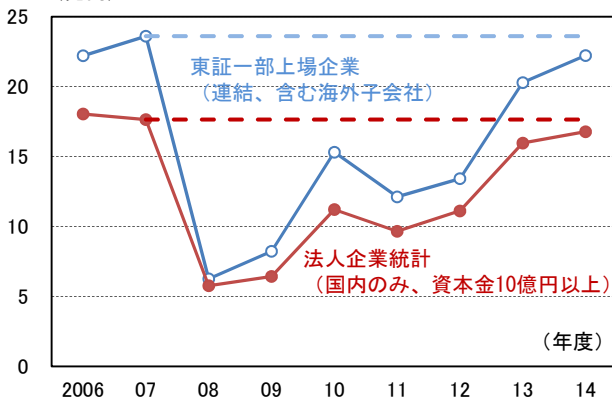


リーマンショック後の製造業の国内外収益と設備投資

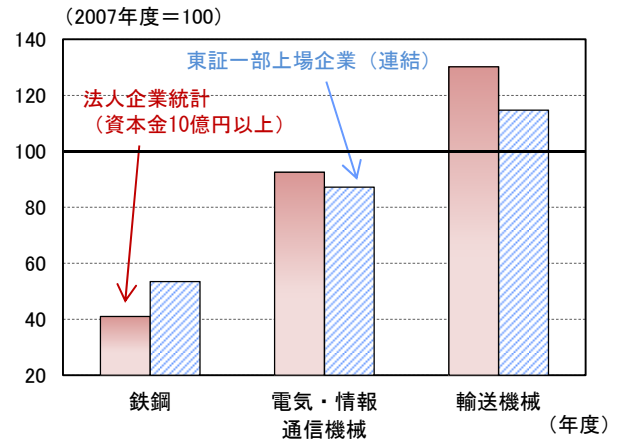
1. 製造業の企業収益の動向

- 2013年4月に始まる日銀の異次元の金融緩和により円の対ドルレートは大幅な円安が進行した。こうした中で上場製造業の連結経常利益は3期連続の増益となり、リーマンショック前の水準をほぼ回復した(図表1-1)。国内企業の単体決算に限ってみても、法人企業統計による大企業製造業の経常利益は、リーマンショック前並の水準となったと見込まれ、主要業種では鉄鋼の利益回復が遅れているものの、輸送機械では連結、国内のいずれでもみても過去最高益となったとみられる(図表1-2)。
- 他方、売上高をみると、連結ではほぼリーマンショック前の水準を回復した一方、国内での戻りは鈍く08年を大きく下回る(図表1-3)。国内での経常利益回復の背景には、設備投資の抑制による減価償却費の減少や人件費の削減等も寄与しているが、売上高営業利益率の回復は売上高経常利益率に比べて鈍く(図表1-4)、経常利益率の改善はリストラだけでは説明できない。本稿では企業の海外展開が収益や売上構造に与えた影響を確認するとともに、連結と国内外での設備投資動向にどのような傾向がみられるかを分析する。

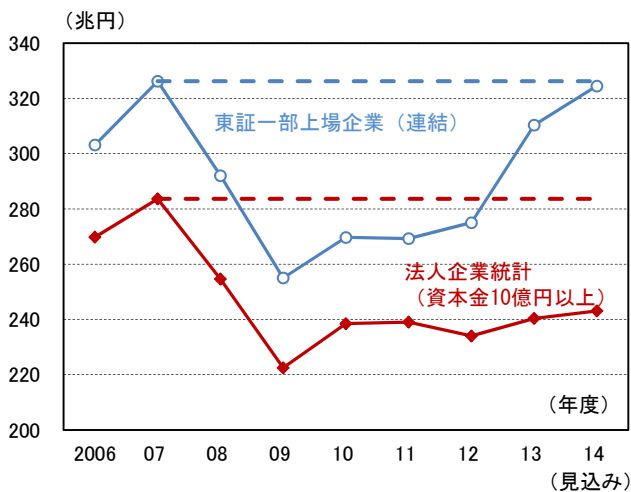
図表1-1 大企業製造業の経常利益 (兆円)



