

企業部門の現状と展望

～改善するも緩やかなペースに～

企画調整室 客員調査員 小林 真一郎
(三菱UFJリサーチ&コンサルティング 主任研究員)

1. はじめに

輸出の増加を背景に生産が2009年3月以降9か月連続で増加し、2009年11月の水準が前回のボトムである2001年11月を上回るなど、企業活動の改善が急ピッチで進んでいる。また、2009年7～9月期の法人企業統計では収益の持ち直しの動きが続き、12月調査の日銀短観では景況感の改善が継続していることがそれぞれ示された。

企業の活動は今後も堅調に推移し、いずれは設備投資や雇用・賃金の増加につながり、景気のけん引役になるのであろうか。そこで、最新の日銀短観や法人企業統計など、企業関連の経済指標の内容を検討することによって、企業部門の今後の動向について検証した¹。

2. 企業部門の現状

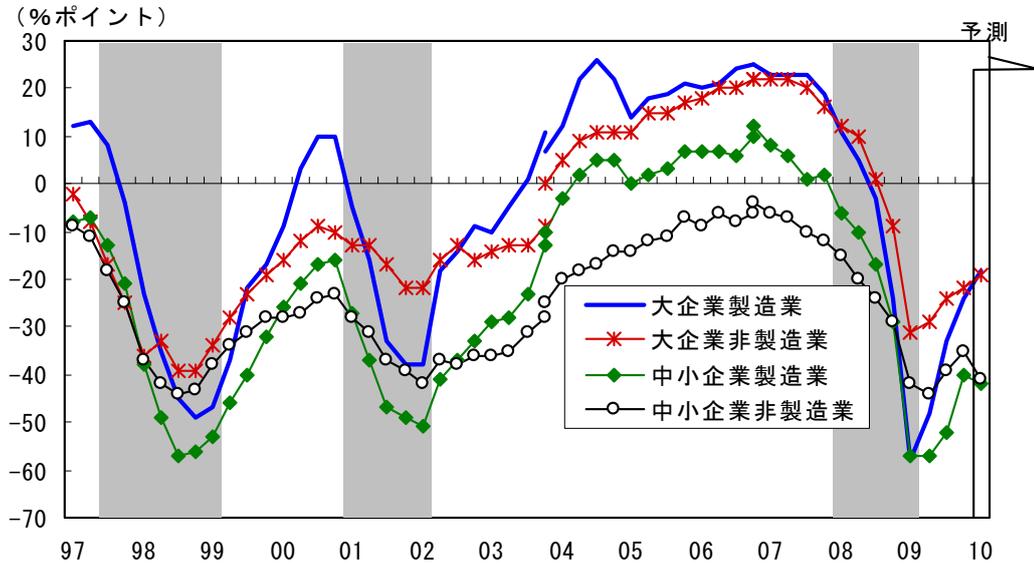
①改善が進む企業の景況感

2009年12月14日に発表された12月調査の日銀短観では、大企業・中小企業とも業況判断D I（「業況が良いと答えた企業の割合」－「業況が悪いと答えた企業の割合」）のマイナス幅が縮小し、企業の景況感の改善傾向が続いていることが示された（図表1）。もっとも、大企業においては、好調な輸出や政策効果による販売の増加の恩恵を受けている自動車や電気機械などの業種が中心であり、内需型の業種については改善が遅れ気味である。

図表2は、大企業の各業種を自動車産業との関係の深さに注目して業況判断D Iを再分類したものである。左側の自動車から右に行くにつれて関係が薄くなっていき、右端の内需型他非製造業が自動車産業と最も関連が薄い。これをみると、業況判断D Iは、2009年4～6月期に上昇に転じた後、もっとも改善が進んでいるのが自動車であり、自動車関連製造業、輸出型製造業と続き、同じ製造業であっても内需型の製造業の改善ペースは鈍い。さらに非製造業にな

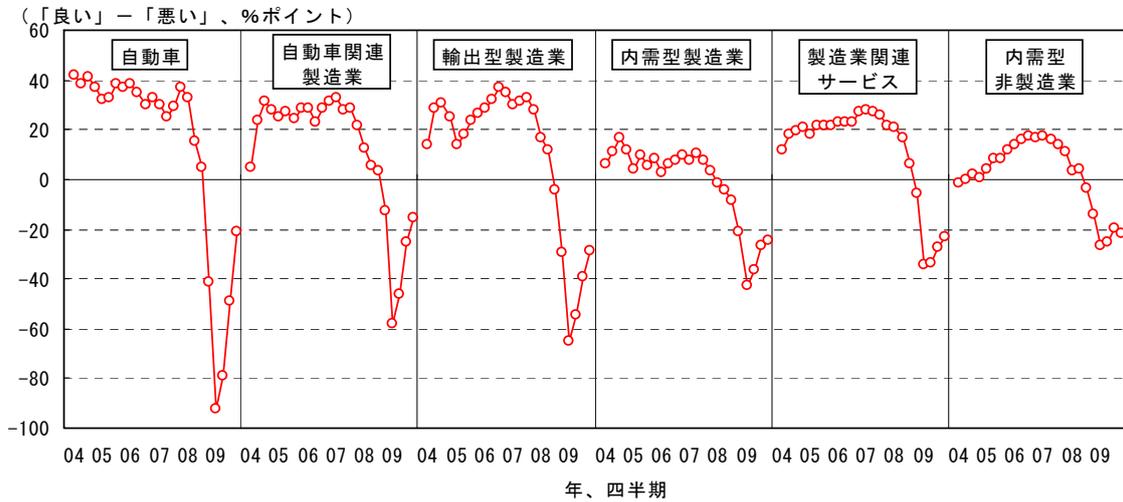
¹ 具体的な予測値は2009年12月10日発表の三菱UFJリサーチ&コンサルティングの「2009/2010年度経済見通し」を使用した。

図表1 業況判断DIの推移



(注1) 予測は2010年1Q予測 年、四半期
 (注2) シャド一部分は内閣府による景気後退期(直近の谷は2009年1-3月期とした)
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

図表2 業況判断DIの業種グループ別の動向



(注) 業種のグループ化は以下の通り
 ・自動車関連製造業: 化学、鉄鋼、非鉄
 ・輸出型製造業: 一般機械、電気機械、精密機械
 ・内需型製造業: 繊維、木材、紙パルプ、窯業土石、食料品、金属製品、造船重機、その他製造
 ・製造業関連サービス: 卸売、運輸、情報サービス、その他情報通信、対事業所サービス、リース、鉱業
 ・内需型非製造業: 建設、不動産、小売、通信、電気ガス、対個人サービス、飲食店宿泊
 (出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

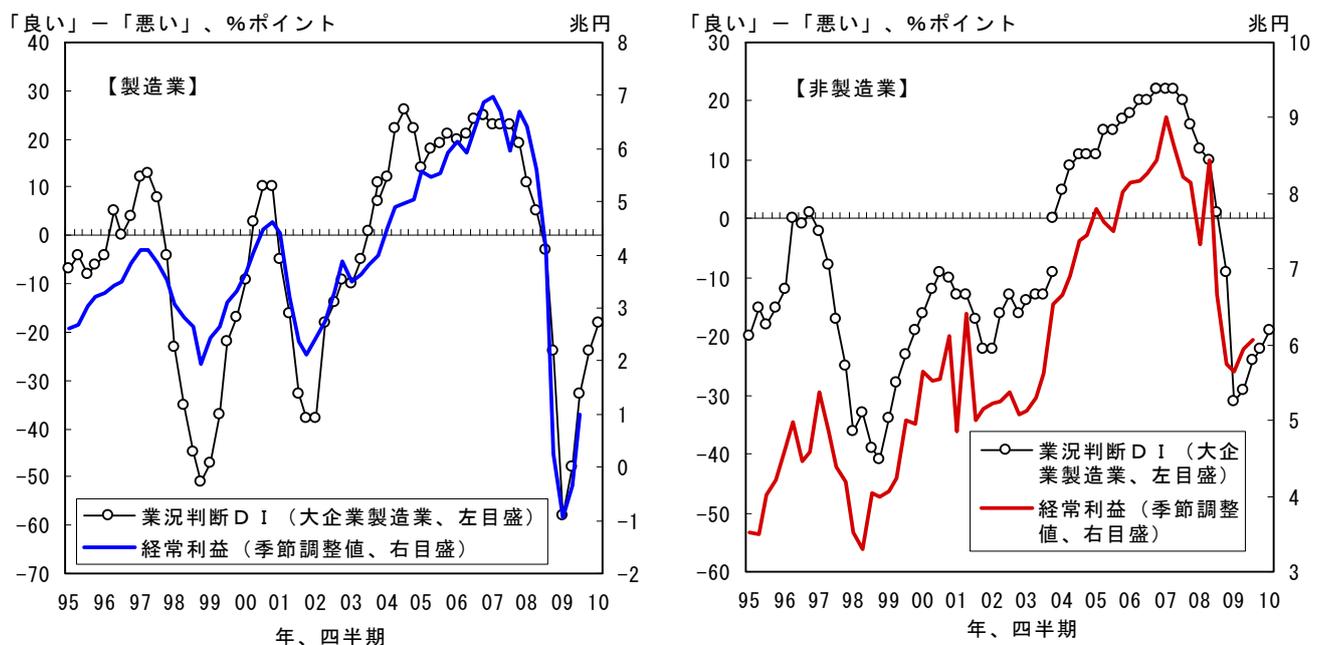
ると、卸売、運輸、対事業所サービスといった製造業の活動に関連が深い業種では緩やかながらも改善が続いているが、建設、不動産、小売、対個人サービスといった内需型の非製造業の業況判断D Iは12月調査において悪化に転じている。

