

## 国内設備投資は低迷継続も、海外向けを含めれば企業部門に前向き動き

利益率の向上を主因に、企業部門は増益継続。人件費抑制の動きは変わらず、労働分配率はリーマンショック前に並ぶ水準まで低下。製造業を中心に国内設備投資を抑制する姿勢は変わらないが、海外 M&A や海外現地法人向けの資金などを含めれば、企業部門は前向き動きを強めつつある。

2013年10～12月期の法人企業統計によれば、利益率の改善を主因とした増益基調が継続したものの、企業の国内設備投資抑制姿勢に変化は見られなかった。しかし、海外向けの投資まで含めれば、企業の縮み志向に変化が生じつつあり、カネ余り度合いが低下している。

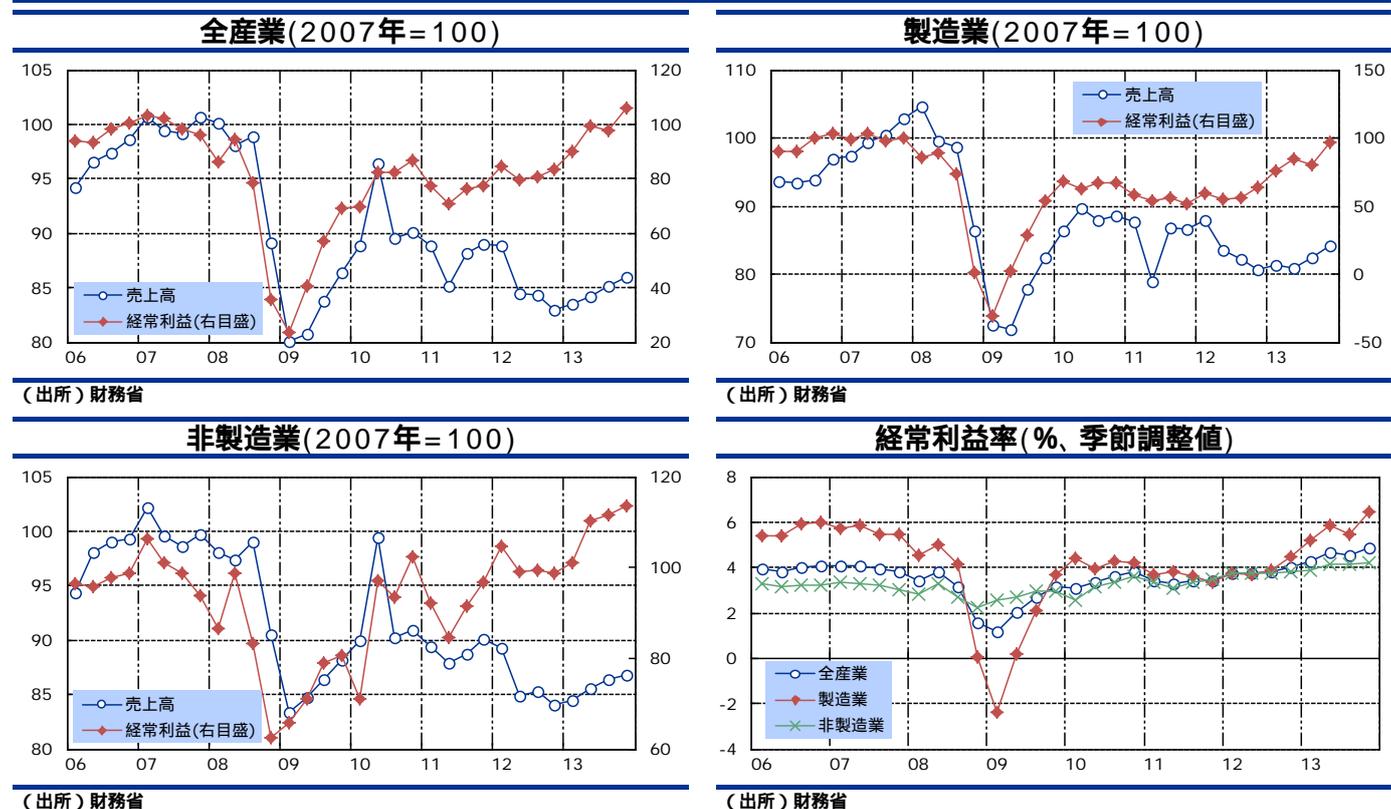
### 製造業を中心に大幅増益

まず、業績動向から見ると、10～12月期の全規模全産業の経常利益は前年比26.6%となり、7～9月期の24.1%から伸びを高めた。財務省の季節調整値で見ても前期比8.5%（7～9月期 1.5%）と明確な増益である。特に製造業の利益が前期比20.5%（7～9月期 5.7%）と急増した。また、非製造業は1.9%（7～9月期 1.0%）と小幅ながら4四半期連続の増益を確保している。

### 製造業の利益率がリーマン前を超える

こうした増益は、主として利益率の改善によりもたらされている。全産業の利益率は4.89%（7～9月期4.55%）、非製造業も4.23%（7～9月期4.17%）と前期に続き過去最高を更新した。また、製造業の利益

