

# 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

## 製造業主導で企業業績は回復も、設備投資は低空飛行が続く

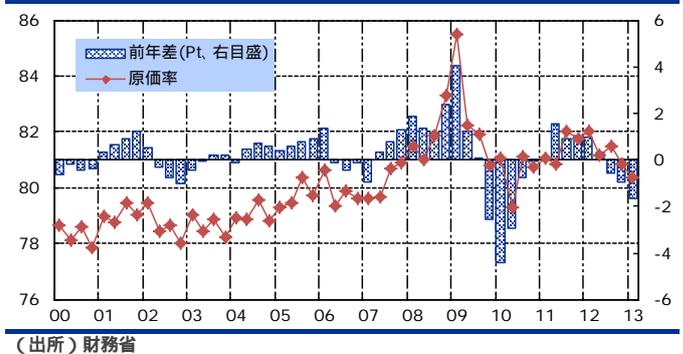
円安を受けた利益率の改善により、製造業の業績が急回復。今後は、非製造業でも業績回復が進む見込み。業績回復の一方で、設備投資は依然として減価償却費水準にとどまり、低水準。業績回復が進む製造業において、労働者への配分が未だ進んでいないため、労働分配率は上昇。

### 製造業における業績回復が鮮明

2013年1~3月期の法人企業統計調査は、製造業主導による企業業績の回復を明確に示した。

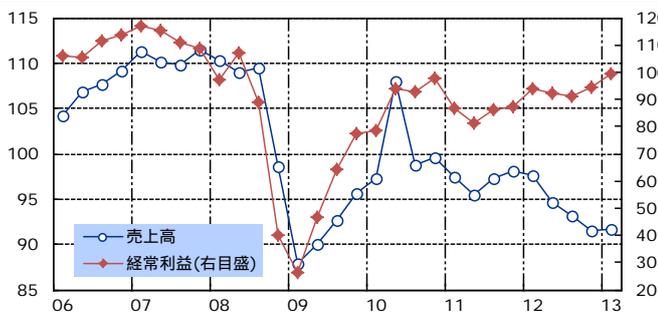
製造業の経常利益は前期比13.6%(2012年10~12月期15.2%)と2四半期連続の二桁増加を記録し、水準も金融危機以降では最高、2008年4~6月期以来のところまで一気に回復した。売上高は未だ金融危機以降の最低水準にとどまるが、売上高経常利益率が2012年7~9月期までの3%台後半から10~12月期4.5%、1~3月期5.0%と急上昇した影響が大きい。利益率の5%超えは2007年以来である。こうした利益率の上昇には、言うまでもなく円安が寄与している。円安下で、外貨建て販売価格を一定に保てば、それは円貨建て販売価格の上昇を通じて利益率を押し上げる。これは製造業の原価率(売上原価/売上高)の低下からも確認できる。なお、業種別に見ると、利益率

製造業の原価率

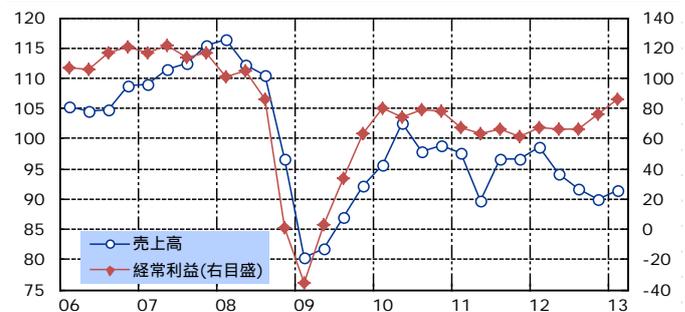


### 企業収益の動向(全規模ベース)

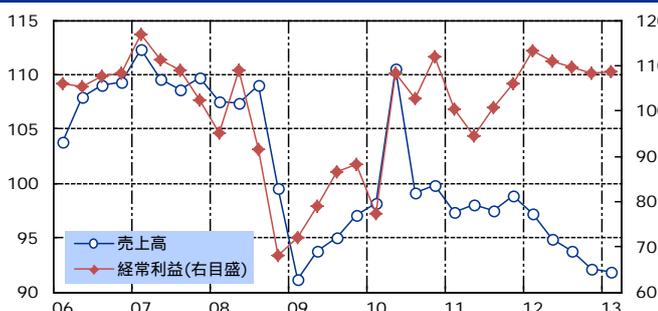
全産業(2005年=100)



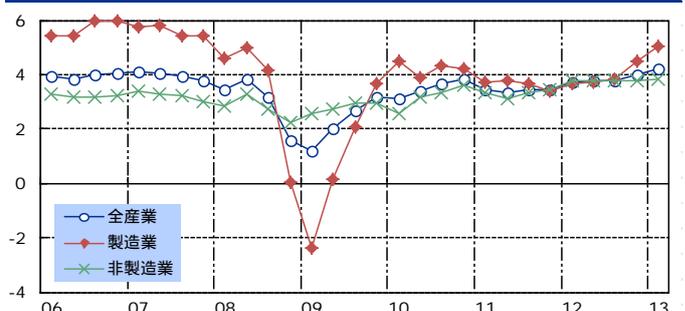
製造業(2005年=100)



