

米ISM、先行指標「受注－在庫」底固めに 長短金利差の拡大と連動、来年の回復確度を高める

2020/11/6

米国の重要先行指標であるISM製造業景況指数にあって、より先行性のある「新規受注－在庫バランス」は底入れから底固め軌道に入り始めた。トレンドを示す12カ月（1年）から60カ月（5年）までの各年移動平均が全て上向き方向で揃いつつあり、米国債市場での長短金利差拡大などとあいまって、来年にかけての景気回復の確度を高めている。政治動向やコロナ感染などの不透明感はあるが、長短金利差拡大が金融機関の体力復調を支援し、それが超金融緩和策の実効的な効果を引き出す好連鎖に移行しつつある。

在庫減が生産を支援、感染増でも経済封鎖は抑制

「顧客在庫が過度に低い状況は、常に将来の（米国企業の）生産にとって良い。今回のISM製造業景況指数は、製造業に11月と12月に好機が訪れることを強く示している」――。

ISM製造業調査委員会の会長は2日、最新10月分の公表を踏まえてこのような解説を行っている。10月の総合指数は59.3と9月の55.4から上昇し、2018年9月以来、約2年ぶりの高水準に回復してきた。背景としては経済活動の段階的な再開や自動車・住宅販売などの回復、こうした分野など各種販売改善を受けた在庫縮小、超低金利効果などによる設備投資の復調などが支援材料になっている。

今後については、コロナ感染の再増加や米大統領選後の政治不透明感などが重石となりやすい。しかし、現在は1) 今春までのコロナ対策に比べると、「経済配慮」で都市閉鎖（ロックダウン）などの制限度合いは抑制されている、2) 米大統領選後に政治不透明感はあるものの、経済対策の進展は見込まれる、3) 米国では年末商戦や経済活動の再開などで、緩やかながらも雇用は回復軌道を保っている――といった下支え要因がある。10月のISM指数については、追加対策の難航や感染者再増加の最中でも大幅改善となる耐性が強化されていた。

その中でISM製造業景況指数の総合指数に先行する「新規受注－在庫のバランス」は10月に+16.0となった（9月は+13.1）。4月の-22.6を最悪ボトムとして、8月には+23.2と急回復したあと、反動鈍化となったが再びプラス幅を拡大させている。2017年11月以来の大幅プラスとなってきた。

10月は新規受注が67.9となり、実に2004年1月以来の大幅上昇となっている。在庫は51.9と昨年4月以来の水準に上昇したが、ISM委員会の会長が「過度に低い」と指摘する顧客在庫は36.7となり、10年ぶりの低水準を更新している。顧客在庫は6カ月

連続の低下となり、「今後数カ月で生産が着実に拡大する環境が整った」（ブルームバーグ）。

ちなみに前回ISMの「新規受注－在庫のバランス」が改善した2017年11月の場合、ISM総合指数は同月の58.1から、9カ月後となる2018年8月の60.8まで回復軌道が形成された。その前後で日経平均株価は、月間高値の比較ベースで2017年9月から2018年10月まで+3966円幅の株高ラリーが連動形成されている。今回についても遅行追随する形での日経平均のレンジ上方修正や、日本企業の収益下振れ一服といった間接波及効果が注目されそうだ。

連動する形で米国債市場では、ジワリと長短金利差が拡大となっている。4日アジア市場時点は米大統領選でのトランプ氏逆転勝利観測や、米大統領と議会のネジレ継続の可能性などで、財政支出の抑制とFRB緩和頼み継続などが意識され、長期債金利の急低下（債券価格は上昇）と長短金利差の縮小場面があった。

一方で中長期のトレンドでは、長短金利差は拡大基調への転換を固めつつある。過去実績では悪い長期金利上昇の影響ケースを含めて、先行きの景気後退リスク減退や景気回復の前兆シグナルとなってきた。同時進行でドル/円では、ドルの下落余地狭まりからドル底固め、ドル反発に移行するという連動相関性を有している。

長短金利差拡大で米銀復調、緩和効果発揮へ

10月末の30日に「米10年債－2年債」の金利差は+0.72%前後となり（9月末は+0.56%）、1月の+0.19%をボトムに緩やかな拡大基調にある。月末ベースでは2017年10月以来、3年ぶりの開き幅となってきた。

米国での長短金利差拡大は、金融機関の収益を下支えしている。米国株市場での代表的な銀行株指数・KBW銀行株指数は、3日時点の直近1カ月間成績が+8.5%となっている。米国株全体の高値警戒感の中での割安物色や、決算発表を受けた一旦の悪材料出尽くしといった影響はあるものの、直近1カ月でいえばNYダウ工業株30種の-0.7%や、S&P500の+0.6%を大きく上回るアウトパフォームとなっている。

