



2004年4月28日

DIR 第四回 マクロからみた業種別企業収益予測

4年連続の増益となるも05年度は一桁台へ

株式会社 大和総研
金利為替調査部

～エコノミスト情報～

2004年4月28日 全6頁

【DIR 第四回業種別企業収益マクロ型予測】（要約版）

～4年連続の増益となるも05年度は一桁台へ～

大和総研 シニア・エコノミスト 牧野 潤一
エコノミスト 渡辺 浩志

【要約】

トップダウン型収益予測：大和総研が開発した「トップダウン型業種別企業収益予測モデル」はマクロ経済予測を前提として、トップダウン的に業種別企業収益を予測するモデルである。アナリストによるボトムアップ予想とは全く逆の発想で、マクロからのアプローチとなる。トップダウン予測の利点はマクロ経済と整合的且つ恣意性を排除した予想が可能なこと、円高や米国経済など外的変化に対してその影響を定量的に計測できることである。今回より予測期間を05年度までとした。

04年度は二桁増益ながら05年度は一桁半ばの増益に減速：東証一部上場企業（1292社対象、単体ベース）の収益を推計したところ、円ドルレート03年度112.7円/ドル、04年度106.8円/ドル、05年度105.0円/ドルの前提で、03年度は全産業で売上1.0%増、営業利益9.2%増、04年度は売上2.7%増、営業利益10.6%増、05年度は売上1.4%増、営業利益4.6%増となった。3年連続の増収増益（4年連続の増益）となる。04年度の営業利益の水準は2000年度を超え1990年度以降の最高水準となる。03年度同様に04年度も製造業が収益の牽引役となり、製造業が売上3.0%増、営業利益11.9%増、非製造業が売上2.1%増、営業利益9.3%増となる。増益のスタイルはリストラ型から増収型に転換。むしろ人件費は雇用の増加により収益を圧迫する要因になる。05年度については年度半ばに米国でIT投資の調整が始まると予想し、IT関連輸出の落ち込みを皮切りに設備投資や個人消費が減速し、景気にピークアウトが見られると想定している。これに呼応し増収率の鈍化、増益率も1桁台に減速する見込みである。

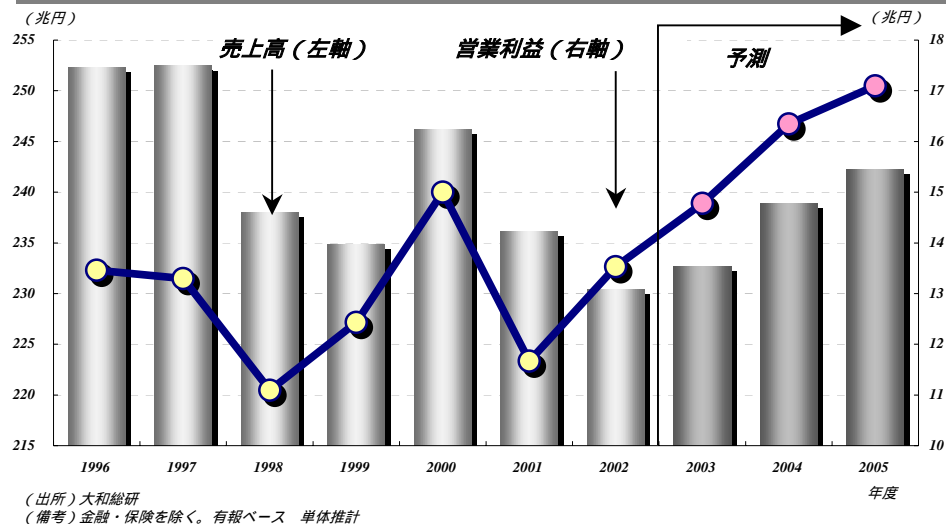
一次産品価格上昇の影響：一次産品価格の上昇は産業内の投入産出構造を経て、各セクターの国内価格を上昇させる。短期的に数量一定を仮定すると、一次産品価格の10%の上昇は価格効果による売上増とコスト増が一部相殺するものの、大企業製造業では経常利益を5.7%減少させる。これをオフセットするには売上数量が1.3%増加が必要である。

