

日本経済ウォッチ (2017年3月号)

調査部 小林真一郎、尾畠未輝

【目次】

1. 今月のグラフ p.1
 ~ 日米における雇用情勢の「改善」の違い
2. 景気概況 p.2
 ~ 景気は緩やかに持ち直している
3. 今月のトピック:最近の企業業績と収益性について p.3 ~ 11
 - (1) 持ち直す経常利益 ~ 2017年度も過去最高益を更新する見込み
 - (2) 高まる企業収益率 ~ 余剰資金の有効活用が課題

1. 今月のグラフ ～日米における雇用情勢の「改善」の違い

リーマンショック後に急速に悪化した雇用情勢は、日米とも足元にかけて「改善」している。2017年1月の失業率は、日本は3.0%と、ピークだった2009年7月の5.5%から2.5%ポイント低下、米国は4.8%と、2009年10月の10.0%から5.2%ポイント低下している。現在、両国とも労働市場は完全雇用に近い状態にある。

しかし、雇用の「改善」の様子は日米で異なる。日本では失業率が低下してもなお、雇用の非正規化が続いている一方、米国では2010年に入ってから、パートタイム比率が低下に転じた(図表1)。米国では、リーマンショック直後にフルタイム雇用者が大きく減少しパートタイムへの転換が進んだが、程なくして雇用市場が持ち直しに転じたことで、フルタイムを中心とした雇用の増加が進んだ。

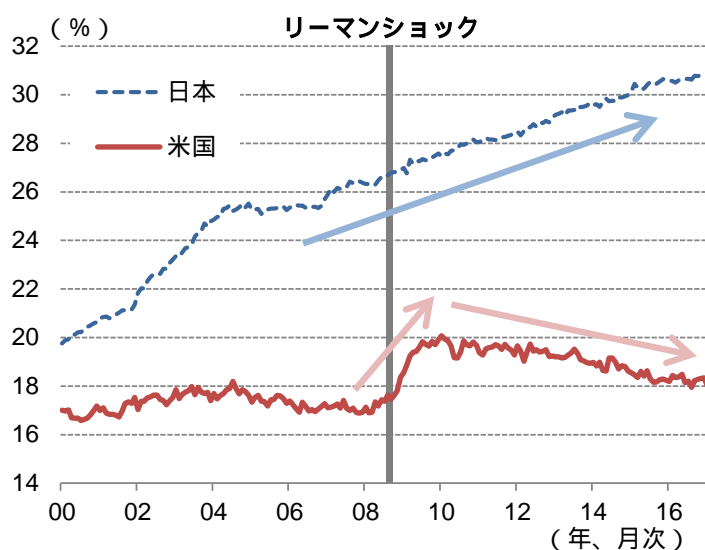
さらに、米国では雇用の改善が賃金の上昇に繋がっている。2010年以降、米国では年率+2.0%程度の賃金上昇が続いている一方、日本では賃金がほぼ横ばいにとどまっている。この間、米国では物価も年率+1.8%程度(消費者物価指数・コア)のペースで上昇しているが、実質ベースでも賃金は緩やかに上がっている。

日本では、雇用の非正規化によって賃金水準の低いパートタイム雇用者等が増えていることが、全体の賃金を押し下げている。実際、賃金変化率を要因分解すると、2000年から2016年にかけて、一般およびパートタイムとも賃金は小幅ながら増加しているが、パートタイム比率の上昇により押し上げ効果が打ち消されてしまっている(図表2)。一方、米国ではフルタイム(一般)雇用者の賃金の伸びが大きいことに加え、賃金水準の高いフルタイム雇用者が増えたことも、全体の賃金を一段と押し上げている。

両国の間には、採用・解雇に関する条件の違い等があり、一概に雇用情勢の改善の様子について良し悪しを比べることは出来ない。しかし、米国では日本と比べ将来の成長期待が高いことから、企業が人件費の拡大に対して前向きであると考えられ、雇用情勢の改善がスムーズな賃金増加へと繋がっていることが分かる。

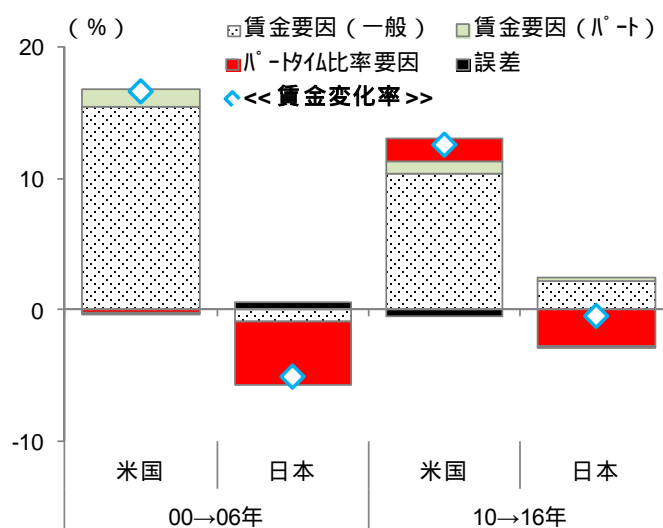
(尾畠 未輝)

