

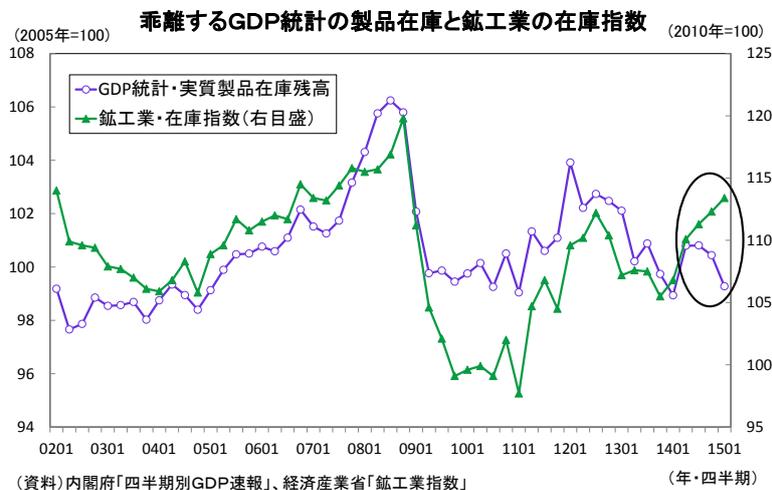
Weekly
エコノミスト・
レター

在庫調整圧力をどうみるか～乖離するGDP統計と鉱工業指数の在庫動向

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎

(03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 2015年1-3月期のGDP統計では民間在庫品増加が成長率を大きく押し上げたが、民間在庫品増加はマイナスを続けており、在庫残高の積み上がりを意味しない。
2. GDP統計の実質民間在庫残高を試算すると、リーマン・ショック時をピークに減少傾向が続いており、足もとでは現行統計が存在する1994年以降では最低水準にある。GDP統計からは在庫調整圧力の高さは窺えない。
3. 一方、鉱工業指数の在庫指数は2014年1-3月期から5四半期連続で上昇し、在庫循環図上も「在庫積み上がり局面」が続くなど、在庫調整圧力の高さを示すものとなっている。
4. 鉱工業指数の在庫はGDP統計の製品在庫にほぼ対応し連動性も高いが、2014年度入り後両者の動きが大きく乖離している。GDP速報の民間在庫品増加は確報値で上方修正される傾向があり、現時点で速報値となっている2014年4-6月期以降は過小推計の可能性もある。
5. 2015年4-6月期の鉱工業生産は在庫の高止まりを背景に3四半期ぶりの減産となることが確実となっている。製品在庫については実態として在庫調整圧力の強い状態が続いていると判断される。2015年末に公表予定のGDP統計の確報値では、2014年度の民間在庫品増加が上方修正される可能性があるだろう。



●在庫調整圧力をどうみるか～乖離するGDP統計と鉱工業指数の在庫動向

2015年1-3月期の実質GDPは前期比1.0%（年率3.9%）の高成長となったが、その中身については評価が分かれた。民間消費、住宅投資、設備投資の民間需要がいずれも増加したことを前向きに捉える向きがある一方で、民間在庫品増加による成長率の押し上げ寄与が前期比0.6%（年率2.2%）と全体の半分以上を占めたことに対するネガティブな評価もみられた。一部では、民間在庫品増加のプラス寄与が在庫の積み上がりを意味し、在庫調整圧力の高さを示しているという見方もあった。しかし、民間在庫品増加のプラス寄与は必ずしも在庫の積み上がりを意味しない。

GDP統計の民間在庫品増加はフローの概念で、成長率にプラス寄与となるかマイナス寄与となるかは前期との差によって決まる。民間在庫品増加がGDP成長率を押し上げるケースは、①民間在庫品増加がマイナスからプラスに、②民間在庫品増加のプラス幅が拡大、③民間在庫品増加のマイナス幅が縮小、の3通りある。このうち、①と②は在庫（ストック）が増加するが、③は在庫（ストック）が減少する。

