

# 東京三菱レビュー



## 増加する在庫投資をどうみるか ～景気拡大の持続性に関する一考察

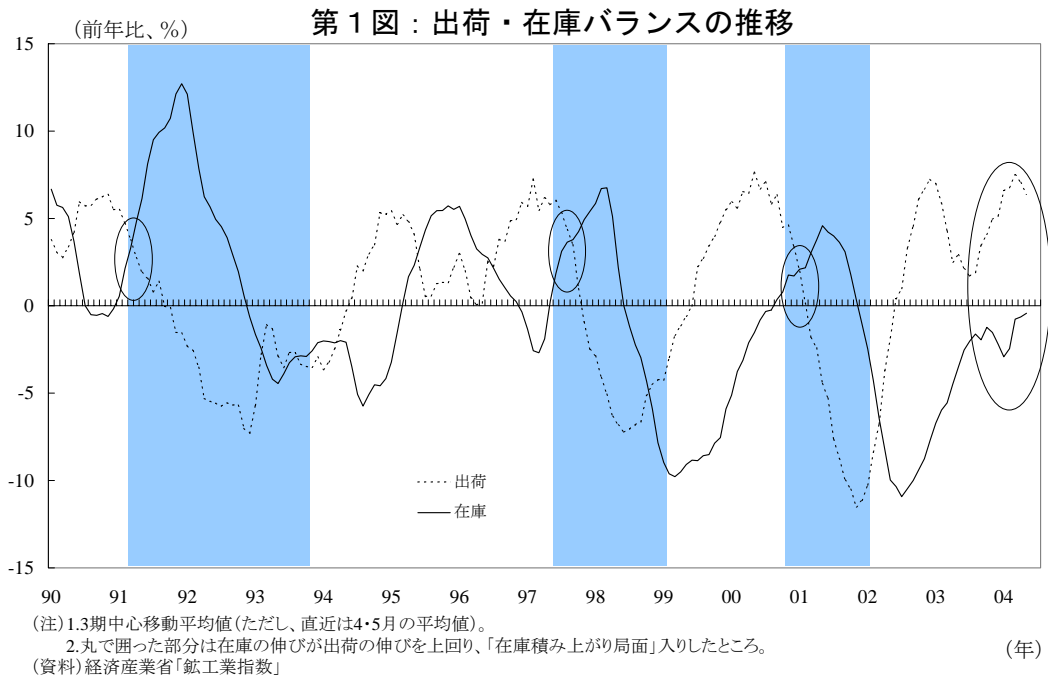
### 増加する在庫投資

足元で在庫投資が増加している。先般発表された 1～3 月期の GDP 統計では、実質民間在庫品は約 3 兆円と大幅な増加を記録、全体の成長率 6.1%（前期比年率、実質ベース）のうち約 2.0%の押し上げに寄与した。

在庫投資の増加はすなわち需要の増加であり、景気拡大に弾みをつけることが期待される。しかし、一方で、マクロ全体でみた企業の需要予測が実際の需要とのズレを免れない以上、予測に反して需要が減退すれば、“意図せざる在庫”が積み上がり、結果的に余剰在庫のストック調整によって景気の落ち込みが深刻化するリスクがある。問題は、足元の在庫投資の増加が、先行きのストック調整に繋がる虞の強いものか否かという点である。

これを分析するために、まず、足元の在庫循環の位置づけを確認してみたい。在庫循環とは、企業の在庫投資の変動を反映して、「(景気回復を反映した)意図せざる在庫減」→「在庫積み増し」→「意図せざる在庫積み上がり」→「在庫調整」という約 3 年の周期を辿り、キチン・サイクルとも呼ばれる。そこで、鉱工業生産の出荷・在庫バランス<sup>(次頁注 1、2)</sup>でみると(次頁第 1 図)、出荷は昨年半ば頃から伸びを高め、足元でも高水準で推移する一方、在庫は水面下で減少幅を縮小させる方向にある。したがって、現状は 2003 年初め頃を境とした“在庫積み増し局面”にあり、生産活動のモメンタムは総じて良好と判断できる。





