

米ISM受注－在庫バランス、過去下限接近 景気先行で下押し余地減退も、入荷遅延など供給改善

(株) ジャパンエコノミックパルス

Japan Economic Pulse Co., Ltd.

info@j-pulse.co.jp

2022/6/3 (金)

米国経済の重要先行指標であるISM製造業景況指数では、先行性のある新規受注－在庫のバランスが悪化傾向にあるが、過去下限ゾーンで下げ渋りが見られ始めた。先行き底割れリスクは残るものの、入荷遅延の低下のほか、在庫確保による在庫上昇、良い在庫取り崩しによる顧客在庫の低下など、供給制約は改善しつつある。景気後退リスクを示唆する形で急縮小してきた長短金利差も縮小一服となっているが、過去実績として入荷遅延の低下は物価下落、受注－在庫バランスの底入れは米日株の底入れに連動波及してきた。

露大統領「経済の強さ」誇示、米威信で景気重要

「ウクライナ戦争は、米国とロシアの威信をかけた戦いにもなっている。米バイデン政権からするとロシアに足元を見られないため、米国内でのインフレ退治最優先の一方で、景気や株価にも一定の目配りが重要になりつつある」――。

米国系の資産運用ファンド幹部は、期待を含めてこのような指摘を行う。

おりしも米国のバイデン大統領は6月1日、国民の物価高不満と支持率低下の問題や11月の中間選挙対策もあってか、米ウォールストリート・ジャーナル紙に「インフレと戦う計画」というメッセージを寄稿した。その中では「インフレ抑制が最優先課題」と強調しつつ、「米国では家計の貯蓄が増え、負債は減少している」、「適切な政策が行われることで、米国は回復から安定的かつ着実な成長へと移行する」などと景気安定化への自信を誇示している。

最近では5月23日、ロシアのプーチン大統領が「ロシアの経済は制裁に対し、非常によく耐えている」、「主要な経済指標がそれを示している」、「通貨ルーブルの価格も安定している」などとアピールした。その中で米国のほうがインフレ退治優先のあまり、景気の悪化や一段の株安に直面してくると、米国の威信が揺らぐことになる。同時にプーチン氏が「ロシア制裁による資源高などは、米国に返り血打撃を浴びせた」などと調子づくリスクをはらんでいる。

米バイデン政権による「景気配慮」前段階で、最新5月の米ISM製造業景況指数は予想を上回る打たれ強さが示された。総合指数は56.1と前月の55.4から改善し、3カ月ぶりの上昇となっている。

ISMの会長は「需要に関するセンチメントは、なお非常に楽観的」と説明。内訳では供給・輸送制約などで大きく上昇してきた入荷遅延が小幅ながらも低下してきたほか、在庫不足の問題は企業による完成品在庫の一定確保などで良い在庫上昇となってい

る。かたや顧客側の在庫は「3カ月ぶりの急ピッチで縮小しており、受注の増加を裏付けている可能性がある」と同時に、一部小売業者で在庫のだぶつきが解消されている状況を示している」(ブルームバーグの解説)。

一方で先行指標のISMにあって、より先行性のある「新規受注－在庫バランス」は5月に-0.8となった。2020年8月の+20.8を直近最高として、先行悪化が続いている。それでも3月の-1.7が直近最低となる形で4月は+1.9となるなど、下げ渋り機運が見られ始めた。

同バランスは1982年以降の約40年でリーマン・ショックやコロナ危機などの激震を除き、「ゼロの節目割れから小幅マイナス化」が下限ゾーンとなってきた。インフレ昂進やFRBの大幅利上げがあった1980年代でも、悪化時の下限は1984年7月の-3.7、1989年6月の-1.9などとなっている。その意味で現在の小幅マイナス圏入りは、先行指標ベースでの米国景気減速の先行き底入れ接近や、現状段階からの景気下押し余地の狭まりを示す予兆として注目されやすい。

受注－在庫、米日株や米長短金利差と相関性

過去実績として同バランスの下限ゾーン接近や底入れは、同じように景気に先行する米国株と時間差ケースを含めて底入れが連動してきた。追従する形で日本株も底入れのパターンが観測されている。コロナ危機前でいえば、同バランスは2019年8月の-2.2という小幅マイナスで底入れした。NYダウと日経平均株価は同月から上昇となり、コロナ危機で腰折れする2020年1月まで米日株ともに上昇が続いている。

