

---

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ (2012年8月号)

---

### 【目次】

- 1. 今月のグラフ..... p.1  
    ~ 「結婚指輪は金よりもプラチナ」は正しいのか? ~
- 2. 景気概況 ..... p.2  
    ~ 景気は緩やかに持ち直している ~
- 3. 今月のトピック: なぜ非製造業の収益力が高まっているのか ..... p.3 ~ 14  
    ~ 背景には大企業非製造業のグローバル化 ~
  - (1) 高まる非製造業の収益力
  - (2) 進む非製造業のグローバル化

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、尾畠 未輝 ( [chosa-report@murc.jp](mailto:chosa-report@murc.jp) )  
〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2  
TEL: 03-6733-1070

## 1. 今月のグラフ ～ 「結婚指輪は金よりもプラチナ」は正しいのか？ ～

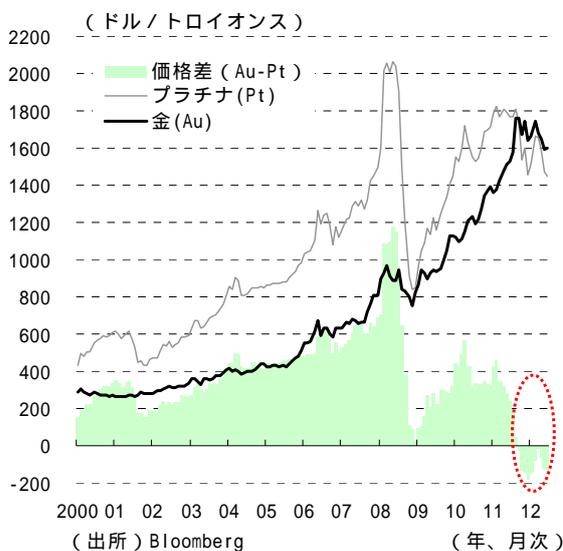
「結婚指輪はプラチナで」と心に決めている人も多いかもしれない。宝飾店の店頭価格をみると、同型のアクセサリ製品では金製よりもプラチナ製のほうが高い場合がほとんどである<sup>1</sup>。しかし、国際商品市場では欧州財政金融危機がいつそう深刻化した 2011 年秋以降、金相場がプラチナ相場を上回る状況が定着している（図表 1）。2000 年以降の動きを見ると、金価格はほぼ一貫して上昇傾向が続いている一方、プラチナ価格は 2008 年初め頃に急上昇した後、リーマンショックを受けて大幅に下落し、金とプラチナの価格差は一気に縮小した。金と比べてプラチナは価格の振れが大きく、特に世界経済が減速したりその懸念が強まったりする際に相場が大きく落ち込む傾向がある。実際、2008 年の変動率（ヒストリカル・ボラティリティ）は、金=25.3%に対し、プラチナ=35.6%となっている<sup>2</sup>。

金とプラチナ相場の動きが異なる一因として需要の構成の違いが挙げられる（図表 2）。長年、金の最大の需要は宝飾需要であり、2011 年は金需要全体の約 43%を占めた。また、近年では投資需要も拡大している。一方、プラチナについては、宝飾需要は全体の 3 割を占めるものの、自動車の排気ガスを制御するために用いられること（触媒需要）が最も多く、このためプラチナ需要は世界の自動車生産の動向に左右されやすい。

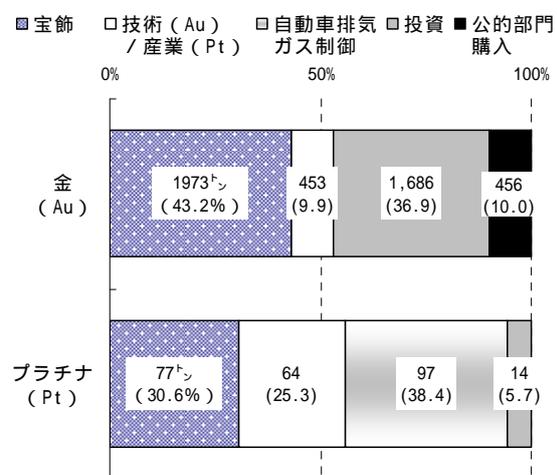
Johnson Matthey「Platinum2012」によると、プラチナは 2012 年も需要に比べて供給超過の状態が続く見通しである。世界経済の先行き不透明感は根強く、当面、欧州を中心にプラチナの触媒需要は低調が続くと見込まれる。また、既に一部で進んでいるプラチナからパラジウムへの需要の代替がさらに広範囲で普及すると期待されることも、プラチナ相場にとっては押し下げ要因となる。一方、先進国の金融緩和政策は当面維持されるとみられ、世界中に余剰資金が溢れる中では金への投資需要は底堅く、相場は高止まりが予想される。このため、しばらくは金価格がプラチナ価格を上回った状況が定着する可能性がある。もっとも、金と比べてプラチナは加工に高度な技術や設備が必要でありアクセサリの生産のための費用が高くなりやすい。しかし、いずれは国際商品市況に見合っただ店頭価格が変化し、多くの日本人が持つ「金よりもプラチナ」という既成概念が覆ったとしても不思議ではない。

（尾島 未輝）

図表 1 金とプラチナ価格の推移



図表 2 金とプラチナの需要（2011年）



<sup>1</sup> 2012年8月現在、TIFFANY&Co.のホームページによると、『エルサ・ペレッティ™ カーブド バンドリング』シリーズ（結婚指輪）の場合、プラチナ=103,950円、18K（金）=77,700円となっている。

