

日本経済ウォッチ < 2008 年 10 月号 >

【目次】

- | | |
|---------------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ | p . 1 |
| ～ 貿易赤字は続くのか？ ～ | |
| 2 . 景気概況 | p . 2 |
| ～ 金融不安の陰に隠れがちな原油価格の大幅下落 ～ | |
| 3 . 今月のトピック | p . 3 ～ 13 |
| ～ 資源インフレ下での企業業績の動向 ～ | |
| (1) 当面の企業業績の見通し | |
| 企業利益の現状 | |
| 続く資源インフレの悪影響 | |
| 厳しい状況が続くが、2009 年度以降は持ち直しへ | |
| (2) 石油危機時の産業構造の変化 | |
| 石油危機時における交易条件の状況 | |
| 石油危機と輸出構造の変化 | |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班

鈴木 (E - Mail : akihiko.suzuki@murc.jp)

小林 (E - Mail : s.kobayashi@murc.jp)

芥田 (E - Mail : tomomichi.akuta@murc.jp)

本レポートに掲載された意見・予測等は資料作成時点の判断であり、今後予告なしに変更されることがあります。

1. 今月のグラフ ～貿易赤字は続くのか？～

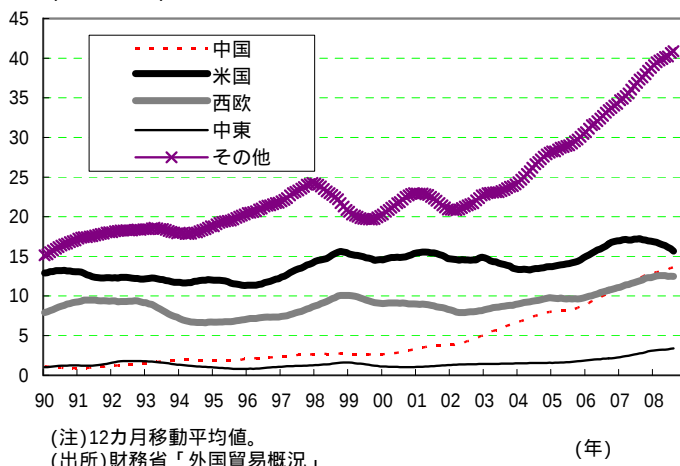
8月の貿易収支は3276億円の赤字であった。1月以外で月間の貿易収支が赤字に陥るのは26年ぶりのことである。1月は年末年始の休みの影響で輸出額が少ないのと同様に、お盆前後を中心とする夏休みの影響が大きい8月やゴールデンウィークのある5月は、他月に比べて輸出額が少ない。このため、以前から8月は貿易黒字が小さくなりやすい月であった。また、米国の景気減速により自動車などの需要が鈍化したことに加えて、昨年にくらべて土曜日・日曜日が多かった、北京オリンピック開催に伴い中国の産業活動が制約を受けていた、といった特殊要因が重なって、今年は輸出額が抑制されやすかった。

もっとも、8月に貿易赤字になった主因は輸出よりも輸入サイドにある。量的に輸入が増えたわけではないが、輸入価格が上昇して輸入金額を押し上げた。特に輸入原油価格は、1バレル＝134ドル（14,600円）と前年同月の74ドル（8,600円）を大幅に上回り、最高値に達した。仮に、1バレル＝100ドルであれば、輸入金額は4700億円減少し、貿易収支は黒字になる計算である。最近の原油相場は、100ドル前後を中心とした推移になってきていることを勘案すると、貿易収支の赤字が続くとは考えにくい。

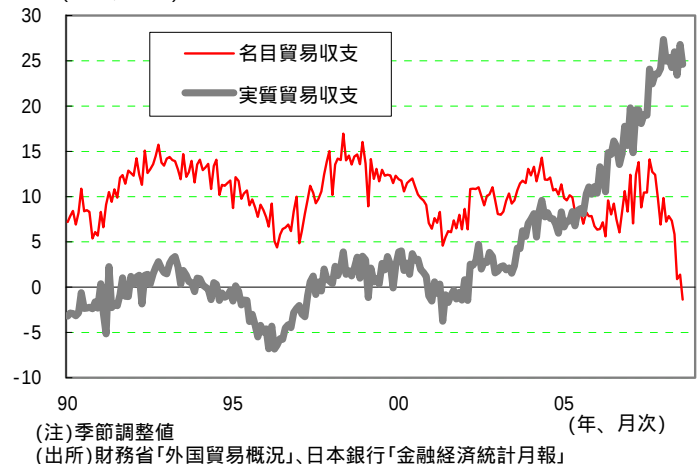
一方で、株価急落などを受けて米欧の景気先行き不透明感が強まり、今後、日本の輸出が大幅に減少するとの懸念も出ている。しかし、近年の日本の輸出を牽引してきたのは、米欧以外の国の成長である。中国をはじめとした新興工業国は減速しているとはいえ、基調としては経済発展により投資や消費の内需が拡大を続けており、中東など資源国の経済も資源価格の高止まりを背景に好調を持続している。

実際に数量に品質の変化も加えた指標である実質貿易収支（2005年価格基準）をみると、黒字は高水準を持続しており、名目貿易収支の動向とは大きく異なっている。名目貿易収支の赤字は予想外の資源高により製品を輸出してもあまり儲からない状況が起こっていることを示唆しているが、一方で実質貿易収支の黒字は、質の高い日本の製品に対する海外諸国からの需要は引き続き強いことを反映したものといえる。（芥田 知至）

図表1 日本の輸出動向（地域別）の推移
（兆円、年率）



図表2 名目貿易収支と実質貿易収支の推移
（兆円、年率）



2. 景気概況 ～金融不安の陰に隠れがちな原油価格の大幅下落～

9月調査の日銀短観では企業のマインドが予想通り大幅に悪化した。輸出の拡大を通して景気回復を牽引してきた大企業・製造業の業況判断(「良い」-「悪い」)も約5年ぶりにマイナス(「悪い」超)を記録することになった。

マインドを悪くしている一番の理由は収益環境の悪化であろう。日本経済にとっての利益とも言える貿易収支は8月に赤字になった。これは、お正月休みで輸出が少ない1月を除くと26年ぶりの出来事だ。8月も夏休みがあるため貿易黒字の規模が小さい月であるが、それでも最近の日本経済の状況を象徴する出来事だろう。

貿易収支が赤字になった要因は、世界経済の減速による輸出の伸び悩みと原油価格の高騰による輸入の増加である。企業経営に置き換えてみれば、これらは売上の伸び悩みと変動費の増加であり、両者が合わさって企業収益を圧迫している。企業収益が悪化してくれば、設備投資にも影響してくる。日銀短観の結果を見ると、利益が下方修正されている割には設備投資計画、特にソフトウェアを含んだ計画は底堅いが、計画から実施に至る過程で下方修正される可能性を見ておいた方がよいだろう。

