

2016年3月23日
No.2015-057

真価が問われる企業収益の行方

— 経済の好循環の実現には企業収益の質の改善が不可欠 —

調査部 研究員 奥井 貴大

《要 点》

- ◆ 足許で、中国をはじめとする新興国経済の減速や、昨年まで続いてきた円安トレンドの一服、世界的な需給の緩みなどから生じている資源安の一段の進行、年明け以降の株安といった企業収益を取り巻く様々な環境変化がみられるなか、アベノミクスが描く景気の好循環の起点とされる企業収益の先行きが注目される。
- ◆ 企業収益の変動を業種別にみると、製造業では、売上高が伸び悩むなか、円安による為替差益や海外現地法人からの配当金をはじめとする営業外収益の増加、減価償却費の減少、人件費の減少が、これまで経常利益を下支えしてきた。一方、非製造業では、訪日外国人数の増加に伴うインバウンド需要の拡大や、消費増税前の駆け込み需要などを背景とした売上高の増加が、総じて収益増に寄与してきた。
- ◆ 企業収益の先行きを展望すると、短期的には下振れが予想される。もともと、金融市場が混乱した後のグローバルな政策協調の進展などにより、混乱が足許で落ち着きを取り戻しつつあるなか、①資源安に伴うプラス効果の波及、②製造業における為替変動に対する耐性の向上、③非製造業におけるサービス業などけん引役の存在、などを背景に、企業収益は中長期的に高水準での底堅い推移が見込まれる。
- ◆ こうしたなか、雇用・所得についても先行き改善が続くと期待されるが、足許では賃金が伸び悩むなど勢いを欠く状況にある。売上高人件費比率と労働分配率の推移に乖離が生じていることを踏まえると、足許で好調な企業収益は一時的な要因であるとの見方から、企業マインドは上向かず、賃上げに対して前向きな姿勢に踏み切れていないと考えられる。したがって、企業収益が所得雇用環境の改善、そして消費拡大へ波及するためには、企業収益の質の改善、すなわち売上高の増加に伴う企業収益の増加が不可欠といえる。
- ◆ 政府としても、①国内の市場価値を向上させ得る規制改革や成長戦略、②TPPの有効活用など輸出の拡大を後押しする施策、などを着実に実施していくことで、売上高の増加に伴う質の高い企業収益の増加を実現すると同時に、海外利益の国内還流を促すことで、経済の好循環を築いていく必要があるといえるだろう。

