

Economic Monitor

所 長 三輪裕範 03-3497-3675 miwa-y@itochu.co.jp
主任研究員 丸山義正 03-3497-6284 maruyama-yo@itochu.co.jp

円高が製造業を蝕む（2011年10～12月期の法人企業統計）

法人企業統計によると、円高などの悪影響による製造業の業績低迷が鮮明。売上高経常利益率は、金融危機時を除けば統計開始以来初めて、非製造業が製造業を上回った。労働分配動向や稼働率に相当する有形固定資産回転率、有利子負債などに大きな動きは見られず、企業の縮み志向もしくは安全志向が継続している模様。

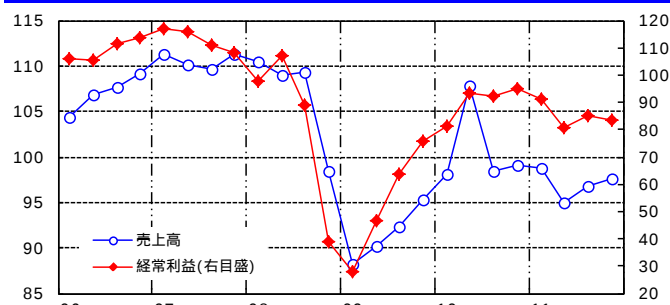
2011年10～12月期の法人企業統計が公表された。製造業を中心として企業部門の縮小傾向に歯止めがかかっていない。本稿では、業績、キャッシュフロー、バランスシートについて振り返る。なお、2011年10～12月期 GDP2 次推計予想のレポートで示したように、設備投資については、あまりにもサンプルの歪みが大きく、分析に適さないため、キャッシュフローの項で触れるにとどめる。

1.業績動向：製造業と非製造業の収益率が逆転

10～12月期の企業業績は、非製造業で持ち直しの動きが続いたものの、製造業は低調なままのため、全体では低調推移を脱しなかった。財務省の季節調整値でみると、全規模全産業の売上高は前期比0.8%（7～9月期1.9%）と2四半期連続で増加したものの、未だ震災前1～3月期を下回ったままである。非製造業の売上高は7～9月期1.0%、10～12月期1.2%と増加し、震災前の水準を既に超えた。しかし、円高による価格競争力低下に海外経済減速を受けた輸出低迷も重なり、製造業は▲0.3%（7～9月期4.3%）とわずかなではあるが減収を余儀なくされている。製造業の売上高は震災前を未だ5%も下回ったままであ

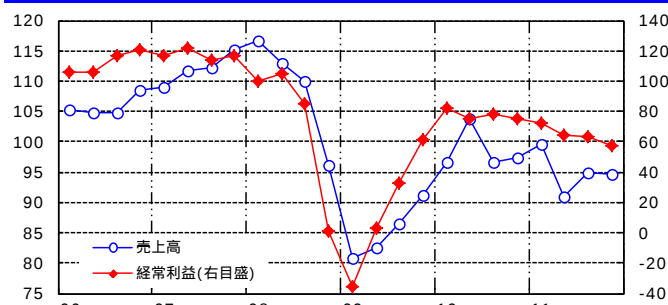
企業収益の動向(全規模ベース)

全産業(2005年=100)



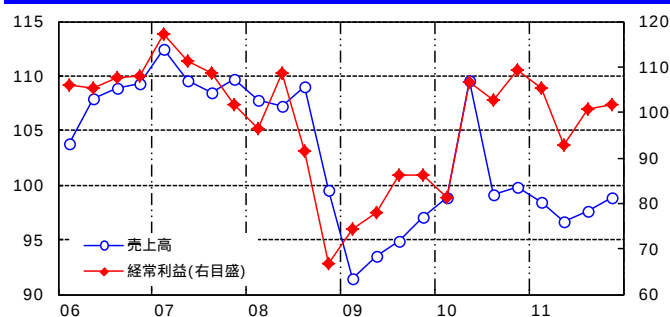
(出所)財務省

製造業(2005年=100)