企業が儲からなければ、個人の所得もあまり伸びず、物価の上昇が実質消費を下押しする。こうして内外の需要の低迷が生産に影響してきている。8月の鉱工業生産は前月比-3.5%と自動車や一般機械を中心に大きく減少した。9月の生産は再び増加する見込みだが、7～9月期でみると3四半期連続で減少することになる。

サブプライムローン問題に端を発した金融不安は、米大手金融機関の破綻と買収を一気に引き起こし、金融の再編が進んでいる。まさしく100年に一度の出来事となっているが、金融市場の大きな変化が米国経済や日本を含む世界経済に及ぼす影響は推測が難しい。非常に大きな影響を及ぼしうる不確定要因を抱えてしまったことは間違いないが、金融市場における株価の乱高下と同じように実体経済が変動するとも思えない。実体経済と金融市場のデカップリングが生じているとすると、冷静な対応が必要となる。

米国金融市場に関する報道に比べると地味であるが、これまで企業収益を圧迫し、8月の貿易赤字をもたらした要因である原油価格の高騰が一服し、ピーク時から一気に3割以上下落している。これは大きな出来事である。原油価格の下落の背景に世界経済の減速があるとすると、けっして安心して良いということにはならない。しかし、原油価格は一体どこまで上がるのだという不安感からは解放され、景気の低迷と物価上昇が並存するスタグフレーションという最悪のシナリオはひとまず遠のいたようだ。

原油価格の急騰が落ち着いたところで重要性を増してくるのは、中国など新興国の動向である。米国から欧州にも広がってきた金融不安の動向に注意が必要なことは言うまでもないが、北京オリンピックの開催によって活動が抑制されていた中国経済が、これからどうなるのかといった身近な問題にまずは目を凝らす必要がある。(鈴木 明彦)

3. 今月のトピック ～資源インフレ下での企業業績の動向～

原油価格など国際商品市況の価格上昇も一段落してきたが、それでも水準は依然として高い。内外景気の不透明感が一段と増してくる中で、資源インフレは企業利益にとって大きな押し下げ要因として効き続けると考えられる。そこで今回は、資源インフレが当面のわが国企業に対して与える影響について、前半部分で考えてみた。

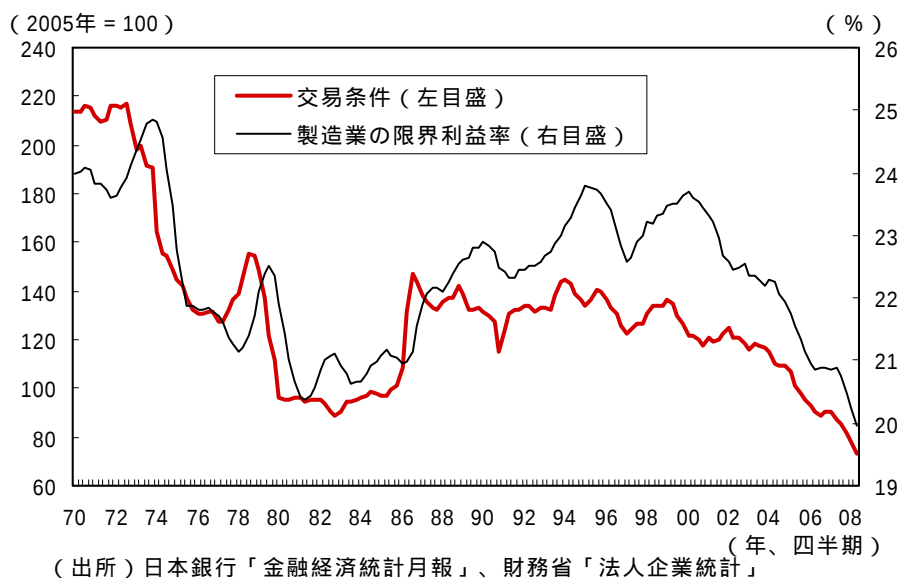
さらに、資源価格の上昇が一時的ではなく今後も高止まるとすれば、いずれは産業構造の変化といった企業の中期的な動向に影響を及ぼしてくる可能性がある。そこで、後半部分では、過去の2度の石油危機が企業に与えた影響についてまとめてみた。

(1) 当面の企業業績の見通し

企業利益の現状

交易条件とは輸出物価÷輸入物価と定義され、一単位あたりの輸出品と交換して得られる輸入品の単位数を示す指数である。日本経済がモノを安く買って(輸入して)高く売る(輸出する)と、交易条件の数値は上昇する。一方、企業の限界利益率(粗利率)は、限界利益(=売上高-変動費)÷売上高×100と定義され、原材料や部品などの仕入れをできるだけ安く抑えて、できあがった製品を高く売ると利益率は上昇する。前者が一国の利益率を示しているのに対し、後者が一企業の利益率を示している。このため、交易条件と原材料を輸入し製品を輸出している製造業の限界利益率は、おおむね同じ動きをする。この両者の動きをみると、いずれも足元で統計開始以来、過去最低水準を更新している(図表1)。

