

調査レポート

日本経済ウォッチ(2015年2月号)

【目次】

1. 今月のグラフ..... p.1
 ～求職を諦める長期失業者

2. 景気概況..... p.2
 ～景気は下げ止まっており、持ち直しの動きがみられる

3. 今月のトピック:原油安と円安が企業業績に及ぼす影響
 ～2015年度も企業利益は史上最高益を更新する見込み
..... p.3～12
 - (1)原油価格と為替レートの現状と展望
 - (2)原油安と円安の企業業績への影響
 - (3)企業業績の展望～2016年度まで過去最高益の更新が続く

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 尾畠 未輝

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2
TEL:03-6733-1070

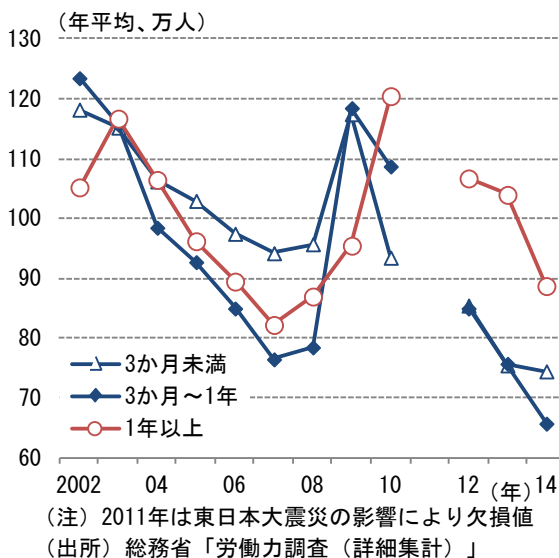
1. 今月のグラフ ～求職を諦める長期失業者

総務省「労働力調査」によると、2014年の完全失業者は236万人と、1997年以来の低水準にまで減少した。リーマン・ショックの影響によって2009年には336万人（年平均、以下同じ）にまで急増したが、その後は減少が続いている。ここで、完全失業者をその失業期間の長さ別にみてる（図表1）。失業期間が3ヶ月未満および3ヶ月～1年未満の失業者は、2009年にピークを付けた後、減少傾向が続き、2014年は直近の最低である2007年の水準を下回っている。一方、一般的に「長期失業者」と定義される失業期間1年以上の完全失業者数は、2010年に121万人でピークとなった。その後、減少が続いているのは失業期間が短い失業者と同じだが、2014年は89万人と、リーマン・ショックの影響を受ける以前の水準までは減っていない。

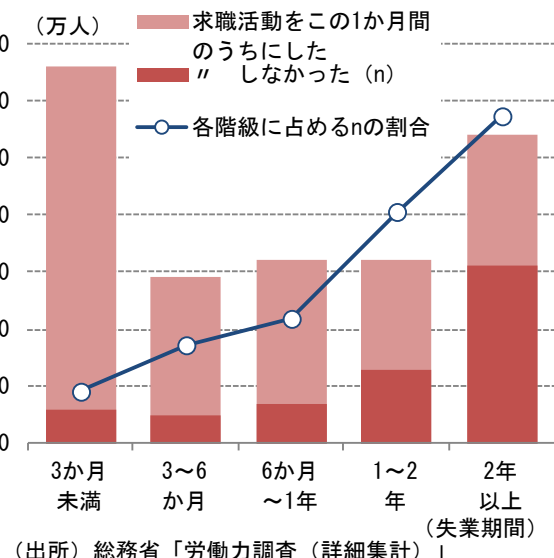
長期失業には個人にとっても経済全体にとっても様々な悪影響があると考えられるが、さらに、失業期間が長くなるにつれ、積極的な求職活動が行われなくなるという傾向がある（図表2）。失業期間別に失業者の求職状況（調査直前の1か月に仕事を探したり、事業の開始の準備をしたかどうか）をみると、2014年の失業者のうち求職活動をしなかった人は63万人で、失業者のうち4人に1人が1ヶ月間求職活動を行っていない。各階級において、求職活動をしなかった人が失業者全体に占める割合は、失業期間3ヶ月未満の人では9.1%にとどまる一方、同1年～2年未満では40.6%と水準は高い。さらに、同2年以上では57.4%と、およそ2人に1人が求職活動を行わなくなってしまう。

なお、この割合は2002年以降、均してみるとほぼ横ばいで推移している。つまり、景気動向にかかわらず、長期失業者は積極的な就職活動をなかなか行わないことが分かる。リーマン・ショックによって急増した失業者は、その後、景気が比較的早い段階で持ち直したことによって順調に減少してきた。しかし、すぐに職に就けなかったために失業期間が長くなり、職探しを諦めてしまっている人も多い。既に雇用環境はかなり改善しているが、こうした失業者が存在していることで、失業者の減少幅は限定される可能性がある。（尾島 未輝）

図表1：失業期間別にみた完全失業者数



図表2：完全失業者の求職活動の状況



2. 景気概況～景気は下げ止まっており、持ち直しの動きがみられる

景気はすでに下げ止まっており、持ち直しの動きが広がっている。

1月の鉱工業生産指数は、一般機械類、輸送用機械などの増加を受けて、前月比+4.0%と堅調に増加した。8月をボトムにして持ち直しの動きが続いており、生産の回復が鮮明となってきた。製造業生産予測指数では2月は同+0.2%と横ばいにとどまり、3月には同-3.2%と減少する計画であり、足元までの勢いが鈍化する可能性がある。しかし、予測指数通りであれば1~3月期は前期比+3.4%と2四半期連続での増加が期待され、均してみれば回復基調が強まりつつあるといえる。