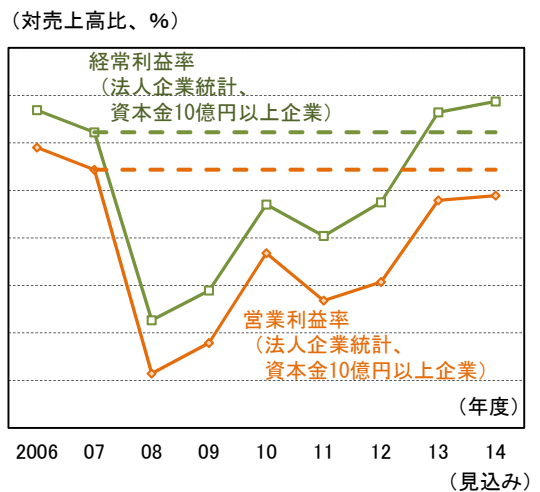
図表1-2 主要業種の経常利益 (2014年度)



図表1-3 大企業製造業の売上高 (兆円)



図表1-4 国内大企業製造業の売上高利益率 (対売上高比、%)

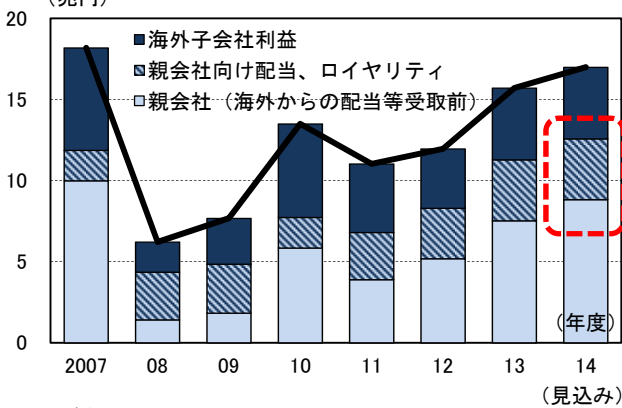


(備考) 1. 上場企業は06~14年度にかけて連続してデータ入手可能な企業について、親子上場による重複を控除の上、集計経常利益は818社、売上高は795社(14年度のうち、決算発表前の企業については、計画値)
 2. 3月期決算企業が最も多いことから、3月期を中心として、例えば12年10月期~13年9月期の決算を12年度決算として扱った
 3. 法人企業統計は日銀短観15年3月調査の伸び率で延長
 4. 図表1-1、1-3、1-4の点線はそれぞれ07年の水準

2. 海外展開による利益が国内にも還元

- 日本企業の海外事業の拡大は、国内単体の収益に海外子会社からの配当金、ロイヤリティという形で貢献する。2009年の会計基準変更により、海外セグメント利益を公表する東証一部上場製造業は全体の2割程度にまで減少したため、複数の統計を組み合わせることで製造業の連結経常利益を試算した。
- 製造業の連結経常利益の内訳をみると、国内売上のみで稼ぎ出した利益が07年を下回る一方（図表2-1）、配当金、ロイヤリティは倍増している。12年頃にかけての円高の中で企業の海外進出が拡大したため、海外子会社から国内の親会社向けの配当等による還元はその後の円安も手伝って拡大し、親会社の利益を大きく押し上げており、こうした特徴は輸送機械や電気機械などの加工業種でより顕著となっている（図表2-2）。
- 配当金、ロイヤリティ収入の増加は、マクロでは直接投資収支の過半を占める配当金収支や技術貿易収支の黒字幅の拡大に現れており、11年以降赤字化した貿易収支を補い、経常黒字を維持する主因となっている（図表2-3、2-4）。

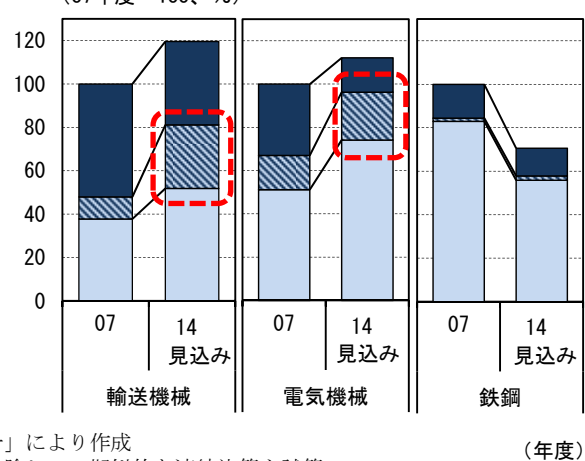
図表2-1 海外に子会社を有する製造業の連結経常利益の試算



(備考)

