

## 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

## 日本企業の増益傾向は維持も円安効果は一巡

企業業績は改善基調を維持も、円安による採算改善効果は一巡した模様。損益分岐点は大幅に低下したが、2014 年度以降は賃上げが固定費比率や労働分解率に及ぼす影響が注目材料。海外投資を含めた企業の投資 CF は金融危機前の 2006 年度を超え、積極化の動きが鮮明化。

2014 年 1～3 月期の法人企業統計によると、日本企業の増益傾向は維持されたものの、円安による収益押し上げ効果は一巡しつつある。一方、海外向け投資を勘案すると、営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを控除したフリーキャッシュフローは減少しつつあり、企業行動は積極化しつつある。

## 2013 年度は大幅な増収・増益

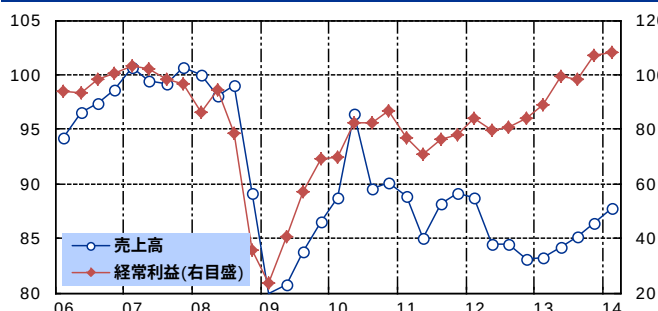
最初に、2013 年度の業績を確認すると、**全産業の売上高は前年比 2.5%と 3 年ぶりの増加**に転じた。円安で製造業の売上高が 1.7%増加したのに加え、国内景気の回復により非製造業の売上高も 2.8%と増加している。一方、**経常利益は、円安による採算改善を受けて製造業が 36.0%の大幅増益**を記録した。**非製造業の経常利益も 17.5%増加し、全体では 23.6%の増益**である。2013 年度の全規模全産業の売上高経常利益率は 4.8%と過去最高水準に上昇している。**製造業の利益率が金融危機前の 2006 年度に並ぶ 5.7%まで回復し、非製造業は 4.3%と過去最高を更新した。**

## 円安効果一巡で、1～3 月期の製造業は利益率上昇に陰り

年度データで見ると増収増益傾向が明確だが、**四半期で見ると増益基調は鈍りつつある**。まず製造業の経

## 企業収益の動向（全規模ベース）

## 全産業(2007年=100)



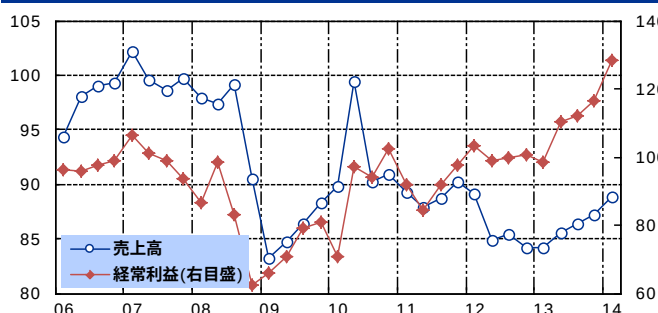
(出所) 財務省

## 製造業(2007年=100)



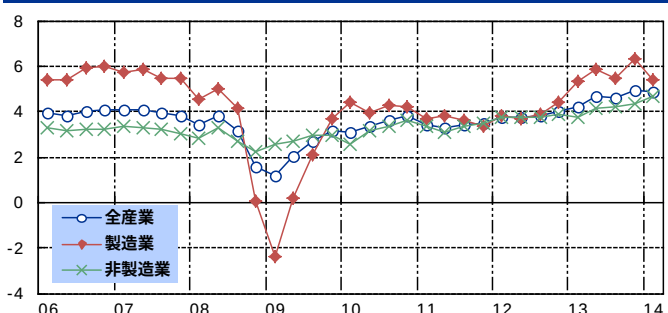
(出所) 財務省

## 非製造業(2007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。

常利益は季節調整値で2014年1～3月期に前期比▲13.3%と減少した。2013年10～12月期に18.1%も急増した反動が大きいものの、過去4四半期は一進一退で推移しており、増益基調が鈍ってきている。こうした動きは売上高経常利益率において、より鮮明であり、1～3月期の利益率は5.4%と2013年度の5.7%を下回った。円安による採算改善効果が薄れてきたためと考えられる。

