

景気に関する方向性と水準の議論を損益分岐点で整理する

2009年7月29日

アセットマネジメント部

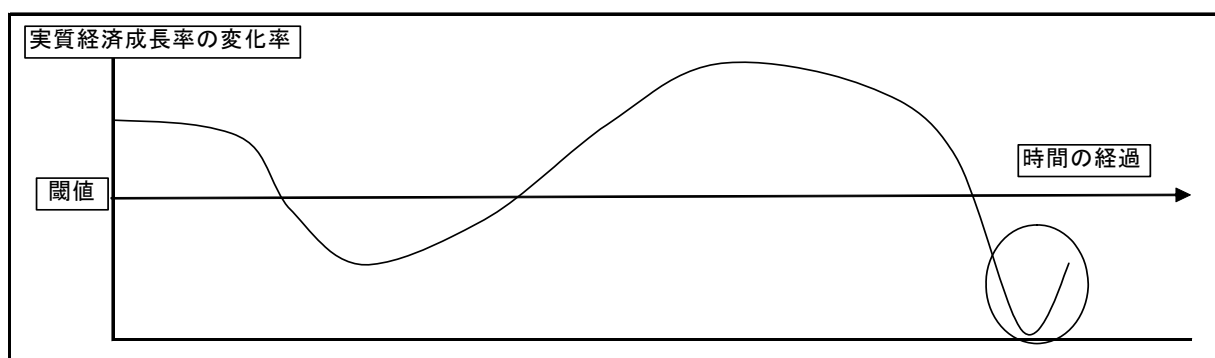
チーフ・エコノミスト、チーフ・ストラテジスト 黒瀬浩一

政府は6月の月例経済報告で事実上の景気底打ちを宣言した。しかし、本当に景気は良くなっているのだろうか。或いは、良いのだろうか。今回は、景気の方角性と水準の議論を企業の損益分岐点に着目して整理し、今後を展望する。

1. 景気的水準と方向性について

景気に関する議論は、回復や拡大など言語のイメージが多様なため、ややわかりにくい面がある。そこで、景気を実質 GDP の伸び率をイメージして、その方向性と水準を図で示したのが図表1だ。横軸が時間の経過で、景気（GDP の伸び率）は時間の経過に従って左から右へシフトする。

図表1 経済成長率のイメージ図



〔出所〕 筆者作成

景気の方角性の議論はわかり易い。上に行けば景気は好転、下は悪化である。一般的に景気後退とは、この景気の方角性だけに着目する議論である。

わかりにくいのは景気的水準の議論である。図表1では、ひとつの基準として閾値（しきいち、注1）を引いた。現実にはほとんどの場合、この閾値にはゼロまたは潜在成長率が用いられる。閾値がゼロの意味は直感的にわかり易い。それ以下であればマイナス成長、それ以上ならプラス成長だからである。潜在成長率とは、現存する経済構造のもとで資本や労働を可能な限り利用した場合に達成できる実力相応の成長率だ。現実の数値は、平均的な実質 GDP の伸び率と考えて差し支えはない。現実の景気判断では、ゼロよりもこの潜在成長率を閾値とする見方が重視される。というのも、肌感覚の景況感や景気の加速度に大きな影響を与えるのは、閾値にゼロではなく潜在成長率を置いた場合の景気的水準だからである。グロース・リセッションという言葉は、閾値を潜在成長率とする考え方から来ている。グロース・リセッション（グロースは成長、リセッションは景気後退の意）とは、成長率がゼロ以上ではあるものの潜在成長率を下回る状態を意味する。成長と景気後退という相反する意味の言葉を合成した

