

## 経常利益の水準はようやく67%に回復

発表日：2010年3月11日(木)

～企業収益の回復が経済正常化につながるか～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 03-5221-5223)

法人企業統計の10～12月の経常利益は、季節調整値でみると、10.7兆円とピーク時の67%まで戻している。収益水準は、ここ3四半期の収益回復ペースから判断すると、2010年央にはピーク時を更新するとみられる。企業収益の回復は、設備投資や雇用に作用していたデフレ圧力を大きく減退させるだろう。デフレ構造を払拭するには、その後も企業が購買力を溜め込まずに、前向きな投資行動に踏み出すかどうかにかかっている。

### 対前年比よりも季節調整値の水準に注目

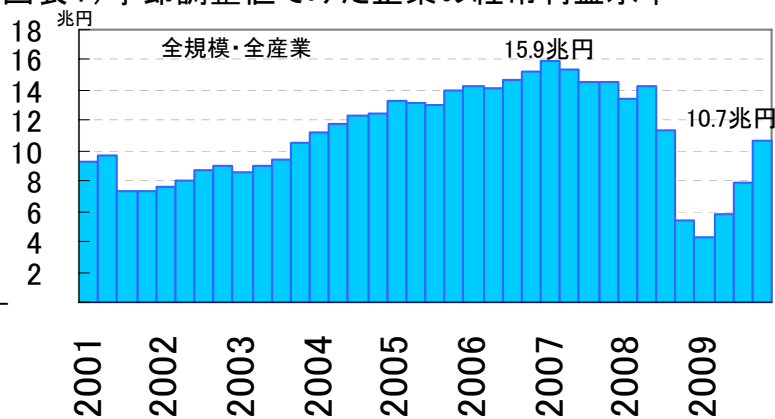
企業収益の回復が進んでいる。財務省「法人企業統計」では、2009年10～12月の全規模・全産業の経常利益が、前年比102.2%と高伸した。数字に慣れていない人であれば、この高い伸びが、大幅に収益が落ち込んだリーマンショック直後の2008年10～12月の翌年に当たり、前年の裏が出て反動で大きくなったに過ぎないと瞬時に理解するだろう。これでは、現在の収益回復の水準感がわからない。一般的に使用される前年同期比を用いると、企業収益の方向感を把握するのに不都合である。

そこで、対前年同期比のバイアスを排除するために、季節調整値の水準に注目すると、実額では経常利益は10.7兆円となっている。この水準は、金融危機以前の2007年1～3月のピーク時に15.9兆円だったところからみて、67%のところまで回復した位置にある(図表1、リーマンショック直後を含む2008年7～9月と対比すると94%)。季節調整済・前期比でみると、水準の回復は2009年4～6月+33.5%、7～9月+35.8%、10～12月+35.2%であるから、四半期ごとに一本調子で3割強も拡大していることになる。このペースが続けば、2010年1～3月にはリーマンショック以前の水準を回復し、2010年4～6月には前回のピークを抜くことになる。企業収益が2009年4～6月に底離れをしてから、わずかに1年で既往ピークを上回るのには、相当なスピード感である。

目下、物価・賃金をはじめとするデフレ現象が日本経済を覆い、企業は設備投資や研究開発費を軒並み削減・抑制することで不確実性に備えようとしている。その調整圧力が企業収益の悪化に端を発していることを考えると、震源地である企業収益が年央に過去ピークを更新するとすれば、2010年後半には予想外に調整圧力が弱まると予想される。

ただし、デフレ払拭に関しては、収益水準の回復後も、企業経営者などが「景気はどうせ悪い」というネガティブなマインドに囚われて、投資活動を自己実現的に絞り込めば、デフレのトレンドは続くだろう。デフレ払拭のためには、企業経営者がリスクテイクに寛容になり、投資活動が前向きに変わっていくことが鍵を握っている。

(図表1) 季節調整値でみた企業の経常利益水準



本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

## 業種・規模別にみた収益状況

企業の経常利益の季節調整値を、製造業・非製造業にわけると、製造業の落ち込みの方が大きい。製造業は、リーマンショック後に大幅に収益悪化した後、急回復を遂げて3.4兆円まで利益水準を上げている（図表2）。こちらは、2007年1～3月のピーク比49%（リーマンショック前の76%）である。

