

経済レビュー

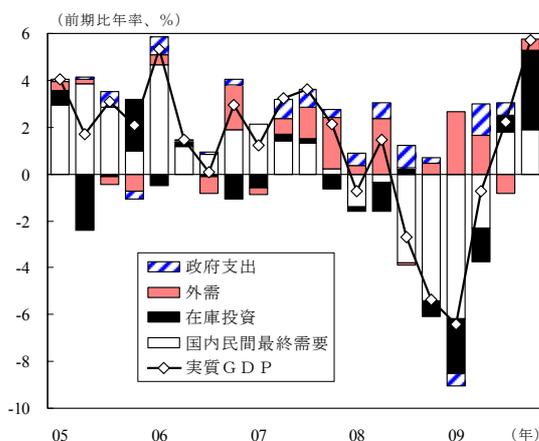
在庫投資の復元サイクルは米国景気の V 字型回復につながるか

1. 昨年 10-12 月期は在庫投資主導の 5.7% 成長

昨年 10-12 月期の実質 GDP 成長率は前期比年率 5.7%と、市場の予想 (4%台半ば) を大きく上回り約 6 年振りの高成長となった。最大の牽引役は在庫投資で、成長率に対する寄与度は 3.4%と半分以上を占めた (第 1 図)。一方、民間の最終需要は、設備投資が 6 四半期振りに前期比プラスに転じるなど底堅さを見せたが、伸び率は同 2.2%と前期並に止まった。

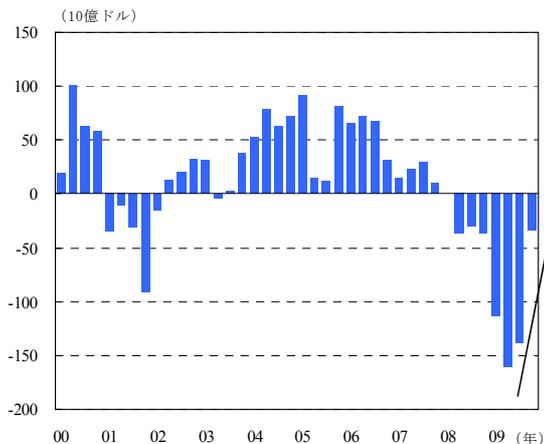
在庫投資の押し上げは、政府の景気対策などでリーマンショック後の需要の急激な落ち込みに歯止めがかかり、在庫減らしの動きが収まってきたことによるものである。在庫投資の実額は依然マイナスと在庫残高の減少は続いているものの、減少額が大幅に縮小し、前期比成長率の押し上げに寄与した (第 2 図)。

第 1 図：実質 GDP 成長率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第 2 図：実質在庫投資額



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

2. 景気回復初期における在庫投資

通常、景気回復の初期においては、最終需要の持ち直しに加えて、景気後退中に圧縮した在庫を復元する動きが成長率を潜在成長率以上に押し上げることで、デフレギャップ（生産能力と実際の生産のギャップ）を埋め、失業率が下がり、設備稼働率が上昇する。1960年以降、過去7回の景気回復期の平均的な成長パターン（景気の谷の翌期から4四半期の平均）をみると、実質成長率は年率5.0%と潜在成長率（1960年以降の平均で3%程度）を上回る高い成長率となっている。そのうち在庫投資の寄与度は1.5%と、成長率の押し上げに大きく寄与していることがわかる（第1表）。いち四半期だけの瞬間風速で見れば、成長率を5~6%押し上げることさえある。総じて景気がV字回復になる時には、在庫投資の寄与も大きくなっており、1982年の時には在庫投資の寄与度も2.0%と、成長率（7.8%）同様に平均を上回った。一方、L字回復となった1991年には、在庫投資の寄与度も0.3%と小幅だった。

一般に、厳しい景気後退の後には景気がV字回復になるケースが多いとされるが、在庫投資についても同様の傾向がみとれる。厳しい景気後退（実質GDP水準が2.5%低下）の後、V字回復となった1982年の時には、景気後退中に在庫投資も大きく落ち込み、厳しい在庫調整を経験した。一方、L字回復となった1991年には、その前の景気の落ち込みが比較的浅く（実質GDP水準は1.4%低下）、在庫調整も軽微に止まった（第3図）。

