

2024年4月26日 全10頁

米国経済見通し 利下げ開始先送りの次の手は？

様子見をしつつ、要すれば引き締めサプライズを演出

経済調査部 主任研究員 矢作 大祐
ニューヨークリサーチセンター 研究員 藤原 翼

[要約]

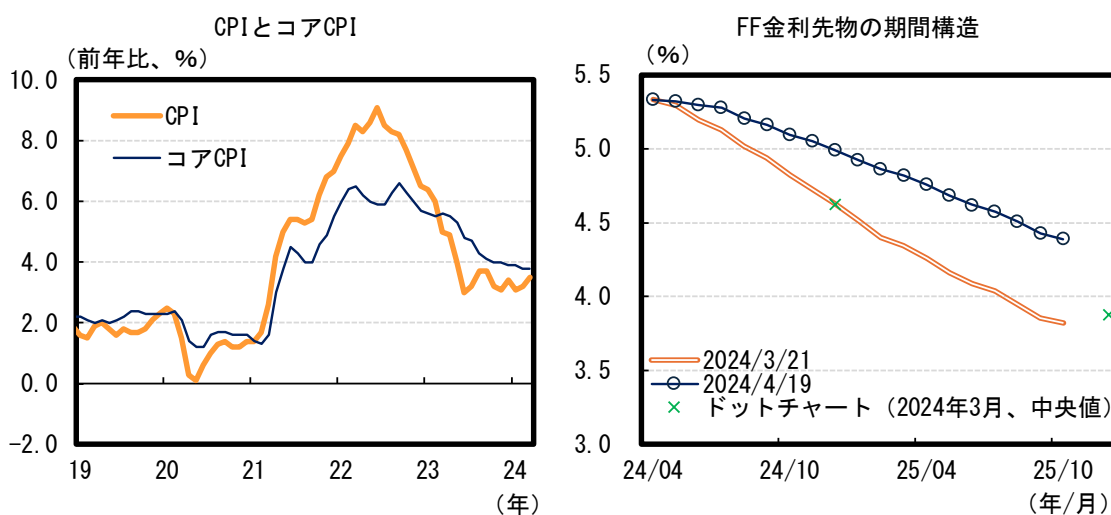
- 足元までの経済指標を概観すると、自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は堅調さを維持し、インフレ率は高止まりの傾向を示している。インフレの高止まり懸念が募る中で、パウエル FRB 議長は利下げ開始の先送りを示唆し、市場の利下げ期待も低下した。
- インフレ率の高止まりは、旺盛な投資家センチメントを背景とした金融環境の緩和によって、需要が押し上げられたことが要因として考えられる。FRB 関係者の研究によれば、投資家センチメントを沈静化し、インフレ圧力を低下させるうえで、引き締めサプライズを演出することが効果的とされる。
- 今後金融環境がタイト化しない場合には、FOMC は①利下げ開始を 2025 年に先送り、②①に加えて 2025 年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆を通じて、引き締めサプライズを引き起こす可能性がある。①から③へと進むにつれ現時点におけるサプライズが大きくなるわけだが、リスク要因としては、過度なサプライズによる金融環境の急激なタイト化、ひいては景気的大幅な腰折れとなる。
- 引き締めサプライズに伴う景気の急激な下振れリスクに加え、大統領選挙を控えた先行き不透明感による投資家センチメントの悪化や、これまでの金融引き締めの効果発現の可能性があることを踏まえれば、FOMC は様子見を続けつつ、要すれば小出しにサプライズを狙う両にらみのスタンスを取ると見込まれる。

堅調な景気とインフレの高止まりで、利下げ開始は先送りへ

足元の経済指標を振り返ると、2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%となり、市場予想（Bloomberg調査：同+2.5%）を下回った。しかし、主な下押し要因は民間在庫と純輸出であり、自律的な成長を示す民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は同+3.1%と高い伸びを維持し、内需主導で景気が引き続き堅調であることを示す結果となった。景気が堅調さを維持する中で、インフレ率は高止まりの傾向を示している。CPIに関しては、直近6カ月間はヘッドラインが前年比+3.1%～同+3.5%、エネルギー・食品を除いたコアCPIが同+3.8%～同+4.0%の間で推移している（図1左図）。中東情勢の緊迫化等によるエネルギー高に加え、コアサービス価格の下げ渋りが主因である。

インフレ指標が高止まりの兆しを示す中、パウエルFRB議長は4月16日にワシントンで開催されたパネルディスカッションで、「最近のデータは、FRBが（（筆者追記）インフレ減速の）確信を深めるものでないことは明らかであり、それどころか、確信を得るには想定よりも時間がかかる可能性が高いことを示している」と指摘し、利下げ開始の先送りを示唆した。これに伴い、市場における利下げ期待は低下した。FF金利先物を見ると、3月19日・20日のFOMC直後は2024年、2025年内にそれぞれ0.75%pt程度の利下げを織り込んでいた。しかし、4月19日時点では、2024年が0.39%pt、2025年が0.60%ptといずれも利下げ幅の見込みが縮小した（図表1右図）。FRBも市場も引き締め的な金融環境が長引くとの見立てを強めたといえる。

