

経済活動正常化を見据えた

日本の企業業績の注目点

Topics

- ▶ 2021年1-3月期の日本企業の経常利益の水準（季節調整値、年率）は、製造業がコロナ禍前の2019年度の水準を上回った一方、非製造業は8割程度の回復にとどまっています。
- ▶ 先行して利益が回復してきた製造業ですが、足元では商品価格上昇を背景とした交易条件悪化が懸念され始めています。2021年度の企業業績は、交易条件悪化の影響や売上高の回復が注目されます。
- ▶ 世界各国の経済活動正常化の動きが、日本の企業業績回復の追い風になる見込みです。製造業では交易条件の悪化による利益下押しを世界的な需要増による売上数量の増加が相殺し、非製造業では進みつつある国内のワクチン普及が消費需要を回復させることが期待されます。

エコノミスト 飯塚 祐子

2021年1-3月期の経常利益は製造業を中心に回復

2021年に入って、米国の景気回復が鮮明となり、欧州も徐々に持ち直す中、日本では新型コロナウイルスの感染再拡大により大都市圏を中心に1月上旬～3月中旬、4月下旬～6月中旬と2度の緊急事態宣言が発出されました。2020年の1回目の緊急事態宣言時ほどではないにせよ、国内では対面の消費活動を中心に抑制されました。

財務省の法人企業統計（単体決算ベース）によれば、2021年1-3月期の金融業、保険業を除く全規模・全産業の売上高は前年比▲3.0%と前年比マイナスでしたが、経常利益は同+26.0%と8四半期ぶりにプラスに転じました。

経常利益が前年比プラスとなった要因の一つとして、比較対象の前年1-3月期が既にコロナ禍の影響を受けていた反動が挙げられます。2021年の1-3月期の水準（季節調整値、年率）をコロナ禍前の2019年度の水準と比較してみますと（図表1）、製造業は売上高が2019年度の95%にとどまりましたが、経常利益は2019年度を3割上回る水準にまで回復し、マージンが改善したことが窺えます。一方で、非製造業は売上高が2019年度対比で93%まで持ち直しましたが、経常利益は同85%にとどまっています。製造業と非製造業で企業業績の回復に格差がみられます。

2020年からの企業業績の変動要因

製造業と非製造業の格差の背景を探るため、2020年からの経常利益の前年比を要因分解してみます。製造業は、2020年入り後、新型コロナ感染の急拡大を受けて世界各地でロックダウン（都市封鎖）が実施され、輸出が急減したほか、サプライチェーンの混乱も生産活動の減少に拍車をかけました。特に、2020年4-6月期の売上高は大幅に減少しました。一方で、事業活動の低迷に伴い、変動費や人件費などの経費等は減少しました。2020年度後半には世界経済の再開に伴う輸出や生産の回復を通じて、売上高は減少幅が縮小し、経常利益は増加に転じました（図表2）。

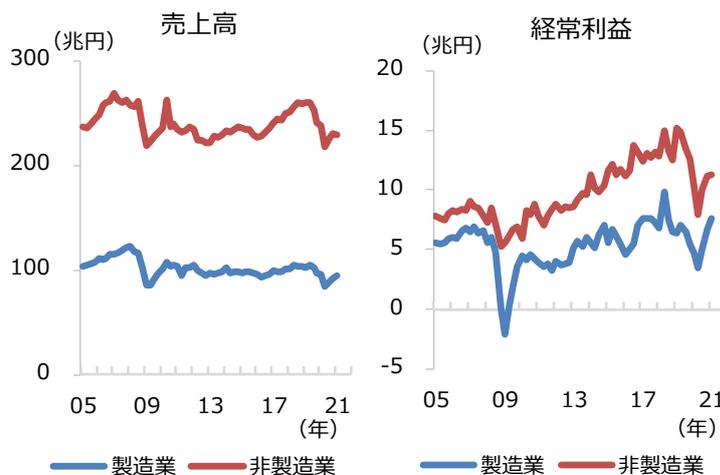
非製造業は、2020年4-6月期には日本で1回目の緊急事態宣言が発出され、小売や飲食店等への休業要請や外出自粛により売上高は大幅に減少しました。その後も、感染防止策が続けられ、売上高の減少は継続しています。人件費などの経費圧縮により、経常利益の減少は止まりつつあるものの、売上高の戻りの鈍さが重しくなっています（次ページ図表3）。

