

調査レポート

日本経済ウォッチ(2014年10月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ～インフレ期待は高まっているのか？
2. 景気概況..... p.2
 ～景気は弱含んでいる
3. 今月のトピック:消費税率引き上げ後の企業業績～現状と今後の展望
..... p.3～11
- (1)悪化した企業業績～経常利益は減少へ
- (2)企業を取り巻く環境
- (3)企業業績の先行き～今年度中は弱い動きが続く

三菱UFJリサーチ & コンサルティング株式会社

調査部 主任研究員 小林 真一郎

研究員 藤田 隼平

〒105-8501 東京都港区虎ノ門5-11-2

TEL:03-6733-1070

1. 今月のグラフ ~ インフレ期待は高まっているのか？

消費税率引き上げにより、2014年4月以降、物価の前年比伸び率が急上昇しており、消費者物価指数の総合では4月以降は3%台半ばで推移している(最新の8月の結果は同+3.3%)。

こうした物価の上昇にともなって、物価が上昇しているという家計の実感が高まっているようだ(図表1)。日本銀行の「生活意識に関するアンケート調査」(2014年9月調査)によれば、物価に対する実感は、「かなり上がっている」と「少し上がっている」との回答比率の合計が、2008年12月調査以来の80%を超えた。また、1年後の物価の予想についても、「かなり上がる」と「少し上がる」の合計が80%を超えた水準を続けており、先行きに対しても物価上昇観測が強い状態が継続している。

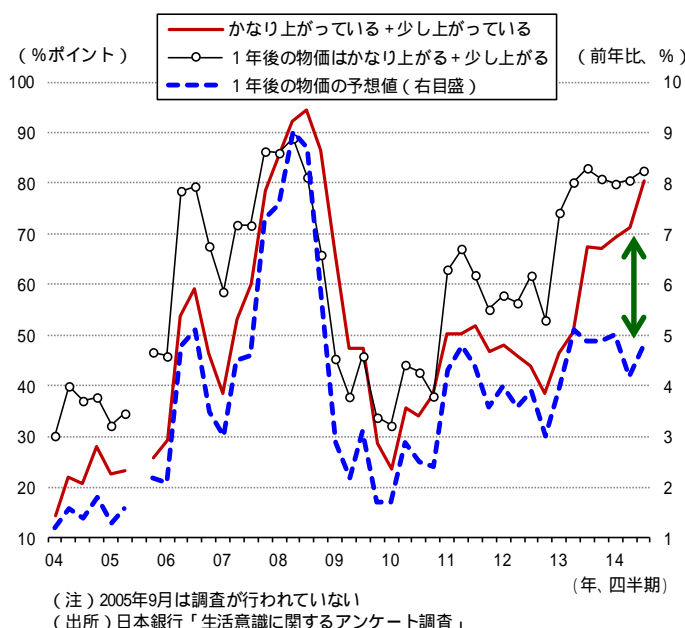
しかし、具体的な伸び率については、平均値で5%弱と2011年の水準と比べても大差はない。もともと家計の物価予想値は上振れする傾向にあり、過去も消費者物価が前年比でマイナスにあってもプラスとなっているが、足元のような実感・予想と予測値の乖離はこれまでなかった現象である。こうした状況から判断すると、「物価の方向は上昇しており、今後も上昇しそうであるが、伸び率はそれ高くはない」と家計が考えている可能性がある。

先行きの物価上昇率はそれほど高まらないとする見方は、企業部門でも共通している。9月調査の日銀短観の「企業物価の見通し」では、物価全般の見通しは、3、5年後も前年比で同程度のプラスが続くとの結果となった(図表2)。しかし、自社の販売価格については、1年後には1.1%ほど上昇しているが、その後の伸びは急低下しており、追加的な価格の引上げは難しいと考えているようである。すなわち、企業の物価見通しからは、自社の販売価格はいずれ引き上げられなくなるが、自社にとってコストとなる物価全般は同じペースでの上昇が続くと警戒していると考えることが可能である。

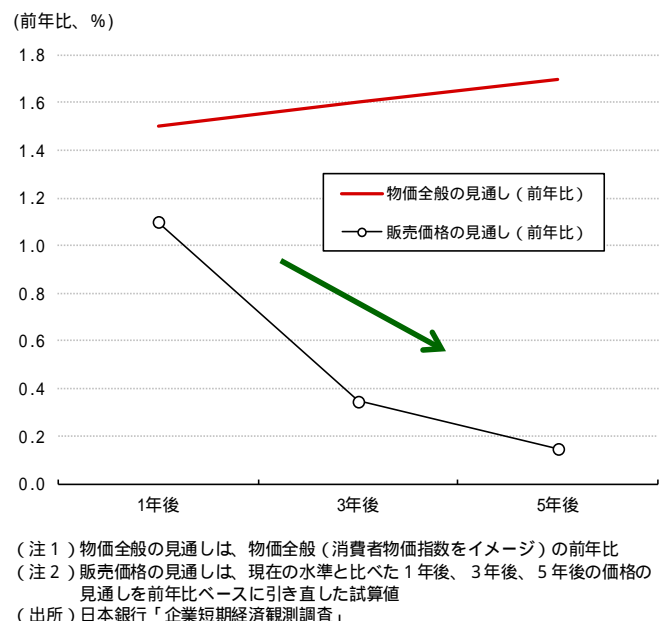
こうした家計および企業の物価の現状判断・見通しから判断すると、足元の伸び率(消費税率の影響を除いたベースで前年比+1%台前半)が今後も続くとは予想されておらず、インフレ期待が高まっている状態には、今のところ至っていないといえるのではないだろう。

