

2024年3月4日 全6頁

Indicators Update

2023年10-12月期法人企業統計と2次QE予測

低調だった設備投資が急加速／2次QEではGDPの上方修正を予想

経済調査部 エコノミスト 岸川 和馬

[要約]

- 2023年10-12月期の全産業（金融業、保険業除く）の売上高は前年同期比+4.2%、経常利益は同+13.0%と、4四半期連続の増収増益となった。ただし、経常利益は売上高の伸び率低下を主因に7-9月期から減速した。季節調整値で見ると、全産業（金融業、保険業除く）の売上高は前期比+0.9%、経常利益は同▲2.6%と、2四半期連続の増収減益となった。設備投資（ソフトウェア除く）は前年同期比+11.7%と11四半期連続で増加し、7-9月期（同+1.7%）から急加速した。海外経済の先行き不透明感の緩和もあって、先送りされてきた投資が実行に移された可能性がある。
- 2024年1-3月期以降の経常利益（季節調整値）は前期比で増加傾向が続くとみている。価格転嫁が浸透する中で、賃上げなどによる企業収益への影響は限定的となる見込みだ。製造業では、シリコンサイクルの改善や資本財関連業種の復調も押し上げ要因となろう。他方、自動車関連業種では挽回輸出による押し上げ効果が剥落したり、工場稼働停止の悪影響が表れたりするとみている。非製造業では、サービス消費やインバウンド消費の回復が追い風となろう。設備投資は、企業の潤沢な手元資金や資金調達環境の改善を背景に緩やかに増加する見込みだ。もっとも、人手不足の深刻化によって工場建設が一段と遅れ、新規の設備導入が抑制される可能性には注意が必要だ。
- 今回の法人企業統計の結果を受けて、2023年10-12月期GDP2次速報（3月11日公表予定）では実質GDP成長率が前期比年率+1.7%と、1次速報（同▲0.4%）から上方修正されると予想する。

企業収益動向：人件費が企業収益を圧迫する中でも4四半期連続の増収増益に

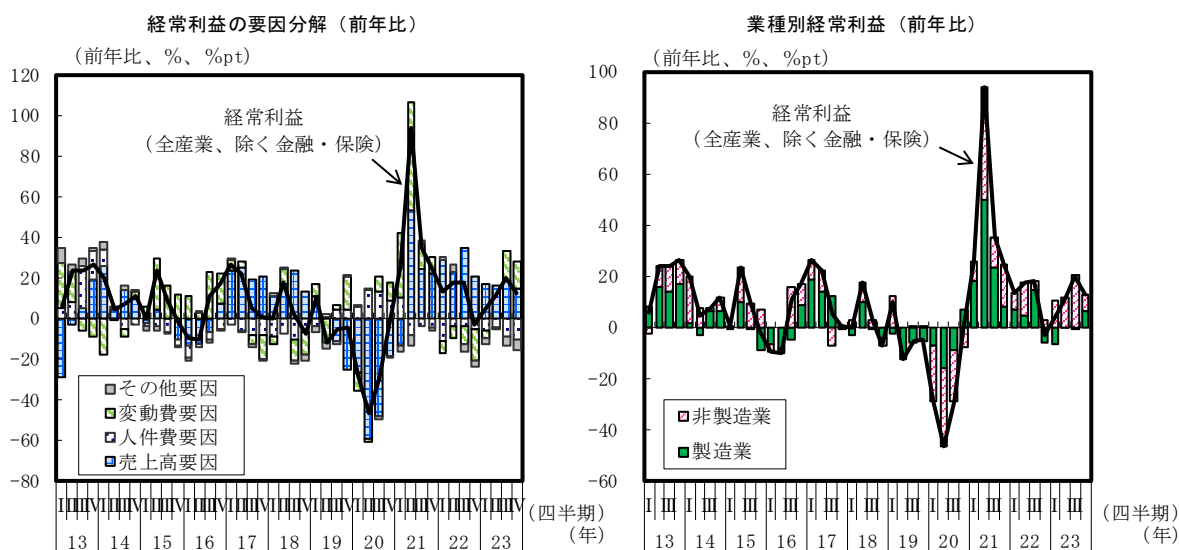
2023年10-12月期の全産業（金融業、保険業除く）の売上高は前年同期比+4.2%、経常利益は同+13.0%と、4四半期連続の増収増益となった。ただし、経常利益は売上高の伸び率低下を主に7-9月期（同+20.1%）から減速した（**図表1左**）。なお、資本金1億円未満の中小企業では売上高が同+0.6%となった一方、経常利益は同▲7.3%となった。コスト増の影響が色濃く表れており、相対的に価格転嫁が遅れているとみられる。

