

円高が響き企業業績は低迷が続く（7～9 月期の法人企業統計）

7～9 月期の企業業績は多少持ち直したものの、円高などの影響から製造業を中心に収益率が低下するなど、引き続き低調に推移した。設備投資は減少が続き、減価償却費を年率換算で 5 兆円以上も下回っている。キャッシュフロー低迷により有利子負債はやや過剰気味と考えられる。

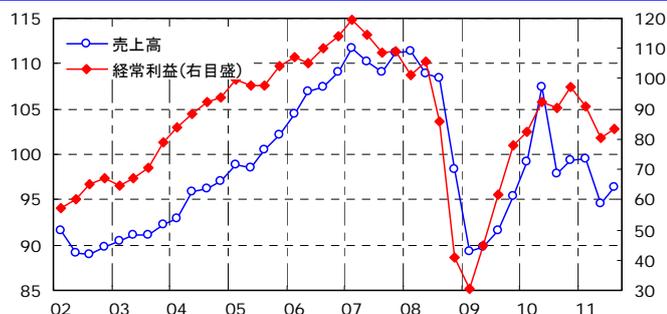
7～9 月期の法人企業統計が公表された。企業部門が縮小均衡に向かっている可能性さえも示唆していると言える極めて低調な内容である。業績、キャッシュフロー、バランスシートと順を追って見て行く。

1.業績動向：製造業で顕著に収益率が低下

7～9 月期の企業業績は、大震災からの持ち直しが一部に見られるものの、製造業を中心に引き続き低調に推移した。財務省の季節調整値によると、全規模全産業の売上高は前期比 1.9%と 2 四半期ぶりに増加したものの、4～6 月期の▲4.9%の落ち込みの半分も取り戻せていない。製造業は 4.9%（4～6 月期▲8.2%）と明確に増加したものの、非製造業が 0.7%（4～6 月期▲3.4%）と横ばいに留まっている。全規模全産業の経常利益は 3.6%（4～6 月期▲11.3%）と 3 四半期ぶりに増加したが、2010 年度平均を 1 割も下回ったままである。売上高では、非製造業の戻りの鈍さが目立ったが、利益面で目立つのは製造業の低迷である。製造業の経常利益は▲0.8%（4～6 月期▲11.9%）と 3 四半期連続で減少し、増収減益のため利益率は大幅に低下し（4～6 月期 3.76%→7～9 月期 3.56%）、金融危機から回復した 2009 年 4～6 月期以降の最低を更新している。一方、非製造業は 5.8%（4～6 月期▲11.0%）と増益を確保し、利益率が上昇した（4～6 月期 3.12%→7～9 月期 3.27%）。こうした、業種間の差異は、もちろん全てではないが、為替動向によ

企業収益の動向(全規模ベース)

全産業(2005年=100)



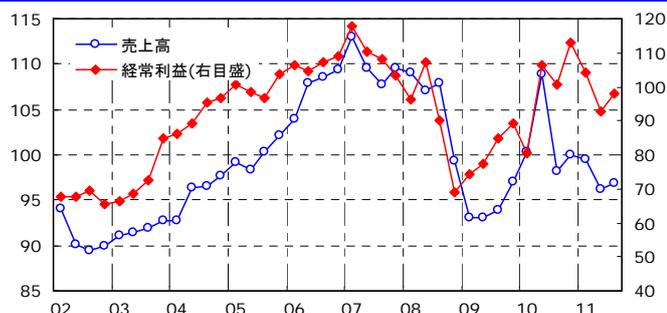
(出所)財務省

製造業(2005年=100)



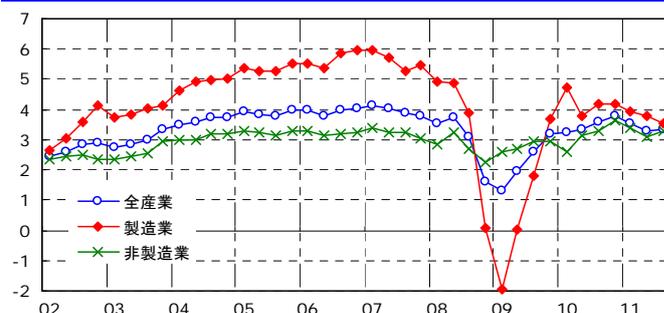
(出所)財務省

非製造業(2005年=100)



(出所)財務省

経常利益率(%、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、伊藤忠経済研究所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。見直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。

る影響が大きいと考えられる。円高が大幅に進む中で、輸出が主力の自動車などを中心に製造業の収益構造は大きく劣化し、逆に非製造業では費用低減によるメリットが生じたと考えられる。

