

テーマ： 9月短観からみた中間決算見通し 2010年10月6日(水)

～上期上方修正期待も、想定レート変更不十分で下期は下方修正含み～

第一生命経済研究所 経済調査部

主席エコノミスト 永濱 利廣 (03-5221-4531)

(要旨)

- 9月短観によれば、今年度は大企業で+5.4%増収、+28.3%経常増益となることが計画されている。前回6月短観に比べて、売上高は+0.7%、経常利益は+5.6%の上方修正となる。
- 上方修正の背景には、年度上期の好調がある。今上期は円高の進行により輸出関連製造業を中心に売上高が伸びにくい環境にあったにも関わらず大企業の売上高は前年比で+7.9%増収計画となり、円高の悪影響を補って余りある生産や市況改善により経常利益も前年比+53.4%の増益計画となっている。
- 一方、年度下期も大企業で前年度比+3.2%増収、+11.3%経常増益が計画されており、6月短観から売上高が+0.5%、経常利益が+0.8%の上方修正である。しかし、海外経済の影響を受けやすい製造業では経常利益が▲0.1%の下方修正となっており、新興国の金融引き締めや先進国の経済対策効果剥落等による世界経済の減速が一部反映された可能性がある。
- 更に、事業計画の前提となっている大企業の製造業の想定為替レートは下期 89.44 円/ドルと変更が不十分である。足元のドル円レートは想定レートから7%程度高い83円/ドル台となっており、為替の影響を受けやすい輸出関連産業を中心に下方修正含みとなっている。
- 2005年産業連関表等を基に試算すれば、製造業の営業余剰は対ドル7%の円高に対して▲1.8%、対ユーロで同▲1.3%の減少要因となる。このことは、中間決算で想定レートが変更されれば、更に業績が下方修正される展開が懸念されることを示唆している。

## ●上方修正も想定レートの変更が不十分

中間決算を占う上で注目される9月短観の収益計画が公表された。これによると、今年度は大企業で+5.4%の増収、+28.3%の経常増益が計画されている(資料1)。修正率を見ても、前回6月短観から売上高で+0.7%の上方修正、経常利益で+5.6%の上方修正である。

特に、上期は第1四半期決算の結果が織り込まれたことから大幅上方修正となっており、大企業の売上高は前年比+7.9%の増収計画となっている。上期は前年同期と比較してドル円で6円強、ユーロ円で19円強円高が進んだことから、輸出関連産業を中心に売上高が伸びにくい環境にあった。しかし、円高の悪影響を補って余りある生産水準や市況の改善により、為替の影響を受けやすい製造業の増収率は全産業を上回る+12.7%の増収計画となっている。これを受けて、大企業の上期計画は前年比で+53.4%の経常増益となり、6月短観からの修正率も+11.3%となった。特に、製造業の修正率が+17.0%と大きく、非製造業の修正率も+11.3%である。

一方、下期も大企業で前年比+3.2%増収、同+11.3%経常増益の計画となり、前回6月短観から売上高で+0.5%、経常利益で+0.8%の上方修正である。9月短観では、海外経済の影響を受けやすい製造業の経常利益のみ下方修正となっていることからすれば、前回調査から新興国の金融引き締め

や、先進国の経済対策効果が剥落すること等で实体经济が減速することを織り込んでいることが想定される。

このように、上期の計画が好調に上方修正された一方で下期の業績計画も製造業の経常利益以外で上方修正となった背景には、下期の想定レートが前回の 90.16 円/ドルから 89.44 円/ドルと微修正にとどまっており、為替の前提変更が不十分であることが影響していると予想される。

資料1 大企業の収益計画

	10年度		上期		下期		
		修正率		修正率		修正率	
売上高	製造業	7.4	1.2	12.7	2.0	2.9	0.4
	非製造業	4.1	0.4	4.8	0.4	3.5	0.5
	全産業	5.4	0.7	7.9	1.0	3.2	0.5
経常利益	製造業	54.3	7.3	3.5倍	17.0	2.7	-0.1
	非製造業	13.3	4.2	7.5	7.3	19.6	1.4
	全産業	28.3	5.6	53.4	11.3	11.3	0.8

(出所)日銀「9月短観」

## ●業種別経常増益率寄与は上下で様変わり

### (1) 上期は電機・自動車が増益牽引

続いて、業種別に経常利益計画を見ると、上期は短観を構成する 31 業種中 28 業種が経常増益計画となった(資料2)。このうち、全体の増益に対する寄与度が大きいのは「電気機械」「自動車」「鉄鋼」「運輸」「生産用機械」の順となる。