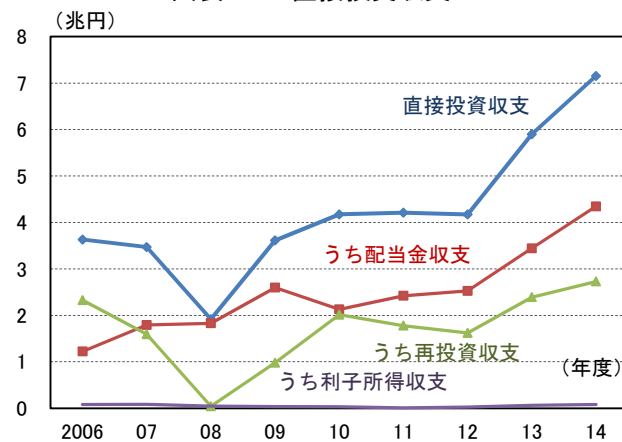
- 経済産業省「海外事業活動基本報告」、財務省「法人企業統計」により作成
- 親会社業種分類に基づき、子会社から親会社への利益還元を控除して、擬似的な連結決算を試算
- 親会社の利益は「海外事業活動基本報告」統計にはないため、法人企業統計の利益率を準用
14年度の連結増益率は東証一部上場企業の増益率見込みで延長

図表2-2 主要業種の連結経常利益の試算



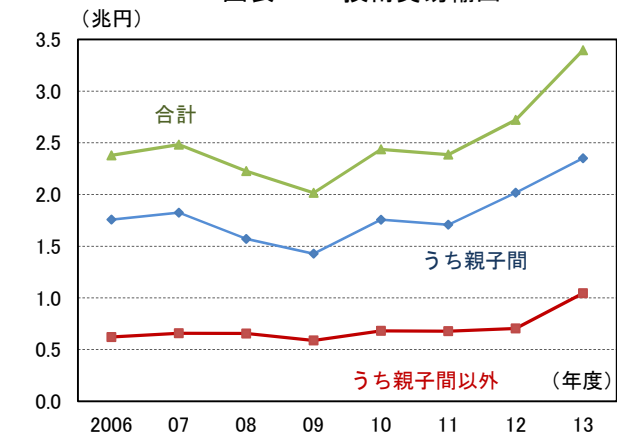
(年度)

図表2-3 直接投資収支



(備考)財務省「国際収支統計」により作成

図表2-4 技術貿易輸出

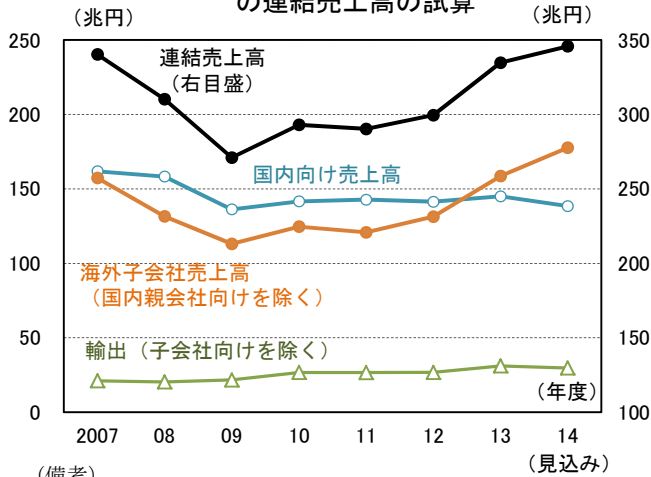


- (備考)
- 総務省「科学技術研究調査」により作成
 - 技術貿易の種類は以下のとおり（商標権は除く）
 - 特許権、実用新案権、著作権
 - 意匠権、③各技術上のノウハウの提供や技術指導（無償提供を除く）、④開発途上国に対する技術援助（政府からの委託によるものも含む）

