

3 企業部門の動向

家計部門に続き、本項では企業部門の動向について分析する。まず企業収益への影響を概観し、国内外の需要が弱まったなかでの生産の状況を確認する。さらに、今後の設備投資の展望について議論する。

●企業収益は感染症の影響により大幅減、ただし、年初来の原油安は交易利得を押し上げ

最初に企業収益の動向について確認しよう。長く増勢が続いてきた企業収益は、2019年に入り、海外経済の鈍化から、製造業を中心に弱い動きがみられだした。他方、非製造業の企業利益は、この間も底堅く推移していたが、2020年1-3月期に感染症の影響が顕在化するに及び、大きく減少し、全産業の企業収益も急速に減少した。(第1-1-16図(1))。

経常利益の変動について、製造業と非製造業に分けて要因を分解すると、製造業では、2018年7-9月期以降、海外経済が減速するなかで、徐々に売上高のプラス寄与が縮小し、2019年4-6月期からはマイナス寄与に転じた。特に、感染症の影響により輸出が急減した2020年4-6月期の売上高要因は大幅なマイナスとなった(第1-1-16図(2))。また、コスト面については、人件費要因は変動が小さく、2019年以降は目立った影響はみられていない一方、仕入れコスト等を反映する変動費要因が傾向的にマイナス寄与となっている。ただし、2019年10-12月期はプラス寄与(仕入れコストの低下)となっている。この時期は、消費税率引上げに伴う駆け込み需要の反動減があらかじめ見込まれていたことから、生産調整のために仕入れを減らしていた可能性が示唆される。

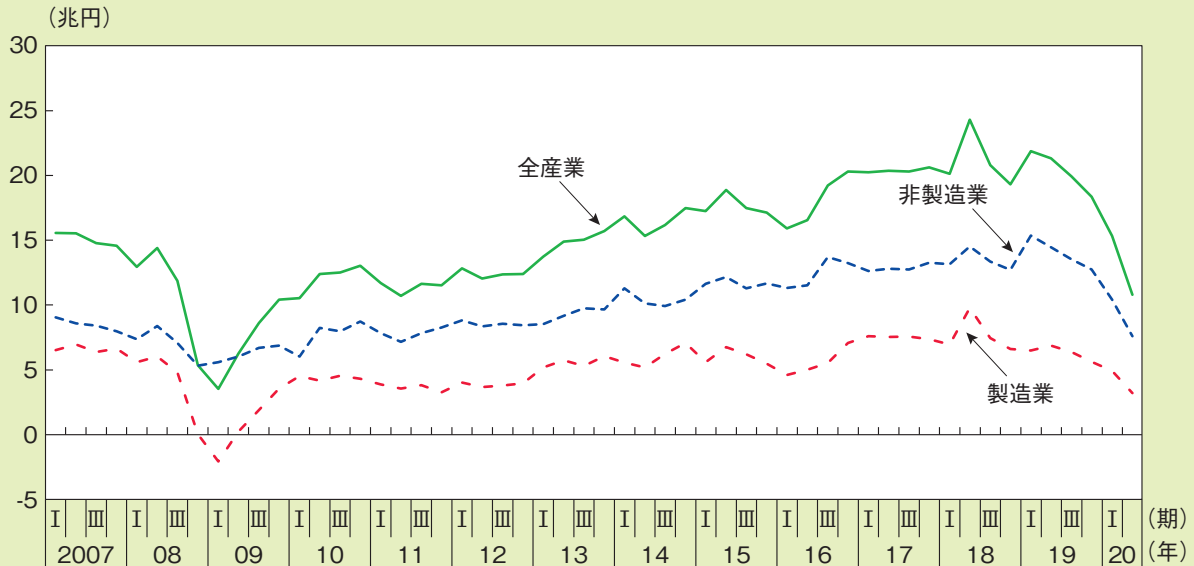
非製造業では、内需の底堅さを背景に、製造業に比べて2018年から2019年4-6月期を通じ、売上高要因のプラス寄与が続いた。7-9月期には、売上高要因がマイナスとなっているが、これは、前年同期の売上高要因が強かったことの反動と、原油価格の下落等により取引価格が低下したためとみられる。同じ7-9月期には、変動費も減少(仕入れコストの低下)しており、原油価格による売上高要因のマイナス寄与の一部を相殺している²⁶。10-12月期は、消費税率引上げ後の反動減や大型台風の影響等により売上高要因は大幅なマイナス寄与となったが、一方で、製造業と同様にこの期の変動費要因はプラスに寄与し、売上高要因を相殺したことで、減益には至らなかった。2020年1-3月期及び4-6月期には、感染症の影響のために売上高が大きく下押しされたことで、非製造業も大幅な減益となった。

注 (26) 非製造業のうち卸売業等では、財の仕入れ価格と販売価格との対応関係が強く、仕入れ価格の低下が、変動費のみならず、売上高も減少させるケースがある。この場合、経常利益に対して、変動費の減少はプラス寄与、売上高の減少はマイナス寄与となるため、双方の経常利益への影響は相殺し合う関係にある。

