

2020年1月22日 全12頁

日本経済見通し：2020年1月

- I. 2020年の世界経済、「適温経済」への期待に潜むリスク
- II. 企業活動に見る消費税増税の影響

経済調査部

シニアエコノミスト 小林 俊介

エコノミスト 鈴木 雄大郎

[要約]

- 昨年終盤から金融市場に台頭していた見通しを一言で表現するならば、「適温経済」一すなわち①世界経済の底入れ、②金融緩和の継続、③不確実性低減の三条件が揃う中で、広範な金融資産の価格上昇基調が維持される環境の示現だったといえるだろう。そしてこの金融資産価格の上昇が資産効果を伴い、世界経済が本格的な景気拡大軌道に転じていくシナリオを描くことも不可能ではない。しかしこのシナリオ実現に向けては、いくつかの注意書きが伴う。
- 第一に、世界経済の底入れには未だ時間を要する公算が大きい。とりわけ先進国を中心として資本財・耐久財需要の減退が深刻化している点に注意が必要だ。第二に、低インフレ持続が金融緩和継続の前提条件となるが、この文脈において資源価格等の動向に注意を払う必要がある。また、FRBが行っている資産購入プログラムの継続可否も不透明だ。第三に、米国の大統領選挙・議会選挙で民主党が完全勝利した場合、法人税増税の可能性が高まる。また、選挙戦を有利に進める上で現職トランプ大統領がドル安誘導に踏み切るリスクも無視できない。現時点で実現可能性が高いリスクばかりではないが、その所在を認識しておく必要があるだろう。

I. 2020年の世界経済、「適温経済」シナリオに潜むリスク

年明け早々から、グローバルな金融市場に緊張が走った。その発端はイラン情勢の緊迫化である。多くの市場参加者が想定していなかった外交問題の台頭が、2019年秋以来に続いてきた楽観ムードに水をさした。もっとも、米国－イラン間対立のエスカレーションが現時点で回避されていることもあり、市場の混乱は一旦収束している。とは言え同現象を「地政学リスクの台頭と後退に伴う一時的な株価乱高下」という陳腐な表現で片づけることは、あまり賢明ではない。中東の問題がなぜ市場の混乱につながるのか。そのメカニズムの本質を読み解くことが、広く流布されてきた楽観シナリオの落とし穴を見抜く上で、一つのヒントとなるからだ。

本稿では、昨秋以降の株価上昇を支えた楽観的な見通しを簡潔に整理した上で、それに対する2020年のリスク要因を網羅的に検討したい。

「適温経済」が示現するための三条件

まず、2019年の秋頃から金融市場に台頭していた見通しを一言で表現するならば、「適温経済」となろう。適温経済は三つの条件から構成される経済環境をさす。具体的には①景気が回復（世界経済の成長率が加速）に転じること、にもかかわらずインフレ率の上昇には至らず②金融緩和が継続すること、そして③政治リスクも含めて経済の不確実性が限定的であること、の三条件が揃っている中で、広範な金融資産の価格上昇基調が維持される環境だ。

この金融資産価格の上昇が資産効果を伴い、本格的な景気拡大軌道に転じていく－その前段階が適温経済である、とも言えるだろう。

しかし過去を振り返ると、景気減速期から適温経済、そして加速期へと移行していく過程は決して平坦ではなかった。記憶に新しいところでは、景気減速を経験した2015年の末にも適温経済への期待が台頭している。そして実際に2016年を経て2017年に世界経済は加速局面を迎えた。しかしながら、2015年末に台頭していた2016年への期待は悉く裏切られたと言ってよい。

当時期待されていたのは概ね下記のようなシナリオだ。すなわち「2015年の世界経済を大きく揺るがしたギリシャの財政危機や、人民元切り下げを伴う中国経済の減速を乗り越え、2016年の世界経済は回復に転じるだろう。景気回復を促すためにFRBの利上げペースは抑制されるだろう。政治リスクとしては米国大統領選挙とBrexitを巡る英国国民投票が控えているが、さすがにヒラリー・クリントン氏が勝利し、Brexitは回避されるだろう」。

しかし現実には、2016年早々からタカ派的なFRBのスタンスが金融市場に動揺をもたらし、並行して人民元と中国経済は再度不安定化し、Brexitは英国国民の支持を受け、大統領選挙ではトランプ氏が勝利し、そのたびに市場参加者の見通しは修正を迫られた。

今回はどうだろうか。以下では適温経済の三条件に沿ってリスクを検討するが、結論を先取りすると、いずれの条件にも注意書きが必要である。その中でも特に注意すべきポイントは②に関連する事象だと言えそうだ。

「景気回復」への時期尚早な期待は一旦修正へ

まず景気回復に関して、いくつか明るい兆しが見られていることは事実だ。第一に、2017年末から続いてきたグローバルな在庫調整圧力が一服しつつある。第二に、近い将来に5G（第5世代移動通信システム）を利用した各種製品の実装・販売が見込まれていることを受け、アジアを中心として半導体需要に回復が見られる。第三に、世界的な製造業不振に拍車を掛ける要因となってきた米中通商問題が「一次合意」に至った。

