

円高下の企業経営の動向について

——「61年度主要企業経営分析」から——

〔要 旨〕

1. 61年度の主要企業の経常利益は、為替の円高進行による売上高の減少に加え、在庫評価損の増大といった一時的な要因も影響してかなりの減益となり、また、円高のメリット、デメリットの受け方の差を反映して、業種間の「二面性」が強まった。こうしたなかであって、円高・原油安に伴う物価の安定および金融緩和の効果等が収益の下支え要因として働き、これがミクロ面での企業のコスト・収益構造転換努力と相まって、企業収益回復の素地が着実に整えられてきた。
2. こうした企業のミクロ面での対応は、減量・合理化努力のほか、部品・製品輸入への切替え、国内販売促進による輸出依存度の引下げ、新事業・商品分野への転換といったかたちで着実に進展しており、この結果、61年度には、売上げに占める内需比率が拡大する中で、業種によっては内需のみで採算がとれるような体質へと転換しつつある。
3. この点、現在の景気回復が内需主導型であるだけに、62年度の企業収益の回復はより確実なものとなり、さらにはこれが設備投資の促進等を通じて景気の上昇につながるといった好循環が期待される。こうした好循環を確保するためのポイントは安定的な企業マインドの維持であるが、そのためには、やはり物価の安定を確保することが不可欠の前提である。
4. この間、企業体力の蓄積を示す自己資本比率は、減益にもかかわらず、資本市場からの調達の増加もあって既往ピークを更新したが、とくに輸出型加工業種においてその水準が高い。これは、海外現地生産の拡充や新事業分野への投資といった構造的対応を支援するものであり、ひいては、企業の過度の輸出依存体質の改善を円滑に進め、わが国経済の当面する最大の課題である対外不均衡の是正に資するものと評価できよう。

〔目 次〕

- | | |
|---|---|
| <p>はじめに</p> <p>1. 円高下の企業収益</p> <p style="padding-left: 20px;">(1) 顕著な「二面性」</p> <p style="padding-left: 20px;">(2) 実勢ベースの企業収益</p> <p>2. 企業収益を巡るマクロ的諸要因</p> <p style="padding-left: 20px;">(1) 物価安定効果</p> <p style="padding-left: 20px;">(2) 金融緩和効果</p> <p style="padding-left: 20px;">(3) 賃金の安定</p> <p>3. 企業行動にみる構造調整の進展</p> | <p style="padding-left: 40px;">(1) 企業のコスト構造の変化</p> <p style="padding-left: 40px;">(2) 事業の転換・開拓への前向きな取組み</p> <p>4. 新たな収益構造の下での収益動向</p> <p>5. 財務体質の改善と経営基盤の安定化</p> <p style="padding-left: 20px;">(1) 内部留保の増殖は小幅化</p> <p style="padding-left: 20px;">(2) 実物投資動向</p> <p style="padding-left: 20px;">(3) 自己資本比率は既往ピーク更新</p> <p>おわりに</p> |
|---|---|

はじめに

わが国経済は、60年秋のプラザ合意以降の急速かつ大幅な為替円高によりマイナス・プラス両面の強いインパクトを受けた。すなわち、①輸出入数量の調整と、それに誘発された製造業の在庫・設備・雇用といった各面でのストック調整圧力が景気を押し下げるデフレ効果と、②原油安も加わった物価の安定と金利の低下を背景とした家計支出と非製造業設備投資の堅調が景気を下支えする効果が働き、景気はいわゆる「二面性」を浮き立たせるかたちで展開してきた。

61年末までの時期においては、前者が後者を上回った結果、成長率は急速に鈍化したが、本年入り後は、「情勢判断資料」(62年秋)－調査月報62年10月号掲載－で示したとおり、家計部門や非製造業部門が予想以上の堅調さを維持する一方、製造業部門においても、在庫調整一巡に伴う生産の立上がり、設備投資の持直しというメカニズムが作動し始め、内需主導型の景気回復が次第に明確となっている。

本年入り後、こうした自律的な景気回復メカニズムが作動した背景には、61年度中、企業収益は円高進行に伴う売上減に加え、在庫評価損の増大といった一時的な要因も影響して、表面的にはかなり落込んだものの、円高に伴う物価安定効果等が収益の下支え要因として働き、これがミクロ面での企業のコスト・収益構造転換努力と相まって、収益回復の素地を着実に整えてきたことが挙げられる。

本稿では、こうした円高下の企業収益の動向、企業の円高対応の進展度、さらには企業の財務体質の変化等に焦点を当てて、61年度の「主要企業経営分析」^(注1)の特徴点を浮彫りにしたい。

1. 円高下の企業収益

(1) 顕著な「二面性」

61年度の主要企業の経常利益は、全産業では前年度比△11.4%の減益となったが、円高のメリット、デメリットの受け方の差により業種間の「二面性」が際立ったのが特徴である。

まず、主要企業・製造業の経常利益につき振れの大きい石油精製を除いてみると(第1表)、60年秋以来の為替円高のデフレ・インパクトにより、60年度に3年ぶりの減益となったが、61年度には前年度比△28.0%と第一次石油危機後では最大の減益となった。とくに本業の収支である営業段階では前年度比△36.4%と、この20年間のボトム(50年度△36.7%)に匹敵する大幅な落込みを示した。

これに対し非製造業の経常利益は、原油安も加わって既往最高の利益水準を記録した電力を除くベースでみても、61年度は+6.4%と一段と増益基調を強めた。この結果、製造業、非製造業間の業績の「二面性」は60年度に比べ一層際立つこととなった。

(第1表)

売 上 高、経 常 利 益 の 推 移

(前年度比増減(Δ)率・%)

		52 年度	53 年度	54 年度	55 年度	56 年度	57 年度	58 年度	59 年度	60 年度	61 年度	62年度 (予測)
製 造 業	売 上 高	5.0	2.9	17.5	15.4	6.7	1.5	3.7	7.9	1.9	Δ 7.3	0.8
	経 常 利 益	3.7	24.1	52.5	6.7	Δ14.5	1.9	6.7	33.9	Δ 9.2	Δ26.8	13.6
	除く 石油精製	2.1	30.9	50.2	5.5	Δ 2.8	Δ 9.3	6.2	36.6	Δ 9.3	Δ28.0	13.0
非製造業	売 上 高	Δ 0.6	0.0	26.9	18.4	8.6	3.1	1.6	8.2	4.4	Δ11.9	3.9
	経 常 利 益	15.2	0.6	Δ34.8	182.4	Δ19.3	Δ 5.8	16.1	4.6	17.7	14.5	Δ23.1
	除く 電 力	1.5	2.0	25.3	27.8	1.7	Δ 8.2	0.3	13.3	5.1	6.4	Δ 2.9
全 産 業	売 上 高	1.8	1.3	22.7	17.1	7.8	2.4	2.4	8.1	3.4	Δ10.1	2.6
	経 常 利 益	8.0	14.7	21.8	39.2	Δ16.3	Δ 0.8	10.0	23.0	Δ 0.7	Δ11.4	Δ 4.9

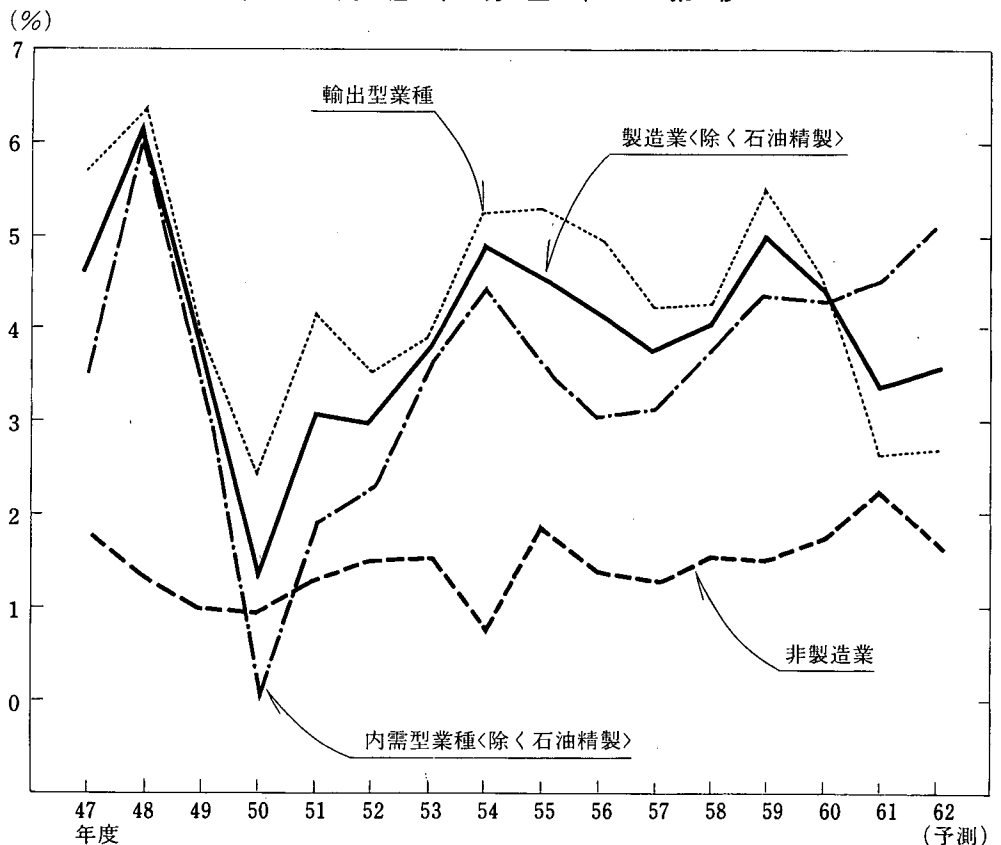
(注) 62年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年8月)による。

(注1) 本調査は原則として資本金10億円以上の企業(金融・保険業を除く)の中から当該業種の動向を反映するに足ると認められる企業(日本銀行「主要企業短期経済観測調査」対象先と概ね一致)を選定し、有価証券報告書に基づきとりまとめたものである。61年度の集計社数は619社(製造業379社、非製造業240社)であり、対象期間は61年度中に決算期が到来した企業の当該会計年度によっている。

