

「米 ISM > 金利」過去最高乖離、金利上昇圧力 超緩和環境、先行指標の受注・在庫バランスも大幅改善

(株) ジャパンエコノミックパルス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2021/1/8 (金)

米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数は昨年 12 月に 60.7 (前月 57.5) と 2 カ月ぶりに上昇し、2018 年 8 月以来の高水準に改善してきた。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が景気回復軌道や米株高の持続を支援する一方、米長期債金利には上昇圧力が掛かりやすい (債券価格は下落)。ISM に先行する「新規受注-在庫のバランス」も 11 年ぶりの高水準となっており、3 月からの前年比・金利プラス公算とあいまって、米金利上昇が波乱要因となる。

ISM 改善比の金利抑制、乖離修正で金利上昇も

「(昨年 12 月の米 ISM 製造業景況指数では) 製造業界が 7 カ月連続で堅調に推移した。需要や消費、投入といった領域が 11 月との比較で上向いている」――。

ISM 製造業調査委員会の会長は 5 日、最新データを踏まえてこのような解説を行っている。

先行きはコロナ危機が収束するまで、「企業やその納入業者が労働市場で直面する問題などが残り、製造業の拡大を抑制し続ける」(同)。それでも 12 月はコロナ感染と経済制限の再拡大や、米追加経済対策の難航・遅延といった悪材料が覆う中で、ISM 指数は 60.7 と約 28 カ月ぶりの高水準に改善した。低金利を受けた住宅・自動車販売の復調持続や年末商戦などにより、衣料、家具、木工製品、金属製品の拡大が目立っている。低水準の在庫を補うため、工場稼働が活発化したことなども指数を下支えした。

引き続き ISM の伸びシロを支援するのが、景気判断の節目である 50 を大きく上回る 60 超えでもなお、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」の醸成だ。昨年 12 月の米 10 年債金利は、月間最高でも 0.98% 前後にとどまっている。

単純に 12 月の ISM 指数 60.7 を 10 で割った 6.07 から、12 月の月間最高金利 0.98% を引いた格差は +5.09 となっている (ISM > 金利)。同じ算出法では昨年 10 月の +5.05 や過去最高である 2017 年 9 月の +3.63 などを上回り、過去最大の上振れ乖離幅となってきた。こうした超緩和的環境は、引き続き米国の景気回復軌道や、米国株を始めとしたリスク資産の上昇を底流部分で継続サポートしていく。一方で裏表の関係により、米長期債金利には上昇圧力が掛かりやすい (債券価格は下落)。

同格差は昨年 3 月の +3.64 から 12 月の +5.09 までの 10 カ月間で、+1.45 幅の ISM 上振れ乖離が進んだ。同じ 10 カ月間では 2017 年 9 月に +0.83 幅の

上昇場面があったが、当時の米債金利は「ISM 指数などの景況改善見合いでの金利の下げ過ぎ」が修正へと移行。10 年債金利は同月最低の 2.01% 前後から、約 13 カ月後の 2018 年 10 月には 3.26% と +1.25% 幅の上昇が遅行観測されている。

同じ比較では、2016 年 10 月に同格差が +0.91 幅の ISM 上振れ局面があった。当時の米 10 年債金利も同月の 1.59% 前後から、1 年後には 2.48% と +0.88% 幅の金利上昇が見られている。リーマン・ショック後では、2009 年 7 月から「ISM > 金利」の上振れ乖離が加速された。当時の米 10 年債金利もまた、2009 年 9 月の 3.10% 前後をボトムとして、金利が上昇に転じている。6 カ月後の 2010 年 4 月には 4.01% 前後と、+0.91% 幅の金利上昇となっていた。

米 ISM の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入りを固めつつある。ISM の総合指数に先行する内訳の「新規受注-顧客在庫」バランスは、12 月に +30.0 となった (前月は +28.8)。4 月の -21.7 をボトムに大幅な上振れとなり、2009 年 12 月の +31.3 以来、約 11 年ぶりの高水準となっている。過去に +30 を超える大幅なバランス改善は、高確率でその後に米国の景気回復と株高持続が追従観測されてきた。裏表の関係により、米 10 年債金利は高確率で遅行上昇となっている。

最新 12 月の ISM 製造業景況指数では、物価や期待インフレに関係する「仕入価格」が 77.6 と前月の 65.4 から上昇した。直近最低である 4 月の 35.3 から 2 倍以上の急上昇となり、2018 年 5 月以来の高水準になっている。原油などの資源相場上昇のほか、コロナ打撃による供給制約やドル安、6 月前後にかけての都市閉鎖を含めた経済制限の反動緩和などが、短期的ながらも仕入価格の上昇を促している。

