

公表時間
7月22日(金) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2022年7月



本稿の内容について、商用目的で転載・複製を行う場合（引用は含まれません）は、予め日本銀行政策委員会室までご相談ください。

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

経済・物価情勢の展望（2022年7月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが徐々に強まるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。
 - 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
 - 前回の見通しと比べると、成長率については、2022年度が、海外経済の減速や供給制約の強まりの影響などから下振れているが、その後は、その反動もあって幾分上振れている。物価は、輸入物価の上昇やその価格転嫁の影響から、足もとを中心に上振れている。
 - リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。
 - リスクバランスをみると、経済の見通しについては、当面は下振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、当面は上振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。
-

¹ 本基本的見解は、7月20、21日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している。海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している。輸出は、基調としては増加を続けているが、供給制約の影響を受けており、鉱工業生産は、その影響から下押し圧力が強い状態にある。企業収益は全体として高水準で推移しており、業況感は横ばいとなっている。こうしたもとで、設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している。雇用・所得環境は、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。個人消費は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に緩やかに増加している。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は弱めの動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている。また、予想物価上昇率は上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

（1）経済の中心的な見通し

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。

原油や天然ガス、石炭等の資源価格や小麦等の穀物価格は、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給不安の高まりなどを背景に、高止まりしている。資源・穀物価格の上昇は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出（交易利得の悪化）をもたらし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用する。もっとも、政府による各種の施策が、所得面へのマイナスの影響を緩和するもとで、感染症や供給制約の影響の緩和を背景に、pent-up需要を含めた自律的な需要の増加が継続することから、景気は回復していくと考えられる。家計部門

をみると、雇用者所得は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の改善を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。こうしたもとで、個人消費は、物価上昇に伴う実質所得面からの下押し圧力を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられたpentアップ需要の顕在化を主因に、増加を続けるとみられる。企業部門をみると、海外経済が、ウクライナ情勢などによる減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとで、輸出や生産は、供給制約の影響の緩和もあって、自動車関連やデジタル関連を中心に増加するとみられる。企業収益は、原材料コストの上昇が下押し圧力として作用するものの、内外需要が増加するもとで、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境による下支えに加え、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、政府支出は、全体として横ばい圏内で推移すると想定している。

見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、pentアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。

家計部門をみると、雇用者所得は、経済活動の改善に伴う雇用者数の緩やかな増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇を反映した賃金上昇率の高まりを背景に、増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に支えられて、個人消費は、pentアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が緩やかな成長を続けるもとで、輸出や生産は、半導体等の供給制約の影響も解消に向かうことから、緩やかな増加を続けると考えられる。サービス輸出であるインバウンド需要も、増加していくと予想される。企業収益は、内外需要の増加が続き、原材料コスト上昇の下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調をたどるとみられる。そうしたもとで、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。

以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利

操作付き量的・質的金融緩和」を推進するも、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している²。すなわち、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、先行きも緩和的な状態が維持され、そのもとで、企業の資金繰りも、景気回復の進展に伴い改善傾向が続くとみられる。

この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇していくとみられる³。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

(2) 物価の中心的な見通し

物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、本年末にかけて、エネルギーや食料品、耐久財などの価格上昇により上昇率を高めたあと、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとで、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、小幅のマイナスとなっている。先行きの需給ギャップは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとで、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締めは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まっていくと考えられる。このことは、コスト面では人件費の上昇圧力をもたらすとともに、家計の購買力の増加に寄与するとみられる。

² 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、見通しを作成している。

³ わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「0%台前半」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータに左右されるうえ、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するかとくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは、このところ、はっきりと上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらす、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

3. 経済・物価のリスク要因

(1) 経済のリスク要因

上記の中心的な経済の見通しを巡っては、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、不確実性がきわめて高い。とくに、以下のような上振れないし下振れの可能性（リスク要因）に注意が必要である。

第1に、内外における新型コロナウイルス感染症が個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響である。わが国においては、高齢者を中心に感染症への警戒感が根強く残る場合、ペントアップ需要による押し上げ圧力が想定よりも弱まり、個人消費が下振れるリスクがある。一方で、感染症への警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もある。また、グローバルに半導体不足が続くもとで、内外で感染症が再拡大した場合、サプライチェーン障害などを通じて、供給制約の長期化・拡大につながる可能性もある。こうした場合、わが国の輸出・生産が下振れるとともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがある。

第2に、ウクライナ情勢の展開やそのもとでの資源・穀物価格の動向である。ウクライナ情勢の帰趨次第では、ユーロ圏を中心に海外経済が下押しされる可能性がある。また、資源・穀物価格の上昇・高止まりが長期化するリスクがある。資源輸入国であるわが国にとって、供給要因による資源・穀物価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。このため、資源・穀物価格の高止まりに

よる交易条件の悪化が長期化すれば、賃金の上昇が物価の上昇に追い付かず、経済が下振れるリスクがある一方、資源・穀物価格が大きく下落すれば、経済が上振れる可能性もある。この点、資源価格は、中心的な見通しでは、先物市場の動向などを参考に、足もとの高水準から見通し期間終盤にかけて総じて緩やかに低下していくと想定しているが、ウクライナ情勢を始めとする地政学的な要因や世界的な気候変動問題への対応などを巡って、先行きの不確実性はきわめて高い。

第3に、海外の経済・物価情勢と国際金融資本市場の動向である。先進国を中心にインフレの高進が続くもとで、各国中央銀行の利上げペースは加速しており、当面、金融緩和縮小ないし金融引締め傾向は続くと思われる。中心的な見通しでは、インフレ率が低下するとともに、海外経済は緩やかな成長ペースを維持すると想定しているが、国際金融資本市場では、インフレの抑制と経済成長の維持が両立するかが懸念されている。そうしたもとで、資産価格の調整や為替市場の変動、新興国からの資本流出を通じて、グローバルな金融環境が一段とタイト化し、ひいては海外経済が下振れるリスクがある。こうしたリスクを念頭に置いて、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。

第4に、やや長い目でみたリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待がある。ポストコロナやデジタル化、脱炭素化に向けた動きは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。また、地政学的リスクの高まりを背景に、これまで世界経済の成長を支えてきたグローバル化の潮流に変化が生じる可能性もある。そうした変化への家計や企業の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶ可能性がある。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の価格・賃金設定行動を巡っては上下双方向に不確実性が高い。原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、価格転嫁が

想定以上に加速し、物価が上振れる可能性がある。一方で、わが国では、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、賃上げの動きが強まらず、物価も下振れる可能性がある。

第2に、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。ウクライナ情勢の展開等を巡る不確実性の高さを反映して、国際商品市況の変動が大きくなっているほか、世界的なインフレ率の高まりや為替市場における急激な変動がみられる。これらがわが国物価に及ぼす影響については十分注意してみていく必要がある。

4. 金融政策運営

以上の経済・物価情勢について、「物価安定の目標」のもとで、2つの「柱」による点検を行い、先行きの金融政策運営の考え方を整理する⁴。

まず、第1の柱、すなわち中心的な見通しについて点検すると、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、マクロ的な需給ギャップの改善や、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に基調的な上昇率を高めていくと考えられる。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因をみると、引き続き、内外の感染症の動向やその影響、今後のウクライナ情勢の展開、資源価格や海外の経済・物価動向など、わが国経済を巡る不確実性はきわめて高い。そのもとで、金融・為替市場の動向やそのわが国経済・物価への影響を、十分注視する必要がある。リスクバランスは、経済の見通しについては、当面は下振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。物価の見通しについては、当面は上振れリスクの方が大きいですが、その後は概ね上下にバランスしている。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、全体として安定性を維持している。先行き、实体经济や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えている

⁴ 「物価安定の目標」のもとでの2つの「柱」による点検については、日本銀行「金融政策運営の枠組みのもとでの「物価安定の目標」について」（2013年1月22日）参照。

ことなどを踏まえると、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、金融仲介が停滞方向に向かうリスクがある。一方、こうした環境のもとでは、利回り追求行動などに起因して、金融システム面の脆弱性が高まる可能性もある。現時点では、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を継続する。マネタリーベースについては、消費者物価指数（除く生鮮食品）の前年比上昇率の実績値が安定的に2%を超えるまで、拡大方針を継続する。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、必要があれば、躊躇なく追加的な金融緩和措置を講じる。政策金利については、現在の長短金利の水準、または、それを下回る水準で推移することを想定している。

(参考)

2022～2024 年度の政策委員の大勢見通し

——対前年度比、%。なお、< >内は政策委員見通しの中央値。

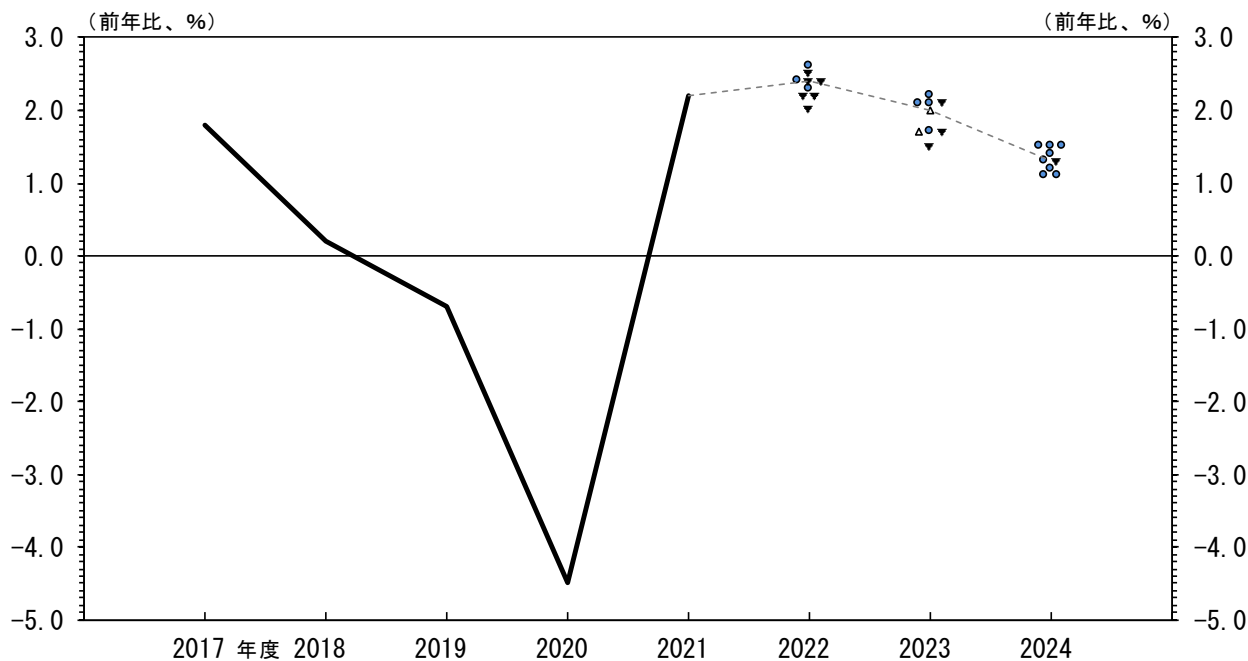
	実質GDP	消費者物価指数 (除く生鮮食品)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2022 年度	+2.2 ~ +2.5 <+2.4>	+2.2 ~ +2.4 <+2.3>	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>
4月時点の見通し	+2.6 ~ +3.0 <+2.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
2023 年度	+1.7 ~ +2.1 <+2.0>	+1.2 ~ +1.5 <+1.4>	+1.2 ~ +1.4 <+1.4>
4月時点の見通し	+1.5 ~ +2.1 <+1.9>	+0.9 ~ +1.3 <+1.1>	+1.1 ~ +1.3 <+1.2>
2024 年度	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.1 ~ +1.5 <+1.3>	+1.4 ~ +1.7 <+1.5>
4月時点の見通し	+1.1 ~ +1.3 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	+1.2 ~ +1.5 <+1.5>

