

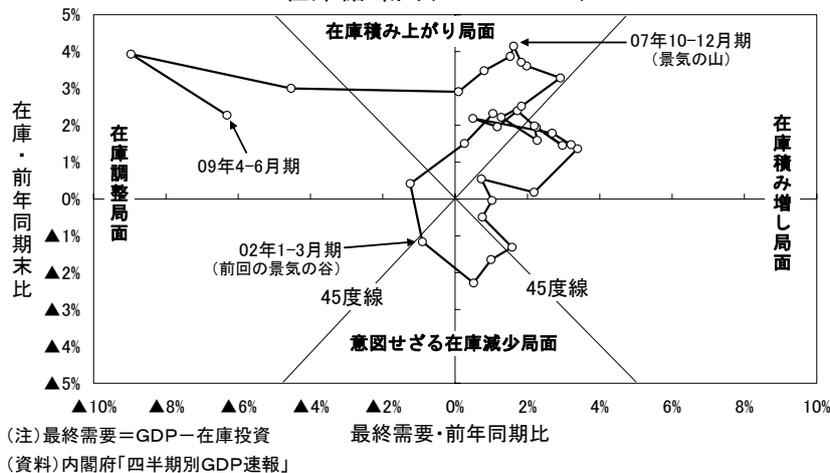
# Weekly エコノミスト・ レター

## 在庫調整はどこまで進んだのか ～GDP統計から見た在庫調整の進捗状況

経済調査部門 主任研究員 斎藤 太郎  
(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 鉱工業指数の在庫指数は在庫調整の大幅な進展を示しているが、GDP統計の在庫残高は、製品在庫以外の在庫（流通在庫、仕掛品在庫、原材料在庫）動向を反映し、高止まりが続いている。
2. 鉱工業指数の在庫循環図は、2008年10-12月期に「在庫積み上がり局面」から「在庫調整局面」に移行した後、在庫調整の順調な進展を反映し、在庫調整終了を意味する45度線（出荷と在庫の前年比が等しくなる線）に近づいている。これに対し、GDP統計の在庫循環図は2008年10-12月期に「在庫調整局面」に移行した後も在庫の高止まりが続いており、在庫調整の遅れを示すものとなっている。
3. GDP統計の民間在庫投資が先行きの成長率に及ぼす影響を考えると、マクロベースではさらなる在庫調整が必要な状況が続いていることから、今後数四半期は在庫投資がマイナスで推移し、在庫残高の削減が続けられることになろう。
4. ただし、民間在庫投資の成長率に対するマイナス寄与は2009年4-6月期の前期比▲0.8%が最大となる可能性が高い。7-9月期以降は少なくともマイナス幅は縮小し、2009年度後半から2010年度にかけては、在庫投資のマイナス幅縮小あるいはプラス転化により、成長率の押し上げ要因となるだろう。

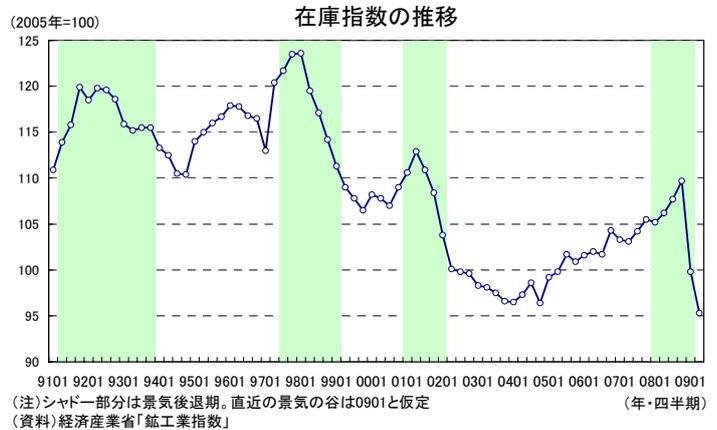
在庫循環図(GDPベース)



