

「米 ISM>金利」過去最高乖離、回復支援 超緩和的な環境、高確率で遅行指標の GDP 底上げ

2020/9/4

米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数は 8 月に 56.0 (前月 54.2) と 3 カ月連続で上昇し、2018 年 11 月以来の高水準に回復してきた。米 10 年債金利との乖離幅は過去最大の上振れとなっており、超緩和的な金融経済環境の醸成が持続的な改善軌道を後押しさせていく。金利見合いでの景況感改善は借入や信用創造、債務ファイナンス、資産価格などにプラスとなり、過去には高確率で遅行指標である名目 GDP の底上げへと寄与してきた。ISM に先行する「新規受注-在庫」バランスも、11 年ぶりの高水準となっている。

金利低位、借入・信用創造・債務軽減にプラス

「(米 ISM 製造業景況指数の) 8 月指数は 7 月より強かったが、なお新型コロナのパンデミック (世界的大流行) による歴史的な低水準からの回復途上にある。例年、季節的に製造業にとって良好な 9 月に入ったことで、このところの勢いは 9 月も続く可能性がある」――。

ISM 製造業調査委員会の会長は 1 日、最新 8 月指数の公表を踏まえてこのような解説を行っている。

先行きはコロナ感染 2 波や追加経済対策の難航、米大統領選の不透明感、米中対立などが重石として警戒される。それでも、依然「回復途上」(同会長)にある ISM の伸びシロを支援するのが、景気判断の節目である 50 を超える 56 に回復してきてもおお、米 10 年債金利は過去最低水準で抑制されているという超緩和的な金融経済環境だ。

前回の 56 超えである 2018 年 11 月の場合 (58.8)、10 年債金利は 3.0% から 3.2% へ上昇となっていた。当時は金利上昇が一因となる形で ISM は減速となり、1 年後の 2019 年 11 月に 48.1 へと悪化している。リーマン・ショック後でいえば、ISM の「56 超え回復」は 2009 年 10 月の 57.6 となっていた。当時も 10 年債金利は 3.1% から 3.6% という、引き締めブレーキ的な上昇に見舞われている。

ひるがえって今年 8 月の場合、ISM などの景気改善でも 10 年債金利は 0.50-0.79% で低く抑えられた。単純に ISM 指数を 10 で割った 5.60 から、8 月の月間最低金利 0.50% を引くと +5.1 となっている (ISM>金利)。同じ算出法では 7 月の +4.9 や過去最高である 2017 年 9 月の +4.0 を上回り、過去最大の上振れ乖離幅となってきた。

過去実績として景況感の改善見合いで長期金利が低位抑制された状態は、企業・個人の借入れや信用創造、債務ファイナンスなどにプラス効果をもたらす。現在の米国株は高値過熱感が高まっているが、

投資・借入・調達などのコストである名目金利が大きく切り下がっていることで、先行きの名目ベースでの企業収益伸び率や GDP 成長率、株価上昇率などの「超低金利見合いでの上振れ確率の高さ」が、株高モメンタム持続を支援している。

過去には「ISM (÷10) - 10 年債金利」の乖離幅が前回最高となっていた 2017 年 9 月の場合、循環的な景気頭打ちが警戒されながらも、ISM 指数は同月の 59.9 から翌 2018 年 8 月の 60.8 まで 1 年近く高止まりを維持させた。米国株も調整下落を経ながら、2018 年 10 月上旬にかけて株高ラリーが持続している。

リーマン・ショック以降に米国株は、2009 年 3 月を底値に反転上昇へと移行した。今年 2 月に至るまで、11 年近い記録的な株高ラリーが形成されている。当時の「ISM (÷10) - 10 年債金利」は、ちょうど 2009 年 2 月の +1.0 を最低として、「ISM>金利」の上振れ乖離幅が拡大へと転換。2017 年 9 月の +4.0 や今年 2 月の +3.9 まで上振れ乖離基調が続き、緩和的な金融経済環境が長期定着されている。それが長期株高の一因となってきた。