輸出も増加基調を維持しており、1月は実質輸出(前月比+5.0%)、輸出数量指数(同+5.7%)ともに前月比で大幅なプラスとなった。米国を中心に海外経済が持ち直していることや、円安の進行により輸出環境の好転が続いていることが、その背景にある。もっとも、中国の春節を控えての輸出の前倒しの動きなど一時的な押し上げ効果の可能性もあり、2月以降は伸び率も落ち着いてくるであろう。

また、設備投資の先行指標である機械受注(船舶・電力を除く民需)は、12月には前月比+8.3%と順調に増加した。10~12月期では前期比+0.4%と2四半期連続で増加しており、1~3月期の見通しも同+8.3%と増加が続くと見込まれている。

賃金は上昇基調が定着化しており、12月の一人当たりの現金給与総額(確報値)は前年比+1.3%と10カ月連続で増加した。所定内給与、所定外給与の増加に加え、冬のボーナスを含む特別給与が前年比+2.1%と順調に増加し、全体を押し上げた。また、雇用情勢は良好な状態を維持している。1月の完全失業率は3.6%に上昇したものの均してみれば低水準にあり、同月の有効求人倍率も1.14倍と高い水準にある。

こうした雇用・所得情勢の持ち直しを受けて、個人消費も緩やかに持ち直しつつある。1月の家計調査の2人以上世帯の実質消費支出が前月比-0.3%と5カ月ぶりに減少に転じたが、趨勢的には緩やかな持ち直しが続いているといえる。

個人消費にとってプラス材料となるのが物価の安定である。1月の消費者物価指数(生鮮食品を除く総合)の前年比の伸び率は、エネルギー価格の下落などを背景に前年比+2.2%まで縮小してきた。増税の影響を除くと同+0.2%まで低下している。足元で原油価格が下げ止まり、小幅上昇に転じているが、水準は大きく切り下がったままであり、エネルギー価格の下落はさらに進むと予想される。このため、来年度初めにかけて前年比の伸び率はさらに縮小する見込みである。日本銀行のインフレターゲット達成の可能性は一段と後退するであろうが、個人消費にとっては明るい材料である。

以上のように、足元の景気は徐々に明るい材料が増えてきており、今後は持ち直しの足取りがしっかりしてくるであろう。

(小林 真一郎)

3. 今月のトピック：原油安と円安が企業業績に及ぼす影響

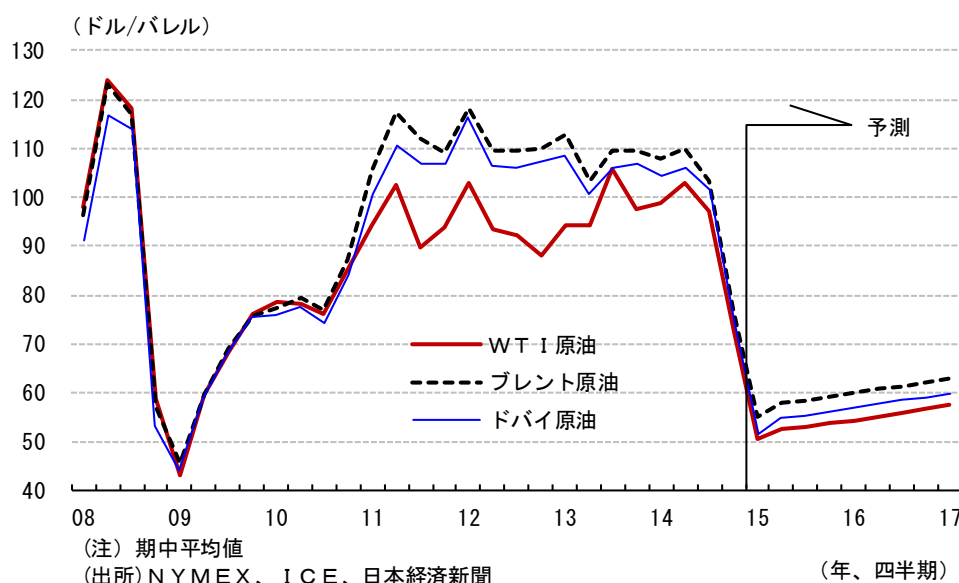
～2015 年度も企業利益は史上最高益を更新する見込み

原油価格、円の対ドルレートとも一時の低水準から反発したものの、それまでの水準と比較すると依然としてかなりの安値圏にある。原油価格、為替レートとも企業業績に対してメリットとデメリットの両面があるが、差し引きすると、企業部門全体に対して、どのような影響があると考えられるのだろうか。今回は、今後の原油価格、為替レートの予測も踏まえたうえで、企業業績の先行きについて整理した。