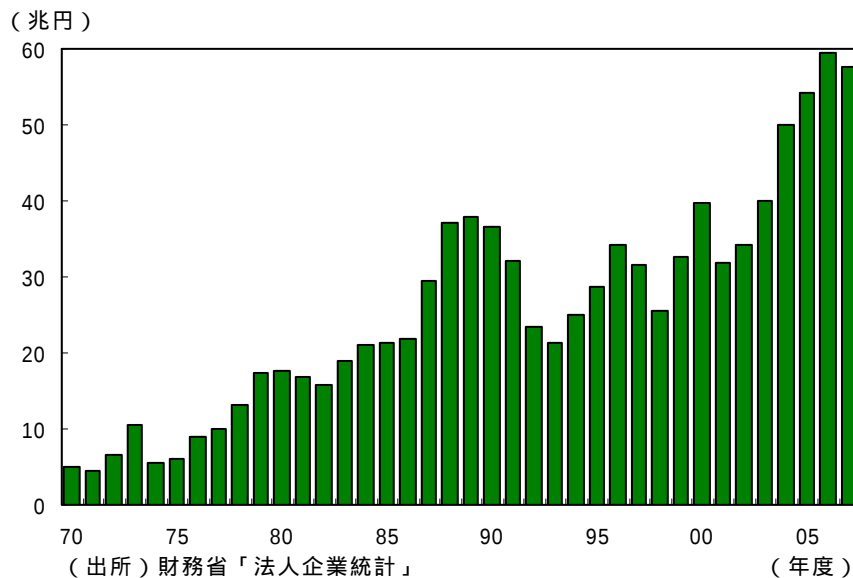
図表1 交易条件・限界利益率の悪化が続く



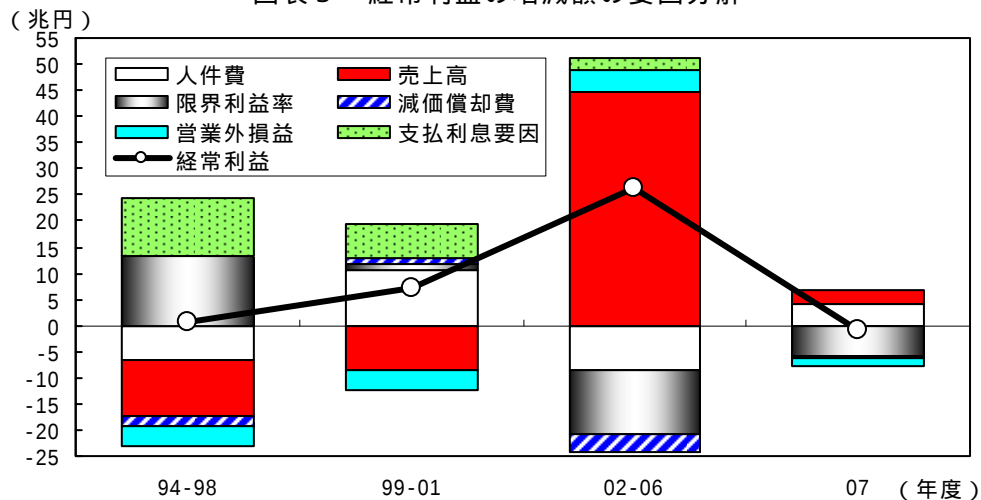
限界利益率が低下しても、販売数量を増やすことや、人件費や利払い費といった固定費を減らすことで、企業は経常利益を増加させることは可能である。しかし、ここまで限界利益率が悪化すると数量効果やリストラ効果では補いきれなくなってくる。このため、2002年度から2006年度にかけて5年連続で増益（うち4年連続で過去最高を更新）を達成した企業の経常利益は、2007年度には減益に転じた（図表2）。2008年度についても、限界利益率の低下が続いている現状から考えると、2年連続で減益となる可能性が高い。

最近の経常利益の増減の要因について、もう少し詳しくみてみよう。図表3は、1994～2007年度を企業収益の特徴に基づいて4つの期間に分け、それぞれの期において毎年の経常利益の増減額を累積したものである。たとえば、1994～1998年度は増益の年と減益の年があったため、累積額は若干のプラスにとどまっている。

図表2 減少に転じた企業利益（経常利益）



図表3 経常利益の増減額の要因分解



1994～1998年度の5年間は、バブル崩壊後の調整期間を経て企業業績が改善に転じ、その後金融危機が発生した時期であり、経常利益は微増にとどまっている（図表4）。増減要因の内訳をみると、まず支払利息が大きく利益を押し上げているが、これは主に金利の低下によるものである。また、バブル崩壊後の景気低迷や円高によって仕入れ価格が低下したことによって限界利益率が上昇したことも、利益の押し上げに貢献している。一方、需要の落ち込みによって売上高が減少して利益を押し下げているほか、バブル期に雇用者が増加した影響や賃上げが続いたことから人件費の負担が増している。

次の1999～2001年度の3年間は、ITブームによって景気が一時的に回復した一方で、企業のバランスシート調整が本格化した時期であり、経常利益は小幅増加している。引き続き売上高が低迷したものの、債務圧縮によって利払い費が減少したこと、人員削減などの効果から人件費が減少したことが利益を押し上げている。限界利益率は、ほぼ中立にとどまっており、この時期はリストラ効果によって利益を捻出した時期であると考えられる。

2002～2006年度の5年間は、世界景気の拡大を背景に長期間にわたって景気拡大が続く一方で資源価格が高騰した時期であり、経常利益は大幅に増加している。資源価格が高騰したが、企業はなかなか販売価格に転嫁できなかったため限界利益率が大幅に低下し、利益の押し下げ要因となった。また、企業は一人当たりの賃金やボーナスの支払額を抑制する一方で、積極的に雇用を増やしたため、人件費の負担が増加した。利払い費の利益押し上げ効果もほぼ中立まで減少していることと合わせて考えると、リストラ効果が一巡してしまったと考えられる。しかし、これらコストの増加分を大きく上回って売上高が増えたため、利益は毎年増加していった。売上高が増えたのは、販売価格が低迷する中で、販売数量が堅調に伸びたためであり、好調な輸出が販売数量を拡大させた。

図表4 経常利益の増減額の要因分解（まとめ）

	1994～1998年度	1999～2001年度	2002～2006年度	2007年度
経常利益	微増	小幅増加	大幅増加	小幅減少
固定費				
うち支払利息	利益を大幅押し上げ	利益を押し上げ	ほぼ中立	ほぼ中立
うち人件費	利益を押し下げ	利益を大幅押し上げ	利益を押し下げ	利益を押し上げ
限界利益				
うち限界利益率	利益を大幅押し上げ	ほぼ中立	利益を大幅押し下げ	利益を大幅押し下げ
うち売上高	利益を大幅押し下げ	利益を大幅押し下げ	利益を大幅押し上げ	ほぼ中立
営業外損益	利益を押し下げ	利益を押し下げ	利益を押し上げ	ほぼ中立
背景	バブル崩壊後の調整を経て業績が改善に転じ、その後金融危機が発生	ITブームによる景気回復の一方で、企業のバランスシート調整が本格化	世界景気の拡大を背景に息の長い拡大が継続する一方、資源価格が高騰	資源価格上昇が加速し、世界景気の拡大ペースが鈍化
利益動向	金利低下が利益を押し上げるも、景気低迷・販売不振で低迷が続く	販売不振が続くも、人件費を中心にリストラ進展で増益確保	リストラ効果息切れ・資源価格高騰も景気拡大・販売（輸出）増加で増益続く	コスト上昇を十分に販売価格に転嫁できず減益

