

依然として低い在庫調整リスク

【ポイント】

1. 在庫水準や在庫率は上昇傾向となり、特に、電子部品・デバイスでは在庫が過去最高水準を更新するなど、生産調整への警戒感がでてきている。
2. しかし、在庫率が上昇する中でも、出荷が高い伸びとなっていることで、企業の在庫過剰感はあまり高まっていない。企業は意図的に在庫を積み増しているとみられる。
3. 今後の需要動向次第では、一部で調整を要する可能性はあるが、海外経済の安定成長を背景に、出荷は高い伸びに加えて幅広い業種で増加していることから、鉱工業全体への影響は限定的だろう。

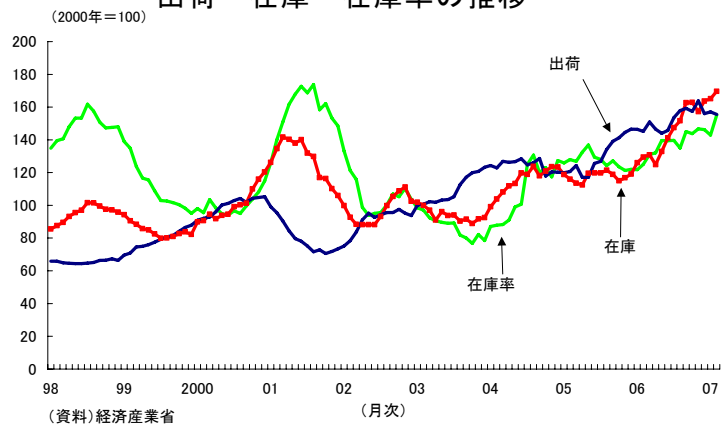
今回の景気回復は、2002年1月を底に景気拡大局面が続き、戦後最長のいざなぎ景気を上回る息の長いものとなっているが、最近では電子部品・デバイス工業の在庫水準が過去最高を更新し、今後の在庫調整を懸念する声が聞かれるようになってきている。果たして、こうした動きが鉱工業全体へ波及することになるのか、足元の在庫や在庫率の推移を中心に確認し、今後の動向を検討したい。

1. 出荷・在庫・在庫率の動向

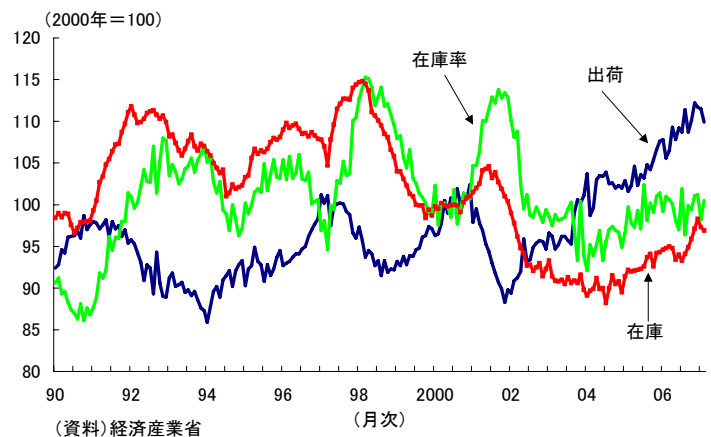
図表1は電子部品・デバイス工業の出荷・在庫・在庫率の推移である。出荷については、2001年末頃をボトムに上昇に転じ、足踏みする局面はあったものの上昇傾向が続き、足元では過去最高水準ながら、再び足踏み状態となっている。また、在庫については、足元では、ITバブルが弾けた2001年のピークを大きく上回る水準で推移している。加えて、出荷に対する在庫水準の割合である在庫率については、在庫動向に歩を合わせるように上昇傾向となっており、ITバブル崩壊時のピークの水準に徐々に近づきつつある。こうした指標の動きから、この分野の在庫調整を危惧する声が聞かれるようになっている。