図表1: パートタイム比率



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」、米労働省を基に当社作成

図表2: 賃金変化率の要因分解



(注)米国の一般労働者はフルタイム雇用者。
(出所)厚生労働省「毎月勤労統計調査」、米労働省を基に当社試算

2. 景気概況～景気は緩やかに持ち直している

景気は緩やかに持ち直している。

持ち直しの原動力となっているのは、引き続き企業部門である。10～12月期の法人企業統計では、全規模全産業の経常利益（季節調整値）は前期比+5.2%と3四半期連続で増加し、四半期ベースでの過去最高益を更新した。中でも製造業では同+17.0%と、円安の進行を背景に輸出企業を中心に急改善している。1～3月期も増益の基調は維持されると見込まれ、2016年度の経常利益についても過去最高益を更新する可能性が高い。こうした業績の改善効果もあって、10～12月期の実質GDP（2次速報）における設備投資が前期比+2.0%となるなど、設備投資も緩やかに増加している。

生産活動も持ち直しており、2月の鉱工業生産指数（速報値）は自動車や一般機械類を中心に前月比+2.0%と再び増加した。生産予測調査によれば、3月（同-2.0%）に落ち込んだ後、4月（同+8.3%）に急増する計画となっている。4月の急増については下方修正される可能性が高いが、均してみれば、しばらくは持ち直しが続きそうだ。

輸出も持ち直している。2月の実質輸出は前月比+6.5%と急増した。春節の影響もあって1月に落ち込んだが、その反動が加わったため高めの結果となったが、均した動きでも着実に持ち直しているといえる。

家計部門では企業部門と比べて持ち直しの動きが遅れているが、明るい材料もある。2月の失業率は2.8%と1994年6月以来の水準まで低下した（同月の有効求人倍率は1.43倍と横ばい）。労働市場では人手不足感が一段と強まっており、完全雇用に近い状態にあると考えられる。そうした中、賃金は緩やかに持ち直しており、1月の1人あたりの現金給与総額（確報値）は前年比+0.3%と4カ月連続で増加したうえ、所定内給与も同+0.6%と7カ月連続で増加した。

加えて、2月家計調査の実質消費支出（二人以上世帯、季節調整値）は前月比+2.5%と2カ月連続で増加し、伸び率も高まった（ただし、前年がうるう年であったため前年比では-3.8%と大きく落ち込んだ）。これまで個人消費は横ばい圏での推移が続いていたが、2月の新車登録台数（乗用車、除く軽）が前年比+14.4%と堅調な増加が続くなど明るい動きもある。

一方、個人消費について懸念されるのが、物価上昇圧力の高まりである。エネルギー価格の底打ちと円安の影響を受けて、2月の消費者物価指数（生鮮食品を除く総合）は前年比+0.2%と小幅ながら2カ月連続でプラスとなった。2017年春闘では4年連続でベアが実施されることになったが、賃上げ率は前年の実績を下回った見込みであり、消費者物価の前年比プラス幅が緩やかに拡大していくと予想されることと合わせて考えると、実質賃金の伸びが低迷し、消費を抑制する要因となるリスクがある。1月の現金給与総額も、実質では前年比-0.1%と落ち込んでいる。

今後も、世界景気の回復を受けて輸出の増加基調が維持され、業績改善を背景に設備投資の緩やかな回復が続くため、国内景気は緩やかに持ち直していくと予想される。また、物価上昇が家計の購買力を抑制する懸念があるが、雇用・所得情勢の持ち直しが続く中で、個人消費は底堅さを維持すると期待される。さらに、2016年度末から2017年度初めにかけては2016年度補正予算による押し上げ効果が高まるであろう。トランプ大統領の政策については、具体的な政策内容がなかなか見えず、支持率も低迷しており、期待感が徐々に後退している。それでも、米国景気は順調に持ち直しているほか、世界経済にも持ち直しの動きが広まっている。トランプ大統領の言動や欧州の政治情勢を巡って金融市場が混乱することがなければ、内外経済の持ち直しの動きがしばらく続きそうだ。（小林 真一郎）

