

日本企業の収益率が過去最高

発表日：2015年4月27日（月）

～見えにくい円安の追い風～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

日本企業の売上高経常利益率は、過去最高になっている。海外からの受取配当が営業外損益を押し上げたことや、人件費軽減によって固定費負担が抑えられたことが、収益率向上に寄与している。今後、一段の収益率向上を目指そうとすれば、マクロ賃金の上昇に連動して、消費者向けビジネスの採算性を改善させたり、規制緩和を軸にして新技術を用いた収益機会を掘り起こすことが課題になる。

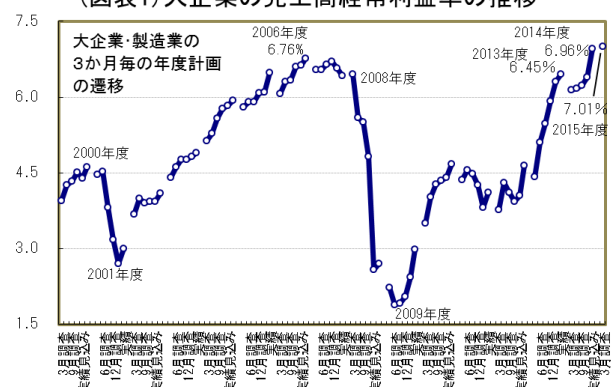
売上高経常利益率の急上昇

企業の利益率が、リーマンショック前を超えて、さらに過去最高のレベルに上昇してきている。日銀短観では、大企業・製造業の売上高経常利益率が2014年度実績見込み6.96%、2015年度計画7.01%となった（図表1）。さらに、財務省「法人企業統計」でも、2013年度4.2%（全産業）は、遡及可能な年報の1955年度のデータまで遡ってみて過去最高である。直近の四半期データの「法人企業統計」では、2014年後半に利益率が大きく上昇したことが確認できる（図表2）。

次に、どの業種が利益率を押し上げたのかを、日銀短観を使って確認してみた（図表3）。すると、2015年度の大企業・製造業の売上高経常利益率は、生産用機械、業務用機械、化学の3つが10%を超えていた。それに続いて、はん用機械、自動車でも10%近い利益率の見通しであった。機械メーカーや医薬品（化学に属する）が高利益率であることはよく知られている。また、機械・自動車では、輸出比率が高いという特性があり、それも利益率の高さに関係しているようである。

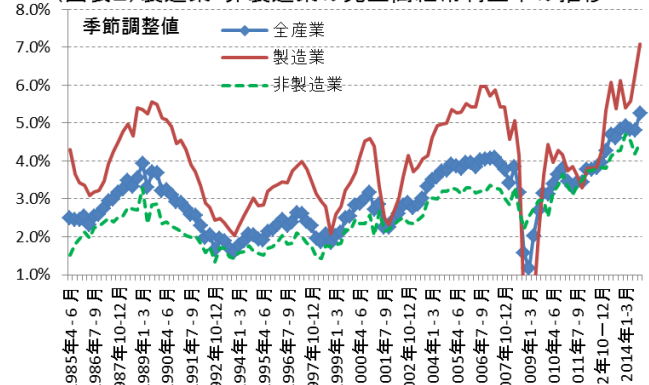
一方、非製造業では、鉱業、通信、不動産、情報サービスの4つが利益率の高く、そのレベルは製造業を凌ぐ。そうした点をみると、「売上高経常利益率は、製

