



Economic Monitor

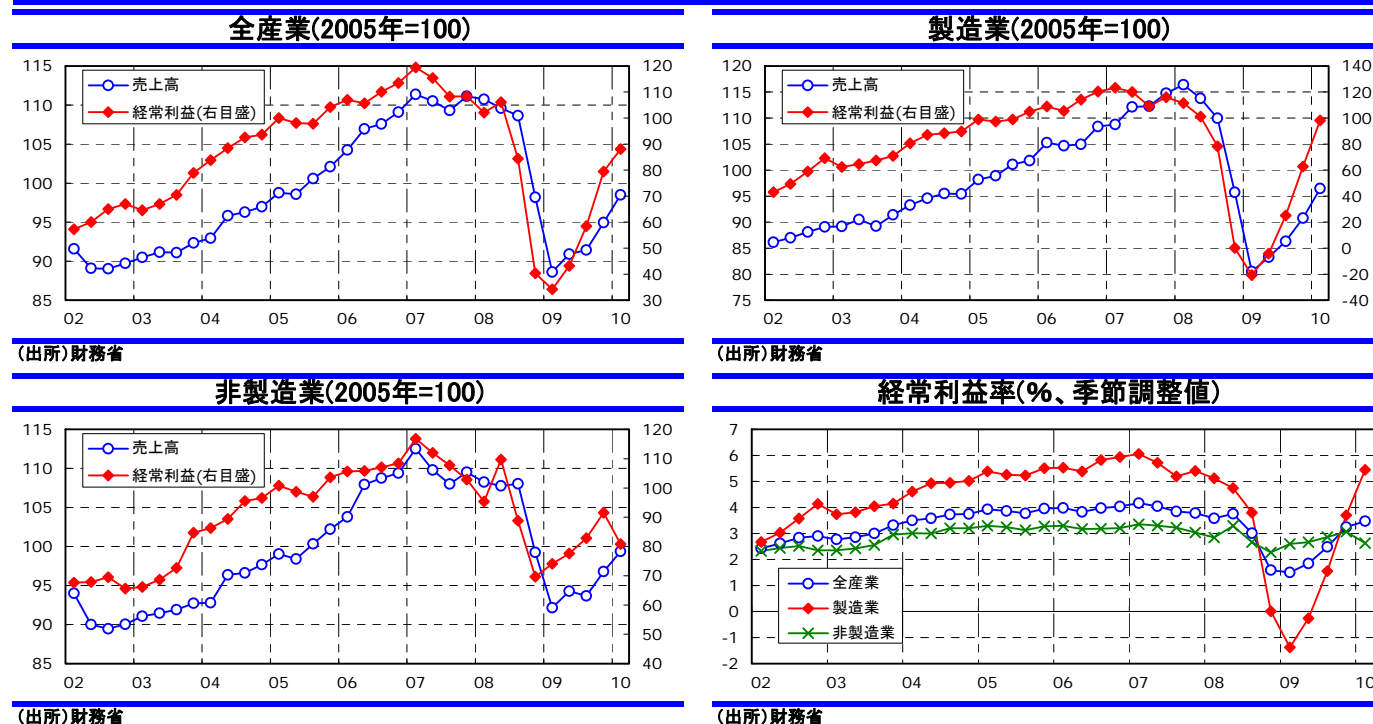
企業の慎重姿勢をいかにして崩すか

増益基調が定着し、資金面では設備投資拡大に向けた環境が整いつつあるにも関わらず、企業は新規投資に未だ慎重なまま。企業を反転攻勢に向かわせるために、政府は経済や財政に関する明確な将来ビジョンを提示すべき。

財務省が公表した法人企業統計季報によると、2010年1~3月期の企業部門（全規模全産業、除く金融保険）の売上高は前年比10.6%（10~12月期▲3.1%）と9四半期ぶりの増加に転じた。二桁増加ではあるが、前年同期に▲20.4%の大幅減少を記録した反動が大きく、季節調整値で水準を見ると未だ金融危機前の2008年7~9月期の9割程度に留まる。国内のデフレに加え、2007~2008年との対比で為替相場が円高となっていることもあり、売上高の回復は遅れている。

一方、収益の回復は著しい。1~3月期の経常利益は前年比163.8%（10~12月期102.2%）と2四半期連続で2倍以上の伸びを示した。製造業は前年同期が赤字のため比率計算ができないが、全産業の増益額7.0兆円（2009年1~3月期4.3兆円→2010年1~3月期11.3兆円）のうち、6.6兆円（比率では95%）が製造業によるものであり、製造業主導の収益回復と言えるだろう。財務省による季節調整値で見ても、製造業は前期比56.3%（10~12月期150.7%）の大幅増益を記録し、金融危機前の2008年7~9月期の収益水準にほぼ並んだ。一方、非製造業の増益率は10~12月期の前年比38.1%から1~3月期は5.2%に縮小、季節調整値では前期比▲11.8%の減益となっている。但し、これは電気やガスなどのエネルギー産業において、原燃料費調整制度によるコストの販売価格への転嫁が1四半期遅れるという制度要因によるところが大きいと見られる。2010年1~3月期は原油などエネルギー価格の上昇が進んだが、その転嫁は

