

米国経済見通し 景気悪化は近いのか

景気は緩やかに減速しており、急激な腰折れは考えにくい

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]

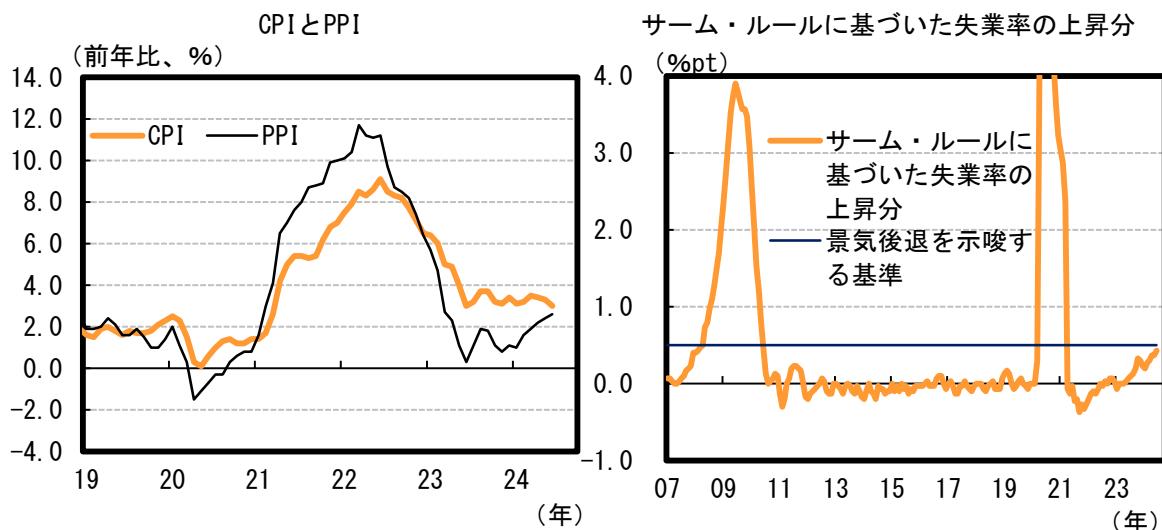
- 足元のインフレ指標は PPI が市場予想を小幅に上回ったものの、CPI は市場予想を下回った。総じてみれば、インフレ減速が継続していると評価できる。一方で、失業率の上昇や ISM 非製造業景況感指数の 50%割れによって、景気の悪化懸念が強まっている。
- 失業率に関しては、サーム・ルールに基づいた場合、景気悪化リスクが強まる水準まで上昇している。ただし、失業率の上昇は、非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇が主因であり、単純に景気悪化が近いと捉えるべきではないだろう。
- また、ISM 非製造業景況感指数が再び 50%割れとなったことは、景気悪化のシグナルと捉えられる。ただし、ISM 非製造業景況感指数とこれまでに連動してきた実質サービス消費は堅調なままである。両者の乖離に関しては、マインドといったソフトデータが振れやすくなっている可能性があり、実際の景気は底堅く推移しているとみられる。
- 以上を踏まえれば、実際の景気は緩やかな減速にとどまるというのがベースシナリオといえる。インフレが減速する中で、FRB も利下げが正当化されつつあるとの認識を持ち始めているが、景気の急激な腰折れをベースシナリオとしては考えておらず、利下げは 9 月の FOMC 以降ということが想定される。

インフレは減速感を強めた、では景気悪化はどこまで近いのか

足元のインフレ指標を振り返ると、6月のCPIのヘッドラインが前月比▲0.1%と、2020年5月以来となるマイナスへと落ち込み、市場予想（同+0.1%）を下回った。また、エネルギー・食品を除くコアCPIに関しても、同+0.1%と小幅なプラスにとどまり、市場予想（同+0.2%）を下回った。CPIが4-6月期に減速感が強まった一方で、PPIは前月比+0.2%と市場予想（同+0.1%）を上回る結果となった。PPIは市場予想を上回ったとはいえ伸び幅自体は大きくななく、過度に心配する必要はない。総じてみれば、インフレ減速が継続していると評価できる。

ただし、前年比でCPIとPPIを見比べると、CPIが減速しつつある一方で、PPIは加速している。ニューヨーク連銀製造業景況感指数でも、販売価格DIが減速しているものの、仕入価格DIは高止まりしている。つまりは、企業収益が悪化しやすい構図になりつつあるといえるだろう。企業は販売価格を下げるにあっても、景気が底堅く推移していれば、薄利多売によって収益をある程度確保できるかもしれない。しかし、景気の下振れリスクが高い中では、企業は売上高の下押し圧力、仕入価格の高止まり、販売価格の引き下げ、に同時に直面することになる。結果、収益が悪化し、雇用や設備投資を減らすことで、景気の調整幅が大きくなり得る。

