

# 日本経済ウォッチ < 2009年4月号 >

## 【目次】

- |                      |            |
|----------------------|------------|
| 1 . 今月のグラフ           | p . 1      |
| ～ 懸念される法人税収の大幅な下振れ～  |            |
| 2 . 景気概況             | p . 2      |
| ～ 底打ちしても景気はまだ大底～     |            |
| 3 . 今月のトピック          | p . 3 ~ 13 |
| ～ 再燃してきた企業の過剰問題～     |            |
| ( 1 ) 最近の企業業績の動向について |            |
| ( 2 ) 過剰問題の再燃とその規模   |            |



三菱UFJリサーチ&コンサルティング

## 調査部

【お問い合わせ先】調査部 国内経済班  
鈴木 ( E Mail : akihiko.suzuki@murc.jp )  
小林 ( E Mail : s.kobayashi@murc.jp )

## 1. 今月のグラフ ～懸念される法人税収の大幅な下振れ～

企業業績の悪化に伴って法人税が急減している。2008年4月から2009年2月までの法人税の累計額は6.4兆円と2005～2007年度の同期を下回っており、当初予算に対する進捗割合も38.5%と過去と比べて低水準である(図表1)。税収の減少を考慮して、第2次補正予算では法人税収の見積もりが当初予算の16.7兆円から11.2兆円に下方修正されている。

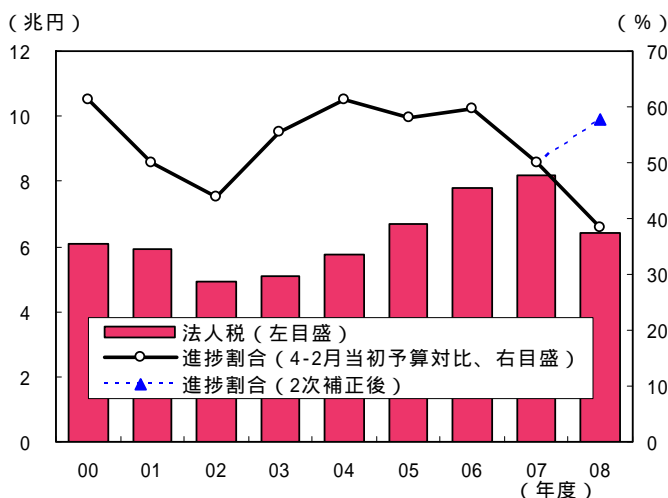
この結果、進捗割合は2004～2006年度並の57.6%まで回復したが、2008年度の法人税はこれより下振れする可能性が濃厚である。第2次補正予算(2008年12月国会提出)策定後も年度末にかけて企業業績がさらに悪化しているためだ。3月末決算の事業法人が多いため、法人税は翌年5月分までが前年度の税収に算入され、5月分の税収が全体の約4割を占める。このため、法人税については、足元までの進捗割合が改善していても、5月の結果次第で実績値が大きく変動する可能性がある。

日銀短観の経常利益と法人税の実績値を比べてみると、両者の動きはおおむね一致している(図表2)。そこで4月1日に発表された3月調査の日銀短観における2008年度の経常利益の実績見込みと2009年度の計画を使って、2008、2009年度の法人税を推計すると8.7兆円、7.9兆円と計算される。2008年度の税収は第2次補正予算に比べて2.5兆円下振れており、当初予算や2007年度実績と比べるとそれぞれ8.0兆円、6.0兆円と大幅な下振れとなる。また、2009年度の税収も当初予算と比べて2.6兆円少ない。

日銀短観の調査結果どおり企業業績の厳しさが続くようであれば、2008年度、2009年度とも法人税が下振れし、歳入欠陥への対応を迫られることになりそうだ。

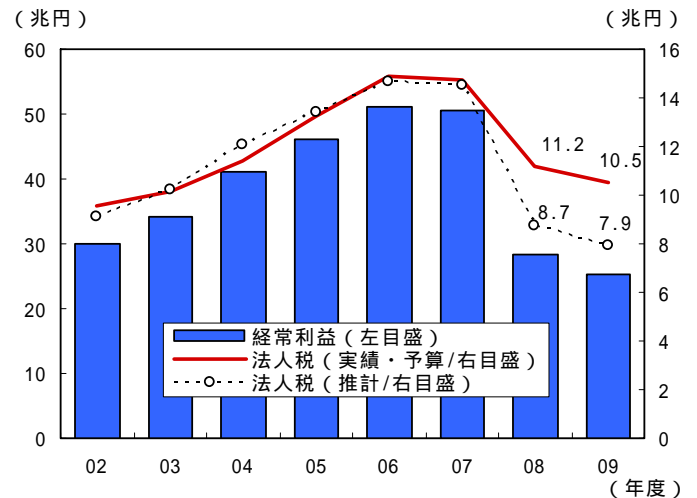
(小林 真一郎)

図表1 法人税累計額と進捗率(4月～翌年2月)



(注) 進捗割合は4-2月累計額÷当初予算×100  
(出所) 財務省「租税及び印紙収入」

図表2 経常利益と法人税の推移



(注1) 2008、2009年度の経常利益は3月調査の日銀短観の数字  
(注2) 法人税(実績・予算)は2008年度が2次補正予算ベース、2009年度が当初予算ベース  
(注3) 法人税の推計は経常利益の水準から当社が推計した値  
(出所) 財務省「予算書」、「決算書」  
日本銀行「全国企業短期経済観測調査」

## 2. 景気概況 ～底打ちしても景気はまだ大底～

景気の動向を「変化の方向（回復・後退）」から判断することもあれば、「水準（良い・悪い）」で判断することもある。3月調査の日銀短観では、大企業・製造業の業況判断DI（「良い」 - 「悪い」）が - 58 と 74 年に現行の調査が始まってから最悪の水準まで低下する一方で、3ヶ月後の先行きに対する判断は改善が見込まれている。変化の方向から見ると後退が続いていた景気に「下げ止まりから回復の兆し」が出てきた可能性があるのだが、水準から見ると景気は依然として「極めて悪い」ということになる。