その前では2012年に7月の-1.5、8月の-7.0で底入れとなった。NYダウは当時の上昇基調が維持されていたほか、日経平均株価はアベノミクス相場の始動とも重なる形で株高トレンド入りと合致している。

過去にISMの「新規受注－在庫バランス」は、同じく景気に先行する長短金利差と相関性を有してきた。最近の米10年債－2年債の金利差は、先行き景気後退リスクなどを示唆する形で年初から急縮小となっている。それでも今年4月1日以降は、急縮小が一服になってきた。10年債－2年債の月間最高金利による金利差では、3月の+0.102%がボトムとなり、4月は+0.192%、5月は+0.350%と微妙な拡大に向かい始めている。

過去に同バランスが底入れしたあとは、先行きの

景気回復を示唆する形で ISM の総合指数が改善の上昇に転じてきた。連動する形で米 10 年債金利は上昇となり、長短金利差は「良い金利差の拡大」が観測されている。

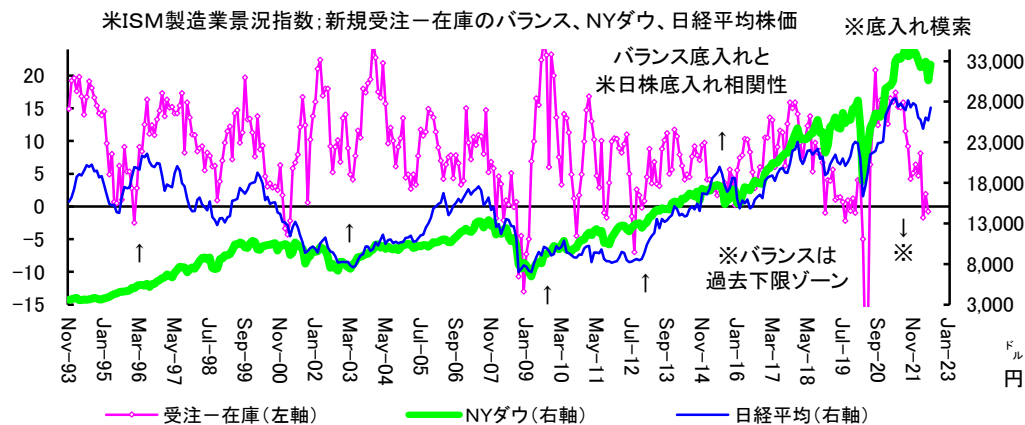
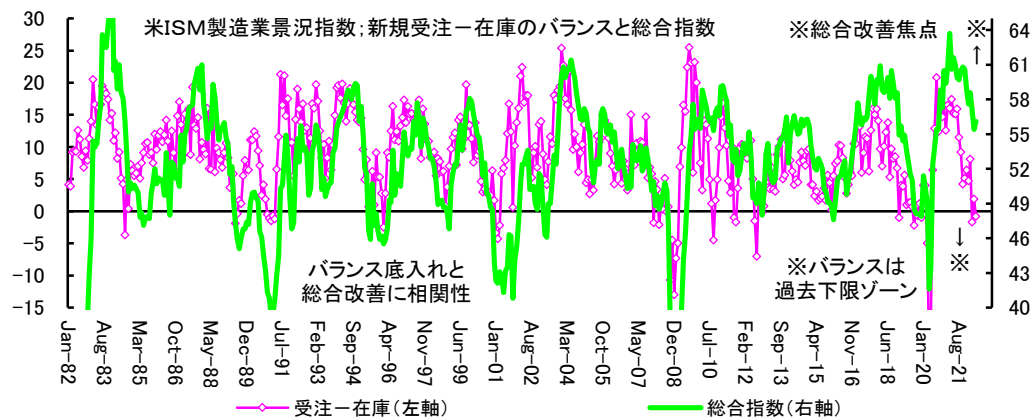
現在の場合、米 10 年債金利は景気悪化懸念による低下圧力と、根強いインフレ止まりや FRB の引き締め強化懸念などによる上昇圧力の綱引きとなっている。一方で最新 ISM 指数におけるバランスの過去下限接近や総合指数の底堅さからすると、「米国景気の打たれ強さによる 10 年債金利の上昇圧力」も無視できない。

