

## 大企業と中小企業の業況格差の分析

発表日：2007年10月3日(水)

～日銀短観詳細データによる財務分析アプローチ～

第一生命経済研究所 経済調査部  
担当 熊野英生 (TEL: 5221-5223)

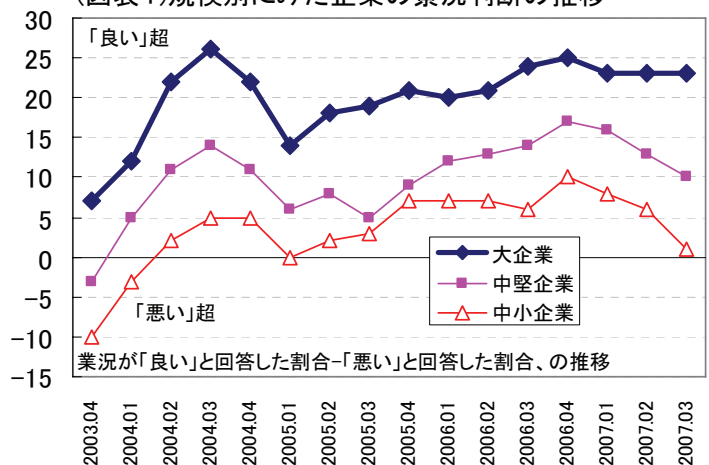
日銀短観の9月調査では、大企業と中堅・中小企業の間で業況格差が生じていた。この背景を考えると、大企業はアジア輸出の追い風を受けている反面、中堅・中小企業では輸出増の恩恵を受けにくいことがあろう。中堅・中小企業では、コストアップによる限界利益の低下が進んでいる。今後、FRBの金融緩和によって、資源インフレの傾向が進めば、そのことを通じて、企業規模間の業況格差が広がることになろう。

### 景況感の規模間格差

10月1日に発表された日銀短観9月調査では、大企業・製造業の業況判断が横ばいで推移し、中小企業・製造業は業況判断が前回比▲5ポイント低下し、3期連続での低下継続となった(図表1)。中堅企業・製造業でも、前回比▲3ポイントで3期連続のマイナス方向であり、中堅・中小企業の業況感はピークアウト傾向と見えなくもない。

本稿では、どうして大企業と中小企業の間で、業況感の格差が生じているのかを、10月2日に発表された日銀短観の詳細データに基づいてやや詳しく検討してみた。

(図表1)規模別にみた企業の景況判断の推移



出所：日本銀行「短期経済観測調査」。以下、断りがない限り同じ。

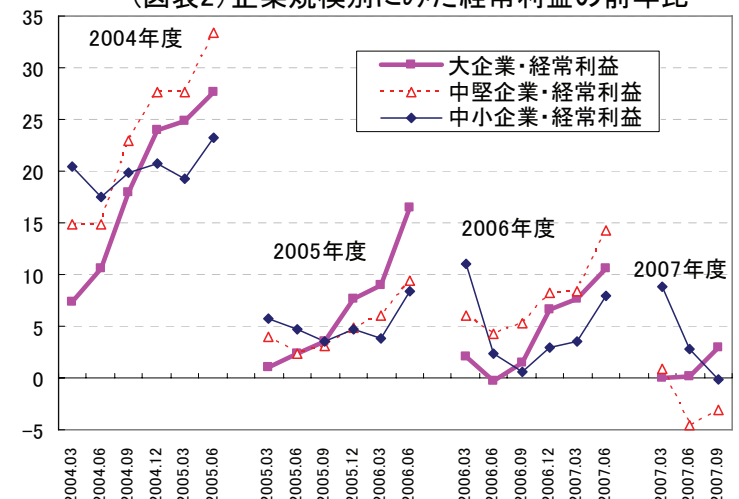
### 輸出寄与のインパクト

短観の業況判断とは、「貴社の収益を中心とした、業況全般についての全般的な判断」を企業に問う回答である。企業規模別に経常利益の2007年度計画の修正状況をみると、大企業は前回比2.7%の上方修正で、中小企業は前回比▲2.9%の下方修正であった。過去の収益計画の遷移をみても、2002年度以降継続してきた増益が2007年度は中堅・中小企業についてはかなり弱まってきていることがわかる(図表2)。

