

海外減速と円安修正の中の企業収益

経済調査室 崎山 公希、米谷 友利

要旨

- 日本企業の収益は、コロナ禍の落ち込みを経て持ち直し、2021年春以降はコロナ前の水準を上回って改善が続いた。
- 堅調な収益の背景には、価格転嫁の進展や、円安による利益率改善のほか、外需が先行回復したことがある。今後は、内需が遅れて回復することや、原燃料価格の低下により、収益は緩やかな改善が続くとみられる。ただし、海外景気の減速や円高による、製造業を中心とする下振れリスクには注意を要する。
- 企業の返済能力を示す債務償還年数はおおむね適正範囲にある。ただし、足元の高水準の借入残高が堅調な収益力に支えられている点には留意が必要となる。

企業収益は、コロナ禍の大幅な落ち込みから持ち直し、21年春以降はコロナ前の水準を上回り改善が続いた。ただし、今後は、米欧の利上げによる海外景気の減速と、日米金融政策の転換観測を主因とする円安修正が見込まれており、堅調な企業収益の持続力が論点となる。本稿では、企業収益と資金調達の見通しを整理する。

1. 企業収益は大企業で好調、中小企業も底堅い動き

法人企業統計によると、企業収益はコロナ禍での大幅な落ち込みから持ち直し、21年春以降はコロナ前の水準を上回って改善が続いた。経常利益は、大企業では円安により海外事業からの受取が増加したことにより大きく高まった。中小企業は横

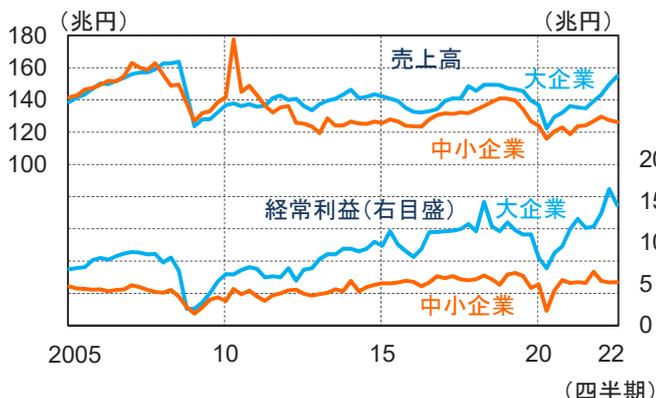
ばいにとどまるが、原燃料高の転嫁が難しい中で底堅い動きとなっている(図表1-1)。

直近の22年7~9月期は、全産業では増収減益となった。非製造業は感染拡大や原燃料高により、電気やガスなどで減収減益となった。一方、製造業は上海のロックダウンによる供給制約が緩和したほか、円安もあって4期連続の増収増益となった(図表1-2)。

2. 価格転嫁が進展、円安も加わり、粗利率は機械類で改善

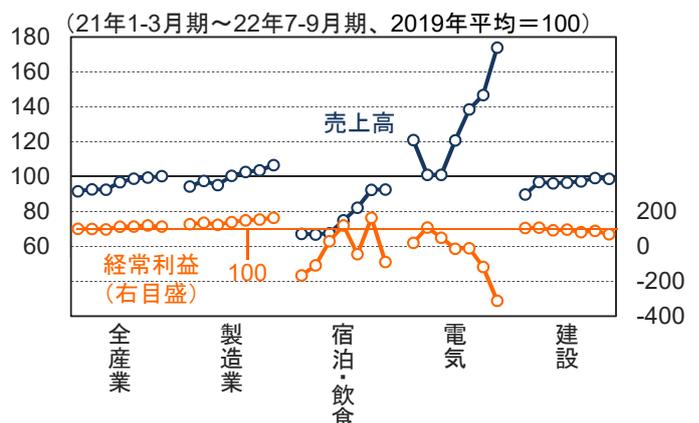
収益が堅調となった一因には、価格転嫁の進展がある。販売価格と仕入価格のDI差からなる交易条件は、22年中にマイナス幅が縮小しており、先行きも改善が見込まれている(図表2)。

