

「米 ISM>金利」乖離縮小、緩和環境後退 好環境が 15 年ぶりは正、利上げ効果顕在化で休止支援

米国の重要先行指標である ISM 景況指数は、米 10 年債金利との見合いでの上振れ乖離が縮小となってきた。2020 年以降はコロナ対策などにより、金利水準比で大幅な上昇となる超緩和的な金融経済環境が醸成されてきたが、直近 9 月は約 15 年ぶりの乖離幅縮小となっている。利上げ効果の顕在化を示唆するもので、11 月の最終利上げ、もしくは見送りを含めた利上げ休止が支援されやすい。一方で現状はまだ金利水準が上振れとなる引き締め環境の増強には至っておらず、軟着陸期待は残されている。

コロナ対策で景況>金利の乖離拡大、修正が進捗

「FRB の金融政策は、十分に景気抑制的な金利水準に達しているか、極めて接近している可能性が高い」、「これまでの利上げの完全な効果は、向こう数カ月に表れる」――。

FRB のバー副議長（銀行監督担当）は 10 月 2 日、このような見解を示した。

続いて 5 日には米サンフランシスコ連銀のデーリー総裁が、「労働市場とインフレが減速し続ける、ないしタイトな金融環境が続けば、米金融当局は政策金利を据え置くことが可能」と指摘。7 月以降の米長期金利上昇などを踏まえながら、「金融環境は過去 90 日間でかなり引き締まったが、その状態が続く場合、さらなる行動を起こす必要性が低下する」、「このところの債券市場のタイト化は、ほぼ 1 回分の利上げに相当する」などと述べている。

いずれも FRB による 11 月の利上げが最後、もしくは 11 月の見送りを含めた利上げ打ち止めと、当面の様子見入りを示唆するものだ。

その中で米国の重要先行指標である ISM 景況指数では、最新 9 月に製造業が 49.0 となった。前月の 47.6 から上昇となり、6 月の 46.0 を直近最低とした一旦の底入れが示唆されている。それでも昨年 11 月以降、11 カ月連続で景気判断の節目 50 を下回っており、脆弱な状況に変わりはない。

同じ 9 月に米国では「金融環境が引き締まる」（デーリー総裁）形で、長期金利が大きく上昇した。米 10 年債金利の月間最高は 4.69% 前後となり、2007 年以来、約 16 年ぶりの高水準となっている。結果、景況の水準度合いに対して金利が高いか低いかを示す「ISM 指数（÷10）4.90－月間最高金利 4.69%」の相対格差は +0.21 となった。前月の +0.40 や直近最大である 4 月の +1.07 を下回り、最近ではリーマン・ショック直後である 2008 年 11 月以降、約 15 年ぶりの格差縮小となっている（緩和環境の後退）。

2020 年以降はコロナ危機対策に伴う超金融緩和

策や財政出動などもあり、金利は低下で ISM 指数は上昇という格差が拡大（ISM>金利）。同格差は 2020 年から 2021 年にかけて +4 から +5 という、過去最大幅の ISM 上振れ乖離という好環境が広がった。企業・家計を含めた景況指数の上昇に対して、借入・調達金利などの金利は低く抑えられ、超緩和的な金融経済環境の醸成につながっている。

こうした超緩和的な環境は米国の景気回復や株価上昇などを支援する一方、記録的なインフレ昂進の一因となってきた。それに対して FRB は昨年 3 月から利上げの引き締めを強化してきたが、足元では政策のタイムラグ性質もあって、ようやく利上げ効果が顕在化しつつある。先行き FRB の利上げ休止と様子見入りを支援する要因となりやすい。

すでに今年の年初以降にはフィラデルフィア連銀や NY 連銀の製造業景況指数についても、米 10 年債金利との見合いでの大幅な下振れ場面が見られてきた。過去に FRB が利上げを休止した段階と同水準までという、相対低下と緩和環境の修正も観測されている。

一方で今年 9 月の場合、「ISM 指数（÷10）－米 10 年債金利」の格差は +0.21 とプラス化は維持されている。まだ本格的な ISM 下振れのマイナス拡大と、引き締め環境の増強には至っていない。先行き米国の景気軟着陸に期待をつなぐものだ。過去の米国での本格的な景気後退入りや、米国株の大幅な下抜け下落については、いずれも同格差が大幅なマイナスとなる引き締め環境の拡大局面で観測されてきた（景況水準<金利）。

ISM>金利の上振れ修正、物価下落に連動性

その点で現在の場合、本格的に引き締め環境が拡大される前に FRB が利上げ休止に移行すると、米国株は 8 月から現在に至る調整株安を経て、先行き下げ止まりから底入れ反発となる可能性が残されている。