円高の影響：1ドルあたり10円の円高（1ドル95円程度）により、04年度の営業利益は3.6ポイント、05年は5.7ポイント押し下げられる。この場合、04年度は増益を維持するが、05年は減益に転じる。輸出の柱となる加工組立産業全体では04年度は96.4円、05年度は101.5円が増益を維持できる臨界為替レートとなる。

中国需要、デジタル家電についての考察：2大需要の恩恵を受けるのは一般機械、電気機械、精密機械である。それ以外のセクターはあまり寄与が大きい。電機は一般的IT需要の循環変動の影響を受けるのに対して、一般機械は中国需要やデジタル家電の波及需要である半導体投資の好影響を受ける。一般機械は最も恵まれた収益環境にあると言える。

* ここでは本レポートの図表の一部を紹介する。

図表1 東証一部上場企業の売上と営業利益



図表2 業種別増収率・営業増益率 (東証一部上場企業1292社ベース)

業種	企業数	売上高				営業利益			
		02FY	03FY (予)	04FY (予)	05FY (予)	02FY	03FY (予)	04FY (予)	05FY (予)
食料品	70社	-3.8%	3.1%	1.5%	1.2%	6.8%	9.1%	6.4%	3.5%
石油・石炭製品	8社	-10.1%	0.5%	2.0%	1.0%	8.2%	-9.0%	14.2%	2.3%
繊維製品	49社	-9.2%	-5.4%	-0.2%	-0.7%	24.1%	-12.9%	8.4%	-0.4%
パルプ・紙製品	11社	-4.9%	-1.0%	2.9%	1.5%	36.4%	4.6%	23.3%	17.8%
化学(含む医薬品)	153社	2.1%	0.5%	3.8%	3.2%	11.5%	-4.2%	7.6%	6.1%
ガラス・土石製品	26社	1.5%	-1.1%	1.6%	0.9%	43.5%	25.6%	19.9%	14.4%
鉄鋼	34社	-20.7%	2.9%	5.8%	1.0%	132.7%	60.5%	24.0%	5.5%
非鉄金属	21社	-8.6%	1.1%	6.2%	3.7%	-46.4%	44.8%	37.6%	15.4%
金属製品	32社	-14.1%	-3.3%	0.8%	0.4%	11.5%	0.6%	11.0%	6.7%
機械	117社	-4.6%	3.7%	4.6%	1.5%	11.6%	25.9%	25.0%	5.1%
電気機器	150社	-4.4%	-1.4%	3.7%	1.0%	黒転	60.2%	20.2%	5.2%
輸送用機器	57社	5.8%	3.1%	1.4%	1.0%	16.1%	3.5%	2.2%	4.3%
精密機器	22社	5.7%	8.6%	7.5%	4.0%	77.7%	24.4%	23.2%	10.3%
建設業	106社	-9.3%	1.6%	-0.1%	0.6%	-12.6%	36.7%	5.9%	1.8%
電気・ガス業	15社	-3.4%	-1.5%	1.0%	0.3%	-7.7%	-1.5%	6.1%	0.6%
陸運業	34社	-0.5%	-0.6%	2.1%	0.1%	3.1%	-0.5%	13.5%	0.4%
海運業	11社	0.4%	4.7%	10.2%	4.2%	3.1%	66.1%	25.8%	11.5%
倉庫・運輸関連・通信業	20社	2.3%	3.8%	0.6%	0.7%	7.6%	1.0%	1.6%	5.7%
卸売業	106社	-3.1%	1.5%	3.7%	3.1%	8.2%	9.6%	9.0%	5.1%
小売業	111社	5.5%	4.4%	6.7%	4.2%	7.3%	0.2%	15.4%	9.0%
不動産業	32社	5.9%	2.9%	2.5%	1.2%	10.4%	12.5%	10.7%	5.3%
サービス業	107社	7.2%	-1.4%	3.8%	2.7%	-0.5%	5.7%	9.0%	5.4%
全産業	1292社	-2.4%	1.0%	2.7%	1.4%	16.0%	9.2%	10.6%	4.6%
製造業	750社	-2.6%	1.1%	3.0%	1.4%	39.9%	13.5%	11.9%	5.5%
加工	346社	-0.4%	1.2%	3.0%	1.2%	73.5%	21.8%	12.4%	5.0%
素材	326社	-5.2%	0.0%	3.7%	2.2%	17.6%	3.9%	12.0%	6.8%
その他	78社	-6.2%	2.1%	1.7%	1.1%	7.0%	6.0%	7.5%	3.3%
非製造業	542社	-2.0%	0.9%	2.1%	1.3%	-0.5%	5.2%	9.3%	3.6%

