

## 米国、ISM（米供給管理協会）が示唆するソフトランディングシナリオ

製造業の景況感指数は循環的な底打ちが期待される。

ISM（米供給管理協会）が3月1日に発表した2月の製造業景況指数は予想外に低下し、前月比1.3ポイント低下の47.8となった。金融引締めの影響から製造業の景況感は、拡大と縮小の分かれ目となる50を下回り、16カ月連続で縮小圏に沈むものの、低水準ながら安定している。

項目別で見ると、顧客在庫の削減が続く中、新規受注に回復の兆しがあり、発表元は、“需要は回復の初期段階にあり、回答企業が生産拡大の準備を始めたため、生産の実行は安定してきている”と発表文で指摘している。また、同指数の前年比変化率の推移は製造業の景況感が循環的な底入れを示唆しており、ISM 製造業景況指

数は2024年第2四半期（4-6月）には再び拡大圏（50を上回る水準）に浮上する可能性がある。また、そのころには金融当局による利下げ開始も視野に入り、製造業の景況感を支援するだろう。

一方、製造業のような金利感応度が比較的高い業種は金融当局が利下げを開始しても高めの政策金利水準を維持すると思われることから、あくまでも循環的な回復局面であり、拡大圏（景況指数50超え）に浮上したとしても水準としては低位に留まると想定しておく必要がある。足元の米国経済やインフレ動向からは、少なくとも金融当局が金融政策によって景気を支援（刺激）する必要性が乏しいと考えられるためだ。



対象期	指数	新規受注	生産	雇用	入荷遅延	在庫	顧客在庫	価格	受注残	新規輸出	輸入
2月	47.8	49.2	48.4	45.9	50.1	45.3	45.8	52.5	46.3	51.6	53.0
1月	49.1	52.5	50.4	47.1	49.1	46.2	43.7	52.9	44.7	45.2	50.1
12月	47.1	47.0	49.9	47.5	47.0	43.9	48.1	45.2	45.3	49.9	46.4
11月	46.6	47.8	48.8	46.1	46.2	44.3	50.8	49.9	39.3	46.0	46.2

※ 高水準を維持する政策金利が製造業の活動に対して引き続き制約的に働くものの、前年同月比でみた場合、製造業の景況感は循環的な底入れからの回復を示唆しているのではないだろうか。また、ISM 製造業景況指数は過去のリセッション（景気後退）にみられるような、45ポイントを大きく下回ることはなく、縮小圏ながら安定推移を続けてきた。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表元、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

### 非製造業は過去1年以上拡大圏を維持

製造業の景況指数が16カ月連続で縮小圏に沈む一方、非製造業に関しては過去1年以上にわたって拡大圏を維持している。

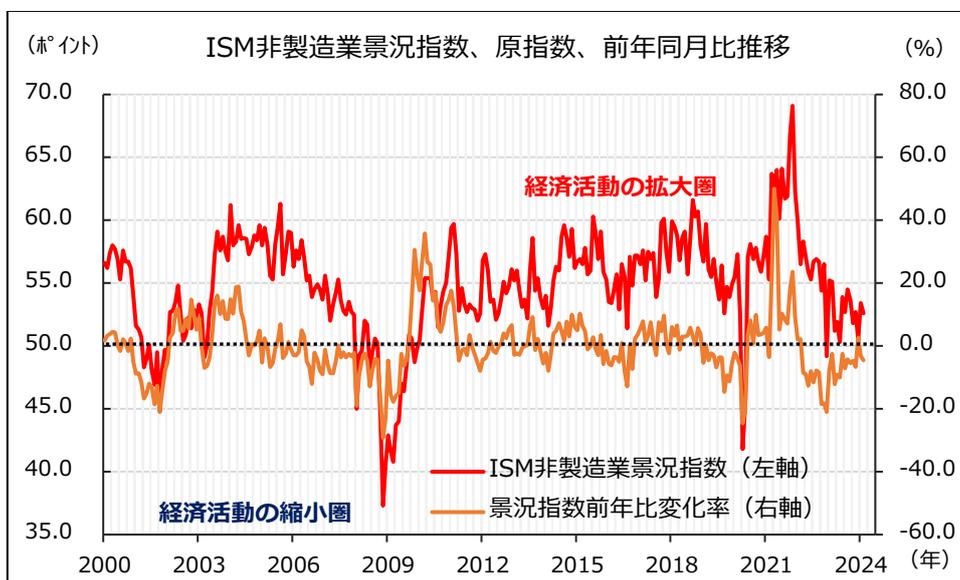
2月のISM非製造業景況指数は市場予想を下回り、前月比0.8ポイント低下の52.6となったが、項目別では新規受注が56.1と昨年8月以来の高水準を記録し、入荷遅延も改善、仕入価格指数も低下したことから、おおむね前向きな業況を維持している。なお、雇用指数の低下は労働需給の緩和を示している。

