

最近の在庫投資動向について

〔要 旨〕

1. 昨秋来、建設財や資本財の一部では公共投資や電力設備投資の増加を主因に、また生産財の一部でも長期間にわたる減産効果の浸透からそれぞれ在庫が減少し、これら品目では商品市況が持直しをみせるなど在庫調整は進展をみている。もっとも、建設財のうち民間に関連の深い品目や資本財の中で製造業の設備投資関連のもの、あるいは生産財でも紙パや非鉄地金等のように、減産継続にもかかわらず在庫がなおはかばかしい減少をみていないものもあるなど、品目別に跛行性がうかがわれる。
2. こうした跛行性を伴った在庫調整の現局面を石油危機後の在庫調整過程の中に位置付けてみると、現在は、石油危機後に繰返された3つの小在庫循環(第1次49/1~3月~50/4~6月、第2次50/7~9月~51/4~6月、第3次51/7~9月~現在)のうち、第3回目の在庫調整が進展しつつある段階とみなしうる。
3. 上記のように、石油危機後小在庫循環が再三繰返された背景としては、第1に石油危機に伴う原燃料コストの急騰から企業の利益率が大幅に低下したため、企業は、雇用調整や借入返済等の固定費削減努力に加え、操業度の引上げにより固定費コストを引下げようとする意欲が強く、生産を十分抑制しきれなかったことが挙げられる。また第2に需要面では大幅な需給ギャップが存在したため、財政、輸出等外生需要の増加が内生需要の増加に容易につながり得ず、従って、企業が需要増に合わせて増産したり仕入れ態度を積極化させると、これがその後の需要減退により後向き在庫に転化しがちであった。さらに第3に、前述のいわゆる減量経営の動きに関連して各メーカーが投入原単位削減に努力し、また流通・ユーザー筋が在庫手当を慎重化したことが、経済全体としてみると生産の割には原材料の購入が増加せず、多少実需が上向いてもその各産業への波及が弱いという事態を招来した。
4. 今後さらに在庫調整が進展するか否かは、石油危機後の前2回の小在庫循環時に比べ、その調整を遅らせていた要因に変化がみられるか否かにかかってこよう。まず需給ギャップについては、なおギャップ自体はかなり大幅であるが、これまでの設備投資の低迷や一部構造不況業種における設備廃棄もあって生産能力の伸びが鈍っていることは事実であり、企業がいわゆる適正在庫水準を考えるに当り、こうした状況を予想される需要水準との兼合いでどのように評価するかが先行き大きな意味をもってこよう。次に企業の減産耐久力については、製造業の固定費コストは50年春以降現在までほぼ一貫して低下しているうえ、昨秋来の円高に伴い投入価格の一層の低下が予想されるなど、石油危機によって脆弱化した企業のコスト構造はここきて幾分是正されつつあり、操業度上昇圧力は徐々に軽減されていくものとみられる。企業の原単位削減努力は今後も続こうが、一方では金利低下の累積的な効果等があらわれつつあることでもあり、前2回の小在庫循環のころに比べて条件が徐々に変化してきていることは事実であろう。ただ、こうしたいわば内在的要因や環境の変化が現実の在庫投資動向をどう規定するかは、結局のところ今後最終需要がどのように増加していくか、また企業がそれをどのように受け止めるかにかかってこよう。

〔目 次〕

はじめに

1. 在庫調整の現局面

- (1) GNPベースの在庫投資
- (2) 形態別在庫
- (3) 在庫調整の現局面

2. 石油危機後の在庫投資動向

- (1) 長びく在庫調整と小在庫循環
 - (2) 小在庫循環が繰返された背景
3. 在庫調整進展の条件

はじめに

昨秋来、公共投資や電力の設備投資増加の影響がセメント、棒鋼等建設財や土木建設機械、変圧器など一部資本財の出荷に現れはじめ、これら品目では在庫が急速な低下をみている。また、繊維、鉄鋼、化学など生産財でも減産体制の強化から在庫減少を示す品目が増えている。こうした在庫調整の進捗を映じて商品市況面でも、セメント、鉄鋼、繊維などの価格が昨年末ごろからかなり急速に持直すなど明るさがみえている。

もちろんこうした動きがある反面、非鉄地金、紙パなどでは減産強化にもかかわらず、在庫の荷

圧迫が続いており、さらに、カラーテレビ、ステレオ等一部家電製品や石油製品などでは、ここにきて需要不振による在庫積上りさえみられている。

このような品目別の跛行性を伴った在庫調整の現局面をどのように評価すべきであろうか。以下最近の在庫投資動向を石油危機以降の調整過程の中に位置付けつつ検討してみよう。

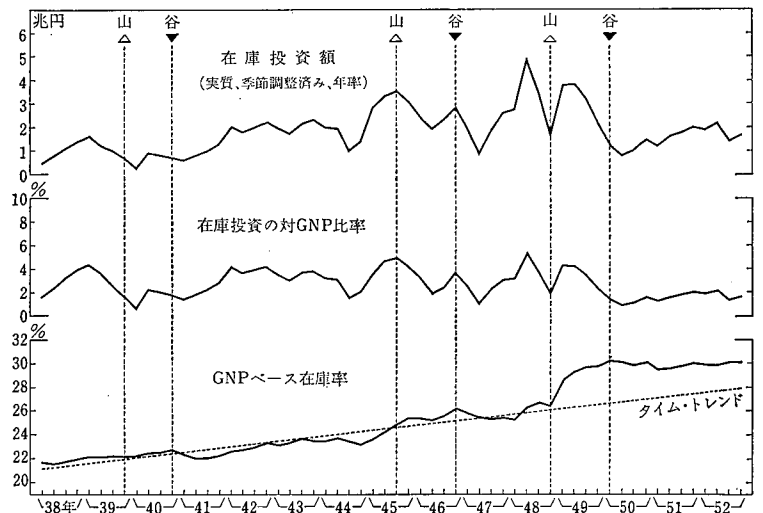
1. 在庫調整の現局面

(1) GNPベースの在庫投資

在庫調整の現局面を大把握に位置付けるために、まず実質GNPベースの民間在庫投資の推移をみると(第1図)、在庫投資額は50年1.2兆円、51年1.7兆円、52年1.8兆円と石油危機前後のインフレ進行期は言うに及ばず、経済規模が現在の5~6割に過ぎなかった40年代前半の投資額に比べても低水準にとどまっている。また、GNPベースの在庫率を民間在庫残高の最終需要(GNP+輸入-民間在庫投資)に対する比率としてみると、この間、50年末30.1%、51年末30.0%、52年

〔第1図〕

GNPベース在庫投資額、在庫投資比率、在庫率の推移



- (注) 1. GNPベース在庫率=民間在庫残高/最終需要。ただし、最終需要=GNP+輸入等-在庫投資額。
 2. 在庫率の趨勢要因=21.01+0.12T、始期 38/1~3月、終期49/1~3月。
 3. △印は景気の山、▽印は景気の谷。