米国での金融機関の体力修復は金融仲介機能の円滑化につながり、FRBによる超金融緩和策の「実効的な緩和効果」を引き出していく。それが来年にかけての景気回復の確度を一段と高めて、金融機関のリスクテイク余力と信用創造を支援。自動車・住宅などの各種販売改善や、企業による設備投資などの

新規投資を促す好循環入りを後押しさせる。

KBW 銀行株指数の短中期トレンド判断で参考になる週足テクニカルでは、26 週（約 6 カ月）移動平均線を上抜け突破してきたほか、同ラインの方向確度が上向き化へと転換してきた。同時に週足・一目均衡表チャートでは、重要な抵抗ラインである雲の下限を上抜け回帰しつつある。いずれも今年 2 月以来の現象であり、同時期からの下落トレンドの底入れ反転が示唆され始めた。

前回、こうした同時現象は昨年 6 月から今年 2 月にかけて観測された。当時のドル/円はその後に昨年 12 月にかけて 104-109 円前後でのレンジ安定化が続き、今年 2 月には 112 円方向のドル高が見られている。同期間中には日経平均株価も、2 万 0110 円から 2 万 4115 円のレンジで底堅さを持続させていた。

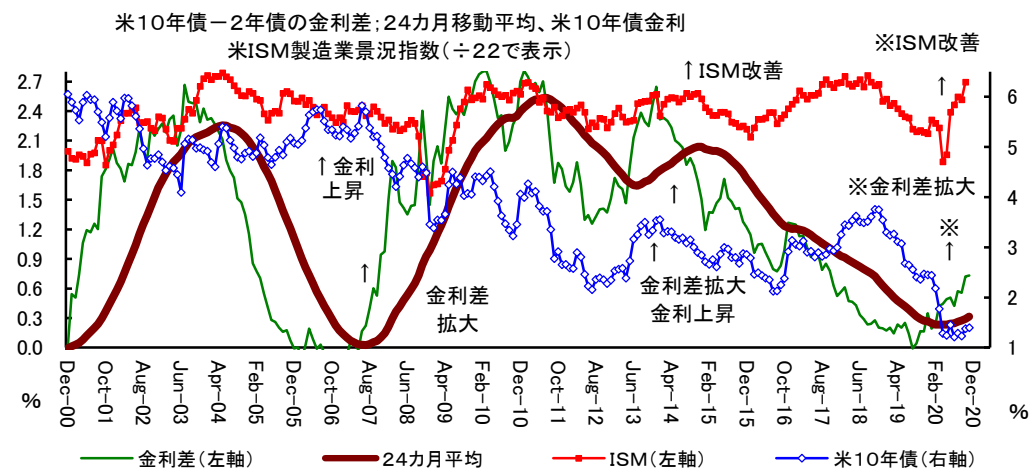
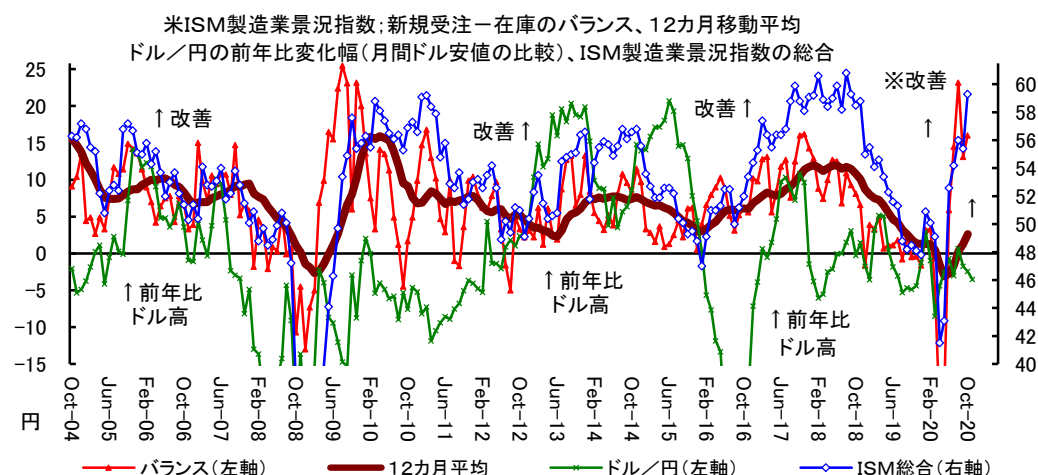
それ以前でいえば、こうした同時現象への基調変化は 2016 年 8 月以降、2012 年 6 月以降などで観測されてきた。いずれも時間差ケースを含めて、ドル/円でのドルの下落余地縮小やドル反発、日経平均株価の上昇トレンド入りが連動形成されている。