大企業に比べて遅れていた中小企業の景況感も持ち直してきており、12月調査では製造・非製造業ともに大企業の改善幅を上回った(図表1)。ただし、これまで大企業と比べて改善ペースが遅れていた反動が出たものと考えられる。水準が依然として低いことに加え、3か月後の予測がいずれもマイナス幅が再拡大する見込みとなっているなど、状況としては厳しいままである。

② 経常利益の持ち直しとその要因

景況感の改善と連動して企業の業績の持ち直しも進んでいる(図表3)。法人企業統計によれば、製造業の経常利益(季節調整値)は2009年1~3月期、4~6月期に赤字に陥るなど2008年秋以降に急速に悪化した。2009年7~9月期には増加に転じている。また、非製造業も落ち込みは製造業と比べると小幅であるが、2009年1~3月期にかけて減少した後、4~6月期以降は2四半期連続で増益となっている。

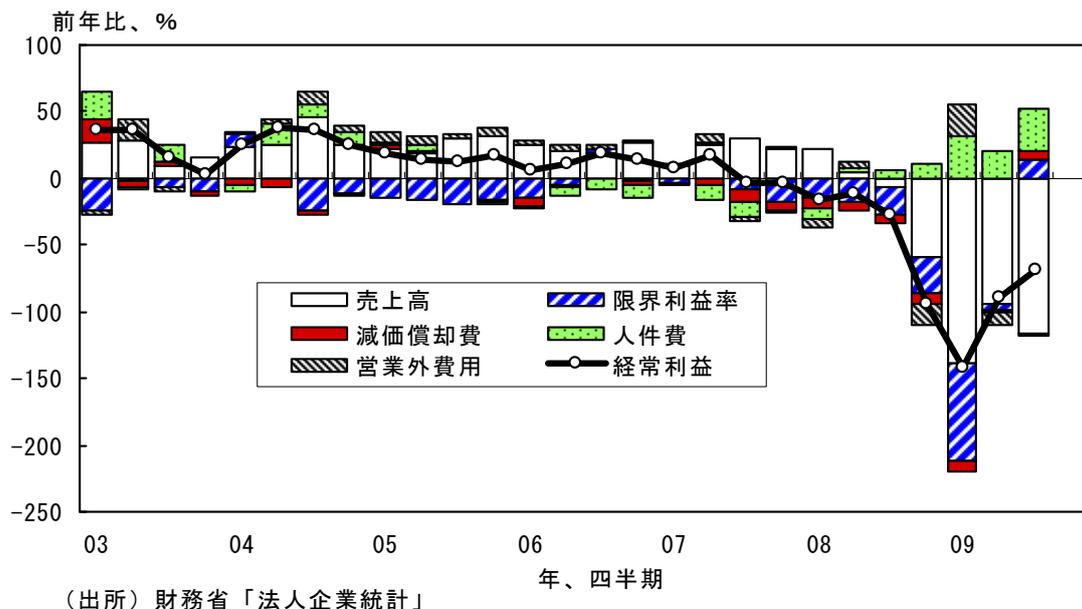
図表3 業況判断D Iと経常利益(大企業)



(注) 最新値は2010年1Q予測
(出所) 日本銀行「企業短期経済観測調査」

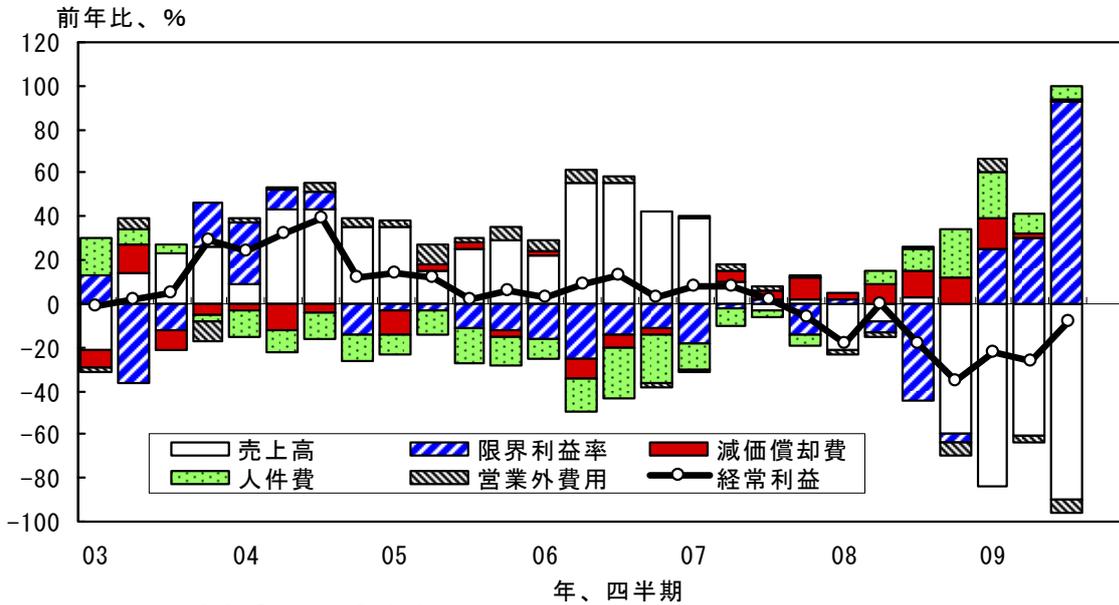
経常利益が持ち直してきた要因（原数値の前年比ベース）をみると、まず製造業では売上高の落ち込みが大きく利益を押し下げ続けている一方で、人件費の削減がプラス要因として効き続けている（図表4）。さらに限界利益率要因の落ち込み幅が縮小し、さらにプラスに転じていることが最近のマイナス幅縮小に効いている。限界利益率とは限界利益（売上高から原材料費などの変動費を除いたもの）を売上高で割って求められ、国際商品市況などが上昇して原材料などの仕入れコストが増加すれば比率は低下する。仕入れコストが増加しても、その上昇分を販売価格に転嫁することができれば、売上高も同時に増加するので限界利益率の悪化は回避できるが、足元の改善は国際商品市況の下落が原因である。

図表4 経常利益の推移と要因分解①（製造業）



次に非製造業では、売上高が大きなマイナス要因となり、人件費の削減がプラス要因になっている点は製造業と同じであるが、限界利益率のプラスに転じる時期が早く、かつプラス幅も大きい点が製造業と異なっている（図表5）。非製造業の経常利益の落ち込み幅が製造業よりも小さかった背景には、輸出の急減と大幅な在庫調整という製造業に見られた経営環境の急変の影響が小さかっただけでなく、限界利益率の動きの違いによる部分もあるといえる。なぜ製造業と非製造業において限界利益率の動きに違いがあるのかについては、次項で詳しく説明する。

