

米 ISM「金利比」15 年ぶり引き締め環境是正 ISM 低下<金利上昇が歯止め、ISM12 カ月平均も上向き化

2024/2/5 (月)

米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数は 1 月に改善となったが、昨年までの「指数低下との見合いでの金利上振れ」という引き締め環境も是正されている。ISM (÷10) - 米 10 年債金利の格差は昨年 10-11 月にかけて、15 年ぶりの ISM 下振れという引き締めが見られたが、その前後からの FRB 利上げ終了示唆や長期金利低下もあり、1 月には「ISM>金利」という緩和的環境が修復となってきた。GDP 等に先行実績のある ISM は 12 カ月移動平均も 26 カ月ぶりの上向き好転となり、軟着陸の確率上昇につながりやすい。

ISM-金利、昨秋はリーマン危機来の引き締め

「米国やいくつかの主要新興国・発展途上国では、2023 年下半年期の経済成長が予想以上に堅調であった」、「依然としてタイトな労働市場を背景として、実質可処分所得が伸びたことや、家計がコロナ禍に蓄積された貯蓄を取り崩したことで消費が支えられた」、「労働参加率が広い範囲で上昇となり、コロナ禍に見られたサプライチェーン（供給網）の問題が解決し、納期が短くなるなか、供給サイドの拡大が本格化した」――。

IMF は 1 月末、最新の世界経済見通しで米国に関し、このような前向き評価を行っている。あくまでも現状段階ながら、米国では雇用や消費が下支えされる一方、労働参加率の上昇が賃金インフレを抑制させ、供給の拡大がコロナ後の供給不足インフレを低下させるという、インフレ押し下げでも需要は安定という「適温の軟着陸」軌道に向かいつつある。

その中で米国の重要な先行指標である ISM 製造業景況指数は、最新 1 月に 49.1 となった。前月の 47.1 や直近最低である昨年 6 月の 46.4 から改善となり、2022 年 10 月以来、15 カ月ぶりの高水準を回復している。雇用・消費の打たれ強さのほか、昨年 11 月以降の金利急低下、資源・物価高騰の是正、株高による資産効果などが米国の内需を下支えしている。

金融経済環境が緩和的か、引き締めの参考になる「ISM 指数 (÷10) - 米 10 年債金利 (月間最高)」の格差も、昨年にかけての ISM 下振れ (金利上振れ) という低下方向と引き締め環境が是正されてきた。1 月は ISM 改善と金利低下により、+0.71 と 12 月の +0.36 から ISM 優位の緩和方向となっている (ISM>金利、プラス幅が大きいほど緩和的)。

昨年は金利急上昇と ISM 悪化もあり、10 月に -0.33、11 月に -0.27 という ISM の下振れが進んだ (ISM<金利)。2020 年 12 月の +5.04 を直近最高とした低下傾向が続き、リーマン・ショック直後であ

る 2008 年 10-11 月以来、実に約 15 年ぶりのマイナス転落と引き締め環境となっている。一方で今後は FRB の利上げ終了や先行き利下げ、過去 3 年比でのインフレ低下のほか、米国経済の軟着陸期待もあり、緩やかながらも「ISM>金利」という格差プラス方向の緩和的環境が見込まれる。

前回 2008 年 10-11 月の同格差マイナスの場合、そこが最悪期となって、ISM 指数は翌月 12 月の 34.5 で底入れとなった。その後は政策支援や金利低下などで、ISM 回復>金利低下の緩和的モメンタムが強まり、ISM 指数は 15 カ月後となる 2010 年 3 月に 58.8 まで改善の上昇となっている。

過去の長期実績としても現在のように「ISM<金利」から「ISM>金利」方向に移行する局面では、ISM が改善トレンドを明確化させてきた。その後は先行指標である ISM に追随し、GDP といった各種経済統計も運行改善になるという循環パターンが高確率で繰り返されている。

12 カ月平均上向き、米 GDP・ドル・日本株支援

米国の内需の打たれ強さについては、日本と異なり、物価の上昇率を賃金が上回るという「実質賃金の改善維持」が一因としてある。最近の昨年 12 月の場合、米 CPI (消費者物価指数の総合) は前年比で +3.4% となっていた。それに対して同月の平均賃金は、前年比 +4.1% となっている。賃金が +0.7% 上回っており、昨年 5 月以降はこうした実質賃金のプラス化が保たれた状態だ。

その中で米国の ISM 製造業景況指数については、トレンドを示す 12 カ月 (1 年) 移動平均の方向角度について、1 月から「上向き化」へと向かい始めた。2021 年 11 月以来、26 カ月ぶりのトレンド好転となっている。