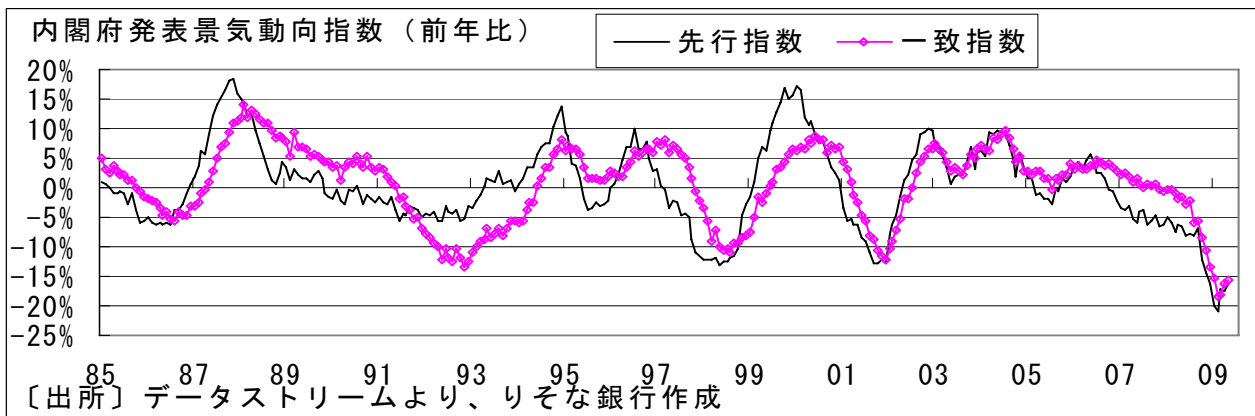
造語だが、たとえば、人口増加率が2%の国なら潜在成長率も2%はあるはずだ。その国が1%成長なら、国全体では成長しているが、国民一人当たりではマイナス成長となる。つまり、国は成長しているものの、国民にとっては景気後退なのである。

このように景気は、方向性と同時に水準が潜在成長率より上か下も重要なのである。次に、日本の現実の景気の方角性と水準を見てみよう。

2. 景気動向指数と損益分岐点分析

日本では内閣府が公式の景気判断を発表する。基本的には同じ内閣府発表の景気動向指数に基づき、恣意的な判断を排除し客観的に数値に基づいて景気の山と谷を判定し発表される（注2）。景気動向指数には、景気に対し3～6ヶ月の先行性を持つ景気先行指数、一致性を持つ一致指数、3～6ヶ月の遅行性を持つ遅行指数の3つの系列があり、方向性だけを示すDI、方向性と量感を両方を表すCIがある。一致CIは実質GDPと強い相関を持つ。図表2は、最近の先行指数と一致指数のCIの動向をグラフ化したものである。

図表2 景気動向指数（CI）の動向



政府が6月に行った事実上の景気底打ち宣言は、足元の一致指数の上昇を論拠とするもので、方向性だけに着目する判断だ。ただし、問題は水準である。グラフからも景気は、大幅に落ち込んだ後、やや反転しただけだということがわかる。図表2は前年比増減なので閾値は便宜上ゼロとしている。既に説明したように景気判断において閾値はゼロよりも潜在成長率の方が有益なのだが、実はその水準は明白なものではない（注3）。潜在成長率は資本や労働を可能な限り利用した場合の成長率なのだが、それは企業にとって最適な操業率とほぼ同義だと考えられる（注4）。そこで、鳥瞰の眼である景気動向指数のようなマクロ経済変数を用いるトップダウンの分析から、虫瞰の眼である実際の企業の決算書の数値を集計したマイクロベースのボトムアップの分析に眼を転じ、損益分岐点を分析してみよう（注5）。

損益分岐点とは、企業にとって利益が出るか損失が出るかの分かれ目となる売上高、言葉を変えれば、利益がゼロとなる売上高のことである。損益分岐点を計算するには、まず費用を2種類に分類する。

- (1) 固定費 売上高に関係なく発生する費用で人件費、設備の減価償却費、不動産の賃貸料など
- (2) 変動費 売上高や販売個数の増減に応じて増減する費用で、原材料費、運送費など

売上高に対する変動費の割合を変動比率（＝変動費／売上高）と呼ぶ。ここで、利益がゼロとなる売上高を算式であらわすと、

$$\text{利益} = \text{売上高} - \text{変動費} - \text{固定費} = \text{売上高} - (\text{売上高} \times \text{変動比率}) - \text{固定費} = 0$$

結論として、ここから

$$\text{損益分岐点売上高} = \text{固定費} / (1 - \text{変動比率}) \quad \text{が導かれる。}$$

企業の財務分析においては、次の2つの比率が重視され、経営の健全度の目安とされる場合が多い。

$$\begin{aligned} \text{損益分岐点比率} &= \text{損益分岐点売上高} / \text{実際売上高} \\ \text{安全余裕率} &= 1 - \text{損益分岐点比率} \end{aligned}$$