図表1 CPIとコアCPIの推移、FF金利先物の期間構造



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

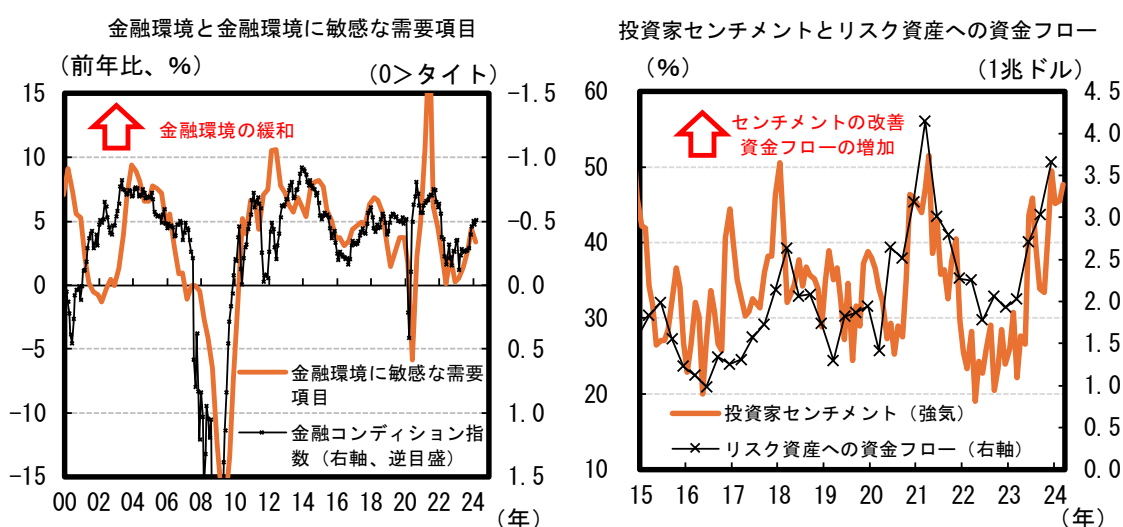
要すればFOMCは引き締めサプライズを演出し、金融環境をタイト化へ

パウエル議長による利下げ開始の先送り示唆に先駆けて、3月のFOMCでは、一部の参加者から金融環境全般が予想よりも緩和しており、需要を押し上げ、インフレ圧力が高まる可能性が指摘されていた。金融環境全般を表す代表的な指標として、105の金融指標から算出された、金融コンディション指数（シカゴ連銀公表）に注目すると、2021年末から2022年上半期にかけて

引き締めトレンドを強めた後、2023年10月までは横ばい圏で推移し、2023年11月以降は緩和トレンドに転じた。米国の自律的な成長を示す民間最終需要のうち、金融環境に敏感な需要項目（住宅投資、設備投資、耐久財消費の和）は、金融環境に合わせて2021年下半年から減速し、2023年上半年までは低調となったが、2023年下半年以降は上昇傾向に転じた（図表2左図）。

需要を抑制し、インフレ圧力を低下させるためには、金融環境を再びタイト化させる必要がある。これは、金融環境を左右する投資家センチメントの沈静化を意味する。投資家センチメントは、生成AIへの期待が高まった2023年上半年より改善し始め、2023年下半年に追加利上げ観測が後退したことで、改善傾向を強めた（図表2右図）。投資家センチメントの改善に伴い、リスク資産（株式、債券、投資信託）への資金フローが増加し、金融環境が緩和したと考えられる。

図表2 金融環境と金融環境に敏感な需要項目、投資家センチメントとリスク資産への資金フロー



(注) 左図の金融環境に敏感な需要項目は住宅投資、設備投資、耐久財消費の和。右図のリスク資産への資金フローは家計、非金融企業、金融機関、海外による債券、株式、投信への投資額計（ネット、フロー）。

(出所) BEA、FRB、シカゴ連銀、AAII センチメントサーベイ、Haver Analytics より大和総研作成

投資家センチメントを沈静化する要因は様々だが、金融政策に関連しては、2023年より引き締めサプライズによる影響が衆目を集めている。例えば、サンフランシスコ連銀の研究者である**パウアー氏**や、元FRB議長である**バーナンキ氏**らの研究によれば、市場が予想していない引き締めの政策決定や、FOMC参加者の引き締め発言が投資家センチメントを沈静化させ、需要やインフレ圧力の抑制に効果を有することが示されている。また、FOMCが政策変更はデータ次第とのスタンスを継続的に示す中では、インフレ指標が予想以上の結果となった場合に金融環境がタイト化する傾向があることも指摘されている。

