

企業収益のV字回復は可能か

月例経済レポート (2002 年5 月)

担当：花田 (hanadah@sumitomotrust.co.jp)

日本経済は輸出・生産が下げ止まり、日本経済が底入れを窺う中で、売上の回復とリストラ効果で企業収益の急激な回復、いわゆる「V字回復」が期待されている。しかし、その達成に必要な大幅なコスト削減・売上増を実現するのは難しいと考えられ、巷間期待されている「V字回復論」はやや慎重に見ておく必要がある。

1. 主要指標の動きから

日本経済は在庫調整の進展と輸出の伸びに支えられて生産が下げ止まるなどようやく明るい材料が見え始め、内閣府の月例経済報告でも「底入れしている」との表現が使われた。足元の指標を見ると、生産・輸出の増加とともに、新規求人倍率が改善し、製造業の残業時間が3ヶ月連続して増加するなど、製造業生産・輸出数量の増加が家計の所得面にも及び始めている(表1)。

表1 主要指標の推移

	01/12	02/1	2	3	4
輸出数量指数*	104.8	115.4	113.2	120.9	-
生産指数*	91.1	91.0	92.1	92.6	-
新規求人倍率*	0.91	0.85	0.88	0.94	-
製造業残業時間**	-0.5	3.5	0.5	0.5	-
第3次産業活動指数*	106.5	106.4	106.0	-	-
雇用者数***	-0.9	-1.0	-1.4	-0.9	-
製造業名目賃金***	-2.9	-3.2	-1.1	-1.8	-
製造業交易条件指数	100.2	100.1	100.1	100.1	99.5
機械受注***	-14.4	-22.2	-16.1	-22.0	-
製造業***	-36.7	-33.7	-27.9	-19.9	-
非製造業***	3.6	-13.1	-7.9	-23.3	-
国内需要財WPI***	-1.5	-1.2	-0.8	-1.4	-1.0
うち最終財***	-0.4	-0.4	-0.2	-0.7	-0.7

(注) 指数はいずれも95年=100。*は季調済実数。**は同前月比増減率%。

***は原数値前年同月比増減率%。機械受注は船舶電力除く民需。

しかし、明るい材料が見られる部分は製造業周辺に限られており、他の部門は低迷が続いている。第3次産業活動指数は2月まで3ヶ月連続して低下し、雇用者数の減

少も続いている。所定外給与が改善している製造業でも、所定内給与やボーナスの削減で名目賃金はマイナスの伸びが続いており、残業の増加が賃金全体を下支えるには至っていない。また、国際商品市況や既往円安による原材料コストの上昇によって投入価格が上昇し、交易条件(製品価格/原材料価格)は昨年 11 月をピークに低下しつつある。機械受注は製造業で前年同月比のマイナス幅が縮小しつつあるものの、非製造業ではマイナス幅拡大が続いているため、全体(船舶・電力除く民需)でも改善はしていない。

物価では、WPI(卸売物価指数)では素原材料や中間財などの川上に近い分野、CPI(消費者物価指数)では公共料金や外食でマイナス幅の縮小傾向ないし上昇に転じる動きが見られるが、最終需要に近いWPI最終財やCPI工業製品では下落傾向が持続しており、デフレからの脱却が見えてきたという段階には遠い。

このように、生産・所得の好循環は起動し始め、景気は底入れしたと言えるが、その動きは製造業の生産活動の周辺に限られている。今後の経済回復は、輸出頼みの非常に脆いものであるといった状況が続くだろう。