末 30.5%とほぼ横ばいのまま推移しており、この指標が趨勢的に上昇傾向(注1)を示していることを勘案してもその水準はかなり高い。これは、石油危機後は在庫投資が総じて低めに推移したにもかかわらず、最終需要の停滞から在庫率が容易に低下しないという状況が長期にわたって続いてきたことを示している。

(2) 形態別在庫

以上のようにGNPベースの在庫率はいまだかなり高いところにあるが、次にこれを形態別に分けてみよう。

法人企業統計に基づいて製造業の製品、仕掛品、原材料の各在庫率および卸・小売業の製・商品在庫率(流通在庫率)の推移を算出し、趨勢線を求めたうえで、そこからの乖離率をみると、第2図のようになり、次の事実が指摘できる。

すなわち、

- ① 各形態とも50/1～3月に在庫率のピークを記録したが、その後、仕掛品と卸・小売の在庫率は比較的順調な低下傾向をたどり、最近ではほぼ趨勢線に接近ないしそれを割込むに至っている。
- ② これに対し製品在庫率ないし原材料在庫率についてはピーク時点に比べればそれぞれ低下をみているものの趨勢線に比べてなお相当高い水準を保っている。

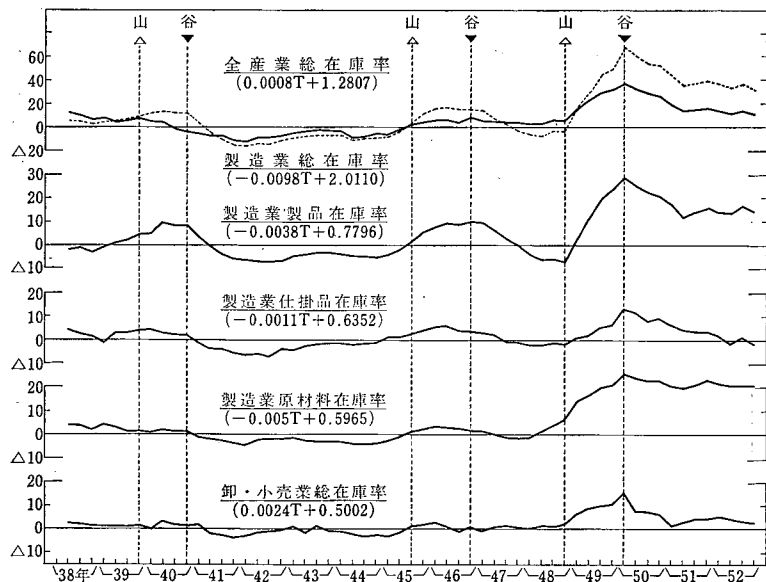
このように、GNPベースの在庫率が高いのは主として製品在庫率と原材料在庫率の高さに起因しており、従って当面の在庫調整の進展いかんはこの2つの在庫形態の帰趨によるところが大きいと考えられる。

もっとも、このうち原材料在庫について、通産

省の原材料在庫統計によって生産財メーカー保有分と最終財メーカー保有分(生産財のユーザー在庫)に分けてみると(第3図、第4図)、後者の在庫率はこのところかなり低下してきており、他方、輸入原材料を中心とする生産財メーカー(特に鉄鋼)の原材料在庫率は依然高水準を示している。このような生産財メーカーの輸入原材料在庫水準の高さが昨今の輸入の停滞につながっていることは、貿易収支の先行きを考えるうえで大きな問題であるが、在庫調整が国内経済に与えるインパクトという観点からとらえれば、

〔第2図〕

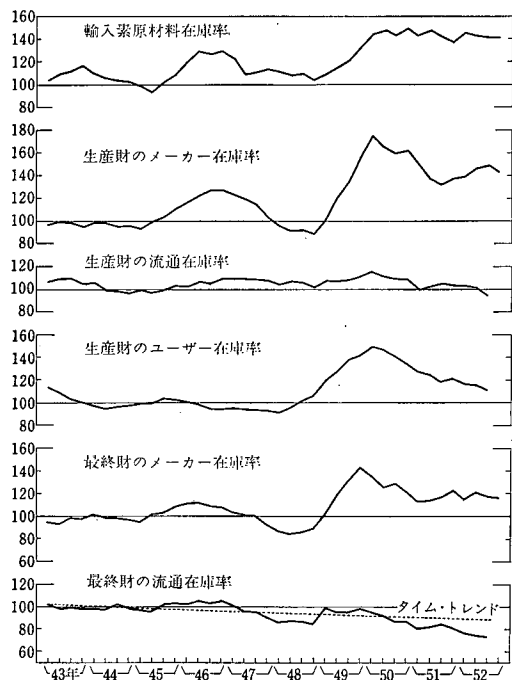
形態別在庫率のトレンドからの乖離率



- (注)
1. 法人企業統計より作成。
 2. カッコ内は各形態別在庫率の趨勢要因。計測期間は始期38/1～3月、終期49/1～3月。
 3. ▲印は景気の山、▼印は景気の谷。

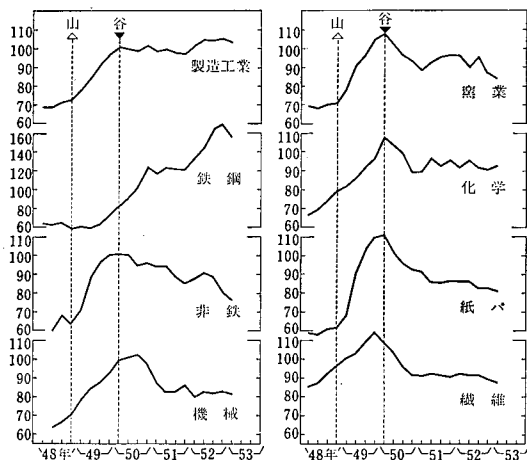
(注1) GNPベース在庫率の趨勢の上昇については必ずしもその原因が明らかではないが、第2図にみるようにそれはもっぱら流通在庫率の上昇トレンドによってもたらされており、ニーズの多様化に応じた製・商品の多品種揃えの傾向などがその原因として指摘されている。

〔第3図〕 段階別在庫率の推移 (45年=100)



(注) 輸入素原材料在庫率、生産財のメーカー在庫率、生産財のユーザー在庫率、最終財のメーカー在庫率はいずれも通産統計から作成。生産財の流通在庫率、最終財の流通在庫率は商業動態統計から作成。いずれも季節調整済み。なお、生産財のユーザー在庫率は機械、金属、繊維(紡績・装綿、製糸を除く)、プラスチック製品工業の計。

〔第4図〕 業種別原材料在庫率の推移



(注) 1. 原材料統計より作成。
2. 季節調整済み、50年=100。
3. ▲印は景気の山、▼印は景気の谷。

(注2) ただし、鉄鋼、非鉄等では在庫を輸入原材料の形より製品化して保管した方が容易かつコスト安につくことから、長期契約の輸入原材料の到着増加とそれによる在庫増はその面から生産を促し、製品在庫の調整を遅らせる要因となっている模様。

その影響は他の在庫形態に比べ小さいといえよう(注2)。

以上のようにGNPベースの在庫率が現在なお高水準にあるのは、達観して言えばメーカー段階の製品在庫調整の遅れを反映したものであり、その他では輸入原材料を除けばかなり調整が進んでいることが示唆されている。