(小林 真一郎)

図表1：家計の物価に対する実感・予想



図表2：企業の物価見通し



2. 景気概況～景気は弱含んでいる

景気は弱含んでいる。7～9月期の実質GDPは前期比プラスに転じるものの、伸び率は小幅にとどまることも考えられ、景気はすでに後退局面入りしている可能性が出てきた。

このところ、景気の弱さを示す経済指標の発表が続いている。9月調査の日銀短観の業況判断DIは、大企業製造業で1ポイント改善の13となった。しかし、その内訳をみると、素材業種で1ポイント、加工業種で1ポイントそれぞれ悪化しており、実際には製造業の景況感足踏み状態にあると考えられる。さらに、大企業非製造業、中小企業では悪化していることを勘案すると、企業部門全体では景況感の改善が遅れているといえる。

最も明確に悪化の動きがみえてくるのが生産動向である。8月の鉱工業生産（確報値）は前月比-1.9%と落ち込み、1月のピークからの下落幅は8.4%に拡大した。2012年の前回の景気後退期における生産のピークからボトムまでの下落幅が8.0%であり、すでにそれを上回っている。一方、生産を抑制しているものの、8月は出荷の落ち込み幅（同-2.1%）の方が大きかったため、在庫はさらに積み上がった（同+0.9%）。このため、9月の生産は、生産予測調査では同+6.0%と急増が計画されているものの（10月は同-0.2%）、こうした在庫の積み上がりにより抑制され、予測調査から大きく下振れる懸念がある。

個人消費も冴えない動きが目立つ。8月の家計調査における二人以上の世帯の実質消費支出が前年比で-4.7%（季節調整済前月比-0.3%）、9月の新車登録台数（乗用車、除く軽）が前年比で-5.5%といずれも低迷が続いている。8月の百貨店販売額は前年比-0.3%（店舗調整済）とマイナス幅が縮小したが、天候不順の影響で秋物衣料が伸びたことが影響しており、必ずしも個人消費の復調を意味するものではない。

8月失業率は3.5%と低水準にあるが、同月の有効求人倍率が横ばいにとどまるなど、雇用情勢においても改善の動きに足踏みがみられる。8月の一人当たり現金給与総額（確報値）が前年比+0.9%と6ヶ月連続で増加するなど賃金は持ち直しているが、実質では前年比-3.1%と大幅なマイナスの状態にあり、個人消費の抑制要因となっていると思われる。

8月下旬から円安が進んでおり、一時1ドル=110円を超えた。輸出企業の利益にはプラス要因であり、株価の押し上げ材料にはなるが、輸出を増加させる効果は期待できない。8月の輸出数量指数は前月比-0.1%と2カ月連続で低下しており、2012年秋以降、円安傾向が続いてきたにもかかわらず、依然として横ばい圏内の動きから抜け出せていない。

こうした景気の弱含みの動きを受けて、内閣府の発表する景気動向指数が趨勢的に悪化しており、8月の一致CIによる景気の基調判断が「足踏み」から「下方への局面変化」に変更された。これは景気が後退局面に入った可能性が高いことを意味している。2013年度補正予算の執行本格化や、設備投資の持ち直し、海外景気の回復に伴う輸出の回復などから、今後、景気は持ち直していくと見込まれるものの、その前に一時的な後退局面に陥った可能性がある。

（小林 真一郎）

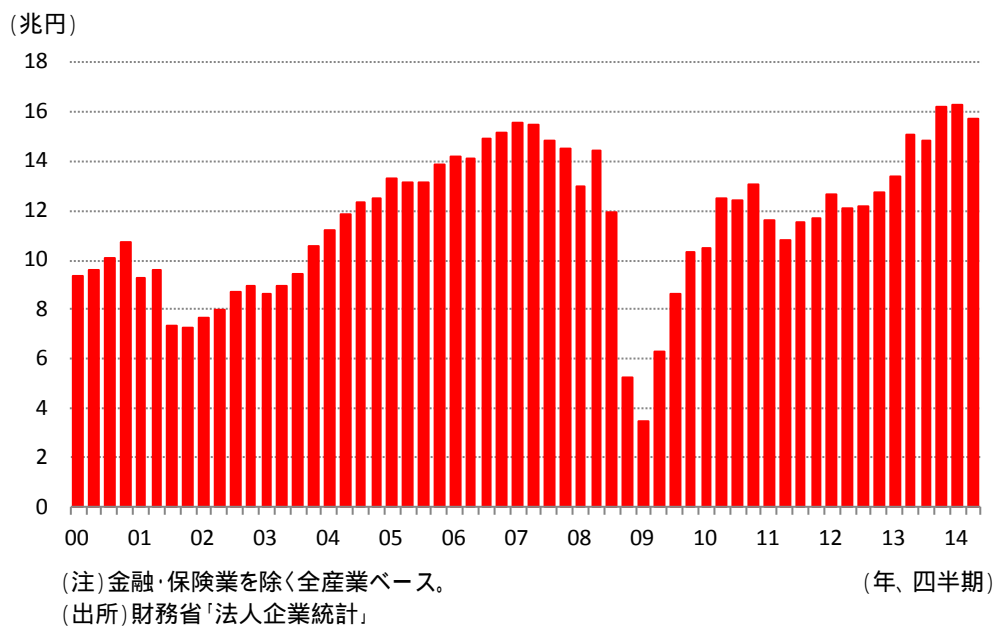
3. 今月のトピック：消費税率引き上げ後の企業業績～現状と今後の展望

2013年度の経常利益は、円安効果や消費税率引き上げ前の駆け込み需要などを受けて過去最高益を更新した。しかし、消費税率引き上げの影響で景気が弱含む中、14年4～6月期の経常利益は製造業、非製造業ともに前期比で減少に転じた。今後も企業業績は悪化を続けることになるのか。今月は増税直後の企業業績を検討したうえで、企業業績の先行きについて考えてみたい。