「電気機械」「自動車」「生産用機械」の大幅増益計画は、昨年後半以降の世界経済の回復が大きく寄与している。円高進行や世界経済の回復ペース鈍化等はあったものの、上期中は電機機械や自動車、生産用機械の生産水準が維持されたことから、大幅増益は維持できたようだ。

その川上産業である「鉄鋼」や川下産業である「運輸」も、電機・自動車・機械の旺盛な需要により、増益寄与度が高まったことが想定される。また、通期で第五位に入る「卸売」は、上期に前年比で原油等の資源価格が上昇したため、資源価格上昇の恩恵から商社等の増益寄与率が高くなったようだ。

一方、マイナス寄与が最大の「電気・ガス」は、原油価格が昨年度上期平均の 70.5 ドル/バレルから今年度上期は 77.2 ドル/バレルに上昇したことにより、コスト増を通じて減益計画に影響したことが想定される。

### (2) 下期は一転、自動車が足を引っ張る

一方、下期は 26 業種で増益計画となり、上期から 2 業種ほど減少している。内訳を見ると「電気機械」や「生産用機械」など世界経済に連動性の高い製造業の増益寄与が高いことは上期と同様だが、上期は増益のけん引役となった「自動車」が、下期は大きく増益の足を引っ張っている点が大きく異なる。また、海外経済減速の影響を受けやすい輸出関連製造業に属する業種の増益寄与率が相対的に順位を下げていることも特徴といえる。

特に下期は、大企業全体で見た経常増益率も上期の前年比+53.4%から同+11.3%へと縮小する。この背景には、海外経済の減速に加えて、上期と比較すると最も裾野の広い自動車の大幅減産が計画されていることにより、幅広い産業で生産数量が落ち込むことが影響しているものと思われる。一方、上期は増益の足を引っ張った「電気・ガス」は円高の進展による原油輸入価格の下落、「建設」は住

宅エコポイント制度の期限延長による需要下支え効果に期待しているようだ。

資料2 業種別経常利益寄与度(%)

通期	業種	寄与度	上期	業種	寄与度	下期	業種	寄与度
	電気機械	6.81		電気機械	12.83		電気機械	2.73
	鉄鋼	3.61		自動車	9.39		生産用機械	2.64
	生産用機械	3.28		鉄鋼	8.56		建設	2.34
	運輸・郵便	2.98		運輸・郵便	5.28		電気・ガス	2.23
	卸売	2.05		生産用機械	4.23		運輸・郵便	1.42
	建設	1.44		卸売	3.49		不動産	1.36
	化学	1.22		化学	2.86		卸売	1.07
	はん用機械	0.76		その他製造業	1.93		石油・石炭製品	0.82
	石油・石炭製品	0.74		窯業・土石製品	1.68		業務用機械	0.46
	窯業・土石製品	0.64		はん用機械	1.54		小売	0.44
	小売	0.61		非鉄金属	1.51		鉱業・採石業・砂利採取業	0.40
	自動車	0.61		小売	0.86		通信	0.39
	その他製造業	0.58		繊維	0.79		宿泊・飲食サービス	0.33
	通信	0.51		通信	0.69		鉄鋼	0.26
	繊維	0.39		石油・石炭製品	0.63		はん用機械	0.23
	業務用機械	0.39		金属製品	0.58		情報サービス	0.14
	不動産	0.35		物品賃貸	0.52		繊維	0.12
	非鉄金属	0.33		造船・重機、その他輸送用機械	0.37		物品賃貸	0.11
	宿泊・飲食サービス	0.33		宿泊・飲食サービス	0.31		食料品	0.11
	金属製品	0.28		業務用機械	0.27		化学	0.11
	物品賃貸	0.28		情報サービス	0.25		金属製品	0.08
	鉱業・採石業・砂利採取業	0.27		対事業所サービス	0.15		木材・木製品	0.07
	情報サービス	0.18		木材・木製品	0.13		紙・パルプ	0.02
	木材・木製品	0.10		建設	0.12		対個人サービス	0.00
	造船・重機、その他輸送用機械	0.07		紙・パルプ	0.08		その他情報通信	-0.03
	食料品	0.06		鉱業・採石業・砂利採取業	0.08		窯業・土石製品	-0.07
	紙・パルプ	0.04		対個人サービス	0.05		造船・重機、その他輸送用機械	-0.14
	対個人サービス	0.02		その他情報通信	0.03		対事業所サービス	-0.17
	その他情報通信	-0.00		食料品	-0.02		その他製造業	-0.33
	対事業所サービス	-0.04		不動産	-1.14		非鉄金属	-0.48
	電気・ガス	-0.54		電気・ガス	-4.63		自動車	-5.33