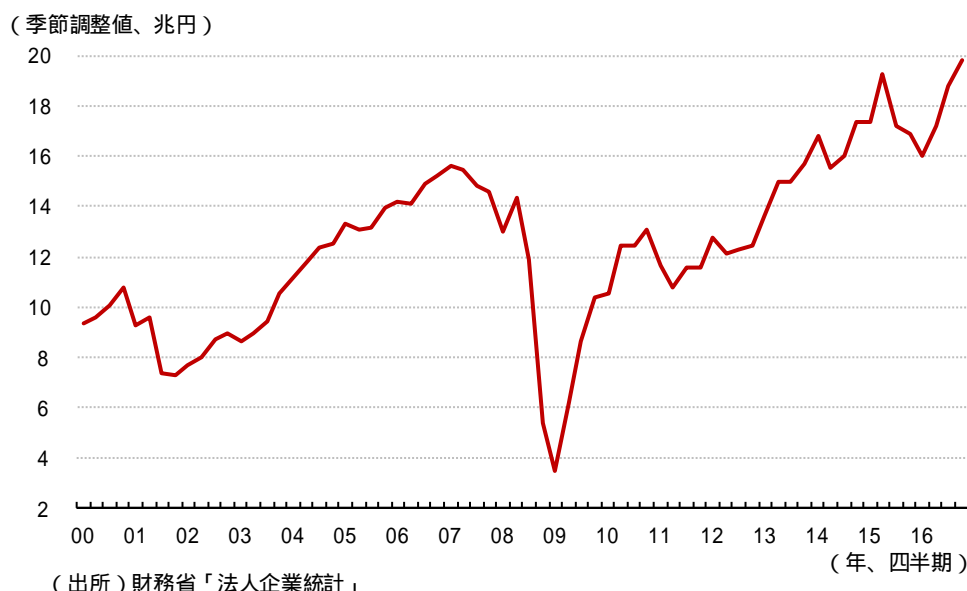
3. 今月のトピック：最近の企業業績と収益性について

企業業績が改善している。2016 年度前半は円高の影響もあって大幅な減益となったが、夏場以降は改善傾向に転じ、2016 年度通期では過去最高益を更新する可能性が高まっている。一方、ROA や ROE といった経営指標は低迷が続いている。今回は、マクロベースでみた企業業績と収益性の動向について検討した。

(1) 持ち直す経常利益～2017 年度も過去最高益を更新する見込み

2016 年 10～12 月期の法人企業統計によれば、企業（全規模全産業、除く金融・保険業）の経常利益は、季節調整値で 19.8 兆円となり、四半期での過去最高額を更新した（図表 1）。原数値の前年比でも +16.9% と 2 四半期連続での増益となった（7～9 月期も同 +11.5% と 2 桁増益）。

図表 1 経常利益の推移（全規模全産業）

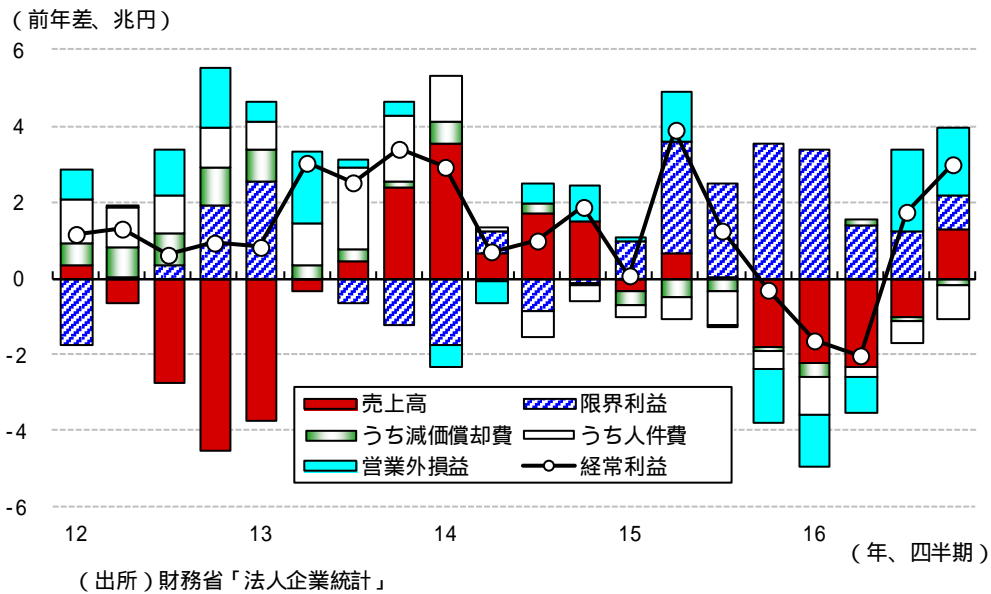


業績が改善している要因は、ひとつは円安が進んでいることである。経常利益の前年差増減額を要因分解すると、営業外損益（営業外収益 - 営業外費用）が 2 四半期連続で利益の増加要因となっているが、これは、7～9 月期になって円高が一段落したことで為替差損の発生がなくなったことが影響している。また、10～12 月期に売上高要因がプラスに転じているが、景気の持ち直しによる増加に加えて、円安によって輸出企業の円建て販売額が膨らんだことが押し上げ要因となった。