図表1 CPIとPPI、サーム・ルールに基づいた失業率の上昇分



(出所) BLS、Haver Analytics より大和総研作成

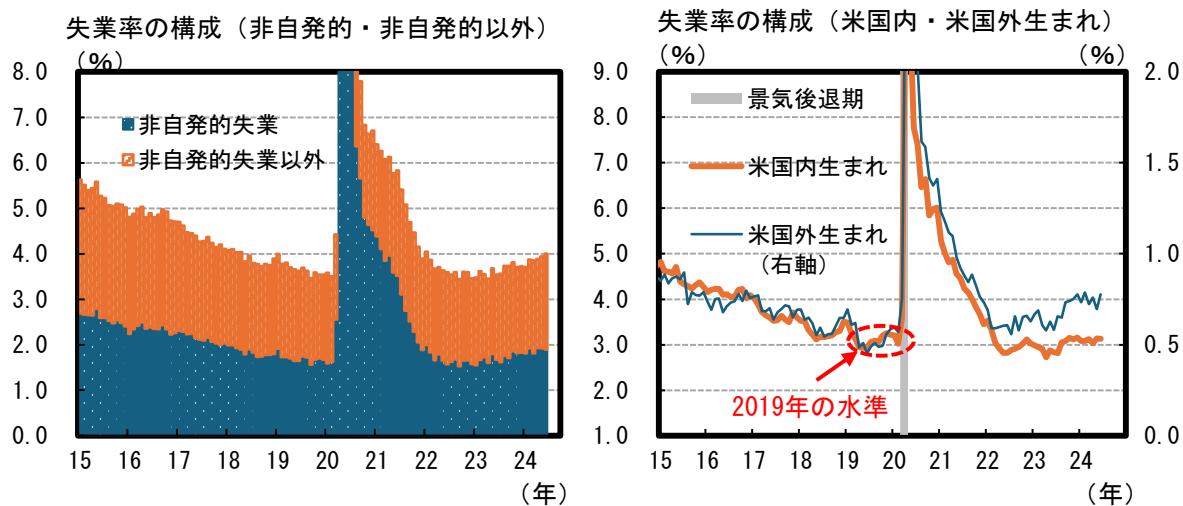
景気に関しては、失業率の上昇とISM非製造業景況感指数の悪化に関して、市場の関心が高まっている。6月の失業率の悪化（4.1%）は、サーム・ルール（直近3カ月の失業率と過去12カ月で最も低かった失業率の差分が0.5%pt以上になると景気後退となる可能性が高い）の基準を満たす寸前まで上昇したことを意味する。雇用環境から見た景気悪化リスクが強まっているといえよう。他方で、雇用環境の悪化を考える上では、景気サイクルとの連動性が高い非自発的失業（辞めさせられる）が増えているのか、あるいは、労働移動の活発化を示す非自発的失業以外（自主的に辞める、あるいは労働市場への参入増）が増えているのかを区別する必要がある。非自発的失業率は2023年以降上昇傾向にあるものの、2024年2月以降は1.9%前後で推移しており、直近の6月を2023年末と比較しても0.06%ptの上昇にとどまる。他方で、非自発

的失業以外の失業率は2024年に入り上昇トレンドを示しており、直近の6月を2023年末と比べると0.21%ptの上昇となった。つまり、自主的な退職や労働市場の参入増が失業率上昇の主要因となっており、非自発的失業率の上昇は足元では限定的といえるだろう。

こうした非自発的失業以外の失業率の上昇は、その背景として移民増による影響が考えられる。失業率の構成について、米国内生まれと米国外生まれで見てみると、米国内生まれの失業率は2023年9月以降横ばいで、コロナ禍前の水準付近で推移している。他方で、米国外生まれの失業率は足元でも上昇し、コロナ禍前の水準を上回っている。米国外生まれの失業率の上昇は、労働需要の構成の変化からも示唆される。米国外生まれの賃金水準は、全体で見れば米国内生まれの賃金水準に比べて低い傾向がある。低賃金業種の求人件数はコロナ禍前の水準近くまで減少し労働需給のひつ迫度が緩和しており、米国外生まれの労働供給の拡大を吸収しづらくなりつつあるのかもしれない。

非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇に偏った状況を踏まえれば、失業率全体がサーム・ルールの基準を満たしたとしても、単純に景気悪化が近いと捉えるべきではないだろう。雇用環境は今後も横ばいあるいは緩やかな悪化ペースにとどまるというのがベースシナリオである。

図表2 失業率の構成（非自発的・非自発的以外）、失業率の構成（米国内・米国外生まれ）



ソフトデータとハードデータの乖離、どちらを信じるか

景気悪化リスクの高まりとして注目されているISM非製造業景況感指数の落ち込みに関しては、5月に好不況の境目となる50%を下回った後、6月には50%を上回ったものの、7月に再度50%割れとなった。ISM非製造業景況感指数が50%割れとなるのは、過去では景気後退期およびその前後に見られた現象であり、4-6月に2回50%割れとなったことは景気悪化のシグナルといえる。また、ISM非製造業の回答企業の中で、成長したと回答した業種数が全18業種中8業種と半数割れとなった。この8業種という水準も景気悪化か否かの瀬戸際の水準といえる。