図表5 経常利益の推移と要因分解①（非製造業）



3. 企業業績に影響を与える諸要因

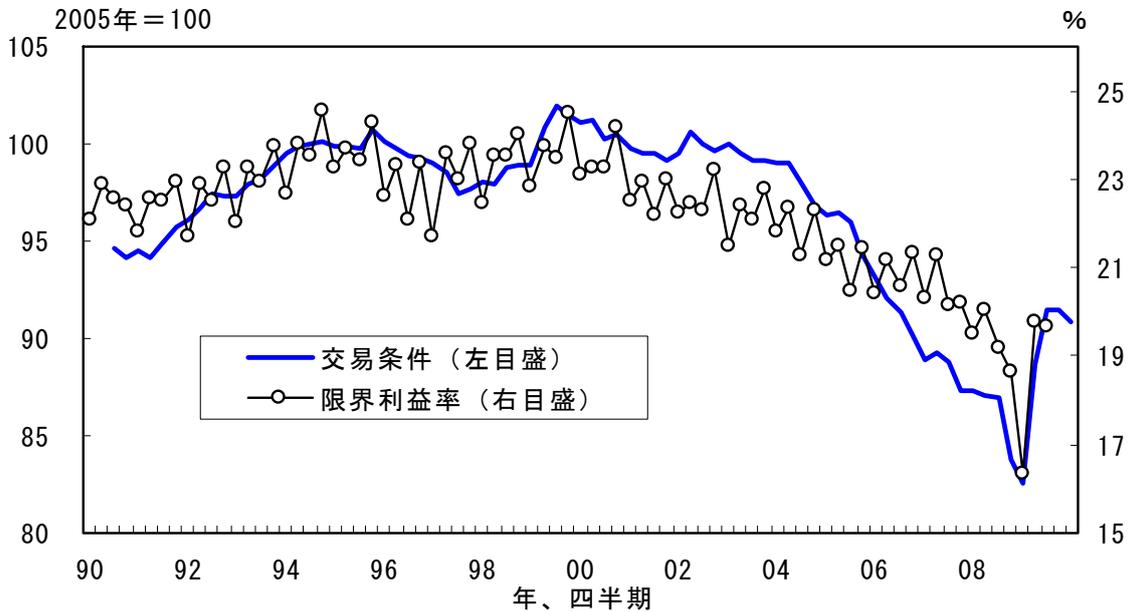
今後の企業業績の見通しを考えるにあたっては、輸出が好調を維持できるか、すなわち売上高要因が持ち直してくるかが最大のポイントであると考えられる。ただし、それ以外にも業績に大きな影響を及ぼすいくつかのポイントがある。ここでは、そのポイントの内容について検討してみよう。

① 交易条件の再悪化と限界利益率の低下

製造業においては、交易条件（産出物価÷投入物価）が変動し、限界利益率の動向に影響を与えることが知られている。実際に過去の動きをみても、交易条件の動きが限界利益率に先行して動く傾向が確認できる（図表6）。

製造業の交易条件は、1999年ごろをピークに悪化が続いていたが、これは主に原油価格など国際商品市況の上昇に伴って投入物価が上昇したことによるものである。その後、国際商品市況が下落に転じたため2008年の終わりをボトムにして足元では急速に改善している。ただし、2009年に入ると国際商品市況が再上昇し始めたため、交易条件はすでに低下に転じており、今後はさらに悪化することが予想される。このため、足元で経常利益の増加要因となっている限界利益率の改善は一時的にとどまる可能性が高く、2010年度には経常利益を押し下げる要因として効いてこよう。

図表6 限界利益と交易条件（製造業）



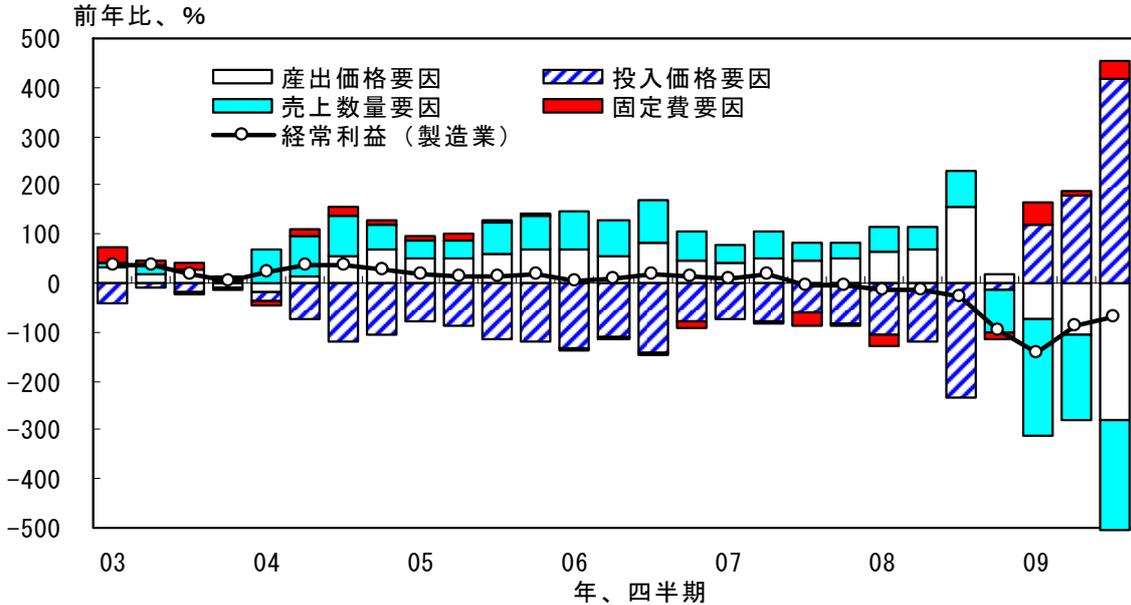
(注) 交易条件は2四半期先行

(出所) 財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「金融経済統計月報」

経常利益の増減率を、投入価格（仕入れコスト）、産出価格（販売価格）の寄与度が分かるように、別の区分によって要因分解してみると、2009年に入って仕入れコストが減少して利益の押上げに寄与する半面、販売価格にも引下げ圧力がかかっていることがわかる（図表7）。特に2009年7～9月期は仕入れコストの減少額要因が大きく、限界利益率の改善に寄与している。しかし前述したように、今後は投入価格が上昇してくることが予想される一方、簡単に産出価格を引き上げられる状況にはなく、限界利益率の改善は一時的にとどまる可能性が高い。

次に、非製造業について、企業物価を投入価格、消費者物価を産出価格と考えて交易条件を試算してみると、製造業に遅れて2003年をピークに悪化に転じている（図表8）。これは国際商品市況の上昇が、直接ではなく、企業物価の上昇を通じて非製造業に効いてきているためである。その後も、コスト増加分を最終需要者に十分に価格転嫁できなかったことから悪化が続いたが、2008年の秋をボトムにして改善に転じている。ただし、足元では企業物価のマイナス幅が縮小する一方、消費者物価指数が大きく下落しており、交易条件はすでに低下に転じている。

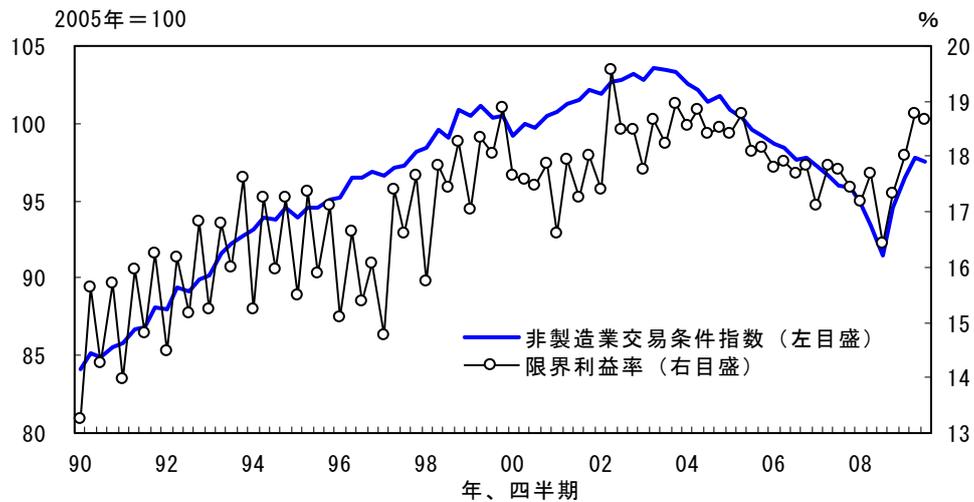
図表7 経常利益の推移と要因分解②（製造業）



（出所）財務省「法人企業統計」、日本銀行「金融経済統計月報」

限界利益率との関係を見ると、先行・遅行の関係がなく概ね動きが一致しており、2009年になってからは急速に改善し、経常利益を押し上げる要因となっている（図表5）。ただし、交易条件の改善にはすでに歯止めがかかっており、今後は企業物価の上昇にともなって悪化が進むと予想される。このため、製造業と同様、2010年度には経常利益の押下げ要因となると思われる。