製造業では売上高が前年同期比+3.2%と11四半期連続で増加し、経常利益は同+19.9%と7-9月期（同▲0.9%）から大幅な増加に転じた。自動車の挽回生産の継続や、低調だった資本財関連業種での業績の持ち直しが主因だ。非製造業の売上高は同+4.6%、経常利益は同+9.5%となり、11四半期連続の増収増益となった。インバウンド需要の回復の恩恵が大きく、価格転嫁も進んだ小売業などで業績が改善した。他方、中東情勢の緊迫化などを受けて水運業は大幅な減益となった。

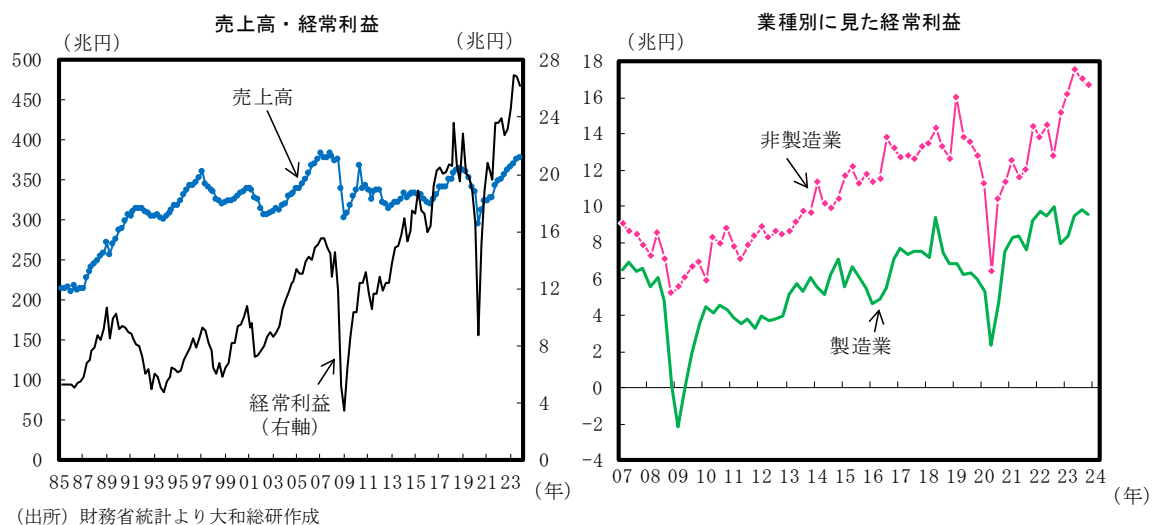
季節調整値で見ると、全産業（金融業、保険業除く）の売上高は前期比+0.9%と11四半期連続で増加した。他方で経常利益は同▲2.6%と、2四半期連続の増収減益となった（**図表2**）。製造業では売上高が同+1.0%と3四半期連続で増加したものの、経常利益は同▲3.4%と4四半期ぶりの減益となった。非製造業においても、売上高が同+0.8%と11四半期連続で増加した一方、経常利益は同▲2.2%と2四半期連続で減少した。

なお、営業利益は前期比+0.4%と5四半期連続で増加した。営業利益は本業で稼いだ利益に相当するものだが、23年1-3月期を底に増加が続いていることから、足元の事業環境が必ずしも悪いわけではない。営業利益と経常利益の乖離の主因は受取利息等の減少（同▲16.2%、大和総研による季節調整値）であり、11月から12月にかけて米欧などで市場金利が低下した影響が表れたとみられる。

