

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ(2010年10月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ ..... p.1  
～ 過剰債務の調整が概ね完了した米国の家計と企業～
2. 景気概況 ..... p.2  
～ 回復は続くも、勢いは鈍りつつある～
3. 今月のトピック ..... p.3～10  
～ 景気は二番底に陥るのか～ 企業業績の改善が景気を下支え  
(1) 企業業績の現状～ 順調な改善が続く  
(2) 進む企業の財務体質強化～ 人件費の抑制が財務体質を強める  
(3) 人件費の抑制姿勢は続くのか  
～ 企業業績改善が所得増加につながる

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、鶴田 零 ( chosa-report@murc.jp )  
〒108-8248 東京都港区港南 2-16-4  
TEL: 03-6711-1250

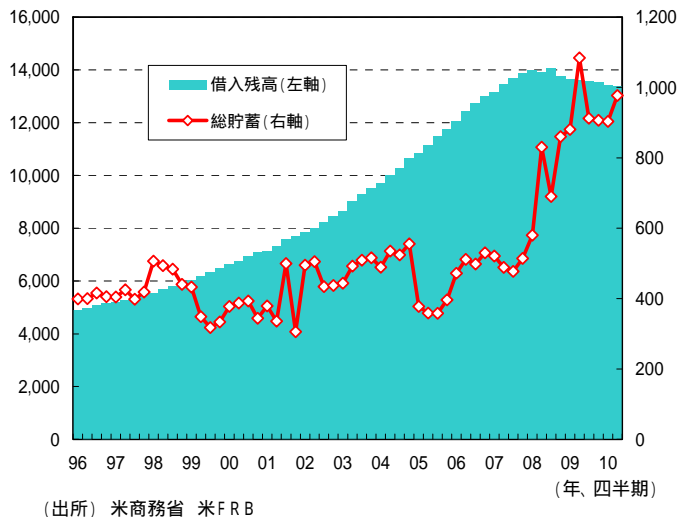
## 1. 今月のグラフ ～ 過剰債務の調整が概ね完了した米国の家計と企業～

住宅バブルの崩壊後、多額の借入を抱えた米国の家計部門では過剰債務の調整が行われ、個人消費の回復を鈍らせる大きな要因となってきた。しかし、05年頃には400億ドル（年率換算）を下回っていた家計の総貯蓄額（収入のうち消費に回らない金額であり、借入の返済も含む）は、09年に入ってから安定的に900億ドル以上を維持できるようになった（図表1）。一方、家計の借入残高は08年6月末をピークに減少が続き、足元ではピーク比でおよそ700億ドルも減少している。この結果、家計の借入返済能力は大きく改善している。家計部門全体の返済能力を示す債務償還年数（借入残高を総貯蓄で割ったもの。キャッシュフローの何年分の借入を抱えているかを表す）を試算すると、05年7～9月期に32年にまで長期化していたが、足元では90年代の終わり頃と同じ14年にまで短縮されている。家計が抱える住宅ローンの平均的な返済期間などを考慮すると、債務償還年数でみておよそ15年程度が借入と貯蓄のバランスがとれた状態だと考えられるため、米国家計の過剰債務はかなりの程度是正されたとみてよいだろう。

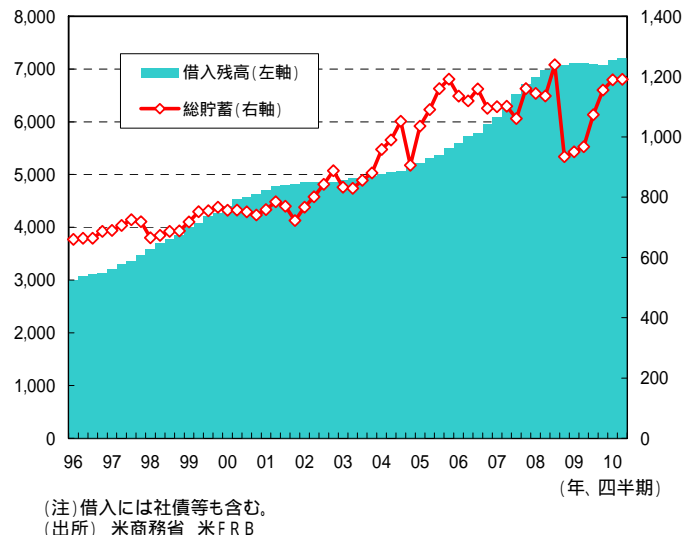
一方、米国の企業部門については、返済能力の向上に見合った範囲で借入（含む社債等）が増額されてきたため、もともと過剰債務はほとんど存在していなかった。リーマン・ショック後に企業収益が大幅に悪化し総貯蓄（概ね営業キャッシュフローに相当）は急速に減少したが、足元では過去最高に近い水準にまで回復してきている（図表2）。債務償還年数でみると6年程度となっており、2000年代の平均とほとんど同じ水準を維持している。

