

米ISM、50割れショックに反動修復余地

鉱工業生産や稼働率比で過剰下振れ、供給余剰抑制

株式会社ジャパネコノミックス
Japan Economic Pulse Co., Ltd.
info@j-pulse.co.jp

2019/9/20

米国の重要先行指標であるISM製造業景況指数は、3年ぶり50割れショックからの反動改善が注目されよう。8月は49.1と景気判断の節目である50を割り込み、先行きの景気後退懸念を高めたが、こうしたマインド指標の悪化に対して、実際の生産動向では同じ8月の鉱工業生産、設備稼働率ともに予想を上回る底堅さが示された。米国では長期に及んだ空洞化余波や貿易摩擦などの不透明感で過剰な設備・供給・在庫が抑制されており、需給ギャップの面で過剰悲観の生産波及や過剰悲観の定着深化への防波堤が強化されている。

ISMと鉱工業生産の前年比、過去最大級の乖離

「米国ではGDPに占める製造業の比率が1割前後に低下する一方、小売・サービスなどの消費部門が7割を占めるに至っていることで、過去に比べて過剰在庫問題が及ぼす経済打撃や在庫の相対規模自体が軽減傾向にある」――。

大手米国系金融機関の幹部はこのような指摘を行う。実際に現在は世界的に過剰在庫が経済の重石となるなか、米国の8月ISM製造業景況指数では「在庫」が49.9となり、直近最高である2月の53.4からは抑制が示された。

米国の企業在庫統計でも製造業の在庫出荷比率（在庫の売上に対する比率）は7月に1.38%となり、5月から3カ月連続で横這いの頭打ちとなっている。直近最低である昨年8-10月の1.34%からは上昇してきたが、前回の世界減速時である2015年12月の1.44%のほか、リーマン・ショック前の最高である2001年の1.42%、1998年の1.43%などに比べると過剰な積み上がりは見られていない。

その中で17日には8月の米鉱工業生産が前月比+0.6%となり、前月修正値の-0.1%から改善となった。前月のハリケーン打撃の反動が影響しているものの、機械が+1.6%、金属製品が+0.6%などと底堅さを示している。自動車は-1.0%と依然低迷が続いているが、自動車を除いた生産合計は+0.6%となり、1年ぶりの大幅増加を記録した。企業設備の生産も、+1.0%と1年ぶりのプラス幅となっている。

一方で同じ8月指標では、マインド調査であるISM製造業景況指数が49.1と前月の51.2から悪化した。2016年1月以来の低水準であり、3年ぶりに景気判断の節目50を割り込んでいる。ISM指数は先行指標であり、先行き鉱工業生産も遅行悪化していくリスクは無視できない。

もっとも8月のISM指数については、貿易対立激化などで過剰に下振れとなった部分がある。いくら

先行指標とはいえ前年比では-19.2%もの大幅マイナスであり、同じ8月の鉱工業生産の前年比+0.4%に比べると-19.6%の下振れとなってきた。双方の前年比格差としては、リーマン・ショック直後である2008年12月の-19.7%以来という大幅な下方乖離となっている。その前では2005年5月の-20.6%、ITバブル崩壊後である2001年1月の-25.8%以来といった記録的なISMの相対下振れだ。

過去はいずれも「実際の鉱工業生産活動に対してのISM指数の大幅な下振れ」は、マインド面での過剰悲観の修正へと移行。タイムラグを経てISM指数は実際の生産動向との整合性が進み、反動改善となってきた。連動する形で米10年債金利は、極めて高い確率で反動上昇へと転じている（債券価格は反落）。

前回悪化の2008年12月でいえば、ISM指数は同月の34.5がボトムの「陰の極」となり、2009年12月の57.6まで反動改善トレンドが点火された。米10年債金利も同期中に、2.03%から4.00%方向への反動上昇が観測されている。

今年8月の鉱工業生産では、設備稼働率も77.9%と前月の77.5%から改善した。最近では4月から6月にかけて77.8%で横這い化するなど、直近最高である昨年11月の79.6%からの低下に歯止めが掛かっている。稼働率は米国内での設備や供給（生産）動向の余剰尺度となるが、現状では過剰な在庫抑制と同時に、設備や供給も余剰感の表出には至らず、需給ギャップの緩みはまだ深刻化していない。

