

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

業績は 1～3 月期に回復も、企業の慎重姿勢は変わらず

1～3 月期は業績が明確に上向き。製造業は円高一巡で、非製造業はコスト削減による利益率改善により増益を確保。労働分配率は金融危機後のボトム近くまで低下しており更なる人件費削減は不要、また設備投資の原資となるキャッシュフローも十分な水準まで回復したが、国内需要の先行きや為替、電力問題などを踏まえれば、企業が国内での雇用や投資を積極的に拡大するとは見込まれず。

1～3 月期は増収増益に転換

法人企業統計によると、1～3 月期の企業業績は改善に転じた。全規模・全産業の売上高は前年比 0.6%（10～12 月期▲1.3%）、経常利益も 9.3%（▲10.3%）と共に一年ぶりのプラスである。昨年 3 月の東日本大震災の影響により、比較対象となる 2011 年 1～3 月期が押し下げられた反動は多少含まれるものの（東日本大震災は 1～3 月期よりもむしろ 4～6 月期の企業業績を押し下げた）、財務省が試算している季節調整値でも、売上高が前期比 1.3%、経常利益も 9.5%と明確に上向いている。また、季節調整値の水準で見ると 1～3 月期の経常利益は、東日本大震災前 2010 年 10～12 月期にほぼ並んだ（グラフ参照）。

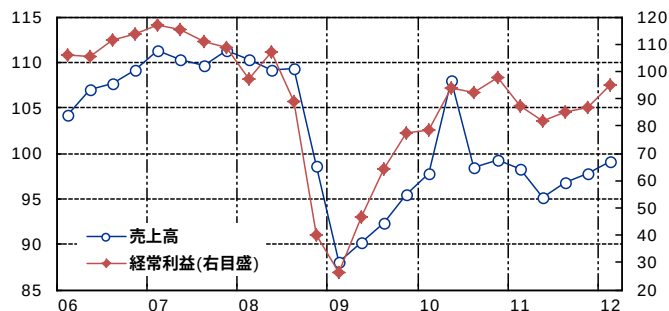
なお、2011 年度トータルでは、東日本大震災に加え、円高進行やタイの大洪水なども響き、売上高が前年度比▲3.6%（2010 年度 7.4%）の減収、経常利益は▲6.1%（2010 年度 38.9%）の減益である。

製造業と非製造業の利益率が共に改善

1～3 月期の企業業績を押し上げたのは、自然災害による悪影響の解消や円高一巡による製造業の業績改

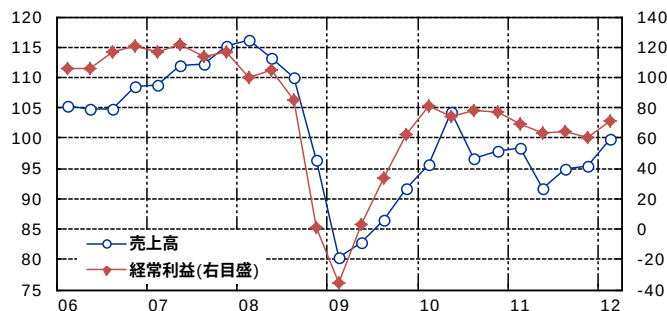
企業収益の動向（全規模ベース）

全産業(2005年=100)



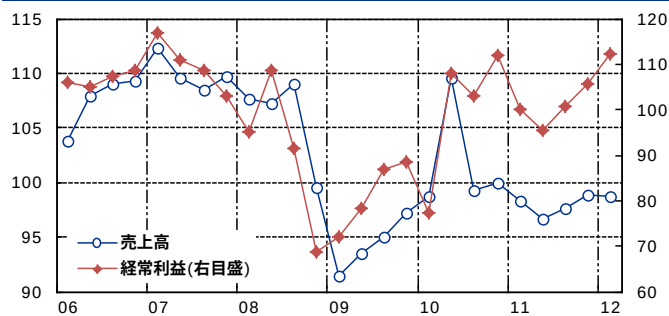
(出所) 財務省

製造業(2005年=100)



