

# 世界貿易の動向と製造業における在庫調整

## ～グローバル経済金融レビュー 2018年冬～

### <要旨>

金融危機以後、貿易の伸び率が以前の水準を大幅に下回る、「スロー・トレード」と呼ばれる現象が続いてきた。尤も、2017年は、堅調な世界経済の動向を背景に、貿易の伸び率が大きく伸長し、こうした現象も解消されたのではないかとの楽観的な評価も一部では聞かれている。ただし、本稿の考察によれば、先進国を中心として、在庫の積み増しが生産活動に増幅効果をもたらし、足元の貿易を押し上げていると考えられ、在庫積み増しの動きの一巡とともに、生産増勢の鈍化は避けられないと思われる。

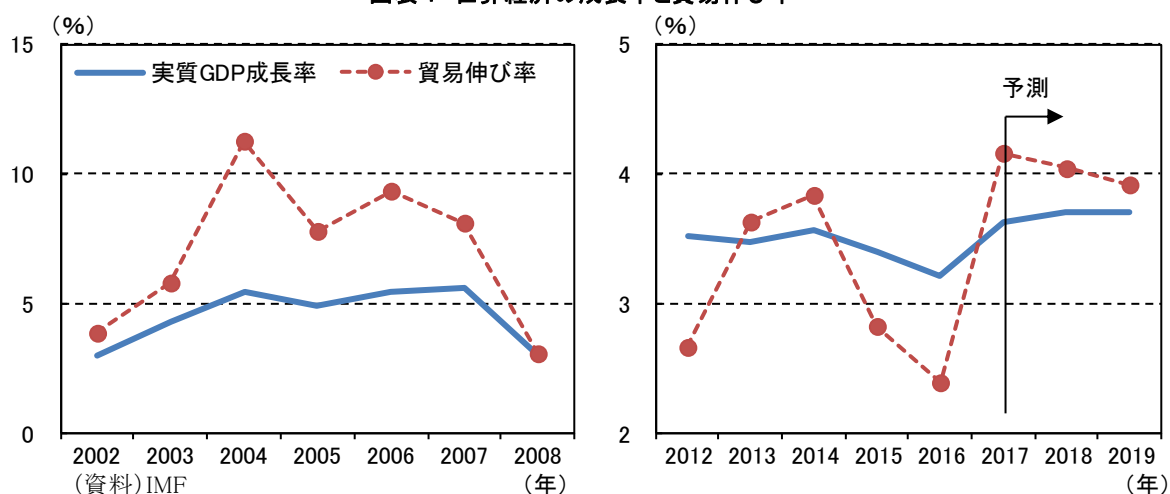
こうしたことから、足元の状況が今後も持続する可能性は低く、貿易の伸び率が金融危機以前の水準にまで回復することも想定されない。むしろ、今後の金利上昇スピード如何によっては、急速に景気抑制効果が強まり、積み上がった在庫の取り崩しが景気悪化を加速する可能性があることには注意が必要である。

### 1. 世界貿易の動向

世界貿易の動向をみると、金融危機以前は前年比+8%程度の伸び率で推移していたものが、金融危機以降は同+2%弱に鈍化し、また世界経済成長率も下回っていた。こうした状態は「スロー・トレード」と呼ばれている。「スロー・トレード」が発生した背景について、日本銀行による整理<sup>1</sup>では、金融危機後の世界的な経済構造の変化に伴う構造要因と循環要因の双方が挙げられている。構造要因としては、新興国における、先進国向けの加工貿易中心であった産業構造の内製化の進展、あるいは、金融危機までは拡大を続けてきたグローバル・バリュー・チェーン拡大の動きが一服したこと等があり、また、循環要因としては負の需給ギャップが挙げられている。