在庫とGDP成長率に対する寄与の関係

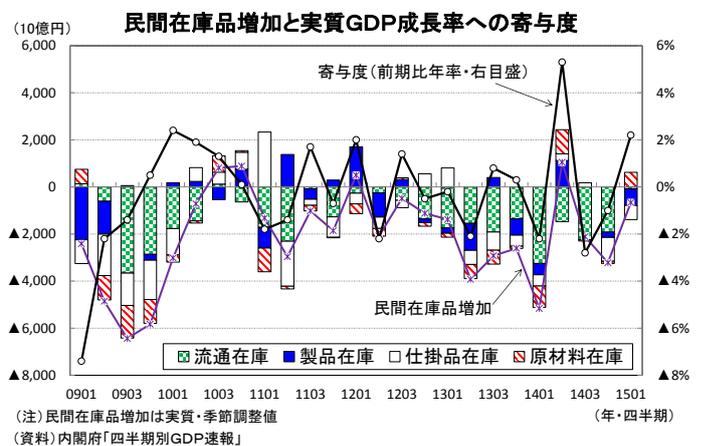
在庫（フロー）	GDP成長率への寄与	在庫（ストック）
①マイナスからプラス	+	+
②プラス幅が拡大	+	+
③マイナス幅が縮小	+	-
④プラスからマイナス	-	-
⑤マイナス幅が拡大	-	-
⑥プラス幅が縮小	-	+

2015年1-3月期の民間在庫品増加（実質・季節調整値）は▲0.7兆円で2014年10-12月期の▲3.2兆円からマイナス幅が縮小した。今回は③のケースに当たるため、ストックとしての在庫は積み上がっていないのである。

最近の民間在庫品増加の推移を見ると、2013年度中は消費税率引き上げ前の駆け込み需要もあり最終需要が強かったことから大幅なマイナスが続き、2014年1-3月期には▲5.2兆円（GDP比で▲1.0%）までマイナス幅が拡大した。消費税率引き上げ直後の2014年4-6月期は駆け込み需要の反動で最終需要が大きく落ち込んだことから、民間在庫品増加はいったんプラスに転じたが、7-9月期以降は再びマイナスが続いている。

形態別には、流通在庫が一貫してマイナスを続けているが、2015年1-3月期は▲0.1兆円と2014年10-12月期の▲1.9兆円からマイナス幅が大きく縮小し、流通在庫だけで1-3月期の成長率は前期比0.4%押し上げられた。製品在庫、仕掛品在庫は消費税率引き上げ後の2014年4-6月期、7-9月期にプラスとなったが、その後は再びマイナスとなっている。原材料在庫は2014年4-6月期に1.0兆円の大幅プラスとなった後、7-9月期、10-12月期には小幅なマイナスとなったが、2015年1-3月期には再びプラスに転じた。

