCPIが市場予想を上回ったことで、市場ではインフレが高止まりするのではないかとの懸念が再び強まった。結果、市場は利上げの最終到達点（ターミナルレート）が引き上げられ、利上げ期間も長期化するとの予想を強めた。つまり、市場は金融政策の先行きを再検討し始めたといえる。FRBにとってはインフレの高止まりを防ぐために金融環境を引き締める必要があることから、市場がインフレの高止まりに警戒感を強めたことは好都合とも捉えられる。
- 他方で、市場が金融政策の先行きを再検討し始めたことは、FRBが直面する厄介事も増える。足下ではインフレが減速していく兆候も見られることから、利上げペースの緩和を検討し始めるには適したタイミングである。しかし、FRBは金融環境を引き締め続けるために、市場よりもタカ派的な姿勢を維持する必要があると、利上げペースの緩和といったハト派シグナルは出しにくい。結果的に政策変更が遅延する可能性があるだろう。
- 金融引き締めが続く中で、金融環境が急激にタイト化し、個人消費への逆資産効果を通じて景気を下押しする恐れがある。FRBはインフレ抑制に向けて、景気悪化を招くことも辞さないとの姿勢を示しているが、実際に景気悪化に直面すればFOMC参加者の中でも意見が分かれる可能性は残る。FRBが一枚岩であることを維持できなければ、市場は金融政策運営に対してさらに疑心暗鬼になり、金融環境は一層ストレスを増すことになりかねない。
- 市場の懸念を解決できるのは結局のところはFRBしかない。9月のFOMCで公表予定のドットチャートやSEP（FOMC参加者による経済見通し）を活用しながら、景気・金融政策の見通しを明確に示せるかが米国経済の先行きを考える上での最大のポイントといえる。

8月のCPIの上振れによって、市場は金融引き締め長期化を予想

7月(8月10日公表)のCPIが減速し、インフレが減速していくとの期待が高まった一方で、8月(9月13日公表)は市場予想を上回るネガティブ・サプライズとなった。ヘッドライン(前月比+0.1%(市場予想:同▲0.1%)、前年比+8.3%(市場予想:同+8.1%))はエネルギー価格が押し下げたことで減速したが、コアCPI(前月比+0.6%(市場予想:同+0.3%)、前年比+6.3%(市場予想:同+6.1%))が加速し、全体を押し上げた。

コアCPIの内訳を見ると、コア財(前月比+0.5%)、コアサービス(同+0.6%)ともに伸び幅が拡大した。コア財に関しては、個人消費が財からサービスへと移行し、需要が抑制されるとともに、サプライチェーンの混乱に改善が見られる中で、上昇したことは意外性を伴う結果であった。ただし、コア財の加速は、半導体不足によって在庫の積み上げが遅れていた自動車関連品目による押し上げという側面が強い。自動車小売の在庫は依然として低水準であったことから自動車関連品目は上振れしやすい状況にあったといえる。コアサービスに関しては、ほとんどの主要品目の伸びが加速した。中でも、ウェイトの大きい家賃による押し上げが大きい。足下の住宅市場の調整により、住宅価格は減速或いは低下しているが、CPIの内訳の家賃は住宅価格に遅行する傾向がある。市場は自動車関連の供給不足や家賃の遅行性について、楽観的に捉えていたことから、結果的にネガティブ・サプライズが生じたといえる。また、前年比ベースについては、2021年7-9月の伸びが抑制されていたことで、2022年7-9月期の伸び幅が大きくなりやすかった点も市場の期待を裏切る結果をもたらす要因の1つとなった。

図表1 CPIの要因分解、FF先物市場から算出される利上げ確率



8月のCPIの結果を受け、市場はFRBがさらなる金融引き締めに進むとの観測を強めた。8月のCPI公表前(9月12日)のFF金利予想値(CMEによる最も高確率な水準、以下同)は、11月が3.75%、12月が4.00%と上昇した後、2023年上半期は横ばい圏で推移するというもの

であった。しかし、CPI 公表後（9月13日）のFF金利予想値は11月が4.00%、12月が4.25%、2023年2月が4.50%へと水準が切り上がり、利上げ期間も延長されるとの見方が強まった。足下（9月19日）はさらにタカ派化し、ターミナルレート（利上げサイクルの最終到達点）は2023年3月に4.75%まで上昇すると見立てになっている。もっとも、市場予想におけるFF金利の道筋は上振れしたとはいえ、その予想は確信に満ちているわけではない。上記に示した最も高確率な金利水準においても、2023年3月以降は3割強と予想がばらついている。つまり、7月のCPIの減速後に市場予想が収斂し始めていたFF金利のターミナルレートに関して、8月のCPIの結果を受けて市場は金融政策の先行きを再検討し始めたといえる。

