

生産財の在庫投資と 生産の動向について

最近における在庫投資の動き

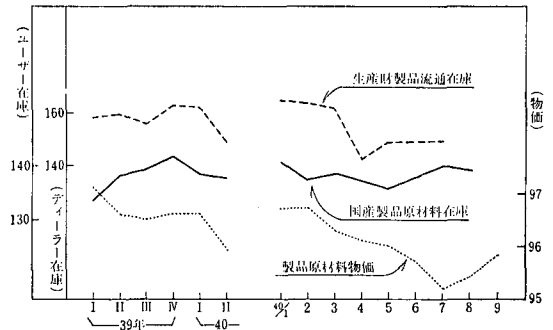
最近におけるユーザー、ディーラー保有の生産財在庫の動向を通産省調べの指数によってみると、第1表および第1図のとおり、ここ一兩月在庫圧縮幅がかなり小幅化し、在庫投資としては若干ながらプラス要因として働くようになってきたとみられる。

すなわち、まずユーザーの原材料(国産製品)在庫は、年明け前後から年央にかけて調整の動きを一段と強めたあと、6月以降ほぼ横ばい状態に推移している。これを主要品目である機械メーカー手持ちの鋼材在庫や、織物メーカー手持ちの原糸在庫の動きでみても、6月には在庫水準(35年=

100)がすでに、鋼材 88.3、糸 107.6 と、いずれも絶対額で前回引締め解除期前後のボトム水準(鋼材は38年3月の89.9、糸は37年12月の106.7)にまで低下するに至ったため、その後はひとところのような在庫圧縮がみられなくなってきている。

(第1図)

ユーザー・ディーラー生産財(製品)在庫と物価の推移
(いずれも35年=100、在庫は季節変動調整済み(月)末指数)



(注) 製品原材料物価は本行調べ、在庫は通産省調べ。

(第1表)

**ユーザー、ディーラー生産財(国産製品)
在庫の期(月)末推移**

(35年=100、季節変動調整済み)

	生産財(国産製品)在庫		うち鋼材在庫		原糸在庫	
	ユーザー	ディーラー	ユーザー(機械メーカー)	ディーラー	ユーザー(織物メーカー)	ディーラー
39/6	138.3 (3.8)	159.5 (0.7)	114.8 (1.6)	192.5 (- 7.0)	111.2 (- 1.9)	96.4 (- 3.7)
9	139.3 (0.7)	155.8 (- 2.3)	115.9 (1.0)	187.5 (- 2.6)	110.3 (- 0.8)	110.4 (14.5)
12	141.6 (1.7)	162.3 (4.2)	107.2 (- 7.5)	202.9 (8.2)	111.1 (0.7)	96.5 (-12.6)
40/3	138.5 (- 2.2)	161.9 (- 0.2)	102.2 (- 4.7)	182.7 (-10.0)	114.1 (2.7)	93.7 (- 2.9)
6	137.9 (- 0.4)	148.6 (- 8.2)	88.3 (-13.6)	184.0 (0.7)	107.6 (- 5.7)	86.1 (- 8.1)
40/4	137.1 (- 1.0)	142.2 (-12.2)	91.0 (-11.0)	177.3 (- 3.0)	114.7 (0.5)	86.8 (- 7.4)
5	135.7 (- 1.0)	148.7 (4.6)	89.2 (- 2.0)	176.8 (- 0.3)	110.0 (- 4.1)	89.5 (3.1)
6	137.9 (1.6)	148.6 (- 0.1)	88.3 (- 1.0)	184.0 (4.1)	107.6 (- 2.2)	86.1 (- 3.8)
7	139.7 (1.3)	148.9 (0.2)	88.4 (0.1)	192.7 (4.7)	108.8 (1.1)	91.1 (5.8)
8	139.0 (- 0.5)		84.7 (- 4.2)		108.6 (- 0.2)	