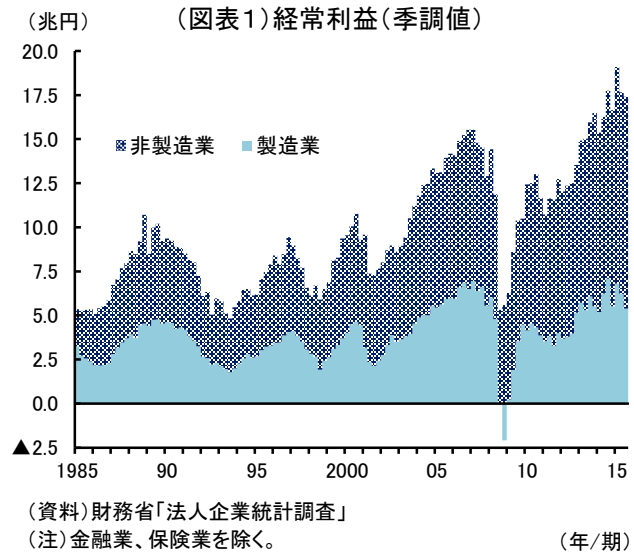
本件に関するご照会は、調査部・研究員・奥井貴大宛にお願いいたします。

Tel: 03-6833-3711

Mail: okui.tP20986@jri.co.jp

1. はじめに

わが国企業の収益は、リーマン・ショック前を上回る高い水準で推移している(図表1)。また、高水準の収益や人手不足などを背景に、雇用環境は1月の完全失業率が3.2%と低水準で推移するなど良好であるほか、設備投資も一部で持ち直しの兆しがみられる。もっとも、賃金が伸び悩むなか、個人消費は弱含んでおり、アベノミクスが描く「企業収益の増加が、設備投資の拡大や所得雇用環境の改善、そして消費拡大へ波及する」という好循環メカニズムは力強さを欠く状況である。足許で、中国をはじめとする新興国経済の減速や、昨年まで続いてきた円安トレンドの一服、世界的な需給の緩みなどから生じている資源安の一段の進行、年明け以降の株安といった企業収益を取り巻く様々な環境変化がみられるなか、アベノミクスが描く景気の好循環の起点とされる企業収益の先行きが注目される。そこで以下では、最近の企業収益の動きを製造業・非製造業それぞれについて整理したうえで、先行きを展望するとともに、企業収益を起点とした景気の好循環が力強く作動するために必要な要素を考察する。

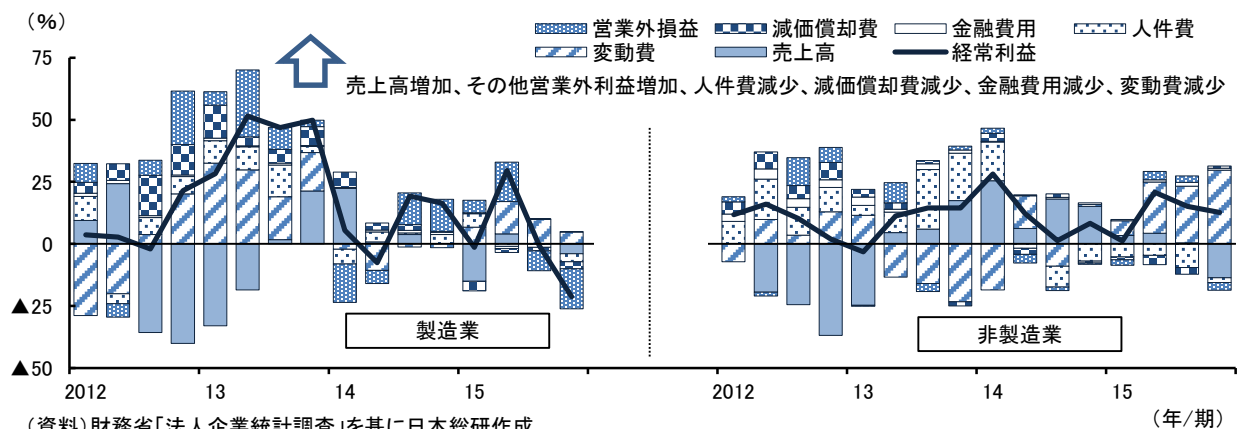


2. 製造業・非製造業では収益変動要因にバラツキ

財務省「法人企業統計」によると、2015年10~12月期の金融・保険業を除く全産業の経常利益は、前年比▲1.7%と、4年ぶりにマイナスとなったものの、水準は過去3番目となるなど、引き続きリーマン・ショック前を上回る高水準を維持している。もっとも、製造業と非製造業では、収益変動要因に違いがみられる(図表2)。

まず、製造業では、アベノミクス始動後も売上高が伸び悩むなか、東日本大震災後に上昇した電気代の騰勢一服や足許での原油安による変動費の減少がプラスに寄与している。加えて、円安による為替差益や海外現地法人からの配当金をはじめとする営業外収益の増加、投資の圧縮を映じた減価償却費の減少、人件費の減少が、これまで経常利益を下支えしてきた。

(図表2) 経常利益の要因分解(全規模、前年比)



