

企業収益は生産・為替で予測できる

発表日：2015年3月25日（水）

～強まっている為替の影響～

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

製造業の経常利益は、生産指数と為替レートを使って、ある程度は予想できる。かつては、収益と生産はほぼ一致してきたが、近年は為替レートの影響が強まっている。金融緩和が2012年末から円安圧力を強めたことは、それ以降の企業収益を嵩上げして、賃上げ圧力を高めたと考えられる。課題は、今後、企業収益が人為的な円安圧力を用いることなく、安定的に増加していくことである。

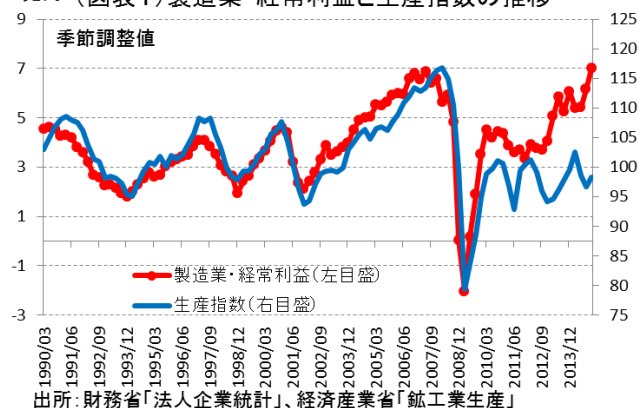
稼働率と為替の効果

先行きの製造業の経常利益は、月次の経済指標を使って予測することができる。まず、経済産業省「鉱工業生産」の生産指数・季節調整値を3か月単位に変換して、これを財務省「法人企業統計」の経常利益・季節調整値と並べてみよう（図表1）。両者は1990～2010年辺りまでは連動性が高い。ただし、2010年以降については両者にいくらか食い違いが発生する。この期間は、おそらく、為替レートの変化を強く受けたのだろう。ドル円レートと「法人企業統計」の経常利益・季節調整値と並べると、2010年以降は両者の対応関係が明確になっている（図表2）。つまり、最近の企業収益は、生産動向と為替レートの2つの要因でほぼ説明できるような格好になっている。

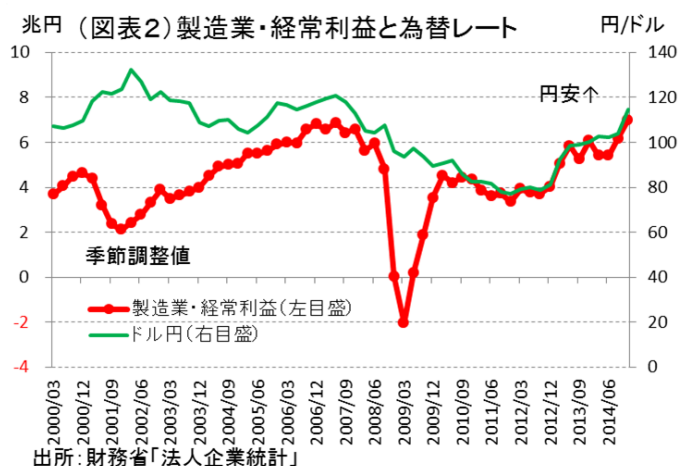
では、なぜ、経常利益が生産指数とこれほどまでに一致するのであろうか。筆者の見解では、企業収益を動かす要因が稼働率であるからだろう。企業は、設備をフル稼働したときに固定費負担を低くできる（製品1単位の平均費用は低下）。教科書的には、設備投資や雇用を増やさない短期では、固定費が一定であり、企業収益は稼働率に依存するという説明になる。固定費・価格を一定と考える世界では、稼働率だけで収益が左右されることになる。

ところが、よく調べると、実際の事情はもっと複雑であるようだ。日本企業は永くデフレ圧力に苦しんでいて、固定費は一定ではなく、削減ないし抑制を続けてきている。日本の製造業の固定費額は2000年初がピークにして、それ以降は固定費を漸次切り下げている。固定費/売上の比率でも2000年以降は趨勢的に低下している。2000年代は、「デフレでも収益を上げられる」を合言葉に、固

兆円（図表1）製造業・経常利益と生産指数の推移



兆円（図表2）製造業・経常利益と為替レート



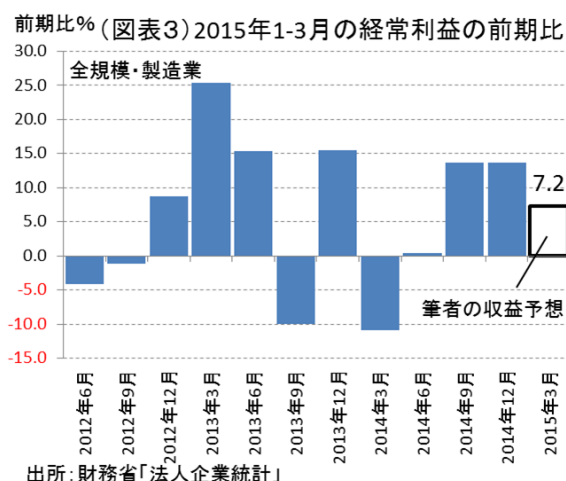
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