(1) 原油価格と為替レートの現状と展望

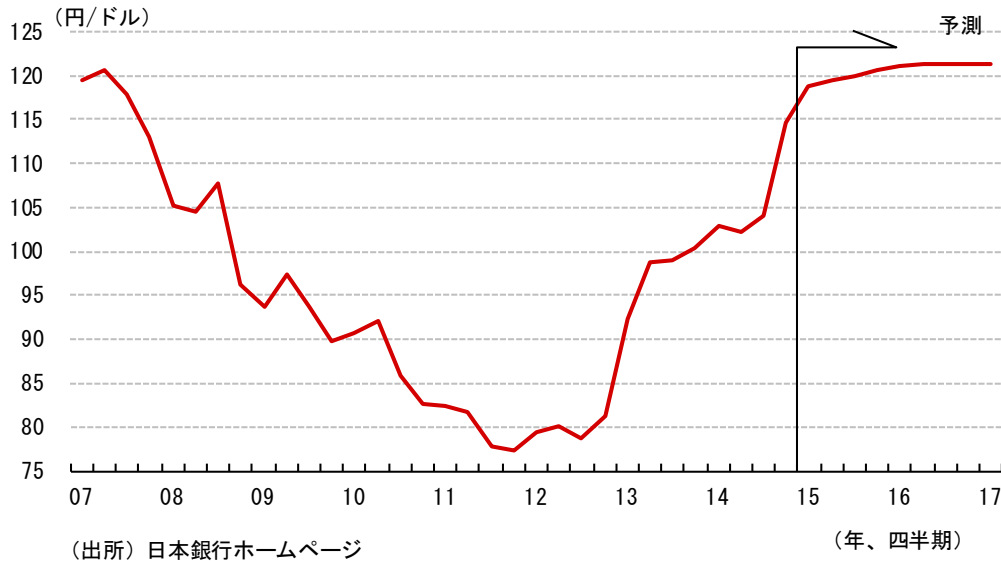
原油価格は昨年秋以降の急落に歯止めがかかり、やや水準を切り上げて推移している。価格の下落を受けて供給が絞り込まれるとの見方がその背景にあり、今後は実際に生産量が減少することが確認されるにつれて、徐々に水準を切り上げて行くと考えられる（図表1）。ただし、需給が一気にひっ迫するほど供給が絞り込まれることも難しく、上昇のペースは緩やかとなるであろう。

図表1. 原油価格の予測



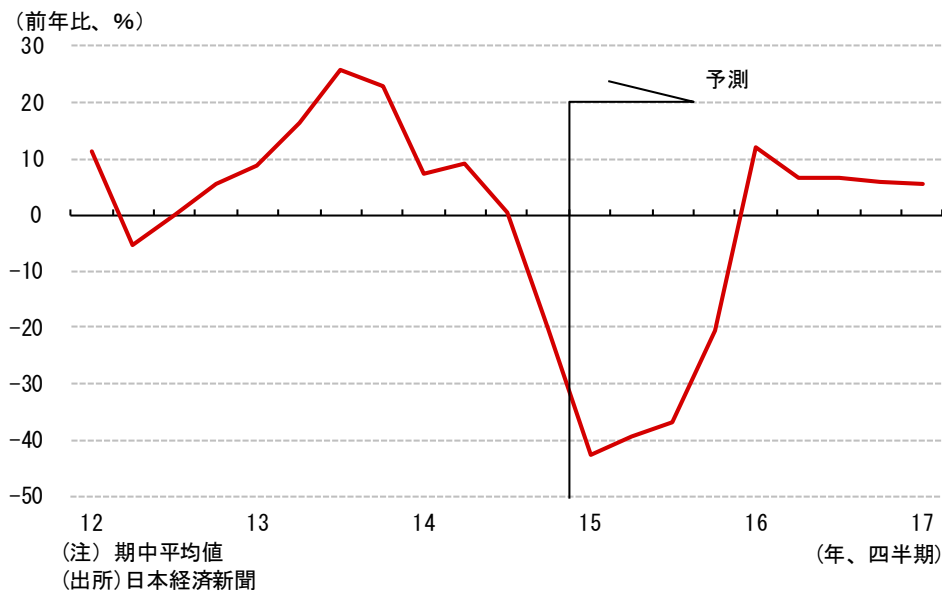
為替レートについては、ECBの量的緩和の導入でユーロ安が進んだこともあり、円安の動きが一服している。円は昨年10月の量的・質的金融緩和の実施に後、一時1ドル=120円台まで下落したが、今年に入ってから120円を下回る水準でもみ合っている。今後は米国の金融引き締めをにらんで、円安・ドル高地合いが続きそうである。もっとも、そうした両国の金融政策の方向の違いについては、おおむね金融市場には織り込まれていると考えられ、円の下落余地はそれほど大きくないであろう。2015年中は円安気味の動きとなっても、2016年に入ると1ドル=120円程度での横ばい推移となると予想される（図表2）。

図表 2. 円/ドルレートの予測



これら原油、為替レートの予測から、円建て原油価格の予測値を計算させると、2015 年中は前年比でマイナス推移が続き、特に足元の 1~3 月期にマイナス幅が最大になる(図表 3)。2016 年には、円建て原油価格の下落は一巡し、今度はプラスに転じる見込みである。このように、原油安、円安は、2015 年と 2016 年では全く逆の効果をもたらせると予想される。

図表 3. 円建て原油価格の予測 (ドバイ)