(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

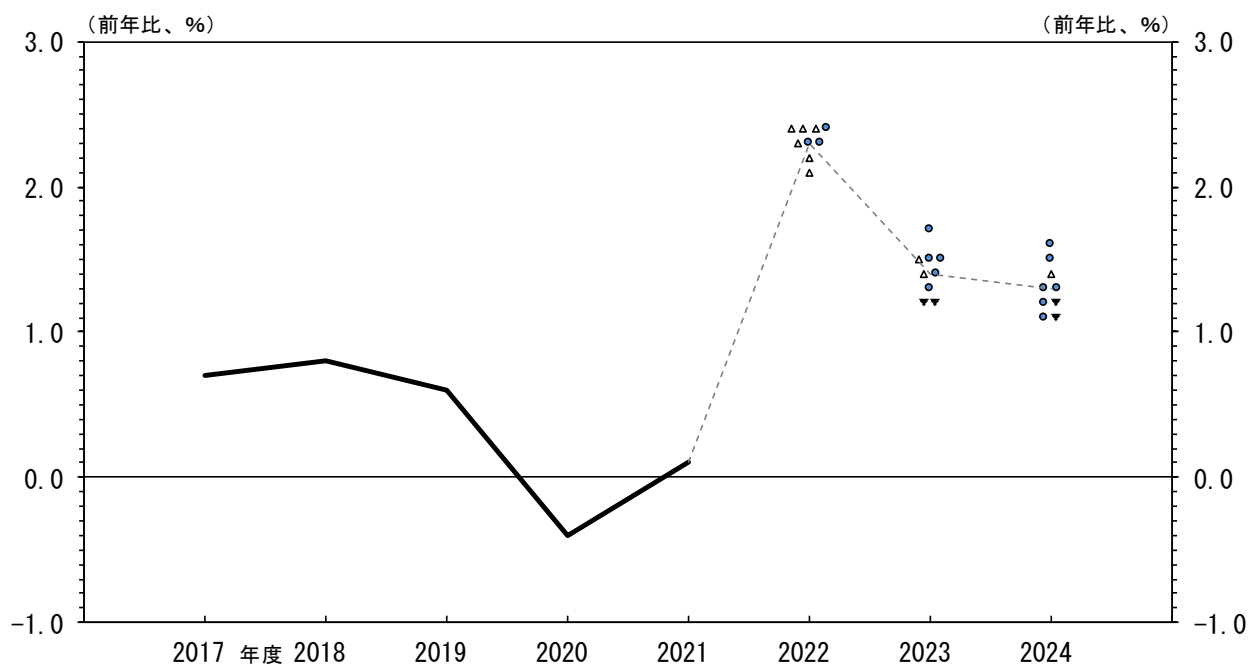
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数（除く生鮮食品）



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すと同時に、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。

【背景説明】⁵

1. 経済活動の現状と見通し

1. 1 景気動向

わが国の景気は、資源価格上昇の影響などを受けつつも、新型コロナウイルス感染症の影響が和らぐもとで、持ち直している。

実質GDPは、2021年10～12月に増加したあと、2022年1～3月は前期比-0.1%（年率-0.5%）と横ばい圏内の動きとなった（図表1）。内訳をみると、個人消費はオミクロン株の感染拡大によるサービス消費への下押し圧力もあって、横ばいとなった。設備投資は、供給制約の影響などから、小幅に減少したが、輸出は小幅の増加となった。こうしたもとで、労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップは、1～3月は、前期から概ね横ばい圏内の動きとなった（図表2）。

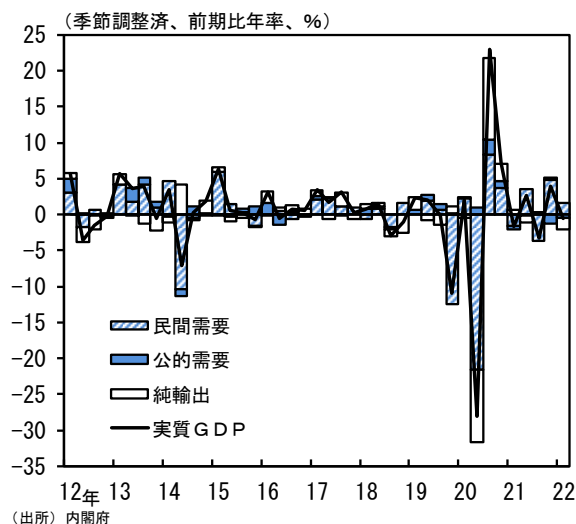
その後の月次指標や高頻度データをみると、資源価格上昇や上海などでのロックダウンの影響もみられているが、感染症の影響が和らぐもとで、景気は持ち直している。すなわち、企業部門では、輸出は、基調としては増加を続けているが、足もとでは、半導体不足に加え上海などでのロックダウンに伴う供給制約の影響がみられている。企業の業況感、製造業は供給制約や原材料高の影響から悪化する一方、非製造業はサービスを中心に改善しており、全体としては横ばいとなっている。企業収益は資源価格上昇の影響を受けつつも高水準を維持している。こうしたもとで、設備投資は持ち直しを続けており、6月短観における2022

図表1：実質GDP

①水準



②前期比年率



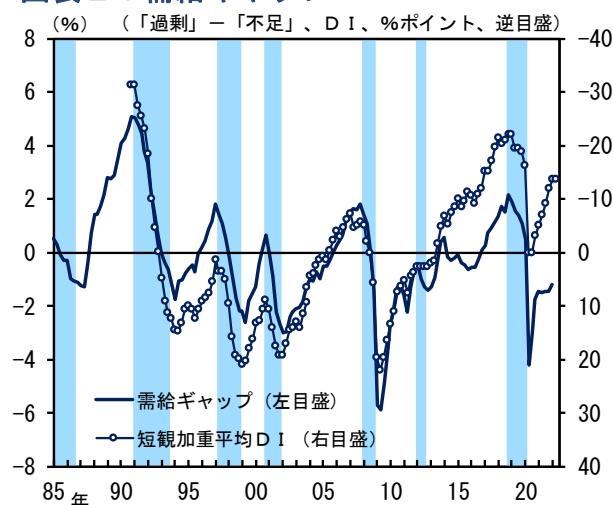
⁵ 7月20、21日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定された「基本的見解」について、その背景を説明するためのものである。

年度計画ははっきりとした増加見通しとなっている。家計部門では、感染症の影響が和らぐもとの、サービスを中心に個人消費は緩やかに増加している。

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の中盤にかけては、資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症や供給制約の影響が和らぐもとの、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて⁶、回復していくとみられる。その後は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは徐々に鈍化していく可能性が高い。

見通し期間のわが国経済の動きを年度別にみると、2022年度は、資源価格上昇が内需への下押し圧力となるものの、感染症や供給制約の影響が和らいでいくもとの、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくと見込まれる。2023年度は、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化や経済対策の効果の減衰などを背景に幾分減速しつつも、外需の増加や緩和的な金融環境にも支えられて、高めの成長が続くとみられる。2024年度も、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。前回の展望レポート時点と比較すると、2022年度が、海外経済の減速や供給制約の強まりの影響などから下振れているが、その後は、その反動もあって幾分

図表2：需給ギャップ



(出所) 日本銀行
 (注) 1. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。
 2. 短観加重平均D I (全産業全規模) は、生産・営業用設備判断D Iと雇用人員判断D Iを資本・労働分配率で加重平均して算出。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。
 3. シャド一部分は、景気後退局面。

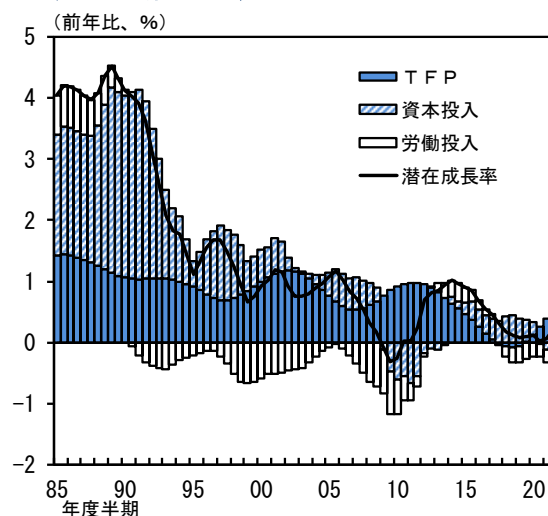
⁶ 政府は、2021年11月19日に、事業規模78.9兆円程度、財政支出55.7兆円程度となる「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。また、本年4月には、「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」を策定した。これらの対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の押し上げなどを通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

上振れている。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）の伸び率は小幅に上昇しているものの、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとで、既往の設備投資減少による資本ストック減速の影響も加わり、足もとでは0%台前半で推移しているとみられる（図表3）。先行きについては、①デジタル化の進展やそれに伴う資源配分の効率化などを背景に、TFP成長率が緩やかに上昇することに加え、②「働き方改革」の影響一巡から労働時間の減少ペースが鈍化し、③資本ストックも循環的に伸びを上げていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。政府による各種の施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。ただし、労働面では、感染抑制と経済活動の両立の中で、在宅勤務を含め、どのような働き方が定着するか、不確実性が高い。また、企業部門でも、デジタル化や気候変動への対応を含め、ポストコロナの経済・産業構造に向けたイノベーションや部門間の生産要素の移動が先行きどの程度活発化・持続するかについても、引き続き不確実性が高い。こうした情勢下では、トレンドに関する一定の仮定のもとで計測される需給ギャップや潜在成長率は、幅をもってみておく必要がある。

見通し期間の各年度の特徴をやや詳しくみると、2022年度は、資源価格の上昇が交易条件の悪化を通じて設備投資や個人消費などの内需への下押し圧力となるものの、感染症によるサービス消費への影響が和らぎ、上海などでのロックダウンを受けて再度強まった供給制約の影響も徐々に緩和するもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、景気は回復していくと予想される。すなわち、財輸出は、目

図表3：潜在成長率



(出所) 日本銀行
(注) 日本銀行スタッフによる推計値。

先は、上海などでのロックダウンに伴う物流網の混乱等の影響が残るが、その後は、海外経済が総じてみれば回復を続けるもとの、供給制約の影響が徐々に和らぐこともあって、増加していくと考えられる。個人消費は、エネルギー・食料品を中心とした物価上昇が実質所得の悪化を通じて下押し要因となるものの、感染抑制と消費活動の両立が進み、雇用環境も改善していくもとの、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると考えられる。設備投資については、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するもとの、供給制約の影響が徐々に和らぎ、経済活動の水準も高まっていくことから、増加傾向が明確になっていくと考えられる。政府支出については、感染症関連の支出が続くもとの、公共投資が横ばい圏内で推移することから、全体でも横ばい圏内の動きとなると想定している。