東証一部上場企業、有報ベース(単体)

加工: 機械、電気機器、輸送用機器、精密機器

素材: 繊維製品、パルプ・紙製品、化学、ガラス・土石製品、鉄鋼、非鉄金属、金属製品

その他: 食料品、石油・石炭製品

卸・小売業については売上の代わりに粗利益を用いている。

社数は2002年度末時点

図表3 主要なマクロ経済の前提条件

	03FY (予)	04FY (予)	05FY (予)
実質GDP(%)	2.8 (1.9)	2.9 (2.1)	1.3
民間最終消費(%)	1.3 (0.3)	1.4 (0.6)	0.7
民間住宅投資(%)	0.1 (1.8)	-0.4 (0.7)	0.2
民間企業設備投資(%)	11.1 (8.9)	10.2 (8.5)	4.5
公的固定資本形成(%)	-10.6 (-11.1)	-5.7 (-6.2)	-3.5
政府消費支出(%)	1.0 (0.6)	0.8 (1.2)	0.8
財貨サービスの輸出(%)	9.6 (8.3)	8.6 (7.8)	3.2
財貨サービスの輸入(%)	3.8 (3.3)	5.3 (4.1)	2.3
鉱工業生産(%)	2.9 (2.1)	4.0 (3.8)	1.7
企業物価指数(%)	-0.7 (-0.7)	-0.2 (-0.4)	0.1
消費者物価(%)	-0.4 (-0.2)	-0.4 (-0.4)	-0.2
原油価格(\$/bbl)	28.9 (28.6)	30.0 (28.0)	30.0
円ドルレート(¥/\$)	112.7 (114.0)	106.8 (107.5)	105.0
米国GDP(暦年)	3.1 (2.9)	3.9 (3.7)	3.3

