

## 企業収益の成熟化と金融政策

発表日：6月6日(火)

～損益分岐点は企業規模別にみて反転しつつある～

第一生命経済研究所 経済調査部

担当 熊野英生 (外線：5221-5223)

法人企業統計では、損益分岐点売上高比率が下げ止まり感が出てきている。資本分配率もこれまでの上昇が頭打ちになりつつある。企業収益はいよいよ成熟化の段階に入っているとみられる。この背後には、労働コストが徐々に上昇方向に変化している動きがある。日銀の金融政策はそうした経済環境変化に対応して、中立的な金利水準に対して政策金利を近づけるような政策を採ろうとするであろう。

### 損益分岐点には変化の兆し

今、企業収益の体質が成熟化に向って変化をはじめている。2006年1-3月期の財務省の「法人企業統計」では、いくつかの財務分析比率に成熟化を示すデータが散見されるようになった。こうした見方は、日本銀行の展望レポート(4月28日発表)で、「今後、景気は成熟段階に入っていくと考えられる」として指摘されていたものでもある。

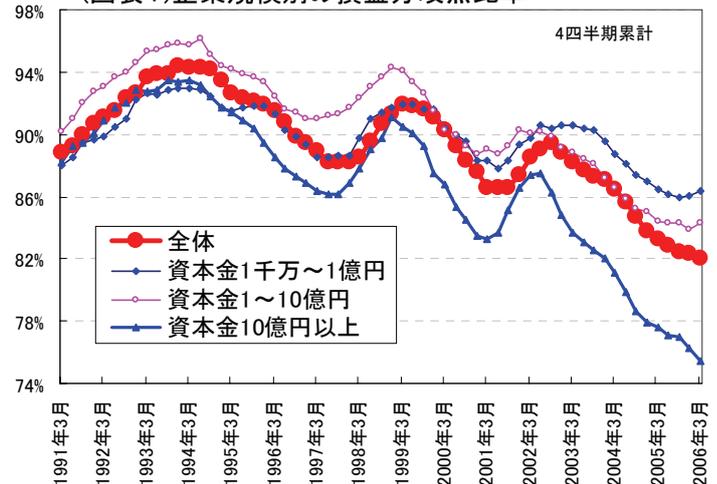
特に、筆者が成熟化の事例として注目するのは、損益分岐点売上高比率(以下「損益分岐点」と略す)が徐々に下げ止まる変化をみせていることだ。すなわち、全規模・全産業の法人企業の損益分岐点は低下が続いているが、企業規模別にみて、資本金が1千万円~1億円、1~10億円の規模の企業では、足元の損益分岐点がゆっくりと上昇に転じている

(図表1)。今のところ、資本金10億円以上の大企業では、中小・中堅企業のような比率低下の方向には同調していないが、おそらくこの変化は数四半期先には全体的に顕著になっていくであろう。

### 変動コストの上昇が響く

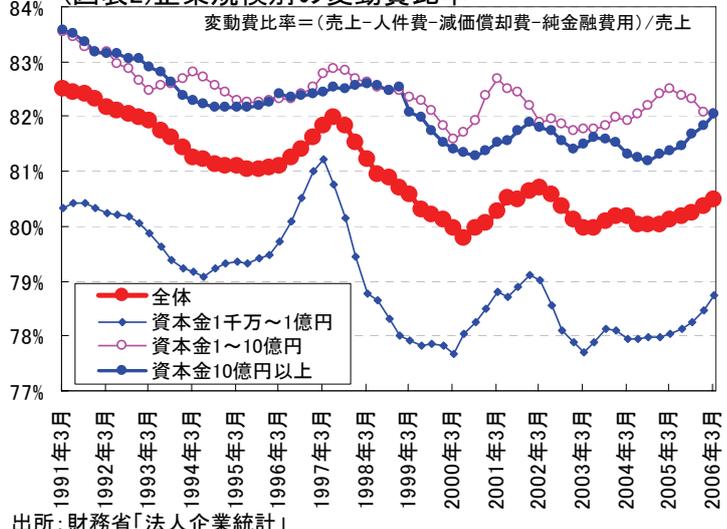
損益分岐点の変化をはじめたことについて、その背景を分析すると、まず原油価格高騰をはじめとする原材料価格の上昇が挙げられる。企業規模別に、売上高変動費比率の変化を調べると、資本金1千万円~1億円、資本金10億円以上の企業規模帯では、比率が上昇ペースを強めている(図表2)。こうした変化は、売上原価率でみても同じようになり目立ってきている。

