

## 調査レポート

# 日本経済ウォッチ(2014年4月号)

### 【目次】

1. 今月のグラフ…………… p.1  
～消費税率引き上げ後の個人消費に関するリスク
2. 景気概況…………… p.2  
～景気は一時的に悪化へ
3. 今月のトピック:なぜ企業業績の改善が続いているのか?  
～史上最高をうかがう企業利益の背景にあるもの…………… p.3～14
  - (1)順調に拡大する経常利益～2013年度は過去最高額を更新へ
  - (2)売上高要因の動向～なぜ、製造業と非製造業で効果が異なるのか?
  - (3)限界利益率要因の動向～なぜ、製造業で悪化しないのか?
  - (4)まとめ

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

副主任研究員 中田 一良

〒105-8501 東京都港区虎ノ門 5-11-2

TEL:03-6733-1070

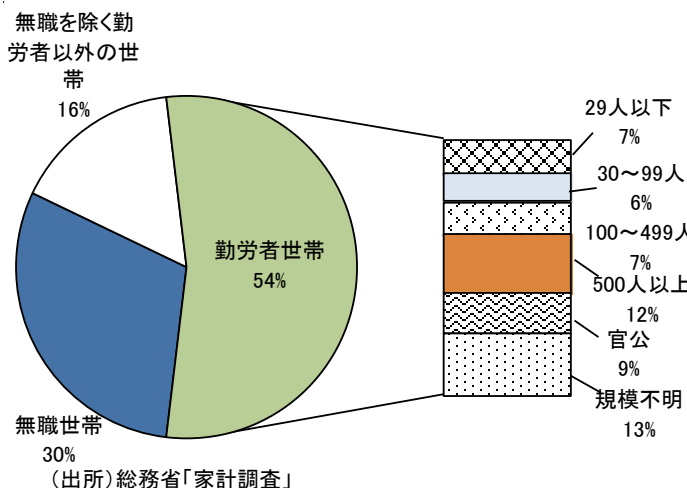
## 1. 今月のグラフ ～消費税率引き上げ後の個人消費に関するリスク

2014年4月1日に消費税率が8%に引き上げられた。デフレからの脱却を目指す政府は、物価上昇に伴う実質所得の減少が個人消費に及ぼす影響を懸念して、2014年の春闘において企業に賃上げを要請してきた。企業業績が改善していることもあり、大企業を中心に賃上げの動きが広がっているほか、ボーナスも増加が見込まれる。賃上げなどにより、消費税率引き上げ後の個人消費の落ち込みの緩和が期待される場所であるが、総務省「家計調査」(全世帯)によると、世帯主が従業員規模500人以上の企業に勤める世帯の消費支出総額におけるシェア(2013年)は、10%程度である(図表1)。賃上げなどの動きが大企業だけにとどまるならば、個人消費全体への影響も限定的となるだけに、中小企業にまで広がるかどうか、消費税率引き上げ後の個人消費の動向を左右する要因の一つになる。

もっとも、勤労者世帯が消費支出全体に占める割合は54%にすぎず、消費税率引き上げ後の個人消費の動向を考えるうえでは30%を占める無職世帯にも目を配る必要がある。無職世帯の多くは高齢者世帯であり、年金が主な収入である。2014年度の年金支給額は0.7%引き下げられることになっており、厚生労働省によると、夫婦二人が年金を受け取る厚生年金における標準的な世帯では年間で19,992円の減額となる(減額は4月分が支給される6月から)。消費税率の引き上げに伴う負担の増加を緩和するため、臨時福祉給付金として年金受給者には1人あたり1万5,000円(消費税率が8%である期間を対象に1回限り)が支給されるが、大企業を中心に所得の増加が期待できる勤労者世帯と比較すると、年金世帯の所得状況は厳しいと言える。

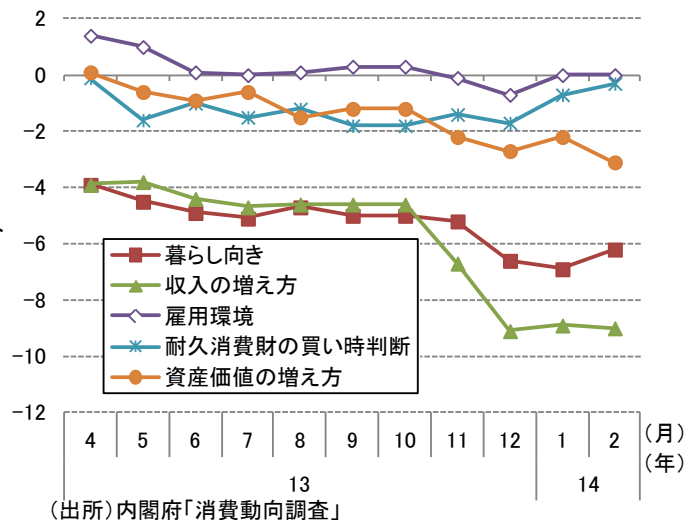
半年先の見通しを尋ねる消費者意識指標は、消費税率の引き上げの決定を反映して昨年秋以降、低下してきた。年金世帯の消費者意識指標は、給与所得世帯と比較すると「雇用環境」以外で低い傾向がみられる中、昨年秋以降は「収入の増え方」、「暮らし向き」などで差が拡大した(図表2)。こうした年金世帯のマインドの悪化により消費支出が抑制されることとなれば、年金世帯の消費支出総額に占める割合は小さくないだけに、賃金が上昇する中であっても個人消費の回復のペースが遅れる可能性がある。(中田 一良)

図表1 世帯主の職業別に見た消費支出総額のシェア



図表2 年金世帯の消費者意識指標

(給与所得世帯との差)



## 2. 景気概況～景気は一時的に悪化へ

新年度に入り、景気は一時的に悪化すると予想されるが、夏場にかけては再び持ち直しと考えると考えられる。ただし、持ち直しペースは緩やかにとどまる可能性がある。

2014年1～3月期は、駆け込み需要により、実質GDP成長率は前期比で+1.0%程度の高い成長率になった可能性が高い。特に個人消費は、年度末にかけて耐久財を中心に増加ペースが高まったものと思われる。ただし、需要を先食いした反動減により、4～6月期は一時的にマイナス成長に転じることは避けられず、一部の経済指標では、すでにそうした兆候が出ている。

まず、3月調査の日銀短観の業況判断DIは、大企業製造業・非製造業ともに5四半期連続で改善したが、改善幅は小幅にとどまった。6月までの先行き判断の悪化幅も、中小企業を含め、前回の消費税率引き上げ直前の1997年3月調査の悪化幅を上回っている。増税後の景気に対する企業の警戒感がかなり強まっていると考えられ、こうした状況では積極的な設備投資、前向きな在庫の積み増しにはつながりづらい。