家計部門は、借入返済に必要な資金を安定的に貯蓄できるようになっており、所得の増加に応じて消費を増やす体制が整ったと考えられる。企業部門については、キャッシュフローの回復とともに足元で借入は増加に転じており、今後は設備投資を積極化する動きが明確になってくる可能性がある。このところの成長率の鈍化を受けて米国経済の先行きを懸念する向きも多いが、むしろ内需の堅調さを示す指標が今後は増えてくるのではないかと。米国経済のアップサイド・リスクにも注意を払う必要がある。（鶴田 零）

(10億ドル) 図表1 米国家計部門の借入残高と総貯蓄(10億ドル)



(10億ドル) 図表2 米国企業部門の借入残高と総貯蓄(10億ドル)



## 2. 景気概況 ～回復は続くも、勢いは鈍りつつある～

景気回復は続いているが勢いは鈍りつつあり、個別の経済指標でも弱含むものが目立ってきた。

9月調査の日銀短観では、企業業績の改善を背景に、企業の景況感の回復が続いていることが示された。もっとも、政策効果の剥落や円高の悪影響に対する警戒感も強まっており、先行きについては慎重な姿勢が強まっている。

8月の鉱工業生産は前月比 - 0.3%となり、3ヶ月連続で減少した。6月以降の減少は横ばい程度の小幅の落ち込みに過ぎないが、生産予測指数では、9月、10月とも減少が予想されており(それぞれ前月比 - 0.1%、- 2.9%) 弱含みの動きが目立ってきた。一般機械、電気機械など増産傾向が続いている業種もあるが、電子部品・デバイス、鉄鋼、自動車などでは動きが弱まっている。10月の急減は自動車の減産によるものだが、これが一時的な落ち込みにとどまるのか、それとも11月以降も減少が続くのかが大きな注目点である。落ち込みが続くようであれば、その影響が他の産業にまで波及していく懸念がある。

輸出の勢いが弱まっていることも懸念材料である。8月の実質輸出は2ヶ月ぶりに前月比減少に転じ、減少幅も同 - 4.2%に拡大した。欧米向け輸出が伸び悩んでいることに加え、このところアジア向け輸出が弱含んでいる。落ち込み幅が拡大した主因は自動車によるものだが、これはエコカー購入時の補助金支給の期限切れを前に、輸出を抑制して国内販売を優先した動きがあったためとみられる。もっとも、鉄鋼や半導体・電子部品などの動きも弱まっており、世界経済の拡大ペースが鈍ってきている影響が出ている可能性がある。円高がさらに加速するようであれば、輸出の動きがさらに弱まるリスクがある。

個人消費は、8月までは猛暑効果も加わって耐久財を中心に持ち直しの動きが続いた。ただし、エコカーへの補助金が予算の制約により9月上旬に終了したため、9月の乗用車販売台数(除く軽)は前年比 - 5.4%と1年2ヶ月ぶりに前年比で減少した。9月は残暑によって秋物衣料なども不振であった可能性があり、薄型テレビの販売好調が続いているものの、個人消費は10月以降の自動車の反動減を前に、すでに弱含んでいる可能性がある。

一方で、企業業績の改善を反映して、一人あたり現金給与総額は持ち直し傾向を続けている(ただし、8月は前年比横ばいとどまった)。また、8月失業率も5.1%と2ヶ月連続で低下した。9日日銀短観の雇用人員判断DIは依然としてプラスではあるが低下が続いており、企業の雇用過剰感は着実に薄らいでいる。雇用・所得情勢は依然として厳しい状況にあるが、改善の動きが続けば年度後半の個人消費を下支えすると期待される。

10月以降、政策効果の剥落により個人消費や生産が落ち込み、景気が踊り場に入るとは事前に予想されていたことである。問題は踊り場にとどまらず失速に至るかどうかわかるが、海外景気の底堅さが維持され、為替円高も現状レベルにとどまれば、企業業績の改善を背景に、なんとか踏みとどまれる公算が高そうだ。 (小林 真一郎)

### 3. 今月のトピック ~ 景気は二番底に陥るのか ~ 企業業績の改善が景気を下支え

景気は回復を続けているものの、最近では回復の勢いが鈍化してきている。今年度下期には、円高や海外経済の伸びの鈍化によって輸出が悪化するリスクがあることに加え、これまで景気を下支えしてきた個人消費が政策効果の剥落によって落ち込むため、景気は失速に至るとの悲観的な見方も出ている。

需要先食いの効果によって自動車販売が落ち込み、景気が一時的な停滞局面である足踏み状態に陥ることは、事前に予想されたことである。問題は、個人消費の落ち込みが需要の先食いの反動減にとどまるのか、それとも個人消費の減少が企業業績を悪化させ、さらに賃金の落ち込みを通じて一段と消費を冷え込ませるといったスパイラル的な景気の悪化につながるかどうかである。

個人消費の先行きを決定するうえで大きなポイントとなるのが所得動向であり、その所得は企業業績によって左右される。このため、景気が二番底に陥るかどうかは、やはり企業業績の行方が重要なカギを握っていると言えそうだ。リストラ効果により企業の収益力は回復してきており、業績の改善が続くようであれば、景気失速は回避機できるのではないかと。そこで今回は、企業業績と賃金・所得動向について検討してみたい