(出所) 大和総研

(備考) 括弧内は前回予測時の前提。

図表4 円高シミュレーション

	1ドル95円(10円高)							
	売上				営業利益			
	04FY		05FY		04FY		05FY	
食料品	1.4%	(-0.1%)	1.2%	(-0.0%)	6.8%	(0.4%)	3.8%	(0.3%)
石油・石炭製品	1.9%	(-0.1%)	0.9%	(-0.1%)	21.7%	(7.5%)	10.2%	(7.9%)
繊維製品	-0.8%	(-0.6%)	-1.5%	(-0.8%)	5.9%	(-2.5%)	-3.3%	(-2.9%)
パルプ・紙製品	2.6%	(-0.2%)	0.3%	(-1.2%)	24.6%	(1.3%)	18.8%	(1.0%)
化学(含む医薬品)	2.6%	(-1.2%)	-0.2%	(-3.4%)	3.8%	(-3.8%)	-4.1%	(-10.2%)
ガラス・土石製品	0.4%	(-1.2%)	-1.7%	(-2.6%)	15.4%	(-4.5%)	5.7%	(-8.7%)
鉄鋼	4.0%	(-1.8%)	-2.3%	(-3.3%)	19.9%	(-4.1%)	-1.5%	(-7.0%)
非鉄金属	4.8%	(-1.4%)	0.4%	(-3.3%)	34.1%	(-3.5%)	9.1%	(-6.3%)
金属製品	0.6%	(-0.1%)	0.2%	(-0.2%)	7.9%	(-3.1%)	2.0%	(-4.7%)
機械	2.4%	(-2.2%)	-2.4%	(-3.9%)	15.1%	(-9.9%)	-8.8%	(-13.8%)
電気機器	1.3%	(-2.5%)	-2.7%	(-3.7%)	7.6%	(-12.6%)	-10.1%	(-15.3%)
輸送用機器	-1.2%	(-2.5%)	-3.2%	(-4.2%)	-12.0%	(-14.3%)	-11.8%	(-16.1%)
精密機器	5.9%	(-1.6%)	1.2%	(-2.8%)	18.8%	(-4.4%)	3.7%	(-6.6%)
建設業	-0.1%	(-0.0%)	0.5%	(-0.0%)	6.0%	(0.1%)	1.9%	(0.1%)
電気・ガス業	0.8%	(-0.2%)	-0.5%	(-0.8%)	7.6%	(1.5%)	1.6%	(1.0%)
陸運業	1.5%	(-0.6%)	-1.2%	(-1.3%)	12.4%	(-1.1%)	0.5%	(0.1%)
海運業	7.1%	(-3.0%)	0.3%	(-3.8%)	24.3%	(-1.5%)	14.0%	(2.6%)
倉庫・運輸関連・通信業	0.0%	(-0.5%)	-0.7%	(-1.3%)	1.5%	(-0.1%)	5.6%	(-0.1%)
卸売業	3.2%	(-0.5%)	1.6%	(-1.5%)	7.5%	(-1.5%)	-2.3%	(-7.4%)
小売業	6.1%	(-0.6%)	2.5%	(-1.7%)	15.9%	(0.6%)	10.2%	(1.2%)
不動産業	2.3%	(-0.2%)	0.9%	(-0.3%)	10.1%	(-0.7%)	4.3%	(-1.0%)
サービス業	3.7%	(-0.1%)	2.6%	(-0.2%)	8.5%	(-0.6%)	-1.3%	(-6.7%)
全産業	1.5%	(-1.1%)	-0.6%	(-2.0%)	7.0%	(-3.6%)	-1.2%	(-5.7%)
製造業	1.3%	(-1.7%)	-1.5%	(-3.0%)	4.5%	(-7.4%)	-4.9%	(-10.4%)
加工	0.6%	(-2.4%)	-2.7%	(-3.8%)	0.5%	(-11.9%)	-9.2%	(-14.2%)
素材	2.5%	(-1.2%)	-0.6%	(-2.9%)	8.4%	(-3.6%)	-1.5%	(-8.4%)
その他	1.6%	(-0.1%)	1.1%	(-0.0%)	9.1%	(1.6%)	5.0%	(1.7%)
非製造業	1.8%	(-0.3%)	0.6%	(-0.8%)	9.2%	(-0.1%)	2.2%	(-1.3%)