金融政策運営における、1つの好都合と2つの厄介事

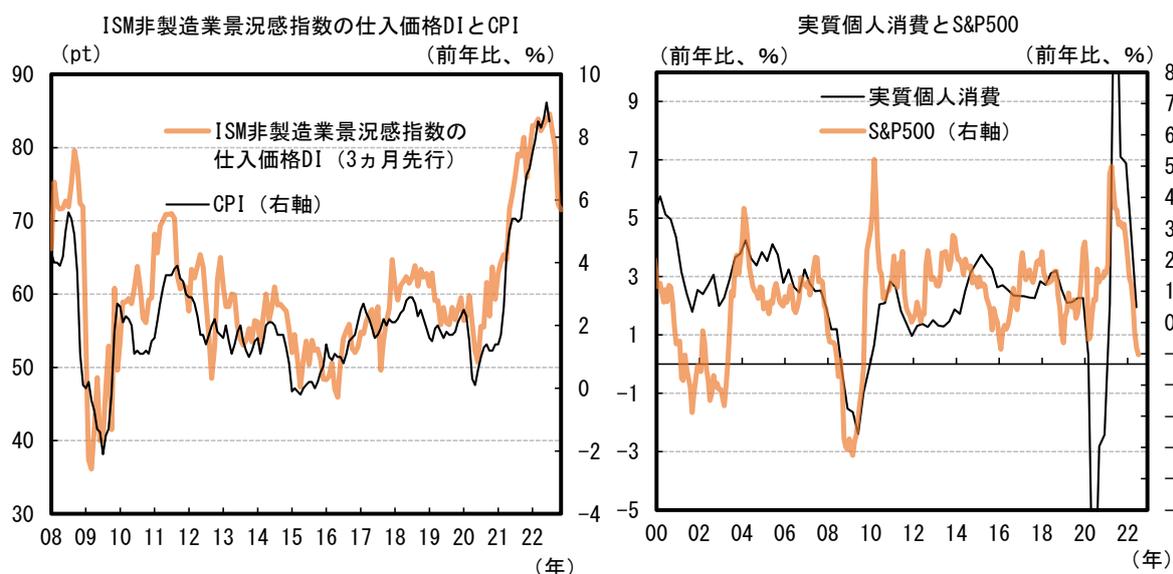
金融引き締めに関する市場の再検討が始まったことは、FRBが高インフレへの対応を進める上で好都合となる一面もある。そもそもFRBは、インフレが高止まりするリスクがある中で、タイトな金融環境を維持することで景気を減速させる必要がある。しかし、7月のCPI（8月10日公表）が減速感を示すとともに、8月の雇用統計（9月2日公表）が堅調だったことで、株式市場を中心に先行きに対する楽観姿勢が強まっていた。結果、8月半ば以降は金融調査庁（OFR）が公表する金融ストレスインデックスも上昇（悪化）から低下（改善）に転じ、市場のストレスは和らぎ、金融環境は全体的に緩和的な方向へと向かっていた。8月のCPIを契機に、高インフレに対する市場の警戒感が強まったことは、FRBが市場の楽観姿勢を是正する手間を省くことになったとも解釈できる。

しかし、8月のCPIの結果はFRBにとって2つの厄介事をもたらすだろう。1つは、FRBが金融引き締めペースを遅らせ、停止するためのハードルが上がり得ることが挙げられる。7月のFOMCの議事録の中で、「金融政策運営のスタンスがさらに引き締まっていく中で、累積的な政策調整が経済・物価に与える影響を考慮しながら、政策金利のペースを緩めることが、どこかの時点で適切となる可能性が高い」ことが示された。インフレの各種指標を見ても、PPIや輸入物価は引き続き減速しており、企業マインドにおいても仕入価格DIの低下傾向が見られる。自動車価格に関しても、半導体不足が徐々に解消することで自動車小売の在庫が増え、徐々に減速してくることが想定される。また、家賃も遅行性があるとはいえ、住宅価格にあわせて遅かれ早かれ低下していくことが見込まれる。つまり、9月のFOMC以降は、利上げペースの緩和を議論する適切なフェーズとなる。しかし、市場でターミナルレートの再検討が始まったことで、FRBは市場よりもタカ派的な姿勢を継続しなければ、タイトな金融環境は維持しにくい。利上げペースの緩和は、市場がハト派的と認識しやすいことから、FRBとしても打ち出す内容・時期について慎重を期すことになり、結果として政策変更やその検討が遅延する可能性があるだろう。