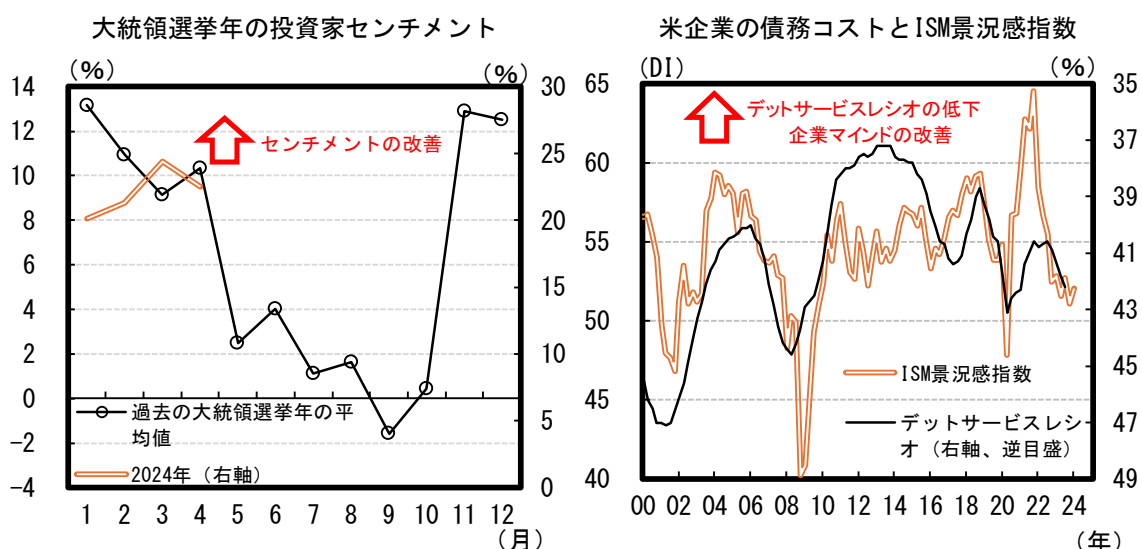
FRB関係者や元議長がこうした研究を進めていることは、FOMCが引き締めサプライズを有効活用する可能性を示唆していると考えられる。現状の市場の織り込みを踏まえ、FOMCが引き締めサプライズを演出するならば、①利下げ開始を2025年に先送り、②①に加えて2025年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆が選択肢として考えられる。①に関しては、4月16日にパウエル議長がこれまで繰り返し言及してきた2024年内の利下げが適切であるとの表現を用いなかったことが注目された。2024年内の利下げ見込みを否定すれば、2024年末までの市場

の利下げ期待 (0.39%pt) は剥がれることになる。②に関しては、利下げ開始時期を 2025 年に先送りするとともに、2025 年に予想される利下げ幅を縮小するという選択肢である。これは 2025 年末までに市場が織り込んでいる利下げ幅 (0.39%pt+0.60%pt) の縮小を意味する。そして、③はこれまでのドットチャートを含めて、完全に卓袱 (ちゃぶ) 台返しすることを意味する。

なお、①から③へと進むにつれ現時点におけるサプライズが大きくなるわけだが、過度にサプライズを引き起こせば、金融環境が急激にタイト化し、景気を大きく腰折れさせる可能性が高まることになる。FOMC が可能な限り秩序だったインフレの抑制、つまりはソフトランディングを目指すという従来通りのスタンスを維持するとともに、サプライズの余地を残すという観点に立てば、①から③へと順を追った選択をする可能性が高いと考えられよう。

もっとも、FOMC がサプライズを演出せずとも、金融環境がタイト化する可能性もある。投資家センチメントを左右する要因として当面の間注目されるのは、大統領選挙である。1988 年から 2020 年までの大統領選挙戦中の投資家センチメントを振り返ると、5 月から 10 月にかけて低水準で推移する傾向がある (図表 3 左図)。大統領選挙を控えて政治・政策の不透明性が高まることが背景にはあるだろう。加えて、これまでの金融引き締めの影響が今後発現しやすくなる可能性もある。コロナ禍以降の米企業の債務残高に注目すると、2020 年から 2023 年に償還期限を迎えた債務残高は各年それぞれ 8%程度と相対的に規模が小さく、借り換え需要は抑制されていた。しかし、2024 年から 2028 年にかけては、償還期限を迎える債務残高は各年それぞれ 12%程度に増加することから、借り換え需要は増えることが想定される。高金利での資金調達が増えれば、企業の債務コストは上昇する。債務コストの上昇に合わせて企業マインドは悪化する傾向があることから、企業活動が消極化し、需要が抑制されるといえよう。FOMC は、こうした金融政策以外の要因による金融環境のタイト化や景気への悪影響の兆しを探りつつも、要すれば引き締めサプライズを演出するという両にらみのスタンスを取ると考えられる。