ただし、2017年以降は貿易の伸び率が大幅に回復し、経済成長率を再び上回って推移することが期待される姿となっている(図表1)。

図表1 世界経済の成長率と貿易伸び率



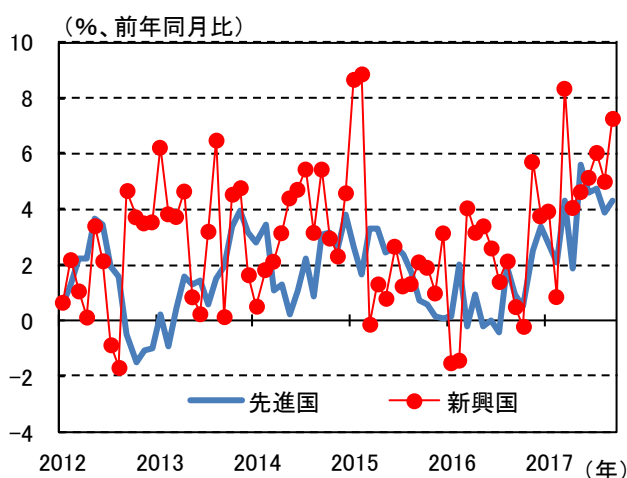
<sup>1</sup> 「スロー・トレード: 世界貿易量の伸び率鈍化」(日本銀行調査論文、2016年)参照。

世界貿易に影響を及ぼす構造要因が、数年という短期間で解消する可能性は低いと考えられる。そこで本稿では、2015年～2016年の時期から足元までの期間における循環的な要因、具体的にはグローバルな生産サイクルとその背後にある動きに焦点を絞って、在庫循環に支えられている世界貿易拡大の持続性について考察する。

## 2. 新興国における輸入の落込みの背景

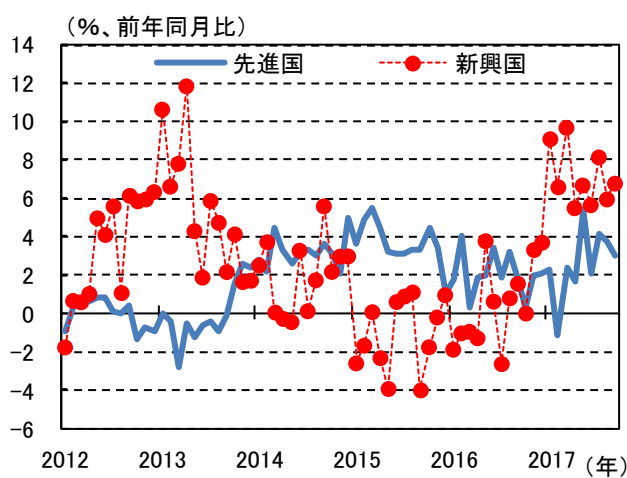
最初に、金融危機以後の輸出及び輸入を先進国・新興国別に見ると、輸出は、先進国、新興国ともに、概ねプラス圏内の伸び率を維持しているのに対して、輸入は、2015年～2016年にかけて新興国の伸び率が大きくマイナス方向に振れていることが目立つ(図表2、3)。

図表2 輸出の推移



(資料)オランダ経済分析局

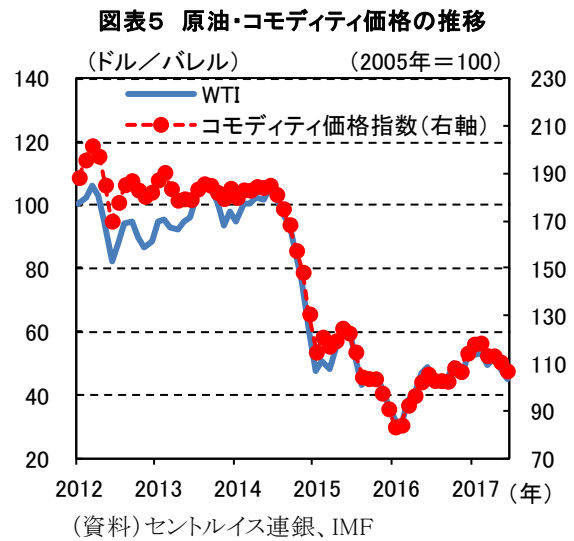
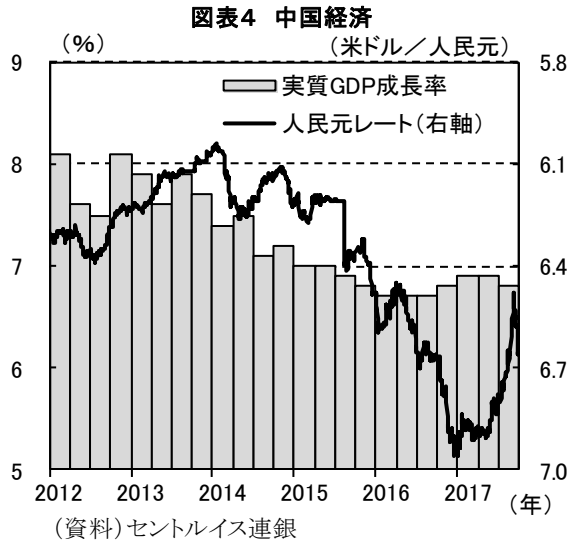
図表3 輸入の推移