2. キャッシュフロー動向：設備投資抑制が鮮明

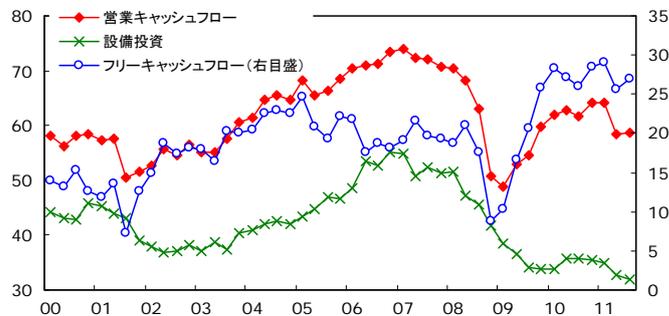
小幅増益を反映し、全規模全産業の営業キャッシュフローも微増に留まった。一方、設備投資は前期比▲2.7%（4～6月期▲6.3%）と減少が続いたため、営業キャッシュフローから設備投資を控除したフリーキャッシュフローは増加している。7～9月期の設備投資はリーマンショック後の水準さえ大きく下回っており、真にここまで設備投資が足元で低迷しているか否かは極めて疑わしい。ただ、法人企業統計が示している営業キャッシュフローが一定水準を維持する下での設備投資低迷は、先行き不透明感の高まりによる投資見送りが主因と推測される。設備投資の内訳を見ると、製造業は3.0%（4～6月期▲9.8%）と小幅ながらも反発したが、非製造業が▲5.8%（4～6月期▲4.3%）と4四半期連続で大きく落ち込んだ。なお、設備投資は減価償却費を11四半期連続で下回り、十分な維持更新投資さえ行われない状況が常態化しているが、設備投資と減価償却費の差異（設備投資－減価償却費）が7～9月期に年率換算で▲5.5兆円と過去最大に達した。

また、労働分配率は4～6月期67.1%が7～9月期は66.0%へ小幅低下した。雇用抑制による人件費の減少と売上高回復による付加価値増加を受けたものと考えられる。しかし、64%台だった2010年の水準は大きく上回ったままである。日本経済にとっては売上高と人件費が共に増加するのが望ましいが、設備投資抑制などが示す企業の縮み志向を踏まえると、逆の縮小均衡に向けた道を歩む可能性もあるだろう。

3. バランスシート動向：資産は効率化も負債は過剰気味

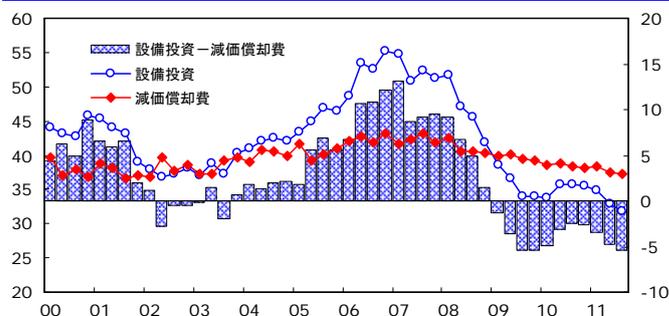
最後に、大企業についてバランスシート動向を見ると、まず稼働率に相当する有形固定資産回転率は緩やかに高まる傾向にある。非製造業は横ばいだが、製造業は大震災に伴う落ち込みから回復したのみならず、7～9月期は1～3月期の水準を大きく上回っている。こうした動きは経営の効率性重視を反映したものと考えられる一方で、既に見た設備投資の過剰抑制によって生じたものである可能性も否定は出来ない。一方で、営業キャッシュフローに対する有利子負債の比率は、2010年10～12月期をボトムに上昇傾向にある。有利子負債は横ばいで推移しており、収益悪化などを受けた企業の営業キャッシュフロー創出力低下

キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



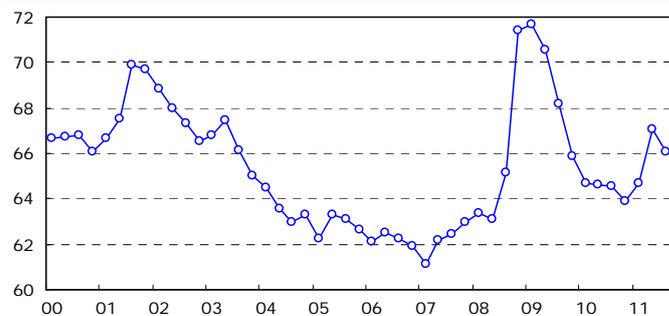
(出所)財務省

設備投資と減価償却費（年率換算、兆円）



(出所)財務省

労働分配率(季節調整値、%)



(出所)財務省

を反映した動きと言える。

大企業のバランスシートは、資産面を売上高対比で見ると効率化が進んでいる一方、負債を収益やキャッシュフロー面から見ると寧ろ安定性は低下している。こうした相反する事態は冒頭で見た製造業を中心とする収益率の低下に多くを依拠していると考えられる。

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