もうひとつが、限界利益要因による押し上げである（限界利益率が前年同期よりも上昇）。これは、資源・エネルギー価格の下落によって投入コストが減少している効果が大きいと考えられる。ただし、2016 年に入って原油価格など資源価格が底打ちしており、効果は徐々に縮小している。

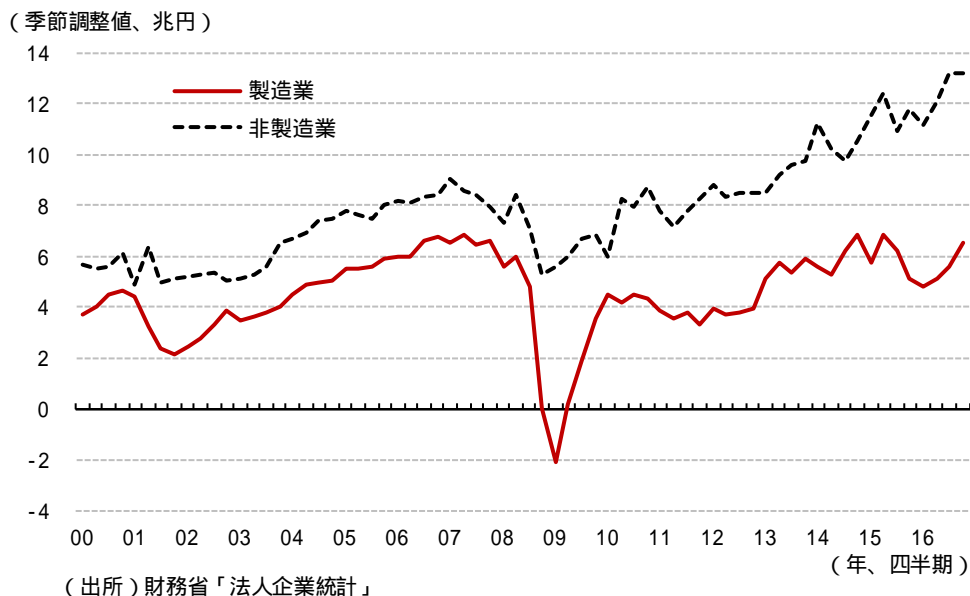
なお、固定費である人件費については、雇用者の数が増加しているため、2014 年半ば以降は前年比で増加が続いており、経常利益を押し下げる要因となっている。

図表2 経常利益の要因分解（全規模全産業）



業績の改善は、製造業、非製造業ともに進んでいる（図表2）。製造業、非製造業ともに季節調整値では経常利益が3四半期連続で前期比増加しており、中でも非製造業では、7～9月期に純粋持株会社で子会社からの受取配当金が増えた特殊要因によって急増した後も、10～12月期に同水準を維持している（前期比+0.1%と小幅増加ではあるが、過去最高益を更新）。

図表3 経常利益の推移（業種別）



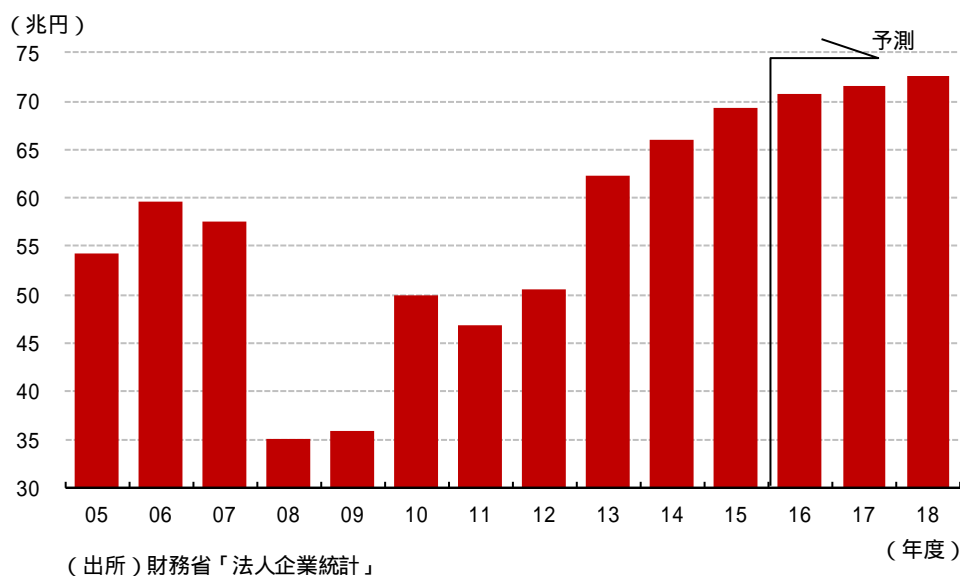
2017年に入ってから企業業績の改善傾向は続く予想される。第一に、一時1ドル=118円まで下落した時と比べると円高に振れているとはいえ、年明け以降、円は対ドルで110円～115円程度のレンジ内で推移しており、輸出企業の業績にとってプラスに寄与すると考えられる。少なくとも、円高で業績が悪化した2016年度上期と比べると改善要因となる。第二に、内外景気の持ち直しによ