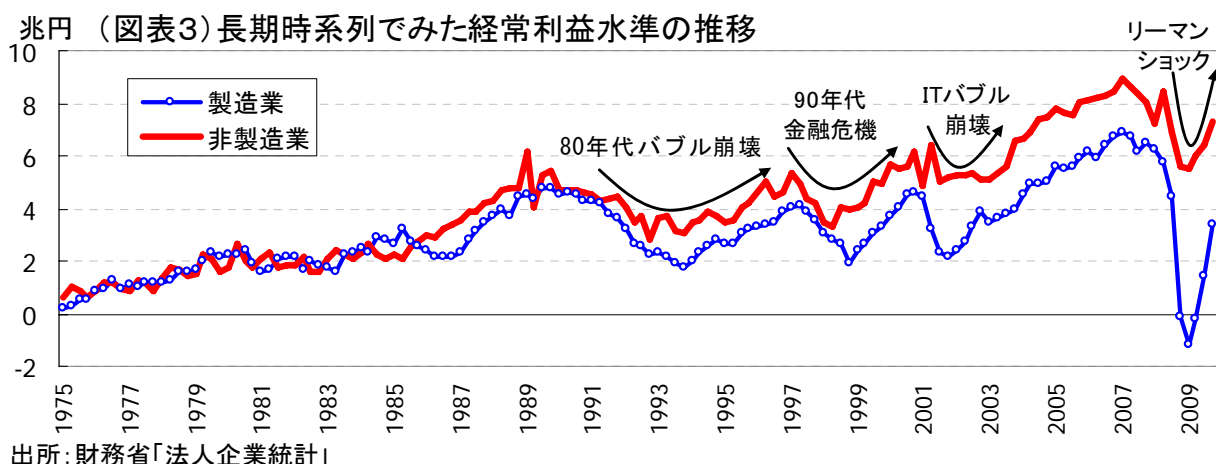
一方、非製造業は、ピーク比では82%とレベルは高い（リーマンショック前の106%）。非製造業はリーマンショックのダメージが限定的で立ち直りも早かったと言える。リーマンショックの打撃が大きかった業種は、製造業のほか、運輸、不動産がある。運輸と不動産の収益回復は、今も依然として鈍いままである。

非製造業の収益水準の維持に貢献しているのは、卸売（商社など）、サービスである。それらの業種は一時は打撃が大きかったが、ここにきて大きく持ち直してきている。商社、サービスは数年間にわたる趨勢でも、経常利益が上昇しているセクターであり、今後さらなる成長拡大が期待される。

また、企業規模別にみると、リーマンショック前後の収益水準の大きな振れを作っていたのが大企業・製造業である。それに比べると、非製造業は、大企業も中堅・中小企業も振れは大きくない。製造業に関して、中堅・中小企業以下をもっと仔細にみると、資本金1～2千万円の中小企業は低調であるが、資本金2千万～1億円、資本金1～10億円の中堅企業は、大企業以上に収益水準の回復が早くなっている。

## 収益環境の局面比較

企業の収益環境について、長期時系列の動向を窺うと、最近になるほど調整局面における谷が深くなると同時に、企業収益の悪化期間は短くなる傾向がある（図表3）。つまり、景気循環におけるリバウンドの力が段々と強くなり、拡大過程への復帰も早くなっているということである。



過去80年代バブルまでは、右肩上がりの時代が続いていたが、80年代バブルの崩壊を境にして、企業収益はアップダウンを繰り返すような局面へと移行した。そうした動きをよくみると、80年代のバブル崩壊直後、90年代後半の金融危機、2000年のITバブル崩壊、今次という4局面を比較した場合、収益水準のサイクルに関して落ち込んで

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

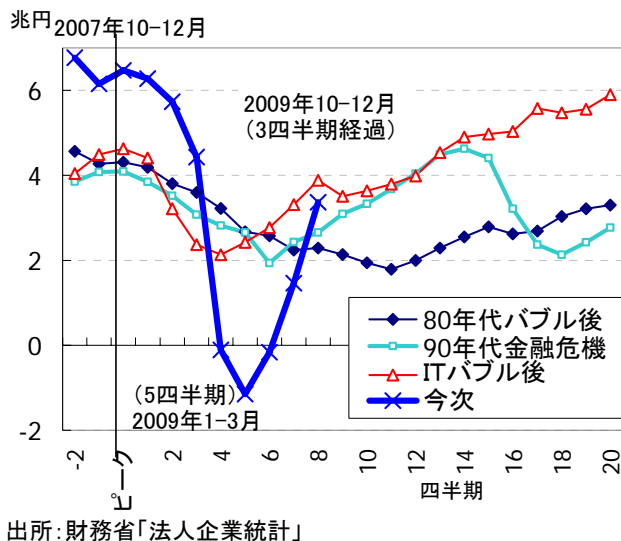
いる悪化時期は、最近になるほど短期化していく傾向がみられる（図表4、この傾向は製造業に顕著）。

今次局面も当初は、100年に1度という大袈裟な意見があったが、現在、振り返ってみると、落ち込みは急角度だったが、そこからの立ち上がりも早かった。これは、企業の収益改善に向けたコスト調整の能力が高まっていることを物語っている。

