
けいざい早わかり 2011 年度第 3 号

日米欧の企業業績の動向

【目次】

- Q1 . 東日本大震災を受けて日本の企業業績はどうなっていますか？ p.1
- Q2 . 2011 年度の日本企業の業績見込みについて教えてください p.2
- Q3 . 米国の企業収益の回復が顕著と聞きました p.4
- Q4 . 欧州の企業収益の現状とリスクを教えてください p.6

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

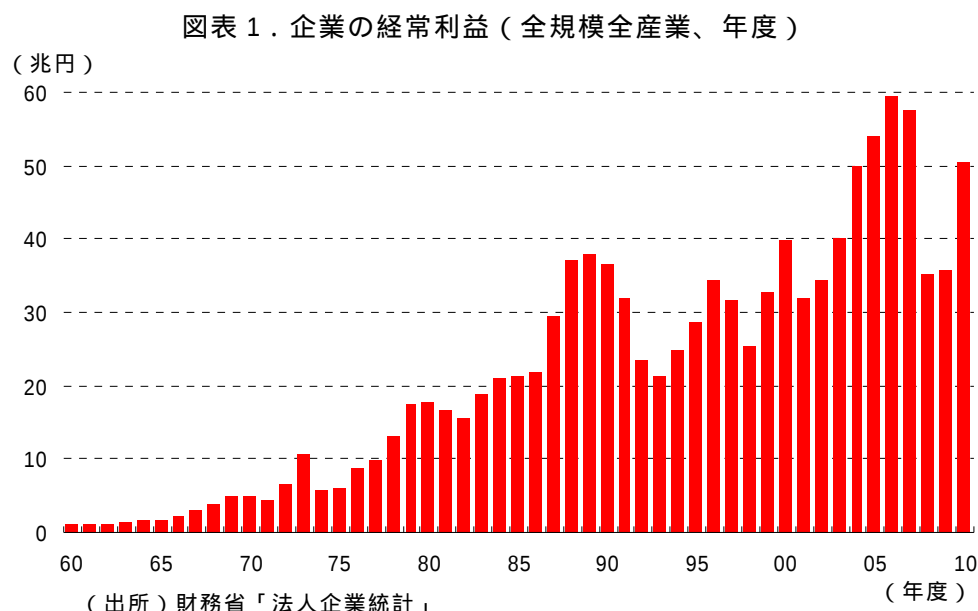
調査部 小林 真一郎 (chosa-report@murc.jp)

〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4

TEL: 03-6711-1250

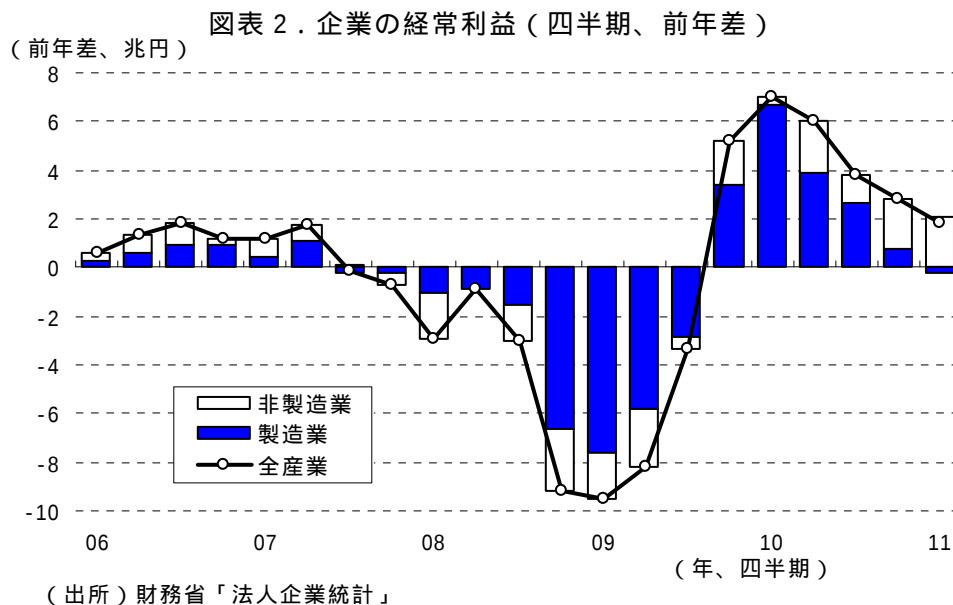
Q 1 . 東日本大震災を受けて日本の企業業績はどうなっていますか？

- ・ 6 月 2 日に発表された法人企業統計¹によれば、2010 年度の企業業績（全規模全産業）は売上高が前年度比で + 7.7%、経常利益が同 + 40.4% と増収増益となりました（図表 1）。これは、昨年夏から秋にかけて景気が一時的に踊り場に入る局面があり、3 月 11 日には東日本大震災が発生しましたが、2010 年度を通じてみると企業の経営環境が比較的良好な状態に維持されたためです。中でも、製造業の経常利益は同 + 69.1% と堅調に増加しました（非製造業は同 + 29.0% ）。
- ・ こうした業績回復を反映し、上場企業の 2011 年 3 月期の配当総額は前年の水準を上回ると見込まれています。また、企業業績の改善に伴って法人税収も増加しており、2010 年度の一般会計税収が補正予算時の見積もり（2010 年 10 月時、39.6 兆円）を上回る可能性が高まっています。



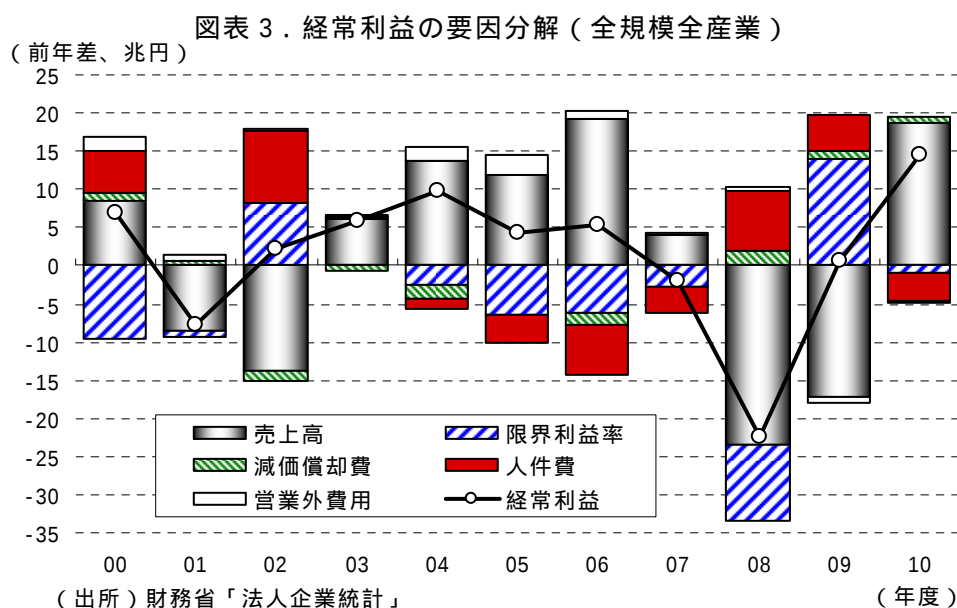
- ・ もっとも、四半期ごとの企業の経常利益の動きをみると（図表 2）、2011 年 1～3 月期の経常利益は、6 四半期連続で前年同期の水準を上回っているものの、増加ペースは鈍化しています（季節調整値では前期比 + 9.8% と 7 四半期連続の増益）。特に製造業では、東日本大震災の発生による直接的な被害に加え、サプライチェーンの寸断、電力不足、流通の混乱などの影響が大きく、前年比では減益に転じています。また、震災の被害により多額の特別損失を計上した企業も多く、税引き後利益でみれば 1～3 月期は大幅に落ち込んでいます。