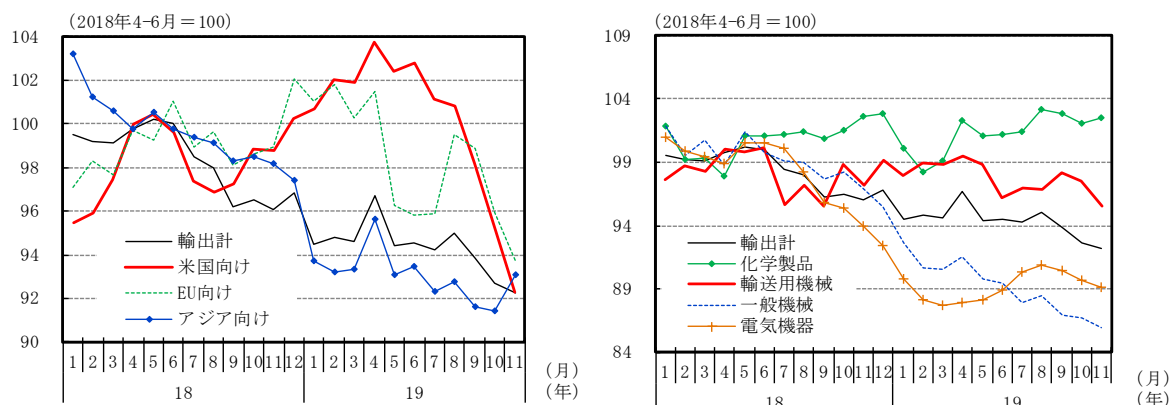
それでもなお、製造業の生産が本格的な回復・再拡大に転じるまでには未だ時間を要するとみられる。アジアを中心とした半導体需要には回復が見られる一方で、先進国を中心とした資本財・耐久財需要の減退が深刻化している（**図表1**）。その主たる背景としては、二つの要因が挙げられよう。まず、2018年までは減税効果により循環的な景気減速が遅れた分、他の国々に遅れて米国でも調整が始まった。加えて、2018年以降に始まったグローバルな製造業の稼働率低下を背景として、資本財の需要が低迷している点も見逃せない¹。

もともと、これは些末な問題にすぎないかもしれない。遅かれ早かれ、景気回復局面が訪れるのであれば、行き過ぎた市場期待の修正局面も終わる。その意味で、本論点は偏にタイムラグの問題だ。

「緩和的な金融環境」が続くための諸条件

むしろ真剣に検討すべきは、緩和的な金融環境の持続性だ。確かに当面、中央銀行による本格的な金融引締めが再開される可能性は低い。米国ですら景気過熱の予兆は見られない。欧州や日本は言わずもがなである。また、2018年の苛烈な利上げにより市場を混乱させ、「トラの尾」を踏んだパウエル議長率いる現FRBが、大統領選挙終了までは目立ったアクションを控えるインセンティブを有しているであろうことも想像に難くない。

図表1：日本の輸出数量（地域別、品目別）



(注) 季節調整値の3ヶ月移動平均。右図の合計以外の季節調整は大和総研による。

(出所) 内閣府、財務省統計より大和総研作成

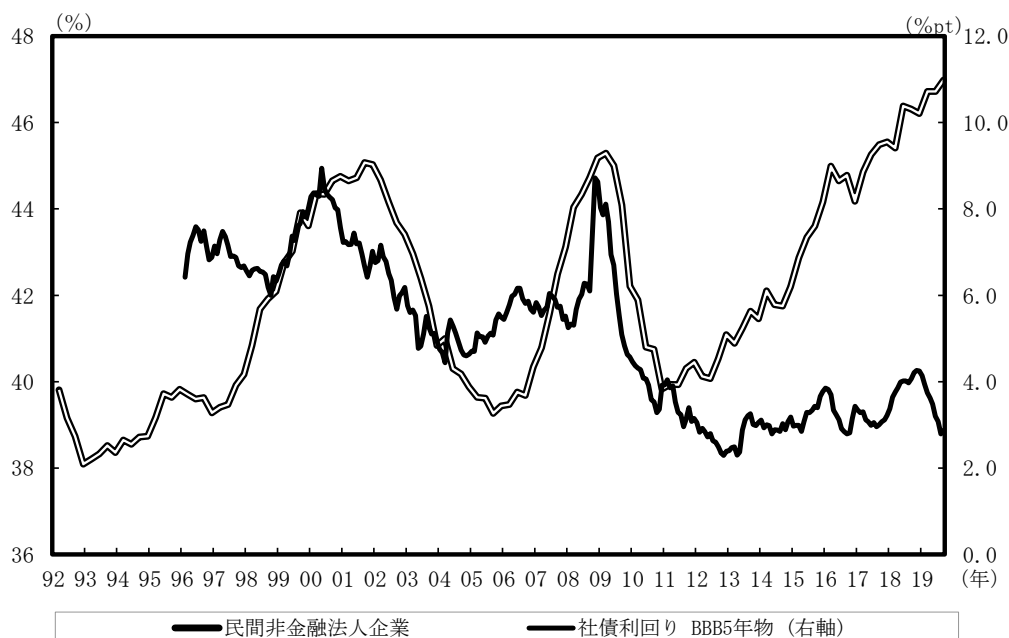
¹ 詳細は下記レポート参照。小林俊介・鈴木雄大郎「[2020年の日本経済見通し 成長再加速に向けて鍵を握る、グローバルな製造業の回復シナリオ](#)」（大和総研レポート、2019年12月19日）

しかしながら、オイルショックのような外的な要因によってインフレ率が加速度的に上昇するとなれば話は別だ。先述したイラン問題が金融市場を動揺させる要因はまさにここにある。中東情勢の不安定化がエネルギーの供給制約をもたらすのであれば、スタグフレーション（景気低迷期のインフレ高進）が発生する可能性が高まる。そして、低成長下での金融引締めが高い確率で景気後退をもたらしてきたことは、歴史が証明している。戦後に発生した米国の景気後退を振り返ると、大多数のケースにおいてインフレと金融引締めが伏線となってきた。