企業収益の動向（全規模ベース）



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。

率はリーマンショック前の2006年に記録した6%程度が従来の最高であったが、2013年10~12月期は6.42%とついに6%を超えた。製造業も、利益率の面では、リーマンショック越えを果たしたと言える。一方、売上高の戻りは引き続き鈍いが、2013年10~12月期の水準は、ボトムであった2012年10~12月期を、全規模ベースで3.7%、製造業は4.6%上回るなど、鈍いなりにも回復はしている。増収も利益水準の押し上げに寄与しつつあると言える。

## 変動費と固定費ともに抑制し損益分岐点が低下

こうした収益力の改善は、損益分岐点比率の大幅な低下からも確認できる。全規模全産業の損益分岐点比率は75%とリーマンショック前のボトムであった78%を既に3%Ptも下回る。リーマンショック前は変動費比率の情報を固定費比率の低下が補い、低い損益分岐点比率を実現していた。一方、足元では変動費比率を低位に維持しつつ、固定費比率を押し下げることによって、損益分岐点比率を低下させている。

## 労働分配率はリーマン前に概ね並ぶ低水準

増益の下でも、人件費は減少が継続している。法人企業統計ベースで見ると2013年10~12月期の人件費は前年比3.9%（7~9月期5.0%）と8四半期連続で減少した。人員数<sup>1</sup>の減少率は2.9%（7~9月期3.8%）と、人件費の減少率を下回っており、一人当たりの人件費も減少している。

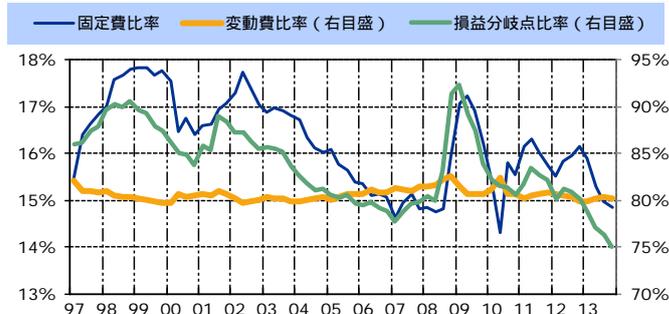
こうした人件費圧縮の動きを反映し、労働者に対する付加価値の配分率を示す労働分配率は2013年10~12月期に61.5%と、リーマンショック前に記録した61.2%にほぼ並んだ。内訳を見ても、製造業と非製造業がともに、概ねリーマンショック前の最低にほぼ匹敵する水準にある。12月が多くの企業で賞与支払い月に当たる点を踏まえれば、所定内給与と賞与を問わず、労働者への分配は企業の創出する付加価値との対比においても減少傾向が継続していると言えるだろう。今後は、2014年度の春闘を経て、労働分配率が反転上昇するか否かが注目される。

## 国内設備投資は低迷が継続

冒頭でも指摘したように、2013年10~12月期も国内での設備投資は低迷が続いた。財務省試算の季節調整値では前期比0.3%（7~9月期0.2%）と2四半期

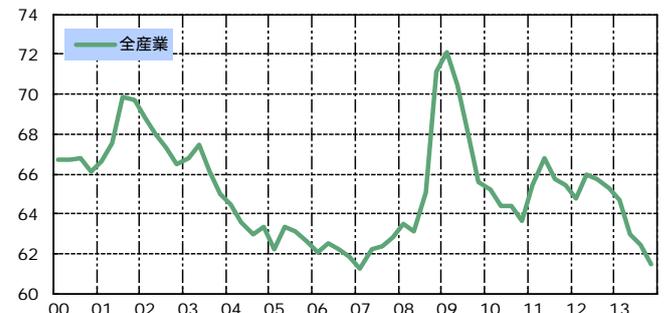
<sup>1</sup> 労働力調査ベースでは雇用者数は増加しており、差異が大きい。

全規模全産業の損益分岐点比率



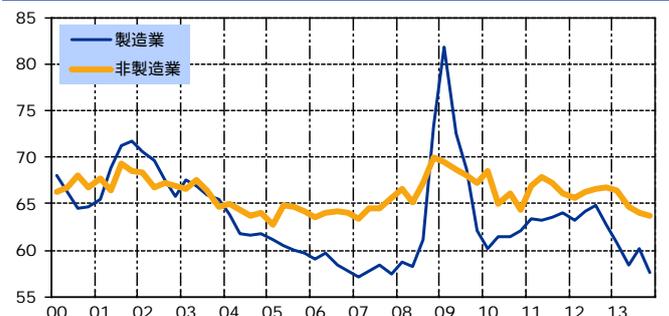
(出所)財務省

全産業の労働分配率(季節調整値、%)