もう1つの厄介事は、景気後退リスクを高め、金融引き締めの難易度を高め得ることが挙げられる。8月のCPI公表時に見られたように、そもそも市場はインフレ動向によって一喜一憂しやすい。加えて、9月からはバランスシートの縮小（QT）のペースが加速したことから、市場の流動性がタイト化しやすい。そして、8月のCPIの結果を受け、FRBがタカ派的な姿勢を継続す

る可能性があることは前述の通りである。つまり、インフレや金融政策を巡って市場を取り巻く不確実性が大きく、金利や株価などのボラティリティが上昇し、金融環境が急激にタイト化する恐れがある。実際に株式市場もさらなる金融引き締めによる身構え、主要株価指数は8月のCPI公表以降冴えない動きが続いている。こうした中で懸念されるのは、株価下落等によって米国経済の屋台骨である個人消費が下振れする、つまりは逆資産効果であろう。

図表2 ISM非製造業景況感指数の仕入価格DIとCPI、実質個人消費とS&P500



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

パウエルFRB議長を中心にFOMC参加者の多くは、インフレ抑制に向けて景気悪化を招くことも辞さない覚悟を示している。しかし、実際に景気後退に直面した場合にFRBが金融引き締めを継続できるかは不透明である。1980年代初頭にインフレファイターとして金融引き締めを先導したボルカーFRB議長(当時)は、回顧録の中で景気後退期に突入しそうな1979年に、利上げの是非をFOMCで投票した際に表決が割れたことで、市場に対してFRBが毅然とした態度を示すことができなかつたと記載している。また、1980年に導入した信用供与規制等によって急激に金融環境がタイト化し、景気後退が近づいたことから一時的に利下げに転じざるを得なくなり、インフレ抑制が遅れたことも指摘している。つまり、積極的な金融引き締め策を通じてインフレを封じ込めた1980年代初頭においても、景気後退に直面した際には、FOMC参加者が一枚岩であることは困難であり、金融政策運営の継続性を確保することが難しかったことを示している。そして、FRBが継続性を保てなければ、市場は金融政策に対してさらに疑心暗鬼になり、金融環境は一層ストレスを増すことになりかねない。

景気・インフレの行く末がFRBのスタンス次第との様相を強める中で、9月20・21日のFOMCは先行きの金融政策の手掛かりを探る場となる。米国経済の先行きを巡って、公表が予定されるFOMC参加者のFF金利見通し(ドットチャート)や経済見通し(SEP)を通じて、タカ派化の最高到達地点(FF金利の予想最大値)や景気悪化の許容範囲(実質GDP成長率の予想最低値)を確認することが当面の最優先事項となる。