て、売上高が増加してくると期待される。

このため、2017年度も過去最高益を更新することが見込まれ、円高や海外景気の悪化といった事態が生じなければ、2018年度も増益傾向が維持されるであろう（図表4）。

もっとも、増益幅は小幅にとどまるであろう。資源・エネルギー価格の上昇が続き、人件費の負担が増すことが予想され、コストの増加が利益の押し下げ要因として効いてくると見込まれるためである。また、徐々にリストラ余地が小さくなっており、コスト削減効果を得ることが難しくなっていることも、増益テンポが鈍化する要因となる。

図表4 経常利益の予想（全規模全産業）



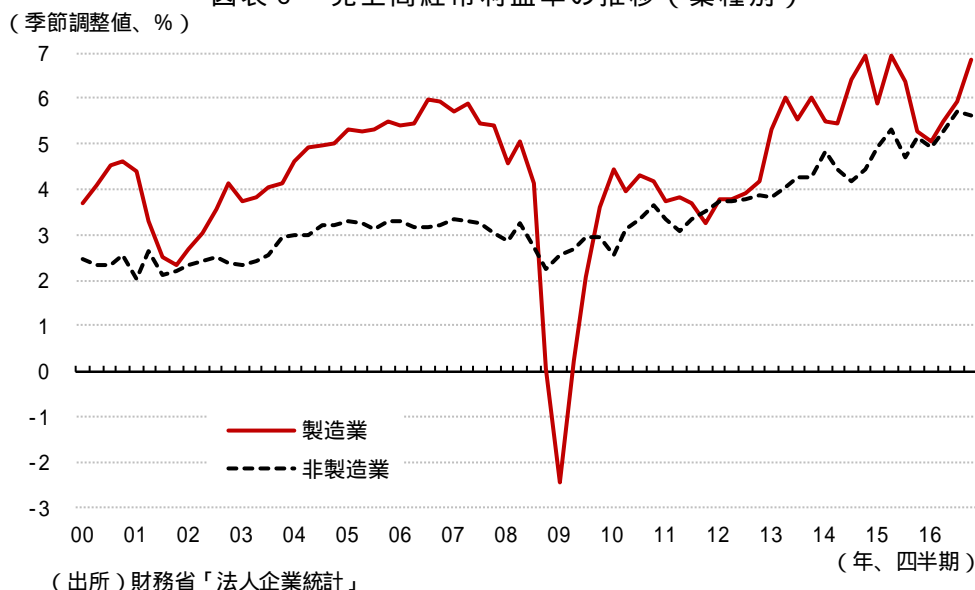
(2) 高まる企業収益率～余剰資金の有効活用が課題

企業業績の改善の背景には、先に指摘した短期の増益要因に加え、そもそも企業の稼ぐ力が強まっていることがある。10～12月期の売上高経常利益率（季節調整値）は6.0%と過去最高水準を更新した（図表5）。こうした収益力の強まりは幅広い業種に広がっており、製造業、非製造業とも、売上高経常利益率は過去最高レベルにある（図表6）。

図表5 売上高経常利益率の推移（全規模全産業）



図表6 売上高経常利益率の推移（業種別）



収益力が強化された原因としては、コストの削減効果によるところが大きい。2000年を起点として試算すると、2016年までに経常利益は約32.2兆円増加したが81.1%の増加であり、年率では3.8%

の増加) その増益要因をみると、まず売上高要因が - 3.6 兆円 (実際の売上高は 2000 年の 1,341 兆円に対し、2016 年は 1,300 兆円に減少している) とマイナスに寄与している (図表 7)。