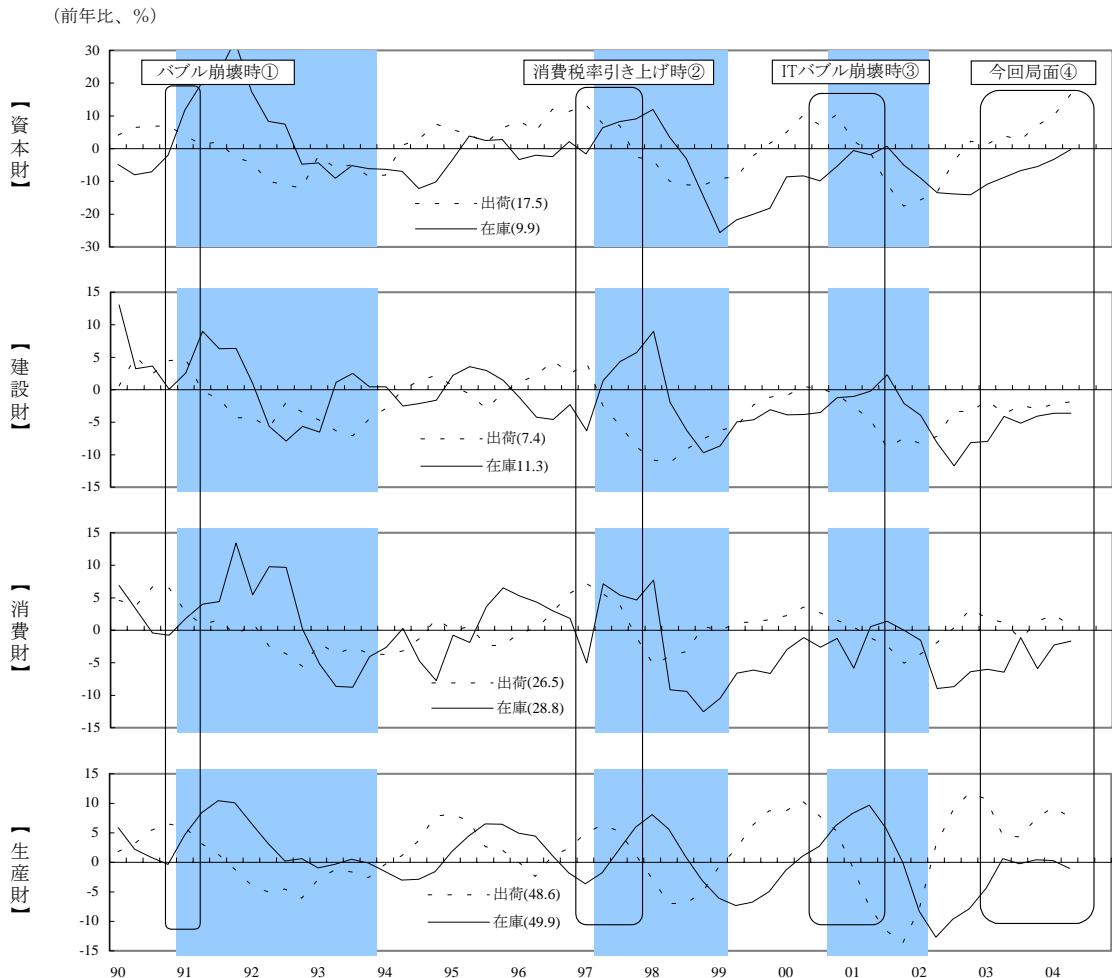
- (注 1) 在庫・出荷バランスとは、出荷及び在庫の前年比の伸び率を比較したもので、在庫循環上の位置づけをみるために用いられる。出荷 (=需要) の伸びが高く、在庫の積み上がりが小さければ、それだけ生産拡大の余地があるなど、両者の関係から生産活動のモメンタムが把握できる。
- (注 2) GDP 上の在庫は、原材料在庫・仕掛品在庫・製品在庫・流通在庫の 4 つに分けられる、このうち、製品在庫は統計の速報性があるため、景気の動向をみるうえで最も注目される。以下、本稿でも製品在庫についてみていく。

### 浮き彫りになる IT バブル時との共通点

しかし、鉱工業全体でみたモメンタムが良好であっても、在庫のストック調整に至る可能性があるかを見極めるためには、その中身をより詳細にみていく必要がある。そこで、足元の出荷・在庫バランスを、90年代以降の「景気回復期の後期」から「景気後退の初期」にかけての出荷・在庫バランスの推移と比較したものが次頁第2図である。

