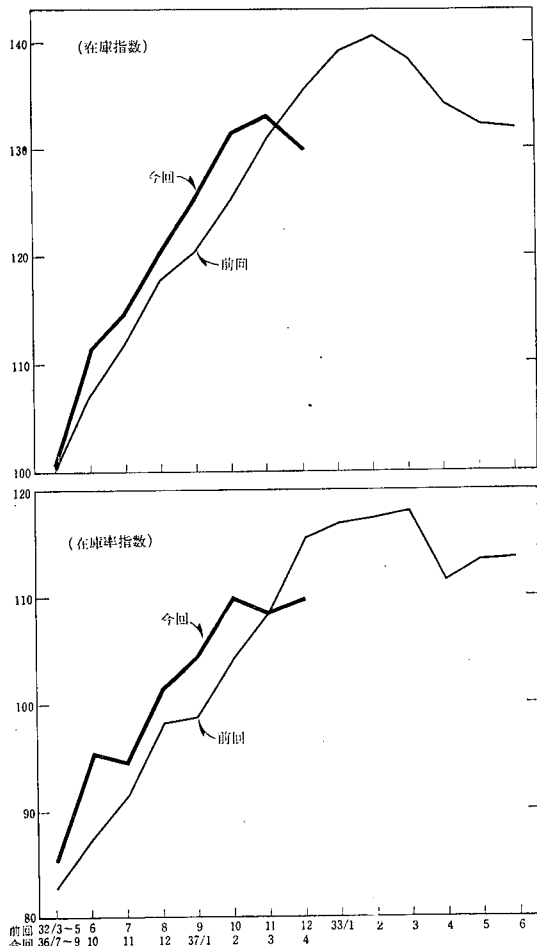


## 生産者製品在庫の動向

昨秋の金融引締め強化以降本年2月ごろまでの間、生産者の製品在庫(季節調整済み)は第1図にみるとおりほぼ一貫して上昇を続け、その増勢も前回引締め強化(32年5月)以降のそれとほぼ同程度であった。しかし、3月には増勢が鈍化し、4月には若干の減少を示した。在庫率をみても2月以降ほぼ横ばいに推移しており、その水準も前回調整期のピークよりはやや低いところにとどまっ

〔第1図〕

メーカー製品在庫の推移



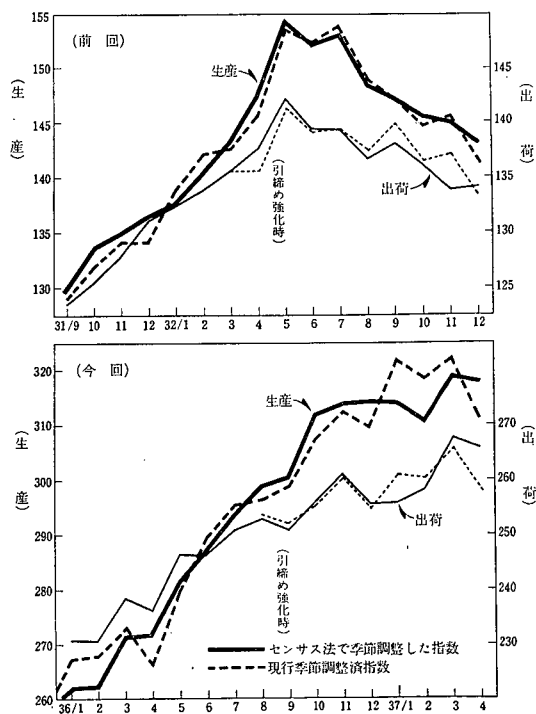
(注) 在庫指数は、引締め強化直前(前回32年3～5月平均、今回36年7～9月平均)を100とする。  
在庫指数、在庫率指数とも通産統計の季節調整済み。

ている。こうした動きから、今後製品在庫の増勢が止まり、あるいは減少に向かうとみるのはもとより早計であろう。最近の商品市況がさらに軟化を深めていることなどからみても、少なくとも製品在庫がある程度減勢に向かっているという判断は出てこない。しかし、引締め強化後わずか5か月にして現われた製品在庫の増勢頭打ちは、前回の調整過程(製品在庫は10～11か月間一本調子に増加)にはみられなかったものであり、自律的な生産調整をうながす圧力という点からみても、景気調整のパターンという点からみても、今後の動向が注目される。そこで、製品在庫をめぐる前回、今回両調整期の相違点を整理し、今後の推移をみるうえでの一つの手がかりとしたい。