米需給ギャップ12年ぶりプラス幅、耐性が増強

過去の減速局面であり、「ISM指数の50割れ時」では、2016年に74.6%、2001年に73.7%まで悪化した。それに比べて今年8月の77.9%は、まだ昨年3月（ISMは59.3維持）以来の低水準にとどまっている。2015-2016年の世界減速時でいえば、悪化初期段階である2015年2月の78.1%と同水準という打たれ強さを維持させている。過去のFRB利下げ局面と比べても、極めて高い適温水準が堅持されたままだ。

おりしもFRBが9月4日に公表した地区連銀経済報告（ページブック）では、「米景気は7月と8月の大部分において、緩慢なペースで拡大した」という判断が示された。同報告では「関税や通商政策の不透明感を巡る懸念は続いたものの、大半の企業は短期的な見通しについて依然として楽観的だ」と指摘。雇用は「前回の調査期間と同程度に緩慢なペースで伸びた」とし、人材派遣会社は「労働市場の様々な分野や技能レベルにわたって引き締まりを揃

って指摘している」という。

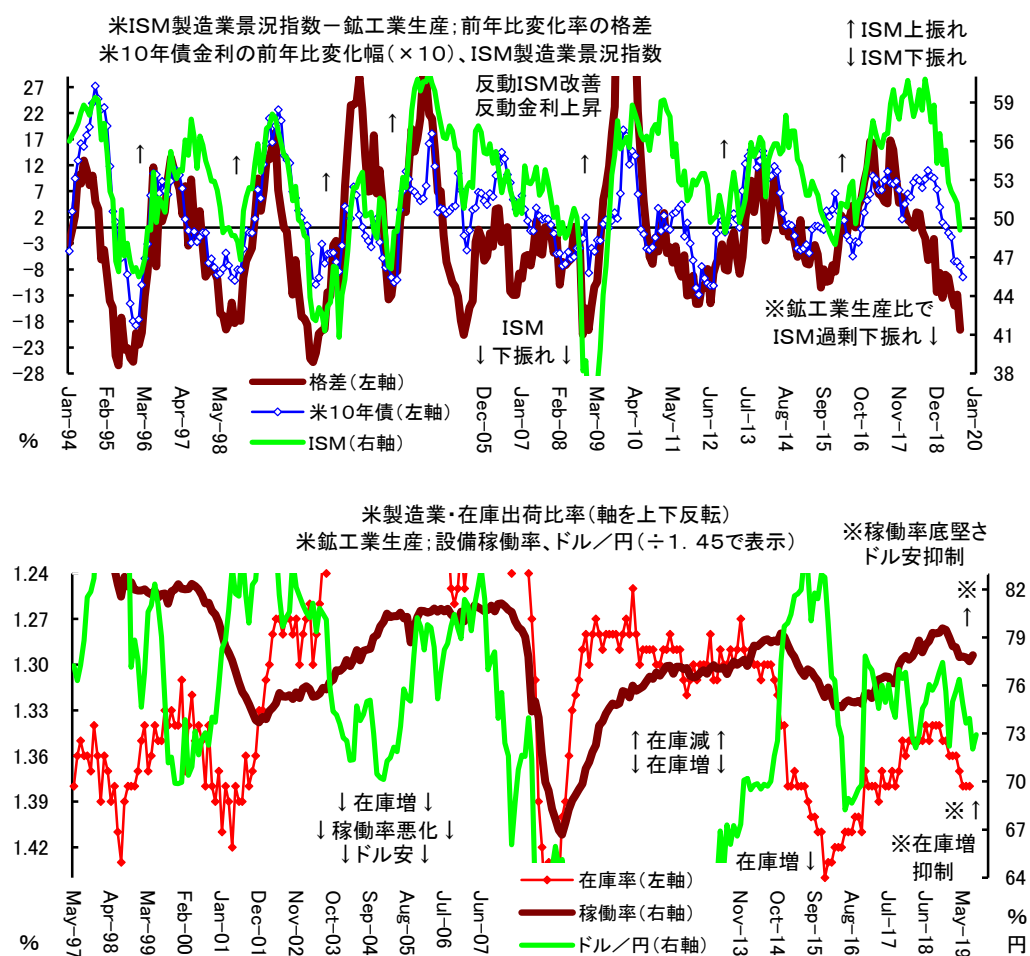
米国での労働市場の引き締めよりタイト化持続のほか、過剰な在庫・設備・供給の抑制については、長きに及んだ製造業の海外移転と空洞化の余波（国内設備の減少）、短期的には貿易摩擦などの不透明感による新規投資の手控えなどが影響している。同時に米国の製造業はGDPに占める比率が1割前後へと低下しており、良くも悪くも余剰の設備・工場などの整理・統合・効率化が進展してきた。