景気との連動が強い生産の動向を見ても、同様な動きが読み取れる。すなわち、2月の鉱工業生産は1年前に比べて約4割減少して80年代前半の水準まで落ち込んでいる。世界同時不況の影響で自動車、一般機械、電子部品・デバイス、鉄鋼など主要な輸出業種の生産が軒並み前年に比べて半減している。一方、製造工業生産予測調査によると、3月、4月と生産の増加が見込まれている。業種別に見ると、在庫調整が進展してきた自動車、電子部品・デバイスなどの業種で生産の増加が見込まれているほか、中国向け需要が回復していると推測される化学の生産も増加見通しとなっている。年央に向けてしばらくは景気の底打ちを示す指標が続く可能性がある。

しかし、景気に下げ止まりから回復の兆しが出てきたとしても、景気は極めて悪い。設備稼働率（製造工業）は1月に5割程度に低下し、2月は4割台にまで低下したと推測される。これまで経験したことがないような低水準の設備稼働率が企業収益を直撃している。法人企業統計によると、昨年10～12月期の全産業の売上は前年より1割強減少し、経常利益は6～7割減少している。特に、輸出への依存度が高い製造業では収益環境の悪化が著しく、利益がほとんど吹き飛んでいる。今年1～3月期の収益環境はさらに悪化している可能性がある。

設備稼働率の低下と収益の悪化を背景に設備や雇用の過剰問題が急速に顕在化している。企業が感じる設備の過不足感を示す日銀短観の生産・営業用設備判断DI（「過剰」 - 「不足」）が製造業ではバブル崩壊後の最高水準を超えており、設備の過剰感が一気に高まっている。また、雇用人員判断DIも急速に上昇してバブル崩壊後の最高水準に近づいている。過剰問題の再燃に直面して設備投資は大幅な減少が続き、雇用・所得環境の悪化を伴って個人消費も低迷を余儀なくされそうだ。

さらに、収益環境の急速な悪化が法人税収を大幅に減少させる。日本経済を救う大型の経済対策を実行するためには赤字国債の発行も辞さないという雰囲気が強まっているが、そもそも税収不足による歳入欠陥を補うために赤字国債の発行が必要になりそうだ。

景気に底打ちの兆しが出てきたといっても、大底から抜け出したわけではない。戦後最大の経済危機であるだけに、景気の方角を見極めることも重要だが、水準の低さを直視することも忘れてはならない。

（鈴木 明彦）

### 3. 今月のトピック ～再燃してきた企業の過剰問題～

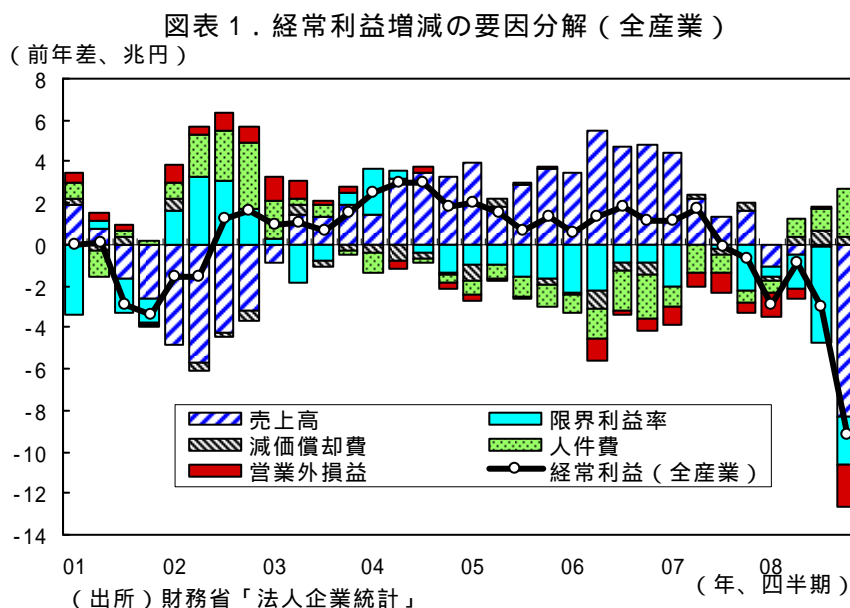
企業の業績が急速に悪化している。中でも製造業の状態は深刻である。内外需要の減少に加え、在庫調整のために減産を強化しており、鉱工業生産は2008年10～12月期の前期比-12.0%に続き、2009年1～3月期も前期比で2割以上の落ち込みが見込まれている。

在庫調整が進めば生産の急速な減少が一服し、多少は持ち直してくることが期待されるが、それでもピーク時に比べるとかなり低い水準での推移が続くことになろう。その場合、企業が抱える設備や雇用を、新たな活動水準に見合ったレベルにまで調整する必要が出てくる。90年代初めのバブル崩壊後、企業は設備、雇用、債務の三つの過剰問題に直面したが、足元で過剰問題が再燃してきている。