次に、2月の鉱工業生産指数が前月比-2.3%と落ち込んだ。大雪の影響で生産活動が停止に追い込まれた地域があったことも影響しているが、駆け込み需要が最も盛り上がる3月の生産予測調査が同+0.9%と小幅の増加にとどまる半面、反動減が出る4月の減少幅が同-0.6%と小さいことから判断すると、企業が早めに生産にブレーキをかけ始めた可能性がある。中でも自動車の生産は2月に減少の後も、3、4月と連続で減少する計画であり、すでに増税後をにらんでの動きが出ている。さらに、住宅着工件数も減少に転じている。2013年12月に年率換算値で105.5万戸まで増加した後、2月には91.9万戸まで落ち込んでおり、今後さらに落ち込むことは確実である。

一方、雇用情勢の改善が続いていることは明るい材料であり、完全失業率は2月には2007年7月以来の低水準となる3.6%まで低下した。日銀短観の雇用人員判断DIでも非製造業を中心に人手不足感がさらに強まっており、今後も緩やかな改善が続くであろう。

もっとも、雇用情勢の改善が所得増加に結びつきづらい状況には変化はない。2月の1人当たり現金給与総額は前年比横ばいとなったが、所定内給与は同-0.2%と減少が続いている。今年の春闘において輸出企業を中心にベアの実施や一時金の引き上げが行われるなどの動きが広がっており、所得情勢も今後は改善に転じる可能性がある。しかし、2013年冬のボーナスの実績が、前年比+0.3%と5年ぶりにプラスに転じたとはいえ小幅増加にとどまるなど、企業の雇用コスト増加に対する慎重な姿勢が続いていることから判断すると、中小企業も含めた企業全体では今後も賃金の改善が遅れる可能性がある。

企業業績の改善が続いていることや、海外経済の持ち直しによって低迷している輸出が増加に転じると期待されることなどから、増税後に景気が後退局面に陥るリスクは小さいであろう。しかし、今のところ楽観視できる状況でもない。 (小林 真一郎)

### 3. 今月のトピック：なぜ企業業績の改善が続いているのか？ ～史上最高をうかがう企業利益の背景にあるもの

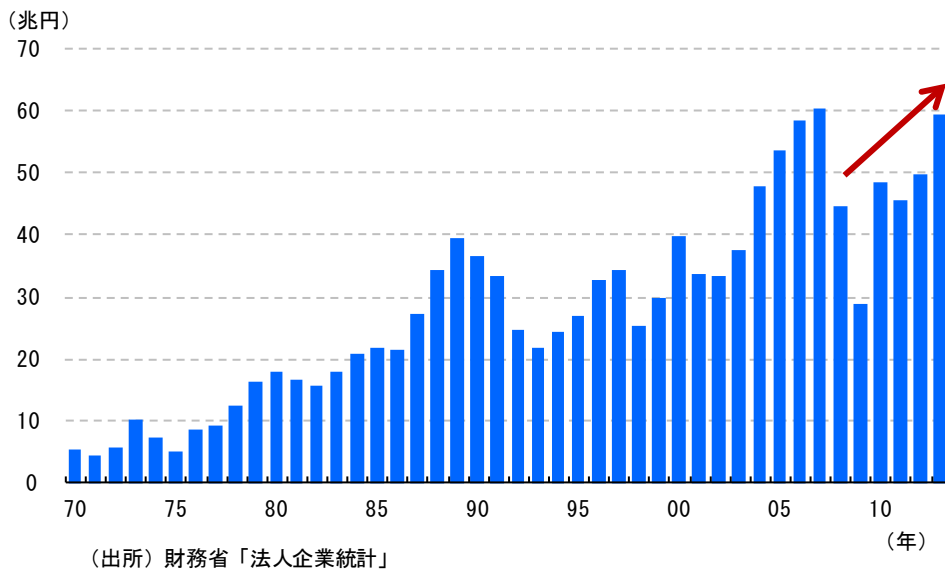
企業業績が順調に改善しているが、その原因は何であろうか。今月は好調な企業業績の原因について検討してみた。

#### (1) 順調に拡大する経常利益～2013年度は過去最高額を更新へ

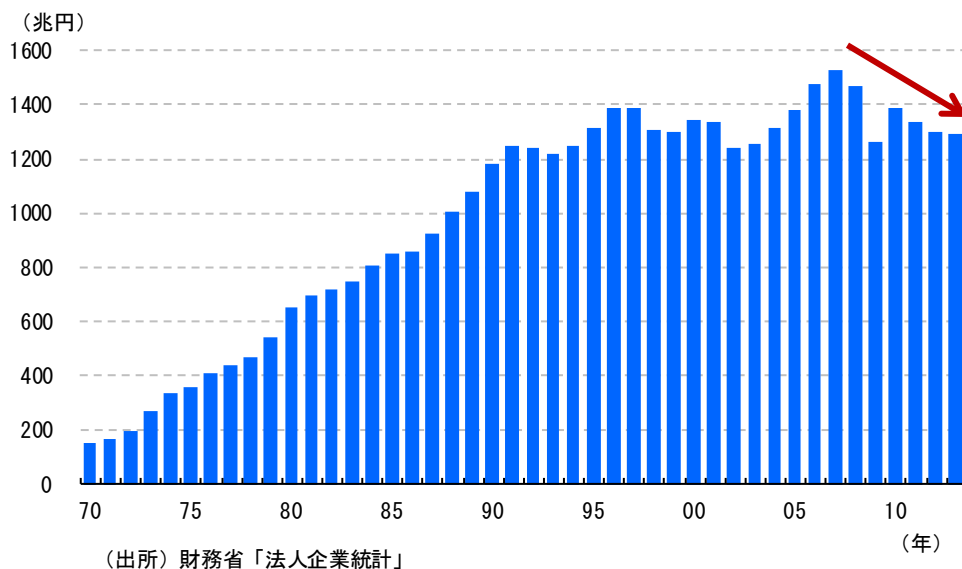
2013年の経常利益（法人企業統計季報、全規模全産業）は59.4兆円に達し、過去最高水準であった2007年の60.5兆円に次ぐ過去2番目の金額まで拡大した（図表1）。2014年1～3月期は、駆け込み需要の盛り上がりもあってさらに利益水準が高まると予想され、2013年度は2006年度（59.5兆円）を抜いて過去最高額を更新することは確実である。

一方、2013年の売上高は過去最高額である2007年の1,524.8兆円を大きく下回る1,290.4兆円にとどまっており（ピークからは15.4%の減少）、最近の企業は、少ない売上高で高い利益を稼いでいることがわかる（図表2）。この結果、売上高経常利益率は暦年ベースで過去最高水準の4.6%まで高まっている（図表3）。企業の収益力の強化が進んでいるといえる。