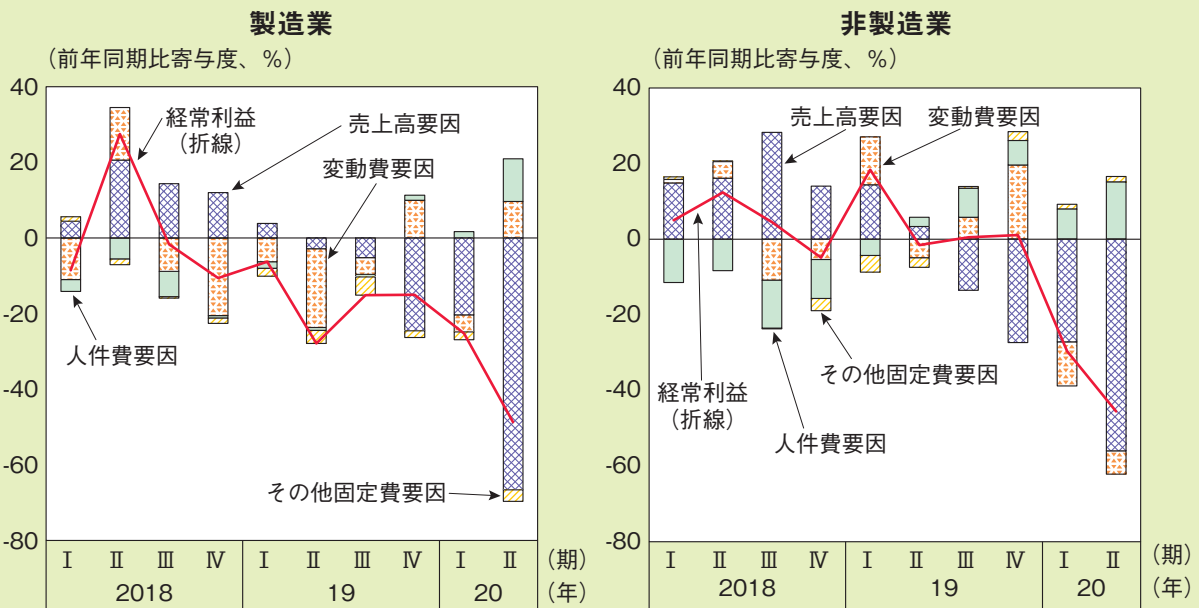
第1-1-16図 経常利益の動向

企業収益は、感染症の影響による売上高の減少を背景に大幅減

(1) 経常利益の推移



(2) 経常利益の要因分解



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」により作成。

2. (1) は季節調整値。

3. (2) の要因分解は、次式により求めた。

$$\Delta \text{経常利益} / \text{経常利益}_{-1} = \underbrace{(1 - \text{変動費率}) \times \Delta \text{売上高} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{売上高要因}} - \underbrace{\text{売上高}_{-1} \times \Delta \text{変動費率} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{変動費要因}} - \underbrace{\Delta \text{人件費} / \text{経常利益}_{-1} - \Delta \text{その他固定費} / \text{経常利益}_{-1}}_{\text{人件費要因} \quad \text{その他固定費要因}}$$

ただし、変動費 = 売上高 - 経常利益 - 固定費用

変動費率 = 変動費 / 売上高

固定費用 = 人件費 + その他固定費用 (減価償却費、支払利息等)

このように、内外経済が急速に悪化したなかで、企業の収益環境は極めて厳しい状況となった。こうした中において、年初から起こった原油価格の急落は、企業負担を和らげた数少ない材料だと考えられる。そこで、交易利得の動向をみることで、一国全体の海外との所得移転について確認してみよう。

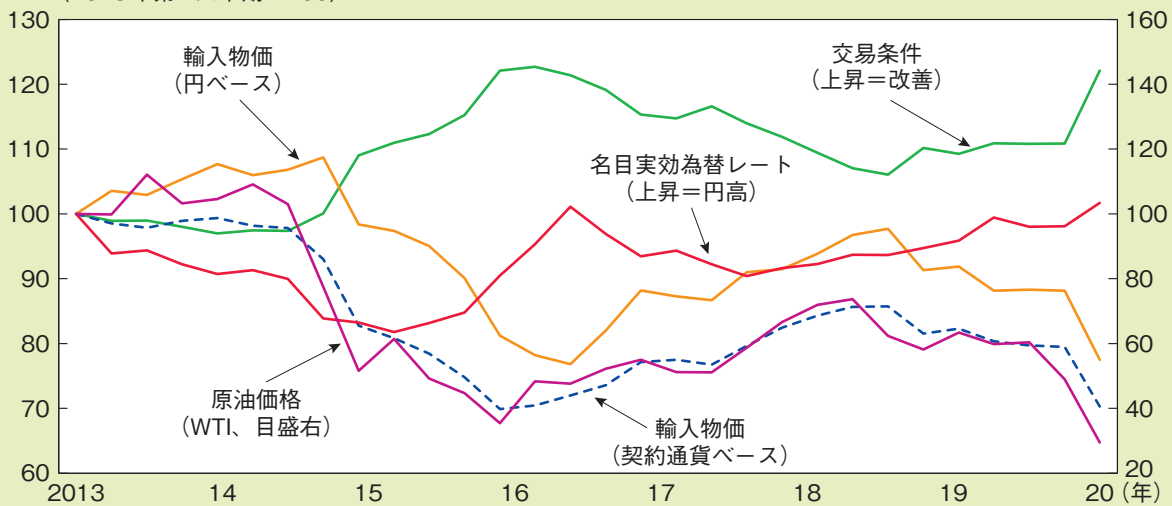
2018年後半以降、原油価格は、世界経済の減速を背景として緩やかな下落傾向にあったが、2020年に入ると、産油国間の協調減産の破綻と感染症による世界的な景気後退懸念から、急落した。この間、名目実効為替レートは、円高方向に緩やかに推移していたことから、我が国の輸入物価（円ベース）も大きく下落することとなった（第1-1-17図（1））。