## ● 鉱工業指数ベースの在庫調整は大きく進展

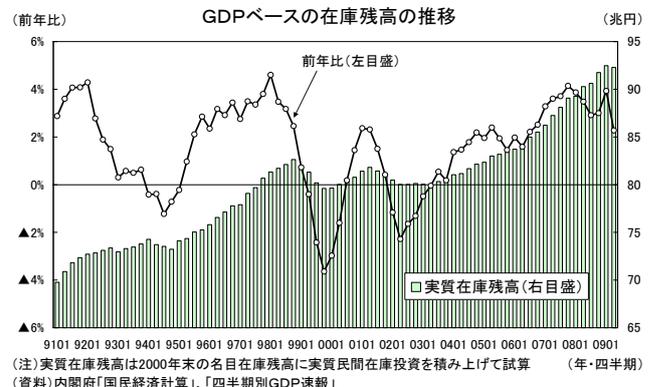
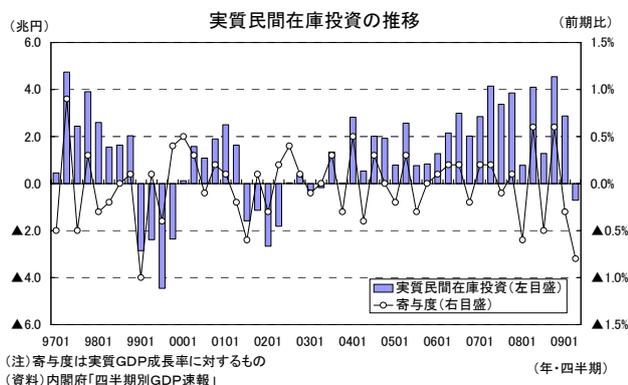
景気は在庫調整の進展を背景に持ち直しの動きを続けている。鉱工業指数統計の在庫指数は2009年1月から7ヵ月連続で低下し、その間の低下幅は13.4%に達した。昨年秋のリーマン・ショック以降、最終需要は想定を大きく上回るペースで落ち込んだが、企業が迅速かつ大胆な生産調整を行ったため、在庫の圧縮は急ピッチで進んだ。在庫調整の進展を受けて、鉱工業生産は3月以降、5ヵ月連続で増加している。

ただし、鉱工業指数が対象としているのは、製造業の製品在庫に限られている。ここでは、製品在庫のほか、流通在庫、仕掛品在庫、原材料在庫が含まれるGDP統計の民間在庫投資の動きから、国内全体の在庫調整の進捗状況を見てみることにする。



## ● GDPベースの在庫は依然高止まり

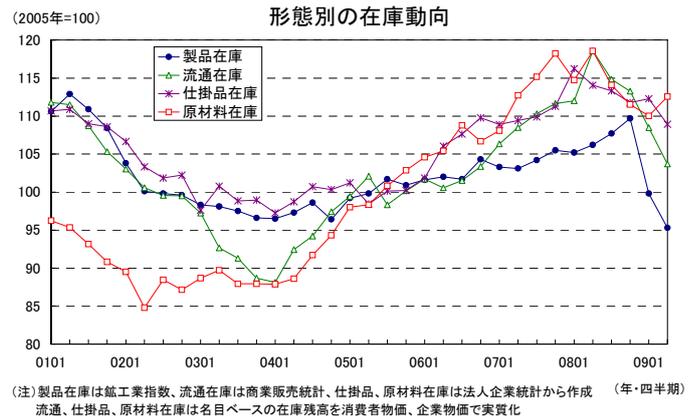
GDP速報で公表されるのは在庫残高（ストック）の変化を表すフローベースの在庫投資となっている<sup>1</sup>。実質民間在庫投資の寄与度は2009年1-3月期が前期比▲0.3%、4-6月期が同▲0.8%と2四半期連続でGDP成長率を大きく押し下げた。ただし、在庫投資の成長率への寄与は在庫投資の前期差によって決まるため、在庫投資のマイナス寄与は必ずしも在庫残高の減少を意味しない。実際、1-3月期のマイナス寄与は民間在庫投資の増加額が前期よりも縮小した（+4.5兆円→+2.9兆円）ことによるものであったため、在庫残高の積み上がりは続いていた。これに対し、4-6月期は民間在庫投資が2003年4-6月期以来、6年ぶりにマイナスに転じた（+2.9兆円→▲0.7兆円）ため、在庫残高は減少に転じた。