#### (1) 企業業績の現状 ~ 順調な改善が続く

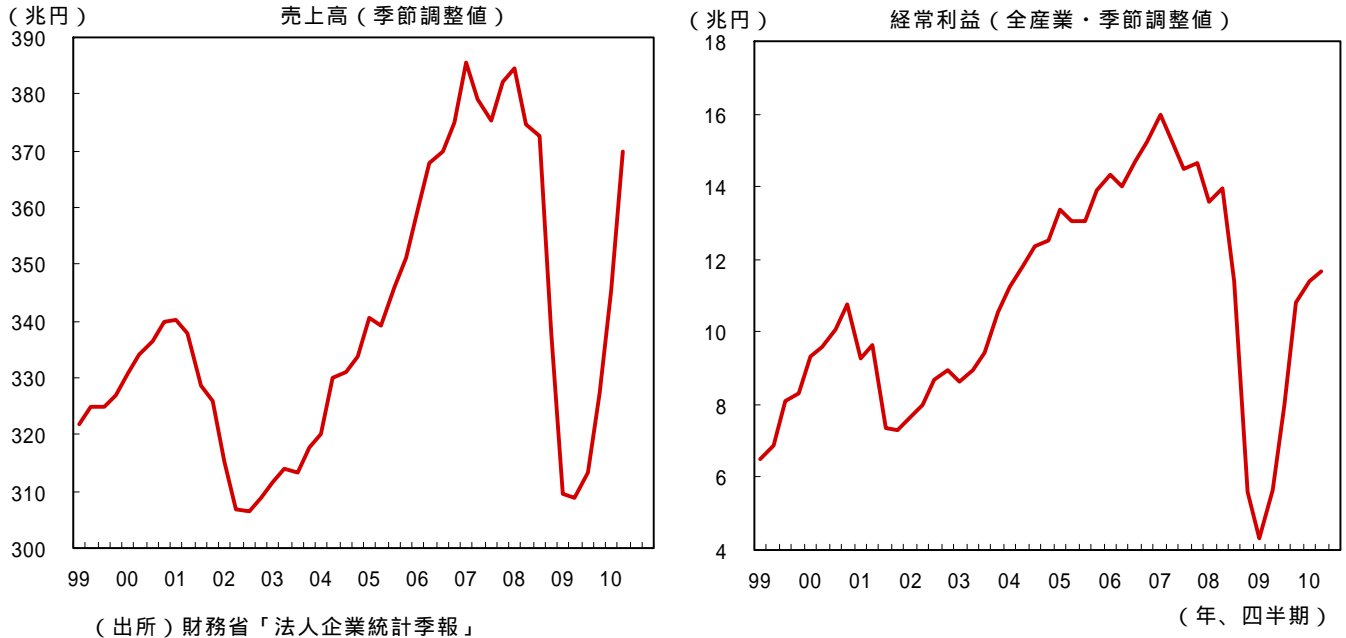
2008年度に急速に悪化した企業業績であるが、その後は順調に改善してきている。法人企業統計(年報)によると、2009年度の売上高は前年比-9.3%、経常利益は同-9.4%となり、いずれも2年連続で落ち込んだ。もっとも、2009年度中は年度末になるにしたがって、景気回復とともに改善の動きが強まっており、見かけほど企業業績の低迷が長引いていたわけではない。

2010年4~6月期の法人企業統計(季報)で四半期ごとの動きをみると、全産業の売上高は季節調整済み前期比で+7.1%となり、4四半期連続で増加した(図表1)。同様に、経常利益では、前期比で+2.3%となり、5四半期連続で増加した。売上高については、リーマン・ショックが発生した2008年7~9月期の水準とほぼ同額となり、経常利益ではこれを上回る水準まで持ち直している(リーマン・ブラザーズの破綻は2008年9月15日であり、この期の企業業績にはあまり影響しなかったと考えられる)。売上高の順調な回復については、デフレ下で販売価格の低迷が続いていることから判断すると、価格要因ではなく数量要因によって押し上げられていると判断される。