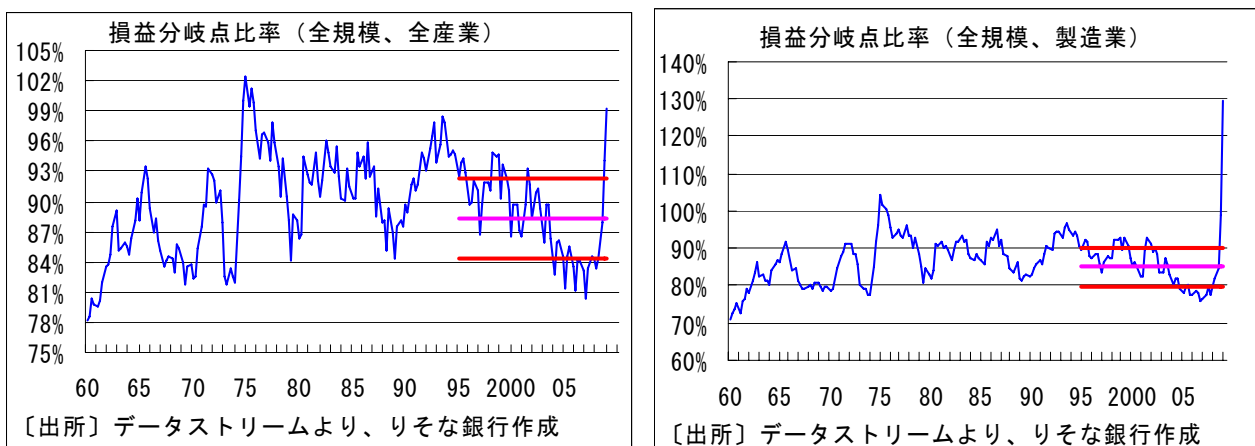
図表3 企業評価の目安

損益分岐点率	企業評価	経営安全率
60%未満	超健全	40%以上
60%～70%	健全	40%～30%
70%～80%	やや健全	30%～20%
80%～90%	普通	20%～10%
90%以上	要注意	10%以下

〔出所〕財団法人 福岡県中小企業振興センターのHPより抜粋

次に実際の損益分岐点の状況をみてみよう（注6）。

図表4、5 全産業と製造業の損益分岐点比率（直近は2009年1～3月期間）



全産業の95年以降の損益分岐点の平均(図表4、5のピンクのライン)は88.3%、上下に1標準偏差をとると、上が92.3%、下が84.4%(図表4、5のオレンジのライン)となる(注7)。図表4の企業評価で「普通」とされている範囲と概ね重なる。経済の潜在成長率は企業部門にとっての最適な操業率とほぼ同義だと考えられるが、それを企業の損益分岐点比率に置き直すと、近年の平均の88.3%から1標準偏差下の84.4%のレンジが一応の目安と考えて良いだろう。

問題なのは直近の状況だ。全産業で99.3%、製造業では129.4%まで上昇しており、深刻な売上不足に陥っている。全産業の99.3%は、企業部門全体で利益がほとんど出ない状態にあることを意味する。特に悪いのが製造業で、100%を大きく超え大幅な赤字となっている。存亡の危機に瀕している企業が多数ある、と言っても過言ではないほど厳しい状況なのだ。

3. 結論

事実上の景気底打ちを宣言となった6月の月例経済報告は、以下のように報道された。

「与謝野馨財務・金融・経済財政担当相は17日の関係閣僚会議に6月の月例経済報告を提出し、景気の基調判断について「厳しい状況にあるものの、一部に持ち直しの動きがみられる」と「悪化」の表現を7カ月ぶりに削除し、2カ月連続で上方修正した。昨秋以降の景気悪化の原因となった生産や輸出の持ち直しが顕著になったため、政府が事実上の“景気底打ち宣言”に踏み切った形だ(6/17、産経新聞ホームページ、注8)」

