

テーマ：懸念される業績下方修正とリスクマネーの収縮
～世界的な協調政策が喫緊の課題～

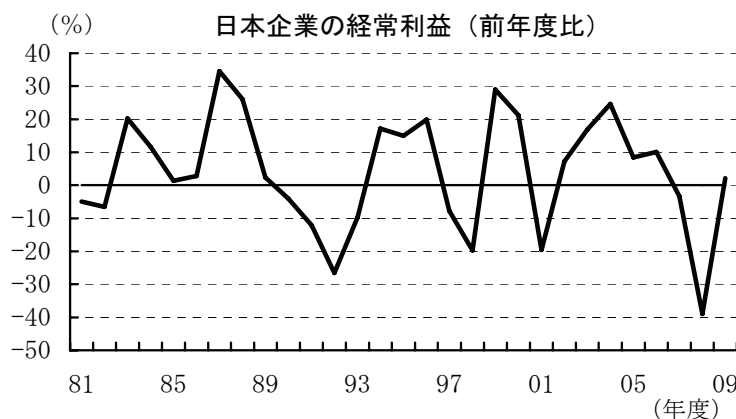
発表日：2010年8月10日（火）

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 鳶峰 義清（03-5221-4521）

順調な回復が想定されている今期の企業業績

2010年度の日本企業の業績については、日銀や財務省が調査した大企業から中小企業等までを網羅する“オフィシャル”なものから、証券会社などが予測する上場企業の一部に絞った“市場見通し”まで、概ね増収増益が見込まれている。経常利益ベースでは、2010年度は前年度比+40～60%増益になるとの見方が圧倒的に多い¹。4～6月期の企業業績が各国で発表されているが、これらもおしなべて良好な内容となっている。

過去の企業業績を法人企業統計で振り返ると、通年の経常利益で+40～60%の増益というのは最も高いレベルであることがわかる。通常、企業の業績はコストカットの効果と売上の回復に伴う増収効果が同時に現れる景気回復1～2年目に最も高い伸びを記録しやすい。今期はちょうどその時期に当たり、過去のパターンに当てはめれば増益率も拡大しやすいということになる。加えて、前期はリーマンショックによる世界的な景気失速の影響が特に年前半にみられたため、今期はその反動増もあって伸び率は嵩上げされやすい。法人企業統計と上場企業とでは企業の規模などに差がある点には注意が必要だが、いずれにせよ今期は過去の回復初期と同様、順調な業績の拡大が期待されていることに変わりはない。



業績の牽引役はコストカットから売上げへ

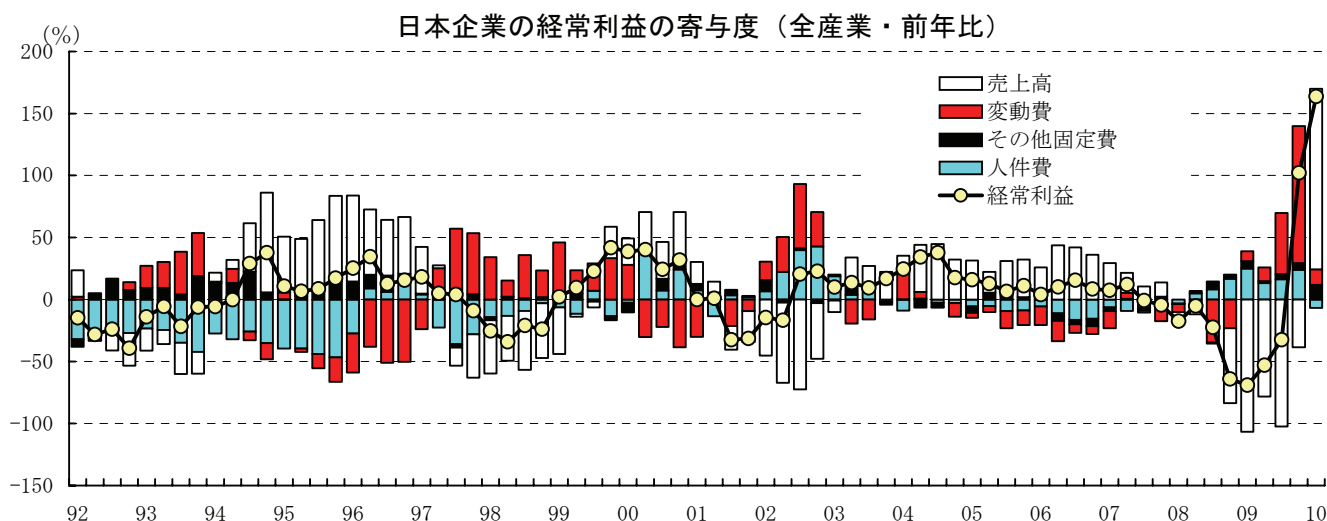
法人企業統計で全規模全産業の経常利益の内訳（前年同期対比寄与度）を見ると、10年1～3月期の経常利益は前年同期比+163.8%となったが、このうちおよそ145%分が売上高によって押し上げられた。サブプライムローン問題で世界経済が減速基調に入った08年以降、売上高がプラス寄与となって収益の押し上げ要因となったのは初めてとなる。ただし、売上高が前年水準を上回り始めたとはいえ、内外の景気対策によって支えられた側面がある。売上高は前年同期比+10.6%と急伸したが、これは前年同期（09年1～3月期）の売上水準が低かったことからの反動的側面もある。実際、1～3月期の売上高の水準はリーマンショック以前の水準には達していない。