それではどの程度の過剰が見込まれるのだろうか。今回は、企業の過剰問題の再燃の可能性とその大きさについて検討してみた。

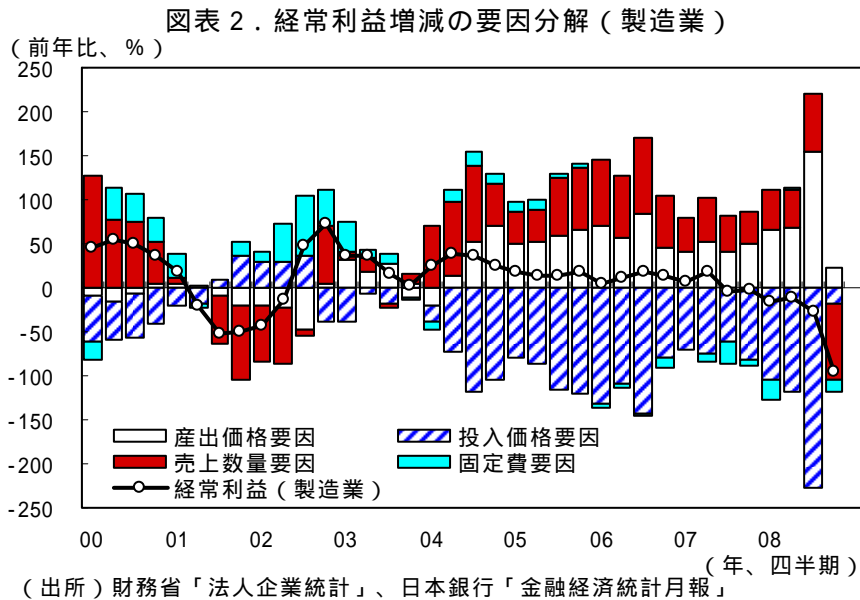
#### (1) 最近の企業業績の動向について

まず2008年10～12月期の法人企業統計を使って、最近の企業業績の動向を見ておこう。全産業の経常利益は、すでに2007年10～12月期から前年同期と比べて減少していたが、2008年10～12月期には減少幅が急拡大した(図表1)。この最大の原因は売上高が急減したことである。さらに、人件費や減価償却費といった固定費が減少したものの、限界利益率が悪化したことにより減少幅が拡大した。限界利益率は<sup>1</sup>一般に、原材料価格が下がり、販売価格が上昇すれば改善する。しかし、資源価格の下落が原材料価格の下落を通して企業部門全体に波及するまでに時間がかかることや、需要不振の中で販売価格を引き上げることが難しいといった理由で限界利益率は依然として悪化が続いている。

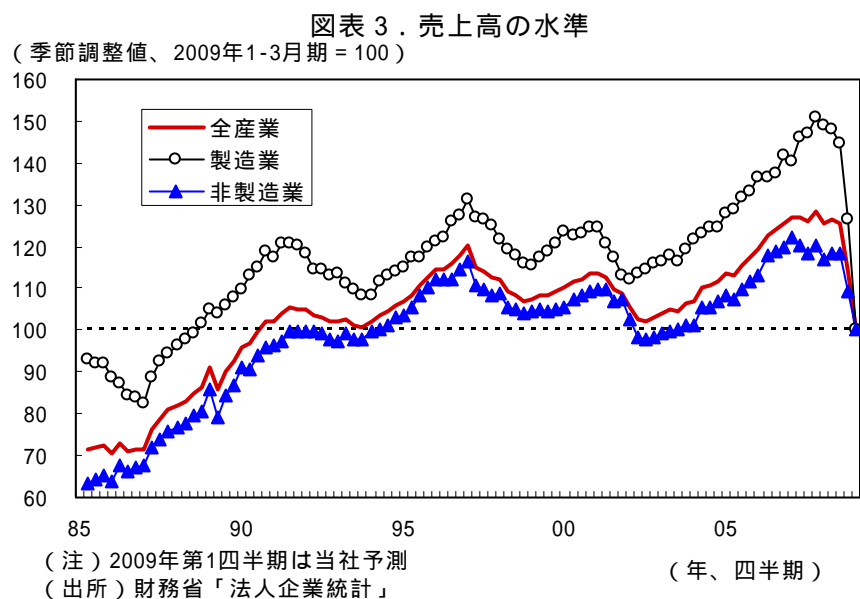


<sup>1</sup> 限界利益率は限界利益を売上高で割ったものであり、限界利益とは売上高から原材料費など変動費を引いたものである。

製造業の経常利益の要因分解を、売上数量要因、投入価格要因、産出価格要因、固定費要因に分解してみると、2008年10～12月期において販売数量要因がそれまでの前年比プラスからマイナスに転じており、これが利益の落ち込みの最大の要因となっていることがわかる（図表2）<sup>2</sup>。また、投入価格の上昇幅が急縮小しているが、産出価格の上昇幅も小幅になっており、価格面では利益に対して概ね中立であったと考えられる。



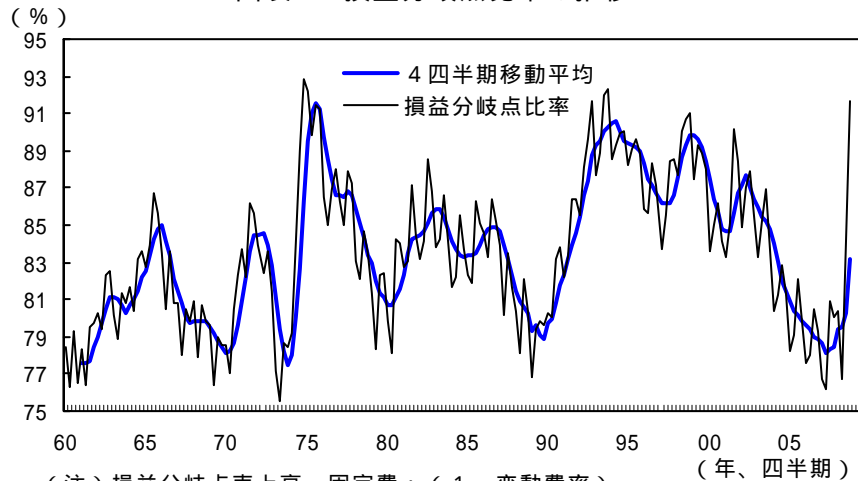
売上高の水準をみると足元で急減しており、さらに2009年1～3月期は、出荷の動向などから判断して、製造業で1980年代後半、非製造業で1994年、2002年の水準まで落ち込むと予想される（図表3）。



<sup>2</sup> 産出投入物価指数、鉱工業出荷指数を使用して要因分解を行うため、非製造業では同様の手法では要因分解を行えない。

また、損益分岐点比率<sup>3</sup>をみると、売上高の減少によって短期間で急上昇した(図表4)。2008年10~12月期には全産業で最高水準近くまで上昇しており、売上高の減少が顕著な製造業では過去最高水準を更新している。

