

米製造業「受注残」堆積、先行き消化が生産増 現在は供給・労働制約で堰き止め、段階的な稼働焦点

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2021/10/29 (金)

米国の製造業は受注残が記録的な高水準に堆積しており、先行き消化進展が生産・出荷の拡大余力として注目される。現在は供給・労働制約や半導体などの部材不足、素原材料など各種コスト上昇と採算悪化もあり、生産や出荷への動きが堰き止められているが、段階的な正常化に連れて稼働の増加余地が残されている。正常化には時間を要するが、最近ではトラック走行量の復調や、物流や出荷動向に先行する米輸送株の5月以来の高値回復、新築住宅販売での完成物件の増加といった微妙な供給の修復も見られている。

資本財の受注残が高水準、減少と稼働率上昇余地

「米国の需要自体は引き続き極めて旺盛であり、サプライチェーン（供給網）の問題や労働力不足の問題が解消されれば、経済にはかなりの成長余地がある」（21日、米アトランタ地区連銀のボスティック総裁）、「世界的な供給網の制約と供給不足は来年になってもしばらく続きそうだが、そうした供給面での制約がいずれ改善され、雇用の伸びが加速するのに伴い、インフレ率は低下していく」（22日、パウエル米FRB議長）、「米経済は供給面でのボトルネックや米労働市場の逼迫といったコロナ禍に起因する問題の改善に伴い、来年後半にインフレは鈍化していく」（24日、イエレン米財務長官）――。

ここに来て米当局の要人からは、改めて「インフレ圧力は当初予想より長期化しているが、あくまで短期的な現象」という主張が相次いでいる。

実際の行方には不透明感が根強く、27日には米国の9月耐久財受注で設備投資に先行するコア資本財（非国防、除く航空機）の受注残高が過去最高水準へと積み上がってきた。ボスティック氏が指摘するように需要の増加は再確認されているものの、「供給網の目詰まり長期化に労働力不足が重なり、生産者の受注に対する生産能力が限定されている」（ブルームバーグ）環境での受注堆積となっている。

一方で生産者サイドによる受注の受託は、後ズレしながらも消化・履行の進展に伴い、生産と出荷の拡大へと波及していく。先行き受注契約の縮減や解約・延期といったリスクは残るが、来年にかけては過去最高水準に積み上がってきた受注残の消化余地が、「経済にはかなりの成長余地がある」（ボスティック氏）ことにつながる可能性は無視できない。

9月にコア資本財の受注残は、前年比+10.1%の2352.7億ドルとなっていた。過去に需要と供給が混乱したリーマン・ショック前後では、受注残が2008年8月に2247.7億ドルに増加したところで積み上が

り一服となっている。その際、供給サイドである鉱工業生産の設備稼働率のほうは、10カ月後となる2009年6月に66.6%への低下で底入れに移行。その後は段階的な供給の正常化と拡大もあり、稼働率は2010年4月に72.1%へと修復上昇となった。同時進行で「受注残の消化・履行」進捗もあり、コア資本財の受注残は同月に1741.8億ドルへと消化減少となっている。

その前ではコア資本財の受注残が、2000年9月にITブームなどもあって1627.0億ドルと当時の最高を更新していた。当時の稼働率は、15カ月後となる2001年12月に73.7%への低下で底入れに移行。その後は受注消化の進捗で、受注残のほうは2003年2月に1172.9億ドルまで減少した。逆相関の形で稼働率は、同月に76.1%まで上昇の改善となっている（供給増加と供給力の回復）。今回も同様の連鎖波及が注目される。

米国では重要な先行指標であるISM製造業景況指数の内訳でも、「受注残」が記録的な高水準に上昇してきた。9月は64.8と8月の68.2や5月の70.6からやや鈍化しているが、これまでの最高である2004年4月の66.5と同水準の高止まりが続いたままだ。

受注残高水準からの消化減、米経済やドル底上げ

過去の受注残の積み上がりは、現在のような供給制約や素原材料コストの上昇、企業の採算悪化、地政学リスク、金融不安などの悪材料が影響してきた。しかし、受注残の増加自体は生産者による受託の増加を示すもので、その後は消化・履行の進捗が生産・出荷の拡大と米国経済の成長押し上げにつながっている。