(3) 在庫調整の現局面

ところで在庫調整がどこまで進んでいるかの評価は、在庫率等物的指標のほか、個々の産業や企業が在庫の現状をどのように判断しているかによる面も大きい。その場合時々の在庫水準を企業が過剰とみるか不足とみるかは先行きを含めた需給や価格、コスト等に関する企業の主観的な判断に大きく依存している。

その意味で昨年後半から最近時点にかけて実施した聴取り調査の結果をもとに主要品目の在庫動向を整理してみると第5図のようになる。すなわち、流通、原材料段階の在庫調整は輸入素原材料を除き、すでに昨年秋ごろまでにかかなりの進展をみた。その後最近にかけては、製品在庫の段階でも調整が進捗しており、それを映じて商品市況ははっきりと持直す品目も出て来ている。

こうした調整をもたらした第1の要因は公共投資や電力の設備投資増加であり、セメント、コンクリート製品、棒鋼など建設財の一部では昨秋来公共事業増加の影響から出荷が大幅な増加をみた。同時に、これらの財ではセメントが昨年末まで不況カルテルを実施、棒鋼は現在もカルテルを継続中であるなど大勢として慎重な生産体制が維持され、このため、在庫は急速に低下、現在ではほぼ適正ないし、品目によってはやや不足気味にさえなってきた。こうした事情を映じ、セメント、棒鋼の市況は急ピッチの回復を示している。

〔第5図〕

在庫調整の進展状況

		メーカーの製品在庫			流通在庫			ユーザーの製品・原材料在庫			市況品目の価格推移			
		52/6	52/11	53/3	52/6	52/11	53/3	52/6	52/11	53/3	品名	52/6末	52/11末	53/3末
公共投資電力の発注増による在庫が減少している品目	平電炉製品	●	●	○	○	○	○	○	○	○	棒鋼(19ミリ)	千円/t 50	52	60
	電線	●	●	○	●	○	○	○	○	○				
	土木建設機械	●	●	○	●	○	○							
	窯業・土石	●	○	○				○	○	○	セメント	千円/t 10.5	11.0	11.5
	重電	●	●	○										
減産により在庫が減少している品目	高炉製品	●	●	○	●	●	●	○	○	○	薄板(1.6ミリ)	千円/t 79	78	88
	糸・織物	●	●	○	○	○	○	○	○	○		綿糸	円/400g 131,000	121,000
	製材・合板	○	○	○	○	○	○	○	○	○	合板		円/枚 1,000	980
	合成樹脂	●	○	○	●	○	○	○	○	○		塩ビ樹脂	円/kg 145~165	150~165
	基礎薬品類	○	○	○	○	○	○				か性ソーダ		円/kg 55~57	57~62
	工作機械	○	○	○	○	○	○							
	電卓	○	○	○										
	減産にもかかわらず在庫の減少が思わしくない品目	非鉄地金	●	●	●	●	○	○	○	○	○	電気銅	千円/t 365.0	302.5
紙		○	○	○	○	○	○	○	○	○	段ボール原紙		円/kg 97.0	95.5
カラーテレビ		○	○	○	○	○	○							
農業機械		●	●	○	●	○	○							
通信・電子部品		○	○	○				○	○	○				
石油製品		○	○	○				○	○	○	C重油	千円/t 24.0~24.3	22.0~22.2	19.0

●:過剰 ○:やや過剰 ○:調整済

公共事業や電力設備投資の需要効果は資本財の一部にも徐々に広がってきており、土木建設機械(パワーショベルなど)、通信機械(交換機など)、産業用電気機械(変圧器など)の出荷が持直し、これら品目では在庫も適正ないしほぼそれに近いと判断される水準まで減少してきている。

第2に、出荷の伸びがはかばかしく進まない中で不況カルテル等による減産実施が在庫調整を進めるうえで大きな効果を挙げてきている品目がみられる。いま、52年中に不況カルテルの結成や通産省のガイドポスト等によって業界全体が足並みを揃えて減産に取り組んだとみられる31品目をとり出し、その生産、出荷、在庫の動向をそれ以外の品目と対比させてみると(第6図)、これら品目では出荷の低調にもかかわらず、昨年央以来の在庫減少テンポはその他品目に較べてむしろ速い。こ

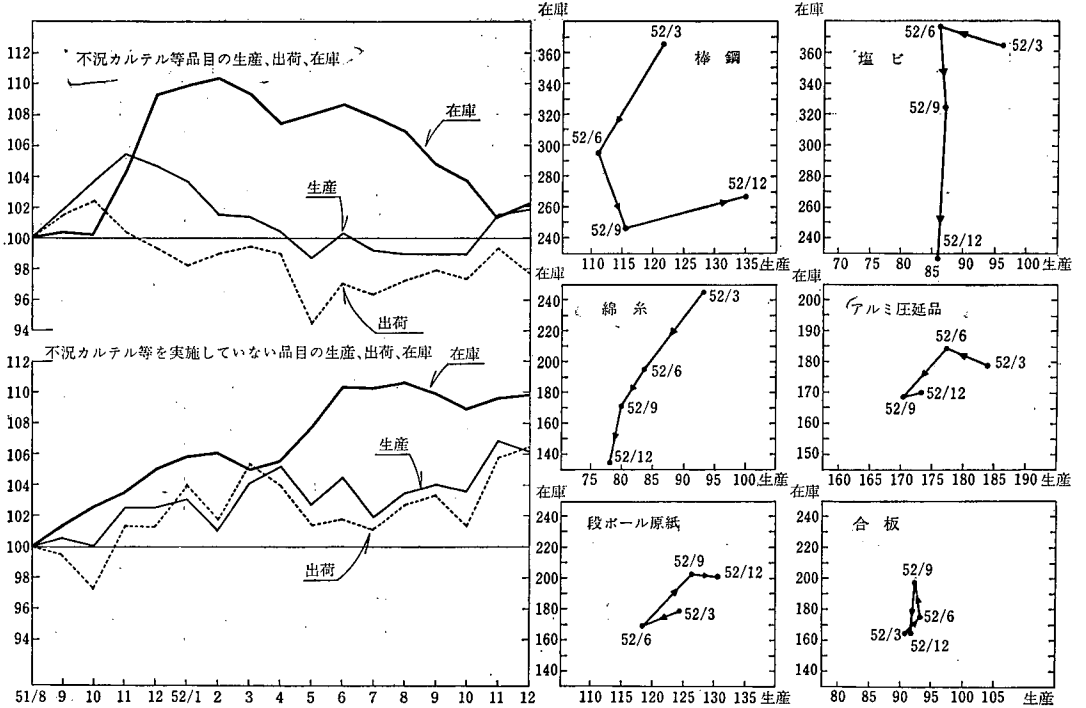
のような減産実施による在庫調整の進捗は綿糸、塩ビ等素材関連業種に典型的に現れており、このほか前記聴取り調査によれば、鉄鋼高炉製品や合繊糸・わたについても現在の在庫はなお適正水準を上回ってはいるが、そろそろ調整の目途がつかかけているとの感触である。こうした品目では、市況もこのところしだいに底固さを増しつつあり、特に綿糸、鉄鋼高炉製品では先行き生産抑制継続見越しに支えられて騰勢が目立っている。

