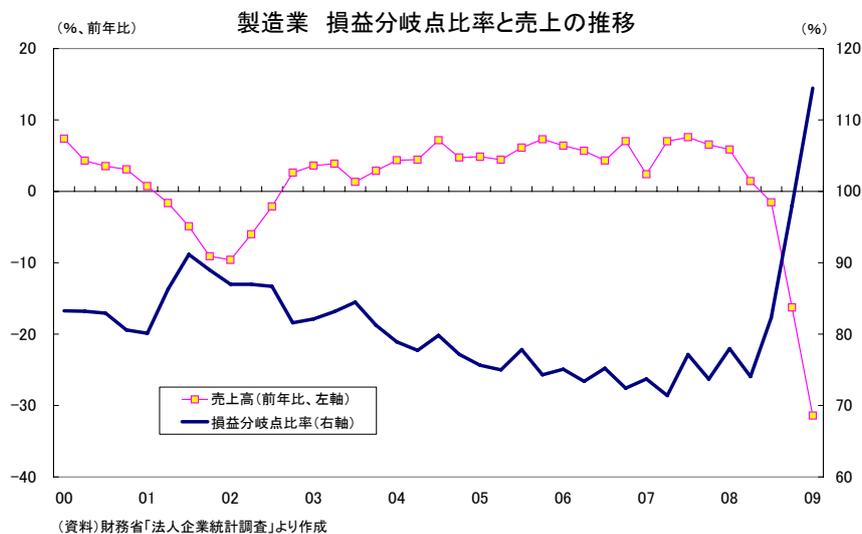


Weekly
エコノミスト・
レター金融政策・市場の動き(7月)
～売上急減で急上昇する損益分岐点比率

経済調査部門 主任研究員 矢嶋 康次
(03)3512-1837 yyajima@nli-research.co.jp

1. 企業の損益分岐点比率が急上昇している。企業の09年度売上見通しはかなり慎重で、その中で利益を出すためには人件費など固定費削減は避けて通れない状況にある。
2. (日銀金融政策) 6月調査短観は、日銀の景気見通しを強気にさせる材料なし。また短観で企業金融の改善が見られたが、中小企業と大企業の二極化も同時に示されている。9月末に期限が切れる一連の企業金融支援などは、原則延長という方向で日銀で検討されることになりそうだ。
3. (長期金利) 長期金利は先行き楽観論が収束する中、低下傾向を鮮明にしている。ただし、現時点で景気2番底を完全に織り込む材料はなく、これ以上の金利低下には市場の抵抗感があるだろう。当面、利上げの可能性が低い中、長期金利は低位安定基調が続くと予想する。
4. (為替) 90円台前半から100円という範囲で方向感が出にくい展開が続くと見る。ドルの構造不均衡問題がドル高進行をおさえる一方で、日本サイドにも積極的な円買い材料もないことからボックス圏の中で推移が続くと読む。

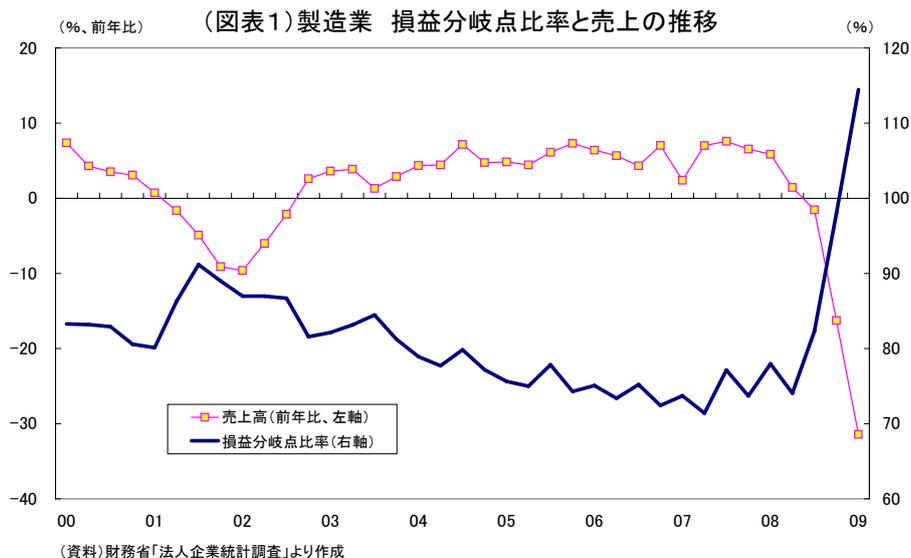
売上急減で急上昇する損益分岐点比率



1. 売上急減で急上昇する損益分岐点比率：企業には売上水準が戻ると いう楽観論なし、固定費削減は避けられず

(急上昇している損益分岐点比率、売上が戻るとい楽観論は企業にはなし)