米国の経済成長と連動する形で、為替相場のドル/円とも一定の相関性を有してきた。前回ISM受注残の上昇ピーク局面としては、2018年5月の63.5がある。当時のドル/円は、2カ月前となる同年3月の104円台でドルが底入れに移行。その後は受注残の消化低下（＝生産・出荷の改善）と連動してドル高が進み、5-6カ月後となる2018年10-11月には114円超えとなっている。

さらに前では2004年4月に受注残が66.5へと上昇した。当時はタイムラグがあったものの、ドル/円は8-9カ月後の2004年12月から2005年1月の101円台で底入れを形成。その後は2年半後となる2007年6月にかけて、124円超えまでドル高トレンドが形成されている。

その他、過去には1999年11月に受注残58.5の上昇ピークで、ドル/円は同月101円台でドル底入れ、

20 カ月後に 126 円超えのドル高が進展。1997 年 8 月に受注残 60.0 の上昇ピークで、ドル/円は同月の 114 円台から 1 年後に 147 円超えのドル高という、高確率の連動相関性が確認されている。

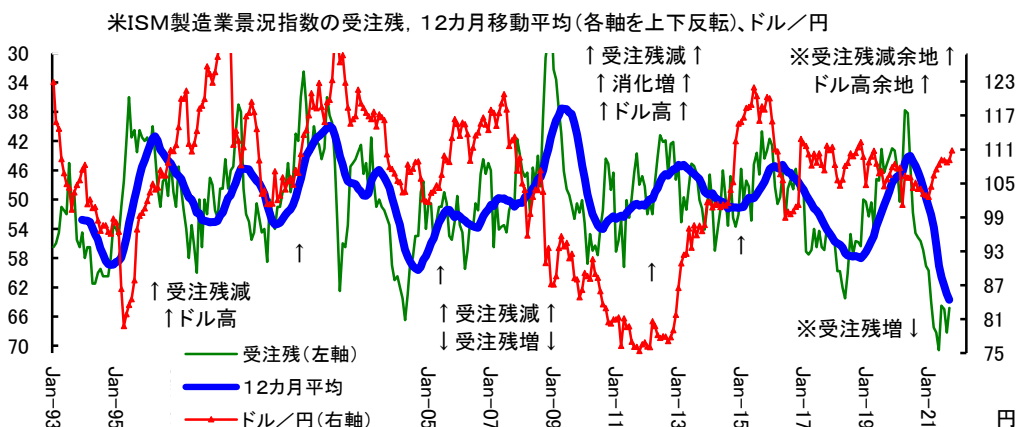
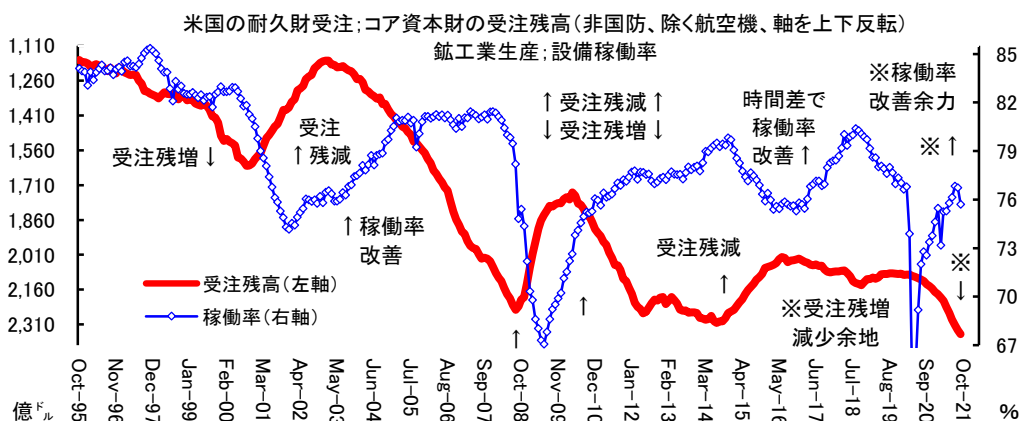
もちろん今回は過去に例のないコロナ打撃に見舞われており、先行き不透明感は根強い。それでも米国の最新週間統計でいえば、米国の内需動向のほか、供給・輸送制約の度合いで参考になる米運輸省の週間・自動車走行マイル数で、10 月 24 日週にトラックが前年比+14%となった。前週の+12%から小幅増となり、10 月 3 日週以降は+12%から+15%での修復傾向が維持されている。