(図表1) 企業規模別の損益分岐点比率



出所: 財務省「法人企業統計」

(図表2) 企業規模別の変動費比率



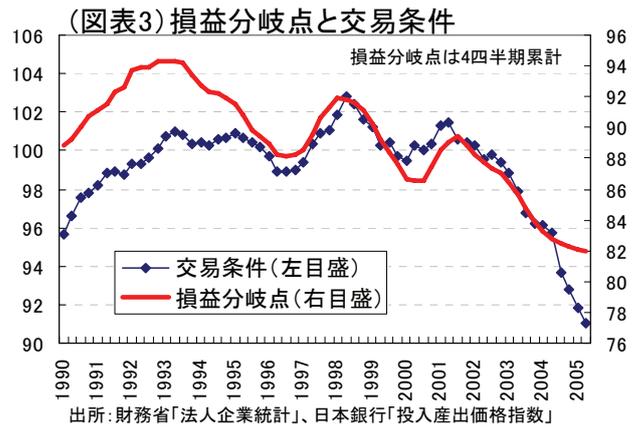
出所: 財務省「法人企業統計」

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

では、なぜ変動比率が上昇するのかと言えば、企業でコスト増分の価格転嫁が進んでいないこともあるが、そもそも素材価格の上昇が売上増加のペースよりも速かったことがある。

企業の投入・産出価格の変化については、交易条件として示されることが知られている。通常、交易条件は、景気拡大に伴って投入価格が敏感に上昇するため、見かけ上で低下するが、それが起こっているときには同時に売上のパイも広がっているため必ずしも景気には悪影響として表れにくい。そのため、損益分岐点の低下と交易条件の低下は同じ方向に動きやすい。

ところが、最近では交易条件の低下ペースが急速であるため、収益面に交易条件悪化が響きはじめるリスクが高まっている（図表3）。このことは、素材価格の高騰が企業収益にも悪影響を与え、変化方向として好ましくない状況が始まっていることを示唆している。



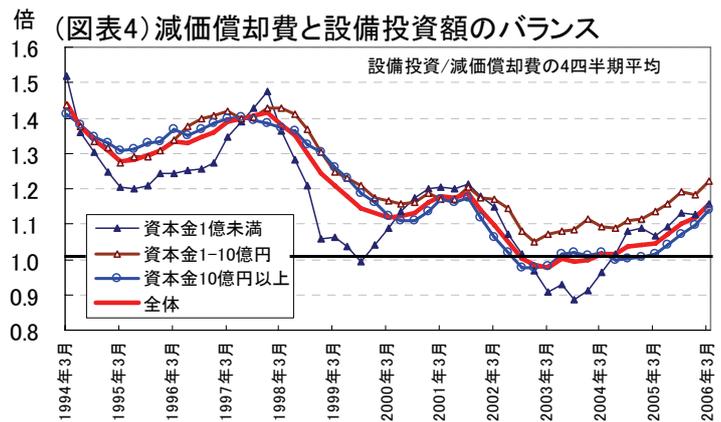
### 固定費もじわり

さらに、固定費の側にも徐々に上昇方向への変化がみられる。これまで企業は固定費負担の上昇を抑えることにとりわけ熱心であったが、ここに来てスタンスは変わってきた感がある。