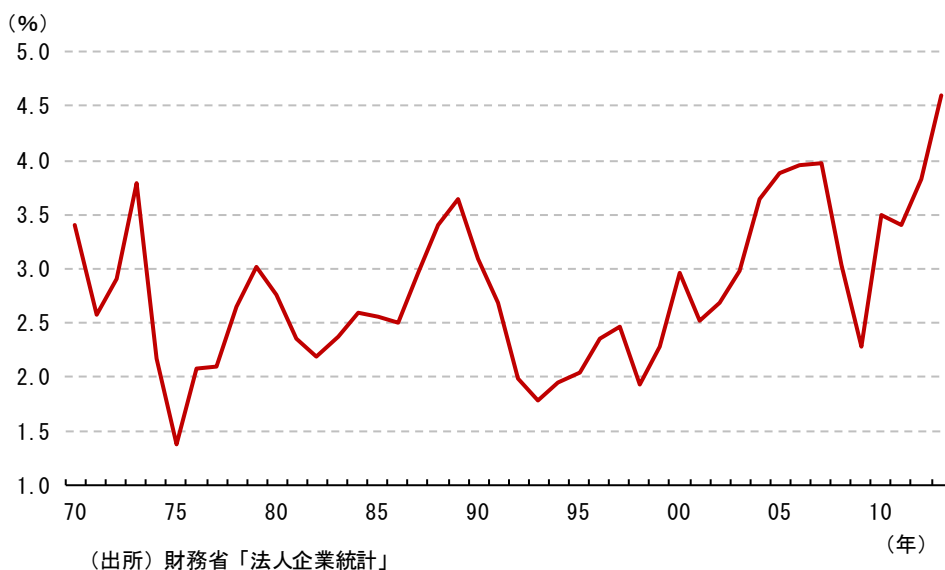
図表1. 経常利益の推移（歴年）



図表 2. 売上高の推移（暦年）



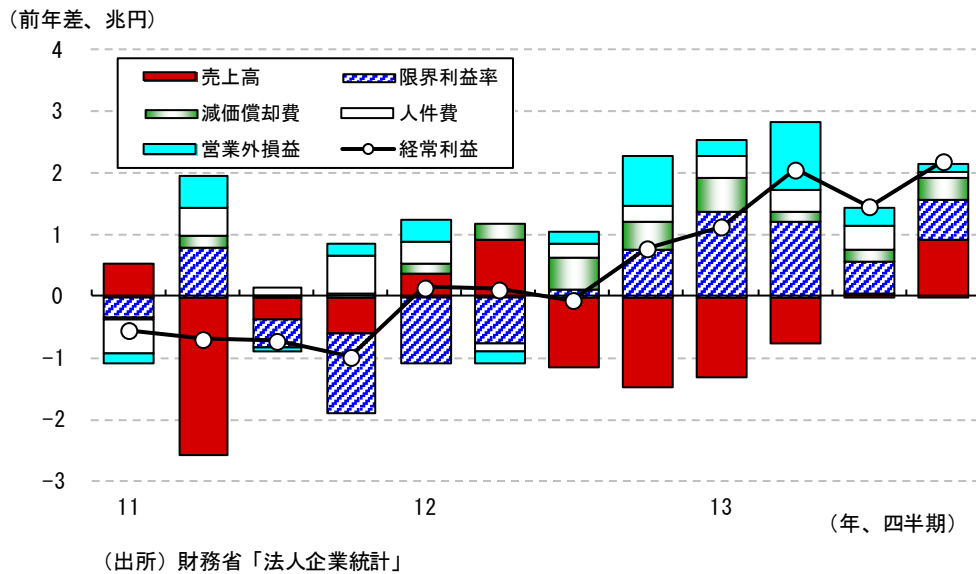
図表 3. 売上高経常利益率の推移（暦年）



2013年に企業の業績が急改善した原因は何であろうか。図表4、5は、製造業および非製造業の四半期ごとの経常利益の前年増減差を、限界利益率、売上高、固定費（人件費、減価償却費、営業外損益）の各要因に分解したものである。

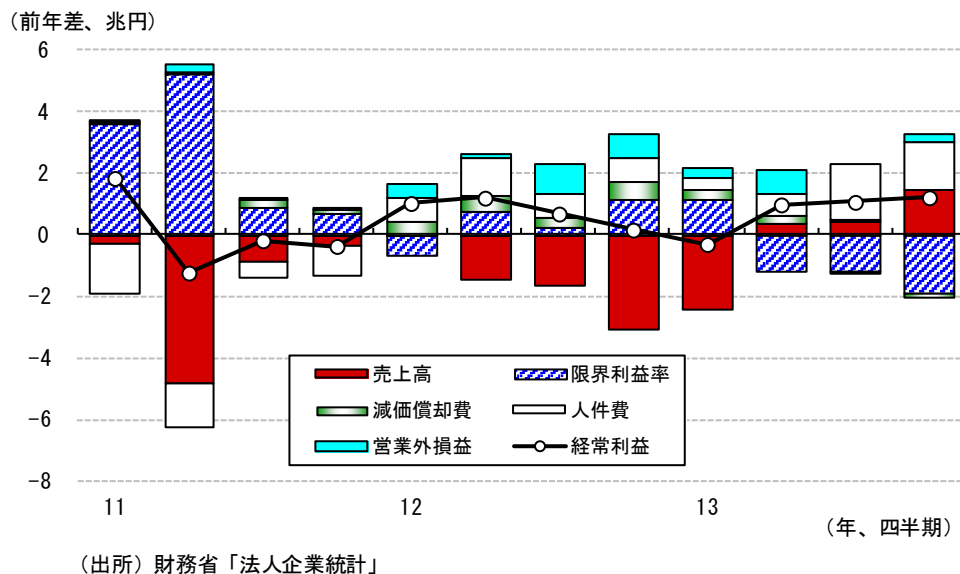
これによると、まず、製造業の経常利益は5四半期連続で前年差プラスとなっているが、その一番の原因が限界利益率の上昇によるものであることがわかる。この点については後で詳しくみることにする。次に、リストラ効果により、人件費、減価償却費といった固定費が減っている。一方、売上高は2013年10～12月期に増加要因に転じたばかりであり、2013年一年間ではマイナス要因である。

図表4. 経常利益の要因分解（製造業）



これに対して、非製造業では限界利益率要因は2013年度からマイナス要因として寄与しており、製造業とは状況が大きく異なっている（図表5）。また、同時に売上高の回復が2013年4～6月期からと製造業よりもタイミングが早い。さらに、製造業と同様に固定費の削減によって利益が押し上げられている点は同じであるが、人件費の押し上げ効果が製造業と比べて大きいという特徴がある。