過去には仕入価格の 70 超えからは、追従して米債金利の上昇が観測されてきた。例えば前回の価格急低下からの 70 超えは、2017 年 9 月の 71.5 から見られている。米 10 年債金利は同月最低の 2.0% 前後から、13 カ月後には 3.3% 前後への上昇となっていた。

米金利は 3 月から前年比上昇へ、米株の調整警戒

米国の 10 年債金利については、米国の政治情勢や今後の財政出動の行方、コロナ感染の動向など先行き不透明材料が山積している。それでも今後については、今年 3 月から「前年同月比で金利上昇のプラス化」となる公算となっている。

昨年はコロナ打撃や FRB の金融緩和強化などにより、2 月の月間最高 1.68% 前後から 3 月には 0.31% 前後へと金利が急低下した (債券価格は急騰)。その

後に昨年は10月にかけて、月間最低が0.5%から0.6%前後での低位底這いが続いている。ひるがえって今年の場合、3月以降は少なくとも月間最低ベースで前年同月の金利水準を上回っていく可能性が高い。

過去実績として「前年同月比での金利上昇」は、前年比での経済指標や企業収益、株価などにマイナスとなるケースも見られてきた。とくに金利動向に敏感なITハイテク関連セクターについては、前年比で金利が上昇に転じる前後で、株高ペースの鈍化や調整株安に転じる相関性が見られている。

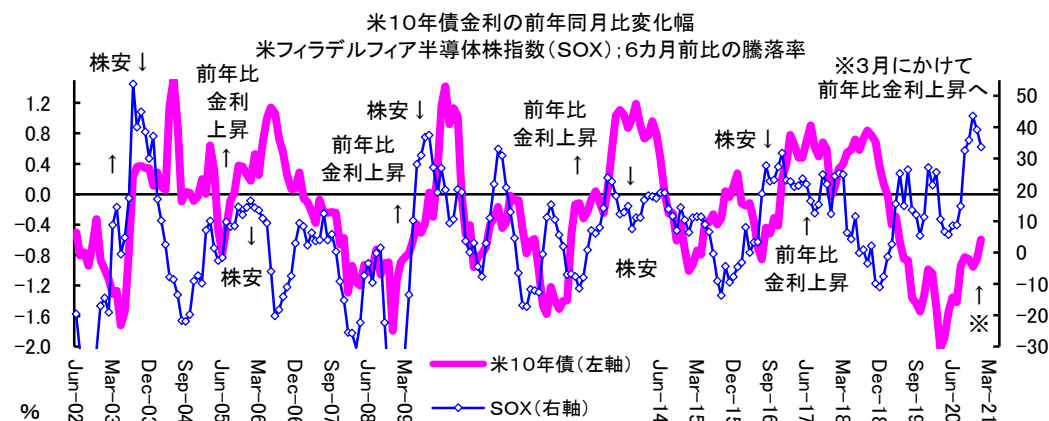
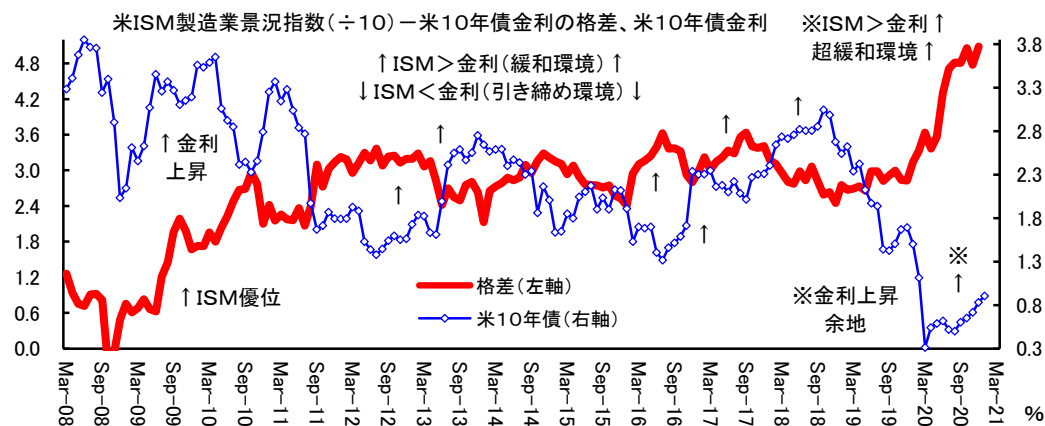
たださえ今年については、米国債金利の上昇が大きなリスク要因となっている。米国株市場では1月中旬以降から決算発表が本格化することもあり、その前段階での一旦の利食い売りやヘッジ売り、ポジション手仕舞いなどが増加する可能性には注意を要しよう。