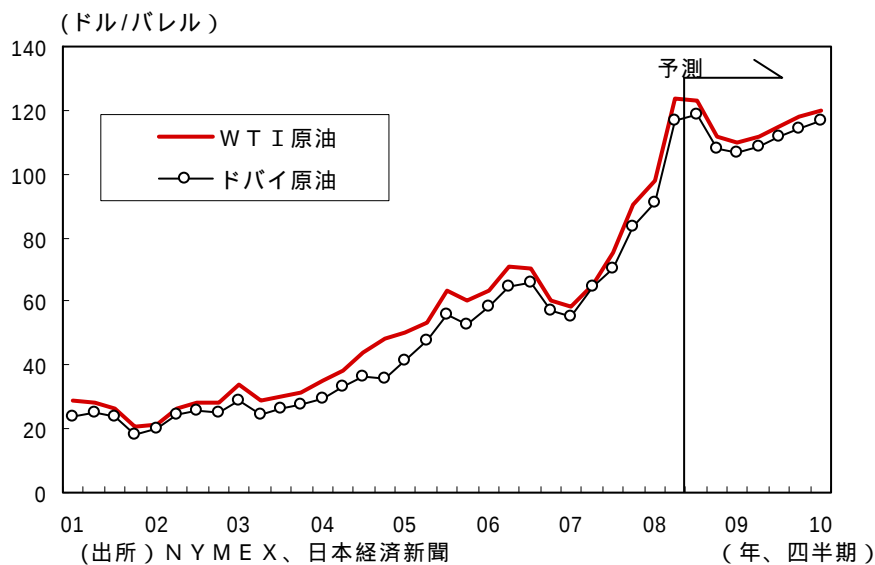
さて、2007 年度 1 年間の動きであるが、限界利益率の悪化が利益のマイナス要因であったことは前の 5 年間と同じであるが、売上高については利益押し上げへの貢献がほとんどなくなっている。好調だった輸出の伸びが勢いを失ってきたことが原因であり、この結果、経常利益は小幅ながら減益に転じた。

続く資源インフレの悪影響

以上のように、足元ではリストラによる利益の押し上げ効果が消滅し、利益の増加は売上高の増加に依存する収益構造になっている。このため、世界景気が持ち直し輸出が再び堅調に増加すれば利益も押し上げられるが、それにはもうしばらく時間がかかる可能性がある。そこでポイントとなるのが、限界利益率もしくは交易条件の動向である。

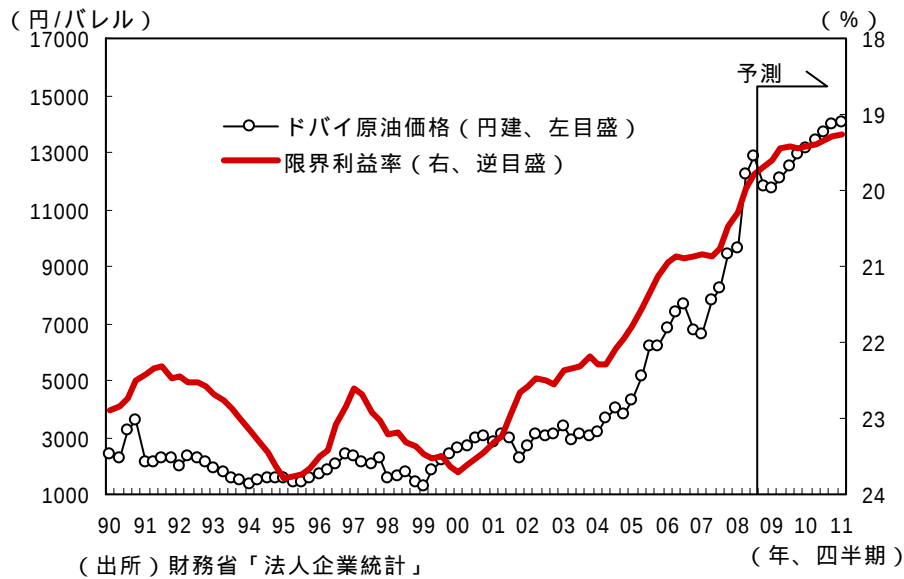
最近になって原油をはじめとする資源価格がピークアウトしてきていることは、売上原価の減少、すなわち限界利益率の上昇を通じて、今後企業の利益にはプラス要因として効いてこよう。しかし、資源価格がこのまま下がり続けるとは考えづらく、世界景気の持ち直しと共に再び上昇に転じる可能性がある（図表 5）。

図表 5 今後も続く資源価格の高止まり



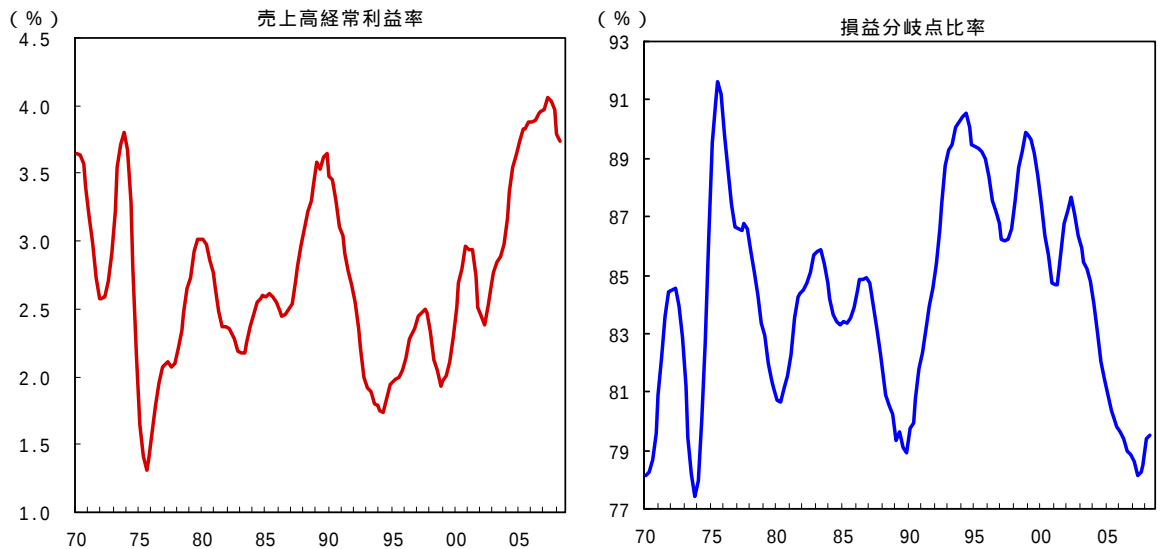
再び資源価格が上昇して仕入コストが高まって、企業が販売価格を引き上げていくことはそう簡単ではない。このため、限界利益率は上昇に転じたとしても一時的にとどまり、その後再び低下する可能性があり（図表 6）、利益のマイナス要因として寄与してくることになる。