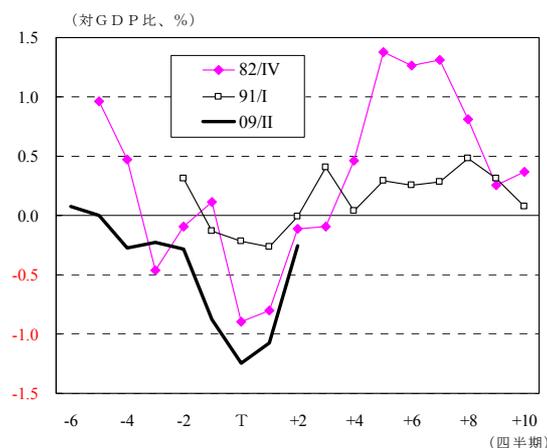
第1表：景気回復1年目の成長パターン

景気回復後、4四半期の平均			
(前期比年率、%) 景気の谷 →	1960年以降 7回の平均	V字回復 82/IV~	L字回復 91/I~
実質GDP成長率	5.0	7.8	2.6
個人消費	4.3	6.5	2.9
耐久財	10.4	18.5	4.7
住宅投資	18.4	52.0	14.6
設備投資	3.8	11.4	▲2.8
在庫投資	(1.5)	(2.0)	(0.3)
政府支出	2.4	1.8	0.2
純輸出	(▲0.7)	(▲1.6)	(0.2)
輸出	3.5	5.6	10.4
輸入	13.2	25.0	7.8

※ 在庫投資、純輸出はGDP成長率に対する寄与度

(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第3図：在庫投資の推移（対GDP比）



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

3. 今回の回復局面における在庫投資の見通し

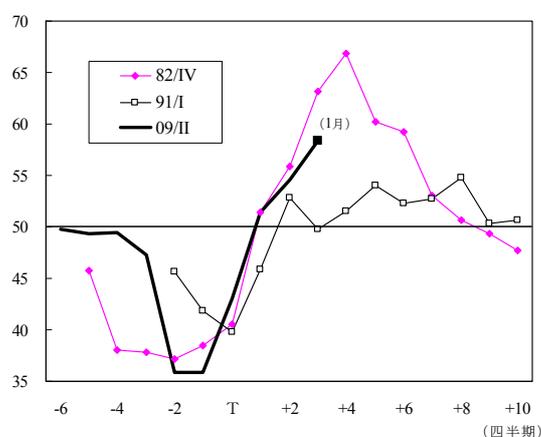
(1) これまでのところはV字回復のパターン

足元までの在庫投資の動きをみると、これまでのところV字回復のパターンに沿った動きとなっている（前掲、第3図）。グローバル金融危機を発端とした今回の景気後退は、後退期間が戦後最長を超え、実質GDPの水準も最大の落ち込み（3.8%）を記録するなど、戦後最長、最悪の景気後退となった。その中で、在庫調整も戦後、最も厳しいものとなり、GDP統計の実質在庫投資額は7四半期連続でマイナスと、減少期間の戦後最長記録を更新した。さらに、在庫投資の減少幅も、昨年4-6月期には対GDP比で1%を超え、過去最大となった。こうして景気後退時の調整が厳しかっただけに、景気が底打ちした後の在庫投資の持ち直し（減少幅の縮小）も急速なものになった。

製造業のマインドを示す全米供給管理協会（ISM）の製造業景況指数をみると、景気底打ち後、急速に改善しており、1月は58.4と約5年半振りの高水準に上昇。V字回復時の動きに近いものとなっている（第4図）。今後、在庫投資が順調に積み増しに転じることを示唆しているが、その過程で、在庫投資はさらに成長率を押し上げることが予想される。

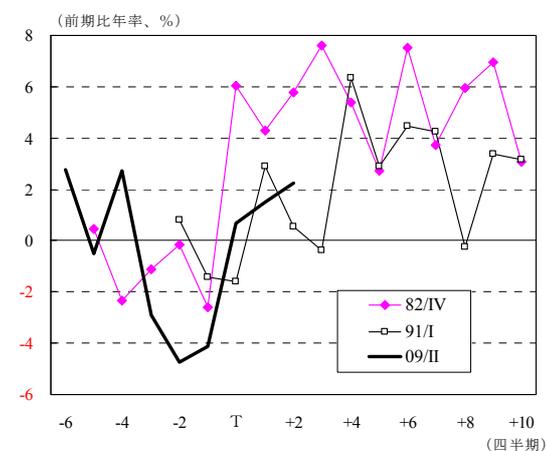
しかし、在庫復元の動きが一巡し、在庫残高が適正水準に戻った後は、在庫投資のスピードは、出荷すなわち最終需要の回復ペースに左右されることになる。このため、今後もV字回復のパターンを維持できるかどうかは最終需要の強さがカギを握ろう。この点で足元の最終需要の動きをみると、V字回復時の勢いはなく、L字回復時に近いものとなっている（第5図）。