第1-1-17図 交易条件と交易利得の動向

資源価格の下落による交易条件の改善が所得減を緩和

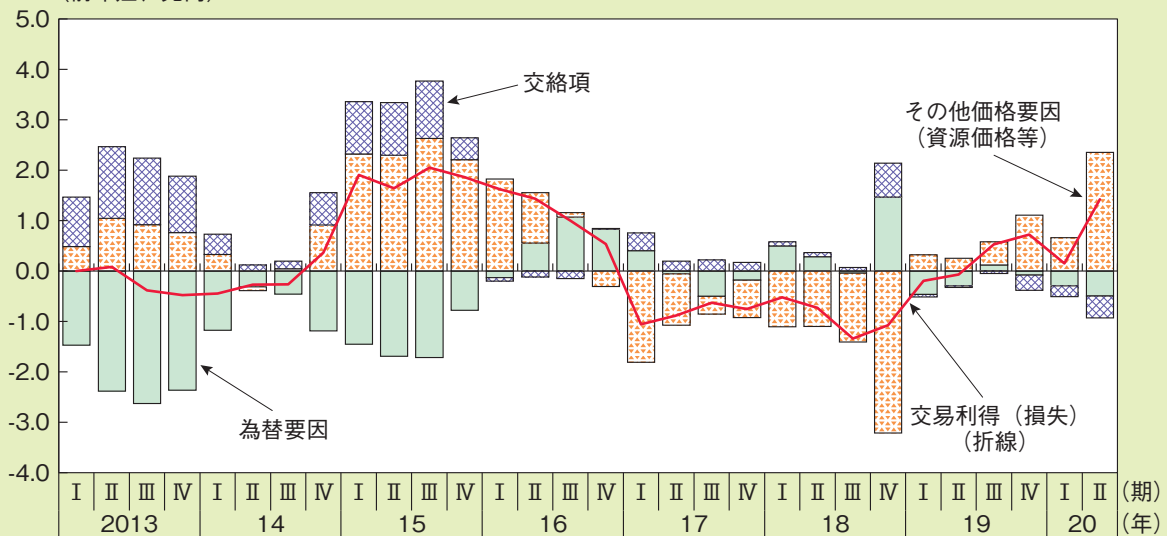
(1) 輸入物価と交易条件の動向

(2013年第1四半期=100)



(2) 交易利得の要因分解

(前年差、兆円)



(備考) 1. 内閣府「国民経済計算」、日本銀行「企業物価指数」、Bloombergにより作成。
 2. 交易条件 = 輸出物価指数 / 輸入物価指数 × 100として算出。
 3. (2) 図の作成方法については付注1-3を参照。

輸入物価の下落は、交易条件（＝輸出物価／輸入物価）の改善（上昇）につながる。このことは、より少ない輸入代金でこれまでと同じ量を輸入することができるようになるため、海外から国内への所得の流入（交易利得）が生じることを意味する。逆に、輸入物価が上昇すれば、交易条件の悪化（低下）によって、国内から海外への所得の流出（交易損失）が発生する。

2018年後半から始まった交易条件の改善は、2019年7－9月期以降において、我が国に交易利得をもたらした。特に、感染症の影響により経済が強く下押しされた2020年4－6月期の交易利得は大きく増加している。ここで、交易利得の変化を、「為替要因」と「その他価格要因」に分解すると、「その他価格要因」が近年の交易利得の動きを決めていることが分かる。「その他価格要因」には、契約通貨ベースの輸入価格や輸出品の国内生産コストの影響が含まれるが、主要な部分は前者のうち特に原油等の資源価格の変動である。2020年の我が国経済は、感染症の影響により一国全体の所得減は生じているものの、同時期に発生した原油価格の急落により、海外への所得の流出（交易損失の発生）は免れていたことが分かる（第1－1－17図（2））。

●製造業の生産は、輸出急落に伴い大幅に減少した後、在庫調整の進展から持ち直し

製造業の利益動向には2018年後半から弱さがみられていたが、こうした弱さは生産活動と整合的である。鉱工業生産は、2018年後半以降、世界経済の減速が進むなかで、緩やかな減少傾向をみせており、2020年3月から5月にかけては感染症の影響により急落した。具体的には、感染防止のために国内の経済活動が抑制されたことに加え、我が国の主要貿易相手国である欧米諸国において、3月以降、ロックダウン等の強力な経済活動抑制策が実施されたこともあり、こうした国・地域向けへの輸出が大幅に減少したこと等が要因である。生産の減少は、自動車等の輸送機械や主として設備投資に向けられる生産用機械等においてみられた。ただし、5月以降、欧米主要国では経済活動の再開が順次進み、こうした国・地域への輸出も6月から増加に転じたこともあり、生産は増加に転じている（第1－1－18図（1）、（2））。

今回の生産動向をリーマンショック時と比べると、輸送機械は、リーマンショック時を若干上回るペースで減少したが、回復のペースも速くなっている。生産用機械は、リーマンショック時ほどの減少には至っていないものの、感染症の影響が長引けば、海外における設備投資が下押しされるため、底打ちが遠のくおそれがある。電子部品・デバイスは、リーマンショック時と様相が大きく異なっており、底堅さをみせている。その背景には、いち早く感染症の影響から脱した中国向けの輸出が多いこと、また、世界的には5G対応やデータセンター向けの半導体需要の高まりがある（第1－1－18図（3））。

生産全体としては、6月以降持ち直しの動きがみられるようになったところだが、在庫循環図を確認すると、2018年10－12月期（第16循環の景気の山（暫定））以降、我が国の製造業は調整局面に入っていたが、2020年4－6月期には在庫が減少に転じている。循環パターンに照らせば、今後は、出荷が増加に転じることになり、次の拡張局面に入ることが期待される（第1－1－19図）。

