

米 ISM > 金利、3 年ぶり上振れ幅、緩和環境に ISM 低下 < 金利上昇の引き締め歯止め、景況底入れを後押し

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2025/11/10 (月)

米国の重要先行指標である ISM 製造業景況指数 ($\div 10$) は、米 10 年債金利や FF 政策金利との相对比较で約 3 年ぶりの上振れ幅となってきた (ISM > 金利)。金利水準より景況レベルが高い状況は緩和的な金融経済環境となり、ISM を始めとした米景況データや米国関連の資産、ドルなどの底入れと上向きを後押しさせる。2022 年以降は FRB の利上げや長期金利の上昇に対し、ISM は低下となったことで、一時は ISM の下振れ幅が約 15 年ぶりという引き締め局面もあったが (ISM < 金利)、抑制環境は是正されつつある。

ISM 下振れからの是正、ISM やドルは上昇実績

米国では金融経済環境が緩和的か、引き締めのかの参考になる「ISM 製造業景況指数 ($\div 10$) - 米 10 年債金利 (月間最高)」の差引格差が、最新 10 月に +0.69 という ISM の上振れとなった (ISM は 48.7 $\div 10$ の 4.87 > 金利は 4.18%)。9 月の +0.61 や直近最低である 5 月の +0.23 から ISM 優位となっている。

相対比較で金利水準より景況レベルが高い状況は、緩和的な金融経済環境となる。先行き ISM を始めとした米景況データや米国関連の資産、ドルなどの底入れと上向き方向が後押しされやすい。

実際、10 月に ISM 指数は低迷となったものの、内訳では「受注が前月比で上昇、在庫指数は 1 年ぶりの低水準、顧客在庫も低水準にとどまっており、今後の受注増と生産の下支えにつながる余地があることを示唆」(3 日ブルームバーグ) といった分析が示されている。

すでに ISM 製造業景況指数は、5 月からトレンドを示す 12 カ月 (1 年) 移動平均ベースで方向角度が上昇基調を示す上向き化へと転換してきた。来年にかけての「今年比改善」という確度が高まっており、過去実績に沿えば為替ドル/円でも月間ドル安値などで、来年に向けて「前年比ドル高」や「前年水準の前後」という推移が高確率で保証されやすい。

目先のドル安値水準の参考メドになる 1 年前の月間ドル安値は、昨年 11 月が 149.54 円前後、12 月が 148.65 円前後、今年 3 月が 146.54 円前後などとなっている。

今年 10 月には同様の計算による「ISM ($\div 10$) - FF 金利・政策誘導目標上限」の格差も、+0.87 という ISM の上振れとなった。やはり 9 月の +0.66 や直近最低である 5 月の +0.35 などから、IMF 優位が拡大となっている。対 10 年債金利比、FF 金利比の双方での ISM 上振れ幅は、2022 年 10 月以来、約 36 カ月 (3 年) ぶりの大きさとなっている。

過去に同格差での ISM 下振れという引き締め環境から、現在のような ISM 上振れ拡大という緩和環境への基調転換は、リーマン・ショック後である 2009 年 7 月に観測された。同時期の ISM 指数は緩和的な環境の醸成もあって、底入れ改善へと移行。同月の 49.7 から、8 カ月後となる 2010 年 3 月には 58.8 に上昇し、+9.1 幅の改善実績が見られている。

その前では同格差の基調好転が、2003 年 10 月から観測された。ISM 指数は同月の 55.2 から、7 カ月後には 61.4 という +6.2 幅の連動改善となっている。

同格差は為替相場のドル/円とも、時間差ケースを含めて連動相関性が観測されてきた。ISM が金利比で相対上振れとなる緩和局面では、米国の景気がサポートされるほか、期待成長率の改善や安全逃避の後退などにより、米国の 10 年債金利が上昇に転じることなどが影響している (米債価格は下落)。

2023 年には 15 年ぶり引き締め環境、足元で修正

「ISM ($\div 10$) - FF 金利」の格差でいえば、最近の ISM 下振れ局面が 2023 年 7 月の -0.83 で底入れとなっている。ドル/円は月間のドル安値ベースで、同月の 137 円台からドルが底上げへと移行。1 年後の 2024 年 7 月には、同じくドル安値ベースで 149 円超えとなり、前年比 +12 円幅以上のドル高実績となっていた。

過去に ISM の下振れ幅が大きく拡大した 2000 年の場合、同年 12 月の -2.11 で ISM の下振れが一服となっている。ドル/円の月間ドル安値は同月の 110 円台から、1 年後の 2001 年 12 月には 123 円超えとなり、前年比 +13 円幅のドル高が連動観測されていた。