もっとも、やや仔細にみると、以上のような在庫調整の進展のなかにあって、現時点では品目ごとの跛行性がなおかなり大きいことも1つの特徴である。

例えば、建設財のうちセメント、コンクリート製品、棒鋼など官公需と関連性の強い品目とサッシ、金網など民需との関連性の強い品目を選び出

〔第6図〕

不況カルテル等品目の生産、在庫動向

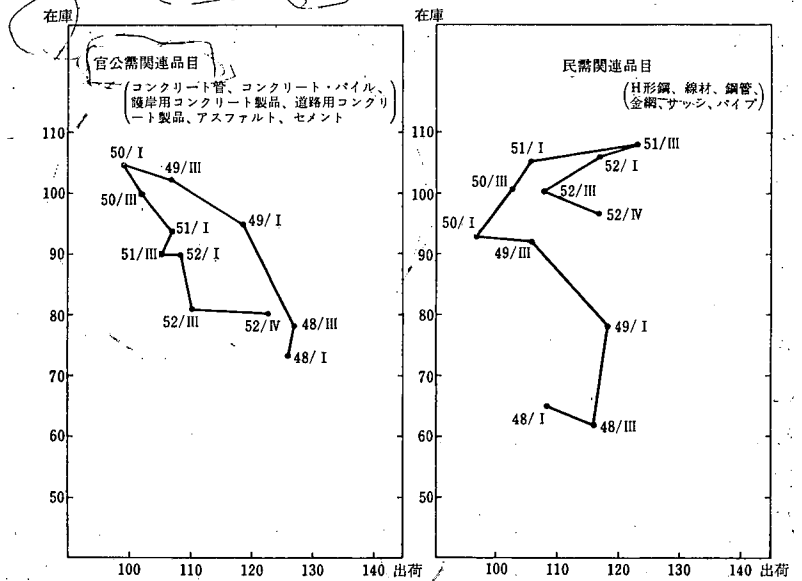


- (注) 1. 鉱工業生産指数、季節調整済み、51/8月=100。
- 2. 品目別動向は45年=100、生産は四半期平均、在庫は四半期末。
- 3. 不況カルテル等品目は52年中に不況カルテル結成や通産省のガイドポスト等によって業界全体が足並みを揃えて減産に取組んだとみられる品目(生産ウエイト14.2%)を選んだ。

し各々出荷と在庫との関係を
図示してみると(第7図)、前
者には出荷増・在庫減という
明瞭な関係がみられるのに対
し、後者では、最近に至りよ
うやく在庫が減少に転じてき
ているが、在庫水準は依然高
く調整の遅れが目立ってい
る。また、資本財についても
土木建設機械、通信機械など
の在庫率がここに来て大きく
低下しているのに対し、民間
設備投資との関連の強い金属
加工機械等では在庫は高水準
横ばい状態を続けている。こ
のほか非鉄地金、農業機械、

〔第7図〕

官公需関連建設財と民間関連建設財の出荷・在庫動向



- (注) 鉱工業指数より作成。各品目の指数を、出荷、在庫のウエイトで合成したうえ50/10~12月=100として指数化。

カラーテレビ、ステレオ、通信電子部品などは、生産を抑制気味にしているにもかかわらず、なお在庫過剰感が根強い。不況カルテル実施品目についても、段ボール原紙やアルミ圧延品などでは需要との関係でまだ十分生産が絞られず在庫が積上りをみている。さらに石油製品のように暖冬による需要の落込みもあってむしろここにきて在庫過剰の度合いが強まっている品目もみられている。

このように在庫調整が進む過程で、業種や品目により跛行性を伴うのはある程度当然であるが、問題はその性格であり、現在の局面を判断するためのひとつの手掛りは、昨今のような公共投資や電力投資に大きく依存した最終需要の増加が、どの程度素材その他の分野に波及し、それらの在庫、生産状況を好転させていくかの見通しであろう。いま、第8図によって最近の最終需要の動向と各生産段階別の在庫・生産状況を関連づけてみ

ると、昨年後半以降最終財(建設財、一般資本財)の出荷がしだいに伸びを高め、これを映じた最終財の生産の持直し(昨年10~12月以降)が原材料・中間製品等の需要につながることによって、生産財の在庫減少(同)を招来し、それにつれて生産財でも生産が上向く(本年1~2月)という形で、一応需要波及の姿を示している。その限りで、公共投資等の実需増加が最終財メーカーをうるおすにとどまらず、部分的にせよ素材の生産を引上げる方向に作用し始めているとみる事ができよう。

今後全体としての在庫調整がどのように進行していくかは、結局最終需要の動向と、それに対する企業の生産態度いかにかかっていることはいうまでもないが、この点を考えるにあたって、石油危機後に繰返された在庫変動の経験を振り返ってみよう。

2. 石油危機後の在庫投資動向

(1) 長びく在庫調整と小在庫循環

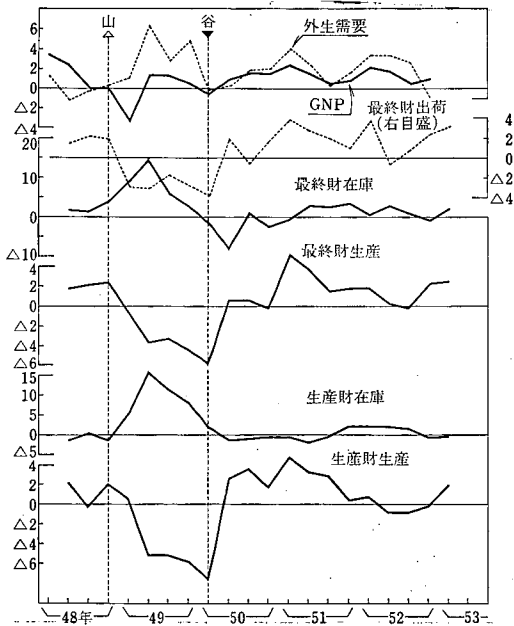
石油危機後の在庫調整過程は、従来のパターンとかなり異っており、その特徴は①調整開始後すでに4年になろうとしているが、この間在庫過剰感が常に尾を引き、その調整期間が極めて長期にわたっていること、②そうした在庫調整過程の中で小さな在庫循環が再三繰返されたこと、の2点に要約できよう。

すなわち、従来の景気循環局面においては、在庫調整が開始されてから1年ないし一年半もすると在庫過剰感がほとんど薄れ、調整一巡と目されていた(第9図)が、今回は49年央ごろから調整過程に入り、すでに4年近く経過しているにもかかわらず、依然調整が続いている(第10図)。また、従来例えば45~46年や39~40年の在庫調整過程のように調整が一巡したあと軽い二段調整が生じた場合もあったが、その後の最終需要増加のなかで