とはいえ、企業業績が“増収増益”となれば、企業はコストカットを一服させる一方、代わって業績の牽引役となる売上高をさらに伸ばすような戦略を積極化し始める。たとえば、雇用や設備投資の拡大がそれに当たる。日経新聞（10/7/20付）によれば、今夏のボーナス平均支給額は前年対比+0.75%と僅かながらも前年水準を上回ったとされているように、ここ1年間の業績持ち直しによる利益が従業員に配分され始めているよう

¹ なお、株価の適正水準を量る際の指針となる純利益ベースでみると、日経平均採用銘柄ベースで前年度比+70%程度の増益が見込まれている。経常利益に比べて高い増益率が見込まれている背景には、純利益には特別損益の影響が反映されることが挙げられる。

だ。一方で、設備投資についても底入れから持ち直しに転じつつあり、総じて企業の支出は縮小に歯止めがかり、拡大へと転じつつあると認識される。

企業がこうしたコストを更に拡大させていくかどうかは、売上の増加が持続的なものかどうか、すなわち景気が自律的な回復に転じたかどうかを見極めながら進めていくことになるが、少なくともコストカットの動きは一服したと判断される。言い換えれば、今後の収益の牽引車は、コストカットから売上へとバトンタッチしたことになる。同時に、企業活動がより積極化し、雇用や設備投資が拡大していくかどうかは、売上が順調に拡大して業績が更に改善し、企業の先行き景況感が一段と回復することが必要となる。



今年後半の売上を取り巻く環境は大きく変わる

このように、コストカットの動きが一服、業績を押し上げる効果が一巡したなかで、今期の業績を左右するのは専ら売上高ということになる。また、売上高の動向が更なる積極的な企業行動を促すことにも繋がため、今後の売上高の動向は極めて重要となる。

しかし、今期の売上高を取り巻く環境は芳しくない。むしろ、過去の業績回復初期に比べても厳しい逆風に晒される公算が大きいと判断される。

売上高は、【売上高＝売上数量×売上価格】という形に分解できる。このうち売上数量については、基本的には雇用・所得環境の改善の拡がりや消費意欲（消費マインド）によって左右される。しかし、足元の内外の消費者マインドを確認すると、中国など新興国では比較的高い水準まで持ち直しているものの、先進国では回復の遅れが目立っている。なかでも、米国の消費者マインドはこの1年間過去最低レベルからほとんど回復しないままで、足元では再び悪化し始めている。