在庫が低下基調に、過去はドルや日本株下支え

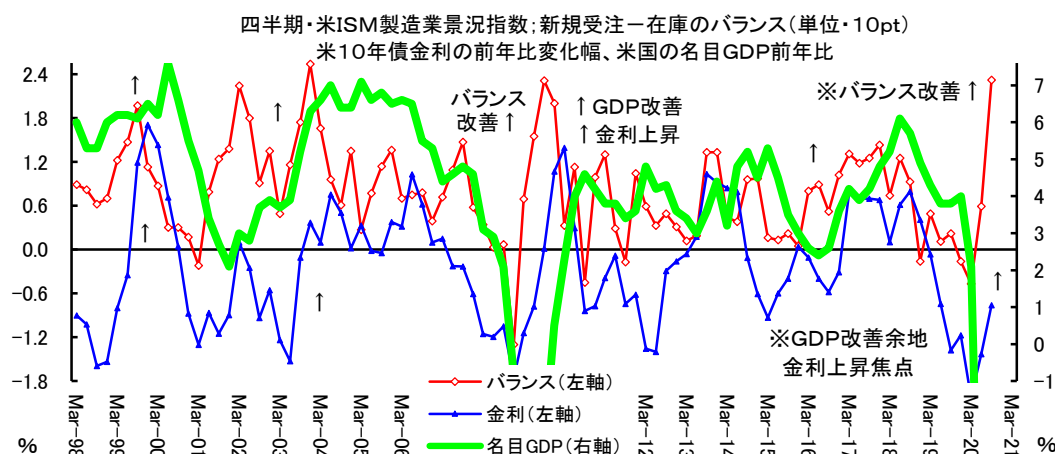
その意味で今年 8 月の +5.1 という過去最大の上振れ乖離幅は、良くも悪くも底流部分で米国株の高値更新を下支えしている。今後については FRB が 8 月 27 日、物価 +2% 超えの定着や完全雇用の進展まで超低金利政策を長期化させる方針を示した。当面は超緩和的な金融経済環境が米国の経済や株価などの資産価格を底上げさせる一方、過去最低水準の超低金利は維持されることで、景気改善や資産価格上昇が延命される好循環ループ入りが注目されやすい。