第4図：ISM製造業景況指数



(資料) ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5図：最終需要



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(2) 最終需要の回復ペースはしばらく緩慢

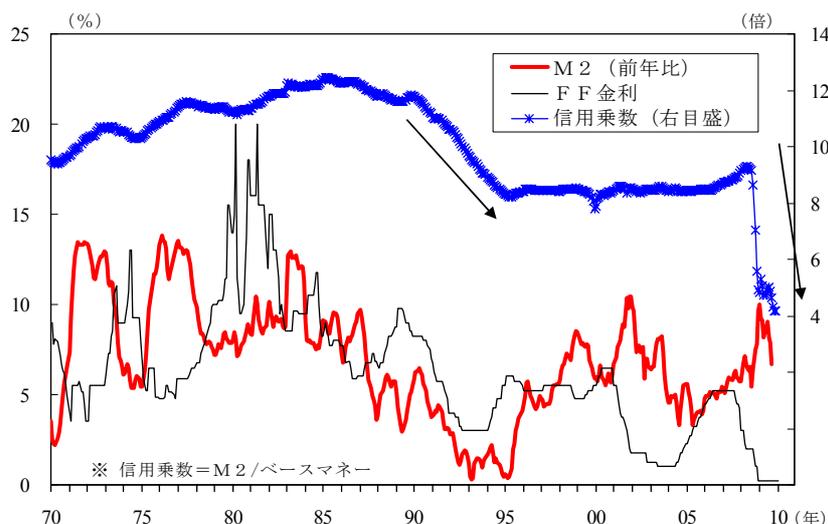
今回の景気回復局面では、下記の要因により、最終需要の急速な回復は見込みにくく、むしろ回復ペースは過去の回復期の平均に比べて緩慢なものに止まる可能性が高いとみられる。

①金融システムの機能低下

まず、金融危機の後遺症で金融システムの機能が低下しているため、金融緩和の効果が浸透しにくいことである。V字回復となった1982年は、インフレ高進をうけた連邦準備制度理事会（FRB）の大幅な利上げにより、厳しい景気後退に陥ったが、その後の物価安定とともに政策金利を大幅に下げ、景気は急回復した。これに対して、L字回復となった1991年は、S&L（貯蓄貸付組合）危機や米銀の経営悪化によりクレジットクランチ（信用逼迫）が生じ、これが金融緩和効果の浸透を妨げたため、景気の本格回復が遅れた。FRBの利下げにも拘らず、マネーサプライの伸びは鈍化が続き、信用乗数が数年にわたって低下した（第6図）。

今回も、銀行の貸出姿勢の慎重化により、FRBの大量の資金供給にも拘らず、マネーサプライは伸び悩み、信用乗数は急激に低下している。銀行の貸出姿勢については、最近の調査で厳格化の動きが収束に近づいていることが示されたが、家計・中小企業の資金調達環境は引続き厳しい状況にあり、これが当面、景気回復ペースを抑制するとみられる。

第6図：政策金利、マネーサプライと信用乗数



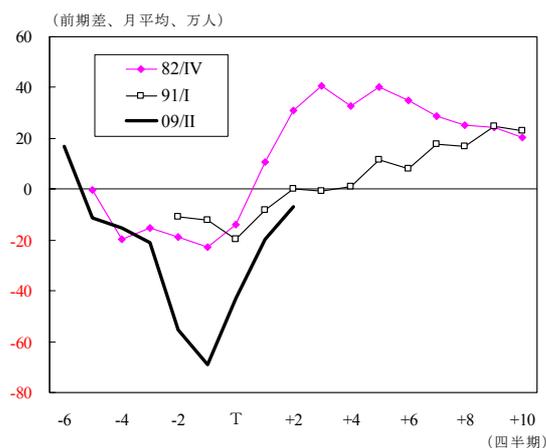
(資料) FRBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