さらに製造業の中でも「二面性」が顕著となり、輸出型業種(電気機械等輸出ウエイトが製造業平均<24.8%>より高い業種)と内需型業種(除く石油精製)が対照的な動きを示した。すなわち、輸出型業種では過去の円安局面の輸出伸長で蓄えた内部留保等の運用益の下支えにもかかわらず、売上高経常利益率の急降下(60年度<4.52%>→61年度<2.62%>—50年度<2.46%>以来の低水準)をみた(注2)(第1図)。

(第1図)

売上高経常利益率の推移



(単位・%)

	47~49 年度平均	50~54 年度平均	55~57 年度平均	57 年度	58 年度	59 年度	60 年度	61 年度	62年度 (予測)
製 造 業 (除く石油精製)	4.90	3.20	4.17	3.77	4.03	5.02	4.43	3.36	3.56
輸 出 型 業 種	5.32	3.85	4.85	4.23	4.24	5.45	4.52	2.62	2.68
内 需 型 業 種 (除く石油精製)	4.38	2.43	3.27	3.12	3.71	4.37	4.31	4.49	5.08
非 製 造 業	1.38	1.21	1.48	1.24	1.52	1.52	1.71	2.22	1.69

(注) 62年度は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」(62年8月)による。

これに対して内需型業種(除く石油精製)は、ほぼ軒並みに売上げが減少したものの、原燃料コストの低下等が寄与して、売上高経常利益率は上昇し(60年度<4.31%>→61年度<4.49%>へと近年のピークを更新)、その水準は初めて輸出型業種のそれを上回った。

もちろん、円高と原油安に伴う交易条件(製品産出価格/原材料投入価格)の好転というプラス効果は、程度の差はともかく、多くの業種に共通していた。しかし、製造業、とくに輸出型業種については、数量の落込みも含めた円建て輸出額の減少という円高のデメリットが、売上高の減少(過去20年間では初めての減収)を通じて固定費負担を増大させ、上記メリットを上回る減益要因として働くかたちとなった。

(2) 実勢ベースの企業収益

以上のように61年度の企業収益は、表面的には輸出型業種を中心に大幅な減益となったが、これには円高に伴う売上高減少のほか、在庫評価損の増大という一時的な収益下押し要因がかなり影響している。そこで以下では、価格変動がもたらす在庫評価損益と設備の減価償却不足額の動向による影響を調整した企業収益を分析してみよう(第2図)。

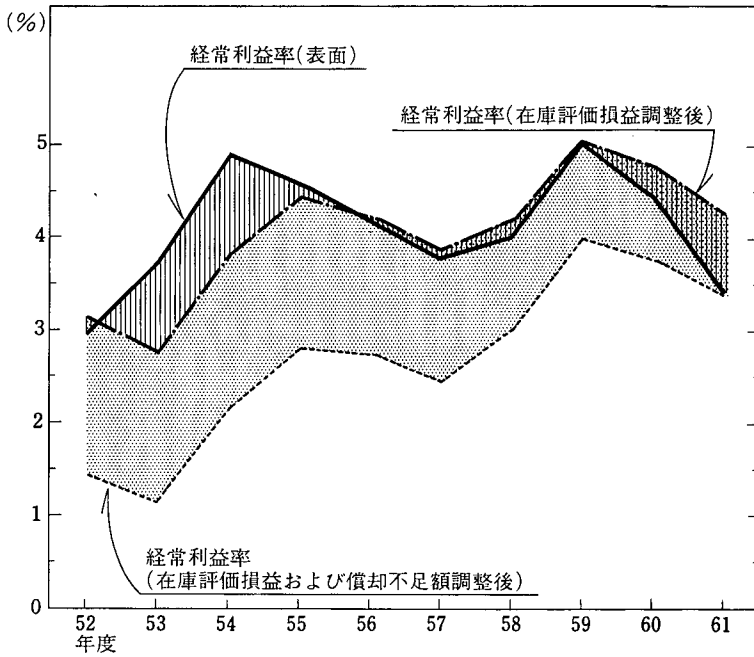
今次円高局面では、物価の低下により、大幅な在庫評価損が発生する一方、設備の減価償却不足額が縮小した。製造業(除く石油精製)の売上高経常利益率について、こうした要因を調整した、いわば実勢ベースの動きをみると、表面ベースに比べ緩やかな減益にとどまり、しかもその水準は、前回景気調整局面のボトム(57年度)と比べてかなり高い水準にある。またちなみに、表面ベースの利益率水準が50年代以降ではピークである第二次石油危機後のインフレ高進期(53年度末から55年度)と比較してみても、当時は、大幅な在庫評価益が発生し、設備の減価償却不足額が拡大したため、実勢利益率は表面利益率を大きく下回っており、やはり今次局面の実勢利益率水準の方が高い。

企業マインドはこうした在庫評価損益および償却額に対する物価のインパクトを勘案した後の実勢ベースの収益基調をも反映するとみられるが、ちなみに景気調整局面における企業マインドを「主要企業短期経済観測調査」の製造業の業況判断D.I.でみても、今次局面の「悪い」超のボトム水準は△27%ポイント(62年2月)と、57年度の△35%ポイント(57年11月)をかなり上回る状況であった。

(注2) 経常欠損企業の割合も鉄鋼、造船などの輸出型業種を中心に一段と増加(製造業で59年度9.0%→60年度10.0%→61年度14.5%)。

(第2図)

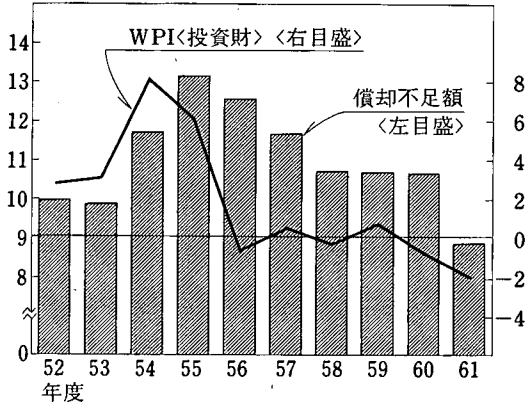
実勢売上高経常利益率の推移 (製造業〈除く石油精製〉)



(参考) 償却不足額の推移

(千億円)

(前年度比・%) (注) 償却不足額=設備再取得に必要な減価償却費



償却費－減価償却費
ただし、設備再取得に必要な減価償却費
(F_k)は次式により算出。

$$F_k = \sum_{i=0}^{12} I_{k-i} (1-r)^i \cdot r \cdot \frac{P_k}{P_{k-i}}$$

I : 名目ベースの設備投資額 (I_{k-i} は当該期から i 期前の設備投資額)

r : 減価償却率 (16.23% (償却期間13年、残価10%の定率法を想定))

P : WPI (投資財) (P_k は当該期、 P_{k-i} は当該期から i 期前の値)

わが国経済は為替相場の安定や財政面からの追加措置等も寄与してすでに自律的拡大局面に入っているが、これには、上記のような企業マインドの底固さが背景にあることを無視し得ない。

2. 企業収益を巡るマクロ的諸要因

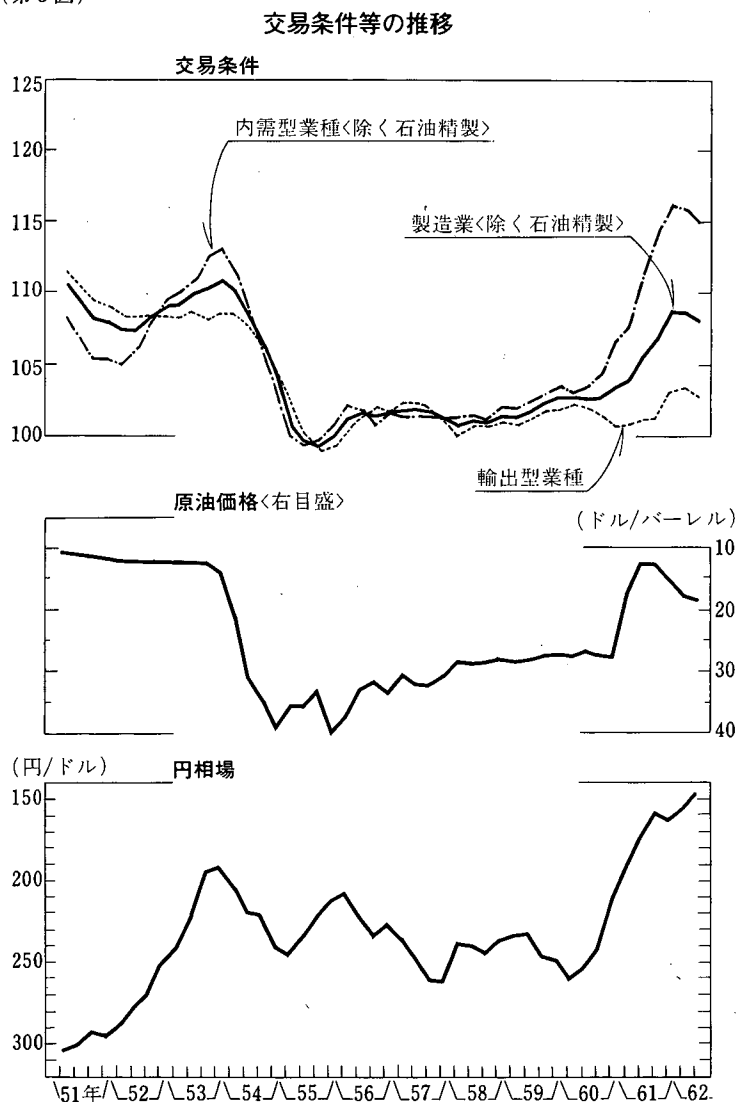
以上のように今次円高下の企業収益は、業種間の「二面性」を伴いながらも実

勢ベースでは比較的底固い地合いを維持してきたといえるが、これをもたらしたマクロ的な背景につき前回円高局面(52～53年度)との対比を中心にみてみよう。

(1) 物価安定効果

まず円建て輸入原材料価格の低下を起点とする物価安定効果のインパクトは、交易条件の改善を通じて、今次円高局面の方がはるかに大きい。すなわち、製造業の交易条件は、前回円高局面と対比しても改善をみている(第3図)。これは、名目での為替円高化の度合いは概ね同程度であったが^(注3)、今回は世界的にみて