企業の損益分岐点比率が急上昇している。08年の半ばくらいまで70%台をキープしてきた日本の製造業はここに来て115%近辺まで上昇している。損益分岐点上昇の背景はいうまでもなく、売上の急減にある(図表1)。



6月短観における企業の09年度売上見通しは、3月調査よりもさらに下方修正されている(図表2)。特に製造業の輸出計画も下方修正されている点はかなり深刻だ。3月頃から中国向け輸出の減少が下げ止まり始めてきておりその流れを踏まえれば、年度の輸出計画は3月調査時点よりも楽観的になってもいいはずだった。しかし下方修正されており、企業の見通しが中国以外の輸出が3月時点よりも下ぶれしてきているとの見方なのか、中国も下期以降に落ちるとの見方なのか、どちらかだろう。

(図表2) 売上高計画

		2008年度		2009年度 (計画)		上期		下期	
			修正率		修正率	(計画)	修正率	(計画)	修正率
大企業	製造業	-9.2	-1.6	-14.0	-9.5	-26.3	-15.8	1.2	-3.1
	国内	-6.8	-0.8	-12.0	-7.0	-22.4	-12.5	0.0	-1.5
	輸出	-14.7	-3.9	-19.1	-15.9	-35.7	-23.9	4.8	-7.2
	非製造業	-1.6	-2.3	-8.7	-6.9	-14.9	-8.1	-2.1	-5.7
	全産業	-4.7	-2.0	-10.8	-7.9	-19.5	-11.1	-0.8	-4.7
全規模	製造業	-8.1	-1.1	-13.8	-7.7	-25.0	-12.5	-0.4	-2.9
	非製造業	-2.7	-1.2	-7.5	-4.1	-13.0	-5.1	-1.8	-3.3
	全産業	-4.5	-1.2	-9.5	-5.3	-17.0	-7.4	-1.4	-3.2

(注) 修正率は、前回調査との対比。

企業の中にはしばらくすれば「08年の前半に戻れる」という楽観論はまったくない。その意味で損益分岐点を下げ、利益をたたき出すのは企業にとってかなりの大鉈を振るう必要がある。

(変動費：ディスカウント競争+じわじわ上昇する仕入れコスト)

企業を巡る環境で売上減とともに深刻になってきているのが、マージンの低下だ。足元国内の物価水準が低下する一方で、原油などの原材料価格などが上がり始めている。熾烈なディスカウント競争が進む一方で、じわじわ仕入れ価格は上昇しており、変動費削減はかなり難しい環境となっている。

(売上水準が下がる中で、やはりストック調整。景気回復という中でどの程度減らせるのか)