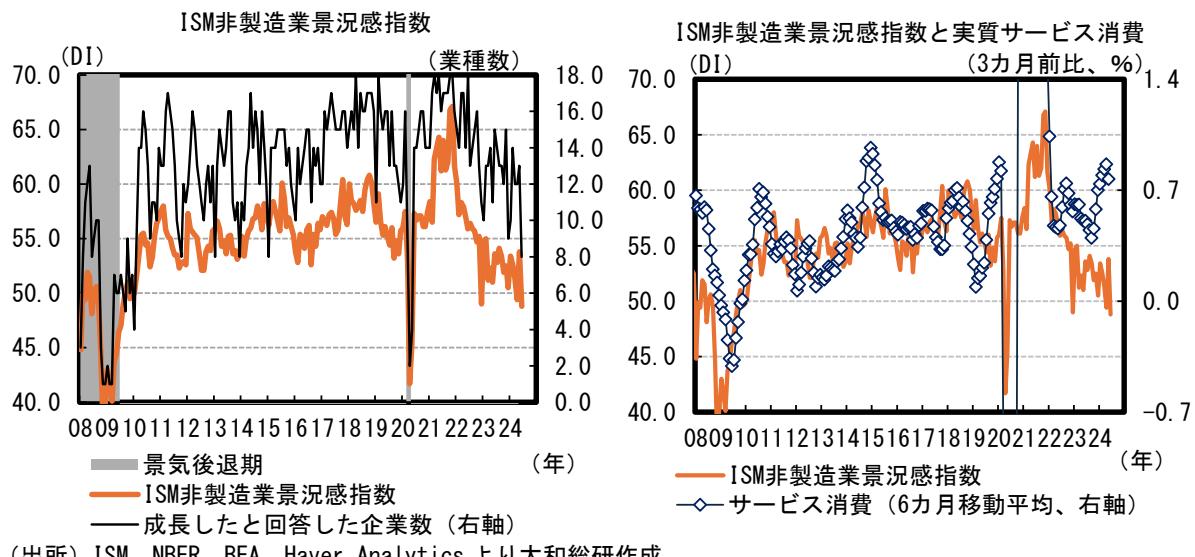
他方で、ISM非製造業景況感指数と連動する傾向のある個人消費の実質サービス消費には大き

な落ち込みは見られず、両指標は足元で乖離している。また、個人消費関連の指標である小売売上高も6月は堅調な結果となったが、ロイター/ミシガン大消費者センチメントは7月まで4カ月連続で悪化している。こうした消費者・企業マインドといったソフトデータと、個人消費といったハードデータの連動性がなぜ低下しているのかについては、足元で分析が進められている。例えば、ノーベル経済学者のポール・クルーガーマン氏はニューヨーク・タイムズへの寄稿の中で、消費者マインドが実際の個人消費に比べて大きく下振れしている状況について、消費者マインドが消費等の実際の行動を示しているというよりは、見聞きするニュース等によって振れやすくなっている可能性に触れている。先述のサーム・ルールの提唱者であり、エコノミストであるクラウディア・サーム氏も、クルーガーマン氏同様にニュース等によって企業や消費者が景気懸念を増幅させている可能性を指摘している。

ISM 非製造業景況感指数がニュース等によって振れやすくなっているかは更なる分析の積み重ねが必要なもの、当面は実際のハードデータが悪化するか (=ISM 非製造業景況感指数に追従するか) が重要となる。この点において、7月25日に公表予定の4-6月期実質GDP成長率は最注目材料といえる。大和総研は実質GDP成長率を、前期比年率+1.9%、個人消費を前期比年率+1.8%と底堅い伸びを想定しており、ソフトデータとの乖離は継続すると見込む。

以上をまとめると、失業率の上昇やISM 非製造業景況感指数の50%割れが景気の悪化を示唆しているものの、実際の景気は緩やかな減速にとどまるというのがベースシナリオといえる。こうした景気認識はFRBも同様だろう。利下げに関しては、パウエルFRB議長は明言を避けている一方、7月17日にウォーラーFRB理事が、利下げが正当化される時期に近づきつつあるとした上で、現在のデータはソフトランディング達成と整合的であり、今後2カ月ほどはこの見方を補強するデータを探したいと指摘した。ウォーラー理事の指摘に基づけば、景気の急激な腰折れをベースシナリオとは見ておらず、利下げは9月のFOMC以降ということが想定されよう。