図表 3 大統領選挙年の投資家センチメント、米企業の債務コストと ISM 景況感指数



(注) 左図の大統領選挙年は 1988 年-2020 年を対象とした平均値。デットサービスレシオは収入に対する元利払いの比率。

(出所) BIS, AII センチメントサーベイ、Haver Analytics より大和総研作成

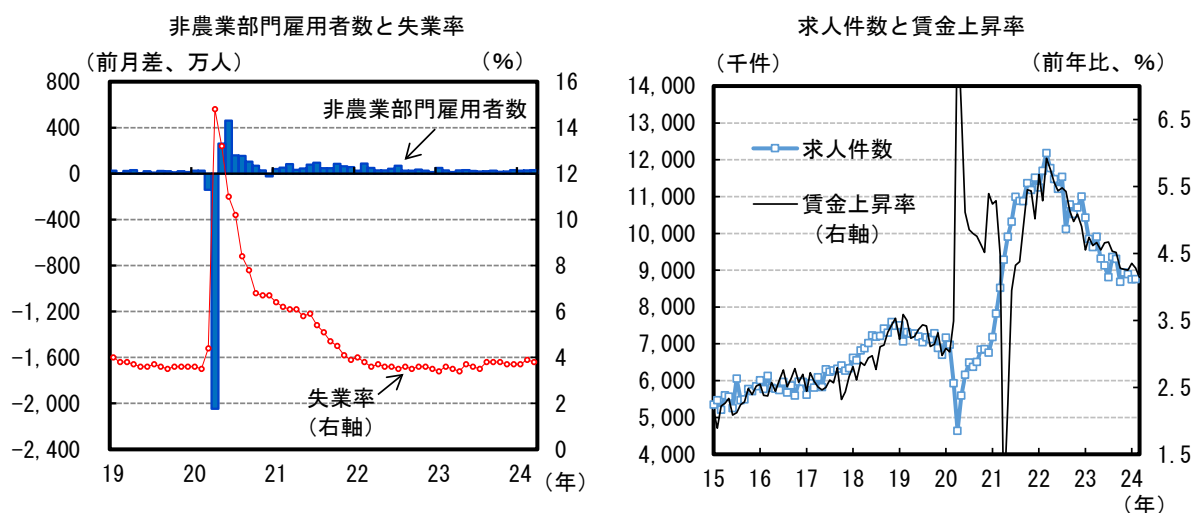
雇用統計は総じて堅調な結果

2024年3月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+30.3万人と市場予想(Bloomberg調査：同+21.4万人)を大幅に上回る結果となった。さらに過去分については、2024年2月、3月合計で2.2万人上方修正された。これに伴い、雇用者数は4カ月連続で好不調の目安となる同+20万人を大きく上回っている。失業率については前月から▲0.1%pt低下し、3.8%と市場予想通りの結果となった。労働力人口が同+46.9万人と2カ月連続で増加した中でも失業率が下がった点はポジティブといえる。失業者の内訳を確認すると、非自発的失業(同▲17.4万人)が減少し、前月の増加分をほぼ解消した。また、民間部門の週平均労働時間は同+0.1時間となり、3カ月ぶりの水準に回復した点も安心感を与える。雇用環境は緩やかに悪化してきたが、3月の雇用統計の内容は総じて堅調な結果といえる。

その他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数の直近週(4月14日-4月20日)は20.7万件となった。新規失業保険申請件数の水準は、2023年9月以降週20万件から23万件的レンジで推移しており、足元でも顕著な増加は見られない。

続いて、労働需要に着目すると、2024年2月の求人件数は前月からほぼ横ばいになり、水準としては4カ月連続で800万件台後半で推移している。直近の失業者数と比べて求人件数は1.4倍弱の水準であり、コロナ禍前の水準を依然として上回ったままである。タイトな労働需給を背景に賃金上昇圧力が続き、インフレが高止まりすることが懸念される。一方、3月の雇用統計によれば、民間部門の平均時給は前年比+4.1%と減速した。民間部門の平均時給は2023年10月以降、同+4.3%前後でほぼ横ばいの推移が続いていたことから、3月の結果は賃金上昇率のペースダウンに向けてポジティブな兆しといえる。根強い賃金上昇圧力を緩和するには、継続的な労働需給の緩和が必要となる。