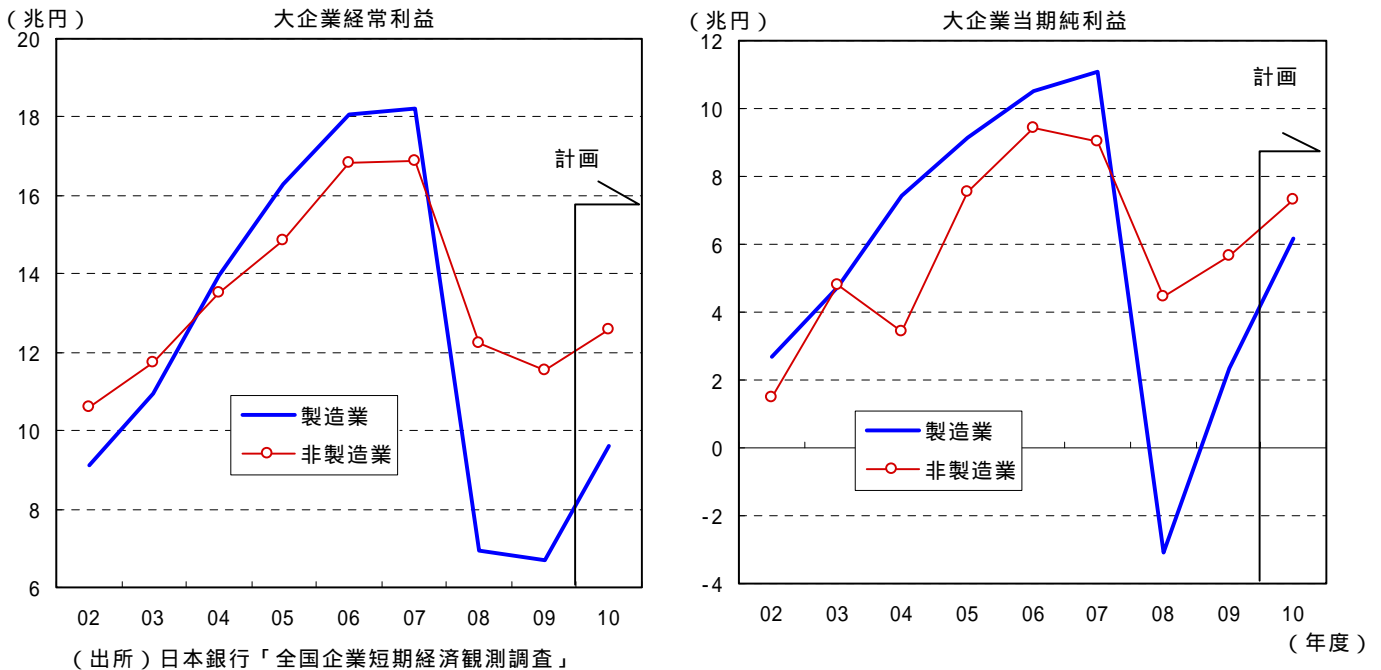
次に2010年度の業績見込みをみると、景気の先行き不透明感が強まっているために慎重な見方が強まっているものの、それでも改善が続くと見込む企業が多い。日銀短観の大企業ベースでは経常利益、当期純利益の段階ともに増益が見込まれている(図表2)。特に当期純利益は、前年度に急増した特別損失が少額にとどまると見込まれており、利益水準は