図表6 限界利益率（製造業）と原油価格の関係



その一方で、企業利益は大幅な落ち込みは避けられる見込みである。リストラ効果は利益の押し上げに寄与しなくなっているが、それでも利益の下支え効果があるためである。図表7は企業の売上高経常利益率、損益分岐点比率をみたものであるが、いずれも過去と比べて高い収益力があることがわかる。売上高経常利益率が高水準であることは、売上高が減少しても、過去と比べて高い経常利益を得ることができることを意味する。また、低水準の損益分岐点比率は、利益が赤字に陥るまでにかかなりの余裕があることを示している。

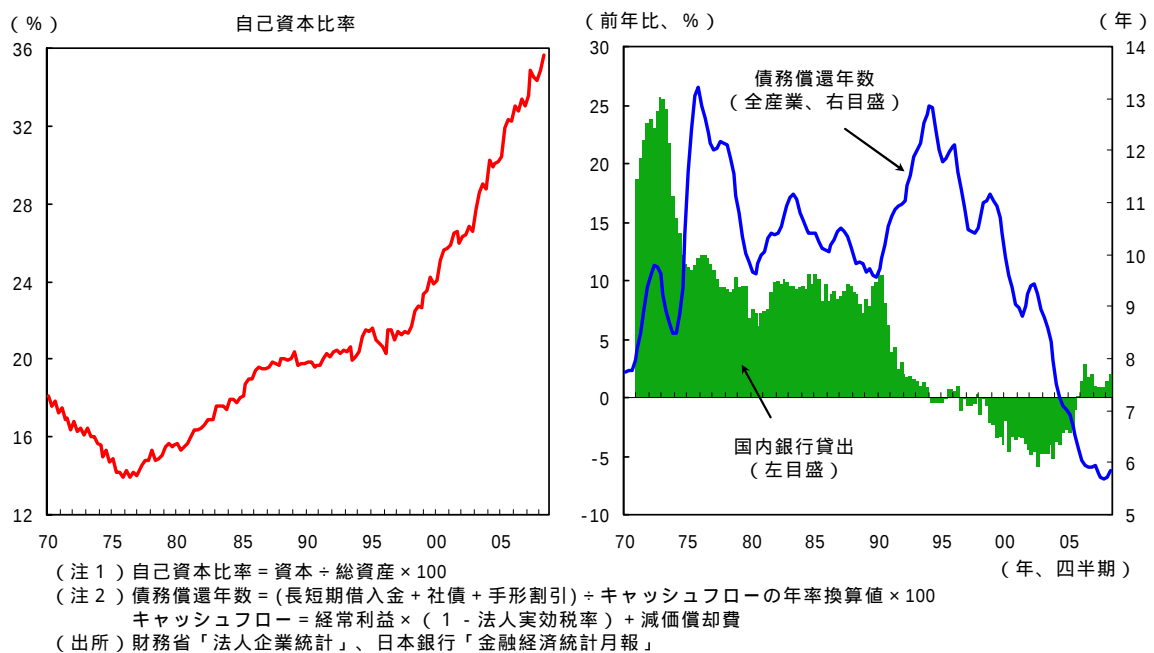
図表7 売上高経常利益率と損益分岐点比率



(注1) 損益分岐点売上高 = 固定費 ÷ (1 - 変動費率)、損益分岐点比率 = 損益分岐点売上高 ÷ 売上高 × 100
(注2) 4 四半期移動平均
(出所) 財務省「法人企業統計」

また、財務体質の健全化が進んでおり、減益になっても企業の経営がすぐに行き詰るリスクは小さくなっている。たとえば、これまでの利益を内部留保として積み上げてきた結果として、企業の自己資本比率は過去最高水準にまで高まっており、利益が赤字となっても債務超過に陥るまでに相当な余裕がある（図表8）。また、銀行からの借入金が最近になってようやく増え始めたものの、手元のキャッシュフローの規模と比べると少額の増加にとどまっており、有利子負債を年間のキャッシュフローで割って求める債務償還年数は低水準で推移している。キャッシュフローが多少減少しても、債務の負担には十分に耐えられる状況である。

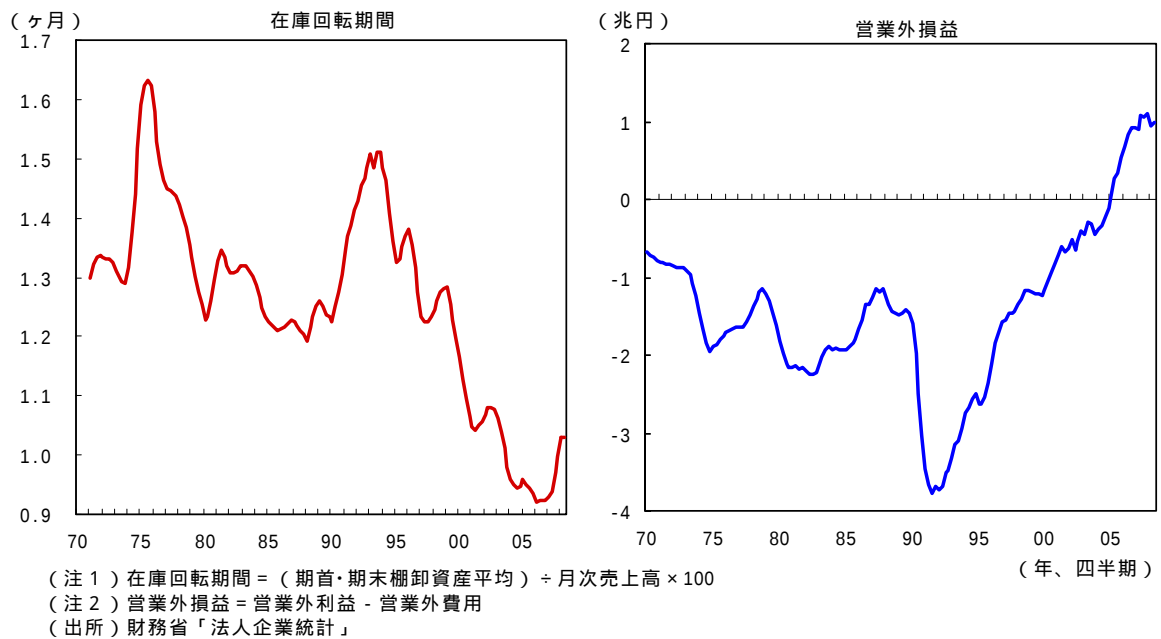
図表8 自己資本比率と債務償還年数



さらに、企業の構造にいくつかの変化が生じており、過去と比べて企業の収益力を高めている。まず、企業は無駄な在庫を保有しなくなっている。在庫回転期間の動きをみると、足元ではやや高まっているが、それでも過去と比べて低水準である（図表9）。このため、在庫調整によって生産を抑制する必要が小さくなっており、利益の増減の振幅を縮小させる効果が高まっている。