(注) 通産省調べ。カッコ内は前期(月)末比増減率(%)。

またディーラーの生産財(国産製品)在庫も、引締め解除後も年央ごろまでは引き続き圧縮されてきたが、その後7月の計数でみる限り鋼材、原糸などを中心に在庫回復とみられる動きもあらわれている。ちなみに鋼材と原糸の在庫水準について、前回引締め解除期前後と比較してみると、原糸ではすでに6月時点(86.1)で前回のボトム(38年4月89.9)を下回り、鋼材(184.0)は、前回の場合商社による買上げ、凍結といった非常措置がとられたので直接比較はできないが、ともかくも37年末水準の3分の2程度まで圧縮されている。

もっとも、このような動きがみられるからといって生産財在庫が積極的な積み増しに転ずるきざしがうかがわれはじめたわけではない。7月末以降、鉄鋼、繊維を中心に商品市況の回復が進んだとはいっても、これは主として鉄鋼における粗鋼減産の開始、繊維における紡績不況カルテル結成への動きといった市況対策の進展や、財政面からの需要喚起策の決定などが人气的にはやされたことによるものであり、最近、需要の停滞に抗し切れず、人気は薄れたことから、これら品種の一部

にすでに上げ一服から若干の訂正安を示す動きがみられたことにも、この間の事情がうかがわれる。

それでは、生産財の在庫投資が上述のように、引締め解除後もむしろ減退を続け、最近にいたってもなお停滞きみなのはなぜだろうか。以下ここ一兩年における動きから、その原因をさぐってみよう。

生産財在庫投資の推移とその特色

まず、ここ一兩年における生産財在庫投資の推移を、コモ法の試算によって保有形態別にあとづけてみると第2図のようになる。これによると、今回の景気調整期の特色として次のような点が指摘できる。

(1) 生産財(製品原材料)の原料である素原材料の在庫投資は、引締めと同時にマイナスに転じ、前回ののように、引締め後生産抑制に伴う消費規模の圧縮によってしばらくは在庫投資が増加するという現象がみられなかった。

(2) ユーザー段階の製品原材料および仕掛品の在庫投資は、前回の場合、在庫圧縮努力の奏効とともに引締め後半期に至ってかなりのマイナスに転じたが、今回は引締め期を通じてプラスの投資が維持され、むしろ引締め解除後になってようやくマイナスに転じた。

(3) メーカー段階の生産財製品在庫投資は、これまでの景気調整期においては、引締めによる需要の減退を反映して引締め直後に急増し、その後生産抑制の効果があらわれるにつれて引締め期中に調整されていくという形をとってきたが(前回引締め期参照)、今

回の場合、引締め後もしばらくはさほど増加を示さず、需要減退による意図せざる在庫の増加は引締め末期以降になってかえって目立ってきた。

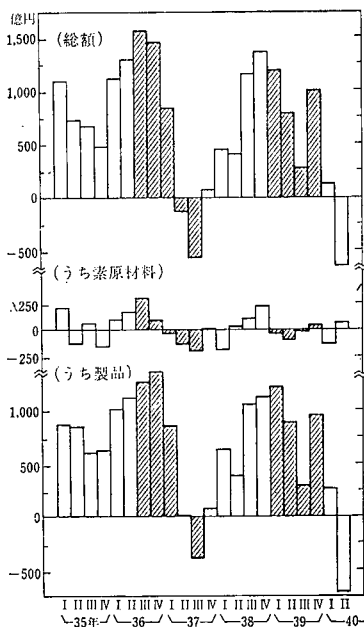
(4) ディーラー段階の生産財製品在庫投資も、今回の場合、引締め後前回のように増加せず、むしろ引締め解除後における大幅な圧縮が目立った。

形態別在庫投資が以上のような動きを示した結果、生産財の総在庫投資としてみると、引締め前半期の在庫投資規模は前回より小さくなり、反面、前回マイナスに転じた引締め末期に、かなりの増加を示した。しかも引締め解除後になって前回はかなりの投資回復がみられたのに対し、今回は相当大幅なマイナスを示すに至っている(注)。