非製造業(2005年=100)



経常利益率(%、季節調整値)



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。

(原系列)の上昇は、輸送用機械(2012年1~3月期4.3% 2013年1~3月期6.5%)や電気機械(2.8% 4.7%)、鉄鋼(0.1% 2.5%)などで顕著である。

円安が4~6月期に入っても継続していることを踏まえれば、高水準の利益率維持が期待できるほか、今後は売上高の増加も見込まれるため、製造業の増益基調は当面続くと考えられる。

## 非製造業にも徐々に恩恵が広がる

一方、非製造業の経常利益は、2011年後半から2012年前半にかけて製造業に先んじて回復したこともあり、足元では横ばい推移となっている。また、円安による仕入れコストの増加が多少なりとも寄与している可能性もある。1~3月期に経常利益は前期比0.4%(10~12月期1.2%)と前期からほぼ変わらずだった。

今後は、個人消費拡大の恩恵が小売や個人向けサービス業などに及ぶほか、製造業の活発化を受けて運輸や卸売などの業績回復も見込まれるため、非製造業全体の利益も再び増加基調へ向かうと考えられる。

## 設備投資は低空飛行が継続

1~3月期に設備投資(除くソフトウェア投資)は前期比-0.9%(10~12月期前期比0.8%)と再び減少に転じた。業績回復を受けて下げ止まりつつあるが、未だ低空飛行状態にある。

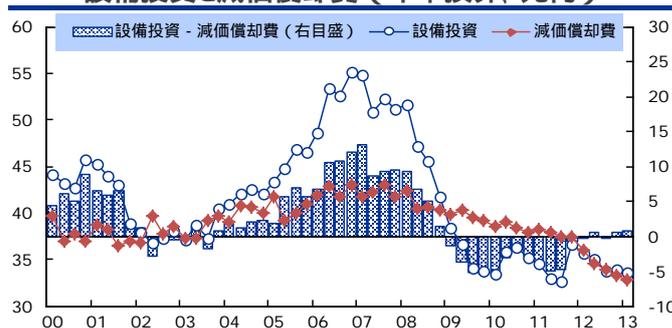
資本の稼働率が低水準にとどまる下では、そもそも設備投資を積極化する必要性に乏しいほか、少なくとも昨年度末の段階では企業が先行きの景気回復や円安の継続を確信できておらず、設備投資に踏み切るインセンティブが高まっていなかった。現在の設備投資の水準は、減価償却費とほぼ平行な推移を辿っており、企業は設備投資を必要最低限の維持更新にとどめている。

設備投資の原資であるキャッシュフローは引き続き潤沢であるため、景気回復基調の強まりを受けて、4~6月期以降に設備投資は緩やかな回復へ転じる見込みである。但し、長きに渡る円高により、不可逆に行われた海外生産移転も多く、以前の円安局面ほどには設備投資の増勢が強まらない可能性が高いだろう。

## 2013年度前半に製造業の労働分配率が高まるか否かが注目

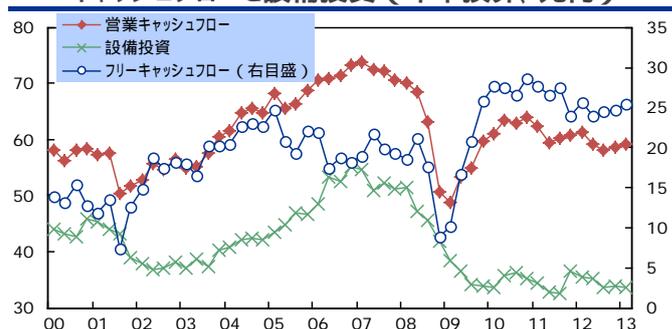
2013年1~3月期の企業部門全体の労働分配率<sup>1</sup>(季節調整値)は65.0%となり、前期10~12月期の65.4%

設備投資と減価償却費(年率換算、兆円)



(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

全産業の労働分配率(季節調整値、%)



(出所)財務省

<sup>1</sup> 労働分配率は、各項目を個別に季節調整した上で、「人件費/(人件費+経常利益+支払利息+減価償却費)」にて計算。

から低下した。低下は2四半期連続であり、東日本大震災の時期を除けば2011年以降の労働分配率は65%台後半で一進一退となっていたが、足元で低下の動きがやや強まりつつある。

業種別に見ると、非製造業は67.0%（10～12月期66.7%）と若干上昇しているものの、製造業が61.2%（10～12月期62.8%）と大幅に低下し、全体を押し下げている。製造業は7～9月期の64.8%から僅か2

四半期で、累計3.6%Ptもの急低下である。これは、円安を受けて、製造業の収益が改善傾向にある一方で、未だ労働者への分配が進んでいないためである。夏の賞与増額などにより2013年度前半に配分が進むか否かが注目される。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ことになる。

業種別の労働分配率(季節調整値、%)