また、営業外利益から営業外費用を引いた営業外損益が黒字化している。営業外費用の大部分を支払利息が占めるため、有利子負債を抱える企業部門にとって営業外損益が赤字になるのが従来は企業の自然な姿であった。しかし、最近では営業外利益のうち受取利息・配当金が拡大したため営業外損益が黒字に転じ、黒字幅も拡大してきている。海外子会社や投資先からの配当金が増加傾向にあるためであり、これまでおこなってきた海外直接投資の効果が始めている。こうした動きは今後も強まると予想され、企業の利益を下支えしていこう。

図表 9 在庫回転期間と営業外損益

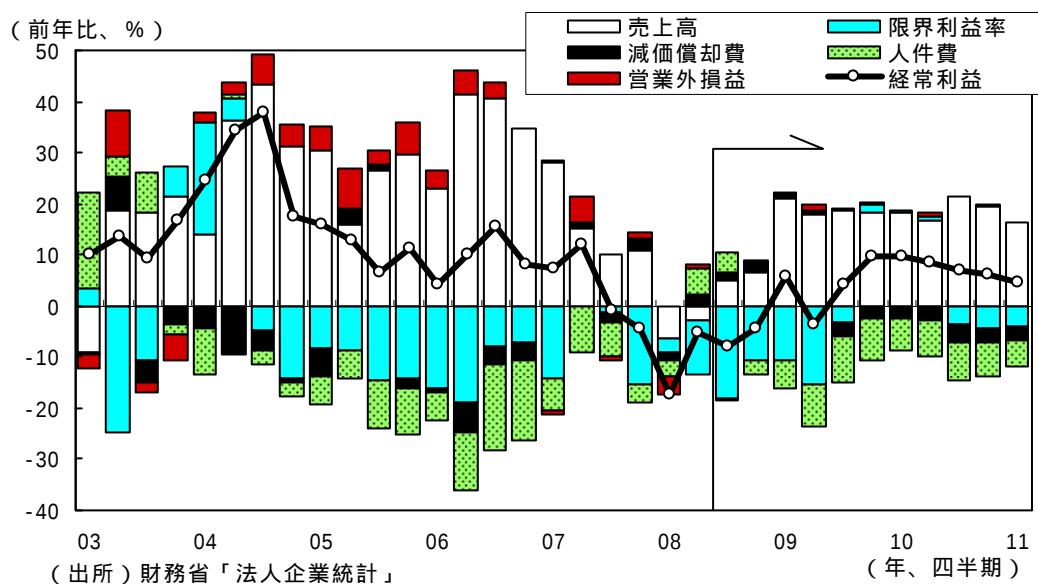


厳しい状況が続くが、2009 年度以降は持ち直しへ

これまでの論点を整理し、当面の経常利益の動向を予想したのが図表 10 である。限界利益率の悪化および輸出を中心とした売上高の伸び悩みによって、2008 年度中は利益の低迷が続く見込みである。

しかし、2009 年度になると、仕入コストの上昇に歯止めがかかってくる一方、緩やかながらも販売価格の引き上げも浸透してくることから限界利益率の低下が一服し、利益のマイナス要因ではなくなってくると予想される。さらに、輸出が持ち直してくることから、売上高の増加が利益の押し上げに寄与し、増益に転じることが期待される。

図表 10 当面の経常利益の見通しと要因分解（全産業）



(2) 石油危機時の産業構造の変化

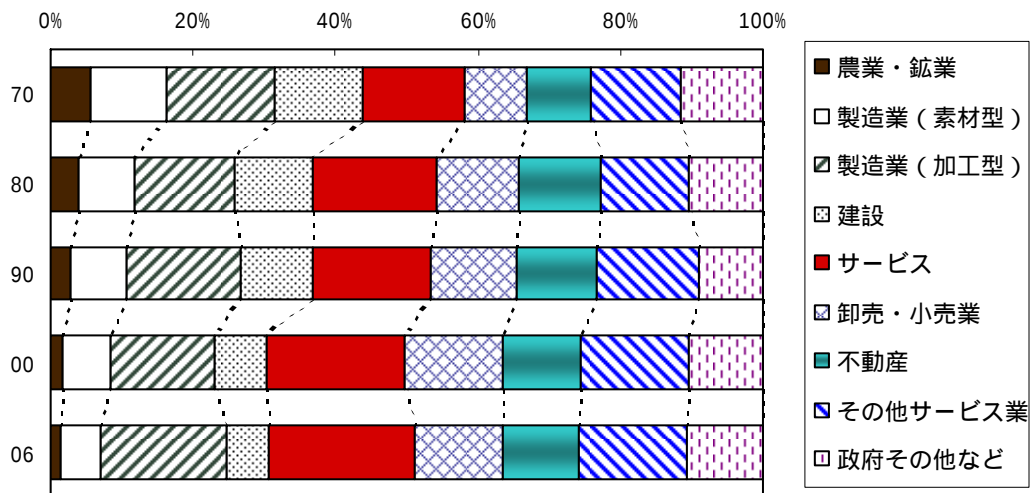
以上みてきたのは、原油価格や世界経済の前提条件をもとに、短期的な企業収益の動向を予想したものである。仮に資源価格が今後も上昇を続けるとすれば、企業の利益を圧迫するだけでなく、中期的には産業構造を変化させる可能性がある。

そこで、今後の産業構造の動向を考えるうえで、過去の石油危機においてどのような変化が生じたのかまとめてみた。

石油危機時における交易条件の状況

過去二度の石油危機（1973 年、1989 年）をきっかけとして、日本の産業構造は大量にエネルギーを消費する重厚長大型の産業が衰退し、代わって軽薄短小型の産業が力をつけてきたとされる。前者は、鉄鋼、電力、造船といった主に資本集約型の産業であり、後者は機械、エレクトロニクス、コンピューター、通信など、主に知識集約が進んだ産業である。産業の生産シェアの過去からの推移をみると、製造業のうち素材型産業のシェアが徐々に縮小し、代わってサービスなどの第三次産業のシェアが高まっている（図表 11）。もっとも、同じ製造業であっても加工型産業は、いったんはシェアが低下しているが、最近ではまた拡大している。

