

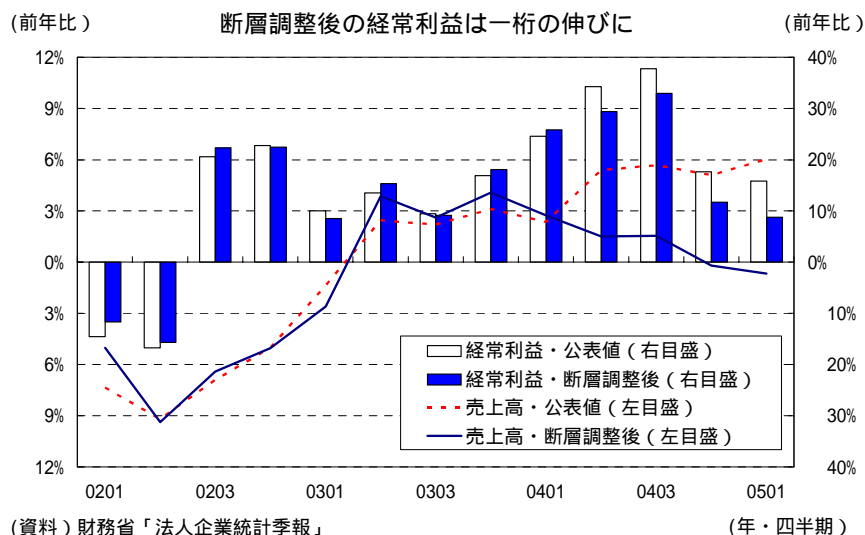
Weekly エコノミスト・レター

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

見かけほど強くない企業収益

<見かけほど強くない企業収益>

1. 財務省「法人企業統計季報」によれば、2004年度の経常利益は前年比24.6%と3年連続で増加となった。四半期毎の推移を見ると、2004年度下期にはやや減速したものの、2005年1-3月期でも前年比15.8%と引き続き高い伸びを維持している。
2. 表面的に見れば、企業収益は非常に好調だが、原材料価格高騰に伴う変動費の増加、人件費削減の一段落により、これまで企業収益の回復を支えてきた収益率の改善テンポは鈍化している。
3. また、「法人企業統計季報」はサンプル調査であるため、四半期毎の数値に断層がある。このことにより、最近の経常利益の伸びは過大評価されている可能性が高い。
4. サンプルバイアスを除くために断層調整を行うと、経常利益は2004年度下期には大きく減速し、足もとでは一桁の伸びにまで低下していることが分かる。企業収益の回復力は実勢としてはすでに弱まっており、2005年度入り後は減益に転じる可能性もあるだろう。



シニアエコノミスト 齋藤 太郎 (さいとう たろう) (03)3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

ニッセイ基礎研究所 経済調査部門

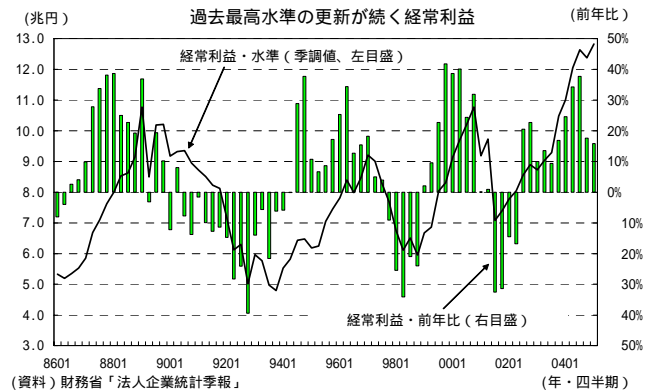
〒102-0073 東京都千代田区九段北 4 - 1 - 7 : (03)3512-1884 <http://www.nli-research.co.jp/>