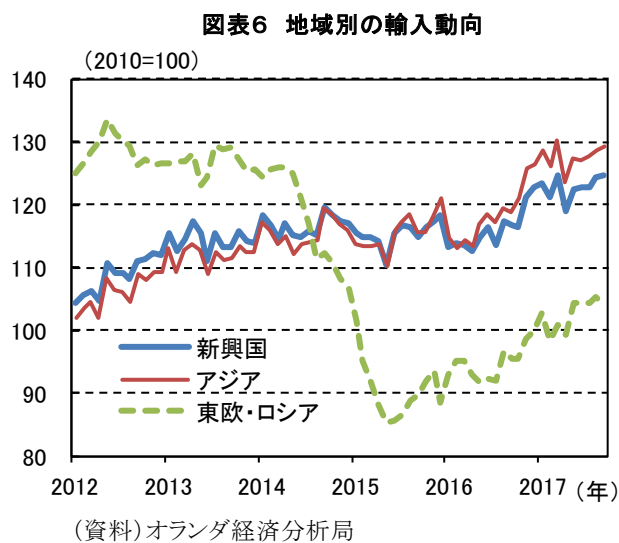
(資料)オランダ経済分析局

2015年～2016年における世界経済情勢を振り返ると、世界経済に影響を与えた主な要因として中国経済の減速が挙げられる。この時期の中国成長率は、7%台から6%台に低下しつつあり、2015年8月には自国の輸出競争力の回復を企図して、人民元対米ドル為替レートを約2%切り下げる措置が取られた(次頁図表4)。この人民元切り下げが突然行われたために、国際金融市場にとって大きな衝撃となったことに加えて、周辺の新興国にとっては中国の需要減少と人民元切り下げによる競争力低下という二重の悪影響が出るなど、中国経済減速の影響は広範囲に及ぶとの懸念が高まった。

更に、中国経済の減速は、資源価格を押し下げ、原油価格は2014年半ばまでの100ドル/バレル超の水準から50ドルと半分程度の水準に下落した(次頁図表5)。他のコモディティ価格も同様に大幅に下落したため、資源国の経済を圧迫することとなった。



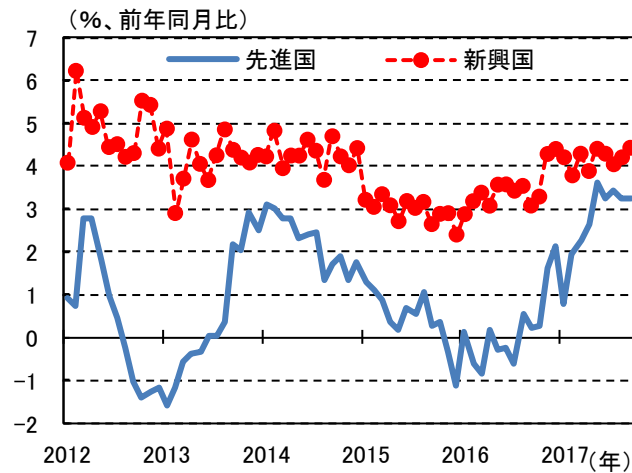
東欧・ロシアでも2014年後半～2015年にかけて大幅な落込みが見られたが、この時期は、上述のような原油価格の下落に加えて、ウクライナ侵攻のため、ロシアが経済制裁を受けていた時期と重なる(図表6)。以上のような点からは、中国経済の景気減速懸念や地政学的な要因が重なって、新興国の需要が減退したものと考えられる。



### 3. 生産回復の背景にある在庫の動き

こうした環境下における生産活動の推移を見ると、2015年～2016年にかけて新興国で伸び率が鈍化したことに加えて、先進国では対前年比マイナスにまで落ち込んだ。その後、足元では、新興国の輸入に持ち直しが見られるとともに、先進国の生産も急速に回復していることが見て取れる(次頁図表7)。