まず、過去の局面における特徴を整理すると、①90年代初頭のバブル崩壊時は、景気のピークと概ね同時期に全ての財で在庫の伸びが出荷の伸びを上回り、在庫が積み上がり局面に入った。②97年4月の消費税率引き上げ時の局面では、駆け込み需要が出た消費財や資本財などで需給バランスが大きく崩れ景気が後退局面入りしたのが確認できる。一方、生産財の需給バランスの悪化は、その後のアジア危機等に伴う輸出減速まで遅行した。

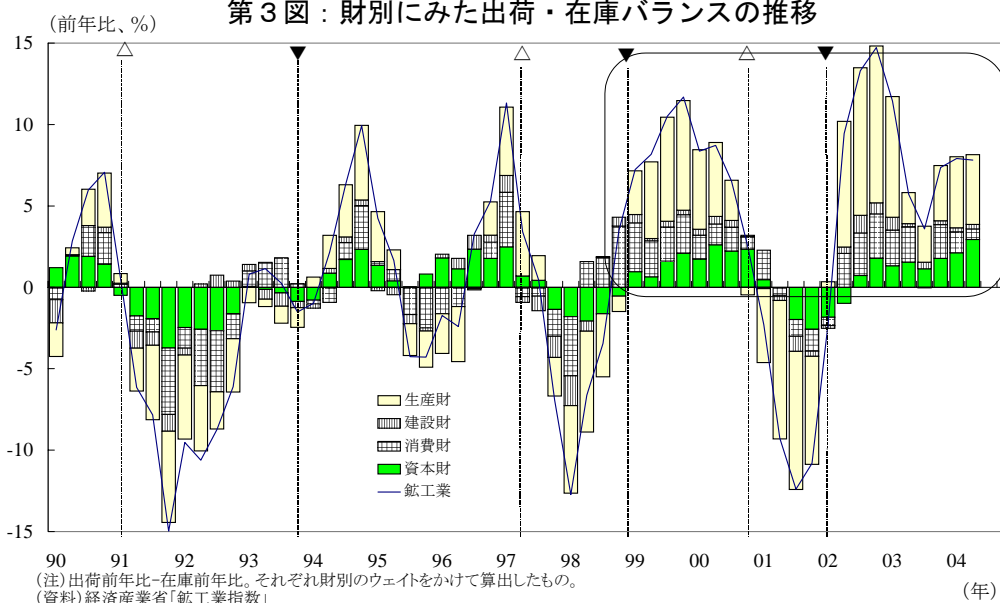
第2図：財別にみた出荷・在庫バランスの推移



③前回のITバブルの崩壊時には、生産財の出荷が大きく盛り上がり、資本財出荷もやや遅れて増加した後、世界的なIT需要の落ち込みを契機に在庫が大幅に積み上がった。この間、消費財を中心に他の財の在庫積み上がりはみられず、需給バランスの悪化は景気のピークから2~3四半期程度遅れているのが目立つ。翻って、④今回局面はというと、景気回復局面の初期において生産財出荷の増加がとりわけ目立つほか、やや遅れて資本財出荷の伸びが高まるなか、おのおのの在庫の積み上がりが小さい点、建設財・消費財の出荷・在庫はともに低迷が続いている点などで、前回局面と類似しているように思われる。

こうした前回と今回局面の類似性は、出荷の伸びから在庫の伸びを差し引いて財別の寄与度をみると一層はっきりする(次頁第3図)。両局面において、生産財の寄与が過半となっているほか、資本財の寄与が景気の谷から2~3四半期程度遅行して大きくなっているのがみてとれる。生産財のうち、寄与が大きいのは電子部品・デバイス工業であり、近年、わが国製造業が得意とするエレクトロニクス産業が全体の生産を牽引していることの流れである。