第1-1-18図 製造業の生産の動向

製造業の生産は、輸出が急減するなかで大幅に減少、輸送機械の落ち込みが大きい

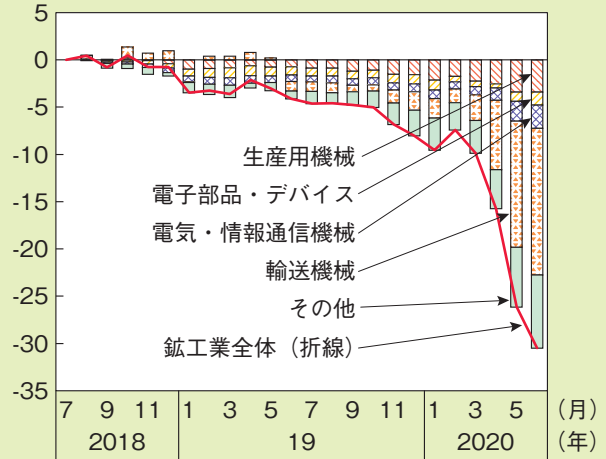
(1) 生産の動向

(2015年=100)



(2) 輸出向け出荷の業種別累積寄与度

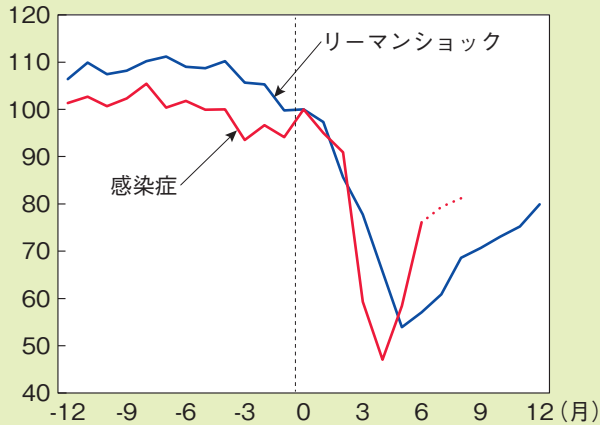
(2018年7月対比、%)



(3) 業種別の生産の動向 (リーマンショック時との比較)

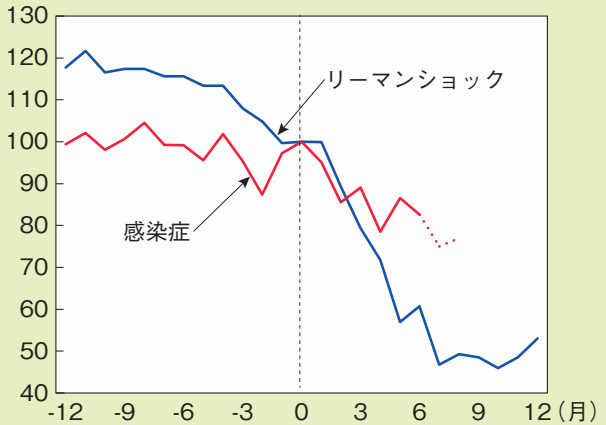
輸送機械

(基準月=100)



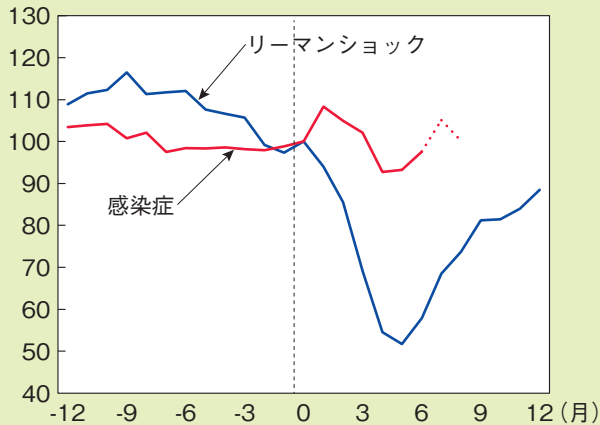
生産用機械

(基準月=100)



電子部品・デバイス

(基準月=100)