(1) 悪化した企業業績～経常利益は減少へ

財務省「法人企業統計」によると、2014年4～6月期の経常利益（季節調整値、金融・保険業を除く全産業）は15.7兆円（前期比 - 3.2%）と減少に転じ、3四半期ぶりに16兆円の大台を割り込んだ（図表1）。

図表1. 経常利益の動向～減少するも水準は高い

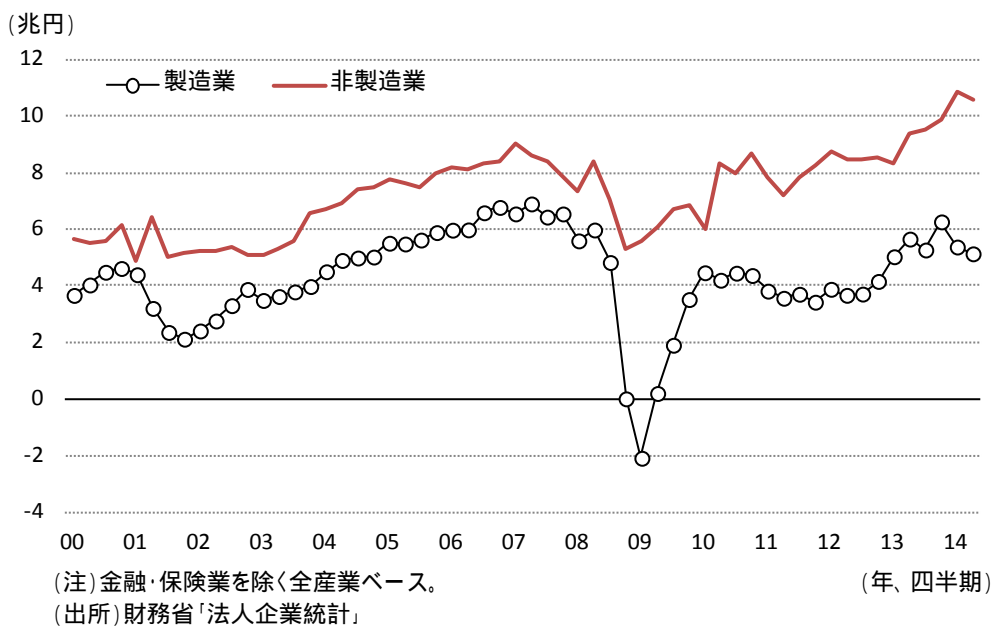


業種別に4～6月期の経常利益の動向を見ると、製造業は5.1兆円（前期比 - 4.4%）と2四半期連続で減少している（図表2）。年明け以降に円安が一巡したこと、駆け込み需要に備えた生産のピークが1月だったことなどから、製造業の経常利益はすでにピークを過ぎているとみられ、前年比では7.6%の減少と水準を落としている。

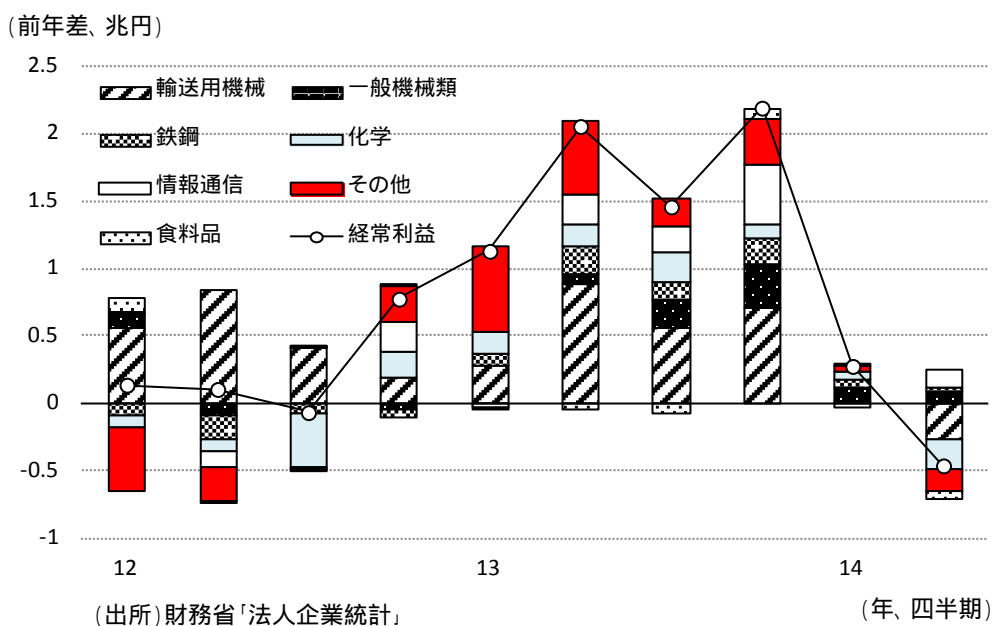
さらに製造業の内訳を見たものが図表3である。製造業の経常利益の前年差を主要な業種の寄与度に分解してある。まず昨年度の状況を振り返っておくと、製造業全体をけん引したのは輸送用機械製造業であり、円安による円建てに換算した場合の売上高の増加や消費税率引き上げ前の駆け込み需要を受けて経常利益は大きく増加した。加えて、建材や自動車向け