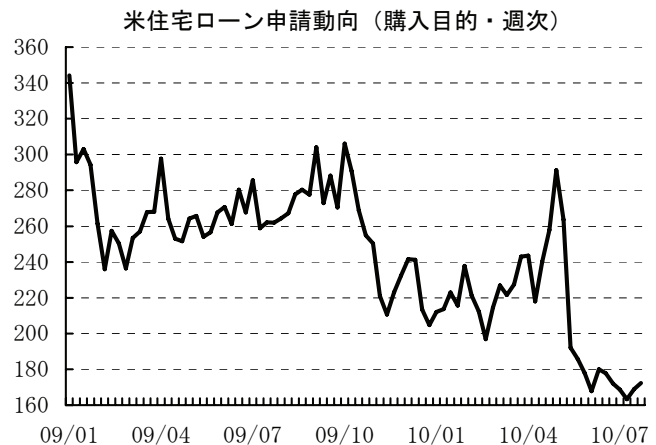
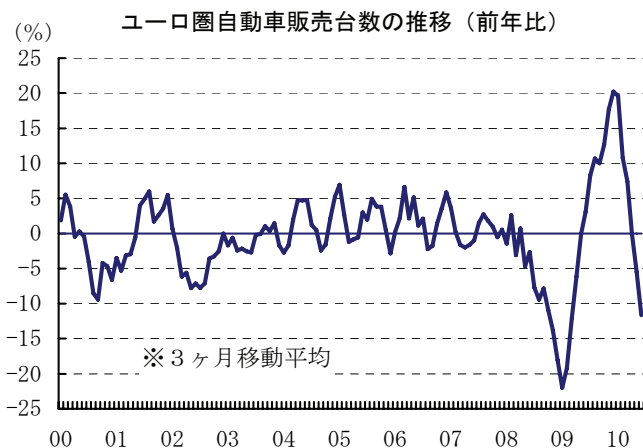
国内に目を転じて、消費者マインド（消費者態度指数）は欧米などに比べると改善してはいるものの、比較的低水準にとどまっている。失業率もピークからは低下しているものの、過去最高レベルにとどまっており、広範に消費が拡大するような状況には達していない。このように、売上数量を左右する雇用・所得環境や消費者マインドは、地域によって多少のバラツキはあるものの、おしなべて回復は遅れていると判断される。

今年後半の売上数量を取り巻く環境は、一段と厳しくなる側面もある。それは、昨年来執ら



れてきた景気対策の効果が剥落することだ。まず、9月末に期限を迎えるエコカー補助金については、政府は延長しない方針を固めた。この結果、期限切れ直前には駆け込み需要が自動車販売を一時的に押し上げる可能性はあるものの、その後は反動もあってエコカーの販売に下押し圧力がかかることは避けられない事態となった。さらに、まだ期限は迎えていないものの、エコカーに対する減税措置、家電エコポイント制度なども導入から1年が経過し、販売数量の水準自体は高水準を保っているものの、水準が一段と切り上がらなくなってきたことにより、前年対比で見た伸び率は急速に鈍化してきた。売上数量の伸び率鈍化は、そのまま売上高の伸び率鈍化に直結する。

海外でも、こうした消費刺激策の打ち切りによって、販売数量自体が大きく落ち込んでいる例がある。たとえば、欧州での自動車販売台数や、米国での住宅販売戸数がこれに該当する。このように、今年後半の売上数量を取り巻く環境は、消費者マインドの低迷長期化や、内外で執られた景気対策の効果剥落といった特殊要因もあって“伸びにくく落ちやすい”厳しい環境にあると判断される。



さらに、海外向け、すなわち輸出面では為替レートの円高が現地販売価格の押し上げにつながり、販売数量の抑制要因となる。為替相場は、世界経済にとってプラスとなるような好材料が目立つと新興国や資源国などの高金利通貨が増価する一方、景気に対する不安感が強まり投資家のリスク許容度が低下するような局面では円などの低金利通貨が増価するといった、方向感にかけながらもやや値動きの荒い展開が続いている。こうしたなか、日本にとって貿易取引ウェイトの大きいドルやユーロに対しては、年後半の世界経済に対する不透明感の強まりなどを背景に、円高基調が徐々に強まっている。こうした展開が続けば、日本の輸出数量の減少という形で日本企業の売上数量の押し下げに働く力が強まろう。

一方、売上高を左右するもう一つの要素、すなわち売上価格を取り巻く環境は、日本企業にとっては一層厳しい。売上価格を国内向けと海外向けとに分けて考えると、まず国内向けではデフレの影響が価格の押し下げ要因として働くことになる。日本の消費者物価のうち、変動の大きい生鮮食品やエネルギー関連を除いたベース（所謂“コアコア”）でみると、今年6月には前年同月比▲1.5%と、大幅な落ち込みを記録した。このうち、高校の授業料無償化の影響（消費者物価全体への押し下げ寄与は▲0.5%ポイント）を考慮しても、昨年夏場以降は▲1%程度の物価下落基調が定着している。こうした物価下落圧力は需給ギャップの縮小とともに緩和されていくものと見込まれるが、日本の需給ギャップは依然大幅な供給超過（あるいは需要不足）状態にあるうえ、消費者のデフレ期待も根強い



