

Economic Monitor

業績改善もバランスシート改善も止まる（7～9月期の企業動向）

大企業の経常利益は2010年初めから頭打ちとなっており、それに伴い営業キャッシュフローの拡大やバランスシートの改善も止まった。設備投資は漸く水面上に復帰したが、回復ペースは未だ極めて緩慢。高水準のフリーキャッシュフローや在庫投資の弱さは企業が先行きに悲観的なことの反映であり、寧ろネガティブ。

大企業の経常利益は既に1～3月期から頭打ち

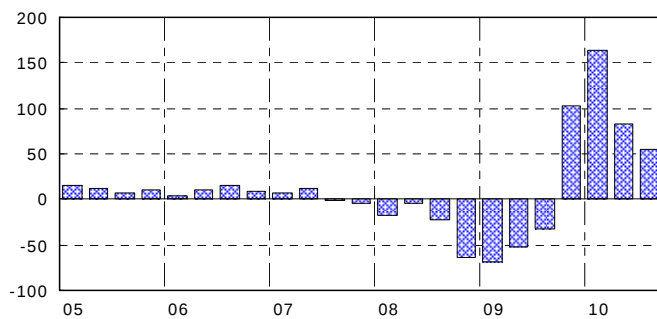
財務省が公表した法人企業統計季報によると、2010年7～9月期の企業部門（全規模全産業、除く金融保険）の経常利益は前年比54.1%（4～6月期83.4%）と高い伸びを維持したものの、伸び率は大きく鈍化した。財務省試算の季節調整値でも前期比0.0%（4～6月期3.0%）と横ばいに留まっている。4～6月期までの増益基調が7～9月期になって一気に弱まったように見える。これは売上高も同様である。売上高の前年比は4～6月の20.3%が7～9月期は6.5%に縮小し、季節調整値では7～9月期に前期比▲8.1%（4～6月期6.7%）と大幅な減収を記録している。

しかし、前回4～6月期の法人企業統計公表時のレポートでも指摘したが、4～6月期に行われるサンプル入れ替えの影響が今年は極めて大きく、データの解釈には注意を要する。サンプル入れ替えの影響が小さいと考えられる大企業で見ると、経常利益は1～3月期前年比360.1%→4～6月期79.5%→7～9月期78.1%と、既に伸びの鈍化が4～6月期から始まっていた。当社試算の季節調整値では4～6月期前期比▲10.5%→7～9月期▲1.6%と2四半期連続の減益を記録しており、2010年1～3月期から既に経常利益は頭打ちになっていたとの解釈が妥当である。

製造業で利益率が低下

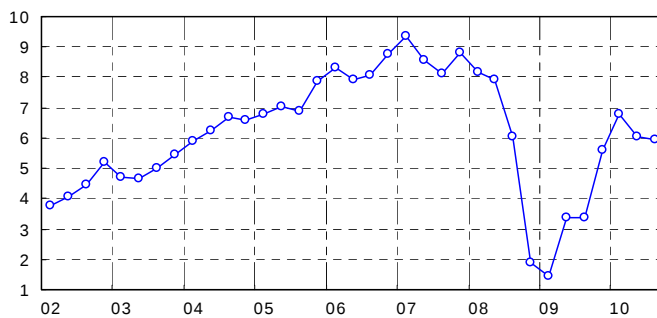
大企業を業種別に見ると、製造業が4～6月期前期比▲29.9%→7～9月期▲19.4%と2四半期連続の減益になる一方、非製造業は4～6月期14.2%→7～9月期12.5%と増益を記録した。利益率を見ると、製造業は1～3月期の6.3%をピークに4～6月期