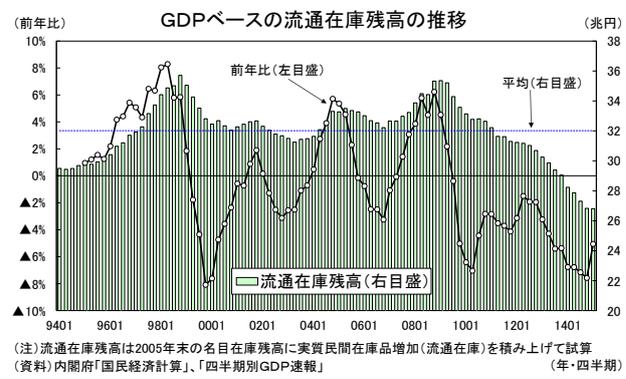
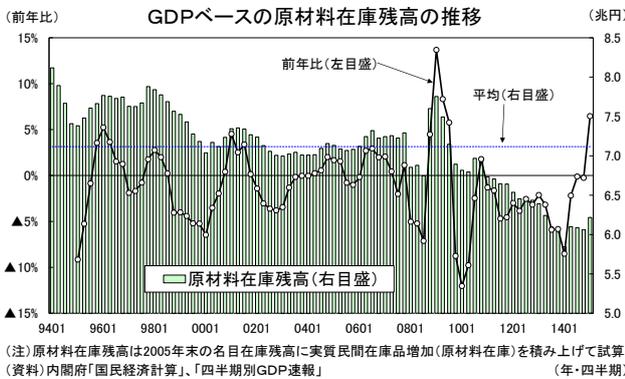
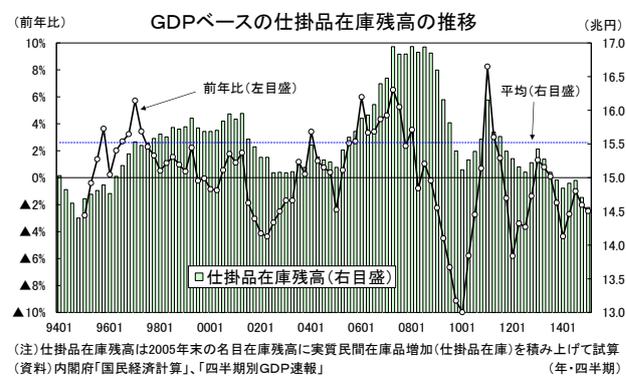
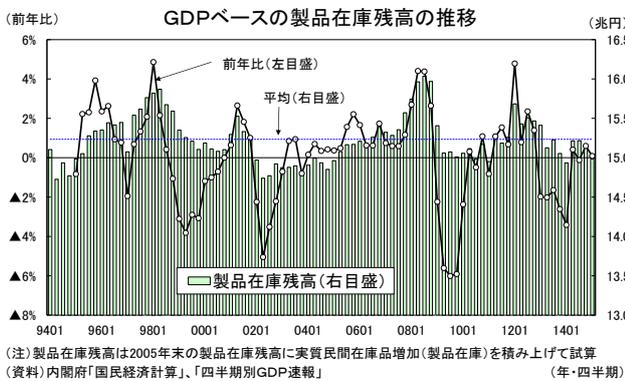
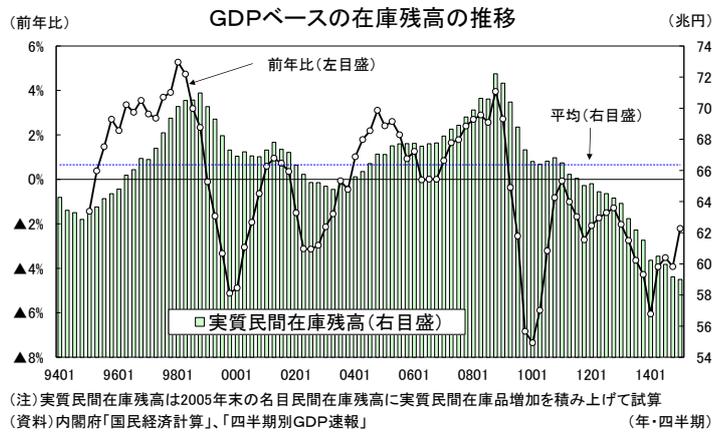
過去2年間（8四半期）の民間在庫品増加による実質GDP成長率への寄与度はプラスとマイナスが4回ずつだが、民間在庫品増加の符号がプラス、すなわちストックベースの在庫が増加したのは、2014年1-3月期の1回だけである。



(GDP統計の在庫残高は低水準)

GDP速報では在庫残高は公表されないが、
 確報では年末の在庫残高(名目値)が公表される。2005年末の民間在庫残高に実質民間在庫品増加を積み上げるにより、実質民間在庫残高を求めると、リーマン・ショック時の2008年10-12月期の72.2兆円をピークに減少傾向が続き、2015年1-3月期には59.0兆円となった。直近の在庫残高はピーク時よりも2割程度低く、現行統計が存在する1994年以降では最低水準にある。

従来は速報段階では民間在庫品増加の内訳は公表されていなかったが、2015年1-3月期から実質・季節調整系列に限って民間在庫品増加が形態別(製品在庫、仕掛品在庫、原材料在庫、流通在庫)に公表されることになった。そこで形態別に実質在庫残高を試算すると¹、原材料在庫はフローベースの在庫がプラスとなったことを反映し、2015年1-3月期には前年比6.5%とやや高め伸びとなっているが、製品在庫は前年比ではほぼ横ばい、仕掛品在庫、流通在庫は明確な減少となっている。形態別にはややばらつきがあるものの、直近の在庫残高はいずれの形態についても1994年1-3月期以降の平均に比べると低い水準にある。