〔第8図〕

最終需要の波及効果

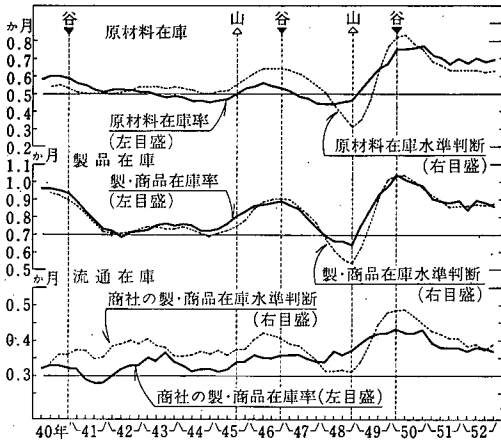
(単位・%)



- (注) 1. GNP統計、鉱工業指数から作成。いずれも前期比増減率、53/1~3月は53/1~2月平均の52/10~12月比を準用。
2. ▲印は景気の山、▼は景気の谷。

〔第9図〕

原材料、製品、流通在庫率と在庫水準判断



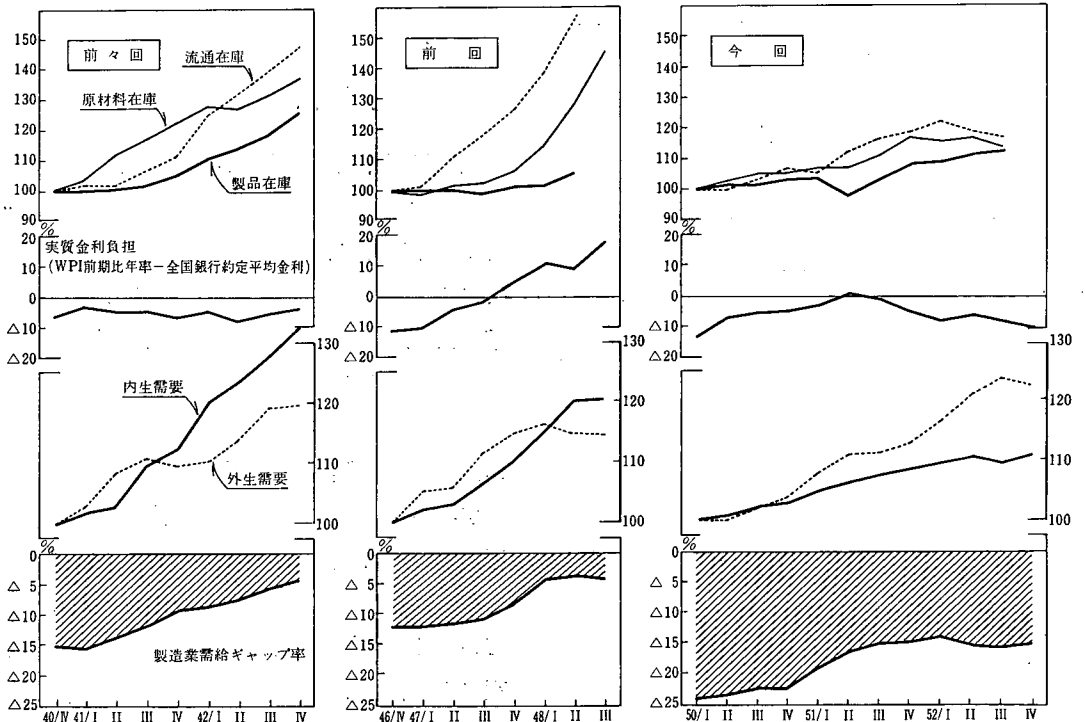
(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。
 2. ▲印は景気の山、▼印は景気の谷。

比較的速やかに「アク抜け」していった。それに対し今回の局面では、在庫が十分調整される以前に再び在庫が積上りはじめるという事態が繰返され、その都度新たな調整が必要とされた。

すなわち、今回の在庫調整局面をGNPベースの民間在庫投資や形態別在庫指標の動きで見ると、第1表に示したように49/1～3月以降、第1小循環(49/1～3月～50/4～6月)、第2小循環(50/7～9月～51/4～6月^(注3))、第3小循環(51/7～9月～現在)と3次にわたる在庫の積上りとその調整という波動を経験しており、現在は第3回目の在庫調整がかなり進展した局面とみなしうる。そこで以下3回の小在庫循環を簡単に振り返ってみることとする。

〔第10図〕

景気回復局面における在庫の推移とその背景



(注) 製品、原材料、流通在庫水準は法人企業統計により、景気のボトムを100として指数化。
 外生需要＝輸出等＋政府支出、内生需要＝個人消費＋民間住宅投資＋民間設備投資＋民間在庫投資

(注3) 51年4～6月は実質GNPベース在庫投資が前期比+33.5%の増加となっているが、これは当時の最終需要の増加や商品市況の回復につれて流通、原材料段階で在庫補充の動きがあったためであり、この間製品在庫はかなり調整が進んだ。こうした事情からここでは第2小循環の調整期と考えた。

イ. 第1次小在庫循環(49/1～3月～50/4～6月)

49年前半における総需要の急激な落込みに伴う製品在庫の急増(生産者製品在庫、前期比、49/1～3月+12.6%、49/4～6月+14.7%)に対処するため、49/7～9月以降、メーカー段階で減産が本格化し、また流通段階でも在庫圧縮努力が行われた。しかし、急激なインフレの進行や先行き不安に伴う設備投資、個人消費の低迷から、需要の落込みが予想外に大きかったため、49年中製品在庫は積上り傾向をたどった。その後50年前半には、メーカー段階の減産が一段と強化されたため、生産者製品在庫は50/1～3月前期比 Δ 2.4%、50/4～6月同 Δ 4.2%と2期連続かなりの減少を示し、在庫調整はある程度進展した。

ロ. 第2次小在庫循環(50/7～9月～51/4～6月)

50年後半にも、個人消費がベア率の低水準や時間外手当の伸び悩みを主因に停滞を示し、また民間設備投資も50/7～9月、前期比 Δ 0.3%、50/10～12月、同 Δ 2.9%と引続き減少した。こうした最終需要の伸び悩みをながめて流通段階での在庫手当は慎重さを続けたが、メーカー段階では固定費負担増もあって生産が十分抑制しきれなかったため在庫調整は一時中断される形となった。

もともと、50年秋ごろから輸出が大幅増加に転じ、また51年前半には民間設備投資も一時増加を続けたため、製品在庫率指数は50年末の93.9(50年=100)から51/4～6月には88.6へとかなりのテンポで低下した。しかも、素材産業などではこうした在庫の減少を背景に値上げを図る動きが広範化したため、流通・ユーザー段階では一部仮需もみられるに至り、在庫に対する企業の見方にもようやく安堵感が広まった。

ハ. 第3次小在庫循環

しかし、51年後半になると、①年前半好調を続けてきた輸出が、米国や西ドイツの景気「中休み<pause>」等を映じて伸び率を低め、また②財

政支出も51年度予算関連法案(いわゆる国鉄、電電の値上げ法案)の成立遅延に伴う財源上の問題を主因に頭打ち(財政支出の対GNP寄与度51/7～9月0.0%、51/10～12月 Δ 0.1%)となるなど、外生需要が著しく低迷した。このため、製品、流通段階では再び後向き在庫が累増をみるに至った。