次に、鉱工業のその動向をみると、出荷については、2002年初めを

図表1. 電子部品・デバイス工業の
出荷・在庫・在庫率の推移



図表2. 鉱工業の出荷・在庫・在庫率の推移



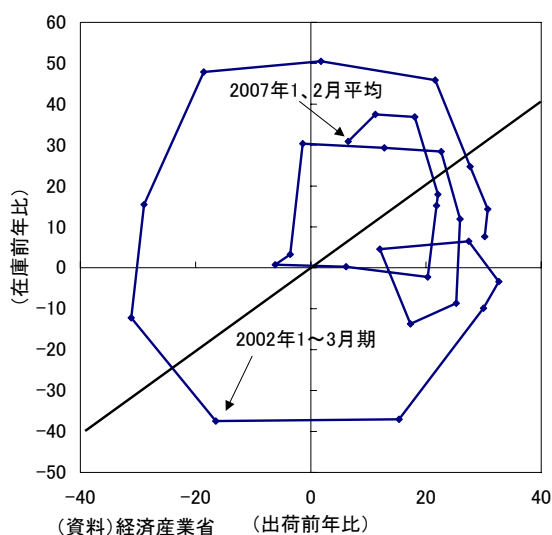
底に上昇傾向となり、上昇テンポが鈍る局面があったものの、足元では過去最高水準となり、電子部品・デバイス工業と概ね同じ推移を辿っている（図表2）。しかし、在庫と在庫率については、それとは異なった動きとなっている。在庫は、2004年半ばから上昇に転じ、その後も緩やかに上昇を続けているものの、足元でも2002年の水準にとどまっている。また、在庫率についても2004年初めから上昇に転じているが、出荷の高い伸びによって、足元では概ね横ばいで推移している。この水準を90年代と比較すると、過去の景気回復期のボトム程度であり（通常の景気サイクルでは、在庫率は、景気回復局面では低下し、悪化する局面では上昇するケースが多い）、在庫・在庫率は依然として良好な水準にとどまっている。在庫率の上昇が著しい電子部品・デバイス工業が、鉱工業全体の在庫率の押し上げ要因となる一方で、一般機械や鉄鋼などが低水準にとどまっていることで、全体へ与える影響が希薄化されている。

2. 在庫循環図上は在庫積み上がり局面に

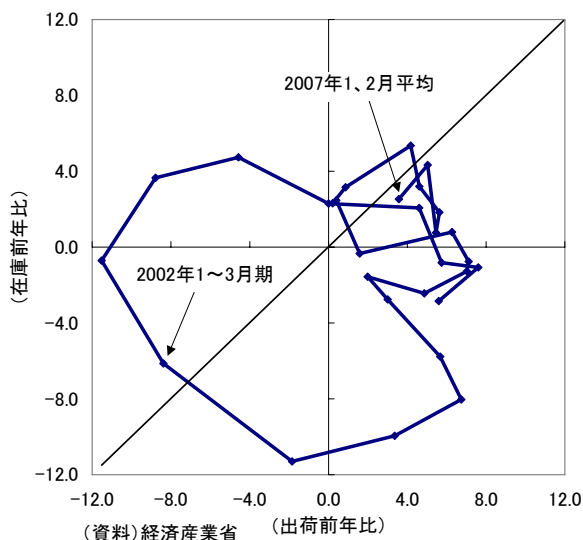
下記は、2000年1～3月期から2007年1、2月平均までの在庫循環図¹である。図表3は電子部品・デバイス工業のそれであるが、通常の在庫循環図で見られるような円を描く動きとなっている。外側に大きく弧を描いている局面はITバブル前後の推移であるが、それが崩壊した後は45度線の左側で推移し、出荷が大幅減となる一方で、在庫も急増した。2002年1～3月期が今回の景気回復期の起点であるが、2004年4～6月期以降は、中国の引き締め政策の影響から踊り場局面となった。その時は、ITバブルに比べて在庫の増加幅、出荷のマイナス幅も小さいものであった。足元では、再度45度線を左側に超えて「在庫積み上がり局面」となり、今後の大幅な在庫調整を懸念する声も聞かれるが、依然として出荷は前年比プラスを維持している。