外的ショックを端緒とした望まれざる金融引締めが発生してしまった場合のインパクトは、過去のケースと比べても今回は大きくなる可能性がある。リーマン・ショック以降に続けられてきた超低金利政策の一つの帰結として、企業の債務レバレッジは高まり続けた。例えば米国企業の債務を GDP 比で確認すると、既にリーマン・ショック前夜や IT バブル崩壊前夜の水準から上放れしている（**図表 2**）。これは社債発行によりファイナンスされた自社株買いの結果でもあり、その裏側で株価上昇に伴う資産効果の発現が実体経済を押し上げてきた部分も無視できない。このバブル均衡が逆回転を起こすリスクには常に注意を払っておかなければならない²。

ここで頭の体操をしておこう。株価を評価する伝統的な指標として、PER（株価を一株当たり利益で割った倍率）が挙げられる。そしてこの PER は、理論的には要求収益率の逆数と定義される。例えば PER が 20 倍であれば、要求収益率は 5% だ。そしてこの要求収益率は「①リスクフリーレート（国債など安全資産の金利）＋②リスクプレミアム（企業の倒産リスクや業績変動リスクへの備え）－③期待成長率（企業の利益成長速度）」の三要因に分解される。

図表 2：米国企業の債務残高対 GDP 比と社債金利³



(出所) FRB、BEA、S&P、Haver Analyticsより大和総研作成

² 詳細は下記レポート参照。小林俊介・廣野洋太『『逆イールド』が目前に迫るFRBの最終手段 残された唯一の選択肢は『ステルス・逆・ツイスト・オペ』』（大和総研レポート、2019年4月19日）

³ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないS&Pが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

もし資源価格の高騰が続けば、金融引締めにより①が上昇する。エネルギーコスト上昇と金利上昇によって③は低下する。そして②が上昇することになる。現実的に想定しうる数値を設定し、仮にそれぞれが0.5%上昇、0.5%低下、1.0%上昇した場合でも、要求収益率は7%まで上昇し、PERは14倍程度まで低下する。すなわち、株価は30%程度下落することになる。そして今まで資産効果が景気を押し上げた効果も一気にマイナスに転じることになり、実体経済への影響も無視しがたいものとなる。

日本にとっても対岸の火事ではない。大和総研のモデル試算によれば、10ドルのWTI原油価格の上昇は実質GDPを0.11%、名目GDPを0.48%押し下げる(図表3)。また、企業業績への影響を試算すると、製造業では0.3兆円、非製造業では0.6兆円、合計で0.9兆円の営業余剰が圧縮されることになる(図表5)。そこに上述した国際金融市場経由での打撃が加わる。

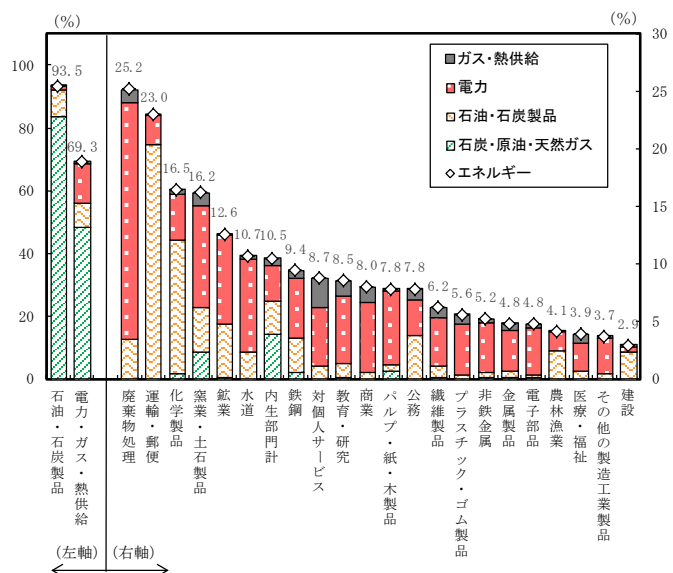
図表3：10ドルの原油価格上昇が日本経済に与える影響

		実質GDP	実質個人消費	実質住宅投資	実質設備投資	実質輸出	実質輸入	名目GDP	GDPデフレーター
		%	%	%	%	%	%	%	%
原油価格10ドル/bbl上昇	1年目	-0.11	-0.18	-0.34	-0.43	-0.09	-0.55	-0.48	-0.37
	2年目	-0.13	-0.22	-0.51	-0.48	-0.09	-0.66	-0.45	-0.32
	3年目	-0.12	-0.20	-0.41	-0.52	-0.09	-0.62	-0.49	-0.37

		経常収支/名目GDP	輸入物価	輸出物価	CGPI	コアCPI	鉱工業生産	第三次産業活動指数	全産業活動指数
		%pt	%	%	%	%	%	%	%
原油価格10ドル/bbl上昇	1年目	-0.45	3.76	0.45	0.60	0.21	-0.21	-0.11	-0.12
	2年目	-0.43	3.79	0.45	0.61	0.31	-0.25	-0.13	-0.15
	3年目	-0.48	3.80	0.45	0.62	0.29	-0.24	-0.13	-0.14

(注) 大和総研短期マクロモデルによるシミュレーション。表中の値は標準解との水準の乖離率・幅。
(出所) 大和総研作成

図表4：エネルギーが各産業の中間投入に占める割合



(注) 2015年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 総務省統計より大和総研作成

図表5：10ドルの原油価格上昇が企業収益(営業余剰)に与える影響

	金額 (10億円)	変化率 (%)
全産業	-934	-0.9
製造業	-342	-2.3
食料品	-11	-0.3
繊維製品	-2	1.8
パルプ・紙・木製品	-10	-1.1
化学製品	-96	-5.7
石油・石炭製品	23	3.2
プラスチック・ゴム製品	-6	-15.6
窯業・土石製品	-34	-5.7
鉄鋼	-101	-3.1
非鉄金属	-68	-12.1
金属製品	-5	-1.3
はん用機械	-2	-0.2
生産用機械	-3	-0.2
業務用機械	-1	-0.5
電子部品	-5	-
電気機械	-3	-
情報通信機器	0	-
輸送機械	-13	-1.7
その他の製造工業製品	-3	-0.5
非製造業	-592	-0.7
農林漁業	-8	-0.3
鉱業	33	30.1
建設	-59	-3.6
電力・ガス・熱供給	-174	-32.9
水道	-4	-0.7
廃棄物処理	-7	-2.5
商業	-31	-0.2
金融・保険	-3	0.0
不動産	-5	0.0
運輸・郵便	-245	-8.3
情報通信	-5	-0.1
教育・研究	-17	-2.3
医療・福祉	-18	-0.7
他に分類されない会員制団体	-1	3.2
対事業所サービス	-12	-0.2
対個人サービス	-36	-0.7