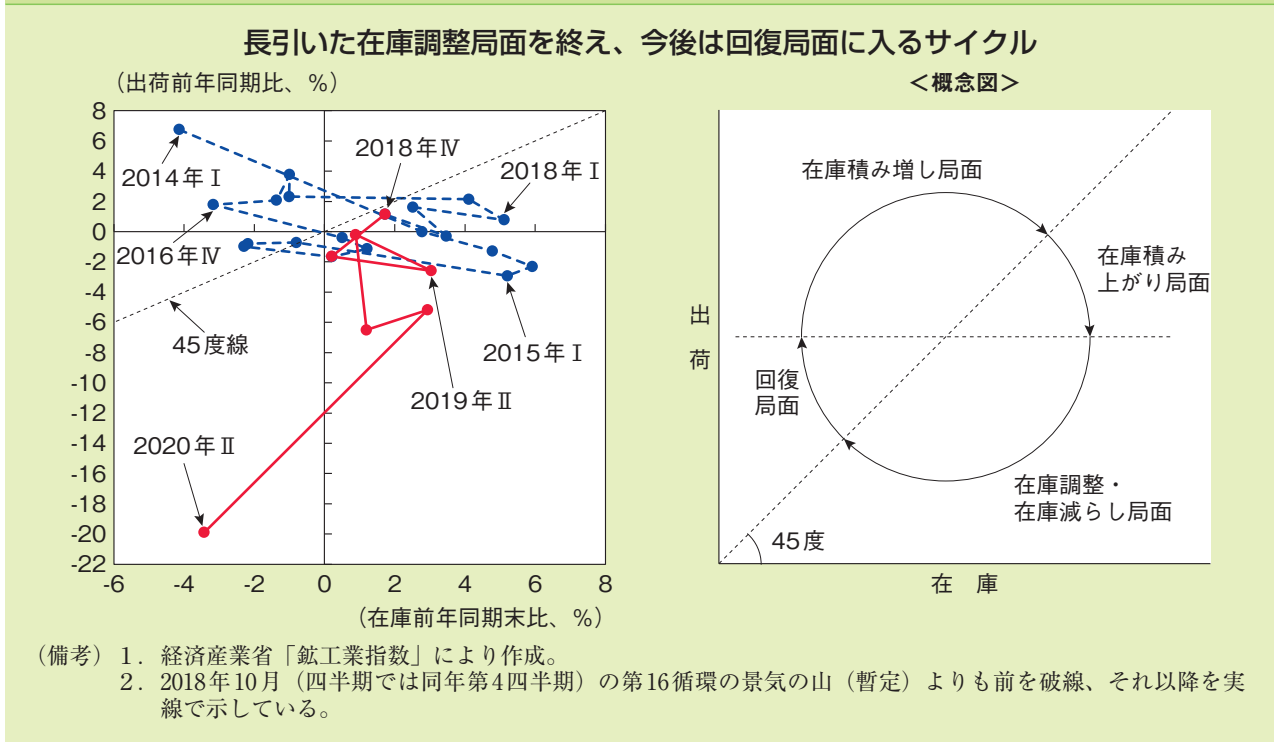


(備考) 1. 経済産業省「鉱工業指数」、「鉱工業出荷内訳表」により作成。

2. (2)は、後方3ヶ月移動平均。

3. (3)の基準月は、リーマンショック：2008年9月、感染症：2020年1月。点線は、予測調査。

第1-1-19図 製造業の在庫循環



続いて、非製造業の動きについて検証するが、全産業活動指数によって製造業（鉱工業）も含めた生産の全体像を確認すると、今回の局面は、製造業よりも非製造業（第3次産業）の落ち込みが大きい。リーマンショックの際には、製造業のマイナス寄与が大きかったことと対照的である。また、全産業の減少ペースも、リーマンショック時よりも急速かつ大幅となっている（第1-1-20図(1)）。

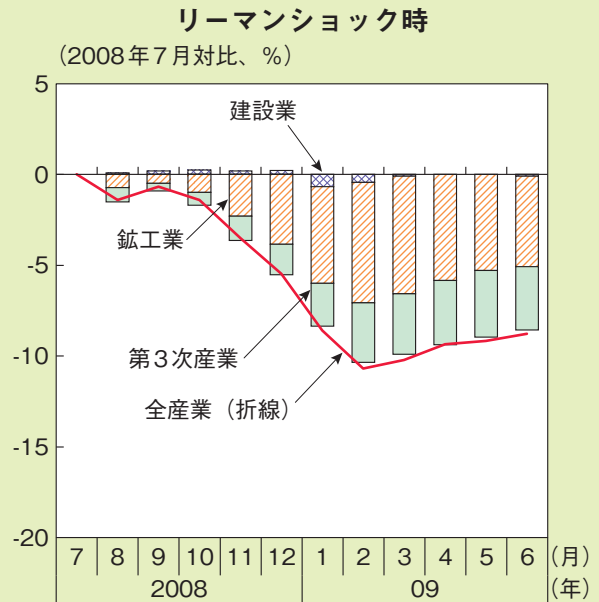
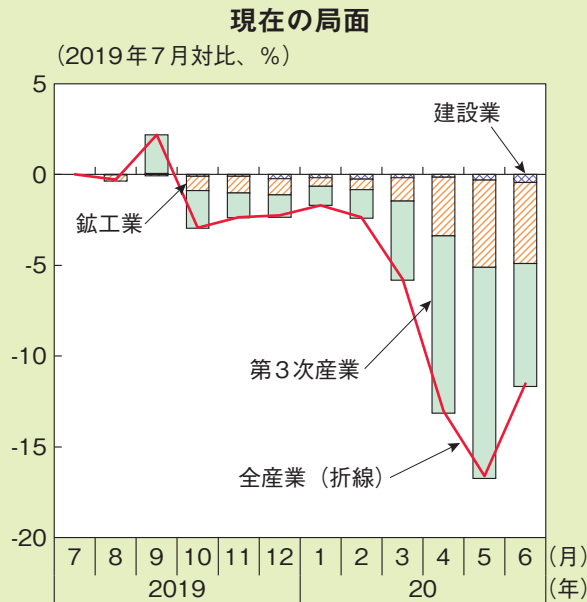
非製造業の業種別に活動指数の動きをみると、対人サービスである「宿泊業、飲食サービス業」、「生活関連サービス業、娯楽業」が、緊急事態宣言下の外出自粛の影響により2020年3月から5月にかけて大きく低下しているほか、「運輸業、郵便業」、「卸売業、小売業」など、「情報通信業」を除く多くの業種で弱い動きとなっている（第1-1-20図(2)）。