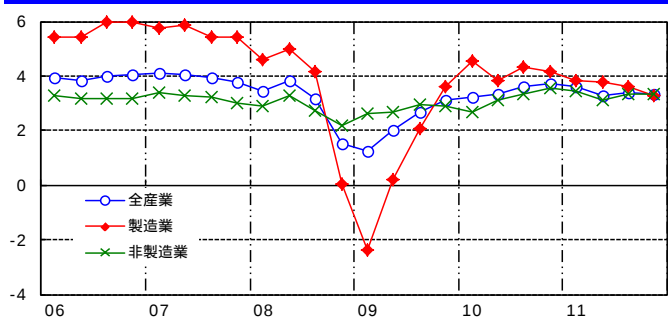
(出所)財務省

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。

全規模全産業の経常利益は10～12月期に前期比▲2.1%（7～9月期5.3%）と再び減少した。売上高と同様に、非製造業は1.2%（7～9月期8.5%）と2四半期連続の増収を確保したものの、円高等の悪影響により製造業が▲9.4%（7～9月期▲1.0%）と5四半期連続の減益に陥っている。

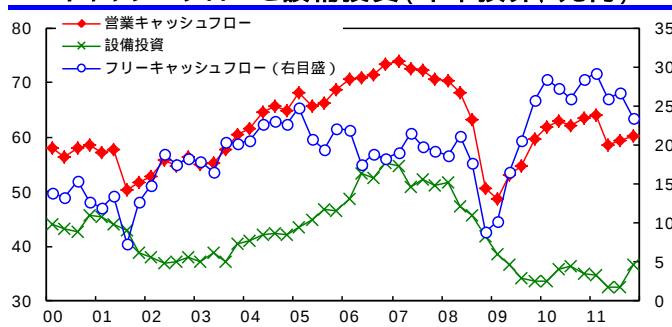
収益水準の低下により、製造業の経常収益率はついに3.26%と、金融危機で大きく落ち込んでいた2009年7～9月期の2.1%以来の低水準まで低下した。一方、非製造の収益率は7～9月期と同水準の3.3%を維持したことから、非製造業がついに製造業を上回っている。これは金融危機による2008年10～12月期～2009年7～9月期の1年間を除けば、統計開始以来初めてである。円高が製造業の収益力を大きく蝕んでいる。

2. キャッシュフロー及び分配の動向：労働分配率は横ばい

財務省公表の経常収益は小幅減少したが、減価償却費の拡大などが寄与し、全規模全産業の営業キャッシュフローは2四半期連続で微増した。一方、真偽の程はともかく設備投資は10～12月期に急増したため、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大幅に減少している。但し、減少したとは言え10～12月期のフリーキャッシュフローの水準は金融危機前を大きく上回っており、投資などに振り向けるキャッシュフローが不足している訳ではない。企業の金余り（貯蓄投資バランスで言えば貯蓄超過状態）が続いている。なお、減価償却費が微増した一方、設備投資が急増したため、設備投資と減価償却の差が大きく縮小した。しかし、それでも未だ、減価償却費が設備投資を上回っており、純設備投資はマイナスである。