次ページへ続く

※巻末の投資信託に係るリスクと費用および注意事項を必ずお読みください。

※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

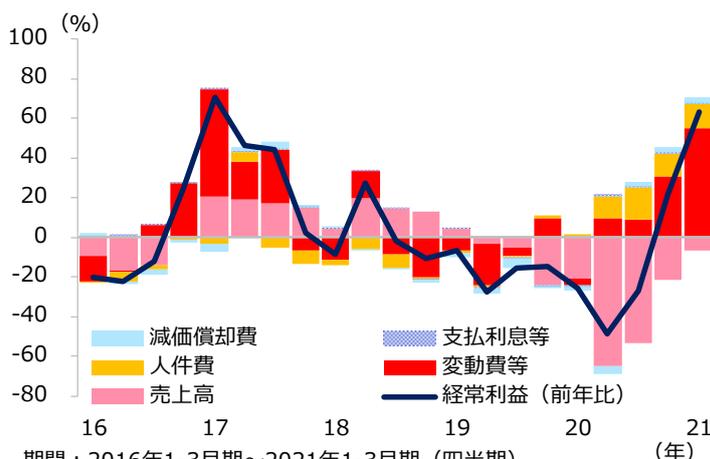
図表1 売上高と経常利益の推移



期間：2005年1-3月期～2021年1-3月期（四半期）
注：財務省「法人企業統計調査」の金融業、保険業を除く全規模・全産業季節調整値

出所：NEEDS-FinancialQuestのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表2 経常利益の要因分解（製造業）



期間：2016年1-3月期～2021年1-3月期（四半期）
注：財務省「法人企業統計調査」の金融業、保険業を除く全規模・製造業

出所：NEEDS-FinancialQUESTのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

交易条件の悪化を通じた利益下押し懸念

先行して利益が回復してきた製造業ですが、足元で、交易条件悪化の影響が懸念され始めています。中国や米欧を中心に経済活動が正常化に向かう中で、原油や鉄鋼、木材、非鉄などの商品価格の上昇が顕著になっています。日銀短観（6月調査）の企業の価格判断では、仕入価格DIが急激に上昇し、販売価格DIから仕入価格DIを引くことで算出した交易条件は悪化に転じています（図表4）。

投入（仕入）・産出（販売）物価の要素を取り入れて利益を分解してみると、2020年は投入物価の下落が利益の押し上げに寄与していたことを示しています（図表5、2020年は投入物価要因が利益押し上げに作用）。商品価格上昇は交易条件の悪化を通じて利益の下押し圧力となるため、今後の企業業績をみる上で注意が必要です。

2021年度の企業業績は、製造業においては商品価格上昇による交易条件悪化の影響、非製造業においては需要の回復が注目されます。

世界各国の経済活動正常化の動きが企業業績回復の追い風になる見込み

製造業において、商品価格上昇の利益への影響は業種によって異なる点に留意が必要です。製造業の投入産出物価指数の統計によれば、素材業種の中には、化学製品や鉄鋼、非鉄金属など、投入物価の上昇を産出物価に転嫁できている業種があります。一方、加工業種は価格転嫁が難しい傾向にあります。ただ、商品価格上昇の背景にある世界需要の回復を取り込む形で売上数量の増加が期待できる側面もあります。例えば、自動車などでは今年前半の車載向け半導体不足が年後半には徐々に解消に向かう見通しの中で、世界需要の回復もあり、交易条件の悪化による利益下押しを販売数量の拡大効果が上回ることが期待されます。また、世界的な半導体不足を受けて、日本の半導体等製造装置への需要が高まっているほか、中国向けには産業用ロボットなど、機械関連の輸出は増加基調にあります。

