

テーマ：在庫による景気下押しを考える

～在庫の積み上がりは深刻化しているのか～

発表日：2015年6月22日（月）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 副主任エコノミスト 高橋 大輝
TEL:03-5221-4524

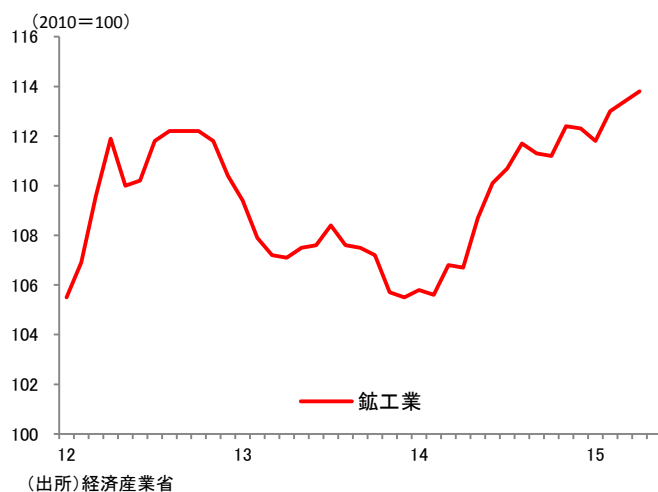
（要旨）

- 鉱工業在庫は、消費税率引き上げ後、需要の停滞を背景に高水準での推移が続いている。鉱工業在庫が高水準で推移している背景には、輸送用機械工業の在庫高止まりと生産用機械工業の在庫急増がある。輸送用機械工業についてはウエイトの大きい乗用車で在庫調整の進展が見込まれること、生産用機械工業は一時的な要因による押し上げが大きいとみられることから、在庫の高止まりによる生産の抑制は深刻化しづらいと考えられる。
- 1－3月期GDPにおいて、民間在庫品増加が成長率を押し上げたが、これは在庫の積み上がりは原因ではなく、在庫調整ペースの減速が主因である。規模の大きい流通在庫を中心に、在庫残高は減少傾向で推移しており、過剰な積み上がりは確認されない。
- ① 鉱工業在庫の高止まりは長期化しないとみられること、② 総じて見れば在庫調整は進捗していることを踏まえると、在庫による景気下押しの長期化、深刻化の懸念は小さいとみられる。今後、需要の回復に応じた景気回復が期待できるだろう。

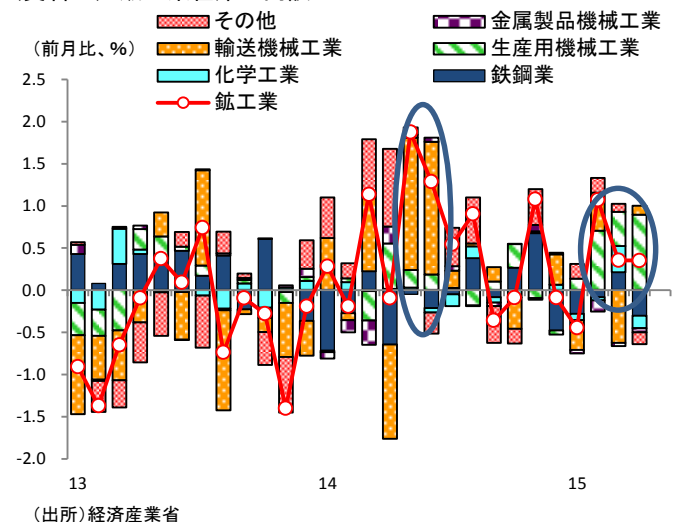
○ 鉱工業在庫は高止まりしているが

消費税率引き上げ以降、鉱工業在庫が高水準で推移している（資料1）。在庫の積み上がりは生産の抑制に繋がるため、先行きの景気の懸念材料として挙げられている。業種別に見ると、鉱工業在庫を押し上げているのは輸送用機械工業と生産用機械工業だ。もっとも、輸送用機械工業は在庫調整の目処がたちつつあること、生産用機械工業については一時的な要因が影響していることを踏まえれば、在庫調整による生産の下押しは長期化しないとみている（資料2）。