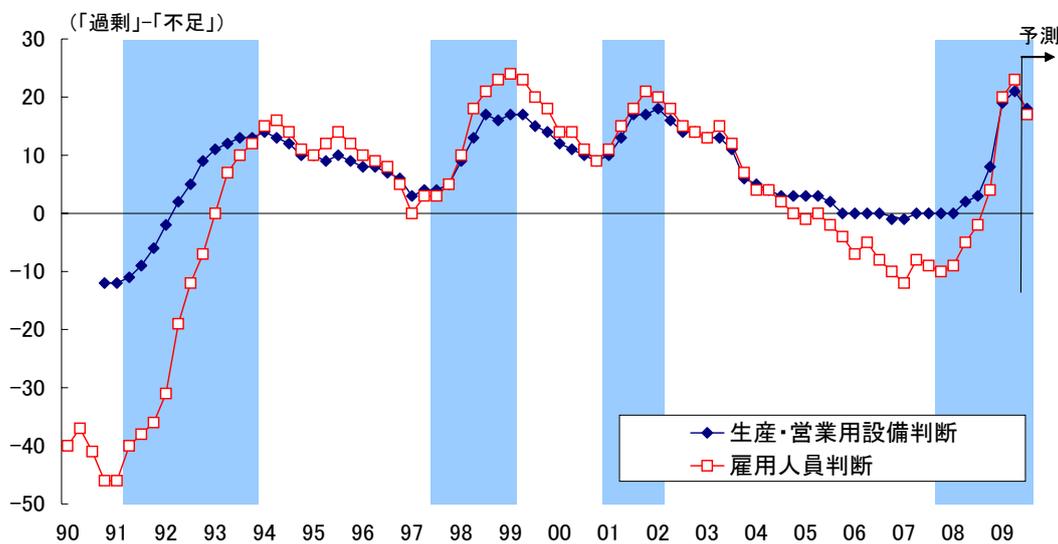
ストックの過剰感が08年半ばから、約1年間で急激に高まっている(図表3)。業種別に見ると自動車、輸送用機器、一般機械など輸出企業の過剰感が高まっている(図表4)。

売上がある程度見込めるという状況になれば、ストックの過剰感は急激に低下してくる可能性もあるが、いまのところ企業は売上をかなり慎重に見ており、設備投資や雇用などの削減圧力は今後さらに高まるだろう。

5月の失業率は5.2%まで上昇してきた。今後の経済で雇用所得環境から個人消費の低迷が懸念されているが、企業にとっては、売上水準の回復が見込めない中で、人件費など固定費削減は避けて通れない状況にもある。

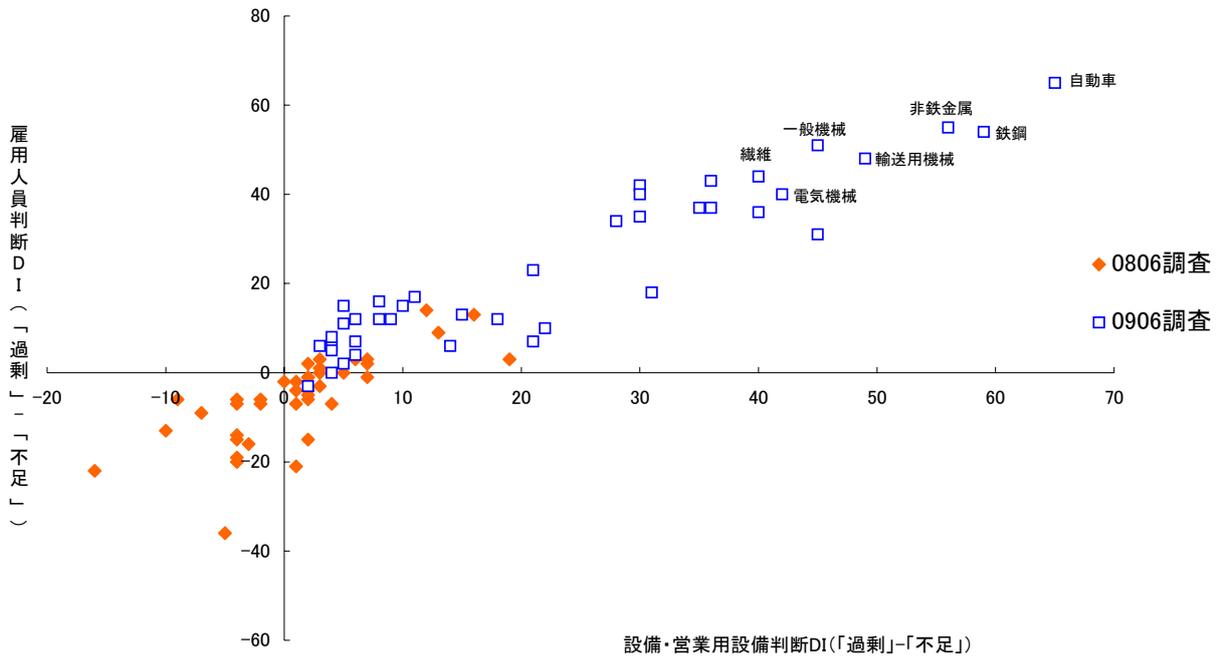
輸出拡大というプラスが企業の想定以上に起こるのか、逆にストック調整圧力が個人消費の悪化を通じて企業の業績を想定以上に下押しするのか、これからどちらがより強く出るかで日本経済が「2番底」を迎えるかどうかが決まりそうだ。