<sup>2</sup> 「ヒストリカル・ボラティリティが●%」とは、年間の変動幅が68.3%の確率で±●%の範囲内におさまることを示している。

## 2. 景気概況 ～景気は緩やかに持ち直している～

堅調な内需を背景に、景気は緩やかに持ち直している。ただし、先行きの景気が一時的に停滞局面に入るリスクには注意を払う必要がある。

6月の鉱工業生産指数は前月比 $-0.1\%$ と3ヶ月連続で減少した。落ち込み幅はわずかであり、確報値でプラスに転じる可能性はあるが、同月の製造工業生産予測指数が同 $+2.7\%$ と大きく増加に転じる計画であったことを勘案すると、製造業の生産活動が鈍化してきたことを印象付ける結果である。これで4～6月期は前期比 $-2.2\%$ となり、4四半期ぶりにマイナスに転じた。7月の製造工業生産予測指数は前月比 $+4.5\%$ と急反発する計画となっているが（8月は同 $-0.6\%$ ）、このところ実績が計画から下振れる傾向が続いており、実際の増加幅は計画ほど大きくならない可能性が高い。

生産活動が弱含んでいる原因は、第一にエコカー補助金枠の消化後の販売減を睨んで、自動車の生産がピークアウトしているためであり、第二に輸出の持ち直しが遅れているためである。

輸出は、実質輸出が5、6月と2ヶ月連続で前月比マイナスとなった。米国向けの自動車などでは底堅さを維持しているが、アジア向けの鉄鋼、化学製品などの低迷が続いている。海外経済の回復ペースが鈍っていることを勘案すると、順調な改善はしばらく望めないであろう。

4～6月の生産の落ち込みにもかかわらず、同期の実質GDP成長率は前期比プラスが続いたと考えられる。こうした景気全体と製造業の動きの乖離の背景にあるのが、生産への直接的な影響が小さい公共投資や旅行などのサービス消費の堅調な増加である。

公共投資は、2011年度第3次補正予算の効果が本格化しつつあり、増加傾向が維持されている。6月の公共工事請負額が前年比 $+14.1\%$ と高い伸びが続いており、少なくとも7～9月期までは、GDP統計においても公共投資が前期比で増加する可能性が高い。

雇用は緩やかに改善しており、有効求人倍率が着実に上昇を続け、失業率も6月に $4.3\%$ まで低下した。一方、所得環境は、6月の1人当たりの現金給与総額が前年比 $-0.6\%$ と2ヶ月連続で落ち込むなど、力強さには欠ける動きが続いている。特に6月は、夏のボーナスが含まれる特別給与が前年比マイナスとなっており、今後の消費への波及が懸念される。

自動車の販売は、当初はエコカー購入時の補助金枠の枯渇前に駆け込み需要が発生すると見込まれていた。しかし、7月時点では目立って急増しておらず、補助金枠の消化は9月中にずれ込むこともありそうだ。このため、反動減は前回のエコカー減税・補助金導入時ほどは大きくない可能性がある。それでも、需要を先食いしたことには変わりなく、自動車販売および生産がいったん落ち込むことは避けられない。輸出の動きが弱い状態のままであれば、景気が一時的に停滞局面に入るリスクは引き続き残っている。

(小林 真一郎)

### 3. 今月のトピック：なぜ非製造業の収益力が高まっているのか ～背景には大企業非製造業のグローバル化～

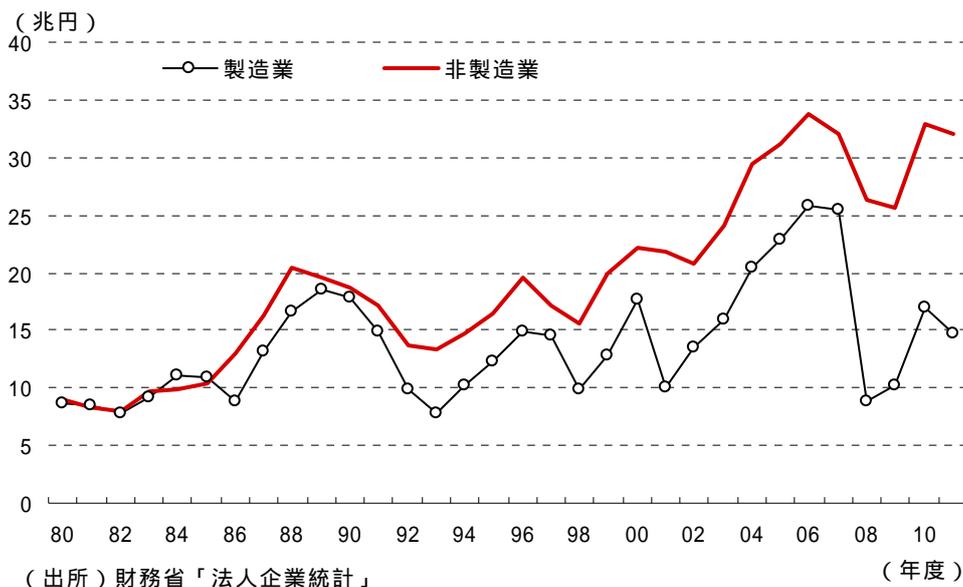
輸出の伸び悩みなどによって製造業では業績改善が遅れている一方で、非製造業ではこのところ業績が順調に改善してきている。6月調査の日銀短観においても、大企業製造業の業況判断DIが-1と依然としてマイナス圏内にあるのに対し、大企業非製造業では+8とすでにプラスに転じている。こうした両者の違いは、足元の景気が内需主導で回復している結果によるものと考えていいのだろうか。それとも、さらに別の原因があるのだろうか。今回は、非製造業の収益力が向上している原因、および今後さらの高まることが可能なのか検討してみた。