問題は「厳しい状況にはあるものの」の意味である。損益分岐点分析で明らかにしたように、企業の現状は極めて深刻な売上不足で、製造業全体では過去との比較が意味を成さないほど大幅な赤字なのである。景気の底打ち宣言を受け、今後は景気回復が加速、拡大基調に入ることが期待されている。景気の加速は

景気底打ち→企業の売上増加→社員の給料(所得)増加→消費増加→生産増加
同上 →同上 →企業収益増加→設備投資増加→生産増加
同上 →同上 →支払い税金増加→歳出・公共投資増加→生産増加

というように拡大再生産の好循環が企業部門から家計部門、他の企業部門、政府部門へと波及して初めて顕在化する。しかし今の企業収益の状況では、まだまだ程遠いと評価せざるをえないだろう。「百年に一度」の危機に対し「百年に一度」の対応をとった結果、金融市場の正常化はかなり進捗したが、企業財務の正常化はまだまだ道半ばである。特に製造業は損益分岐点比率を早く100%以下とし、赤字から脱却するのが先決だ。7/24の日経新聞は「上場企業、1割が連結欠損金」「業績悪化、増資も課題に」との見出しで2009年3月期だけでなく、「今期も200社強が(欠損を)解消できない公算がある。今後は資本増強も課題になりそうだ」と報じた。上昇企業は既に今年に入り毀損した自己資本を増強すべく増資などにより資金調達を非常に活発化させている。資本政策が重要なのは言うまでもないが、同時にリストラで固定費を削減して損益分岐点を引き下げ、赤字からの脱却を急ぐべきだろう。

以上

(注1) 閾値 (threshold) とは、生物学や化学で用いられる学術用語で、ある一定以上の強さの刺激によってある反応が起こる場合、反応を引き起こすかどうかの分かれ目となる限界値のこと。

(注2) 戦後の景気循環の詳細は次の内閣府のホームページをご参照。

<http://www.esri.cao.go.jp/stat/di/090129hiduke.html>

(注3) たとえば 7/16 の以下の報道。「国際通貨基金 (IMF) は 15 日、2009 年の対日経済審査報告を発表した。報告は日本経済について「2010 年中に持続的な回復が実現すると思われる」としたものの、構造改革の遅れから「潜在成長率は 07 年の約 1.75% から中期的に 1% に近づく可能性がある」と指摘。内需主導型経済への転換が急務との見方を示した (7/16、日経新聞報道)。」

<http://www.nikkei.co.jp/news/keizai/20090716AT2M1600716072009.html>

(注4) 短期的にミクロとマクロが乖離する局面は往々にしてあり、十分な雇用の回復を伴わない景気回復がその典型例だ。しかし、長期的には乖離はないと考えて良いだろう。

(注5) 損益分岐点分析は、各都道府県の中小企業に経営指導等を行う外郭団体なども推奨しており、費用収益構造を図解した HP が少なからず存在する。たとえば

東京都 (http://www.keieiryoku.jp/modules/pico/index.php?content_id=90)、

福岡県 (http://www.joho-fukuoka.or.jp/kakugen/html/zukai_keiei/zukai_12.html)、など。

(注6) 人件費 (労務費は除く)、減価償却費、支払利息等を固定費、(売上マイナス固定費プラス支払利息等) を変動費、として算出した。

(注7) 平均値と標準偏差の算出に当たっては、人口動態、税制、為替相場や技術レベルの影響を受ける国際競争力、などの条件があまりに異なると平均値の意味がなくなるので、ここでは 95 年以降とした。また、直近 2 四半期を異常値と見なし除外して算出した。

(注8) <http://sankei.jp.msn.com/economy/business/090617/biz0906171901014-n1.htm>

- ・本資料は、お客様への情報提供を目的としたものであり、特定のお取引の勧誘を目的としたものではありません。
- ・本資料は、作成時点において信頼できるとされる各種データ等に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性または完全性を保証するものではありません。
- ・また、本資料に記載された情報、意見および予想等は、弊社が本資料を作成した時点の判断を反映しており、今後の金融情勢、社会情勢等の変化により、予告なしに内容が変更されることがありますのであらかじめご了承下さい。
- ・本資料に関わる一切の権利はりそな銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを固くお断りします。