(図表3) 生産・営業用設備判断と雇用人員判断DI(全規模・全産業)



(注)シャドーは景気後退期間、2006年12月調査より新ベース
(資料)日本銀行「企業短期経済観測調査」

(図表4)短観2009年6月調査、2008年6月調査の比較 <全規模>



2. 日銀ウォッチ：短観は先行き不安材料山積、企業金融は改善すれど中小企業が厳しい状況に変化なし

6月金融政策決定会後の総裁会見で「内外の在庫調整が終わった後の最終需要の動向がポイントになるが、その点について日銀は慎重に判断している」と述べた。

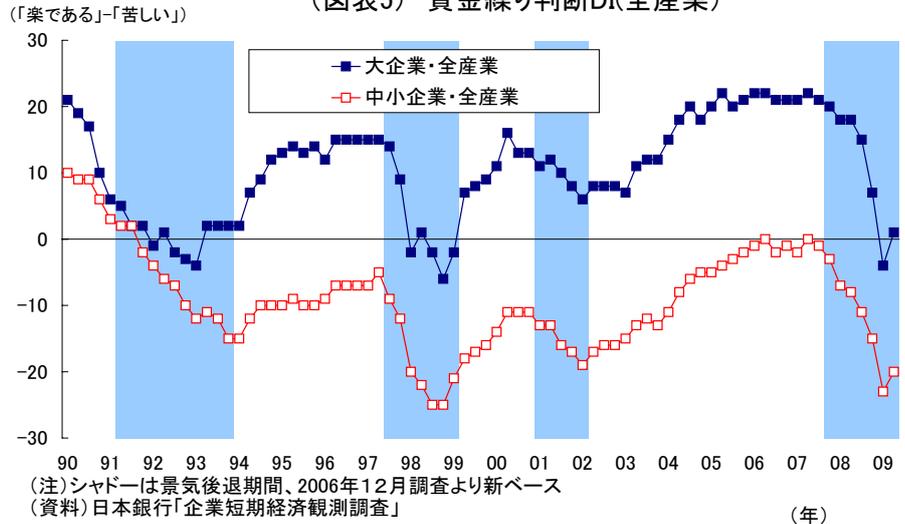
今回の6月短観は日銀にとって足元最悪期から脱したとの判断に自信を強める結果となるが、先行きの景気に対して強気になる内容とはならない。当面、従来の政策の効果を見極めながら、先行きの下振れリスクを注視するというスタンスが続くだろう。

短観で企業金融は改善した

(図表5)。

しかし中小企業は大企業に比べて改善幅が小さく、はっきりと二極化が見て取れる。下振れリスクが高いとの判断とあわせて考えると9月末に期限が切れるCPと社債の買い入れ、企業金融支援特別オペなど、一連の企業金融支援などについては、原則延長という方向で検討されることになりそうだ。

(図表5) 資金繰り判断DI(全産業)