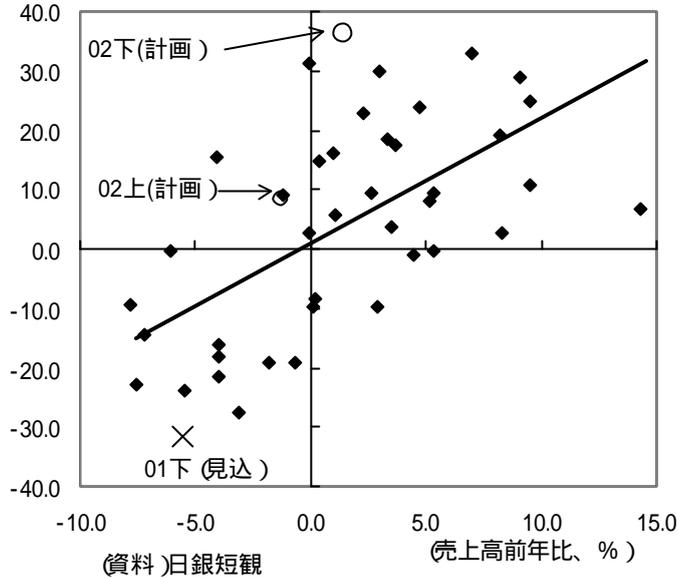
2. 企業収益のV字回復は可能か

輸出・生産の下げ止まりをきっかけとして日本経済の底入れが見えてきた中で、企業収益のいわゆる「V字回復」が期待され始めた。日銀短観(02年3月調査)によると、経常利益伸び率は01年下期(実績見込):前年同期比 31.6% 02年度上期(計画:同+9.0% 下期(計画):同+36.3%と、大幅減益からの急激な回復を見込んでいる。このような回復が本当に可能なのかについて検証する。

(1)「V字回復」は大幅なコスト削減が前提

02年度下期の経常増益の伸び率(計画)は、過去の増益率実績と比べても非常に高い。また、この増益率を売上高伸び率との関係で見ると、売上の伸び率が小さい割に増益率が突出して高いという特徴がある(図1)。従って、02年度下期の増益計画は若干の売上増とともに、相当な規模のコスト削減を前提としていることがわかる。

図1 売上高と経常利益率の関係(全産業)
(経常利益前年比、%)



(2) 大幅なコスト削減は可能なのか？

では、このような増益率を達成する程のコスト削減は可能なのだろうか。日銀短観(02年3月調査)での計画をベースに、製造業・非製造業別に検証してみよう。

まず製造業について、材料費・人件費・減価償却費を01年度下期とほぼ同様のペースで削減すると仮定すると、02年度はその他経費(=売上高-材料費-人件費-減価償却費-経常利益、広告費・運送費・研究費など)売上高比率も横ばい~微減に押さえ込まなければならない(表2)。

この計画のように、全てのコスト項目にわたる削減が順調に進んで大幅な増益を達成できる可能性にはやや慎重な見方をしておく必要がある。

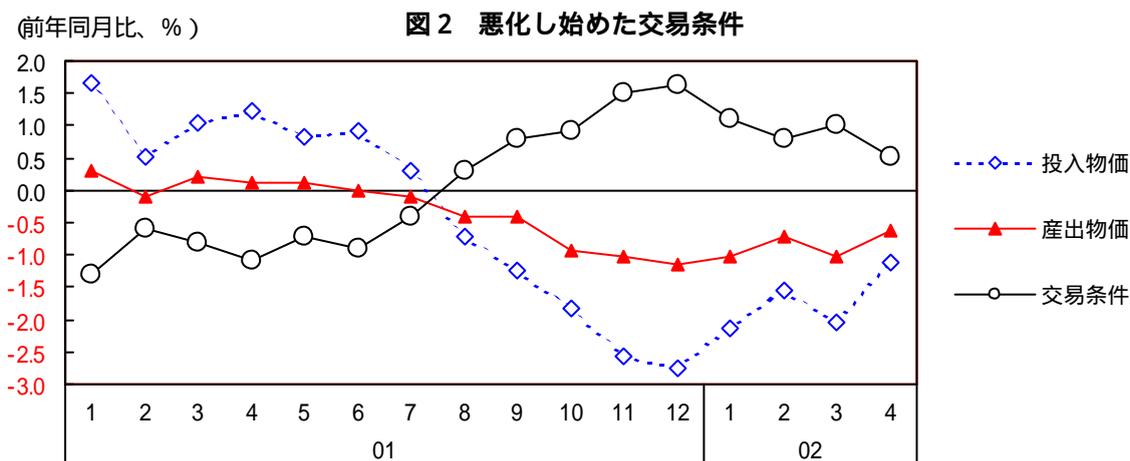
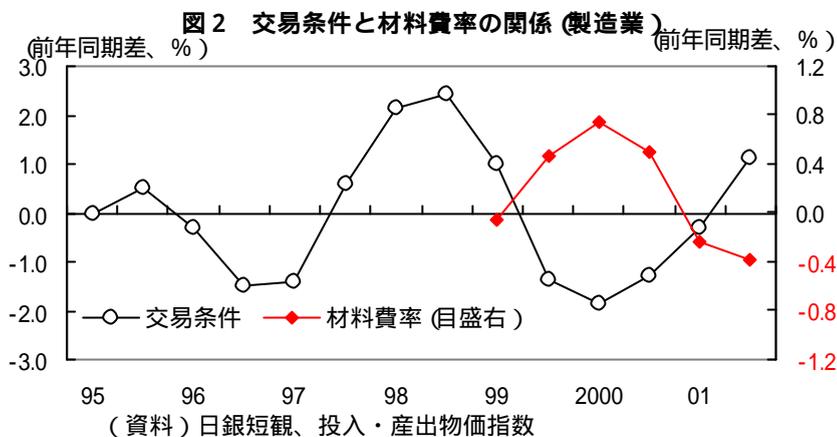
表2 売上・利益・経費の動向(製造業)