定費を削減した。これは、生産数量を増やすことで収益を生みやすくすることを狙って推進されたのであろう。意地悪な表現を使うと、デフレ経済を生き抜くために、薄利多売で収益を生みやすくしているということだ。

ところが、ここ数年の収益体質は、そうした数量要因だけでは説明できなくなっている。これは、円安の助けを追い風にして、円安になるほど経常利益が増えやすい体質になっているとも言える。その経路を考えると、受取配当の増加の影響が考えられる。営業外損益は2003年以降は赤字が黒字に転換して、海外子会社などからの受取配当金が存在感を高めている。特に、2013・14年は、円安によって受取配当金の増加が大きかった。そうした事情を背景に円安効果はより大きくなったと考えられる。

2015年1～3月の経常利益は前期比7.2%増

さて、上記の経験則を使って、2015年1～3月の製造業・経常利益を予想してみたい。鉱工業生産の生産指数は、実績が1月まで発表されている（2月実績は3月30日公表）。2・3月は生産予測指数だけしかない。1月実績を2・3月の予測指数でつないで、2014年10～12月対比での2015年1～3月の前期比伸び率を計算すると、+3.5%増である。これまでの推移は、2014年1～3月の前期比+2.9%、4～6月同▲3.8%、7～9月同▲1.9%、10～12月同+1.7%となっていた。



ここから2014年度の生産を計算すると、その伸び率は前年比▲0.2%と微減で着地する見通しである。生産要因だけでは増益にならなかった可能性が濃厚だという見方もできる。

一方、為替効果については、2014年度を通じて増益への寄与が大きくなる。ドル円レートは、2014年1～3月平均102.8円/ドル、4～6月102.1円/ドル、7～9月104.0円/ドル、10～12月114.5円/ドル、2015年1～3月（3月25日まで）119.1円/ドルと漸次円安に振れてきた。年度では、2013年度100.1円/ドルから2014年度（3月25日まで）109.8円/ドルへと前年比9.5%の円安である。

生産増加と為替円安の変化に基づいて、経常利益の季節調整値が2015年1～3月にどのくらい増益になったかを計算すると、前期比+7.2%増（予想値）であった。2014年4～6月+0.3%増（実績値）、7～9月+13.7%増、10～12月+13.7%増に続いて、1～3月も増益基調が強まっている姿である。同様に、2014年度の経常利益を計算すると、前年比15.7%増（予想値）となる。

（参考1）非製造業について、同様の収益推計を行うこともできる。「法人企業統計」の全規模・非製造業の経常利益は、経済産業省「商業動態統計」の月次データを四半期換算したものと相関が高い。もっとも、「商業動態統計」の月次の先行きをどう仮想するかは難しく、速報的に入手することができないので、先行きの非製造業・経常利益を予想することは、製造業ほどうまくはいかない。参考まで、非製造業の経常利益が、2015年1～3月も、2014年10～12月の前期比増加率と同じペースで増えたと仮定すると、2014年度の経常利益は前年比6.5%の増益となる計算。先の全規模・製造業の予測（前年比15.7%）と併せて2014年度全産業の経常利益計画は、前年比9.8%となる。

（参考2）「法人企業統計」の全規模・製造業の経常利益（季節調整値・実績）の推計式は、

$$\begin{aligned} \text{経常利益} &= \text{定数項} + \text{生産指数} + \text{ドル円レート} + \text{リーマンショック・ダミー} \\ &= -5.018 + 0.054 + 0.045 - 4.568 \\ &= (-3.08) + (2.62) + (3.98) + (-8.49) \end{aligned}$$

偏回帰係数
t 値

R2 (自由度修正済) = 0.839
推計期間：2003年9月～2014年12月

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。

金融緩和は企業収益への貢献を重視

為替の効果によって、2014年度の製造業・経常利益が増益見通しになっていることは、2014年10月の黒田緩和の影響力が大きく貢献したことを暗示している。黒田総裁は、消費者物価の伸び率2%を目指しており、そのために円安を起点として、実体面で前向きな循環メカニズムをワークさせることを狙っている。具体的には、企業収益拡大→賃上げ→消費増という流れを強めることで、インフレ経済への転換を図ろうとしている。そう考えると、日銀が春闘に注目し始めたことは、当然の成り行きのことだと思える。2014年10月の追加緩和をするとき、「デフレマインドの転換が遅延するリスク」を強調したのは、賃上げの前提となる企業収益の鈍化を警戒したのかもしれない。

今後の収益環境を考えると、目先、生産は継続的に拡大するとみられる。経済産業省の「鉱工業出荷内訳表」では、国内出荷よりも輸出の増加が牽引役になっている（図表4）。2015年1月は中国の春節が2月にあって、需要が前倒しされている効果によって輸出が嵩上げされているとみられるので、2月は反落する可能性はある。ただし、今後の生産はそうした一時的な需要が剥落した後で、趨勢的に外需の追い風を受けて増えていくだろう。そうした展望の下、企業収益は趨勢として上向きに推移する蓋然性が高い。

今後、仮に、追加緩和が行われるのであれば、そうした前向きな循環メカニズムが弱まるリスクが高まったときであろう。米利上げが2015年9月に行われたときの影響が、外需の追い風を脅かすかどうかどうかが焦点になるだろう。