(第3図)



(注3) IMF方式による円高の度合いは、前回は+45.1%(51年度292.34円→53年度201.41円)、今回が+52.8%(59年度244.19円→61年度159.83円)。

相対的に物価が安定する中で、産出価格も輸出価格への転嫁率が低かったこともあって低下をみた(前回上昇)ものの、一方の投入価格は原油をはじめ国際原材料価格低下の効果も寄与して、産出価格に比べ大幅な下落となったためである。この間、実質経済成長率は、60年度+4.3%、61年度+2.6%と前回円高時(5%強)に比べドラスチックな下降をみている点を勘案すると、企業収益地合いがなお底固さを維持し得たのは、こうした交易条件の改善が大きく寄与したものといわれる。

そこで、製造業の売上高経常利益率の変化を価格要因(変動費比率のうち原材料の交易条件要因と、固定費比率のうち売上価格要因の計)と数量要因(変動費比率のうち原材料投入原単位要因および「その他変動費要因」と、固定費比率のうち売上数量要因の計)に分解してみると(第2表)、在庫評価損益は別として、価格要因については、固定費比率に関する売上価格要因が輸出価格への転嫁率が低かったことなどから収益悪化に働いているが、変動費比率に関して投入価格の大

(第2表)

売上高経常利益率の要因分解
(製造業(除く石油精製))

(単位・%ポイント)

		年度 51 → 53	年度 53 → 55	年度 59 → 61	うち 60 → 61
売上高経常利益率		3.09→3.73%	3.73→4.57%	5.02→3.36%	4.43→3.36%
同 上 変 化 幅		0.64	0.84	△ 1.66	△ 1.07
要 因 別 寄 与 度	変 動 費 比 率	0.28	△ 1.13	△ 0.39	0.04
	原 材 料 費 比 率	3.14	△ 0.09	1.72	1.48
	交 易 条 件 (A)	1.02	△ 4.79	2.18	1.82
	原 材 料 投 入 原 単 位 (B)	2.12	4.70	△ 0.46	△ 0.34
	在 庫 評 価 損 益	△ 0.86	1.23	△ 0.89	△ 0.55
	そ の 他 変 動 費 要 因 (C)	△ 2.00	△ 2.27	△ 1.22	△ 0.89
	固 定 費 比 率	0.25	1.96	△ 1.23	△ 1.04
	固 定 費 要 因	△ 2.87	△ 5.39	△ 0.52	0.61
	売 上 高 要 因	3.12	7.35	△ 0.71	△ 1.65
	価 格 要 因 (D)	0.18	3.38	△ 2.16	△ 1.46
	数 量 要 因 (E)	2.94	3.97	1.45	△ 0.19
為 替 差 損 益		0.11	0.01	△ 0.04	△ 0.07
(参 考)					
価 格 要 因 (A + D)		1.20	△ 1.41	0.02	0.36
数 量 要 因 (B + C + E)		3.06	6.40	△ 0.23	△ 1.42

幅下落に伴う交易条件改善効果が極めて大きかったため、全体としてはわずかながら収益押上げに寄与している。ただ数量要因については、輸出減を映じて61年度に売上数量が収益悪化要因になっているほか、原材料投入原単位要因も減量・合理化にもかかわらず若干の収益下押し要因となっている^(注4)。

この結果、その他要因をも合算した全体としての売上高経常利益率は前回円高局面とは逆に低下したが、前述のように、表面の利益率変動に在庫評価損の発生や減価償却不足額の縮小といった要因を加味した実勢ベースの収益率は前回局面よりかなり高水準にある(前掲第2図)。この点からみても、売上高減少の中で企業収益の地合いが底固さを維持した背景として、交易条件の改善などの物価安定効果が大きかったことは明らかである。

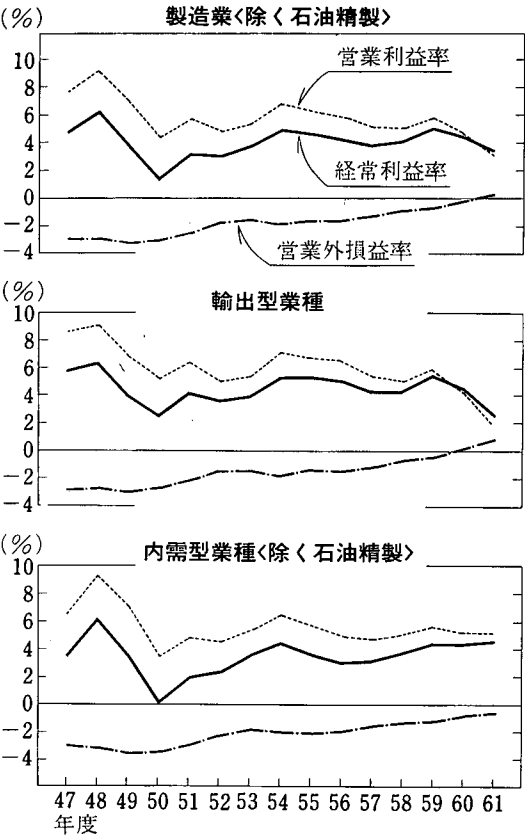
また、物価動向については、長い目でみて資本や労働という生産要素の投入面にもインパクトを及ぼす点も忘れてはなるまい(調査月報62年2月号掲載論文「円高下の経済調整について」参照)。現に、61年度においても、輸出型業種を中心に労働や資本の調整といった動きがかなりはっきりとうかがえた。また企業の資本ストック面では、有形固定資産償却の点において、インフレの場合、償却不足発生から帳簿上利益が出ていても設備更新が困難となる一方、今次円高局面のように物価鎮静の場合、投資デフレータの鎮静を映じ、償却不足額が縮小ないし解消することになる。労働面でも、後述のように物価安定は賃上げ率の落ち着きを通じて労働分配率の安定、ひいては企業収益の安定に資することとなる。

(2) 金融緩和効果

61年初来の5回にわたる公定歩合の引下げにより金利は既往最低水準となったが、こうした金利の低下は金融負債超過である企業部門の金融収支にプラスに寄与すると同時に、株式、不動産等既存資産の価格上昇に伴うキャピタル・ゲインによっても企業収益を下支えした。また、金融資産・負債バランスの改善、さら

(注4) 減量・合理化経営にもかかわらず、原材料投入原単位要因が収益を押し下げるのは、最近の部品輸入による代替等を映じているもの(とくに電気機械で顕著)と考えられる。すなわち、部品輸入は原材料費に計上されるが、素原材料に比べて加工度が高いため、その分投入原単位を大きくする筋合いにある。このように部品輸入への転換は変動費比率を押し上げる要因となるが、一方で自社内での加工工程が少なくなることにより固定費節減のメリットがあり、総体としての効率化につながっているとみることができる。また、商品仕入れや外注加工は原材料費とならず、第2表においては「その他変動費要因」に含まれるが、これが増加することによるコスト構成面へのインパクトは上記と同様のことがいえる。なお、本分析において、「その他変動費要因」を便宜的に数量要因としてとらえたのは、同じく「その他変動費要因」に計上される荷造運搬費、外注加工費等に比べ、商品仕入高のウエイトがはるかに大きいためである。

(第4図) 売上高経常利益率の推移



には、折からの金融の自由化、国際化の進展が企業の資産運用・調達の多様化をもたらしたことも金融収支の改善に寄与した面がある。

すなわち、こうした金融収支改善効果が反映する営業外損益(営業外収益－営業外費用)は、本業の収益悪化をカバーするための有価証券売却益の捻出等もあって、統計開始(26年度)以来61年度に初めて製造業の売上高経常利益率を押し上げる方向に転じている(第4図、第3表)。また、こうした収益押し上げ効果はとくに輸出型業種において著しい。

ちなみに、製造業の金融収支率(金融収益／金融費用)をみると(第5図)、55年度の45.7%を最近

(第3表) 営業利益、営業外損益の動向

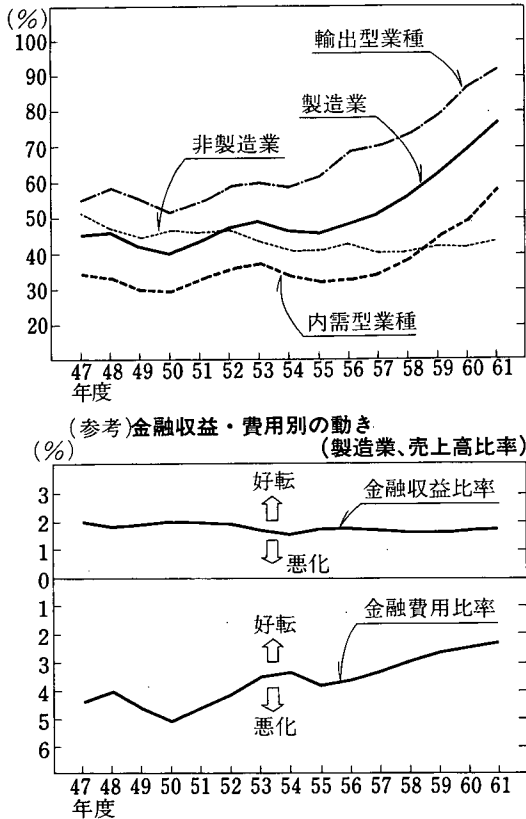
(対売上高比率・%、前年比は%ポイント)