< 見かけほど強くない企業収益 >

過去最高を更新する企業収益

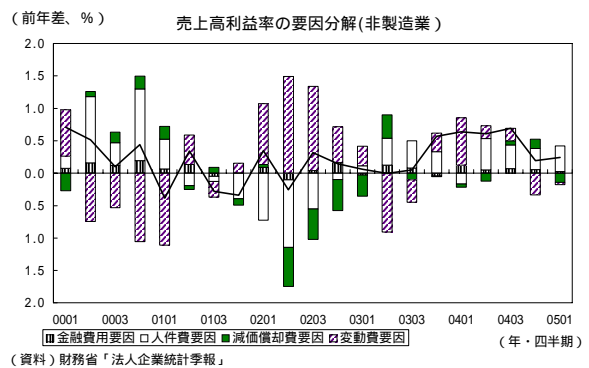
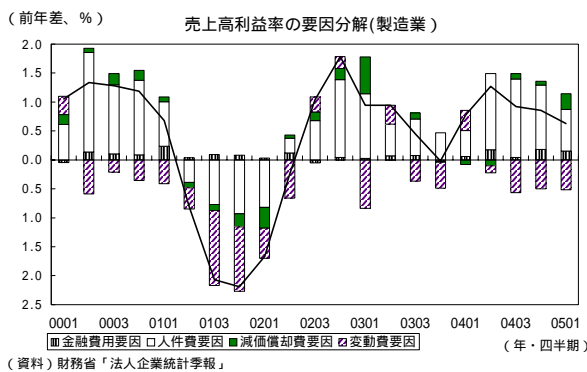
6/6 に財務省から公表された「法人企業統計季報」によれば、2004 年度の経常利益は前年比 24.6%と 3 年連続で増加し、水準としても 2 年連続で過去最高を更新した。四半期毎の推移を見ると、2004 年度上期の前年比 30%台の伸びから、下期にはやや減速したものの、2005 年 1-3 月期でも前年比 15.8%と、引き続き高い伸びを維持している。

このように、表面的に見た企業収益は非常に好調である。しかし、ここにきて利益率の改善に陰りが見られることや、足もとの企業収益の伸びは実勢よりも高めとなっている可能性が高いことから、企業収益の動向は慎重に見る必要があると考えられる。



売上高経常利益率の改善テンポ鈍化

これまで、企業収益の回復は人件費を中心としたコスト削減、金利低下に伴う利払い負担の軽減、等による利益率の改善によってもたらされてきた。売上高経常利益率は、バブル崩壊後 2~3% 程度（全産業ベース）で推移していたが、足もとでは 4%近い水準にまで回復した。



しかし、問題はここにきてその改善テンポが鈍化していることである。製造業については、2004 年度入り後、変動費の伸びが売上高の伸びを上回っており、このことが利益率の下押し要因となっている。これは、原油をはじめとした原材料価格高騰に伴うコスト増を最終製品に価格転嫁しきれていないこと（交易条件の悪化）を表している。一時落ち着きを見せていた原油価格はここにきて再び上昇し、最高値の更新が続いている。今後、交易条件の悪化が利益率のさらなる下押

し圧力となる可能性が高い。

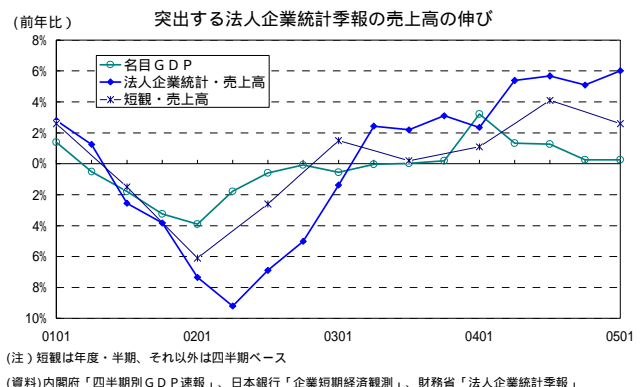
また、利益率改善の主因であった人件費削減は一段落しつつある。それまで、企業は正社員のかわりに賃金の安いパートタイム労働者を積極的に雇用することで人件費を抑制してきた。しかし、ここにきて企業はようやく正社員を増やし始めた。4月の毎月勤労統計では、所定内給与が前年比0.4%と4年5ヵ月ぶりに増加したが、これは正社員が増加する一方、パートタイム労働者が減少に転じたため、これまで上昇を続けてきたパートタイム労働者比率が低下し、労働者一人当たりの平均賃金が上昇したためである。このことは家計の所得、個人消費にとってはプラスだが、その反面、企業にとっては収益の圧迫要因となるだろう。

コスト削減に伴う利益率の改善によって、収益が拡大するという局面は終わりつつある。売上高の高い伸びが維持できなければ、企業収益の悪化は避けられないだろう。

断層がある法人企業統計季報

法人企業統計における2005年1-3月期の売上高は、前年比6.0%（全産業）と前期の同5.1%から伸びが高まった。売上高は2004年4-6月期以降、5%を越える高い伸びを続けている。しかし、売上の伸びを牽引していた輸出が、2004年度後半から低迷していることを考えれば、このような動きにはやや違和感がある。

たとえば、日銀短観（3月調査）によれば、売上高は2004年度上期の4.1%から下期には2.6%まで伸びが低下している。また、名目の売上高に概念的に近い名目GDPの動きを見ても、2004年1-3月期の前年比3.2%をピークに2005年1-3月期には同0.2%まで伸びが鈍化している。