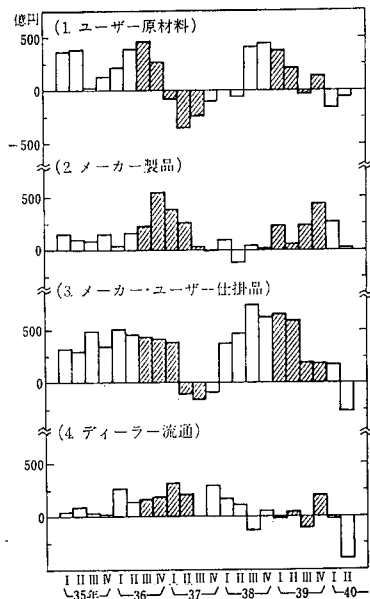
(注) 同コモ法推計によれば、生産財在庫投資は、今回の場合引締め解除後の半年間(1~6月)で505億円(季節変動調整後)の純減となっており

(第2図)

生産財在庫投資



生産財製品在庫投資の内訳



(注) 1. 対象は鉱工業および卸・小売業保有の生産財在庫。なお仕掛品在庫は最終需要財メーカー分も便宜生産財として把握。
2. 35年生産者価格表示、推計はコモ法による(35年工業統計表、商業統計表により基準時在庫額を求めて、通産統計指数で延長推計)。
3. 季節変動調整済み。
4. 斜線は引締め期間中を示す。

り、前回の場合同じく解除後の半年間で525億円の純増を示したのとは全く対照的。

以上のような動きは、一言にしていえば、今回の場合、金融引締めが生産財在庫投資変動に及ぼす影響が前回より小さくなり、しかもそのあらわれ方がかなりおくれたことを示している。このような変化をもたらした原因は何だろうか。

変化をもたらした背景

このような投資変動パターンの変化をもたらした要因を検討してみると、およそ次の3点に整理することができる。

その第1は、引締め後の生産財輸出が、鉄鋼、合繊等を中心に著しく伸長したことである。これはメーカーが増産によるコスト・ダウンをねらって輸出増加に努力したことによるほか、海外の好条件にささえられた面も大きかった。これによって引締めによる国内需要の若干の減退がカバーされ、メーカー、ディーラー段階における滞貨の発生を防ぐのに役立った。

第2にユーザーの手持ち原材料在庫が、在庫管理技術の発達等に伴って安定化傾向にあった点も見のがせない。現に38年の景気上昇期にはこれらの在庫があまり増加しておらず、したがってかりに引締めと同時に鉱工業生産の減退が生じたとしても、金融引締め措置がこの面に及ぼす影響はもともと小さくなる傾向を持っていたといえる。

さらに第3として、とくに引締め措置が生産財

在庫投資に与える影響が従来よりかなりおくれた事実と関連して、ここ一兩年における最終需要財の生産動向による影響が指摘されなければならない。

すなわち最終需要財の生産は、ここ一兩年、それまでの借入金に大きく依存した巨額の設備投資の結果として生まれたコスト圧力、これを軽減するための高操業度維持の必要等から需要の伸びを上回る高水準を続けてきた。このため、第2表に端的に示されるように最終需要財メーカーの製品在庫率は景気上昇期においてもほとんど低下をみせず、反面、生産財メーカーでは、同じくコスト圧力による高操業度維持の要請は強かったものの、これら最終需要財メーカーからの旺盛な原材料需要にささえられて在庫率がかなり大きく低下した。しかも引締め開始後もしばらくの間は、最終需要財のこうした生産態度が続けられ、加えて前述のように輸出もきわめて好調な伸びを示したため、生産財に対する需要の減退は引締め後もしばらくは軽微にとどまることになった。もっとも、こうした最終需要財メーカーの行き方は、元来売掛け債権の長期化や値引き競争等によってようやくささえられてきた面が強かっただけに、引締め後半期にはいると、信用不安と絡んだ与信拡大の限界や最終需要のいっそうの停滞などから、いわば一挙にその限界に突き当たらざるをえなくなった。このため、従来の場合と異なり、むしろ

