

米稼働率低下でも出荷復調、物価下落を制御 入荷遅延や再逼迫に、利下げ遅延や利下げ幅縮小にも

2024/2/19 (月)

米国では利上げ効果などで設備稼働率（供給）は低下してきたが、出荷は先行減速を経て復調となってきた。各部門ごとに利上げの効き目や影響時間に差異があり、先行き見極めは必要だが、出荷の持ち直しに対して生産の稼働低下は、入荷遅延や再逼迫化などを通じて物価下落を制御させる。米 FRB による利下げ時期の遅延や、合計利下げ幅の縮小要因などで注視されそう。最新 2 月の米地区連銀製造業景況指数では、生産や在庫循環に先行する出荷－在庫バランスも底入れ改善となってきた。

利上げで稼働率低下、出荷は復調で供給減と乖離

「(コロナ後の米国でのインフレ昂進は供給・輸送・人手制約や半導体不足などの影響が大きく) 利上げは供給サイドの問題解決にはならない」、「供給主導のインフレを抑制するため、借り入れコストを積極的に引き上げ過ぎる中央銀行は、問題を悪化させることすらあり得る」、「今やった方がいいのは供給サイドのボトルネックへの投資を増やすことだ。しかし、利上げはそうした投資を行うのを一段と難しくさせる」――。

米国のノーベル経済学賞受賞者であるジョゼフ・スティグリッツ米コロンビア大学教授は 2022 年 8 月の当時、利上げを加速させつつあった FRB などをもこのように批判した。

それに対して FRB のパウエル議長は当時から昨年に至るまで、「今回のインフレ圧力は、供給制約と同時に、(コロナ反動などを受けた) 総需要の急速な回復による需給の不均衡によって生じた面が強い」と繰り返し説明。インフレ鎮静に向けて「需要と供給をより調和させる」ため、利上げ強化などで需要を抑え込むと強調してきた。

現状段階では利上げ効果などによるインフレ鎮静の進展と、根強いインフレ上昇圧力の残存で評価が分かれるところだ。

その中で最新 1 月の米鉱工業生産では設備稼働率が 78.5% となり、2021 年 9 月以来、28 カ月ぶりの低水準に低下となった。2022 年 8 月の 80.8% が直近最高となる形で、利上げや長期金利上昇による引き締め効果のほか、先行きの需要鈍化警戒、中国など海外経済の減速懸念などの要因により、設備稼働の減退や絞り込みが示唆されている。

同時にこうした要因などによる「新規設備投資と稼働率引き上げへの慎重姿勢」も示された。過去の利上げに比べると冷却の度合いは限られているものの、スティグリッツ氏の警告通り、FRB の大幅利上げは「供給サイドのボトルネックへの投資を増やす

こと」の制約となり、「利上げはそうした投資を行うのを一段と難しくさせる」方向に作用している部分がある。

一方で直近 2 月分の米フィラデルフィア連銀製造業景況指数では、「出荷指数」が +10.7 となり、前月の -6.2 や直近最低である昨年 11 月の -12.8 から改善となった。利上げ打撃などを受けた先行悪化を経て、2022 年 8 月以来、18 カ月ぶりの高水準に復調となっている。同じ 2 月分の NY 連銀指数でも「出荷指数」は +2.8 と、前月の -31.3 から大幅な改善となった。

FRB の利上げに関しては、各部門ごとに効き目や影響時間に差異があり、足元の「設備稼働率は低下で出荷は復調」という乖離現象には先行き見極めが必要だ。それでも目先については、出荷（需要）の持ち直しに対して生産の稼働（供給）低下は、供給不足と入荷遅延、需給バランスの再逼迫化などへと作用。物価下落の制御、あるいは物価再上昇につながる可能性がある。米 FRB による利下げ時期の遅延や、合計利下げ幅の縮小要因などで注視されそう。

出荷＞稼働率の逼迫修正で物価下落、足元一段落

直近の出荷復調については、株高による資産効果のほか、昨年 11 月以降の長期金利低下、根強い人手不足等による雇用の底堅さ、物価上昇率を上回る賃金の改善持続（実質賃金の上昇）、貯蓄増加の中での利上げ等による預金金利の上昇といった影響が想定される。

最新 2 月のフィラデルフィア連銀、NY 連銀の各景況指数では、生産や在庫循環に先行する「出荷－在庫水準バランス」も底入れ改善となってきた。いずれも 12 カ月移動平均ベースで、底入れが明確化しつつある。過去は両指数いずれかのバランスが天井ピークに到達するまで、日経平均株価は上昇トレンドが継続となっている。現在は両バランスとも底入れしたばかりの初期段階にあり、先行き年後半や来年前半に向けて改善の余力と株高の伸びしろが注目されやすい。

米鉱工業生産での「出荷・名目前年比変化率－設備稼働率・前年比変化幅」格差は、出荷の最新データがある昨年 12 月時点で -0.6% の出荷下振れとなっている。最近では 2021 年から 2022 年前半にかけて、同格差は +10% から +20% という大幅な出荷の上振れが続いた（出荷＞稼働率）。出荷の上振れに対しての稼働率の出遅れは、コロナ後の供給・輸送・人手・半導体などの各制約と不足などを示すもので、

それが需給バランスの悪化と逼迫化、物価急上昇の一因となっている。

その後は利上げ効果などによる出荷（需要）の減少と、コロナ後の経済正常化などによる稼働率（供給）の改善を受けて、同格差での出荷上振れは低下方向に是正されてきた。逼迫の緩和となり、昨年にかけての物価下落へと影響している。

しかし直近の昨年 12 月は -0.6% の出荷下振れ（出荷<稼働率）だが、昨年 4 月の -1.2% や 6 月の -1.1% が最低ボトムとなり、逼迫修正の低下は一段落が示され始めた。その中で直近指標では 1 月分で稼働率が低下、2 月指標で出荷の復調が見られている。バランス面では改めて「出荷>稼働率」という再逼迫化の方向に向かいつつある。

現在のような「出荷ー稼働率」格差での出荷の下振れ一段落と、マイナス圏の底入れからプラス圏に向かう局面では、過去実績として逼迫化と米国の CPI（消費者物価指数の総合）前年比上昇、FRB の

利下げ様子見、もしくは「利上げ」などが連動で観測されてきた。

現在はフィラデルフィア連銀製造業景況指数の出荷指数と鉱工業生産の設備稼働率の格差（出荷ー稼働率）についても、2021 年後半以降の出荷下振れが一服となっている。最近では 2021 年 11 月の -45.7 から出荷の下振れ拡大が続いたが、昨年 3 月の -100.8 をボトムに底入れに移行。直近の今年 1 月は -84.7 とマイナス幅が縮小となっている（出荷<稼働率の逼迫緩和が一服）。

同格差のトレンドを示す 9 カ月移動平均線は、方向角度が昨年 12 月から上向き化へと転換し始めた。2021 年以來となる出荷下振れ基調の歯止めとなっている。過去は長期実績として、逼迫緩和の一服と物価再上昇の方向へと寄与。連動の形で、米 10 年債金利は下限が切り上がりとなってきた。現在の場合、2 月 1 日の 3.81% 前後が当面の最低となり、金利の下限切り上がりが後押しされる可能性もある。