図表3 ISM 非製造業景況感指数、ISM 非製造業景況感指数と実質サービス消費



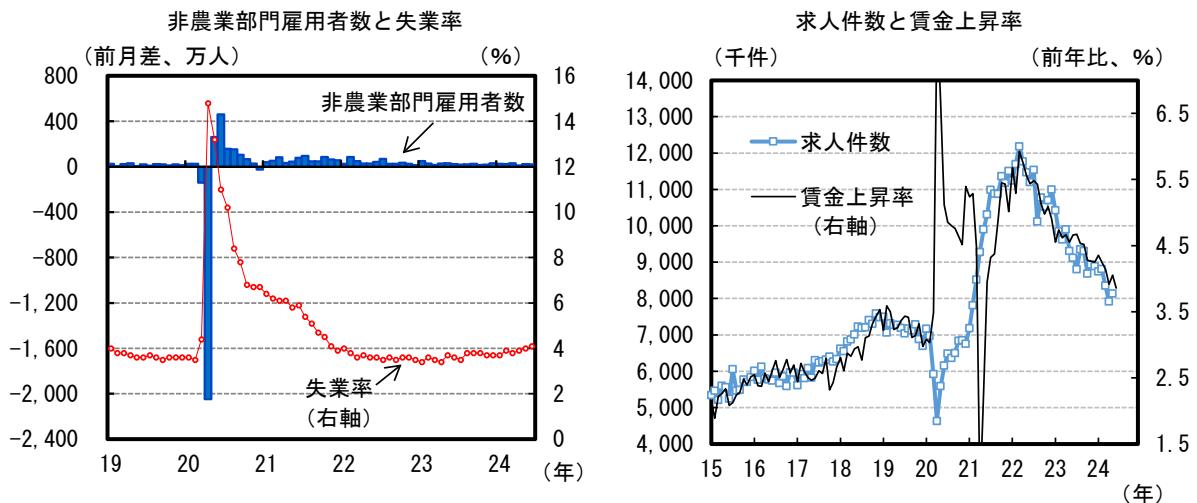
(出所) ISM、NBER、BEA、Haver Analytics より大和総研作成

失業率は2カ月連続で上昇も、中身は急激な雇用環境の悪化を示さず

2024年6月の米雇用統計は、非農業部門雇用者数が前月差+20.6万人と市場予想(Bloomberg調査: 同+19.0万人)を上回った。他方で、過去分については、2024年4月、5月合計で11.1万人の大幅な下方修正となった。それに伴い、雇用者数の3カ月平均は同+17.7万人と好不調の目安となる同+20万人を7カ月ぶりに下回った。失業率については4.1%と2カ月連続で上昇(同+0.1%pt)し、市場予想(4.0%)を上回る(悪い)結果となった。就業者数(同+11.6万人)の増加が失業率を下押しした一方、非労働力人口(同▲8.7万人)の減少と失業者数(同+16.2万人)の増加が失業率を押し上げた。ただし失業者の内訳を見ると、「新たに求職」(同+7.8万人)の増加幅が大きかった一方で、非自発的失業(同▲4.4万人)は2カ月連続で小幅に減少した。さらに、非自発的パートタイム労働者も同▲19.9万人と2カ月連続で減少した。非自発的失業や非自発的パートタイム労働者が均して見て緩やかな増加または横ばいにとどまっていることは、雇用環境が急激には悪化していないことを示唆している。雇用環境は緩やかな悪化が続きつつも、底堅さを維持しているといえよう。

他の雇用関連指標を見ると、新規失業保険申請件数(季節調整済値)の直近週(7月7日-7月13日)は24.3万件と、2024年初からの最高値となった。しかし、申請件数が増加しやすい夏場を迎えてることに加え、昨年の最高値(2023年6月11日-17日: 26.1万件)を依然下回っている。続いて労働需要に着目すると、2024年5月の求人件数は前月差+22.1万件と3カ月ぶりに増加したが、均してみれば減少トレンドが継続している。直近の失業者数と比べた求人件数の比率は1.2倍程度であり、同指標は2019年半ばと同程度の水準まで低下した。労働需給の緩和に伴い、賃金上昇圧力も和らいでいくことが期待される。実際に6月の雇用統計では民間部門の平均時給が前年比+3.9%と減速した。ただし、求人件数が失業者数を上回っていることや州別最低賃金の引上げ等を背景に、賃金の減速ペースは緩やかなものにとどまっている。賃金上昇率が減速しにくければ、インフレ高止まりの要因になり得る。経済の軟着陸に向けては、急激な雇用環境の悪化への移行には注意しつつも、更なる労働需給の緩和が求められよう。