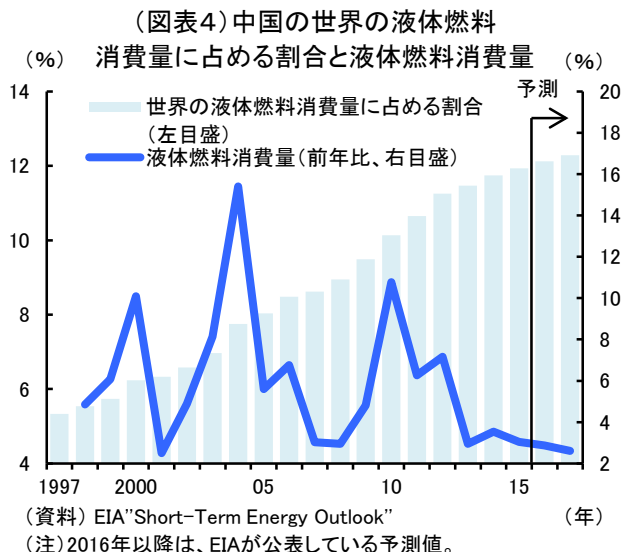
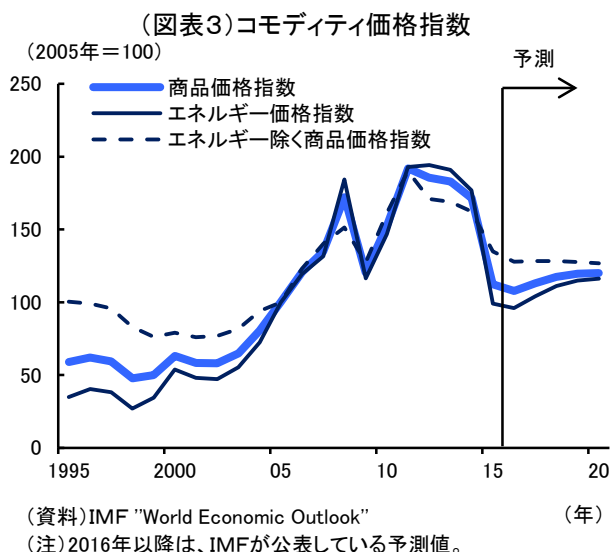
これに対し、非製造業では、売上高の増加が総じて収益増に寄与してきた。これは、訪日外国人数の増加に伴うインバウンド需要の拡大や、消費増税前の駆け込み需要などが背景にある。より細かくみると、2013年度末にかけては、円安進行に伴う変動費の増加により経常利益の下振れ圧力が高まったものの、売上高の増加がこれをカバーしたほか、人件費や減価償却費の減少などアベノミクス以前からのリストラ効果も収益下振れを緩和した。一方、2014年度入り以降は、労働需給が逼迫するなか、人件費の増加が利益押し下げに作用したものの、売上の増加や原油価格下落を受けた変動費の減少を背景に増益が続いている。ただし、足許では、暖冬に伴う個人消費の弱含みなどを受けて売上高も勢いに陰りがみられる。

3. 先行きの見通し

このようにアベノミクス始動後足許にかけて、非製造業を中心に企業収益の緩やかな改善が続いている。もっとも、先行きを展望すると、短期的には下振れが予想される。中国経済の減速により製造業で売り上げ低迷が見込まれるほか、年明け以降の円高・資源安など金融市場の混乱も、変動費の面ではプラスに作用するものの、円高による営業外損益の下振れや、株安による企業・家計マインドの悪化を受けた国内での需要減退、などが収益を圧迫する見込みである。

一方、中長期を展望すれば、金融市場が混乱した後のグローバルな政策協調の進展などにより、混乱が足許で落ち着きを取り戻しつつあるなか、以下の3点を背景に、企業収益は高水準での底堅い推移が見込まれる。

第1に、資源安に伴うプラス効果の波及である。IMFが集計しているコモディティ価格指数は、2015年に急落した（図表3）。この背景には、投機的な動きにより一部過度に下振れている側面はあるものの、世界の資源消費量に占める割合が年々拡大している中国で景気が減速したことに伴い、資源の需給バランスに緩みが生じていることが指摘できる（図表3）。資源安の発端となっている中国では、今後政府による金融・財政両面からの景気てこ入れ策が強化されることで、ハードランディングは回避されるとみられるものの、景気は緩やかな減速が続く見込みであり、原油をはじめとした資源価格は、低水準での推移が長期化するとみられる。資源安の長期化は、資源国の景気低迷などを通じた海外経済の減速により、企業収益を一時的に押し下げる可能性はあるものの、中長期的にみると、資源の多くを輸入に頼るわが国において、コスト低下を通じて幅広い業種で収益の下支えに作用すると見込まれる。