図表4．損益分岐点比率の推移



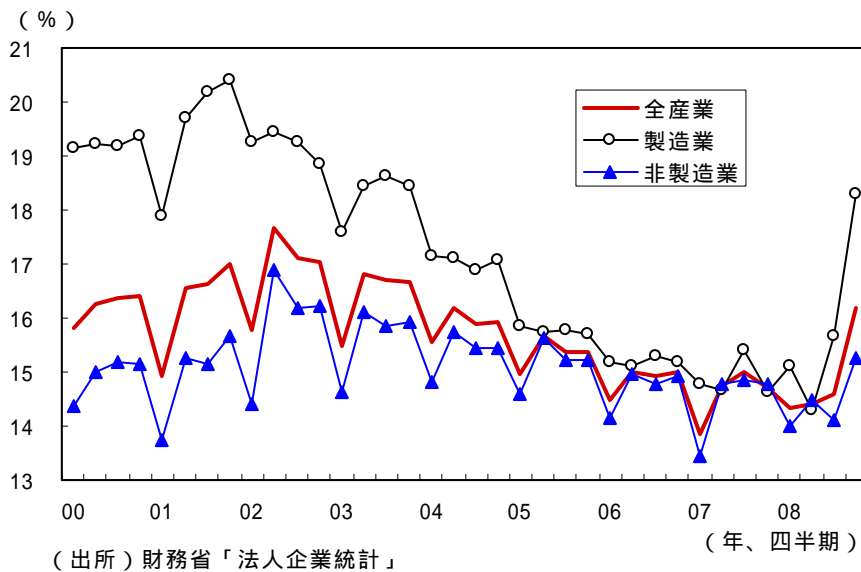
(注) 損益分岐点売上高 = 固定費 ÷ (1 - 変動費率)  
 損益分岐点比率 = 損益分岐点売上高 ÷ 売上高 × 100  
 ただし、1 - 変動費率 = 限界利益率  
 (出所) 財務省「法人企業統計」

売上高は企業にとってキャッシュを得る基本的な手段であると同時に、企業規模の大きさを示すものである。このため、売上高が急減した後もすぐに元の水準に戻らないとすれば、企業は経営のあり方の見直しを迫られることになる。すなわち、水準が大きく低下した後の売上でも利益があげられるようなコスト構造への修正を迫られることになり、生産・営業設備や人件費を削減することが必要となってくる。企業はすでに新規の設備投資を抑制し、人件費の削減に取り組むなどのリストラの動きを続けており、固定費も減少傾向にある。しかし、売上高の減少ペースがあまりに速いため、リストラ効果が十分に現われていない。これまで低下傾向にあった売上高固定費比率は、足元では急上昇している(図表5)。

このように、減少した売上高を前提とすれば、明らかに現在の企業規模は大き過ぎであり、過剰問題が再び発生する可能性が高いと考えられる。それでは、どの程度の過剰が、どの分野において発生する懸念があるのだろうか。次項で検討してみたい。

<sup>3</sup> 損益分岐点比率は損益分岐点売上高 ÷ 売上高 × 100 で算出。なお、損益分岐点売上高とは損益(経常利益)がゼロとなる売上高のことであり、売上高 - 固定費 - 変動費 = 経常利益 = 0 の関係にある。

図表 5 . 売上高固定費比率の推移

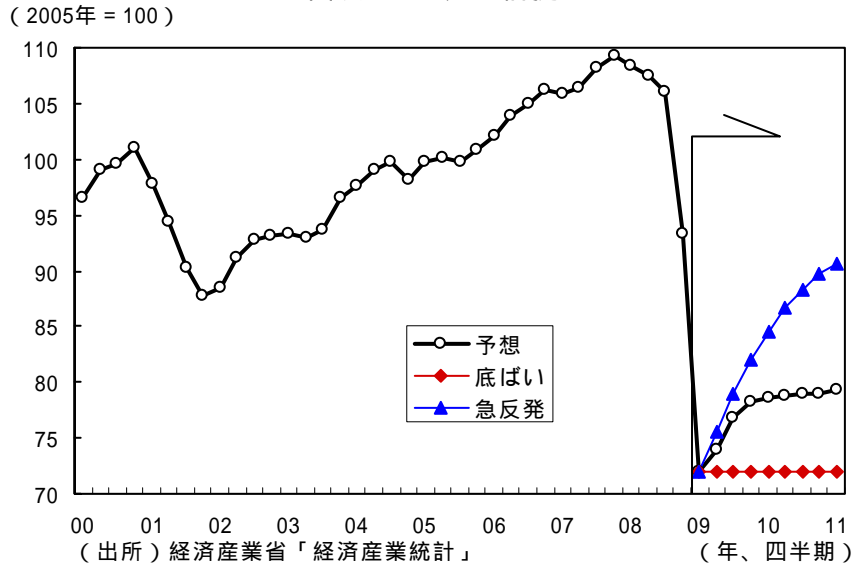


## ( 2 ) 過剰問題の再燃とその規模

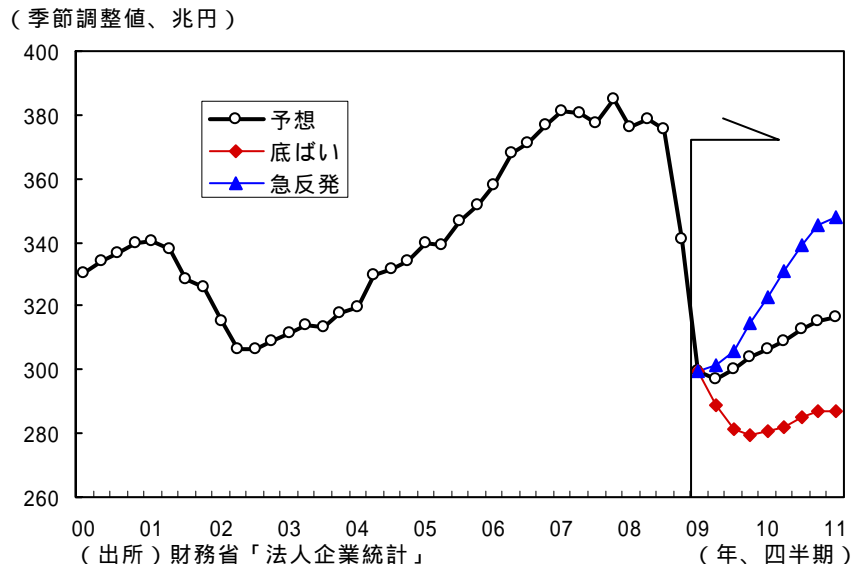
今回、企業の過剰問題を考えるにあたって、企業規模を示す売上高の大きさによって過剰額がどの程度違ってくるかという観点で試算を行った。その売上高を増減させる前提となるのが生産の動きである。製造業では生産・出荷の動きでおおむね販売数量が決まり、非製造業でも製造業の生産・出荷の動きにある程度連動して販売や各種サービスの動きが決まってくる。鉱工業生産指数は、2008年10～12月期に前期比 - 12.0%と急減した後も、2009年1～3月期には前期比で2割を超えて落ち込む可能性が高い。在庫圧縮の一巡から1～3月期が生産のボトムとなる可能性があるが、その後、生産の水準がどこまで回復するかは不透明である。急減した直後であるため急増する可能性がある一方、内外需要の弱さを反映して回復速度が極めて遅い可能性もある。そこで、生産については、3月13日に当社が発表した2009～2010年度経済見通しにおける生産の予想値と、生産が1～3月期の水準から横ばいで推移したケースと、2010年度末にかけて生産水準が急反発してピークからボトムの下落幅の半分を回復するケースの3通りを想定した(図表6)。