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

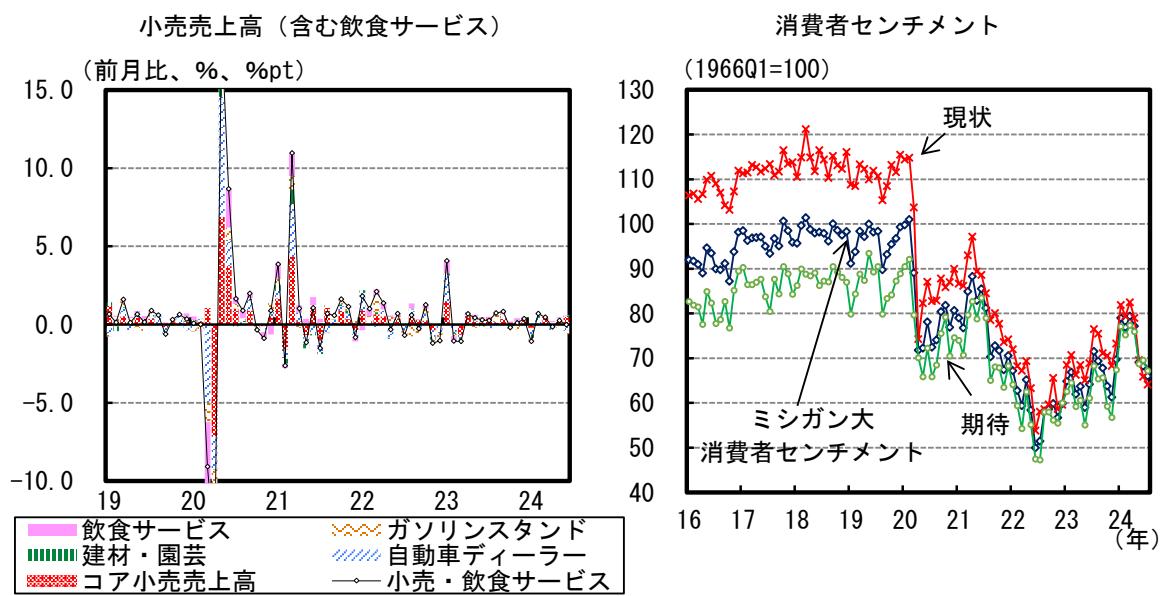
小売売上高はコア小売を中心に堅調を維持、消費者マインドは悪化が継続

個人消費の動向を確認すると、2024年6月の小売売上高（含む飲食サービス）は前月比+0.0%と減速したものの、市場予想（Bloomberg 調査：同▲0.3%）を上回った。過去分については4月（同+0.2%pt）の結果が上方修正され、4-6月期の小売売上高は前期比年率+2.2%と1-3月期（同▲0.8%）のマイナスからプラスに転じた。また、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は前月比+0.9%と大幅な伸びとなった。雇用環境が緩やかに悪化しつつも底堅さを維持していることで、小売売上高はコア小売を中心に堅調さを維持したといえよう。

6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+1.9%）、建材・園芸（同+1.4%）がけん引役となった。さらにヘルスケア（同+0.9%）、衣服・宝飾品（同+0.6%）、家具（同+0.6%）も堅調な結果になった。また、家電（同+0.4%）と飲食サービス（同+0.3%）は3カ月連続でプラスと底堅く推移した。他方で、ガソリンスタンド（同▲3.0%）と自動車・同部品（同▲2.0%）がヘッドラインを押し下げた。ガソリンスタンドはガソリン価格の下落が影響したとみられ、2カ月連続でマイナスになった。自動車・同部品については、自動車ディーラーにシステムを提供している会社へのサイバー攻撃が影響した可能性がある。この他、レジャー・娯楽用品（同▲0.1%）が再び小幅なマイナスに転じた。

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7月（速報値）が前月差▲2.2ptと4カ月連続で悪化して66.0になった。構成指数の内訳を見ると、現状指数（同▲1.8pt）、期待指数（同▲2.4pt）ともに悪化した。ミシガン大は、消費者心理は依然として物価高により抑制されていると指摘した。インフレは減速しつつあるものの、2%の物価安定目標を上回る推移が続いていること、FRBによる利下げ開始時期やペースについて不確実性が高いことも相まって、消費者マインドは回復しづらい状況といえよう。

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



新築住宅着工は増加した一方、金利の高止まりで住宅購入意欲は回復せず

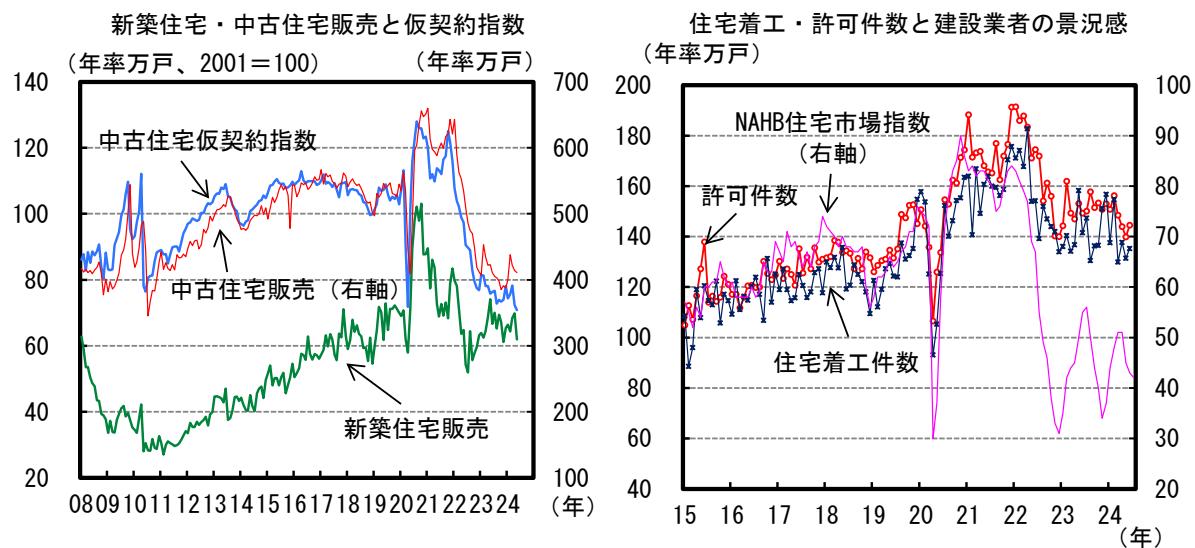
住宅需要に目を向けると、中古住宅販売（コンドミニアム等含む）は、2024年5月が前月比▲0.7%と3カ月連続でマイナスとなった。また、中古住宅販売の先行指標である中古住宅仮契約指数は5月が同▲2.1%と2カ月連続でマイナスとなった。新築住宅販売（戸建）についても5月は同▲11.3%と大幅なマイナスに転じた。こうした軟調な住宅販売は、住宅ローン金利（30年固定、連邦住宅貸付抵当公社）の高止まりが影響したとみられる。