米株安と裏表で米国の 10 年債金利は 7 月以降、上昇圧力が続いている（米債価格は下落）。先行き FRB の利上げ停止や軟着陸観測は、過度な景気後退懸念の後退に米財政懸念の残存が重なる形で、一段の金利上昇を促す波乱リスクが消えていない。

一方で 2020 年以降の「超緩和的な金融経済環境」では、カネ余りと余剰資金が米国債に滞留することで、過度に米 10 年債金利が押し下げられてきた側面もある（米債価格は上昇）。米 10 年債は昨年 3 月以降や今年 7 月以降に金利が上昇となっているが、FRB による金利引き上げと量的緩和の縮小による「二重

の引き締めと余剰資金の吸収」も影響している。

その意味で足元の超緩和環境の修正進捗は、同時進行で米国債からの余剰資金流出が終盤入りとなる可能性も無視できない。さらに超緩和環境の修正は先行き米国の景気を抑制する部分があり、この点でも米 10 年債金利の上昇ペースに歯止めをかける潜在余地がある。

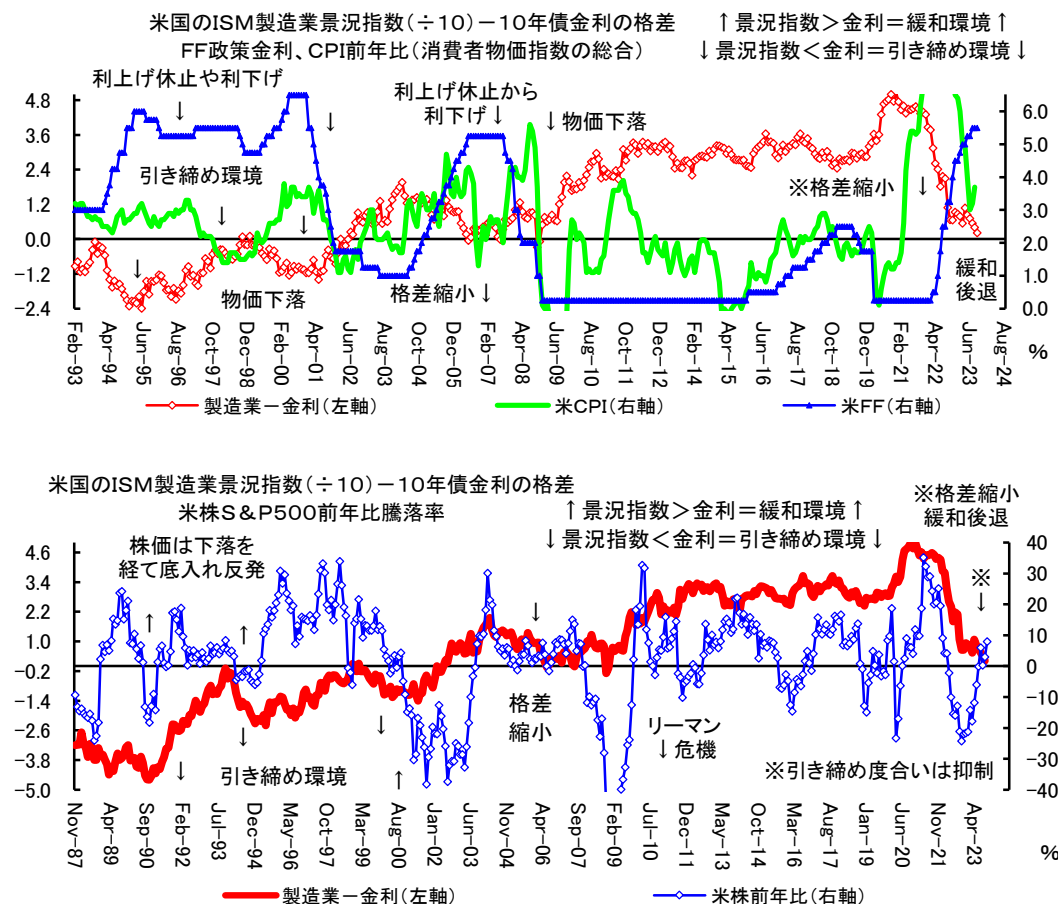
なお、過去 FRB による 2004 年以降の利上げ局面では、2006 年 6 月に「ISM 製造業景況指数（÷10）－米 10 年債金利」の格差が ISM 劣勢のマイナス転換となる場面があった（ISM<金利）。現在と同じように利上げ効果の表出と、緩和環境の修正進捗が見られている。あくまで結果論ながら、当時の FRB 利上げは同月が最後となる形で打ち止めに移行。同月以降は約 14 カ月間の現状維持と様子見が観測されている。