第2に、製造業において為替変動の収益に与える影響が低下していることである。この影響度をみるために、交易条件や為替などを変数として、売上高経常利益率の関数を長期で推計したところ(図表5)、為替変動の影響は低下傾向にあることがみてとれる。為替変動による企業収益への影響は完全に払拭できるものではないものの、①為替に左右されない体制の実現を目指したグローバル・サプライチェーンの再構築、②海外現地法人の増加に伴う通貨管理の効率化、③為替ヘッジ取引の拡大、などを背景にその影響度が低下していると判断される。

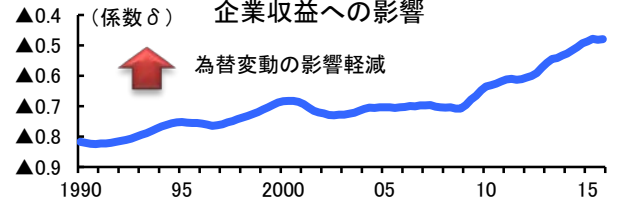
それぞれの背景を具体的にみると、まず、①について、企業は、経済のグローバル化が進むなか、海外では国内と比べて旺盛な需要が今後も拡大すると見込まれることや労働コストが低いことなどから、海外進出を進めてきた(図表6)。長年にわたる海外進出により蓄積した経験などを活かし、調達面では、現地企業をサプライヤーの一部とする現地調達の拡大、生産面では、複数国に存在する生産拠点間の代替生産体制の確保、物流面では、グローバルに俯瞰できる海外拠点を含むグループ物流の再構築、販売面では、各国市場の特性と需要動向に応じた生販の連携、など各セグメントにおける管理の向上によってグローバル・サプライチェーンに柔軟性を持たせることで、為替の影響を低減させてきたとみられる。

次に、②について、海外現地法人の増加やグローバル・サプライチェーンの再構築に伴い、本社・海外子会社間などにおいて企業内での外貨建債権・債務を相殺させる為替マリーやネットिंगの活用機会が増え、為替エクスポージャーそのものを減少させてきたとみられる。

最後に、③について、輸出など海外との取引の際に利用する為替ヘッジの規模が拡大している。実際に、為替デリバティブ取引の想定元本ベース残高は、中国など新興国経済の存在感が増し、海外取引が拡大した2000年代以降、増大傾向にある(図表7)。近年も、為替の変動が大きく、為替リスク管理への意識が高まるなか、為替ヘッジの活用は増加していることが示唆される。

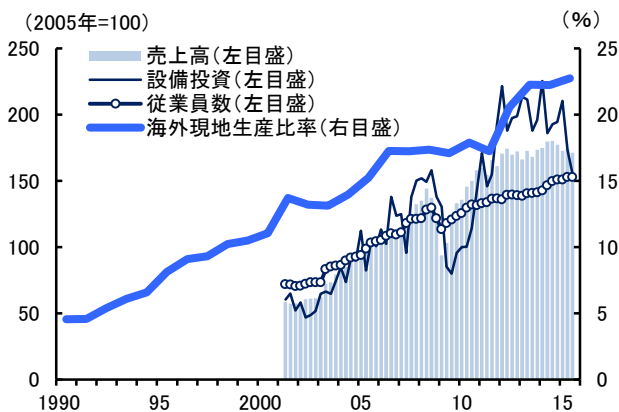
これらに加え、アベノミクス以前からのコストカットの徹底といったリストラ効果なども勘案すれば、過去に比べると円高による収益の下振れ度合いは小さいと考えられる。