¹ 1～3 月期の結果については、東日本大震災の影響の大きかった岩手、宮城、福島 の 3 県の結果を回収できなかったため、3 県が全国平均値と同様の結果になったもの仮定しています。財務省は被災地のデータもそろった確報値を 7 月 29 日に公表する予定です。



Q 2 . 2011 年度の日本企業の業績見込みについて教えてください

- ・ 2011 年度の企業業績は、決して楽観視できる状態ではありませんが、時間がたつにつれて持ち直しの動きが広がってくると考えられます。
- ・ 年度ごとの経常利益の増減を要因分解したのが図表 3 です。これをみると、2008 年度に経常利益が急減したのは、原油など国際商品市況の急騰により限界利益率²が低下したことに加え、世界経済の悪化やリーマンショック発生後の世界的な金融危機を受けて売上高が急減したことが原因であったことがわかります。2009 年度には、国際商品市況が急落したため限界利益率は増益要因となりましたが、売上高の低迷が続いたことが経常利益の回復を遅らせる原因となりました。

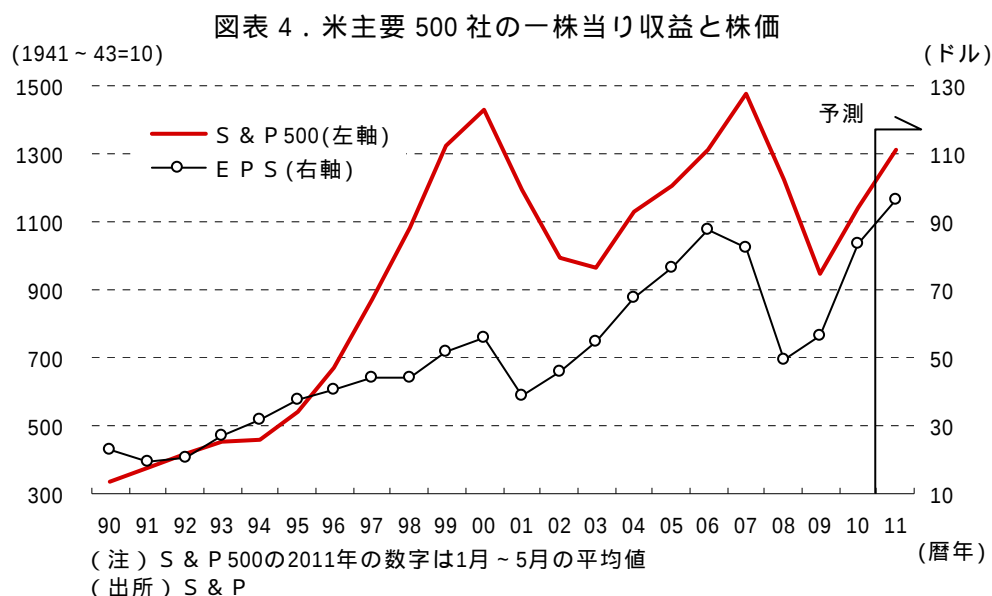


² 限界利益率とは限界利益（売上高から原材料価格などの変動費を除いたもの）を売上高で割ったもので、数値が高いほど売上高が増加した際の利益の増加が大きくなります。

- ・しかし、2010年度は内外経済の回復に伴って売上高が増加に転じたため、経常利益は大きく押し上げられました。その一方で、業績の低迷期に経常利益を下支えした人件費の削減効果が一巡し、2010年度には人件費が経常利益の押し下げ要因になりました。また、再び国際商品市況が上昇に転じたため、限界利益率の利益の押し上げ効果もなくなっています。
- ・2011年度は、特に上期において、売上高は低水準にとどまる懸念があります。震災からの復旧が進んでいるとはいえ、完全に復旧するまでにはまだ時間がかかりそうです。夏場には電力不足によって企業活動は一時的に制約されると見込まれます。また、4、5月の経済指標をみると、2011年度に入ってから売上高は、実際はかなり落ち込んでいるものと考えられます。
- ・さらに、震災からの復旧が進む中であっては企業が本格的な雇用調整に踏み切ることはないと見込まれ、人件費の削減が経常利益を押し上げる効果は期待できません。限界利益率についても、2011年度に入ってから国際商品市況の上昇に歯止めがかかっているとはいえ、これまでのコスト上昇分を最終販売価格に転嫁していくことは難しく、利益の押し上げ効果は期待薄です。
- ・もっとも、景気はすでに最悪期を脱したものと考えられます。足元の企業業績の悪化は、需要が落ち込んでいるためというよりも、供給制約によって十分に需要に応じられないためといえるでしょう。このため、震災からの復旧が急テンポで進みつつあり、製造業の生産活動も既に底入れしている可能性があることから判断すると、今後は売上高も回復に転じると思われます。
- ・需要面でも底堅い動きが予想されます。まず、公共投資を中心とした震災後の復興需要が景気を押し上げると期待され、企業業績にもプラス要因となります。海外景気の回復が継続していることも、輸出回復を通じて企業業績を回復させると見込まれます。さらに個人消費についても、自粛ムードが徐々に後退してくることに加え、供給体制が整備されるのに伴って先送りされた需要が実現化されることになりそうです。
- ・このように、震災後の日本経済はV字回復を達成することになりそうで、7～9月期以降は実質GDP成長率のプラス推移が定着すると予想されます。このため企業業績においても、2011年度全体では経常利益は減少する可能性があります。年度末にかけては急速に持ち直していくものと期待されます。
- ・懸念材料を挙げるとすれば世界経済の動向です。需要が大きく回復していくためには、内需だけでなく、外需の伸びも不可欠です。世界経済、中でも中国を中心としたアジア経済の伸びが、金融引き締めやインフレ加速によって急速に鈍化する事態になれば、輸出の伸び悩みが企業業績の回復に水を差すことになりかねません。