全規模全産業の経常利益（前年比、%）



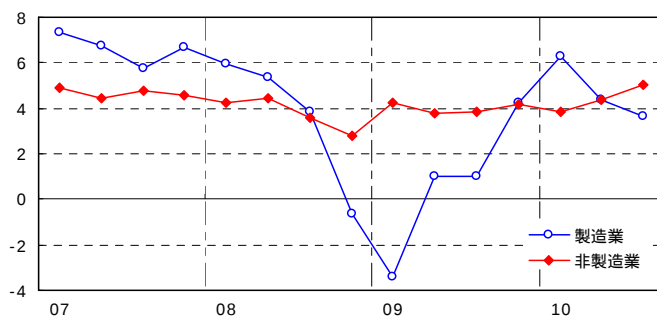
(出所)財務省

大企業の経常利益推移（兆円、季調値）



(出所)財務省

大企業の利益率推移（季節調整値、%）



(出所)財務省

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。

4.4%→7～9月期 3.6%と低下したのに対して、非製造業は1～3月期 3.9%→4～6月期 4.4%→7～9月期 5.0%と逆に上昇している。円高が、製造業では円貨建輸出額の目減りによる採算悪化に繋がった一方、非製造業では燃料などの輸入コスト圧縮に繋がり利益率を高めたと考えられる。

設備投資は水面上に顔を出すも回復ペースは緩慢

全規模全産業の設備投資（除くソフトウェア投資）は前年比 4.8%（4～6月期▲1.5%）と14四半期ぶりの増加に転じ、財務省試算の季節調整値でも前期比 1.9%（4～6月期 5.3%）と2四半期連続で増加した。しかし、7～9月期の設備投資の水準を2008年平均と比較すると22%も低い水準にある。売上高は2008年平均を8%下回る程度、経常利益に至っては5%も上回っており、設備投資の弱さが際立つ。また、設備投資が減価償却費を下回る状況は7四半期連続で続き、キャッシュフロー対比でも設備投資は極めて低い水準にある。7～9月期の設備投資は前年対比で漸く水面上に復帰したが、回復ペースは極めて緩慢なものに留まっていると評価すべきだろう。

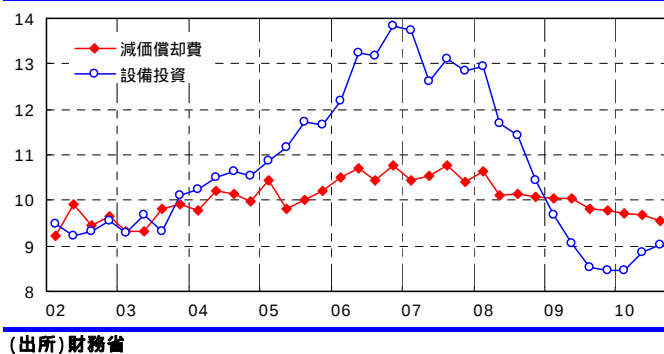
設備投資の本格回復に向けた政策対応を

米国などでは、金融危機に伴い先送りされていた投資案件が実行されたことで設備投資は比較的早いテンポで回復したが、日本ではそうしたペントアップ・デマンドの顕現化も見られない。これは生産拠点の日本立地における優位性が揺らいでいるためであろう。まず、日本は人口が減少しデフレが続いているため内需の大幅拡大が見込めず、需要地生産という観点からの魅力が薄れている。加えて、円高の進行に伴う価格競争力の低下や海外に比した税制面での不利も国内での設備投資を見送り、場合によっては海外生産へシフトする要因になっていると考えられる。人口動態に根ざした要因は解消し難いが、少なくともデフレや税制などの問題は財政・金融政策を総動員し可能な限り早期に解消することが、設備投資の本格回復のためには必要である。

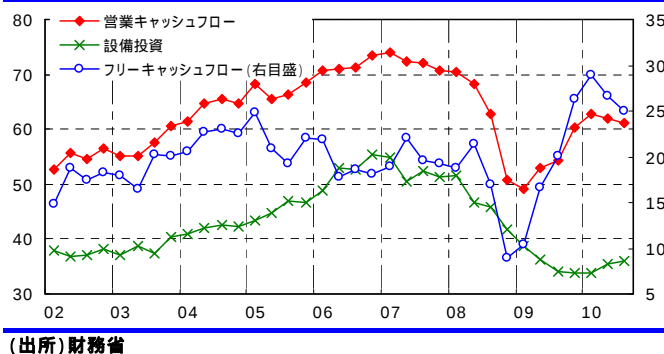
フリーキャッシュフローは過去最高水準が続く

利益の頭打ちを受けて、営業キャッシュフローも拡大が止まっている。但し、前述の投資抑制により、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過去最高水準にあり、企業が大幅な資金余剰の状況にあることには変化がない。また、企業の在庫投資は2010年に入って3四半期連続でほぼゼロの状況が続き、在庫回転期間は低位に維持されている。こうした高水準のフリーキャッシュフローや在庫積み増し意欲の弱さは、企業が先行きに対して悲

