



情報提供資料

TDAMフォワード・ルッキング・リサーチ

債券運用部 チーフ・ストラテジスト兼ファンドマネージャー 浪岡 宏  
債券運用部 坂本 周平

2022年9月22日

～米国の利上げの最終局面～

FRB（米連邦準備制度理事会）は、暫くタカ派姿勢を維持する。これは9月20～21日に開催したFOMC（米連邦公開市場委員会）の結果をみれば明らかである。そもそもインフレがこれほどまでに懸念されていて、一方で労働市場は引き締まっているとすれば、軟化を予想すること自体難しい。利上げの最終局面を論じるのは「時期尚早」というのが市場参加者のコンセンサスだろう。

ただ、こうした状況について、各種経済統計の面から、それも過去の利上げ最終局面にどのような状況であったのかも踏まえながら論じてみたい。つまり多面的にみても利上げの最終局面にはないのかを分析したい。これが今回のレポートの趣旨である。

結論から言えば、ここでも雇用者数の動向、そして小売売上高から足許は利上げの最終局面とは判断できなかった。

ではなぜそのように考えるのか。まず、2004年6月～2006年6月まで続いた利上げ局面を振り返ってみたい（表①）。こうしてみると、ちょうど2006年6月から小売売上高や雇用者数が悪化傾向（当レポート内では筆者が定めたトレンドを下回ることを指す）に転じはじめたことがうかがえる。一方で、他の指標についてはあまり明確な変化が見られなかった。

表① 2006年6月前後の経済指標の状況

	2006年											
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
ISM製造業指数	○	△	×	△	△	×	×	△	×	△	△	△
ISM非製造指数	×	△	△	△	△	△	△	×	×	△	△	△
耐久財受注	△	○	○	△	△	○	△	×	○	△	△	○
小売売上高	○	○	○	○	○	×	△	△	×	×	×	△
雇用者数	△	△	△	△	△	×	×	×	×	×	×	×
中古住宅販売	×	△	△	△	△	△	×	△	△	△	△	△
新築住宅販売件数	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	×	○
ミシガン大学消費者信頼感指数	△	○	○	○	×	×	△	×	△	○	○	○
株価（S&P500指数）	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	○
2年金利	○	○	○	○	○	○	○	△	△	×	×	△
長期金利	○	△	○	○	○	○	○	△	×	×	×	×

期間：2006年1月～12月（月次）

注：各指数の移動平均ないし各指数の前月比あるいは前月差の移動平均を算出し、筆者の判断に基づいて項目毎に閾値を設定し、特定の閾値を上回った場合は○、特定の閾値間にある場合は△、特定の閾値を下回る場合は×と表記している。

（次頁に続く）

出所：表①BloombergのデータをもとにT&Dアセットマネジメントが作成

【ご留意事項】本資料は、T&Dアセットマネジメントが情報提供を目的として作成したご参考資料であり、投資勧誘を目的としたものではありません。したがって、個別銘柄に言及した場合でも、関連する銘柄の当社ファンドへの組入れを約束するものでも、売買を推奨するものでもありません。本資料は、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。本資料は、当社が信頼性が高いと判断した情報等により作成したものです。その正確性・完全性を保証するものではありません。本資料中の数値・グラフ等の内容は、過去の状況であり、将来の市場環境等を示唆・保証するものではありません。本資料は作成時点での見解であり、今後予告なく変更する場合があります。ご投資に関する決定は、お客様ご自身でご判断ください。

次に、2015年12月～2018年12月まで続いた利上げ局面を見たい(表②)。ISM製造業指数や小売売上高が2018年12月から悪化傾向に転じたと評価できる。雇用者数については3カ月前の9月の段階から悪化傾向にあった。それ以外についてはISM非製造業指数、耐久財受注は翌年1月から悪化傾向に転じる形となった。

最後に、足許の状況を見てみよう(表③)。ISM製造業指数、非製造業指数は今年の2月～3月から既に悪化傾向に転じており、住宅指標も4月から明確に悪化している。しかし、雇用者数や小売売上高については、明確に悪化傾向に入ったとは現時点では結論付けられない。今後これらの指標が悪化(この表では×と示される)してきたら若干は注意するべきだろう。無論、この表は補助的なものであり、FRB高官の発言やインフレ指標、雇用の実際の数値をみて判断すべきだ。

足許について、米国の利上げ最終局面と結論付けられないとなれば、米国株への投資は慎重にならざるを得ない。どうしても投資するのであれば優良銘柄を発掘する力が必要になる。また、為替については円高ドル安を予想することは難しいだろう。

表② 2018年12月前後の経済指標

	2018年						2019年				
	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月
ISM製造業指数	×	△	△	△	△	×	×	×	×	×	△
ISM非製造指数	△	△	○	○	△	△	×	△	×	×	△
耐久財受注	△	△	△	△	△	△	×	×	△	△	×
小売売上高	△	△	△	△	△	×	×	×	×	×	○
雇用者数	△	△	×	×	×	×	×	×	×	△	×
中古住宅販売件数	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△	△
新築住宅販売件数	×	×	×	×	×	×	○	○	○	○	○
ミシガン大学消費者信頼感指数	△	×	△	△	△	△	×	×	△	△	△
株価(S&P500指数)	△	△	△	△	△	×	×	△	△	△	△
2年金利	○	○	○	○	○	△	△	×	×	×	×
長期金利	△	△	△	○	△	×	△	×	×	×	×

表③ 足許の経済指標

	2021年		2022年								
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月
ISM製造業指数	△	△	△	△	×	×	×	×	×	×	×
ISM非製造指数	○	△	△	×	×	×	×	×	△	△	△
耐久財受注	△	△	○	○	○	△	△	△	△	△	△
小売売上高	○	○	○	○	○	○	○	○	○	△	△
雇用者数	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
中古住宅販売件数	△	△	○	△	△	×	×	×	×	×	×
新築住宅販売件数	○	○	○	○	○	×	×	×	×	×	×
ミシガン大学消費者信頼感指数	×	×	×	×	×	△	×	×	×	△	×
株価(S&P500指数)	△	△	△	△	△	×	×	×	△	×	△
2年金利	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
長期金利	△	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○

期間：表②は2018年7月～2019年5月(月次)、表③は2021年11月～2022年9月※ただしレポート執筆時に取得可能なデータに限る(月次)

注：各指数の移動平均ないし各指数の前月比あるいは前月差の移動平均を算出し、筆者の判断に基づいて項目毎に閾値を設定し、特定の閾値を上回った場合は○、特定の閾値間にある場合は△、特定の閾値を下回る場合は×と表記している。