② 雇用の本格回復の遅れ

次に、雇用情勢の厳しさである（第7、8図）。雇用も戦後最長・最悪の調整を経験したが、足元では解雇の動きが収まり、雇用者数の減少幅は縮小傾向にある。しかし、企業は新規雇用には慎重なままである（第9図）。景気の先行き不透明感が依然、強いことに加えて、パートタイム比率が戦後最高水準に上昇していることや、労働時間が歴史的な低水準に落ち込んでいることなどから、労働需要の回復が雇用者数の増加に繋がり難いためとみられる（第10図）。

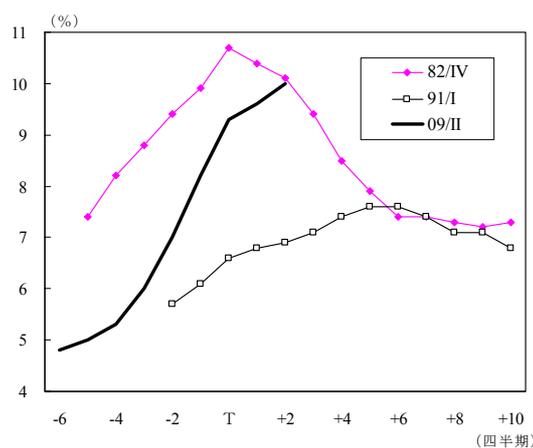
今回はとりわけ中小企業の雇用の回復力が弱い。通常、景気回復期には中小企業が雇用増の牽引役を務めるが、今回は信用逼迫の影響もあり、雇用を増やすことにきわめて慎重である。こうして雇用の本格回復が遅れる結果、在庫復元による生産の増加も、「生産増→所得増→消費増→生産増」という前向きな循環に繋がりにくく、最終需要の回復ペースを抑えると予想される。

第7図：非農業雇用者数



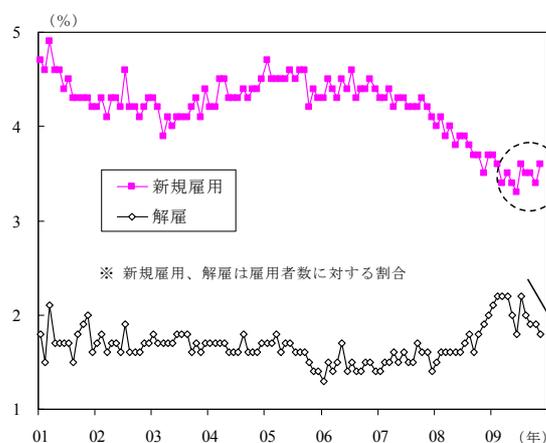
(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第8図：失業率



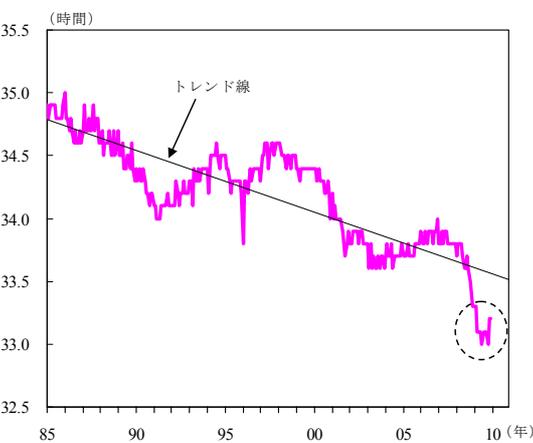
(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第9図：新規雇用と解雇の動き