括弧内は標準解から何%pt乖離するかを表している。

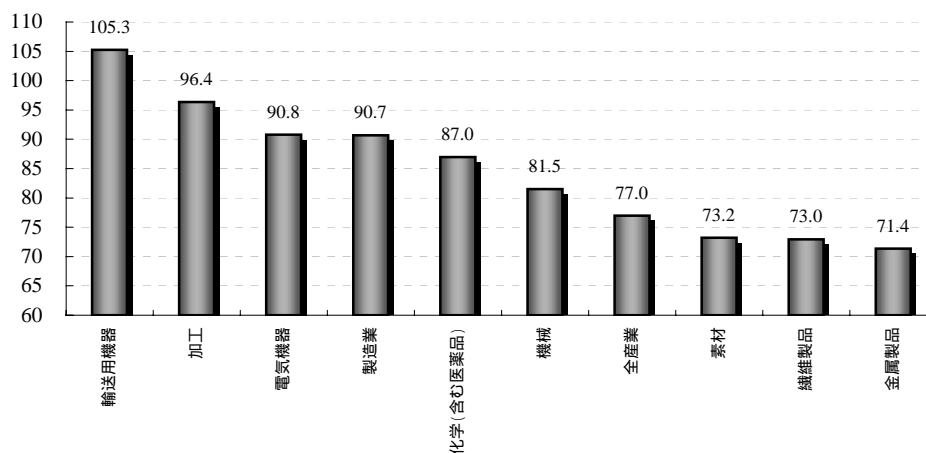
加工：一般機械、電気機械、輸送用機械、精密機械、その他製造業

素材：繊維工業、パルプ・紙製品、化学工業、窯業・土石製品、鉄鋼業、

非鉄金属、金属製品

その他：食料品、石油・石炭製品

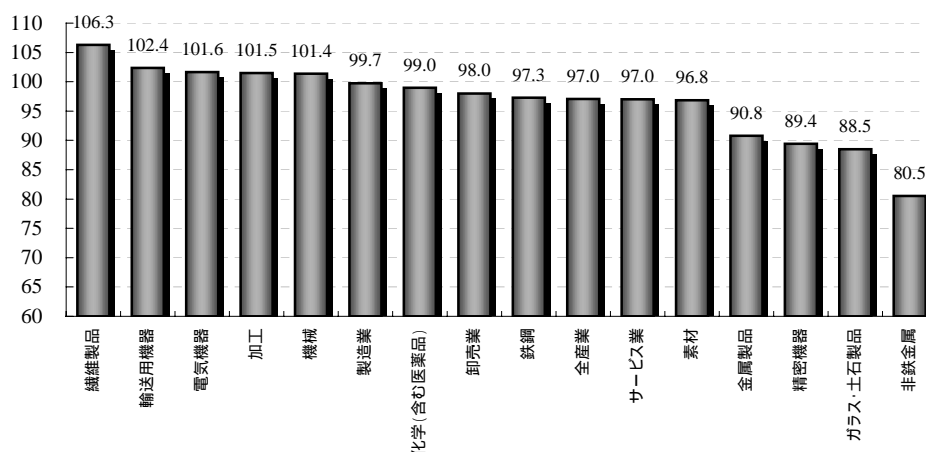
図表5 04年度の営業利益の伸びがゼロになる為替レート



(出所) 大和総研

(備考) 標準シナリオの04年度増益率がゼロになるような業種ごとの円ドルレート。

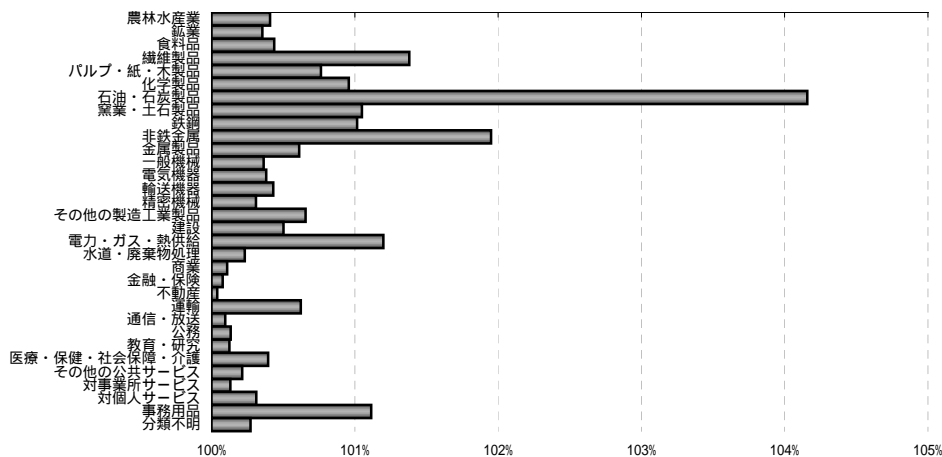
図表6 05年度の営業利益の伸びがゼロになる為替レート



(出所) 大和総研

(備考) 標準シナリオの04年度増益率がゼロになるような業種ごとの円ドルレート。

図表7 素材価格上昇が国内価格へ及ぼす影響



(出所) 産業連関表2000年確報、大和総研

(備考) 素材価格の上昇とは、鉱業、食品、繊維、紙パルプ、化学、石油石炭、窯業土石、鉄鋼、非鉄金属の輸入価格が各々10%上昇したケース。

図表 8 一次産品価格が大企業の経常利益に与える影響

	変動額	付加価値比	経常利益比	必要売上増加率
製造業	-596621.7	-1.4%	-5.7%	1.3%
鉱業	-1867.0	-0.4%	-0.6%	0.4%
食料品	-23520.0	-0.7%	-2.5%	0.7%
繊維	-6269.8	-2.4%	-19.7%	2.4%