直近の消費者マインドを確認すると、7月のロイター/ミシガン大消費者センチメントの住宅購入判断は22ptと4カ月連続で低下し、コロナ禍以降の最低値を更新した。住宅ローン金利は足元でも高止まりしており、目先の住宅需要は引き続き抑制されるとみられる。さらに中古住宅の在庫は緩やかに増加しているが、依然として低水準にあり、中古住宅価格が前年比で加速しつつあることも、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。他方で新築住宅については、中古住宅に比べて相対的に在庫が豊富である。さらに、新築住宅価格は横ばいまたは緩やかな低下傾向にあり、足元は中古住宅価格に対する割高感が抑制されていることから、新築住宅販売は中古住宅販売に比べて回復しやすいと考えられる。

住宅供給に関しては、新築住宅着工は、2024年6月に前月比+3.0%とプラスに転じ、年率135.3万戸となった。また、新築住宅着工の先行指標である建設許可も、6月は同+3.4%と4カ月ぶりにプラスに転じた。続いて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7月分は前月差▲1ptの42と3カ月連続で低下した。NAHBは、金利の高止まりが住宅建設業者のマインドを引き続き抑制していると指摘した。またNAHBは、販売促進のために住宅価格を引き下げる住宅建設業者が増加しているとコメントした。