日本では感染拡大防止のため、大都市圏などではサービス業を中心に未だ営業制限が課されています。そのような状況下、遅ればせながら日本でもワクチン接種が進みつつあります。菅首相が目標として掲げた1日100万回接種は達成され、希望者へのワクチン接種の10月～11月までの完了も視野に入り始めました。サービス業にとってはワクチン普及による経済活動制限の緩和は売上回復の第一歩となります。実際、消費者の意識を示す「消費者態度指数」の2021年6月にはコロナ禍が本格化する前の2020年初め頃の水準に近づきつつあります。

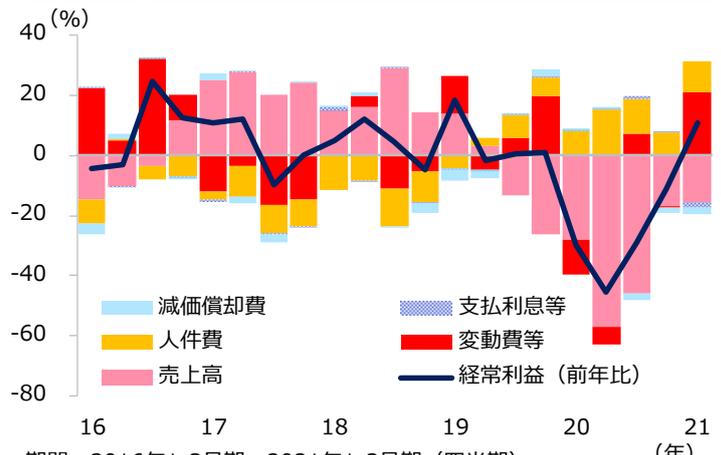
また、コロナ禍だからこそ圧縮できた経費やオンライン化による業務の効率化が、経済正常化が進む中でも持続できるかどうか注目点の一つです。

コロナ変異株出現等による感染再拡大で経済活動の完全な正常化には時間を要する可能性は残っています。また、商品価格上昇の長期化などのリスクには依然として注意する必要があります。ただ、世界各国の経済活動正常化の動きが、日本の企業業績回復の追い風になる見込みです。製造業では交易条件の悪化による利益下押しを世界的な需要増による売上数量の増加が相殺し、非製造業では進みつつある国内のワクチン普及が消費需要を回復させることが期待されます。

※巻末の投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項を必ずお読みください。

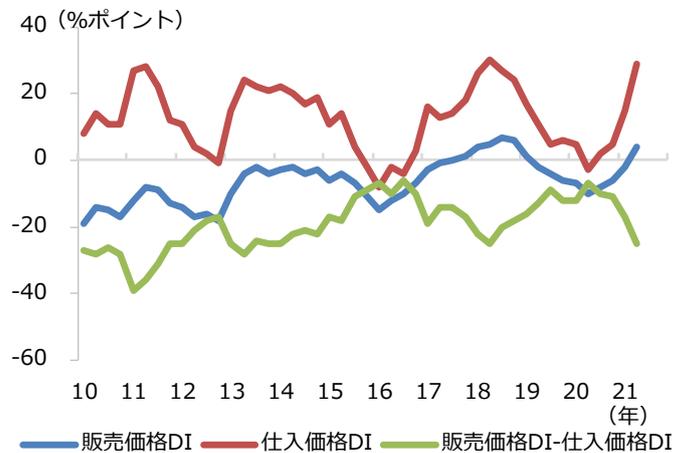
※上記図表などは、将来の経済、市況、その他の投資環境にかかる動向などを示唆、保証するものではありません。

図表3 経常利益の要因分解（非製造業）



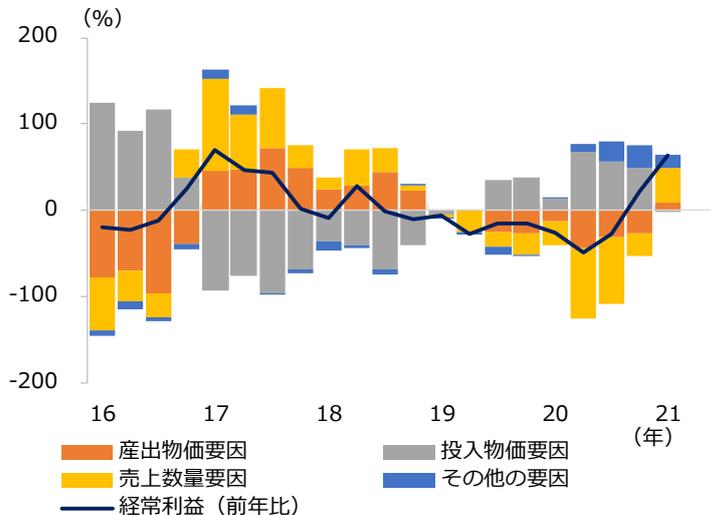
期間：2016年1-3月期～2021年1-3月期（四半期）
注：財務省「法人企業統計調査」の金融業、保険業を除く全規模・非製造業
出所：NEEDS-FinancialQUESTのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表4 企業の価格判断DI