図表4 非農業部門雇用者数と失業率、求人件数と賃金上昇率



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

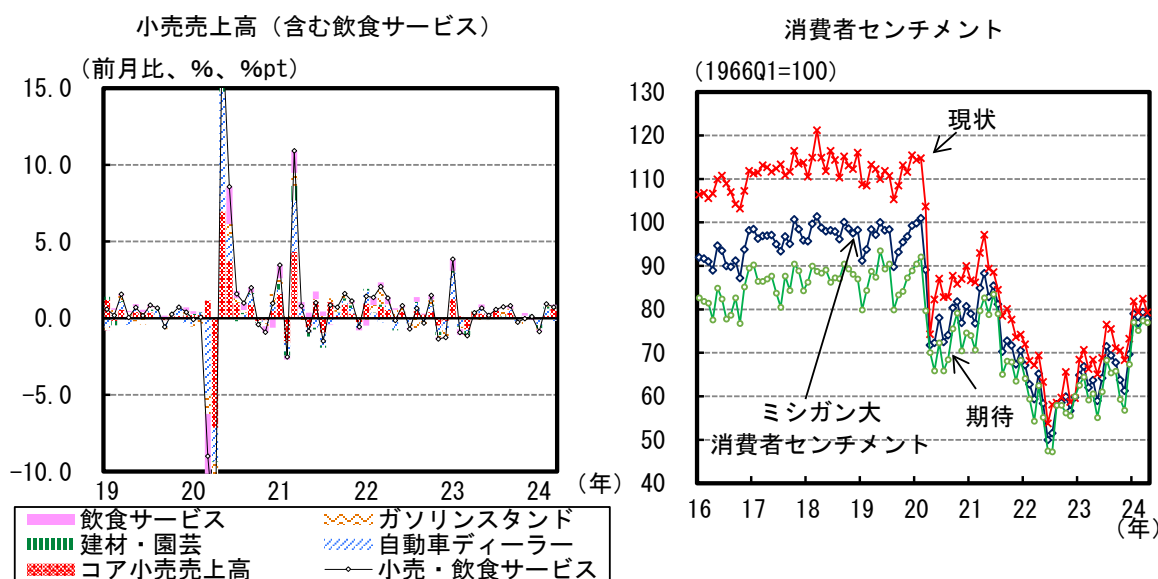
小売売上高はオンライン消費中心に堅調な結果

個人消費の動向を確認すると、2024年3月の小売売上高(含む飲食サービス)は前月比+0.7%となり、市場予想(Bloomberg調査:同+0.4%)を上回った。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も同+1.1%と高い伸びになったことから、3月の小売売上高は堅調だったといえる。加えて、2月の小売売上高、コア小売売上高の伸び率は、それぞれ+0.3%ptの上方修正となったことも好調さを際立たせる。

3月の小売売上高(含む飲食サービス)の内訳を見ると、無店舗販売(前月比+2.7%)が全体をけん引した。これはアマゾン等が大規模セールを実施したことが影響しているとみられる。また、ガソリン価格の上昇に伴いガソリンスタンド(同+2.1%)が加速した。この他、ペット用品等を含むその他小売(同+2.1%)やGMS(総合小売)(同+1.1%)も堅調な結果となった。他方で、レジャー・娯楽(同▲1.8%)、衣服・宝飾品(同▲1.6%)、家電(同▲1.2%)のマイナス幅が大きかった。この他、自動車・同部品(同▲0.7%)がマイナスに転じ、家具(同▲0.3%)が2カ月連続でマイナスになるなど、選択的支出の品目がやや冴えない。ただし、3月は無店舗販売での消費に回った影響もあるとみられ、4月以降の結果も確認する必要があるだろう。

続いて消費者マインドについて確認すると、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは、2024年4月(速報値)が前月差▲1.5ptの77.9になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数(同▲3.2pt)、期待指数(同▲0.4pt)ともに悪化した。もともと、2024年1月以降は均して見ればほぼ横ばいであり、大きな変化は見られない。この他、インフレ期待指数が1年先、5年先ともに前月比0.2%pt上昇している。ミシガン大学は、インフレの減速ペースが緩やかになっている可能性があるとしてコメントしている。インフレの高止まりを背景に引き締めの金融環境が長引けば、消費者マインドは回復しづらくなるだろう。

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



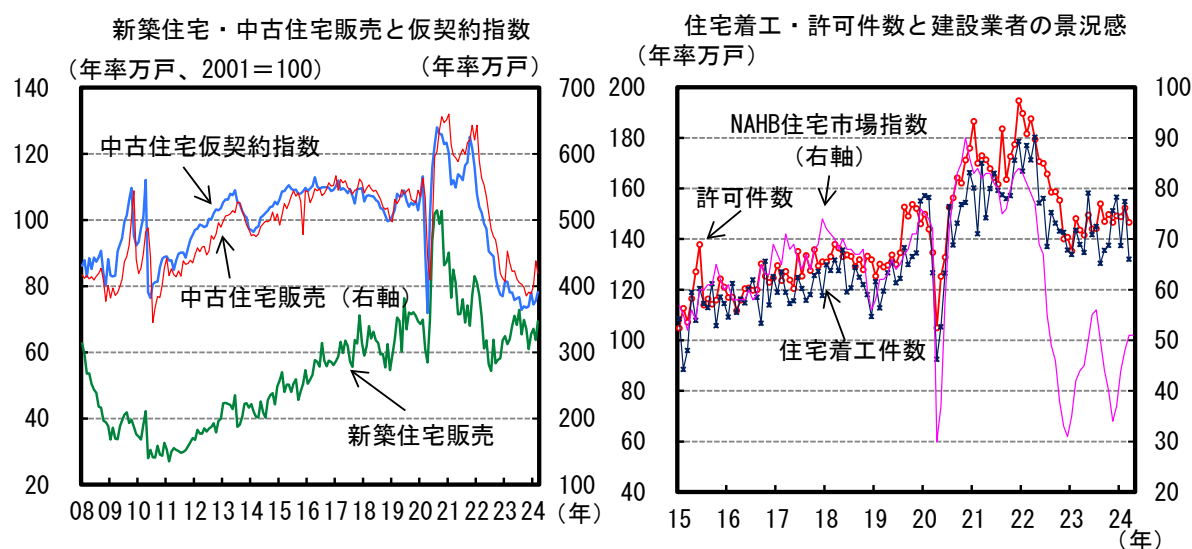
(出所) ロイター/ミシガン大、Census、Haver Analytics より大和総研作成