図表8 限界利益と交易条件（非製造業）

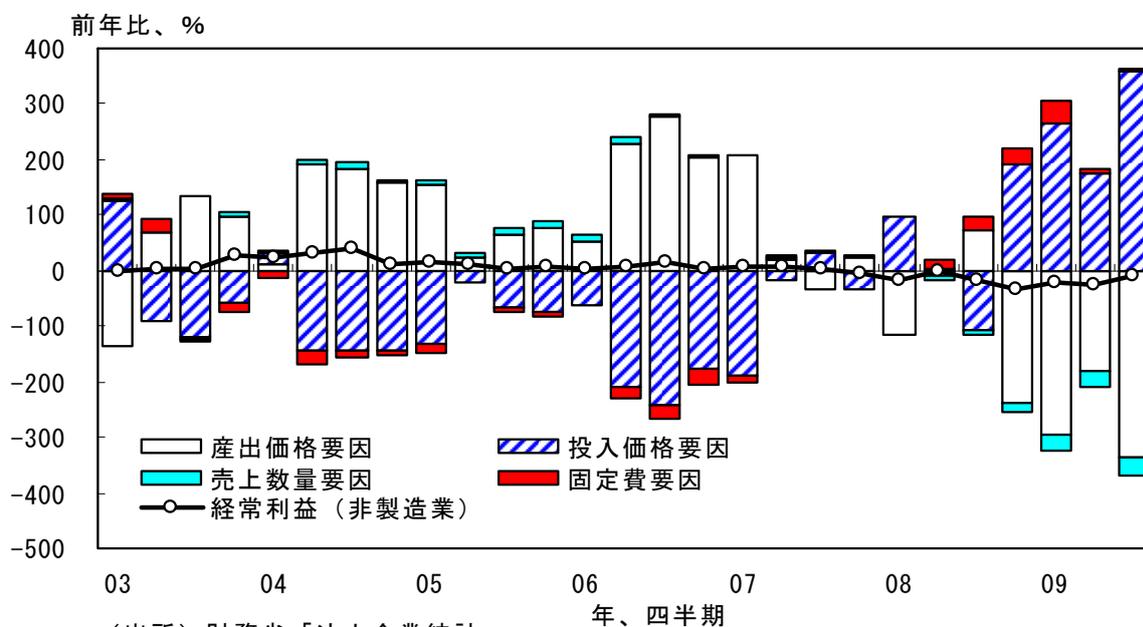


（注）非製造業交易条件指数＝消費者物価指数÷国内企業物価指数×100

（出所）財務省「法人企業統計年報」、総務省「消費者物価指数月報」、日本銀行「金融経済統計月報」

第三次産業活動指数が非製造業の売上数量の変動を示すと考えて（売上高＝第三次産業活動指数×産出価格）、経常利益の増減率を寄与度分解すると、2008年の秋以降は、産出価格（販売価格）が下落して経常利益のマイナス要因となる半面、投入価格（仕入れコスト）がそれを上回って下落し経常利益を押し上げている（図表9）。また、産出価格の下落によるマイナスの寄与度と比べると売上数量の落ち込みによるマイナスの寄与度の方が小さく、売上数量が経常利益の大きな押下げ要因となっている製造業とは異なる。

図表9 経常利益の推移と要因分解②（非製造業）

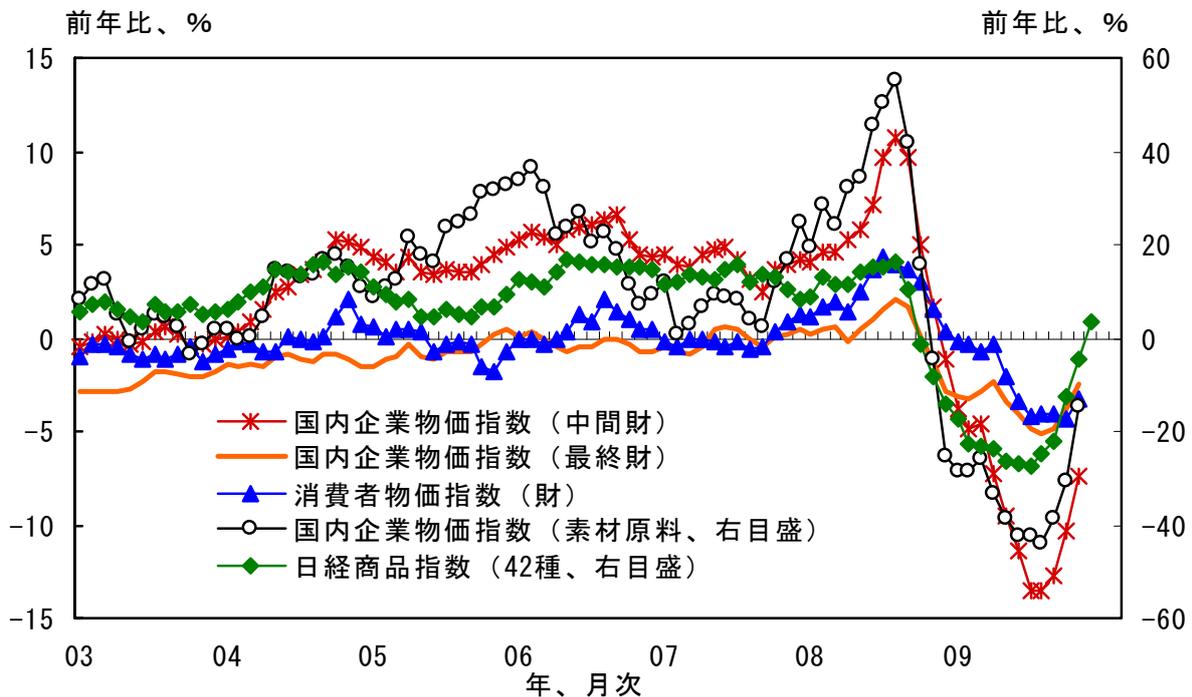


（出所）財務省「法人企業統計」、
日本銀行「金融経済統計月報」、経済産業省「全産業活動指数」

足元の物価動向をみると、日経商品指数（42種）がすでに2009年12月に前年比+3.6%と1年3か月ぶりにプラスに転じており、国内企業物価のうち素材原料についてもマイナス幅が急縮小してきている（図表10）。

このように川上から物価上昇圧力が強まりつつあり、今後は次第に川下の物価に対しても上昇圧力がかかってくると考えられる。このため、限界利益率についても、まずは国際商品市況の価格変動の影響を受けやすい製造業から低下が始まり、次第に非製造業においても低下圧力が強まってくると予想される。

図表 10 各種物価の動向



(出所) 日本銀行「物価指数月報」、総務省「消費者物価指数月報」、日本経済新聞

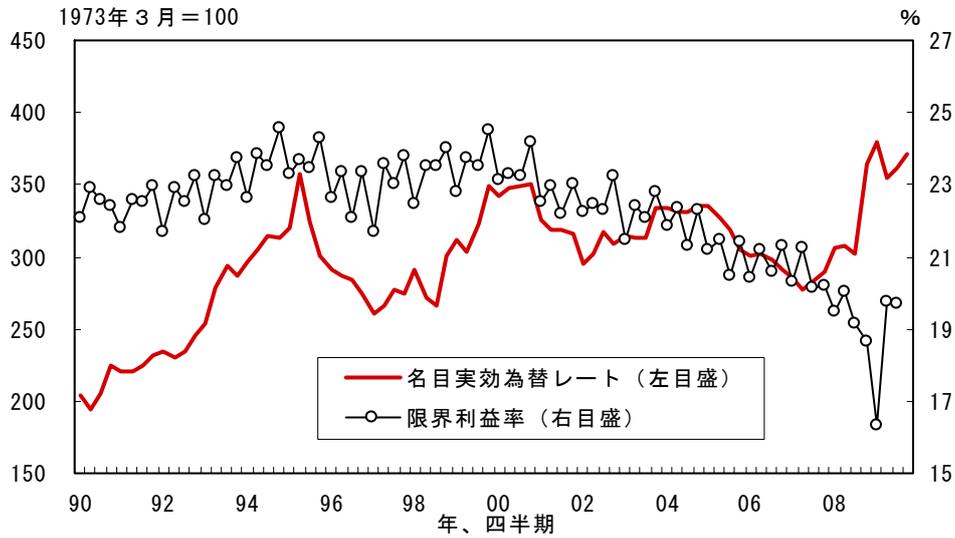
②円高が企業業績に与える影響

為替市場では 2009 年 11 月に一時 1 ドル＝84 円台まで急激に円高が進んだ。円高は輸入価格の下落を通じて投入価格を低下させるため、製造業の交易条件にとってはプラス要因である。しかし、円高は同時に輸出価格の下落要因にもなるため（円高局面において、輸出先での現地通貨建ての販売価格を変更しないためには、円建ての輸出価格を引き下げざるを得ない）、必ずしも限界利益率の動きとは一致しない（図表 11）。また、販売価格の変動を通じて輸出数量に影響を及ぼすため、円高によって限界利益率要因がプラスに寄与したとしても、売上数量要因のマイナスによって経常利益の押下げ要因になる可能性もある。

ただし、為替が円高になっても輸出価格を引き下げなくても販売が可能であるもの、例えば付加価値の高く、国際市場において価格競争力がある製品の輸出比率が高ければ、売上数量への影響は軽いはずである。しかし、高付加価値化指数²の動向をみると、2007 年の初めをピークに低下に転じている。