図表5. 経常利益の要因分解（非製造業）

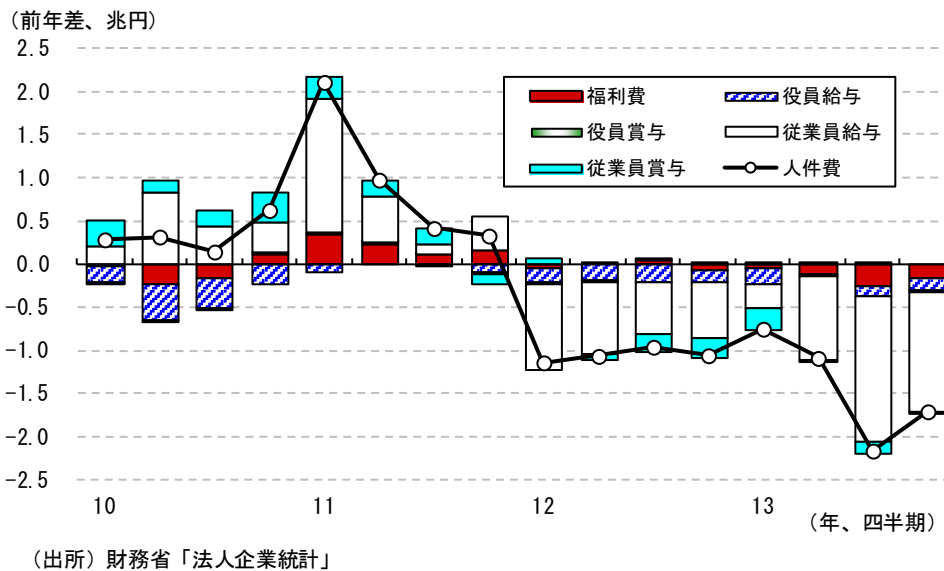


製造業、非製造業で共通する人件費の削減は、主に従業員給与の削減によって達成されている（図表6）。しかし、この効果は2014年度には一巡する可能性が高い。中でも製造業では、業績の改善を受けて賃金引き上げの動きが広がっており、2014年度には逆に減少要因になってしまう可能性がある。

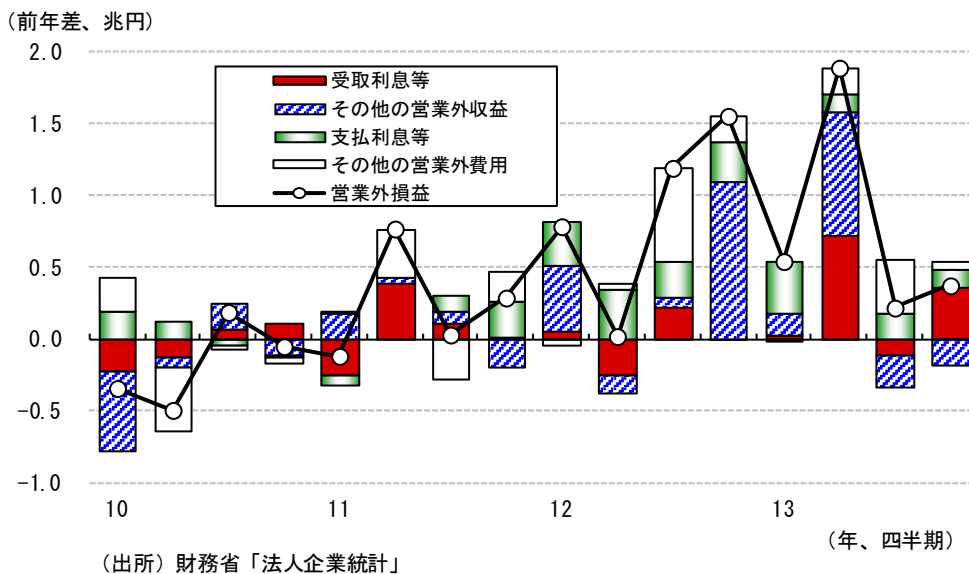
企業全体でみた営業外損益（営業外利益－営業外費用）は黒字の状態にあり、その黒字幅も拡大中である（図表7）。これは、海外子会社からの配当金の増加、為替評価益（その他営業外収益）の寄与、支払利息削減などに、外貨建ての受取金額が円安で膨らむという一時的な効果も加わっているためである。企業の対外投資が増え続けていることから判断すると、営業外損益は今後も黒字を維持し、経常利益の押し上げ要因として効き続けると考えられるが、2014年度については円安による押し上げ効果が剥落するため、増加ペースが大幅に鈍化するものと思われる。

このように、固定費の削減による利益の押し上げ効果は、2014年度には一巡する可能性が高い。そうすると、今後の企業の利益の動向については、売上高や限界利益率の動向がポイントとなってきそう。次項では、売上高、限界利益率の利益の押し上げ効果について考えて行こう。

図表6. 人件費の増減要因分解



図表7. 営業外損益の増減要因分解





## (2) 売上高要因の動向～なぜ、製造業と非製造業で効果が異なるのか？

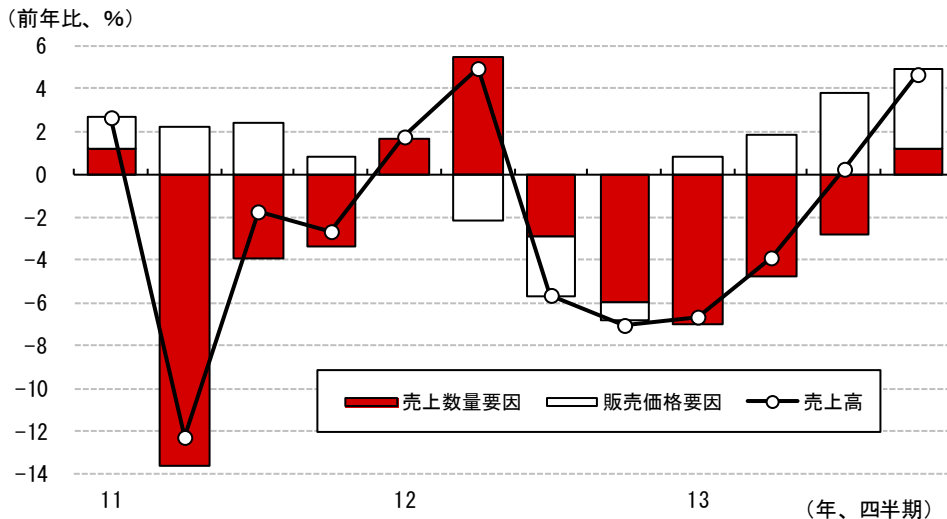
経常利益の増減に対する売上高要因は、製造業と非製造業で状況が異なっている。

製造業については、円安によって外貨建て輸出が膨らむため、2012年秋以降の円安局面においては円安による押し上げ効果があったはずである。しかし、その効果を含んでも、2013年において製造業の売上高は増えていない（製造業の2013年の売上高の伸び率が-1.5%となる一方で、円は対ドルで22.3%安くなっている）。

どうして円安が進んでも売上高が伸びていないのだろうか。そこで、製造業の産出物価指数を販売価格と考えると、売上高の伸びの寄与を数量と価格に要因分解すると、価格は上昇しているが、数量の回復の遅れが売上高低迷の原因となっていることがわかる（図表8）。

