

製造業大幅増益の背後にある二極化の動き

円安下で輸出額が増加しているにも関わらず、製造業の売上高は低迷。しかし、利益率は過去最高へ上昇。こうした二つの動きの背景には、一部セクターの地盤沈下による売上高低迷とまた別のセクターの高付加価値化による利益率上昇が存在。4～6月期に労働分配率は大幅に低下し、金融危機前に匹敵する水準に。今後、労働分配率が上昇するかが、デフレ脱却やインフレ目標の達成に重要。

4～6月期の企業部門は大幅増益

財務省が公表した法人企業統計によると、4～6月期の企業部門は大幅な増益を記録した。4～6月期の企業部門全体（全規模全産業）の経常利益は前年比24.0%となり、1～3月期の6.0%から増益率が大幅に拡大した。特に円安の恩恵を受けた製造業は51.5%（1～3月期28.3%）もの大幅増益を記録、非製造業も11.3%（1～3月期3.2%）の二桁増益へ転じた。財務省試算の季節調整値で見ると、全規模・全産業の経常利益は年率60.0兆円に達し、これは金融危機前2007年に記録した62.5兆円に迫る極めて高い水準である。利益水準から見る限り、企業部門は完全に復調したと評価できるだろう。

円安下でも製造業は減収が続く

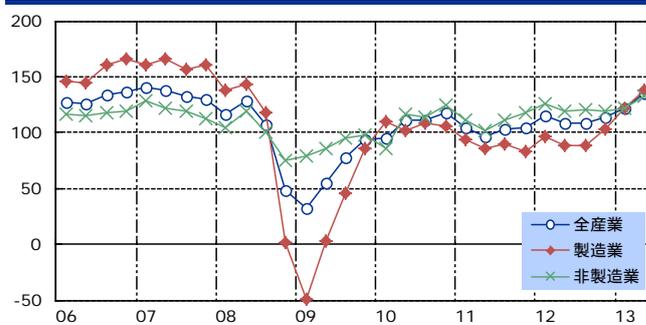
一方、売上高は、非製造業こそ前年比1.0%（1～3月期5.4%）と僅かながらも増収へ転じたものの、製造業は3.9%（1～3月期6.6%）と減収が続いた。全産業も0.5%（1～3月期5.8%）の減収である。季節調整値で見ても、非製造業は1～3月期前期比0.4%、4～6月期1.3%と2四半期連続の増収を確保したが、製造業は4～6月期に1.0%（1～3月期0.4%）と減収に転落している。

こうした製造業の減収は、円安による輸出価格上昇を受けた円建輸出額の拡大と不整合である。実質ベースでの輸出（つまり輸出数量）の回復はやや鈍いが、円建ての名目輸出額は4～6月期に前年比7.1%増加するなど明確に持ち直している。そうした輸出動向と不整合な製造業の減収については、複数の要因が考えられる。

電機の地盤沈下

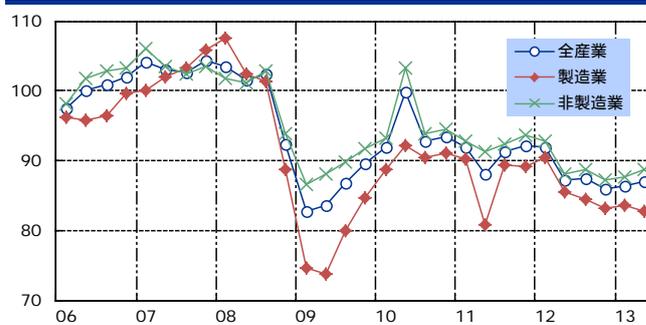
まず指摘できるのは、主要業種の一つである電気機械の地盤沈下である。業種別売上高に季節調整を施すと、足元では自動車主力の輸送用機械器具製造業の売

経常利益（2008年=100、全規模）



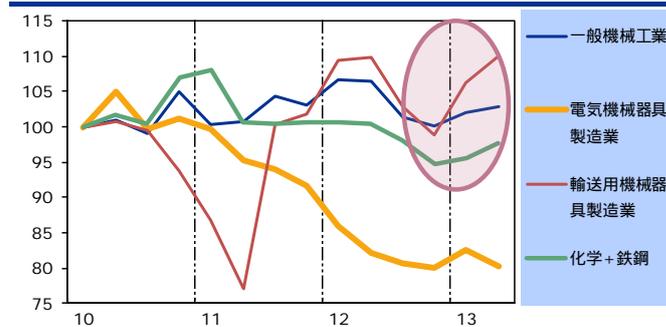
(出所)財務省

売上高（2008年=100、全規模）



(出所)財務省

大企業主要製造業の売上高推移（2010Q1=100、季調値）



(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。

上高が明確に持ち直し、また一般機械器具製造業¹や素材セクターも緩やかながら回復しており、円安の恩恵が読み取れる。しかし、その一方で、全体を大きく押し下げているのが、電気機械器具製造業である。円安やスマートフォン需要は電気機械器具製造業の一部に恩恵をもたらしているが、セクター全体で見ると、国際競争力の低下による地盤沈下が進み、売上高が低迷していると考えられる。