(2) 原油安と円安の企業業績への影響

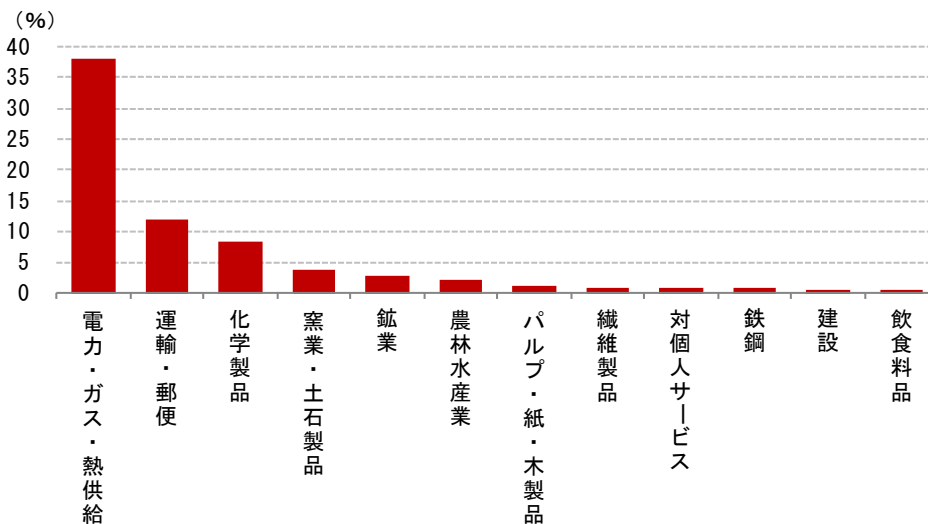
まず、原油価格の下落が企業の業績に及ぼす影響について考えて行こう。

円建ての原油価格の下落が企業業績に及ぼす影響のうち、マイナスの影響を受ける業種は、石油、商社などである。石油元売り会社では過去の高い値段で購入した在庫に評価損が発生し、海外資源に対する権益を保有する商社では減損損失が発生し業績が悪化している。また、資源開発関連への資材や機械を提供する企業にとっても、利益の押し下げ要因となる。

図表4は、石炭・原油・天然ガス、石油製品の間接投入額が国内生産額に対する比率が高い業種をみたものである。これによると、原油価格下落によって業績改善効果が見込まれるのが、原材料や燃料などとして多くの原油、ガスを使用している業種である。電力業では、発電のためのコストを抑制できるため、収益の押し上げ要因となる。また、運輸業ではガソリン代、電気料金など燃料費の削減効果が大きい。さらに、化学工業では原材料費の削減というメリットを享受できる。

加えて、電力料金、燃料費などの下落を通じて、多くの業種でコストが削減される。物価下落によって家計の購買力も増すため、そうしたお金が消費に回れば、小売業やサービス業といった企業にも間接的なメリットが発生するだろう。特に自動車、電機機械といった輸出関連企業では、売上原価が減少する一方で、最近の円安によって売上高が膨らむ効果を得ることもできるため、業績の改善幅が大きくなっている。

図表4. 国内生産額に対する石炭・原油・天然ガス、石油製品の間接投入合計額の比率



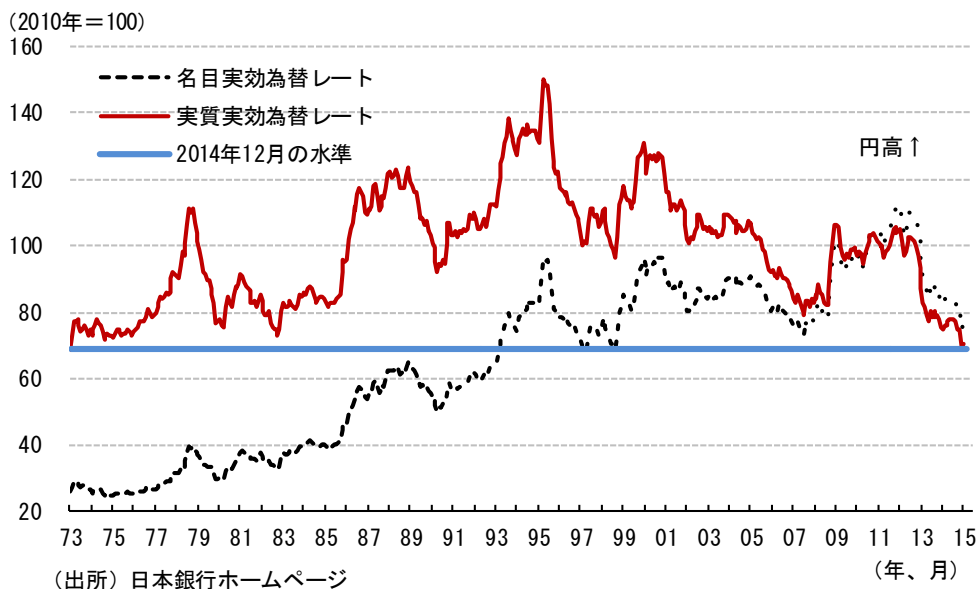
(注) 石炭・原油・天然ガスと石油製品を生産する鉱業、石油・石炭製品業を除く
(出所) (出所) 総務省「平成23年(2011年)産業連関表(速報)」より作成

次に、円安が企業の業績に及ぼす影響の効果について考えてみよう。

日本銀行が作成・発表している実質実効為替レートは、2010年=100の基準で2014年12月に69.20まで下落した(1月には70.76に反発)。この水準は、実に1973年1月以来の低水

準であるが、1973年1月といえは変動相場制に完全に移行する直前のことであり、当時の円/ドルレートは1ドル=300円程度であった（図表5）。このように、現在の円レートは、実質値で見れば、歴史的な安値圏にある。