パルプ・紙・木製品	-10686.3	-1.3%	-6.4%	1.3%
化学製品	-149939.1	-2.2%	-6.8%	2.2%
石油・石炭製品	-39667.5	-6.4%	-24.1%	6.4%
窯業・土石製品	-13320.0	-1.4%	-8.3%	1.4%
鉄鋼	-53951.1	-2.7%	-12.3%	2.7%
非鉄金属	-39492.0	-4.0%	-32.3%	4.0%
金属製品	-7077.6	-0.7%	-4.5%	0.7%
一般機械	-20709.0	-0.6%	-3.5%	0.6%
電気機械	-75939.3	-0.8%	-5.6%	0.8%
輸送機械	-121869.9	-1.4%	-5.0%	1.4%
精密機械	-6931.6	-0.4%	-1.3%	0.4%
その他	-25381.7	-1.0%	-3.3%	1.0%

(出所) 財務省、大和総研

(備考) 対象は資本金10億円以上の大企業。変動額の単位は百万円。

必要売上増加率は経常利益の減少を相殺するのに必要な売上の増加。

(補論) 業種別企業収益マクロモデルの概略

トップダウン予想は以下の手法により計算されている。

一般的な企業アナリストによるボトムアップ予想(積み上げ型)とは逆に、マクロ経済変数を前提に「産業連関表」等を用い、業種別に売上数量、価格、コスト、営業利益を予測する。対象は上場企業 1292 社。モデルは約 250 本の連立方程式により構成されている。

前提とするマクロ環境は、当社マクロ予測やコンセンサス予想を用いる。これには実質 GDP や民間消費、設備投資など需要項目、為替レート、原油価格、米国経済成長率などが含まれる。