過去 ISM の 12 カ月平均が上向き転換となったあとは、高確率で ISM の改善トレンド入りと米国経済全体の回復が明確化されてきた。

例えば前回 12 カ月平均の下向き化が長期続いたあとは、2020 年 6 月から上向き転換となっている。その後に米国の四半期 GDP は実質の前期比年率で、翌年 2021 年 1-3 月に +5.2%、4-6 月に +6.2% とプラス幅を拡大させていた。

その前の ISM の 12 カ月平均「上向き転換」は、2016 年 6 月に観測されている。同期の GDP は +2.2% であったのに対し、1 年半後となる 2017 年 10-12 月には +4.6% までプラス幅を拡大させている。その他、2013 年 6 月の上向き化後に GDP は、1 年後となる翌 2014 年 4-6 月に +5.3%、7-9 月に +5.0% と運行

追従での景気改善が示されている。

ISM 指数の 12 カ月移動平均が上向き化へとトレンド転換したあとは、米国経済全体の回復軌道入りに連動し、為替相場でのドル/円はドルの上昇やドルの安定化が観測されている。米国経済やドル/円の影響を受ける日経平均株価についても、連動での株高トレンド入りが連動形成されてきた。

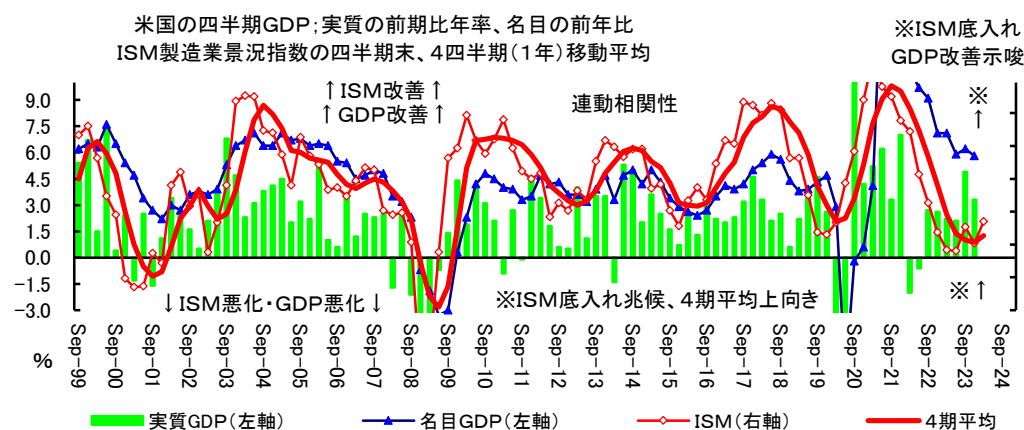
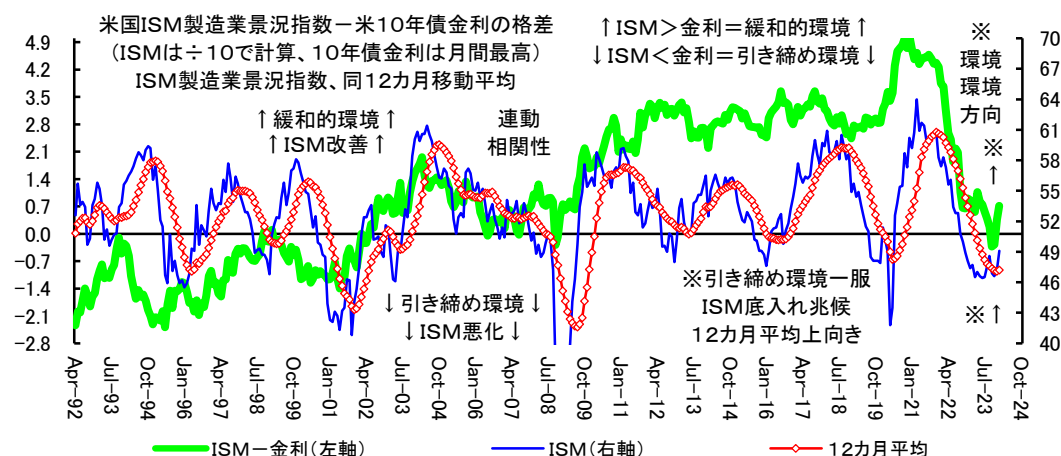
前回 ISM の 12 カ月平均上向き化は、2020 年 6 月から観測された(各月の月末時点での 12 カ月移動平均の数値が、前月比でプラス化)。日経平均株価は同時進行で株高モメンタムが点火。そこから 15 カ月後となる翌 2021 年 9 月まで株高基調が続いている。