図表1-1 規模別の売上高、経常利益



(備考)1.財務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による

図表1-2 業種別(全規模)の売上高、経常利益



(備考)1.財務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による

また、収益性の改善には価格転嫁以外の要素も影響した。機械製造業においては、円安が進む中でも海外販売価格を維持する傾向が、2014年と同様に見られた。日本の輸出が高付加価値品にシフトする中、円安で価格競争力(割安感)を強めて数量を増加するのではなく、円建て売上高の増加によって利益率を高める動きとなっている。

3. 製造業や卸売、運輸などで海外減速がリスク

コロナ禍で先行回復した外需も企業収益を支えた。輸出や海外売上高のウエートは、機械製造業などで高いほか、非製造業でも運輸や卸売では相対的に高く、円安とあいまって収益を押し上げてきた(図表3-1)。

ただし、今後は海外景気の減速や円高がリスクとなる。22年末にかけて、海外減速により鉱工業とともに、機械卸売や事業者向け電力などの「製造業依存型サービス」が弱含んだ。今後は対個人サービスを中心とする持ち直しの継続が期待されるもの

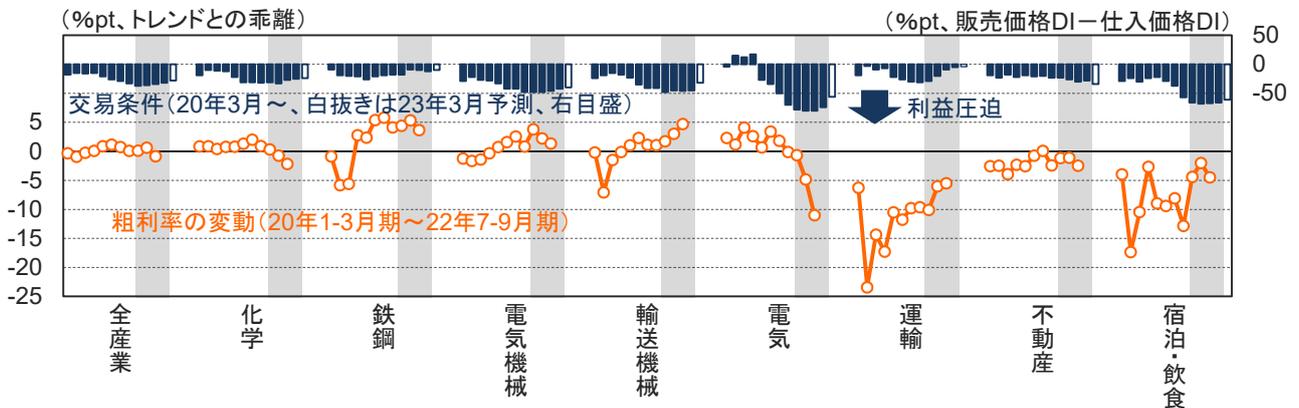
の、12年には欧州債務危機や円高などにより鉱工業に引きずられる形で景気が悪化しており、下振れリスクには注意を要する(図表3-2)。

4. 今後の経常利益は緩やかな改善が続く見込み

今後の経常利益は、緩やかな改善が続くとみられる。非製造業は国内景気回復のほか、原燃料価格の下落や価格転嫁の進展もあり、堅調が期待される。一方、製造業は海外減速や円高により、直近の高水準から減少する。ただし、今後、国内景気は米欧と比べて堅調に内需が回復するとみられており、過去の景気後退期よりも製造業の落ち込みは小幅にとどまる(図表4-1)。