こうした非製造業の活動指数の低下について、「労働投入」（マンアワーベース）要因と「労働生産性」要因に分解すると、2020年3月から5月までの期間を均してみれば、多くの業種において、労働投入の減少以上に、労働生産性の低下寄与が大きい。ここでの労働生産性は労働1単位当たりの生産量を意味するが、非製造業のうち、サービスは生産と需要が同時発生するため、短期的には需要減（売上減）が労働生産性の低下として観察される。このため、労働生産性要因は近似的に需要減要因とみなすことができるため、企業側の休業や営業時間の短縮だけでなく、客足が遠のいたことにも影響される。「運輸業、郵便業」、「卸売業、小売業」では、労働や資本をある程度保有しながら売上の減少が生じたことから、労働生産性要因が大きい。他方、「宿泊業、飲食サービス業」、「生活関連サービス業、娯楽業」では、売上の減少に対してある程度の労働が削減されたことから、両者の寄与に違いが生じたのではないかと考えられる（第1-1-20図(3)）。

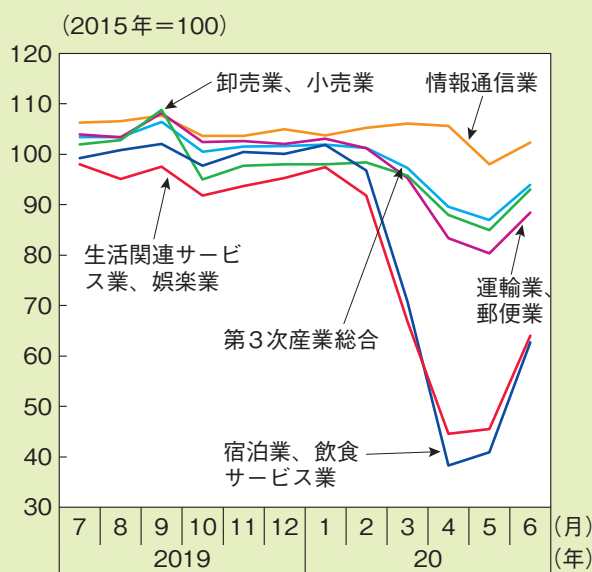
第1-1-20図 非製造業の生産の動向

リーマンショック時と異なり、今回は非製造業の生産低下が顕著

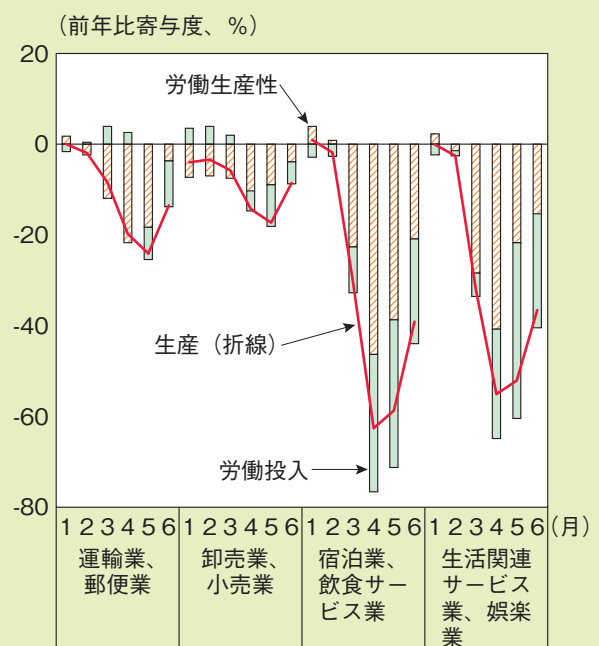
(1) 全産業活動指数



(2) 第3次産業活動指数



(3) 第3次産業活動の業種別の寄与度分解 (2020年)