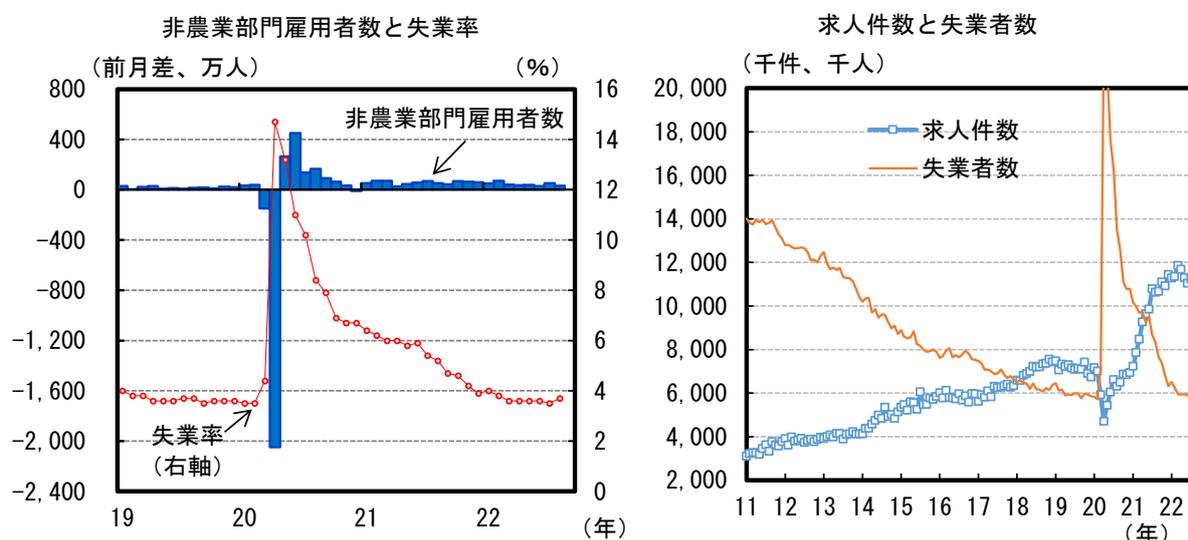
雇用環境は堅調さを維持し、先行きも大崩れはしにくい¹

2022年8月の雇用統計では、非農業部門雇用者数が前月差+31.5万人と、市場予想を上回る結果となり、雇用環境は堅調さを維持した。失業率は同+0.2%ptの3.7%と市場予想を上回った（悪化）が、押し上げの主因は非労働力人口の減少（労働市場への参入増）であり、労働需給がタイトな中でポジティブな結果といえる。また、最大の懸念材料であるインフレ加速に関して、賃金上昇率が前月比で減速した点はポジティブな結果といえる。労働参加の増加が今後も続けば、賃金上昇圧力、ひいてはインフレ圧力が徐々に和らいでいくことが期待される。

他方で、非自発的パートタイム就業者や解雇による失業者の増加といった雇用環境の悪化に関する兆候も見られる。こうした中で、足下の雇用環境について新規失業保険申請件数を確認すると、直近値（9/4-9/10）は21.3万件の増加となった。失業保険申請件数は8月半ば以降に減速傾向を示しつつあることから、雇用環境は堅調さを維持しているといえる。

雇用環境の先行きに関して、労働需要に注目すると、7月の求人件数が前月差+19.9万件と増加し、水準は1,124万件と失業者数を大きく上回っている。過去を踏まえれば、求人件数が落ち込んだ後に、失業者数の増加や雇用者数の減少といった雇用環境の大幅な悪化が起きることが多い。とはいえ、求人件数が失業者数の2倍弱の水準である現状から考えると、たとえ求人件数が減少したとしても、当面の間失業者数が急増するような事態は想定しがたいだろう。

図表3 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と失業者数



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

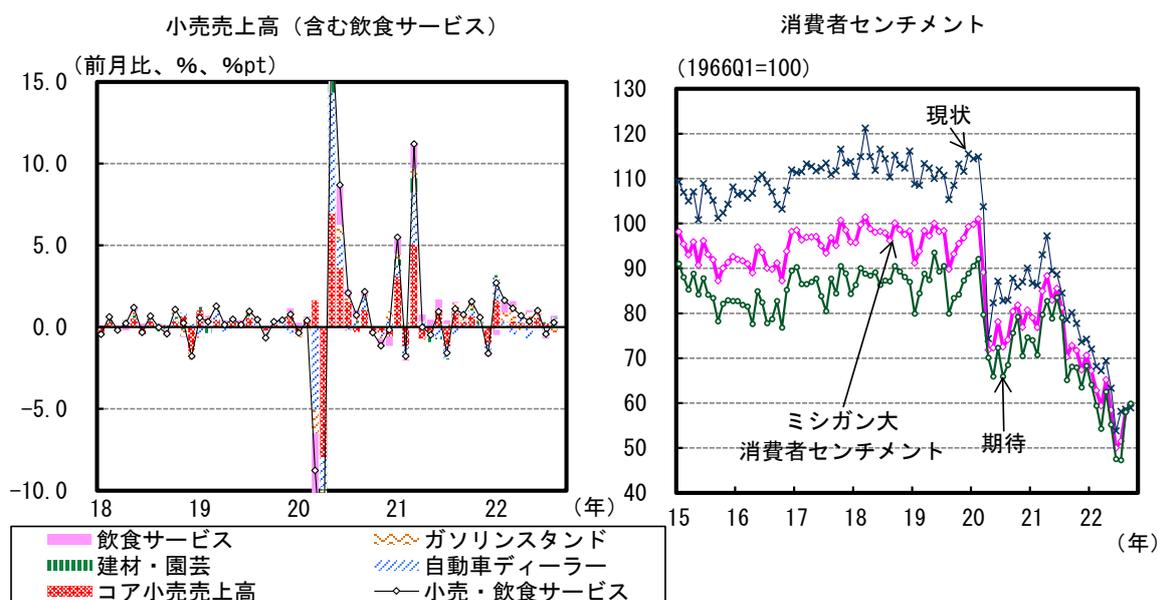
¹ 大和総研 ニューヨークリサーチセンター 矢作大祐「非農業部門雇用者数は前月差+31.5万人」(2022年9月5日) 参照 https://www.dir.co.jp/report/research/economics/usa/20220905_023255.html