(出所)日銀「9月短観」

## ●業種別に見た経常増益率寄与の修正率

### (1) 上期は電機・自動車の上方修正が貢献

続いて、業種別の経常増益寄与度について、前回調査からの修正状況を見てみよう。まず、上期についてみると、31業種中29業種が上方修正、2業種が下方修正となった(資料3)。このうち、特に上方修正寄与が大きかったのは「電気機械」「自動車」「運輸」「業務用機械」「化学」である。

「化学」の上方修正は、世界的に加工組立製造業向けを中心に需要が旺盛だったこと等が理由として挙げられる。特に、新興国を中心とした需要増は「電気機械」や「自動車」「運輸」「業務用機械」の上方修正にも結びついたようだ。

一方、下方修正となったのは「対事業所サービス」「木材・木製品」となった。中でも「対事業所サービス」は、全産業の中で最大の下方修正寄与となったが、これは「職業紹介・労働者派遣業」や「広告」等で業績が下方修正されたことが影響したようだ。特に「職業紹介・労働者派遣業」は、規制強化などを背景に事務系派遣を中心に低迷が続いており、労働者派遣法改正案の成立が更なる懸念材料となっている。また、「広告」も企業広告の回復が鈍く、エコカー補助金の打ち切りで自動車業界が広告費の抑制に動くことが懸念される。

### (2) 下期は電気・ガス、運輸が上方修正に寄与

下期計画は、31業種中14業種が上方修正、17業種が下方修正となった。この背景には、上期計画は実績の好調さが反映されたのに対し、下期計画は足元で進行する海外経済の減速や先行きの不透明感による下方修正が行われたことがある。

まず、上方修正寄与が大きかった業種は「電機機械」「電気・ガス」「運輸」「生産用機械」「鉱業」等で、「鉱業」を除くといずれも下期増益寄与度ベスト5の業種となる。一方、下方修正寄与が

大きかった業種は「石油・石炭製品」「自動車」「非鉄金属」「鉄鋼」「食料品」であった。「自動車」「非鉄金属」「鉄鋼」については、エコカー補助金の打ち切りの影響が大きい業種であり、自動車生産や販売の見通しが引き下げられことにより下方修正となったものと思われる。また「食料品」は、小麦や大豆などの原料価格が高騰しており、業績に影響する可能性が見込まれることが下方修正に結びついているようだ。なお、「石油・石炭製品」は9月から各社の定期修理が本格化したことも下方修正の要因と思われる。

資料3 業種別経常利益寄与度修正率(%pt)

通期		上期		下期	
業種	修正率	業種	修正率	業種	修正率
電気機械	1.20	電気機械	1.67	電気機械	0.89
運輸・郵便	0.73	自動車	1.48	電気・ガス	0.36
化学	0.51	運輸・郵便	1.29	運輸・郵便	0.35
電気・ガス	0.49	業務用機械	1.29	生産用機械	0.26
業務用機械	0.48	化学	1.26	鉱業・採石業・砂利採取業	0.14
卸売	0.45	卸売	1.00	不動産	0.12
自動車	0.44	窯業・土石製品	0.74	卸売	0.09
鉱業・採石業・砂利採取業	0.34	電気・ガス	0.69	対個人サービス	0.04
生産用機械	0.34	鉱業・採石業・砂利採取業	0.65	小売	0.04
不動産	0.28	通信	0.60	通信	0.04
窯業・土石製品	0.28	不動産	0.52	はん用機械	0.04
通信	0.27	その他製造業	0.46	金属製品	0.03
その他製造業	0.14	生産用機械	0.46	化学	0.01
造船・重機、その他輸送用機械	0.11	非鉄金属	0.45	繊維	0.00
その他情報通信	0.10	鉄鋼	0.42	紙・パルプ	-0.00
建設	0.10	石油・石炭製品	0.36	木材・木製品	-0.00
はん用機械	0.08	その他情報通信	0.35	宿泊・飲食サービス	-0.01
小売	0.08	建設	0.34	窯業・土石製品	-0.03
対個人サービス	0.08	造船・重機、その他輸送用機械	0.32	造船・重機、その他輸送用機械	-0.03
鉄鋼	0.07	食料品	0.24	対事業所サービス	-0.05
繊維	0.07	情報サービス	0.23	情報サービス	-0.05
情報サービス	0.06	繊維	0.16	物品賃貸	-0.06
金属製品	0.06	はん用機械	0.15	業務用機械	-0.07
非鉄金属	0.06	小売	0.14	その他情報通信	-0.07
宿泊・飲食サービス	0.03	対個人サービス	0.13	建設	-0.07
紙・パルプ	0.02	金属製品	0.10	その他製造業	-0.07
食料品	0.01	物品賃貸	0.09	食料品	-0.15
物品賃貸	0.00	宿泊・飲食サービス	0.08	鉄鋼	-0.17
木材・木製品	-0.00	紙・パルプ	0.05	非鉄金属	-0.21
石油・石炭製品	-0.01	木材・木製品	-0.01	自動車	-0.26
対事業所サービス	-0.10	対事業所サービス	-0.17	石油・石炭製品	-0.26