2004、2005 年度並みにまで回復すると予想されている。

図表 1 . 改善が続く企業業績（全規模全産業）



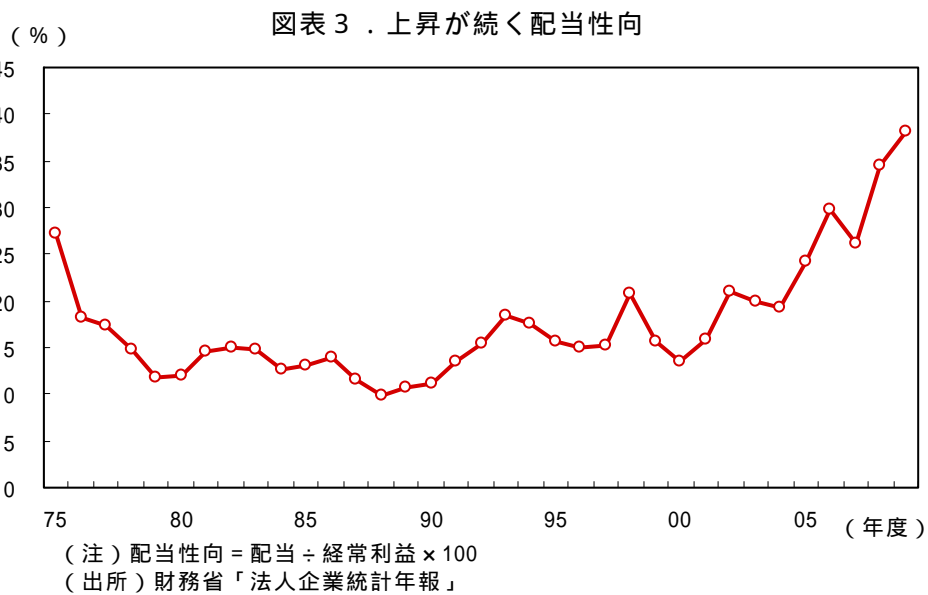
図表 2 . 2010 年度の業績見込み（日銀短観大企業）



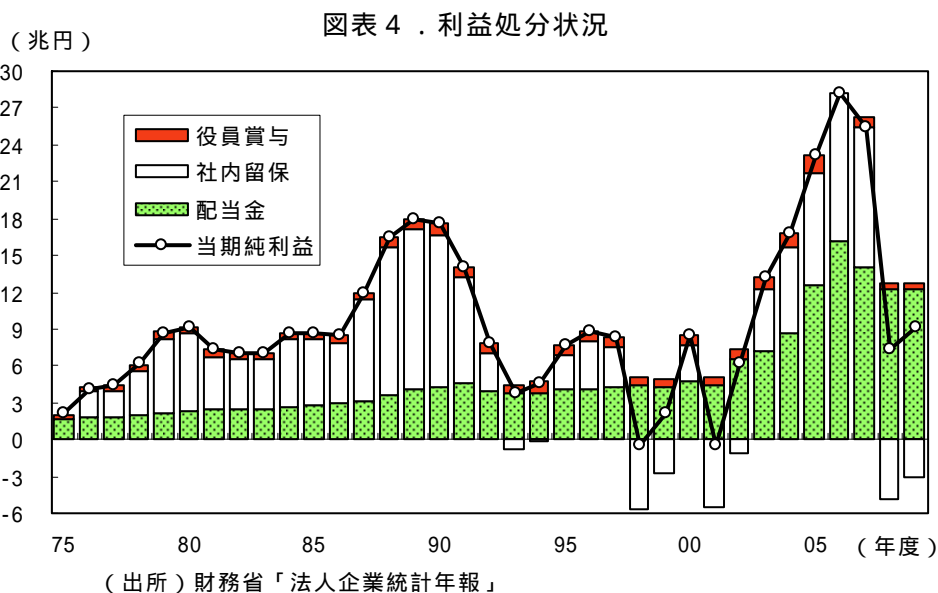
原材料価格など川上の物価が上昇しつつある一方で、川下ではコスト増加分をなかなか販売価格に転嫁することが難しいため、企業業績の改善ペースが今後鈍ってくる可能性がある。それでも、売上高の増加を主因として改善傾向は維持される見込みである。

( 2 ) 進む企業の財務体質強化～人件費の抑制が財務体質を強める

2008年度に急速に悪化した企業業績であるが、2009年度に入ってから改善が続いていることは先に見たとおりである。この間の企業の配当状況をみると、配当性向（配当÷経常利益×100）の上昇が続いている（図表3）。これは、配当原資である当期純利益の水準が、2008年度に急減し、2009年度においても低水準にとどまる中においても、配当の水準をあまり落とさなかったためである。



企業の当期純利益をどう振り分けたのか、その利益処分状況をみると、利益の増加を受けて2002年度以降に配当金が増加していることがわかる（図表4）。この中で、2008年度、2009年度の動向をみると、当期純利益の水準が大幅に低下したにもかかわらず、配当の水準はそれ程下げていない。これは、企業はストックとして十分な社内留保を抱え



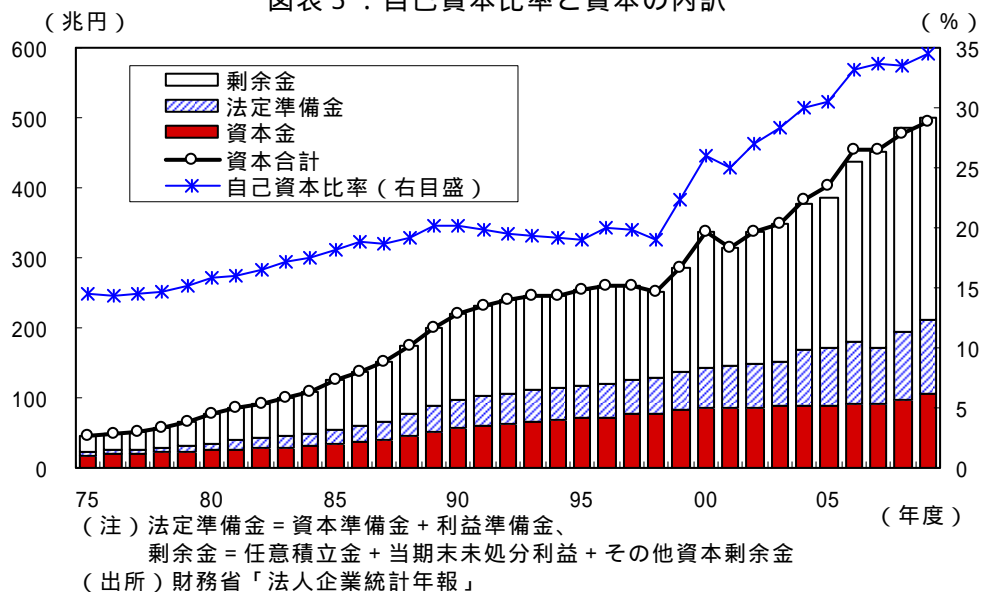


ており、これを取り崩して配当金に回したためであり、そうした余裕があるほど財務体質の改善・強化が進んでいたと考えられる。

そこで、財務体質強化がどの程度進んでいたのか、企業のバランスシートの状態をみてみよう。まず、企業の自己資本比率の動きをみると、1999年度から急上昇していることがわかる（図表5）。これは、財務体質の強化を図ってバランスシート調整を進めた結果、総資産の圧縮と資本の増加の両面の効果が出たためである。