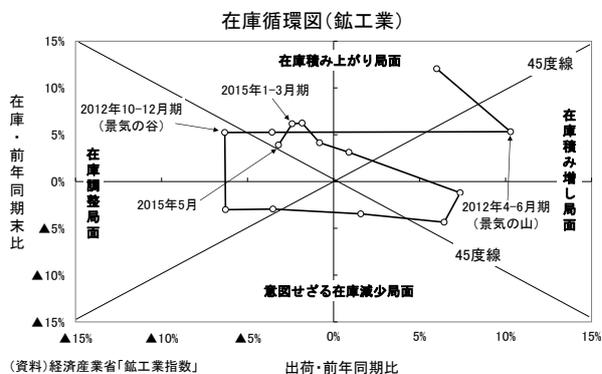
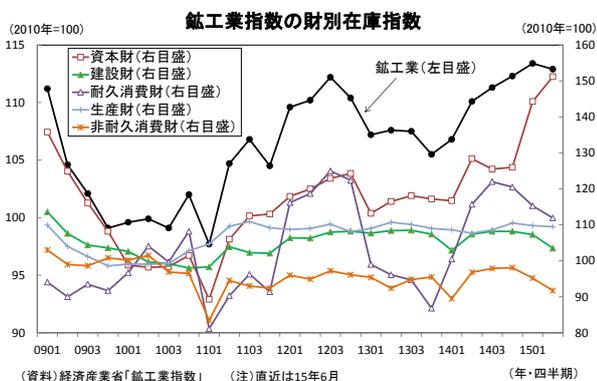


¹ 形態別在庫残高には民間、公的の区別がないため、民間部門、公的部門を合わせた在庫残高に形態別の実質民間在庫品増加を積み上げて試算している

(鉱工業指数の在庫指数は上昇傾向が継続)

このようにGDP統計で見る限り、在庫調整圧力の高さは窺えないが、在庫調整の進捗状況を判断する際に用いられることが多い鉱工業指数でみると様相が大きく変わってくる。

鉱工業指数の在庫指数は2014年1-3月期から2015年1-3月期まで5四半期連で上昇している。財別にみると、消費税率引き上げ直後は駆け込み需要の反動の影響から耐久消費財を中心にいずれの財も上昇したが、2014年度半ば以降は多くの財で低下し始めた。しかし、資本財については2014年度後半以降に上昇ペースがむしろ加速しており、全体では上昇傾向に歯止めがかかっていない。また、鉱工業指数全体の在庫循環図を確認すると、2014年4-6月期に「在庫積み増し局面」から「在庫積み上がり局面」に移行した後、4四半期連続して同じ局面に位置している。出荷指数の伸びが低下を続ける一方、在庫指数は上昇に歯止めがかかっておらず、在庫調整の遅れを示すものとなっている。

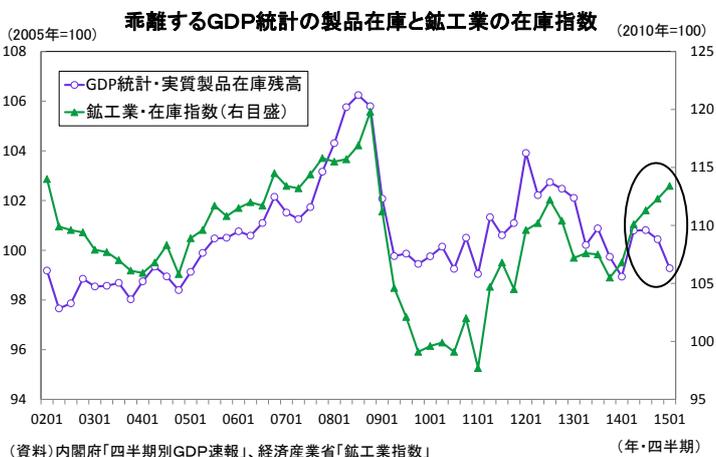


(GDP統計の民間在庫品増加は上方修正の可能性も)

鉱工業指数の在庫はGDP統計の製品在庫にほぼ対応する。国内の在庫全体に占める製品在庫のウェイトは4分の1程度に過ぎないが、景気との連動性が高い鉱工業生産の先行きを占う上では製品在庫の動向が重要である。

GDP統計の実質製品在庫残高と鉱工業指数の在庫指数は同じような動きをすることが多いが、足もとではGDP統計の製品在庫残高が低下しているのに対し、鉱工業指数の在庫指数が上昇しており、両者の動きが大きく異なっている。