これを元に製造業の売上高を予測し、さらに非製造業の予測も加えた全産業の売上高を同様に3通り想定した(図表7)。なお、いずれも売上高のうち販売数量を変化させ、販売価格については共通の予想値(当社見通しの数字)を使用した。

図表 6 . 生産の前提



図表 7 . 売上高の前提 (全産業)



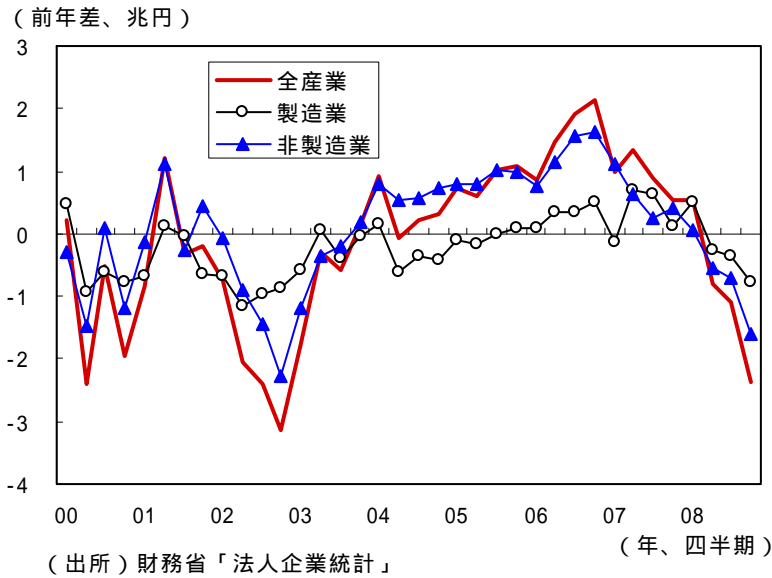
### 過剰雇用の動向

企業は 2008 年度の初めからすでにリストラに着手しており、人件費は前年と比べて減少に転じ、足元ではその減少幅も拡大している (図表 8)。しかし、売上高の減少速度がそれを大幅に上回っているため、経常利益を押し上げるに至っていない。

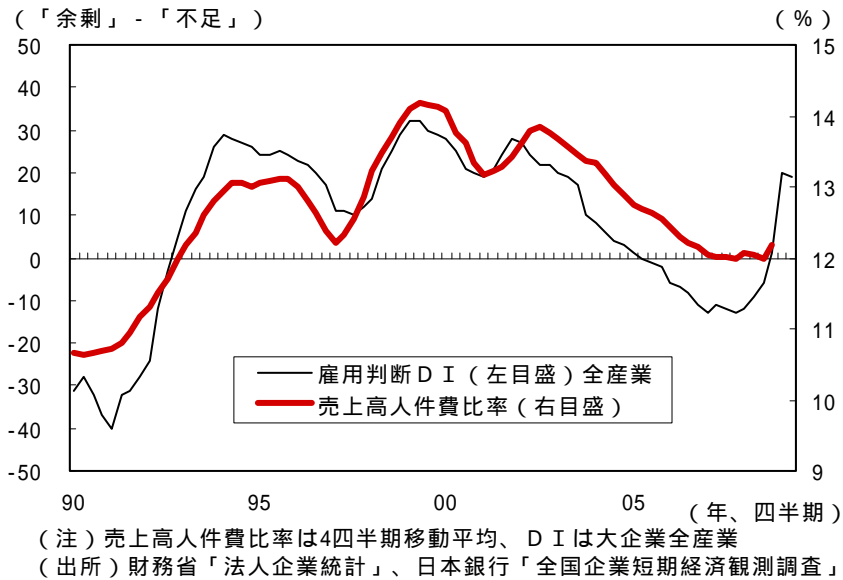
過去の売上高人件費比率 (人件費 ÷ 売上高) と日銀短観の雇用判断 D I の推移を比べてみると、おおむね似た動きをしていることがわかる (図表 9)。すなわち、売上高人件費比率が高まれば雇用過剰感が高まり、売上高人件費比率が低下すれば雇用過剰感が後退し、局面によっては不足超に転じている。過去の水準から判断すると、売上高人件費比率が 12% 程度となれば、雇用判断 D I (大企業) はゼロ近辺となり、企業に雇用の過不足感がない状態になっている。



図表 8 . 人件費の動向

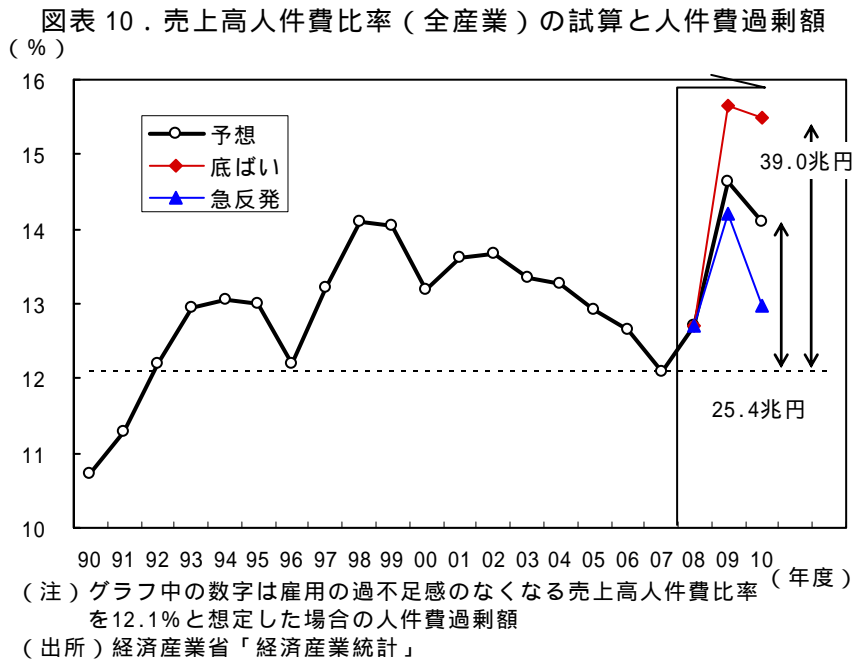


図表 9 . 売上高人件費比率と雇用判断 D I (大企業)