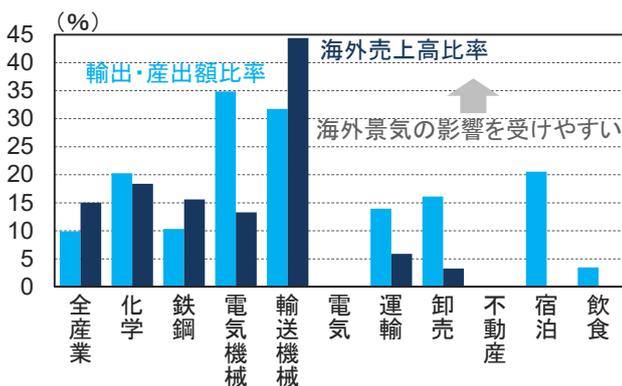
利益の改善を反映し、日経平均株価の予測コンセンサスも上昇する。23年半ばにかけては、景気悪化懸念による米欧の株価調整を受け、国内でもたつぐが、米欧の景気が持ち直す23年後半から上昇ペースが強まる。25年初には、ワクチンによる経済再開期待が高まった21年秋以来の3万円台を

図表2 交易条件と粗利率



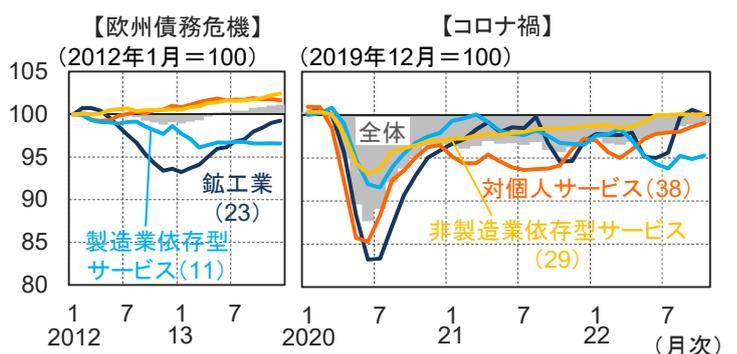
(備考)1.財務省、日本銀行 2.粗利率は全数調査の大企業に限定、トレンドは日本政策投資銀行試算 3.網掛けは22年

図表3-1 輸出・産出額比率、海外売上高比率



(備考)1.JIP2021、経済産業省 2.輸出はサービスを含む

図表3-2 鉱工業、サービス業の生産活動



(備考)1.経済産業省 2.()内は全産業に占める付加価値ウエート 3.3か月移動平均

回復すると見込まれている(図表4-2)。

5.業種別にみる経常利益の変動要因

続いて、業種別に当面の経常利益の変動要因を確認する。非製造業では、宿泊・飲食の売上高は、国内における感染影響の縮小や世界的な水際対策の緩和により大きく増加する。一方、製造業では海外展開が進む業種が多く、海外減速や円高が減益要因となるほか、コロナ禍で財需要がサービス需要に先行して回復したこともあり、今後の増収余地は非製造業に比べ小さい。内訳では、電気機械はメモリの特需一巡による下押しが大きい。輸送機械は部品不足の緩和が収益を支えるとみられる。

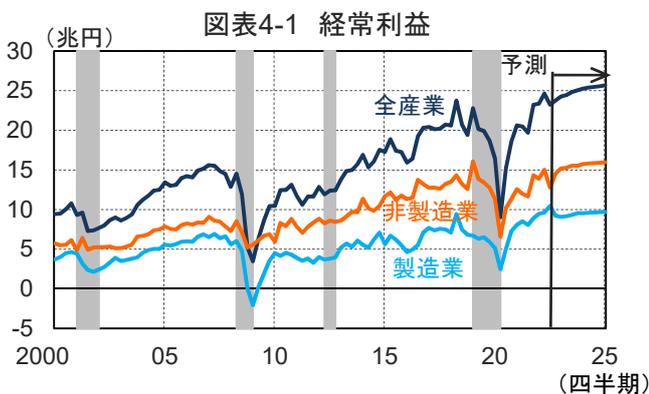
また、物価高や好業績を受けた賃上げも、利益の改善を幾分鈍らせる。その影響は労働集約的かつ人手不足が深刻な運輸や宿泊・飲食で相対的に大きいとみられる。このほか、市況下落や円高に