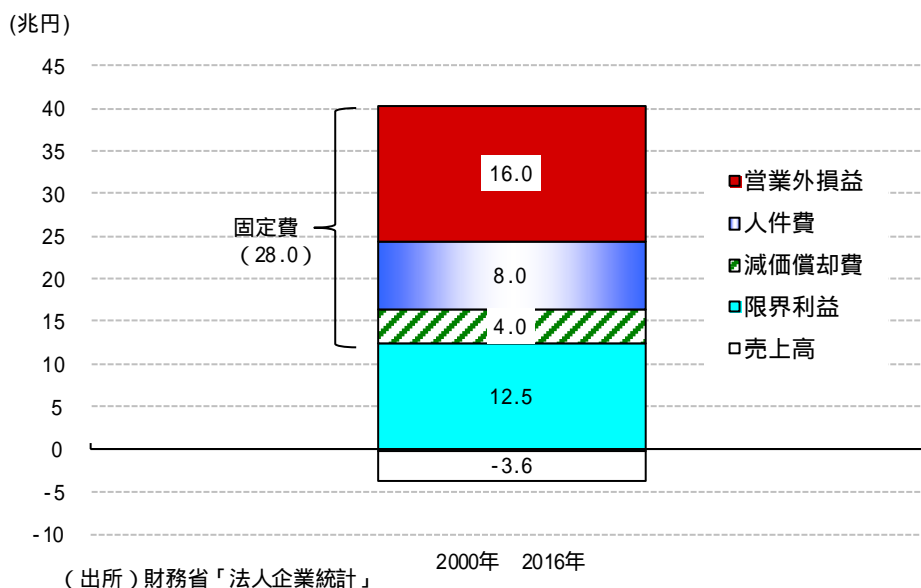
これに対し、営業外損益 (営業外収益 - 営業外費用) の要因が 16.0 兆円と、利益の押し上げ効果が最も大きい。この理由としては、債務圧縮と金利低下により利払いコストが減少した、海外の子会社などからの受取利息・配当金等が増加した、などが指摘できる。

次に大きいのが限界利益要因であり、押し上げ効果は 12.5 兆円にのぼる。この間、売上原価が 59.5 兆円も減少していることから判断すると、限界利益の増加のうち、かなりの部分が資源価格の下落といった投入コストの減少によるものと考えられる。

さらに、人件費も 8.0 兆円減少している。雇用の増加を抑制し、ボーナスを中心に賃金を引き下げ、非正規雇用者の比率を高めるといった削減効果によるものである。また、新規の設備投資に慎重であったことを反映して、減価償却費が 4.0 兆円減少した。

営業外損益、人件費、減価償却費を加えた固定費の削減効果は合計で 28.0 兆円である。

図表 7 経常利益の増減要因内訳 (2000 年 2016 年、全規模全産業)

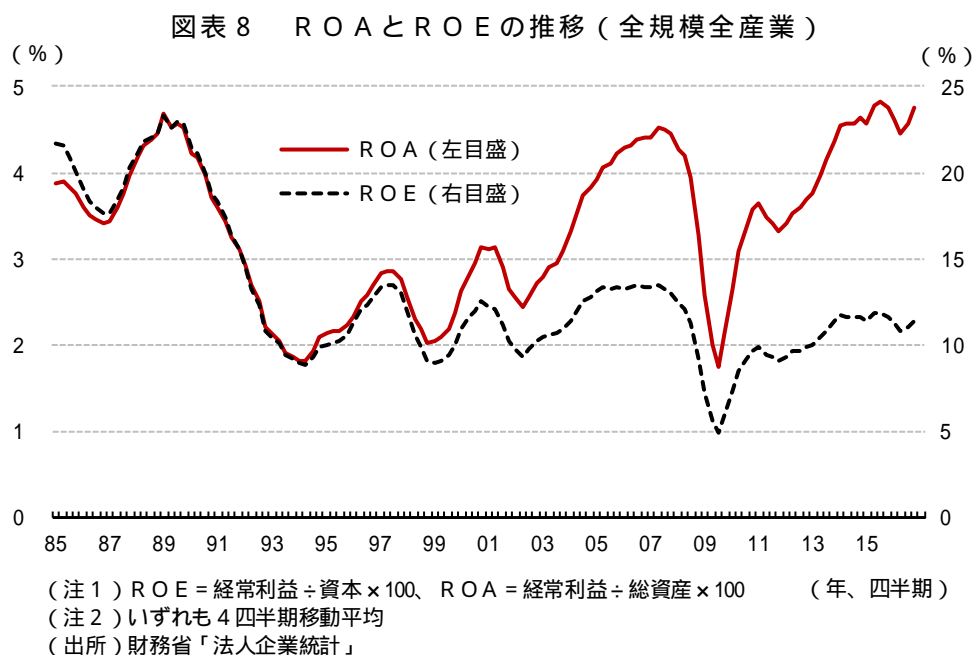


しかし、収益力が高まっている一方で、株主資本 (自己資本) に対する利益の割合である R O E (自己資本利益率。利益には当期純利益を使用するが多いが、本稿では経常利益を使用) や総資産に対する利益の割合である R O A (総資産利益率、本稿では経常利益を使用) の水準はそれほど上昇していない (図表 8)。

特に R O E は、多くの企業が経営指標として重視する姿勢を示しているにもかかわらず、低水準での推移が続いている。具体的には、1980 年代後半から 1990 年代前半のバブル期には 20% を超える高水準にあったが、バブルの崩壊とともに 10% 程度まで急低下し、足元でも依然として 10% を若干上回る水準のままである。また、R O A は、足元でバブル期やリーマンショック前をやや超える水準にまで回復しているが、それでも売上高経常利益率が順調に上昇していることと比べると上昇テンポは