ことを勘案すれば、まだ当分の間は売上価格の押し下げ要因として働くものと見込まれる。

一方、海外向けには為替レートの動向が価格を左右する重要な要素となる。輸出企業はドルに対しては1ドル＝90円程度、ユーロに対しては1ユーロ120～125円程度を想定レートとしていたが、現実には特に対ユーロで円高が進んでおり、その分だけ円換算した海外での売上を減少させることとなる²。企業は下期の想定為替レートについて、対ユーロを中心に円高方向へと大幅修正を余儀なくされているが、これは下期の収益計画が下方修正されることに繋がる要因だ³。



例年と同様の業績の伸びを期待するのは難しい

このように、今期の業績を左右する売上高を取り巻く環境は、売上数量、価格両面をとっても意外に厳しいことが分かる。特に、本レポートの冒頭で指摘したように、今期の業績予想と同等の高い増益率を達成した過去の“増収増益”へと転じた局面と比較すると、環境の差は明らかだ。

過去のパターンでは、景気が自律的な回復局面に移行し始めるこの時期の特徴として、

- ① 世界経済は米個人消費の回復が先導する形で加速感を強めていく。なかでも、それまでの低金利によって自動車や住宅の販売が伸びやすく、付随して家電を中心とした耐久財の消費が伸びやすい。
- ② 欧米では景気対策の梯子を外しても拡大基調が続く自律的な回復局面へと移行し始めている。一方、日本国内では輸出の持続的な拡大が牽引力となって景気の回復が進む。特に欧米で消費を主導する自動車や家電製品などは日本でも競争力の高い分野であり、日本の輸出型企業を中心に恩恵を受けやすい。
- ③ 為替市場においては、米経済の回復が先導していくため、ドル／円相場は金利先高感が強まるドルが増価し、円安ドル高が進む。これが輸出の回復を更に後押しすると同時に、輸出型企業の業績にプラスの効果をもたらす。一方、米国経済の順調な回復は米国株価の上昇に繋がると同時に、買い余力の増した外国人投資家による日本株買いにも繋がる。外国人投資家主導で上昇する日本株は、国内消費者のマインド改善など、資産効果となって内需の押し上げ要因となる。

このように整理すれば、足元の企業業績を取り巻く環境が過去における“増収増益”転換局面とは全く異なることに気付かされよう。このことは、今期の企業業績について、過去の“増収増益”転換局面と同程度の増

² 現実には、企業は想定レートから実際の為替相場が大きくぶれて収益に過度にマイナスの影響を及ぼさないように、あらかじめ決めたレートで外貨と円とを交換できる為替予約を取っている例が多い。しかし、半年先や1年先といった長期の為替予約はほとんど行われたいと言われており、期初の想定レートから見た足元の為替水準が円高に振れていることを勘案すれば、下期の業績にとってはマイナス要素が大きくなっている可能性が高い。

³ 輸入面ではコスト減に繋がる。したがって、所謂輸入型企業にとっては円高によるコスト押し下げ効果の方が大きくなるが、日本全体で見た場合、輸出型企業の輸出価格押し下げによる収益マイナス、あるいは輸出価格押し上げによる売上数量へのマイナスの影響の方が大きい。

益率を期待することは難しいということにほかならない。

もっとも、09年度前半の経常利益水準が極めて低かったことが増益率を嵩上げする効果（ベース効果）は存在する。たとえば、2010年度の経常利益（法人企業統計による全産業ベース）が前期末（10年1～3月期）対比横ばいにとどまったとしても、前年度比+25.6%の増益を達成する。しかし、この程度の押し上げ効果は99年度や00年度、04年度にもみられ、決して特別なものではない⁴。4～6月期の業績を発表した上場企業においては、好調な結果を発表したにもかかわらず、年度後半を慎重にみる傾向が目立っているとされている。こうした傾向は今期に限らず、最終的には企業の業績予想を上回る結果に終わることもしばしばみられるが、これまで述べてきたような今後の企業の売上高に対する逆風の強さを勘案すれば、今期に限っては市場の業績予想が下方修正を余儀なくされる公算が大きいと考えられる。