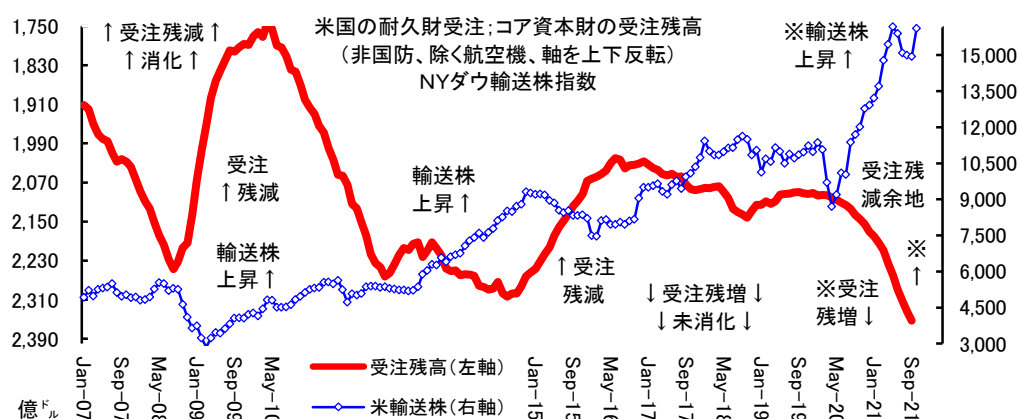
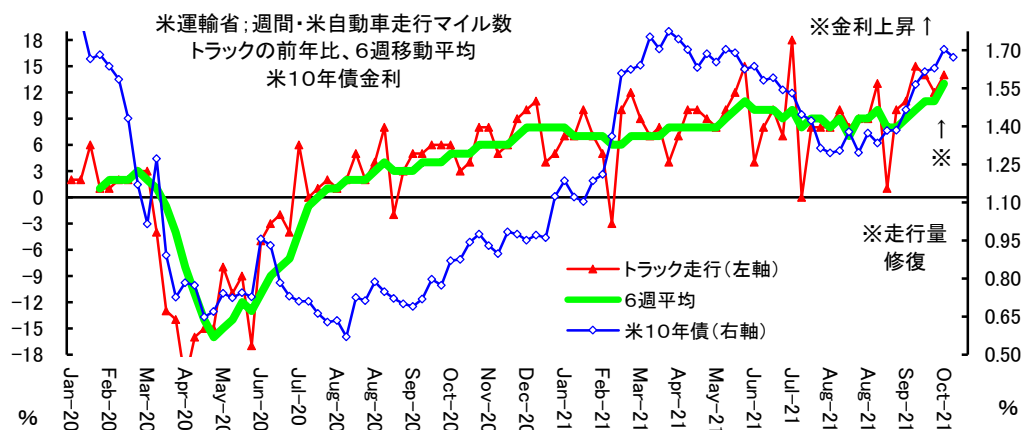
過去の感染拡大時などの逆風局面では、今年 3 月に-3%、昨年 9 月に-2%と減速したほか、コロナ打撃の初期段階では昨年 5 月に-17%、4 月に-21%へと急減していた。連動する形で米 10 年債金利は低下となってきたが、現在は交通量の改善に連動して

金利に上昇圧力が掛かっている。

また、米国株市場では、物流や出荷動向などに先行する NY ダウ輸送株指数が、10 月 26 日に 5 月 10 日以来の過去高値水準に迫る場面があった。5 月 10 日以降の調整下落と横這い化を経て、10 月 1 日から再上昇となっている。同指数の銘柄には鉄道、トラック、物流、航空などの企業が含まれており、過去の同指数の上昇場面では、時間差ケースも含めてコア資本財の受注残が消化減少（生産・出荷・輸送は改善）となっている。

その他、米国の 9 月新築住宅販売では、微妙ながらも建材・人件費などの各種コスト上昇や供給・運搬・労働制約による打撃が緩和されている。9 月は販売されたうち 3 分の 1 近くが未着工物件であったが、「完成物件の販売」も復調傾向が見られていた。





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。