こうした状況下、52年に入ると外生需要が、①輸出の再増、政府支出の持直しから52/1～3月、4～6月とも+3.3%(51/7～9月+0.3%、10～12月+1.5%)とかなりの増加となったが、個人消費、民間設備投資等民需は停滞を続け、これに対し生産も必ずしも十分に抑制し切れなかったため、在庫は高水準のまま推移した。このため、52年央以降は生産財を中心に不況カルテルや勧告操短により減産が一段と強化されることとなったが、秋口以降は公共投資や電力による資材発注増の需要効果がそれに加わったため、建設財や一般資本財の一部で出荷増、生産減の動きが目立つようになったことは、前述のとおりである。

(2) 小在庫循環が繰返された背景

上記のように石油危機後の在庫動向はこれまでと異り、過剰在庫の発生とその調整という小さな変動を繰返してきた。こうした現象が生じた基本的な背景として、次のように最終需要の動きに関連した面と企業経営に起因した要因とが考えられる。

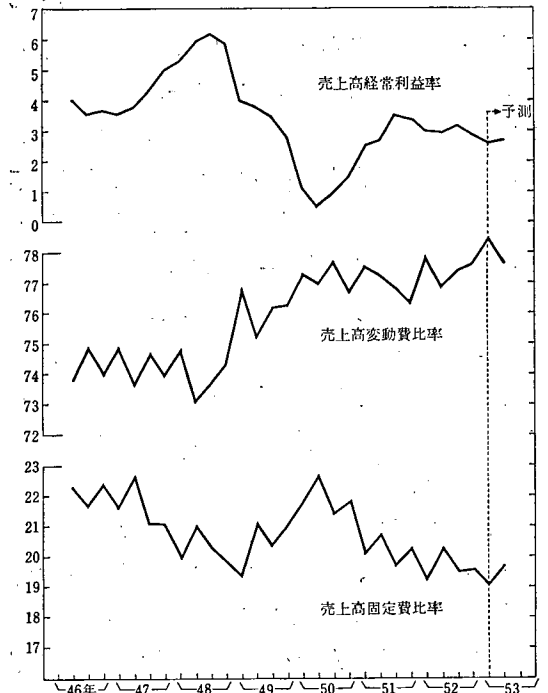
すなわち、第1に、50年春以降の景気局面は、石油危機を直接の契機としたいわば高度成長から安定成長軌道への調整過程に当り、大幅な需給ギャップの存在などから財政、輸出等の外生需要の増加がそのまま民間設備投資、さらには個人消費等民間需要の自律的な増加へとつながり得ず、従って景気回復の足どりは主として外生需要の消長によって左右されざるをえなかった(第10図)。ところが51年の推移に端的に現れたように、外生需要は一時的な急増のあと息切れするような場面が

しばしばみられた(第1表)。このように最終需要の足取りが不安定であったため、需要増加をながめて増産したり仕入れ態度を積極化しても、これがその後の需要減退によって裏切られ、結果として過剰在庫が積上ってしまうといった状況が繰返されることになった。

第2に、企業側の問題として、コスト面の圧迫から絶えず増産のインセンティブが働き、需要動向に見合った減産体制に移行しえなかったことも、在庫調整を遅らせる要因となった。低操業が固定費コストを高めることは特に今回の局面に限らないが、石油危機後はそうした要請を一層強める新たな要因が加わった。

すなわち企業の収益水準は原燃料価格の急騰や49年大幅ベア等により著しく落込んだが(第11図)、特に原燃料価格の急騰による変動費コストの圧力は短期間に企業努力で吸収することが難しいため、企業は固定費コストを少しでも引下げるために操業度引上げ意欲を高めたと考えられる。この間企業は借入返済、雇用の調整等いわゆる減

〔第11図〕 売上高経常利益率と売上高コスト比率の推移 (単位・%)



(注) 1. 日本銀行「主要企業短期経済観測」から作成。
2. 固定費=人件費+金融費用+減価償却費

(第1表)

実質 G N P と在庫指標の推移

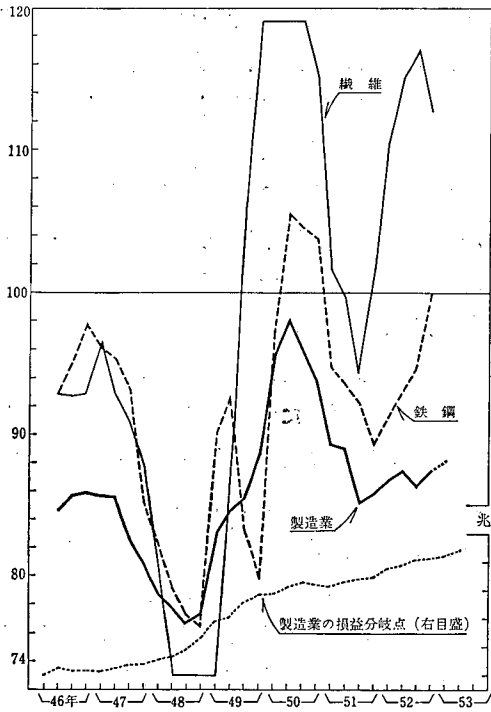
(単位・%)