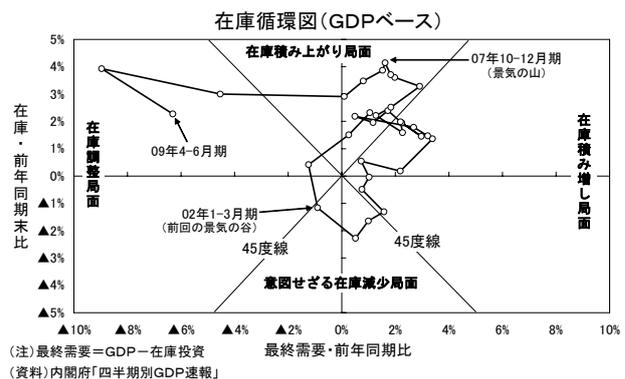
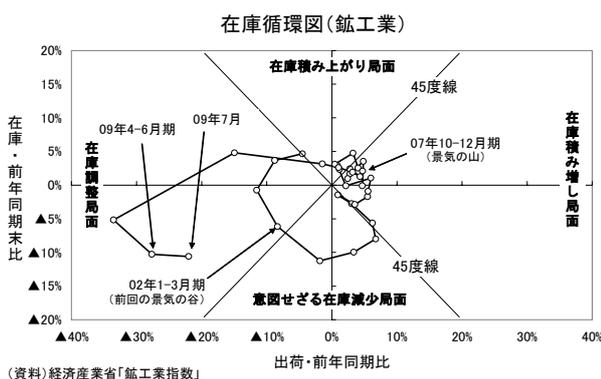
<sup>1</sup> 確報ではストックベースの在庫残高（年末値）が公表される

2000 年末の民間在庫残高に実質民間在庫投資を積み上げることにより、実質在庫残高を求めると、2003 年 4-6 月期の 80.0 兆円から 2009 年 1-3 月期の 92.5 兆円まで約 6 年にわたって在庫の積み上がりが続いた。4-6 月期には在庫投資がマイナスとなったことにより、在庫残高は 92.3 兆円とようやく減少に転じた（前期比▲0.2%）が、前年比では 2.3%の増加となっており、製品在庫指数（鉱工業指数）の前年比▲10.3%に比べると依然高止まりと言える状況が続いている。

このように、GDPベースの在庫が鉱工業指数の製品在庫の動きと異なっているのは、GDP統計に含まれる製品在庫以外の在庫（流通在庫、仕掛品在庫、原材料在庫）の動きによるものであることが推察される。GDP速報では、形態別の在庫投資は公表されていないが<sup>2</sup>、「鉱工業指数」、「商業販売統計」、「法人企業統計」などを用いて、形態別の在庫残高の動向を確認してみると、鉱工業指数の製品在庫が 2009 年に入ってから急低下し、すでに前回の景気回復局面を下回る水準にまで低下しているのに対し、それ以外の在庫はここに来て低下し始めているものの、過去の水準に比べると依然として高止まりしていることが分かる。



ここで、鉱工業指数（製品在庫）とGDP統計の在庫循環図を比較すると、鉱工業指数では 2008 年 10-12 月期に「在庫積み上がり局面」から「在庫調整局面」に移行した後、在庫調整の順調な進展を反映し、在庫調整終了を意味する 45 度線（出荷と在庫の前年比が等しくなる線）に近づいている。これに対し、GDP統計の在庫循環図は 2008 年 10-12 月期に「在庫調整局面」に移行した後も在庫の高止まりが続いており、在庫調整の遅れを示すものとなっている。



通常、在庫調整の進展状況は月次ベースで公表される鉱工業指数の製品在庫の動きによって判断

<sup>2</sup> 確報では形態別の在庫投資が公表されているが、季節調整値は公表されていない。また、現時点では最新のデータが 2008 年 1-3 月期と古く、足もとの状況を把握できない。GDP速報の在庫投資の推計は形態別に行われているが、在庫投資の内訳は非公表となっている。国内全体の在庫動向の分析を行う上で重要なデータである形態別の在庫投資を速報段階で公表することが望まれる。

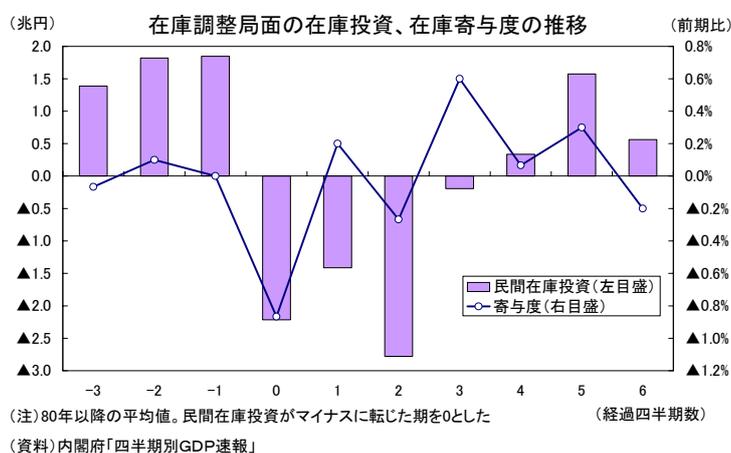
されることが多いが、GDPベースの在庫動向からは、鉱工業指数の在庫指数で示されるほど国内全体の在庫調整は進展していない可能性が示唆される。

