

米 ISM 底入れ、米株・米金利・ドルに上昇余地 重要先行指標、利下げ・物価下落・政策期待等が支援

2024/12/4 (水)

米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数は、最新 11 月分で底入れを固めつつある。過去の長期実績に沿えば、米国株や米長期債金利、ドルの「上昇余地残存」につながっていく（米債価格は下落）。先行き米国内外で不透明材料が山積しているが、米 FRB には利下げペース鈍化でも利下げ余地が残されているほか、FRB による物価 2% 安定化努力の堅持と物価の下落余地、企業サイドは各種コストの軽減余地、米新政権での政策期待、コロナ対応とバイデン経済政策による歳出急増と反動急減の振幅一段落などが支援材料となる。

ISM は FRB 変更から 1 年後影響、来秋に改善余地

「(米国経済の重要先行指標である) ISM 製造業景況指数について、1990 年代以降の各利上げ局面と景気循環日付を確認すると、利上げ開始直後から 1 年弱の間に ISM 指数は低下に転じていることが分かる」――。

内閣府では過去にこのような検証分析を行っている。

最近では FRB が 2022 年 3 月から利上げを開始したが、ISM 指数は同月の 57.3 から 8 カ月後に景気判断の節目である 50 を割り込んできた。そして最後の利上げとなった 2023 年 7 月に 46.5 まで低下したあとは、利上げ休止と連動して ISM も下げ渋りに移行。利上げ休止からちょうど「1 年後」となる今年 7 月の 46.8 や、10 月の 46.5 が最低ボトムとなり、12 月 2 日公表の最新 11 月分は 48.4 と反発に転じている。当座の底入れを示唆するものだ。

今後については、すでに FRB が今年 9 月から利下げ局面に移行している。内閣府等のタイムラグ分析に沿えば、1 年後の来年 9 月にかけて ISM は緩和効果等による先高余地が支援されやすい。

過去 1990 年代以降の長期実績として、ISM の底入れから改善軌道入りの期間中には、連動して米国株市場での S&P500 等のほか、米 10 年債金利、為替市場でのドル指数（ドルの総合力を示す実効相場）、ドル/円でのドルが同時に上昇となってきた（米債価格は下落方向）。それぞれ数値水準は上げ渋りとなるケースがあっても、前年同月比では基本的なプラス基調が連動観測されている。

現状段階での ISM 底入れの確度を高める要因としては、最新 11 月分の内訳で先行指標である「新規受注」が 50.4 となり、景気判断の節目 50 を先行回復してきたことや、同じく先行指標である「新規受注－在庫」のバランスが、12 カ月（1 年）、24 カ月（2 年）の両移動平均ベースでプラス化の上向きトレンド

を明確化させてきたこと、といった基調好転のサインがある。

米国の経済環境面でも、今後の ISM には支援材料がある。FRB には利下げペース鈍化でも利下げ余地が残されているほか、FRB による物価 2% 安定化努力の堅持と物価の下落余地（消費と内需を支援）、企業サイドは各種コストの軽減余地、米トランプ新政権での政策期待、コロナ対応とバイデン経済政策による歳出の急増と反動急減という振幅の一段落といったプラス材料がある。

先行き ISM の改善余地に連動した米 10 年債金利の前年比プラス余地に関しては、足元の 12 月入り後、2 日の日中最高は 4.24% となっている。月間最高金利ベースでの前年同月比でいえば、昨年 12 月は最高が 4.35% であり、早くも「前年比プラス化」が視界に入ってきた。来年 1－4 月に向けて 10 年債金利の上昇メドで参考になる 1 年前の月間最高は、今年 1 月が 4.20%、2－3 月が 4.35%、4 月が 4.74% となっている。先行き来年 4 月にかけては、同レベルの前後や前年比プラスの金利水準が注目されそうだ。

米物価 2% 方向に正常化の余地、ISM 伸びシロに

為替ドル/円では 1 年前の昨年 12 月に月間ドル高値が 148.35 円前後、ドル安値が 140.25 円前後となっている。12 月 2 日時点における 149－150 円前後という水準は、前年比ドル高が維持された状態だ。先行き来年 1－3 月にかけてのドル高値と安値のメドで参考になる 1 年前の水準は、昨年 1 月のドル高値が 148.81 円、ドル安値が 140.82 円、同様に昨年 2 月が 150.89 円と 145.90 円、昨年 3 月が 151.97 円と 146.49 円の各前後などとなっている。当座はこうした前年水準の前後か、前年比ドル高での推移が焦点となる。