予測は四半期毎に行い、常に最新のマクロ情報を織り込む形で計算される。

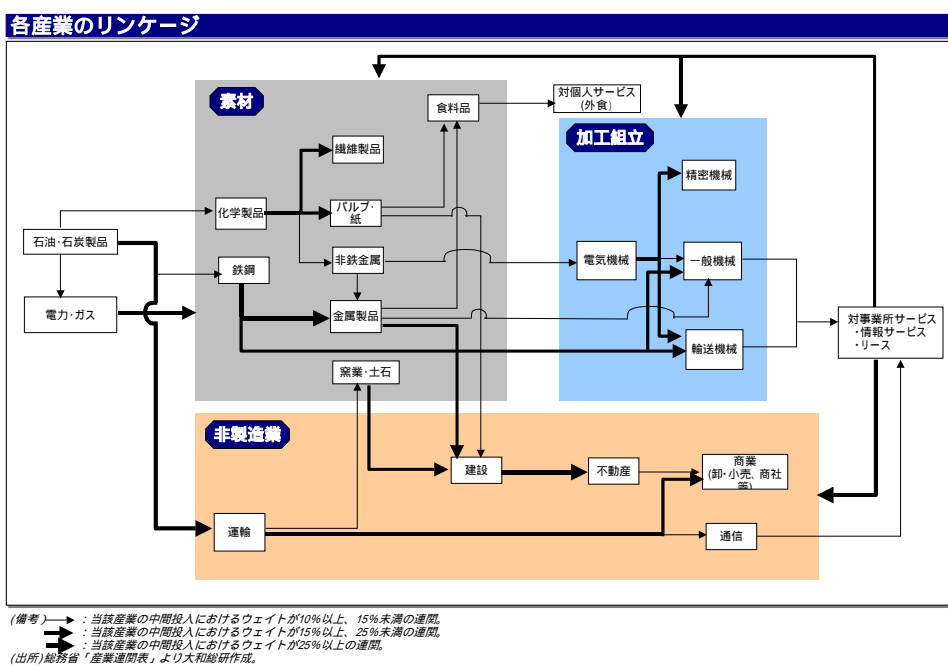
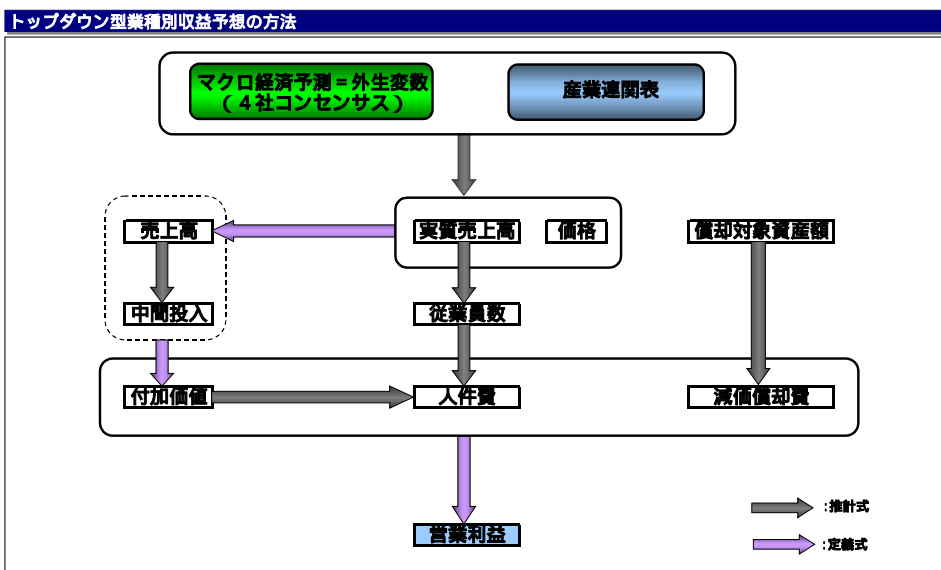
トップダウン予想の利点についてまとめると以下の4点が挙げられる。

マクロ予測と整合性のとれた業種別収益状況の把握、予測が可能である。

「産業連関表」を用いており、単なる需要の影響だけでなく産業間取引によるダイナミックな経済活動が織り込まれている。最終需要、産業間リンクエージ、価格伝播の影響を現実の経済活動に近い形で把握できる。

マクロ環境のリスクに対して業種別収益がどのようなリスクを持つかの評価が可能になる。例えば為替レートの変動が業種別収益にどの程度のインパクトを持つかを把握できる。

アナリストによるボトムアップ予想との比較検討ができ、企業収益について多面的な考察が可能となる。



大和総研 金利為替調査部

内国経済調査室

牧野 潤一 渡辺 浩志

<お問合せ先>

(株)大和総研

金利為替調査部 岩立 佐津紀

TEL : 03-5620-5182

FAX : 03-5620-5608

〒135-8460 東京都江東区冬木 15-6