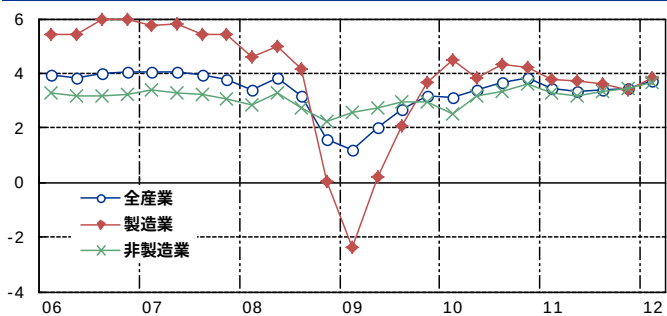
(出所) 財務省

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。

善と、コストの更なる圧縮による非製造業の利益拡大である。

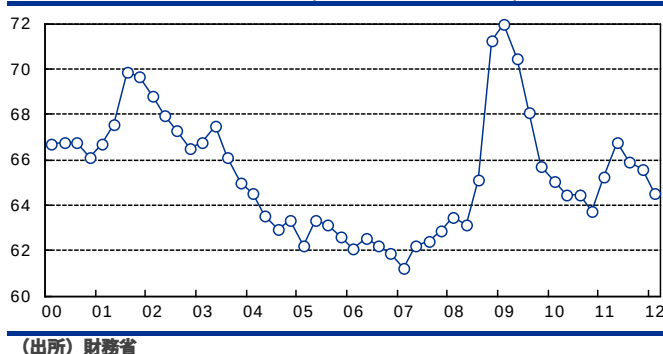
まず製造業は、1～3 月期に円高が止まり、幾分円安方向で推移したことで、輸出セクターを中心に採算が改善した。売上高が前期比 4.7%（10～12 月期 0.4%）、経常利益も 17.4%（▲5.4%）と共に大きく伸びている。2010 年 10～12 月期をピークに 4 四半期連続で低下していた利益率も、1～3 月期は反転した（10～12 月期 3.40%→1～3 月期 3.82%）。

非製造業は売上高こそ前期比▲0.2%（10～12 月期 1.2%）とほぼ横ばいにとどまったものの、人件費の圧縮や金利低下による支払利息負担の軽減などでコストが低下したために利益率が改善、経常利益は 6.1%（10～12 月期 5.1%）と 3 四半期連続で増加している。

労働分配率は大幅に低下し、人件費削減は不要だが…

人件費の動向を考えるために、労働分配率を見ると、足元で大きく低下している。東日本大震災などによる付加価値減少を受けて 2011 年 4～6 月期に 66.8%まで上昇、7～9 月期 65.9%、10～12 月期 65.6%と緩やかに低下した後、2012 年 1～3 月期は業績回復の一方で人件費圧縮が続いたために 64.5%と一気に 65%を下回った。64.5%は金融危機後のボトム（2010 年 10～12 月期 63.7%）に接近しており、労働分配率の観点からは、更なる人件費圧縮の必要性は薄れていると判断できるだろう。但し、世界経済や国内需要の先行きに対する不透明感などを踏まえれば、企業が雇用拡大に対して積極的になるとは見込みにくい。昨年度の業績低迷を受けて、今年夏の賞与の減少が見込まれていることも踏まえれば、2012 年度前半にかけて労働分配率は一層低下する可能性が高いだろう

労働分配率(季節調整値、%)