(注) 2015年の投入産出構造を基にした試算値。
(出所) 総務省、日本銀行統計より大和総研作成

もちろん、現時点で米国・イラン双方に正面衝突を回避する誘因が強いとみられることから、ここまでの想定を置くことは悲観に過ぎるだろう。しかしイラン問題に限らず、何がしかの供給制約によりインフレ率が上昇し、小幅でも金利が上昇すれば、その影響は金融市場を通じて増幅し、世界経済に大きな影響をもたらす可能性がある。

金融政策に関して、もう一点付け加えるとすれば、FRBによる疑似的な量的緩和の持続性が気がかりだ。2019年10月後半以降、**図表6**に示す通り、FRBは再び保有資産の増額を行っている。同政策の目標は短期金融市場への流動性供給であり、量的緩和ではないとFRBは主張しているが、結果において米国債の需給はひっ迫し、金利の抑制要因となっている可能性が高い(**図表7**)。

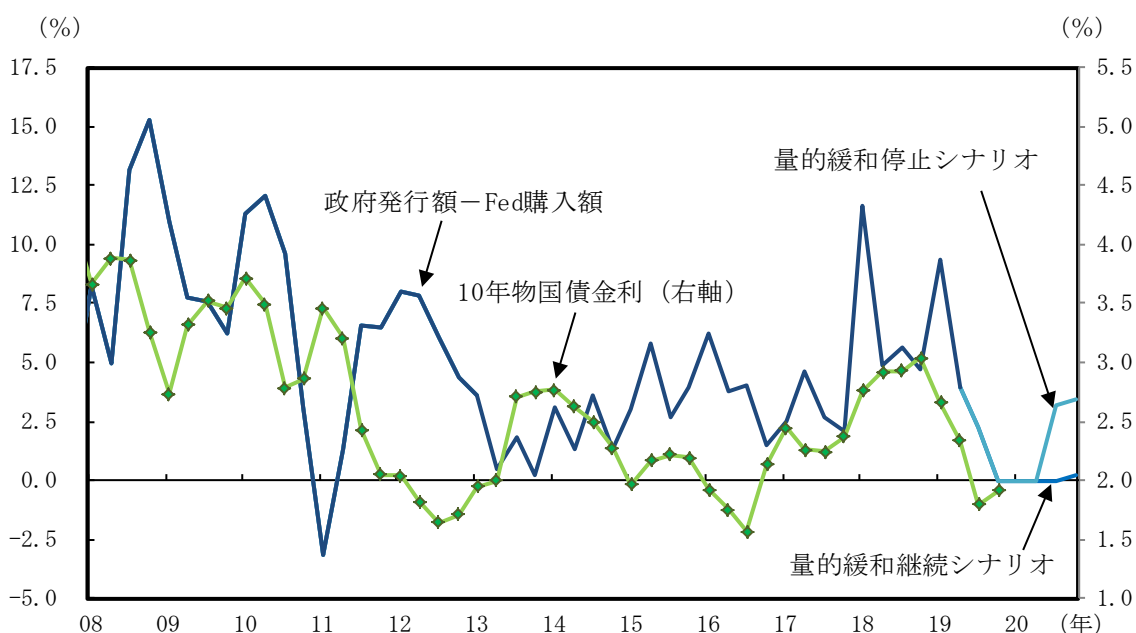
図表6：FRBによる量的金融政策の詳細と推移

	総額	米国債	短期国債	MBS
2017年 10-12月	▲100億ドル	▲60億ドル	-	▲40億ドル
2018年 1-3月	▲200億ドル	▲120億ドル	-	▲80億ドル
4-6月	▲300億ドル	▲180億ドル	-	▲120億ドル
7-9月	▲400億ドル	▲240億ドル	-	▲160億ドル
10-12月	▲500億ドル	▲300億ドル	-	▲200億ドル
2019年 1月-4月	▲500億ドル	▲300億ドル	-	▲200億ドル
5月-7月	▲350億ドル	▲150億ドル	-	▲200億ドル
8月-10月前半	ゼロ	+200億ドル	-	▲200億ドル
10月後半-	+300億ドル	+200億ドル	+300億ドル	▲200億ドル
11月-	+600億ドル	+200億ドル	+600億ドル	▲200億ドル