鈍い。

これは、企業が資本や資産を有効に活用できていないことを示している。株主にとってみれば、たとえリストラによって高い利益を稼いだとしても、それは投下資金に対するリターンの観点からは不十分であるということになる。また、ROEやROAは株式投資の際の指標となるため、その水準の低さは企業の格付けにとってマイナス材料であり、株価低迷の原因ともなりかねない。



なぜ、収益力が高まってきているのに、ROAの上昇ペースが緩やかで、ROEが低いままなのか。

ROAは下記のように利益率要因と回転率要因に分解できる。これは、より高い利益率で、資産を無駄なく使用すればROAが上昇することを意味している。

$$\text{総資産経常利益率 (ROA)} = \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$$

利益率 回転率

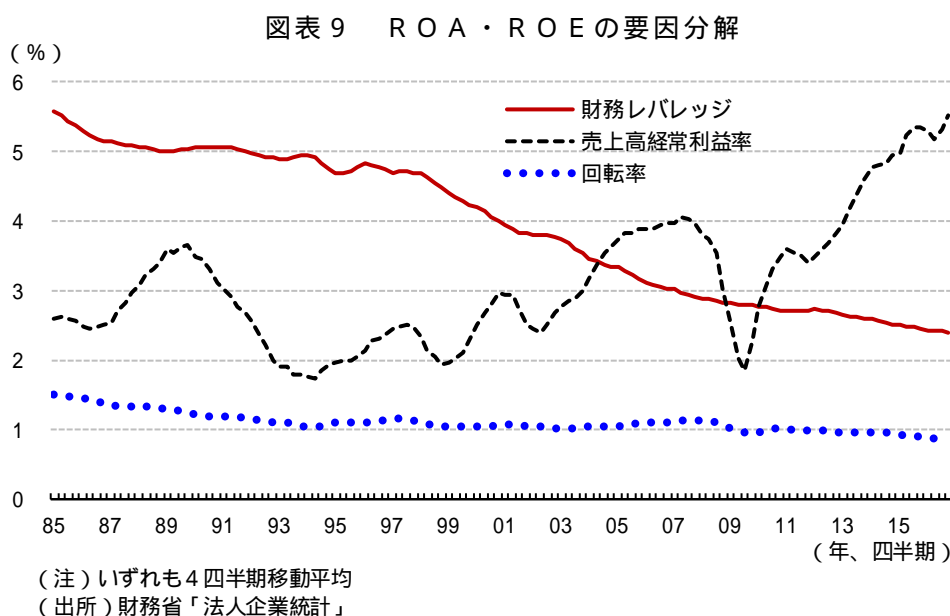
ただし、総資産 = (期首使用総資本 + 期末使用総資本) ÷ 2

また、ROEは下記のように利益率要因、回転率要因、財務レバレッジに分解できる。これは、より高い利益率で、総資産を無駄なく使用し、かつ自己資本(内部留保)ではなく他人資本(外部調達)を効果的に使えば、ROEが上昇(株主の投資利益率が拡大)することを意味している。さらに、ROAに財務レバレッジをかけたものと定義されるため、ROEを上昇させようとする、中間目標としてROAを引上げることが必要となるのがわかる。

$$\begin{aligned}
 \text{自己資本経常利益率 (ROE)} &= \frac{\text{経常利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}} \\
 &= \text{利益率} \times \text{回転率} \times \text{財務レバレッジ} \\
 &= \text{ROA} \times \text{財務レバレッジ}
 \end{aligned}$$

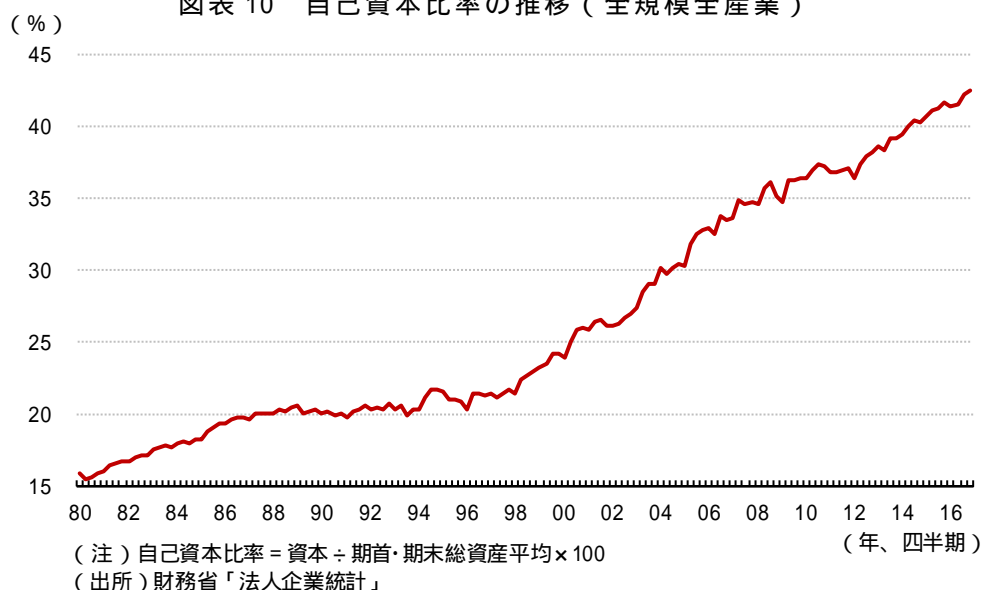
ただし、総資本（総資産）=（期首使用総資本+期末使用総資本）÷ 2
 自己資本 =（期首自己資本+期末自己総資本）÷ 2

