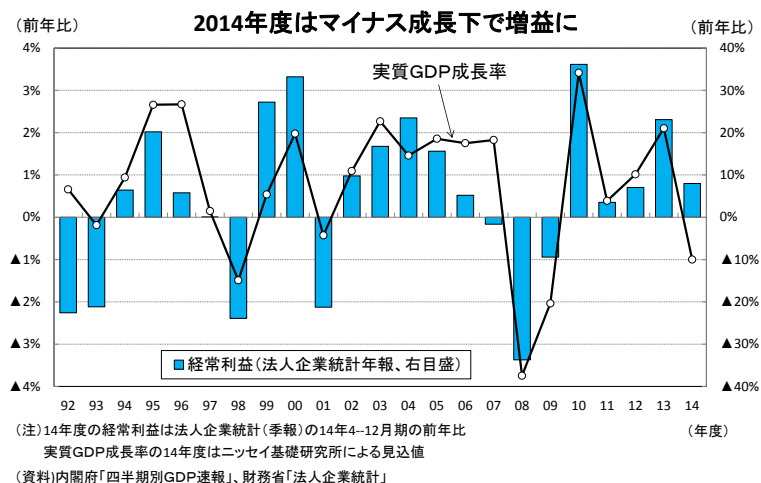


# Weekly エコノミスト・ レター

## マイナス成長下でも企業収益が好調を維持する理由

経済研究部 経済調査室長 斎藤 太郎  
(03) 3512-1836 tsaito@nli-research.co.jp

1. 日本経済は消費税率引き上げをきっかけとして大きく落ち込み、2014年度の実質GDPはマイナス成長が確実となっている。一方、企業収益は増加を続けており、2014年度はマイナス成長下で増益が実現する初めての年となりそうだ。
2. 需要が落ち込む中でも企業収益が好調を維持しているのは、円安を主因としたコスト増を製品・サービス価格に転嫁できていることが大きい。
3. 過去2年間の円安局面における製造業の価格転嫁率（産出物価/投入物価）は70%前後と高く、売上数量の落ち込みを十分にカバーしている。
4. 企業が十分な価格転嫁を行っている裏で家計はそのしわ寄せを受けている。名目賃金の伸びが緩やかにとどまる中で物価上昇率が大きく高まったため、実質雇用者所得は大幅に減少し、個人消費も低迷が続いている。
5. 2014年度は家計部門が大きなダメージを受ける一方で企業部門が底堅さを維持したことで、景気が総崩れとなることは回避された。2015年度は企業部門の好調さが雇用・所得環境の改善を通じて家計部門に波及することにより、消費増税によって途切れかけた前向きな循環が明確化することが期待される。

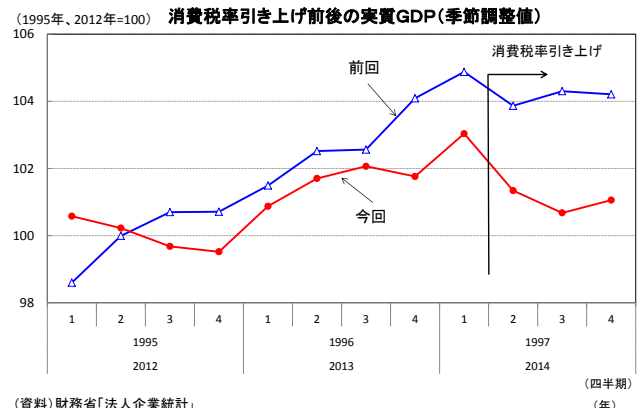
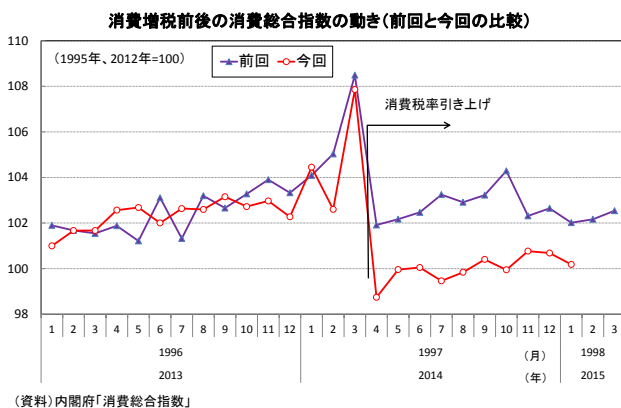