図表1: 企業収益の動向(全規模ベース)



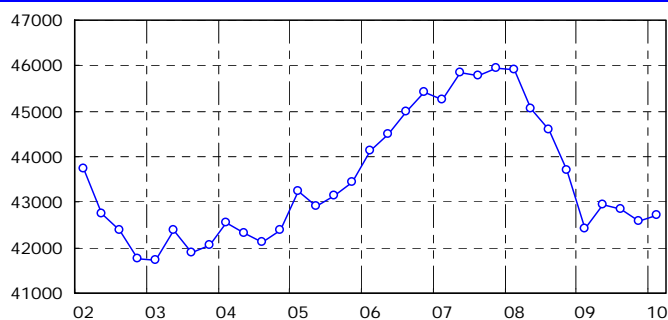
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、伊藤忠商事調査情報部が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。記載内容は、伊藤忠商事ないしはその関連会社の投資方針と整合的であるとは限りません。

4～6 月期にずれ込んだため、一時的に収益が悪化したのである。実際、電力 10 社の 1～3 月期四半期決算は前年比▲97.4%の大幅な経常減益だった。基調としては、製造業のみならず、非製造業でも収益の持ち直しが進んでいると考えられる。なお、2009 年度で見ると、日本の企業部門は▲7.0%の減収（2008 年度▲8.4%）にも関わらず、2.1%の経常増益（2008 年度▲39.0%）を記録した。

売上高の回復が遅れる下での利益急回復は、1)人件費など固定費の圧縮と 2)原価率の上昇抑制による利益率の改善がもたらしている。全産業の売上高・経常利益率は季節調整値ベースで 10～12 月期の 3.3%から 1～3 月期は 3.5%に上昇した。中でも、製造業の改善が著しく、1～3 月期の利益率は 5.4%（10～12 月期 3.7%）とこれまでのピークであった 6.0%にこそ届かないものの、概ね平時に復帰したと言える。利益率上昇の主因である費用圧縮の状況を見ると、まず人件費は 2009 年初めからの抑制傾向が続いており、利益の増加に伴って労働分配率は 1～3 月期に 64.6%（10～12 月期 65.3%、ピークは 2009 年 1～3 月期の 71.7%）まで低下した。労働分配率で見ると、雇用の過剰感は相当程度払拭されたと言える。また、原価率（売上原価/売上高）も、原材料やエネルギー価格の上昇により 1～3 月期に幾分上昇したものの、絶対水準としては低位に維持されている。今年度は鉄鉱石や石炭などを中心に原材料コストが拡大し、収益を圧迫すると見込まれている。しかし、現在の低位に維持されている原価率を踏まえれば、収益を圧迫はするものの、増益基調を損なう可能性は低いのではないかと。

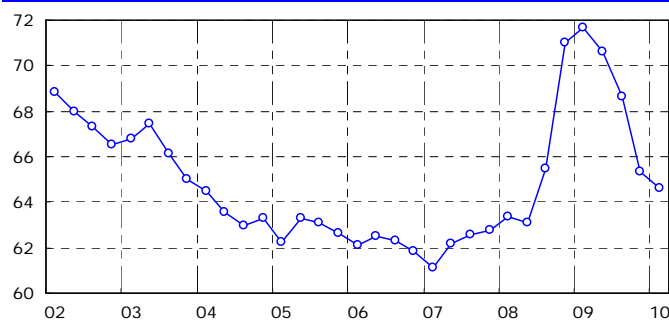
図表2: 費用の動向(全規模ベース)

人件費(季節調整値、10億円)



(出所)財務省

労働分配率(季節調整値、%)