ちなみに前回の FRB による利下げ局面は、2019 年 7 月から開始された。ISM 製造業景況指数は同月の 51.0 から、コロナ危機を挟みつつも「1 年後」となる 2020 年 7 月には 53.8 に改善となっている。リーマン・ショック以前では 2001 年 1 月から利下げ開始があり、ISM は同月の 42.3 から「1 年後」の 2002 年 1 月には 47.5 へと改善。1998 年 9 月からの利下げ開始では、ISM が同月の 48.7 から「1 年後」の 1999 年 9 月には 57.0 に改善となったという、高確率での連動実績が見られている。今回も利下げ入りに連動して、ISM は時間差改善が支援されやすい。

米国の物価とインフレに関しては、米トランプ新政権の政策対応などで再上昇のリスクが警戒される。それでも現在は FRB が 2022 年以降の大幅利上げの遅

行効果等も勘案して物価下落に自信を強めて、利下げへと転換している。今後もFRBは法律で課せられた責務として、「物価2%方向での安定化」には細心の注意を払っていくと見られている。

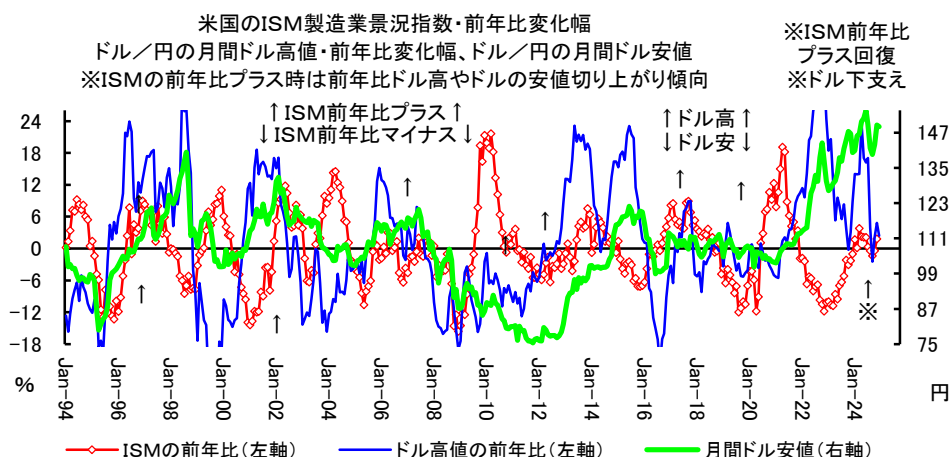
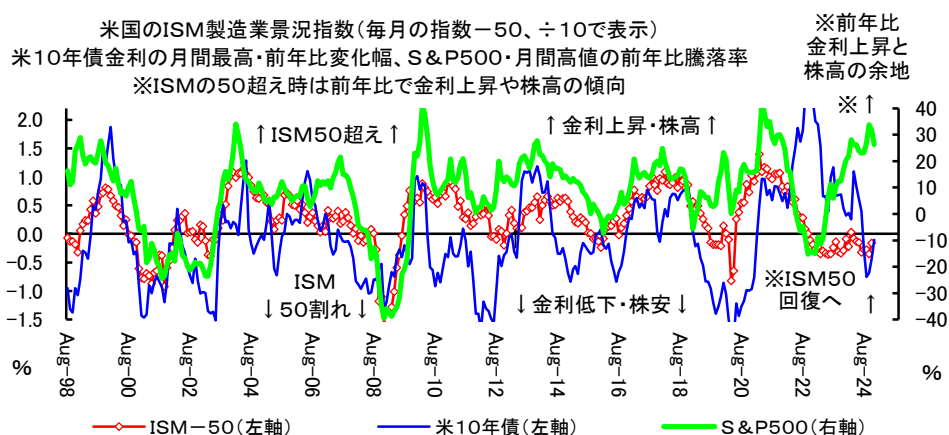
過去の長期実績として、米国の物価が上振れから2%方向に低下していく局面では、高確率でISM指数が連動改善となってきた。現在の場合、米国のCPI前年比（消費者物価指数の総合）は、最新10月に低下ながらも前年比+2.6%と下げ渋りになっている。今後は2%方向への低下と正常化の余地が、ISMの改善の伸びしろとなっていく。