（資料1） 鉱工業在庫指数



（資料2） 鉱工業在庫の内訳

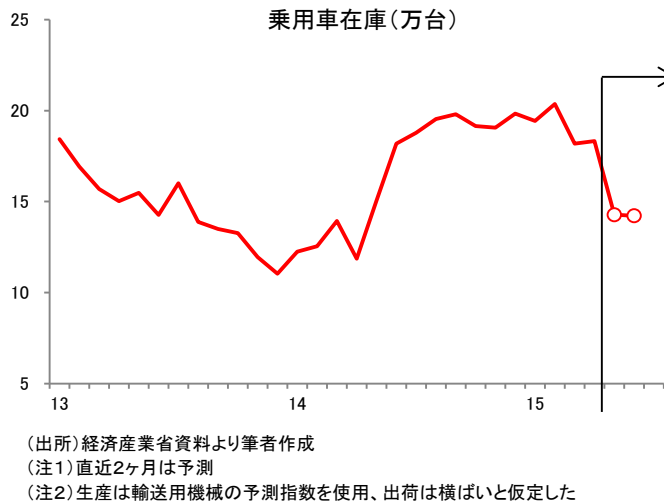


輸送用機械工業は乗用車を中心に消費税率引き上げ直後に在庫が積み上がり、需要回復が鈍いことを背景

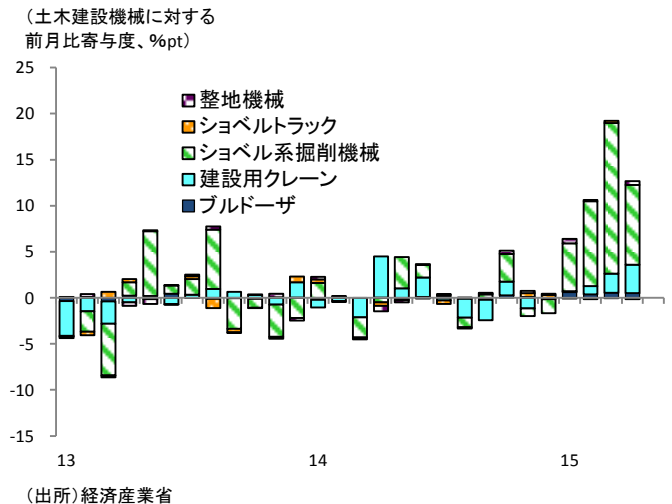
に在庫は高水準での推移が続いた。もっとも、割合の大きい乗用車在庫は減少傾向に転じつつあるほか、企業の生産計画は慎重だ。目先の出荷が足元横ばいで推移すると仮定すれば、夏には在庫解消の目処が立つ見込みである（資料3）。加えて、先行きは賃金の増加や原油価格下落による実質購買力の増加を背景に乗用車需要の回復が見込まれ、出荷も持ち直してることが予想される。以上を踏まえると、4-6月期の生産が低調なものになることは避けられないが、年後半以降は在庫による生産抑制は薄らぎ、需要の回復に伴って生産も上向いてくるだろう。

次に、生産用機械工業をみると、在庫の積み上がりは土木建設機械の急増が主因である。土木建設機械を更に細かくみてみると、ショベル系掘削機械が在庫を大きく押し上げている（資料4）。経済産業省によれば、こうした土木建設機械在庫の増加は「オフロード法」の変更に伴う「作りだめ」が影響しているとのことだ。「オフロード法」とは公道を走行しない特殊な構造の作業車（ブルドーザやショベルカーなど）の排出ガスに関する規制だが、改正によって環境規制が順次厳しいものになる。最も早いものでは2014年度後半より新規制（2011年基準→2014年基準）が実施されている。経過措置期間内であれば旧基準で生産ができることなどから駆け込みで生産が行われ、在庫増加に繋がっている可能性があるようだ。生産がかさ上げされているという意味では今後の生産の抑制に働くが、在庫の急増は意図的な動きである可能性が高く想定外の深刻化に繋がる話ではないだろう。