3. 金融市場（6月）の動き： 長期金利の低下が鮮明に

（10年金利）

6月の動き

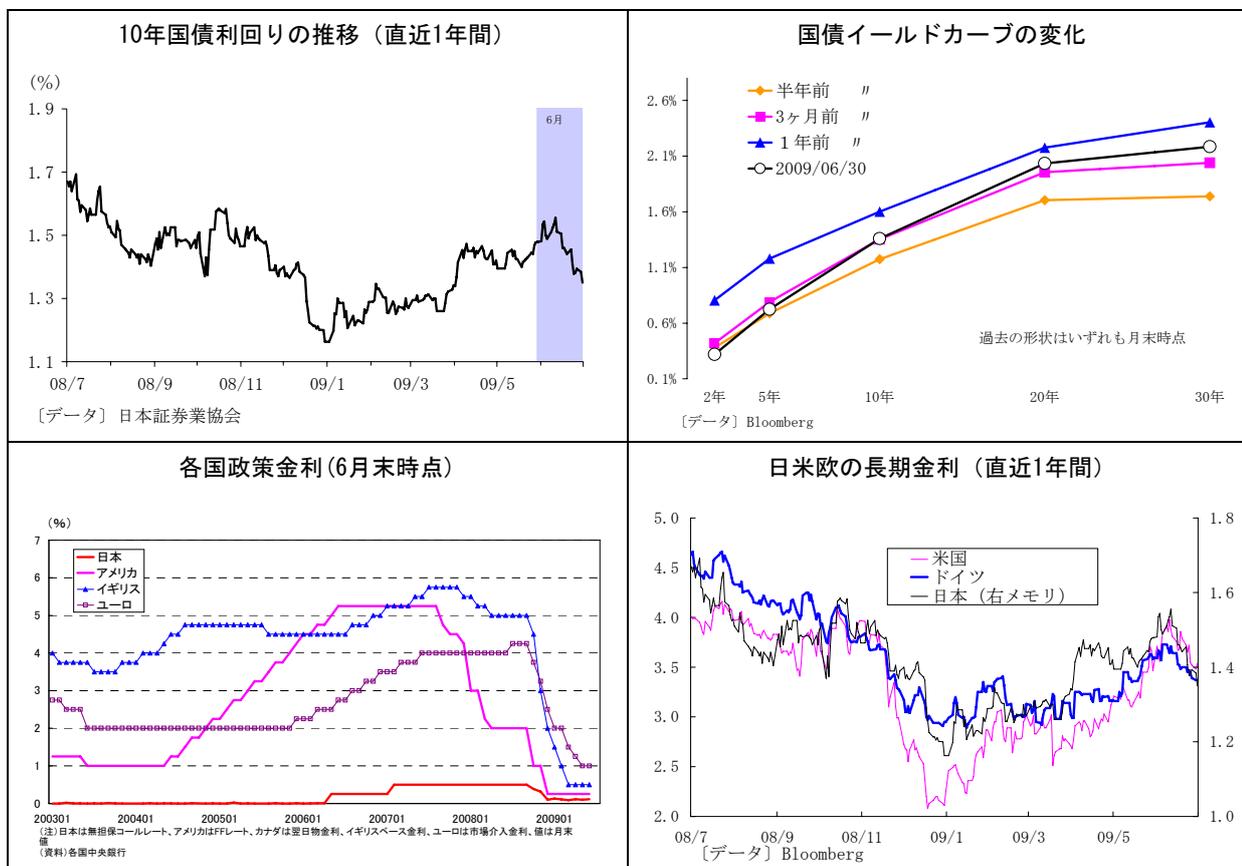
10年国債利回りは、月初1.48%前半からスタート、月末1.35%近辺に。

長期金利は2日には、米長期金利の上昇、株価堅調から1.5%台となり、3日には一時1.55%に。その後株価が伸び悩む中、1.5%前後での推移が続く。5日の米国雇用統計で先行き景気楽観論が高まり8日に1.5%台前半に上昇。その後も日経平均株価の1万円前後での推移などから金利は上昇し1.5%台半ばに。11日の米国で30年債入札が順調に行われたことをきっかけに16日に1.4%台半ばまで低下した。その後世界銀行が世界成長率の見通しを下方修正すると、先行き悲観論が強まり24日に1.4%割れへ。26日に発表された日本の消費者物価が前年比▲1.1%となったことも長期金利の低下をサポートし、月末には1.35%近辺まで低下した(図表6)。

当面の予想

長期金利は先行き楽観論が収束する中、低下傾向を鮮明にしている。ただし、現時点で景気2番底を完全に織り込む材料はなく、これ以上の金利低下には市場の抵抗感があるだろう。当面、利上げの可能性が低い中、長期金利は低位安定基調が続くと予想する。

図表6 金利関係図表



(円ドルレート)

6月の動き

円ドルレートは、月初め 94 円台後半からスタートし、月末 96 円近辺に。

月初は、GM の経営破綻を嫌気し、一時 1 ドル 94 円台前半まで円高が進むが、米 ISM 製造業景況指数が改善し、雇用統計で雇用者の削減が減少などを材料に、8 日には 98 円台に。その後 FRB の利上げ観測が収束し、一時は 97 円寸前となったが、再び世界的な景気楽観論からリスク許容度が上がるとの思惑から 98 円前後までドルが買われた。その後、米株下落、事前予測を下回る米消費者物価指数の公表などから FRB の利上げ観測が後退し 95 円台に。さらに米カリフォルニア州の信用格付けが引き下げられるとの憶測から、23 日一時 94 円台後半となる。その後は若干値を戻し 96 円を挟んだ展開に(図表 7)。