住宅市場では金利の高止まりが意識される

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、2024年3月が前月比▲4.3%と3カ月ぶりにマイナスとなった。これは、前月の大幅増からの反動が出たことが要因と考えられる。また、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）が上昇したことも、中古住宅販売の重石となったと考えられる。中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は3月が同+3.4%と2カ月連続でプラスとなった点はポジティブであるが、住宅ローン金利の高止まりが目先の住宅購入を抑制するとみられる。さらに中古住宅の在庫は緩やかに増加しつつあるが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で上昇していることも、引き続き中古住宅販売が回復していく上での足かせとなるだろう。新築住宅販売（戸建）に関して3月は同+8.8%とプラスに転じた。新築住宅は中古住宅に比べて在庫が多く、販売価格が前年比で下落しており、住宅購入希望者は相対的に購入しやすい。また、新築住宅価格は中古住宅価格に比べて高水準である場合が多いものの、足元で中古住宅に対する割高感は少ない。そのため、中古住宅に比べれば相対的に回復しやすいだろう。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年3月に前月比▲14.7%と、前月の大幅増から再びマイナスに転じた。さらに、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、3月は同▲4.3%とマイナスに転じた。新築住宅着工は横ばいから緩やかな回復を続けてきた中で、3月は冴えない結果となった。住宅建設業者のマインドに関して、NAHB（全米住宅建設業協会）住宅市場指数を見ると、2024年4月分は前月から横ばいとなった。NAHBは消費者が金利低下を待っていると指摘している。在庫積み上げニーズや移民の増加による住宅需要といった、住宅建設業者にとってポジティブな要素はあるものの、目先は金融政策の動向に左右されやすい状況が続くとみられる。

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

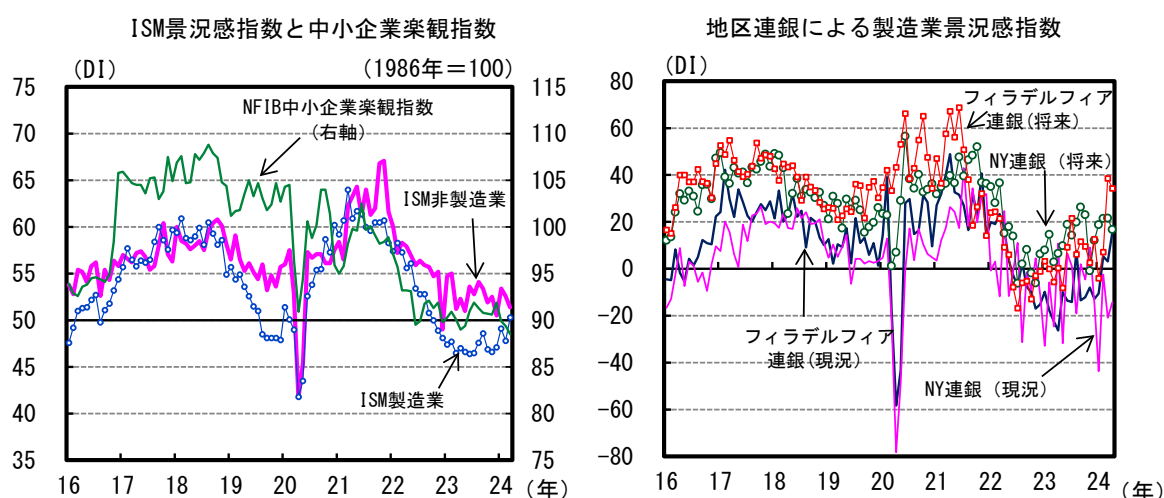
企業マインド指数は製造業が改善した一方で非製造業は悪化

2024年3月のISM景況感指数は、製造業が前月差+2.5%ptの50.3%と3カ月ぶりに改善し、2022年10月以来に好不況の節目となる50%を上回った一方、非製造業は同▲1.2%ptの51.4%と2カ月連続で悪化した。構成項目を見ると、製造業に関しては、入荷遅延指数が小幅に悪化した一方で、生産指数が同+6.2%ptと大幅に改善したほか、新規受注指数、雇用指数、在庫指数が改善した。非製造業に関しては、事業活動指数と雇用指数は改善した一方で、新規受注指数、入荷遅延指数が悪化した。続いて企業のコメントを見ると、製造業では需要の強さを指摘するなど楽観的なコメントが比較的多く見られた。非製造業については、人手不足についてのコメントが引き続き見られた。インフレに関しては、非製造業の仕入価格指数が同▲5.2%ptと2カ月連続で低下した。ただし、ISMは非製造業の回答企業では物価がある程度安定しているものの、依然としてインフレを懸念している、とコメントした。