図表5. 実効為替レートの推移



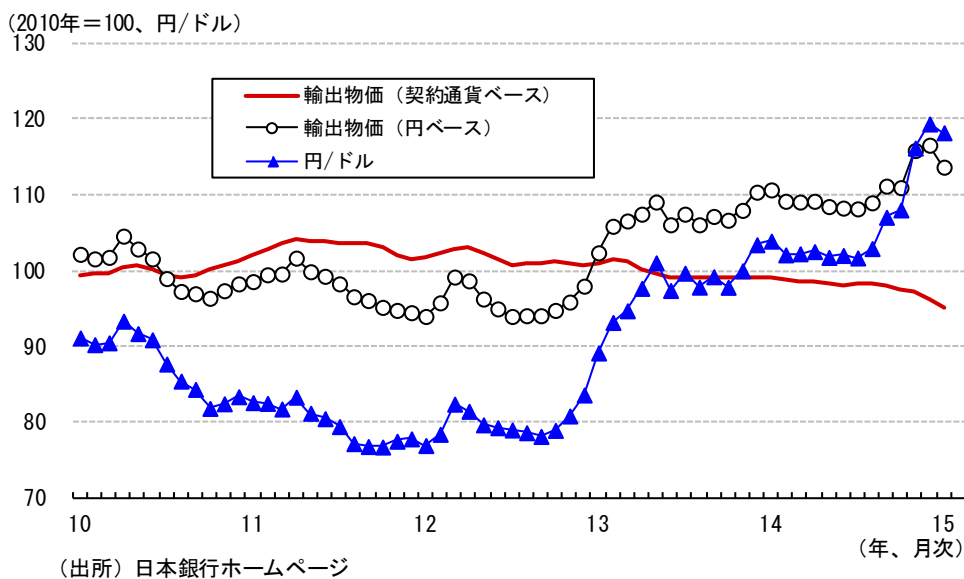
これほどまで円安が進むと、期待されるのが、円安による輸出数量の増加効果である。しかし、2012年秋以降、円安が進む中であっても輸出企業は輸出価格を値引きして数量の増加をねらうことはせず、契約通貨ベースでの輸出価格に大きな変化はみられなかった。結果的に円建て輸出価格は円安とほぼ連動して上昇し、輸出企業の売上高が増加し、業績は急改善している。

しかし、最近では契約通貨建ての輸出価格も徐々に低下している（図表6）。昨年秋以降、輸出数量の回復が鮮明となっているが、この背景には契約通貨建ての輸出価格の下落が関係しているのだろうか。

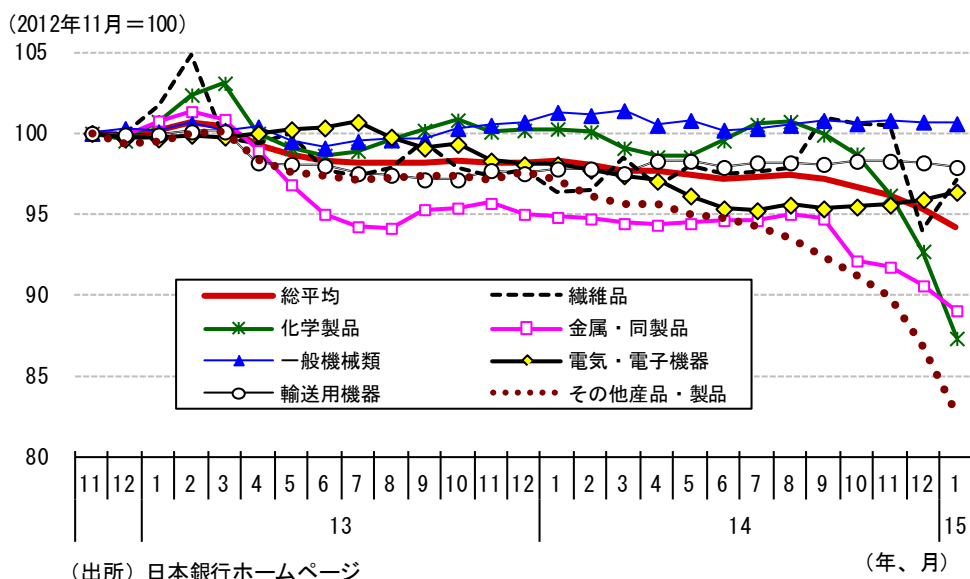
そこで、契約通貨建ての輸出価格の業種別の動きを、円安が進み始めた2012年11月の水準を100としてみると、金属・同製品、化学品などの製品価格が急落し、全体を押し下げていることがわかる。これらの製品は、原材料価格や供給過剰によって国際市況が下落している製品であり、価格を引き下げて輸出せざるを得ない情勢にある製品である。一方、従来から輸出が底堅い一般機械や自動車では、契約通貨建て輸出価格に大きな変化はみられない。

このように、造船業など一部では円安効果によって価格競争力を強めている製品で輸出が増えている可能性はあるものの、輸出企業が値下げによって価格競争力を強めようとする動きは依然小さいと考えられる。

図表6. 輸出物価指数と為替レートの推移



図表7. 業種別輸出物価指数 (契約通貨建て) の推移



ここまでみてきたように、製造業にとっては最近の原油安によって投入価格が下落すると同時に、円安によって産出価格が上昇することになるが、これは交易条件の改善を意味している。

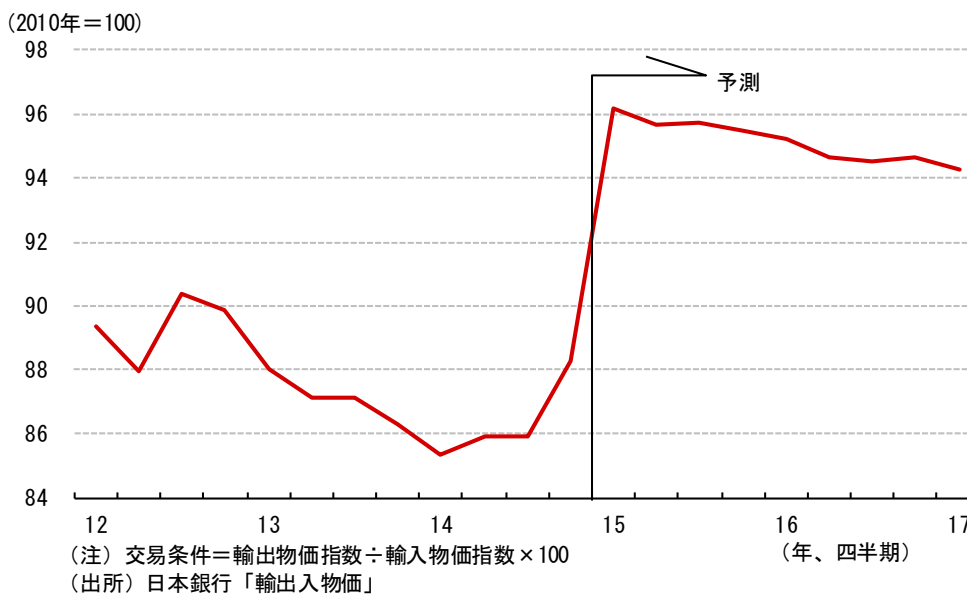
製造業の交易条件（産出物価指数÷投入物価指数）は、2012年の後半以降、円安と原油・資源価格上昇による影響で悪化が続いていたが、昨年の秋以降、急速に改善している（図表8）。図表1、2の原油価格、円ドルレートの予想値を前提とすれば、交易条件（ただし、輸出物価指数÷輸入物価指数）は2015年に入ってさらに急改善すると予想される（図表9）。その後は、原油価格の持ち直し、円安の影響から悪化に転じるが、高い水準は維持すると予想され、限界利益率の改善を通じて、2015年度の企業利益の押し上げに寄与する見込みであ