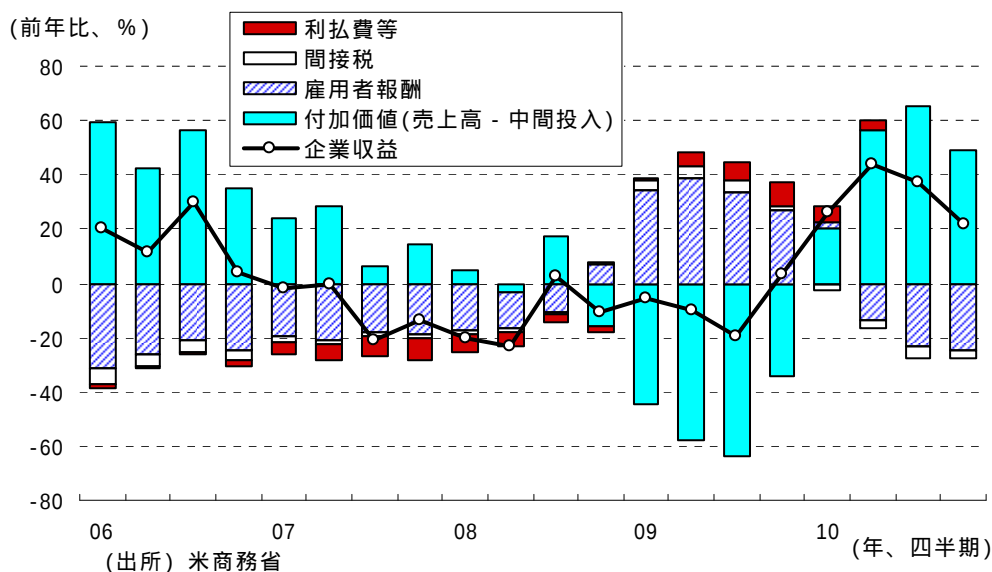
Q 3 . 米国の企業収益の回復が顕著と聞きました

- ・米国の主要 500 社の企業収益は、2010 年に 48% 増益を達成した後、2011 年についても 15% の増益が見込まれており、こうした企業収益の回復に歩調を合わせて株価も底堅い推移が続いています（図表 4）。
- ・業種別にみると、資源価格の上昇や新興国の経済成長の恩恵を受けて、エネルギーや素材関連企業がけん引役となっています。エクソンモービルやアルコア、デュポンなどの企業です。また、グーグルやアップルなどハイテク企業の業績も予想以上に堅調です。直近 1～3 月期決算では、アップルが好調だった前年と比べさらに 2 倍近い増益を達成したことがポジティブ・サプライズとなりました。また、モバイル・コミュニケーションの波に乗り遅れ、成長鈍化が懸念されていたインテルにおいて、企業のサーバー向け半導体の出荷が過去最高を記録したことも話題となりました。



- ・米国企業の業績をみると、雇用削減などのリストラによる収益回復よりも、新しい利益分野を積極的に確保できていることが収益を押し上げています。マクロ（GDP ベース）の企業収益の変動要因をみると、景気低迷が続いた 2009 年はリストラによる人件費の削減（＝雇用者報酬の減少）が企業収益を押し上げていました（図表 5）。しかし 2010 年になると、人件費が増加に転じたものの、付加価値（売上高 - 中間投入）の増加が収益を押し上げる構図が鮮明になっています。
- ・一方、今後のリスク要因は景気の減速とコストの増加です。米国と新興国の両方で景気減速の兆候があらわれています。そうした中、資源価格の動向をみると、一段の上昇には歯止めがかかっていますが、1 年前と比べずいぶん高い水準にあり、今後は企業利益を圧迫する原因となる懸念があります。