## ●マイナス成長下でも企業収益が好調を維持する理由

日本経済は消費税率引き上げをきっかけとして2014年度に入ってから急速に落ち込んだ。駆け込み需要の反動が和らぎ始めた夏頃からは持ち直しているものの、そのペースは非常に緩やかなものにとどまっている。実質GDPは2014年4-6月期が前期比年率▲6.4%、7-9月期が同▲2.6%となった後、10-12月期は同1.5%と3四半期ぶりのプラス成長となったが、直近の実質GDPは駆け込み需要が本格化する前（2013年10-12月期）の水準を▲0.8%も下回っている。消費税率引き上げ後の景気は前回の消費税率引き上げ時の1997年度と比べて明らかに弱い。

内訳を見ると、設備投資（前年比0.3%）がかろうじて前年を上回る水準を維持する一方、民間消費（同▲2.2%）、住宅投資（同▲15.6%）は前年の水準を大きく下回っており、消費税率引き上げによる悪影響を直接受けた家計部門の弱さが際立っている。また、大幅な円安にもかかわらず海外景気の弱さや生産拠点の海外移転などの構造要因から輸出は伸び悩みが続いている。

2015年1-3月期は個人消費、設備投資の増加などから前期比年率1%台半ばのプラス成長になると予想しているが、年度前半の大幅な落ち込みを取り戻すには至らず、2014年度の実質GDPは▲1%程度のマイナス成長となることを見込まれる（1997年度の実質GDP成長率は+0.1%）。



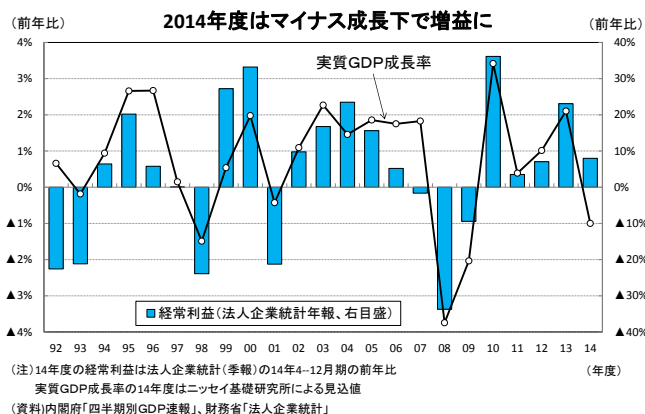
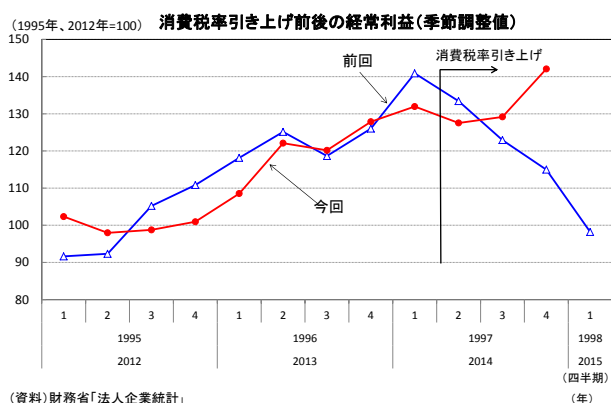
(2014年度はマイナス成長下で初の増益に)

そうした中でも企業収益は好調を維持している。法人企業統計の経常利益は2013年度中に比べれば伸びは鈍化したものの、2014年4-6月期が前年比4.5%、7-9月期が同7.6%、10-12月期が同11.6%とプラスの伸びを続けている。季節調整済の経常利益は消費税率引き上げ直後の2014年4-6月期こそ前期比▲3.4%と落ち込んだものの、7-9月期に同1.3%と増加に転じた後、10-12月期は同10.0%の高い伸びとなり、経常利益（季節調整値）の水準は過去最高を更新した。