の需要が高まった鉄鋼業、Windows XP のサポート終了にともない PC の買い替え特需が生じた情報通信機械製造業、企業の設備投資の持ち直しを受けて一般機械類製造業などが増益となり、全体を押し上げた。しかし、増税後の 14 年 4~6 月期には、情報通信機械製造業や一般機械類製造業は引き続き前年比で増益を維持したが、輸送用機械製造業は駆け込み需要の反動により前年比で減益に転じた。また、増税後の消費の弱さを反映して、食料品製造業も減益となった。製造業の経常利益は水準で見ると決して低くはないが、増税後に景気が弱含む中、企業業績も弱含んでいる。

図表 2 . 製造・非製造業別の経常利益 ~ 非製造業は減少後も高水準



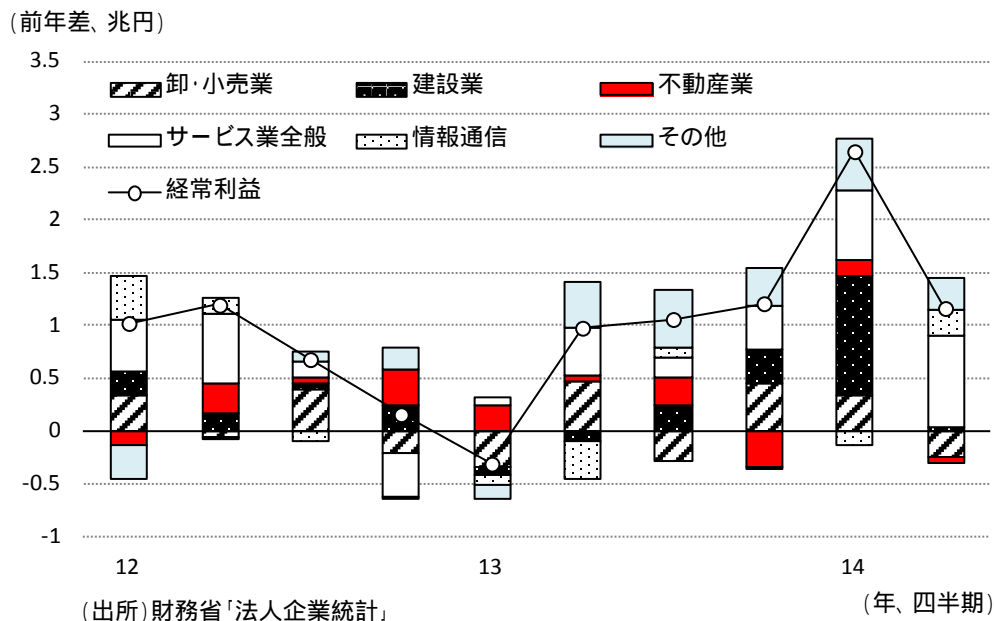
図表 3 . 製造業の経常利益



一方、非製造業では、14年4~6月期の経常利益は10.6兆円（前期比 - 2.6%）と減少したものの、前年比では+12.1%とプラスを維持しており、水準もリーマン・ショック前を上回っている。

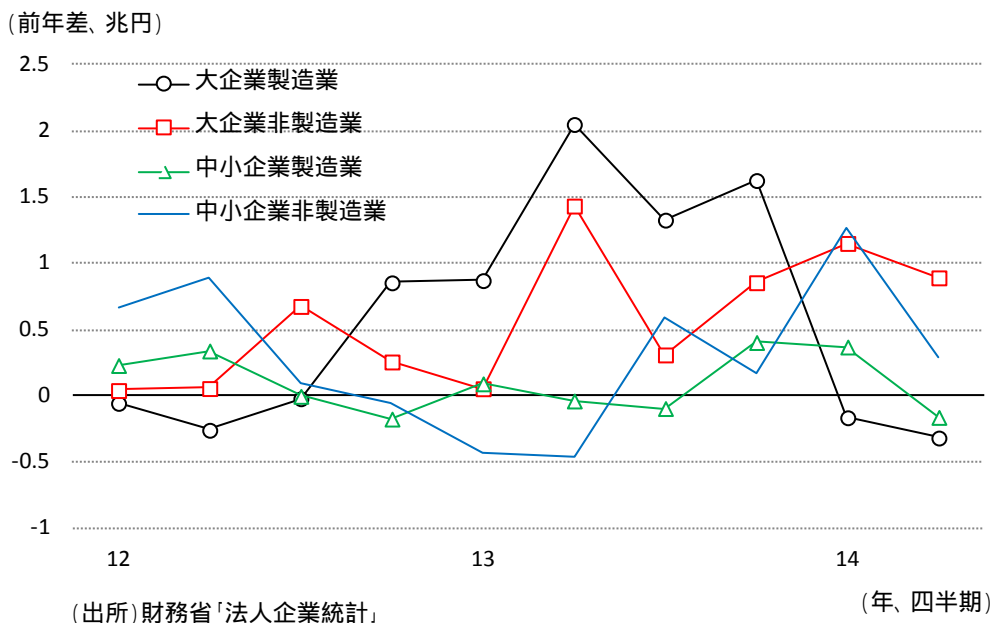
業種別の寄与度に分解すると、公共事業などで受注が好調な建設業、住宅販売が盛り上がった不動産業、駆け込み需要で売上が伸びた卸・小売業などを中心に昨年度は利益が高まったことが分かる（図表4）。しかし、14年4~6月期になると、卸・小売業や不動産業は前年比で減益に転じ、建設業についても前年比で増益は維持できたものの押し上げ幅は大きく縮小した。こうした中、逆に伸びを高めたのはサービス業で、全体を大きく押し上げている。もっとも、サービス業の内訳を見ると、4~6月期は純粋持株会社の寄与が大きくなっている（サービス業の前年差+8722億円のうち、純粋持株会社の寄与は6949億円）。これは13年度の好調な業績を反映して関連会社からの配当金受取が増えたことによるものだと考えられる。純粋持株会社の押し上げ分を除けば、非製造業の経常利益は前年比横ばい程度であり、実際は、非製造業も製造業と同様、増税後は弱含んだ動きとなっている。

