



Economic Monitor

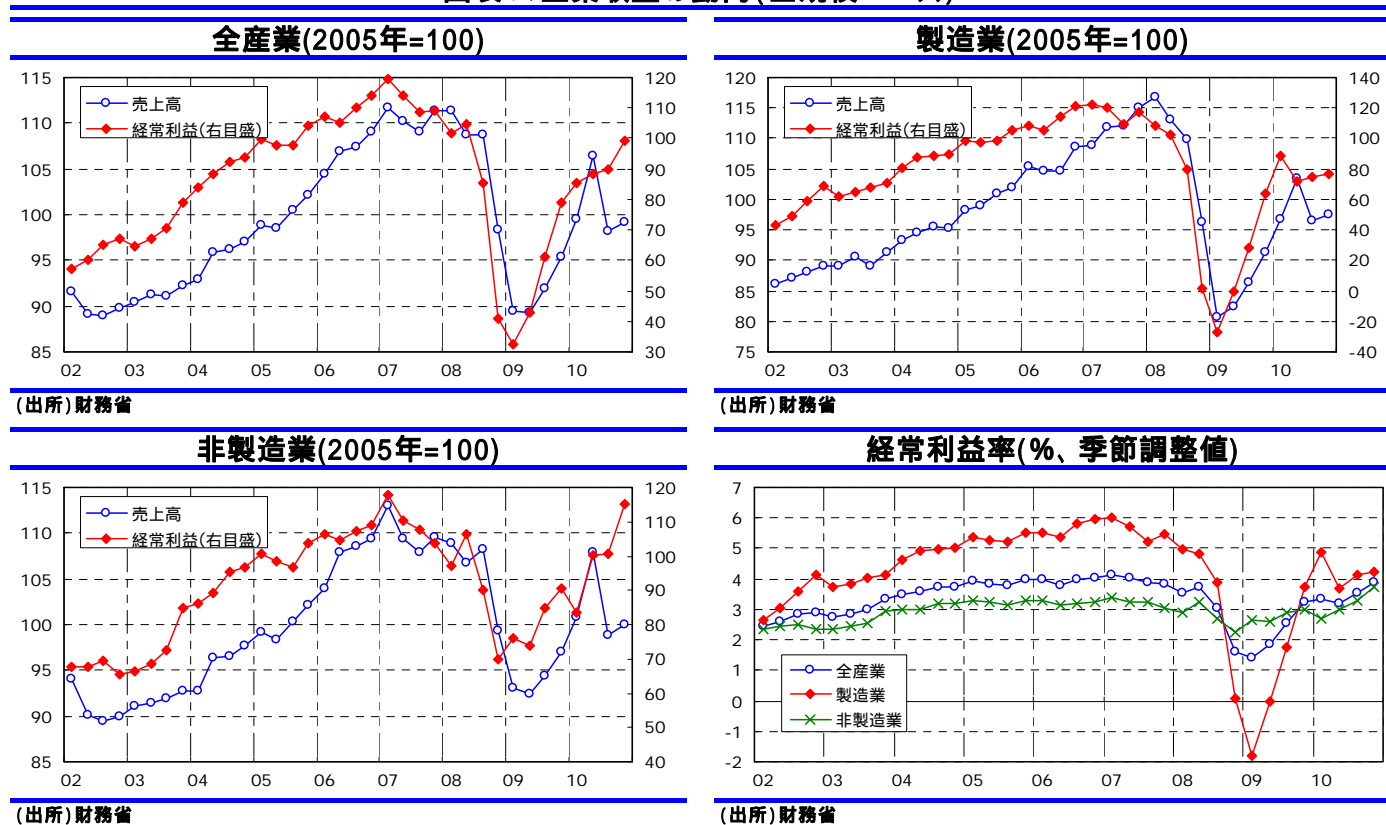
コスト圧縮で非製造業が大幅増益（10～12月期の企業動向）

10～12月期は、非製造業が円高によるコスト減と人件費圧縮により大幅増益。輸出減速の逆風にも関わらず、製造業も前期並みの収益を確保。増益によりキャッシュフローも拡大したが、企業の海外流出が続く下で、国内設備投資に資金は向かわず。また、企業の債務圧縮も継続。

財務省が公表した法人企業統計季報によると、2010年10～12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27.3%（7～9月期54.1%）と5四半期連続で増加した。財務省試算の季節調整値でも前期比10.7%と大きく伸びている。内訳を見ると、製造業は前期比3.9%の小幅増益（7～9月期3.9%）に留まったが、非製造業が14.3%（7～9月期0.4%）と大幅増益を記録し、全体を押し上げた。