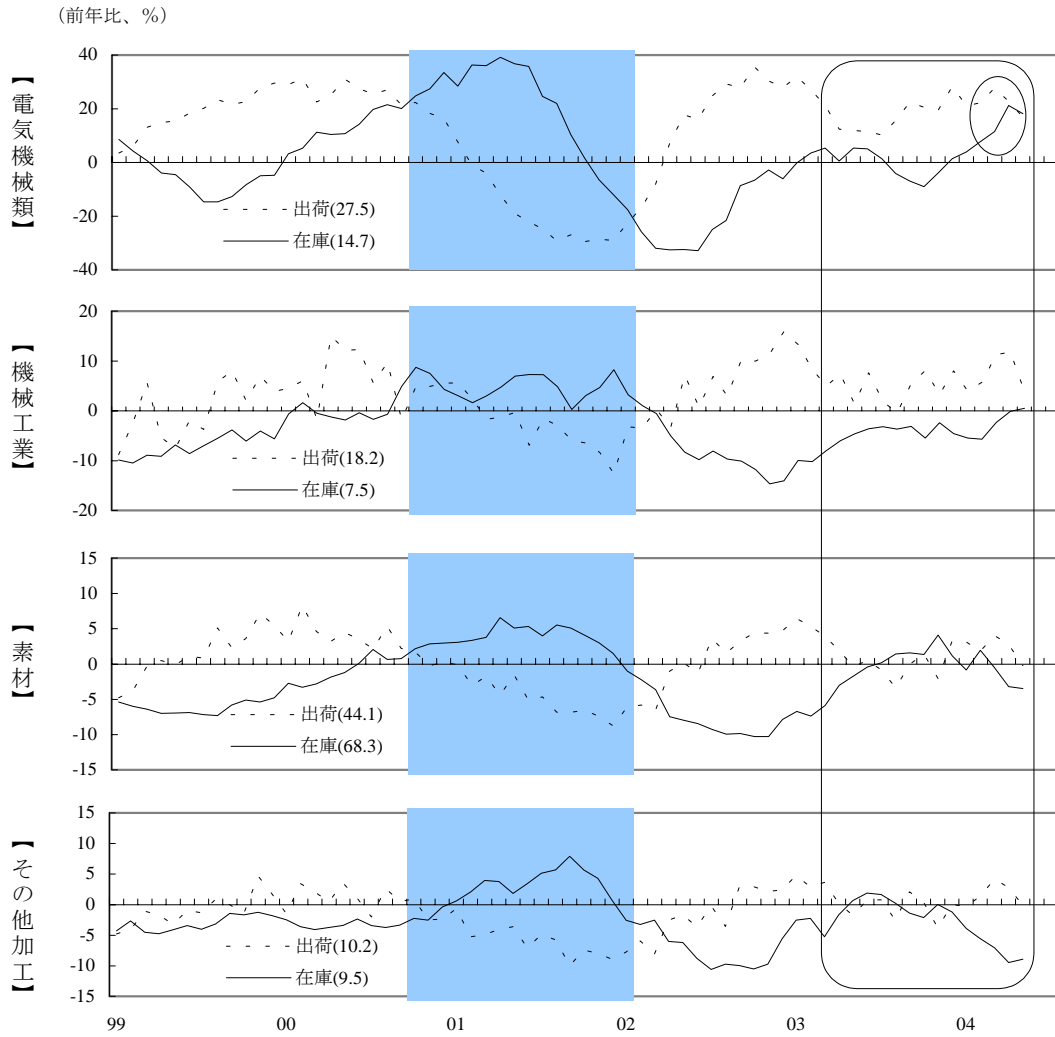
第3図：財別にみた出荷・在庫バランスの推移



さらに、生産財の中身について出荷・在庫動向をみると、前回局面との相違点と共通点が浮き彫りになる（次頁第4図）。まず、前回局面とやや異なるのは、ウェイトの大きい素材や、その他加工では、昨年の初めから年央にかけて、イラク戦争や SARS 流行等を背景とした内外需要の低迷に伴い、すでに在庫調整が行われている点だ。このため、足元では出荷が持ち直すなかで在庫が減少するという、在庫循環の初期にあたる“回復局面”にあり、これが、前回局面に比べて生産財全体でみた出荷・在庫バランスを良好にしている大きな原因である。