図表4．非製造業の経常利益



それでは、企業の規模別に見るとどうだろうか。図表5は、製造業、非製造業の経常利益の前年差を大企業（資本金10億円以上）、中小企業（資本金1千万以上～1億円未満）別に見たものである。これを見ると、景気回復局面入りした12年末以降、まずは大企業の経常利益が増加し、その後、中小企業でも増加に転じていることが分かる。しかし、14年4~6月期には、企業規模に関係なく製造業では減益、非製造業では増益となっている。もっとも、すでに述べたように、非製造業も実態は弱い可能性が高く、増税後の企業業績は業種、規模に関係なく総じて弱含んでいると考えられる。

図表 5 . 規模別に見た経常利益の動向

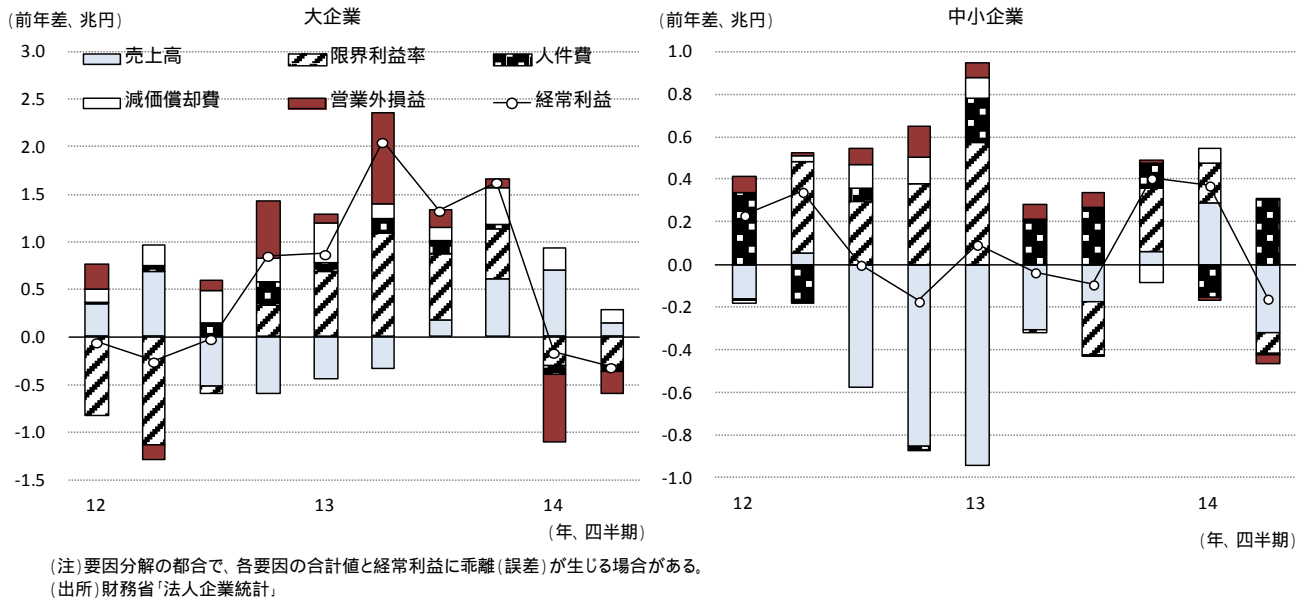


なお、同じ業種であっても大企業と中小企業では経常利益の変動要因が異なっており、各々が直面している状況は一様ではない様子が窺える。図表 6 は製造業の経常利益の前年差を大企業、中小企業別に 5 つの要因（売上高要因、限界利益率要因、人件費要因、減価償却費要因、営業外損益要因）に分解したものである。これを見ると、大企業、中小企業ともに経常利益の前年差は同程度のマイナスとなっているが、大企業では売上高が増加しているのに対し中小企業では減少している、大企業では人件費が増加しているのに対し中小企業では減少している、といった違いが指摘できる。については、内需が落ち込む中で内需依存度の高い中小企業では売上高は減少したが、輸出可能な企業の多い大企業では国内の不振を海外で補えたため前年比プラスを維持できたと考えられる。については、春闘でのベア復活などをを受けて 1 人あたり賃金には上昇圧力が加わっているが、中小企業では従業員数の減少が続いたため人件費は減少し、利益を押し上げる要因になっている。一方、大企業では、逆に従業員数が増加に転じたことで、人件費は増加し、利益を圧迫することになった。