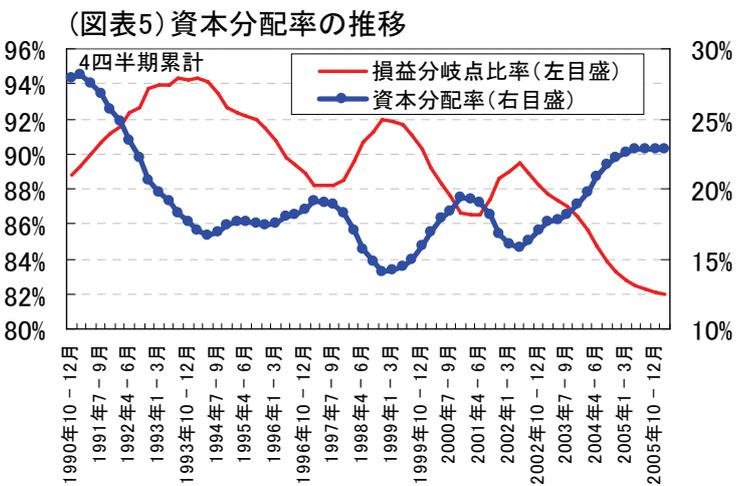
その一例は、設備投資の増強が進み、減価償却費の範囲を超えはじめていることである。企業規模別にみると、中堅・大企業の方で減価償却費を超えるペースで設備投資が増えている様子がみられる（図表4）。この変化はキャッシュフローを分母にとっても同様のことが言える。また、資本分配率に注目しても、ここに来てその上昇傾向が頭打ちになる動きが鮮明になっている（図表5）。

ほかにも、労働需給が引き締まってきている環境の変化を受けて、中小企業では労働分配率が低下から上昇に転じる流れも見える。すでに日銀短観の雇用判断DIでも「不足」超過という実感を訴える企業割合が勝っていることが確認されているが、法人企業統計ではそれがコスト面にも反映されている。

なお、マクロ統計を使って、日本経済全体のユニットレーバークオストの状況を調べると、今のところは単位当たりのコストは低下しているものの、変化率で見れば限界的な変化が感じられる（図表6、7）。



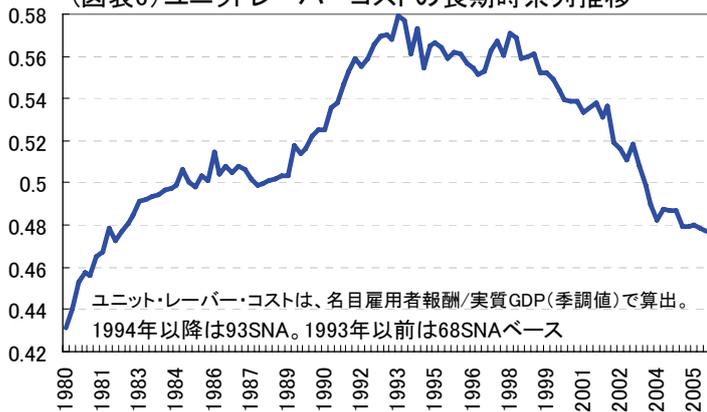
出所: 財務省「法人企業統計」



出所: 財務省「法人企業統計」

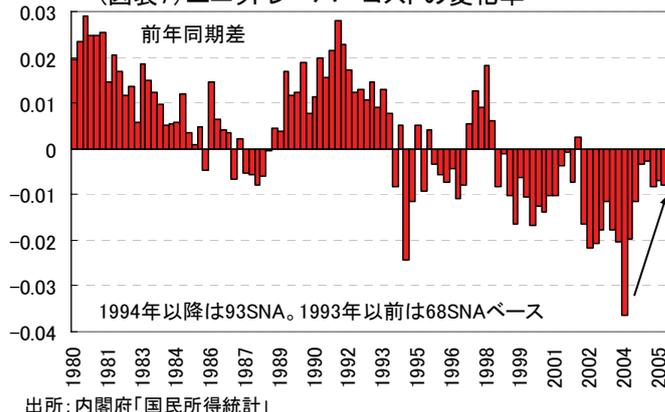
本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