		製 造 業				非 製 造 業			
		60年度	前年比 変化幅	61年度	前年比 変化幅	60年度	前年比 変化幅	61年度	前年比 変化幅
売上高経常利益率		4.23	Δ 0.48	3.34	Δ 0.89	1.71	0.19	2.22	0.51
寄与度	営業利益	4.43	Δ 1.12	3.15	Δ 1.28	2.80	0.10	3.25	0.45
	変動費	66.26	Δ 0.15	65.39	0.87	86.10	0.14	83.97	2.13
	固定費	29.31	Δ 0.97	31.46	Δ 2.15	11.10	Δ 0.04	12.78	Δ 1.68
	営業外損益	Δ 0.20	0.64	0.19	0.39	Δ 1.09	0.09	Δ 1.03	0.06
	金融損(Δ)益	Δ 0.75	0.24	Δ 0.53	0.22	Δ 1.25	0.04	Δ 1.27	Δ 0.02
	有価証券処分損(Δ)益	0.28	0.14	0.75	0.47	0.12	0.04	0.22	0.10
	為替差損(Δ)益	0.17	0.18	0.00	Δ 0.17	0.02	0.02	0.01	Δ 0.01

(注) 1. 固定費には金融費用等営業外損益に属する固定費を含まない。
2. 有価証券処分損益は特別損益計上分を除く。

(第5図)

金融収支率(金融収益/金融費用)の推移



のボトムとして、これまでも着実に改善を示していたが、61年度は約7.5%ポイントもの大幅な改善を示し、77.0%の水準に達した。とくに輸出型業種のうち、電気機械、自動車、精密機械等において、これまでの円安局面での自己資本積上げや借入金返済の効果が寄与して、金融収支率は100%を大きく超えており、金融緩和の下で、営業収益不振時の収益安定化に寄与した。なお、非製造業の金融収支率にさしたる改善傾向がうかがわれなかったのは、最近における非製造業の活発な実物投資態度を映じた面もあると思われる。

そこで、こうした金融収支の大幅改善の背景とその収益に及ぼす

効果をみるため、金融緩和期における金融損益の変動要因について、金融収益および費用の増減を、①残高要因、②金利要因、③資産・負債構成等その他要因に分解してみよう(第4表)。こうした分析によると、今回緩和期において前回緩和期と比べて金融収益の減少幅が縮小したのは、運用資産残高増加の効果もさることながら、資産構成の変化(特定金銭信託、ファンド・トラストなどへの運用増により、折からの株価上昇等に伴うキャピタル・ゲインを金融収益として取得)が、利回り低下を食い止めた効果が大きかった。一方、金融費用の節減幅が拡大した(注5)のは、金利低下の寄与度は前回緩和期ほど大きくなかった一方、59年度にかけての有利子負債抑制スタンスが寄与して負債残高の増加テンポが前回より小幅であったほか、負債構成の変化(銀行借入より低コストのエクイティ物の社債発行のウエイト増大)が寄与したものであることが読みとれる。

(注5) 61年度の金融費用比率は、2.29%と既往最低の水準となった(前掲第5図)。これは、有利子負債の対売上高比率が“財テク”原資となった調達増加もあってか、61年度に一転して上昇したものの、有利子負債金利が6.17%と従来にない水準へ低下したことによるものである。

(第4表)

売上高営業外損益率の要因分解（全産業）

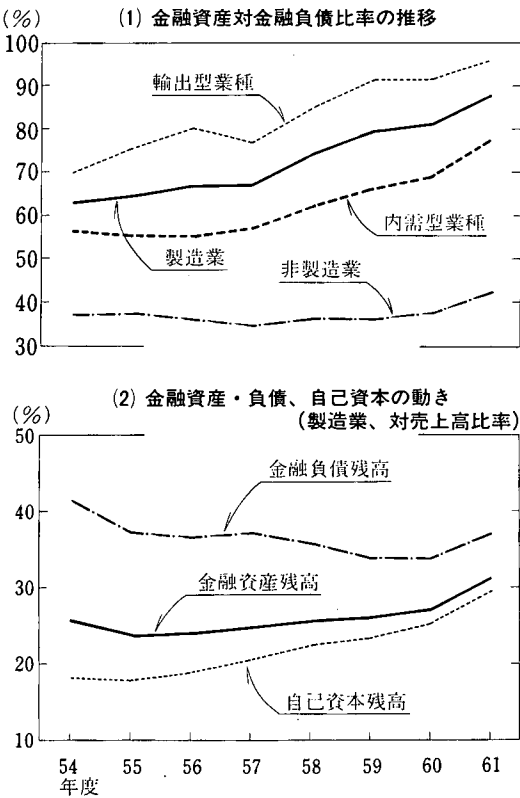
(単位・%ポイント)

		49～53年度	55～61年度	うち 59～61年度
営業外損益率変化幅		0.95	0.92	0.52
要因別寄与度	金融損益	0.43	0.79	0.21
	金融収益	Δ 0.16	Δ 0.03	0.08
	残高要因	0.11	0.21	0.15
	金利要因	Δ 0.09	Δ 0.27	Δ 0.16
	構成変化要因等	Δ 0.18	0.03	0.09
	金融費用	0.59	0.82	0.13
	残高要因	Δ 0.33	Δ 0.19	Δ 0.26
	金利要因	1.23	0.99	0.37
	構成変化要因等	Δ 0.31	0.02	0.02
その他の営業外損益		0.52	0.13	0.31

(注) 有価証券売却益は「その他の営業外損益」に含む。

(第6図)

金融資産および金融負債の推移



このように、今次金融緩和期における企業の金融行動には、転換社債発行のウエイト増大のような通常の循環変動としてはとらえきれない質的变化というべきものがあり、これは、金融の自由化、国際化の進展等の下での資金の運用・調達手段の多様化により、企業の効率的金融取引の実現へのインセンティブが高まっていることを反映したものといえよう。

なお、以上のうちとくに残高要因について詳しくみるため、金融資産・負債のバランスを示す金融資産対金融負債比率をみると(第6図)、61年度には、実物投資が低調だった製造業のほか、非製造業でも一段と上昇している。とくに従来から「資産超」であった電

気機械、自動車、精密機械をはじめとする輸出型業種の水準の高さ(54年度69.7%→60年度91.4%→61年度95.6%)が目立ったほか、61年度に経常欠損に陥った鉄鋼、造船においても、この比率はかなりの上昇をみた。これには、後述のような自己資本の蓄積や減価償却進捗による借入金の縮減が背景となっているが、さらに前述のように、61年度には折からの世界的な金利低下、株高の下での資本市場からの調達(転換社債、ワラント債の発行が中心)により、金融資産への運用を大幅に増加させる、いわゆる“財テク”取引が盛行したこと(第5表)も、この比率を押し上げる方向に働いた。

(第5表)

資金運用・調達の推移

(対売上高比率・%)

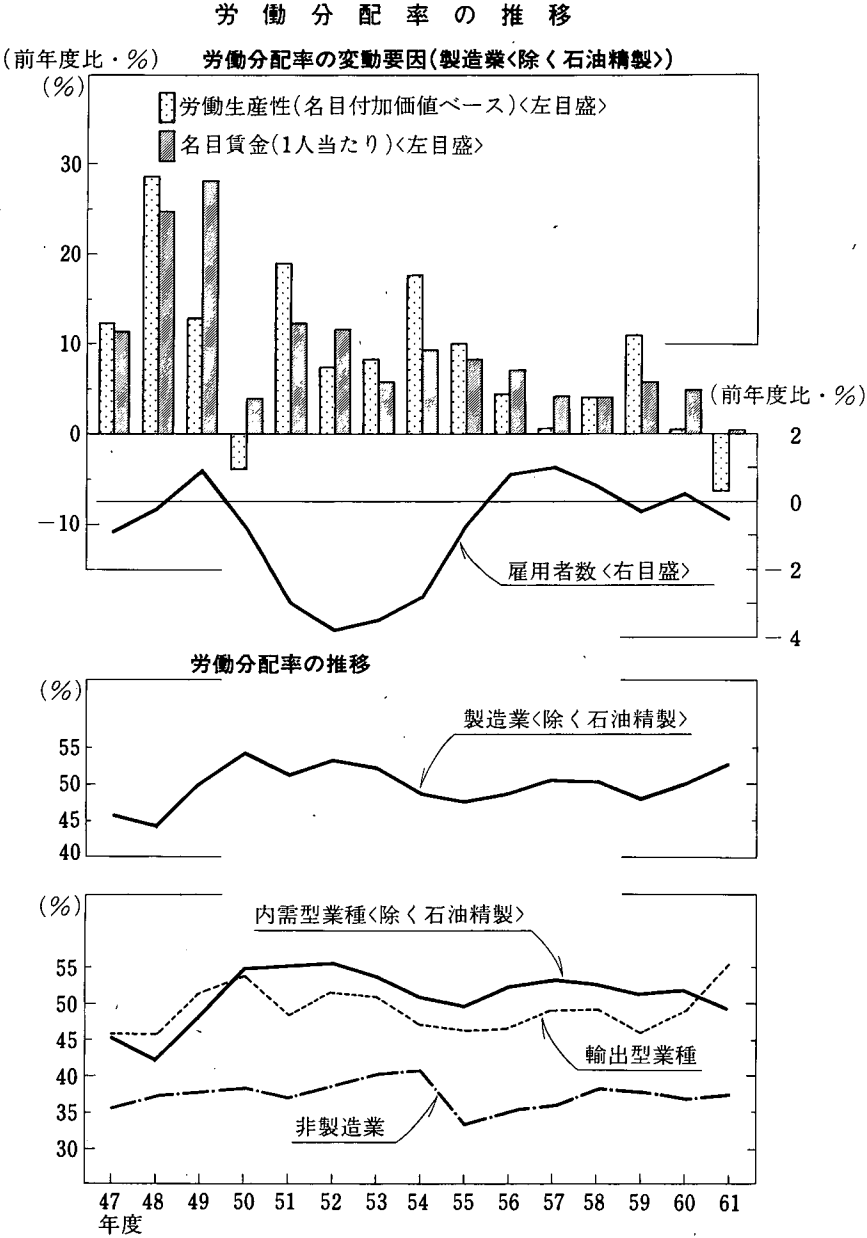
		50年度	55年度	60年度	61年度
製造業	資金運用	29.63	24.56	27.63	32.58
	現金・流動性預金	6.39	3.42	2.55	3.18
	自由金利商品	11.88	11.26	14.89	18.72
	うち金銭の信託	—	—	0.30	0.69
	有価証券	11.88	11.26	13.29	15.76
	資金調達	100.90	80.61	91.21	103.52
	外部資金調達	63.13	44.26	43.45	48.28
	うち借入金	48.69	32.68	26.32	27.24
	エクイティ物	10.64	9.11	15.21	18.56
	内部資金調達	37.77	36.35	47.76	55.24
非製造業	資金運用	14.01	11.45	11.27	14.78
	現金・流動性預金	2.90	1.64	1.34	1.77
	自由金利商品	4.93	4.41	4.90	7.23
	うち金銭の信託	—	—	0.06	0.41
	有価証券	4.93	4.41	4.37	5.88
	資金調達	51.49	47.08	50.98	61.35
	外部資金調達	39.10	34.48	34.47	40.65
	うち借入金	28.55	23.86	23.18	26.50
	エクイティ物	5.58	4.98	5.67	7.77
	内部資金調達	12.39	12.60	16.51	20.70