(図表1) 大企業の売上高経常利益率の推移



出所：日本銀行「短期経済観測調査」

(図表2) 製造業・非製造業の売上高経常利益率の推移



出所：財務省「法人企業統計」

(図表3) 大企業の売上高経常利益率<2015年度計画>

	大企業(A)	中小企業(B)	(A-B)
製造業	7.01	3.77	3.24
生産用機械	10.24	5.04	5.20
業務用機械	10.15	7.58	2.57
化学	10.14	6.37	3.77
はん用機械	9.14	4.38	4.76
自動車	9.03	4.07	4.96
その他製造業	8.02	2.62	5.40
窯業・土石製品	7.45	3.12	4.33
繊維	6.43	2.50	3.93
非鉄金属	5.85	2.64	3.21
造船・重機、その他輸送機械	5.67	3.68	1.99
鉄鋼	5.38	2.62	2.76
電気機械	5.29	4.55	0.74
食料品	4.78	3.06	1.72
金属製品	4.65	4.65	0.00
木材・木製品	4.20	2.69	1.51
紙・パルプ	3.85	2.22	1.63
石油・石炭製品	-1.01	3.81	-4.82

出所：日本銀行「短期経済観測調査」(2015年3月調査)

	大企業(A)	中小企業(B)	(A-B)
非製造業	4.47	2.95	1.52
鉱業・採石・砂利採取	26.25	3.97	22.28
通信	15.87	4.78	11.09
不動産	13.51	9.91	3.60
情報サービス	11.10	5.02	6.08
その他情報通信	8.05	6.10	1.95
運輸・郵便	7.09	2.84	4.25
対事業所サービス	6.45	4.33	2.12
物品賃貸	6.34	4.42	1.92
対個人サービス	5.17	3.07	2.10
建設	4.35	3.55	0.80
宿泊・飲食サービス	4.07	3.13	0.94
小売	3.74	2.13	1.61
卸売	1.99	1.82	0.17
電気・ガス	1.54	2.81	-1.27

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。見通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。

造業の方が非製造業よりも高い」と一般化して語るのは適切ではない。非製造業では、業種ごとのばらつきが大きく、一方では個人向けの宿泊・飲食サービス、小売などの業種が利益率を押し下げている。企業向けのビジネスと、対個人ビジネスの間では利益率に格差がある理由は、消費者の購買力が弱く、小売・サービス業が、高品質・高価格戦略を採りにくいことや、コストの価格転嫁が厳しいという傾向があるからだろう。

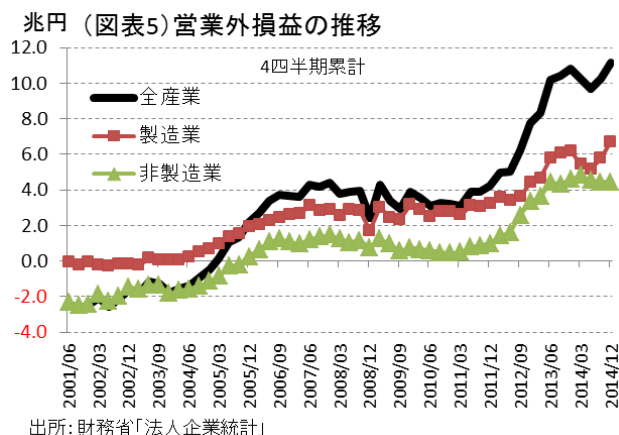
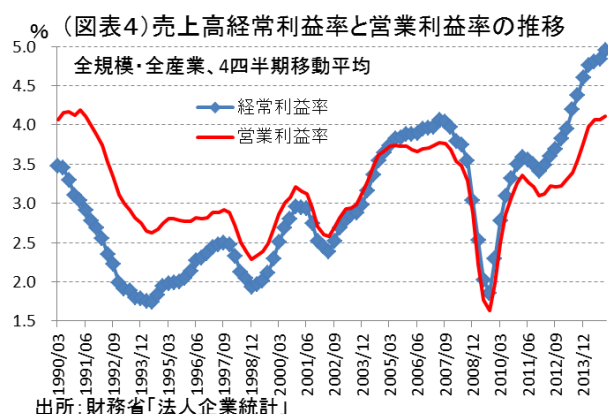
利益率に違いが生じる背後には、如何ともし難い個人向けビジネスには供給過剰体質があるという見方が根強い。わかりやすく言えば、小売店の数が多すぎて、景気が悪くなっても供給過剰が解消されないという傾向である。もちろん、勤労者の賃金を上昇させて、家計の購買力を高めたり、訪日外国人の増加を機軸にした需要拡大を促進することは必要である。しかし、個人向けビジネスでも、競争相手が積極的に事業統合して過剰をなくしたり、不採算の事業者の撤退が進まないと、本質的に需給バランスは改善せず、値上げをするが行いにくい。