〔第2図〕

生産・出荷の推移(製造工業平均)

(30年=100)

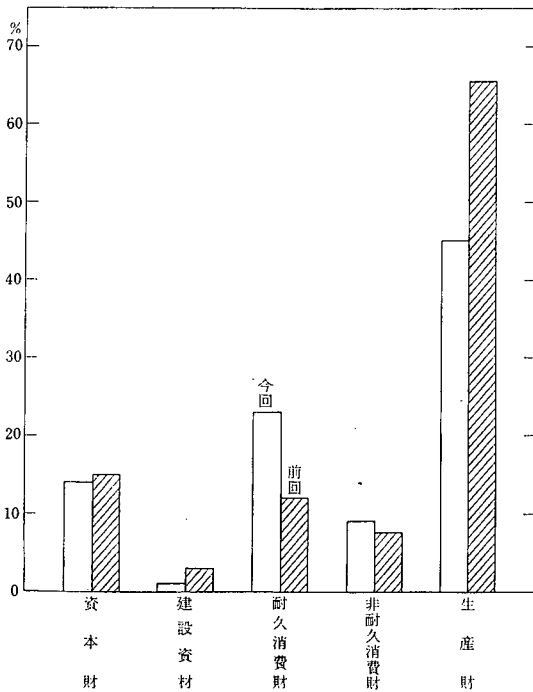


(1) まず注目しなければならないことは、前回、今回を通じて引締め強化後の製品在庫の増勢はほぼ同じであるといっても、累積のプロセスなり性格は著しく異なっていることである。すなわ

ち、第2図にみるように前回は引締め強化後直ちに生産が低下したが、それ以上に出荷の減勢が激しかったため製品在庫は累増し、在庫率も急上昇した。これに対して今回は、生産は一高一低のうちにも微増を続け、4月に至ってようやく減勢がきざしはじめた(もっとも5月は前月の反動もあって再び増加)にすぎず、一方出荷は総じて高水準を続けているが、生産の増勢には及ばず、その結果製品在庫の増加が生じたものとみられる。前回は出荷減による生産の減少がみられながら、さらに生産の減少が需要の低落を促すという形で両者が因果関係をなして自律的な景気下降に向かい、意図せざる在庫、つまり弱気の在庫が累増の一途をたどったといえる。金融面からする引締めの追加圧力は、すでに32年いっぱい終わったとみられるが、滞貨の累増はその後なお自律的な勢いで続き、調整がほとんど一巡した33年初めまでこうした傾向が続いた。これに対し今回は、今