小売売上高は名目・実質ともに増加に転じる

個人消費の動向を確認すると、2022年8月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.3%と増加に転じ、市場予想(Bloomberg調査:同+0.2%)を上回った。他方、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+0.0%と減速した。小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、ガソリン価格の下落によるガソリンスタンド(同▲4.2%)の減少、及び住宅市場の調整を背景とした家具・身の回り品(同▲1.3%)の減少が主な下押し要因である。他方で、サービス消費への移行が続く中で飲食サービス(同+1.1%)が増加し、新学期開始によるバック・トゥ・スクール関連でGMS(総合小売)(同+0.5%)、スポーツ用品・娯楽(同+0.5%)、衣服・宝飾品(同+0.4%)が堅調な結果となった。コア小売売上高に関する特殊要因としては、無店舗販売(同▲0.7%)が7月のアマゾン・プライムデーによる急増から反動減となった点であり、特殊要因を除けばまずまずの結果といえる。また、実質ベースの小売売上高が同+0.2%と4ヵ月ぶりにプラスに転じたことを踏まえれば、個人消費は底堅く推移していると考えられる。

続いて、消費者マインドを見ると、ロイター／ミシガン大消費者センチメント(速報値)は、9月が前月差+1.3ptと3ヵ月連続で改善した。しかし、水準は59.5と依然低いままである。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同+0.3pt)が横ばい圏で推移している一方で、期待指数(同+1.9pt)が改善した。ミシガン大学は、消費者マインドが改善を続けている一方で、その改善幅は小さく、景気の先行きの不確実性を示唆しているとコメントしている。また、期待インフレについても、短期・長期ともに低下したが、不確実性は高まっていることも併せて指摘している。景気・物価に関する不確実性が低下するまでは、消費者マインドの大幅な改善が期待しにくいことも認識しておくべきだろう。

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

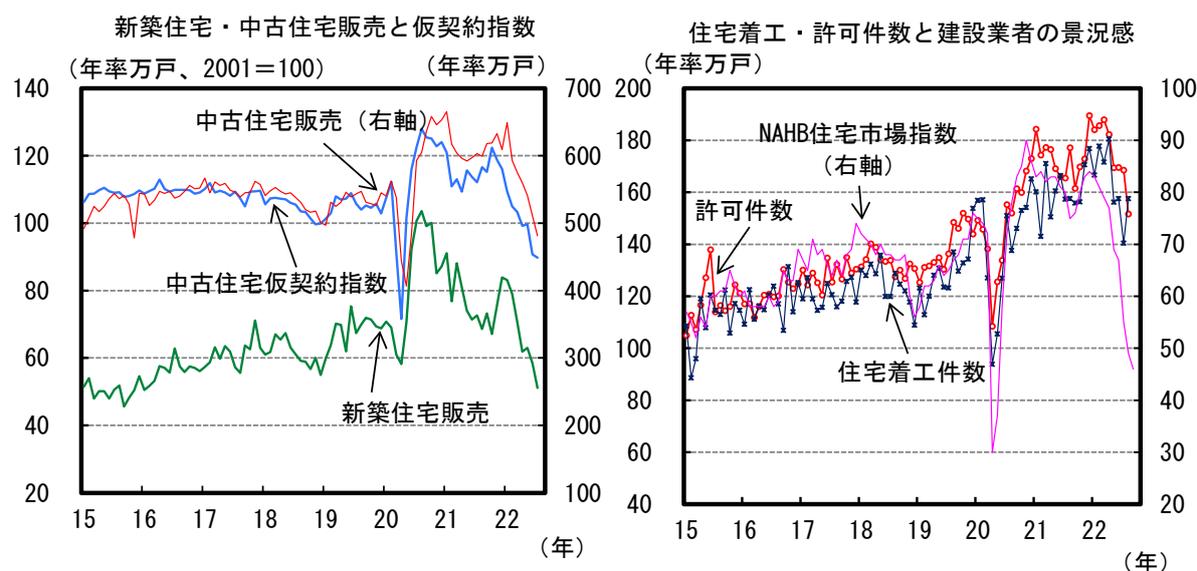
住宅市場は調整継続、建設業者のマインドはさらに悪化

住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（ condominium等含む）に関しては、2022年7月は前月比▲5.9%と6ヵ月連続で減少した。新築住宅販売（戸建）に関しては、2022年7月は同▲12.6%と2ヵ月連続で減少し、マイナス幅も拡大した。新築・中古住宅販売ともに急激に冷え込む状況が継続している。実勢の住宅価格は徐々に低下しつつあるが、依然として価格水準は高い。こうした中で、住宅ローン金利（30年固定）も2008年11月以来となる6%台まで上昇している。住宅購入をしたくとも、多くの人々は先延ばしせざるを得ない状況にあるといえる。