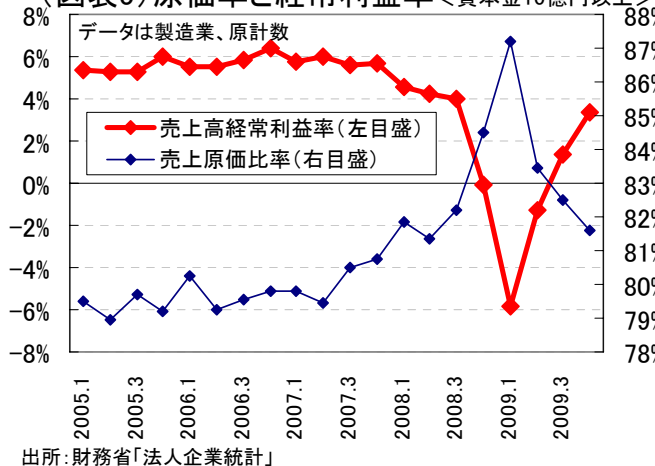
最近の経常利益の要因を法人企業統計に基づいて、寄与度分解してみると、今回は売上原価が切り下がり、変動利益の増加が寄与する動きが確認される。リーマンショック後は、企業のコストダウン圧力が強まって、物価下落を通じて売上高原価率が大きく下がった（図表5）。現在は、売上高原価率が2008年央以前のところまで低下している。2008を振り返ると、原材料などの投入物価が上がるのも速かったが、2009年になって下がるのも速かった。交易条件の変化は、機敏に経常利益の改善に寄与して、収益水準を回復させたことになる。

なお、企業規模別にみると、こうした価格調整スピードの上昇は、大企業ほど顕著になっている。資本金10億円以上、1～10億円以上といった大企業は、リーマンショック後に、仕入価格などを機敏に動かすような経営を採ってきたのだろう（図表6）。おそらく、海外展開を進める製造業では、グローバル化の圧力が取引価格の調整スピードを速くして、収益悪化が長引かないように対処する体質に変わってきていると考えられる。

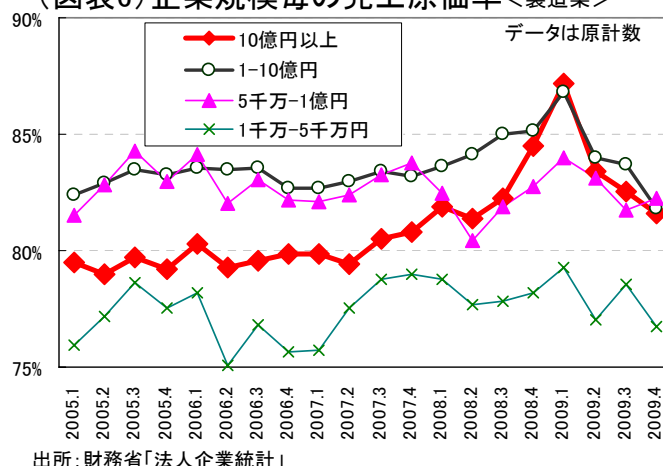
（図表4）経常利益水準の局面比較＜製造業＞



（図表5）原価率と経常利益率＜資本金10億円以上＞



（図表6）企業規模毎の売上原価率＜製造業＞



### 企業収益の正常化は「経済正常化」を意味するか

かつての経済政策は、企業収益が回復してくれば、自然と景気が良くなるという暗黙の前提で、企業支援を行ってきた。その常識はやや変わりつつあり、企業収益という「ダムの水」の水位が上がっても、自動的に川下に水が流れていくとは限らずに、設備投資・雇用が増え始めていく感応度は鈍くなっているように見える。だから、子ども手当などのように、家計に直接的に購買力を配分する政策手法が試されようとしている。

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

しかし、企業ルートから購買力が行渡らないのならば、家計に減税というよりも、企業ルートの目詰まりしたパイプを以前のように循環にするという考えの方が現実的ではないだろうか。企業は収益改善で獲得した購買力を投資行動には使わずに、内部留保に溜め込んでしまう傾向が強まってきたから、その流れをうまく調整するような配慮が必要なのではあるまいか。今後、家計に購買力を配分しても、家計ルートもまた目詰まり気味である可能性もある。

結局、デフレ払拭を期待するとき、企業収益の回復は必要条件であるが、それが十分条件になる訳ではない。企業がキャッシュフローをせっせと蓄積する主体になると、家計・企業といった民需回復が進まずに、間接的に政府部門が総需要管理に公的支出を使うような展開に陥る。1994年以降の資金構造をみると、継続的に企業・家計が貯蓄超過主体で、専ら政府部門が投資超過主体になっていた。この図式を抜け出すには、企業収益の確保を成し遂げた企業部門が率先して、設備投資や雇用拡大を積極化するように支援するしかない。

この問題の背後には、もうひとつ、企業や投資家たちが収益機会に対する積極果敢に挑戦をしなくなっている状況が隠れていると考えられる。これを改善するには、企業がビジネスチャンスに対して、積極的にリスクテイクするように、金融や税制・規制の仕組みを工夫していくことが必要になってくる。

目先、企業収益が2010年央にリーマンショック以前の水準までの戻るとしても、依然として需要拡大に抑制的な企業スタンスをどう切り替えていくかという課題が残される。