円安という追い風

企業の収益環境を振り返ると、2014 年は消費税増税後の反動減に見舞われた。製造業・非製造業ともに、売上の伸び率は一旦鈍化したが、収益面で著しい悪化を回避できている。そこには、原油安や円安といった追い風にあったのだろう。巷間、円安によって、輸入コストが上昇して利益が圧迫されたという声を聞くが、売上原価／売上比率を確認すると、それほどコスト増になってはいない。むしろ、2008 年の原油高騰の頃には、もっと原価率が上昇していた。最近の原価率が低めに抑えられているのは、原油安のインパクトが大きかったということだろう。

経常利益を押し上げている要因として、営業外収益の拡大を見逃すことはできない。法人企業統計では、2005 年以降に、営業利益を経常利益が上回っている（図表4、年報では1998年）。その理由のひとつは、海外子会社からの受取配当金など金融収益が増えたことがある。趨勢としては、1990年代から超低金利環境が定着して、金融費用が低下したことが効いている。特に、2013 年は営業外損益のプラス幅が広がったのは、日銀の金融緩和が円安を促したことが、海外子会社からの受取配当金や、金融資産の為替評価益をより大きく増やした影響であろう。

ところで、この為替メリットは、専ら製造業のケースだと判断しがちである。実際は、非製造業でも、営業外損益の拡大が著しい（図表5）。非製造業の売上高経常利益率もまた、受取配当金などにより押し上げられている。その内訳を業種別を探ると、大きいのは商社（卸売）であった。続いて、サービス業でも大きかった。非製造業の営業外損益が、商社とサービス業の2つの増加が大半である。非製造業も、事業をグローバル展開して、円安のメリットを得る企業が増えている。



利益率が高くなっても賃金上昇には反映されにくい

一般的に、利益を増やした企業は、前向きに賃上げに応じることができると考えられている。しかし、企業収益が本業以外の営業外収益によって押し上げられているとするならば、本業に関わる人件費を増やすことには積極的になりにくいと考えられる。なぜならば、利益が金融所得によって押し上げられたのであれば、それは国内の利益とはみられにくいからだ。むしろ、本業での生産コストが、ベースアップによって増えるとするれば、それは価格競争力を低下させると警戒されやすい。筆者は、今年の賃上げは事前の予想よりも大きかったと思うが、企業収益の実力から言って、もっと賃上げ幅が大きくなってもおかしくないと感じている。そこにある乖離は、経常利益の厚みの中に、海外からの配当金の増加が円安によって大きく見えるという事情があるからだろう。