2023 年度は、外需の増加や緩和的な金融環境にも支えられて、高めの成長が続くとみられる。もっとも、そのペースは、ペントアップ需要の鈍化や経済対策の効果の減衰などを背景に、幾分鈍化すると見込まれる。財輸出については、海外経済が緩やかな成長を続けるもとの、半導体等の供給制約の影響も解消に向かうことから、増加を続ける見込まれる。サービス輸出であるインバウンド需要は、増加すると考えられる。設備投資は、人手不足対応やデジタル関連の投資、成長分野・環境対応の研究開発投資を含め、増加を続ける見込まれる。個人消費は、雇用者所得の改善が続くもとの、ペントアップ需要がペースを鈍化させつつも引き続き顕在化することから、増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事の進捗や医療・介護費の趨勢的な増加が下支えと

なるものの、感染症関連の支出減少を反映して、減少すると予想される。

2024年度は、ペントアップ需要の減衰などから成長ペースは鈍化するものの、外需が増加を続け、緩和的な金融環境が維持されるもとで、潜在成長率を上回る成長を続けるとみられる。財輸出は、緩やかな増加を続けると見込まれる。サービス輸出であるインバウンド需要は、増加を続けると考えられる。設備投資は、資本ストックの蓄積に伴う調整圧力が作用するもとでペースを鈍化させつつも、増加を続けると考えられる。個人消費は、ペントアップ需要は減衰するが、雇用者所得が引き続き改善するもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。政府支出は、国土強靱化関連工事が進捗するもとで、医療・介護費の趨勢的な増加を受けて、緩やかな増加に転じると考えられる。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

(政府支出)

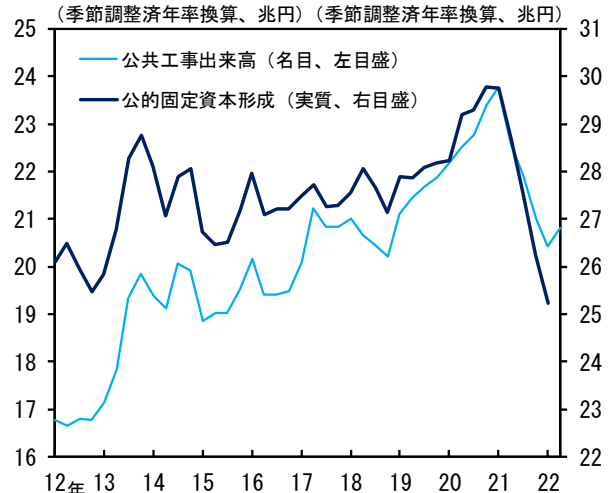
公共投資は、弱めの動きとなっている(図表4)。一致指標である公共工事出来高は、国土強靱化関連工事は振れを伴いつつ横ばい圏内で推移しているものの、災害復旧・復興関連工事が減少していることなどを受けて、このところ弱めの動きとなっている。先行指標である公共工事受注高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等の発注が進むもとの、均してみれば、横ばい圏内で推移している。公共工事請負金額も、均してみれば、横ばい圏内で推移している。

先行きの公共投資は、国土強靱化関連の支出が続くもとの、横ばい圏内で推移すると予想される⁷。また、政府消費は、感染症関連の支出を反映して高水準を続けたあと、これらの支出の減少からいったん水準を切り下げると想定している。もっとも、その後、見通し期間の終盤にかけては、医療・介護費の趨勢的な増加を反映した増加トレンドに復していくと考えられる。

(海外経済)

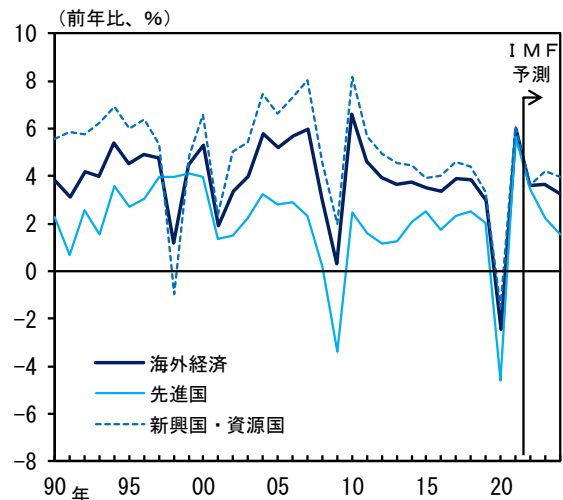
海外経済は、一部に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば回復している(図表5)。やや詳しくみると、米国経済は、これまで積み上がってきた貯蓄の取り崩しを伴いつつ、ペントアップ需要が顕在化するもとの、個人消費を中心に回復している。欧州経済は、エネルギー価格上昇などの

図表4：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/20は、4～5月の値。

図表5：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2022年以降はIMF予測(2022/4月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

⁷ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目的)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021～2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2021年11月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

影響により減速しつつも、経済活動の再開が続くもとで、基調としては回復している。中国経済は、感染拡大に伴う厳格な公衆衛生上の措置の影響が和らぐもとで、下押しされた状態から持ち直しつつある。中国以外の新興国・資源国経済は、ウクライナ情勢の影響により下押しされる国・地域もみられるが、総じてみれば持ち直している。このうち、わが国経済とつながりの深いアジア地域をみると、NIEs・ASEAN経済は、中国向け輸出に弱めの動きがみられるものの、総じてみれば輸出の増加が続くなか、経済活動の再開による内需の改善もあり、回復している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、製造業、サービス業ともに、幾分低下しているものの、改善・悪化の分岐点となる50を上回る水準で推移している（図表6）。世界貿易量をみると、ウクライナ情勢や上海でのロックダウンなどの影響を受けつつも、デジタル関連需要に牽引されて、全体としては増加している（図表7）⁸。

先行きの海外経済については、ウクライナ情勢などによる減速圧力を受けつつも、感染症の影響が和らいでいくもとで、総じてみれば緩やかな成長を続けるとみられる⁹。地域別にみると、米国経済は、既往の政府の経済対策の効果もあって回復を続けるものの、利上げの影響により成長率を徐々に鈍化させていくと予想される。欧州経済は、経済活動の再開が本格化するもとで、積極的な財政政策の効果もあって基調としては改善を続けるとみられるが、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格の高止まりやロシア等との貿易取引の縮小が重石となると予想される。中国経済は、当面は

⁸ ここでは、世界貿易量として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

⁹ 感染症の拡大に伴う中国の生産・物流面の混乱がわが国経済に及ぼす影響については、BOX 1を参照。

図表6：グローバルPMI



(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved.

(注) 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表7：世界貿易量



(出所) オランダ経済政策分析局

(注) 世界貿易量は、世界実質輸入。2022/2Qは、4月の値。

図表8：実効為替レート



(出所) BIS

(注) フロッドベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

ロックダウン等の厳格な公衆衛生上の措置の影響が残るものの、インフラ投資等を通じた財政刺激策の効果もあって、緩やかに安定した成長経路に復していくとみられる。中国以外の新興国・資源国経済は、資源・穀物価格の上昇の影響などから、国・地域間でばらつきを伴いつつも、経済活動の再開が本格化するもとの、総じてみれば改善基調を辿るとみられる。

こうしたもとの、先行きの世界貿易量については、目先は、供給制約の影響が残るもとの、ウクライナ情勢の影響もあって伸び悩むが、その後は、海外経済の成長に沿って緩やかに増加していくと考えられる。

(輸出入)

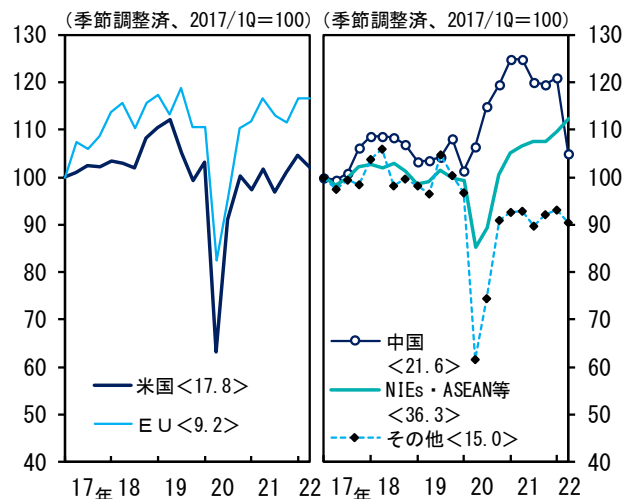
輸出は、海外経済の回復を背景に基調としては増加を続けているが、足もとでは、供給制約の影響を受けている(図表9)。地域別にみると(図表10)、先進国向けは、現地の景気回復やデジタル関連需要の拡大を背景に基調としては増加を続けているが、足もとでは、自動車関連等を中心に供給制約の影響がみられている。新興国向けは、NIEs・ASEAN等向けは増加を続けているものの、ロシア向けが大幅に減少しているほか、中国向けも、上海などでのロックダウンの影響が残るもとの、はっきりと下押しされている。財別にみると(図表11)、情報関連は、半導体への需要は堅調とみられるが、足もとでは、中国向けの出荷がロックダウンの影響で抑制されたことの影響がみられる。中間財も、中国向けの化学製品を中心に小幅に減少している。自動車関連は、世界的な半導体需給のひっ迫に、上海などでのロックダウンに伴う部品調達難の影響も加わり、水準を切り下げている。一方、資本財は、中国向けは減少しているが、世界的な機械投資の堅調さに加え、デ

図表9：実質輸出入



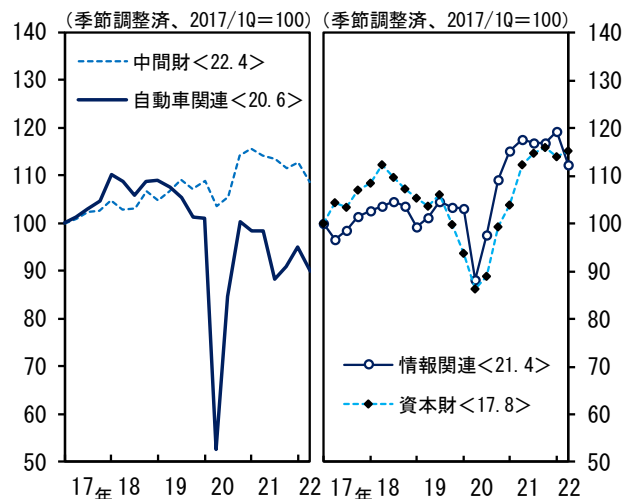
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府
(注) 日本銀行スタッフ算出。2022/20は、4~5月の値。

図表10：地域別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
(注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2021年通関輸出額に占める各国・地域のウエイト。2022/20は、4~5月の値。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表11：財別実質輸出



(出所) 日本銀行、財務省
(注) 日本銀行スタッフ算出。<>内は、2021年通関輸出額に占める各財のウエイト。2022/20は、4~5月の値。

デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、高水準で推移している。

先行きの輸出は、海外経済が総じてみれば緩やかな成長を続けるもとの、供給制約の緩和が見込まれる自動車関連や、グローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、高水準の受注残を抱えていることもあって、増加していくとみられる。ただし、目先は、半導体不足や上海などでのロックダウンに伴う物流網の混乱などの影響が残るもとの、輸出は供給面から制約されやすい状態が続く可能性が高いと考えられる。