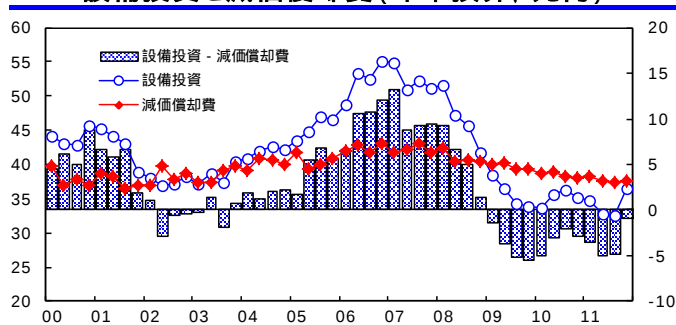
労働分配率は1～3月期の64.7%が4～6月期に66.6%まで上昇した後、7～9月期は66.1%へ小幅低下、10～12月期は66.2%とほぼ横ばいだった。ほぼ収益変動に沿った推移となっており、企業は基本的に雇用所得環境の現状維持を図っている模様である。ただ、絶対水準としては、64%台だった2010年を大きく上回ったままであり、企業側としては人件費圧縮の誘惑が働きやすい。日本経済にとっては売上高と人件費が共に増加するのが望ましいが、企業の縮み志向を踏まえると、逆の縮小均衡に向けた道を歩む可能性が否定できない。

キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



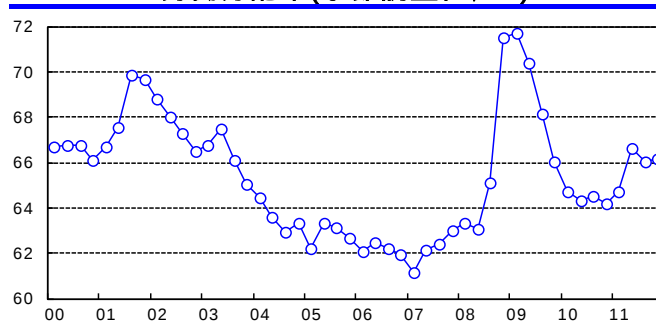
(出所)財務省

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、%)

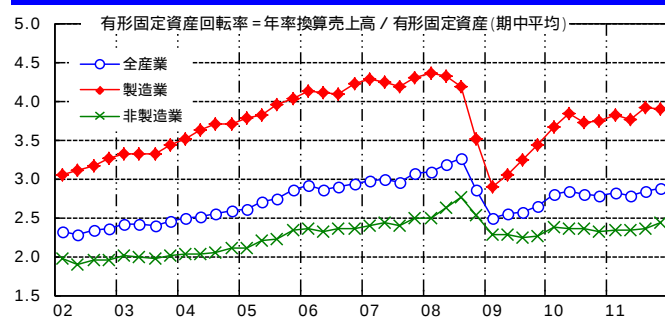


(出所)財務省

3. バランスシート動向 : 安全運転が続く

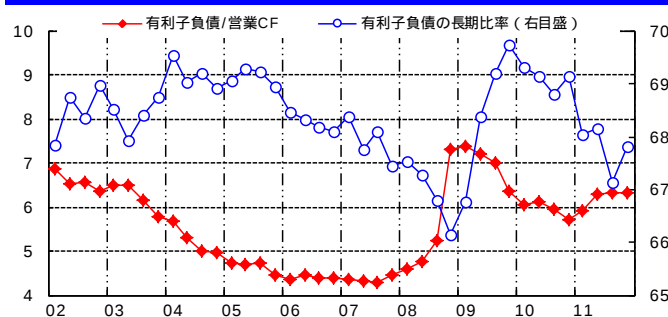
中小企業についてはデータの信頼性に疑問があるため、大企業のバランスシート動向を見ると、まず稼働率に相当する有形固定資産回転率は、製造業と非製造業を問わず、緩やかに高まる傾向にある。こうした稼働率の向上は、企業経営による効率重視姿勢の徹底と言えるが、その一方で、縮み志向による縮小均衡への動きとも解釈できる。一方、営業キャッシュフローに対する有利子負債の比率を見ると、震災後に上昇した後、3 四半期連続でほぼ横ばいとなり、震災前に比べればやや高めの負債水準が維持されている。設備投資が 10～12 月期以降も増勢を辿れば、こうした有利子負債動向を将来の投資積極化に備えたものとも評価できるが、現時点では先行き不透明感に備えた安全志向の現れと解釈すべきだろう。

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