

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

反転へ向かいつつある企業業績（10～12月期法人企業統計）

円安による採算改善を受けた製造業の増益により、企業業績は反転。2013年度は業績回復が非製造業へ広がりつつ、明確化する見込み。設備投資は10～12月期に小幅増加も、低空飛行が継続。今後、設備投資の増勢が強まるかは、企業の成長期待の行方に大きく依存。また、賃金改善が達成され、真のデフレ脱却に至るか否かという観点では、労働分配率の行方に注目する必要。

円安の恩恵により製造業が大幅増益

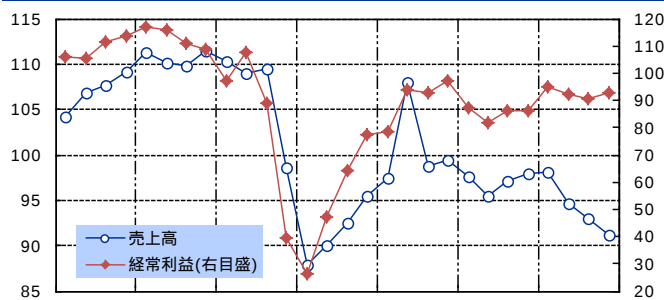
財務省が公表した法人企業統計季報によると、企業部門全体（全規模・全産業）の2012年10～12月期の経常利益は前期比2.4%（7～9月期▲1.5%）と3四半期ぶりの増加に転じ、反転の狼煙をあげた。内訳を見ると、非製造業は▲1.0%（7～9月期▲1.2%）と3四半期連続の減益だが、製造業が10.3%と二桁増益に転じ、全体を押し上げている。売上高は製造業と非製造業ともに減少継続も、製造業では10～12月期に減収幅が縮小している。また製造業では利益率が7～9月期の3.8%から10～12月期は4.3%へ大幅に改善しており、10月以降の円安反転による輸出価格の上昇（10～12月期の輸出物価は前期比2.2%）が輸出採算の改善をもたらし、ひいては利益押し上げに繋がったと考えられる。後述するように10～12月期は原価率が改善しており、輸出価格の上昇により、製造業の減収幅が圧縮されたことが読み取れる。

2013年度に業績回復が明確化

こうした円安による採算改善は2013年1～3月期以降に更に強まり、加えて4～6月期からは円安による価格競争力改善が輸出数量の増加ももたらし、製造業の業績を押し上げる。また、こうした製造業の活性

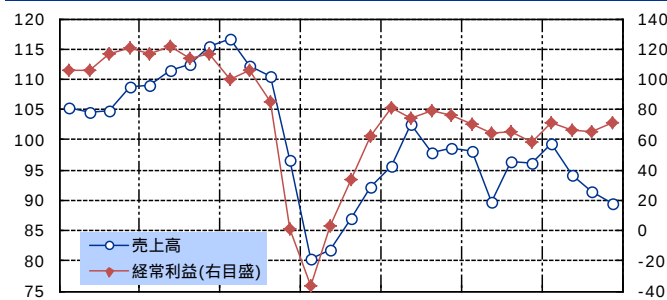
企業収益の動向（全規模ベース）

全産業(2005年=100)



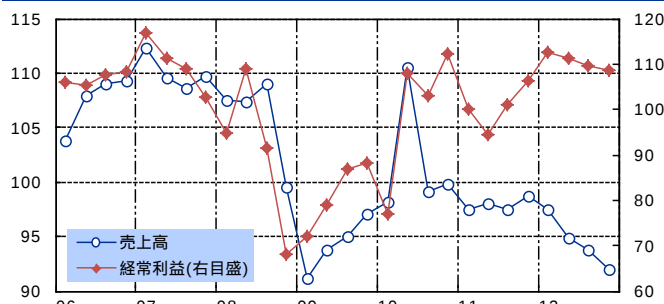
(出所) 財務省

製造業(2005年=100)



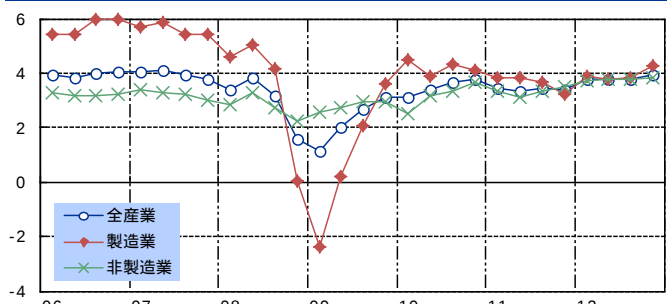
(出所) 財務省

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。

化が運輸や卸売などを中心に非製造業の業績をサポートするほか、2013年度は消費税率引き上げ前の駆け込み需要も期待できる。従って、企業業績の持ち直しは1～3月期に製造業から非製造業へ広がり、2013年度には更に明確化する見込みである。