この間、世界貿易量に占める日本の輸出シェアをみると、足もとでは、日本の輸出シェアが高い自動車の減産の影響を受けて低下している（図表12）。先行きは、当面、自動車関連の貿易量の変動などを反映した振れが引き続き見込まれるが、その後は、感染症拡大前の平均的な水準付近に収束していくと想定している。

輸入は、足もとではワクチン購入などの減少や供給制約の影響もみられるが、基調としては、国内需要の持ち直しを反映して増加を続けている（前掲図表9）。先行きは、国内需要や輸出の増加に伴う誘発需要の動きを反映して、緩やかな増加傾向を辿るとみられる。

（対外収支）

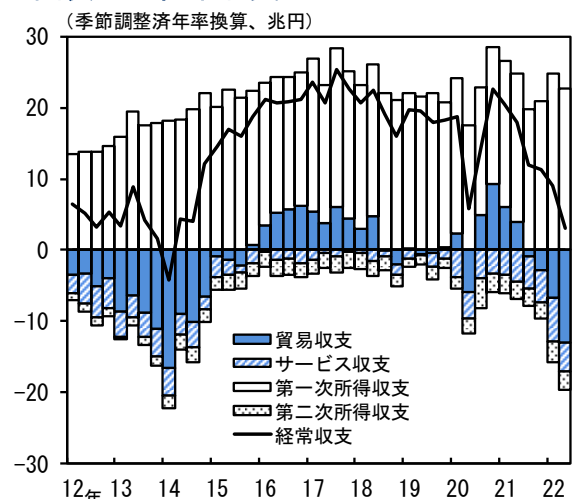
名目経常収支は、資源価格上昇の影響などから、黒字幅がはっきりと縮小している（図表13）。内訳をみると、原油等の国際商品市況の上昇などに伴い、名目貿易収支はこのところ赤字幅を拡大している。サービス収支は、インバウンド需要の低迷に伴う旅行収支の悪化などを背景に（図表14）、赤字が継続している。一方、第一次所得収支は、

図表12：日本の輸出シェア



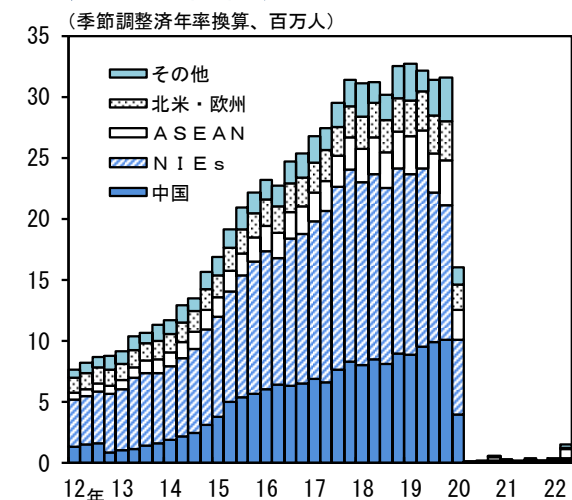
（出所）オランダ経済政策分析局
（注）世界貿易量に占める日本の輸出シェア（日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準）。2022/20は、4月の値。

図表13：経常収支



（出所）財務省・日本銀行
（注）2022/20は、4～5月の値。

図表14：入国者数



（出所）日本政府観光局（JNTO）
（注）北米・欧州は、米国、カナダ、英国、フランス、ドイツ。

これまでの為替円安や海外経済の回復を背景に、受取配当金等が増加するも、黒字幅が拡大傾向にある。

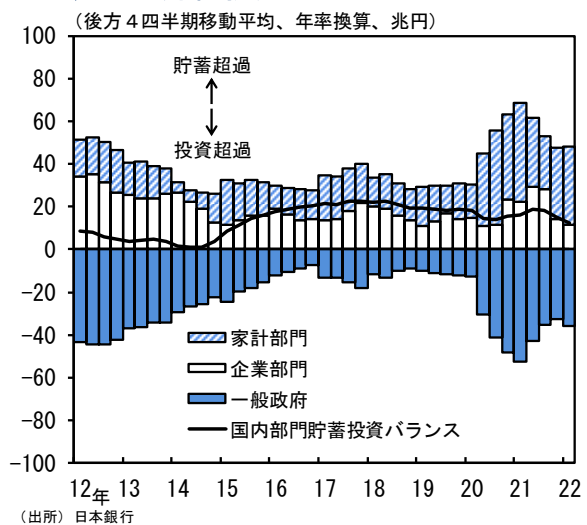
先行きの名目経常収支は、当面、財輸出における供給制約の影響や資源高に伴う輸入価格の上昇などを背景に、黒字幅が縮小した状態が続くと予想される。その後は、供給制約の緩和等に伴う財輸出の増加や、海外経済の回復を反映した第一次所得収支の黒字幅拡大、インバウンド需要の改善に伴うサービス収支の赤字幅縮小を反映して、緩やかな拡大傾向を辿ると見込まれる。貯蓄投資バランスでみると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、当面は縮小した状態が続くが、その後は、財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向を辿ると考えられる（図表 15）。

（鉱工業生産）

鉱工業生産は、供給制約の影響から下押し圧力が強い状態にある（図表 16）。主な業種についてみると、「電子部品・デバイス」は、半導体への需要は堅調とみられるが、足もとでは、中国向け出荷の停滞や自動車減産の波及などを受けて、減少している。「はん用・生産用・業務用機械」は、内外の機械投資の堅調さを背景に、緩やかな増加傾向にあるが、足もとでは、建設機械等において、部品調達難の強まりの影響がみられる。「輸送機械」は、世界的な半導体需給のひっ迫に、上海などでのロックダウンに伴う部品調達難の影響も加わるも、水準を切り下げている。「電気・情報通信機械」は、部品調達難の強まりから家電や基地局通信装置が減少しており、全体としても低水準で推移している。

先行きの鉱工業生産は、内外需要の増加が続く

図表15：貯蓄投資バランス



図表16：鉱工業生産



(注) 1. シャド部分は、景気後退局面。
2. ○は、6、7月の予測指数を用いて算出。在庫の2022/2Qは、5月の値。

もとで、供給制約の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加していくとみられる。ただし、目先は、輸出と同様、半導体不足や上海などでのロックダウンに伴う物流網の混乱などの影響が残るもとで、供給面から制約されやすい状態が続く可能性が高いと考えられる。

(企業収益)

企業収益は、全体として高水準で推移している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2022年1～3月は、高水準で横ばいの動きとなった（図表17①）。原材料コスト上昇に伴う交易条件の悪化（図表17②）や感染症再拡大の影響が押し下げ要因として作用したものの、堅調な海外需要や為替円安などから大企業を中心に製造業の収益が上押しされたことや、資源価格やコンテナ市況の上昇が非製造業の一部（卸売業や海運業など）の収益を大きく押し上げたことが下支えとなった。また、感染症拡大以降、広告費や出張費の抑制傾向が続いていることに加え、雇用調整助成金などの各種の企業支援策も、引き続き企業収益の押し上げに作用している。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、交易条件の悪化が減益要因となったものの、大企業を中心に、デジタル関連需要に伴う輸出の増加や円安に伴う為替差益などによる押し上げから、幅広い業種で増益となった。非製造業については、大企業は卸売や運輸を中心に増益を続けた一方、中堅中小企業は、交易条件の悪化や感染症再拡大を受けた個人消費の弱さから、幅広い業種で減益となった。

企業の業況感は、全体として横ばいとなっている。短観の業況判断DI（全産業全規模ベース）は、3月に小幅に悪化したあと、6月は小幅に改

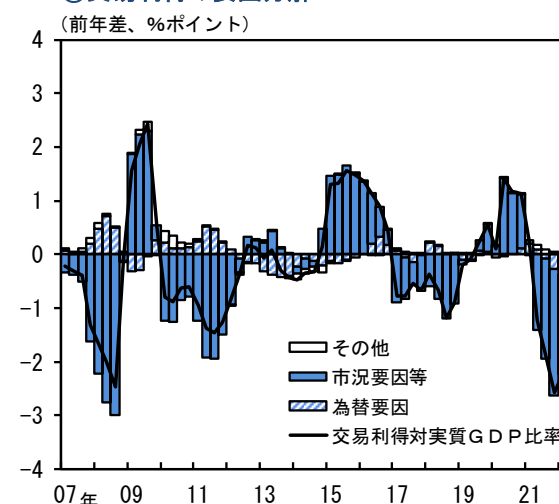
図表17：企業収益関連指標

①売上高と経常利益



(出所) 財務省
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
 2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。
 3. シェード部分は、景気後退局面。

②交易利得の要因分解



(出所) 内閣府、日本銀行
 (注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
 2. 交易利得 = (名目純輸出 ÷ 輸出・輸入デフレーターの加重平均) - 実質純輸出

善した（図表 18）。業種別にみると、製造業は、2 四半期連続の悪化となったが、感染症拡大前の 2019 年 12 月の水準は引き続き上回っている。生産用機械や電気機械などは、世界的なデジタル関連需要や内外の設備投資需要の堅調さを背景に高めの水準を続けたが、幅広い業種で原材料コスト上昇の影響がみられたほか、上海などでのロックダウンに伴う供給制約や、それも受けた自動車減産の関連産業への波及が下押しに働いた。一方、非製造業では、建設は原材料コスト上昇の影響から悪化したが、感染症の影響緩和を受けて、対個人サービスや宿泊・飲食サービス、運輸・郵便などがはっきりと改善したことから、全体としても改善した。

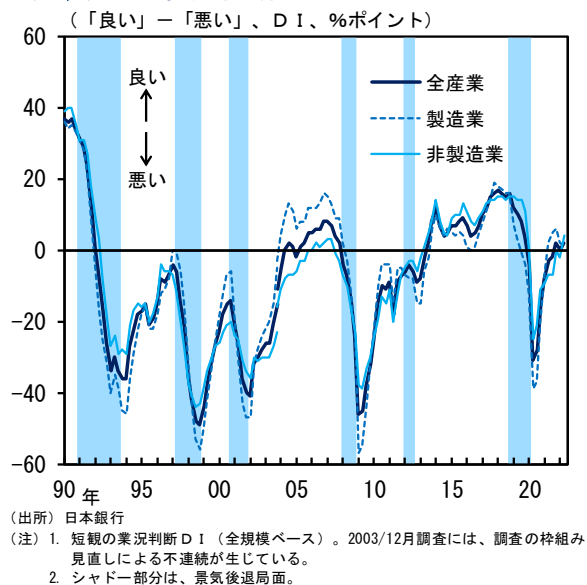
企業収益の先行きを展望すると、資源価格上昇の影響の顕在化などから、足もとの高い水準からは、いったん減少する可能性が高い。その後は、各種の企業支援策の効果は剥落していくものの、経済活動水準の回復や製品価格の上昇を反映して、再び改善していくと予想される。

