Economic Trends

発表日:2019 年 12 月 13 日(金)

増税後は業況▲5ポイント

～2019 年 12 月の日銀短観～

第一生命経済研究所 調査研究本部 経済調査部
首席エコノミスト 熊野 英生(TEL:03-5221-5223)

増税後の短観は、大企業・製造業が業況判断 DI を前回比▲５ポイント悪化させた。2014 年４月の前回増税後に同▲５ポイントだったのと同程度である。ところが、大企業・非製造業は、業況が同▲１ポイントと、2014 年６月の同▲５ポイントよりも悪化していない。内訳をみると、小売の悪化幅は 2014 年６月よりもかなり小さいからだ。

遂に製造業の業況水準は０になる

12 月 13 日に発表された日銀短観は、大企業・製造業の業況判断 DI が前回比▲５ポイントの悪化となった。業況の水準は、前回の５から０となっている。業況水準は遂に「良い」超が完全になくなってしまった。これは 2013 年に「良い」超に浮上して以降で初めてのことである。つまり、製造業は「土俵際」にいるということだ。

その大企業・製造業は、自動車が前回比▲13 ポイントと、増税後の国内新車販売台数が落ち込んだのを受けている。業務用機械の同▲16 ポイント、生産用機械の同▲７ポイント、はん用機械の同▲６ポイントは、増税よりも中国向けの輸出減が響いているだろう。

日銀短観(2019年12月調査)

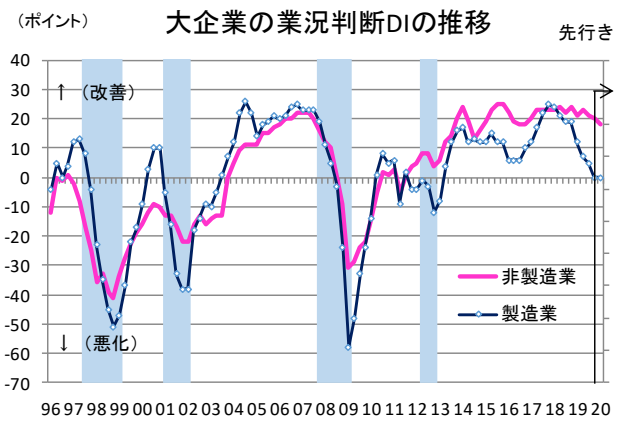
		業況判断DI			
		大企業		中小企業	
		製造業	非製造業	製造業	非製造業
2015年	3月調査	12	19	1	3
	6月調査	15	23	0	4
	9月調査	12	25	0	3
	12月調査	12	25	0	5
2016年	3月調査	6	22	-4	4
	6月調査	6	19	-5	0
	9月調査	6	18	-3	1
	12月調査	10	18	1	2
2017年	3月調査	12	20	5	4
	6月調査	17	23	7	7
	9月調査	22	23	10	8
	12月調査	25	23	15	9
2018年	3月調査	24	23	15	10
	6月調査	21	24	14	8
	9月調査	19	22	14	10
	12月調査	19	24	14	11
2019年	3月調査	12	21	6	12
	6月調査	7	23	-1	10
	9月調査	5	21	-4	10
	12月調査	0	20	-9	7
	先行き	0	18	-12	1

(出所)日本銀行「全国短期経済観測調査」、以下同じ

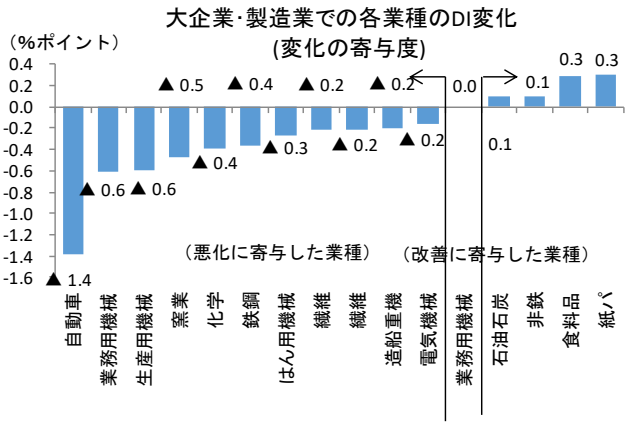
一方、IT サイクルが上向きに変わり、５Ｇ携帯対応の需要増を期待していた電気機械は同▲１ポイントで改善しなかった。