(図表5) 製造業における為替変動の企業収益への影響



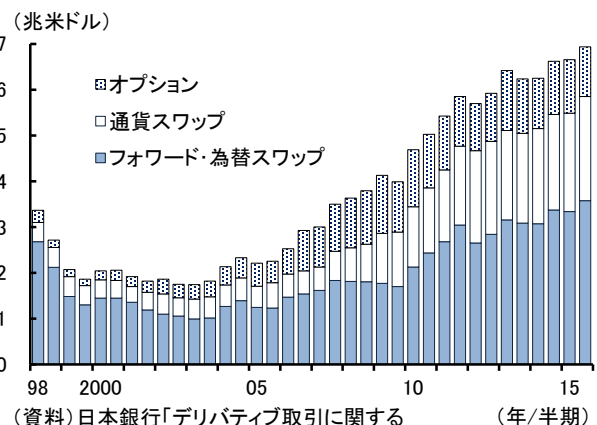
(資料)財務省「法人企業統計調査」、日本銀行「製造業部門別投入・算出物価指数」を基に日本総研作成
(注)為替レートに対する企業収益に対する影響度を以下推計式により推計。為替レートを可変パラメーターとして、カルマン・フィルターを用いて推計し、為替レートが企業収益に与える影響度の変化を捉えた。なお、カルマン・フィルターによる推計にあたってはパラメーターの変化パターンに関しランダム・ウォークモデルを採用。
 $MARGIN=C+\alpha *TOT+\beta *DEP+\gamma *LABOR+\delta *EX$
MARGIN:売上高経常利益率 TOT:LN(交易条件指数(製造業産出物価指数/製造業投入物価指数)) DEP:売上高減価償却費比率 LABOR:売上高人件費比率 EX:LN(名目実効為替レート)

(図表6) 海外生産比率と海外現地法人の概況



(資料)内閣府「企業行動に関するアンケート調査」、経済産業省「海外現地法人四半期調査」
(注)海外現地生産比率の2015年度は、実績見込み。

(図表7) 為替デリバティブ取引の推移



(資料)日本銀行「デリバティブ取引に関する定例市場報告」を基に日本総研作成
(注)外国関連為替取引における対非金融機関顧客の想定元本ベース残高。

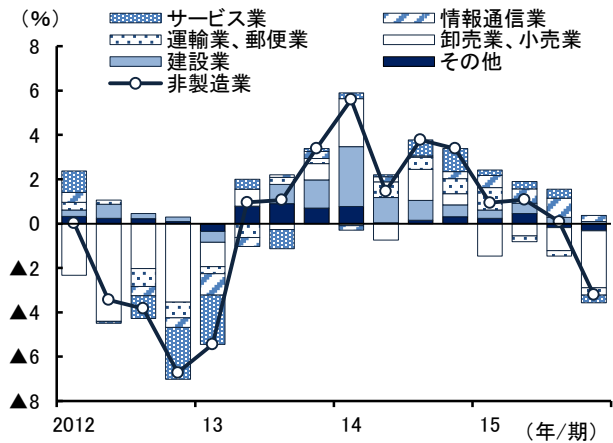
第3に、非製造業においてけん引役が存在することである。非製造業の売上高前年比を業種別にみると(図表8)、非製造業の売上高に占めるウェイトが大きい卸売業・小売業は、個人消費が賃金の伸び悩みを受けて足許で低調に推移しているなか、変動費が経常利益を下支えしているものの、売上高の増加に伴う経常利益の押し上げはほとんどみられない。

これに対し、サービス業は、売上高が増加傾向にあり、相対的な存在感が高まっている。例えば、宿泊・飲食サービス業では、訪日外国人数の増加に伴いインバウンド需要が拡大し、売上高の増加がみられる(図表9)。また、高齢化の進展に伴い供給力のさらなる増大が必要となる医療・福祉業、人手不足感の強まりを受けて好調な職業紹介・労働者派遣業なども下支えとなっている。今後も、訪日外国人数の増加、一段の高齢化及び長寿化、人手不足感の長期化が見込まれることから、これらの業種が引き続き非製造業での下支えとなりえる。