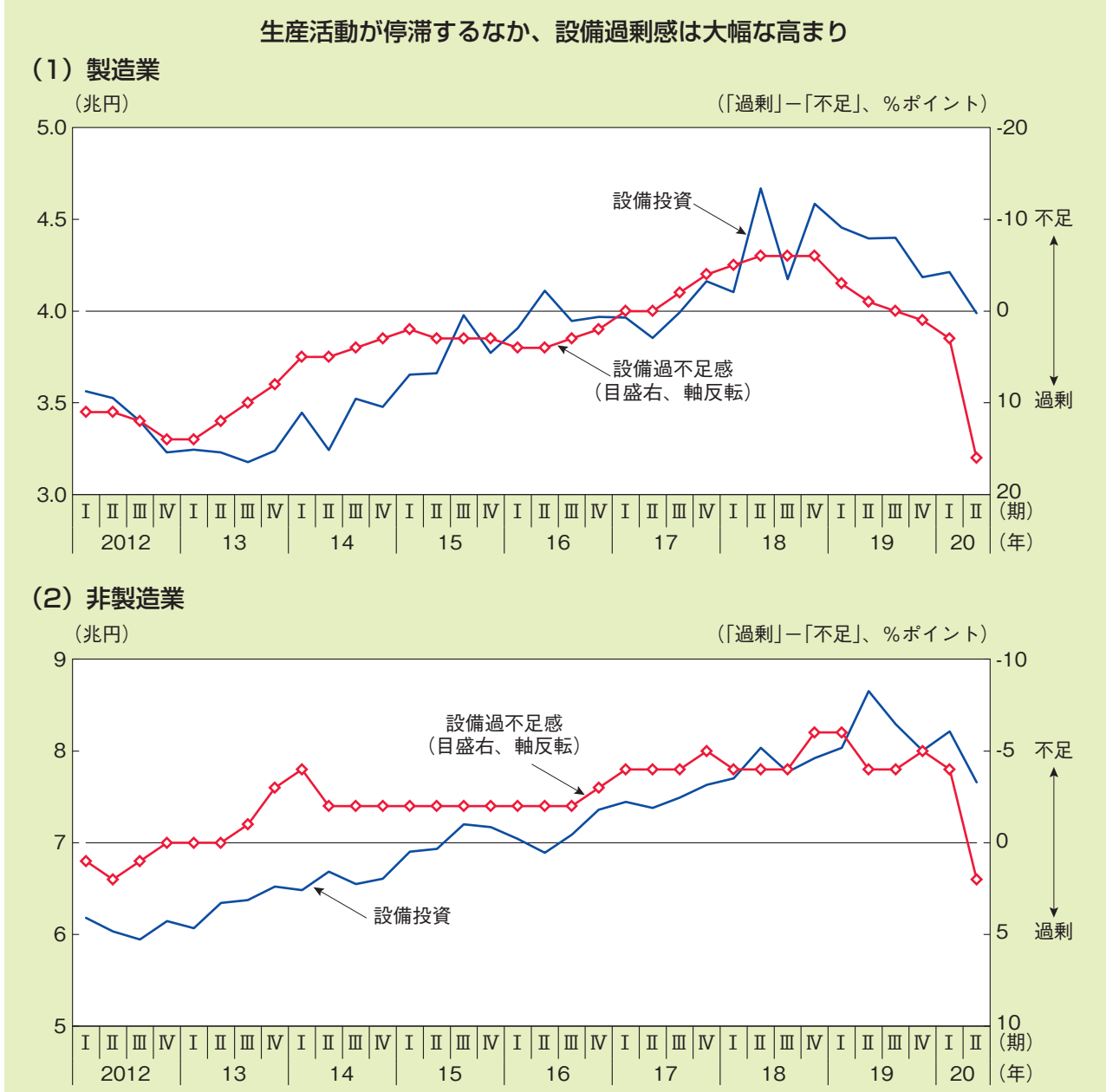


(備考) 1. 総務省「労働力調査」、経済産業省「全産業活動指数」、「第3次産業活動指数」、厚生労働省「毎月勤労統計調査」により作成。
2. (3)の労働生産性は、第3次産業活動指数を労働投入で除したもの、労働投入はマンパワーベース。

●今後の設備投資の下振れには注意が必要

以上のとおり、企業の収益環境は厳しい状況にあり、生産は持ち直しの動きがみられるものの、その水準は低く、設備投資にはマイナスの環境である。景気拡張局面が始まった2012年10-12月期以降を振り返ると、製造業の設備投資は、設備過不足感の改善にやや遅行しながら、趨勢的に増加してきた。しかし、2018年後半以降は、企業収益が弱含むなかで、設備過不足感の不足超が低下し、設備投資にも増勢がみられなくなった（第1-1-21図（1））。一方、製造業よりも労働集約的な非製造業の設備投資は、人口減少下で人手不足が顕在化するなか、2013年7-9月期には設備過不足感が不足超へと転じ、その状態が2020年1-3月期まで続いた下で、増加基調が続いた（第1-1-21図（2））。

第1-1-21図 設備投資と設備過不足感の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. 設備投資は季節調整値（ソフトウェア投資を含む）。

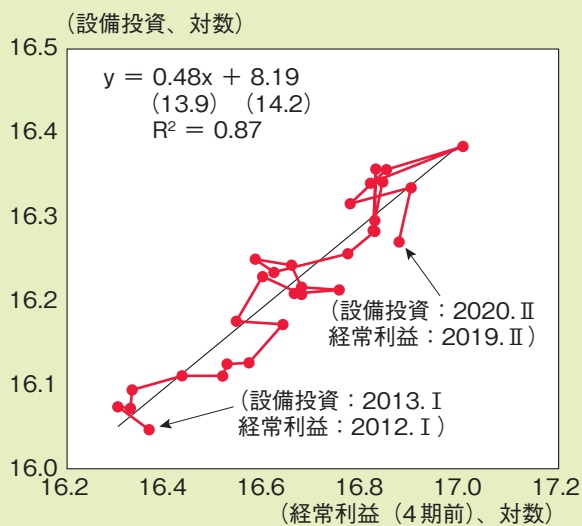
こうした非製造業の設備過不足感における不足超も、2020年4-6月期には、感染症の影響により、製造業とともに急激に変化し、過剰超へと転じた。設備過不足感の設備投資に対する先行性を考慮すると、今後、設備投資の下振れには注意が必要である。

設備投資の先行性を探るために、主たる決定要因となる企業収益（経常利益）や設備稼働率との関係を見ると、当期の経常利益水準は4四半期後の全産業の設備投資水準と、当期の設備稼働率水準は3四半期後の設備投資水準と、それぞれ相関が高い（第1-1-22図（1）、（2））。これらを踏まえると、2020年前半に生じた感染症の影響による企業収益や設備稼働率の低下は、その後1年間程度は投資を下押しする可能性がある。