法人企業統計の2014年度実績が2015年1-3月期と同時に公表されるのは6/1だが、2015年1-3月期が前年比▲20%の減益になったとしても2014年度全体では増益となる。また、4/1に公表された日銀短観3月調査では2014年度の経常利益（全規模・全産業）が前年比1.9%（実績見込）となった。現時点では増益率は小さいが、日銀短観の経常利益計画は3月調査の実績見込から6月調査で

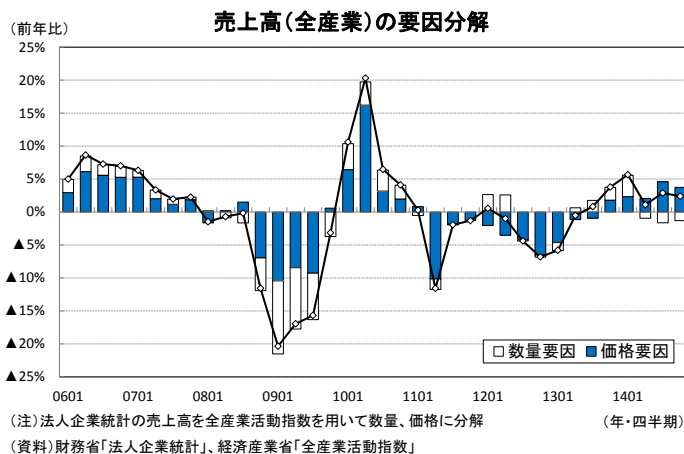
実績になる際に上方修正される傾向がある<sup>1</sup>ため、最終的にははっきりとした増益になるとみられる。統計によって伸び率にばらつきはあるが、2014年度の経常利益が増益を確保したことは確実とみてよいだろう。

当然のことながら経済成長率の低下は企業収益の悪化要因である。実際、日本経済は1955年度以降、マイナス成長を6回記録したが（1974、1993、1998、2001、2008、2009年度）、その年の経常利益（法人企業統計年報、日銀短観による）は全て減益となっていた<sup>2</sup>。2014年度はマイナス成長下で増益を確保する初めての年となりそうだ。



(高い価格転嫁率が収益を押し上げ)

実質GDPが大きく落ち込んでいるにもかかわらず、企業収益が増加を続けている一因は、企業の売上が消費増税後も増加を続けていることだ。法人企業統計の売上高は金額ベースだが、全産業活動指数（経済産業省）の伸びを売上数量の伸びとした上で、売上高を数量要因、価格要因に分けてみると、2014年度入り後、売上数量は前年比でマイナスに転じているが、価格が上昇を続けており、前者のマイナス幅を后者のプラス幅が上回ることにより、売上高が増加を維持していることが分かる。



もちろん、売上価格が上昇している背景には円安に伴う輸入物価の上昇があり、このことは企業のコスト増を通じて収益の圧迫要因にもなる。そこで、日本銀行の「製造業部門別投入・産出物価指数」を用いて、投入物価の上昇を産出物価にどれだけ転嫁できているかを見てみることにする。

<sup>1</sup> 過去10年間の実績見込から実績への修正幅は平均5.2%、下方修正されたのは2008年度の1回だけである。

<sup>2</sup> 法人企業統計季報でみると、マイナス成長だった2009年度の経常利益は前年比2.1%の増加となっている。ただし、同調査はサンプルの入れ替えや回答企業の変動によって四半期毎の数値に断層が生じる場合がある。当研究所で断層調整を行った上で2009年度の経常利益を求めると前年比▲2.0%となった。法人企業統計年報は前年比▲9.4%、日銀短観は前年比▲4.3%となっていたことも合わせて考えると、2009年度の経常利益は実態としては減益だったと判断される。

製造業の投入物価は 2012 年 7-9 月期を底として 2014 年 7-9 月期まで 2 年にわたって上昇を続けた後、2014 年 10-12 月期は原油価格の急落を主因として低下に転じた。この 2 年間の投入物価の上昇率は 7.0% だった。これに対して、同期間の産出価格の上昇率は 4.8% だった。

投入物価上昇率に対する産出物価上昇率の割合を価格転嫁率とすると、2012 年 7-9 月期を起点とした 2 年間の価格転嫁率は 70% 程度で推移しており、過去の投入物価上昇局面と比べてかなり高い。