さらに、情報通信業でも、売上高の増加が経常利益を押し上げている。スマートフォンやタブレット型端末が普及するなか、ネットショッピングなどの電子商取引市場が拡大を続けているほか(図表10)、SNSやブログの利用者数も増加しており、それに伴ってショッピングサイト運営業や、SNS運営業、ウェブコンテンツ配信業、課金・決済代行業といったインターネット付随サービス業の躍進が続いている。今後もインターネットに付随した市場は拡大が見込まれるほか、IoTなど新たな情報技術の普及に伴って受託開発ソフトウェア業といった情報サービス業での需要の増大も見込まれる。

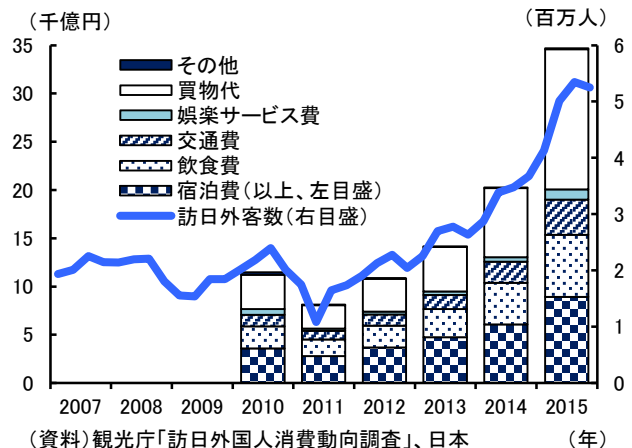
これらの業種では、今後も売上高の増加に伴う企業収益の増加が見込まれ、引き続き企業収益をけん引するだろう。

(図表8) 非製造業の売上高(前年比)



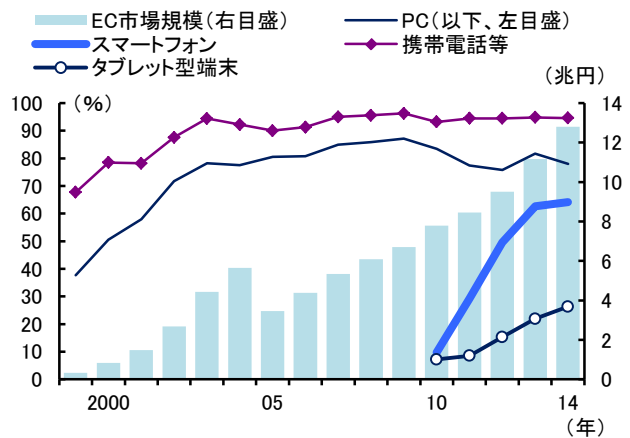
(資料)財務省「法人企業統計調査」を基に日本総研作成
(注)金融業・保険業を除く。

(図表9) 訪日外国人数と消費総額



(資料)観光庁「訪日外国人消費動向調査」、日本政府観光局「訪日外客数の動向」を基に日本総研作成
(注)2015年は暫定値。

(図表10) 主な情報通信機器の世帯保有状況と消費者向け電子商取引市場規模の動向



(資料)総務省「通信利用動向調査」、「電子商取引実態調査」

4. 雇用・所得の動向および企業収益へのインプリケーション

以上を踏まえれば、わが国の企業収益は、中長期的にみると、非製造業が下支えするとともに、製造業でも大幅な落ち込みは回避される見込みである。企業収益が先行き底堅く推移すると見込まれるなか、アベノミクスが描く景気の好循環において、良好な企業収益が雇用・所得の増加に繋がっていくことが期待されるが、足許では賃金が伸び悩むなど勢いを欠く状況にある。