る。

図表 8. 製造業の交易条件は足元で急改善



図表 9. 製造業の交易条件の予測

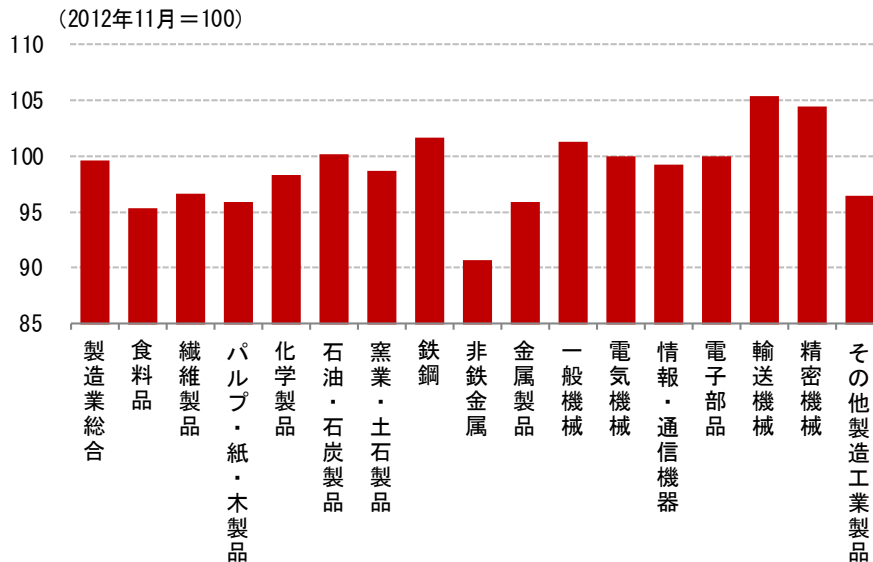


ただし、原油安の影響は、石油業、商社などの一部の業種を除けば業績にプラスに効くが、円安は必ずしも全ての製造業にとってプラスというわけではない。そこで、製造業の業種別の取引条件を、2012年11月を100として、2014年12月の水準をみたものが図表10である。まず、もっとも基準時と比べて取引条件が改善しているのが輸送機械である。また、精密機械、鉄鋼、一般機械といった業種でも改善している。これに対し、非鉄金属、食料品、パルプ・紙・木製品では悪化した状態にある。両者違いは何が原因だろうか。

そこで、輸送機械と食料品で、産出価格、投入価格のそれぞれの動きを、2012年11月を

100 として比較してみた。

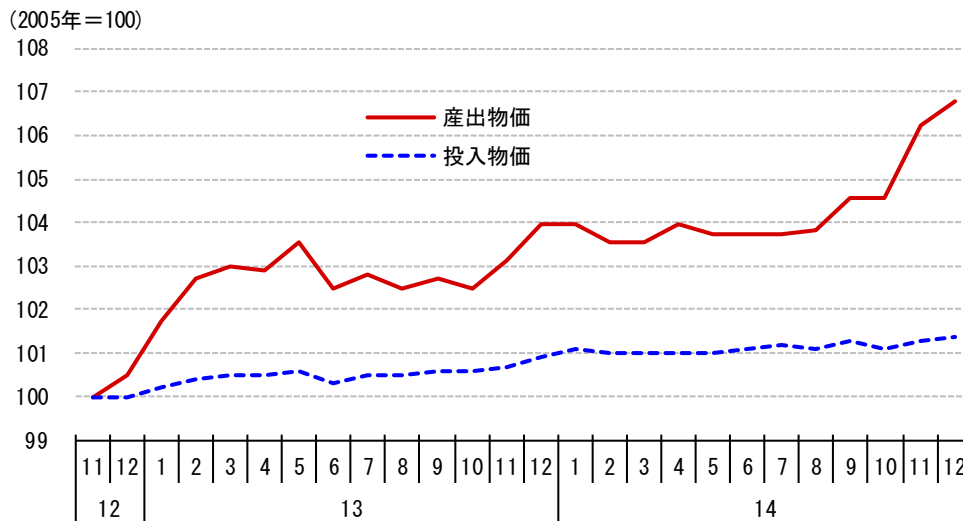
図表 10. 製造業の業種別の取引条件の水準（2014 年 12 月時点）



(出所) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

まず輸送機械では、投入物価が緩やかな上昇にとどまっている（図表 11）。これは、生産のために投入される中間財が主として国内で調達されるため円安の影響を受けづらいことに加え、生産に使用する鉄鋼製品なども原材料の価格下落によって価格が安定していることが背景にある。これに対し、国内向け出荷分については価格に変動がないものの、輸出向けが円安効果によって押し上げられているため、産出物価は順調に上昇している。特に、円安が加速した昨年 11 月以降は上昇ペースが増している。こうした動きの結果が、取引条件の改善につながっている。