（設備投資）

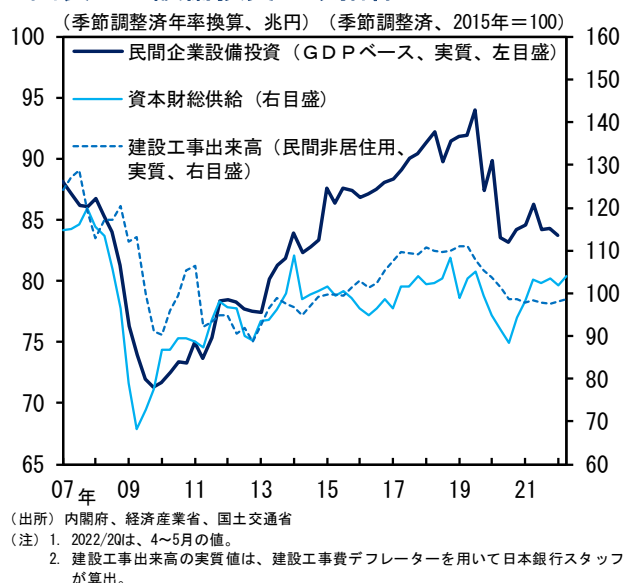
設備投資は、一部業種に弱さがみられるものの、持ち直している（図表 19）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、建設機械などに供給制約の影響がみられるものの、デジタル・省力化関連等に牽引されて増加基調にある。建設投資の一致指標である建設工事出来高（民間非居住用）は、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加に加え、都市再開発案件の進捗などから名目ベースでは緩やかな増加を続けているものの、資材価格が急速に上昇するもとの、実質ベースでは横ばい圏内で推移している。

機械投資の先行指標である機械受注は、振れを

図表18：業況判断



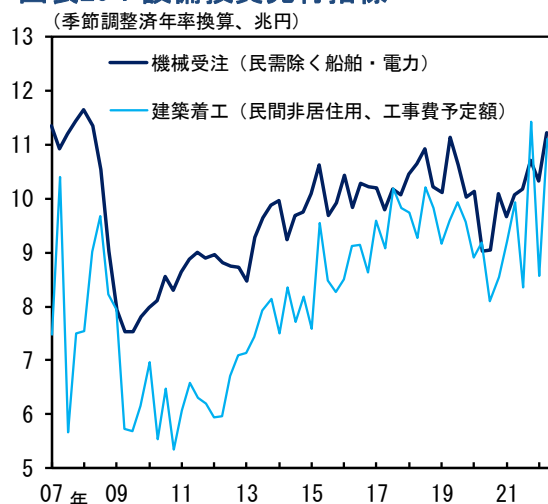
図表19：設備投資一致指標



伴いつつも、増加している（図表 20）。業種別にみると、製造業は、堅調なデジタル関連需要などを背景に、電気機械やはん用・生産用・業務用機械を中心に、増加している。非製造業は、感染症の影響を強く受けた運輸業（鉄道等）で弱めの動きが続いているが、デジタル関連・省力化投資の進展に支えられて、全体では横ばい圏内で推移している。建設投資の先行指標である建築着工・工事費予定額（民間非居住用）をみると、物流施設等が増加傾向にあることに加え、都市再開発案件の進捗もあって、振れを均してみれば、増加している。6月短観における設備投資計画をみると（図表 21）、GDP の概念に近い「全産業全規模＋金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2021 年度は前年比＋0.9%と、資本財の供給制約や感染症の影響などから小幅のプラスにとどまった。一方、2022 年度計画をみると、前年比＋13.5%と、製造業・非製造業ともに、はっきりと増加する計画となっている。

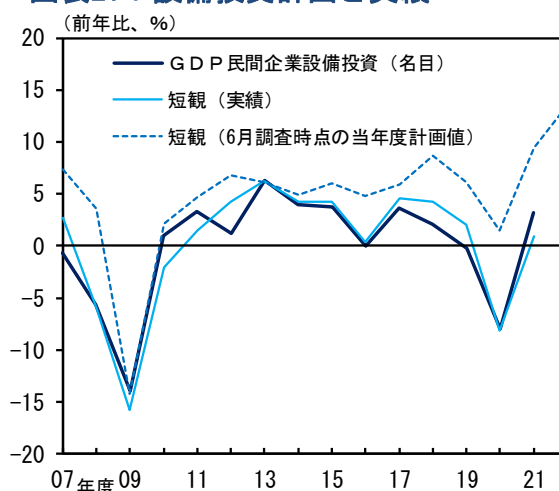
先行きの設備投資は、企業収益が資源価格上昇の影響から下押しされつつも全体として高水準を維持するもとで、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、増加傾向が明確になっていくと予想される。見通し期間の終盤にかけては、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力を受けて減速するとみられるが、中長期的な観点から実施される投資の増加もあって、緩やかな増加傾向は維持されると見込まれる（図表 22）。見通し期間を通じてみた具体的な投資案件としては、①内外需の増加に誘発された投資に加えて、②人手不足対応や、事業活動のデジタル化に向けた情報関連投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の研究開発投

図表20：設備投資先行指標



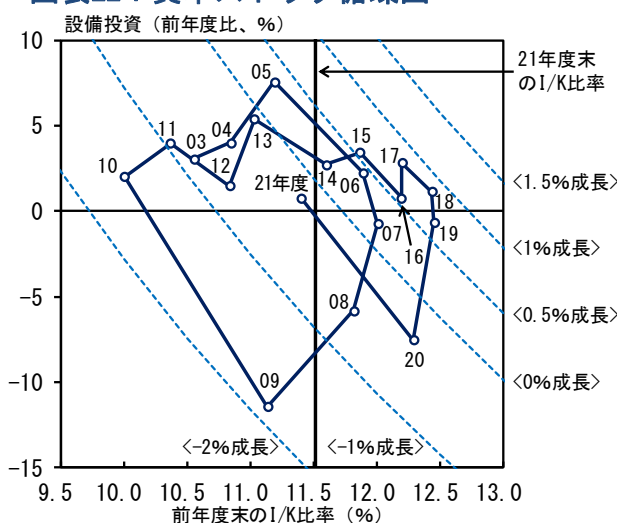
(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/20iは、4～5月の値。

図表21：設備投資計画と実績



(出所) 日本銀行、内閣府
(注) 短観は、ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない (2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない)。全産業＋金融機関の値。

図表22：資本ストック循環図



(出所) 内閣府
(注) 破線は、現時点で見込まれる期待成長率に対応する双曲線。Iは設備投資、Kは資本ストック。

資が考えられる。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境は、一部で弱めの動きもみられるが、全体として緩やかに改善している。

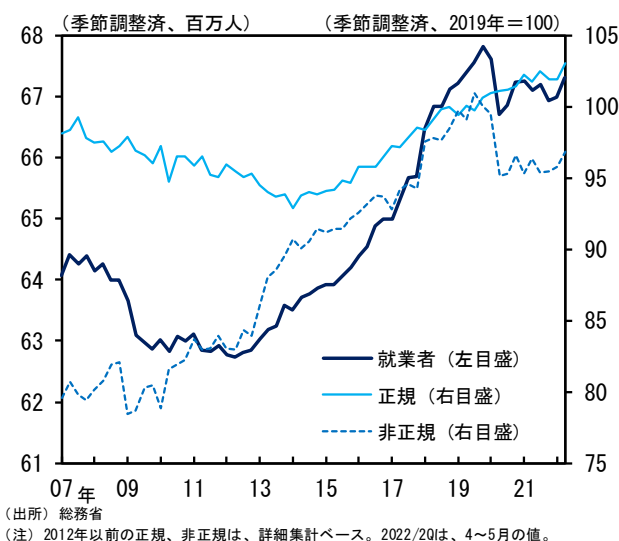
就業者数は、非正規雇用は緩やかに増加しつつも対面型サービス業を中心に依然低めの水準にあるが、正規雇用については人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかに増加している

(図表 23)。一人当たり労働時間の前年比は、平日数による振れを伴いつつ、横ばい圏内で推移している。労働需給面をみると、労働力率は、振れを均してみれば、横ばい圏内の動きが続いている(図表 24)。失業率は、振れを伴いつつも、緩やかに低下しており、足もとでは2%台半ばとなっている。有効求人倍率も、人手不足業種における正社員求人の堅調さを主因に、緩やかに上昇している(図表 25)。

先行きの雇用者数については、医療・福祉、情報通信、建設などの人手不足業種を中心に正規雇用の増加が続くほか、感染症の影響が和らぐにつれて、対面型サービス業などでの非正規雇用の増加も明確化していくと予想される。ただし、見通し期間の終盤にかけては、成長率が鈍化していくもとで、人口動態の変化などを反映して労働供給が増えにくくなることもあって、雇用者数の増加ペースは鈍化していくとみられる。こうしたもとで、先行きの失業率は、経済活動の回復を背景に、緩やかな低下傾向を辿ると考えられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、経済活動全体の持ち直しを反映して、緩やかに増加している(図表 26)¹⁰。所定内給与は、緩やかな増

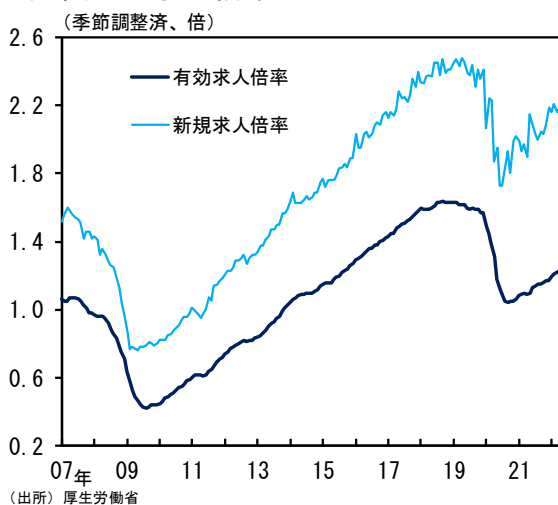
図表23：就業者数



図表24：失業率と労働力率



図表25：求人倍率



¹⁰ 毎月勤労統計の賃金の前年比の伸び率については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通

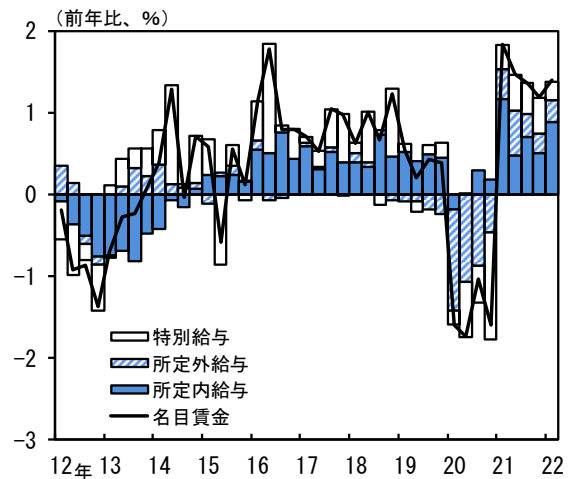
加を続けている（図表 27）。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、人手不足感が続くことが意識されるもとの、前年比では1%程度のプラスで推移している。パートの時間当たり所定内給与の前年比は、対面型サービス業における労働需給が徐々に改善に向かうもとの、足もとでは1%程度となっている。所定外給与は、経済活動の改善を反映して、対面型サービスを含む幅広い業種で増加している。特別給与は、企業業績の改善を反映して、緩やかに増加している。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、今春の労使交渉における賃上げ率の高まりや労働需給の改善が、一般・パート労働者の賃金を押し上げることから、緩やかな上昇が続くと予想される。その後も、労働需給の引き締めや物価上昇率の高まりを背景に、伸び率を高めていくと考えられる。所定外給与は、「働き方改革」の進展等を受けた所定外労働時間の下方トレンドの影響を受けつつも、経済活動の改善を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与（賞与）は、当面は、昨年度の企業収益の改善を反映して製造業を中心にしっかりと増加するとみられる。その後も、企業収益が改善傾向を辿るもとの、着実に増加していくと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、伸び率を高めていくとみられる。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、名目ベースでは緩やかに改善しているが、実質ベースでは、エネルギーや食料品を中心とした物価上昇を反映して前年比が小幅のマイナスに転じている（図表 28）。先行きの名目雇用者所得は、景気の改善に伴って増加していくと考えられる。実質ベースでは、物価上昇を反映して当