図表7 生産の推移

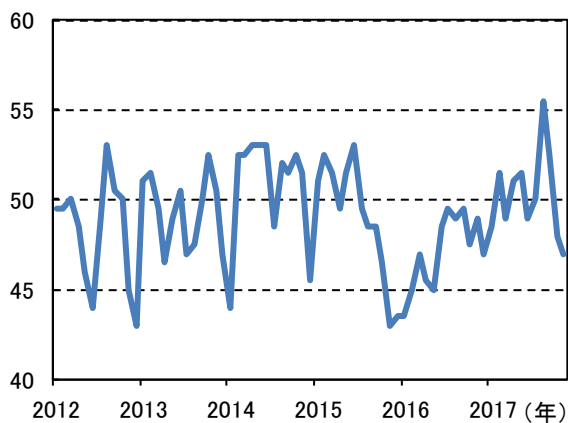


(資料)オランダ経済分析局

一般的に、製造業部門の生産活動に影響を及ぼす要因として、実需の他に在庫変動がある。在庫を減らす時期には実需の減少以上に生産を減らし、逆に在庫を積み増す際には、実需回復分に加えて、在庫を積み増すために必要な生産が上乘せされるという、増幅効果が作用する。

この観点から、2015年以降足元までの時期において、主な先進国の在庫変動を示すデータを見たのが図表8～(次頁)図表11である。仔細にみると、米国では、ISM製造業在庫指数が2016年中は基準となる50を下回って「不足」状態にあったものが、2017年入り後は50を上回って大きく上昇するトレンドを示している。この動きは、他の統計データにおける「製造業生産物」の在庫水準の動きからも確認される。また、ドイツでは、既に在庫の積み増しがなされている「中間財」及び「資本財」で堅調な上昇トレンドが見られる他、「耐久財」でも在庫が減少する状況から増加する状況に移行しつつあることが見てとれる。資源国である豪州においても、振れはあるものの、2016年後半に在庫の減少が継続していた状況が2017年入り後は増加に転じる局面が多くなっていることが見てとれる。