3. 連結売上高の増加には、円安に加えて、数量、単価要因も寄与

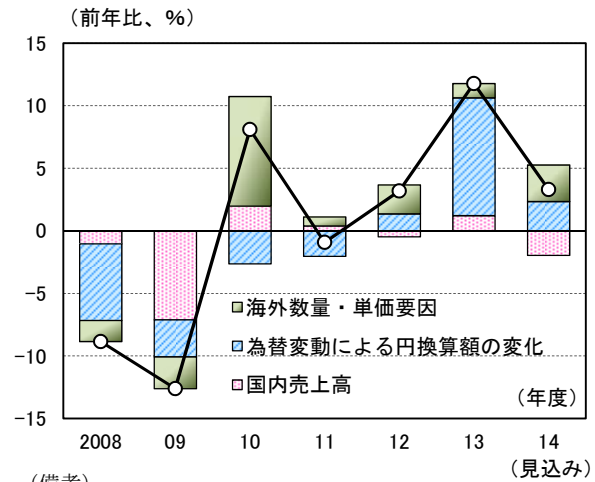
- 次に製造業の連結売上高とその内訳を試算すると、2012年度以後は海外現地法人の売上増が全体を牽引している（図表3-1）。13年度の海外現地法人の売上増は円安により円換算額が増加した効果が大きいものの、14年度は海外における売上数量の増加や高付加価値化等による現地通貨ベースでの単価上昇も増収による寄与も拡大したものとみられる（図表3-2）。
- 一方、国内部門からの輸出はリーマンショック前の07年度を依然として下回っている。海外子会社向け輸出は09年にかけて急減した後、かつての水準を回復しておらず（図表3-3）、現地での生産体制やサプライチェーンの整備などに伴い、現地調達率も高めながら、海外現地法人が自前で材料等を調達する割合が高まっている姿が窺える。
- 輸出回復の遅れと国内需要の低迷の他、海外からの逆輸入の増加もあり、14年度の鉱工業生産の水準は07年度の85%にとどまる（図表3-4）。ただし、13年以降の円安の進行、定着により、日本国内向け製品等の生産を国内に戻す動きが一部で見られ、今後、こうした動きが広がれば、生産水準を底上げる要因となる。

図表3-1 海外に子会社を有する製造業の連結売上高の試算



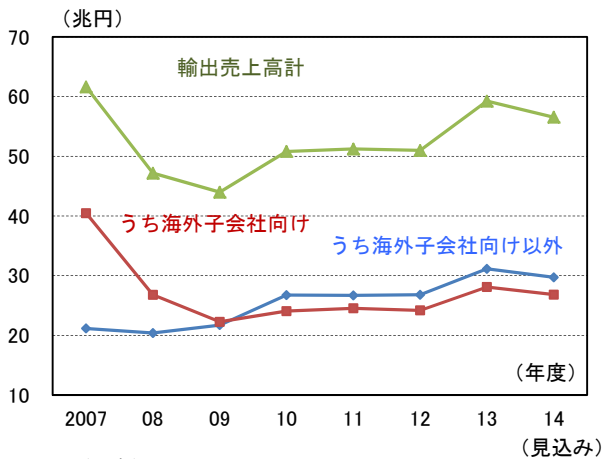
- (備考)
- 経済産業省「海外事業活動基本報告」により作成
 - 親子間の取り引きを控除し、擬似的な連結決算を試算
 - 14年度の連結増収率は東証一部上場企業の増収率見込みで延長

図表3-2 連結売上高前年比



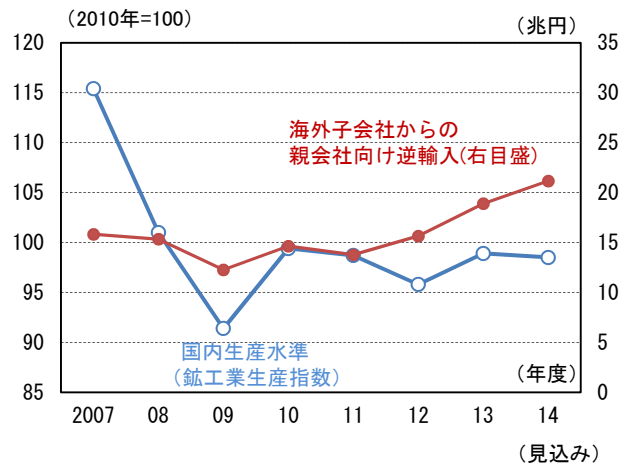
- (備考)
- 経済産業省「海外事業活動基本報告」、日本銀行「実効為替レート」により作成
 - 海外売上高（輸出と海外子会社売上高の合計）のうち、為替レート変化で説明できる分を為替要因とし、残りを海外数量・単価要因とした