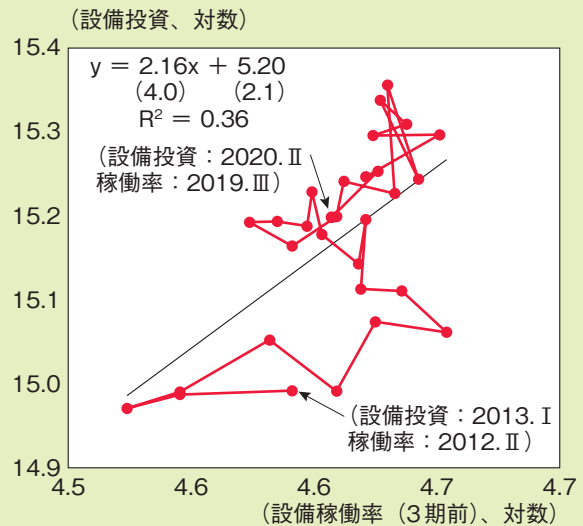
第1-1-22図 設備投資の展望

資本ストックの調整は、1年程度続く可能性

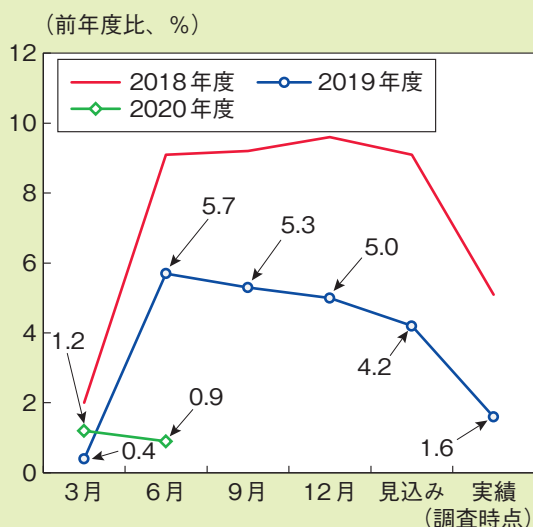
(1) 設備投資と経常利益の相関（全産業）



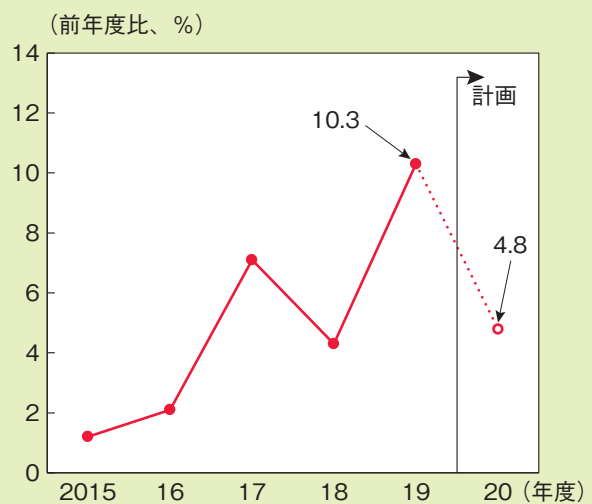
(2) 設備投資と設備稼働率の相関（製造業）



(3) 日銀短観の設備投資計画（修正パターン）



(4) 日銀短観のソフトウェア投資計画の推移



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、経済産業省「鉱工業指数」、内閣府「国民経済計算」、日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。
2. 設備投資と経常利益、設備稼働率は、それぞれ時差相関が最も高いラグを選んだ。()内はt値。

また、日本銀行の短観（2020年6月調査）における設備投資計画では、全産業は前年度比で増加が見込まれているものの、修正パターンを踏まえると低い結果となる可能性が高い。ただし、ソフトウェア投資の計画は全体よりも高い伸び率となっている。企業においても、感染症の影響により加速が求められているデジタル化の推進や非対面型ビジネスモデルへの転換、あるいはリモート型の働き方の拡がりへの対応が課題となっており、ソフトウェア投資や研究開発投資をさらに増加させる誘因となり得る（第1-1-22図（3））。

4 対外経済関係の動向

国内の家計部門と企業部門の動向に続き、対外的な経済関係を点検する。財貿易については、感染症の影響により輸出は急減した一方、輸入がそれほどまでに減少しなかった背景を探る。次に、感染症の影響によりかつてないほどに落ち込んだサービス貿易の現状について確認する。最後に、今後の対外直接投資やサプライチェーンの再編成の議論の前提として、我が国の現状について点検する。

●財輸出は急速に減少したものの、感染症下特有の需要増もあり財輸入は底堅い動き

2018年後半以降に激化した米中貿易摩擦の影響もあり、財輸出は、アジア向けを中心に弱含みで推移していた（第1-1-23図（1））。こうした流れの下、最初に感染拡大が起こった中国における経済活動の停止により、輸出は減少した（第1-1-23図（2））。中国経済は3月には持ち直しを始めたものの、同時期に感染症の拡大が生じた欧米主要国向けの輸出が減少を始め、4、5月は急減することとなった。しかしながら、6月に入り、各国の製造業PMIでも確認できるとおり、経済活動の再開が進み、財輸出は持ち直しの動きがみられている（第1-1-23図（3））。

品目別にみると、自動車関連財が大きく減少したが、各国での経済活動再開に伴って自動車販売が回復するにつれ、増加に転じた（第1-1-23図（4）、（5））。また、情報関連財は、年初来軟調な動きとなっているものの、先行きの堅調な見通しもある中、他の財に比べると落ち着いた動きで推移している（第1-1-23図（4）、（6））。

財輸入は、2月に感染が拡大した中国において生産活動が停止した影響により一時的に急減したが、その後は、同国の生産再開に伴って急速に増加するという動きがみられた（第1-1-24図（1）、（2））。輸入について品目別にみると、3、4月は、繊維製品、化学製品、電気機器が増加に寄与している。繊維製品はマスクやその材料となる不織布が、化学製品は感染予防のために用いられる防護服やフェイスガード等に用いられる有機化合物が、電気機器はテレワーク下で需要が高まったパソコンが、それぞれ押し上げており、感染症下特有の需要増によるものと考えられる。特に、繊維製品は輸入浸透度が高く、国内での需要増が直接輸入増に結び付きやすいという点も寄与したと考えられる（第1-1-24図（3）、（4））。