企業の収益環境を考える上でまず売上に注目すると、内需については大企業の伸び率が、中堅・中小企業よりも高く、輸出も大企業だけが前年並みに上方修正を続けている(図表3、4)。大企業の売上計画が高い伸びを見込んでいることが、収益面での差につながっていると理解することができる。

大企業と中小企業の間では、売上に対する輸出のウエイトが大きく異なっている。大企業は2007年度の輸出ウエイトが計画ベースで28.9%と高く、中堅企業の11.3%、中小企業の7.0%と大きな開きがある。また、売上の増加幅に対する寄与度も、大企業は

前年比% (図表2) 企業規模別にみた経常利益の前年比

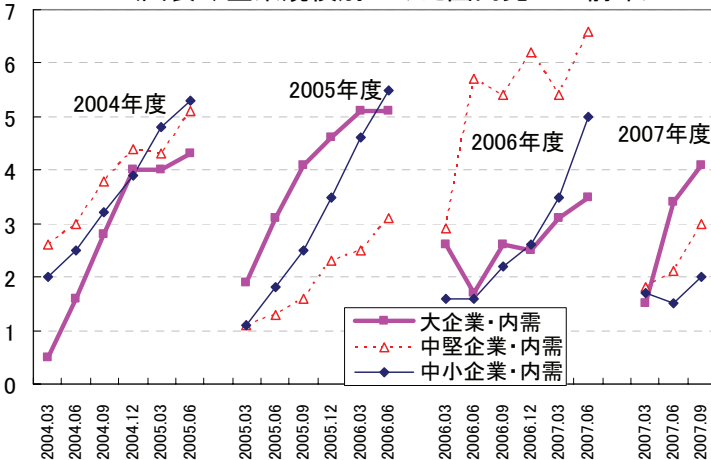


本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

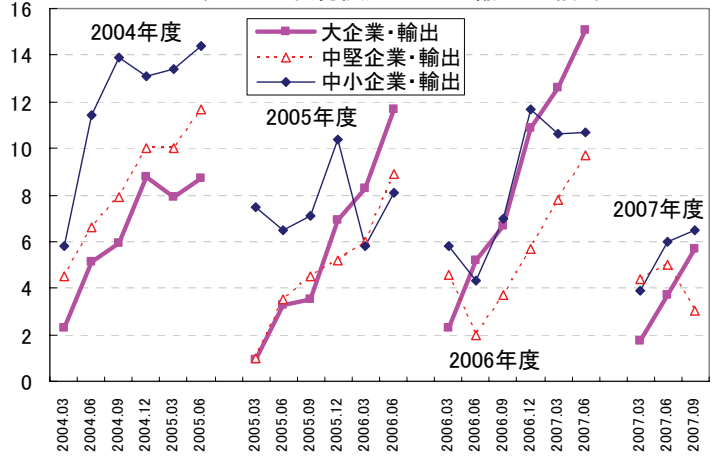
36.0%と大きい。

なお、企業の経常利益に対して輸出が極めて感応度が高いことは、大企業・製造業の経常利益・年度計画の修正率と、輸出・年度計画の修正率が綺麗に重なっていることからわかる（図表5）。

前年比% (図表3) 企業規模別にみた国内売上の前年比



前年比% (図表4) 企業規模別にみた輸出の前年比



多くの人が「サブプライム問題によって外需が下押しするかもしれない」という懸念を抱いているが、実際の企業の売上計画をみると、輸出増の追い風をより大きく見込んでいる大企業の方で業況改善が進んでいる。この事実は、意外感のある結果であろう。貿易統計などをみても、北米・欧州向けの輸出の伸び率よりもアジア向けの輸出数量増が顕著であり、企業にとって高成長を遂げている新興国の成長力が収益の恩恵として大きく寄与していると理解できる。