#### (1) 高まる非製造業の収益力

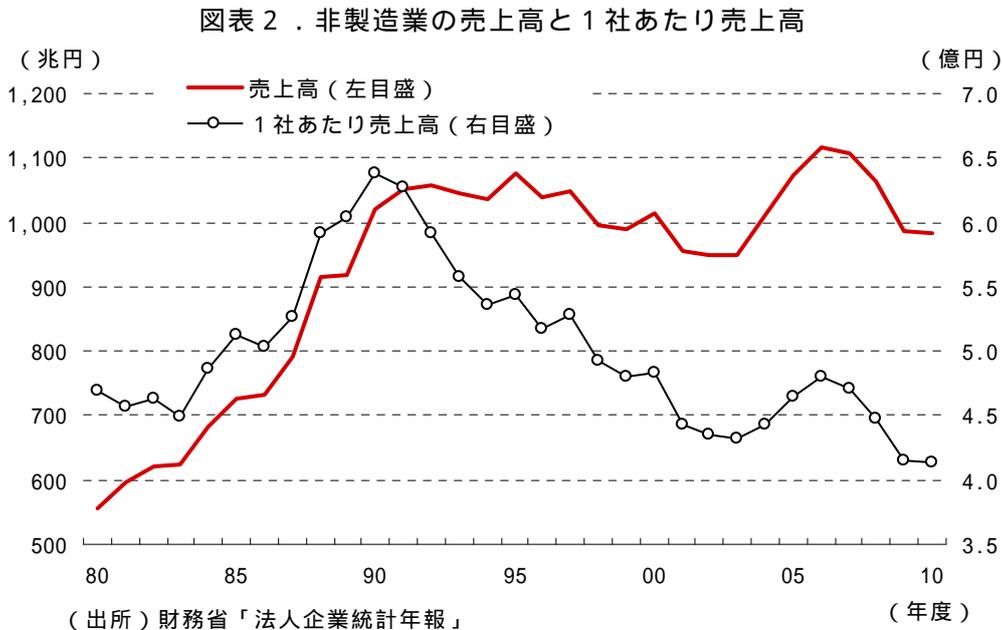
##### 非製造業の利益は高水準を維持～背景には利益率の上昇

法人企業統計（季报）で製造業、非製造業の経常利益（年度）の水準をみると、リーマンショックの影響などで2008～2009年度に両者とも大きく落ち込んだ後、2010年度には両者とも急速に改善した。しかし、製造業では2007年度の水準を回復していないのに対し、非製造業では2007年度の水準をすでに上回っている（図表1）。さらに、2011年度には東日本大震災の影響もあって両者とも減益となったが、非製造業の落ち込みは軽微にとどまり、引き続き高い水準を維持している。両者のこうした違いは、何に起因するものなのだろうか。

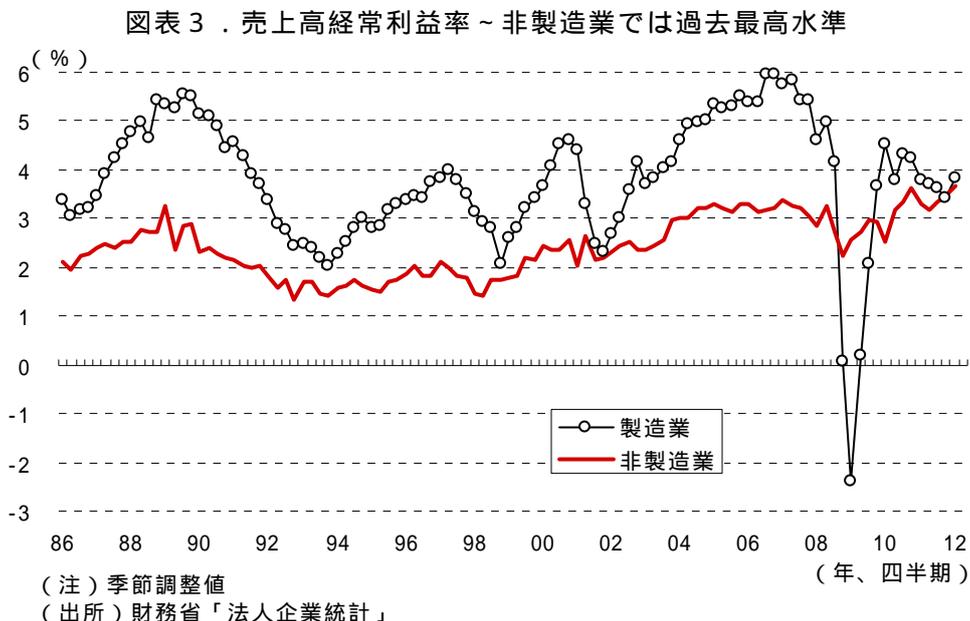
図表1. 経常利益～非製造業では高水準を維持



非製造業の売上高の推移をみると、2006年度に過去最高額に達した後は水準が切り下がっており、経常利益が回復した2010～2011年度においても低迷が続いている（図表2）。1社あたりの売上高でみると、過去20年間に於いては最低水準の状態にある。決して売上高の増加が利益の押し上げに貢献しているわけではなさそうだ。



売上高が伸びない中で経常利益が増加していれば、当然のことながら収益力（売上高経常利益率）が高まっているということになる。非製造業の売上高経常利益率の動向をみると確かに上昇傾向にあり、製造業がリーマンショックの後に経常赤字に陥り、その後も水準が戻ってきていないこととは対照的である（図表3）。なお、2012年1～3月期の非製造業の売上高経常利益率は、法人企業統計（季報、季節調整値）ベースでは過去最高水準に上昇している。