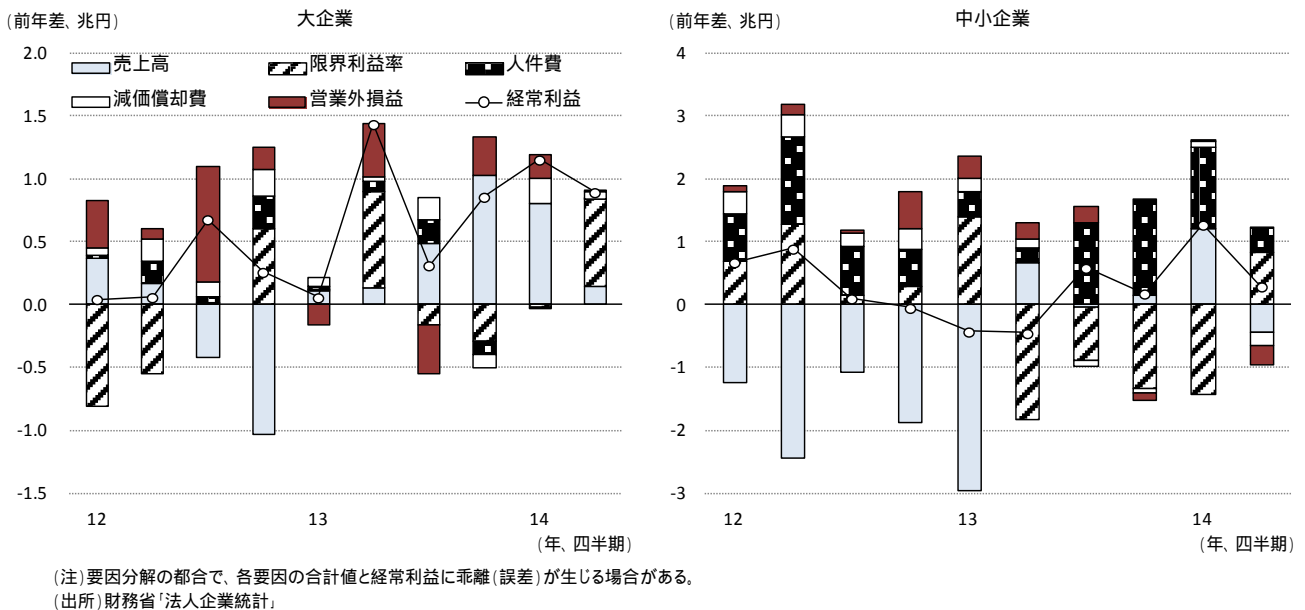
また、非製造業では、大企業、中小企業ともに限界利益率の上昇や人件費の増加が利益を押し上げている点は共通しているが、大企業では売上高が増加しているのに対し中小企業では大きく減少している、大企業では営業外損益が利益の押し上げ要因となっているのに対し中小企業では押し下げ要因となっている、といった違いがある(図表 7)。については、内需が弱含む中で非製造業の売上高は増えにくい環境にあるものの、すでに述べたように非製造業には純粋持株会社が含まれており、昨年度の好調な業績を反映して受取配当金が増加したことで大企業の売上高が押し上げられたと考えられる。通常であれば受取配当金は営業外収益に計上されるが、持株会社の場合、その規模が大きいため、子会社（関連会社）から

の配当金は売上高に計上される場合が多い¹。したがって、財務省「法人企業統計」にもそうした実態が反映されているものと考えられる。 については、非製造業は内需に依存しているとはいえ、大企業では海外進出を進めている企業も多く、中小企業よりも営業外収益が増えやすくなっていることが一因だと考えられる。

図表6．製造業の経常利益（企業規模別）



図表7．非製造業の経常利益（企業規模別）



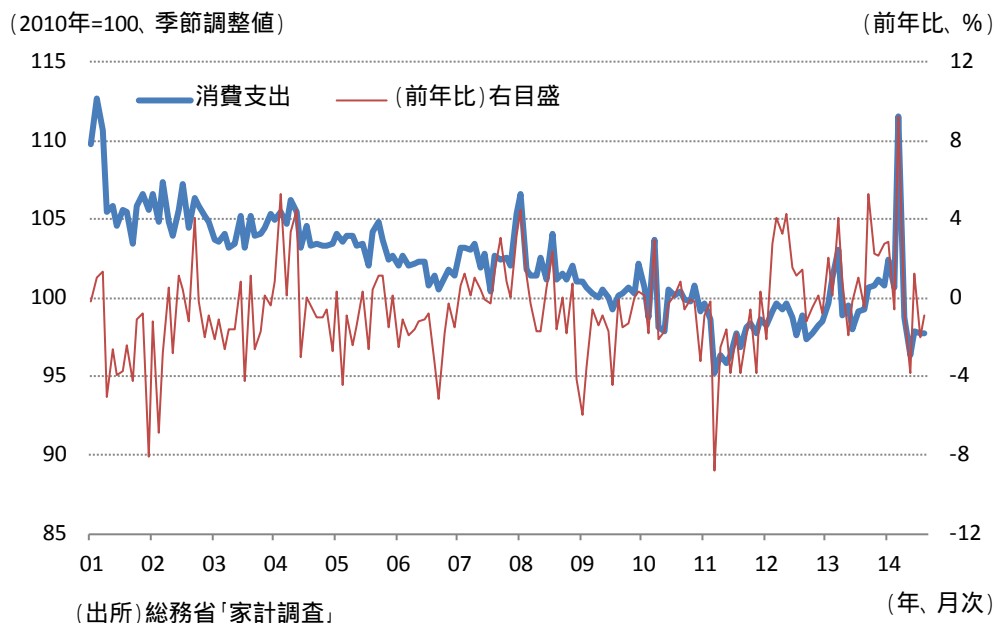
¹ 園田智昭 (2007) 「純粹持株会社の収益管理」『三田商学研究』第50巻3号, pp.155-169