図表3-3 国内部門の輸出売上高の内訳



- (備考)
- 経済産業省「海外事業活動基本報告」、「鉱工業生産」、財務省「法人企業統計」、日本銀行「短観」により作成
 - 14年度の連結増収率は東証一部上場企業の増収率で延長。14年度の国内売上高に占める輸出の割合は前年並みとした

図表3-4 逆輸入と国内生産

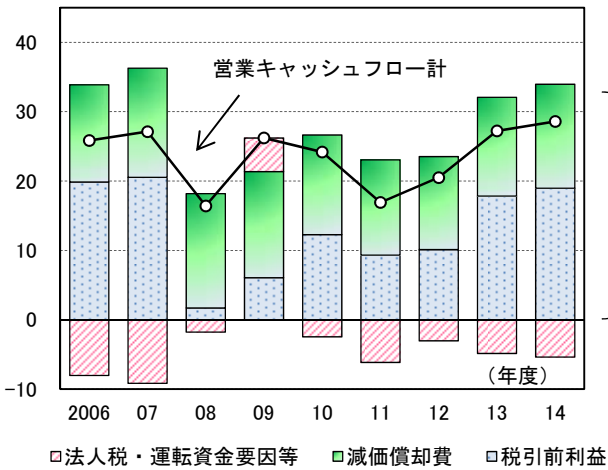


(見込み)

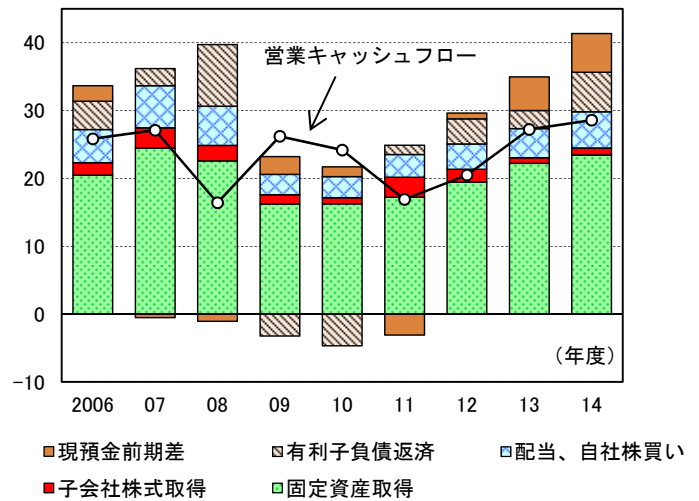
4. 連結ではキャッシュフローの回復とともに設備投資も増加

- 東証一部に上場する製造業について、海外事業も含む連結決算で見ると、収益の回復により営業キャッシュフローがリーマンショック前を上回って増加している（図表4-1）。主な資金用途としては設備投資も増加しているものの、営業キャッシュフローが設備投資の水準を上回っており、有利子負債の返済や株主還元、現預金の積み増しに資金が使われている（図表4-2）。そこで設備投資、有利子負債返済、配当等の株主還元について、企業行動に変化がみられるか、分析を行った。
- 個別企業の連結財務データを用いたパネル分析によれば、設備投資と株主還元では、実績としての営業キャッシュフローと当期の利益見込みの増加の双方が押し上げ要因となる一方、有利子負債残高は押し下げ要因となることが確認できる（図表4-3）。ただし、時系列の固定効果をみると、設備投資の係数が12年にかけて一旦上昇したものの、その後、再び低下しており、他の条件が同じ場合、設備投資を増やす傾向には一服感もみられる。他方、有利子負債の固定効果は11~12年にかけて一旦低下したものの、13年には再び上昇し、負債を減らす傾向は08年以降で最も高くなっている（図表4-4）。

図表4-1 営業キャッシュフローの内訳
(兆円)



図表4-2 営業キャッシュフローと主な資金用途
(兆円)