- (注) 1. 資金運用は現預金、有価証券、貸付金の合計。うち自由金利商品は金銭の信託、有価証券のほかCD、大口定期預金等(一部推計を含む。ただし、50、55年度は有価証券のみ)。
 2. エクイティ物は転換社債、ワラント債、増資。

(3) 賃金の安定

次に企業収益の安定に寄与した賃金の動向をみてみよう(第7図)。製造業(除く石油精製)の61年度の1人当たり名目賃金の伸びは前年度比+0.4%と、この20年間で最も小幅なものとなった。しかしながら、付加価値額(表面ベース)が減少し(前年度比△6.9%)、労働生産性(1人当たり付加価値額)が50年度以来の前年度比マイナスに落込んだため、労働分配率は前回円高局面並みの水準へ上昇

(第7図)



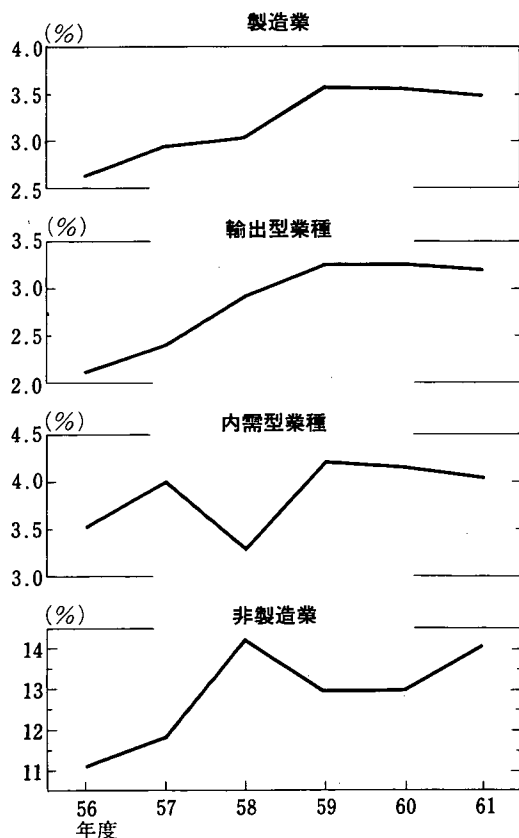
した(61年度52.8%、52年度53.2%)。これは、専ら、電気機械、自動車等輸出型業種において、輸出減退による労働生産性の低下から労働分配率が急上昇したことによるものであり、この間、内需型業種の労働分配率はむしろ低下し、非製造業も極めて小幅の上昇にとどまっているのが61年度の特徴である。

こうした労働分配率の変動は、企業に雇用調整(削減ないし拡大)のインセンティブを生む有力な要因になっていると考えられ、今次円高局面でみられた製造業、非製造業間の雇用の「二面性」もこうしたメカニズムに基づくものといえる。ただ、今回の雇用調整度合いは、過去の減量経営においてすでにより調整を進めてきていたこともあり、前回円高局面等に比べ小規模なものにとどまっているのが特色である(前掲第7図)。

このように雇用削減に限界があり、かつ賃金抑制もかなりの程度まで進んでい

(第8図)

パート比率(対総雇用者)の推移



(注) 総雇用者数(含むパート)は日本銀行「主要企業短期経済観測調査」による。パート人員数は総雇用者数マイナス従業員数。

る状況下において、さらに人件費の節減を図る手段として近年目立っているのは、常用雇用に比べ割安でかつ景気の局面如何でフレキシブルな対応が可能なパート等の比率を上昇させるといった企業の中長期的な対応である(第8図、パート等の雇用者全体に占めるウェイトを「主要企業短期経済観測調査」〈パートを含む〉と本経営分析〈パートを含まず〉の差で見ると、製造業で56年度2.6%→61年度3.5%、非製造業で同11.1%→14.0%と、いずれもパート比率の高まりがうかがわれる)。最近の人件費落着きの背景には、パート等の活用によるいわば「人件費の変動費化」が徐々に進行していることも見逃せない。

3. 企業行動にみる構造調整の進展

円高の下での価格体系の変化に対応して、産業部門間における相対的な収益性が大きく変化しているが、こうした収益性の差異は資本の収益性や労働の生産性に影響することにより、コスト構造面で、①設備投資や雇用の動向を通じて企業の固定費を左右するし、また、②海外産品を用いた生産体制への切替えや海外生産への移行を促すことにより企業の変動費、さらには固定費に影響することになる。

個々の企業の新事業・商品への展開を含めた上記のようなコスト・収益構造の転換努力は、わが国の「輸出が増えやすく、輸入が増えにくい」という現在の産業構造の今後の変化のマグニチュードを規定することになる。

こうした観点から、今次円高2年目の61年度における企業の収益構造にみられる企業努力をみてみる。

(1) 企業のコスト構造の変化

(コスト構造面での対応)

まず企業のコスト構造を集約的に示すものとして表面ベースの損益分岐点の動きを売上高と対比してみると(第9図)、製造業(除く石油精製)では、50年度をピークに59年度まで総じて低下傾向をたどってきた後、60、61年度には急速に上昇した。これには、前述のように、売上高減少に伴う固定費負担の上昇のほか、物価の鎮静度合いが増す中で在庫品増加額が過小に評価された(在庫評価損の発生)結果、変動費が割高に現われ、表面上の損益分岐点を押し上げたという面がある。

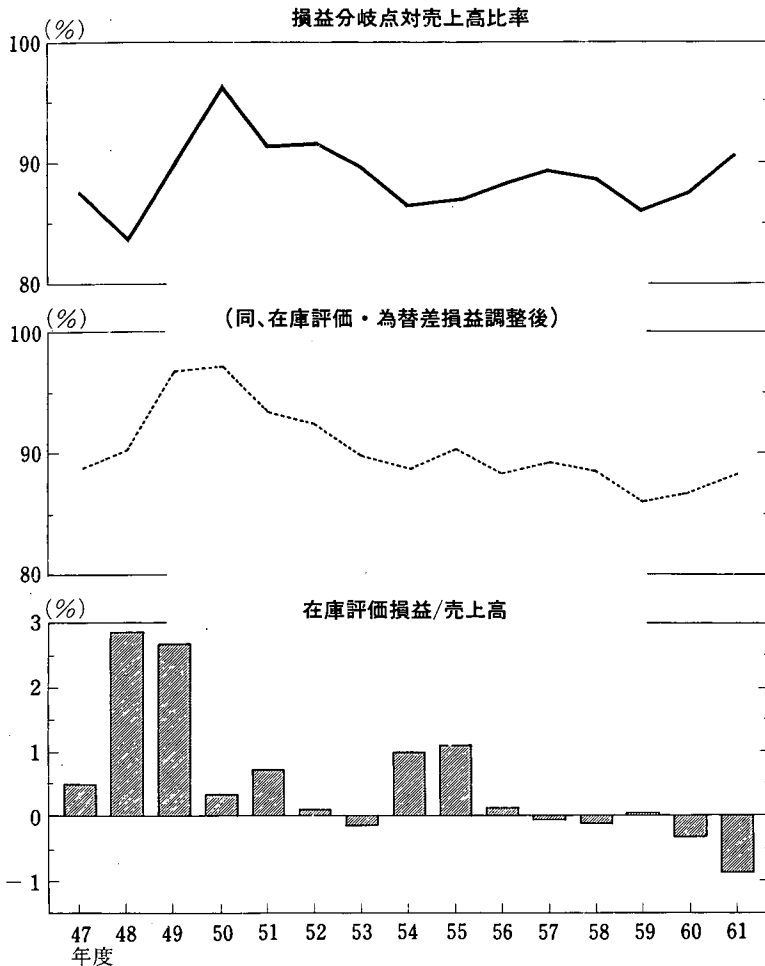
そこで、これを調整していれば実勢ベースの損益分岐点を算出してみると、60年度以降も緩やかな上昇にとどまっている。

こうした企業の収益構造の基調的な安定性は、前述のような交易条件の改善による変動費比率の低下はもとより、物価安定や金利低下に加え、各企業の種々の円高対応や合理化努力により、売上高減少に伴う固定費圧力の高まりがかなりの程度吸収されたことに支えられているといえよう。

すなわち、61年度の製造業(除く石油精製)の固定費自体は、人件費や金融費用の減少から50年代以降では初めて前年度比マイナス($\Delta 1.8\%$)となり、とりわけ輸出型業種では前年度比 $\Delta 3.7\%$ の大幅な固定費の節減を示現した(第10図)。このことは、比較的低めの売上高の伸びでも、ある程度の収益を確保し得るという

(第9図)

損益分岐点の推移 (製造業〈除く石油精製〉)