より変動費は非製造業を中心にプラス要因となるほか、長期金利の上昇がマイナス要因となる(図表5)。

6.貸出は再び増加傾向、資金繰りは製造業で悪化、非製造業は総じて改善

こうした収益の中で、企業の資金調達にはどのような影響があるだろうか。コロナ禍により20年春に急増した銀行貸出残高は、21年夏にかけて緩やかに減少したが、その後は再び増加傾向にある。業績回復による資金需要に、資源高による運転資金需要が加わった。また、22年後半には、金融政策を巡る不透明感による社債調達環境の悪化や、円安による外貨建融資の円換算額の増加も、貸出増の一因となった。

業種別には、製造業は特に輸送機械の資金繰りが厳しく、急増した借入の返済が鈍る可能性もある。非製造業は運輸の資金繰りDIがプラス圏に浮上し、



(備考) 1.財務省 2.予測は日本政策投資銀行(22年12月時点) 3.網掛けは景気後退期



(備考) 1.Refnitiv Datastream 2.日本経済研究センター「ESPフォーキャスト調査」の予測 3.破線は予測の上位、下位8機関平均

図表5 当面の経常利益の変動要因

		全産業想定		鉄鋼	化学	電気機械	輸送機械	電気・ガス	不動産	運輸	宿泊・飲食
売上高	国内	景気回復		需要低迷も価格転嫁	先行回復しており、増加余地小		部品不足緩和				回復余地大
	海外	景気減速	円高			一部半導体の特需一巡	部品不足緩和			旅客は好調	インバウンド
変動費		市況下落	価格転嫁	円高	価格転嫁により足元の圧迫小	足元で圧迫大	円安で販売価格維持	足元の圧迫小			
人件費		賃上げ進む		資本集約的であり、影響は相対的に小さい						労働集約的 人手不足	
為替差損益		円高			海外比率大	製造業では海外比率小	海外比率大			海外展開あり	