これは、輸出の増加が、以前ほどには国内製造業における多段階の取引による売上高の拡大に寄与しなくなっている可能性も同時に示唆する。従来は、国内から調達されていた部品や素材が、国内生産の競争力低下に伴い、輸入による調達へと切り替わり、国内販売を含めた売上高全体が増加しにくくなっていると考えられるのである。これは付加価値が国内にて創出されにくくなっていることを意味する²。

製造業における二極化現象

しかし、その一方で、製造業全体の経常利益は大幅に増加し、経常利益率（季節調整値）が6.00%（1～3月期5.25%）に達した。これは金融危機前を上回り、過去最高である。こうした二つの矛盾する動きを勘案すると、競争力の低下による売上高減少が一部のセクターで生じている一方で、また別のセクターは高付加価値化による高利益率を手に入れている可能性が考えられる。そこで、大企業加工業種の利益率を業種別に見ると、自動車が主力の輸送用機械器具製造業の利益率が足元で円安により跳ね上がり、また一般機械器具製造業も金融危機前を上回る水準へ上昇している。その一方で、電気機械器具製造業の利益率には上昇の動きが見られない。

つまり、輸送用機械器具製造業と一般機械器具製造業では高付加価値化による利益率上昇が円安に伴う売上高増加で助長されたが、電気機械器具製造業は、そもそもの国内生産の競争力低下により円安の恩恵を享受できていないと考えられるのである。

以上を踏まえると、円安が進行する下での、製造業全体における売上高低迷と過去最高の利益率は、電機セクターの地盤沈下と自動車セクター等の高付加価値化という二極化現象によって引き起こされていると推測できる。

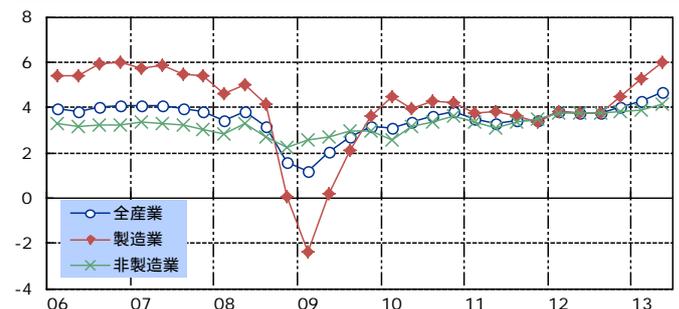
設備投資が明確に減価償却費を上回る

4～6月期に設備投資（除くソフトウェア投資、全規模全産業）は、前期比2.9%（1～3月期0.3%）と明確に増加した。内訳を見ると、製造業は0.6%（1～3月期0.9%）と5四半期連続の減少に陥ったもの

¹ 季節調整のための時系列データを確保するため、はん用機械器具製造業、生産用機械器具製造業、業務用機械器具製造業を合算して、一般機械器具製造業としている。

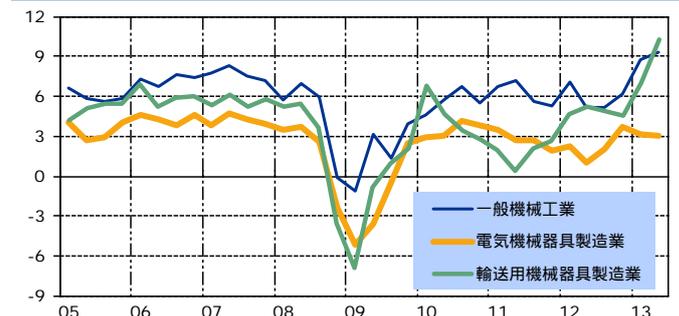
² 米Appleのように、部品生産工程と組立工程を共に海外で行いつつ、プロダクト・デザイン段階での付加価値創出を行う企業も存在する。しかし、日本の電気機械器具製造業も同様のモデルに移行したのであれば、過去に比べて利益率が高まるはずである（為替変動と関係なく）。

経常利益率（%、全規模）



(出所)財務省

大企業加工業種の利益率推移（%）



(出所)財務省

の、非製造業が建設業や不動産業、小売業を中心に4.7%（1～3月期0.9%）と大幅に増加し、全体を押し上げた。

4～6月期に比較的是っきりとした増加を示したとは言え、未だ設備投資は極めて低水準にある。ただ、4～6月期の設備投資水準は年率35.2兆円（1～3月期34.0兆円）に高まり、33.0兆円近傍で一進一退の推移となっている減価償却費を久方ぶりに明確に上回った。これは、企業が維持更新投資以上の設備投資を4～6月期に行ったことを意味しており、今後の投資拡大へ向けて明るい動きの一つとして位置付けられる。