（資料3）乗用車在庫



（資料4）土木建設機械在庫

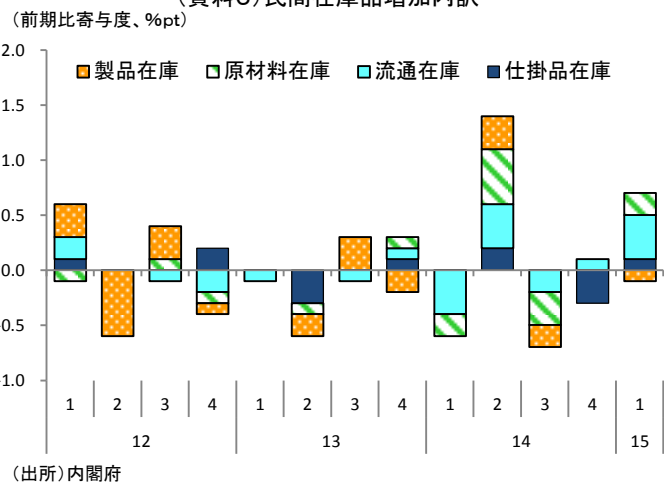


○その他の在庫は？

以上のように、鉱工業指数における在庫については、積み上がりの深刻化は避けられる見込みだ。一方で、2015年1-3月期GDPでは、民間在庫品増加が前期比年率寄与度+2.2%ptとGDPを大きく押し上げたことが注目され、今後の景気抑制懸念も生じている。そこで、その他在庫についても動向を確認したい。

民間在庫品増加の内訳を確認してみると、それぞれの在庫の1-3月期の前期比寄与度は製品在庫が▲0.1%pt、仕掛品在庫が+0.1%pt、原材料在庫が+0.2%pt、流通在庫が+0.4%ptであった（資料5）。このうち、製品在庫に相当するのが、