業績に下方修正圧力かかるなか、株価はP E R次第へ

業績予想が下方修正されれば、株価にもマイナス要因として働く。株価は、理論的にはE P S（一株あたり純利益）×P E R（株価収益率）として算出される。一般的には、当該企業の成長期待が高ければ高いほどP E Rは高くなる。同時に、業績が悪化してもそれが一時的なものにとどまると考えられれば、P E Rは一時的に上昇することがある。この場合、業績（E P S）が低下しても、P E Rがある程度上昇することにより、株価はE P Sほど下落しない（場合によっては上昇する）。

足元、日経平均採用銘柄に対する予想E P S（一株あたり純利益）は+70%程度の増益となっているが、これについては下方修正リスクが高いと述べてきた。したがって、P E R、すなわち市場の期待が変化しないとすれば、E P Sが下方修正される分だけ株価には下落圧力がかかる。例えば、E P S水準が今より▲20%下方修正（今期利益が前年度対比+40%程度の増益にとどまると下方修正）されれば、日経平均株価は足元より▲20%程度下落することになる。

日経平均ベースの予想P E Rは16.17倍（8/9時点）となっているが、これは歴史的にみても低い水準であり、また国際的にみても決して“割高”と言えるような水準ではない。言い換えれば、E P Sが下方修正を余儀なくされたとしても、P E Rには上昇余地はあると言える。ただし、それにはP E Rが上昇するだけの条件が必要となる。P E Rを市場の期待と考えれば、その期待とは『売上を取り巻く環境、すなわち景気の減速が継続して後退局面に至るようなことはなく、業績の予想外の下ブレも一時的なものにとどまる』というものである。

2010年度の日経平均計算値

		予想E P S（09年度；340.36円）					
		+90%	+70%	+50%	+30%	+10%	0%
予想 P E R	25倍	16,167	14,465	12,763	11,062	9,360	8,509
	20倍	12,934	11,572	10,211	8,849	7,488	6,807
	18倍	11,640	10,415	9,190	7,964	6,739	6,126
	17倍	10,994	9,836	8,679	7,522	6,365	5,786
	16倍	10,347	9,258	8,169	7,079	5,990	5,446
	14倍	9,054	8,101	7,148	6,195	5,242	4,765

市場のリスク許容度を回復させるためにはより踏み込んだ政策が必要

業績の下方修正のみならず、景気自体が再び失速しかねないとの恐れが市場に蔓延すれば、それによって失われるものは雇用や所得にとどまらず、様々な資産価値に渡る。そして、それを取り戻すためには財政面を筆頭により巨額のコストが必要になる。こうした事態を避けるためには、景気の減速が“一旦の踊り場”に過ぎ

⁴ ちなみに、99年度の場合、前年度からの経常利益嵩上げ効果は+24.7%ポイントだったのに対し実績は+29.0%増益、00年度は嵩上げ効果が+34.1%ポイントだったのに対し実績は+21.2%増益、04年度は嵩上げ効果が+28.6%ポイントだったのに対し実績は+24.6%増益にとどまっている。

ない、要するに、景気の減速は一時的なものにとどまるとの期待が必要となる。ただし、欧米を中心に主要国の景気に自律的な反発力が伴っていないことを勘案すれば、①追加的な景気浮揚効果のある政策が執り行われること、②中国を中心とした新興国の経済成長が、世界経済を牽引するに足りる力を持っていること——などが明らかとなる必要である。