### 収益体質の規模間格差

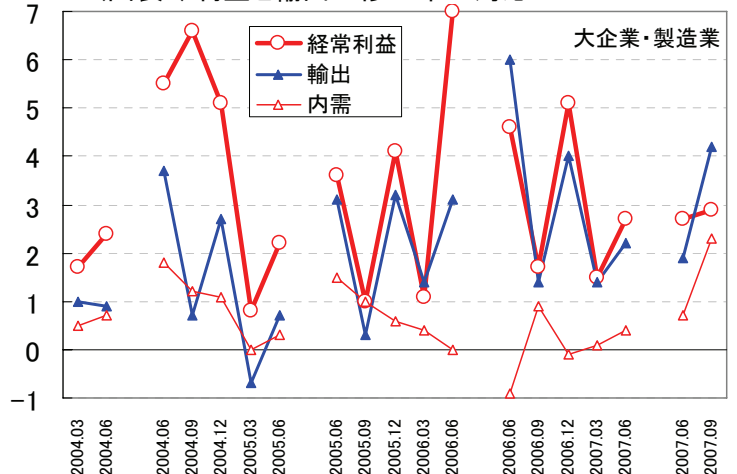
もうひとつ、大企業と中小企業の間では、収益体質の改善度合いについて差があることを指摘しておきたい。日銀短観の詳細データからは、擬似的な損益分岐点\*を計算することができる。大企業と中小企業の損益分岐点比率を比べると、大企業では趨勢的に損益分岐点比率が低下を続けているのに、中小企業はさほど改善が進んでいない（図表6）。

$$\begin{aligned} \text{※損益分岐点比率} &= \text{損益分岐点売上高} / \text{売上高} \\ &= \text{固定費} \times \text{売上高} / (\text{固定費} + \text{経常利益}) \\ &= \text{固定費} / \text{限界利益率} \end{aligned}$$

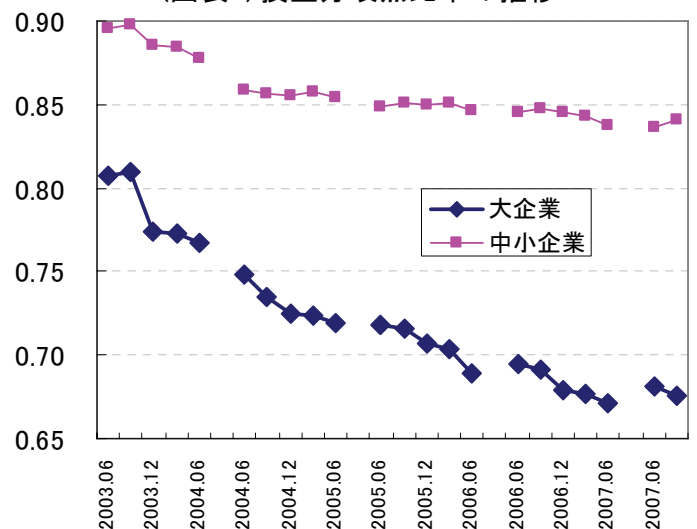
固定費は、人件費、減価償却費、金融費用を合計したもの。

仔細に企業のコスト構造を調べてみると、大企業も中小企業もともに材料費/売上高の比率は上昇しているが、限界利益率については大企業ではほとんど低下がみられず、中小企業では低下している（図表7）。つまり、大企業は、材料費のコスト上昇に対して、その他の変動費を圧

修正率% (図表5) 利益と輸出の修正率の対応



(図表6) 損益分岐点比率の推移



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。

縮するようなかたちで、全体の変動費用が厚くならないように調整して限界利益を厚めにキープしているのであろう。筆者の推測では、これは大企業が変動費に係わる経費削減や、中小企業から仕入れた製品価格の圧縮を進めるような形で、利鞘を確保しているからだと考えられる。

一方、固定費比率に関しては、大企業・中小企業がともに低下傾向を辿っている（図表8）。これまでの固定費削減の幅が大きかっただけに、2007年度計画では大企業、中小企業がともに削減幅は小幅に止まっている。つまり、これ以上の固定費削減効果は期待しにくくなり、収益体質の成熟化が起ころうとしているのである。限界利益を引き上げにくい中で、固定費比率の上昇が起これば、ますます中小企業への値下げ圧力が高まる可能性はある。

### 今後の規模間格差について

前述の通り、大企業の業況を支えるのは輸出環境である。仮に、サブプライム問題等の外生的ショックがアジア輸出を減らすと、大企業の収益基盤を脅かすことになるだろう。だが、今のところ鉱工業生産の予測指数をみても、10月まで電気機械を中心に高めの生産計画を立てていると考え