鉱工業指数は数量ベース、GDP統計は実質ベースという概念上の違いもあることなどから、もともと両者が完全に一致するものではないが、ここではGDP速報における民間在庫品増加の推計精度の問題を指摘しておきたい。



GDP統計は毎年12月に前年度の速報値が確報値（前々年度は確報値から確々報値へ）へ改定されるが、現行の2005年基準になってから過去3回（2012年12月、2013年12月、2014年12月）を振り返ってみると、民間在庫品増加についてはいずれもはっきりとした上方修正になっている²。特徴的なのは速報から確報だけでなく確々報への改定でも上方修正されていることである。現在、確々報値まで公表されている2011年度、2012年度についてはいずれも速報値から2兆円近い上方修正となっている。

民間在庫品増加の改定状況

(単位: 10億円)

	実質民間在庫品増加			改定幅		
	速報	確報	確々報	速報-確報	確報-確々報	速報-確々報
2011年度	▲3,278	▲2,673	▲1,514	605	1,160	1,765
2012年度	▲2,886	▲1,898	▲1,259	988	639	1,627
2013年度	▲3,996	▲3,670	-	326	-	-
2011/4-6	▲3,946	▲3,894	▲2,573	52	1,322	1,374
2011/7-9	▲2,378	▲1,395	▲802	983	593	1,576
2011/10-12	▲4,181	▲3,564	▲2,228	618	1,336	1,954
2012/1-3	▲2,700	▲1,975	▲659	725	1,316	2,041
2012/4-6	▲3,179	▲2,163	▲1,959	1,016	204	1,220
2012/7-9	▲2,635	▲844	▲380	1,791	463	2,254
2012/10-12	▲2,924	▲2,434	▲1,428	490	1,006	1,496
2013/1-3	▲3,007	▲2,410	▲1,348	597	1,062	1,659
2013/4-6	▲3,674	▲3,737	-	▲63	-	-
2013/7-9	▲3,168	▲2,755	-	413	-	-
2013/10-12	▲3,474	▲3,039	-	435	-	-
2014/1-3	▲5,757	▲5,091	-	666	-	-

(注) 速報は翌年6月、確報は翌年12月、確々報は翌々年12月時点
 四半期は実質・季節調整系列、年度は実質・原系列
 (資料) 内閣府「四半期別GDP速報」

現時点では2014年4-6月期以降は速報値（2013年4-6月期～2014年1-3月期は確報値、それ以前は確々報値）となっているが、鉱工業指数の動きから考えるとGDP統計の民間在庫品増加は過小推計となっている可能性がある。鉱工業生産は消費税率引き上げ後の2014年4-6月期、7-9月期と2四半期連続の減産となった後、2014年度後半にはいったん持ち直したものの、在庫調整の遅れを反映しこのところ再び弱含んでおり、2015年4-6月期は3四半期ぶりの減産となることが確実となっている。少なくとも製品在庫については、実態として在庫調整圧力の強い状態が続いていると判断される。

鉱工業指数の動きから考えると、2015年末に公表予定のGDP統計の確報値では2014年4-6月期以降の民間在庫品増加が上方修正される可能性があるだろう。

月次GDPの動向

2015年5月の月次GDPは前月比▲0.2%と2ヵ月連続で減少した。外需寄与度が2ヵ月連続で成長率の押し下げ要因となり、設備投資（前月比▲0.3%）、公的固定資本形成（同▲3.6%）の落ち込みなどから内需寄与度も前月比▲0.1%と小幅ながら2ヵ月連続のマイナスとなった。

現時点では、2015年4-6月期の実質GDPは前期比▲0.3%（年率▲1.1%）と3四半期ぶりのマイナス成長になると予想している。輸出が4四半期ぶりに減少し、外需寄与度のマイナス幅が1-3月期の前期比▲0.2%から同▲0.3%へと拡大することに加え、民間消費が4四半期ぶりに減少し、設備投資の伸びが大きく鈍化することなどから、内需も小幅なマイナスとなることが見込まれる。