一方、前回局面と共通しているのは、電気機械類の動きである。足元では、出荷の伸びがやや頭打ちとなるなか、在庫の伸びがほぼ出荷と同じ水準にまで高まっている。たしかに、今回局面における在庫の伸びは液晶素子等を含む電子部品が中心であり、IT バブル時に増加した集積回路等の汎用品と比べて、わが国電気機械工業が高い競争力を維持している財であることは間違いないものの、ひとたび需要が企業予測を下回る状況に至れば、前回局面と同じく在庫調整が必要となってもおかしくない状況に近づきつつあるといえよう。仮に電機機械類が在庫調整に入った場合、上にみた素材やその他加工といった財が需給バランス上のクッション役を十分に果たせるのか。電機機械類のウェイトと振れの大きさを考慮すれば、極めて心もとないといわざるをえない。

第4図:生産財の出荷・在庫バランスの推移



(注) 1. ( )内は生産財に対するウェイト。  
 2.業種分類は以下の通りとした。  
 電気機械類=電子部品・デバイス+電気機械+情報通信機械、機械工業=一般機械+輸送機械+精密機械  
 素材=鉄鋼+非鉄金属+窯業・土石製品+化学+石油・石炭製品+プラスチック+パルプ・紙+繊維  
 その他加工=金属製品+食品・たばこ+その他工業  
 (資料) 経済産業省「鉱工業指数」

### 徐々に高まる在庫調整リスク

問題は今後の展開であるが、今回の景気回復の牽引役が輸出及び輸出増を睨んだ設備投資であることを踏まえると、今後の需給バランスを左右するのは、需要面においては海外需要と国内設備投資の動向となろう。次頁表は前回と今回の景気回復期における出荷動向を内外・財別にみたものだが、前回局面以上に、生産財を除く(次頁注)消費財や建設財といった国内向け出荷の低迷が目立つ一方、生産財や資本財を中心に海外需要への依存が強まっていることがはっきりみとれる。

表: 前回及び今回の景気回復局面における鉱工業出荷の推移

(年率換算寄与度、%)

		前回局面②	今回局面①	①-②
鉱工業		4.9	5.4	0.5
国内向け	(83.1)	3.9	3.6	▲ 0.3
資本財	(13.3)	0.9	0.5	▲ 0.4
建設財	(7.3)	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2
消費財	(23.0)	0.6	0.2	▲ 0.4
生産財	(39.5)	2.4	3.1	0.7
輸出向け	(16.9)	1.0	1.8	0.8
資本財	(4.2)	0.2	0.4	0.2
建設財	(0.2)	▲ 0.0	0.0	0.0
消費財	(3.5)	▲ 0.1	0.1	0.2
生産財	(9.1)	0.9	1.3	0.4