（資料5）民間在庫品増加内訳

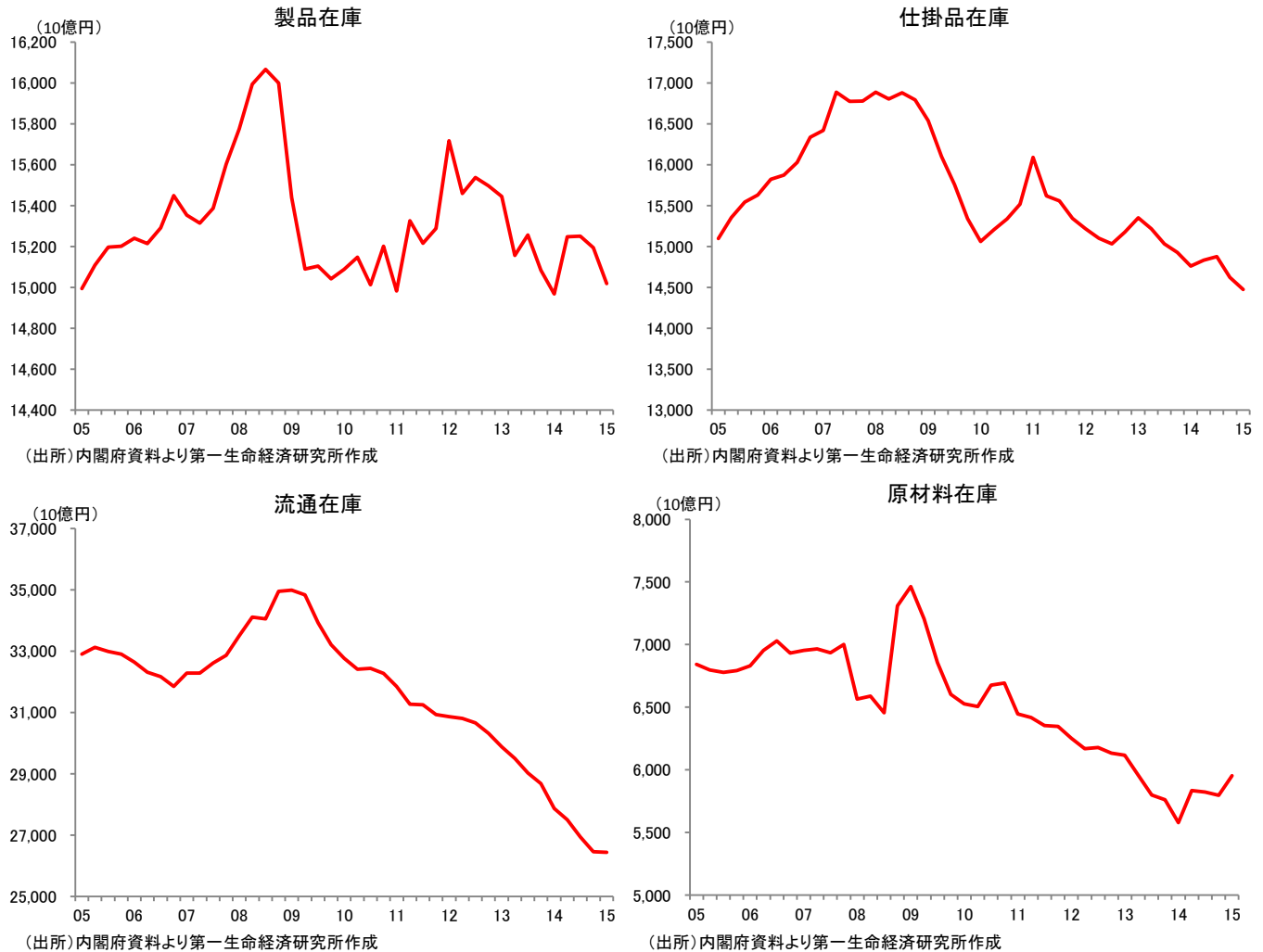


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

前述の鉱工業指数でみた在庫だ。製品在庫については、1-3月期GDP上も積み上がりは見られず、先に見た通り、先行きも深刻な調整は免れそうだ。

ここでその他在庫の状況を確認するため、GDPベースの在庫残高を試算してみると、GDPの押し上げに最も寄与した流通在庫は減少が続いていることが分かる（資料6）。規模の大きい流通在庫のほか、製品在庫や仕掛品在庫も減少傾向での推移になっており、足元で調整圧力が高まっているようにはみえない。