### 非製造業は消費税率引き上げ前の駆け込みで1～3月期に大幅な増益

一方、非製造業は2014年1～3月期に前期比2%の増収、10.3%の増益と急激な業績改善の動きを示したが、これは消費税率引き上げ前の駆け込み需要による部分が大きく、4～6月期には反動が生じる見込みである。ちなみに非製造業は、前回消費税率引き上げ前の1997年1～3月期に前期比16.7%の増益となったのち、4～6月期は▲9.6%の減益だった。

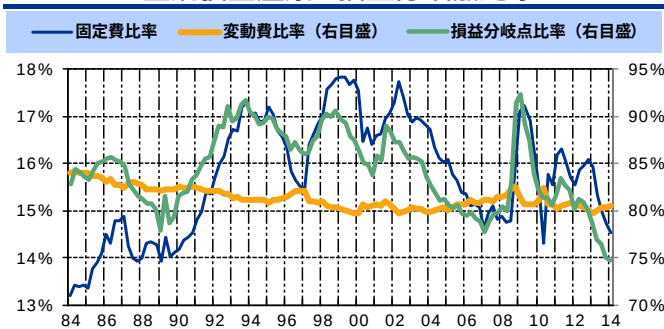
今後は、賃上げを受けた労働分配率の動向に注目  
日本企業の損益分岐点比率は2014年1～3月期に74.7%と過去最低水準まで低下した。固定費比率と変動費比率がともに低下し、損益分岐点を押し下げている。

企業の固定費比率の低下を担ってきたのは、人件費の抑制である。現在の労働分配率<sup>1</sup>は61.5%と金融危機前の2007年1～3月期に記録した過去最低の61.2%にほぼ並んだ。業種別に見ると、製造業が2007年を若干上回る程度の方、非製造業が過去最低を更新しており、非製造業において労働分配率の低下が顕著である。その非製造業において、労働需給が顕著に引き締まってきており、先の春闘に見られた賃上げの動きと相俟って、今後は、労働分配率をどの程度押し上げるかが注目される。

### 国内設備投資のみを勘案するとフリーキャッシュフローはなお極めて高水準

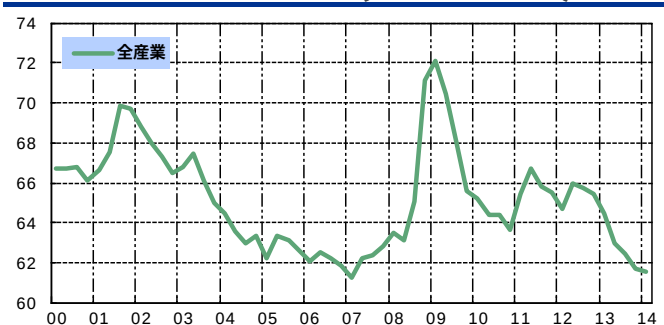
最後にキャッシュフロー動向を見ると、2014年1～3月期は、国内設備投資が財務省試算の季節調整値で前期比3.1%と2011年10～12月期以来の高い伸びを示した。一方、営業キャッシュフローは若干減少した。増益基調は維持されているものの、キャッシュアウトがないために、概念上、営業キャッシュフローに含め

全規模全産業の損益分岐点比率



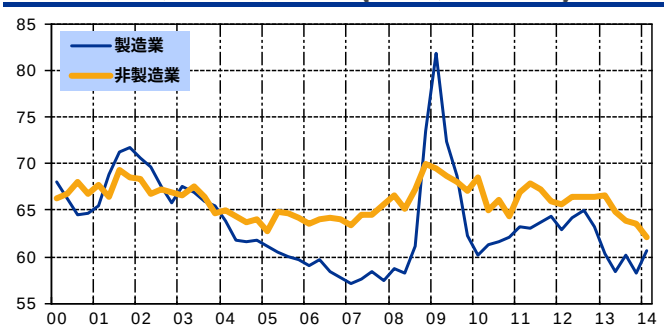
(出所) 財務省

全産業の労働分配率(季節調整値、%)