一方、鉱工業全体については、ITバブル崩壊後は電子部品・デバイスの調整の影響か

図表3. 電子部品・デバイスの在庫循環図



図表4. 鉱工業の在庫循環図



¹ 在庫循環図は、通常、1景気循環の間に1周するものである。景気拡大期には、出荷が増加する中、在庫も積み増されることになる（在庫の積み増し局面）が、景気がピークアウトすると、出荷の伸びが鈍化する一方で、在庫は増加が続く（在庫の積み上がり局面）。景気後退によって出荷が減少すると、企業は生産調整を行って在庫を削減する（在庫調整局面）。そうした調整後に景気が底打ちすると、出荷のマイナス幅が縮小して、それに伴って在庫も減少に歯止めが掛かる（意図せざる在庫減局面）。

ら、図表 3 と同様に出荷減・在庫増となり、生産調整を強いられた。しかし、2002 年 7～9 月期に出荷がプラスに転じた後は、前年比プラスを維持しており、在庫の伸びがマイナスからプラスに転じたことで、「在庫の積み増し局面」に入っている。鉱工業全体の在庫循環図は、電子部品・デバイスのような円を描く推移ではなく不安定な動きとなっているが、相対的な在庫の伸びは小さく、足元では 45 度線の手前で推移している。

3. 在庫水準は上昇するも、企業の過剰感は限定的

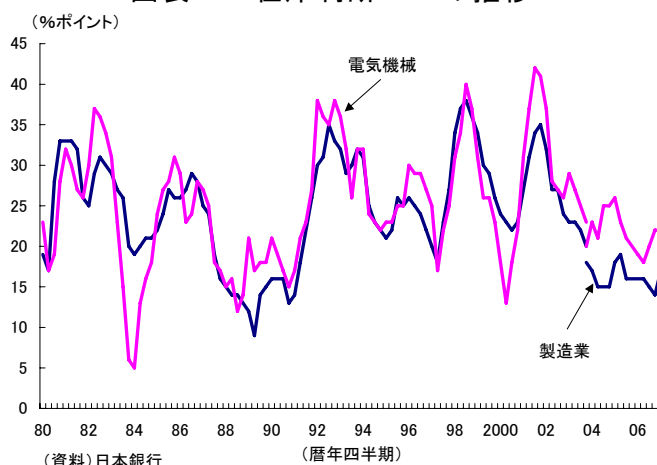
図表 5 は、日銀短観の製商品在庫判断 DI (過大-不足) の推移である。在庫判断 DI はプラスの推移が続き、企業は抱える在庫水準を絶えず過大と考えているが、その中でも過剰感が強い、弱い等、相対的な見方は変化している。日銀短観では電子部品・デジタル工業の項目がないため、それが含まれる電気機械で代用して推移をみると、2002 年初めをピークに在庫の過剰感は薄れている。足元では

在庫判断 DI はやや高まっているものの、IT バブル期や 2004 年の踊り場局面と比較しても、低いレベルにとどまっている。また、製造業全体でも、概ね電気機械と同じ推移を辿っているが、2004 年頃から乖離しており、電気機械を下回るバブル期以来の低水準を維持している。前述したように在庫・在庫率は上昇傾向となっているにも関わらず、在庫判断 DI は、このように低水準にとどまっていることを考えると、企業は意図的に在庫を積み増しているか、在庫増を容認しているとみられる。

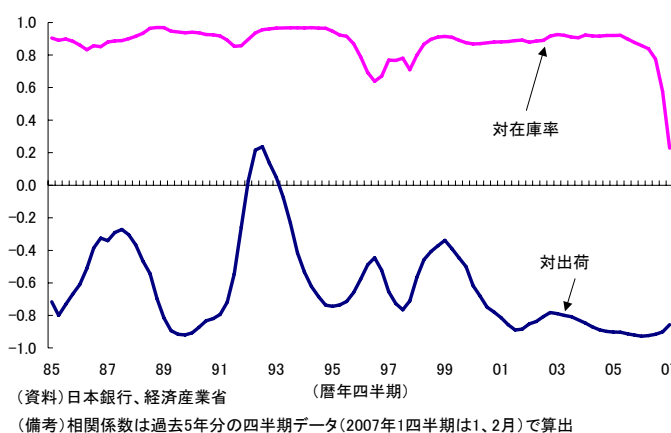
図表 6 は、製造業の在庫水準 DI について、出荷、在庫率とのそれぞれの相関係数 (過去 5 年の四半期データ) を時系列でとったグラフである。在庫率との相関係数は、一部の時期を除くと 0.9 前後で推移するなど高い相関で推移していたものの、足元では低下傾向となっている。業種別に相関係数の推移をみると、窯業・土石製品工業、電気機械工業、輸送機械工業の 3 業種は、足元ではマイナス、すな