図表1：経常利益の動向（全規模）



図表2：売上高、経常利益（季節調整値）の推移



自動車の挽回生産やコロナ後の収益環境の回復、価格転嫁の進展が企業業績の追い風に

製造業の売上高を業種別に見ると、輸送用機械（前年同期比+19.2%）や食料品（同+18.9%）が引き続きけん引役となった。輸送用機械は、自動車の挽回生産や円安を背景に好調さを維持している。食料品では価格転嫁の進展が売上高を押し上げたとみられる。その他の業種では、自動車の増産もあって金属製品（同+9.2%）などの周辺業種が増収となったほか、はん用機械（同+19.5%）や業務用機械（同+4.0%）など一部の資本財セクターで回復が見られる。他方、中国での需要の不振もあって情報通信機械（同▲13.5%）などは低調だった。

製造業の経常利益を業種別に見ると、輸送用機械（前年同期比+80.7%）が経常利益全体を5.1%pt押し上げており、22年7-9月期以来の押し上げ幅となった。また、石油製品（黒字転換）は資源価格の低下により減収増益となったほか、化学（同+20.8%）ではコロナ禍で売上が低下していたインフルエンザ治療薬の復調もあって減収増益となった。他方、食料品（同▲11.7%）は人件費の高騰などの影響が拡大し増収減益となった。

非製造業（金融業、保険業除く）の売上高を業種別に見ると、7-9月期と同様に小売業（前年同期比+12.0%）や情報通信業（同+22.2%）が全体をけん引した。小売業では、価格転嫁の進展やインバウンド消費の回復の影響が表れた。情報通信業では、携帯電話キャリアが提供する大容量データプランや5G（第5世代移動通信システム）関連プランが売上高を押し上げたとみられる。他方、電気業（同▲15.1%）やガス・熱供給・水道業（同▲26.1%）などのインフラ関連業種や広告業（同▲9.2%）などは低調だった。

非製造業（金融業、保険業除く）の経常利益を業種別に見ると、価格転嫁の進展もあって電気業（黒字転換）が減収増益となったほか、純粋持株会社（前年同期比+49.7%）や情報通信業（同+35.1%）、小売業（同+14.7%）、建設業（同+14.9%）、飲食サービス業（同+133.2%）なども好調だった。他方、水運業（同▲84.6%）が経常利益全体を3.7%pt押し下げた。23年10月以降の中東情勢の緊迫化や紅海での航行の回避を背景に、事業環境が悪化したとみられる。

設備投資：海外経済の先行き不透明感の緩和もあって4~9月から急加速

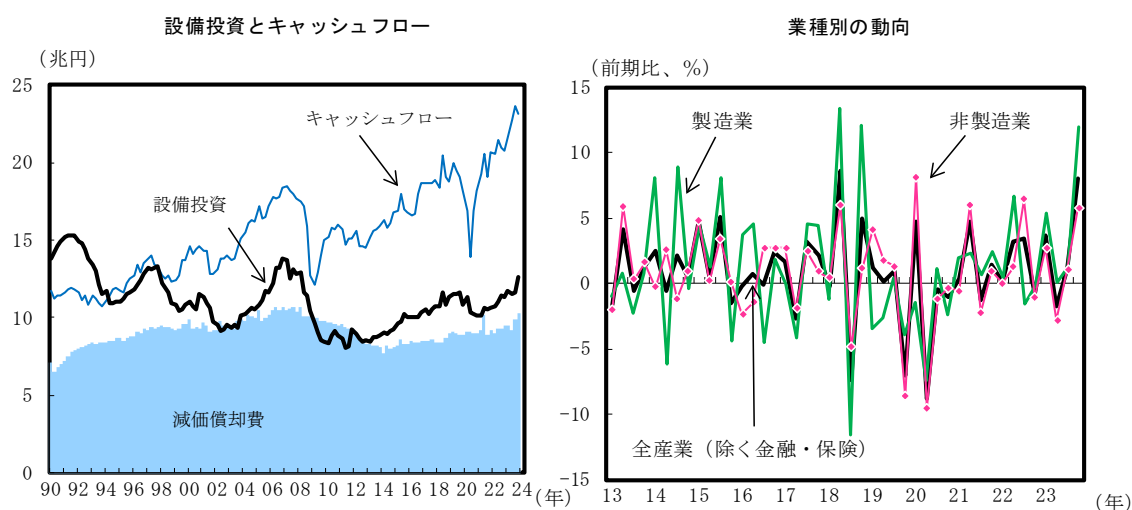
2023年10-12月期の全産業（金融業、保険業除く）の設備投資（ソフトウェア除く）は前年同期比+11.7%と11四半期連続で増加し、市場コンセンサス（Bloomberg：同+1.5%）を大きく上回った。企業の手元資金の上振れに対して設備投資が低調だった4-6月期（同+4.4%）や7-9月期（同+1.7%）から急加速した。米欧での利上げの停止や中国での経済対策などによる海外経済の先行き不透明感の緩和もあって、先送りされてきた投資が実行に移された可能性がある。業種別に見ると、製造業（同+20.1%）は11四半期連続で増加し、非製造業（同+7.1%）は2四半期ぶりに増加した。