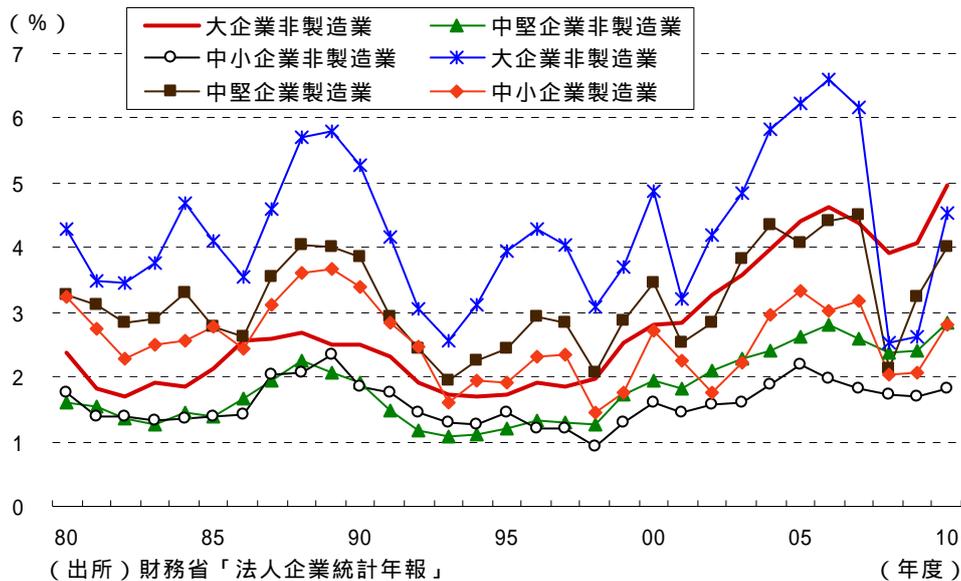


### 企業規模別の利益率～2000年頃から格差が拡大

もともと、非製造業の収益力が高まっているとはいっても、企業規模別にみると状況は変わってくる。法人企業統計（年報）で製造業、非製造業の企業規模別の売上高経常利益率をみると、2010年度時点において最も高いのが大企業非製造業（資本金10億円以上）である（図表4）。2番目の水準が大企業製造業であり、中堅企業製造業（資本金1億円以上、10億円未満）がそれに続く。社数において最大シェアを占める中小企業非製造業（資本金1,000万円以上、1億円未満）では、最も低い水準にとどまっている。非製造業で収益力が高まっているのは、実は大企業だけに当てはまる傾向に過ぎない。その反面、日本の企業の多くのシェアを占める中小企業非製造業においては、収益力は1990年代後半の最悪期から小幅改善するにとどまっている。

こうした企業規模間の収益力の格差は、非製造業においては2000年度ころから拡大してきている。1990年代後半までは、大企業と中小企業の格差はおおむね同程度での推移が続き、中堅企業と中小企業ではほとんど格差がない状態にあった。

図表4．業種別・規模別の売上高経常利益率



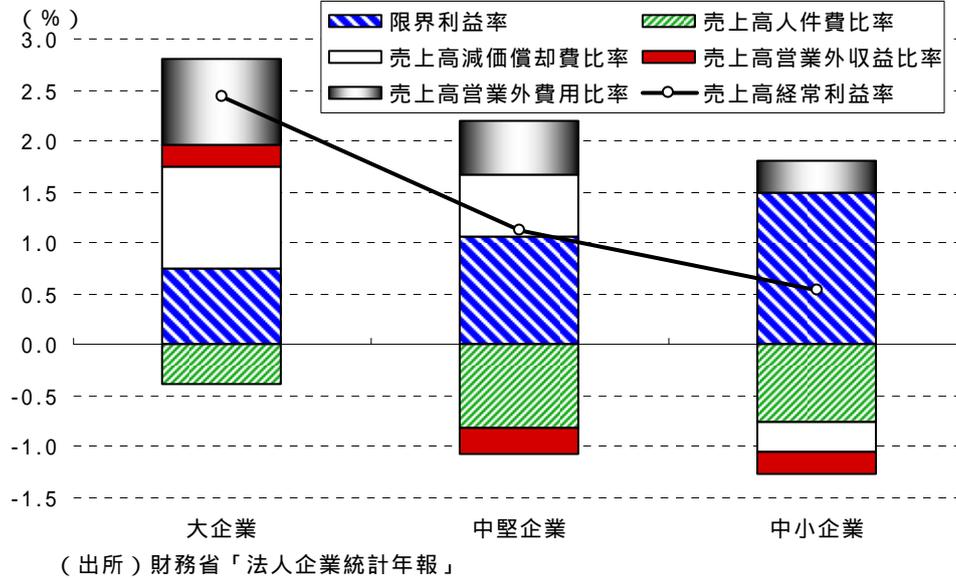
非製造業における企業規模間の収益力の格差の拡大は、なぜ発生したのだろうか。格差の拡大し始めた2000年度から2010年度までの期間において、企業規模別の売上高経常利益率の変動要因をみたのが図表5である。

まず、どの企業規模においても共通しているのが、限界利益率の改善が進んでいる点である。限界利益とは、売上高から変動費（非製造業の場合、主として商品の仕入原価、原料費、外注費などが相当する）を差し引いたものである。2000年度から2010年度にかけて、こうした売上高に占める変動費の割合が低下したことが、非製造業の収益力の向上につながっている。また、非製造業においては、企業規模が小さくなるほど売上高に占める