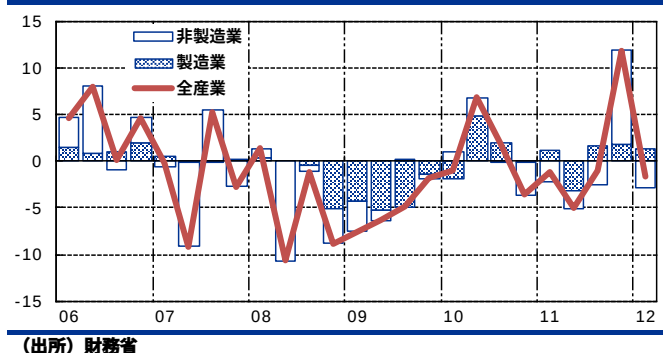
業種別には自動車や建設の好調が目立つ

経常利益（原系列）を業種別に見ると、1～3 月期に増益が目立つのは、前年にサプライチェーン途絶で大きく落ち込んだ自動車セクターを含む輸送用機械（10～12 月期前年比 0.5%→1～3 月期 207.6%）と、復興投資の恩恵を受けている建設業（▲22.6%→17.1%）である。また、スマートフォン普及でパケット収入が伸びている情報通信業（10～12 月期 7.2%→1～3 月期 35.8%）や、荷動きの回復が寄与した運輸・郵便業（7.9%→84.6%）でも増益幅は拡大している。逆に、資源価格上昇が投入コストの拡大を通じて収益を圧迫した素材関連は、鉄鋼（▲37.8%→▲92.9%）や化学（▲30.6%→▲12.5%）など減益が目立った。

営業キャッシュフローが震災前を回復

設備投資（除くソフトウェア）は前年比で見ると、10～12 月期 4.9%、1～3 月期 3.5%と 2 四半期連続で増加した。但し、季節調整値では 10～12 月期に異常とも言える前期比 11.8%の急増を示した後、1～3 月期は▲1.7%と減少に転じている。ボラティルなために 2011 年度合計で見ると前年度比▲2.3%（2010 年度 3.0%）と減少しており、復興投資による押し上げより

設備投資の寄与度分解（前期比、%）

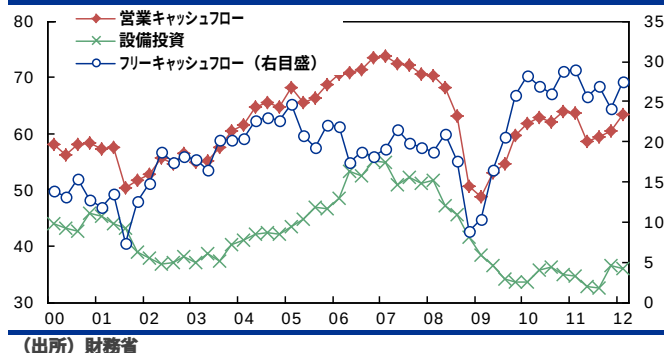


も、世界経済や電力需給の不透明感を受けての企業側の投資抑制姿勢が勝ったと言えるだろう。業種別に見ると、製造業による設備投資が3四半期連続で増加し、相対的に堅調である。

国内設備投資の拡大は見込めず

設備投資の原資となるキャッシュフローを見ると、業績回復を受けて、1～3 月期に営業キャッシュフローが大震災前の水準を回復している。営業キャッシュフローから設備投資を控除したフリー・キャッシュフローも 2010 年以降の高水準を維持しており、設備投資は資金面からは制約されていない。但し、そもそも人口減少が進む下で国内需要の大幅な拡大が見込めず、加えて為替動向や国内電力需給などの問題もあることを踏まえれば、**企業は国内投資ではなく海外での設備投資やM&Aを選好しやすい**。2012 年度も国内での設備投資の大幅な増加は見込みにくいだろう¹。

キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



¹ 例えば、日本経団連が、2012 年 4 月にアンケートを実施している。サンプルは製造業が 50 社強、非製造業は 20 社強と多くはないが、電力の供給不安と電力料金の上昇が重なった場合、当面（今後 2～3 年）について、製造業では 55.3%が国内設備投資を減少または大きく減少させると回答し、38.9%が海外設備投資を増加または大きく増加させると回答した。また、非製造業では 18.5%が国内設備投資を減少させると回答している。