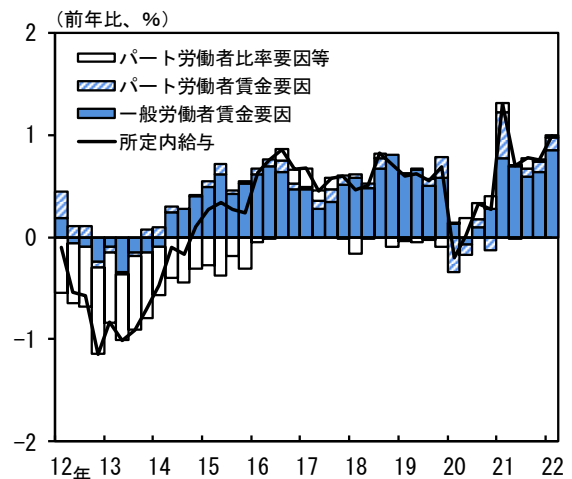
事業所ベースを用いて評価している。

図表26：名目賃金



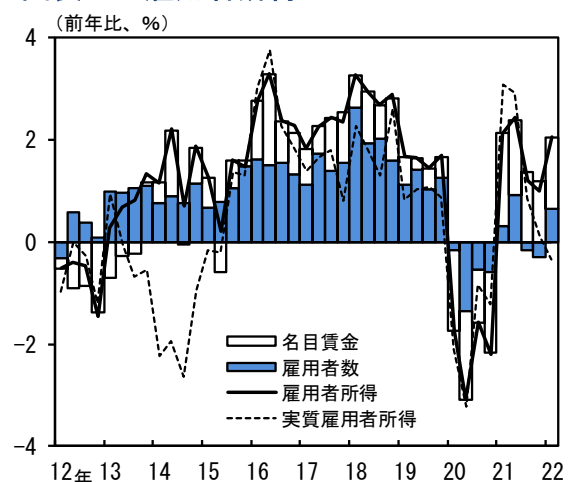
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表27：所定内給与の要因分解



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表28：雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 雇用者所得＝名目賃金（毎月勤労統計）×雇用者数（労働力調査）
 3. 毎月勤労統計の2016/10以降は、共通事業所ベース。
 4. 雇用者所得の実質値は、CPI（除く持家の帰属家賃）を用いて日本銀行スタッフが算出。

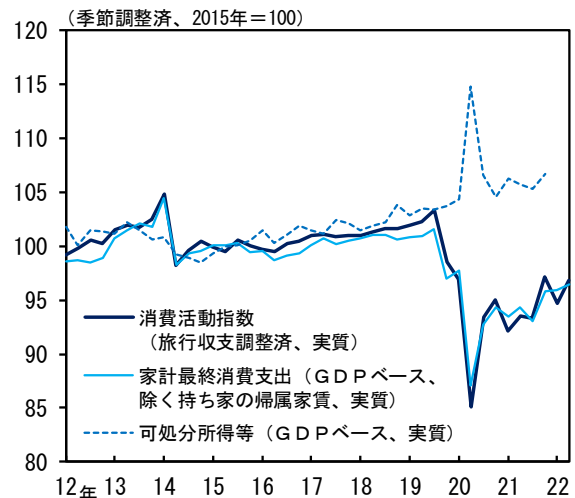
面の前年比はマイナスで推移するが、その後は、賃金が伸び率を高めるもとで、緩やかに増加していくと見込まれる。

(家計支出)

個人消費は、感染症の影響が和らぐもとで、サービス消費を中心に緩やかに増加している。

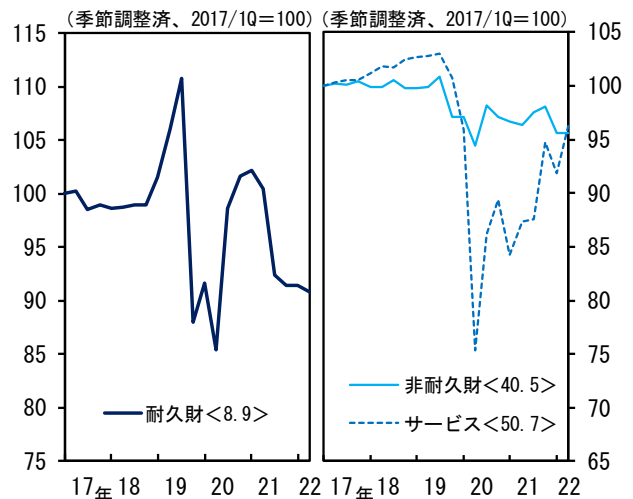
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)¹¹をみると、4~5月の1~3月対比は、供給制約の影響から耐久財消費が小幅に減少したほか、非耐久財も巣ごもり需要の減退から低水準で推移したものの、感染症の影響が和らぐもとでサービス消費を中心に+2.3%の増加となった(図表29、30)。各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると(図表31)、その後の財消費は、上海などでのロックダウンに伴う供給制約の影響が一部で緩和し始めたもとで、改善しているとみられる。サービス消費は、外出増加を背景に、これまでのところ、増加傾向を続けている模様である。ただし、最近の感染状況については、個人消費への影響を懸念する声も聞かれている。

図表29：個人消費



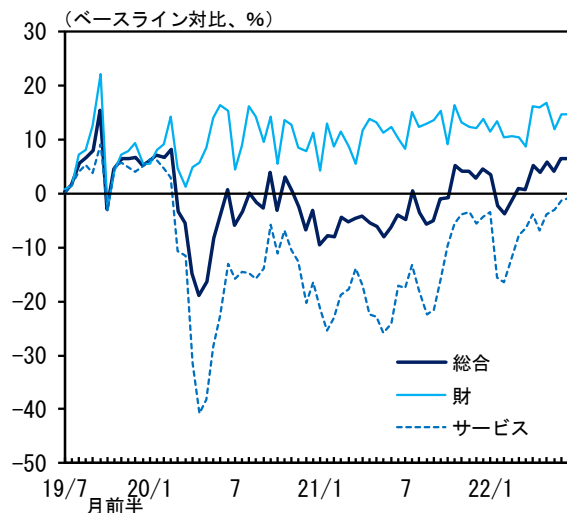
(出所) 日本銀行、内閣府等
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。2022/2Qは、4~5月の値。
 2. 家計最終消費支出の2022/2Qは、消費総合指数(4月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表30：消費活動指数(実質)



(出所) 日本銀行等
 (注) 1. 日本銀行スタッフ算出。<>内は、消費活動指数におけるウエイト。2022/2Qは、4~5月の値。
 2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

図表31：カード支出に基づく消費動向



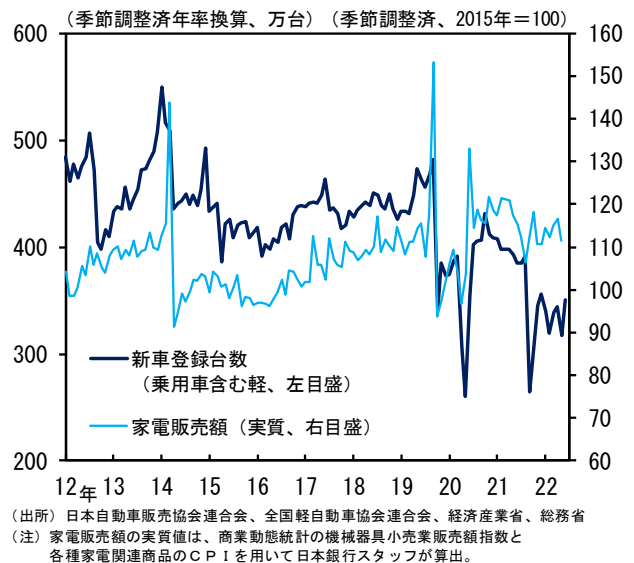
(出所) JCB/ナウキャスト「JCB消費NOW」
 (注) 1. 支出者数の変化を考慮に入れた参考系列。
 2. ベースラインは、2016~2018年度の当該半月の平均。

¹¹ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」(2021年7月)を参照。

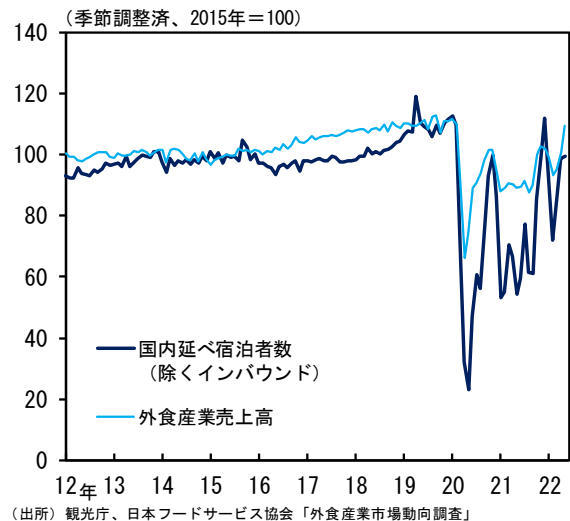
形態別にみると、耐久財消費は、供給制約による下押しの影響から、低めの水準で推移している（図表 32）。乗用車の新車登録台数は、世界的な半導体需給のひっ迫や上海などでのロックダウンに伴う部品調達難の強まりから、低水準で推移している。家電販売額は、一部製品の供給制約による品薄感の強まりから、5月は減少している。もっとも、足もとでは、乗用車販売が増加に転じているほか、家電販売も、品不足の影響が一部で和らぎ始めている模様である。非耐久財消費は、食料品に巣ごもり需要の減退の影響がみられるが、衣料品や身の回り品が、人々の外出意欲の持ち直しを映じて増加するもとで、足もとでは、全体として緩やかに改善しているとみられる。

サービス消費は、感染症の影響が和らぐもとで、増加傾向にある（前掲図表 31、図表 33、34）。外食は、少人数利用を中心に居酒屋を含めて増加傾向にある（図表 35）。国内旅行も、観光支援策による押し上げもあって、近距離旅行を中心に増加している。海外旅行は、渡航制限の影響から、ほぼ皆減の状態が続いている。