(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第10図：労働時間（民間労働者）



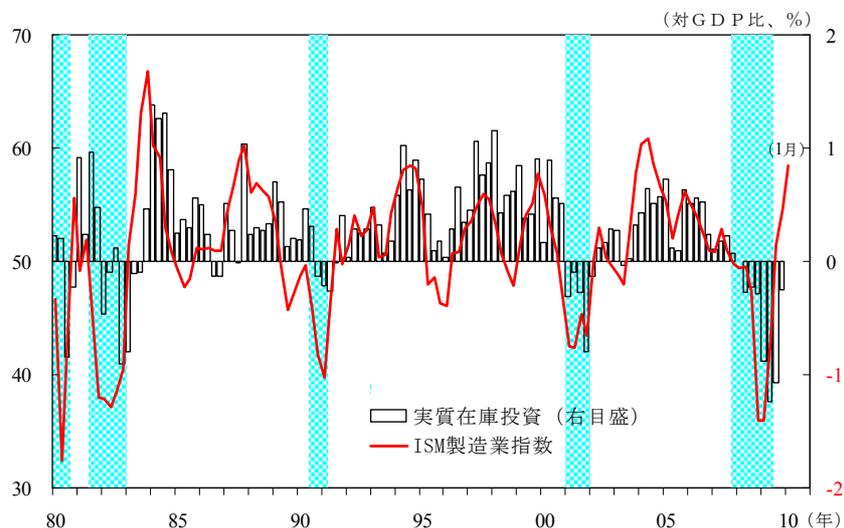
(資料) 米労働省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(3) 成長率の大幅な押し上げは一時的に終わる公算大

このように最終需要の回復力が弱いため、在庫復元の動きが一巡した後は、在庫投資がV字回復時のパターンを維持することは困難とみられる(第11図)。ここでも中小企業が制約要因となりそうだ。全米独立企業連盟(NFIB)の調査では、景気回復で売上の見通しが好転しているにも拘らず(第12図)、在庫投資計画は歴史的な低水準に止まっている(第13図)。

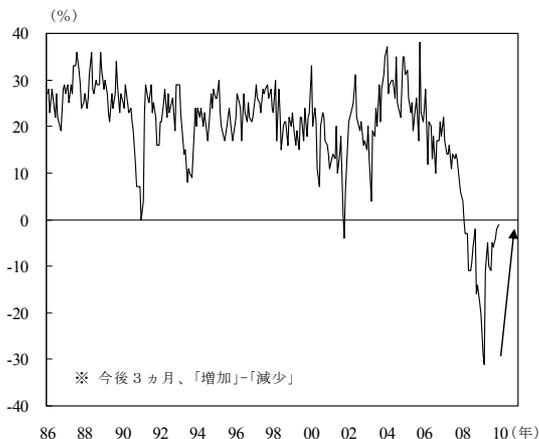
以上から、在庫投資による成長率の大幅な押し上げは一時的に終わる公算が大きく、景気のV字回復につながる可能性は低いとみられる。仮に、急激な在庫投資の増加が続く場合には、早めの在庫調整局面入りの可能性が高まろう。

第11図：ISM製造業指数と在庫投資



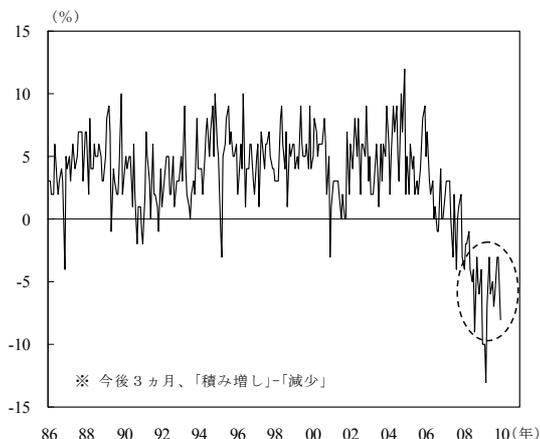
(資料) 米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第12図：中小企業の売上見通し



(資料) NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第13図：中小企業の在庫投資計画



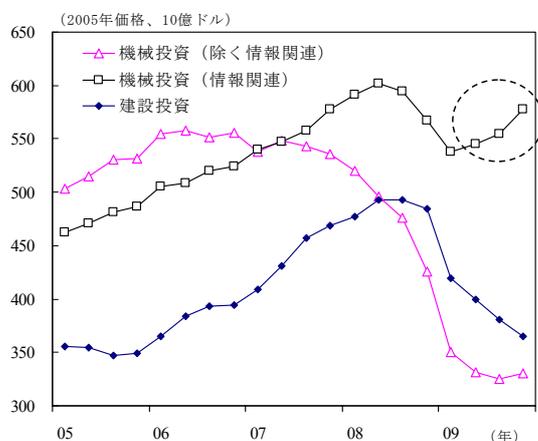
(資料) NFIBより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