こうした数量面での低迷は、輸出数量が伸びていないことや、生産拠点の海外移転などによって国内での生産量が減っていることが背景にあると考えられる。これは、言い換えれば、個人消費が盛り上がりつつも、輸入が増えるにとどまるケースが増えてきているということである。2013年の売上高は、こうした数量面での落ち込みを、円安効果による販売価格上昇で補っており、ようやく2013年後半になって前年比プラスに転じている状態だ。なお、販売価格が上昇しているのは輸出分だけではなく、国内向け出荷分も上昇している（両者の動きは、それぞれ輸出物価、国内企業物価が上昇していることから判断でき、これらを統合した結果が産出物価指数の上昇幅に現れている）。

図表8. 製造業の売上高の要因分解



(出所) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」

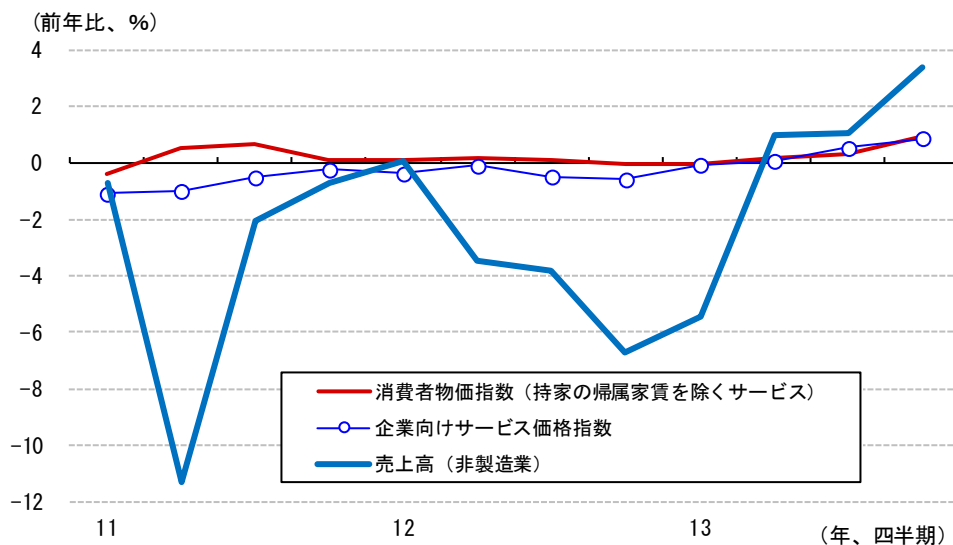
一方、非製造業では販売数量が伸び、価格が低迷していると推察される。実際には非製造業では数量指数、価格指数の統計がないため要因分解を行うことは難しいが、消費者物価指数のサービス部分や企業向けサービス価格指数をみると、月次では足元で伸びが高まりつつあるが、両者とも2013年通年では前年比+0.3%にとどまっており、販売価格の上昇には限界があったと考えられる。非製造業の売上高は、2013年4～6月期に前年比でプラスに転じて



いるが、その伸び率は物価の伸びを大きく上回っており、販売数量の伸びはかなり高かった可能性がある（図表9）。

非製造業の販売数量の増加の背景にあるのが、個人消費を中心とした内需の堅調な増加である。安倍政権の誕生以降に消費者マインドが急改善したが、こうした期待感の高まりによって国内でモノやサービスの需要が高まり、これが販売数量の増加を通じて非製造業の売上高を押し上げたと考えられる。

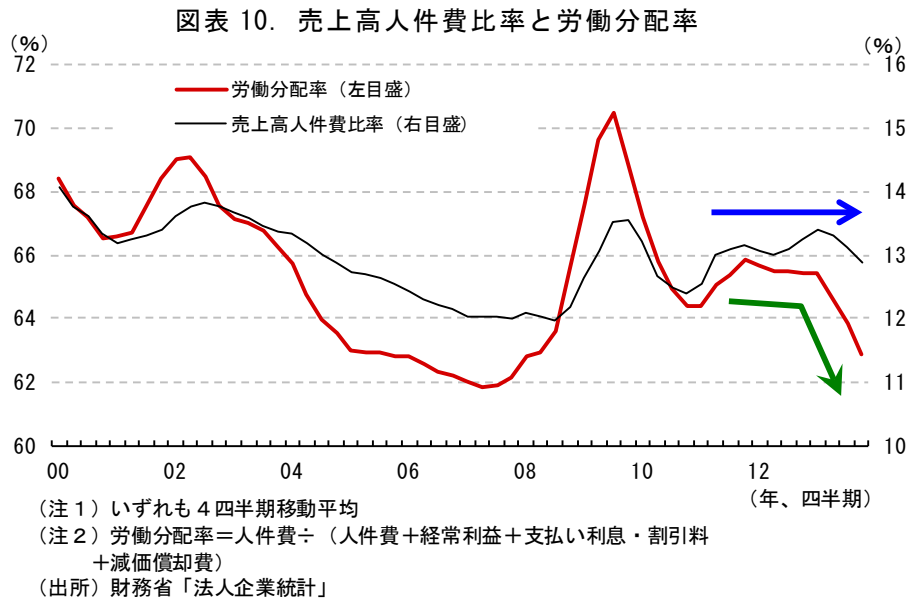
図表9. 非製造業の売上高、サービス関連物価指数の前年比伸び率



もっとも、売上高が前年比で増加に転じたとはいえ、もう少し長い目で見ると減少傾向にあり、全産業と同様、非製造業の売上高は2007年のピーク時と比べると2013年は14.2%も低い水準にある。

