みずほインサイト　日本経済　2024 年 8 月 19 日

在庫のある世界

高水準の在庫がもたらす強み・弱みとリスク

調査部　経済調査チーム
主席エコノミスト
河田　皓史
080-2074-8973
hiroshi.kawata@mizuho-rt.co.jp

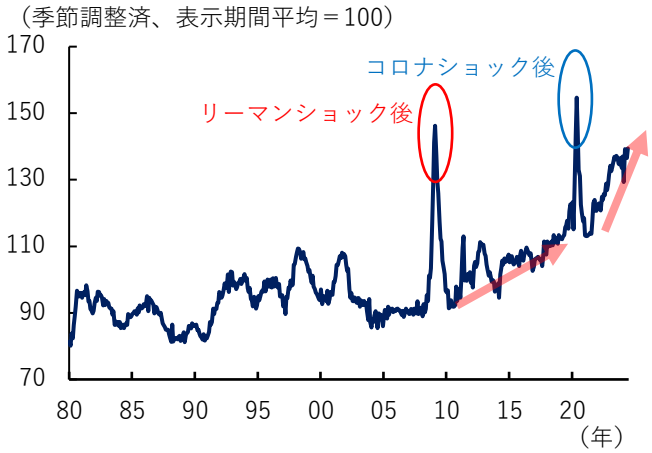
○経済活動対比で在庫が高水準となっている。一般的に在庫水準は景気循環との関係で議論されることが多いが、近年の在庫増加は「循環」を超えた「トレンド」のようにも見える
○高水準の在庫は、供給減少ショックと需要増加ショックへの対応力を高める一方、キャッシュフローの悪化につながるほか、需要減少ショックの際には足手まといになり得る
○これまでの在庫増加トレンドが巻き戻されるようなことが起きれば、GDPや鉱工業生産に相応の下押し圧力がかかる。海外経済減速が意識される中、企業の在庫保有スタンスにも注意が必要

1．経済活動対比で高水準の「在庫」

在庫が増えている。在庫にも様々な種類があるが、まずは製品在庫の指標となる、鉱工業指数（IIP）の在庫を確認してみよう。「在庫率」（在庫量を出荷量で割ったもの）をみると、この10年ほど上昇トレンドにあるほか、コロナ禍以降は上昇ペースが加速しているようにも見える（図表1）。近年の動きを在庫・出荷別にみると、コロナ禍以降、出荷の水準が切り下がったのに対して、在庫の水準は概ね不変となっている（図表2）。

循環的にみれば、IIP在庫率は景気循環に対して反循環的に動く性質がある（＝景気が悪いときに上昇し、景気が良いときに下落する）。特に、リーマンショックやコロナショックのように需要が急減

図表１　鉱工業指数（IIP）における在庫率



（注）在庫率＝在庫÷出荷
（出所）経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表２　IIP 在庫・出荷

（出所）経済産業省「鉱工業指数」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

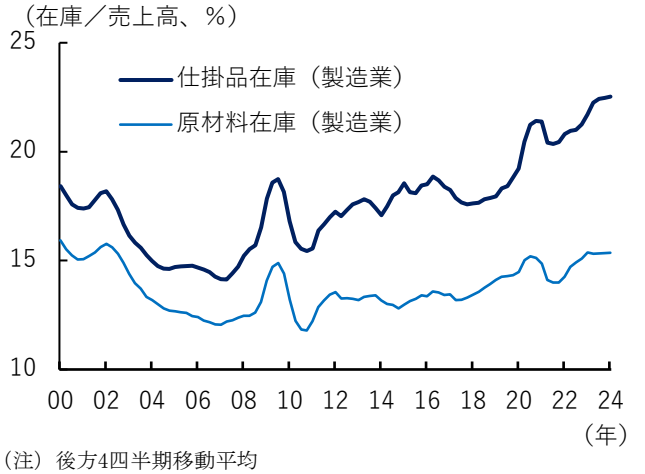
する場合には、分母である出荷の急減により在庫率は大幅に上昇する（前掲図表1）。このように、在庫率の上昇はその後の在庫調整圧力を表し、逆に在庫率の下落はその後の在庫積み増しの必要性を示唆するため、実際の生産活動からやや先行して変動することが多い。このため、IIP在庫率指数は内閣府が計算する「景気動向指数」のCI先行指数にも複数組み込まれている。