期間：2010年3月調査～2021年6月期調査（四半期）
注：日銀短観、大企業・製造業、「上昇」-「下落」
出所：NEEDS-FinancialQUESTのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

図表5 投入産出物価を用いた経常利益の要因分解（製造業）



期間：2016年1-3月期～2021年1-3月期（四半期）
注：財務省「法人企業統計調査」の金融業、保険業を除く全規模・製造業
出所：NEEDS-FinancialQUESTのデータを基にアセットマネジメントOneが作成

投資信託に係るリスクと費用およびご注意事項

【投資信託に係るリスクと費用】

● 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、株式、債券および不動産投資信託証券（REIT）などの値動きのある有価証券等（外貨建資産には為替リスクもあります。）に投資をしますので、市場環境、組入有価証券の発行者に係る信用状況等の変化により基準価額は変動します。このため、投資者の皆さまの投資元本は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。ファンドの運用による損益はすべて投資者の皆さまに帰属します。また、投資信託は預貯金とは異なります。

● 投資信託に係る費用について

[ご投資いただくお客さまには以下の費用をご負担いただきます。]

■ お客さまが直接的に負担する費用

購入時手数料：上限3.85%（税込）

換金時手数料：換金の価額の水準等により変動する場合がありますため、あらかじめ上限の料率等を示すことができません。

信託財産留保額：上限0.5%

■ お客さまが信託財産で間接的に負担する費用

運用管理費用（信託報酬）：上限年率2.09%（税込）

※上記は基本的な料率の状況を示したものであり、成功報酬制を採用するファンドについては、成功報酬額の加算によってご負担いただく費用が上記の上限を超過する場合があります。成功報酬額は基準価額の水準等により変動するため、あらかじめ上限の額等を示すことができません。

その他費用・手数料：上記以外に保有期間等に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書（交付目論見書）等でご確認ください。その他費用・手数料については定期的に見直されるものや売買条件等により異なるため、あらかじめ当該費用（上限額等を含む）を表示することはできません。

※ 手数料等の合計額については、購入金額や保有期間等に応じて異なりますので、あらかじめ表示することはできません。

※ 上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。

費用の料率につきましては、アセットマネジメントOne株式会社が運用するすべての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

※ 投資信託は、個別の投資信託ごとに投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国が異なることから、リスクの内容や性質、費用が異なります。投資信託をお申し込みの際は、販売会社から投資信託説明書（交付目論見書）をあらかじめ、または同時にお渡ししますので、必ずお受け取りになり、内容をよくお読みいただきご確認のうえ、お客さまご自身が投資に関してご判断ください。

※ 税法が改正された場合等には、税込手数料等が変更となることがあります。

【ご注意事項】

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が作成したものです。

● 当資料は、情報提供を目的とするものであり、投資家に対する投資勧誘を目的とするものではありません。

● 当資料は、アセットマネジメントOne株式会社が信頼できると判断したデータにより作成しておりますが、その内容の完全性、正確性について、同社が保証するものではありません。また掲載データは過去の実績であり、将来の運用成果を保証するものではありません。

● 当資料における内容は作成時点のものであり、今後予告なく変更される場合があります。

● 投資信託は、

1. 預金等や保険契約ではありません。また、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。加えて、証券会社を通して購入していない場合には投資者保護基金の対象ではありません。
2. 購入金額について元本保証および利回り保証のいずれもありません。
3. 投資した資産の価値が減少して購入金額を下回る場合がありますが、これによる損失は購入者が負担することとなります。