この背景には、政府、日銀がデフレ脱却を経済の最優先課題とし、消費税率引き上げ時には価格転嫁を促進する政策をとったことなどもあって、かつてに比べて企業が輸入物価上昇に伴うコスト増を製品価格に転嫁しやすかったことがあるだろう。

国全体の交易条件は「輸出物価指数÷輸入物価指数」で表されるが、企業にとっての交易条件は「産出物価指数÷投入物価指数」となり、投入物価指数の伸びを産出物価指数の伸びが上回った場合、交易条件は改善し、逆の場合には交易条件は悪化する<sup>3</sup>。

今回の価格転嫁率が過去に比べて高いとはいえ、100% を下回っていることはコスト増の全てを転嫁できていないことにもなるが、増益を確保するためには必ずしも 100% 転嫁が必要ではない。

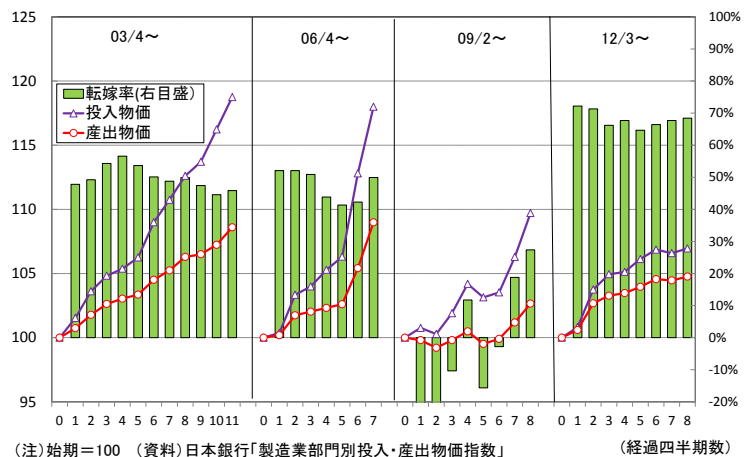
以下、簡単な例で考えてみよう。話を単純化するため、ここでは前期の売上高が 100、原材料費が 50、利益が 50（原材料費以外の費用は発生しないものとする）という企業を仮定する。

当期には原材料費が 10% 上昇し、価格転嫁率は 8 割で販売価格の上昇は 8%、売上数量の伸びは 0% だったとする。前期の交易条件指数を 100（投入物価＝産出物価＝100）とすると、当期の交易条件指数は 98.2（108/110×100）となり、前期よりも 1.8% 悪化する。しかし、当期の売上高は 108、原材料費は 55 となるため、利益は 53（108-55）と、前期よりも 3 だけ増加することになる。

価格転嫁率が 2 割だった場合には、売上高は 102、原材料費は 55 となるため、利益は 47（102-55）となり、前期よりも 3 だけ減少する。利益が前期と等しくなるのは価格転嫁率が 5 割の場合である。

増益確保に必要な価格転嫁率は投入比率の水準に依存

投入物価上昇時の価格転嫁率（製造業）



**交易条件が悪化しても利益は増加**  
(投入物価10%上昇、産出物価8%上昇のケース)

前 期		当 期	
原材料費 50	売上高 100	原材料費 55 (+5) (10%)	売上高 108 (8)
利益 50		利益 53 (3) (6%)	

交易条件指数 → 交易条件指数  
100 (100/100 × 100) → 98.2 (108/110 × 100)