したがって、在庫率の短期的な上昇・下落は景気循環に対応するものと理解しておけばいいが、ここ10年ほどの上昇は単なる景気循環の域を超えた動きのように見える。日本の実体経済が総じて冴えないのは事実だが、単に需要が弱いだけなら在庫が長期的に積み上がり続けるとは考えにくいため、それ以外の要因があると考えるのが自然だろう。なお、IIP以外の統計で製品在庫以外の在庫（仕掛品在庫、原材料在庫、流通在庫）をみても、総じて経済活動対比で増加傾向にある（図表3、4）。

こうした在庫（率）の上昇トレンドが明確になったのは2010年代前半だが、この時期にあった大事件は東日本大震災である。東日本大震災の際には、地震・津波により被災地の生産設備が破壊されたことに加え、道路や空港等の物流インフラも相当のダメージを受けたことから、生産・物流の両面から多くの製品の供給が途絶えることとなった(当時は「サプライチェーン障害」などとよく言われた)。結果として、被災地以外でも部材不足により生産活動に多大な影響が出たため、企業はサプライチェーンの管理まで含めたBCP（Business Contingency Plan；事業継続計画）が必要との教訓を得ることとなった。そうした中で、「替えの利かない重要部材」については、在庫を積み増すことで不測の事態におけるダメージを軽減するとの発想がとられることも少なくなかった。こうした部材の在庫積み増しと比べると、製品在庫を積み増すとの声は当時それほど多くなかった印象だが、「災害時にも供給責任を果たすためには製品在庫もある程度持っておく必要がある」といった理由で製品在庫を積み増す動きも存在したのかもしれない。

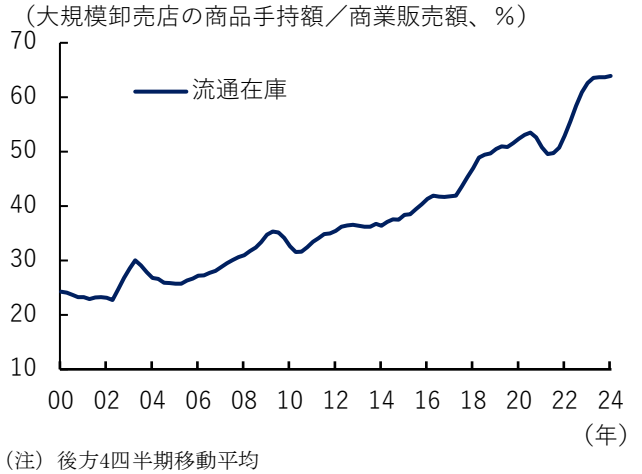
コロナ禍以降の在庫率上昇についても、震災のときと似た部分があるように思える。すなわち、コロナ禍からの回復局面においては、財需要の急激な高まりに供給が追い付かず、多くのコモディティーの需給が引き締まった。特に、リモートワークやオンライン消費の急速な普及によって、IT製品の需要が急増して半導体が著しく不足することとなり、「半導体不足」があらゆる機械製品の生産活動

図表 3　仕掛品・原材料在庫



（注）後方4四半期移動平均
（出所）財務省「法人企業統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表 4　流通在庫



（注）後方4四半期移動平均
（出所）経済産業省「商業動態統計」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

を強く制約することとなった。こうした半導体不足の教訓を踏まえ、財の生産・流通における複数の段階で、各種の在庫を積み増す動きが強まった可能性がある。この点、企業の主観的な在庫水準評価を表す、日銀短観の在庫水準DIをみると、この2年ほど上昇しているものの、それでも過去平均近傍の水準であり、企業が在庫を過大と認識する姿にはなっていない（図表5）。こうした結果からも、企業が意識的に在庫を積み増している可能性が高いことが示唆される。