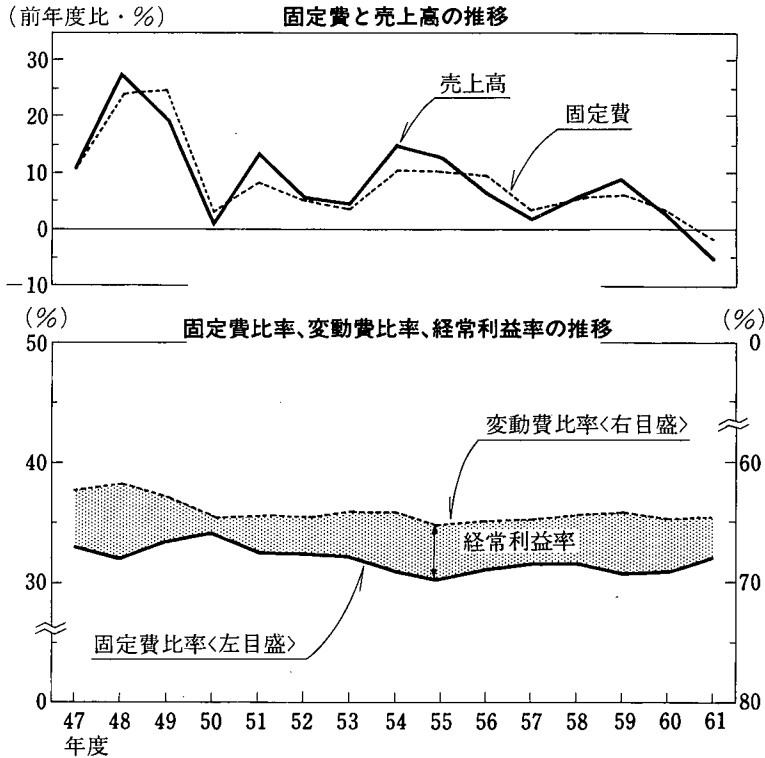
企業体質が定着したことを意味する。ただ、61年度には売上高がこれを上回る大幅な落込みを示したため、製造業(除く石油精製)の固定費比率は31.9%と前回円高時以来の高水準へと幾分上昇をみた。

(内需依存の収益構造への転換)

これまでのわが国企業の経営は、輸出の拡大による規模の経済性を重視したものであった。今回の円高は、こうした輸出主導による経済拡大の結果として生じたわが国の大幅な対外黒字を縮小させるとともに、円高による相対価格の変化を通じて産業構造を輸出依存型から内需主導型へ転換させることが期待されている。輸出型企業をはじめわが国企業は、できるだけ内需により採算を確保できるようなコスト・収益構造に転換することが要請されているといえよう。

(第10図)

固定費の推移 (製造業〈除く石油精製〉)

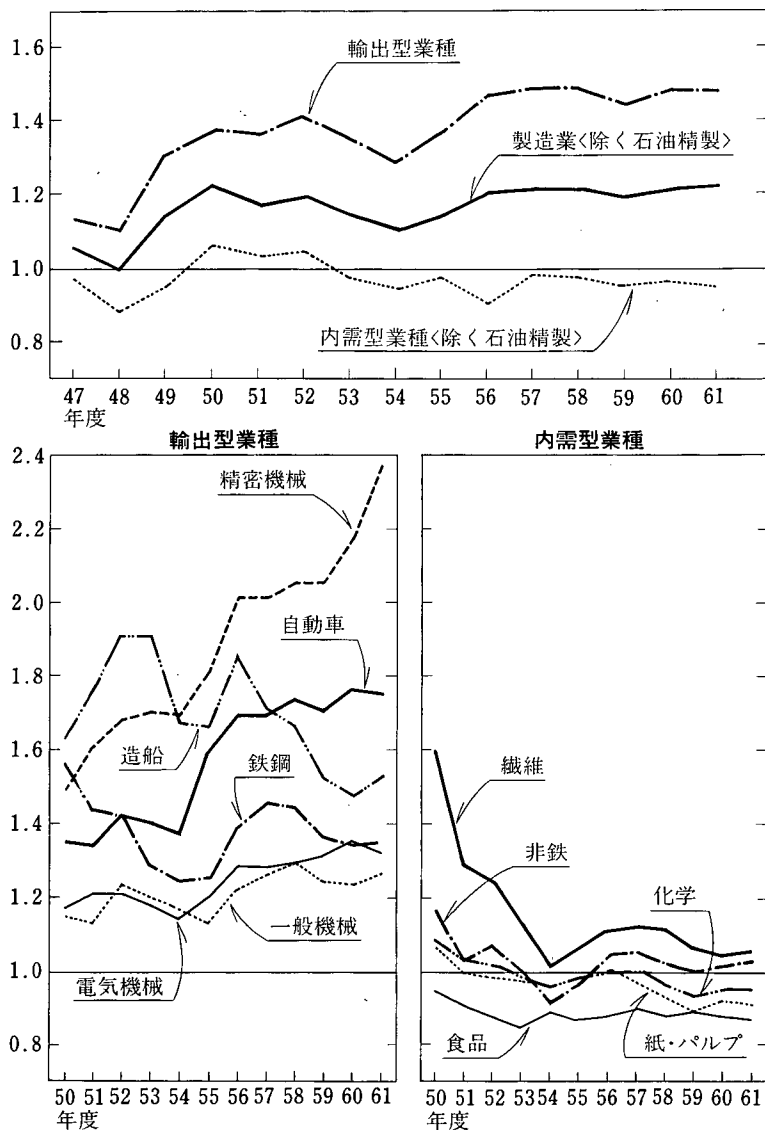


こうした動きは、円高下、収益が表面的に悪化した中であっても、着実に進展している。この点を、内需による損益分岐点カバー率あるいは採算確保に必要な輸出依存度の推移でみると、61年度には、内需比率が拡大する中、業種によっては内需のみにより採算がとれる方向での変化が出てきていることがうかがえる。すなわち損益分岐点売上高の対国内売上高(内需)比率をみると(第11図上の比率が1であれば、損益分岐点売上高と内需が同じであることを示しており、内需だけで収益が上がり得る。2であれば、内需と同額の輸出がないと採算がとれない)、石油危機を契機とする二度の大きな景気調整局面において、国内市場伸び悩みへの対応と折からの円安もあって、輸出型業種を中心に輸出に対する依存度が次第に高まっていったことが読みとれる。こうした企業体質の下、今回の円高局面(60～61年度)で、とくに輸出型企業がとった行動は、固定費負担圧縮のために稼働率を維持すべく、価格転嫁率を抑えてでも輸出数量を伸ばそうとするものであった。

対外不均衡是正の観点からは、輸出型企業においても、固定費の削減や国内市

(第11図)

損益分岐点売上高対国内売上高比率



場の開拓により、この比率を次第に1に近づけていくことが求められているといえる。この点、61年度に輸出型業種の比率が頭打ちとなっており、とくに輸出数量規制品目を有する電気機械、自動車の比率がはっきりと低下しているのは、輸出依存の収益体質からの変化をうかがわせるものとして注目されよう。

この間内需型業種では、第一次石油危機後、食品を除きほぼ軒並みにこの比率が1を上回る局面もみられたが、その後の減量・合理化経営により、最近では、繊維、非鉄を除き内需のみで収益のあがる安定的体質が定着してきたのがみてと

れる。

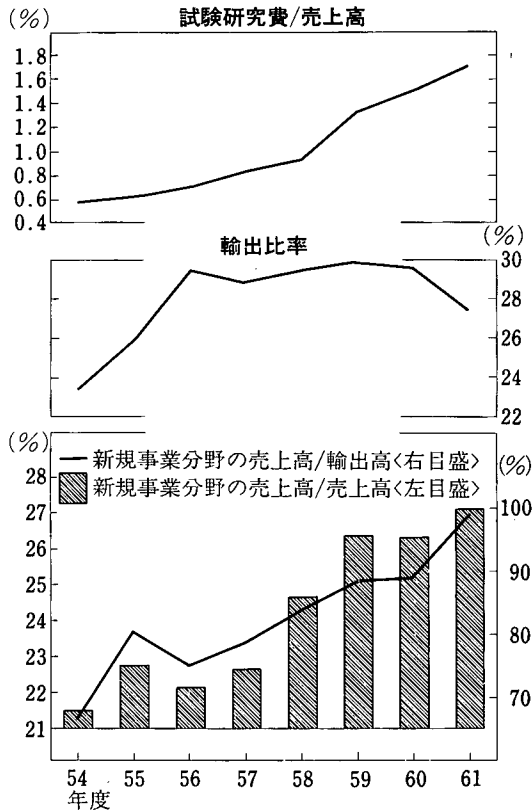
(2) 事業の転換・開拓への前向きな取組み

(部品・製品輸入の進展)

企業のコスト構造の転換努力としては、部品や製品輸入への切替えが急激に進んでいることも挙げられる。「主要企業短期経済観測調査」時のヒアリング結果により部品・製品輸入の動向(ドルベース)をみると、自動車、電気機械、精密機械といった輸出型業種を中心に61年度は前年度比4割近い伸びを示し、62年度も2割強の伸びを予測している。対売上高でみた製造業の輸入比率も、60年度の1.5%から61年度1.6%、62年度予測(8月調査)1.8%と着実に上昇している。

こうした動きを有価証券報告書で検証するため、部品・製品輸入の増加が反映される製造業の関係会社仕入高の対売上原価比率をみると、海外現地法人からの輸入増大を映じ、60年度19.8%、61年度20.0%(54年度15.3%)と上昇傾向にあ

(第12図)
新規事業分野、試験研究費等の推移
(製造業)



(注) 新規事業分野の売上高が算出可能な189社ベース。

り、とくにこの傾向が顕著な輸出型業種における水準は、60年度24.6%、61年度24.2%(54年度17.3%)と高い。

(新事業・商品分野への展開)

また企業のミクロ的対応としては、以上のようなコスト構造の転換努力のほか、採算が悪化している輸出の比率を引下げ一方、高付加価値分野あるいは非貿易財等好採算分野への事業転換や開拓が挙げられる(第12図)。

製造業(除く石油精製)の輸出比率をみると、円安期の59年度には27.7%にまで上昇したものの、61年度には25.8%へと低下している。一方、エレクトロニクス関連製品や新素材等各企業にとっての新事業分野の売上高の全体に占める割合は、61年度に一段と上昇し