法人企業統計季報は、毎年4-6月期にサンプル替えが行われることに加え、四半期毎の回答企業に差があることから、四半期毎の数値は連続しておらず、断層が生じている。このことが、売上高の伸びを実勢から乖離させているのではないだろうか。

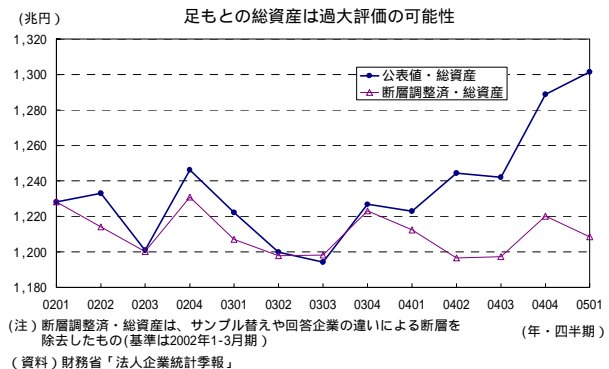
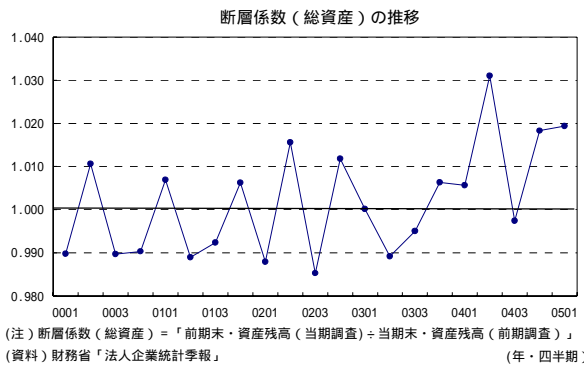
四半期間の断層の大きさを手がかりは、当期末値とともに前期末値が公表されているストック系列の数値である。たとえば、2005年1-3月期の調査では、当期末（2005年1-3月期）の資産残高とともに、前期末（2004年10-12月期）の資産残高が公表される。毎回、同一企業が回答していれば、2005年1-3月期調査における前期末・資産残高と前回調査（2004年10-12月期）における当期末・資産残高は一致するはずである。しかし、実際には調査期によって回答企業が異なる（4-6月期にはサンプル替えを実施）ため、その数値は食い違っている。

「前期末・資産残高（当期調査）」÷「当期末・資産残高（前期調査）」を断層係数（たとえば、

2005年1-3月期の断層係数は、「2005年1-3月期調査の前期末・資産残高」÷「2004年10-12月期の当期末・資産残高」とすると、これが1の場合には、前期と当期の間に断層がないことを表し、1を上回る（下回る）場合には、前期に比べ当期のほうが資産規模の大きな（小さな）企業が多く含まれていることを意味している。

ここで、総資産を例にとって断層係数の推移を見てみよう。

総資産の断層係数は、期によって1を上回ったり、下回ったりするが、1年程度の期間で均してみれば概ね1程度に落ち着くことが多かった。しかし、2004年度については、4-6月期に1.031と非常に大きな値をとった後、7-9月期は0.997と1を若干下回ったものの、10-12月期1.018、2005年1-3月期1.019と大きな値をとっており、2004年度平均でも1を大きく上回っている。このことは、最近の総資産（公表値）には上方バイアスがかかっている可能性が高いことを示唆している。



このような断層の影響を取り除くために、2002年1-3月期を基準とし、連続する系列(当期末・資産残高と前期末・資産残高)の比を用いて接続することにより、各期の断層の影響を除去した総資産の系列を作成すると、公表値の総資産との乖離が明確になる。

総資産の公表値は、2004年度入り後、急拡大しているが、断層調整済・総資産はほぼ横這いで推移しているのである。公表値の総資産の伸びはサンプル調査であるが故の断層により、過大評価されている可能性が高い。

法人企業統計季報の売上高、経常利益の伸びは過大評価の可能性

総資産が過大評価されていれば、売上高についても、同様に過大評価されている可能性が高いだろう。売上高等のフローの系列については、前期系列が調査されていないため、断層の大きさを直接知ることはできないが、資産規模の大きな企業が多く含まれていれば、それだけ売上高の規模も大きくなる可能性が高くなると考えられるからである。