中小企業に関しては、2024年3月のNFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差▲0.9ptと3カ月連続で悪化し、水準は88.5と2012年12月以来の低水準となった。内訳項目を見ると、実質販売増加に対する期待の項目の悪化幅が大きかった。NFIBは、中小企業にとってインフレが再び最大の問題となっており、労働需給の緩和もわずかであるとコメントした。

以上をまとめれば、製造業は指数が改善した一方で、非製造業、中小企業では悪化しており、方向感にばらつきが見られる。2024年4月中旬までの動向を含む地区連銀製造業景況感指数を見ると、NY連銀は現況指数（前月差+6.6pt）が改善した一方、将来指数（同▲4.9pt）は5カ月ぶりに悪化した。フィラデルフィア連銀に関しても、現況指数（同+12.3pt）は改善した一方、将来指数（同▲4.3pt）は3カ月ぶりに悪化した。直近の地区連銀の製造業景況感指数でも、製造業のマインド改善が継続した点はポジティブといえるが、将来のマインドが悪化している点は注意を要する。インフレの高止まり傾向が見られる中、引き締め的な金融環境が長期化するとの見立てが増えており、企業マインドの重石となりうるだろう。

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

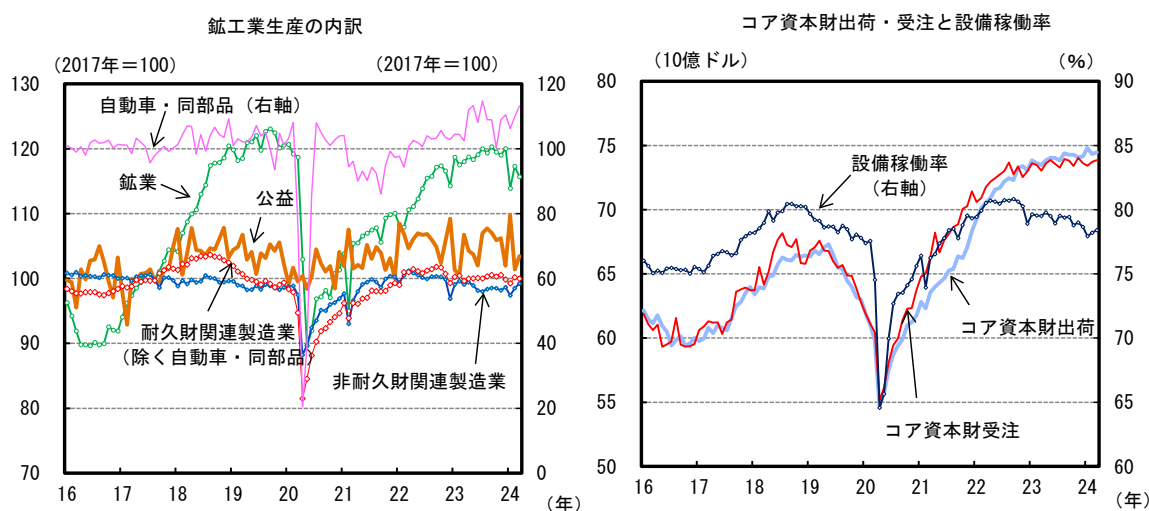
鉱工業生産指数は2カ月連続で上昇

企業の実体面に関して、2024年3月の鉱工業生産指数は前月比+0.4%と2カ月連続で上昇し、市場予想（Bloomberg調査：同+0.4%）通りの結果になった。過去分については、1月分が▲0.3%pt 下方修正された一方で、2月分が+0.3%pt 上方修正された。3カ月平均で見れば同+0.0%と6カ月ぶりにマイナスを脱した。3月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、鉱業（同▲1.4%）がマイナスに転じた一方で、製造業（同+0.5%）が2カ月連続でプラスとなり、公益（同+2.0%）はプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財（前月比+0.3%）、非耐久財（同+0.7%）ともに2カ月連続でプラスになった。耐久財に関しては自動車・同部品（同+3.1%）が全体をけん引した。また、航空機などを含むその他輸送用機器（同+1.2%）もプラスに転じた。一方でマイナスの業種も多く、中でも非金属鉱物（同▲1.8%）、家具（同▲1.0%）、一次金属（同▲0.7%）のマイナス幅が大きかった。この他、電気機械（同▲0.4%）が3カ月連続でマイナスとなり、機械（同▲0.4%）も下押し要因となった。非耐久財に関しては、石油・石炭製品（同+4.8%）の大幅上昇による寄与が大きかった。