〔第3図〕

メーカー製品在庫の増加寄与率比較

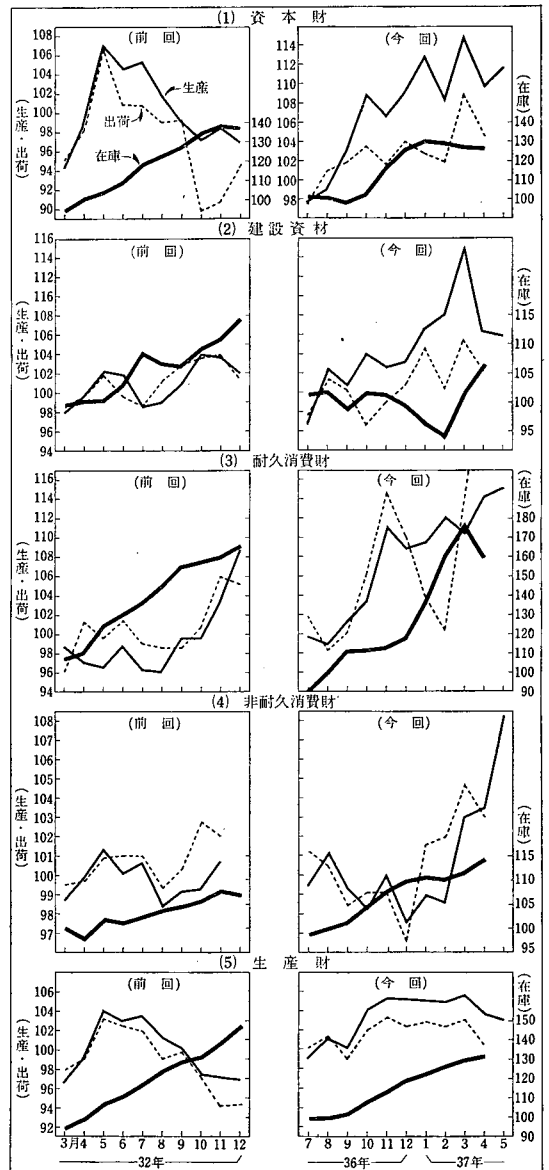


(注) 引締め強化7ヵ月間の在庫増加率(前回、32年12月、32年3~5月平均、今回、37年4月、36年7~9月平均)について算定。通産統計、季節調整済み。

までのところ概していえば堅調な出荷にささえられた生産増による強気の在庫増の色彩が濃いいえよう。こうした在庫増加の性格の相違は、今回4月にみられたように、生産がやや大きく低下すると製品在庫も減少するといった動きにも現われている。しかし、もとより景気調整の進展に伴い、今後における事態はやや変化してくるものと

〔第4図〕

特殊分類別生産・出荷・在庫の動向



思われる。鉄鋼その他の業界で、このところ在庫過剰感が深まり、滞貨金融問題が表面化してきているのはその一つの現われであろう。

しかし、総体としていえば、当面の製品在庫の性格は前回引締め後のそれと著しく異なることはたしかである。そうした性格の相違をもたらした事情としては、一つには金融引締め圧力の相違や企業家のビジネス・センチメントの相違があり、その反映として今回は実需が容易に衰えず、出荷の動きも根強いことがあげられる。また、前回にみられた引締めに先行する思惑的な在庫拡大とその反動という動きが、今回には存在しないことも指摘できる。

(2) 製品在庫の増加を、製品の用途別の分野に即してみると、前回は生産財の増加が著しかったのに対し、今回は耐久消費財の増加が目立っている(第3、4図)。最近の耐久消費財の在庫増加の内容をみると、その中にはテレビ、ラジオなど滞貨的な色彩の強いものもあるが、中心は4月以降の物品税引下げを見越した出荷の一時的停滞(本年2月まで)と、電気冷蔵庫、扇風器など夏ものの電気器具の仕込み生産を映じた強気の在庫増加であった(第4図(3))。このため、すでに3、4月とこれらの出荷は急速に伸びはじめており、在庫も減少に転じている。先行きについても、個人消費需要の大勢が依然堅調であることや、夏もの需要期という事情から、これらの在庫はなおしばらくは落ち着いた動きを示すものと思われる。問題の中心は主として生産財と資本財の在庫動向に示ばられてくる。(建設資材、非耐久消費財については、第4図(2)、(4)にみるとおり、今回は生産、出荷とも前回に比べ上昇が目立つが、在庫水準はなお低く、総在庫増加に対する寄与率も前回同様小さい(第3図)ので、一応検討の外に置くこととする。)

次に、生産財在庫の動向を前回と比較してみると、前回の増勢は今回に比べてはるかに激しい(第4図(5))。これは、前回の景気後退が、先行する大幅の在庫思惑の反動として生じたことの端的

な現われであるが、引締め強化後の流通部門とメーカー(需要者側としての)における急激な在庫調整、それに誘発された資本財、消費財など生産財需要部門の生産活動の低下あるいは伸び悩みに伴う生産財需要の減退が重なって、生産財の出荷は大幅に減少した。原糸類などでは、すでに引締め前に製品在庫は増勢に向かっていたが、引締めによってそれが強化され、さらに鉄鋼1次製品、化学品などほとんどの生産財部門で引締め直後から減産体制がとられたにもかかわらず、製品在庫は逐月累増に向かった。これに対して今回は、関連資本財・消費財部門の生産増加(第4図)に伴う実需の増勢持続がみられたため生産財出荷は3月ごろまで大勢として高水準横ばいに推移した。一方流通部門、メーカー(需要者としての)における在庫調整は今回もかなりの程度行なわれ、その影響はもとより認められるが、前回に比べれば、この動きは比較的軽微にとどまった。こうした相違をもたらしたものは、メーカーの原材料在庫率が景気上昇過程でも低いまま推移したことに見現われているように、メーカーの在庫保有態度が著しく変わったところからきている。一つには在庫管理の進歩と、一つには、前回と異なり、物価の急騰という思惑を誘発する要因がなかったためであろうが、こうした事情が逆に、調整過程にはいっても生産財の製品在庫は前回ほどには急増せず、しかも滞貨的色彩がきわめて薄いという結果をもたらしている。