（資料6）在庫残高の推移（実質季節調整値）



※上記試算に当たっては、以下の前提を置いており、あくまでも目安として参照されたい。

①2005年末在庫残高を民間在庫品増加で延長することによって作成しているが、2005年末在庫残高は公的、民間を合算したものである。

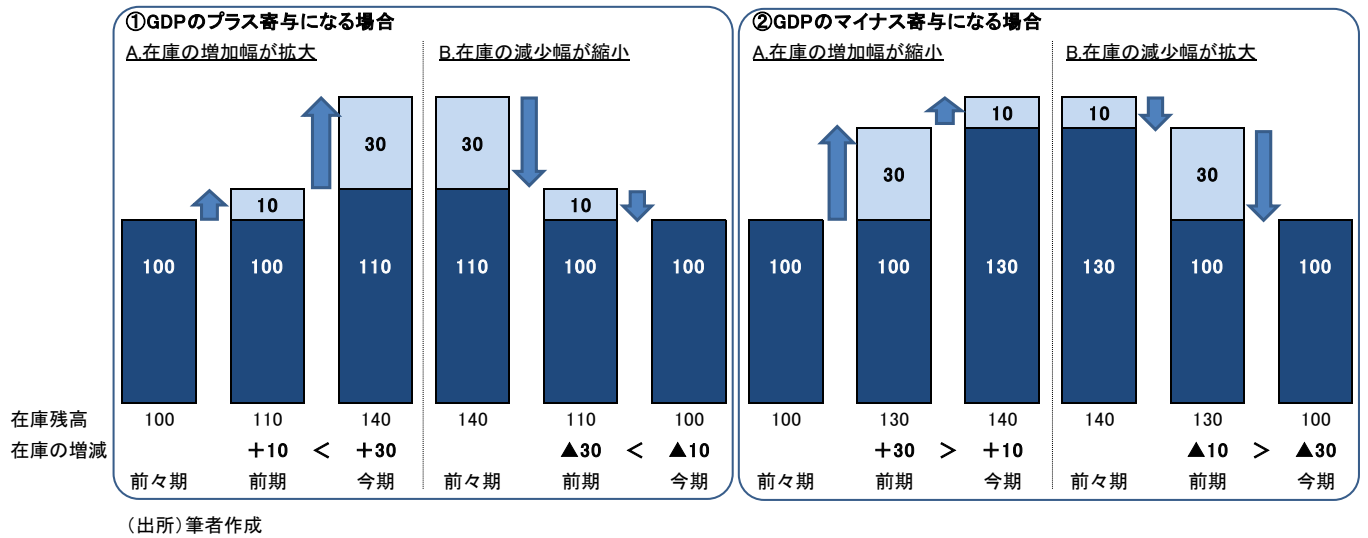
②期末在庫残高は簿価ベース、GDPにおける民間在庫品増加は時価ベースとなっている。そのため、2005年末在庫残高に調整を加えた数値を使用している。

在庫は減少が続いているのに、何故GDPの押し上げに繋がったのだろうか。それは、GDPにおける民間在庫品増加は前期から増加幅が加速した場合（あるいは減少幅が縮小した場合）にGDPのプラス寄与となるためだ（資料7）。資料7-②Aのパターンをみると分かるように、在庫が増えたからといってGDPの押し上げに働くわけではない。その逆も然り、資料7-①Bのパターンの様に、在庫がGDPの押し上げに働いたとしても、それは在庫の積み上がりが原因とは限らないのである。

総じてみれば、在庫による1-3月期GDPの押し上げは積み上がりが原因というよりは、在庫調整ペースの鈍化が原因だったことが窺える。また、足元の在庫残高は過去と比較しても低水準にある。物流の進歩

によって以前より適正在庫の水準が低下しているとしても、在庫が過剰に積み上がっているという状況にはみえない。民間在庫品増加は1－3月期に成長率を大きく押し上げたものの、在庫残高の水準を踏まえれば先行きの景気に対してそこまで悲観的な内容とはいえないだろう。

(資料7) 在庫がGDPに与える影響



○ 在庫による景気押し下げは長期化しない見込み

以上を整理すると、まず、鉱工業在庫の高止まりは輸送用機械工業、生産用機械工業によるものであった。もともと、輸送用機械工業については、ウエイトの大きい乗用車生産の在庫調整の進展が見込まれるほか、賃金の増加や原油価格下落による実質購買力の増加を背景に乗用車需要の回復が期待できる。生産用機械工業については特殊な要因による積み上がりであることが指摘でき、こうした要因を踏まえれば鉱工業在庫の高止まりが長期化するとは考えにくい。当面の生産が抑制されることは否めないが、過度な悲観は不要だろう。また、GDPにおける在庫の内訳をみると、規模の大きい流通在庫は低水準にあることに加え、製品在庫や仕掛品在庫も減少傾向で推移しているなど、在庫の過剰な積み上がりはみられない。

総じてみれば、在庫は消費税率引き上げのショックから立ち直りつつあるといえる。在庫による景気下押し長期化、深刻化の懸念は小さいとみられ、今後、需要の回復に応じた景気回復が期待できるだろう。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。