図表 11. 輸送機械の産出・投入物価の推移



(注) 取引条件 = 産出物価指数 ÷ 投入物価指数 × 100

(年、月)

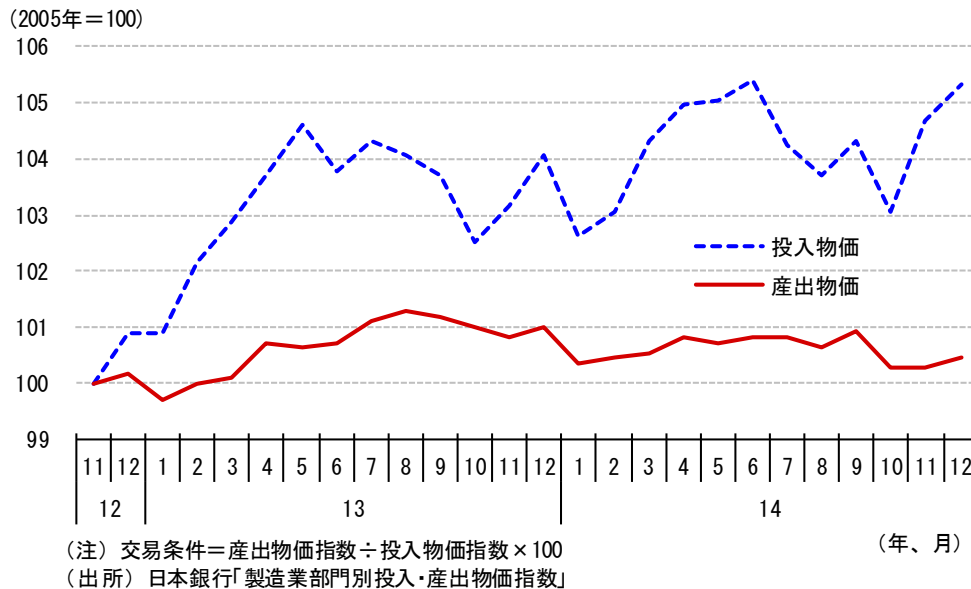
(出所) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

一方、食料品では、円安によって海外から調達する原材料価格が円安によって高騰しており、投入物価は振幅しながらも着実に上昇している（図表 12）。中でも、円安が加速した昨年 11 月以降の上昇幅が大きい。こうしたコストの増加分を販売価格に転嫁できておらず、産出物価は、一進一退を繰り返しながら横ばい圏で推移している。この結果、交易条件は悪化する傾向にあり、利益を抑制する要因となっている。

このように、両者の間には投入、産出の両面で大きな違いがあり、製造業の中で業績格差を生む原因となっている。

なお、非製造業については、製造業の交易条件の統計はないが、輸出企業のような円安メリットを享受できないため、円安によるコスト増加分を販売価格に転嫁できなければ、業績のマイナス要因となることは明らかである。