より詳しくみると、雇用・所得の総数である雇用者報酬と、それに類似した動きを示す法人企業統計における人件費は、2014年に前年比プラスに転じて以降、増加が定着している（図表11）。人件費の内訳を業種別にみると、製造業は小幅な増減にとどまるなど一進一退で推移している一方、情報通信業や建設業、サービス業をはじめとした非製造業では増加傾向が定着している。これらの業種は総じて堅調な売上高の増加が収益増に作用している。

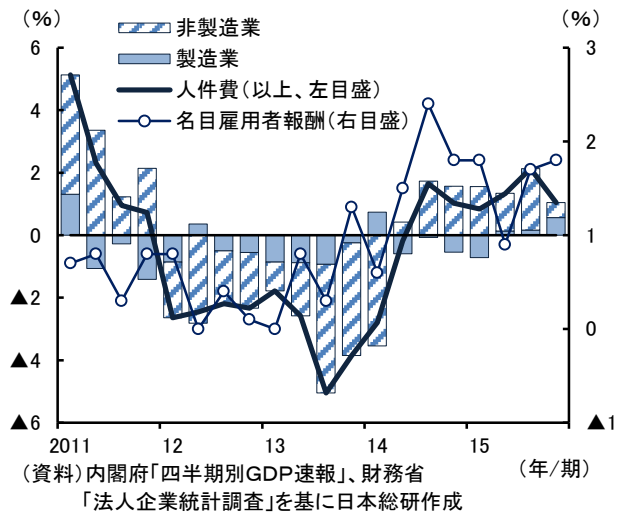
雇用者報酬の雇用者数・賃金別内訳をみると（図表12）、雇用者数は増加傾向が続いている。人手不足感が続かなか、女性の社会進出や退職後の高齢者の非正規雇用の増加といった雇用の多様化などを背景に、非製造業を中心に増加しているほか、足許では正社員や製造業でも増加に転じている。

一方、一人当たり賃金をみると、所定内給与は足許で前年比プラスが定着している。もっとも、その所定内給与の増加は小幅にとどまるほか、一人当たり賃金は特別給与の押し下げの影響で大きくマイナスに振れる場面もみられ、賃金の伸びは雇用者報酬や人件費のそれを下回り、極めて限定的である。

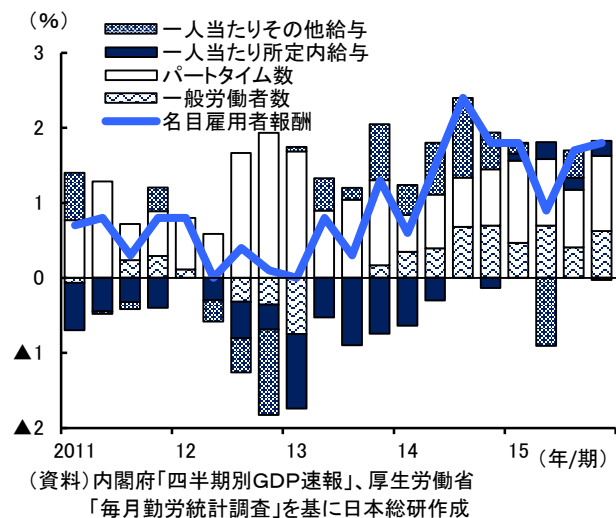
このように、雇用・所得の動向をみると、名目賃金の増加は少なからずみられるものの、人件費は非正規雇用を中心とした雇用者数の増加などで押し上げられている面が大きい。企業収益が雇用・所得の改善を通じて消費拡大に至るには、雇用者数の増加といった「量」だけではなく、安定した賃金の上昇といった「質」も含む両面からの改善を通じた雇用者報酬・人件費の増加が必要である。

その人件費が増加するには何が必要となるだろうか。売上高と付加価値額で算出される売上高人件費比率と労働分配率の推移をみてみると（図表13）、売上高人件費比率はおおむね13%±1%幅