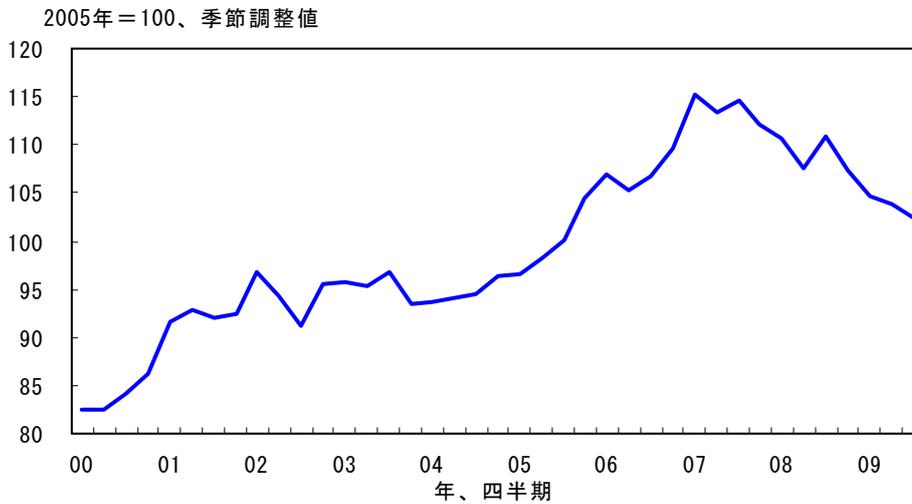
² 輸出価格は輸出額を取引数量の合計で割って求めるため、価格変化に物価上昇分だけでなく、品質・性能の変化による価格変動や高付加価値品目の構成比変化による価格変動が含まれる。一方、輸出物価指数は基準年でウェイトが固定され、質の変化による価格の変化が反映されないため、前者を後者で割ることで、質の変化を把握することができる。

図表 11 限界利益率と為替の推移（製造業）



（出所）財務省「法人企業統計年報」、日本銀行「金融経済統計月報」

図表 12 高付加価値化指数の推移

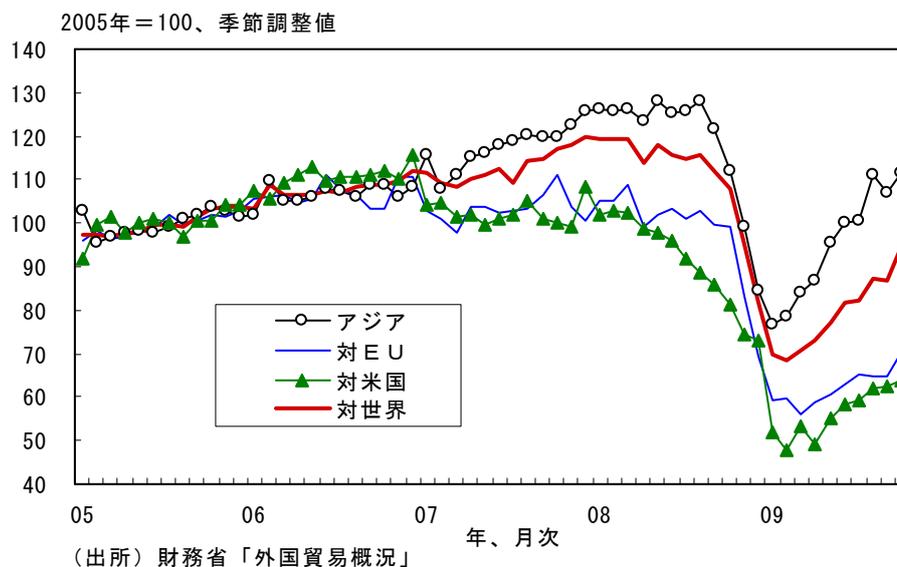


（注）高付加価値化指数＝輸出価格指数÷輸物価指数×100
（出所）日本銀行「金融経済統計月報」、財務省「貿易統計月報」

これは、主要な輸出先が欧米からアジアにシフトしていることが一因であると考えられる。新興国と先進国とでは、経済の成熟度の違いにより、必要とされる財の種類や品質が異なる。一般に、新興国では各種製品が普及段階にあるため、まずは付加価値が低くて価格が安いもの、いわゆるローテク製品が選好される傾向がある。このため、主要な輸出先がアジアを中心とした新興国にシ

フトした場合、日本が得意とする付加価値の高い製品の輸出が伸びるとは限らない。高付加価値化指数が低下し始めたタイミングにおいては、欧米への輸出が落ち始める一方で、アジアへの輸出は堅調な伸びを保っていたことがわかる（図表 13）。

図表 13 地域別輸出数量指数

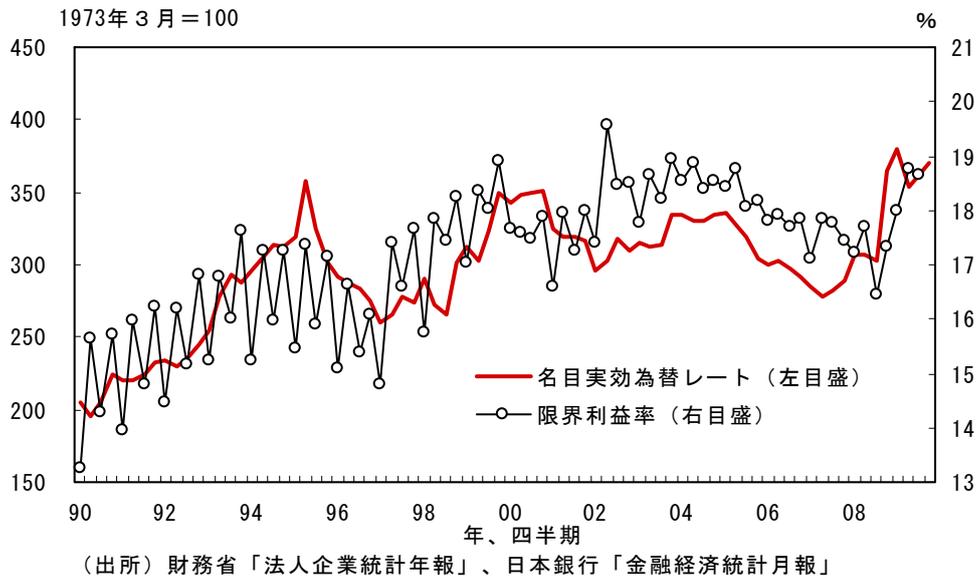


一方、円高は非製造業の交易条件にプラスに効きやすく、為替レートと限界利益率の動きはかなり似た動きをしている（図表 14）。これは、製品の輸入割合が高まっていることや、輸入浸透度（国内の流通商品に占める輸入品の割合）が高まっていることなどが要因であると考えられる³。すなわち、原材料の価格は企業物価の変動を通じて非製造業の仕入れコストに間接的に影響するが、製品の輸入比率や輸入浸透度の上昇で、円高が直接的に非製造業の仕入れコストを押し下げやすくなっているのである。

ただし、現在のデフレ経済下では、販売価格に値下げ圧力がかかっており、円高のメリット（交易条件の改善幅）が小幅となる可能性がある。さらに、日銀短観の業況判断DIの動きからも確認できるように、非製造業の業績は製造業の生産活動の影響を受けやすくなっており、限界利益率が改善しても、円高によって製造業の業績が悪化すれば、その影響は非製造業にも及んでしまう。

³ 製品の輸入割合は、1980年度の20.3%から1990年代後半から2000年代半ばにかけて6割程度まで上昇したが、その後原油価格の急騰の影響を受けて低下に転じ、2008年度は44%となっている。また、輸入浸透度は製造業全体で、1998年度の15.7%から2008年度には20.5%に上昇した。