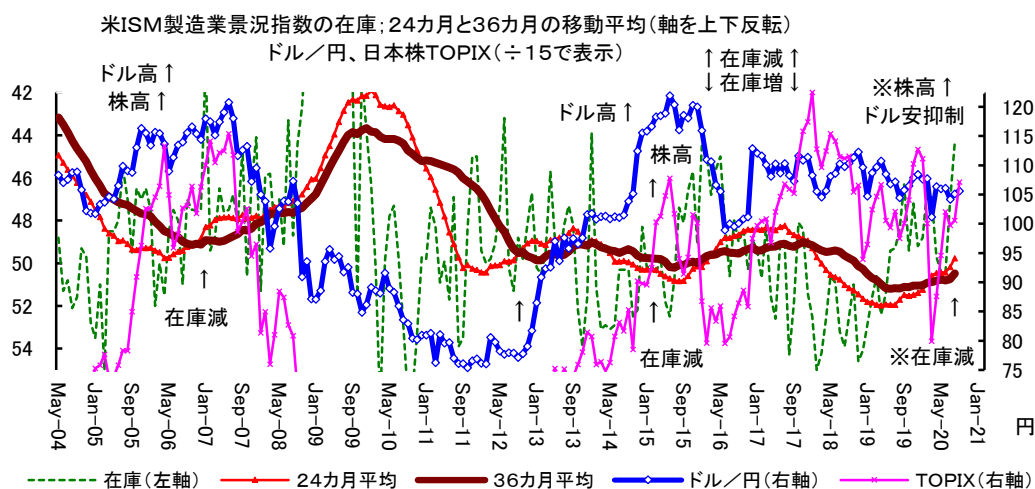
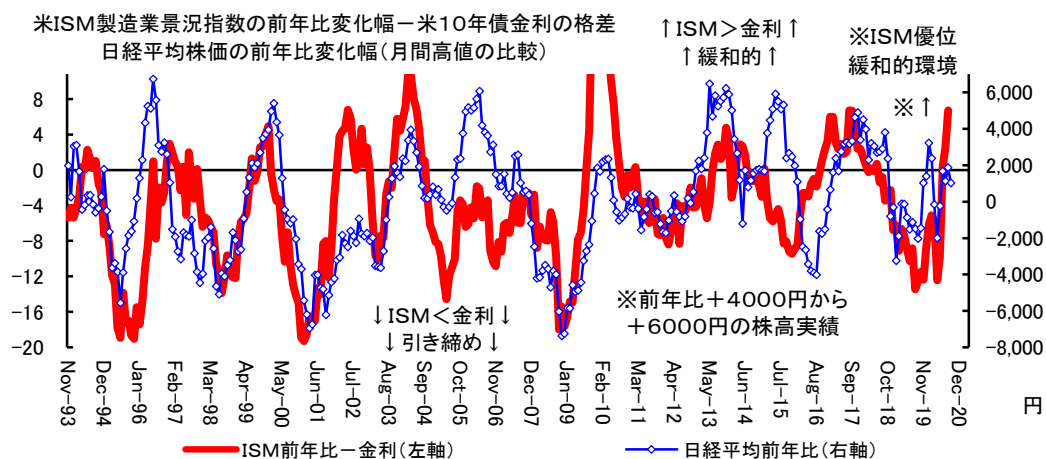
ただし過去にはこうした好循環入りのあと、時間差を経て米 10 年債金利は上昇となってきた (債券価格は下落)。先行き FRB に対しては、長期金利の抑制強化を催促するような金利上昇の圧力顕在化が注視される。そもそも 8 月に改善となった ISM 製造業景況指数は米国経済の重要先行指標であり、その改善はタイムラグを経て遅行指標である名目 GDP の回復を担保させていく。過去パターンでいえば、連動して米国の長期金利は上昇圧力が掛かりやすい。

前回「ISM (÷10) - 10 年債金利」の乖離幅が最高となった 2017 年 9 月でいえば、名目 GDP の前年比は同年 7-9 月期の +4.2% から翌年 4-6 月には +6.1% へと遅行改善となっていた。その前に同乖離幅は、2016 年 7 月に +3.9 という大幅上振れがあった。当時の名目 GDP は同年 7-9 月の +2.6% から、翌

米 ISM 製造業景況については、景気循環面でも底入れ改善サイクルへと向かいつつある。ISM の総合指数に先行する内訳の「新規受注－在庫」バランスは、8月に+23.2となった（前月は+14.5）。4月の

在庫指数は長期トレンドを示す 24 カ月（2 年）移動平均と 36 カ月（3 年）移動平均の方向角度が、同時に低下方向の下向きへと転換してきた（在庫減の方向）。こうした基調転換は過去実績として、米国での生産改善の先行指標となっている。ドル/円や日本株の動向とも密接な相関性を有しており、今後のドル/円でのドルの下落余地縮小やドル下値固め、日本株の下限切り上がり軌道のサポート要因となりやすい。





お客様は、本レポートに表示されている情報をお客様自身のためにのみご利用するものとし、第三者への提供、再配信を行うこと、独自に加工すること、複写もしくは加工したものを第三者に譲渡または使用させることは出来ません。情報の内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じたいかなる損害についても、当社および本情報提供者は一切の責任を負いません。本レポートの内容は、投資一般に関する情報の提供を目的としたものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資にあたっての最終判断はお客様ご自身でお願いします。