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3月に前月比+0.2%とプラスに転じた。先行指標であるコア資本財受注についても同+0.2%と2カ月連続でプラスとなった。続いて、2024年3月の設備稼働率は前月差+0.2%pt 上昇し78.4%となった。悪天候の影響で稼働率が大きく低下した1月からの回復の足取りは鈍い。設備稼働率は長期平均（1972-2023年：79.6%）を11カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひっ迫している状況ではない。前述の通り直近の製造業の企業マインド指数が改善してきている点はポジティブである一方、設備の稼働状況がひっ迫していないことや、引き締め的な金融環境が継続していることを踏まえれば、目先では生産活動や設備投資が大幅に活性化することは考えにくいだらう。

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

2024年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.6%となった。市場予想を下回ったものの、屋台骨の個人消費が堅調さを維持し、住宅投資、設備投資ともにプラスを維持した。結果、米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要は同+3.1%と、堅調なペースとなった。FRBが重視するPCE価格指数は同+3.4%、食品・エネルギーを除くコアPCE価格指数は同+3.7%と加速し、インフレ率は高止まりの傾向を示している。

2024年の4-6月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+2.1%を見込む。潜在成長率程度の伸びとなり、インフレ圧力が緩和しにくい状況が続くと考えられる。インフレの高止まり懸念が強まる中で、パウエル議長は利下げ開始の先送りを示唆した。今後金融環境がタイト化しない場合には、FOMCは①利下げ開始を2025年に先送り、②①に加えて2025年の利下げ幅も縮小、③更なる追加利上げの示唆といった引き締めサプライズを演出し、投資家センチメントの鎮静化を図る可能性があるだろう。リスク要因としては、過度なサプライズによる金融環境の急激なタイト化、ひいては景気の大幅な腰折れとなる。引き締めサプライズに伴う景気の急激な下振れリスクに加え、大統領選挙を控えた先行き不透明感による投資家センチメントの悪化や、これまでの金融引き締めの効果発現の可能性があると踏まえれば、FOMCは様子見を続けつつ、要すれば小出しにサプライズを狙う両にらみのスタンスを取ると見込まれる。

図表9 米国経済見通し

	四半期												暦年			
	2023				2024				2025				2023	2024	2025	
	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	2.1	4.9	3.4	1.6	2.1	1.7	1.8	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	2.5	2.5	2.0
個人消費	3.8	0.8	3.1	3.3	2.5	2.3	2.1	2.0	2.1	2.2	2.3	2.3	2.2	2.5	2.2	
設備投資	5.7	7.4	1.4	3.7	2.9	1.3	0.6	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	2.4	1.5	
住宅投資	-5.3	-2.2	6.7	2.8	13.9	-2.1	1.0	1.4	1.8	2.2	2.5	2.7	-10.6	3.4	1.3	
輸出	6.8	-9.3	5.4	5.1	0.9	2.1	1.4	1.7	1.9	2.1	2.3	2.5	2.6	2.4	2.1	
輸入	1.3	-7.6	4.2	2.2	7.2	2.5	1.1	1.3	1.6	1.8	1.9	2.1	-1.7	2.7	1.6	
政府支出	4.8	3.3	5.8	4.6	1.2	2.0	1.0	1.1	1.1	1.2	1.1	0.9	4.1	2.8	1.2	
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.8	2.1	1.6	1.7	1.8	2.0	2.1	2.1	2.3	2.6	1.9	
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	3.1	1.9	1.8	1.9	2.0	2.1	2.3	2.3	1.9	2.6	2.0	
鉱工業生産	-0.3	0.8	1.6	-1.9	-1.8	1.7	1.2	1.5	1.7	1.9	2.0	2.1	0.2	0.0	1.7	
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.7	2.7	2.5	2.4	2.1	2.1	2.5	4.1	3.1	2.4	
失業率(%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.1	4.0	3.9	3.8	3.8	3.7	3.6	4.0	3.8	
貿易収支(10億ドル)	-200	-202	-186	-192	-207	-214	-213	-213	-213	-212	-212	-212	-780	-846	-850	
経常収支(10億ドル)	-213	-215	-196	-195	-209	-215	-214	-213	-213	-212	-212	-210	-819	-851	-845	
FFレート(%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	5.00	4.75	4.50	4.25	5.50	5.00	4.25	
2年債利回り(%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.80	4.65	4.50	4.35	4.20	4.05	3.90	4.58	4.61	4.13	
10年債利回り(%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.46	4.37	4.28	4.19	4.10	4.01	3.92	3.96	4.32	4.06	

(注1) 網掛けは予想値。2024年4月26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