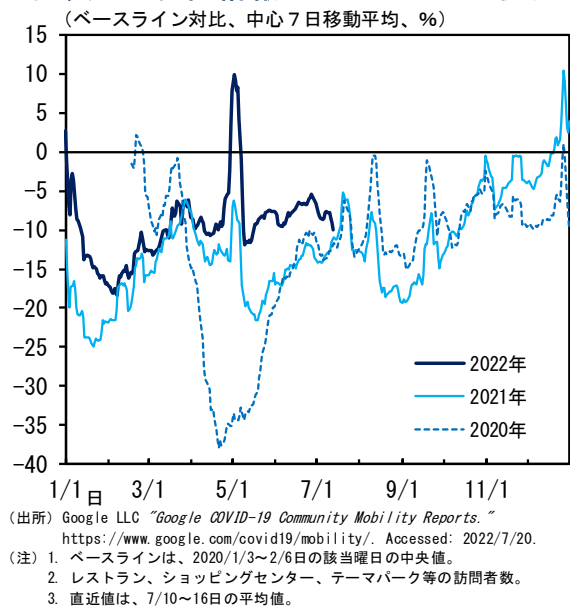
図表32：耐久財消費



図表33：サービス消費



図表34：位置情報に基づく人出の状況

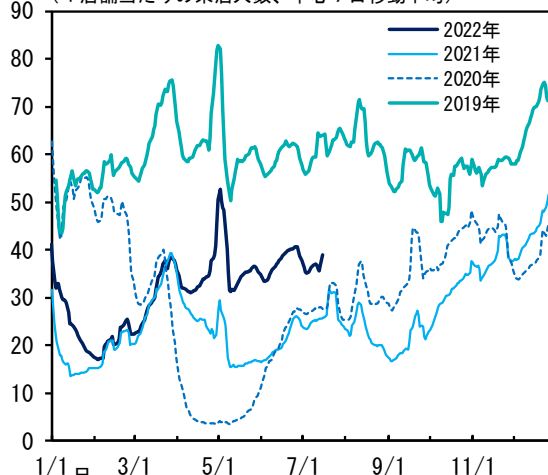


個人消費関連のマインド指標をみると（図表36）、消費者態度指数は、物価上昇を受けて「暮らし向き」の判断が悪化したことなどから、低下している¹²。一方、企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）は、高水準を維持している。同調査における各ウォッチャーのコメントをみると、物価高の影響を警戒する声も増えているが、感染症の影響緩和のプラス効果が全体を押し上げている模様である。

先行きの個人消費は、エネルギーや食料品を中心とした物価上昇の影響を受けつつも、感染抑制と消費活動の両立が次第に進み、雇用環境も改善していくもとで、行動制限下で積み上がってきた貯蓄にも支えられてペントアップ需要の顕在化が進むことから、増加を続けると予想される。その後は、ペントアップ需要の顕在化ペースは緩やかになるものの、雇用者所得の改善が続くもとで、緩やかな増加を続けると考えられる。先行きの消費性向は、感染症の影響緩和に伴って上昇傾向を辿り、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しもあって、見通し期間終盤にかけて感染症拡大前の平均的な水準を幾分上回っていくと想定している（図表37）。

図表35：飲食店への来店人数

（1店舗当たりの来店人数、中心7日移動平均）

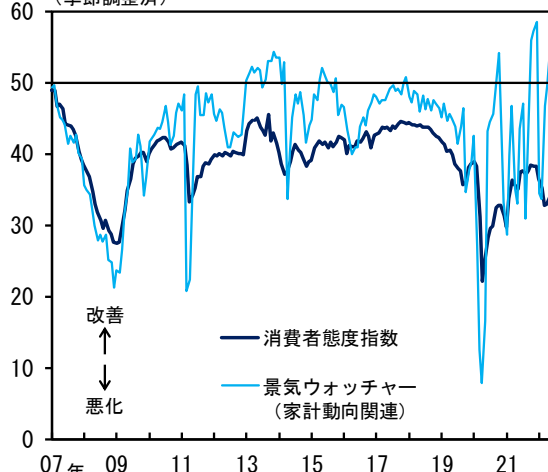


（出所）TableCheck

（注）1. 集計対象は、TableCheckが提供する飲食店予約顧客管理システムを導入している、約6,300店舗。
2. 直近値は、7/12～18日の平均値。

図表36：個人消費関連のマインド指標

（季節調整済）

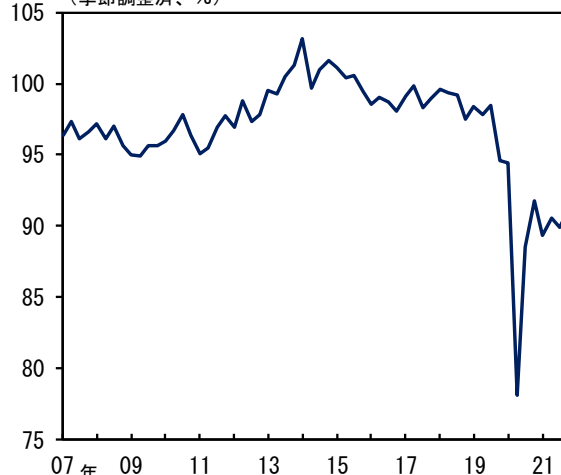


（出所）内閣府

（注）景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表37：平均消費性向

（季節調整済、%）



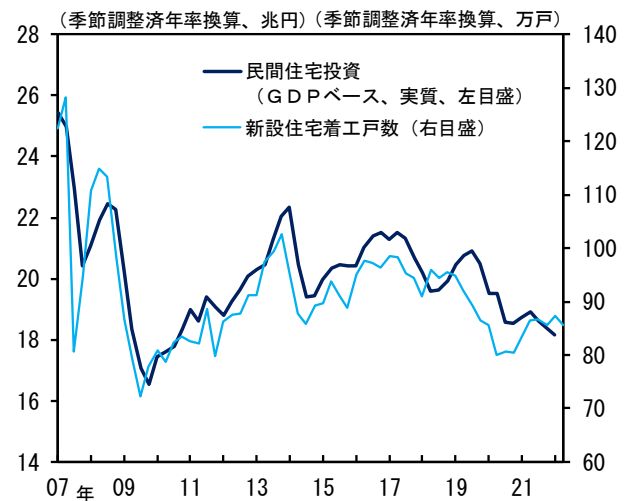
（出所）内閣府

（注）平均消費性向＝家計最終消費支出÷可処分所得等
可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。

¹² BOX 2では、家計が直面する物価上昇率の属性別にみた違いや、そのもとの家計のマインドについて整理している。

住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている(図表 38)。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。先行きの住宅投資は、当面は横ばい圏内で推移したあと、見通し期間末にかけては、人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドを辿ると考えられる。

図表38：住宅投資



2. 物価の現状と見通し

(物価の現状)

物価の現状についてみると、国内企業物価（夏季電力料金調整後）の前期比は、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている（図表 39）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、感染症の影響が和らぐもとで、経済活動の持ち直しや人件費上昇を背景に、1%程度のプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、エネルギーや食料品の価格上昇を主因に、2%程度となっている（図表 40）。除く生鮮食品・エネルギーについて、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースの前年比は¹³、原材料コスト上昇等の価格転嫁の動きから、プラス幅を拡大しており、足もとでは1%台前半となっている（前掲図表 39、図表 41）。

除く生鮮食品・エネルギー（携帯電話通信料等の一時的な要因を除く）の前年比の内訳をみると、財ではプラス幅の拡大が続いているほか、一般サービスでもプラス幅は緩やかな拡大を続けている。他方、公共料金の前年比は、若干のマイナスで推移している（図表 41）。財は、原材料等のコスト上昇圧力が高まるなかで、食料工業製品や日用品、耐久財におけるコスト転嫁を主因に、プラス幅の拡大が続いている。一般サービスでは、外食や家事関連サービス（住居工事等）を中心に原材料コストを転嫁する動きがみられている。公共料金については、自動車保険料の値下げなどから、前年比が若干のマイナスとなっている。

¹³ 「携帯電話通信料等の影響を除く」計数は、除く生鮮食品、除く生鮮食品・エネルギーのそれぞれから、①消費税率引き上げ・教育無償化政策、②Go To トラベル、③携帯電話通信料の影響を除いたベース。

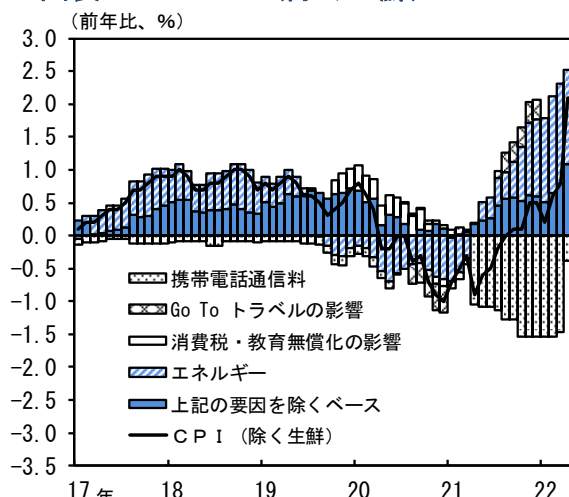
図表39：物価関連指標

	(前年比、%)			
	21/3Q	21/4Q	22/1Q	22/2Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	0.0	0.4	0.6	2.1
携帯電話通信料等の影響を除く	1.0	1.7	2.1	2.5
除く生鮮・エネルギー	-0.5	-0.7	-0.9	0.8
携帯電話通信料等の影響を除く	0.6	0.6	0.7	1.2
国内企業物価指数 (前期比)	1.9	2.5	2.1	2.6
企業向けサービス価格指数	0.8	0.8	0.9	1.2
GDPデフレーター	-1.2	-1.3	-0.5	
内需デフレーター	0.6	1.1	1.7	

(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

- (注) 1. 国内企業物価指数は、夏季電力料金調整後。企業向けサービス価格指数は、除く国際運輸。
2. CPI (携帯電話通信料等の影響を除く) は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。
3. CPI と企業向けサービス価格指数の2022/2Qは、4~5月の値。

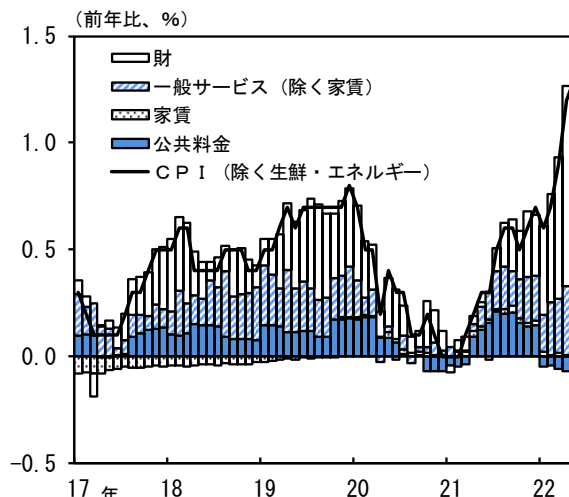
図表40：CPI (除く生鮮)



(出所) 総務省

- (注) 1. エネルギーは、石油製品・電気代・都市ガス代。
2. 2020/4月以降の消費税・教育無償化の影響は、高等教育無償化等の影響も加味した日本銀行スタッフによる試算値。

図表41：CPI (一時的な要因を除く)



(出所) 総務省

- (注) 1. 公共料金 (除くエネルギー) = 「公共サービス」 + 「水道料」
2. CPI は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると(図表42)¹⁴、刈込平均値は、食料工業製品が幅広く上昇するもとで、1%台半ばまで上昇している。加重中央値や、一部品目の動きに左右されにくい最頻値も上昇している。もっとも、家賃を含む一般サービスやエネルギー以外の公共料金の多くの品目の価格変動が小さいことを反映して、刈込平均値との対比で見れば、上昇幅は小幅となっている。除く生鮮食品を構成する各品目の前年比について、上昇品目の割合から下落品目の割合を差し引いた指標をみると、コスト上昇圧力が高い食料工業製品や日用品で価格が上昇する品目が増えていることから、「上昇」超幅は拡大を続けている(図表43)。