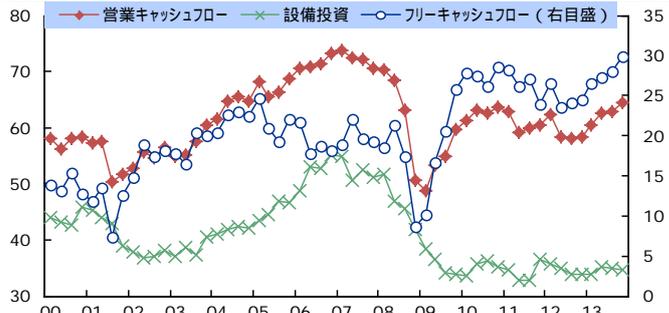
(出所)財務省

産業別の労働分配率(季節調整値、%)



(出所)財務省

キャッシュフローと設備投資(年率換算、兆円)



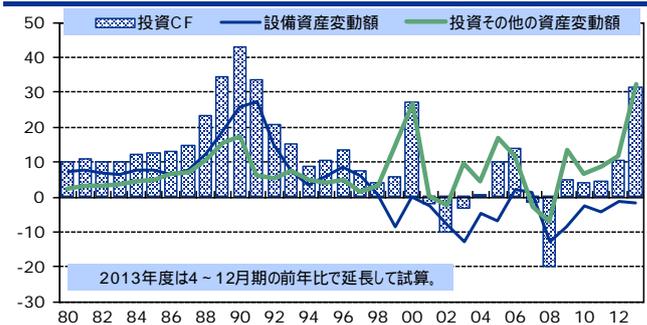
(出所)財務省

連続の減少であり、水準を見ても 2009 年以降は一進一退の横ばい推移を脱していない。業種別に見ると、非製造業は 2012 年半ばをボトムに幾分水準が上昇している一方、製造業は減少こそ止まりつつあるものの、上向きの動きを未だ確認できない<sup>2</sup>。

海外 M&A 等を含めれば、企業のカネ余りに変化もこうした国内設備投資の低迷により、営業キャッシュフローから国内設備投資を控除したフリーキャッシュフローは高水準が続き、企業はカネ余りの状況にあるように見える。しかし、海外展開などを含めたベースで考えると、日本企業は前向きな投資を拡大しつつあり、カネ余りの状況に変化が見え始めている。

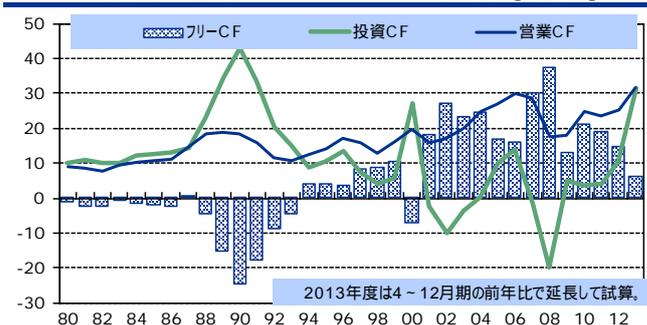
キャッシュフローの観点から、設備投資に相当する「設備資産の増減額<sup>3</sup>」と M&A などの投資や海外現地法人の展開等に伴い変動すると考えられる「投資その他の資産の増減額<sup>4</sup>」の動きを見ると、前者がなお減少傾向にある一方、後者が大幅に増加しており、投資キャッシュフローに相当する両者の合計額は 2012 年度から拡大へ転じ、2013 年度は急増が見込まれる。投資キャッシュフローは、営業活動によるキャッシュフロー<sup>5</sup>（経常利益の 50% として試算）には未だ及ばず、日本企業がカネ余りである事態は揺るがない。しかし、両者の差に相当するフリーキャッシュフロー<sup>6</sup>は 2013 年度に大幅な縮小が見込まれ、カネ余り度合いは急縮小しつつある。海外を含めれば、日本企業は前向きな動きを強めつつあると判断できるだろう。

全規模全産業の投資動向（兆円）



(出所)財務省

全規模全産業のキャッシュフロー動向（兆円）



(出所)財務省

<sup>2</sup> 製造業の設備投資低迷の背景については、1月30日付 Economic Monitor「設備投資の先行きをどう考えるか」を参照。

<sup>3</sup> 土地を除く有形資産と無形資産の合計。増減額は、新設額に譲受による取得額、減価償却などによる減少を加味した金額であり、資金需給への影響を示す。

<sup>4</sup> 「投資その他の資産の増減額」には種々の変動が含まれるため、海外資産変動だけとは言えない。企業の株式保有は減少しているため、以前ほどの影響はないと考えられるが、2013年の株高が押し上げに寄与した点は否定できないだろう。但し、そうした株高の影響を別とすれば、マクロ統計においては、国内企業同士の国内 M&A は両サイドの動きが相殺されるため、海外向けの動きが際立つと考えられる。

<sup>5</sup> 営業キャッシュフローには、内部資金として減価償却費を含める場合が多い。但し、今回は設備投資（投資キャッシュフロー）から減価償却費を除外しているため、営業キャッシュフローにも含めていない。

<sup>6</sup> P2のグラフの「フリーキャッシュフロー」は営業キャッシュフローから国内設備投資のみを控除して算出している。一方、P3のグラフの「フリーキャッシュフロー」は本文にもあるとおり、他の資産取得などに伴う資金変動を含めた「投資キャッシュフロー」を控除してフリーキャッシュフローを算出しており、概念が異なる。