そこで、今後人件費が 2009、2010 年度中とも横ばいで推移すると仮定して、前提となる 3通りの売上高予想を使用して売上高人件費比率の推移を計算させたのが図表 10である。これによると、生産が底ばいで推移した場合、売上高人件費比率は 2010 年度にかけて急上昇するが、この売上高人件費比率を雇用の過不足感のなくなる 12%程度まで引き下げるには約 39 兆円の人件費を削減する必要があると計算される。同様に、生産が予想通りとなった場合には約 25 兆円、生産が急反発する場合には約 12 兆円の人件費を削減する必要がある。人件費の削減は、人員と一人当たりの賃金の削減を組み合わせることで可能であるが、人員の削減だけで対応すると仮定すると、2009 年 2 月時点で 4.4%である失業率はそれぞれ底ばいで 22.7%、予想通りで 16.3%、急回復であっても 6.8%にまで上昇する。

実際には、企業は人員が過剰であっても即座に過剰分を減らすわけにはいかないため、リストラによる人件費の削減と売上高の回復によって売上高人件費比率が下がってくるまでは過剰雇用を抱えたままの状態が続く。このため、売上高が短期間のうちに元の水準にまで回復しない限り、企業の雇用過剰感が残り、雇用環境がなかなか改善しない可能性が高い。



### 過剰設備の動向

日銀短観の設備判断D I（大企業製造業）と製造業の設備稼働率の動きはおおむね一致しており、足元では設備稼働率の急低下にともなって設備の過剰感が急速に強まっている（図表 11）。設備稼働率（実操業度）が 8 割程度であれば、製造業の設備の過不足感がほぼなくなると推察されるが、設備稼働率は 2009 年 2 月時点で 47% 程度まで下がっていると考えられ、設備の約 4 割が過剰設備であると計算される。

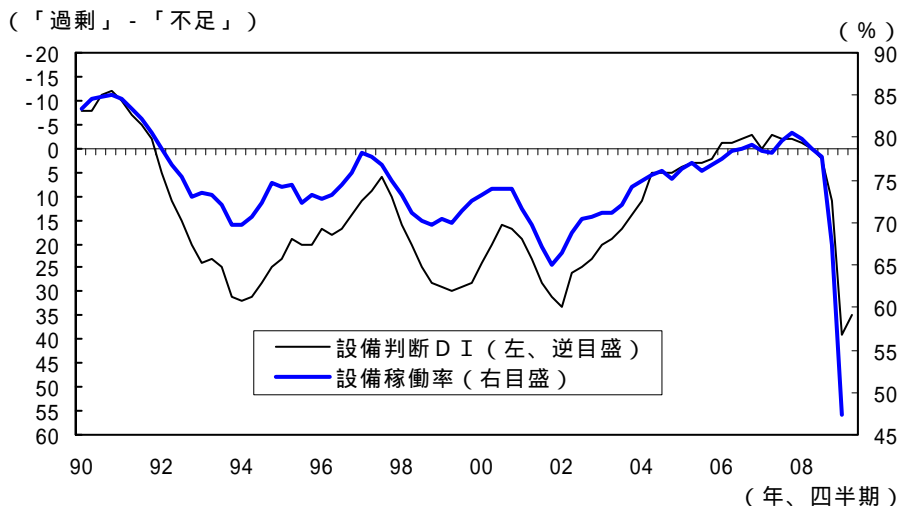
もっとも、非製造業においては設備稼働率を計測することが不可能である。そこで、その他有形固定資産回転率（その他有形固定資産残高÷売上高）を使って全産業の過剰設備額を試算することとした。その他有形固定資産とは、企業の保有する機械、構築物などいわゆる設備投資の対象となるものであり（ただし、ソフトウェアなどの無形固定資産は含まれない）、その回転率は売上高を得るために設備を何回転させたかを示す数字である。回転率が高いほど設備を効率よく使用して売上を獲得していることになる。過去の動向から判断すると、この回転率が製造業で 1.5 回程度、非製造業で 1.4 回弱（全産業では 1.4 回強）であれば、設備の過不足感がなくなると推察される（図表 12）。

その他有形固定資産残高が 2008 年末の水準から変動しないと仮定して、前提となる 3 通りの売上高予想を使用してその他有形固定資産回転率の推移を計算したのが図表 13 で

ある。これによると、生産が底ばいで推移した場合、回転率は大幅に低下し、設備の過不足感のなくなる水準まで回転率を引き上げるには約 45 兆円（2008 年末のその他有形固定資産残高の 18% に相当）の設備を廃棄する必要があると計算される。同様に、生産が予想通りとなった場合には約 23 兆円（同 9%）が余剰となる。一方、生産が急反発する場合には設備の過剰額はほぼ解消される。