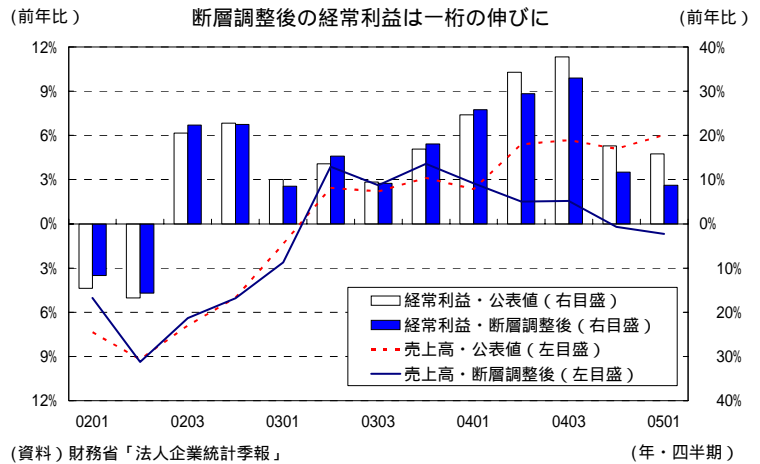
そこで、フロー（売上高）、ストック（総資産）が比例的な関係にあると仮定して（総資産の断層は売上高の断層と同じになるとする）売上高の断層を調整した。

断層調整済の売上高の伸びは2003年度までは公表値とそれほど変わらない。しかし、2004年

度入り後は伸びが大幅に鈍化し、公表値との乖離が鮮明となる。もちろん、これは仮定を置いた試算のため、幅を持って見る必要があるが、他の統計とあわせて考えても、2004年度下期の売上高の伸びが鈍化しているというのが実態と考えられるのではないかと。

売上高の過大評価は、当然、経常利益の過大評価にもつながっているはずである。そこで、売上高と同様の方法で総費用（固定費+変動費）についても断層調整を行い、これを断層調整済・売上高から差し引くことにより、断層調整済・経常利益を求めた。

売上高の場合と同様、2003年度までは公表値との差はそれほど大きくない。しかし、断層調整済・経常利益の伸びは、2004年度入り後は公表値を大きく下回り、下期の減速ペースもより明確なものとなる。2005年1-3月期には公表値の半分程度の前年比8.8%と一桁の伸びにまで鈍化している。



日銀短観3月調査では、全規模・全産業の経常利益が2004年度上期の前年比34.5%から下期には同3.2%へと急減速している(ただし、3月調査の実績見込みは6月調査の実績値で上方修正される傾向がある)。法人企業統計季報においても、断層調整済・経常利益から計算される伸びが、実態に近い姿と考えられ、企業収益の回復力は足もとではすでにかなり弱まっていると判断できるだろう。

9月に公表される4-6月期調査(法人企業統計季報)では、年に一度のサンプル替えが行われるため、断層が大きくなる可能性があることには注意が必要だが、2005年度入り後の企業収益(経常利益)が、実態として減益となる可能性は高まっていると言えよう。

月次GDPの動向

<4月、5月>

4月の月次GDPは、民間消費が増加したこと等から、前月比0.1%と2ヵ月連続の増加となった。5月の月次GDPは、民間需要の減少、外需の低迷などから前月比1.0%と3ヵ月ぶりの減少を予測する。