## ●民間在庫投資が今後の成長率に与える影響

こうした中、GDP統計の民間在庫投資が先行きの成長率に及ぼす影響を考えると、マクロベースではさらなる在庫調整が必要な状況が続いていると考えられることから、今後数四半期は在庫投資がマイナスで推移し、在庫残高の削減が続けられることになろう。ただし、在庫投資の成長率への寄与は在庫投資の前期差によって決まるため、在庫投資のマイナスは成長率へのマイナス寄与とは直結しない。

過去の在庫調整局面を見ると、在庫投資の成長率に対するマイナス寄与が最も大きくなるのは在庫投資がプラスからマイナスに転じた期で、在庫投資のマイナス自体はその後数四半期続くものの、成長率に対する寄与度のマイナス幅は大きく縮小（場合によってはプラス寄与）している。

今回も、民間在庫投資の成長率に対するマイナス寄与は2009年4-6月期の前期比▲0.8%が最大となる可能性が高い。7-9月期以降は少なくともマイナス幅が縮小し、2009年度後半から2010年度にかけては、在庫投資のマイナス幅縮小あるいはプラス転化により、成長率の押し上げ要因となるだろう。



## 月次GDPの動向

<2009年7月、8月>

7月の月次GDPは、民間消費、外需の増加などから前月比0.1%と3ヵ月連続の増加となった。

8月の月次GDPは、民間消費、住宅投資、設備投資などの民間需要の減少を主因として、前月比▲0.1%と4ヵ月ぶりの減少を予測する。

# 日本・月次GDP 予測結果

	[月次] →実績値による推計						[四半期]		
	2009/3	2009/4	2009/5	2009/6	2009/7	2009/8	2009/1-3	2009/4-6	2009/7-9
<b>実質GDP</b>	521,088	520,458	520,802	525,273	525,945	525,221	520,680	523,603	527,482
前期比	0.2%	▲0.1%	0.1%	0.9%	0.1%	▲0.1%	▲12.4%	2.3%	3.0%
前期比	▲8.2%	▲8.5%	▲7.9%	▲6.4%	▲7.1%	▲5.7%	▲3.3%	0.6%	0.7%
前年同期比	▲8.2%	▲8.5%	▲7.9%	▲6.4%	▲7.1%	▲5.7%	▲8.7%	▲7.2%	▲5.5%
<b>内需（寄与度）</b>	509,990	507,549	505,051	506,400	506,254	505,526	511,425	506,169	506,056
前期比	0.0%	▲0.5%	▲0.5%	0.3%	▲0.0%	▲0.1%	▲2.4%	▲1.1%	▲0.0%
前年同期比	▲4.0%	▲5.0%	▲4.8%	▲4.5%	▲4.5%	▲3.8%	▲4.8%	▲4.9%	▲3.8%
<b>民需（寄与度）</b>	391,286	388,441	385,456	386,847	386,444	384,024	393,140	386,549	384,741
前期比	▲0.1%	▲0.5%	▲0.6%	0.3%	▲0.1%	▲0.5%	▲2.5%	▲1.3%	▲0.3%
前年同期比	▲4.3%	▲5.6%	▲5.7%	▲5.1%	▲5.4%	▲4.8%	▲4.9%	▲5.5%	▲4.6%
<b>民間消費</b>	304,213	304,514	305,070	307,726	308,062	305,960	303,496	305,770	306,485
前期比	0.4%	0.1%	0.2%	0.9%	0.1%	▲0.7%	▲1.2%	0.7%	0.2%
前年同期比	▲1.7%	▲1.0%	▲1.2%	▲0.7%	▲1.4%	▲1.1%	▲2.8%	▲1.0%	▲0.9%
<b>民間住宅投資</b>	14,545	14,381	13,425	12,987	12,869	12,756	15,031	13,598	12,843
前期比	▲3.2%	▲1.1%	▲6.6%	▲3.3%	▲0.9%	▲0.9%	▲5.7%	▲9.5%	▲5.6%
前年同期比	▲1.6%	▲5.0%	▲10.2%	▲14.5%	▲15.2%	▲18.0%	0.5%	▲10.1%	▲17.5%
<b>民間設備投資</b>	71,741	70,479	68,213	67,599	66,997	66,832	72,245	68,764	67,303
前期比	0.7%	▲1.8%	▲3.2%	▲0.9%	▲0.9%	▲0.2%	▲8.5%	▲4.8%	▲2.1%
前年同期比	▲20.3%	▲25.9%	▲24.4%	▲20.2%	▲23.2%	▲20.6%	▲20.5%	▲23.4%	▲20.8%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	1,294	-425	-744	-957	-976	-1,015	2,876	-709	-1,016