製造業は、輸出減速の下で売上高が伸び悩んだものの、コスト圧縮により売上高経常利益率を4.2%（7～9月期4.1%）へ高め、小幅ながら増益を確保した。非製造業も売上高は前期比1.2%（8.4%）と小幅増加に留まったが、利益率が3.7%（7～9月期3.3%）へ0.4%Ptも上昇し、大幅増益に繋がっている。非製造業を業種別に見ると、サービス業（7～9月期前年比16.8% 10～12月期73.0%）や電気業（電力会社、37.4% 439.7%）の増益が目立つが、前者は人件費などのコスト圧縮が、後者は発電設備の稼働率上昇や円高による投入費用減などが利益率上昇を通じて増益に寄与したと考えられる。10～12月期の日本企業は、円高継続と輸出減速の下でも製造業部門が前期並みの収益を何とか確保する一方、非製造業が大幅増益を記録し、全体として増益基調を維持した模様である。

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。

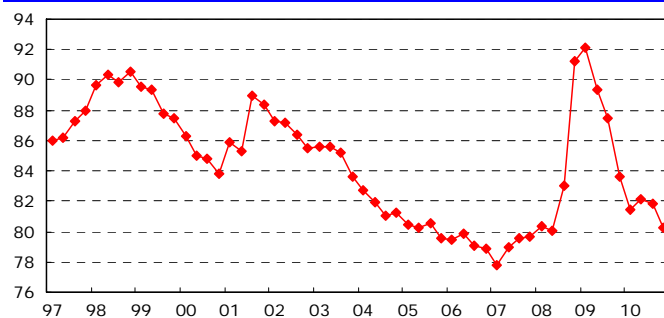
繰り返しになるが、製造業と非製造業ともに、10～12月期の収益ドライバーは売上高増加ではなく、利益率の上昇であり、これは損益分岐点比率（7～9月期 83.3% 10～12月期 80.7%、季節調整値）や労働分配率（7～9月期 64.5% 10～12月期 63.7%、季節調整値）の低下からも確認できる。但し、1～3月期以降は資源価格上昇によるコスト増加が利益率低下を通じて、製造業と非製造業ともに収益を圧迫するリスクがある点には留意が必要である。

大幅増益を受けて、営業キャッシュフローは7～9月期の年率 62 兆円が 10～12月期は 64 兆円へと大幅に増加し、金融危機後の最高を更新した。営業キャッシュフローの増加を受けてフリーキャッシュフローも 28 兆円（7～9月期 26 兆円）の過去最高水準まで拡大している。

こうした大幅増益やキャッシュフローの拡大にも関わらず、設備投資は相変わらず伸び悩んでいる。10～12月期の設備投資（除くソフトウェア投資）は前年比 4.8%（7～9月期 4.8%）と2四半期連続で増加したものの、伸び率は高まらなかった。季節調整値で見ると7～9月期前期比 1.3%が10～12月期は 0.7%へ寧ろ減速してしまい、設備投資額は8四半期連続で減価償却費を下回っている。

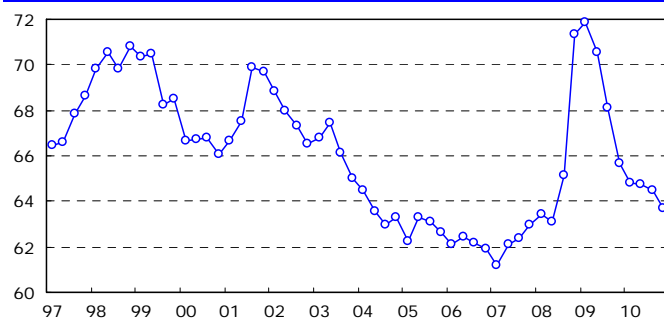
設備投資低迷の背景にあるのは、昨夏以降の円高に伴う国内生産の競争力低下や人口減に伴う国内需要の低迷、政策対応の遅れ、などを受けた企業による生産拠点の海外シフトの加速である。収益や売上増加の恩恵が海外へ流出し、国内投資に及びにくくなっているのである。加えて、2010年以降の売上高の伸び悩みにより、稼働率が上昇していないことも設備投資の抑制要因として指摘できる。稼働率に概ね相当する有形固定資産回転率（大企業）を見ると、金融危機に伴い大きく落ち込んだ後、2010年初めまで上昇傾向にあったが、その後は横ばいに留まる。こうした抑制要因を踏まえれば、日本経済が1～3月期に足踏み状態から脱し、増益基調が強まるとしても設備投資の大幅加速は期待で