また、住宅供給に関しては、2022年8月の新築住宅着工は前月比+12.2%とプラスに転じたが、7月の大幅な減少からの反動増という側面が強い。先行指標である建設許可は同▲10.0%と2ヵ月連続かつ大幅なマイナスとなっており、住宅供給の見通しは明るくない。こうした中で、住宅建設業者のマインドに関しても、さらに悪化した。NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2022年9月分は前月差▲3ptと大幅かつ9ヵ月連続で悪化し、水準も46と2020年5月以来の低さとなった。NAHBは、住宅ローン金利が上昇する中で住宅需要が低下したことで、住宅不況が改善へと向かう兆しは見えないと指摘している。

住宅不況が続く中で、許可後未着工件数が高水準にあるように、建設業者も建設を積極的に進めていこうとする意識が低下している。ただし、住宅建設が増えなければ、住宅価格の落ち込みは緩やかなものとなるかもしれない。住宅価格の落ち込みが緩やかなものとなれば、インフレが落ち着くまでに時間がかかる。そして、FRBがインフレが落ち着くまで金融引き締めを続けるとすれば、住宅不況は長引く可能性が出てくることになるだろう。

図表5 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

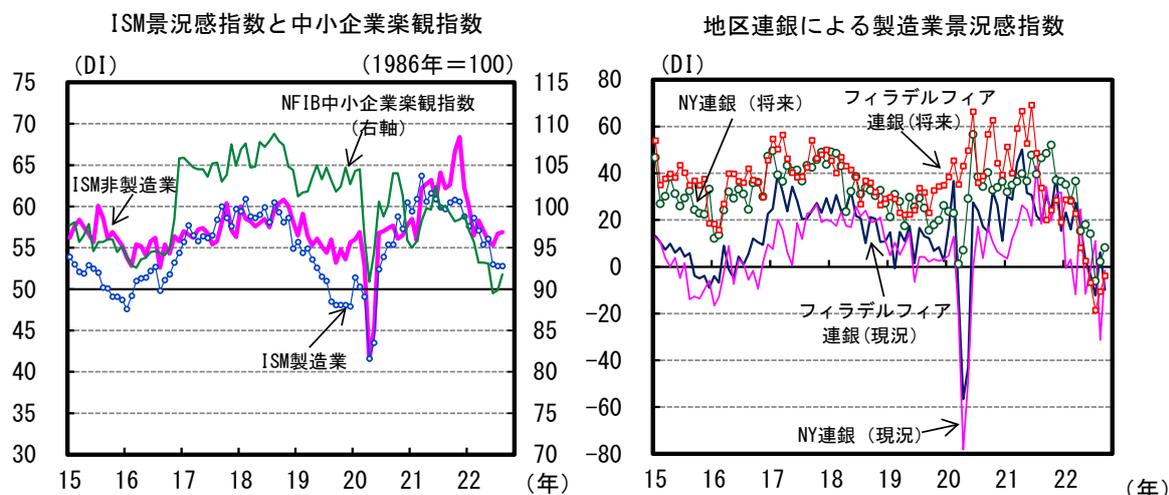
企業マインドは小康状態が継続

2022年8月のISM景況感指数に関して、製造業は前月から横ばいの52.8%、非製造業は前月差+0.2%ptの56.9%となった。構成項目を見ると、製造業に関しては新規受注指数、雇用指数が改善し、非製造業に関しては、事業活動指数、新規受注指数、雇用指数が改善した。製造業・非製造業ともに市場予想を上回るまざまざな結果となった。コメントを見ると、製造業・非製造業ともに、需要の根強さと輸送に関する混乱の緩和といったポジティブな声がある一方で、人手不足や半導体・材料不足などが引き続き懸念材料となっている。

中小企業マインドに関しては、2022年8月のNFIB(全米独立企業連盟)中小企業楽観指数は、前月差+1.9ptと2ヵ月連続で改善し、水準は91.8となった。内訳項目を見ると、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のマイナス幅が縮小した。数値は改善したものの、NFIBは中小企業を取り囲む困難な状況が継続していると指摘している。具体的には、中小企業が高インフレや労働力不足、サプライチェーンの混乱に直面していること、そして、先行きに関しても、FRBによる金融引き締めが需要を抑制し、最終的に高インフレが落ち着くまでには時間を要する可能性があることが挙げられている。