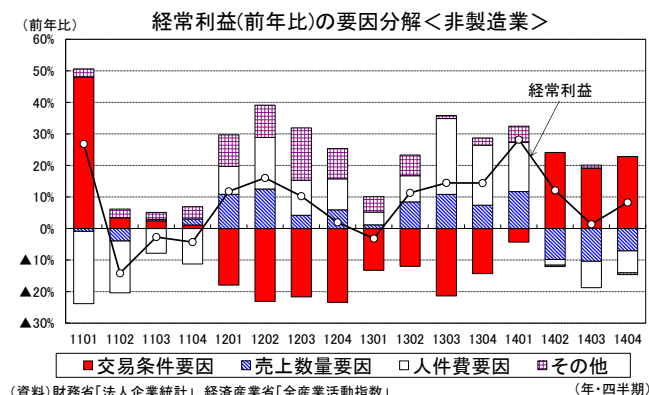
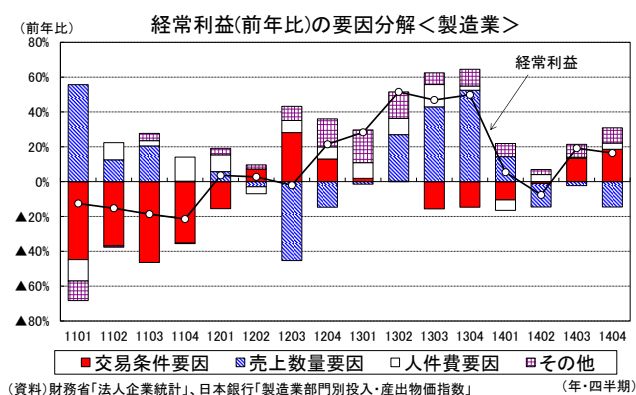
(注) ( )内は前期差、前期比

<sup>3</sup> 日本銀行は、2000 年基準指数までは「交易条件指数 (= 産出物価指数 / 投入物価指数)」を作成していたが、この指数は、産出額と中間投入額の比率を勘案しておらず、製造業の採算環境を必ずしも正しく反映しないケースもあることから、現行の 2005 年基準指数から「交易条件指数」の作成を取止めている。

する。投入比率（投入量／産出量）を上回る価格転嫁が行われていれば、指数上は交易条件が悪化したとしても、収益にはプラスに働くのである。逆に、投入物価が下落している場合には、価格転嫁率が投入比率を下回ることが増益の条件となる。「製造業部門投入・産出物価指数」によれば、製造業全体の投入比率は64.2%（2005年時点）となっている。過去3回の投入物価上昇局面とは異なり、今回は増益を確保するのに十分な価格転嫁が行われていたとみることができる。

こうした特性を考慮した上で、製造業の経常利益を要因分解すると、消費税引き上げ直後の2014年4-6月期は売上数量の減少を主因として減益となったものの、2014年7-9月期、10-12月期は売上数量減少によるマイナスを交易条件改善によるプラスが上回ることにより増益を確保する形となった。また、人件費、その他費用（金融費用+減価償却費）の減少も収益の押し上げ要因となっている。

非製造業については投入・産出物価指数が存在しないが、簡便的に「売上数量（産出量）＝非製造業（第3次産業+建設業）の活動指数」、「売上価格＝売上高/非製造業の活動指数」、「投入物価＝変動費/投入量」、「投入量＝産出量」、とした上で、経常利益の要因分解を行った。製造業と同様に売上数量は消費税引き上げ後の2014年度入り後に急速に落ち込んでいるが、同時に交易条件改善による押し上げ幅がそれを大きく上回っている。製造業とは異なり人件費の増加が収益の下押し要因になっているが、売上高より伸びが低いため売上高人件費率は低下を続けており、人件費の増加が収益率の悪化要因とはなっていない。



(注)要因分解は以下の式による

$\pi$  : 経常利益、 $S$  : 売上高、 $MC$  : 変動費、 $OC$  : その他費用(人件費+金融費用+減価償却費)

として

$$\pi = S - MC - OC$$

$S = P_o \times O$   $MC = P_i \times I$   $O$  : 産出量(=  $S / P_o$ )  $I$  : 投入量(=  $MC / P_i$ )  $P_o$  : 産出物価  $P_i$  : 投入物価

$$\Delta \pi = O \left( \Delta P_o - \frac{I}{O} \Delta P_i \right) + P_o \Delta O - P_i \Delta I - \Delta OC - \Delta P_o \Delta O + \Delta P_i \Delta I$$