損益分岐点比率(季節調整値、%)



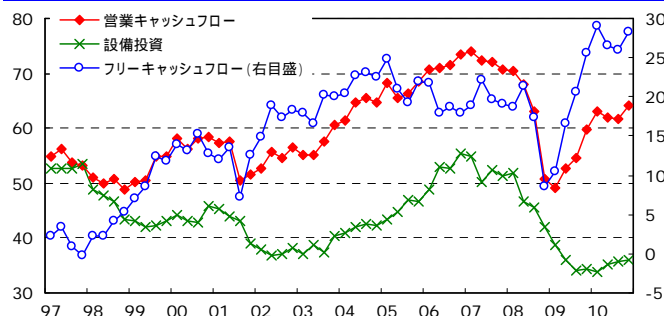
(出所)財務省

労働分配率(季節調整値、%)



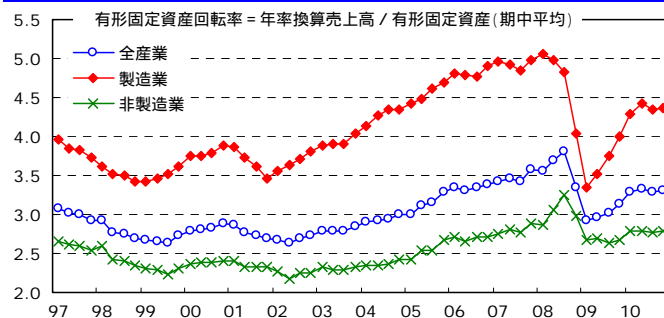
(出所)財務省

キャッシュフローと設備投資(年率換算、兆円)



(出所)財務省

大企業の有形固定資産回転率(回)

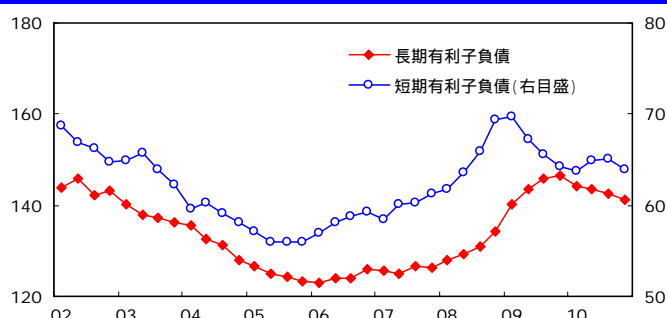


(出所)財務省

きないだろう。

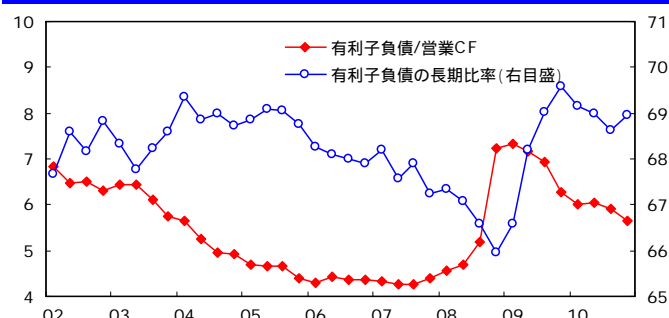
最後に大企業の有利子負債動向を見ると、2010 年半ばに小康状態にあった「有利子負債の営業キャッシュフローに対する比率」の低下が 10~12 月期に再開している。残高を見ても、長期・短期共に有利子負債は減少した。企業は、金融危機を受けて両建てで積み上げた有利子負債と現預金を 2009 年以降圧縮していたが、世界的な不透明感の高まりや業績足踏みを受けて圧縮を 2010 年半ばに一旦中断した。それが 10~12 月期に再開された模様である。なお、日本銀行は、日本経済の成長基盤強化を目指して「成長分野のための支援貸出制度」を昨年創設、予定額 3 兆円のうち既に 2.16 兆円を実行済である（3 月 7 日払込予定分含む）。しかし、法人企業統計が示す企業の借入動向や設備投資動向からは、日銀の制度が呼び水となって、企業が積極的な資金調達を行い、かつ設備投資に振り向けているとの動きは読み取れない。

大企業の有利子負債残高(兆円、季節調整値)



(出所)財務省

大企業の有利子負債(%、倍、季節調整値)



(出所)財務省