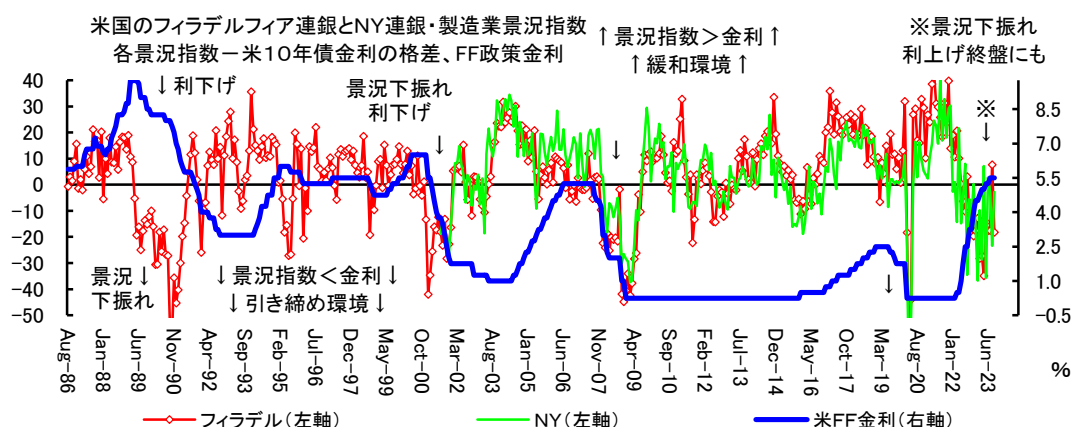
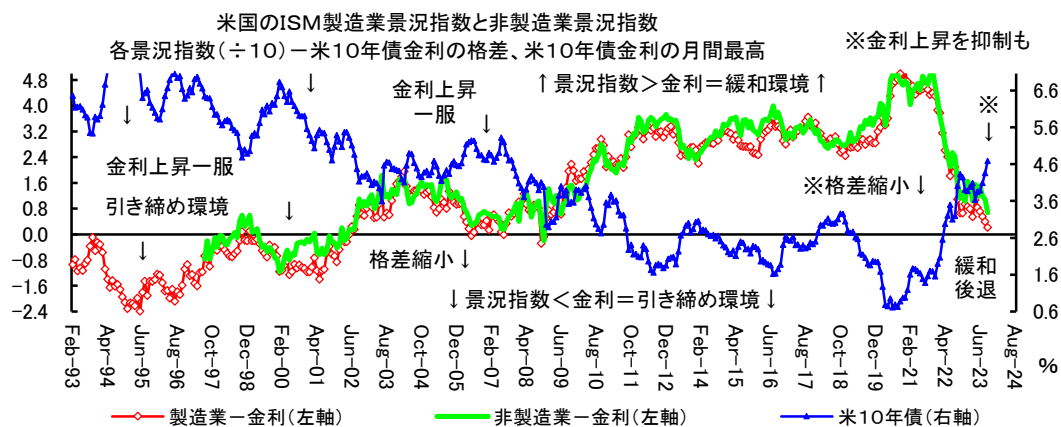
当時は緩和環境の修正進捗もあり、米国の CPI 前年比（消費者物価指数の総合）は、ISM が相対劣勢に転じた同じ月の 2006 年 6 月に+4.3%で上昇ピークを付けている。その後 CPI は 4 カ月後にかけて、

+1.3%に低下するという連動相関性が見られていた。

その前の 1999 年 6 月の利上げ開始局面では、同格差が-0.50 となっていた。そこから約 1 年後となる 2000 年 5 月には同格差が-1.25 へとマイナス幅が拡大し、約 3 年ぶりの「ISM<金利」という ISM 下振れの引き締め環境が増幅されている。当時の利上げも、結果論ながら同月が最後となっていた。米 CPI 前年比は、同月から 2 カ月前の+3.8%で上昇ピークをつけ、その後は下落に転じる連動相関性が確認されている。

直近 9 月には ISM の非製造業景況指数について、「指数（÷10）－米 10 年債金利」の格差が+0.67 となった。こちらも前月の+1.09 のほか、過去最大の ISM 上振れとなった 2020-2021 年の+4 から+5 超えに比較すると、超緩和環境は修正されている。それでも ISM 下振れのマイナスには転換しておらず、まだ「引き締めには至らない中立化の方向」にとどまっている。





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、複製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。