			01年度		02年度			
			上期	下期	上期	下期		
製造業	前年同期比	売上	-3.7	-8.7	-1.8	2.4	日銀短観による計画値。	
		経常利益	-37.7	-51.8	14.4	63.5		
		人件費	-1.0	-2.9	-2.9	-2.0		仮定を置いているもの
		減価償却費	-2.0	-1.0	-1.0	-1.0		
	売上高比率	材料費	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	計画値・仮定から計算されるその他経費率の前年同期差	
前年同期差	その他経費	1.2	1.4	0.1	-0.3			

(資料)日銀短観(02年3月調査)より当部作成

とりわけ、上の表では売上高材料費率は引き続き低下するという仮定を置いているが、同比率と逆相関関係にある交易条件(図2)は国際商品市況の上昇や既往円安に

よる原材料コスト上昇のため、足許で悪化傾向にある（図3）。今後も原油高や円高など、交易条件を悪化させるリスク要因は多く、材料費率が上昇して収益を圧迫する可能性も十分考えられる。



一方、非製造業では計画されている増益率が製造業ほど高くないこともあって、計画達成のためのコスト削減は製造業ほど強くない（表3）。但し後述のように売上が達成できないリスクはあり、手放しの楽観は出来ない。

表3 売上・利益・経費の動向（非製造業）

			01年度		02年度			
			上期	下期	上期	下期		
非製造業	前年同期比	売上	-1.0	-4.4	-0.9	1.0	日銀短観による計画値。	
		経常利益	-5.7	-15.3	6.5	23.7		
		人件費	0.3	-0.7	-0.5	-0.5		仮定を置いているもの
		減価償却費	4.1	3.7	3.5	3.5		
	売上高比率	材料費	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	計画値・仮定から計算されるその他経費率の前年同期差	
	前年同期差	その他経費	-1.1	-4.3	-1.0	0.9		

(資料) 日銀短観 (02年3月調査)より当部作成

(3) 電気機械製造業に偏った増益計画

02 年度下期の売上計画は全産業で前年比 + 1.4% であるが、電気機械製造業は同 + 7.5% と増収率が突出して高く、売上の伸びに対する寄与度も 0.4% ポイントと最も大きい。経常利益に関しても同様で、02 年度下期全産業増益率 36.3% に対し、電気機械製造業の寄与度は + 11.3% ポイントと突出して高くなっており、マクロでみた収益回復も IT 次第という面が強いことがわかる（製造業増益率 63.5% への電気機械製造業の寄与度は 36.0% と半分以上になる）。

このような増収増益を実現するためには、米国を中心とした IT 関連財に対する最終需要が順調に回復する必要がある。しかし、米国では IT 関連の新規受注額が増減を繰り返しており、在庫調整以上の回復を見せていない。数量ベースでみた日本からの IT 関連財の輸出は、電子部品などにようやく改善の兆しが見られるようになった程度で、最終製品である通信機器や電子応用装置の輸出は低迷が続いている（表 5）。米国の IT 需要回復が足踏みしている現状では今後の一本調子の回復は望めず、今年度下期までの半年～1 年の間に、この状況が劇的に変化して大幅にプラスになるとは考えにくい。この観点からも企業収益の「V 字回復」は不安定なものといえよう。

表4 IT 関連財輸出の動向 (数量ベース)