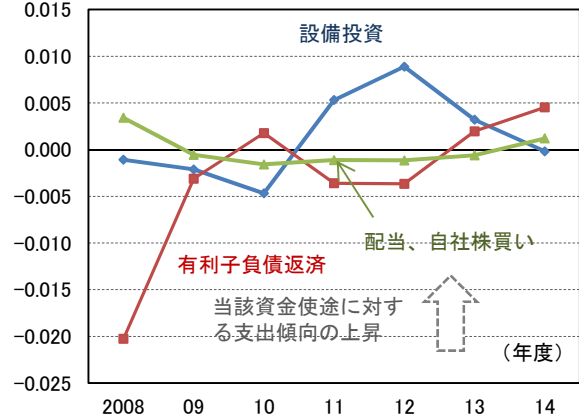


(備考) 06~13年度にかけて連続してデータ入手可能な東証一部上場の824社を集計
14年度は5/15までに決算発表を終えた817社について集計し、13、14年度ともにデータがある共通企業ベースの伸び率で試算
尚、親子で上場している場合は、重複分を控除

図表4-3 主な資金用途増減の決定要因

説明変数	被説明変数 △設備投資	△有利子負債	△配当・自社株 買い
定数項	0.014 (10.29)	▲ 0.083 (▲ 37.43)	0.006 (10.03)
△1期前営業CF (うち償却前利益)	0.022 (2.86)	0.029 (2.39)	0.023 (6.91)
1期前 有利子負債残高	▲ 0.081 (▲ 11.06)	0.463 (39.51)	▲ 0.015 (▲ 4.78)
△当期の年度当初 経常利益計画	0.164 (13.59)	0.100 (5.19)	0.051 (9.87)
決定係数	0.081	0.427	0.193

図表4-4 推計結果の時系列固定効果
(係数)

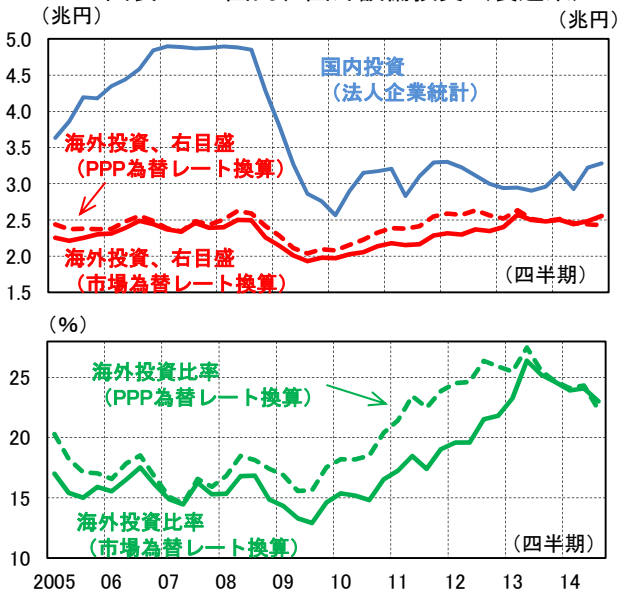


(備考) 1. 個別企業の財務データについて、説明変数、被説明変数ともに売上高で除して基準化し、時系列横断面固定効果モデルによりパネル分析。△は前期差。有利子負債は返済額
2. 各変数とも標準偏差の3倍以上の値については異常値とみなして推計対象から除外
3. ()内はt値。サンプル数は4,795 (2008~14年×778社 (最大))