られる。これは、米国のクリスマス商戦に向けた家電製品等の作りこみを積極的に行っているからだと推察される。

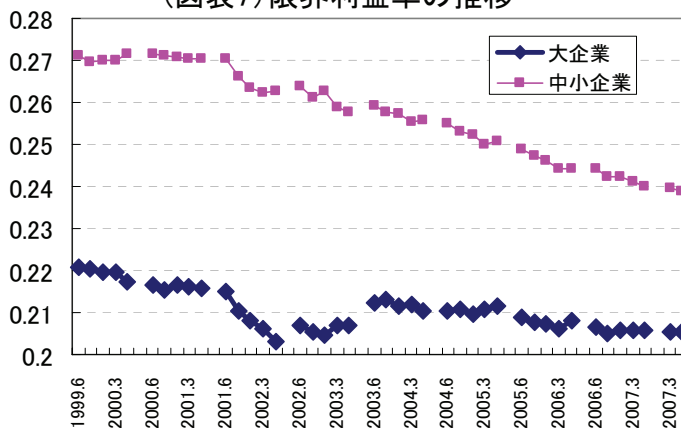
さらに、クリスマス需要の先を考えると、2008年夏には北京五輪が予定されている。過去、五輪前の時期はIT需要が盛り上がる経験則があるが、今回はそうした需要増が感じられない。以前のパターンは、五輪前に作りすぎが発生し、五輪前後に在庫調整を余儀なくされることが起こっていた。今回は、盛り上がりが少ない代わりに、過剰生産も起こりにくいと解釈することもできる。鉱工業生産の予測指数の強い数字は、サブプライム懸念を十分に織り込んでいないという仮説も成り立つので、先行きの限界的な需要変動はきめ細かく様子を見ていく必要があるだろう。さらに、9月調査の短観で、中堅・中小企業の業況が悪化しつつあることは、コストアップが収益の悪化要因になっている可能性を示唆するものだ。ロイター短観など他の企業マインドの調査が業況悪化をみていたことは、短観の中堅・中小企業の動きと符合する。

コストアップの原因は、BRICS等新興国の高成長が、資源のボトルネックを生じさせているという副作用と考えることができる。大企業の場合は、新興国の高成長を輸出というチャンネルで恩恵を享受しつつ、コストアップの副作用をこなしていける。しかし、輸出ウエイトが比較的低い中堅・中小企業は、副作用だけの影響を受けやすい。内需型企業は、外生的な価格上昇のマイナス面を専ら受け、輸出型企業との間でアンバランスが生じる。

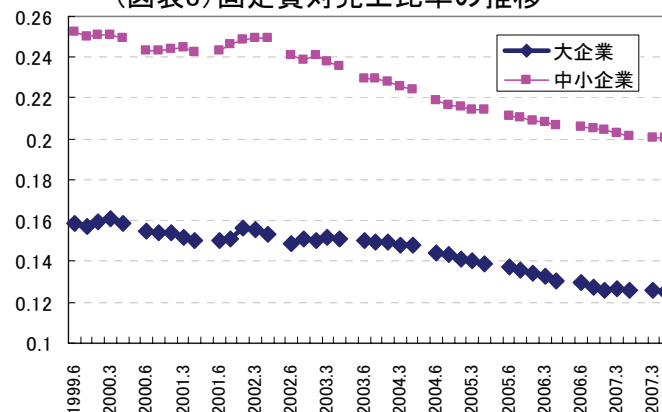
もちろん、内需型企業であっても、輸出型企業からの受注増が広範に起これば、その恩恵を受けやすいだろう。しかし、輸出型企業が仕入価格の上昇を抑制しながら、生産拡大する姿勢を堅持すれば、中堅・中小企業への恩恵は制限されてしまう。

今後の経済動向の中で気になるのは、世界的なインフレ懸念である。FRBはサブプライム問題への対応としてFF金利を引き下げ、追加緩和を年内も続ける公算が高い。そうなると、サブプライム問題を乗り越えられても、世界的過剰流動性が刺激されて、原油等商品市況の上昇は加速される可能性がある。それは、中堅・中小企業へのコストプッシュ圧力として跳ね返ってくることとなろう。いずれにしても今後、企業規模格差が広がることが懸念される。

(図表7) 限界利益率の推移



(図表8) 固定費対売上比率の推移



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。