		第1小循環								第2小循環				第3小循環							
		積上り				調整				積上り		調整		積上り				調整			
		48/7~9	10~12	49/1~3	4~6	7~9	10~12	50/1~3	4~6	7~9	10~12	51/1~3	4~6	7~9	10~12	52/1	2	7~9	10~12	53/1	2
国民総支出(実質)	民間在庫投資	△30.1	△53.0	137.9	△0.5	△16.9	△34.3	△39.4	△35.1	22.4	46.7	△19.0	33.5	11.4	13.3	△5.4	14.8	△31.8	9.2	—	—
	個人消費	1.7	4.2	△5.3	3.0	1.8	0.1	2.4	1.4	1.3	0.9	1.5	0.6	1.1	0.6	0.8	1.0	0.5	0.6	—	—
	民間住宅投資	△1.1	2.9	△9.7	△15.8	10.0	2.9	△1.6	5.4	3.0	2.4	6.4	△2.3	△1.7	△4.5	4.0	2.0	△3.8	4.5	—	—
	民間設備投資	4.9	3.1	△9.8	△4.4	△3.7	△2.4	7.4	△0.8	△0.3	△2.9	3.1	2.3	1.0	2.3	1.3	△1.7	△0.1	1.2	—	—
	政府支出	△1.9	△1.9	△1.6	1.1	2.0	5.8	2.9	0.8	2.5	0.3	0.8	0.7	△0.9	△0.5	1.7	5.0	4.4	1.2	—	—
	輸出入等	1.9	3.2	4.4	12.6	3.9	3.6	△3.5	△0.5	0.9	3.7	7.8	4.3	1.6	3.6	4.8	1.6	1.0	△3.2	—	—
G N P	△0.1	0.1	△3.4	1.3	1.2	0.5	△0.5	0.9	1.6	1.5	2.3	1.5	0.4	0.8	2.1	1.7	0.4	1.0	—	—	
外国生需	△0.3	0.2	1.0	6.2	2.9	4.8	△0.2	△0.2	1.8	1.9	4.0	2.4	0.3	1.5	3.3	3.3	2.7	△0.9	—	—	
国内生需	0.1	1.2	△3.9	△0.6	0.1	△1.7	△1.3	0.7	1.4	0.9	1.8	1.2	1.1	0.8	1.0	0.9	△0.9	1.2	—	—	
鉱工業生産	1.2	2.2	△0.2	△4.4	△3.8	△5.0	△6.7	1.4	2.0	0.5	4.9	3.6	2.1	1.2	1.3	△0.3	△0.2	1.2	0.9	△0.6	
製品在庫	生産者製品在庫残高(同在庫率)	1.0	1.4	12.6	14.7	4.9	5.4	△2.4	△4.2	0.2	△3.1	0.8	0.5	1.6	4.1	△0.8	4.1	0.8	0.0	0.2	△1.2
	製品在庫水準判断	△34	△33	△28	14	51	63	72	66	62	51	48	36	30	31	34	32	36	32	—	37
流通在庫	商業在庫額	9.5	10.6	17.9	7.6	2.2	2.7	△1.6	2.3	6.3	2.5	0.2	4.2	5.3	1.3	1.4	△0.9	△0.4	1.1	—	—
	販売業者在庫残高(同在庫率)	0.1	2.0	5.6	1.9	3.6	4.3	1.1	4.0	3.5	0.3	△4.6	△1.8	0.3	0.2	3.6	△0.5	△5.1	△2.6	—	—
流通在庫水準判断	8	6	0	39	66	72	78	75	72	56	50	44	50	31	44	25	36	31	—	39	
原材料在庫	原材料在庫残高(同在庫率)	4.9	3.5	6.4	2.6	2.4	0.9	△0.9	0.0	2.4	3.3	△0.5	1.9	0.0	1.3	3.7	0.4	△1.4	1.3	1.3	—
	原材料在庫水準判断	△15	△19	△23	△4	15	24	39	32	28	25	22	16	9	15	14	10	14	12	—	13

(注) 国民所得統計、鉱工業指数(50年=100)、原材料在庫統計(50年=100)日本銀行「主要企業短期経済観測」等による。判断指標△印は不足。

〔第12図〕

損益分岐点の対売上高比率推移



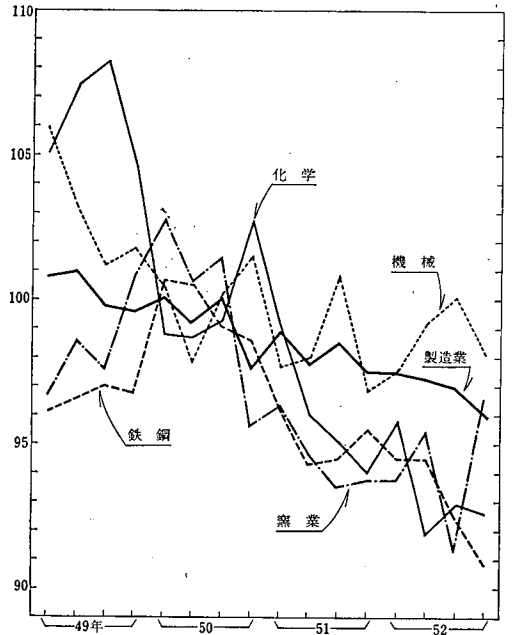
(注) 日本銀行「主要企業短期経済観測」より作成。

量経営に務め、こうした努力が続けられたことから固定費コストが低下し、損益分岐点売上高の上昇テンポも鈍化した(第12図)が、原材料コストの急上昇に伴う収益圧迫を操業度上昇による固定費コスト引下げによってカバーしたいとする企業の願望はかなり強かったものと考えられる。

このほか、低成長に適応しようとする企業の減量経営努力が他方でマクロ的な需要減退をもたらし、これが最終需要増加による生産誘発や在庫調整の進行を妨げてきた面も無視できない。すなわち、企業は、前述の雇用調整、借入金返済等の固定費削減のほか、変動費比率の急上昇に対処して原燃料の投入原単位引下げにも努めてきた。第13図にみられるように製造業の各業種でかなりのテンポで投入原単位の引下げが進んでいる。こうした動きは、各業種での生産が増加しても、その割

〔第13図〕

業種別投入原単位の推移



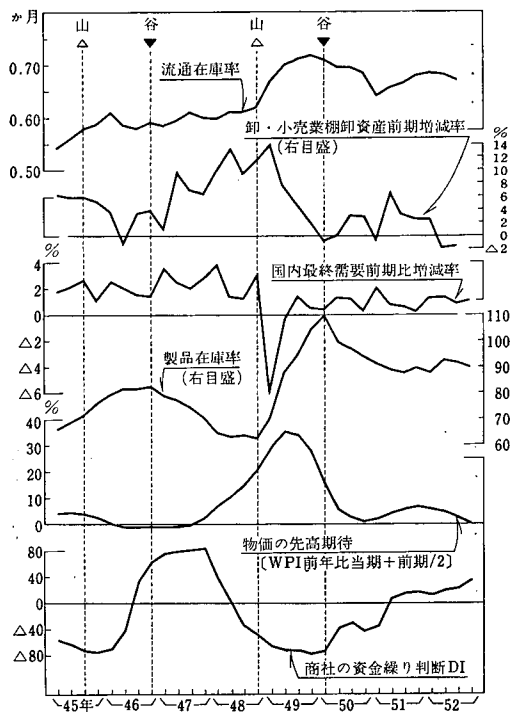
(注) 鉄工業統計、原材料統計から作成。投入原単位=原材料消費指数/生産指数。いずれも50年=100。

には資材購入先に対する発注が増えず、従ってそれら下請や関連企業の在庫減や生産増に結びつきにくいことを意味している。

なお、前出第5図にみるように流通、原材料段階では昨年央ごろすでに在庫がほぼ適正と判断された品目もあったが、これらについても積極的な積増しの動きはほとんど生じなかった。このようにいわゆる仮需の動きがほとんど出なかったのは、もちろん需要の先行きに悲観的な見通しが支配的だったためであるが、このほか、需給ギャップが大きいうえにメーカーの製品在庫率が高い状態が続いたため、流通業者やユーザーは当用買いに徹していても手当難に陥る心配が少ないうえ、価格上昇予想も弱い状況では、金利等在庫保有コストを支払ってまで手当を進める理由に乏しかったためとみられる(第14図)。

〔第14図〕

流通在庫の変動要因



(注) 1. 法人企業統計、国民所得統計、日本銀行「主要企業短期経済観測」から作成。
2. ▲印は景気の高、▼印は景気の高。

3. 在庫調整進展の条件

ところで昨秋以降、公共投資や電力投資の増加と不況カルテル等の減産強化に支えられて、在庫の荷圧迫がかなり薄れつつあることは冒頭に述べたが、これはすでに明らかにしたように、50年以降の推移の中でいわば三度目の小在庫循環の調整局面に当たっている。今回のこうした在庫調整の進展は、やがて在庫投資の積極的な増加を通じて景気の回復を一層確実にし、ひいては国際収支の黒字縮小にも資することが期待されている。そこで最後に今後の動向を考える1つの手掛りとして、最近の状況を、これまで2つの変動が生じた当時の条件と簡単に対比してみよう。