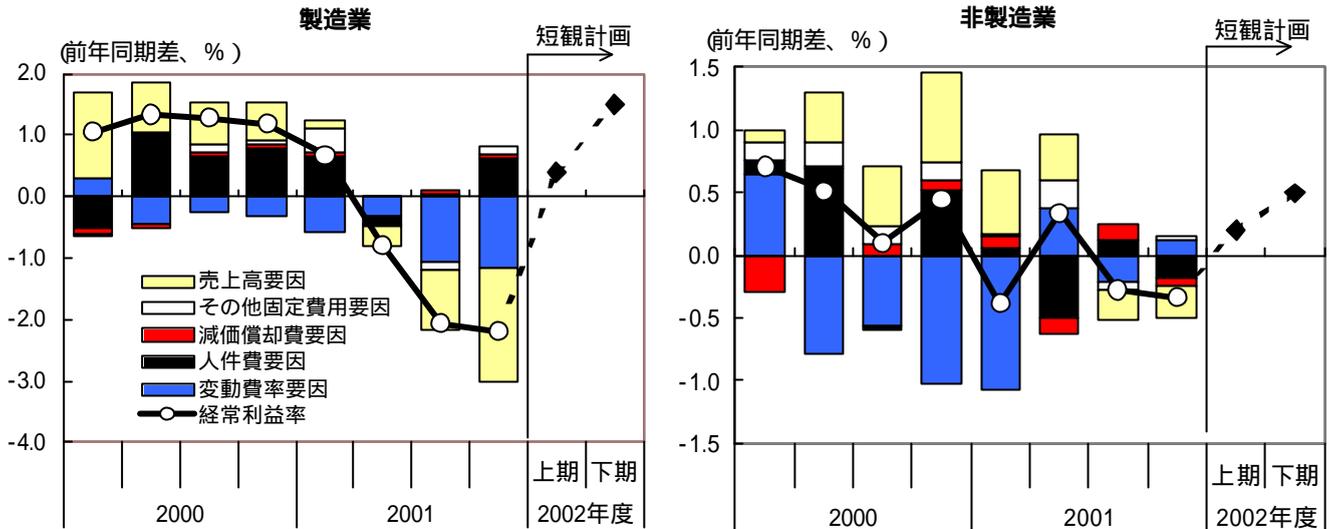
	前年同期・月比、%					
	01/7-9	10-12	02/1-3	02/1	2	3
産業用電子機器	-19.5	-30.6	-29.1	-27.8	-27.6	-31.0
電子応用装置	-6.4	-25.8	-17.8	-14.1	-15.8	-22.2
電子計算機及び関連装置	-7.7	-31.4	-22.2	-17.9	-19.2	-27.7
電子部品・デバイス	-21.5	-23.9	-20.5	-25.7	-22.6	-14.3
電子部品	-31.7	-30.1	-17.2	-24.5	-19.7	-8.4
電子デバイス	-14.1	-17.6	-20.2	-23.7	-22.1	-15.5
電子管	-45.5	-39.5	-28.8	-28.4	-36.0	-22.6
半導体素子	-31.5	-32.6	-13.5	-23.0	-16.1	-2.8
集積回路	-11.0	-16.6	-17.1	-21.4	-19.3	-11.3
液晶デバイス	2.7	-5.1	-18.2	-18.7	-19.0	-17.0

(資料)財務省「貿易統計」

(4) 達成が厳しい売上計画

現在、企業収益を押し下げている要因を検討するために直近の法人企業統計季報から売上高経常利益率の要因分解を行うと、製造業・非製造業ともに売上高の減少が収益悪化の最大の要因となっていることがわかる（図 4）。従って、増益を達成するためには大幅なコストの削減だけでなく、売上の回復も必須条件であるといえる。

図4 売上高経常利益率変動の要因分解



(資料) 財務省「法人企業統計季報」、日銀短観
 (注) 2001年4Qまでは法人企業統計季報による実績、2002年度以降は日銀短観(02年3月調査)による計画値。