こうした売上高の低迷は、企業のコスト意識に強く影響していると考えられ、中でも賃金の支払いに影響している可能性がある。この点について、少し詳しく考えてみよう。

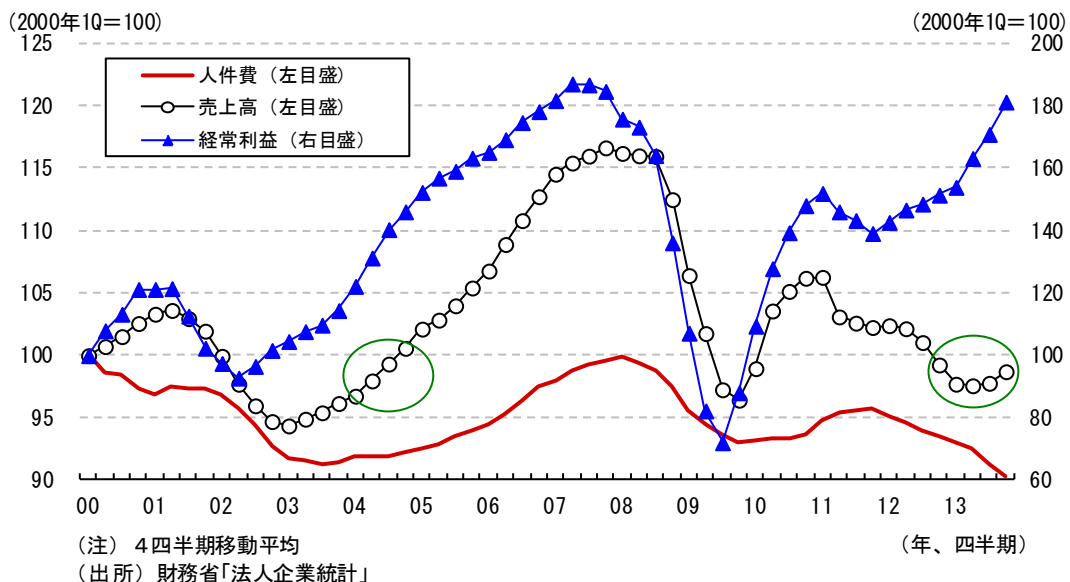
図表10は売上高人件費比率と労働分配率の動きをみたものである。これによれば、2007年以降売上高の減少が続いたため売上高人件費比率が高止まっている半面、労働分配率は足元で低下に転じており、水準も約5年ぶりの低さにある。労働分配率の動きだけをみると、企業は利益が増加してもそれを十分に分配しておらず、人件費を増加させる余地があるように見える。しかし、企業がコストを支払うときに意識するのは売上高の動向であり、コストの支払いの源泉となる売上高が増えてこないと、思い切ってコストを増やすことはできない傾向にある。つまり、売上高人件費比率が高止まっている状態は、利益がいくら増えても、企業にとって人件費の負担感が重いままの状態であると考えられる。こうした状態では、企業は利益が増えたからといって、その一部を賃金として還元することに簡単には踏み切れないであろう。



もう少し具体的にみてみよう。図表 11 は、2000 年 1～3 月期を 100 として、売上高、経常利益、人件費の水準を比較したものである。これによると、足元で経常利益が順調に回復する一方で、底入れしたとはいえ売上高の水準は依然として低く、人件費は減少に歯止めがかかっていない。最近の売上高を過去と比べると、2004 年ごろと同水準であるが、その当時の人件費は現在の水準をやや上回る程度であった。一方、経常利益は 2004 年ごろの水準を大幅に上回った状態にある。売上高を基準として考えると、企業にとって最近の人件費は決して低すぎる水準ではないということになる。

このように、売上高が減少する中で企業が利益を確保するためには、投入するコストを極力少なくすることが必要となってくる。これは固定費である人件費だけに限らず、次項で述べる変動費においても同様である。

図表 11. 売上高、経常利益、人件費の水準比較

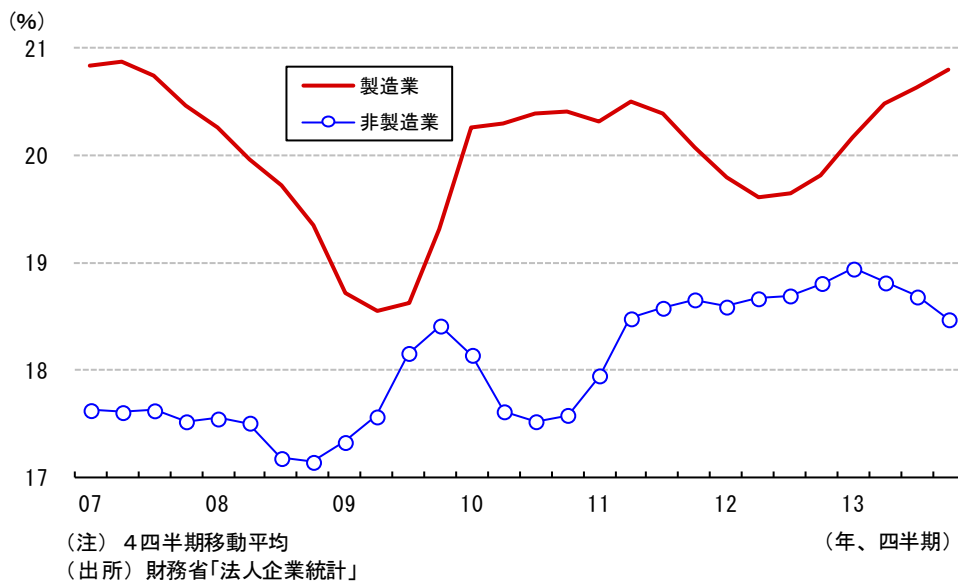


### (3) 限界利益率要因の動向～なぜ、製造業で悪化しないのか？

限界利益率要因の状況も、製造業と非製造業で大きく異なっている。

まず、非製造業の限界利益率は、2008年を底に緩やかな改善傾向にあったものの、最近では悪化に転じている（図表12）。これは、円安などにより仕入れコストが増加している一方で、負担の増加を販売価格に十分に転嫁できていないためと考えられる。これに対し製造業では、足元でも限界利益率の改善が進み、利益の押し上げ要因となっている。

図表 12. 限界利益率の動向

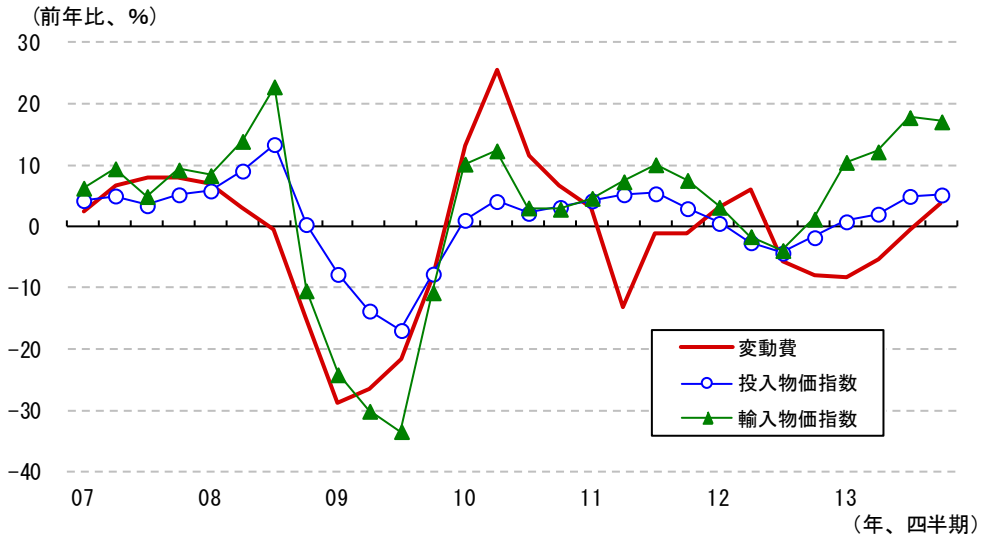


製造業においても、円安でコストが上昇しているはずであるが、なぜ限界利益率が上昇し続けているのだろうか。この原因として、まず、販売価格の引き上げがなかなか進まないものの、円安によって外貨建てで輸出した場合の販売価格が膨らんでいることが挙げられるが、これはすでに指摘した通りである（図表8）。