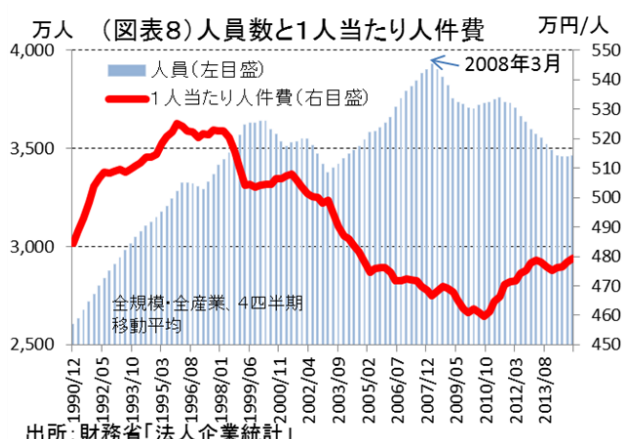
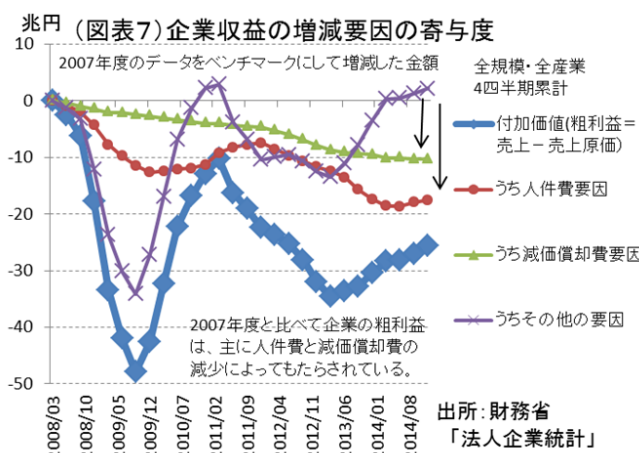
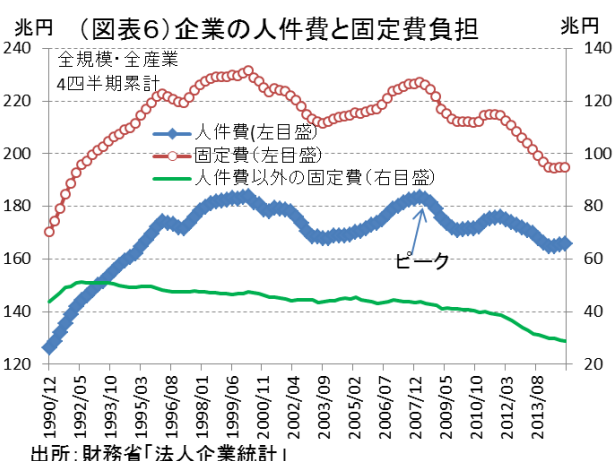
一方、営業外収益によって嵩上げされた企業収益は、株主への配当金のかたちで配分されることになるだろう。営業外収益の増加は、単年度限りの利益として、株主に帰属すると考えられるからだ。円安のメリットは、雇用者よりも株主という立場で家計に還元されることになると考えられる。

なお、最近は株主からの圧力が高まって、企業がキャッシュとして利益を留保するよりも、株主還元に向かうという機運が高まっている。東証の決算短信集計では、2013 年度・連結ベースの配当金総額は、3 市場計で 8.0 兆円であった。家計の株式保有額は、2013 年度 18.7%なので、両者を乗じて 1.5 兆円だった。2015 年の家計所得では、そうした配当還元によって押し上げられるだろう。

団塊世代退職などより人件費が下がる

企業の利益率は、受取配当の効果を除外した部分でも上昇している。売上高営業利益率に注目すると、人件費コストの軽減が利益率を押し上げている。企業の損益分岐点売上高比率は、1990 年代後半以降、人件費を抑制することで押し下げられてきた。

法人企業統計では、固定費負担は 2007 年度が山になって、2014 暦年には▲14.3%も下がっている。固定費軽減のうち 6 割弱は人件費の削減によるものであり、減価償却費など低減と併せて、収益が出やすい体質をつくっている（図表 6、7）。最近、賃上げが進んでいるようにみえるが、1 人当たりの人件費は、まだ 2000 年前半の水準よりも大きく切り下がっている（図表 8）。団塊世代のリタイアにより、1 人当たりの人件費は著しく下がったことが、日本企業の収益構造を変化させた背景にはある。



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。

もっとも、1人当たりの人件費が低下したことは、家計の勤労所得が増えにくい傾向を生み出しているのだろう。マクロ的な観点では、団塊世代は労働市場から退出して年金生活者になったり、労働市場に居るとしても非正規化して所得水準を大きく落としているから、家計の購買力は総体として団塊世代の退職で低下していることになる。

翻って、日本企業の収益率を引き上げるためには、家計の購買力が強まらなくてはならないから、このミクロとマクロのギャップは解消すべき課題とも言える。企業の収益体質がいくら財務的に強くなったようにみえても、総体としての需要制約がある限りは、マクロ経済における好循環にはスイッチしていきにくい。現下の賃上げの機運は、こうした悪循環を是正するためのまたとないチャンスである。