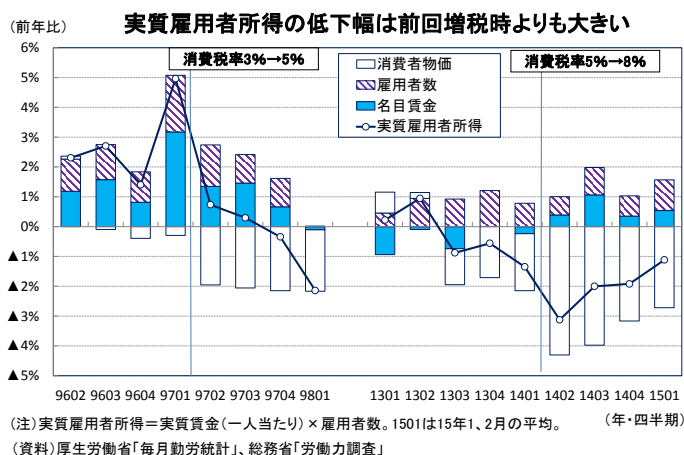
交易条件要因
売上数量要因
その他
交絡項



(しわ寄せを受ける家計)

このように、消費税率引き上げ後の景気が急速に悪化したにも関わらず、企業は人件費を中心とした費用の抑制姿勢を維持しつつ、輸入物価上昇によるコスト増を製品・サービス価格に転嫁することにより増益を確保してきた。しかし、企業が収益増に十分な価格転嫁ができていないことは、その裏側で家計がそのしわ寄せを受けていることを意味する。

企業収益とは対照的に家計の実質所得は消費税率引き上げ後に急速に落ち込んでいる。前回の消費税率引き上げ時も実質雇用者所得の伸びは大きく低下したが、名目賃金、雇用者数の伸びが今回よりも高かったこと、消費者物価上昇率が今回よりも低めだったことから、1997年7-9月期まではプラスの伸びを維持していた。今回は名目賃金が減少する中で物価が上昇し始めたことで、実質雇用者所得は消費税率引き上げ前からマイナスの伸びが続いていた。政府の賃上げ要請の効果などもあって2014年度に入り名目賃金の伸びは若干高まったが、消費税率引き上げによって物価上昇率が急速に高まったため、実質雇用者所得のマイナス幅は大きく拡大した。この結果、駆け込み需要の反動が和らいだ後も、個人消費は低迷が続いている。企業にとって今回の消費増税による影響は比較的軽微にとどまったが、家計への悪影響は前回増税時よりもかなり大きかったと言えるだろう。



政府が目指す経済の好循環拡大のためには家計部門の改善が不可欠である。原油価格の急落によってこれまで実質所得の押し下げ要因となってきた消費者物価上昇率が低下していること、2015年春闘の賃上げ率が前年を上回っていることなどは家計にとって明るい材料だ。実質所得の増加によって個人消費の本格回復が実現すれば、売上高が数量ベースでも増加し、企業収益の安定的、持続的な増加にもつながるだろう。

2014年度は家計部門が大きなダメージを受ける一方で企業が底堅さを維持したことで景気が総崩れとなることは回避された。2015年度は企業部門の好調さが雇用・所得環境の改善を通じて家計部門に波及することにより、消費増税によって途切れかけた前向きな循環が明確化することが期待される。

## 月次GDPの動向

2015年2月の月次GDPは前月比▲1.4%と5ヵ月ぶりに減少した。外需寄与度が前月比▲0.9%と成長率を大きく押し下げたことに加え、民間消費(前月比▲0.3%)、設備投資(同▲1.9%)の落ち込みなどから内需寄与度も前月比▲0.5%のマイナスとなった。

現時点では、2015年1-3月期の実質GDPは前期比0.4%(年率1.5%)と2四半期連続のプラス成長になると予想している。

# 日本・月次GDP 予測結果

[月次]  
→実績値による推計

[四半期]