図表 9 は、ROE を利益率要因（売上高経常利益率）、回転率要因（総資産回転率）、財務レバレッジに分解したものである。これによると、売上高経常利益率が史上最高水準を更新している一方で、財務レバレッジの低下が続いており、これがROEの低迷の原因となっていることがわかる。



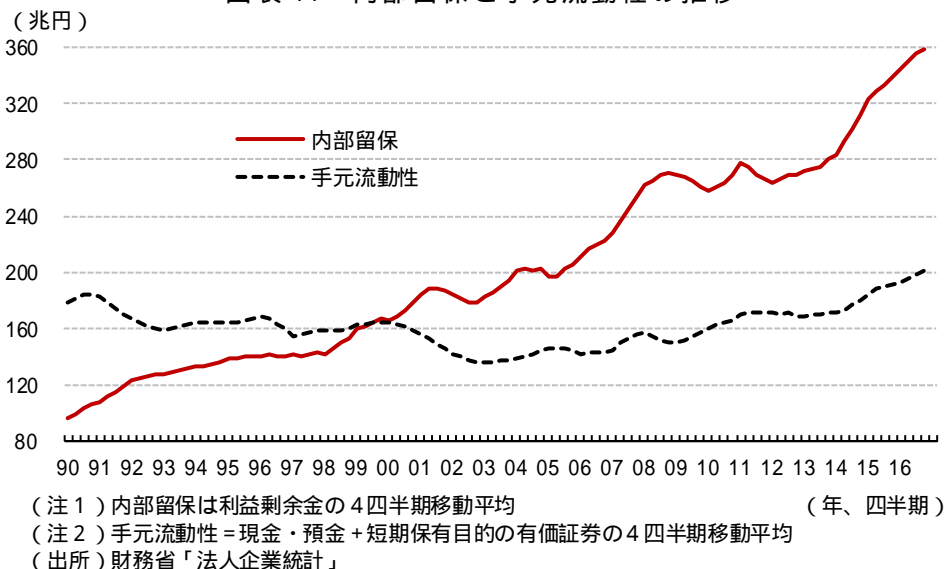
財務レバレッジは総資産を自己資本で割って求められる。これは自己資本比率の逆数であり、自己資本比率が上昇を続けている状態では必然的に低下が続く。実際の自己資本比率の動きを確認すると、足元では史上最高水準を更新中である（図表 10）。

図表 10 自己資本比率の推移（全規模全産業）



自己資本比率が上昇し、財務レバレッジが低下している理由は、バブル崩壊後、企業が有利子負債の返済原資として内部資金調達の割合を増やし、内部留保を厚めにしてきたためである（図表 11）。企業が過剰負債を抱えている状態では、過剰債務の返済が優先される。しかし、無借金の状態が、必ずしも企業や株主にとって望ましい状態とは限らない。他人資本を有効活用しなければ、ROAを高めることができても、ROEを高めることはできないためである。

図表 11 内部留保と手元流動性の推移



内部留保が積み上がっていけば財務基盤の強化につながる。しかし、現在のように、企業が新規の設備投資に慎重な姿勢を続け、使途のない余剰資金を積み上げるだけでは、生産性や収益力の向上につながらないばかりか、株価の低迷を招くとともに、株主からの強い批判にさらされることになりかねない。内部留保が増えても、一部は設備投資等の資産に充当されており、必ずしも無駄な資金を抱えていることにはならないが、手元流動性（現預金＋短期保有目的の有価証券）はここ3年で30兆円程度増加し、過去最高額を更新中であり、行き場のない資金が増えていることは確かである。

なお、総資産回転率は緩やかに低下しているが、これがROAと売上高経常利益率との格差拡大の原因となっている。株主からすれば、利益を生まない無駄な資産を抱えているのであればそれを売却し、その売却益を還元するべきと考えるであろう。

当面は企業業績の改善が続くと予想され、売上高経常利益率も緩やかに上昇していくと見込まれる中、改めてROAやROEの動向が注目され、その低さが問題視される可能性がある。

（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、当社までご連絡ください。