(注) 1. 景気のボトムからピーク（今回局面は直近値）までの出荷の伸びを比較したもの。

前回は99年第1四半期から00年第4四半期、今回は02年第1四半期から04年第1四半期。

2. ( ) 内は2000年基準のウェイト。

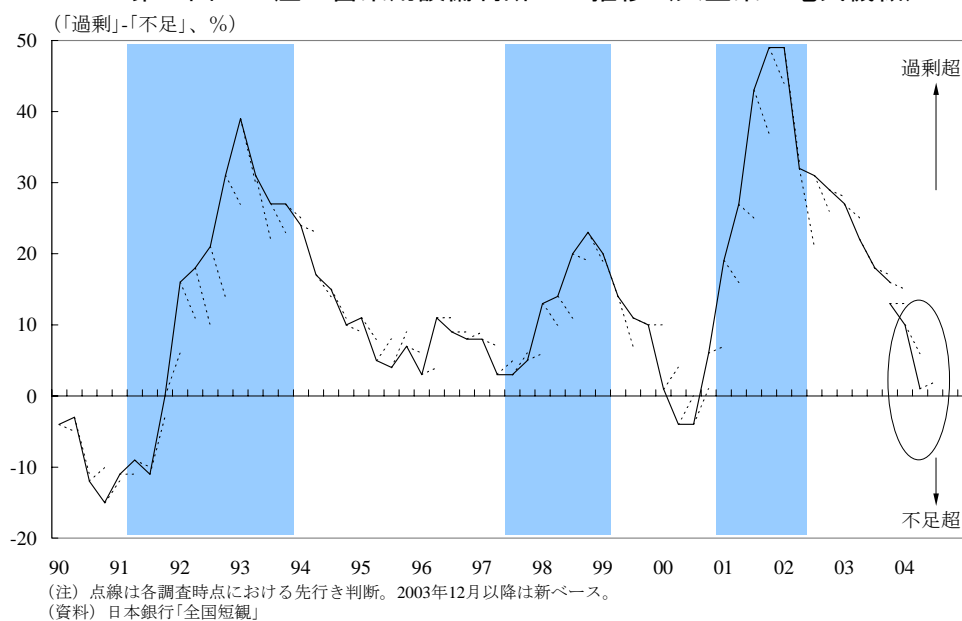
(資料) 経済産業省「産業活動分析」

(注) 生産財については国内向け出荷の増加も目立っているが、その牽引役が電子部品・デバイスであることを踏まえると、近年のデジタル家電など高付加価値品に対する需要増を背景に企業が国内の設備投資を活発化させてきたことで国内の生産拠点向けの出荷が増えているものとみられる。ただし、こうした生産財の多くは、電気機械や情報通信機械など輸出志向の強いセクター向けに出荷されており、外需の動向に大きな影響を受けることに変わりはない。

この点、まず、海外経済についてみると、わが国最大の輸出先である米国ではITバブル崩壊時のような急減速はなさそうだが、減税効果の剥落等から今後は成長ペースの鈍化が見込まれる。生産拠点向けの生産財や投資需要を映じた資本財輸出の増加を通じてわが国経済へ恩恵を及ぼしてきた中国経済も、当局の引き締め策から緩やかとはいえ減速傾向を辿るとみられる。このため、海外経済は足元の景気拡大ペースが維持されるとは考えにくく、好調な電気機械類等の生産財や、資本財の輸出も次第に増勢が鈍化していく公算が大きい。

一方、国内の設備投資については、代表的な先行指標である機械受注が引き続き増加傾向を辿るなど、目先は堅調に推移することが見込まれる点は明るい材料である。ただし、先般発表された6月の日銀短観では、今年度上期の設備投資が製造業を中心に前回調査から大きく上方修正され高い伸びが予想される一方で、下期は減速が見込まれるなど、先行きについては不透明感もある。また、わが国設備投資を牽引してきた電気機械業で設備に対する過剰感の兆しが出ている点も懸念材料である。同調査における設備判断DIは低下傾向にあるものの、先行き予測はここにきて反転、今回の回復局面で初めて過剰感が強まる見通しとなっている（次頁第5図）。

第5図：生産・営業用設備判断DIの推移（大企業・電気機械）



内需のもう一つの柱である個人消費の下支えにも多くは期待しにくいのではないかとみられる。企業の人件費負担が依然重い状況下、肝心の雇用・所得環境の回復テンポは緩やかとみられるためである。好調が伝えられるデジタル家電需要についても、目先はアテネ・オリンピック前で薄型テレビ等に対する駆け込み需要などが見込めるとはいえ、普及率からみれば加速度的に需要が増加する局面は終わり、モメンタムという点では鈍化する水準にまで上昇してきている。

もちろん、この先、需要の拡大ペースの鈍化が見込まれるといっても、生産がそれに見合ったものとなれば、余剰在庫の積み上がりが生じないのはいうまでもない。しかしながら、製造工業生産予測調査においては、引き続き強めの生産計画が維持されており、企業が先行きの需給バランスを踏まえて生産を調整するというスタンスは今のところ窺えない。

こうしてみると、足元では在庫投資が増加し、わが国経済の成長率を大きく押し上げている状況だが、同時に“意図せざる在庫増”から生産調整を余儀なくされるリスクも高まりつつあるように思われる。確かに、個々の企業行動においては、在庫管理の徹底が進むなど、前回のITバブル時と異なる面もあろう。しかしながら、デジタル家電特需といった追い風の下、企業が積極的な生産に傾斜しやすい状況が整っているだけに、ともすると在庫の積み上がりが生じやすい局面にあると警戒的にみておく必要があるのではなかろうか。

（2004.7.22 岩岡 聡樹）

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、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、宜しくお願い申し上げます。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います。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 東京三菱銀行 調査室

〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

**MTFG**  
三菱東京フィナンシャルグループ

 東京三菱銀行