図表 14 限界利益率と為替の推移（非製造業）



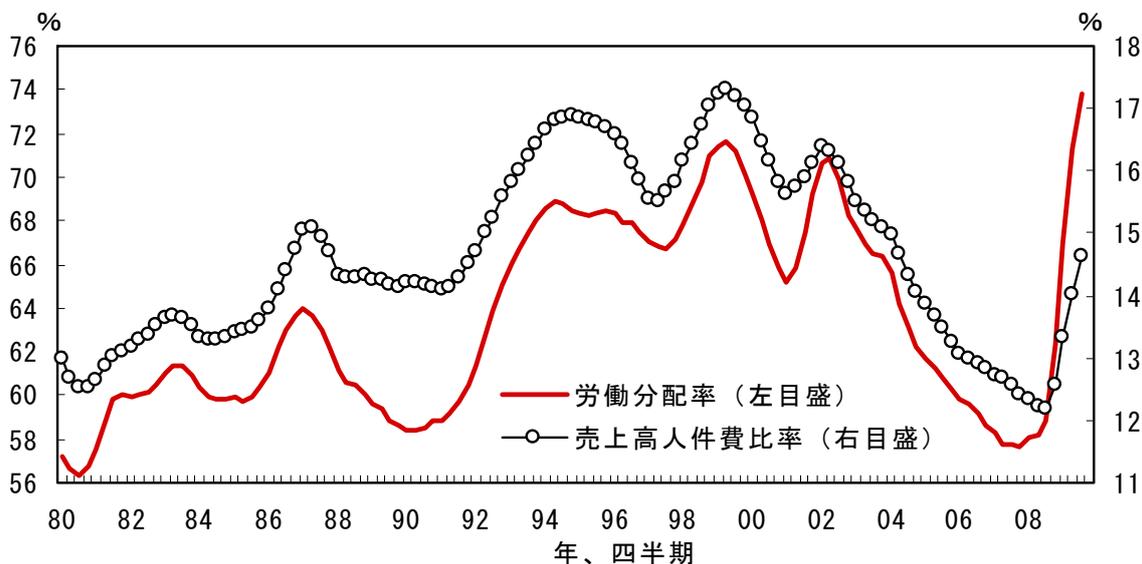
全産業に占める売上高の割合など規模の面では非製造業のシェアの方が高く、比較的長めの期間で考えると、円高は産業全体に対しては交易条件・限界利益率の上昇を通じて利益の押し上げに寄与するであろう。しかし、現状のように輸出の高付加価値化が後退している局面では、円高が進んで輸出価格を引き上げれば、輸出数量へのマイナス効果が大きくなる可能性が指摘される。輸出頼みの景気の持ち直しであるだけに、製造業の業績悪化は非製造業にも波及しやすいと予想され、今後再び円高が進めば企業業績全体にとって大きなマイナス要因となる懸念がある。12月調査の日銀短観では、円高が進んだことを受けて2009年度下期の想定為替レート（大企業製造業）が1ドル=91.16円に変更されたが（9月時点では同94.08円）、これを大きく上回る円高が続けば、事業計画の下方修正を余儀なくされるであろう。12月調査の日銀短観の2009年度下期の製造業売上高計画では、国内向けが前年比±0%であるのに対し、輸出は同3.2%と増加が見込まれているが、実績が前年比で減少する可能性もある。

③人件費の削減が続く

企業の固定費削減努力が続けられており、固定費の中でも最大のシェアを占める人件費の削減が利益の下支え要因になっていることはすでに述べた（図表4、5）。それでも足元の労働分配率や売上高人件費比率といった経営指標をみると、いずれも高い水準にあり、製造業・非製造業ともに人件費の削減余地の大きいことを示している（図表15、16）。12月調査の日銀短観の雇用人員判断

DIも、ピークアウトしたとはいえ、製造業を中心に水準は高い。このため、人件費の削減については、引き続き削減圧力が続けられる見込みである。

図表 15 労働分配率と売上高人件費比率（製造業）

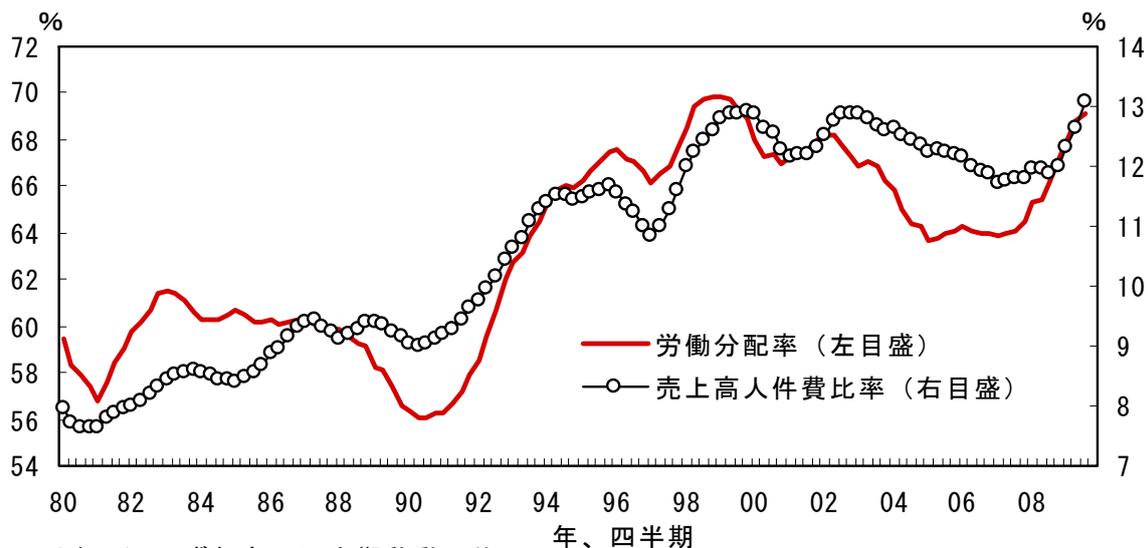


(注1) いずれも4四半期移動平均

(注2) 労働分配率 = 人件費 ÷ (人件費 + 経常利益 + 支払い利息・割引料 + 減価償却費)

(出所) 財務省「法人企業統計」

図表 16 労働分配率と売上高人件費比率（非製造業）



(注1) いずれも4四半期移動平均

(注2) 労働分配率 = 人件費 ÷ (人件費 + 経常利益 + 支払い利息・割引料 + 減価償却費)

(出所) 財務省「法人企業統計」

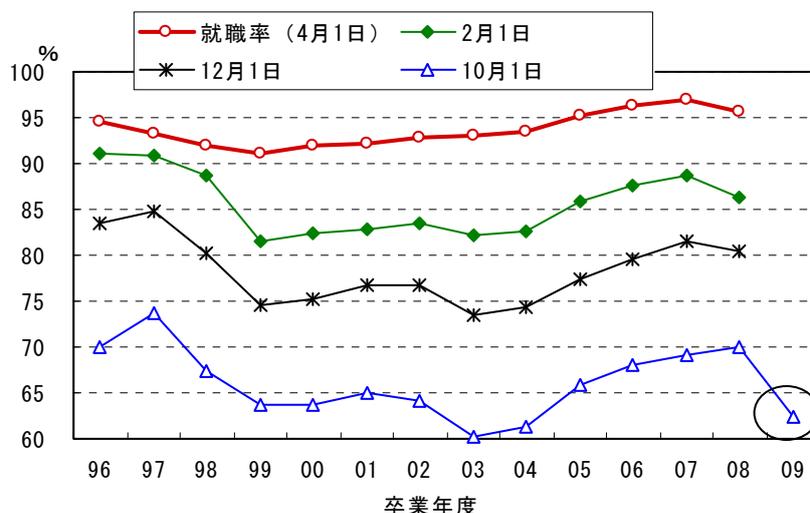
一人当たり人件費については、所定外賃金の落ち込みが一巡するなどのプラス要因はあるものの、春闘での大幅な賃上げが期待できない上、ボーナスが増加に転じるほど企業業績が回復していないことから判断して、落ち込み幅は縮小してくるものの、2010年度中に前年比でプラスに転じることは難しそうである。

一方、雇用者数の面では、月次の経済指標において失業率が高水準ながらもピークアウトし、有効求人倍率も底打ちするなど、環境の急速な悪化には歯止めがかかっている。それでも、雇用者数が2010年度中に前年比で増加に転じることは難しいであろう。中でも、今後は新卒採用など若年労働者の雇用環境が悪化する懸念が残る。

一般に、企業が人件費を削減する際には、まず残業時間を減らすことで対応し、その後、契約を延長しない形で非正規雇用の削減を行う。さらに必要であれば、一時的な休業や、学生の新規採用を抑制することで定年などによる退職者を補充せず、正社員の自然減を進める。早期退職制度創設などによって正社員の削減に踏み切るのは最後の手段である。

2009年3月に卒業した大学生の就職率をみると、前年から若干低下したものの、景気が低迷する中であっても95.7%と高い水準を保っている（図表17）。これは、景気が急速に悪化した2008年秋の時点ですでに多くの学生が内定済みであったためであると思われる。実際に2008年10月1日時点での内定率をみると、前年の水準よりも高くなっている。経営環境が急速に悪化し、雇用過剰感が高まる中で、企業は大量の新卒採用を行ったのである。一部で内定切りといった行動も見られたが、数は多くはなかった。