次に、変動費の増加の遅れが挙げられる。円安によって輸入物価が急上昇し、これが波及して投入価格も上昇しているものの、足元では投入価格と比べて変動費の増加が小幅にとどまっている（図表13）。こうした変動費の増加の遅れが、製造業の限界利益率の上昇の原因となっているのである。

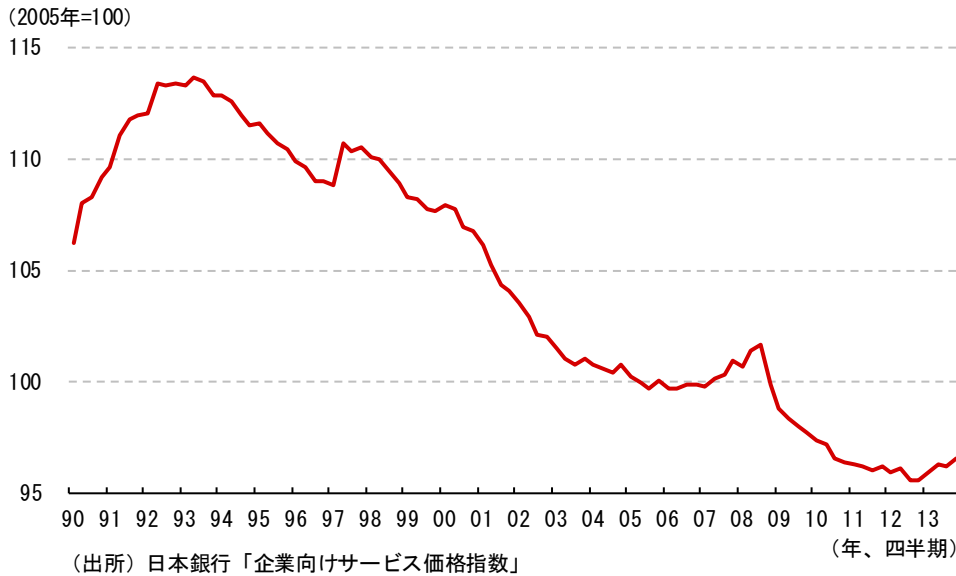
それでは、なぜ変動費がなかなか増えてこないのだろうか。これは、投入単価は上昇しているのだが、そもそも1単位の産出量を得るために必要となる投入量が減っていることが原因であると考えられる。こうした投入量の減少については、原材料や部品などの仕入れコスト以外の変動費、具体的には、物流コスト、通信費、広告宣伝費、在庫管理コストの削減や東日本大震災後の節電による電力使用量の減少といった間接経費の削減が影響している可能性が指摘できる。すなわち、投入物価の上昇を投入数量（間接経費）の削減でカバーしているのである。間接経費の減少については、企業向けサービス価格指数の水準の低下にみられるように、価格の低下効果も併せて効いていると思われる（図表14）。

図表 13. 輸入物価、投入物価、変動費の伸び率



(出所) 財務省「法人企業統計」、日本銀行「輸出入物価」、「製造業部門別投入・産出物価指数」

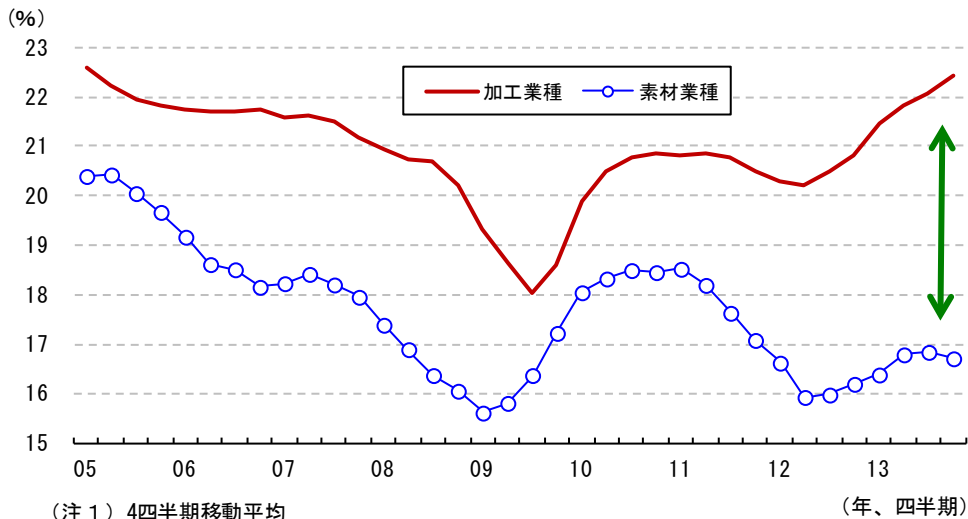
図表 14. 企業向けサービス価格指数



(出所) 日本銀行「企業向けサービス価格指数」

もともと、製造業においても、川上の業種と川下の業種で限界利益率の動向に違いがある。川下の産業である加工業種では円安による販売価格上昇のメリットが大きく、限界利益率は順調に上昇している。一方、川上の産業である素材業種では円安によるコスト増加の影響をより強く受けており、限界利益率はすでにピークアウトしている（図表 15）。

図表 15. 限界利益率内訳（製造業）

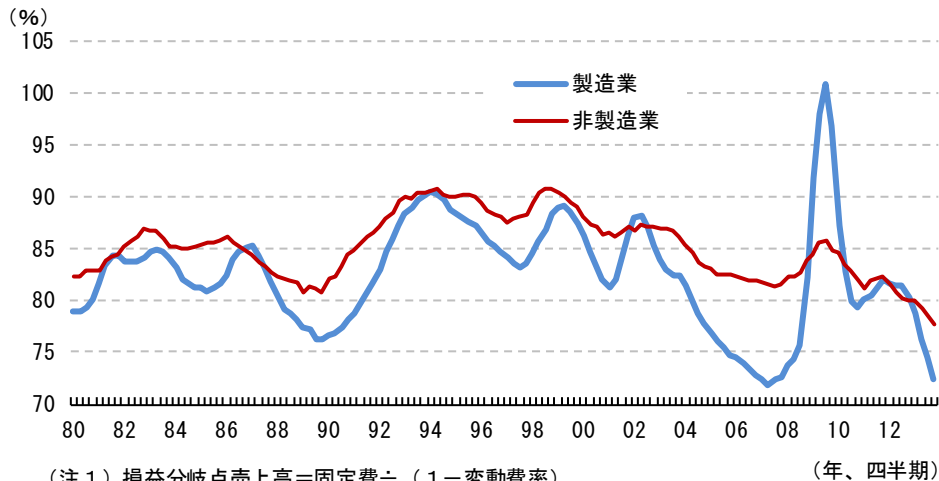


(注1) 4四半期移動平均  
 (注2) 加工業種は一般機械、電気機械、自動車、精密機械、金属、  
 素材業種は化学、鉄鋼、石油石炭、非鉄金属  
 (出所) 日本銀行「製造業部門別投入・産出物価指数」、財務省「法人企業統計」