前に消費増税が行われた直後の 2014 年６月調査は、大企業・製造業の業況 DI が前回に比べて▲５ポイント落ち、大企業・非製造業でも業況 DI が前回比▲５ポイント低下した。これと比べると、同じくらいのマイナス幅だったと言える。

ただ、今回の大企業・非製造業は業況が同▲１ポイントと意外に小幅のマイナスであった。これを増税のインパクトが小さいと評価して良いかは見方が分かれるだろうが、それは確かにあると思う。小売りの業況 DI は、2014 年６月は同▲23 ポイントも悪化した。それが今回は、小売の悪化幅は同▲７ポイントと約３分の１に縮小している。ラグビーワールドカップによる宿泊・飲食サービスの同＋２ポイント改善や、設備投資関連で物品賃貸が同＋３ポイント、情報サービスが同＋１ポイント改善する動きもあった。増税のマイナス・インパクトについては、また統計データが出揃わないが、物品販売では悪影響はより大きく表れ、サービスにはより小さいという見方もできそうだ。



（注）シャドーは景気後退期



（注1）社数ウェイトで加重平均したポイント差の寄与度
（注2）四捨五入の関係で全体の動きと個別の合計は必ずしも一致しない。

増税インパクト

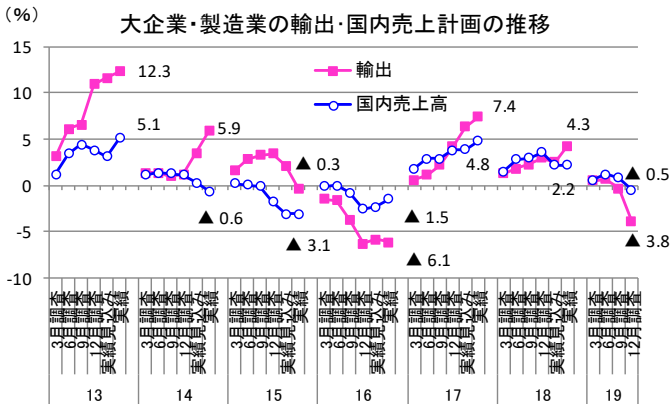
今回の短観の注目点は、まさしく増税インパクトを企業がどのように受け止めたかを知ることにある。すでに述べたように、大企業の小売は 2014 年６月の前回比▲23 ポイントが、今回の同▲７ポイントで済んでいる点で、影響は限定されている。これを中小企業の小売で見ると 2014 年６月の同▲36 ポイントが、今回の同▲10 ポイントと悪化幅が遥かに小さい。また、サービスが悪化しにくかった点は、2014 年６月も今回も同様の傾向が見てとれた。

反対に少し慎重に見た方が良い点もある。先行き DI の変化である。2014 年６月の大企業・非製造業は、最近の業況が 19→先行き 19 で横這いだった。今回は最近の業況が 20→先行き 18 へと少し慎重化する見通しである。中小企業・非製造業は、2014 年６月の最近の業況が２→先行き０であるのに対して、今回は最近の業況が７→先行き１とより見方が厳しい。この点は、非製造業が 2014 年の経験を踏まえて、恐る恐る先行きに身構えている様子がわかる。

今回の増税は、前回に比べて小売サービスが値引きすることで客離れを食い止めようとしたことが特徴である。増税分を本体価格の値引きによって吸収すると、たとえ販売数量を維持できても、収益は悪化する。つまり、大きなデフレ作用をもたらす。消費者物価も、増税要因を除いてみると、プラス幅を縮小させることになる。非製造業の販売価格 DI は、大企業が前回比０で、中小企業も同０だった。事前の不安は販売価格 DI には表れていなかった。