より具体的には、

- ① 主要国経済が自立的回復軌道に乗っていない以上、各種景気対策の期限切れ、あるいは効果剥落後は需要の失速が明確化する公算が大きい。したがって、需要を支える政策を継続することが景気の持続的な回復期待に繋がる。特に米国について、追加的な景気刺激策を決定、実行に移し、景気の失速を防ぐことは、世界経済や市場へのインパクトも大きい。これにより、日本にとっては外需の減速懸念が後退する。例えば、年末にはブッシュ減税が期限切れとなるが、この延長、もしくはこれに代わる同規模の減税の実施は必要条件となろう。また、税還付による住宅購入支援策の期限切れ後、米住宅需要は失速の兆候を見せており、これが住宅需給の悪化による住宅価格の下落という格好で家計のバランスシートに更なる悪影響を及ぼす懸念が高いため、住宅需給を改善させて住宅価格を回復させるような新たな措置も必要。日本国内においても、年末に期限を迎える家電エコポイント制度や住宅版エコポイント制度の延長、ないしは同規模となる消費刺激策の導入で、需要の失速を防ぐ。
- ② 最近では欧米においてもディスインフレ圧力の高まりがより顕在化し、日本のようなデフレ局面入りが懸念されており、これが債券市場への資金流入をより促しているほか、企業などでのキャッシュ選好性を高める結果となっている。こうしたデフレ期待を払拭するために、追加的な金融緩和措置を講じ、過度なデフレ期待の蔓延とそれに伴う実質金利の上昇期待を払拭、キャッシュに近い形での資金滞留を阻止する。特に、景気減速懸念が強まり投資家のリスク許容度が低下すると、世界的に再び信用リスクやソブリンリスクに敏感となり、マネーの流れが偏りかねない。したがって、主要国中銀を中心として一旦出口戦略を凍結、景気の再失速やデフレを阻止するといった目標を定めた上で、協調的な緩和政策を実行していく。
- ③ 世界的な景気減速懸念が高まれば、為替市場では一層の円高進展が懸念される。一方で、各国の景気悪化回避の政策協調が市場の信認を得られれば、先行きの景気持ち直し期待から過度の円高圧力は減衰すると見込まれる。それまでに生じる円高リスクを回避するために、政府・日銀は過度の円高を阻止することを明言、欧米政府・中銀などにも過度の為替相場変動を回避することで協調していくことを求める。
- ④ 上記対策のなかで、特に当座の需要下ブレを回避するための財政出動は、一方で財政状況の更なる悪化をもたらす。米国のバランスシート調整が長引く懸念があるなかでは、中長期的な成長回復期待が盛り上がり、追加の金融緩和措置を講じてもしリスクマネーに繋がらない可能性もある。したがって、中長期的な成長戦略を具体化し、財政の中期的な改善を目指していくことも重要となる。今後、需要の中心が人口規模の大きい新興国に移っていく可能性が高いことを勘案すれば、省エネや省資源、あるいは新（代替）エネルギーなどの開発は世界共通の課題であり、潜在的な需要は無限大ともいえる。その開発などを強力に刺激していくような政策を、競争原理を働かせながら各国が推進していくことによって、マネーのリスク選好性を高めていく。
- ⑤ 世界的な需要不足は、主要先進国における需要の飽和や人口動態、あるいは一時的なバランスシート調整、デフレ期待など、様々な要因が背景にある。一方で、新興国では潜在的な需要が極めて大きく、需要不足に伴う主要国のデフレ期待の高まりを阻止するためには、新興国の需要を顕在化させていくことが重要となる。そういった需要が、例えば為替政策や通関政策、各種規制などで抑圧されているなどして改善の余地があるのであれば、これを開放していく。

というような政策、あるいは世界的な協調、取り組みが必要となろう。

戦後、世界経済を牽引してきた米国における消費者のバランスシート調整という長期低迷圧力の下では、過去と同様のパターンでの世界経済の自立的回復を期待することは非常に難しい。一方で、政策対応余地も限界

に近づいているとされるなかでは、こうした“当面の対策”と“長期的な成長戦略”、そして“グローバルな需要掘り起こし”といった対策で各国が協調していくことが重要である。そうでなければ、90年以降の日本と同じ失敗を世界は繰り返しかねない。

今後、米国では中間選挙（11/2）が実施され、政策論議が否応なしに高まる。ユーロ圏では財政再建に舵を切り始めた一方で、金融政策には緩和余地が残されている。日本では与党民主党の代表選挙（9月中）の後の国会運営、政局が重要なカギとなるが、景気対策効果の剥落とともに現れる景気の実力に直面し、市場の期待が失望へと褪せていくまでに、残された時間は少ない。世界的な政策対応は喫緊の課題と言えよう。

<図表出所>

- ・ p 1 「日本企業の経常利益」…財務省
- ・ p 2 「日本企業の経常利益の寄与度」…財務省「法人企業統計」を基に第一生命経済研究所試算
- ・ p 2 「米国消費者信頼感指数の推移」…米国コンファレンスボード
- ・ p 3 「ユーロ圏自動車販売台数の推移」…A. C. E. A (Association des Constructeurs Europeens Automobiles)
- ・ p 3 「米住宅ローン申請動向」…米抵当銀行協会 (The Mortgage Bankers Association)
- ・ p 3 「日本の消費者物価の推移」…総務省
- ・ p 4 「2010年度入り後のドル／円相場の推移」…Bloomberg
- ・ p 4 「2010年度入り後のユーロ／円相場の推移」…Bloomberg
- ・ p 5 「2010年度の日経平均計算値」…日経新聞を基に第一生命経済研究所試算