図表 12. 食料品の産出・投入物価の推移

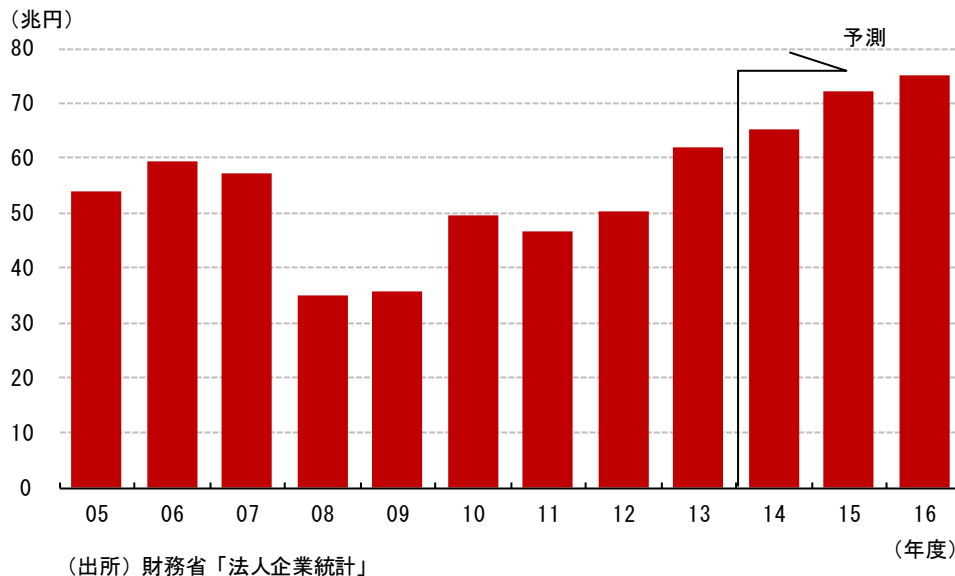


(3) 企業業績の展望～2016年度まで過去最高益の更新が続く

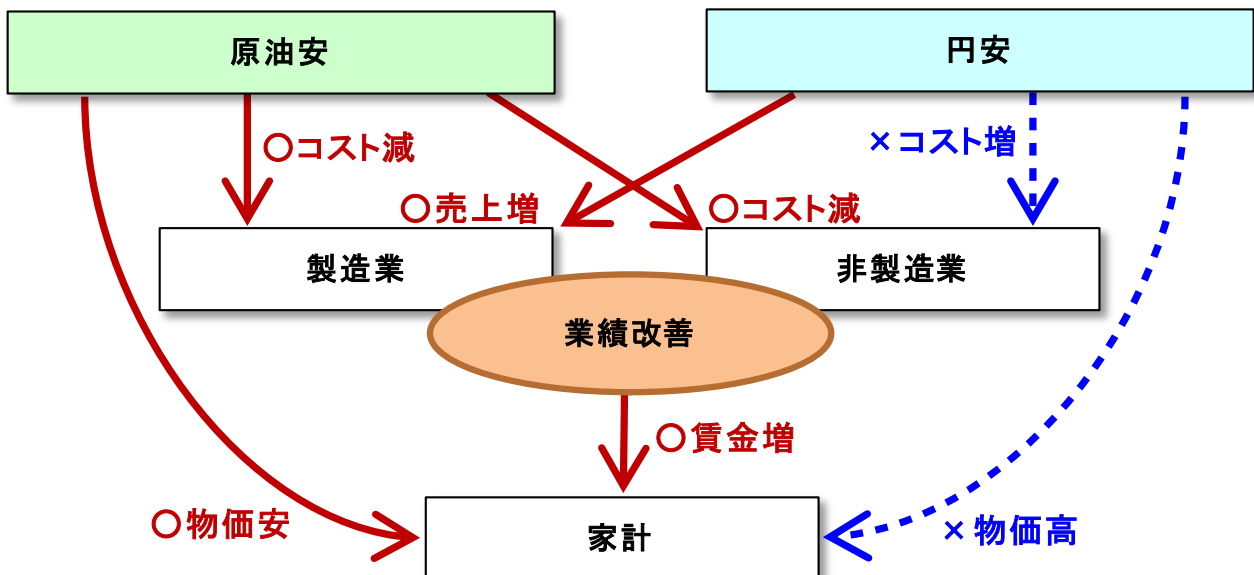
2014年度の実質GDP成長率は、消費税率引き上げの影響により、マイナス成長に陥ることは確実である。それにもかかわらず、企業業績は改善が続き、経常利益は史上最高を更新する可能性が高い（図表13）。また、2015年度も、景気が持ち直すことも加わって増益が続くと見込まれる。

2014～2015年度中は、交易条件の改善が製造業を中心に利益の押し上げ要因となると予想される。輸出企業が円安のメリットを享受すると同時に、原油安が輸入物価を押し下げ、企業部門全体に対する円安のデメリットを打ち消すためである（図表14）。売上高経常利益率の推移をみると、これまでのリストラ効果もあって順調に上昇してきているが、交易条件の改善が加わって、2015年度にはさらに高まると見込まれる（図表15）。

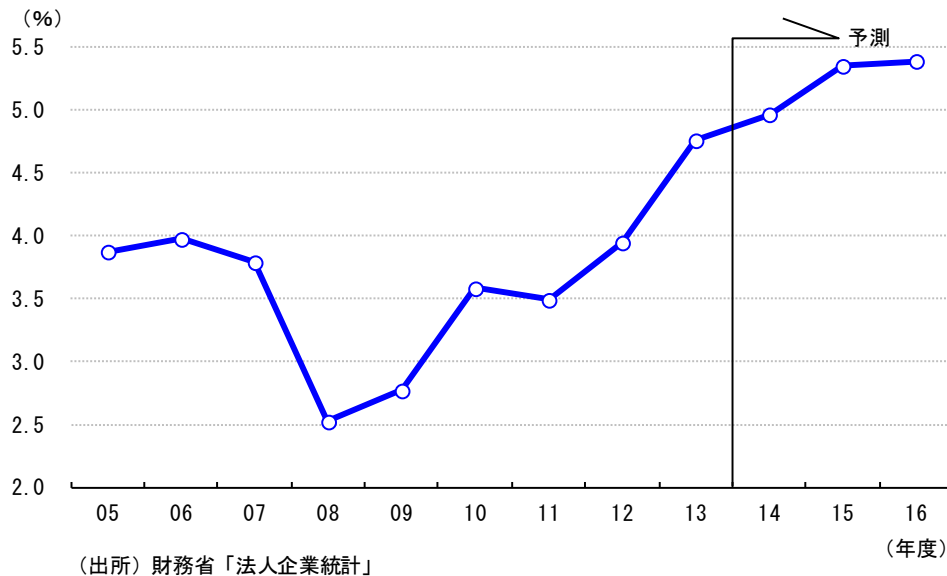
図表13. 経常利益の予測（全産業）



図表14. 原油安・円安が景気に及ぼす影響（概念図）



図表 15. 売上高経常利益率の予測（全産業）



さらに、家計においても輸入物価の下落が実質賃金の押し上げ要因となるうえ、企業業績の改善を背景として賃金の上昇が見込まれ、個人消費の回復につながると期待される。これは国内需要の拡大を通じて、企業業績にとってもプラス要因となってくる。

もっとも、こうした円安と輸入物価の下落（交易条件の改善）が同時に進むことは、一時的な現象である。2016年度には交易条件の改善効果が一巡し、逆に企業業績にはマイナスの要因となってくると考えられる。さらに、人件費などコストが増加することなどにより、売上高経常利益率の上昇にも歯止めがかかるであろう。しかし、景気の持ち直しが続くことから売上高の増加が利益の押し上げ要因となることや、年度後半には消費税率引き上げ前の駆け込み需要が加わることによって、経常利益は増益基調を維持すると見込まれる。

(小林 真一郎)

－ 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。