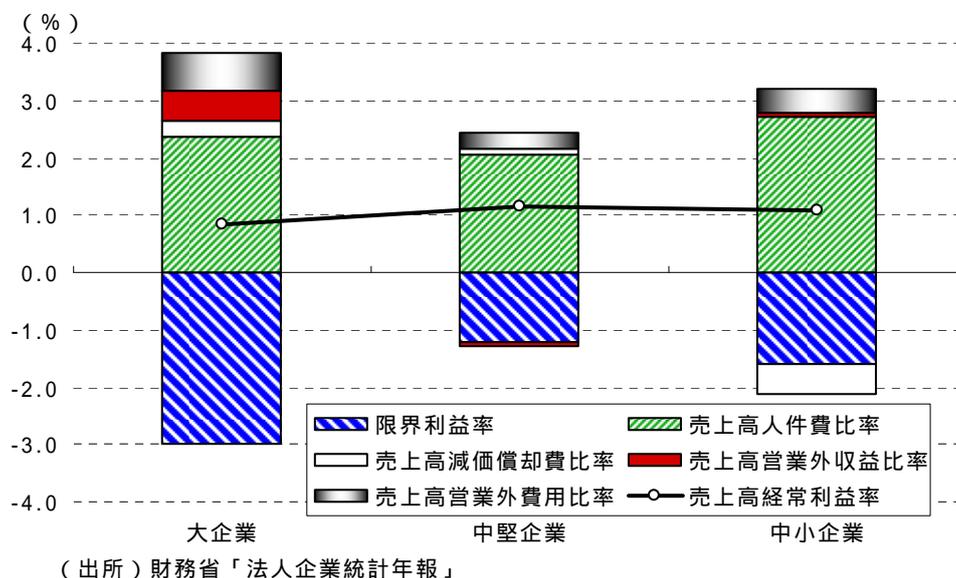
変動費の割合が高いという特徴があるため、限界利益率の改善は中小企業により大きなメリットをもたらせたようだ。

なお、2000年度から2010年度にかけて、限界利益率は非製造業で改善した半面、製造業では悪化している。図表6は、製造業における企業規模別の売上高経常利益率の変動要因をみたものである。非製造業とは対照的に、限界利益率の悪化が収益力を押し下げる要因となっており、特に大企業で押し下げ幅が大きい。こうした製造業の限界利益率の悪化分が逆に非製造業の限界利益率の改善につながった可能性がある。たとえば、製造業からより安く仕入れた商品を、小売店などで販売する際に、仕入れ価格の低下ほどは販売価格を下げない場合などが想定される。さらに、2000年代は円高や海外からの安い輸入品の流入によって、非製造業の仕入原価が圧縮されたという要因もあると考えられる。

図表5．売上高経常利益率の変動要因～非製造業（1999年度 2010年度）



図表6．売上高経常利益率の変動要因～製造業（1999年度 2010年度）

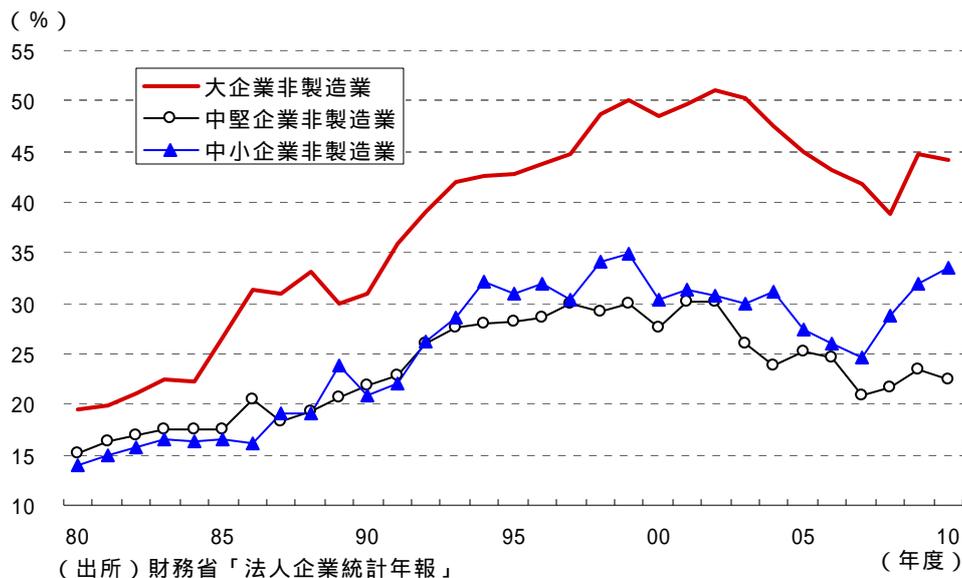


次に、売上高に占める人件費の割合が上昇し、収益力を押し下げる要因となっていることも共通点である。しかし、労働集約的な企業が多い中小企業においては売上高人件費比率の上昇幅が大きく、収益力へのマイナス効果がより大きい。

状況が大きく異なるのは、営業外収益の動向である。大企業では収益力向上にとってプラス要因だが、中堅企業、中小企業では逆にマイナス要因となっている。金利低下によって受取利息が減少していることは同様であるが、後で説明するように、大企業では投資活動が活発化し、2000年度頃から投資資産の残高が大きく伸びており、そのリターンが営業外利益を押し上げているのである。