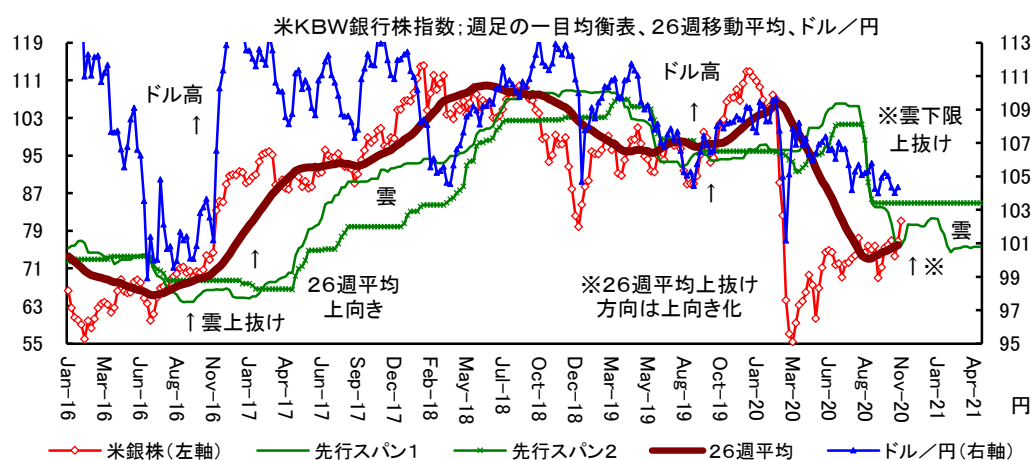
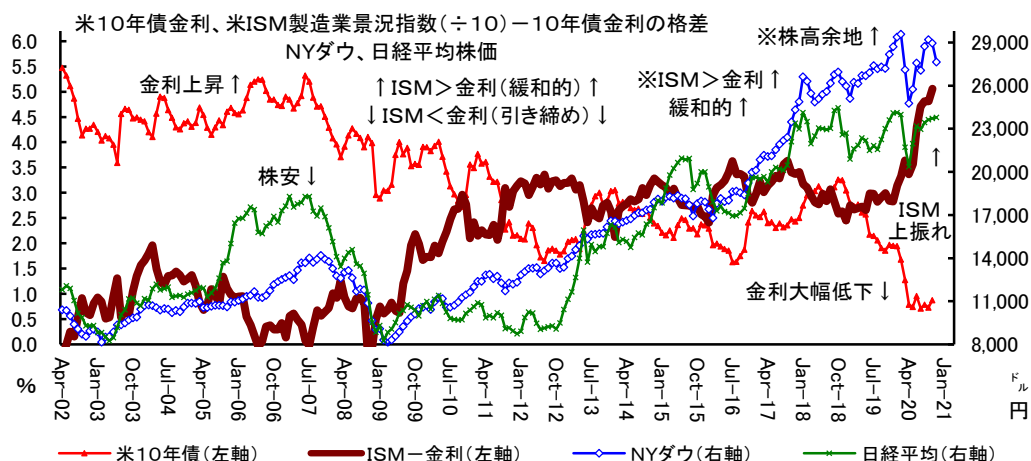
また、米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数にあって、より先行性のある「新規受注-在庫バランス」については、最新 10 月分で方向トレンドを示す 12 カ月（1 年）から 60 カ月（5 年）までの各

年の移動平均が全て上向き化で揃い始めた。長期トレンドとしての底入れが示唆されつつある。こうした同時現象は前回、2016 年 5 月から観測されたが、ISM の総合指数は同月の 51.3 を起点ボトムとして、27 カ月後となる 2018 年 8 月の 60.8 まで改善トレンドが形成されている。

しかも ISM 製造業景況指数の総合指数は最新 10 月に 59.3 へと改善したが、同月に米 10 年債金利は月間最高でも 0.88% で抑制されていた。前回の 59 超え時である 2018 年 9 月の場合、同金利は 3.11% まで上昇している。その前の 59 超えは 2011 年 2 月に見られたが、同金利は 3.77% まで上昇という引き締め圧力が掛かっていた。

その点、現在の ISM 指数の上昇見合いでの金利の低位抑制は、超緩和的な金融経済環境を醸成させていく。今後の持続的な ISM 上昇と米国の株高、遅行追随する形での日経平均株価の上昇余地が支援されやすい。具体的に ISM 指数を 10 で割った「ISM 指数（÷10）-米 10 年債金利の月間最高」の格差は、10 月に 5.05 となった（ISM>金利）。昨年 12 月の 2.83 や 2018 年 12 月の 2.45 を直近最低として、2 倍前後の急上昇となり、過去最高を更新している。過去最大級の超緩和的な緩和環境は、米国株の過去最高値推移を底流でサポートしている。





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。