今年 10 月に ISM 製造業景況指数の水準自体は 48.7 となり、根強い関税不透明感や雇用悪化と内需減速懸念などもあって、前月の 49.1 から低下している。昨年 11 月以降の下限ゾーンで低調さが続いたままだ。一方で 10 年債金利の月間最高は 4.18% となり、前月の 4.30% や直近最高である 1 月の 4.81% などから切り下がってきた。FRB の利下げ再開や米関税等による税収の増加、米景気の不透明感などで金利の上昇が抑制されている (米債価格は底堅さ)。

結果として 10 月に「ISM 48.7 $\div 10$ の 4.87」-「米 10 年債金利 4.18」による格差は、+0.69 の ISM 上振れとなっている (ISM > 金利)。2022 年以降は FRB の利上げや長期金利の上昇に対し、ISM は低下となったことで、一時は ISM の下振れ幅が約 15 年ぶりに拡大という引き締め局面もあった (ISM < 金利)。具体的に 2023 年 10 月には、-0.29 というマイナス局

面にまで ISM の下振れが進んでいる。そこからは底入れ改善となり、直近 10 月には+0.69 にまで ISM の上振れ幅が拡大という緩和環境が醸成されてきた。

ちなみに経済成長率と名目金利の水準、政府の財政の関係については、過去に内閣府が以下のような分析検証を行っている。

「歴史的に米英欧などで名目 GDP 成長率が名目長期金利を上回っている場合、基礎的財政収支が均衡していれば、(経済成長や税収増などで) 政府債務残高の対 GDP 比は低下している。反対に名目 GDP 成長率が名目長期金利を下回っている場合、基礎的財政収支が十分に黒字でないと、(景気悪化や税収減などにより) 政府債務残高の対 GDP 比は安定化しない」

そのうえで「経済成長と財政再建の両立」という重要課題については、「基礎的財政収支を改善するとともに、名目経済成長率を引き上げることが財政健全化に有用であり、デフレ完全脱却と成長戦略の着実な実行が必要」という見解を示していた。

経済学での「ドーマー条件」に関係する考え方で、最近では片山さつき財務相が言及して話題になっている。6 日の国会では高市早苗首相が財政懸念の払拭という観点で、「名目成長率が国債金利を上回る状況を作っていく」という政策方針を示していた。

単純に投資のコストを示す名目金利よりも、投資の収益率を示す名目成長率のほうが高い環境では、経済成長や企業利益、株価などのリスク資産にプラスとなりやすい。税収の増加と財政改善につながる。

資金の借入や調達のコストを示す名目金利に対し、名目成長率のほうが高ければ「順ザヤ」の持続性を支援(成長率>金利)。企業や家計のバランスシートは健全化のほうに寄与していく。米国でいえば 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。