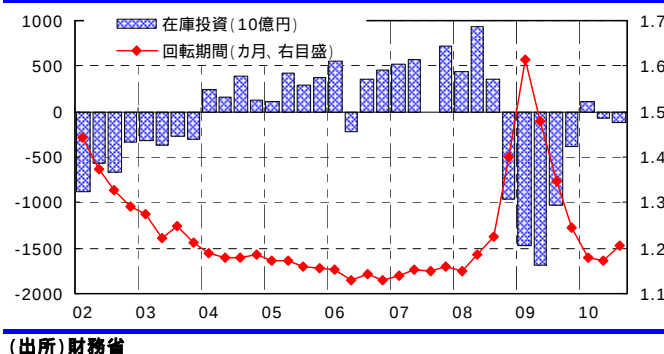
設備投資と減価償却費（季節調整値、兆円）



キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



大企業の在庫動向

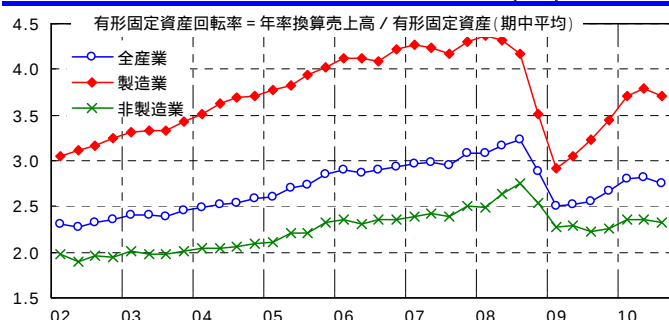


観的なことの裏返しであり、好ましい動きとは言えない。

バランスシートの改善も止まったが過剰懸念は軽微

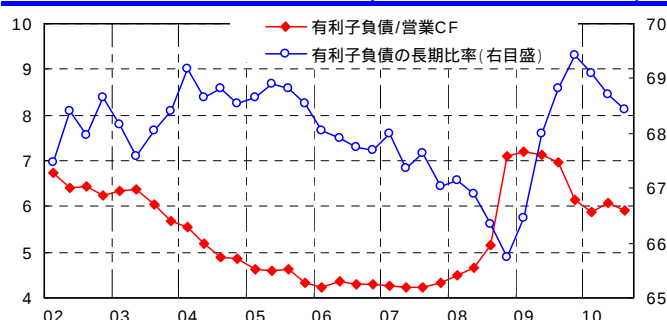
最後に、大企業についてバランスシートの状況を見る。設備稼働率に相当する有形固定資産回転率（売上高/有形固定資産）は、売上高の拡大が止まったことを受けて頭打ちになっている。有利子負債の過剰感を示す有利子負債の営業キャッシュフロー倍率も1～3月期まで続いていた低下が4～6月期以降はストップした。いずれもストック側（有形固定資産もしくは有利子負債）が大きく変動していない状況で、売上高や営業キャッシュフローが頭打ちになったためである。当社は、日本経済が2010年前半まで踊り場的な状況に留まるものの、その後は輸出主導で回復軌道に復すると予想している。そのため、売上高や営業キャッシュフローの停滞は短期で終了し、上述の稼働率や有利子負債関連の指標も再び改善へ向かうことから、企業が更なるバランスシート調整に踏み切る可能性は小さいと考えている。しかし、景気が再び回復へ向かって、企業が先行きを悲観すれば、バランスシート調整に踏み切るリスクは残る。それは日本経済が縮小均衡へ向かうリスクシナリオだが、これからの金融・財政政策においては、そうしたリスクへの目配りが不可欠である。

大企業の有形固定資産回転率（回）



(出所)財務省

大企業の有利子負債動向（%、倍、季節調整値）



(出所)財務省