8月の企業マインドは数値で見れば、大幅な悪化は見られず、小康状態が継続しているといえる。2022年9月中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、NY連銀(現況指数)が前月差+29.8ptと大幅に改善した一方で、フィラデルフィア連銀(現況指数)は同▲16.1ptと悪化した。両指数の振れが大きいことを割り引いて考える必要があるものの、両指数は方向感が見えにくい結果が続いていることから、製造業の企業マインドは9月においても改善とも悪化ともいいにくい景気認識である。他方で、期待指数に関しては、NY連銀、フィラデルフィア連銀ともに2ヵ月連続で改善したことから、先行きに関しては悲観一色ではないことを示唆しているといえる。

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



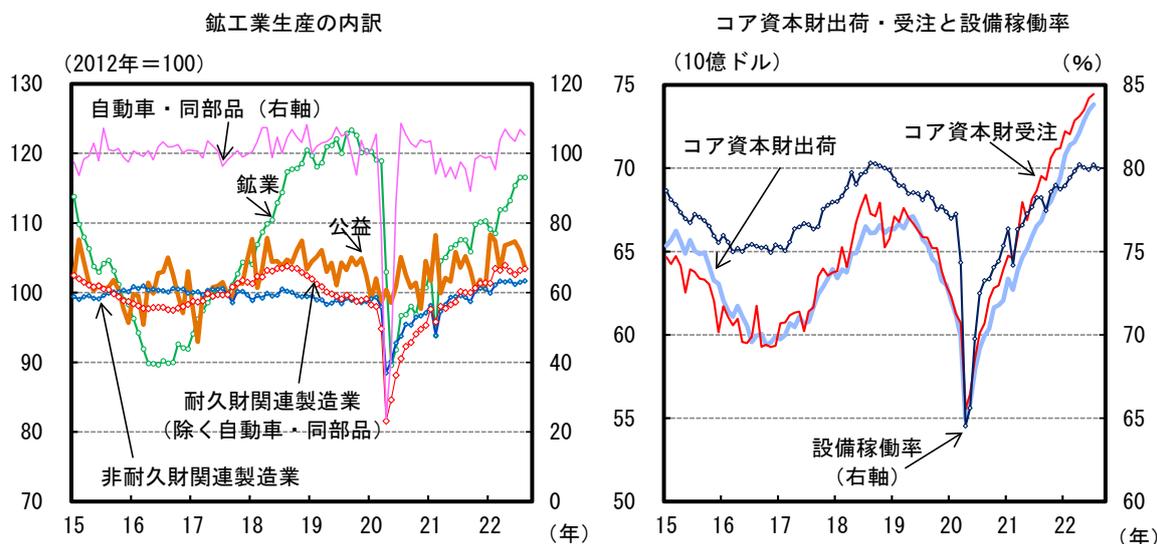
(出所) ISM、NY連銀、フィラデルフィア連銀、NFIB、Haver Analyticsより大和総研作成

8月の鉱工業生産はマイナスに転じる

企業の実体面に関して、2022年8月の鉱工業生産指数は前月比▲0.2%とマイナスに転じ、市場予想（Bloomberg 調査：同+0.1%）を下回った。内訳を見ると、製造業（同+0.1%）と鉱業（同+0.0%）が減速したことに加え、公益（同▲2.3%）がマイナス幅を拡大させたことで全体を押し下げた。製造業の内訳を見ると、耐久財（同+0.0%）、非耐久財（同+0.2%）ともに減速した。耐久財に関しては、前月に大幅増となった自動車・同部品（同▲1.4%）が再び減少したことや、住宅市場が調整する中で家具・家事用品（同▲2.1%）や木製品（同▲1.7%）が振るわなかった。他方で、その他輸送用機器（同+2.1%）やコンピューター・電子機器（同+1.3%）が堅調な結果となった。非耐久財に関しては、繊維・同製品（同▲1.2%）が足を引っ張ったものの、石油・石炭製品（同+3.5%）が全体を押し上げた。

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7月に前月比+0.5%、先行指標であるコア受注は同+0.3%といずれも減速しつつ増加した。8月の鉱工業生産がマイナスとなり、設備稼働率は前月差▲0.2%pt 低下の80.0%となったが、設備稼働率は依然として高水準にあり、ひっ迫感は強いことから、当面の設備投資の必要性は高いと考えられる。ただし、金融引き締めが継続する中で製造業を中心に改善とも悪化ともいいにくい景気認識となっており、設備投資が今後も持続的に増加するというような予想は立てにくい。サプライチェーンの混乱等の悪影響が緩和したことで7-9月期の設備投資は4-6月期に比べて増加すると見込むが、10-12月期以降の設備投資は伸び悩む可能性があるだろう。

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

足下までの経済指標を踏まえれば、7-9月期は住宅投資のマイナス幅が拡大することが想定される一方で、個人消費は底堅く推移し、設備投資は再びプラスに転じると見込む。4-6月期の下押し要因となった民間在庫もマイナス幅は縮小し、実質 GDP 成長率は前期比年率+1.5%とプラスに転じるとの予想を維持する。