米国経済の3分の2を占める非製造業の景況指数は、

借入コストの高止まりにもかかわらず、上昇を続ける株式相場や高止まりする住宅価格による資産効果が消費者の支出を支え拡大圏を維持している。

今後は、非製造業の景況指数が拡大圏を維持するなかで、製造業景況指数の拡大圏への復帰を待つ展開となるのではないだろうか。

ISMが発表する景況指数は、大企業を中心とした購買担当者に対するサーベイ調査だが、同指数を見るかぎり、米国経済はソフトランディング（軟着陸）に向けて巡航ペースを維持していると考えられる。



対象期	指数	景況感	新規受注	雇用	入荷遅延	在庫	価格	受注残	新規輸出	輸入	在庫水準
2月	52.6	57.2	56.1	48.0	48.9	47.1	58.6	50.3	51.6	54.3	56.7
1月	53.4	55.8	55.0	50.5	52.4	49.1	64.0	51.4	56.1	59.9	59.3
12月	50.5	55.8	52.8	43.8	49.5	49.6	56.7	49.4	50.4	49.3	55.3
11月	52.5	54.9	54.8	50.6	49.6	55.4	57.6	49.1	53.6	53.7	62.2

- ※ 顧客在庫の減少によって新規受注が高水準を維持されており、仕入価格の低下が非製造業の景況感の上昇につながっている。コロナ禍における財政支出によって形成された過剰貯蓄は枯渇に向かうが、堅調な労働市場や株価上昇による資産効果が個人消費を下支えしている。
- ※ ISM非製造業景況指数は米経済がリセッション（景気後退）入りとならなければ、低水準となっても拡大圏を維持する傾向がある。

### 景況指数と株価（S&P500種株価指数）の連動性

2000年以降のISM製造業景況指数の前年比変化率と、S&P500種株価指数（月末値）の前年比変化率の推移

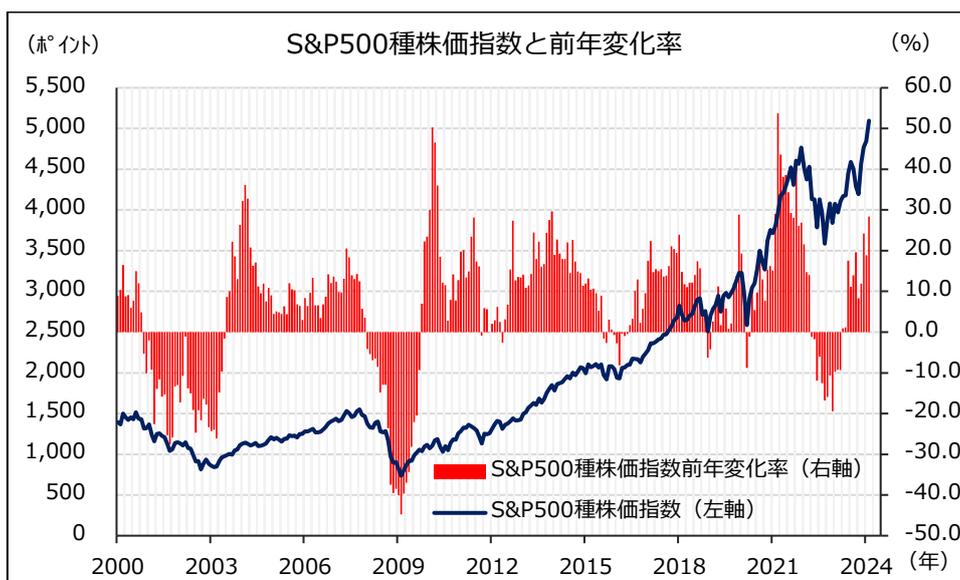
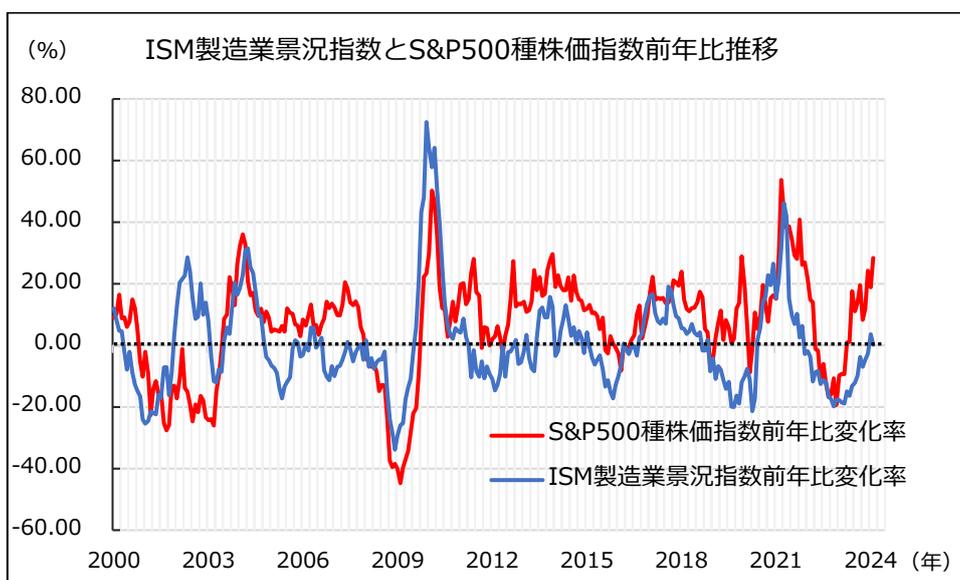
（下図）をみると製造業の景況感の改善と株式相場の変化率には一定の相関が認められる。