（図表11）人件費と名目雇用者報酬（前年比）



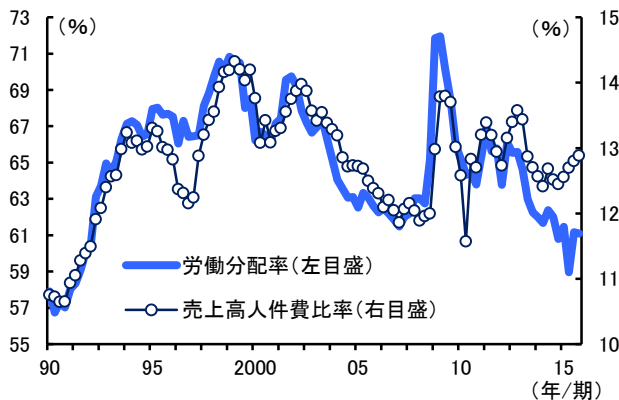
（図表12）名目雇用者報酬の要因分解（前年比）



にとどまる安定した推移をしている一方で、労働分配率はリーマン・ショック時をピークに10%ポイント近く低下し、なお低下傾向に歯止めがかかっておらず、足許では両者に乖離が生じている。これは、減価償却費や支払利息等に大きな変化がみられないなか、経常利益の増加は円安によるかさ上げや、変動費の減少といった売上高の増加を伴わない押し上げ要因によるものであることを示唆している。すなわち、足許で企業収益は好調ではあるものの、売上の増加を伴っていないことから、企業マインドは上向かず、賃上げに対して前向きな姿勢に踏み切れていないと考えられる。

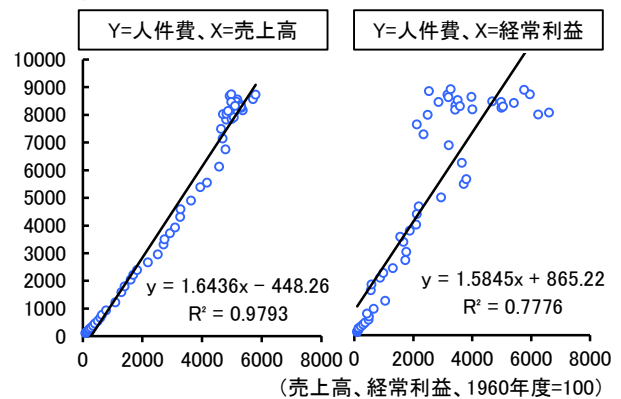
以上を勘案したうえで、人件費は経常利益よりも売上高と相関性が高いことも踏まえると（図表14）、企業収益が所得雇用環境の改善、そして消費拡大へ波及するためには、企業収益の質の改善、すなわち売上高の増加に伴う企業収益の増加が不可欠といえる。

（図表13）売上高人件費比率と労働分配率（季調値）



（資料）財務省「法人企業統計調査」を基に日本総研作成
 （注1）金融業・保険業を除く全産業。
 （注2）労働分配率=人件費/付加価値額。
 付加価値額=経常利益+人件費+減価償却費+支払利息等。

（図表14）人件費と売上高、経常利益の単回帰分析
 （人件費、1960年度=100）



（資料）財務省「法人企業統計調査」を基に日本総研作成
 （注1）1960～2014年度の人件費と売上高、経常利益をグラフ化。
 （注2）R2=1に近いほど相関関係が高い。

5. 質の高い企業収益の実現に向けて

このように、企業収益は、短期的に下振れが予想されるものの、中長期的に高水準での底堅い推移が見込まれる。もっとも、賃金は伸び悩んでおり、個人消費の足かせとなっている。アベノミクスが描く「企業収益の増加が、設備投資の拡大や所得雇用環境の改善、そして消費拡大へ波及する」という好循環を実現するためには、企業収益の質の改善、すなわち売上高の増加に伴う企業収益の増加が求められる。

そのためには、政府としても、①国内の市場価値を向上させ得る規制改革や成長戦略、②T P Pの有効活用など輸出の拡大を後押しする施策、などを着実に実施していくことで、売上高の増加に伴う質の高い企業収益の増加を実現すると同時に、海外利益の国内還流を促すことで、経済の好循環を築いていく必要があるといえるだろう。