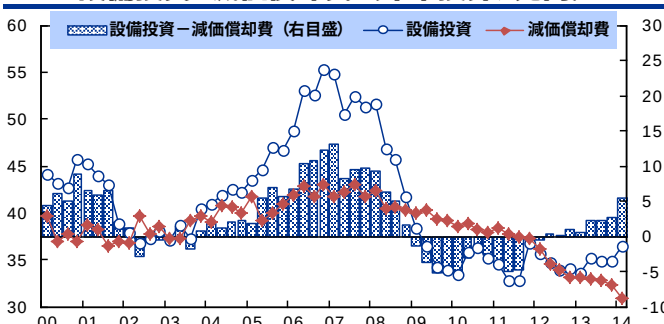
(出所) 財務省

産業別の労働分配率(季節調整値、%)



(出所) 財務省

設備投資と減価償却費(年率換算、兆円)



(出所) 財務省

<sup>1</sup> 季節調整値。人件費/(人件費+経常利益+支払利息+減価償却費)。

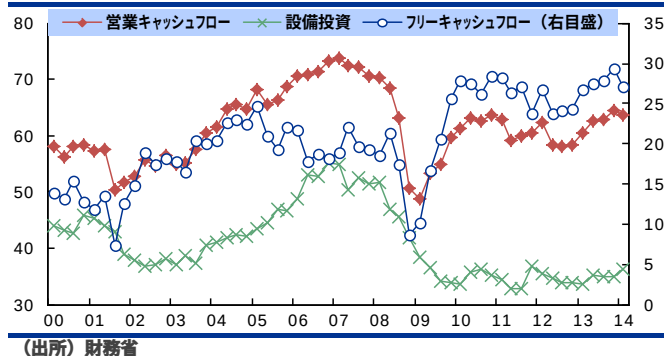
られる減価償却費が、これまでの設備投資抑制を映じて目減りしているためである。営業キャッシュフローから設備投資を控除して算出されるフリーキャッシュフローは2013年10～12月期に過去最高水準を記録した後、営業キャッシュフローの減少と設備投資の増加により、2014年1～3月期に減少した。但し、歴史的に見て、フリーキャッシュフローが極めて高水準にある状況は変わらず、企業行動が積極化したとは言えない。

## 海外投資を勘案するとフリーキャッシュフローは縮小の動き

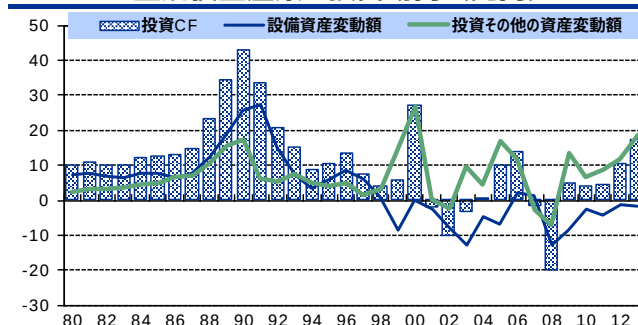
上述の通り、投資を国内設備投資に限ると、企業行動は未だ慎重なままである。しかし、海外向けのM&Aや設備投資なども含めた投資キャッシュフローで考えると、日本企業の行動は明確に積極化しつつある。

キャッシュフローの観点に基づき、設備投資に相当する「設備資産の増減額<sup>2)</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>3)</sup>」の動きを見ると、前者が前年水準をなお下回る傾向にある一方、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年度はさらに増加し金融危機前2006年度の水準を上回った。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>4)</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>5)</sup>は2010年度以降3年連続で縮小しており、日本企業のカネ余り度合いは着実に低下しつつある。

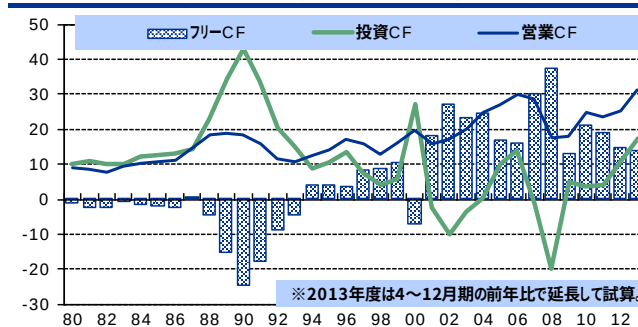
キャッシュフローと設備投資（年率換算、兆円）



全規模全産業の投資動向（兆円）



全規模全産業のキャッシュフロー動向（兆円）



<sup>2)</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>3)</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年度は株高が押し上げに寄与した点を否定できない。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>4)</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>5)</sup> 本ページ最上段グラフの「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、最下段のグラフの「フリーキャッシュフロー」は、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。