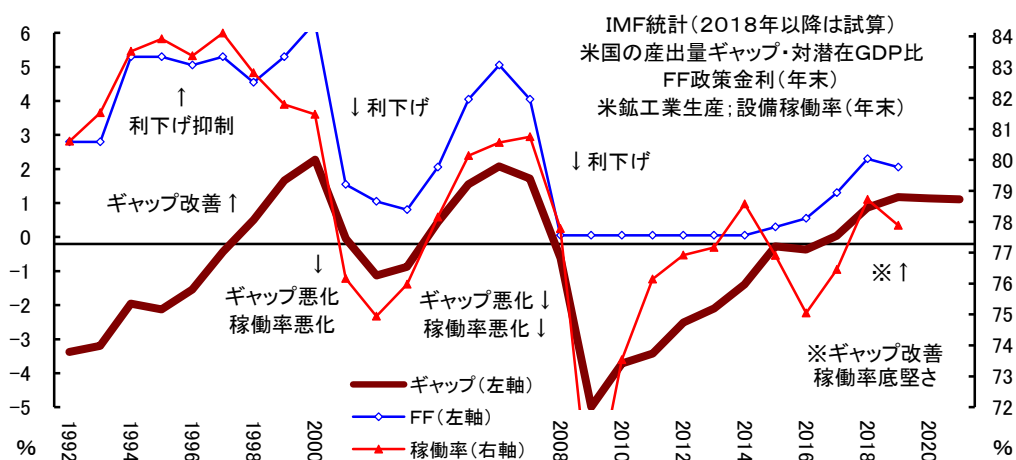
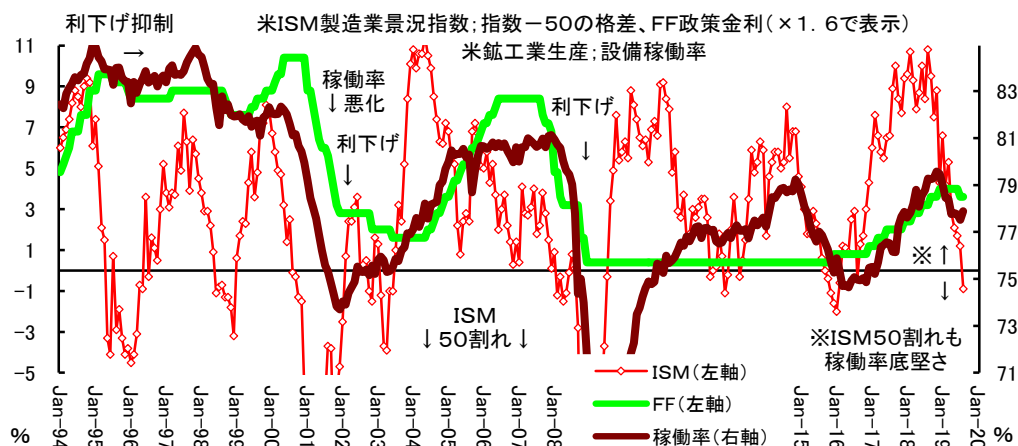
結果、IMFによる世界経済見通しによると、広義の需給ギャップを示す産出量ギャップ・対潜在GDP比(Output gap in percent of potential GDP; Percent of potential GDP)は、米国の2019年予測が+1.37%となっている。2018年見込みの+1.07%から改善し、2007年の+1.92%以来、約12年ぶりのプラス幅に回復する公算となってきた。

先行きも予測ベースながら、2020年が+1.34%、2021年が+1.31%とプラス傾向が定着する見込みだ。2009年の-4.79%を最悪ボトムとした2008-2016年の長期マイナスから脱却し、需給ギャップ面では米国経済の健康度合いと打たれ強さが増強されている。

過去の設備稼働率の大幅低下（＝設備余剰）やFRBによる利下げ局面は、いずれも米国の産出量ギャップが1%割れからマイナスに向かう局面で同時観測されている。例えばITバブル崩壊後に同ギャップは、2001年の+0.16%から2002年が-0.93%、2003年が-0.68%という大幅悪化が見られていた。

その点、現状段階はギャップ改善が底流部分で米国経済の逆風耐性を増強させており、マインド面での過剰悲観の生産波及や過剰悲観の定着深化を抑止する防波堤が強化されている。





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自身でお願いします。