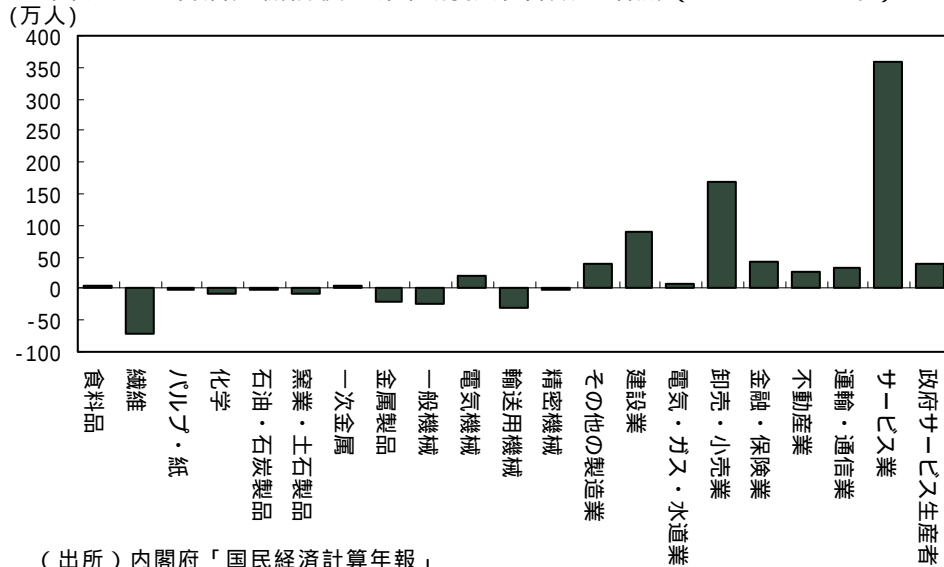
図表 11 業種別生産額のシェアの推移



（注）その他サービス業は運輸通信、金融保険、電気ガス水道の合計
（出所）内閣府「国民経済計算年報」

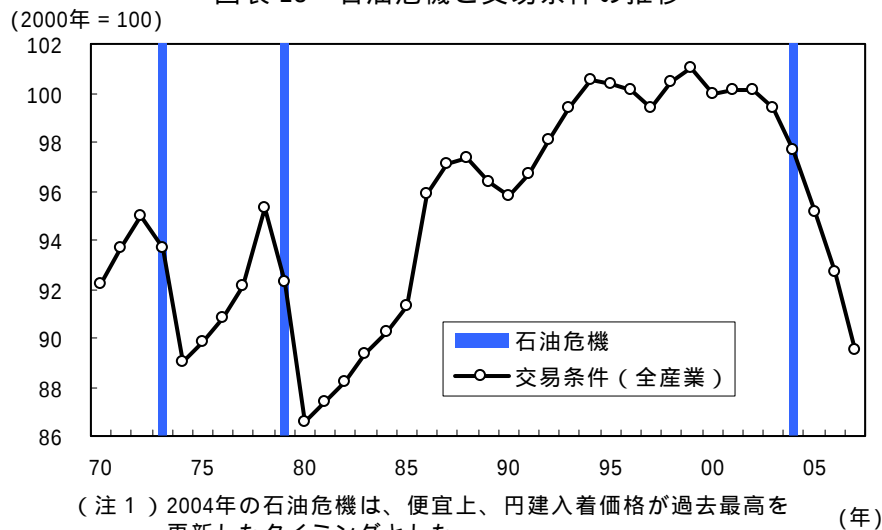
また、産業構造の変化にともなって、各業種の就業者数にも変動がみられた。図表 12 は 1972 年から 1982 年までの 10 年間の業種ごとの就業者の増減数をみたものであるが、多くの製造業で減少し、第三次産業で増加している。

図表 12 石油危機前後の業種別就業者数の増減（1972→1982 年）



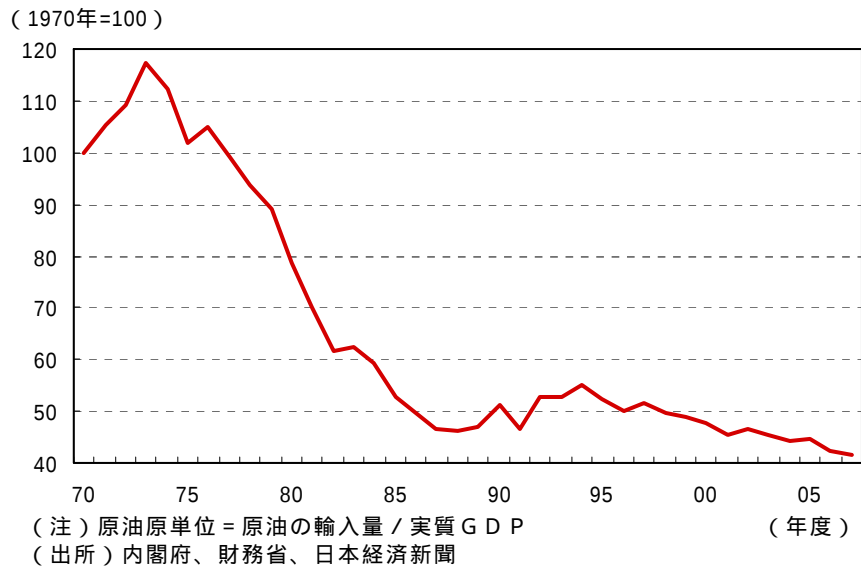
こうした産業構造の変化を促した要因の一つとして原油価格の急騰があるが、それは交易条件の悪化という形で企業の利益に対して影響を与えた。図表 13 は全産業の交易条件¹の推移をみたものであるが、過去の石油危機のタイミングで急低下している。同様に、今回の原油高のタイミングでも交易条件は急低下しており、その低下幅は過去と比べても大きい。交易条件面だけで考えると、産業に及ぼすインパクトは過去の石油危機以上となると考えることもできる。一方で、過去の石油危機後の省エネルギー化の進展や大量にエネルギーを消費する重厚長大型の産業のシェアの低下などから、日本経済の石油依存度が低下しており（図表 14）、交易条件が悪化しても、そのインパクトは過去の石油危機よりは小さいとの見方もある。