図表 5．米企業収益の変動要因



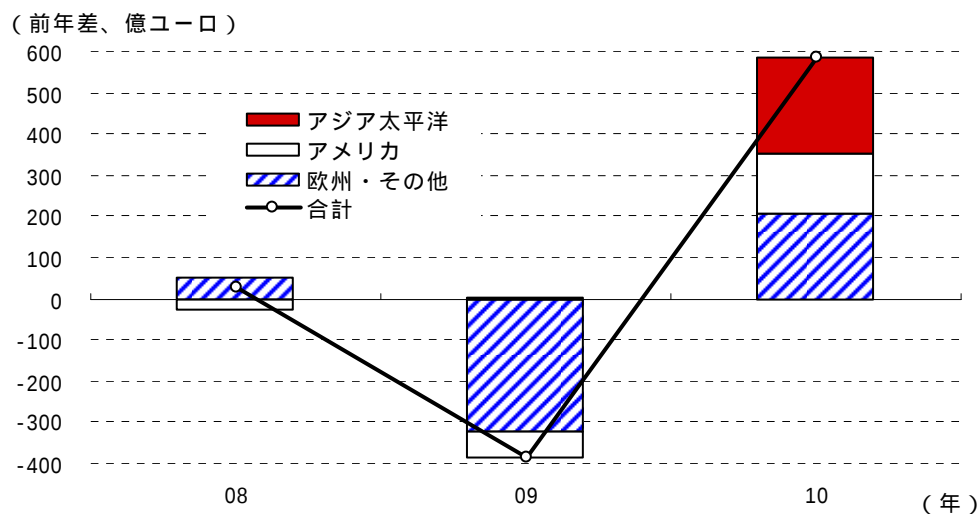
- ・特に、ガソリン価格上昇の影響が懸念される小売業界では、サックスやニーマン・マーカスなど高級百貨店の売上高が拡大する一方、多くの消費者がガソリン高を受けて節約志向を強めていることを背景に、J C ペニーのようなミドル・クラスに分類される百貨店の売上げは低迷し、これまで以上に二極化傾向が顕著に現れています。日本でも馴染深いギャップは、高くも安くもない価格帯に位置づけられるため、富裕層を取り込めない上に、一般消費者への価格訴求力も低下し業績低迷が顕著です。
- ・また、新興国の景気が減速すれば、これまで新興国でのシェア拡大が収益を押し上げてきたコカ・コーラ、マクドナルド、キャタピラーなどのグローバル企業においても、収益拡大が頭打ちとなるでしょう。
- ・金融では、景気回復の恩恵を受け信用コストの低下（引当金の減少）が収益を押し上げてきましたが、金融規制強化の影響により収益率が伸び悩んでいます。さらに足元では、住宅価格が再び下落に転じ、信用コストの減少に依存した収益回復も一服する懸念があります。
- ・米国景気が心配したほど悪くならない場合、企業収益も底堅い動きになると期待できますが、一方で、景気減速が思いのほか強まれば、企業収益も期待されたほど伸びないでしょう。今後は景気の減速度合いが米企業の増益率を左右する要因になります。
- ・もっとも、米国企業の収益回復の鍵を握るのは、最終的には個々の企業の競争力です。自動車市場での韓国メーカーの台頭や、ビッグスリーの復活、IT分野でのモバイル・コミュニケーションやSNSの興隆など、業界のダイナミックな変化の取り込みが個々の企業業績に明暗を落としています。このため、今後も構造改革が進んでいる企業、新市場を開拓した企業と出遅れが目立つ企業の二極化が進むことになるでしょう。