当面の予想

90 円台前半から 100 円という範囲で方向感が出にくい展開が続くと見る。米国の巨額財政赤字、FRB の超低金利継続などドルの構造不均衡問題がドル高進行をおさえる一方で、日本も大幅な悪化には歯止めがかかったとはいえ積極的な円買い材料もないことからボックス圏の中で推移が続くと読む。

(ドルユーロレート)

6月の動き

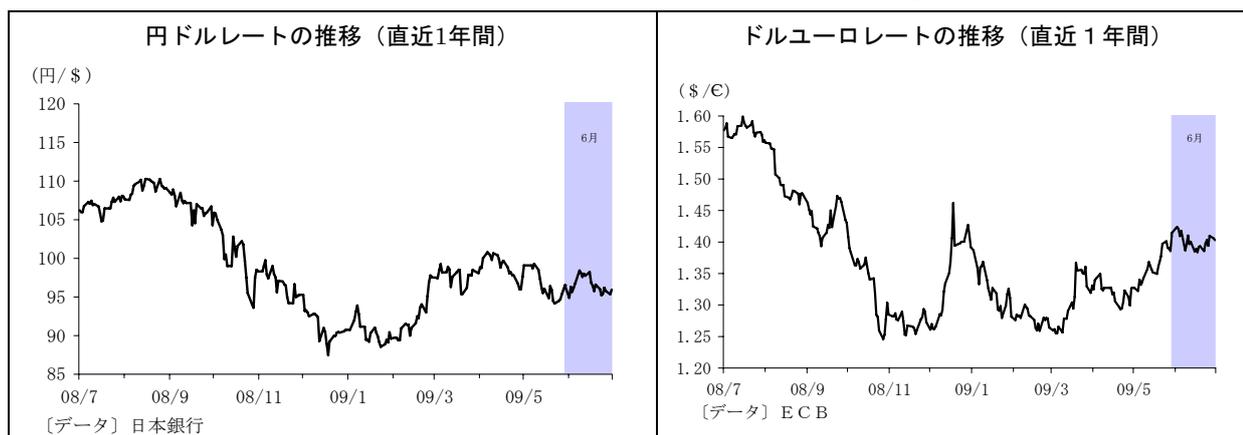
ドルユーロレートは、月初め 1.42 台始めでスタート、月末 1.40 台前半に。

月初から 1.42 台前半でスタートしたが、米国で好調な経済統計が発表されるとユーロ高の修正が起こり 1.40 割れに。その後も 9 日、アイルランドの格下げや米政権が欧州金融機関に厳格なストレステストを望むとの報道がなされると 1.39 台での推移となった。その後ユーロ圏鉱工業指数が統計開始以来最大の落ち込み(12 日)、ムーディーズがイタリア金融機関の格下げ検討を公表すると 1.38 台となる場面もあったが、総じてみれば 1.39 台後半から 1.40 台前半での推移が続いた(図表 7)。

当面の予想

短期的には世界的な株高を背景にユーロ堅調推移の可能性はあるが、ユーロ圏での金融機関に対する懸念、中東欧問題、圏内の財政格差拡大によるユーロに対する信認低下などユーロ安に対する根本的な問題の山積みにより市場の注目がシフトするにつれ、ユーロ安が進展すると読む。