本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

前述のように ISM 製造業景況指数が低水準ながら拡大圏に浮上すると的前提に立てば、足元の株高は正当化されるだろう。

例えば 2024 年の年央から ISM 製造業景況指数が 50 を上回り、年末にかけて 53 ポイント程度まで上昇（前年変化率 12.5%）すれば、S&P500 種株価指数は 5,300 ポイント程度まで上昇余地があることになる。足元の高バリュエーションは金利低下と業況改善による EPS（一株あたり利益）の上昇によって改善されるだろう。

むしろリスク要因としては、逆説的だが、強すぎる米国経済が潜在成長率を上回り続け、インフレが高止まりする“ノーランディング（無着陸）”かもしれない。現時点で想定される利下げが実施されないとなれば、米経済の成長に関する好材料は株式市場にとって悪材料となりかねない。また、金融引締め効果が長期間累積されることで、後の経済への打撃も大きくなるだろう。株式相場が堅調を維持するためにはソフトランディング（軟着陸）が条件となるのではないだろうか。



本ページは投資勧誘を目的として作成されたものではなく、あくまでも情報提供を目的としたものであり、一部主観および意見が含まれている場合があります。また、グラフ等のデータは各種発表表、QUICK 社等の情報ベンダーより取得し、当社にて加工したものを使用しております。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

## ～添付資料をご覧頂くうえでの留意事項～

### 【手数料等】

- 商品等への投資には、各商品等に所定の手数料をご負担いただく場合があります。
- 例えば、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(単元未満株式を除く)のお取引の場合は約定代金に対して最大 1.265%(ただし、算出された手数料が 2,750 円に満たない場合は 2,750 円、いずれも税込)の委託手数料、外国株式取引に関しては外国株式国内委託取引の場合、現地手数料および外国株式国内委託手数料が必要となります(外国株式国内委託手数料は約定代金に対して最大 0.88%、手数料の下限 4,400 円、いずれも税込)。外国株式店頭取引の場合、購入対価のみが必要となります。また、円決済時に適用される為替レートには為替スプレッドが反映されます。適用為替レートは当社が決定した為替レートによるものとします。非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債、EB 債等)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみが必要となります。投資信託の場合は銘柄ごとに設定された「販売手数料」「信託報酬」「信託財産留保額」等の諸経費をご負担いただきます。

### 【リスク等】

- 各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)があります。
- なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下、「信用取引等」といいます)を行う場合は、信用取引等の額が当該信用取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下、「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。
- 当社では信用取引における委託保証金の額は、約定代金の 30%以上(うち 10%以上は現金)で、かつ 150 万円以上が必要です。

※上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

### 【資料について】

- この資料は情報提供のみを目的としております。従いまして、投資に関する最終判断は、ご自身の判断でなさるようお願い申し上げます。



商号等：第四北越証券株式会社  
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第128号  
加入協会：日本証券業協会

2019年10月1日