図表 17 就職内定状況（大卒）

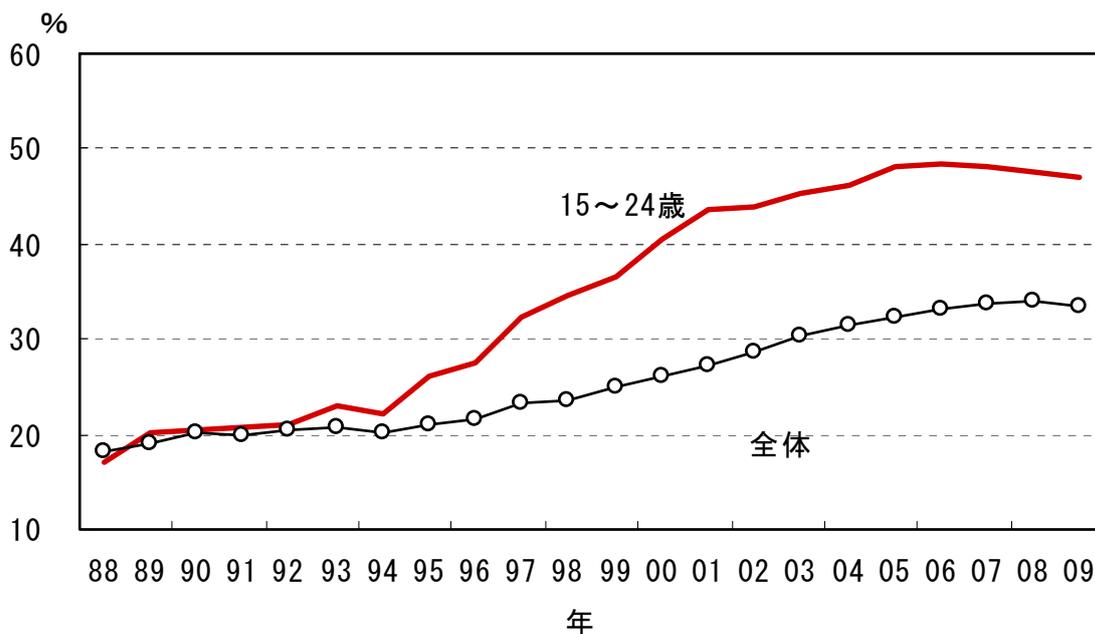


(出所) 文部科学省「大学等卒業予定者の就職内定状況調査」

一方、2010年3月に卒業する予定の大学生の2009年10月1日時点の内定率は、前年の69.9%から62.5%に急低下している。前年の大量採用の結果、正社員の自然減を進めるところか過剰雇用を抱えることになった企業が、翌年度の新卒採用を抑制する、もしくは見送る計画であるためと考えられる。98年～2002年にかけて新卒学生の就職率が著しく悪化し就職氷河期と呼ばれたが、来年度の就職率はこの当時の水準まで低下する懸念がある。

新卒採用が大幅に削減される結果、若年層で大量に失業者が発生したり、正社員になれずフリーター生活を余儀なくされる若者が増えてこよう。雇用者の非正社員化の動きは1990年代半ばから進んだが、中でも若年層においては、全体を大幅に上回るペースで比率が高まっていった（図表18）。最近ではその傾向に歯止めがかかっており、全体の比率が高止まる中でも若干低下していたが、今後は再び上昇に転じる可能性が高い。

図表18 雇用者に占める非正規雇用の割合

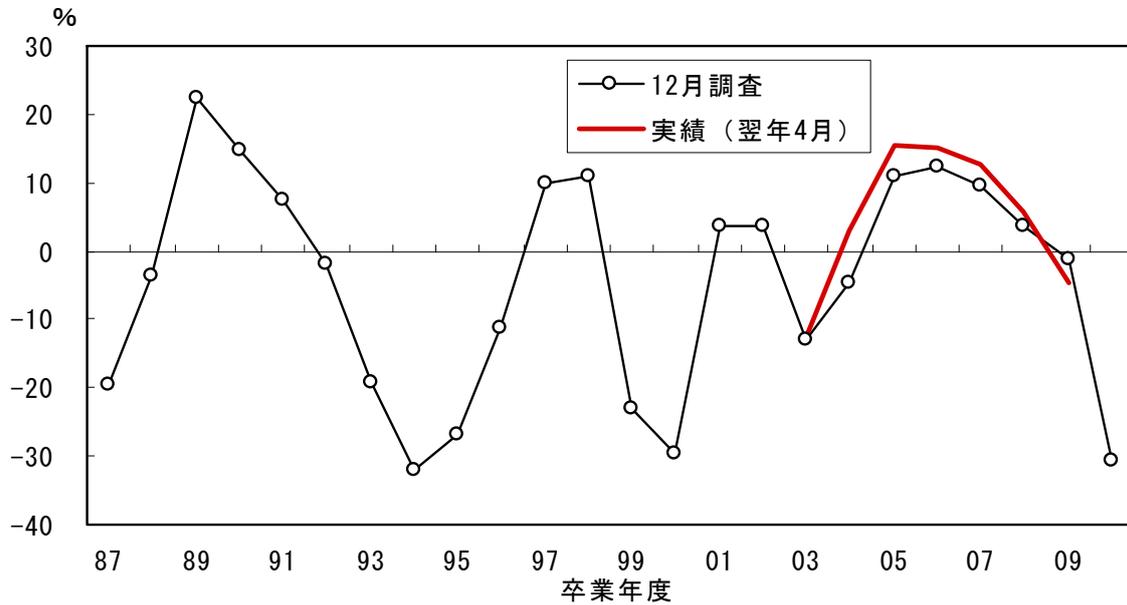


（注）2001年以前は各年2月の値、2002年以降は1～3月の平均値

（出所）2001年以前は「労働力調査特別調査」、
2002年以降は「労働力調査詳細集計」

実際に12月調査の日銀短観における新卒の採用計画をみると、2010年度の大企業の新卒採用計画は前年比-30.5%と大幅なマイナスとなっている（図表19）。過去の計画と実績を比較してみても、12月の時点での計画が、その後大きく変更されることはないため、2010年4月入社の新卒の就職率がかなり低下する懸念がある。

図表 19 新卒採用計画（大企業、前年比）



（注）当該年度末卒業予定者を対象とした毎年12月調査の調査
 （出所）日本銀行「企業短期経済観測調査」

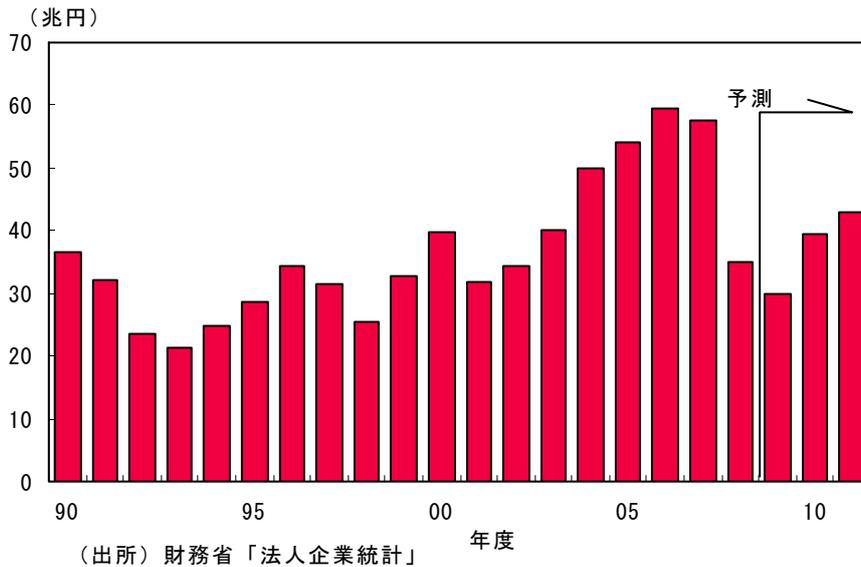
人件費の削減は企業の利益にとってはプラスの要因である。しかし同時に、雇用者の所得が減少し、それが個人消費を抑制するという面もある。企業の人件費の削減が続く間においては、特に内需の動向に強く影響される非製造業にとって厳しい経営環境が続くであろう。