図表7 円ドルレート、ドルユーロレートの推移

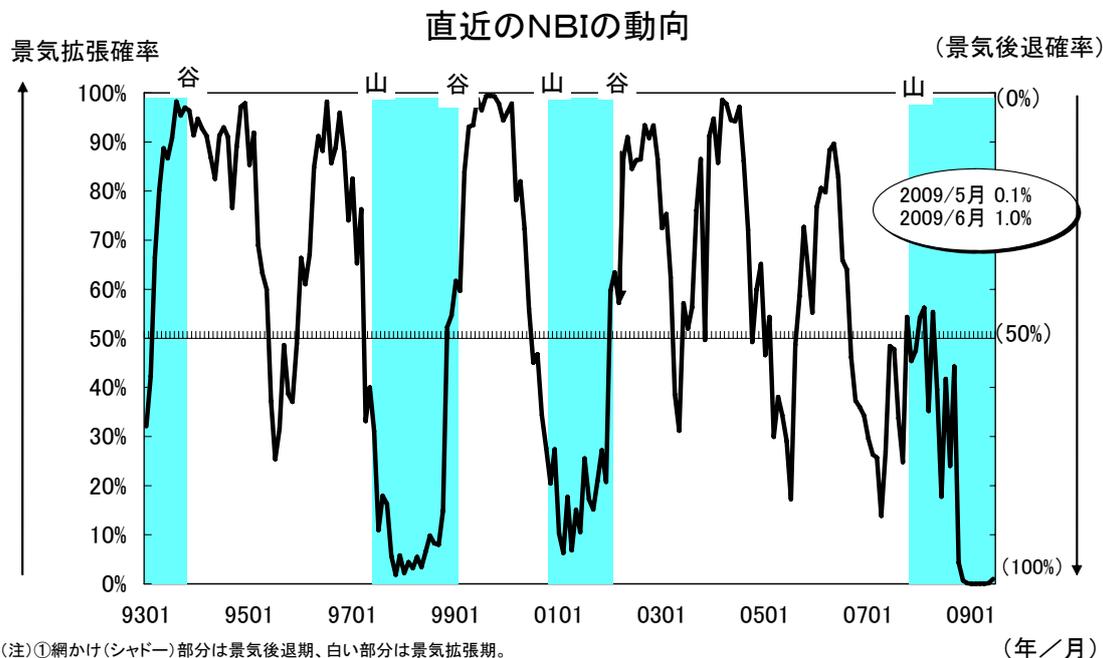


金利・為替予測表 (2009年7月2日現在)

	2009年			2010年		
	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	
	実績	予測				
日本	コールレート (期末)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
	10年金利 (平均)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.5
アメリカ	FFレート (期末)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25
	10年金利 (平均)	3.3	3.7	3.9	4.0	4.2
ユーロ圏	ECB市場介入金利(期末)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
	10年金利 (平均)	3.4	3.7	3.8	4.0	4.1
円ドル	(平均)	97	92	90	95	95
ユーロ・ドル	(平均)	1.36	1.35	1.25	1.25	1.30
円・ユーロ	(平均)	132	124	113	119	124

<ニッセイ基礎研インデックス>

- ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) ~09年5月: 0.1%、6月 (予測値): 1.0%



	ニッセイ景気動向判断指数(NBI)	月次GDP		為替インデックス
	水準	水準(10億円)	前期比	水準
08/5	39.5%	564,928	0.0%	28.3%
08/6	17.8%	559,803	▲0.9%	18.9%
08/7	41.8%	561,848	0.4%	24.5%
08/8	24.0%	556,180	▲1.0%	18.3%
08/9	44.3%	559,418	0.6%	33.5%
08/10	4.3%	558,479	▲0.2%	42.4%
08/11	0.7%	536,649	▲3.9%	47.0%
08/12	0.1%	522,503	▲2.6%	43.4%
09/1	0.0%	518,059	▲0.9%	11.0%
09/2	0.0%	516,083	▲0.4%	-47.4%
09/3	0.0%	522,720	1.3%	-49.6%
09/4	0.1%	523,728	0.2%	-49.8%
09/5	0.1%	524,932	0.2%	-49.5%
09/6 (予測値)	1.0%			-49.3%
09/7				-49.2%

(注) 基礎研インデックスの見方

- ①ニッセイ景気動向判断指数 (NBI) : 景気の転換点・局面を確率的に判断する指数。数値が50%を上回れば「景気回復局面」、下回れば「景気後退局面」、50%は景気の転換点を示す。
- ②月次GDP : GDPを月次化したもの。
- ③為替インデックス : 為替の局面・転換点を確率的に判断する指標。プラスが続くと円安局面、マイナスが続くと円高局面。

(お願い) 本誌記載のデータは各種の情報源から入手・加工したものであり、その正確性と安全性を保证するものではありません。また、本誌は情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、いかなる契約の締結や解約を勧誘するものでもありません。