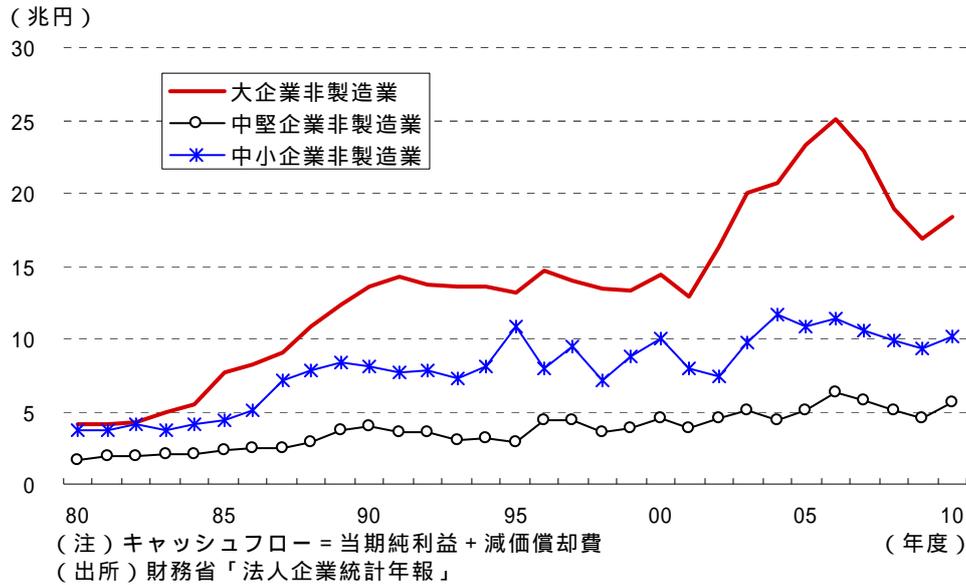
なお、大企業、中堅企業で減価償却費が減少しているが、これは財務体質の強化を図るために有形固定資産を圧縮する動きが続いており、売上高に対する比率では2000年度頃をピークに低下基調にあるためである（図表7）。一方、中小企業では足元では2000年度頃と同水準にとどまっており、このため償却負担は軽減されていない。

図表7．売上高有形固定資産比率



以上みてきたような収益力の格差は、結果的に経常利益やキャッシュフローの格差につながっている。図表8のように、大企業では2000年度以降に、キャッシュフローの水準が高まっているが、中堅企業、中小企業では概ね横ばいにとどまっている。

図表 8 . キャッシュフローの推移～非製造業



## (2) 進む非製造業のグローバル化

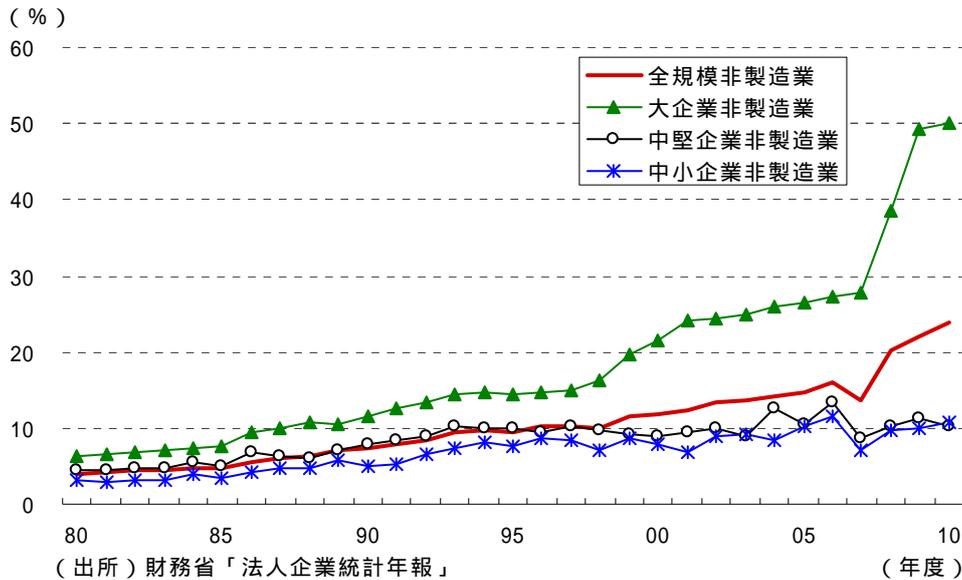
### 収益力の向上がもたらしたもの～投資の活発化が進む

これまで見てきたように、大企業非製造業は、売上高が伸びない中であっても収益力を向上させることによって利益水準を高め、より多くのキャッシュフローを獲得するようになってきた。それでは、大企業非製造業はこうしたキャッシュフローを何に使っているのだろうか。

バブル崩壊後は、財務体質を強化するために余剰資金は積極的に債務の圧縮に利用されてきた。しかし、最近ではそうした動きは緩やかになり、代わって、投資活動に振り向けられるようになってきている。図表 9 は、売上高に占める固定資産のうち、株式や公社債などのその他の投資（固定資産＝有形固定資産＋無形固定資産＋その他の投資）の割合を示している。非製造業では固定資産として公社債を保有することはあまりないので、大部分が株式、すなわち国内外の子会社や関連会社や資本提携先への投資金額を示している。中堅企業、中小企業ではほとんど変化がないが、大企業では 2000 年度頃から上昇ペースが高まり、2008 年度以降は売上高が落ち込んだこともあって急上昇している。

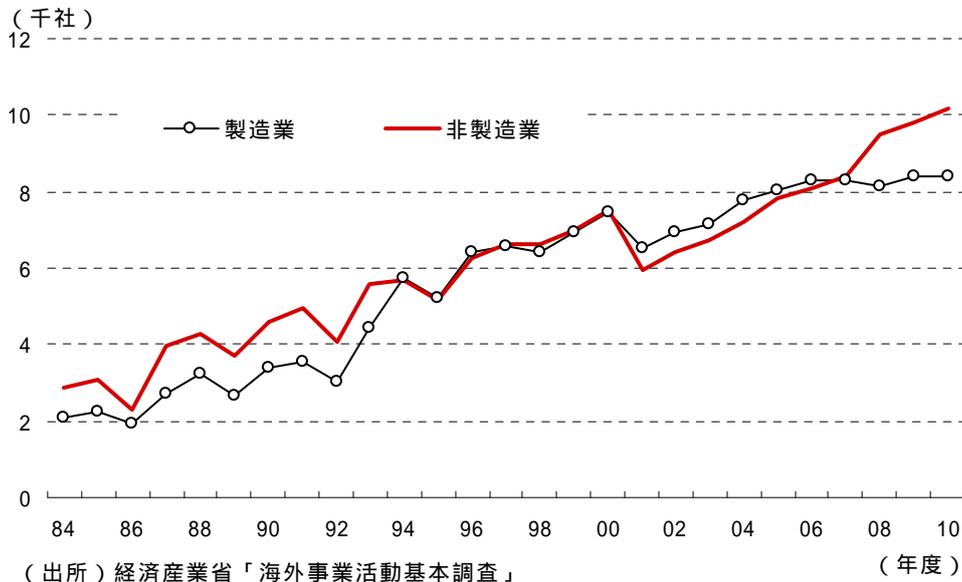
この結果、すでに指摘したとおり、大企業非製造業では子会社、関連会社からの配当金を含む営業外収益が増加し、収益力を高める要因になっている。