季節調整値では前期比+8.0%と2四半期連続で増加した（**図表3**）。上述したように10-12月期の経常利益は前期から減少したが、高水準のキャッシュフローや従来の設備投資意欲の強さもあって手元資金が設備投資に向かったとみられる。設備投資を業種別に見ると、製造業（同+12.0%）は4四半期連続、非製造業（同+5.7%）は2四半期連続で増加した。

設備投資（ソフトウェア除く）の動きを業種別に確認すると、製造業では情報通信機械（前年同期比+77.3%）や輸送用機械（同+22.6%）が全体を大きく押し上げた。前者では5G関連投資が拡大したとみられ、後者では半導体不足の解消を受けて能力増強投資や電気自動車（EV）向け投資が加速したとみられる。その他の業種では、食料品（同+28.7%）や化学工業（同+12.7%）、業務用機械（同+66.2%）などが全体を押し上げた。

非製造業では、不動産業（前年同期比+20.6%）やリース業（同+39.5%）、小売業（同+11.5%）、陸運業（同+17.8%）などが全体を押し上げた。不動産業では前期の大幅減（同▲21.8%）の反動が表れたほか、リース業では振れを伴いながらもコロナ禍からの回復が進んでいる。小売業や陸運業では、人手不足や「物流の2024年問題」に対応した省力化投資が進んだ可能性がある。

図表3：設備投資（除くソフトウェア、季節調整値）の動向



先行き：価格転嫁の浸透もあって企業収益の増加が継続する見込み

2024年1-3月期以降の経常利益（季節調整値）は前期比で増加傾向が続くとみている。足元では23年中に比べて幅広い企業で価格転嫁が浸透している。投入コストの増加の影響が売上高の増加によって吸収されやすくなることで、経常利益への下押し圧力が和らぐ見込みだ。

製造業では、シリコンサイクル（世界半導体市場に見られる循環）の改善も経常利益の押し上げ要因となろう。日本の世界シェアが高い半導体製造装置や同素材を中心に、機械業種や化学工業などで業績の改善が見込まれる。また、後述するように先行きは国内の設備投資が増加する可能性が高まっているため、資本財関連業種の復調も期待される。他方、自動車関連業種では挽回輸出による押し上げ効果が剥落したり、トヨタ自動車などの一部工場の稼働停止の悪影響が表れたりするだろう。加えて外需の動向にも注意が必要だ。中国では政策対応による景気回復が見込まれるものの、米欧の景気減速もあって当面は日本からの輸出が伸び悩むとみている¹。

非製造業では、サービス消費やインバウンド消費の回復も企業業績を押し上げるだろう。23年10-12月期時点で、国内の個人消費はサービス消費を中心に長期トレンドから2兆円（年率換算額）ほど下振れしている²。また日本政府観光局によれば、23年の訪日外客数は19年比▲21.4%であり、中国人観光客などの回復余地も大きい。これらを背景に、小売業・卸売業、宿泊業、飲食サービス業、娯楽業、旅客運輸業などでは業況の改善傾向が続く見込みだ。