総じて、住宅市場は金利の高止まりの影響が続いているといえる。金融政策が利下げに転換し、住宅ローン金利が低下していくまでは、住宅市場の本格回復は見込みにくい。

図表6 新築住宅・中古住宅販売と仮契約指標、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

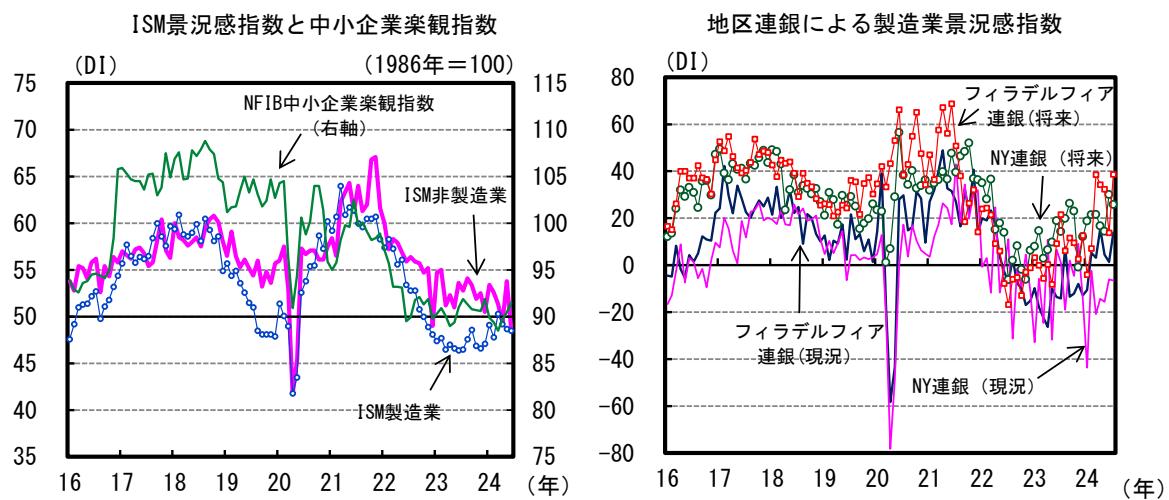
ISM 景況感指数は製造業が 3 カ月連続で悪化、非製造業は再び 50%割れ

2024 年 6 月の ISM 景況感指数は、製造業が前月差▲0.2%pt と 3 カ月連続で悪化し、水準は 48.5% となった。非製造業についても同▲5.0%pt と大幅に悪化し、水準は 48.8% と再び 50% 割れとなった。ただし、振れが大きくなっている非製造業は 3 カ月平均で見れば 50.7% であり、悪化ペースは緩やかといえる。構成項目を見ると、製造業に関しては、新規受注指数、入荷遅延指数が改善した一方で、生産指数、雇用指数、在庫指数が悪化した。非製造業に関しては、事業活動指数が前月の大幅改善（同+10.3%）から一転して、同▲11.6% と大幅な悪化となった。この他、新規受注指数、雇用指数、入荷遅延指数も悪化し、入荷遅延指数以外の項目は 50% 割れとなった。続いて、企業のコメントを見ると、製造業では需要の弱さを指摘するコメントが目立った。ISM は製造業の需要低迷について、引き締め的な金融政策等を背景に、企業が設備投資や在庫投資に消極的である点を指摘した。非製造業については、一部の商品価格の上昇やインフレへの懸念が目立ったほか、海上輸送の混乱による影響を指摘するコメントも見られた。

中小企業に関しては、2024 年 6 月の NFIB（全米独立企業連盟）中小企業楽観指数は、前月差 +1.0pt と 3 カ月連続で改善し、水準は 91.5 となった。とはいえ、中小企業のマインドは引き続き低水準で推移している。NFIB は中小企業が先行きの経済状況について悲観的であり、インフレの不確実性が課題と指摘している。また NFIB は、従業員の待遇改善によるコスト増が価格上昇につながっているともコメントした。

以上をまとめれば、中小企業が小幅に改善した一方、製造業・非製造業は悪化した。2024 年 7 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▲0.6pt）、将来指数（同▲4.3pt）ともに悪化した。他方で、フィラデルフィア連銀に関しては、現況指数（同+12.6pt）、将来指数（同+24.9pt）ともに大幅に改善しており、まちまちの結果となった。引き締め的な金融政策が需要を抑制する中、インフレや金融政策の先行きを巡って依然として不確実性が高く、企業マインドが継続的に改善する見込みは立ちにくい。

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

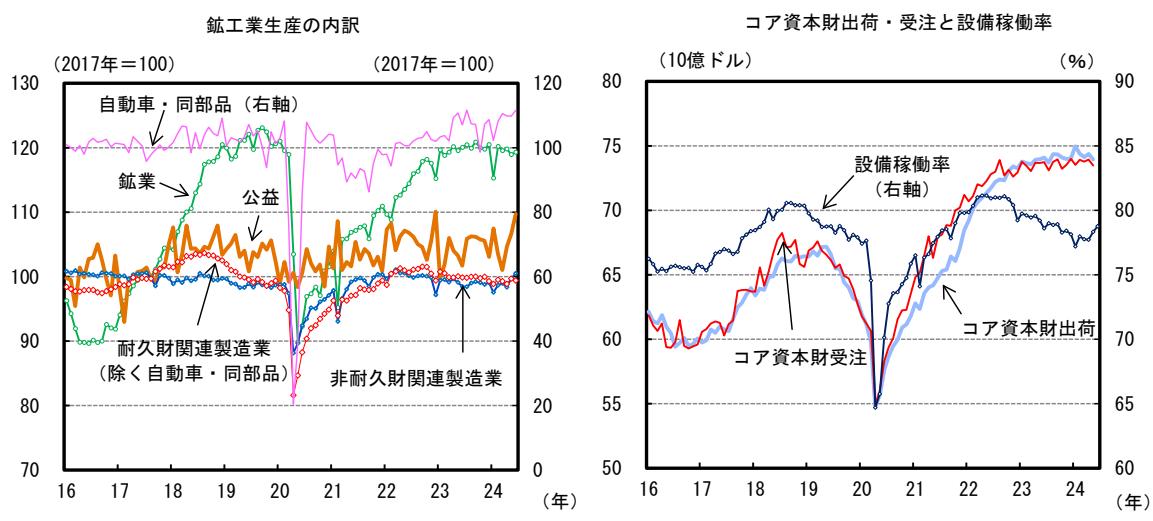
鉱工業生産指数は市場予想を上回る堅調な結果

企業の実体面に関して、2024年6月の鉱工業生産指数は前月比+0.6%と市場予想(Bloomberg調査: 同+0.3%)を上回る堅調な結果となった。6月の鉱工業生産指数の内訳を見ると、公益(同+2.8%)は3カ月連続、製造業(同+0.4%)は2カ月連続でプラスとなり、鉱業(同+0.3%)もプラスに転じた。

製造業の内訳を見ると、耐久財が横ばいとなった一方で、非耐久財(前月比+0.8%)が2カ月連続でプラスとなった。まず耐久財に関しては自動車・同部品(同+1.6%)がけん引役となつた。この他、電気機械(同+1.5%)、家具(同+1.5%)、非金属鉱物(同+1.3%)、その他輸送機械(同+1.3%)も高い伸びとなつた。他方で、スポーツ用品等を含むその他耐久財(同▲1.7%)、金属製品(同▲1.3%)、一次金属(同▲1.0%)、機械(同▲0.7%)などの業種が足を引っ張つた。非耐久財に関しては、印刷(同+2.6%)、繊維・繊維製品(同+1.5%)、衣服・革製品(同+1.5%)、紙(同+1.5%)など、幅広い業種で堅調な伸びとなつた。