引締めが解除される前後から最終需要財メーカーの生産抑制方針が一段と強化され、それとの関連で仕掛品在庫や原材料在庫の圧縮がはかられることになった。またディーラー段階でも、現実の需給悪化や先行き不安感、さらには大口企業の倒産などによる心理的影響も加わって、引締め解除後になって一段と在庫の圧縮がはかられた。こうして生

(第2表)

特殊分類別メーカー製品在庫率指数

(35年=100、季節変動調整済み)

	36/9	37/3	9	38/3	9	39/3	9	40/3	9
鉱工業	101.7	121.2	127.8	122.0	118.8	116.1	119.7	128.5	132.3
最終需要財	102.9	119.2	128.6	117.8	122.9	121.4	127.8	134.7	137.2
資本財	114.4	145.3	145.5	148.3	147.4	136.1	145.0	158.1	173.9
建設資材	105.9	119.3	120.2	119.9	105.2	103.9	109.9	129.4	137.1
耐久消費財	104.1	156.5	156.3	125.7	172.3	166.5	170.4	218.5	172.5
非耐久消費財	101.8	110.5	120.7	108.0	107.8	114.8	122.4	116.4	123.5
生産財	100.6	125.1	127.3	127.1	114.3	108.4	109.1	119.4	125.8

(注) 通産省調べ。40年9月は速報。

産財の在庫投資はむしろ年明け後に大きくマイナスに転じたわけである。

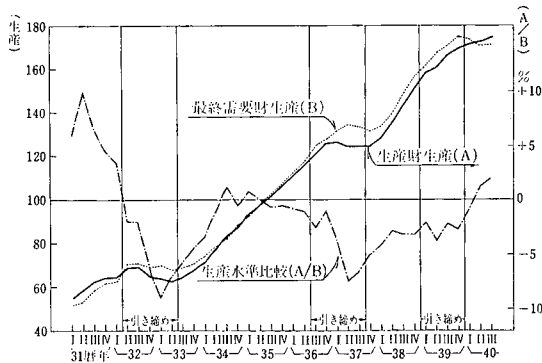
生産財生産の相対的水準の変動からみた特色

ちなみに、景気局面に応じた生産財在庫投資の循環変動は、生産財生産と最終需要財生産の相対関係の推移という角度から、かなり明瞭に把握することができる。第3図は31年以降の四半期別生産動向を生産財生産と最終需要財生産とに分けてえがき、あわせて両者の相対関係を35年を基準とした生産水準比較曲線 $\left(\frac{\text{生産財生産水準}}{\text{最終需要財生産水準}}\right)$ によって示したものであるが、これによると最近における在庫投資変動パターンの変化が次のように浮彫りにされる。

(第3図)

生産財、最終需要財別生産の推移と両生産水準の比較

(生産は通産省調べ、35年=100、季節変動調整済み)



すなわち、まず31年前半ごろの生産財生産の水準は在庫投資の盛行を背景に最終需要財の生産水準を大幅に上回っていた。ところがその後その度合いは景気の本格的上昇とともに次第に小幅化し、32年の引締め期にはいると、生産財の生産水準が、逆に、最終需要財の生産水準を大幅に下回るに至った。これはいうまでもなく生産財における在庫調整の動きを反映したものである。しかしこうした動きはやがて止まり、引締め末期から回復初期にかけては再び生産財の生産水準が相対的に次第に上昇していくという形をとった。生産財を中心とした在庫投資の変動が主役を演じた34～35年ころまでの景気循環ではこれがいわば定型的

な形であったといえる。36～37年の景気循環では、主役が設備投資と在庫投資の二つに割り振られたため、31～33年の時ほどではなくなったが、それでも両生産水準の比較曲線はそれまでと同様の動きを示したといえる。ところが今回の場合をみると、39年には、引締め下にもかかわらず前述の三つの理由から生産財生産が高い伸びを続けたため、両生産水準の比較曲線は一向に下降を示さないまま引締め解除期を迎えている。さらに注目されるのは40年にはいつてからの動きである。引締め解除とともに両生産水準の比較曲線が上昇に向かっていることは、一見従来と同様であるが、しかし重要なのは、これが従来とは異なり、引締め末期以降の最終需要財生産の下降によってもたらされていることである。つまり、この比較曲線の上昇は、従来のように景気回復初期において在庫投資がいわば先駆的に上昇に転じたことによるというよりも、むしろ最終需要財メーカーが一段と生産水準を落とし、生産財メーカーがこれに伴う需要減退に対して生産水準を十分に落としきれなかったことの反映である。これはいうまでもなく、同じく比較曲線が上昇に転じたとはいっても、今回の場合、景気が今後生産財の在庫投資ないしは生産財生産の上昇にささえられて従来のような形で回復していくとは必ずしもいえないことを、意味していよう。