実績←→予測

	2014/9	2014/10	2014/11	2014/12	2015/1	2015/2	2014/7-9	2014/10-12	2015/1-3
<b>実質GDP</b>	<b>521,213</b>	<b>521,559</b>	<b>523,777</b>	<b>528,473</b>	<b>530,260</b>	<b>522,772</b>	<b>522,636</b>	<b>524,603</b>	<b>526,560</b>
前期比	▲0.2%	0.1%	0.4%	0.9%	0.3%	▲1.4%	▲2.6%	1.5%	1.5%
前期比	▲0.5%	▲0.8%	▲1.3%	▲0.3%	▲0.9%	▲1.7%	▲0.7%	0.4%	0.4%
前年同期比	▲0.5%	▲0.8%	▲1.3%	▲0.3%	▲0.9%	▲1.7%	▲1.4%	▲0.8%	▲1.6%
<b>内需（寄与度）</b>	<b>513,043</b>	<b>511,508</b>	<b>514,314</b>	<b>517,670</b>	<b>518,852</b>	<b>516,282</b>	<b>513,687</b>	<b>514,497</b>	<b>517,066</b>
前期比	▲0.1%	▲0.3%	0.5%	0.6%	0.2%	▲0.5%	▲0.7%	0.2%	0.5%
前年同期比	▲1.0%	▲1.2%	▲2.1%	▲1.6%	▲2.6%	▲1.3%	▲1.5%	▲1.7%	▲2.6%
<b>民需（寄与度）</b>	<b>387,437</b>	<b>385,296</b>	<b>388,198</b>	<b>391,451</b>	<b>392,692</b>	<b>390,396</b>	<b>387,914</b>	<b>388,315</b>	<b>391,083</b>
前期比	0.0%	▲0.4%	0.6%	0.6%	0.2%	▲0.4%	▲0.8%	0.1%	0.5%
前年同期比	▲1.0%	▲1.5%	▲2.6%	▲1.6%	▲2.9%	▲1.6%	▲1.8%	▲2.0%	▲2.9%
<b>民間消費</b>	<b>307,397</b>	<b>307,514</b>	<b>308,004</b>	<b>309,257</b>	<b>309,535</b>	<b>308,521</b>	<b>306,769</b>	<b>308,258</b>	<b>308,868</b>
前期比	0.2%	0.0%	0.2%	0.4%	0.1%	▲0.3%	0.3%	0.5%	0.2%
前年同期比	▲2.0%	▲1.8%	▲2.9%	▲2.1%	▲3.8%	▲2.1%	▲3.0%	▲2.2%	▲4.0%
<b>民間住宅投資</b>	<b>12,941</b>	<b>12,714</b>	<b>12,825</b>	<b>12,896</b>	<b>13,039</b>	<b>13,260</b>	<b>12,965</b>	<b>12,812</b>	<b>13,209</b>
前期比	0.3%	▲1.7%	0.9%	0.6%	1.1%	1.7%	▲7.0%	▲1.2%	3.1%
前年同期比	▲13.5%	▲14.9%	▲15.4%	▲16.5%	▲18.0%	▲14.7%	▲12.4%	▲15.6%	▲14.9%
<b>民間設備投資</b>	<b>71,310</b>	<b>71,587</b>	<b>70,667</b>	<b>71,174</b>	<b>72,913</b>	<b>71,547</b>	<b>71,197</b>	<b>71,143</b>	<b>72,029</b>
前期比	0.7%	0.4%	▲1.3%	0.7%	2.4%	▲1.9%	▲0.2%	▲0.1%	1.2%
前年同期比	2.6%	1.0%	▲2.1%	2.0%	▲3.9%	▲3.4%	1.6%	0.3%	▲3.9%
<b>民間在庫（寄与度）</b>	<b>-3,581</b>	<b>-5,779</b>	<b>-2,558</b>	<b>-1,137</b>	<b>-2,056</b>	<b>-2,193</b>	<b>-2,387</b>	<b>-3,158</b>	<b>-2,284</b>
前期比	▲0.2%	▲0.4%	0.6%	0.3%	▲0.2%	▲0.0%	▲0.7%	▲0.2%	0.2%
前年同期比	0.2%	▲0.1%	▲0.1%	▲0.1%	0.6%	0.6%	0.2%	▲0.1%	0.6%
<b>公需（寄与度）</b>	<b>125,420</b>	<b>126,017</b>	<b>125,921</b>	<b>126,024</b>	<b>125,965</b>	<b>125,691</b>	<b>125,587</b>	<b>125,987</b>	<b>125,788</b>
前期比	▲0.1%	0.1%	▲0.0%	0.0%	▲0.0%	▲0.1%	0.1%	0.1%	▲0.0%
前年同期比	▲0.0%	0.3%	0.4%	0.0%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	0.3%
<b>政府消費</b>	<b>102,315</b>	<b>102,646</b>	<b>102,757</b>	<b>103,046</b>	<b>103,006</b>	<b>103,036</b>	<b>102,518</b>	<b>102,816</b>	<b>103,099</b>
前期比	▲0.2%	0.3%	0.1%	0.3%	▲0.0%	0.0%	0.2%	0.3%	0.3%
前年同期比	▲0.8%	0.6%	1.7%	▲0.5%	0.9%	1.2%	0.3%	0.6%	1.1%
<b>公的固定資本形成</b>	<b>23,010</b>	<b>23,363</b>	<b>23,155</b>	<b>22,970</b>	<b>22,939</b>	<b>22,636</b>	<b>22,974</b>	<b>23,162</b>	<b>22,669</b>
前期比	▲0.6%	1.5%	▲0.9%	▲0.8%	▲0.1%	▲1.3%	2.1%	0.8%	▲2.1%
前年同期比	1.4%	3.1%	1.5%	1.8%	2.3%	1.4%	1.9%	2.1%	1.6%
<b>外需（寄与度）</b>	<b>9,698</b>	<b>11,868</b>	<b>11,281</b>	<b>12,621</b>	<b>13,226</b>	<b>8,306</b>	<b>10,477</b>	<b>11,923</b>	<b>11,312</b>
前期比	▲0.2%	0.4%	▲0.1%	0.3%	0.1%	▲0.9%	0.1%	0.2%	▲0.1%
前年同期比	0.8%	0.7%	1.1%	1.6%	1.7%	▲0.4%	0.2%	1.0%	1.0%
<b>財貨・サービスの輸出</b>	<b>90,716</b>	<b>92,347</b>	<b>91,714</b>	<b>93,473</b>	<b>94,969</b>	<b>93,086</b>	<b>90,024</b>	<b>92,511</b>	<b>94,551</b>
前期比	1.5%	1.8%	▲0.7%	1.9%	1.6%	▲2.0%	1.5%	2.8%	2.2%
前年同期比	12.7%	8.8%	7.7%	16.1%	11.7%	0.1%	7.5%	10.9%	6.3%
<b>財貨・サービスの輸入</b>	<b>81,018</b>	<b>80,478</b>	<b>80,433</b>	<b>80,852</b>	<b>81,744</b>	<b>84,779</b>	<b>79,547</b>	<b>80,588</b>	<b>83,239</b>
前期比	2.9%	▲0.7%	▲0.1%	0.5%	1.1%	3.7%	1.0%	1.3%	3.3%
前年同期比	8.6%	4.5%	0.3%	6.4%	0.7%	2.9%	5.1%	3.8%	0.1%