² 従来は速報値で形態別の民間在庫品増加は公表されていなかったため、速報値から確報値の改定は民間在庫品増加全体しか把握することができない

日本・月次GDP 予測結果

[月次]
→実績値による推計

[四半期]
実績値← →予測

	2014/12	2015/1	2015/2	2015/3	2015/4	2015/5	2014/10-12	2015/1-3	2015/4-6
実質GDP	528,170	530,632	527,179	529,413	527,576	526,459	524,381	529,456	527,927
前期比	0.8%	0.5%	▲0.7%	0.4%	▲0.3%	▲0.2%	1.2%	3.9%	▲1.1%
前期比	0.8%	0.5%	▲0.7%	0.4%	▲0.3%	▲0.2%	0.3%	1.0%	▲0.3%
前年同期比	▲0.5%	▲0.4%	▲0.9%	▲1.4%	1.1%	▲0.1%	▲1.0%	▲0.9%	0.8%
内需（寄与度）	517,080	519,849	519,223	520,061	519,458	518,800	513,994	519,711	519,671
前期比	0.6%	0.5%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	1.1%	▲0.0%
前期比	0.6%	0.5%	▲0.1%	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	0.0%	1.1%	▲0.0%
前年同期比	▲1.8%	▲2.0%	▲0.4%	▲3.4%	1.2%	▲0.0%	▲2.0%	▲2.1%	0.6%
民需（寄与度）	391,250	394,525	393,517	394,600	393,119	393,191	388,154	394,214	393,781
前期比	0.6%	0.6%	▲0.2%	0.2%	▲0.3%	0.0%	0.0%	1.2%	▲0.1%
前期比	0.6%	0.6%	▲0.2%	0.2%	▲0.3%	0.0%	0.0%	1.2%	▲0.1%
前年同期比	▲1.9%	▲2.2%	▲0.7%	▲3.6%	0.9%	▲0.1%	▲2.2%	▲2.3%	0.5%
民間消費	308,879	308,732	308,167	309,912	307,609	307,786	307,820	308,937	308,285
前期比	0.4%	▲0.0%	▲0.2%	0.6%	▲0.7%	0.1%	0.4%	0.4%	▲0.2%
前期比	0.4%	▲0.0%	▲0.2%	0.6%	▲0.7%	0.1%	0.4%	0.4%	▲0.2%
前年同期比	▲2.2%	▲3.7%	▲1.8%	▲6.3%	1.7%	▲0.1%	▲2.4%	▲4.1%	0.9%
民間住宅投資	12,989	12,902	13,121	13,346	13,479	13,510	12,904	13,123	13,441
前期比	0.6%	▲0.7%	1.7%	1.7%	1.0%	0.2%	0.6%	1.7%	2.4%
前期比	0.6%	▲0.7%	1.7%	1.7%	1.0%	0.2%	0.6%	1.7%	2.4%
前年同期比	▲16.4%	▲18.8%	▲15.6%	▲11.3%	▲7.2%	▲1.6%	▲15.5%	▲15.4%	▲3.1%
民間設備投資	71,265	73,937	73,315	72,546	73,497	73,283	71,374	73,266	73,546
前期比	0.4%	3.7%	▲0.8%	▲1.0%	1.3%	▲0.3%	0.3%	2.7%	0.4%
前期比	0.4%	3.7%	▲0.8%	▲1.0%	1.3%	▲0.3%	0.3%	2.7%	0.4%
前年同期比	1.6%	▲1.9%	▲0.5%	▲2.3%	4.1%	3.0%	0.2%	▲1.6%	3.4%
民間在庫（寄与度）	-1,158	-596	-635	-754	-1,016	-938	-3,218	-662	-1,042
前期比	0.3%	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.2%	0.6%	▲0.1%
前期比	0.3%	0.1%	▲0.0%	▲0.0%	▲0.0%	0.0%	▲0.2%	0.6%	▲0.1%
前年同期比	▲0.2%	0.9%	0.9%	0.9%	▲0.4%	▲0.4%	▲0.2%	1.0%	▲0.4%
公需（寄与度）	125,643	125,210	125,592	125,347	126,224	125,495	125,653	125,383	125,776
前期比	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	0.2%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	0.1%
前期比	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	0.2%	▲0.1%	0.0%	▲0.1%	0.1%
前年同期比	▲0.0%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
政府消費	102,862	102,000	103,264	103,009	102,941	103,060	102,681	102,758	102,983
前期比	0.1%	▲0.8%	1.2%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%
前期比	0.1%	▲0.8%	1.2%	▲0.2%	▲0.1%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%
前年同期比	▲0.6%	0.2%	1.2%	1.1%	0.7%	0.8%	0.5%	0.8%	0.8%
公的固定資本形成	22,781	23,213	22,331	22,341	23,294	22,445	22,972	22,628	22,804
前期比	▲0.8%	1.9%	▲3.8%	0.0%	4.3%	▲3.6%	0.1%	▲1.5%	0.8%
前期比	▲0.8%	1.9%	▲3.8%	0.0%	4.3%	▲3.6%	0.1%	▲1.5%	0.8%
前年同期比	2.0%	2.3%	▲1.1%	▲0.5%	3.9%	▲0.4%	2.3%	0.2%	0.6%
外需（寄与度）	12,979	13,178	10,350	11,747	10,513	10,054	12,277	12,139	10,651
前期比	0.3%	0.0%	▲0.5%	0.3%	▲0.2%	▲0.1%	0.3%	▲0.2%	▲0.3%
前期比	0.3%	0.0%	▲0.5%	0.3%	▲0.2%	▲0.1%	0.3%	▲0.2%	▲0.3%
前年同期比	1.6%	1.7%	▲0.4%	2.2%	▲0.0%	▲0.1%	1.1%	1.2%	0.1%
財貨・サービスの輸出	94,041	95,043	94,365	95,323	94,792	90,849	93,074	95,291	92,823
前期比	1.9%	1.1%	▲0.7%	1.0%	▲0.6%	▲4.2%	3.2%	2.4%	▲2.6%
前期比	1.9%	1.1%	▲0.7%	1.0%	▲0.6%	▲4.2%	3.2%	2.4%	▲2.6%
前年同期比	16.5%	12.8%	0.8%	8.8%	4.2%	▲0.4%	11.3%	7.4%	4.6%
財貨・サービスの輸入	81,062	81,865	84,015	83,576	84,279	80,795	80,797	83,152	82,172
前期比	0.5%	1.0%	2.6%	▲0.5%	0.8%	▲4.1%	1.4%	2.9%	▲1.2%
前期比	0.5%	1.0%	2.6%	▲0.5%	0.8%	▲4.1%	1.4%	2.9%	▲1.2%
前年同期比	6.4%	1.5%	3.6%	▲4.6%	4.9%	▲0.0%	3.8%	0.0%	4.3%