Q 4 . 欧州の企業収益の現状とリスクを教えてください

- ・ 欧州企業の収益の回復要因をみるために、けん引役のドイツ主要メーカーの地域別売上高をみてみましょう（図表 6）。これによると 2010 年は、欧米での売上高の落ち込みに歯止めがかかったことに加え、アジア地域での売上高が急増したことがわかります。中国、インド、アセアンなどの成長市場で市場シェアを確保し売上げを拡大させていることが、収益を押し上げているのです。ユーロ安が日本や韓国企業に対し競争優位を高めたことに加えて、品質の高さが市場シェアの確保で優位に立つ要因との評価も定着し始めています。自動車メーカーでは、利益率の高い高級車種の販売が伸びています。
- ・ 財政危機による混乱が心配されますが、ギリシャやポルトガルなどは経済規模が小さいため欧州景気への影響は限定的です。さらに、新興国での売上高の増加が企業収益の押し上げ要因になっているため、財政危機が欧州の企業収益の抑制要因になるリスクは小さいでしょう。一方、企業業績にとっての最大のリスクは中国経済の減速です。中国経済が想定以上に減速すれば、企業収益にも予想外の影響が免れないと警戒する声が広がっています³。
- ・ 各国政府が歳出削減を強めていることも、業種によっては収益悪化要因となります。欧州各国は、政府の補助金をテコに新エネルギーの普及を促進してきましたが、すでに、ドイツ、フランス、イタリアなどで補助金を引き下げる動きが広がっています。太陽光発電の独Qセルズなど環境分野で世界的な企業が数多くありますが、こうした企業は緊縮財政の影響を強く受けそうです。
- ・ このほか、エネルギー価格上昇にともなうコスト増が収益の圧迫要因となることは、日米企業と同様です。また、内需型より外需型企業の優位となる構図も顕著です。独小売最大手メトロは、アジアや中南米での売上高が増加する一方、スーパー・百貨店という業態が災いし、内需の回復をうまく取り込めていないなど構造的な問題が指摘されています。

³ 2010 年 8 月 19 日のウォールストリート・ジャーナル紙においても、ドイツの自動車メーカーの収益拡大が中国依存を強める構図の危うさが指摘されています。

図表 6 . ドイツ主要企業の地域別売上高



(注) ドイツ主要企業(フォルクスワーゲン、ダイムラー、BMW、ポッシュ、シーメンス)の地域別売上高の変化を各社の年次報告書より作成

お問合せ先 調査部 小林 真一郎

E-mail : chosa-report@murc.jp

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所:三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要です。当社までご連絡下さい。