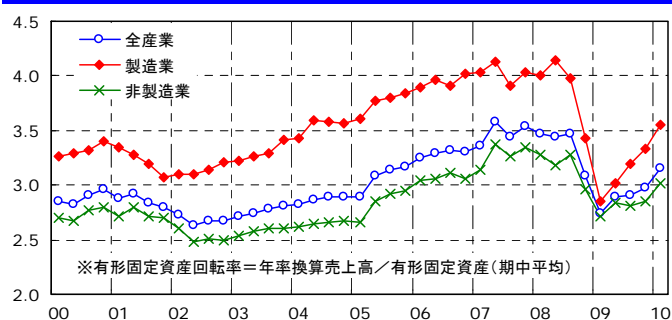
(出所)財務省

金融危機による大幅減益で 2009 年初めに 50 兆円（年率換算）まで縮小した営業キャッシュフローは、最近の大幅増益により 63 兆円まで回復した。また有利子負債の営業キャッシュフローに対する倍率も、既に金融危機前に近いところまで低下しており、資金面については設備投資の拡大に向けた状況が整ったと言える。また生産拡大に伴い、稼働率も改善している。設備の稼働率に相当する有形固定資産の回転率（売上高/有形固定資産）は製造業のみならず、これまで回復の遅れていた非製造業でも 1～3 月期は大幅に上昇した。しかし、それでも企業は設備投資に対する慎重姿勢を崩さない。1～3 月期の設備投資は前期比▲2.6%（10～12 月期 0.3%）と再び減少に転じ、金融危機以降のボトムを更新した。設備投資の圧縮により営業キャッシュフローから設備投資を控除したフリーキャッシュフローは年率換算で 30 兆円まで膨らみ、日本の企業部門は全体で見ればカネ余りとも言える状況にある。但し、非製造業に限ると状況は異なり、デフレの進行が設備投資を抑制している面があると考えられる。有利子負債の営業キャッシュフローに対する倍率を業種別に見ると、製造業が完全に金融危機前に戻った一方で、非製造業は高止まりしたままである。こうしたデフレに伴う実質債務負担の拡大が新規支出を抑制している可能性が指摘できよう。

企業が新規支出を未だ躊躇する背景にあるのは、不安定な金融市場や国内のデフレ進行、政治不安である。企業行動を積極化させ、設備投資を拡大するためには、政府が日本経済の長期ビジョンやデフレ脱却への道筋を早期に示し、国内経済や政治に対する企業の将来不安を打ち消す必要がある。その第一歩が、首相交代に伴う政治空白や政策遂行の遅れの回避であろう。また、現在の金融不安の主因は欧州の財政危機だが、そのソブリンリスクを日本へ伝播させないために、次期首相並びに民主党政権は確固たる財政健全化の青写真、つまり中期財政フレームを示す必要もある。そうした政府の対応により、将来不安が払拭されれば、潤沢な企業のキャッシュフローが貸金増額や投資拡大に向かい、日本経済の活性化に繋がると期待できる。

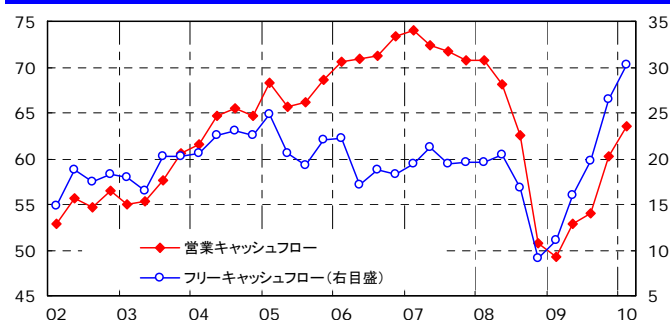
図表3: 設備投資を取り巻く環境(全規模ベース)

有形固定資産回転率(回)



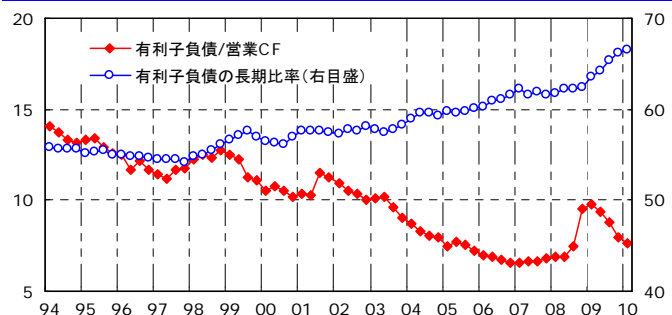
(出所)財務省

キャッシュフロー(年率換算、兆円、季調値)



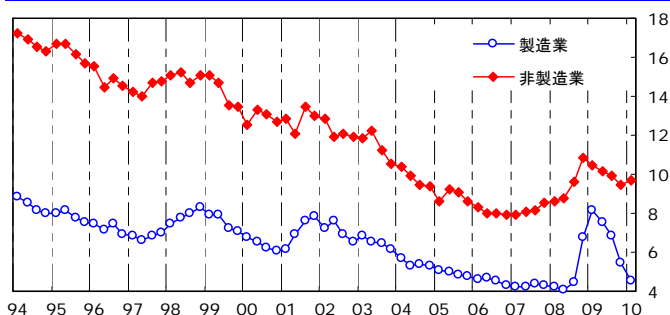
(出所)財務省

企業部門の有利子負債(%、倍、季節調整値)



(出所)財務省

有利子負債/営業CF(倍、季節調整値)



(出所)財務省