前期比	▲0.3%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.3%	▲0.8%	▲0.1%
前年同期比	0.5%	▲1.0%	▲1.0%	▲1.0%	▲0.4%	▲0.4%	0.5%	▲1.1%	▲0.4%
<b>公需（寄与度）</b>	118,692	119,096	119,583	119,540	119,798	121,490	118,273	119,536	121,232
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	▲0.0%	0.0%	0.3%	0.1%	0.2%	0.3%
前年同期比	0.3%	0.5%	0.9%	0.5%	0.8%	0.9%	0.1%	0.5%	0.8%
<b>政府消費</b>	98,563	98,304	98,289	98,435	98,607	99,141	98,657	98,343	99,165
前期比	0.1%	▲0.3%	▲0.0%	0.1%	0.2%	0.5%	0.1%	▲0.3%	0.8%
前年同期比	1.2%	▲0.0%	2.2%	0.5%	1.9%	1.9%	0.6%	0.9%	1.9%
<b>公的固定資本形成</b>	20,021	20,701	21,203	21,014	21,079	22,237	19,508	20,973	21,826
前期比	2.9%	3.4%	2.4%	▲0.9%	0.3%	5.5%	2.5%	7.5%	4.1%
前年同期比	2.7%	15.3%	18.3%	14.0%	15.6%	16.0%	0.3%	15.8%	17.2%
<b>外需（寄与度）</b>	9,636	11,447	14,289	17,411	18,229	18,233	7,793	14,382	18,374
前期比	0.2%	0.3%	0.5%	0.6%	0.2%	0.0%	▲0.9%	1.6%	0.8%
前年同期比	▲4.4%	▲3.6%	▲3.2%	▲1.9%	▲2.7%	▲2.0%	▲3.9%	▲2.3%	▲2.1%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	60,820	62,176	64,348	67,850	68,746	69,095	60,907	64,791	69,263
前期比	2.9%	2.2%	3.5%	5.4%	1.3%	0.5%	▲22.5%	6.4%	6.9%
前年同期比	▲34.8%	▲28.7%	▲33.6%	▲25.7%	▲25.7%	▲23.8%	▲36.4%	▲29.3%	▲23.6%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	51,183	50,729	50,059	50,438	50,517	50,862	53,114	50,409	50,889
前期比	1.5%	▲0.9%	▲1.3%	0.8%	0.2%	0.7%	▲14.9%	▲5.1%	1.0%
前年同期比	▲14.0%	▲9.6%	▲21.1%	▲20.9%	▲15.7%	▲17.1%	▲15.6%	▲17.3%	▲16.5%

## <民間消費の内訳>

<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>	247,874	247,931	248,085	250,514	250,438	248,310	246,457	248,595	249,216
前期比	0.7%	0.0%	0.1%	1.0%	▲0.0%	▲0.8%	▲1.5%	0.9%	0.2%
前年同期比	▲2.6%	▲1.5%	▲1.7%	▲1.2%	▲1.9%	▲1.5%	▲3.7%	▲1.5%	▲1.4%
<b>需要側推計</b>	2.0%	▲0.7%	0.8%	▲0.3%	▲0.1%	▲0.6%	0.1%	0.8%	0.0%
前年同期比	3.5%	3.5%	6.3%	4.9%	3.5%	2.5%	1.7%	4.6%	2.7%
<b>供給側推計</b>	0.8%	1.0%	▲0.1%	1.3%	0.6%	▲0.9%	▲3.4%	1.7%	0.8%
前年同期比	▲2.9%	▲4.6%	▲5.4%	▲3.6%	▲6.4%	▲6.3%	▲4.6%	▲4.7%	▲6.0%
<b>帰属家賃</b>	4,210	4,216	4,219	4,221	4,226	4,229	50,536	50,674	50,752
前期比	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.4%	1.3%	1.2%	1.2%	1.1%	1.1%	1.4%	1.2%	1.1%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。