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5月に前月比▲0.6%、先行指標であるコア資本財受注についても同▲0.6%と、どちらも再びマイナスに転じた。設備稼働率については、2024年6月は前月差+0.4%ptの78.8%と2カ月連続で上昇した。とはいえ、設備稼働率は長期平均(1972-2023年: 79.7%)を17カ月連続で下回っており、設備の稼働状況は引き続きひつ迫している状況ではない。加えて、前述の通り直近の企業マインド指数は製造業・非製造業ともに悪化しており、ISMは金融政策等を背景に企業が設備投資に消極的であると指摘した。引き締め的な金融政策が続き、政治に関する不透明感も強い中、目先の設備投資が一段と活発になるとの予想は立てづらい。

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

足元までの経済指標を踏まえ、2024年の4-6月期に関しては、実質GDP成長率は前期比年率+1.9%と、2024年1-3月期に比べて加速すると見込む。個人消費は小幅に加速するとみられる一方、設備投資は減速し、住宅投資はマイナスに転じると考えられる。米国経済の自律的な成長を反映する民間最終需要（個人消費、設備投資、住宅投資の和）は減速すると考えられる。2024年下半期に関しても景気の減速傾向が続くと予想し、インフレ率も緩やかにペースダウンしていくと見込む。

市場の中には、景気悪化を懸念する声もある。その根拠となっている失業率の上昇は、非自発的失業以外の失業率や米国外生まれの失業率の上昇が主因であり、雇用環境を考慮すれば景気悪化が近いと捉えるべきではない。また、もう一つの根拠であるISM非製造業景況感指数の50%割れに関しても、これまで連動してきた実質サービス消費はいまだ堅調である。マインドといったソフトデータと消費といったハードデータの乖離に関しては、ソフトデータが振れやすくなっている可能性があり、実際の景気は底堅く推移しているとみられる。

インフレが減速する中で、FRBも利下げが正当化されつつあるとの認識を持ち始めている。ただし、FRBも景気の急激な腰折れをベースシナリオとしては考えておらず、利下げは9月のFOMC以降ということが想定される。

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			
国内総生産 (前年同期比、%)	前期比年率、%														
個人消費	2.2	2.1	4.9	3.4	1.4	1.9	1.7	1.6	1.9	2.1	2.2	2.2	2.5	2.4	1.9
設備投資	1.7	2.4	2.9	3.1	2.9	2.9	2.1	1.7	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1	2.1
住宅投資	5.7	7.4	1.4	3.7	4.4	1.9	0.9	1.2	1.6	1.9	2.0	2.1	4.5	3.0	1.6
輸出	-5.3	-2.2	6.7	2.8	16.0	-3.3	-2.5	0.9	1.1	1.5	1.8	1.9	-10.6	4.1	0.5
輸入	6.8	-9.3	5.4	5.1	1.6	-1.4	2.5	1.9	2.1	2.3	2.4	2.6	2.6	1.5	2.0
政府支出	3.8	3.3	5.8	4.6	1.8	2.7	2.3	1.7	1.3	1.6	1.7	1.6	4.1	3.1	1.7
国内最終需要	3.8	2.0	3.5	3.5	2.4	1.8	1.8	1.8	1.8	2.0	2.1	2.2	2.3	2.5	1.9
民間最終需要	3.6	1.7	3.0	3.3	2.6	1.6	1.7	1.8	1.9	2.1	2.2	2.3	1.9	2.4	1.9
軽工業生産	0.0	0.3	1.2	-1.8	-2.1	4.3	3.7	1.1	1.6	1.9	2.0	2.1	0.2	0.7	2.1
消費者物価指数	3.8	3.0	3.4	2.7	3.8	2.8	1.5	2.7	3.1	2.7	1.9	2.1	4.1	3.0	2.5
失業率 (%)	3.5	3.6	3.7	3.8	3.8	4.0	4.1	4.2	4.3	4.3	4.2	4.1	3.6	4.0	4.2
貿易収支 (10億ドル)	201	-204	-186	-194	205	-226	-230	-231	232	-233	-233	-233	-780	-891	-931
经常収支 (10億ドル)	-2301	-2331	-2211	-222	-238	-259	-262	-263	-265	-264	-265	-265	-819	-1022	-1058
FFレート (%)	5.00	5.25	5.50	5.50	5.50	5.50	5.25	5.00	4.75	4.50	4.25	4.00	5.50	5.00	4.00
2年債利回り (%)	4.35	4.26	4.92	4.80	4.48	4.82	4.42	4.24	4.09	3.94	3.79	3.64	4.58	4.49	3.87
10年債利回り (%)	3.65	3.59	4.15	4.44	4.16	4.44	4.19	4.10	4.01	3.92	3.83	3.74	3.96	4.22	3.88

(注1) 網掛けは予想値。2024年7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