(注) 全て月額、最大値。

(出所) FRB資料より大和総研作成

図表7：米国債の純発行額（GDP比）と10年物国債金利の推移



(注) 2019年7月以降は、FRBとCBOの見通しより大和総研試算。

(出所) FRB、CBO、Haver Analytics より大和総研作成

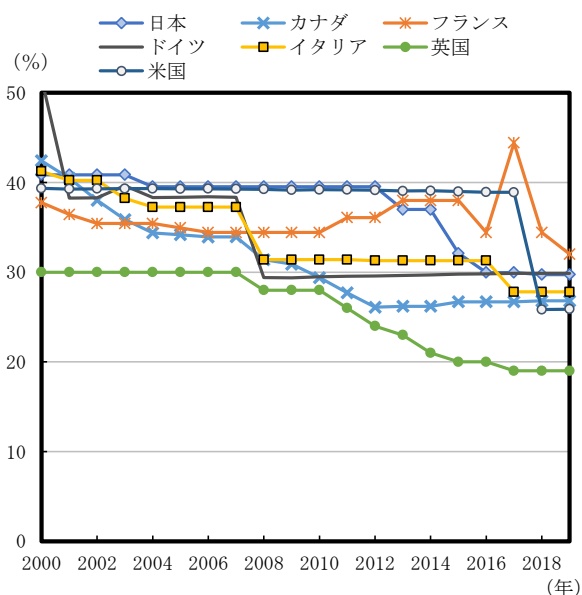
FRB は同政策を「2020 年の少なくとも前半まで継続する」としている。逆に言えば、2020 年後半以降の政策変更余地が残るということになる。また、FRB が主張する通り、同政策の目的があくまでも流動性供給のみにあって、金利低下を通じた景気浮揚ではない、と字義通りに受け止めるならば、2018-19 年にかけて散発した短期金融市場の機能不全が再発しない限りにおいて、近い将来に保有資産増額の停止ないしはペースダウンが行われても不思議ではない。その場合、当然のことながら金利の再上昇リスクが点灯することになる。果たして FRB は「建前」に固執するのだろうか。それともロジックの修正により量的緩和を継続するのだろうか。本論点は見過ごされがちながら、2020 年以降の世界経済を占う上で重要度の高いテーマと言えるだろう。

大統領選挙を巡る「不確実性」

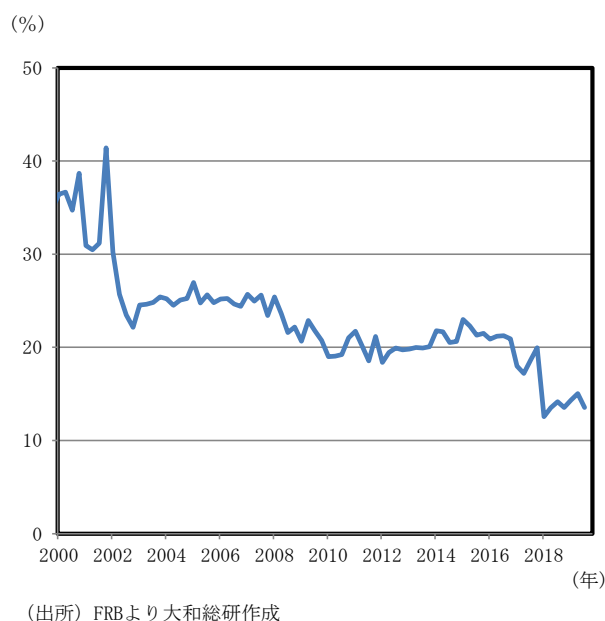
最後に、政治リスクについても簡単に整理しておこう。「適温経済」期待を支える前提条件を列挙すると、「米中問題も大統領選挙が終わる頃までは一旦収束し、中国経済も小康状態を取り戻す。大統領選挙についても、現職トランプ大統領が再選を果たし、大きな政策変更のリスクも想定されない。また、懸案だった Brexit も一旦前進し、もはや大きな波乱要因とならない」といったところだろう。

結果的にこれらの期待が成就する可能性は十分に高い。しかし選挙は水物だ。現職トランプ大統領の支持率が 40% 台前半にとどまる中、再選確実とみるのは時期尚早だろう。ここで問題となるのは、主要な民主党候補者であるバイデン氏、サンダース氏、ウォーレン氏の全員が法人税増税を提案している点だ。トランプ政権は企業所得に対する連邦政府税を最大 35% から 21% まで引き下げた。これに伴い州税と合わせた法人実効税率は約 40% から約 26% まで低下した（**図表 8**）。サンダース・ウォーレン両氏は税率を元に戻すことを主張している。穏健派とされるバイデン氏ですら、減税の半分を取り戻すとした。