こうした推移から明らかなように、引締め後も製品在庫の増加が、生産に対する強い圧力として働くまでには至らず、そのためもあってかなり長期にわたって高い生産が続くこととなった。すなわち生産は、原糸類に若干の低下がみられたものの、その他は鉄鋼1次製品、化学品を中心に総じて出荷を上回る高水準に達した。これが最近までにおける製品在庫増加の背景であったと思われる。

しかし、ごく最近に至り、主として資本財に関連した生産財部門、とくに鉄鋼においては若干の

変化がうかがわれる。一部機械部門の生産減少や中小土建筋の工事量減少などを映じ、実需減少による出荷の減退を主因とした在庫増の動きがみられはじめたことがそれである。このような動きがもし広がっていけば、そこから実需の累積的な下降と新しい調整が出てくる可能性は十分あるといえる。そのテンポと幅いかによっては、製品在庫の動向に及ぼす影響もかなりのものとなることも考えられよう。そこで次に、資本財の生産、在庫状況をみてみよう。

資本財(注)の在庫水準は、今回も前回同様かなり上昇しており、総在庫の増加に対する寄与率でもほぼ前回と同程度になっているが、生産財や耐久消費財の寄与率に比べればはるかに低い(第3図)。その背後にある生産、出荷の動きをみると、第4図に明らかなお前回引締め強化後生産、出荷は急速に減少したが、今回は企業の旺盛な設備投資意欲を映じ生産、出荷とも一高一低のうちになお増勢を改めておらず、在庫も生産財以上に強気の在庫という色彩が濃い。しかも、本年にはいってからは堅調な出荷にささえられて、在庫はむしろやや減少ぎみにすらなっている。今後については、設備投資の漸減からこれまでのような生産、出荷の増勢が続くとはみられないが、一方では機械メーカーがなお高水準の受注残(経済企画庁調べによる4月の船舶を除く受注残は、販売額に対して11.2ヵ月分)をもっていることからみて、当面大幅な減産に転ずるとも考えられない。製品在庫も、資本財の多くが注文生産である事情から、急増するとはみられない。

(注) 資本財在庫の動きには、最近ウエイトの増している自動車の影響が考えられるが、輸送用機械(その過半は自動車)を除いても大勢は変わらない。

このような事情から、資本財関連生産財の出荷も、当面急減する可能性は少ないとみてよいであろう。したがって、さきに述べた一部の生産財部門における変動も、若干の生産縮小によって比較的容易に解消し、一時的には需給が均衡する可能性もあるものと思われる。しかし、このような高水準な需要に見合った均衡は、国際収支の観点

だけからみても長続きするとは思われない。最近の国際収支改善は、生産水準の先行き低下を織り込んだ輸入の圧縮や、国内での需給不均衡に基づく輸出圧力の増加によるところが大きいからである。国際収支改善のためには、おそらく早晩より低い水準での均衡が要請されることになるだろう。しかし、そのような過程を経るか否かにかかわらず、先行きいずれは設備投資が目立って減るとすれば、資本財、生産財を通じて、これまでの製品在庫に加えて出荷減退による製品在庫の上乗せが生じ、量的な面からも、在庫性格の変化という質的な面からも企業に対する在庫圧力が急激に強まる恐れが大きい。企業としては今後の景気調整進展に備え、すみやかに生産の削減によって在庫の荷を軽くしておくことが必要であろう。

## 最近の企業収益動向

景気調整の影響は、このところ企業収益面にもしだいに現われはじめてきたようである。もちろん、機械業界や消費関連業界などはなおかなり業績の好調が続いているため、総じてみれば業績の低下はまだ緩慢である。しかし個々にみれば、す

### 前回ボトム時以降の決算状況

(東証第1部上場会社、金融を除く)

	前期比率		売上高 利益率	払込 資本金 利益率	配当性向 (配当金) 利益
	増	減			
	売上高	純利益			
32年9月期	%	%	%	%	%
33〳3〵	-7.9	-16.5	3.20	28.3	40.4
9〵	-2.2	-8.7	3.00	23.6	46.0
34〳3〵	6.1	20.7	3.55	25.6	42.1
9〵	15.6	19.5	3.64	29.6	35.9
35〳3〵	17.6	21.4	3.69	32.9	32.2
9〵	10.8	14.9	3.86	32.9	33.0
36〳3〵	12.2	13.0	3.85	32.8	33.5
9〵	12.1	6.7	3.67	30.1	37.1
37〳3〵	6.9	8.9	3.73	28.1	40.0

(注) 日経紙、各証券会社の調査による。若干区々なためは中間平均値を採用。