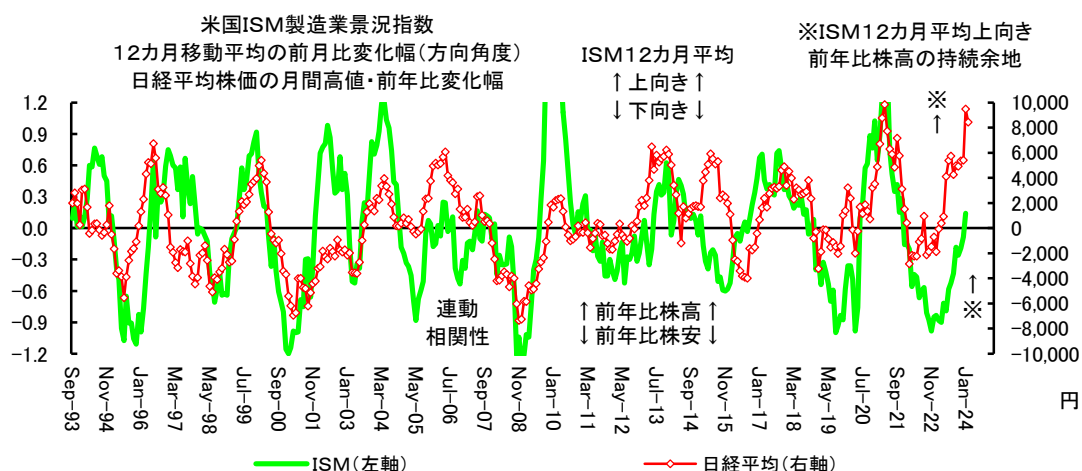
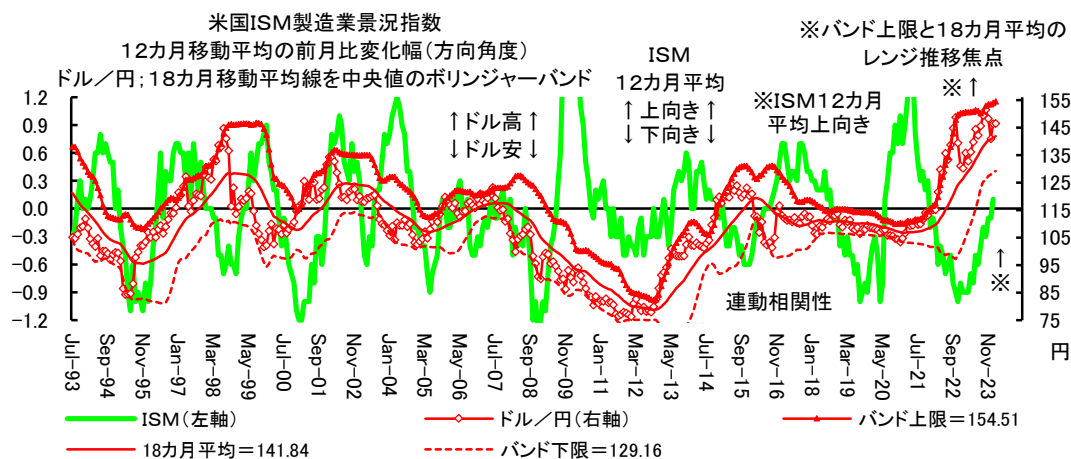
その 2020 年 6 月の場合、ドル/円は当時のコロナ打撃や FRB 緩和強化もあって、ドル安の圧力が続いていた。それでも 1 年後の 2021 年にかけて、106-107 円前後をドル安メドとしたドル下げ渋りとドル下値固めが持続。2021 年 10 月からドル高の機運が生まれ、2022-23 年にかけてドル高トレンドが明確

化されている。

その他、過去に ISM の 12 カ月平均が上向き転換となった局面としては、2016 年 6 月以降、2013 年 6 月以降、2006 年 4 月以降、1996 年 5 月以降などがあった。いずれも高確率で日経平均の上昇と基本的なドル高・円安の相場基調が、最低でも 1-2 年は継続となっていた。

なお、米製造業の業況を示す ISM 景況指数が名目金利を上回る位置関係 (ISM>金利) に関しては、単純に資金の借入や調達のコストを示す名目金利に対し、景況指数のほうが高ければ「順ザヤ」環境が支援される。企業のバランスシートは、健全化へと寄与していく。同時に ISM の水準は、名目の企業収益と相関性が高い。平均以上の収益率を挙げている企業や関連株からすると、「ISM 水準見合いでの金利の下振れ抑制」は緩和的な金融経済環境となり、プラスの恩恵を受けやすくなる。





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。