資本増加の内訳は剰余金を中心であり、企業が稼いだ利益を内部留保という形で積極的に社内に蓄積していったことがわかる。自己資本を増加させることは、同時に債務を圧縮させることにつながり、財務状況を安定化させる。また、自己資本が多ければ多いほど、企業利益が赤字になった場合にも資本不足（債務超過）に陥るリスクを軽減することになる。なお、自己資本比率は、業況が厳しかった2009年度においても上昇し、過去最高水準を更新している。

図表5．自己資本比率と資本の内訳



なぜ企業はこれほどまでに内部留保を積み上げることができたのだろうか。これは企業の収益力とも関係している。

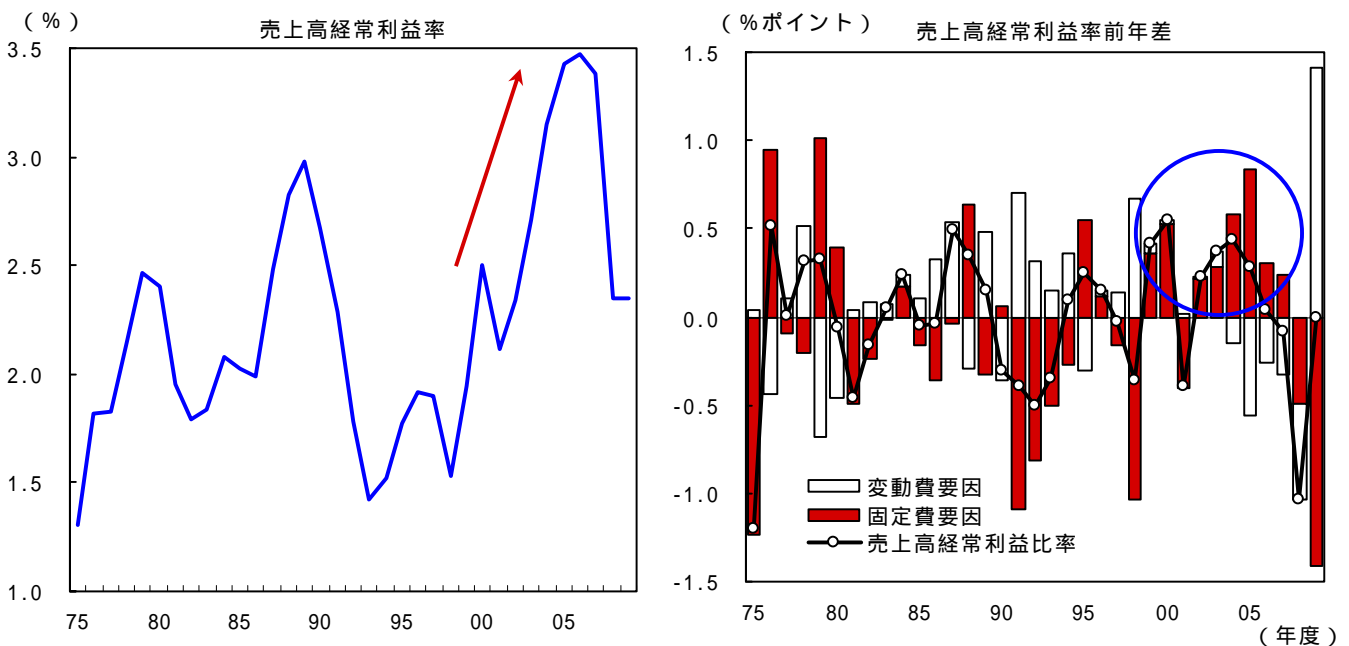
法人企業統計（年報）によると、企業の経常利益および当期純利益は2006年度に過去最高額を記録している。その背景には、景気拡大を背景に売上高が順調に増加していたこともあるが、それにも増して、利益率が飛躍的に高まったことが大きな要因として挙げられる。売上高経常利益率は、2006年度には3.5%と過去最高水準にまで上昇しているが、利益率を押し上げる要因となったのが固定費の減少であった（図表6）。

企業が負担するコストは、変動費と固定費の2種類に分類できる。変動費とは、仕入コストや物流コストなどであり、製造・販売量が減少するとそれに伴って減少する。固定費

とは、製造・販売の量の大きさにかかわらず必要となるコストであり、人件費、利払い費、減価償却費などがある。固定費は簡単に減らすことができないため、企業業績が悪化した場合、その存在が企業利益に大きな負担となる。このため、固定費をいかに圧縮するかが、企業の利益率を高める上で大きな課題となっている。この固定費の大部分を占めるのが人件費である。

企業においては、バランスシート調整に取り組んだ1990年代後半から人件費の削減努力が本格的に始まったが、その結果として人件費が企業利益の負担となる割合は徐々に低下していった。売上高経常利益率の前年差の動きをみると、1999～2007年度にかけて、固定費削減による効果が利益率を押し上げ続けていることがわかる(図表6)。2008～2009年度にかけては一転して大幅な押し下げ要因となっているが、これは固定費の減少以上に売上高が減少したためである。この期間においても、リストラが強化され、雇用・賃金とも大幅な調整が行なわれており、景気回復とともに固定費の負担が急速に薄らいでいる。