すでに述べたように、50年前半と51年前半には

過剰在庫の調整が一時かなり進んだが、その後少なくとも結果的には「意図しない在庫」の積上り局面へと移行し、在庫調整はその都度頓坐することになった。その背景に、①大幅な需給ギャップを主因とする内生需要の長期停滞、②石油危機後の大幅な利益率低下によって増幅された、固定費圧力を背景とする企業の操業度引上げ意欲、③メーカーの投入原単位引下げ努力や流通・ユーザー筋の当用買い傾向、といった要因があったことは前述のとおりである。

このうち、第1の需給ギャップの大きさについては、第10図で示した製造業に関する試算結果によると、50年にかつてない大幅なギャップとなったあと51年にかけてかなり縮小、その後はほぼ横ばい状態にある。こうしたマクロの需給ギャップ率の試算には限界があるにしても、通産省の稼働率指数等のうえからも現在のギャップは50年央ごろに比べればかなり縮小、51年央ごろとほぼ同程度とみなしてよいであろう。しかもこの間、製造業の生産能力が長期間の設備投資低迷を映じて伸びがかなり鈍化している(前記推計では48年の7%から52年は3%弱)ほか、特に最近では、構造不況業種で一部設備廃棄が行われるなど、供給面からも需給ギャップの縮小が進もうとしている。このように現在の状況は、過剰能力が徐々に縮小していく過程にあるが、今後の在庫投資動向との関連では、各業界ないし企業がこうした生産能力の動向を、今後予想される需要水準との兼合いでどのように評価するかがやはり大きな意味を持つてこよう。

その場合第2の要因として、こうしたいわば物理的な生産能力水準の問題のほか、企業がそれをどの程度現実の製品供給に結びつけざるをえないか、つまり経営上の視点からみた減産耐久力が問題となってくる。この点について検討してみると、第11図のように主要企業製造業の固定費コスト

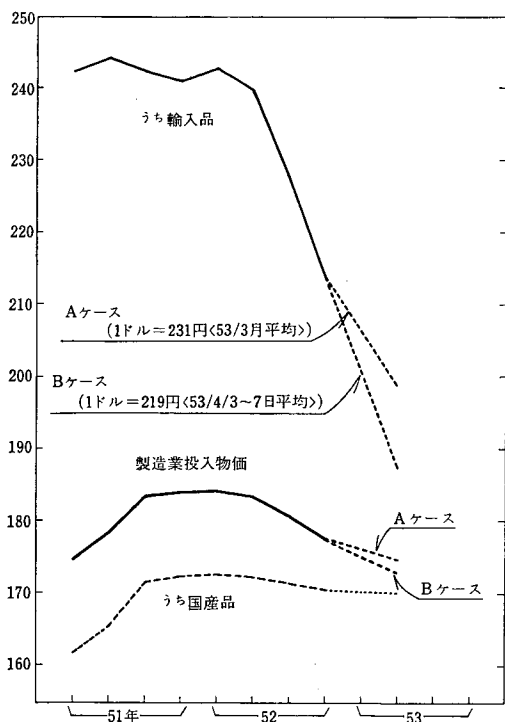
ト(単位当たり固定費)は50年春に景気回復に転じて以来ほぼ一貫して低下してきている。51年後半以降は主に売上高の伸び悩みにより同比率の低下テンポは鈍っており、その限りで依然企業の操業度アップへの期待は根強いものと推察されるが、いずれにせよいわゆる減量経営努力が実りつつあることは間違いない。そうしたところへ変動費の面で部分的にせよ円高によるコスト低下の効果があらわれ始め、また商品市況回復による収益改善効果が加わってきていることは、増産圧力をやわらげる方向に作用しているとみてよいであろう。第15図にみるように、製造業の投入物価は輸入品を中心にすでに52年春ごろから低下傾向にあるが、ここで、仮に昨年9月から本年4月上旬にかけての円高21%(1ドル当たり264.5→218.8円)が完全

に輸入物価の低下につながるという前提(国内物価への波及は最近の傾向を引延した)で試算してみると、本年4～6月の投入物価は52年7～9月に比べ4%も低下することになる。もちろん他方で、円高は多かれ少なかれ輸出採算を悪化させるであろうし、輸出数量の減少ないし伸び率鈍化による収益圧迫要因も考えなければならないが、上記の投入物価低下だけの効果を取り出してみると、本年4～6月の売上高経常利益率(日本銀行「主要企業短期経済観測」ベース、製造業)は2月時点での見通し2.68%から4.15%に約1.5%ポイント上昇する計算になる。円高のトータル効果が当面の企業収益にどのように現れるかは今後の動きにまたなければならないが、少なくとも石油危機によって生じた交易条件の大幅悪化が最近の円高によって改善の方向にあることは事実であり、その限りで輸入原燃料価格の急騰によって生じた企業収益構造の脆弱性は是正されつつあるとみてよいであろう。従って円高による輸入コスト低下効果が広く各産業に均てんされれば、その面から企業の減産耐久力が増すことが期待される。また繊維、鉄鋼といった業種では国内商品市況が持直してきており、これが収益好転要因となってその分だけ減産継続を容易にするという面も考えられよう。

第3に、メーカーの投入原単位削減や流通・ユーザー筋の在庫手当態度についてみると、まず投入原単位引下げの努力は第13図にみるようになお続いているようであり、最近の業界聴取り調査でもそうした経営努力が引続き大きな課題であるとする企業が少なくない。また在庫手当態度についても流通・ユーザー筋とも今のところ総じて慎重さが保たれている。ただ、第3図のように流通在庫率や生産財のユーザー在庫率は50年央や51年央と比べて低水準となっており、従って企業金融が一層緩和し、借入金利が戦後最低記録を更新し続

〔第15図〕

製造業投入物価の推移(45年=100)



(注) 輸入品には為替レートの下落分が全て反映するものと仮定。Aケースでは為替レートを1ドル=231円(53/3月平均)、Bケースでは1ドル=219円(4/3～7日平均)を使用。

ける一方、商品市況の持直しが進むといった環境が企業の先行き在庫投資態度にどのような影響を与えていくかに注目すべきであろう。

このようにみえてくると、この数年間在庫調整の進展を妨げてきた要因がはっきり後退しているとまでは言い切れないが、石油危機後5年目を迎えた現在、さすがに生産能力、コスト構造などの面でそれなりの調整の効果が現れており、また円高

や急速な金利低下といった新たな要因を考慮すれば、前2回の小在庫循環のところに比べて条件が変わってきたことは事実であろう。ただ、こうしたいわば内在的な要因や環境の変化が、現実の在庫投資動向をどう規定するかは、結局のところ今後最終需要がどのように増加していくか、また企業がそれをどのように受け止めるかにかかってこよう。