(第6表)

広告宣伝費対付加価値額比率

(単位・%)

	52年度	53年度	55年度	59年度	60年度	61年度
製 造 業	3.31	3.55	3.49	3.90	4.08	4.16
輸 出 型 業 種	2.84	3.17	3.20	3.56	3.85	3.89
内 需 型 業 種	3.79	3.96	3.81	4.37	4.39	4.48
非 製 造 業	1.76	1.87	1.72	2.09	2.07	2.11

(注) 製造業は、広告宣伝費が算出可能な352社ベース。

ている。さらに、こうした新事業・商品分野への進出のために一段と積極的な研究開発投資が行われているが、これを本経営分析資料から入手できる試験研究費に限定してみても一段と増勢を強めている(製造業の試験研究費の対売上高比率は54年度0.6%→61年度1.8%)。また、内需向け等への市場開拓のための努力もうかがわれ、広告宣伝費は一段と増加している(第6表)。

こうした前向きの投資ないし開発費用の投下は、当座のところは固定費増加要因となるが、これにより新規市場確保に奏効すれば、売上増による固定費比率の低下につながり、輸出に過度に依存することなく、収益の安定化を実現できることになるわけで、その成果が期待されるところである。

4. 新たな収益構造の下での収益動向

これまでみてきたように61年度収益は、輸出額急減により大幅な減益を余儀なくされたが、こうした中で、物価安定等マクロ的な好条件もあって、企業のコスト・収益構造の転換努力が着実に進められ、その後の収益回復への展望を拓くことができたものと評価される。現に、先行き62年度の製造業の表面ベース企業収益は、「主要企業短期経済観測調査」(62年8月)によると、増益に転ずるとみられている(製造業<除く石油精製>の62年度売上高経常利益率予想は3.56%<61年度3.15%>)。これは、円高対応が進展する中、売上げの持直しに伴う固定費負担の軽減、さらには為替相場の安定に伴う在庫評価損の縮小等が見込まれるためである。

しかも、企業の景気回復局面での生産態度は需要後追的である点を勘案すると、上記予想は上振れする方向にあるとみられる。

ちなみに、製造業(除く石油精製)が47年度以降15年間の平均値である売上高経常利益率(4%)を62年度に確保するために必要な売上高の前年度比伸び率は

+2.0%である(上記8月「主要企業短期経済観測調査」の62年度売上高予想は+1.1%)が、この点、前年比で4～6月+0.8%、7～9月+4.8%、10月+8.1%と足元急速な立上りをみている鉱工業生産の動向等を勘案すると、製造業全体としてみた場合、売上数量の回復だけで十分に62年度に4%台の売上高経常利益率を達成できる可能性が強くなっているといえよう(注6)。

5. 財務体質の改善と経営基盤の安定化

次に、最近の企業経営を財務面からみると、非製造業のみならず、期間損益が減益となった製造業においても、企業体力の蓄積を示す自己資本比率が一段と上昇し、既往ピークを記録した点が大きな特徴である。以下では、こうした最近における自己資本比率上昇の背景および財務面からのその評価を検討する。

(1) 内部留保の積増しは小幅化

まず、自己資本の主要な源泉である内部留保の61年度の動きをみると(第7表)、非製造業では従来にない大幅の積上りをみた一方、製造業では輸出型業種が前年度比6割以上も落込んだため、その積増しテンポは大きく鈍化した。これは、基本的には期間損益動向を反映したものであるが、輸出型業種にみられるように、こうした収益動向に比して配当流出が高水準を続けたこともその積増しにブレーキをかけた要因とみられる。このように企業が総じて安定配当維持の姿勢を示しているのは、前述のようなコスト構造面での対応等に支えられ、企業が先行きの収益確保にある程度自信を抱いていたという事情があるほか、転換社債、

(注6) 製造業(除く石油精製)につき、61年度の収益構造を前提に(変動費比率、固定費を一定)、稼働率(61年度97.0<55年=100>)上昇に伴う収益回復度を極めてラフに推計してみると、稼働率が今回円高直前の60年度上期の水準(103.2)にまで回復した場合の売上高経常利益率は5.29%(売上高は+6.4%)、同じく59年度並みの水準(101.6)まで戻した場合は4.81%(同+4.7%)へと、それぞれ上昇。

一方、仮に売上数量、輸出価格が61年度並みにとどまり、国内販価が60年度上期の水準(61年度比+5.8%)にまで上昇した場合の売上高経常利益率は4.69%(売上高は+4.3%)、同じく59年度並みの水準(同+7.0%)まで戻した場合は4.95%(同+5.2%)へと、それぞれ上昇。

したがって、生産の相当な回復が予想される62年度にさらに国内販価が今回円高直前の水準にまで回復した場合、製造業(除く石油精製)ではかなり急角度の増益になる筋合い。

なお、輸出型業種が62年度に4%の売上高経常利益率を確保するのに必要な売上高の前年度比伸び率は+4.3%(62年8月「主要企業短期経済観測調査」の62年度売上高予想は△0.3%)。ただ、上記と同様の試算をすれば、稼働率回復の場合、売上高経常利益率は60年度上期並みで6.04%(売上高は+11.4%)、59年度並みで5.57%(同+9.7%)、国内販価回復の場合、同3.36%(+2.3%)、3.54%(+2.8%)となる。

(第7表)

内 部 留 保 の 推 移

(単位・億円)

	製 造 業			うち輸 出 型 業 種			非 製 造 業		
	59年度	60年度	61年度	59年度	60年度	61年度	59年度	60年度	61年度
内 部 留 保 増減(Δ)額	16,508	15,919	9,378	10,815	10,312	4,009	4,666	6,242	8,200
経常利益	52,296	47,603	34,886	33,537	28,636	15,791	24,136	28,399	32,513
資産処分 損(Δ)益	1,159	2,497	5,886	596	1,544	3,958	822	1,025	290
配 当	Δ 7,406	Δ 7,760	Δ 7,560	Δ 4,806	Δ 4,888	Δ 4,545	Δ 5,242	Δ 5,351	Δ 5,534
役員賞与	Δ 183	Δ 177	Δ 163	Δ 92	Δ 83	Δ 69	Δ 108	Δ 113	Δ 113
法人税等	Δ29,358	Δ26,244	Δ23,671	Δ18,420	Δ14,897	Δ11,126	Δ14,942	Δ17,718	Δ18,956

ワラント債といった資本市場からのファイナンスが盛行する中で、株主への配慮が従来にも増して強く要請されてきていることも、そのひとつの背景になっているとみられる。

(2) 実物投資動向

また、企業の貯蓄・投資バランスの投資に相当する実物投資の動向をみると、非製造業では設備投資(有形固定資産増加額)が好伸したが、製造業の設備投資については、金利低下にもかかわらず、59、60年度中の高水準の投資に伴うストック調整圧力の強まりもあって前年度をやや下回った。さらに製造業の在庫調整も大幅なものとなった(棚卸資産の圧縮は61年度中△20,729億円)。

この結果、61年度の資金過不足幅(実物投資－貯蓄)は、全産業で9,703億円の余剰、製造業で23,320億円の余剰と、それぞれこれまでにない規模の余剰となっている。

ところで設備投資動向と裏腹の関係にある減価償却の進捗度合いをみると、製造業では減価償却累計率が40年代後半以降一貫して上昇している(第8表)。業種別にはとくに素材関連の鉄鋼、化学、合繊、石油精製等で大型投資の償却が進捗したこともあって上昇が著しいが、今次円高局面においては自動車、造船のほか、電気機械、一般機械等でも急速に製造業平均並みへとキャッチ・アップしている。

バランスシートに計上されている有形固定資産は減価償却が進捗すればそれだけ減少し、実物資産(有形固定資産)の効率(売上高／有形固定資産という回転率)を上げると同時に、減価償却の進捗に見合って有利子負債の減少を可能にし、

(第8表)

業種別の有形固定資産減価償却累計率

(単位・%)

	45年度	50年度	55年度	60年度	61年度
製 造 業	47.99	53.47	59.89	63.82	64.88
加 工 業 種	51.00	58.06	61.99	63.88	65.24
電 気 機 械	52.49	62.29	62.48	61.40	64.30
自 動 車	53.17	62.55	64.63	67.67	67.66
造 船	50.91	52.16	64.41	69.39	69.71
一 般 機 械	48.20	56.01	60.83	61.54	63.38
素 材 業 種	46.53	51.15	58.67	63.78	64.58
鉄 鋼	39.48	44.97	53.45	62.73	64.31
化 学	49.24	54.06	62.36	64.35	64.70
合 織	56.72	62.77	71.46	71.26	72.03
石 油 精 製	46.29	52.27	60.81	68.80	68.90
非製造業（除く電力）	44.85	46.63	48.63	51.44	51.70

(注) 有形固定資産減価償却累計率は以下の算式による。

有形固定資産減価償却累計額

有形固定資産－土地－建設仮勘定＋有形固定資産減価償却累計額

財務体質の強化につながる。ただ一方で、こうした減価償却の進捗はヴィンテージの上昇、すなわち設備の老朽化を示唆するものであるが、この点については、57～59年度の円安に伴う高収益時に輸出型業種を中心に有税償却が実施されたこと、あるいは、商品サイクルが速くなっている下で固定費負担の減少も狙ってリースへの依存が高まる傾向にあること(有形固定資産の押下げ要因)等を勘案して判断すべきであろう。

なおこうした財務体質の強化は、マクロ的には、企業部門の貯蓄・投資バランスからみて投資不足を意味するともいえる。この点、仮に長期にわたりこうした状況が続けば、わが国経済の成長率の下方屈折をもたらすもの、とも考えられよう。しかし、円高を起点とする相対価格の変化に伴い採算有利化が見込まれる事業分野も出現してきているわけであり、先にみた積極的な研究開発姿勢や新事業・商品分野への展開意欲の強さからみれば必ずしも悲観する必要はあるまい。むしろ、減価償却不足額の縮小等物価安定による好環境が総じて維持されている現状からすれば、循環的な景気回復過程において資本収益率の上昇が見込める場合の積極的な設備投資を担保する内部エネルギーが蓄積されている状況とも評価されよう。