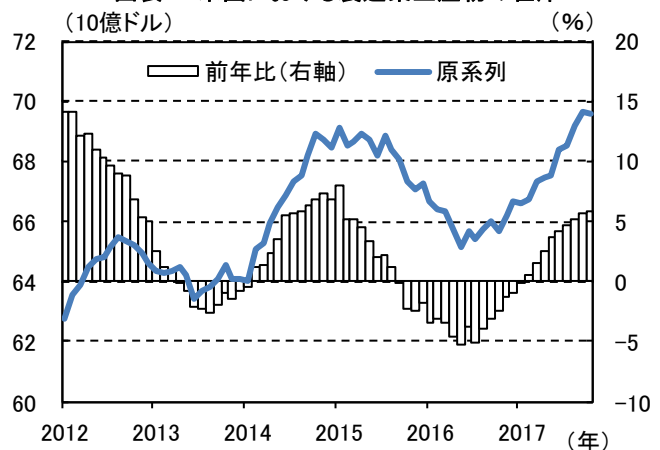
図表8 米国におけるISM製造業在庫指数



(注)50を上回る場合には「過剰」、逆に、下回る場合には「不足」を表す。

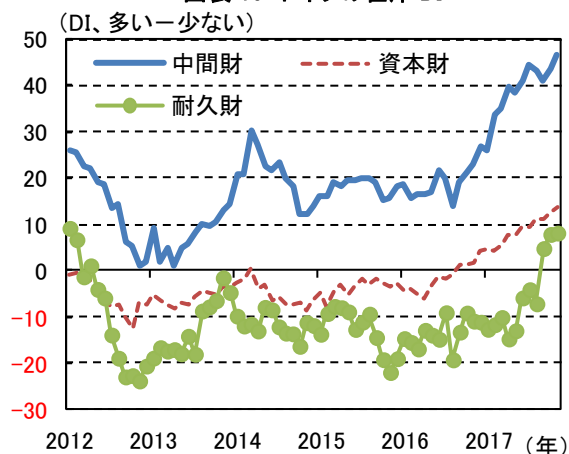
(資料) QUICK FactSet

図表9 米国における製造業生産物の在庫



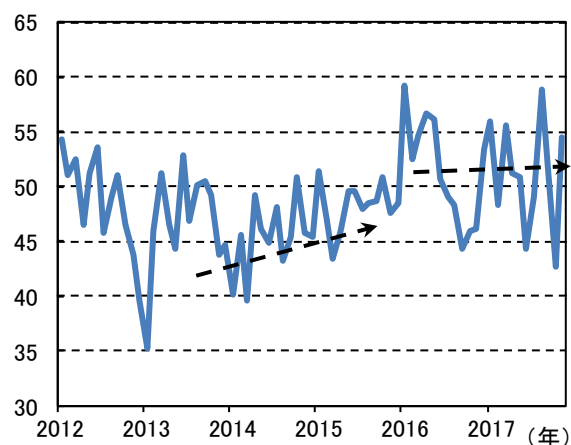
(資料) 米国商務省

図表 10 ドイツの在庫 DI



(注) 足元の各財に対する在庫状況を示す指数。  
「多い」から「少ない」を差し引いたもの。  
(資料) QUICK FactSet

図表 11 豪州の PMI 在庫指数



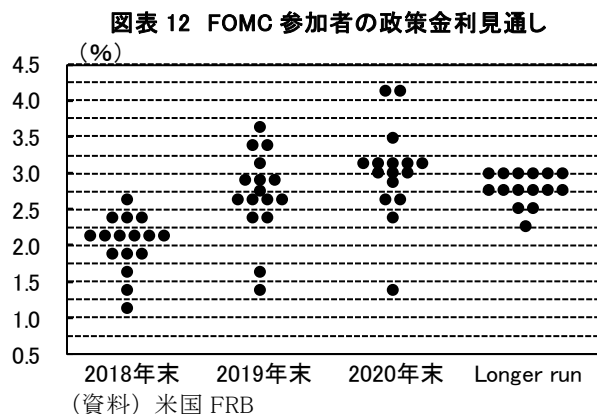
(注) 50 を上回る場合には「増加」、逆に、下回る場合には「減少」を表す。  
(資料) QUICK FactSet

つまり、足元で貿易の伸び率が高まった背景には、こうした製造業部門の在庫変動から派生する生産の増幅効果という循環的な要因が大きく寄与しているとみられる。今後は、在庫積み増しの動きが一巡するとともに、貿易量は再び成長率近辺に収束していくものと考えられる。

#### 4. まとめと今後の展望

米国、中国という、先進国及び新興国をそれぞれ代表する二か国について考えると、まず、米国については、2017年中の0.25%ずつ3回の利上げに続き、来年も今年と同様、3回分の利上げが中央値とされている(次頁図表12)。2017年入り後、第2及び第3四半期と、2四半期連続で3%を超える好調な経済成長を遂げている米国経済ではあるが、金利が上昇すれば先行きの景気減速観測に加えて、在庫を保有する資金コストが増加することから、在庫の積み増し意欲は低下していく。また、中国についても、そもそも、経済成長率が以前のような水準には回復しないことが大方のコンセンサスとなっていることに加え、2017年後半の党大会や中央経済政策会議を経て、積極的な財政政策は維持しつつも、過剰債務問題への取組みや過剰生産設備の削減等、構造改革を一層推し進めていく姿勢も明確になったことから、大幅な需要増加は期待しにくい。

本稿では、循環的な要因に焦点を絞って分析したが、米国における「長期停滞論」に象徴されるような世界的な潜在成長率の低下等の構造要因は残存していると考えられる。特に、産業構造の内製化は不可逆的なものであり、先進国に所在する企業が以前のように積極的に生産増加を図る余地は大きくないと考えられる。



過去最大規模の減税をもたらす米国の税制改革案の成立を受け、金利上昇の地合はより強まったと言える。足元では、欧州債への金利上昇圧力の余波を受け、これまで上値の重かった米国金利にも、漸く動意がみられる状況にある。

また、経済に関するファンダメンタルズとは別に、北朝鮮の核開発問題、米国による「エルサレム首都」認定に端を発する中東問題等、顕現化した場合には大きなインパクトを与える地政学的リスクも引続き存在している。

このため、何らかの事象を契機に、金利が急上昇することも想定される。前掲図表9及び10で見られるように、米国やドイツの在庫水準は相応に高い状態にあることから、大幅な金利上昇が生じた場合には、これまでとは逆のメカニズム、つまり、在庫調整圧力が生じ、実需以上に生産活動を停滞させ、貿易も再び縮小する可能性があることには注意が必要である。

(経済調査チーム 渡邊 喜芳 : Watanabe\_Kiyoshi@smtb.jp)

※ 調査月報に掲載している内容は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。また、執筆者個人の見解であり、当社の公式見解を示すものではありません。