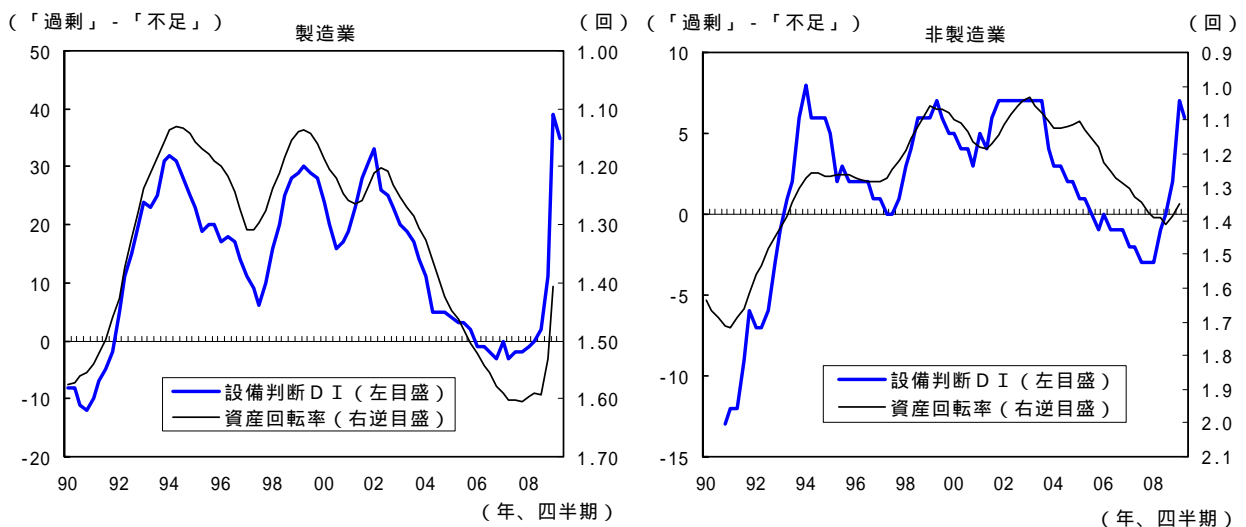
ただし、製造業ではより過剰幅が大きい。生産が底ばいで推移した場合の過剰額は約 21 兆円（2008 年末のその他有形固定資産残高の 28% に相当）であり、生産が予想通りとなった場合には約 16 兆円（同 21%）、生産が急反発した場合でも約 7 兆円（同 10%）の過剰となる。

図表 11．設備稼働率と設備判断 D I（製造業）



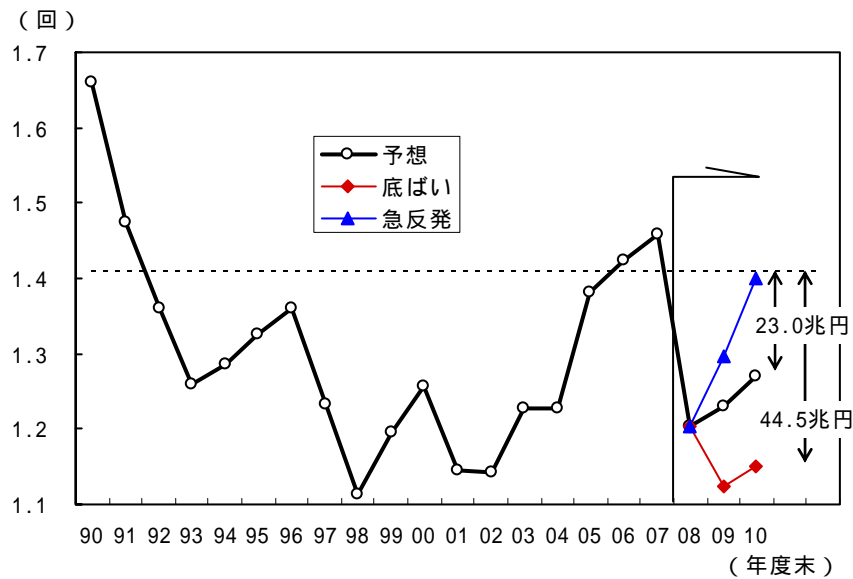
(注 1) 設備判断 D I（大企業製造業）の直近値は2009年6月までの見通し調査  
 (注 2) 2009年第1四半期は2月の実績見込み  
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、経済産業省「経済産業統計」

図表 12．その他有形固定資産回転率と設備判断 D I



(注) 資産回転率 = 売上高 ÷ その他有形固定、4 四半期移動平均  
 (出所) 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」、財務省「法人企業統計」

図表 13 . その他有形固定資産回転率（全産業）の試算と資産過剰額



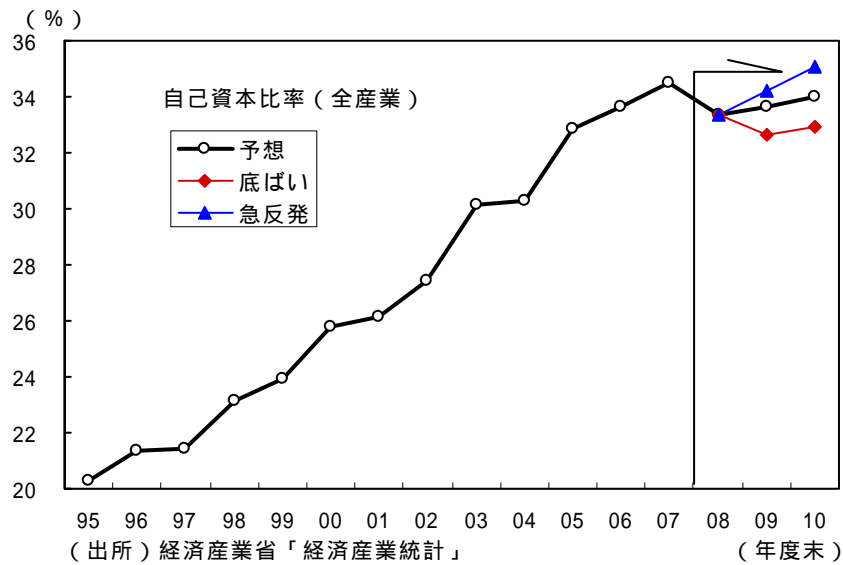
(注) グラフ中の数字は、設備の過不足感のなくなるときのその他有形固定資産比率を1.43回と想定した場合の資産過剰額  
 (出所) 経済産業省「経済産業統計」

一方、非製造業では、生産が底ばいで推移した場合 24 兆円（同 13%）、生産が予想通りとなった場合 8 兆円（同 4%）であり、生産が急反発すると約 7 兆円（同 - 4%）の設備が不足すると計算される。

このように、売上が回復してこなければ、企業の過剰設備は膨らんだままとなり、今後の新規の設備投資を抑制する原因となる。中でも製造業の過剰設備は深刻な状況にあり、稼働率の低迷が続き、資本ストックの調整が長期化する懸念もある。