## <民間消費の内訳>

	248,045	248,180	248,286	248,963	248,857	248,317	247,178	248,476	249,061
<b>家計消費（除く帰属家賃）</b>									
前期比	0.3%	0.1%	0.0%	0.3%	▲0.0%	▲0.2%	0.3%	0.5%	0.2%
前年同期比	▲3.0%	▲2.6%	▲3.7%	▲2.9%	▲4.9%	▲3.3%	▲4.0%	▲3.1%	▲5.2%
<b>需要側推計</b>									
前期比	▲0.0%	0.6%	1.3%	▲1.5%	▲0.2%	▲0.8%	0.8%	1.8%	▲0.4%
前年同期比	▲4.6%	▲3.6%	▲3.6%	▲3.0%	▲4.4%	▲3.4%	▲5.1%	▲3.4%	▲6.9%
<b>供給側推計</b>									
前期比	6.7%	▲2.9%	▲2.4%	2.2%	1.0%	1.6%	▲0.7%	0.3%	1.2%
前年同期比	▲1.6%	▲2.7%	▲3.6%	▲2.8%	▲5.8%	▲2.4%	▲3.0%	▲3.0%	▲4.4%
<b>帰属家賃</b>									
前期比	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%
前年同期比	1.2%	1.2%	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.2%	1.2%	1.0%

(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もありません。