他方で、米国経済を取り巻く不透明感は強まっている。8月のCPIが示したように、インフレの高止まりは最大の懸念材料であり、その結果としてFRBによるさらなる大幅な金融引き締めが必要となる可能性がある。インフレ抑制に向けて金融環境をタイトなままで維持するために、FRBはタカ派的なスタンスを維持せざるを得ない。他方、FRBは景気が悪化してもインフレ抑制を最優先するとのスタンスを示しているが、いざ景気悪化に直面すればその覚悟は揺らぎかねない。FRBの中での覚悟が揺らぎ、金融引き締めを緩めてしまえば、インフレの高止まりリスクが継続する可能性が出てくる。

市場において上述のような疑念が渦巻き、景気・金融政策の先行きに自信が持てない状況が続くと、資産価格の下落等による逆資産効果等をもたらし、自己実現的に景気を悪化させかねない。市場の疑念を解決できるのは結局のところはFRBしかなく、9月のFOMCで公表予定のドットチャートやSEPを活用しながら、景気・金融政策の見通しを明確に示せるかが米国経済の先行きを考える上で最大のポイントといえる。

図表8 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	前年比、%			
	前期比年率、%												前年比、%			
国内総生産	6.3	6.7	2.3	6.9	-1.6	-0.6	1.5	0.7	0.6	0.5	1.1	1.4				
〈前年同期比、%〉	0.5	12.2	4.9	5.5	3.5	1.7	1.5	0.0	0.6	0.8	0.7	0.9	-3.4	5.7	1.7	0.8
個人消費	11.4	12.0	2.0	2.5	1.8	1.5	1.3	1.1	1.0	0.9	1.2	1.5	-3.8	7.9	2.4	1.1
設備投資	12.9	9.2	1.7	2.9	10.0	0.0	3.0	2.4	1.8	0.9	1.6	2.0	-5.3	7.4	4.3	1.8
住宅投資	13.3	-11.7	-7.7	2.2	0.4	-16.2	-18.8	-15.5	-8.7	-4.3	-1.4	0.6	6.8	9.2	-7.8	-9.7
輸出	-2.9	7.6	-5.3	22.4	-4.8	17.6	5.2	3.8	2.3	2.2	2.5	2.7	-13.6	4.5	6.4	3.8
輸入	9.3	7.1	4.7	17.9	18.9	2.8	-2.7	2.0	1.6	1.5	2.0	2.4	-8.9	14.0	9.1	1.3
政府支出	4.2	-2.0	0.9	-2.6	-2.9	-1.8	2.7	1.7	1.2	1.3	1.4	1.4	2.5	0.5	-1.2	1.3
国内最終需要	10.4	8.0	1.3	1.7	2.0	-0.2	1.1	0.8	0.9	0.8	1.2	1.6	-2.5	6.5	1.6	0.9
民間最終需要	11.8	10.1	1.4	2.6	3.0	0.2	0.8	0.7	0.8	0.7	1.2	1.6	-3.6	7.9	2.2	0.8
鉱工業生産	3.1	6.5	3.5	4.8	4.7	5.3	1.8	2.1	1.6	1.2	1.6	2.0	-7.0	4.9	4.3	1.9
消費者物価指数	4.1	8.2	6.7	7.9	9.2	10.5	5.7	4.1	3.6	3.5	3.0	2.9	1.2	4.7	8.1	4.2
失業率(%)	6.2	5.9	5.1	4.2	3.8	3.6	3.6	3.8	3.9	3.9	3.8	3.8	8.1	5.4	3.7	3.9
貿易収支(10億ドル)	-197	-204	-219	-225	-283	-253	-214	-210	-206	-203	-201	-200	-654	-845	-960	-811
経常収支(10億ドル)	-189	-206	-226	-225	-291	-259	-219	-212	-207	-202	-199	-196	-620	-846	-982	-803
FFレート(%)	0.25	0.25	0.25	0.25	0.50	1.75	3.25	4.00	4.00	4.00	3.75	3.50	0.25	0.25	4.00	3.50
2年債利回り(%)	0.13	0.17	0.23	0.53	1.44	2.72	3.32	3.80	3.95	3.82	3.78	3.72	0.40	0.27	2.82	3.82
10年債利回り(%)	1.32	1.59	1.32	1.54	1.94	2.93	3.09	3.57	3.76	3.89	3.82	3.74	0.89	1.44	2.88	3.80

(注1) 網掛けは予想値。2022年9月19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