5. 製造業の海外設備投資と国内設備投資の関係

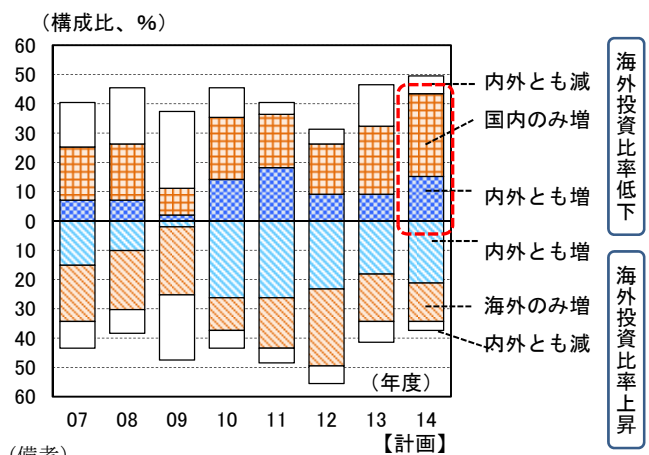
- 国内外の設備投資の推移をみると、10年以降の国内投資の回復は緩やかで、足元でも08年の7割弱の水準にとどまる。他方、海外投資は、企業の海外進出により08年の水準を上回っているが（図表5-1）、足元では伸び悩んでいる。こうしたなか、海外設備投資比率は海外投資実績のない企業も含めたマクロで見ると、13年にかけて25%超まで上昇したが、上昇基調が一服している。
- また、日本政策投資銀行の設備投資計画調査のデータでみると、14年度計画では国内投資を増やし、海外投資比率が低下したと回答した企業数が増加し、国内回帰的な動きもみられる（図表5-2）。
- 尚、国内法人の利益には海外からの配当やロイヤリティが含まれているが（前出、図表2-1）、日銀短観データによる推計では、海外からの収益を含む営業外収支の改善は国内設備投資の増加には繋がらないとの結果を得た（図表5-3）。また時系列固定効果の係数も、05～06年を下回っており、他の条件が同じ場合、製造業の国内設備投資に対する支出傾向の上昇は限定的である（図表5-4）。
- 海外事業を含めても設備投資を増やす傾向に一服感がみられるなか（前出、図表4-4）、国内設備投資については、純粋な国内事業による利益回復が十分ではないことも国内設備投資の持ち直しの鈍さの一因と考えられる。海外からの配当やロイヤリティではなく、輸出の持ち直しや内需回復による国内事業の利益回復の進捗が、今後の国内設備投資の本格的回復のカギとなろう。

図表5-1 国内、国外設備投資（製造業）



（備考）財務省「法人企業統計」、経済産業省「海外事業活動四半期調査」、IMF「World Economic Outlook」により作成

図表5-2 内外設備投資の増減別にみた海外投資比率の上昇・低下企業の割合



（備考）

1. 日本政策投資銀行「設備投資計画調査」により作成
2. 2006～13年実績及び14年計画を連続して取得出来た99社
3. 回答企業は海外投資の実績がある企業が中心だが、一部、海外投資実績のない企業も含む。海外投資実績がなかった企業や海外投資比率が変わらなかった企業も合わせると全体では100%となる

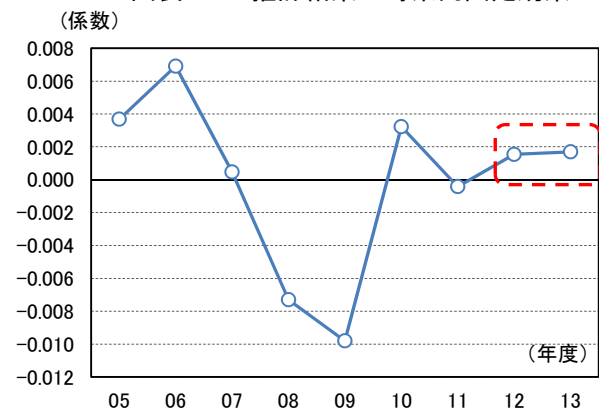
図表5-3 国内設備投資の推計

サンプル数	17業種×9年(最大、2005～13年度)		
被説明変数	△(国内設備投資)		
説明変数	係数	t値	
定数項	0.0015	1.15	
△営業利益(前年度)	0.1535	3.88	
△金融費用を除く営業外収支(前年度)	▲ 0.0358	▲ 0.21	
△営業利益(6月時点の当年度計画)	0.0822	1.34	
設備過剰感(年度平均、前年度)	▲ 0.0002	▲ 1.72	
決定係数: 0.433			

（備考）1. 日本銀行「短観」により作成 2. 時系列横断面固定効果モデルによりパネル推計

3. 被説明変数は設備投資実績データ。海外子会社からの収益の代用として、支払利息等の金融費用を除く営業外収支を採用
説明変数、被説明変数ともに売上高で除して基準化

図表5-4 推計結果の時系列固定効果



- ・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。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：日本政策投資銀行と明記して下さい。
- ・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。

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: report@dbj.jp