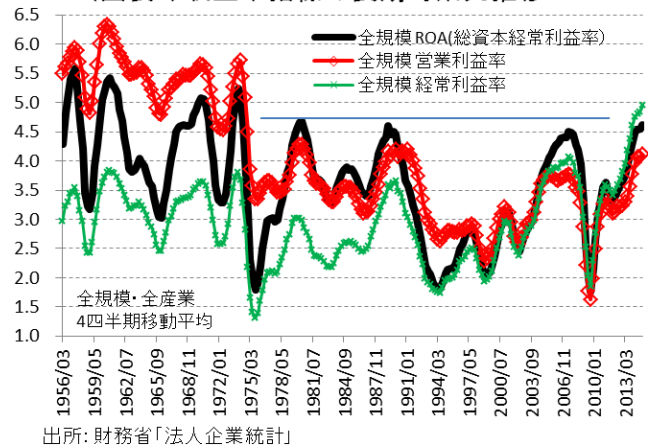
資本効率の向上

長い間、日本企業は利益率が低いことが問題視されてきた。しかし、達観してみると、90年代末期までの低下傾向は、2000年代初頭に底入れして近年は上昇傾向に転じてきているようにみえる（図表9）。これは、フローの利益率（売上高経常利益率・営業利益率）だけではなく、ストック対比の利益率（ROA）でも言えることだ。

※ROA・ROEの分子は、税引き後当期純利益を用いるが、ここでは近似的に経常利益を用いて考えている。

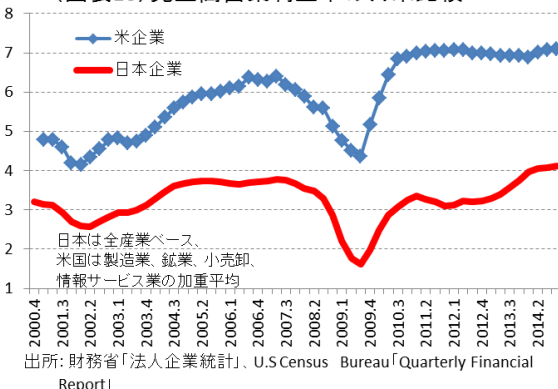
※※ROAの高さを分解すると、 $\text{利益/総資産} = \text{利益/売上高} \times \text{売上高/総資産}$ となり、ROAの変化＝ $\text{売上高利益率の変化} + \text{回転率の変化}$ 、と変換できる。

％（図表9）収益率指標の長期時系列推移

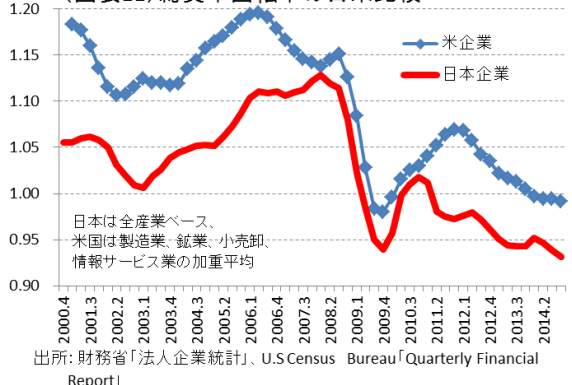


さらに、欧米企業並みの高い収益率を目指そうとすると、資本の効率性を高めて、資本ストックがより多くの利益を生み出すような質的転換が必要になる。日本と米国の売上高営業利益率を比較すると、米国の方が恒常的に高いレベルを維持しているようにみえる（図表10）。両者の相違をよくみると、単に利鞘の差だけではなく、1単位当たりの総資産が生み出している生産物の量に違いがあるように思える。象徴的なのは、総資産回転率の推移にみられる相違である（図表11）。先に日本企業を総資本回転率は1近辺で推移していると述べたが、回転率の推移を拡大してみると、リーマンショックを経て、日本も米国も、資本ストックが生み出す生産物は、それ以前に比べて低下する傾向がわかる。ただし、米国の場合は2009年の落ち込みから2011年にかけての復活は比較的速かった。一方、日本企業にはそうした復活はみられず、2010年以降には再び段差が生じている。