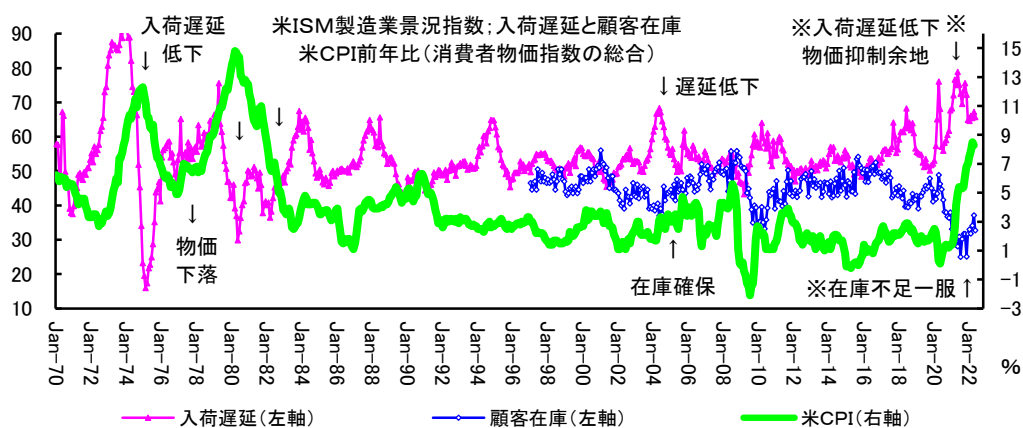
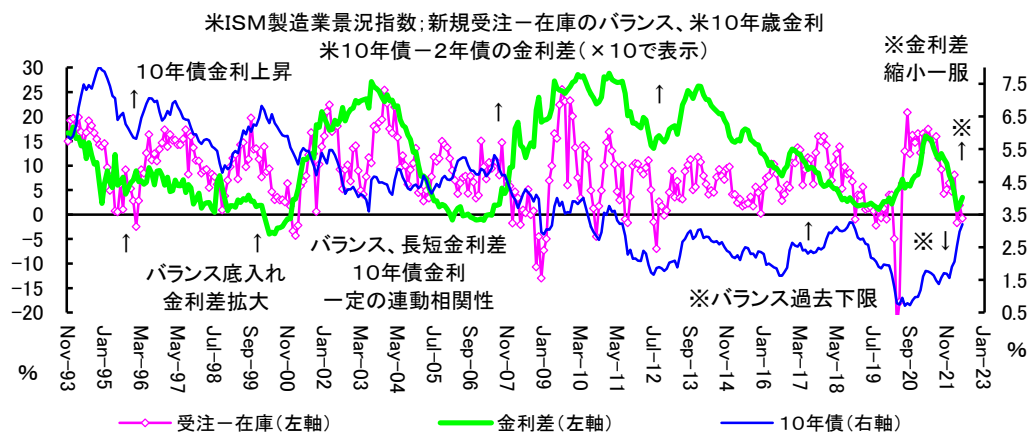
FRB の引き締め強化に対しての米国経済の耐久力に関しては、リッチモンド連銀のバーキン総裁が 6 月 1 日、「人々は投資を続け、消費者は支出している。データでは景気後退を確認できず、企業幹部の行動でも確認できない」という自信を示した。同日にはサンフランシスコ連銀のデイリー総裁も、「米国経済

は力強いため、FRB の引き締め策により米景気後退に陥るとは予想していない」と述べている。

最新 5 月の ISM 指数では、インフレ要因である供給・輸送制約の度合いを示す入荷遅延が小幅な低下となってきた。まだ過去最高水準にあるものの、昨年 5 月の 78.8 が天井ピークとなり、コロナ制限の緩和や雇用者の増加などもあって 5 月は 65.7 に切り下がっている。1940 年代以降の長期実績として、入荷遅延が急上昇から低下に転じたあとは、タイムラグを経て米国の CPI 前年比（消費者物価指数の総合）が追随低下へと移行している。

同じように供給・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も、5 月 6 日週にはトラックが前年比 +13% の大幅改善となった。3 月 27 日週のゼロ%や 4 月 17 日週の +3% をボトムとして、燃料高騰の逆風下でも輸送量が回復に転じている。





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ご自身でお願いします。