(2) 企業を取り巻く環境

今後、企業業績は再び持ち直しへ向かうのだろうか。先行きを考える前に、企業を取り巻く環境を整理しておこう。

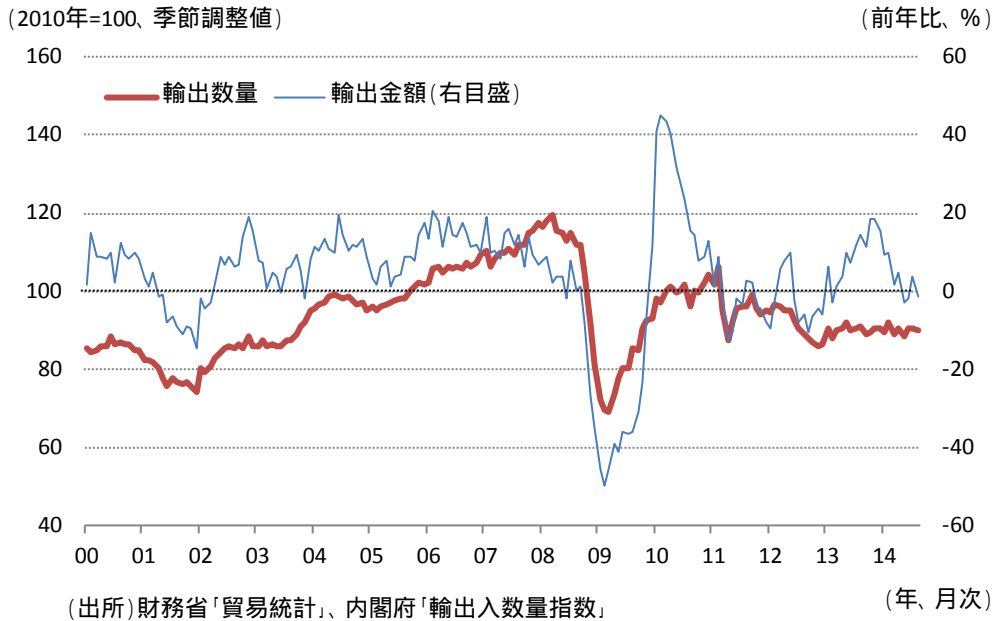
はじめに、企業の売上動向に直結する個人消費と輸出の状況を確認する。まず、個人消費は、14年4~6月期に駆け込み需要の反動で大きく落ち込み、7月以降も弱い動きを続けている。総務省「家計調査」によると、二人以上世帯の名目消費支出は、7月は前年比 - 2.0%、8月は同 - 0.9%の減少と2ヶ月連続で減少している(図表8)。7月、8月は天候不順も下押し要因になったとみられるが、基調として、生活コストの増加を背景とした消費者マインドの悪化や実質所得の減少による家計の購買力の低下が消費を抑制する要因となっている可能性が高い。今後、天候不順や駆け込み需要の反動による影響は薄らぐため、消費は持ち直しへ向かうとみられるが、足元の弱さが実質賃金の低下によるものである以上、力強さを欠くことになるだろう。

図表8 . 弱さが残る個人消費



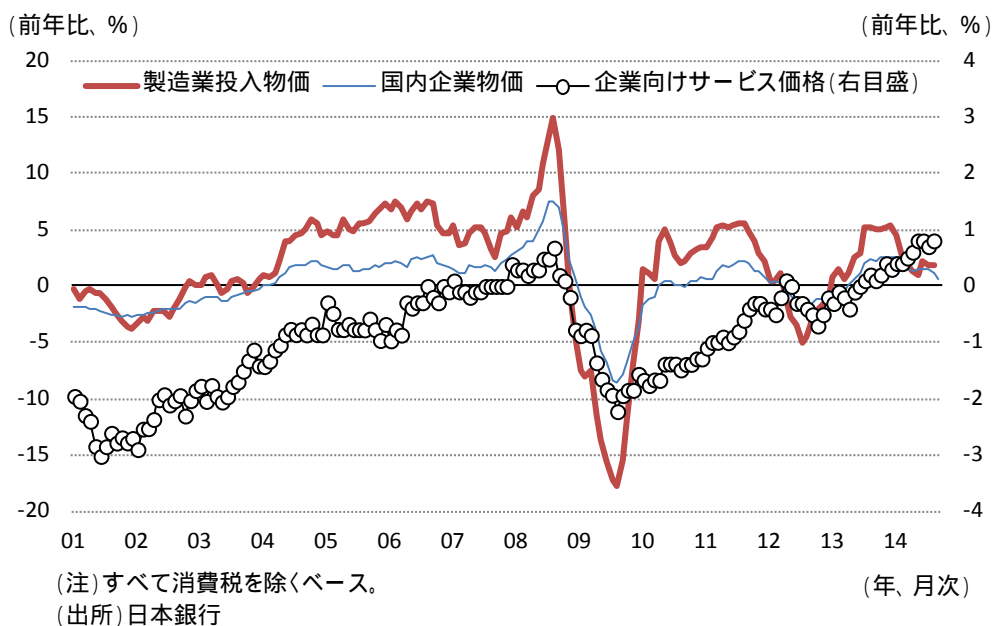
一方、輸出は金額ベースでは増加傾向を維持している。財務省「貿易統計」を見ると、円安により輸出環境が好転する中でも輸出数量は横ばい圏で推移しているが、輸出金額については輸出価格の上昇を受けて増加を続けている(図表9)。8月は輸出数量が前年比 - 2.9%と落ち込んだため、金額ベースでも同 - 1.3%と減少したが、9月以降、再び円安が進む中で輸出価格は上昇基調を強めるとみられ、今後も輸出金額は増加を続ける可能性が高い。ただし、足元では海外経済の減速懸念が強まっており、輸出金額が数量面の落ち込みから下振れするリスクもある点には注意を要しよう。