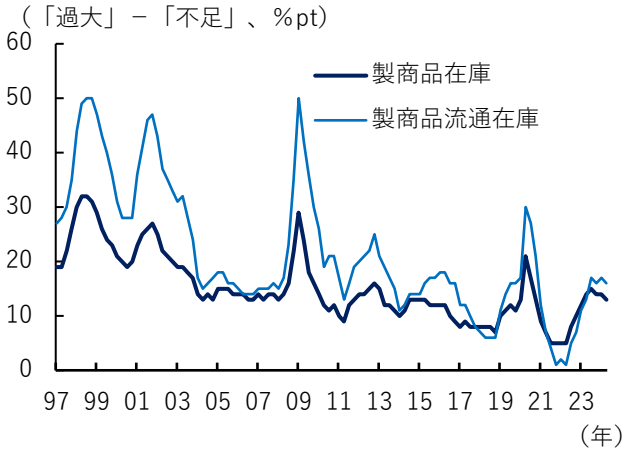
エコノミストにはよく知られたことだが、在庫変動はGDPの構成要素でもある。GDPはフローの統計であるため、その構成要素である個人消費や設備投資に対応するのは「在庫変動」（ストックの変化）である。このため、GDP成長率（フローの変化）に対応するのは「在庫変動の変動」（フローの変化＝ストックの変化の変化）である。通常はそれほど大きな関心を集める需要コンポーネントではないが、景気の転換点においては成長率を大きく左右することがある。また、基本的に長期平均がゼロに近くなることが想定されるため、成長率予測においては貴重な手がかりとなる要素であり、「予測」に力を入れるエコノミストにとっては重要なコンポーネントである[1]。

２．高水準の在庫は経済に何をもたらすのか？

高水準の在庫は経済に何をもたらすのだろうか。ポジティブな側面としては、自然災害などの供給減少ショックに対する耐性が高まることが挙げられる。もっとも、在庫が増えた現状でも、平均的企業は売上1～2か月分程度の在庫を保有しているに過ぎない。この程度の在庫水準では、東日本大震災級の大災害においてサプライチェーン障害を完全抑止することは期待できず、「better than nothing」に過ぎないことも認識しておく必要がある。

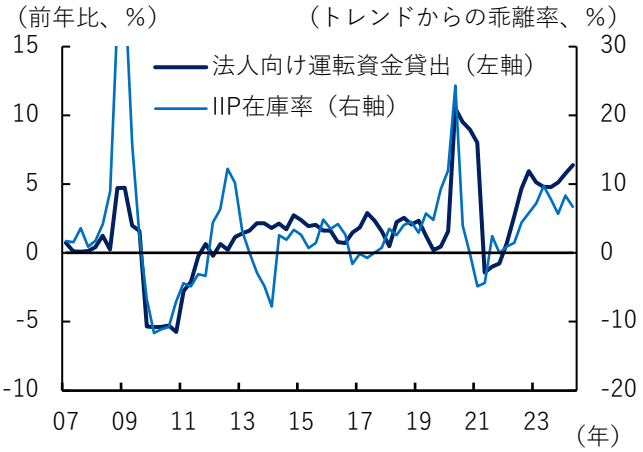
また、須合・一瀬・神山（2009）が指摘するように、在庫保有の最大の理由は「販売機会を逃さないこと」だとすれば、2021～22年頃にみられたような財需要の急激な高まりが先行きどこかで生じる場合には、需要に供給が追い付かないことによる「売り逃し」を回避することも期待されるだろう（最近の世界経済情勢を見る限り、近いうちにそうした需要急増が生じる可能性は低そうだが）。

図表５　日銀短観・在庫 DI



（出所）日本銀行「短観」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表６　在庫水準と運転資金需要



（注）IIP在庫率のトレンドは後方12四半期移動平均
（出所）経済産業省「鉱工業指数」、日本銀行「預金・現金・貸出金」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

在庫増加にはネガティブな側面もある。企業経営・企業会計の点では、在庫増加はキャッシュフローの悪化につながるため、通常は好ましくないこととされる。在庫とは「生産・調達したものがまだ売れていない」状態に外ならず、キャッシュアウトに対してキャッシュインがついてきていないことを意味するため、キャッシュマネジメントの点では困った存在である。一方、こうしたキャッシュフローの悪化は外部資金需要を高めるため、金融機関からみれば融資機会が生じる面もある。実際、IIP在庫率と運転資金の動きを比較すると強い相関があり、在庫の増減によるキャッシュフロー動向見合いで運転資金の調達が行われることがよくわかる（図表6）。