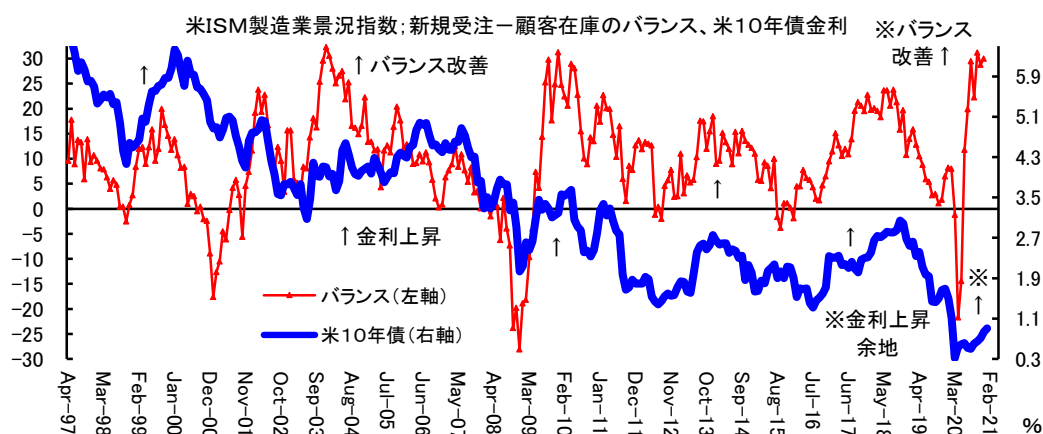
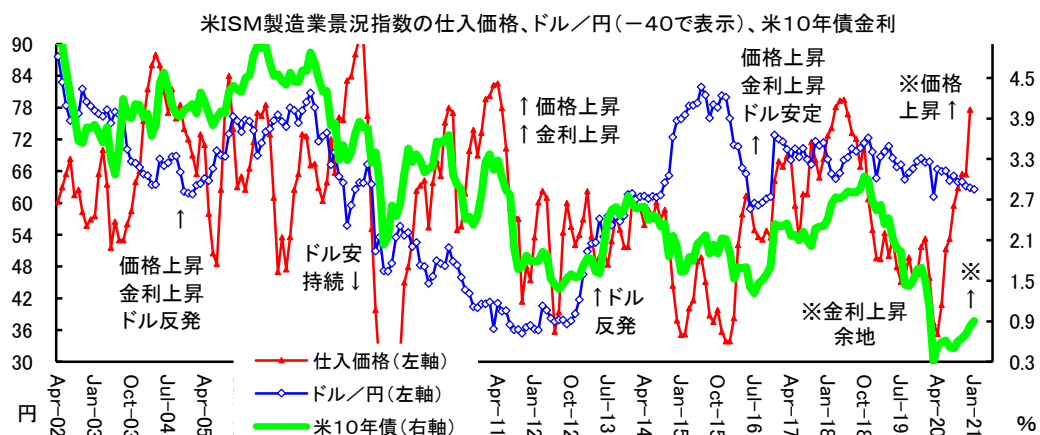
すでに米フィラデルフィア半導体株指数(SOX)の月間高値を比較した「6カ月前比・騰落率」でいえば、昨年11月の+43.5%が現状ピークとなり、12

月は+39.2%、1月は5日時点で+33.7%と騰勢ペースが鈍化しつつある。先行き日柄調整による横這いや、価格調整による短期下落の先行シグナルとして無視できない。

過去に同騰落率は2017年半ばからの急上昇のあと、2018年2月の+25.3%で騰勢ピークとなったが、その後にSOXは上げ渋りと横這い化に移行している。そして同年10月から翌2019年1月にかけては、急落へと転じていた。底流部分で当時の米10年債金利は、前年同月比が月間最低の比較で2017年12月のマイナス化という金利低下から、2018年は1月からプラス転換となっていた。

その前でも米10年債金利が前年同月比マイナスからプラス転換となる局面では、時間差ケースを含めて、2015年、2010年、2006年、2004年、2002年などでSOXの上昇ペース鈍化や調整下落が観測されてきた。今年についてもSOXのみならず、米国株全体として3月からの「前年比・金利プラス転換」と前後した一旦の調整局面は注視される。





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。