図表9 . 輸出の動向～金額は増加傾向



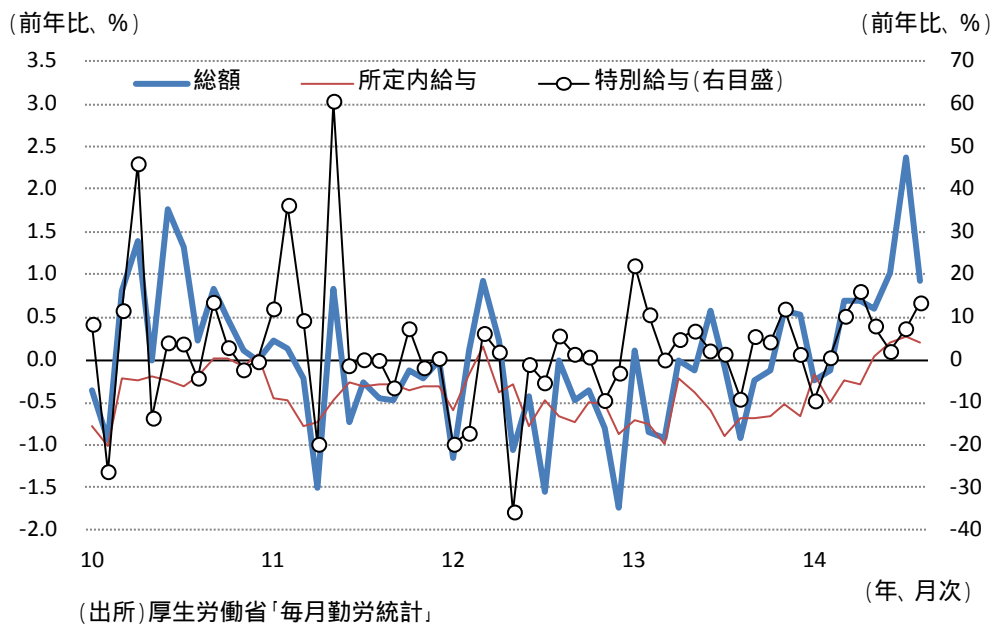
それでは企業のコスト面を取り巻く環境はどうだろうか。まず物価の動向であるが、製造業の投入物価と国内企業物価の前年比を見ると、伸び率は昨年度より縮小しているものの、高めの上昇率を維持している(図表10)。また、企業向けサービス価格も足元ではやや上昇ペースが鈍っているが、高い伸びが続いている。足元で一段と円安が進んでいることから、今後、企業物価は輸入物価の上昇を受けて再び伸びを高めると予想される。

図表10 . 上昇が続く企業物価



賃金についても、長らく低迷していた所定内給与が春闘でのベア復活を受けて増加に転じ、特別給与も夏のボーナスが含まれる6月～8月は高い伸びとなっている(図表11)。1人あたり賃金は前年比で増加しており、企業側の人件費負担には増加圧力が加わっている。また、賃上げが進んでいるのは大企業だけではない。経済産業省の調査によると、定期昇給まで含めれば、中小企業の6割程度が今年度に賃上げを行っている。同調査において中小企業が賃上げを行った理由に挙げた回答の中で最も多かったのは「従業員の定着・確保」のためであり、労働需給のタイト感が強まる中で企業は賃上げの必要性に迫られていると考えられる。労働需給のタイト感がすぐに解消されるとは考えにくく、1人あたり賃金に増加圧力が加わる中で、今後も企業の人件費は下がりにくい状況が続くことになると見込まれる。

図表11. 伸びを高める名目賃金



(3) 企業業績の先行き～今年度中は弱い動きが続く

これまで見てきたように、企業の利益の源泉である売上高は増えにくい環境にある。内需の大半を占める消費の回復が遅れている一方、輸出は金額ベースで見ると堅調であるため、輸出企業の多い大企業製造業では売上高が持ち直す可能性はあるが、内需依存度の高い中小企業では今後も増えにくい状態が続くと考えられる。

反面、コスト面では企業の負担は増えやすい状況にある。物価の上昇による変動費の増加や人件費の減少ペースの鈍化など、今後、コストの増加圧力はさらに高まってこよう。

以上を踏まえると、当面、企業業績は弱い動きが続くことになりそうだ。14年度の経常利益は、前年比で減少することになるだろう。実際、日本銀行「全国企業短期経済観測調査(短観)」(14年9月調査)においても、14年度の経常利益は中小企業製造業を除き前年比マイナスが計画されている。大企業を中心に売上高の増加が計画される中、コスト負担の増加により売上高変動費率は軒並み悪化が見込まれており、企業業績の先行きは景気動向と同様に弱含んでいる。

(藤田 隼平)

- ご利用に際して -

- 本資料は、信頼できると思わ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。