設備投資は低空飛行が続く

業績に回復の兆しが見える一方で、未だ設備投資は金融危機以降の低空飛行を脱していない。10～12月期は前期比0.9%（7～9月期▲4.4%）と4四半期ぶりの増加に転じたものの、均してみれば2009年以降はほぼ横ばい、更に2011年10～12月期以降は減価償却費とほぼ同水準の推移である。日本企業は国内において減価償却費並みの、つまり生産能力を維持するだけの設備投資しか行っていない。

成長期待の行方が鍵

設備投資の原資となる営業キャッシュフローは増勢こそ止まったが潤沢であり、（マクロで見る限り）資金面で設備投資は制約されていない。従って、今後、設備投資が回復へ向かうか否かは、企業の成長期待に依存する。成長期待が高まれば、設備投資の増加を期待できるが、逆であれば業績回復下でも国内での投資行動は積極化しない。なお、政府の「成長戦略」が実施に移されれば、成長期待を高める一助となりうる。

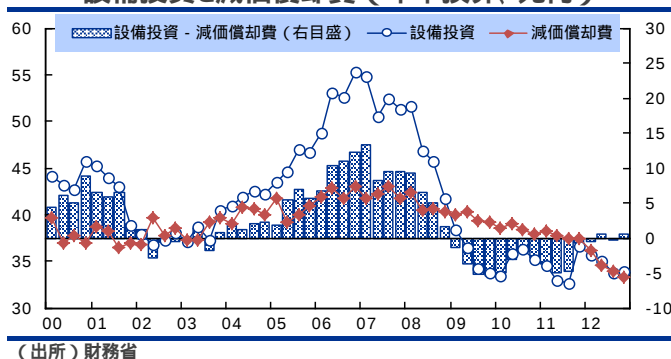
製造業の原価率が改善

そのほかのデータについて見ると、まず円安の恩恵により製造業で原価率（売上原価/売上高）が大幅に改善しているのが目立つ。こうした採算改善が、10～12月期の製造業増益の主因と考えられる。

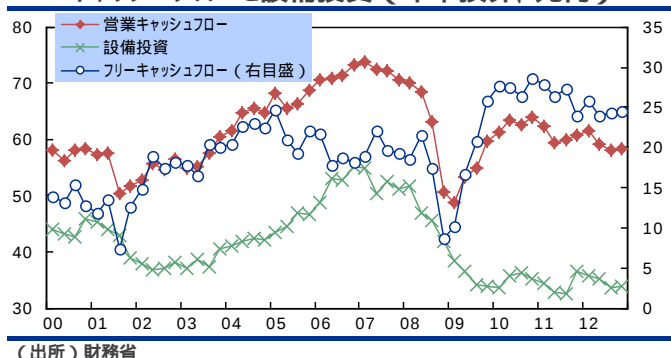
労働分配率推移がデフレ脱却に重要

2012年10～12月期の企業部門全体の労働分配率（季節調整値）は65.5%となり、7～9月期の65.8%から小幅に低下した。東日本大震災を受けて2011年4～6月期に66%を上回ったことを除けば、2011年以降は65%台で一進一退の推移が続いている。企業収益が改善へ向かう下で、労働分配率が少なくとも横ばいを維持すれば、いわゆるアベノミクスの求めるかたちで労働者にも果実が配分され、賃金改善が実現する。成長期待の高まりによる投資拡大と労働分配率の少なくとも据え置きが、賃金上昇を伴った真のデフレ脱却の、企業業績面における条件である。

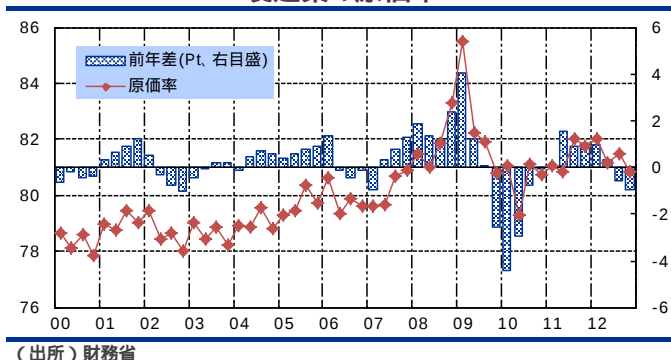
設備投資と減価償却費（年率換算、兆円）



キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



製造業の原価率



労働分配率（季節調整値、%）