％（図表10）売上高営業利益率の日米比較



倍（図表11）総資本回転率の日米比較



その背景には、米企業では、資本ストックのスクラップ・アンド・ビルドが進んで、効率性の低い資産がより効率性の高い資産に入れ替わっているという事情があるのだろう。日本では、リーマンショック後の円高局面もあって、産業空洞化圧力が生じて、国内資本ストックの新設・統廃合がなかなか進まなかった。新規投資の活発さが、総資本の回転率を上げることにつながり、結果的に全体的な資本効率を引き上げるのだろう。

日本企業の総資本回転率について、長い期間における変化を追うと、高度成長期が終わって1980年代前半が頂点になって、趨勢的に低下してきていることが確認できる（図表12）。低成長期になって、高度成長期の「投資が投資を呼ぶ」ような局面が終わりを告げて、日本経済は過剰気味になった資本ストックの世代交代がうまく行かなくなったのであろう。その傾向は、90年代後半の不良債権の原因とも通底する。

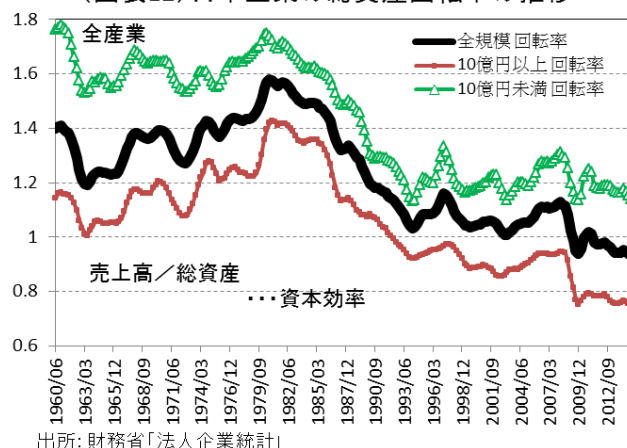
日本経済の場合、不良債権処理が2000年代前半に峠を越えたが、以前のような活発な資本ストックの世代交代は復活しなかった。現在でもその傾向は続いており、減価償却の範囲内で更新投資が繰り返されている。さらに、前述したように、日本の個人向けビジネスなどでは供給過剰体質が温存されていて、新しい事業者の登場によってマクロの資本ストックが更新されることが少ないという事情も加わる。

それに対して、繰り返しエコノミストや経済学者からは、イノベーションが重要だという声上がる。これは、資本ストックの回転率が上がらないことの問題と同じことを指しているのだろう。結局、企業のバランスシート上にある資本ストックの生産性が向上していくためには、魅力的な技術進歩が起これなくてはならない。そこでの技術革新とは、単にテクノロジーの進化を意味するのではなく、技術の担い手は代替わりしていき、次々に新しいことに挑戦していく流れが出来ることを期待しているのだろう。

おそらく、アベノミクスの成長戦略が重視されてきた理由も、ここにあるのだろう。規制緩和によって、新技術を活かしてビジネスが展開できるようになると、従来のビジネスが色あせて、代替わりをしていく。その結果として、資本効率が上昇していく。

経済成長理論で言われる TFP(全要素生産性)の上昇とは、インプット(資本・労働など要素投入量)に対するアウトプット(実質 GDP)の比率を高めたときに実現できる。規制緩和が説かれる背景には、一見、市場が飽和しているようにみても、規制緩和を通じて新しい取組みが始まれば、収益機会が登場するという期待感があるのだろう。今後の日本経済を考えると、成熟した市場においてどのように新しい収益機会を生み出していくのかは重要な課題になる。

倍 (図表12) 日本企業の総資産回転率の推移



出所: 財務省「法人企業統計」