(出所)日銀「9月短観」

### ● 7%の円高で対ドル▲1.8%、対ユーロ▲1.3%の製造業営業余剰押し下げ

総じて見れば、今年度は昨年度の水準があまりにも低かったことから、大企業全体では前年比+3割近くの経常増益が見込まれている。しかし、前提よりも円高の水準が長引けば、今後も業績の下方修正の動きが出ることは避け難い。

先にも述べたとおり、短観では企業の想定為替レートを公表している。ただ、今回の9月短観では、今年度下期の業績計画に際して使用される大企業製造業の想定レートが対ドルで89.44円/ドルである一方、足元では83円台の円高が進行しており、この水準が今年度いっぱい続いたとすると、下期平均では9月短観時点での想定レートと比較して7%程度の円高になる。

そこで、総務省「2005年産業関連表」や日銀「輸出入物価指数の契約通貨別構成比」を基に試算すれば、製造業の営業余剰は対ドル7%の円高に対して▲1.8%、対ユーロ7%の円高に対して▲1.3%の減益要因となる(資料4)。特に対ドルに関しては、昨年12月時点で輸出物価に占めるドル建て比率が55.7%に対して輸入に占めるドル建て比率70.6%と高いことから、ドル安はプラスの恩恵も受けやすい。しかし対ユーロに関しては、同時期の輸出に占めるユーロ建て比率が11.9%に対して輸入は3.2%しかないため、ユーロ安はプラスの恩恵を受けにくい。従って、取引比率が低い割にはユーロ高の悪影響も無視できないだろう。事実、「輸送機械」では営業余剰が対ドルで同▲25.1%、対ユーロで同▲6.2%となるが、「電気機械」では対ドル同▲20.6%、対ユーロ同▲6.9%とユーロ高に

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。

よる下方修正要因が輸送機械よりも大きくなる。

以上の結果は、中間決算に向けて企業が想定レートを更に円高修正にすれば、9月短観の計画よりも今期の業績計画が下期を中心に下方修正される展開が待ち受けていることを示唆しているといえよう。

資料4 7%の円高が営業余剰に及ぼす影響  
対ドル

分野	変化率 %
輸送機械	-25.1
電気機械	-20.6
精密機械	-12.3
一般機械	-8.9
運輸	-1.8
<b>製造業</b>	<b>-1.8</b>
窯業・土石製品	-1.1
その他の製造工業製品	-1.1
鉄鋼	-0.8
商業	-0.7
鉱業	-0.7
化学製品	-0.6
<b>内生部門計</b>	<b>-0.2</b>
金属製品	-0.1
金融・保険	0.0
不動産	0.0
<b>非製造業</b>	<b>0.0</b>
対事業所サービス	0.1
農林水産業	0.2
情報通信	0.2
水道・廃棄物処理	0.3
対個人サービス	0.3
教育・研究	0.5
その他の公共サービス	0.9
医療・保健・社会保障・介護	1.4
繊維製品	1.5
飲食料品	1.6
パルプ・紙・木製品	2.3
電力・ガス・熱供給業	5.6
建設	6.3
非鉄金属	24.2
石油・石炭製品	177.7

対ユーロ

分野	変化率 %
電気機械	-6.9
輸送機械	-6.2
精密機械	-3.0
繊維製品	-2.4
一般機械	-2.4
非鉄金属	-1.7
<b>製造業</b>	<b>-1.3</b>
教育・研究	-1.1
化学製品	-0.9
運輸	-0.8
その他の製造工業製品	-0.7
鉄鋼	-0.6
窯業・土石製品	-0.5
金属製品	-0.4
<b>内生部門計</b>	<b>-0.2</b>
鉱業	-0.2
商業	-0.2
その他の公共サービス	-0.1
<b>非製造業</b>	<b>-0.1</b>
対事業所サービス	-0.0
対個人サービス	-0.0
パルプ・紙・木製品	-0.0
金融・保険	-0.0
情報通信	-0.0
不動産	0.0
農林水産業	0.0
水道・廃棄物処理	0.0
飲食料品	0.1
医療・保健・社会保障・介護	0.1
電力・ガス・熱供給業	0.2
建設	0.3
石油・石炭製品	5.9

(注)変化率は2005年営業余剰を基準

(出所)総務省「2005年産業連関表」、日銀「輸出入物価指数」より第一生命経済研究所試算