図表6 ． 高まる企業の収益力とその要因



(注) 要因分解は売上高 - 固定費 - 変動費 = 経常利益であるため下記の通り算出した  
 売上高経常利益率前年差 = - 売上高固定費率前年差 - 売上高変動費率前年差  
 (出所) 財務省「法人企業統計年報」

### (3) 人件費の抑制姿勢は続くのか～企業業績改善が所得増加につながる

このように、財務体質を強化するために、企業は人件費の抑制によって収益率を高め、内部留保を積み上げてきた。こうした企業の人件費抑制姿勢は、今後も継続されるのだろうか。

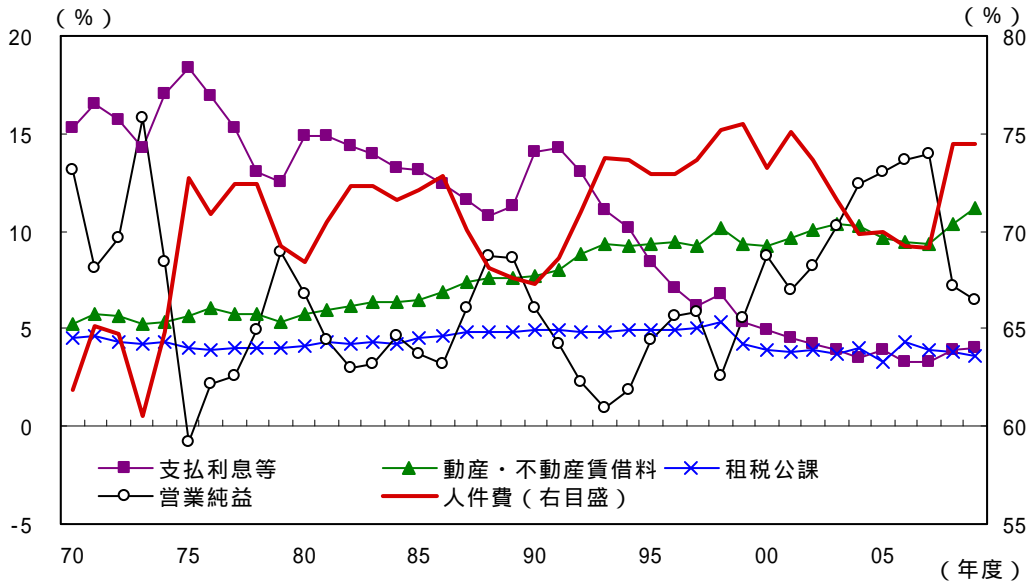
労働分配率の動向をみると、企業利益の増加と人件費の抑制の両面の効果により、1998年度をピークに2007年度にかけて低下していることがわかる(図表7)。しかし最近では、



景気悪化による企業利益の減少を主因として 2008 年度に急上昇した後、2009 年度も高止まった状態にある。

企業が再び元の水準まで労働分配率を急速に低下させようとするのであれば、これまで通り企業は人件費抑制姿勢を堅持すると考えられる。そうなれば、企業利益が十分に高まるまでは人件費の増加は望めそうにない。

図表 7 . 付加価値額の配分シェア



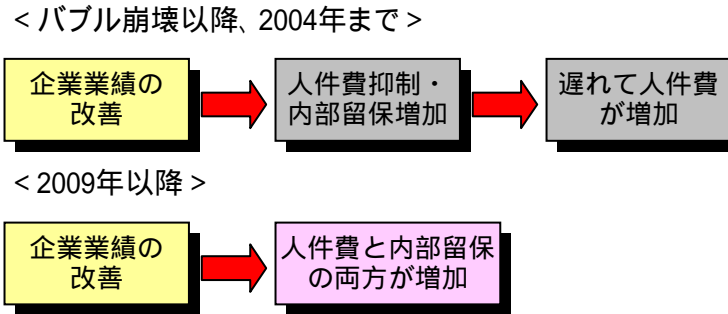
(出所) 財務省「法人企業統計年報」

そもそも労働分配率とは、企業が獲得したその年の付加価値のうち、どれだけを人件費として支払ったかを示す数字であり、あくまでフローの概念である。引き続き企業が労働分配率の引き下げを進めていくのであれば、その引き下げ分を、内部留保に回してより自己資本を充実させるか、もしくは配当金を増やすことに回すことになる。確かに財務体質が脆弱だった 1990 年代後半には、労働分配率を引き下げ、内部留保を積み上げる必要があった。しかし、財務体質を強化する過程で内部留保はすでに十分に積み上がっており、配当を大幅に引き上げるのでなければ、労働分配率を急いで引き下げる必要は小さいのではないかと。