(3) 自己資本比率は既往ピーク更新

自己資本比率は、このように61年度中、内部留保の積増しテンポが鈍化したものの、実物投資が減少し、資本市場からの調達が増加(転換社債やワラント債が大きく寄与)したため、さらに上昇し、製造業では37年度以来の30%台乗せとなり、既往ピークを更新した。

ところで、以上のような自己資本比率の上昇は、ミクロの企業経営の面からはどうのように評価されるのであろうか。第一次石油危機以前の高度成長期にあっては、企業の期待収益率が高く金利水準を上回っていたため、借入等外部負債の増加をてことして利益を高めていく(いわゆるレバレッジ効果^(注7))インセンティブが強く働いた。しかし、50年代以降期待収益率がそれ以前に比べて低下し、収益実現に関する不透明感が高まる中では、企業経営の安定性といった観点から利益率の振れを小さくするためにも、負債比率の低下=自己資本の充実といったインセンティブが働いたものとみられる。

ちなみに、利払前収益率と有利子負債金利の事後的な関係をみると(第13図)、50年代以降総じて収益率が調達金利を下回る状況にあり、円安期の輸出好伸を背景に59、60年度にはこの関係が逆転したが、61年度には再び収益率が調達金利を下回った。このように収益率が調達金利を下回り、かつ運用利回りを上回る状況下では(ただし、61年度には一時的要因もあって、運用利回りが調達金利のみならず収益率をも上回った)、レバレッジ効果がかつてのように機能し得なくなり、むしろ企業にとって合理的な行動は、自己資本の範囲内で投資を行い、それによ

(注7) 利払後収益率と自己資本比率との間には以下の関係が成立する。

$$\pi E = r(E + D) - iD$$

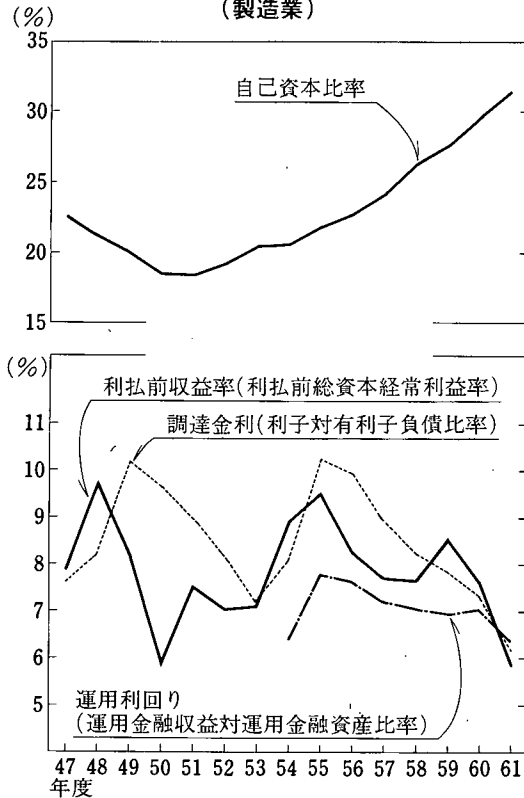
(利払後)
収益
(利払前)
収益
(利払額)

$$\pi = r + (r - i) \frac{D}{E}$$

$$\left[\begin{array}{l} \pi : \text{利払後収益率 (自己資本経常利益率)} \\ i : \text{調達金利 (利子対有利子負債比率)} \\ r : \text{利払前収益率 (利払前総資本経常利益率)} \\ D : \text{有利子負債残高} \quad E : \text{自己資本残高} \end{array} \right]$$

すなわち、61年度のように調達金利(i)が利払前収益率(r)を上回るような状況にある限り、利払後収益(π)が高まるには負債対自己資本比率(D/E)が低下することが必要である(なお、自己資本比率は $\frac{E}{E+D}$ であるため、 $\frac{D}{E}$ の低下は自己資本比率の上昇を意味)。また i がリスクを伴わないのに対し、 r はリスクを伴うため不確実性が高まっている状況下では $r-i$ の振れを通じて π 自体の振れを大きくすることにもなる。したがって、企業経営の安定性といった観点から、企業は負債比率の低下=自己資本の充実に務めるというインセンティブが生まれる。

(第13図)

自己資本比率、収益率、金利の動向
(製造業)

って調達を抑制することであり、かつ企業の自己資本比率が高まれば、事後的には利払後の収益率が相対的に上昇することになる。

以上のような関係は、単に事後的な姿であり、現実の企業経営のうえでこうした事情がどの程度意識されていたかは明らかでないが、ともかくも、50年代以降総じて調達金利と利払前収益率とが逆鞘状況にあることから勘案すると、自己資本比率の上昇により結果として、企業の収益力が相対的に高められるかたちになったと評価することはできよう。

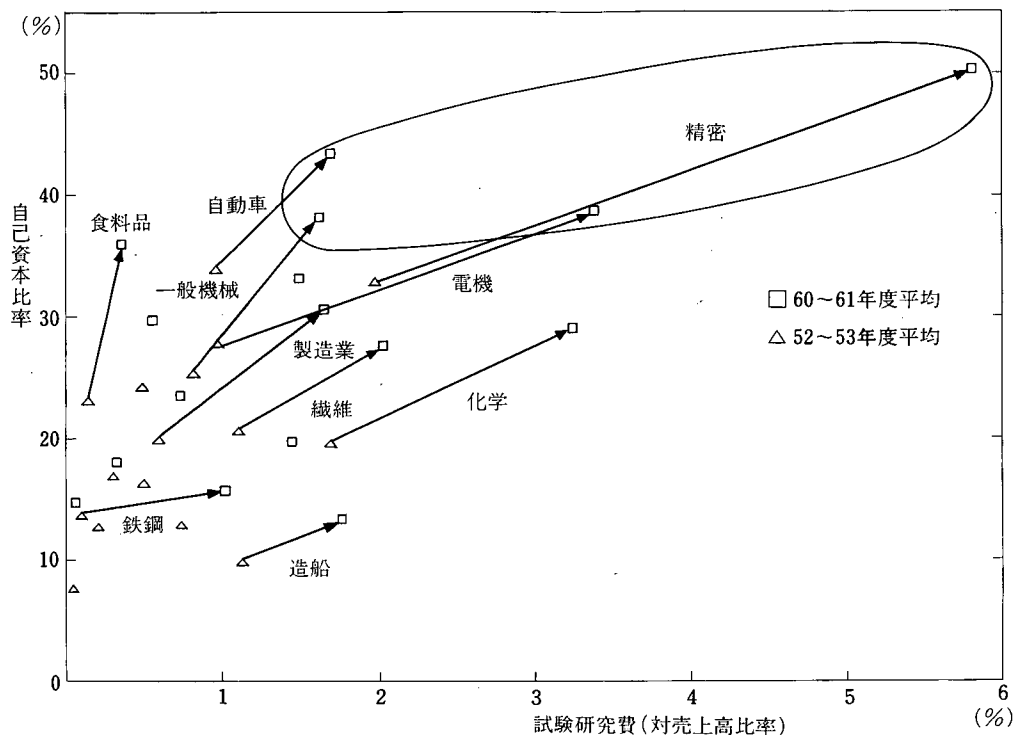
次に自己資本比率と新事業・商品分野への進出、あるいはそのための研究開発意欲との関係をみて

みよう(注8)。例えば、自己資本比率と試験研究費の対売上高比率との関係をみると(第14図)、最近では自己資本比率の高い輸出型加工業種の方が試験研究費も多いという関係が一応成立しているようにうかがえる。もちろんこうした関係は事後的なものである点には留意する必要があるが、自己資本比率が高いほど、リスクの高い新規分野への展開を可能とする面はあろう。したがって、海外現地生産の拡充、あるいは新規分野への投資等によりドラスチックな転換努力が必要とされている輸出型業種にとり、自己資本比率が高い点はそうした対応を可能にするものと評価できよう。

(注8) 研究開発投資については必ず一定の利子支払を要求される負債による調達に対し、自己資本調達(内部調達、増資)の方が有利との見方もある(金研資料(61)研1-10「企業財務の構造変化に関する考察」参照)。

(第14図)

業種別試験研究費比率および自己資本比率の動向



(注) 自動車の試験研究費比率は算出可能な4社ベース。

おわりに

主要企業、とくに輸出型製造業の61年度のコスト・収益構造を分析すると、金融収支構造の改善も寄与して、内需で採算がとれるような体質へと転換しつつある姿がうかがえた。この点、現在の景気回復が内需主導型であるだけに、62年度の企業収益の回復がより確実なものとなり、さらにはこれが景気の上昇につながるといった好循環が期待される。

このようにして内需の持続的拡大が実現すれば、企業の過度の輸出依存体質の是正が円滑に進むことになり、わが国最大の政策課題である対外不均衡是正にとっても好ましい結果をもたらそう。

こうした好循環を確保するためのポイントは安定的な企業マインドの維持であるが、そのためには、長い目でみてもやはり物価の安定が不可欠の前提である。

本年度下期から来年度にかけてのわが国経済が、緊急経済対策の執行本格化もあって上昇スピードが過度に加速するとなると、需給の引締まりから物価上昇圧

力が高まる可能性が強く、これが労働需給の改善と相まって、来春のベア率の上振れにつながり、これまでの賃金・物価の安定が損なわれかねないことも懸念される。

したがって、現在望まれる企業行動としては、生産調整等により「値戻し」を図ることではなく、むしろ新しい産業構造の下での、安定的なコスト構造の確立に向けての粘り強い努力であり、同時に内需向けを中心とする新事業・商品関連の開発ないし投資等構造変革への対応努力であろう。

最後にこうした個々の企業にとって中期的な収益基盤の強化をもたらすことになるはずの努力が、確実に企業収益の向上につながるためのマクロ的条件は、賃金と生産性の適正なバランスのうえに立った物価の安定持続であることを改めて強調しておきたい。