こうした製造業の変動費の減少に加えて、すでに指摘した通り固定費の削減も進んでおり(図表4)、結果として、製造業の損益分岐点比率(経常利益がゼロになる損益分岐点売上高を実際の売上高で割ったものであり、実際の売上高に対して損益分岐点売上高がどの位置にあるかを表す比率。比率が低いほど収益性が高い)は過去最低水準にまで低下している(図表16)。一方、非製造業においては、変動費はすでに増加に転じている(限界利益率はピークアウトしている)ものの、変動費の水準が相当低いことに加え、固定費の減少幅が大きいいため、損益分岐点比率は過去最低を更新中である。

このように、最近では、企業は売上高が増加しなくても利益が稼げる体質になっており、これが2013年の企業業績の急改善につながったのである。

図表 16. 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  
 ただし、1-変動費率=限界利益率  
 (注2) 4四半期移動平均  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

#### (4) まとめ

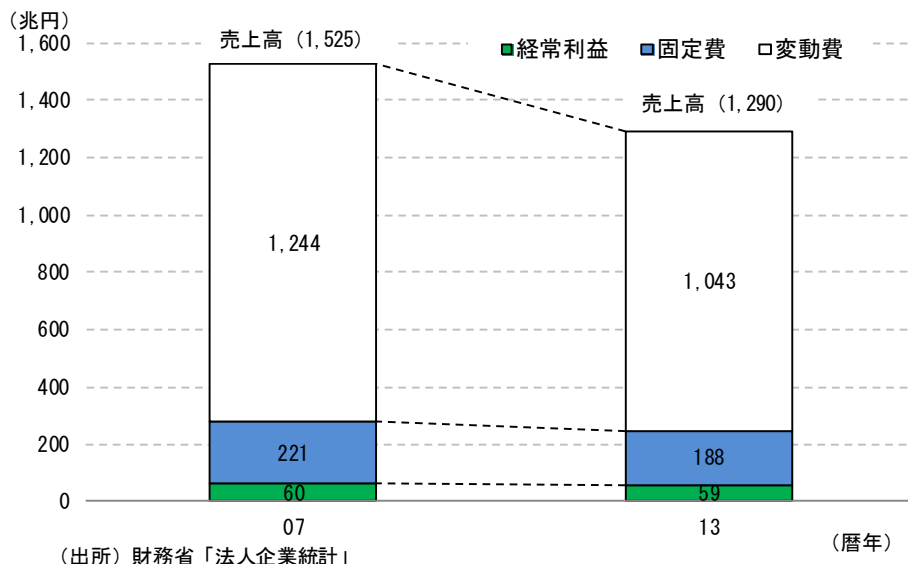
以上みてきたように、足元で企業業績は急速に改善しているが、その原因は製造業と非製造業では売上高要因や限界利益率要因といった点で相違している。

製造業の利益増加は、売上高が増えていないものの、①円安による販売価格の上昇に加え、投入価格上昇（コスト上昇）という円安のデメリットを投入量の減少によってカバーしていることから限界利益率が上昇している、②人件費削減などのリストラ効果が維持されている、③海外からの配当金の増加が続いている、などが原因である。これまでのところ、円安メリットを十分に享受できてきているといえる。

一方、非製造業では、円安によるコスト増加を販売価格に転嫁できていない点は、限界利益率の悪化という形ですでにマイナス要因として効いているものの、①当初はアベノミクスへの期待感により、最近では消費税率引き上げ前の駆け込み需要により、個人消費を中心に内需が堅調で、売上高が数量面を中心に増加している、②人件費削減などのリストラ効果が維持されている、③海外からの配当金の増加が続いている、などが原因である。本来は円安デメリットを被りやすいはずの非製造業であるが、コストの増加を需要の増加で補ってきたことが利益の増加につながっている。いわば、価格面でのマイナス効果を、数量面でカバーしてきたことになる。

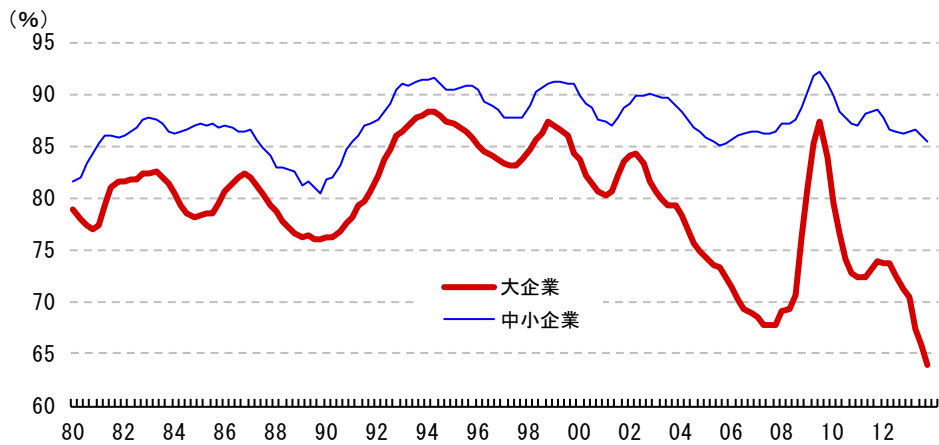
また、やや長い目で見た場合、製造業、非製造業ともに共通して指摘できるのが、変動費の減少が企業の収益力を強化してきた点であり、この結果として損益分岐点比率が大きく低下している。図表 17 は、経常利益が過去最高であった 2007 年と 2013 年の売上高を比較したものである。売上高が 1,525 兆円から 1,290 兆円に減少（-235 兆円）しているが、経常利益はほぼ同額である。これは固定費の削減（-33 兆円）もあるが、変動費の削減（-201 兆円）が大きく寄与している。このように、企業は売上高が増加しなくても利益が稼げる体質になっている。もしくは、デフレで売上高が減少しても、利益が稼げるような対応が進んでいる、と言い換えることもできよう。

図表 17. 2007 年と 2013 年の売上高の比較



このほか、変動費の削減の背景には、大企業と中小企業の収益性の格差が広がっていることから判断すると、中小企業やさらに規模の小さい零細企業に負担がしわ寄せされている可能性も指摘される。大企業と中小企業の損益分岐点比率を比較すると、大企業で過去最低水準を更新中であるのに対し、中小企業では90年代初め以降、レンジ内での上下を繰り返しており、収益性の強化が進んでいないことがわかる（図表18）。四半期ごとに発表される法人企業統計季報（本稿で使用）では対象外となっている零細企業では、さらに状況が厳しい可能性もある。

図表 18. 企業規模別の損益分岐点比率



(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  
 ただし、1 - 変動費率 = 限界利益率  
 (注2) 4 四半期移動平均  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

(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。