なお、企業の不稼働資産は将来キャッシュ・フローを産まない資産であり、会計上、減損処理を行う必要が出てくる。仮に過剰設備分を全額減損処理した場合、企業の財務内容はどう変化するであろうか。図表 14 は企業の自己資本比率（自己資本 ÷ 総資産 × 100）の推移を見たものである。企業が債務の圧縮を進めるなど財務体質の強化を続けてきた結果、長期間にわたって上昇が続いていたが、足元では低下に転じている。それぞれの減損処理額で再計算（資産と資本をバランスシート上、両建てで控除）してみると、自己資本比率は生産が底ばいで推移した場合でも若干の低下にとどまる。財務面では、これまでの蓄積の効果もあって引き続き安定した状態が続くと予想される。

図表 14．自己資本比率の試算（全産業）



### 過剰債務の動向

最後に、過剰債務の状況についてみていこう。企業の借入負担の大きさを示す債務償還年数（有利子負債÷キャッシュ・フロー）をみると、1994年頃には12年を越えていたが、最近では5年台に低下しており、足元で若干上昇しているが水準はかなり低い（図表15）。有利子負債売上高比率（有利子負債÷売上高）をみると、債務償還年数と同じ動きをしており、こちらも低水準である。

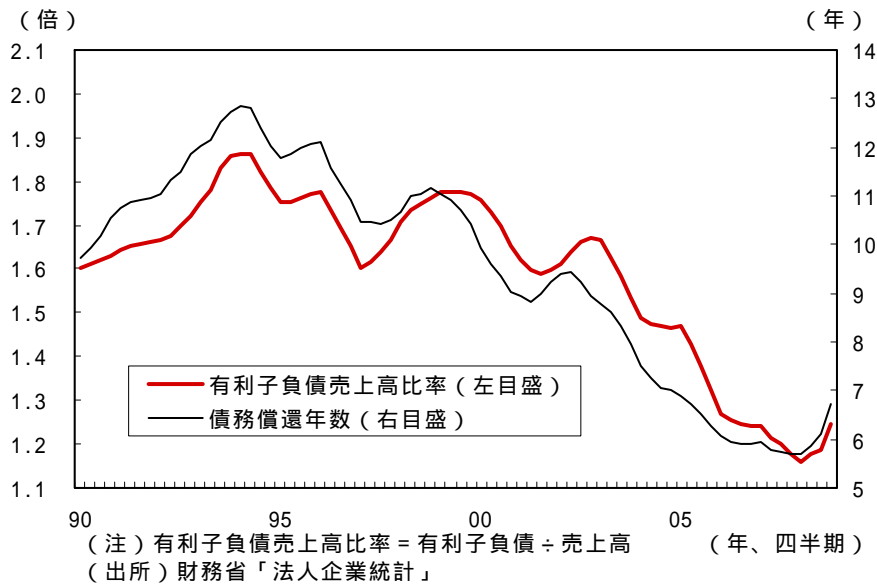
有利子負債が2008年末の金額のまま推移すれば、売上高の動きによって有利子負債売上高比率は上昇していくと予想される（図表16）。また、債務償還年数もキャッシュ・フローの減少にともなって上昇していくと予想されるが、いずれにしてもバブル崩壊後のような水準まで上昇する懸念は小さいであろう。債務の適正水準がどの程度であるかを判断するのは難しく、過剰問題の金額は特定できないが、バブルが崩壊した90年代に比べると、今回はそれほど大きな問題にはならないと考えられる。

以上、企業の三つの過剰について、今後の売上高の状況によってどの程度まで膨らむのか考えてきた。生産が急反発し、売上高の水準が相当程度戻ってこないと、債務の問題以外については過剰問題が再燃する可能性が高い。雇用過剰の存在によって、企業は今後モリストラを強化していくと考えられ、雇用環境は今後ますます悪化していく懸念がある。また、過剰設備の存在は、資本ストックの調整圧力を高め、企業の新規の設備投資を抑制していくと考えられる。

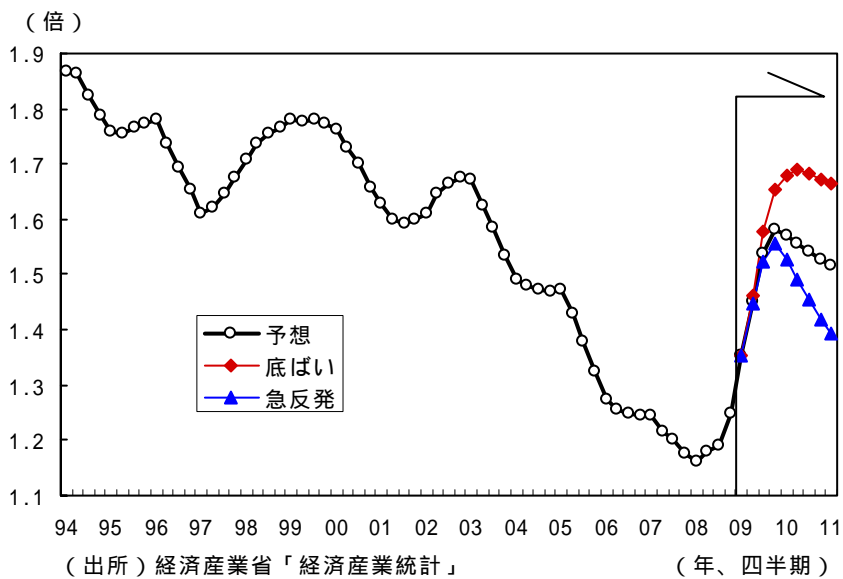
このように企業は雇用および設備の過剰問題に直面しており、経営規模の縮小に合わせて、これら過剰の調整を進める可能性が高い。このため、企業活動は持ち直してきたとしても力強さに欠けると考えられ、経済成長の押し上げ効果に多くは期待できそうにない。

（小林 真一郎）

図表 15．債務償還年数と有利子負債売上高比率（全産業）



図表 16．有利子負債売上高比率（全産業）の試算



当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様御自身でご判断下さいますよう、宜しくお願い申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、弊社はその正確性を保証するものではありません。また執筆者の見解に基づき作成されたものであり、弊社の統一的な見解ではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。当資料は著作物であり、著作権法に基づき保護されております。全文または一部を転載する際は出所を明記して下さい。