(図表6) ユニットレーバークストの長期時系列推移



出所: 内閣府「国民所得統計」

(図表7) ユニットレーバークストの変化率



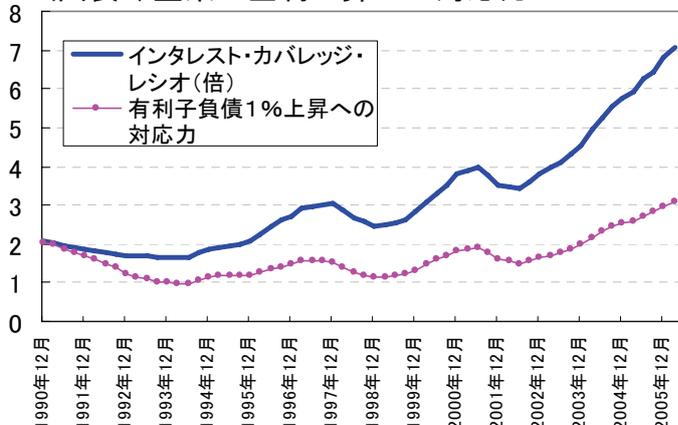
出所: 内閣府「国民所得統計」

### 金利上昇のインパクト

ここまで人件費・減価償却費・支払利息の三大固定費の区分でみると、支払利息を除いた二大固定費が増加方向にあった。そして、残る支払利息も、日本銀行がゼロ金利を解除して、短期金利が上昇していけば増えていかざるを得ないだろう。

現時点で、企業収益に対する純金融費用のコストを調べると、債務削減効果と低金利効果が相まって、金利負担能力は歴史的に高水準にある。特にインタレスト・カバレッジ・レシオ(= (営業利益+受取利息) / 支払利息) をみると、倍率は7倍を超えて非常に高くなっている(図表8)。今の企業収益は、金利上昇に対して相当な強靭さを持っていることがわかる。

(図表8) 企業の金利上昇への対応力



注: インタレスト・カバレッジ・レシオは、(営業利益+受取利息)/支払利息の倍率。  
有利子負債への対応力は、経常利益額を負債コストが1%上昇したときの金利負担で割った倍率。

### 金融政策の発想で企業の成熟化はどうみえるのか

ところで、なぜ、福井総裁は企業収益の成熟化に注目しているのだろうか。また、金融政策との関係で、企業収益の成熟化はどういったインプリケーションを持っているのだろうか。

企業の損益分岐点が下げ止まり、労働分配率が上昇(資本分配率が低下)しはじめようとしているということは、その背後に財・労働市場で逼迫が進んでいることを示唆している。財・労働市場が逼迫していく中では、金利水準は相対的に低くなり、投資行動が金融環境から後押しされる。通常、景気拡大の前半では投資活動が活発化しても、労働生産性が高まっていく中、ユニット・レーバークストが低下し、生産要素の投入に支障は生じない。しかし、経済が過熱していくと、ユニット・レーバークストは高止まりして、生産要素の投入に支障が出る。賃金に下方硬直性がある場合には、景気が減速したときにより大きな成長制約になってしまう。従って、日銀は景気が加速している間に短期金利を引き上げて、過熱の反動を抑えようという発想になる。

こうした議論をすると、過熱感がない今のようなタイミングで利上げをするのは時期尚早という見方もできるだろう。その点、日銀は景気加速の勢いに比べて、短期金利引き上げの機動性がどうしても遅くなることを心配する。そのスピード感の差から、中立金利と短期金利のギャップが大きく広がるかもしれないという不確実性が生まれ、日銀は早い時期から段階的に短期金利を引き上げておく戦略の方が手堅いと考える。しばしば金融政策は、「短期

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

金利を据え置くことのリスク」と「短期金利を引き上げるときのリスク」を比較考量するが、景気拡大が進んできた現段階では、今のまま「据え置き続けるリスク」が高まり、「引き上げるときのリスク」を小さいと判断させるだろう。また、企業収益の成熟化に伴って、損益分岐点のレベルが十分に低いということは利上げに伴う景気腰折れのリスクを小さいと感じさせている可能性は十分にある。

日銀は、企業収益の変化を読み取りながら、7月の決定会合でのゼロ金利解除に備えていると考えられる。