図表 8：法人実効税率の国際比較



図表 9：米国法人税率（実績値、非金融企業）

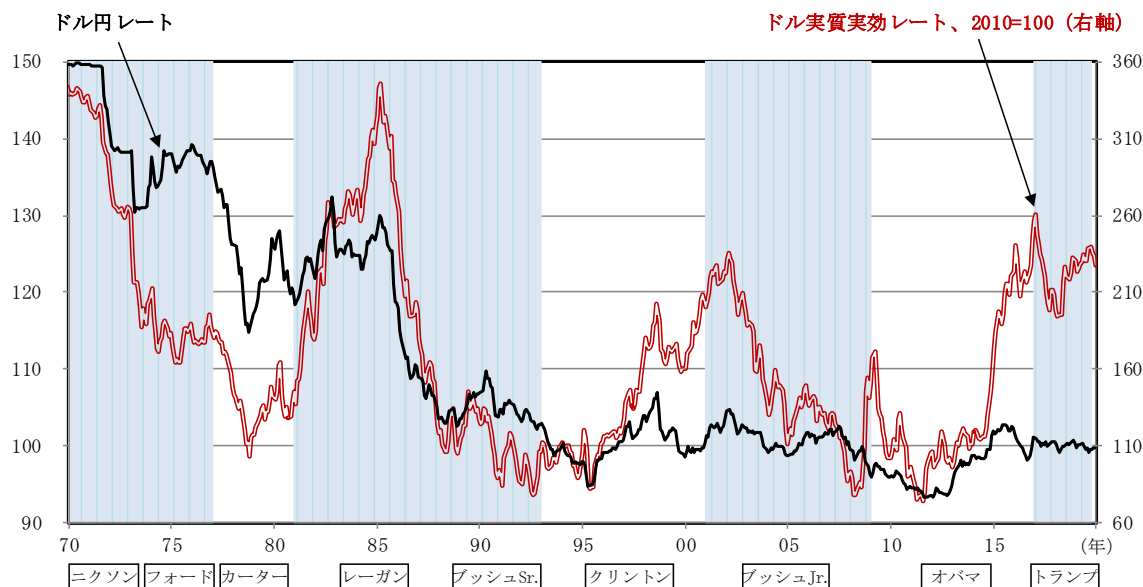


このインパクトをどのように考えるべきだろうか。最高税率が課されている企業が 100 ドルの利益を上げた場合の税引き後利益は、かつて 60 ドルだった。それが現在は 74 ドルであるから、23%も増加したことになる。もちろんこれはあくまで最高税率の議論だ。平均税率を米国の資金循環統計から計算すると減税前の実績が約 21%、減税後の実績が約 13.5%である（**図表 9**）。すなわち、100 ドルの利益に対応する税引き後利益は、79 ドルから 86.5 ドルへと、約 9.5%増加した。この減税効果により 2018 年以降の米国経済・金融市場は活況を呈してきたわけだが、もし大統領選挙・議会選挙で民主党が勝利した場合、サンダース氏、ウォーレン氏の場合は減税効果の全てが、バイデン氏の場合ですら半分が剥落し、反動を受けることになりかねない⁴。

また、こうした選挙「後」のリスクのみならず、選挙「前」に取られるであろう、トランプ大統領の選挙対策も、大きな不確実性要因として存在感を保つだろう。中東を巡る事態の緊迫化を、この文脈で捉える向きも少なくない。もちろん、外交政策の先鋭化というダウンサイドリスクのみならず、経済政策の追加というアップサイドリスクもないわけではない。しかし下院で民主党が過半数の議席を有する中、また、弾劾裁判が行われる中、大統領選挙当日までに効果を発揮するような財政政策を発動することは難しそうだ。それならば、と、手っ取り早くドル安誘導による景気発揚策に走る可能性も無視できないだろう（**図表 10**）。

景気減速期から加速期へと移行する過程とも言える「適温経済」局面は、飛行機にたとえれば離陸時のようなものだ。外的なショックに対して頑健な状況では決してない。そこに 2020 年は複数の不確実性が控える。乱気流の所在を今一度精査し、波乱を乗り切りたい。

図表 10：ドル為替レートと米国政治サイクル



(出所) FRB、BIS、Haver Analytics、各種資料より大和総研作成。網掛け部分は共和党政権時代

⁴ もちろん、民主党の候補者が大統領選挙に勝利したからといって、それが即ち法人税増税につながるわけではない。大統領選挙と同時にされる議会選挙を経て、民主党が上下院両院で絶対的多数を獲得して初めて増税の可能性が視野に入るにすぎない。また、いずれの候補者も税収増を利用して社会保障やインフラ投資の拡充を行うと主張しており、最終的に財政政策は緊縮的なものとならないかもしれない。それでもなお、一時的には企業収益、設備投資、雇用、そして金融市場を通じたショックが生じる可能性には注意が必要だろう。

II. 企業活動に見る消費税増税の影響

前節ではグローバルなリスクを点検したが、本節では視線を日本国内に移そう。

今回の消費税増税の影響については、小林俊介・鈴木雄大郎「[徹底検証：消費税増税と対策の影響分析 所得効果・代替効果と世代別影響・産業別影響を網羅的に精査](#)」(大和総研レポート、2019年9月18日)や、同「[『駆け込み需要』の徹底検証\(業種別・品目別\) 対策のエアポケットとなった分野で顕著に発生。今後は反動に要警戒。](#)」(大和総研レポート、2019年10月30日)を通じて、主に需要関連統計から補足する形で詳細に分析を行った。

現時点で入手可能な統計に基づく限り、上で挙げたレポートの見方を修正する必要は少ないように見える⁵。まず駆け込み需要およびその反動減は、レポートでも指摘した通り、一部の分野で顕著に確認された。とりわけ、対策のエアポケットとなった分野で明確に発生している(図表11)。自動車全般、持家住宅と分譲住宅、小売店では百貨店、家電量販店、およびドラッグストアにおいて、増税直前の需要が大幅に伸長し、増税後に反動減に転じた。

もっとも、その規模は過去の消費税増税時に比べて抑制されている。食品等を対象とした軽減税率の導入に加え、自動車税の減免やキャッシュレス決済へのポイント還元などの需要平準化策が奏功したようだ。大和総研では、家計消費における駆け込み需要(と反動減)の規模が、前回増税時の半分程度にとどまったと分析している。