(備考) 1.日本政策投資銀行作成 2.橙は改善要因、青は悪化要因、グレーは影響なしまたは横ばい 3.濃色は全産業平均を上回る改善、悪化要因

厳しさが残る宿泊・飲食も持ち直すが、電気・ガスは資源高によって資金繰り悪化とともに借入が急増した(図表6)。

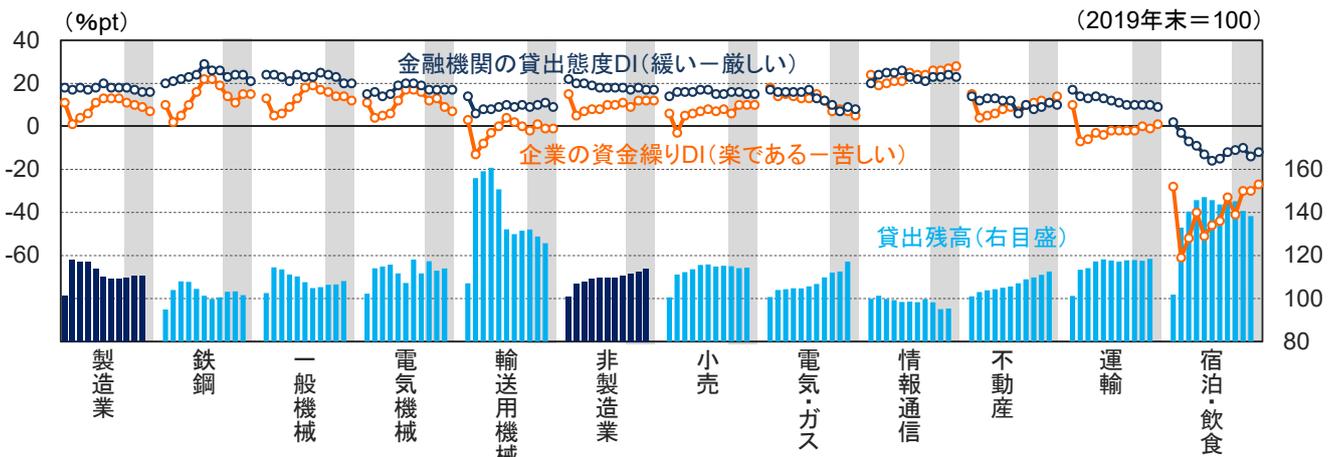
7.コロナ禍の借入は予備的動機が強い、債務償還年数はおおむね適正

企業のバランスシートの状況を概観すると、コロナ前には、有利子負債の削減が進む中で現預金と利益剰余金が両建てで増加したが、コロナ禍では、利益剰余金が減少する一方、負債と現預金が急増した(図表7-1)。総じてみれば、予備的動機による借入が多いとみられるが、中小企業庁によれば、今年7月から24年4月にゼロゼロ融資の返済期限が

集中する。借り換えのための新たな保証制度も設けられたが、業績改善が遅れた企業の経営問題が顕在化する可能性は残る。

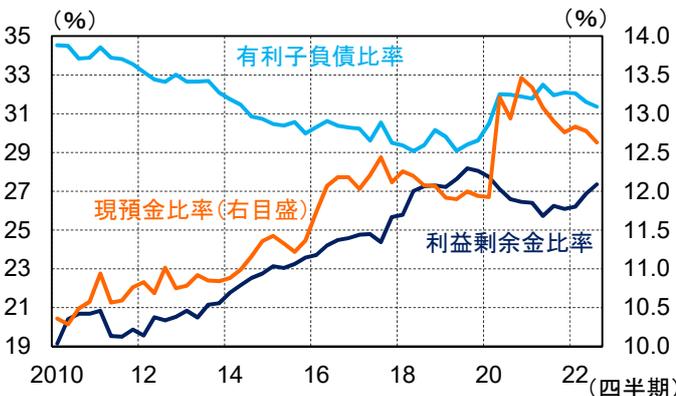
最後に、企業の返済能力を反映する債務償還年数をみると、製造業は過去15年で最短となり、非製造業はコロナ前より長いものの、リーマン危機よりは短期化するなどおおむね適正範囲にある(図表7-2)。ただし、足元の高水準の借入残高は堅調な収益力に支えられている。海外減速や円高、あるいは内需の想定外の減速によって企業収益が下振れし、倒産や金融を通じて悪影響が深まるリスクには留意が必要となる。

図表6 業種別の資金繰りと貸出状況(20年3月~22年12月まで3ヵ月毎)



(備考)1.日本銀行 2.貸出残高の季節調整は日本政策投資銀行による 3.貸出残高は22年9月末まで 4.網掛けは22年

図表7-1 現預金・有利子負債・利益剰余金比率



(備考)1.財務省 2.季節調整は日本政策投資銀行による 3.全て総資産に占める割合

図表7-2 債務償還年数



(備考)1.財務省 2.債務償還年数=要返済債務(短期+長期+社債)/償還資金(経常利益×0.5(法人税等)×0.7(配当性向30%)+減価償却費×0.7(3割は維持更新費))、経常利益の季節調整は日本政策投資銀行による

©Development Bank of Japan Inc.2023

本資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、取引などを勧誘するものではありません。本資料は当行が信頼に足ると判断した情報に基づいて作成されていますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しましては、ご自身のご判断でなされますようお願い致します。本資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されています。本資料の全文または一部を転載・複製する際は、著作権者の許諾が必要ですので、当行までご連絡下さい。著作権法の定めに従い引用・転載・複製する際には、必ず、『出所：日本政策投資銀行』と明記して下さい。

お問い合わせ先 株式会社日本政策投資銀行 産業調査部

Tel: 03-3244-1840

e-mail(産業調査部): report@dbj.jp