表5 02年度上期・下期の売上計画

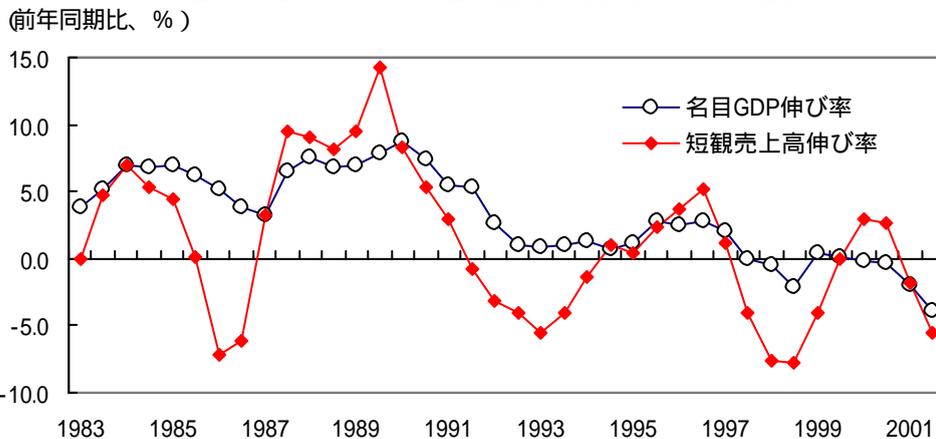
(前年同期比、%)			
	02年度上期	02年度下期	02年度通期
売上高	-1.2	1.4	0.2
内需	-1.1	1.3	0.1
輸出	-2.1	2.9	0.4

(資料)日銀短観

短観によると、02年度下期の売上は前年比+1.4%と増収となる計画になっている(表5)。しかしながら、この売上計画の達成も難しいと思われる。

売上高伸び率は名目GDP成長率と緩やかな相関関係にあり(図5)、名目GDP成長率がプラスにならないければ、売上高が前年比プラスになるのは難しいことがわかる。しかし、今年度下期の名目GDPは前年同期比0.7%前後と見込まれ、前年比+1.4%という日銀短観の売上計画の達成は難しいだろう。

図5 名目GDP伸び率と売上高(短観)伸び率の推移



(資料)内閣府「国民経済計算」、日銀短観

現在想定されるマクロシナリオのもとで、内需・外需を含めた売上高の伸びはどの程度が現実的なのかを産業連関表を用いて検証しても、同様の結果が得られる。

3月時点での当社経済見通しでは、02年度下期の実質GDP伸び率を+0.2%としている。この条件のもとで、製造業・非製造業がどの程度実質生産額を伸ばせるかを試算したところ、下期の実質生産額は製造業で0.6%とマイナスとなり、非製造業も+0.3%と僅かなプラスにとどまる(表6)。足許の物価動向を勘案すると、02年度中は物価の前年比マイナスが解消されることも考えにくいいため、下期に前年比+1.4%という売上計画を達成するのは難しいだろう。02年度の実質GDP成長率を0.0%(下期:+0.7%)まで持ち上げて、製造業の実質生産額は0.1%にとどまることから、産業連関表を用いた試算からも計画通りの売上達成は難しいと予想される。

表6 業種別実質生産高の増減率見通し

(前年同期比、%)

	マイナス成長ケース			ゼロ成長ケース		
	02年度			02年度		
	上期	下期		上期	下期	
実質GDP	-0.7	-1.7	0.2	0.0	-0.7	0.7
製造業	-2.7	-4.7	-0.6	-1.9	-3.7	-0.1
金属・同製品	-4.3	-6.8	-1.6	-3.6	-5.9	-1.1
化学	-0.6	-2.0	0.8	0.1	-1.0	1.3
IT関連	-4.0	-6.9	-0.8	-3.2	-6.0	-0.4
自動車	-2.4	-5.0	0.3	-1.7	-4.0	0.8
非製造業(除く建設)	-0.4	-1.0	0.3	0.4	0.0	0.8
流通	-1.6	-2.7	-0.6	-0.9	-1.7	-0.1
通信・放送・情報サ	-1.7	-2.7	-0.6	-0.9	-1.7	-0.2
事業所サービス	-2.3	-3.6	-0.9	-1.5	-2.6	-0.4
建設	-6.9	-9.0	-4.7	-6.2	-8.1	-4.2

(注)マイナス成長ケース(02年度実質GDP -0.7%)は当部3月予測値。

(資料)経済産業省「平成12年簡易延長産業連関表」

以上より、日銀短観3月調査の売上高・収益計画は、今後下方修正される可能性が高いと考えられる。景気の底入れとリストラで前年比プラスの収益は達成できるものの、巷間期待されているような「V字回復」という程の大幅な増益は難しいのではないかと。