フリーキャッシュフローは引き続き高水準

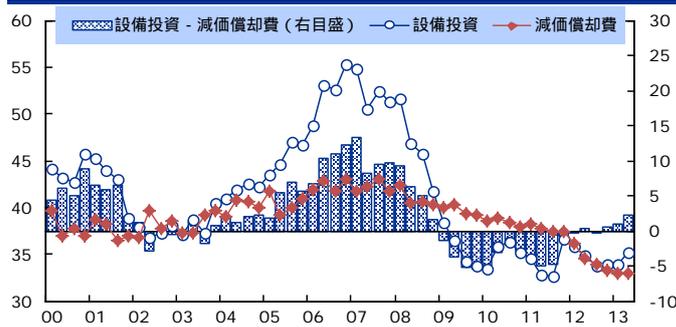
大幅な経常増益を受けて、4～6月期に営業キャッシュフローは大幅に拡大した。上述の通り、設備投資も増加はしたものの、営業キャッシュフローの拡大幅には全く届かず、営業キャッシュフローから設備投資を控除したフリーキャッシュフローは更に拡大した。日本企業が引き続き潤沢なフリーキャッシュフローを抱えている状況に変わりはなく、少なくともマクロ的に見て、資金制約が投資抑制要因とはなっていない。

労働分配率が大幅に低下

4～6月期の労働分配率（全規模全産業、季節調整値）は62.8%となり、1～3月期の64.6%から大幅に低下した。金融危機前2007年10～12月期以来の低水準である（過去最低は2007年1～3月期の61.2%）。企業は2013年度に夏のボーナスをある程度積み増したが、付加価値創出額に比べれば極めて限定的である。そうした傾向は、製造業において顕著であり、製造業の労働分配率は2012年7～9月期の64.7%が2013年4～6月期には58.5%へ、僅か3四半期で6.2%Ptも急低下した（過去最低は57.1%）。一方、非製造業の労働分配率は3四半期で1Pt強の低下である。

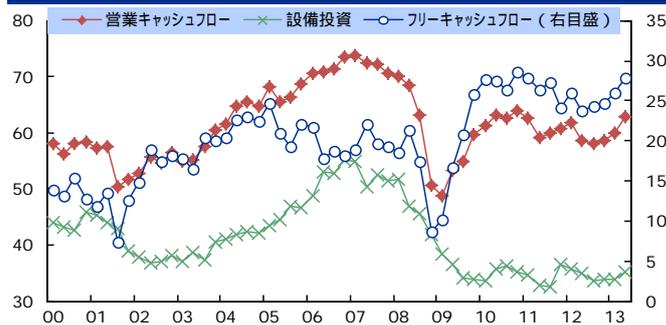
今のところ、予想を上回る増益により労働分配率が急低下したと評価できるが、こうした状況が放置されれば、労働者への分配を十分に進めていないとの批判も生まれてくる。今後、冬のボーナスなどにより労働分配がどの程度進むのか、また最終的には来年度の春闘により一定の労働分配率の上昇が示されるか否かが、アベノミクスが目指すかたちでのデフレ脱却や日本銀行が目指す2%インフレの達成において、重要な鍵を握るだろう。

設備投資と減価償却費（年率換算、兆円）



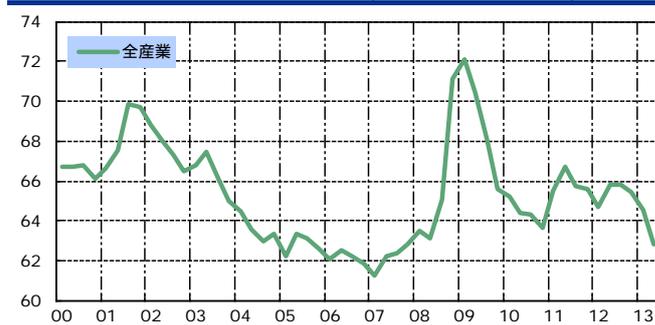
（出所）財務省

キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



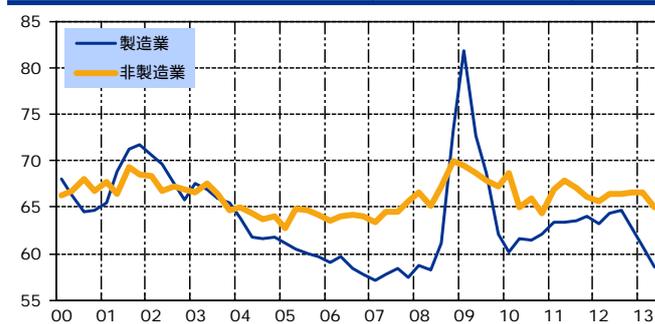
（出所）財務省

全産業の労働分配率（季節調整値、%）



（出所）財務省

産業別の労働分配率（季節調整値、%）



（出所）財務省