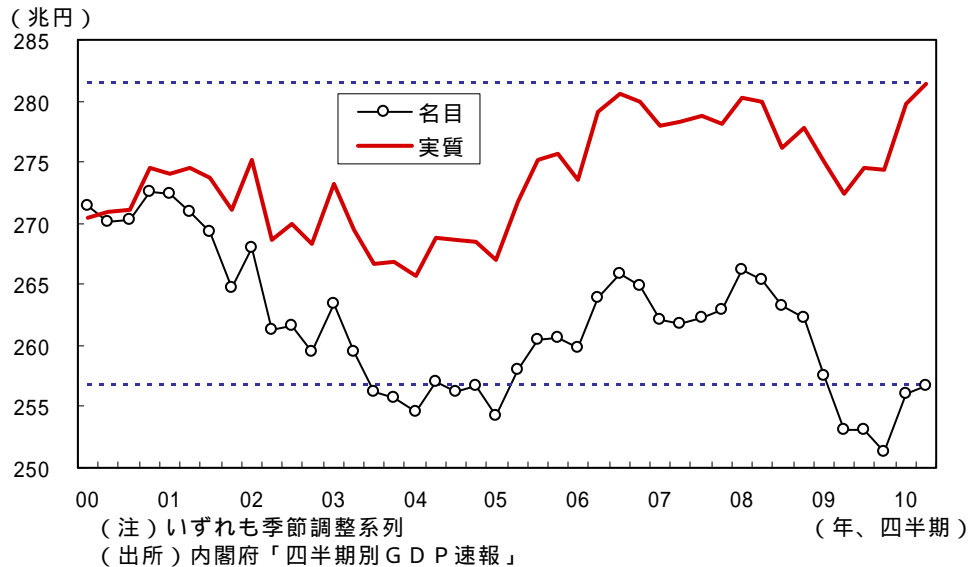
資本を充実させ、財務体質の強化を進める必要があった 90 年代の状況と、すでに十分に財務体質が強化された最近の状況とでは、企業の付加価値の分配方法も変わってくるはずである(図表 8)。配当を増していくことも重要な経営課題であるため、労働分配率が現状の水準で高止まることも考えづらく、企業が人件費を大幅に引き上げることはないであろう。しかし、少なくとも人件費をさらに削減していくことを迫られている状況にはない。

実際、最近の雇用者の所得動向をみると、実質ベースでは物価下落の恩恵もあって、すでにリーマン・ショック前の水準を回復し、史上最高額にまで増加している(図表 9)。名目ベースでも、2004~2005 年の水準を上回るまでに増加している。

図表 8 . 付加価値額の配分シェア



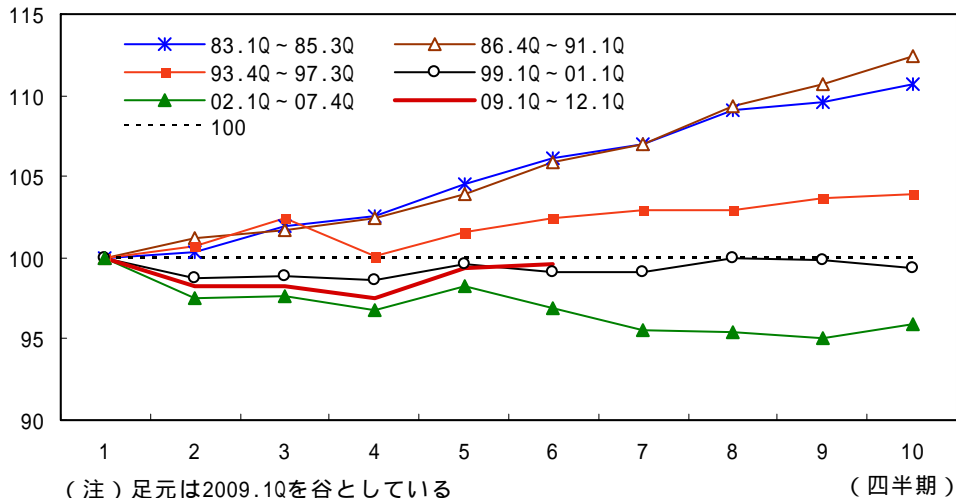
図表 9 . 持ち直してきた雇用者報酬



また、過去の景気回復期における所得の動向をみると、企業がバランスシート調整に取り組み始めた1990年代後半以降においては、それまでの景気回復期とは異なり、景気が回復し始めても所得が下がり続けている。しかし、今回の回復局面においては、これらの時期と比較すると改善のタイミングが早く、またペースもやや速い(図表10)。2008~2009年にかけて大幅に所得が減少した反動もあって、企業業績の持ち直しが所得の改善につながりやすくなっているようである。

図表 10 . 景気回復期における所得の水準（名目雇用者報酬）

（景気の谷 = 100）



（注）足元は2009.1Qを谷としている

（出所）内閣府「四半期別GDP速報」

以上みてきたように、企業の財務体質の強化が進んでいることから、今回の景気回復局面における改善ペースは最近の回復期よりも早いと考えられる。そうであれば、今後も企業業績の改善が家計部門に浸透していく動きが途切れることはないであろう。このため、2010年度下期の個人消費の落ち込みは避けられないものの、その落ち込みは自動車などの需要を先食いした製品にとどまるのではないかと予想される。賃金の落ち込みを通じて消費全体を冷え込ませるといったスパイラル的な景気の悪化につながるリスクは小さいと予想する。

（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。