4. おわりに

最後に、リスクファクターとして在庫投資の上振れ（V字回復を続ける）要因をあげておく。一つは、設備投資の上振れである。設備投資は前述のように昨年10-12月期に6四半期振りに前期比増加に転じた。内訳をみると、情報関連投資が直近3四半期連続で増加と回復傾向を強めている（第14図）。背景として、景気の持ち直しや生産性の上昇により企業収益に回復の動きが出る中で（第15図）、企業が省力化投資や更新投資を増やしていることが考えられる。設備投資については、商業用不動産市場の低迷を反映して建設（構築物）投資が年率2桁の減少を続け、情報関連以外の機械投資も歴史的な低稼働率を背景に低迷するなど、急回復は見込みにくい。設備投資のキャッシュ・フローに対する比率が戦後最低水準に下がるなど、きっかけがあれば回復しやすい環境にあることも事実である（第16図）。今後、景気・収益見通しの改善や投資減税などにより設備投資が誘発され、それに合わせて企業が在庫投資を積極化することも考えられる。

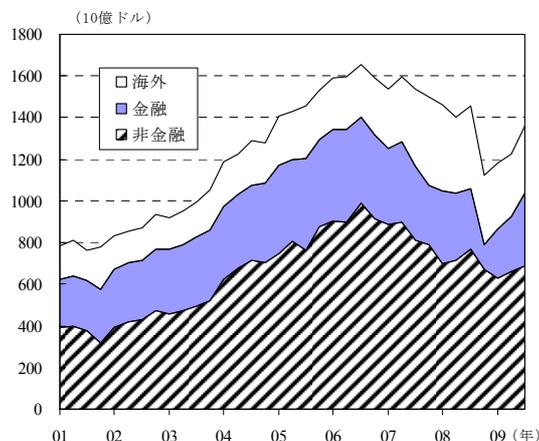
次に、輸出の上振れである。新興国を中心とした海外景気の回復やこれまでのドル安により、輸出はGDP統計でも2四半期連続で年率2割近い伸びを続けている。足元では、1月のISM輸出指数が急回復を示しており、輸出は当面、好調を維持する見通しである（第17図）。輸出については、オバマ大統領が一般教書演説の中で、5年で輸出を倍増させ、雇用を200万人創出すると打ち出すなど、政府も力を入れている。これらの効果は、出るとしても少なくとも数年はかかるが、輸出やそれに伴う設備投資拡大への期待を背景に、企業が在庫積み増しを積極化させる可能性もある。

第14図：実質設備投資



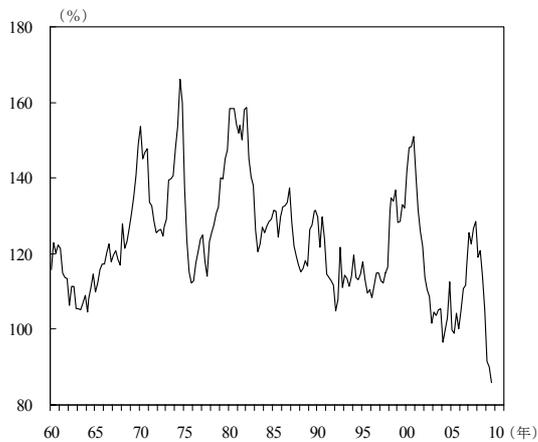
(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第15図：企業収益 (GDP統計)



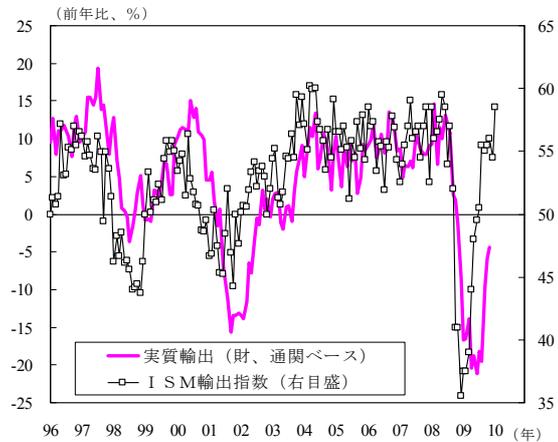
(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第16図：設備投資/キャッシュフロー比率



(資料) 米商務省より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第17図：ISM輸出指数と輸出金額



(資料) 米商務省、ISMより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

(H22.2.4 山中 崇 takashi_2_yamanaka@mufg.jp)

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できるとされる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1