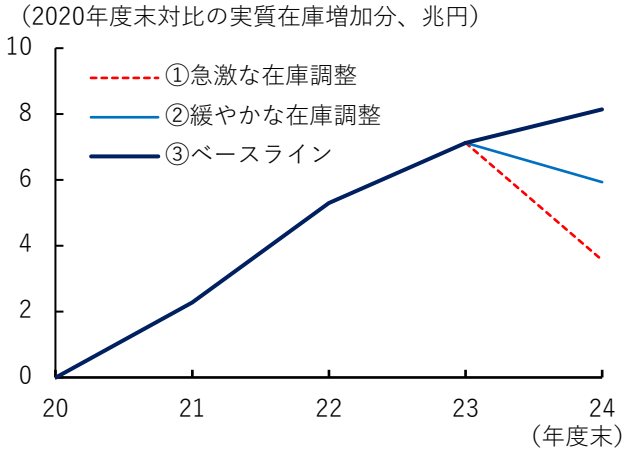
また、何らかの需要減少ショック（例えば海外経済成長率のスローダウン）が発生した場合には、企業は多かれ少なかれ在庫調整を進めることになるが、こうした場合には高水準の在庫は「足手まとい」とみなされる可能性が高い。「在庫が多い企業は経営不振だ」といった見方が株式市場で広がると、株が売られやすくなるリスクがあるかもしれない。

３．海外経済への懸念が強まる中、「逆回転」のリスクには注意が必要

本稿では現在の「高水準の在庫」あるいは「在庫の増加トレンド」が今後も継続することを暗黙の前提としつつ、そのインプリケーションについて議論してきた。もっとも、現在の在庫保有スタンスが今後も続くかどうかは不透明である。自然災害を受けたBCP対応による在庫積み増しが巻き戻される可能性は低いと思われるが、コロナ禍以降の在庫積み増しは、「半導体不足」などの記憶が鮮明に残る現時点では正当化されても、そうした記憶が薄らいでいくと巻き戻される可能性がある。こうした「逆回転」が実際に生じる場合には、在庫圧縮によりGDPやIIPには下押し圧力がかかる。

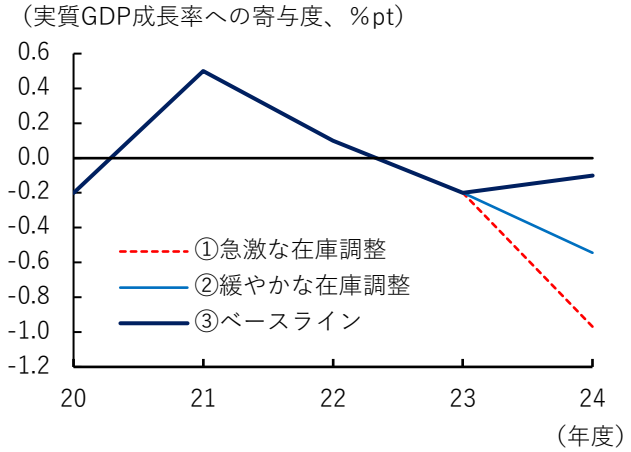
仮に、海外経済のスローダウンが意識される中で企業の在庫保有スタンスに変化が生じ、2021～23年度に増加した在庫（実質で約7兆円）を短期間で調整する場合には、実質GDP成長率に相応のマイナス寄与となる（図表7、8）。海外経済に関する不透明感が強まる中、企業の在庫保有スタンスについても注意が必要になりつつあると言える。

図表７　在庫保有の３つのシナリオ



（注）ベースラインは、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）における在庫投資の見通しに対応する在庫水準
（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

図表８　各シナリオにおける在庫投資の寄与度



（注）ベースラインは、みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）における在庫投資の見通し
（出所）内閣府「国民経済計算」より、みずほリサーチ&テクノロジーズ作成

［参考文献］

須合智広・一瀬善孝・神山一成（2009）「最近の在庫変動について」、日銀レビュー、2009年5月1日
みずほリサーチ&テクノロジーズ（2024）「2024・2025年度　内外経済見通し―二極化と格差を抱えた強弱入り混じる成長パス―」、2024年7月2日

[1] 景気循環における在庫変動の意味については、例えば、須合・一瀬・神山（2009）を参照。

【PR】YouTube®動画「MHRT Eyes」・各種 調査リポート（無料）を配信中！（「YouTube」は Google LLC の登録商標です）
～国内外の経済・金融動向など幅広い分野について、エコノミスト・研究員が専門的な知見をご提供～
▽メルマガ（登録無料）では、配信をいち早くお知らせしております。下記より是非お申込みください
https://www.mizuho-rt.co.jp/publication/mailmagazine/research/index.html
（QR コードはデンソーウェーブの登録商標です）
お問い合わせ：みずほリサーチ&テクノロジーズ株式会社　調査部メールマガジン事務局
（03-6808-9022, chousa-mag@mizuho-rt.co.jp）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。なお、当社は本情報を無償でのみ提供しております。当社からの無償の情報提供をお望みにならない場合には、配信停止を希望する旨をお知らせ願います。