4. 当面の為替・金利の推移見込み

為替市場

	02/ 1-3	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	03/ 1-3 (予)
円/ドル	132.4	128.2	129.0	131.0	130.0
円/ユーロ	116.0	114.8	114.8	115.9	115.7
ユーロ/ドル	0.876	0.896	0.890	0.885	0.890

米国景気の先行きに対するこれまでの強い期待が慎重な見方へ変わった上に、日本経済の底入れ宣言を受けて、5月に入ってから円ドルレートは円高に振れ、一時は123円台に突入した。

しかし、この動きは日米の景況感格差から反転し、夏場から緩やかな円安傾向に収束していくと思われる。

米国経済を支えている個人消費は、雇用情勢の悪化で所得が減る中でも、減税などで可処分所得は高い伸びが続いていること、雇用情勢に一部改善の兆しが出てきていること、株価も一進一退ながら大崩れしておらず、いわゆる「逆資産効果」が顕在化する可能性は低いこと、などから、ある程度の伸びは維持できるだろう。このため、米国経済は底割れを避けて緩やかな回復軌道を描く。米国の回復待ちとなっている日本経済の回復ピッチは米国に及ばないため、日米の景況感格差が広がり、経済のファンダメンタルズ条件から為替は緩やかな円安基調で推移していくと考えられる。

但し、巨額になった経常赤字など米国経済が抱えるリスクは多い。それらの懸念材料が急にスポットを浴びるようになった場合など、更に円高に進む可能性もある。

米国に続いてユーロ圏経済も回復に向かい、日本との景況感格差が拡大するため円は対ユーロでも弱含み、年末にかけて緩やかな円安ユーロ高が進むだろう。

長短金利

	02/ 1-3	4-6 (予)	7-9 (予)	10-12 (予)	03/ 1-3 (予)
コールレート	0.001	0.001	0.001	0.001	0.001
10年国債利回り	1.47	1.37	1.40	1.43	1.45

当面日本経済の力強い回復が期待できず、消費者物価が前年同月比±0%まで回復することもないため、現在の金融政策のスタンスは変わらず、コールレートはほぼゼロに張り付いたままで推移するだろう。

5月半ばにムーディーズが日本国債の格下げを発表したが、10年国債利回りにはほとんど影響はなく、利回りは安定して推移している。但し、02年度の予算は同年度実質GDP成長率が0.0%という政府の経済見通しを前提にしており、今後も税収不足による国債増発懸念は燻り続けるだろう。このため国債利回りは徐々に上昇するものの、ペイオフ解禁で自治体・個人の資金が国債購入に向かうことや、景気の底入れが見えてきたことなどから非常に緩やかな上昇になると見られる。

5 . 2002 年 1 - 3 月期の実質 GDP 成長率予測

02年1-3期の実質GDP成長率は季調済前期比+1.9%と4四半期ぶりのプラス成長になると予測する(表7)。

プラスとなる最大の要因は輸出である。1 - 3月を通じてアジア、アメリカ向け輸出が堅調に推移しており、6四半期ぶりにプラスとなることが見込まれる。一方で輸入は内需の弱さを反映して殆ど横ばいに留まり、外需の GDP 成長率への寄与度は + 0.8%ポイントとなる。

ボーナスの減少や不調に終わった春闘交渉など、所得は低迷が続くことが見込まれる。さらに雇用不安も根強く残っていることなど、個人消費をめぐる環境に好材料は無いが、1月に小型車を中心に自動車販売台数が大きく伸びたことなどで1 - 3月期の個人消費は前期比プラスとなる見込みである。

一方、前10 - 12月期に前期比 12.0%と大幅に減少した設備投資は反動増が期待されるが、資本財出荷指数や建築着工床面積の低迷が続いていることから、2期連続のマイナスになると予想される。

表7 項目別実質GDPの予測値

	2001年 7 - 9月期	10 - 12月期	2002年 1 - 3月期	
	伸び率	伸び率	伸び率(予)	寄与度(予)
G D P	0.5	1.2	1.9	1.9
民間最終消費支出	1.7	1.9	1.1	0.6
民間住宅投資	1.0	0.2	1.2	0.0
民間設備投資	1.6	12.0	1.1	0.2
政府最終消費支出	0.3	0.4	1.2	0.2
公的固定資本形成	3.2	2.0	4.0	0.3
財貨・サービスの輸出	3.0	2.6	7.5	0.8
財貨・サービスの輸入	4.2	2.0	0.4	0.0

本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。