米ISM製造業景況指数、ISM指数－米10年債金利の差引格差

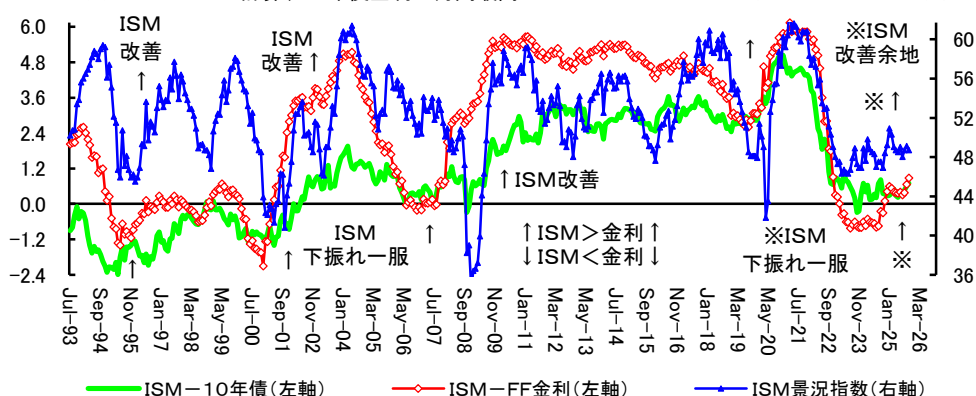
ISM指数－FF金利・政策誘導目標上限の差引格差

※ISMは÷10で計算、10年債金利は月間最高

↑ISM>金利=緩和的環境↑

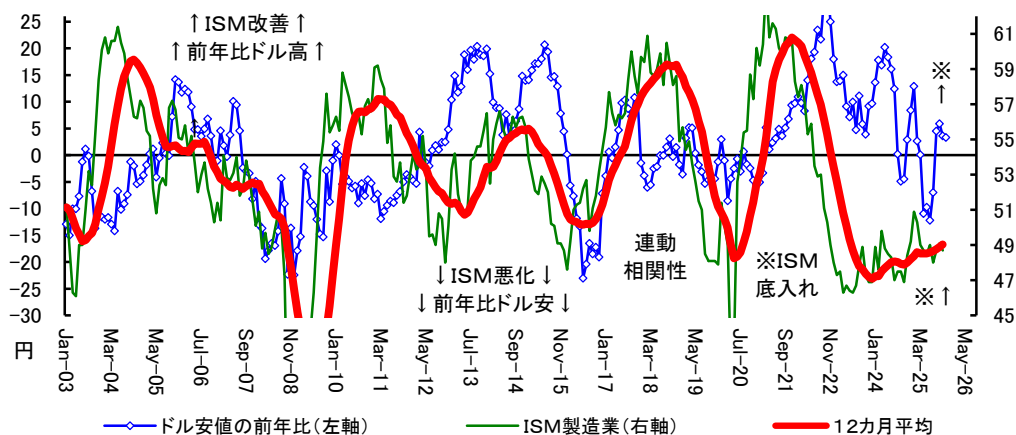
↓ISM<金利=引き締め環境↓

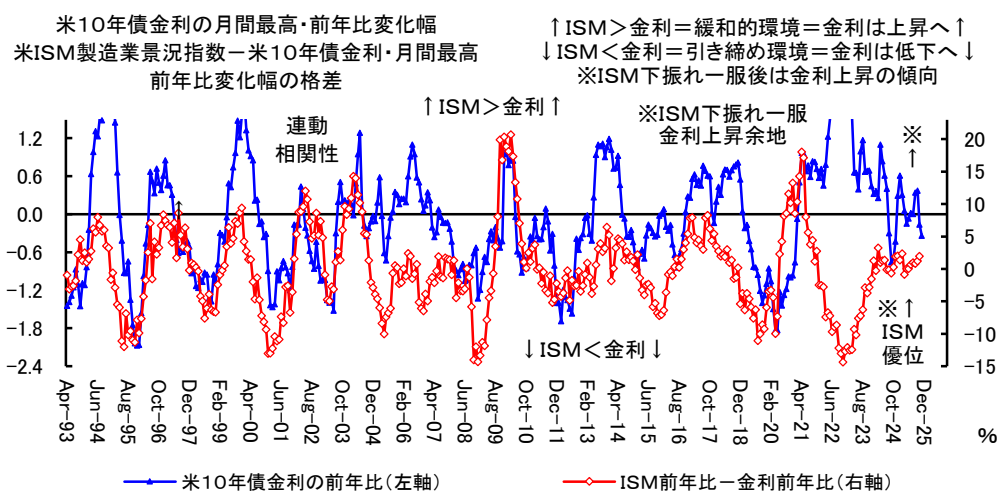
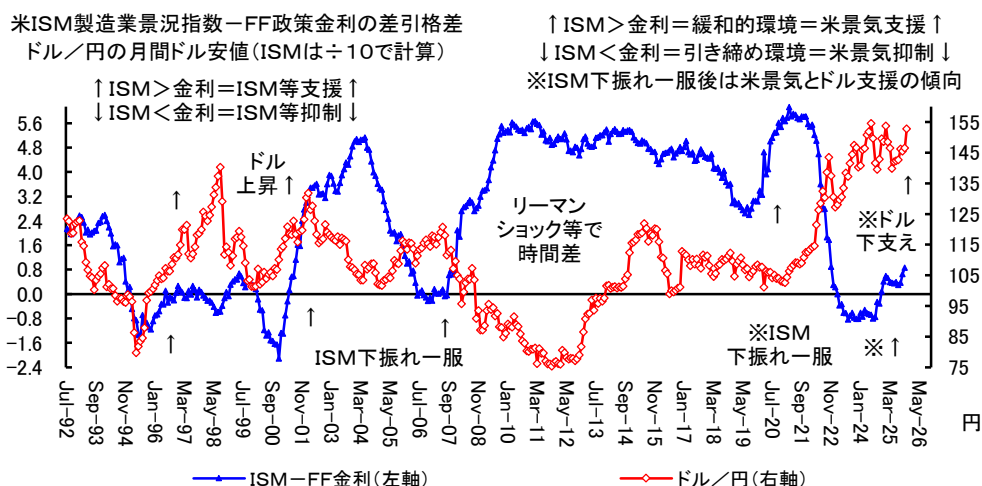
※ISM下振れ一服後はISM改善



ドル／円の月間ドル安値・前年比変化幅
米ISM製造業景況指数、同12カ月移動平均

※前年比ドル高や
前年水準前後の余地





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。