在庫圧力と生産財生産

ところで、ここで先行き見通しに関連して一つの試算を行なってみよう。第3表は過去5年間の生産財生産について、その四半期別増減率がどの程度その時々在庫圧力(前期末の生産財メーカー製品在庫率水準と、その前々期末比変化量が今期の生産に与える影響)によって規定されているかを回帰方程式を用いて検討してみたものである。この式の相関度はかなり高く、これまで生産増減率の変動が少なくとも大勢としては在庫率水準自体とその水準変化の2要因によってかなり強く規定されてきたことがわかる。もちろん、細かにみれば若干のふれがあり、とくに37年10～12月

期と40年4～6月期の実績値が理論値を大きく下回っているのが目立っている。しかし、この両期はともに引締め浸透やそれに伴う大口企業倒産などによって、企業家の生産態度が極端に委縮していた時期にあたり、このために在庫圧力と生産との相関関係が乱れたものと解すべきであろう。事実、37年末の場合、その後は再び良好な相関関係を示すようになっており、今回の場合でも、極

端な弱気感が訂正されるにつれて、7～9月期の実績値は再び理論値に近い値をとるようになってきている。そして今後については先にみてきた理由から、理論値がなおかなり低くあらわれており、この計数からみる限り、10～12月期の生産財生産はせいぜい前期並みの伸びにとどまるのではないかと思われる。

(第3表)

在庫圧力と生産財生産四半期別増減率(%)

(季節変動調整済み)

	34年				35年				36年				37年				38年				39年				40年		
	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ	Ⅳ	Ⅰ	Ⅱ	Ⅲ			
在庫率水準(X)	100.1	102.1	101.2	98.3	99.1	97.7	97.1	99.5	111.9	126.3	133.5	129.0	129.0	126.0	118.5	113.2	107.7	108.4	108.7	110.7	118.7	120.9	123.5	125.7	*		
在庫率水準変化(ΔX)	-6.3	2.0	-0.9	-2.9	0.8	-1.4	-0.6	2.4	12.4	14.4	7.2	-4.5	0	-3.0	-7.5	-5.3	-5.5	0.7	0.3	2.0	8.0	2.2	2.6	2.2	*		
生産増減率(計算値Y)%		5.9	3.5	4.4	5.1	4.0	4.7	4.6	3.6	0	-1.6	-0.1	3.4	2.2	3.2	5.0	4.7	5.2	3.4	3.5	2.9	0.7	2.1	1.9	1.8	*	
生産増減率(実績値)%		7.0	4.1	4.1	4.7	4.4	4.2	4.5	3.9	0.4	-1.5	0	0.3	2.8	5.5	6.1	5.3	4.7	1.5	3.7	1.9	1.1	0.4	1.2	*		

生産財生産増減率計算の方程式は次のとおり。ただし方程式の計算期間は35年第1四半期から39年第4四半期まで。

$$Y_t = 11.136 - 0.274(X_{t-1} - X_{t-2}) - 0.069X_{t-1}$$

(0.049) (0.023)

$$R^2 = 0.747$$

Y_t …… t期の生産財生産前期比増減率(%)。
 X_{t-1} …… (t-1)期末の生産財メーカー製品在庫率指数(35年=100、ただし分母は期末月を含む前後3ヵ月平均の出荷指数を使用)
 なお、ΔX_{t-1} = X_{t-1} - X_{t-2}

(注) 製品在庫率、生産実績値とも通産省調べ。*印は暫定。