供給側統計から補足する消費税増税の影響

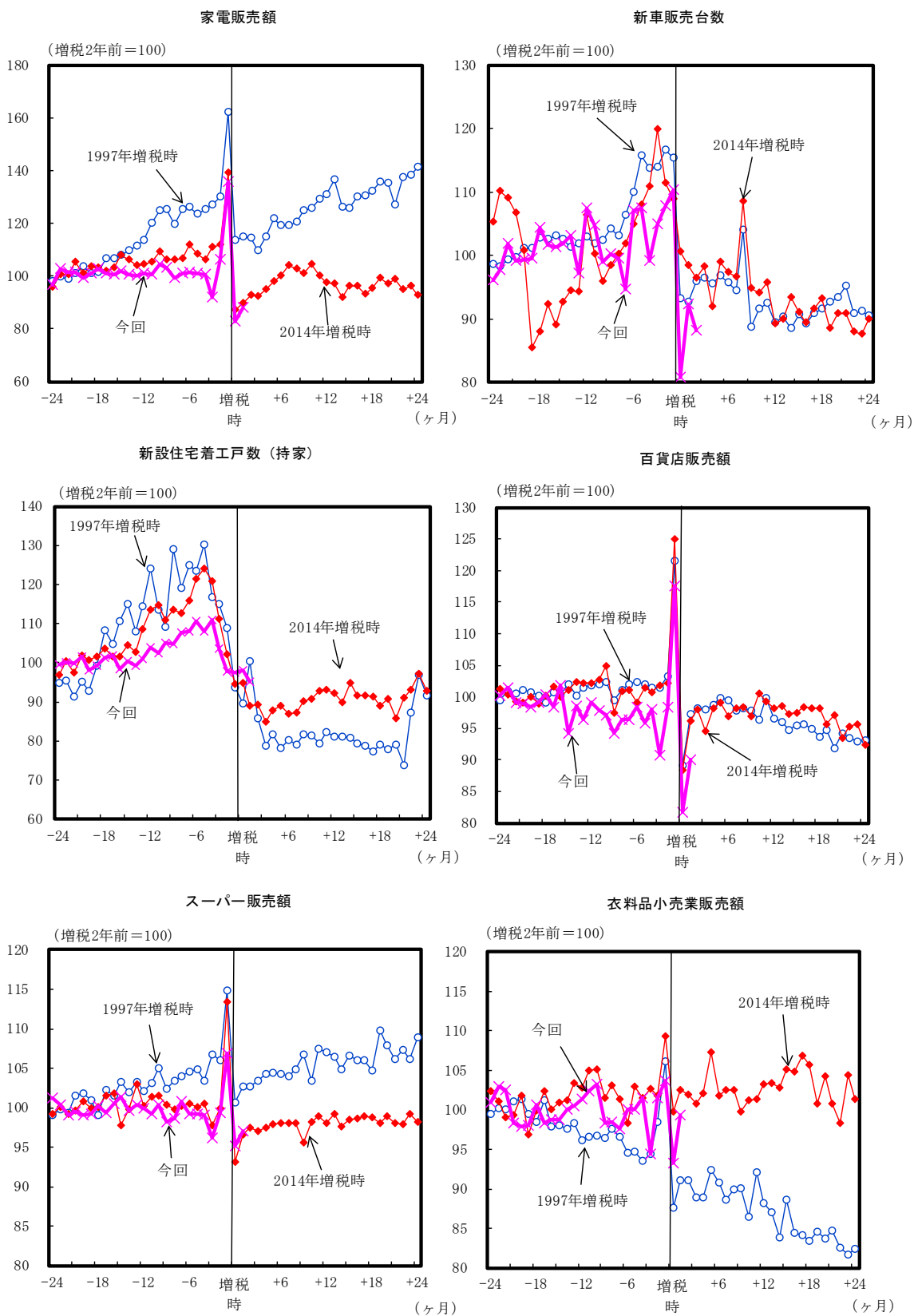
とは言え、上述したような需要関連統計の分析は、企業活動を捉える供給側統計からも支持されるのだろうか。以下、本稿ではダブルチェックを行う。供給側統計としては「鉱工業生産」が広く知られている。同統計を確認すると、一部の耐久財関連業種の出荷・在庫において駆け込み需要と反動減らしき動きが見られるものの、必ずしも明確な傾向は確認されない⁶。これは偏に、内需よりも輸出の影響を大きく受ける鉱工業生産の性格を反映したものである。そこで鉱工業生産と比べれば相対的に内需依存度の高い「第3次産業活動指数」を用いて、消費税増税前後の動向を確認する。

図表12に示す通り、第3次産業活動指数において駆け込み需要・反動減が顕著に確認された業種は「小売業」「卸売業」「運輸業、郵便業」「情報通信業」などである。このうち情報通信業に関しては今回特有の事情(軽減税率制度の導入に伴うレジシステムの改修やキャッシュレス決済対応に伴う特需)が加わっている。結果として、企業活動においては前回増税時とほぼ同規模あるいはそれ以上の駆け込み需要・反動減が確認されている。このことが雇用市場を通じて家計消費に与える二次的な影響には、一定の留意の必要がありそうだ。

⁵ 直近の消費関連指標の詳細は山口茜・小林俊介「[2019年11月消費統計 消費は改善するも、増税前の水準からは距離がある](#)」(2020年1月10日、大和総研レポート)を参照。

⁶ 直近の鉱工業生産の詳細は鈴木雄大郎・小林俊介「[2019年11月鉱工業生産 前月の大幅減からさらに減少、出荷指数は現行基準で最低水準を更新](#)」(2019年12月27日、大和総研レポート)を参照。

図表 11：増税対象項目の需要の推移（前回、前々回の増税時との比較）



(注) 季節調整値。新車販売台数の季節調整は大和総研。新車販売台数以外の系列については消費者物価指数を用いてデフレートした実質値。
 (出所) 一般社団法人日本自動車販売協会連合会、経済産業省、総務省、国土交通省統計より大和総研作成