図表 13 石油危機と交易条件の推移



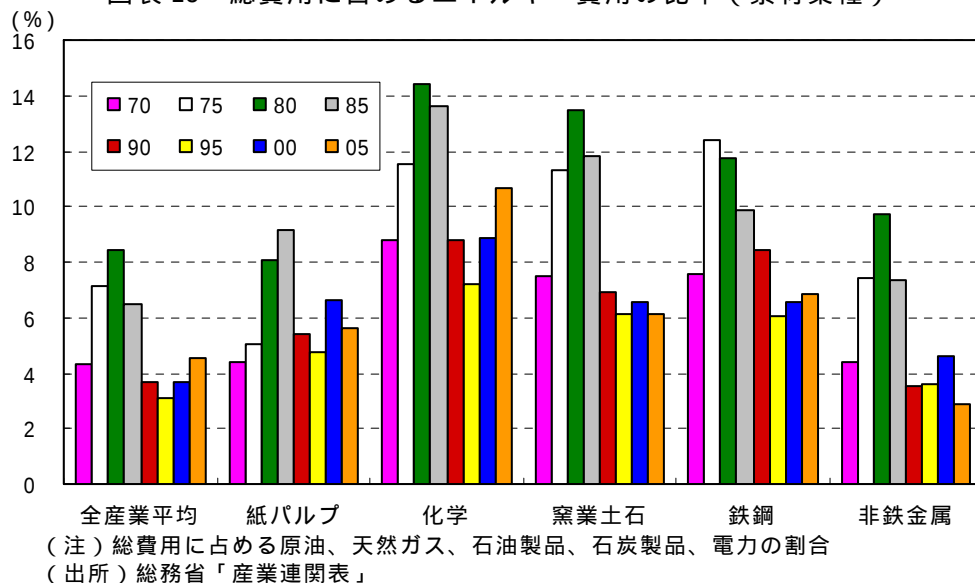
¹ ここでいう交易条件はSNAベースのものであり、産出デフレータを中間投入デフレータで割って算出した全産業ベースのものである。これに対し、図表 1 の交易条件は、輸出物価を輸入物価で割ったものであり、原材料を輸入し製品を輸出する製造業のものである。

図表 14 低下してきた原油原単位

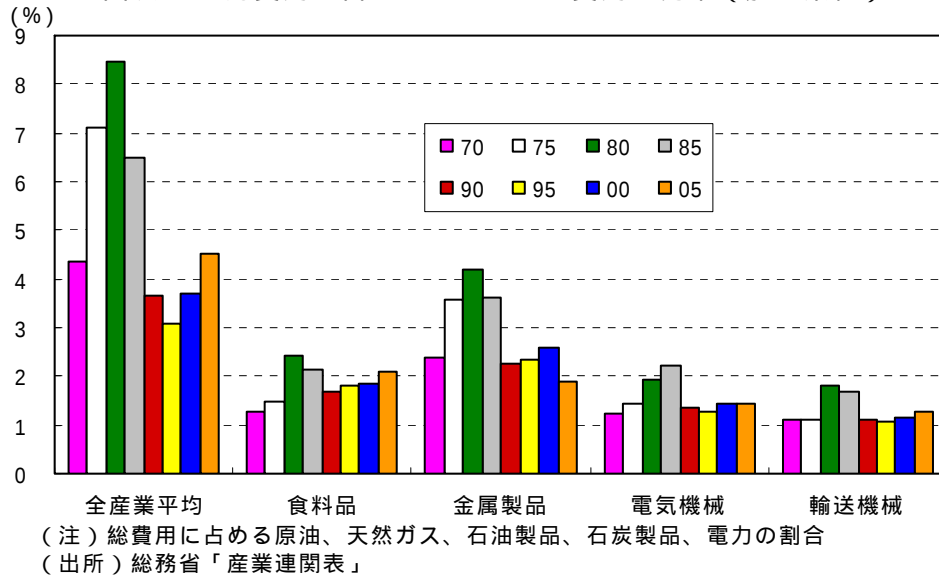


総費用に占めるエネルギー費用の比率を求めて、業種ごとに資源価格上昇の影響を比較すると、加工型産業に比べて素材型産業の方が業種の特性上、圧倒的に高い(図表 15、図表 16)。このため、石油危機後に素材型業種の生産シェアが縮小することにつながったと思われるが、その後は各業種とも比率を低下させており、最近では過去の石油危機時と比べると影響度合いは小さくなっている。もっとも、影響が小さくなっているとはいえ、一部業種では再び比率が高まっており、全産業ベースでも 1995 年を底に 2005 年にかけて比率が上昇している。

図表 15 総費用に占めるエネルギー費用の比率(素材業種)



図表 16 総費用に占めるエネルギー費用の比率（加工業種）

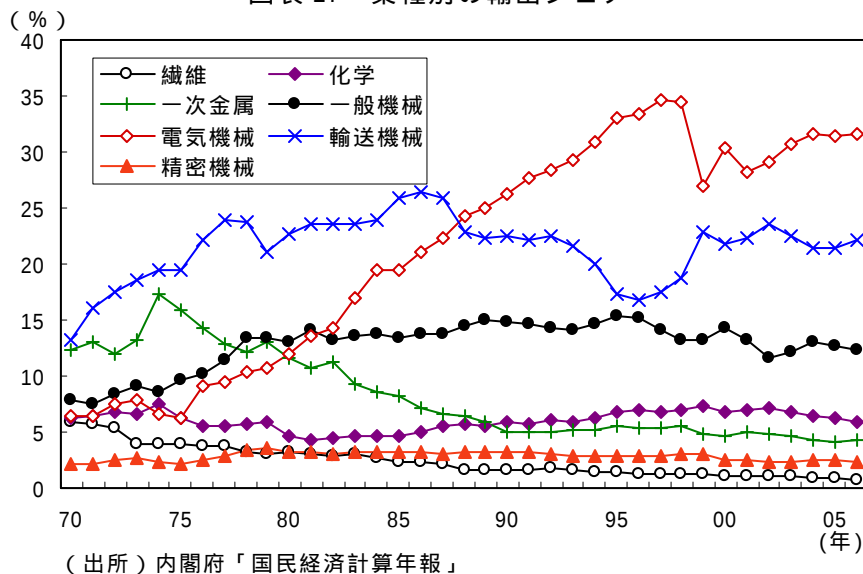


石油危機と輸出構造の変化

交易条件の悪化は、輸入価格が上がっても、非価格競争力が弱いなどの理由から輸出価格に十分に転嫁できない状態である。このため、交易条件の悪化は輸出企業の収益を押し下げ、輸出額が減少していくことにつながる。業種別の輸出シェアをみると、電気機械、輸送機械、一般機械といった加工型産業のシェアが上昇している半面、一次金属（鉄鋼および非鉄金属）や繊維などの素材型産業ではシェアが低下している（図表 17）。図表 15、図表 16 でみたように、総費用に占めるエネルギー費用の比率が低く、知識集約が進んだ産業加工型産業の方がコストの削減を図りやすく、また付加価値を高めやすかったことが、シェアの変化をもたらせた要因の一つと考えられる。

（小林 真一郎）

図表 17 業種別の輸出シェア



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。