図表 9 . 売上高に占める固定資産のその他投資の割合 ~ 非製造業



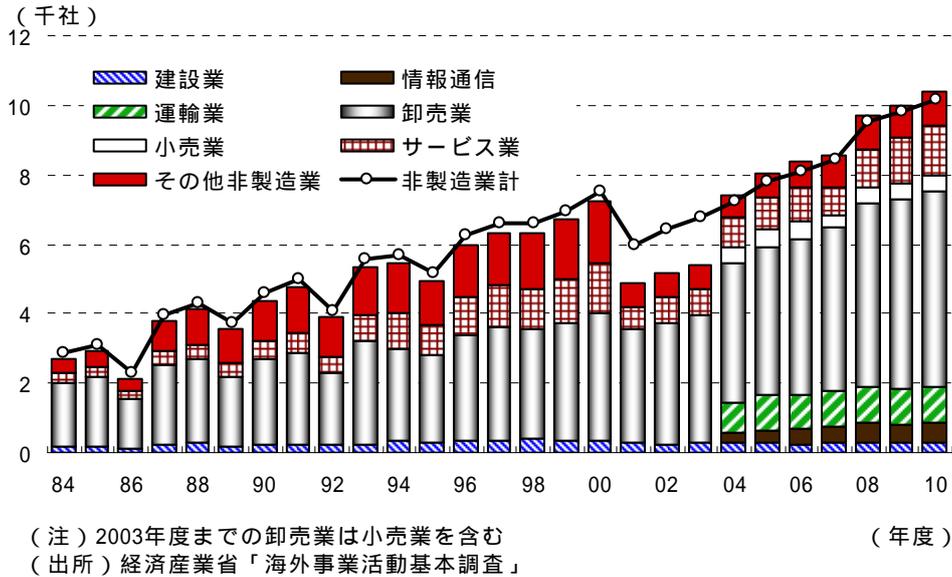
固定資産の「その他投資」の投資先であるが、その多くの部分が対外直接投資に回っている可能性がある。図表 10 は海外に進出している企業数の推移をみたものであるが、2008 年度以降、世界的な景気の低迷の影響によって製造業ではほぼ横ばい推移にとどまっているのに対し、非製造業では従来と同じ順調なペースで増加している。

図表 10 . 海外進出企業数 ~ 非製造業では増加が続く



また、非製造業の海外進出企業の業種別内訳をみると、卸売業（主として商社）が活発であるほか、このところサービス業、情報通信業、その他非製造業が増加するなど業種の多様化の動きがみられる（図表 11）。

図表 11. 海外進出企業の業種別内訳～非製造業

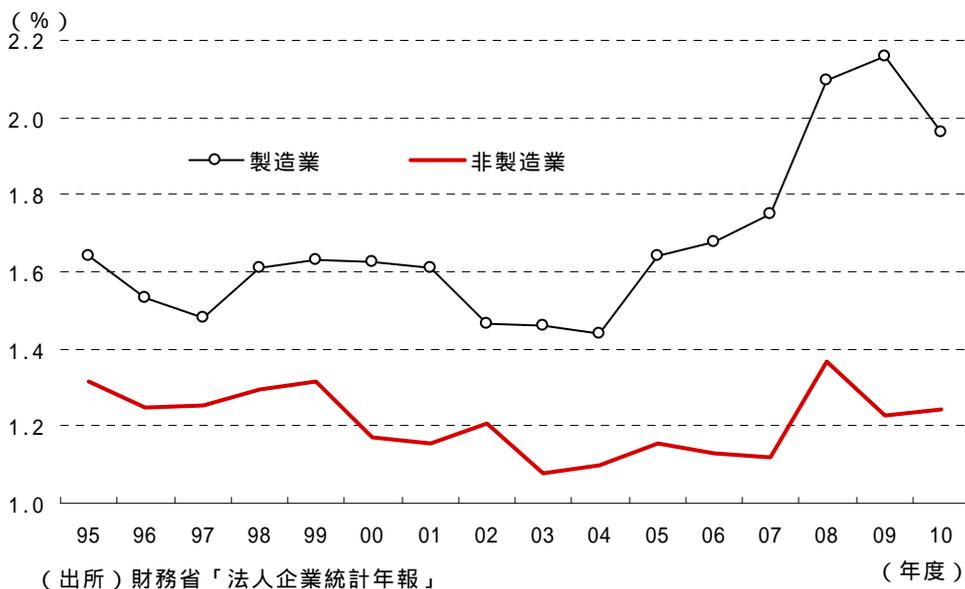


このように、大企業非製造業では海外進出の動きが強まっているが、少子高齢化の進展によって国内需要の伸びに限界が見込まれる中で、新たな収益機会を得ることが、その主な理由である。こうした目的の実行を収益力の拡大が後押ししているのだ。