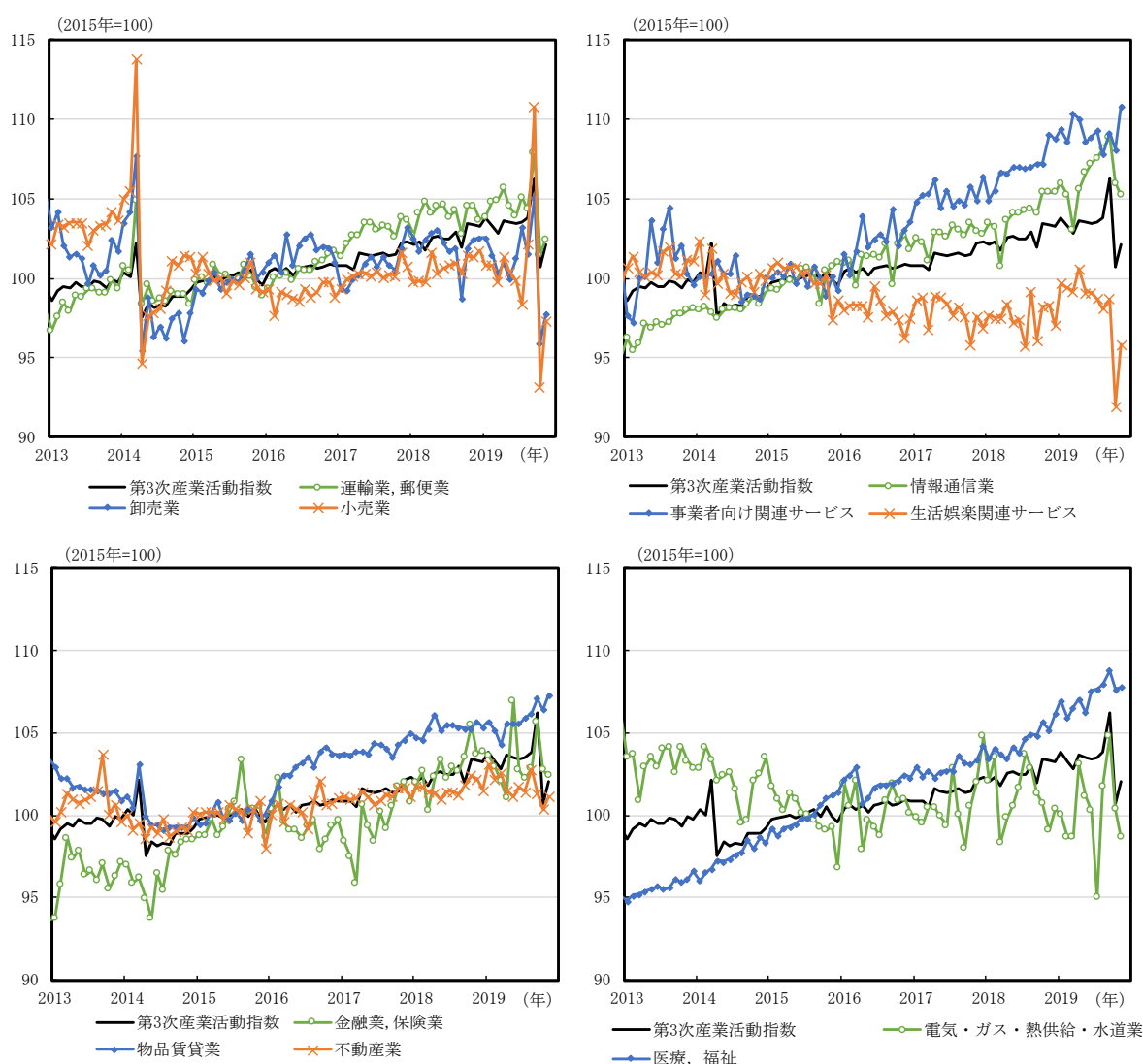
詳細を確認しよう。まず「小売業」は横ばい圏での推移が続いていたが、増税直前に駆け込み需要が発現したのち、10月は反動で大幅に落ち込んだ。11月は一部反発の動きが見られているが、水準を比較すると、増税前の水準には達していない。

「卸売業」でも小売業と同様の駆け込み需要・反動減が確認されている。ただし中身を確認すると、家電などを含む機械器具卸売業は11月時点で増税前に比べれば低水準で推移しているものの、飲食料品卸売業は駆け込み需要・反動減ののち、11月時点で既に増税前の水準まで回復している。

「運輸業、郵便業」はeコマースの普及を一つの追い風とした上昇傾向にもかかわらず、反動減後の水準回復は未だ鈍い。

「情報通信業」は、軽減税率の導入に伴うレジシステムの改修やキャッシュレス決済対応、主要OSのサポート切れによる更新需要などによって恩恵を受けてきたが、こうした投資需要が一巡したことを受け、10月以降は低下基調に転じている。

図表 12： 第3次産業活動指数の推移



「生活娯楽関連サービス」は増税前の駆け込み需要が確認されていないにもかかわらず、10月に大幅に低下した。これは大型台風などの天候不順を受けたものとみられるが、11月の回復が鈍いことを踏まえれば、増税後の節約志向が影を落としている可能性に注意が必要だ。

一方、その他の業種では基本的に課税対象とならないものが多く、今のところ増税の影響は軽微だ。とりわけ強い上昇基調を維持している業種を挙げると、高齢化という強力な追い風を纏う「医療、福祉」、人手不足の深刻化に伴い構造的に恩恵を受ける「事業者向け関連サービス⁷」、低金利継続に支えられた「物品賃貸業」などが存在しているが、これらの業種に現時点で翳りは見られない。

「負の所得効果」の見極めが重要に

もっとも、より本質的な意味を持つのは、消費税増税のもう一つの効果である「負の所得効果」だ。もちろん、今回の増税に伴う家計負担の一部は、軽減税率制度の導入や教育無償化など社会保障充実策により相殺される。結果として、ネットでの財政緊縮効果は約2兆円と、前回増税時の約8兆円よりも小幅にとどまる見込みだ。

ただし、ここで注意が必要なのは、キャッシュレス決済時のポイント還元制度やプレミアム付商品券の購入により、2兆円の負の所得効果は現時点で完全には発現していないということだ。特に、ポイント還元政策の恩恵が相対的に大きいとみられるコンビニエンスストアなどにおいて、増税後の反動が駆け込み需要と比べても小さい傾向が確認されている。裏を返せば、上述したような需要平準化策が終了するタイミングで、消費がもう一段抑制される可能性には十分注意しておく必要があるだろう。

⁷ 「事業者向け関連サービス」の大部分を「労働派遣業」や「技術サービス業」が占める。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成 29 年 3 月 7 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成 30 年 4 月 16 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトの相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成 28 年 5 月 13 日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

0710-1511 30.05 2018.05