24年1-3月期以降の設備投資は、潤沢な企業の手元資金を原資に緩やかな増加基調を辿るとみている。企業のキャッシュフローが高水準にあることに加え（**図表3**）、国内外での株高や、24年2月に発行された8,000億円規模の「GX経済移行債」が企業の資金調達を後押ししよう。上述したシリコンサイクルの回復局面入りによる半導体関連業種での投資拡大も見込まれる。

ただし、人手不足によって設備投資が抑制される可能性には注意が必要だ。23年12月日銀短観³によれば、企業の人員の過不足感を示す雇用人員判断DI（最近）は建設業（全規模）で▲57%ptと、全業種（同、▲35%pt）に比べて人手不足が深刻だ。機械設備の製造業にあたるはん用・生産用・業務用機械（同、▲21%pt）では相対的に人手不足が軽微だが、建設業での人手不足の深刻化で工場建設が遅れば、新規の設備導入が抑制されるリスクがある。また、先行きは価格転嫁の進展が賃上げの影響を一部相殺するとみているが、賃上げの動向次第では操業コストが一段と増加し、企業の設備投資余力が圧迫される可能性がある。

¹ 詳細は拙稿「[2024年1月貿易統計](#)」（大和総研レポート、2024年2月21日）を参照。

² 詳細は神田慶司・久後翔太郎・田村統久・岸川和馬・中村華奈子「[日本経済見通し：2024年2月](#)」（大和総研レポート、2024年2月22日）を参照。

³ 詳細は久後翔太郎「[2023年12月日銀短観](#)」（大和総研レポート、2023年12月13日）を参照。

2023年10-12月期のGDP2次速報(QE)：1次速報値から上方修正を予想

今回の法人企業統計の結果を受け、2023年10-12月期GDP2次速報(QE)（3月11日公表予定）では実質GDP成長率が前期比年率+1.7%と、1次速報（同▲0.4%）から上方修正されると予想する（**図表4**）。主因は設備投資（前期比+1.9%）であり、伸び率は同+2.0%pt上方修正される見込みだ。民間在庫は前期比寄与度+0.1%ptへと上方修正され、1次速報段階で仮置きされていた仕掛品在庫や原材料在庫が寄与するだろう。

個人消費は12月分の基礎統計の実績が反映されるものの、1次速報値から変わらないとみている。他方、政府消費は1次速報段階では公表されていなかった11、12月分の医療費実績が反映され、同+0.1%へ上方修正されると予想する。公共投資においては仮置きとなっていた12月分の実績が反映され、伸び率は▲0.8%へ下方修正されるだろう。

以上を受け、内需寄与度は+0.2%ptと1次速報からプラスに転じると予想する。2次速報では、先送りされてきた民間企業設備の復調が民需を下支えする姿が示されるとみている。

図表4：2023年10-12月期GDP2次速報予測

		2023年10-12月期	
		1次QE	2次QE (予想)
実質国内総生産（GDP）	前期比%	▲ 0.1	0.4
	前期比年率%	▲ 0.4	1.7
民間最終消費支出	前期比%	▲ 0.2	▲ 0.2
民間住宅	前期比%	▲ 1.0	▲ 1.0
民間企業設備	前期比%	▲ 0.1	1.9
民間在庫変動	前期比寄与度%pt	0.0	0.1
政府最終消費支出	前期比%	▲ 0.1	0.1
公的固定資本形成	前期比%	▲ 0.7	▲ 0.8
財貨・サービスの輸出	前期比%	2.6	2.6
財貨・サービスの輸入	前期比%	1.7	1.7
内需寄与度	前期比寄与度%pt	▲ 0.3	0.2
外需寄与度	前期比寄与度%pt	0.2	0.2
名目GDP	前期比%	0.3	0.8
	前期比年率%	1.2	3.3
GDPデフレーター	前年同期比%	3.8	3.8

（出所）内閣府統計より大和総研作成（予想は大和総研）