売上・収益計画は製造業で下振れ

最近の景気は、増税もさることながら、輸出悪化の方が目立つ。大企業・製造業には、その影響は増税以上に色濃い。例えば、2019 年度の輸出計画は、前回比▲3.5%ポイントの下方修正となる。国内売上の同▲1.2%ポイントよりも下方修正幅が大きい。経常利益計画も、前回比▲5.5 ポイントと大きく下振れした。収益悪化の効果は、想定為替レートが前回 108.68 円/ドルから今回 107.83 円/ドルへと円高方向で見直されたこともある（変化率▲0.8%）。

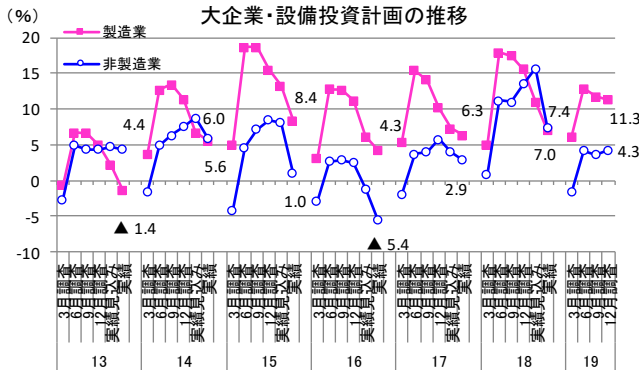


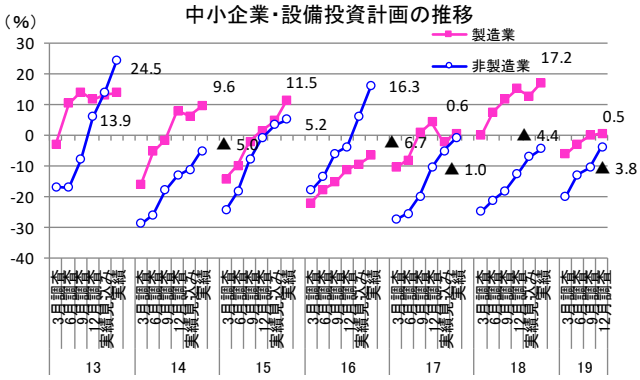
少し意外なのは非製造業の経常利益計画の上方修正である。大企業・非製造業は前回比＋1.0%ポイントの上方修正で、中小企業・非製造業は前回比＋3.3%ポイントの上方修正となった。この変化だけで、増税インパクトが収益面で小さかったとは言えないが、不安を後退させる要因にはなる。

設備投資は堅調

日銀の黒田総裁は、常々景気のモメンタムについて自信を述べている。その根拠の一つは、短観の設備投資の強さにある。それは今回もデータによって裏付けられた。

大企業・製造業は、2019 年度計画が前年比 11.3%の高い伸びである。非製造業の方が、投資の伸びが少し鈍いようには見えるが、恐らく年度の実績ベースでは、大企業・中小企業がともに前年比プラスで着地しそうである。今次景気局面では、中期トレンドをつくる投資サイクルが上昇傾向であることが、長い景気拡大期を支えているのだ。





今後の景気と金融政策

短観の読み方は、悪化のところだけを見ると消極的に見える。しかし、2014 年 6 月の増税時に比べると、企業は何とかマイナス・インパクトを吸収していて、増税だけで景気腰折れするものではなさそうだということがわかる。

製造業は、従来から悪化が続いていて、今回も期待された下げ止まりはみえないのだが、何とか土俵際で踏ん張れそうだ。理由は、米中貿易協議で第一次の合意がまとまり、その中で既存の追加関税部分まで引き下げられそうだからである。トランプ大統領は弾劾訴追を迫られて、早々に米中協議を一段落させたがっている。この動きは、2020 年に入って貿易取引を改善させていく大きな材料である。株式市場はすでにこれを織り込んでいるようだ。製造業が上昇に変わることが、現在の土俵際で踏ん張れる根拠となる。

さて、日銀だが、あれだけ期待させた追加緩和はなさそうである。米中協議が一段落して、FRB も利下げを休止させた。為替レートも安定しているので、2020 年は再び様子見をするだろう。黒田総裁はしんどい勝負に勝てそうだと笑っているに違いない。

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調査研究本部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。見通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、第一生命保険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。