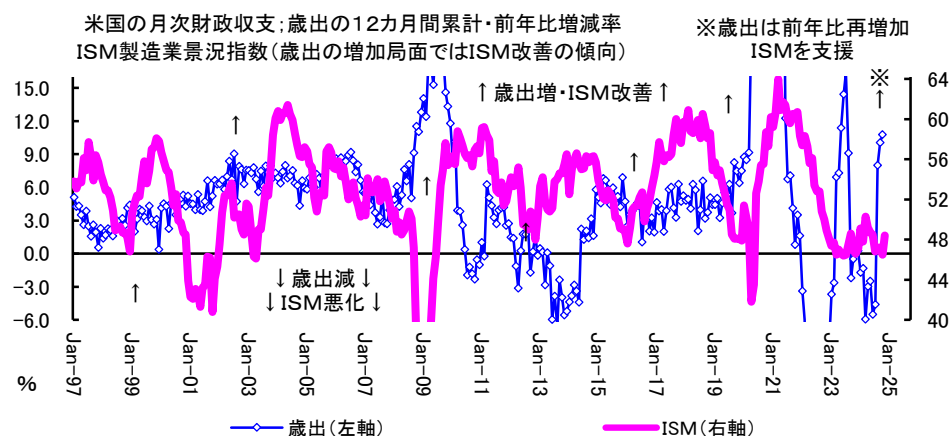
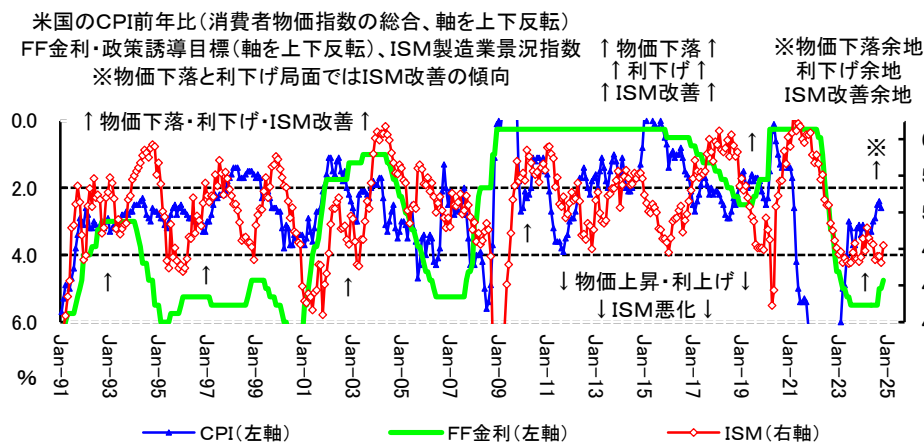
過去にはCPI前年比が2017年2月の+2.7%から、同年6月には+1.6%に低下していく局面があった。その前後でISM指数は時間差を含めて、55.7から60.0へと連動改善になっている。2011-2012年にかけてCPIが+3.9%から+1.7%に低下した局面では、その前後でISMは51.4から55.2に改善した実績を

有している。

米国の財政政策については、来年以降の新政権による減税の延長と強化などがISMの支援材料となっていく。その前段階でも現在は過去コロナ対応や、バイデン政権によるインフラ整備・製造業の国内回帰支援・再生エネルギー支援などに伴う歳出の急増と反動急減という振幅が一段落となってきた。財政面で米国景気の下振れ抑止と下支えの要因になりやすい。

米国の月次・財政収支によると、歳出の12カ月間累計・前年比は最新10月に+10.8%となった。前月の+10.1%に続き、2023年7月の+16.4%以来というプラス幅を回復している。最近では2023年9月から今年7月にかけて反動減の前年比マイナス基調が続いてきたが、今年3月の-5.9%や6月の-5.5%を最低ボトムとして、8月以降はプラス回帰での安定化となってきた。





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。