### 高い海外の投資収益率～グローバル化が収益の柱になる可能性

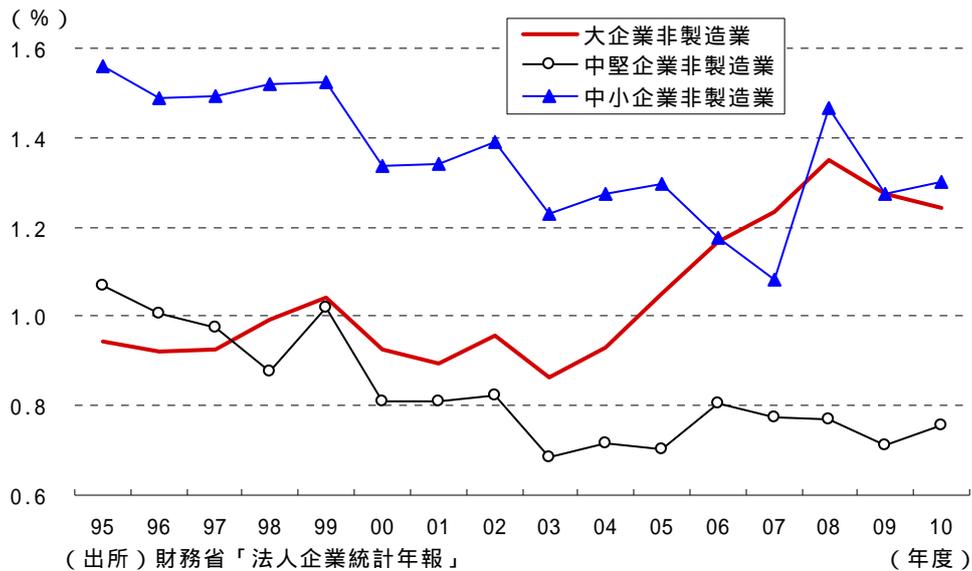
大企業非製造業の海外進出の動きが強まっているとはいえ、グローバル化が本国企業の利益を押し上げる効果は依然として小さい。売上高に占める営業外利益（営業外収益－営業外費用）の割合は製造業と比べて低水準にとどまっており、海外による本国企業利益への貢献度は低い状態にある（図表 12）。

図表 12. 売上高営業外利益率～非製造業では低水準



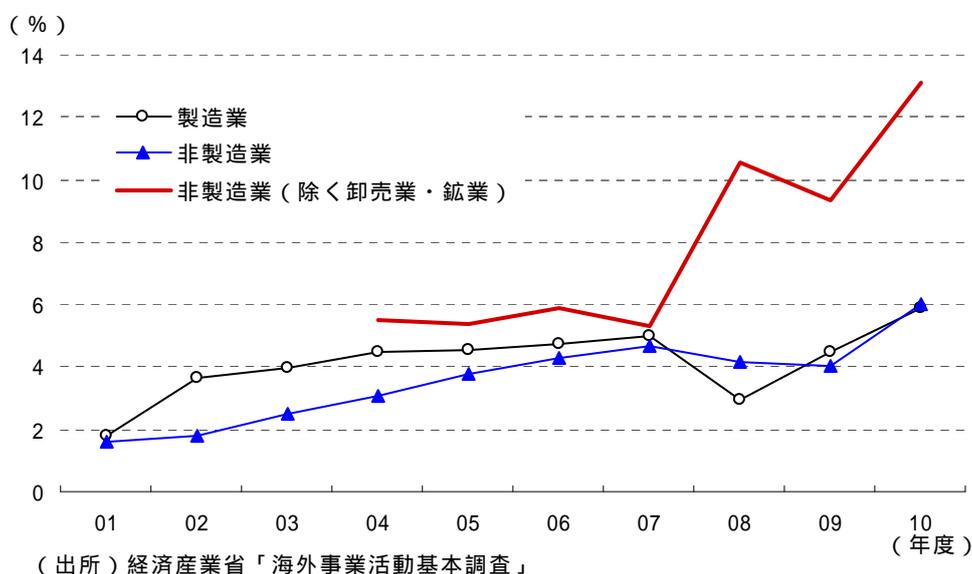
もつとも、これは非製造業では中小企業の占める割合が高いためである。企業規模別に見ると、大企業では緩やかに高まってきている（図表 13）。図表 5 で見たとおり、グローバル化を進めている大企業においては、海外現地法人の稼いだ利益は、本国企業の収益力の向上に貢献してきているといえる。

図表 13 . 非製造業の売上高営業外利益率～企業規模別の動向



さらに、非製造業の海外現地法人の売上高経常利益率は製造業を上回る水準にあり、その収益力も高い。図表 14 は、製造業、非製造業の海外現地法人の売上高経常利益率をみたものである。両者の売上高経常利益率はほぼ同水準であるが、収益力の極めて低い卸売業（商社など）と収益が急変動しやすい鉱業（資源・エネルギー開発関連）を除いたベースでみると、非製造業の収益力が極めて高いことがわかる。

図表 14 . 海外現地法人の売上高経常利益率～製造業を上回る高さ



以上みてきたように、非製造業全体でみると、グローバル化の企業収益への貢献度は依然として小さいものにとどまっている。しかし、グローバル化を進めている大企業に限ってみれば、貢献度は徐々に高まっており、本国企業の収益力の向上に寄与している。少子高齢化で国内需要の伸びに限界がある中で、今後も手厚い手元資金を使って海外進出を続けていくことができれば、海外現地法人の収益の貢献度合いが一段と高まり、非製造業ではさらに収益力が高まることが期待される。

(小林 真一郎)

- 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ので、当社までご連絡下さい。