＜民間消費の内訳＞

	248,511	248,776	248,225	249,806	247,687	247,802	247,975	248,936	248,194
家計消費（除く帰属家賃）	248,511	248,776	248,225	249,806	247,687	247,802	247,975	248,936	248,194
前期比	0.3%	0.1%	▲0.2%	0.6%	▲0.8%	0.0%	0.4%	0.4%	▲0.3%
前期比	0.3%	0.1%	▲0.2%	0.6%	▲0.8%	0.0%	0.4%	0.4%	▲0.3%
前年同期比	▲3.1%	▲4.9%	▲3.1%	▲7.5%	1.6%	▲0.2%	▲3.3%	▲5.3%	0.8%
需要側推計	▲1.5%	▲0.2%	0.0%	1.3%	▲1.6%	0.2%	1.6%	▲0.3%	▲0.4%
前期比	▲1.5%	▲0.2%	0.0%	1.3%	▲1.6%	0.2%	1.6%	▲0.3%	▲0.4%
前期比	▲1.5%	▲0.2%	0.0%	1.3%	▲1.6%	0.2%	1.6%	▲0.3%	▲0.4%
前年同期比	▲2.9%	▲4.0%	▲3.2%	▲11.9%	4.1%	1.2%	▲3.3%	▲6.7%	2.6%
供給側推計	2.2%	0.9%	▲1.3%	▲0.4%	▲0.3%	▲1.2%	0.4%	0.5%	▲1.3%
前期比	2.2%	0.9%	▲1.3%	▲0.4%	▲0.3%	▲1.2%	0.4%	0.5%	▲1.3%
前期比	2.2%	0.9%	▲1.3%	▲0.4%	▲0.3%	▲1.2%	0.4%	0.5%	▲1.3%
前年同期比	▲3.3%	▲6.2%	▲1.8%	▲8.0%	▲0.4%	▲2.1%	▲3.5%	▲5.5%	▲0.9%
帰属家賃	4,314	4,315	4,317	4,320	4,323	4,326	51,687	51,842	51,935
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前期比	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.2%
前年同期比	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%

(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。