わち逆相関の関係になっている。このように製造業全体の在庫率と在庫水準判断 DI の相関は薄れ、在庫率が上昇すると企業の在庫過剰感が高まるといった関係が崩れている。一方、出荷との相関係数をみると概ねマイナス (逆相関) となっていたものの、90 年代までは動きが不安定となっており、一概に出荷との関係がはっきりしなかった。しかし、2001 年以降は、▲0.8 前後で安定的に推移し、出荷が増加すれば過剰感が薄れるといっ

図表 5. 在庫判断 DI の推移



図表 6. 在庫水準 DI との相関係数の推移



た関係が強まっている。このように足元では、在庫率ではなく、専ら出荷動向に企業の在庫に対する判断が左右される状況になっている。ここでは製造業の相関係数をみたが、電気機械についても似たような動きを示し、在庫率との相関は足元では逆相関となり、また、出荷とでは▲0.9前後で推移するなど、出荷水準との逆相関が強い。

4. 海外経済の安定成長を背景に出荷は堅調

足元の出荷動向をみると、2006年4～6月期をピークに前年比伸び率が縮小傾向になるなど緩やかに減速しているものの、依然として前年比プラスを維持している。ITバブル崩壊後を振り返ると、電子部品・デバイスの落ち込みが全体へ波及して出荷が大幅減となった一方で、次に出荷の伸びが鈍化した局面（いわゆる踊り場となった局面）では、一般機械や輸送機械が下支えし、出荷はプラスを維持した。今回についても、幅広い業種で高い伸びを維持しており、電子部品の減速を緩和している。

このような出荷増は、世界経済が安定成長を続ける中、輸出が引き続き高い伸びとなっていることが背景にある。BRICs（ブラジル、ロシア、インド、中国）などの新興国が台頭し、特に、中国が2001年暮れのWTO加盟を契機に高成長を遂げるなど、海外需要は拡大している。また、米国向けには環境に配慮した自動車（ハイブリット車）の輸出が増加するなど、幅広い業種で海外需要の高まりがみられる。今後についても、世界経済成長は5%程度の伸びが続く見込みであり、出荷は増勢を維持される可能性が高い。

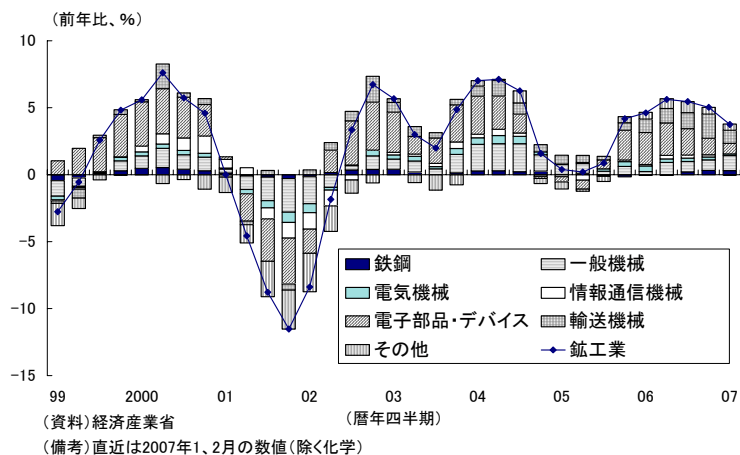
5. まとめ

以上のように、電子部品・デバイスなどの一部の業種では調整がみられるかもしれないが、在庫・在庫率の上昇は高い出荷の伸びを背景としたものであり、企業の在庫過剰感は依然として低い水準にとどまっている。また、デフレ脱却が視野に入ると在庫価値下落への懸念も薄らいでおり、企業は意図的に在庫を積み増しているとみられる。

現段階では、今後も国内外の安定した需要拡大によって幅広い業種において出荷の増加基調が続き、鉱工業全体の生産調整には至らないと考えている。

（財務企画部 森実 潤也）

図表7. 業種別出荷の推移（前年比）



図表8. 世界経済成長率と実質輸出