日本・月次GDP 予測結果

	〔月次〕 実績値による推計						〔四半期〕		
	2004/12	2005/1	2005/2	2005/3	2005/4	2005/5	実績	予測	
実質GDP	534,495	539,198	535,351	541,848	542,300	536,630	532,430	538,799	538,714
前期比年率							0.2%	4.9%	0.1%
前期比	0.2%	0.9%	0.7%	1.2%	0.1%	1.0%	0.1%	1.2%	0.0%
前年同期比	0.8%	1.0%	0.2%	2.5%	1.7%	0.4%	0.6%	1.3%	0.9%
内需（寄与度）	519,667	525,594	521,735	526,644	526,749	522,818	517,792	524,657	524,331
前期比	0.0%	1.1%	0.7%	0.9%	0.0%	0.7%	0.1%	1.3%	0.1%
前年同期比	0.2%	1.4%	0.4%	2.2%	1.0%	0.9%	0.4%	1.4%	1.1%
民需（寄与度）	402,055	408,519	404,920	408,118	408,340	405,137	400,653	407,186	406,325
前期比	0.0%	1.2%	0.7%	0.6%	0.0%	0.6%	0.0%	1.2%	0.2%
前年同期比	0.3%	2.2%	1.2%	2.5%	0.8%	0.6%	0.5%	2.0%	0.9%
民間消費	294,778	298,403	296,866	300,613	301,377	298,772	295,256	298,627	299,292
前期比	0.6%	1.2%	0.5%	1.3%	0.3%	0.9%	0.4%	1.1%	0.2%
前年同期比	0.5%	0.9%	0.1%	1.3%	0.7%	0.5%	0.1%	0.8%	0.9%
民間住宅投資	18,373	18,464	18,557	18,649	18,567	18,247	18,795	18,557	18,287
前期比	2.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	1.7%	0.6%	1.3%	1.5%
前年同期比	0.6%	2.1%	1.9%	0.3%	0.7%	1.4%	3.2%	1.2%	1.6%
民間設備投資	87,680	89,653	86,919	86,113	86,116	86,358	85,521	87,562	86,899
前期比	2.3%	2.3%	3.0%	0.9%	0.0%	0.3%	0.1%	2.4%	0.8%
前年同期比	2.1%	7.5%	3.6%	6.6%	2.2%	1.3%	0.8%	6.0%	1.7%
民間在庫（寄与度）	1,455	2,314	2,892	3,057	2,593	2,075	1,311	2,755	2,161
前期比	0.0%	0.2%	0.1%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.1%
前年同期比	0.2%	0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.5%	0.3%
公需（寄与度）	117,680	117,156	116,896	118,607	118,490	117,762	117,206	117,553	118,087
前期比	0.0%	0.1%	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
前年同期比	0.1%	0.8%	0.8%	0.3%	0.1%	0.3%	0.1%	0.6%	0.3%
政府消費	93,270	93,626	93,291	93,878	94,127	94,204	93,053	93,598	94,244
前期比	0.1%	0.4%	0.4%	0.6%	0.3%	0.1%	0.6%	0.6%	0.7%
前年同期比	3.1%	2.5%	2.0%	2.4%	2.2%	2.2%	3.1%	2.3%	2.2%
公的固定資本形成	24,116	23,287	23,362	24,486	24,174	23,370	23,860	23,712	23,655
前期比	0.5%	3.4%	0.3%	4.8%	1.3%	3.3%	0.3%	0.6%	0.2%
前年同期比	10.5%	20.5%	19.9%	13.2%	5.1%	2.1%	11.7%	17.8%	3.3%
外需（寄与度）	14,954	13,691	13,704	15,291	15,638	13,899	14,764	14,229	14,470
前期比	0.2%	0.2%	0.0%	0.3%	0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.0%
前年同期比	0.6%	0.4%	0.2%	0.3%	0.8%	0.5%	0.3%	0.1%	0.2%
財貨・サービスの輸出	71,729	69,951	69,560	72,639	71,858	69,912	70,986	70,717	71,223
前期比	0.6%	2.5%	0.6%	4.4%	1.1%	2.7%	1.3%	0.4%	0.7%
前年同期比	8.3%	3.8%	3.5%	7.2%	7.5%	1.0%	10.8%	5.0%	2.2%
財貨・サービスの輸入	56,775	56,259	55,857	57,348	56,220	56,013	56,222	56,488	56,753
前期比	2.5%	0.9%	0.7%	2.7%	2.0%	0.4%	2.1%	0.5%	0.5%
前年同期比	3.9%	8.2%	7.1%	5.8%	2.1%	6.8%	10.4%	7.0%	5.3%

<民間消費の内訳>

家計消費（除く帰属家賃）	234,414	237,754	237,469	238,821	239,009	237,133	234,848	238,015	238,387
前期比	0.4%	1.4%	0.1%	0.6%	0.1%	0.8%	0.6%	1.3%	0.2%
前年同期比	0.8%	0.7%	0.0%	1.1%	0.5%	0.4%	0.2%	0.6%	0.7%
需要側推計									
前期比	1.4%	4.0%	0.7%	0.8%	0.3%	0.7%	2.6%	1.8%	0.2%
前年同期比	3.6%	0.7%	3.2%	0.9%	0.5%	1.8%	2.4%	1.5%	0.2%
供給側推計									
前期比	0.9%	0.0%	1.2%	0.7%	0.4%	1.2%	0.1%	0.5%	0.4%
前年同期比	1.2%	1.4%	0.7%	1.3%	2.7%	3.5%	0.9%	1.1%	3.3%
帰属家賃	4,476	4,490	4,491	4,496	4,500	4,506	53,703	53,898	54,034
前期比	0.1%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.4%	0.3%
前年同期比	1.7%	1.7%	1.6%	1.6%	1.5%	1.5%	1.7%	1.6%	1.5%

(注) 家計消費（除く帰属家賃）には「需要側推計」、「供給側推計」以外に「共通推計」部分が含まれる

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保証するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものではありません。

(Copyright ニッセイ基礎研究所 禁転載)