4. 企業利益と設備投資の見通し

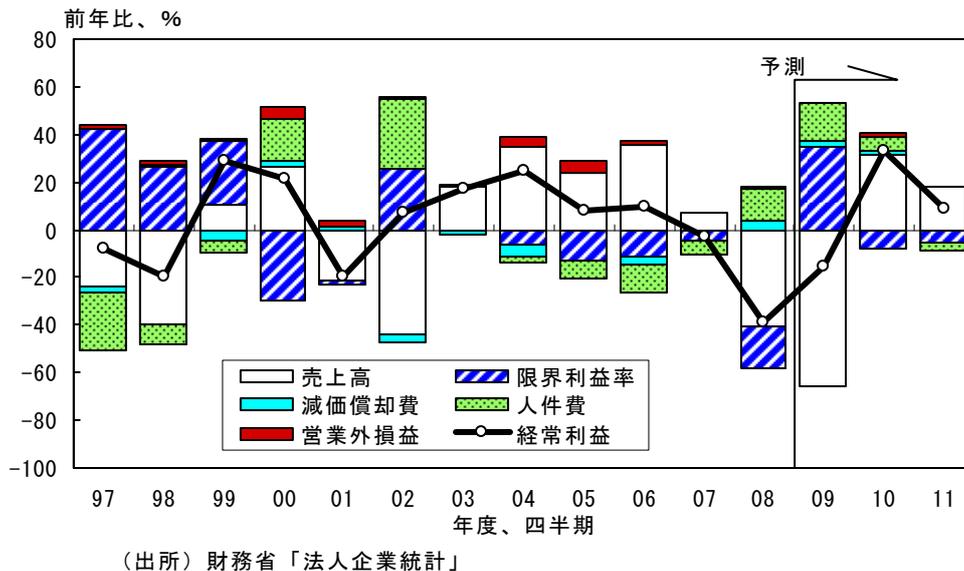
以上検討してきたことを踏まえて、企業利益（全産業）の見通しはどうか考えてみよう。結論から述べると、2009年度は減益が続くが、2010年度には増益に転じ、2011年度も増益が続きそうである。しかし、経常利益の水準は低いままであり、決して楽観的になれる状況ではない（図表 20）。

まず、2010年度の経常利益が増益に転じる最大の要因は売上高が伸びるためであるが、これは輸出を中心とした数量要因によるものであり、デフレ経済下では販売価格を引き上げづらい状況が続くであろう（図表 21）。一方、輸入物価の上昇を通じて仕入れコストが増加すると予想され、販売価格低迷・仕入れコスト増加から2009年度は改善した限界利益率が2010年度には悪化に転じ、経常利益を押し下げる要因となってくる。一方、人件費の削減は人員・一人当たり賃金の両面で続き、利益を下支えする要因として効き続ける。

図表 20 経常利益の見通し（全産業）



図表 21 経常利益の要因分解（全産業）



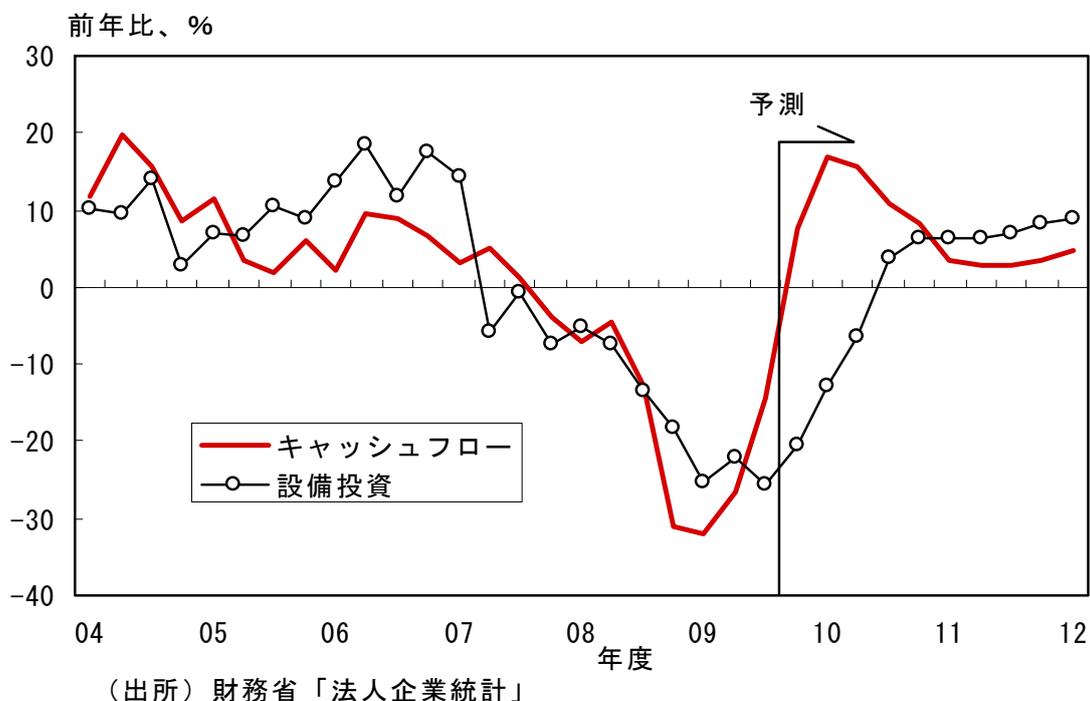
2011 年度も輸出の増加が続くと予想され増益が続こうが、伸びは鈍化する見込みである。人件費の削減効果が一巡してくることに加え、限界利益率の悪化が続くためである。雇用者の所得の落ち込みはさすがに止まってこようが、個人消費が堅調となるほど増加することは期待しづらく、販売価格の低迷は続くであろう。

米国では利上げが予想される半面、日本では低金利政策が継続されると考えられることから、為替は 2010～2011 年度にかけて緩やかな円安が進むと想定し

ているが、前述したように1ドル=90円を越えるような円高に振れることなれば、短期的には売上数量を減少させる要因として効くことになるため、産業全体の経常利益にとってもマイナス材料となる見込みである。

以上のような利益の予想を前提とすれば、設備投資は、改善してくるものの、その勢いは弱いものにとどまりそうである。キャッシュフローは設備投資に先行して変動するが、2009年中には前年比ベースでプラスに転じ、2010年度にかけてはプラス幅が拡大していく見込みであり、それを受けて設備投資も改善傾向に転じると期待される（図表22）。もっとも、キャッシュフローの増加ペースは経常利益と同様、次第に鈍化してくるため、設備投資も高い伸びは期待できない。

図表22 キャッシュフローと設備投資の予想（全産業）

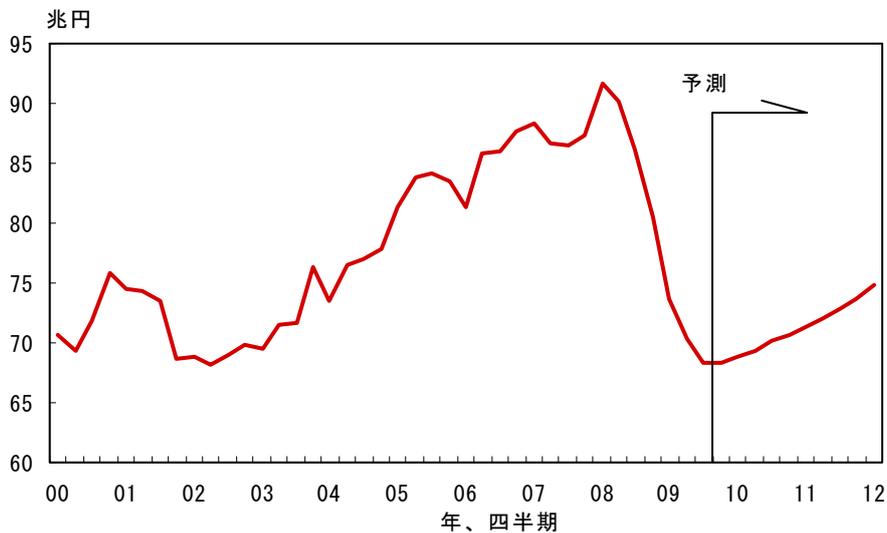


こうした予測値を、実質設備投資の水準でみたものが図表23である。水準では、ほぼ足元がボトムになると思われ、今後は前期比ベースで増加傾向が続く見込みである。しかし、緩やかな増加ペースにとどまり、設備投資額は低水準にとどまると考えられる。

ここでは、設備ストックの状況や企業の設備過剰感については詳しく言及しないが、12月調査の日銀短観において、製造業の生産設備判断D I（「設備が過剰と答えた企業の割合」-「設備が不足と答えた企業の割合」）の水準が高く、企業の設備過剰感が依然として強いままであるなども、新規の投資を抑制する

要因になると考えられる。

図表 23 実質設備投資（季節調整値）



（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

5. おわりに

以上みてきたように、企業活動は最悪期を脱し、製造業を中心に持ち直しの動きが続いている。しかし、そうした改善の動きも、設備投資や雇用・賃金の増加にはつながりづらく、景気のけん引役としては力不足である。景気の持ち直しは、引き続き外需と政策効果に頼らざるを得ない状況が続くであろう。

【参考文献】

三菱UFJリサーチ&コンサルティング調査部『2009／2010年度経済見通し（2009年12月）～懸念は高まるも二番底は回避される～』2009年12月10日