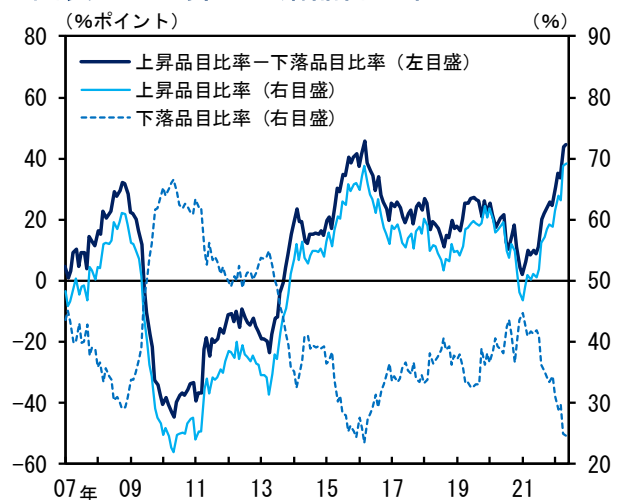
この間、内需デフレーターの前年比は、1%台後半のプラスとなっている(前掲図表39)。内訳をみると、個人消費デフレーターが前年比で0%台半ばのプラスとなっているほか、資材価格等の上昇を反映して設備投資や住宅投資等のデフレーターがはっきりと上昇している。一方、GDPデフレーターの前年比は、原油価格などの動きを反映した輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、-0%台半ばのマイナスとなっている。

図表42：各種コアインフレ率指標



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) CPI (消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く) を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表43：上昇・下落品目比率



(出所) 日本銀行、総務省
 (注) 上昇・下落品目比率は、前年比上昇・下落した品目の割合(CPI除く生鮮、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く)。日本銀行スタッフ算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響も除いた日本銀行スタッフによる試算値。

¹⁴ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合(上下各10%)を機械的に控除した値。最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウェイトを累積して50%近傍にある値。いずれの指標も、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

(物価を取り巻く環境)

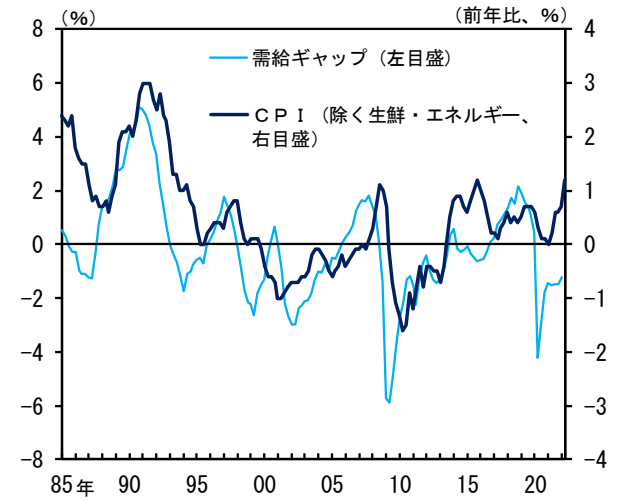
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、経済が潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとで、2022年度後半頃にはプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される(前掲図表2、図表44)。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。短観の販売価格判断DIは、このところ、はっきりと上昇している。短観における企業の物価全般の見通しも、短期だけでなく中長期も含め、高水準となっている(図表45、46)。適合的予想形成の強いわが国では、現実の物価上昇率の高まりは、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇をもたらし、企業の価格・賃金設定行動や労使間の賃金交渉の変化を通じて、賃金の上昇を伴う形で、物価の持続的な上昇につながっていくと考えられる。

第3に、輸入物価は、原油やLNGなどの国際商品市況の上昇ないし高止まりに加え(図表47)、為替円安もあって、大幅に上昇している。こうした輸入コストの上昇やそのもとでの最近の国内企業物価の上昇は、川上から川下へと徐々に転嫁され、消費者物価を押し上げる要因となっている¹⁵。当面、石油製品や電気代・都市ガス代などのエネルギー価格の前年比上昇率は、政府の燃料油補助金や燃料費調整制度のもとでの電力料金の上限の影響で抑制されつつも、高水準で推移すると見込

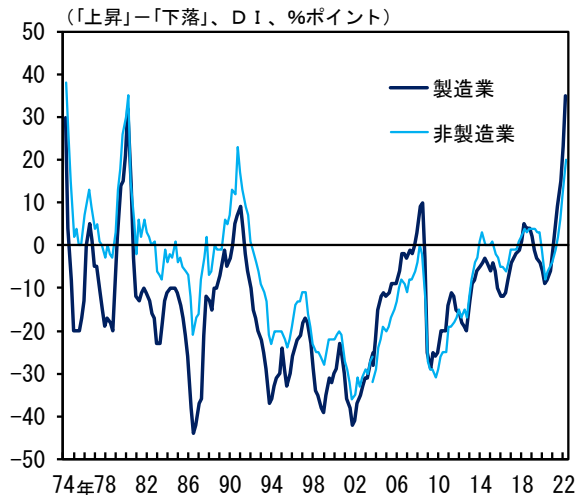
¹⁵ BOX3では、資源価格高や為替円安を背景とした輸入物価上昇によるコストプッシュ圧力の高まりが消費者物価に与える影響について、整理している。

図表44：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行
 (注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2022/20iは、4~5月の値。
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

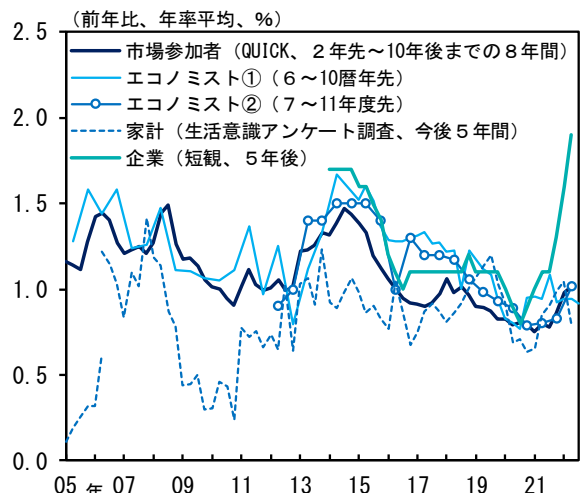
図表45：販売価格判断



(出所) 日本銀行
 (注) 短観の販売価格判断DI。全規模ベース。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表46：予想物価上昇率

①各種調査



(出所) 日本銀行、QUICK「QUICK月次調査<債券>」、JCER「ESPフォーキャスト」、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」
 (注) 1. エコノミスト①はコンセンサス・フォーキャスト、②はESPフォーキャスト。
 2. 家計は、修正カルソン・バーキン法による。
 3. 企業は、全産業全規模ベースの物価全般の見通し(平均値)。

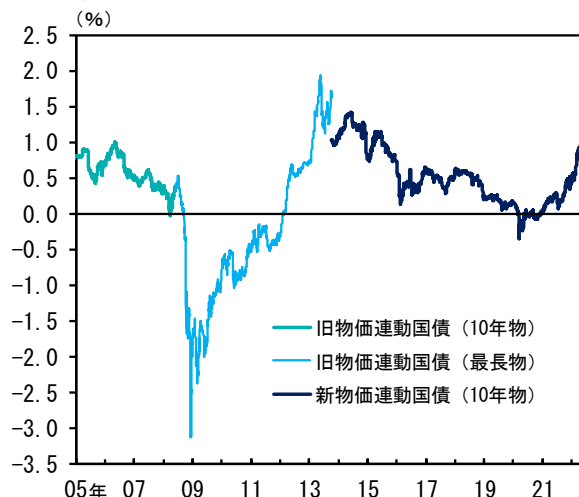
まれる¹⁶。また、食料品などの財に加え、外食や家事関連などのサービスにおいても、穀物や金属類、エネルギーなどのコスト上昇が価格に転嫁されていくとみられる。耐久消費財などでは、原材料コストの上昇に加え、為替円安による輸入製品価格の上昇も、ラグを伴いつつ消費者物価に波及していくと予想される。

(物価の先行き)

以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、①エネルギー価格による押し上げが継続し、②食料品や耐久財などでコスト上昇の価格転嫁が進んでいくほか、③2021年秋頃にかけて行われた携帯電話通信料の追加的な引き下げの影響が段階的に剥落することから、本年末にかけて、プラス幅を拡大すると見込まれる。その後は、エネルギー価格の押し上げ効果の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと考えられる。

この間、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、需給ギャップが改善していくことに加え、中長期的な予想物価上昇率や賃金上昇率も高まっていくもとの、プラス幅を緩やかに拡大していくと考えられる（図表48）。

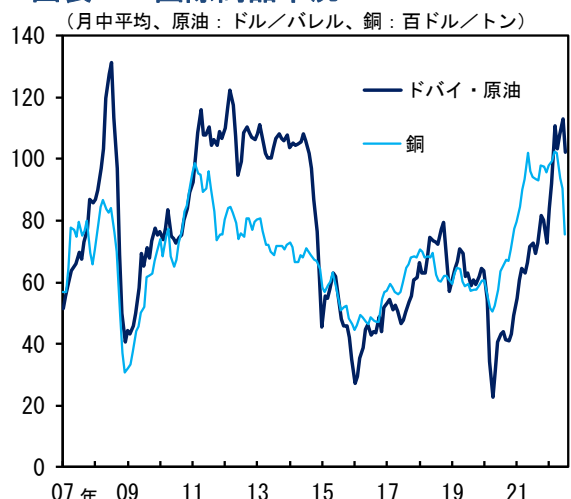
②BEI



(出所) Bloomberg

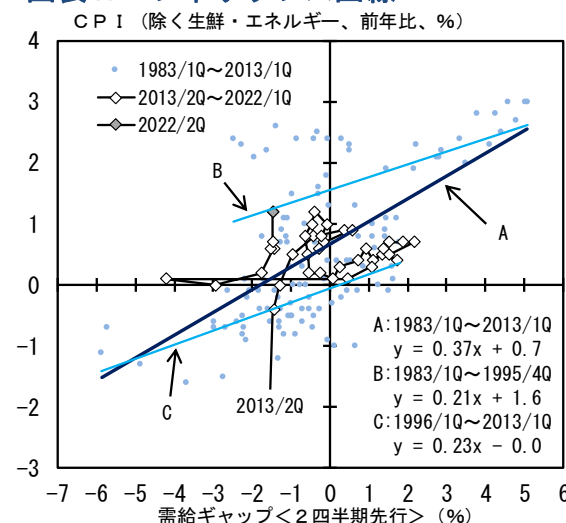
(注) 固定利付国債利回り-物価連動国債利回り。物価連動国債のうち、2013/10月以降に発行されたものを新物価連動国債、それ以外を旧物価連動国債と呼称。旧物価連動国債の最長物は、16回債（2018/6月償還の銘柄）の利回りを用いて算出。

図表47：国際商品市況



(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

図表48：フィリップス曲線



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2022/2Qは、4~5月の値。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

¹⁶ 政府は、ガソリン価格が高水準となっている期間について、石油元売・輸入業者に価格の急激な上昇を抑える原資として補助金を支給する政策を導入している。こうした政府の補助金や、電力料金の燃料費調整制度の詳細については、2022年4月展望レポートのBOX 2を参照。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

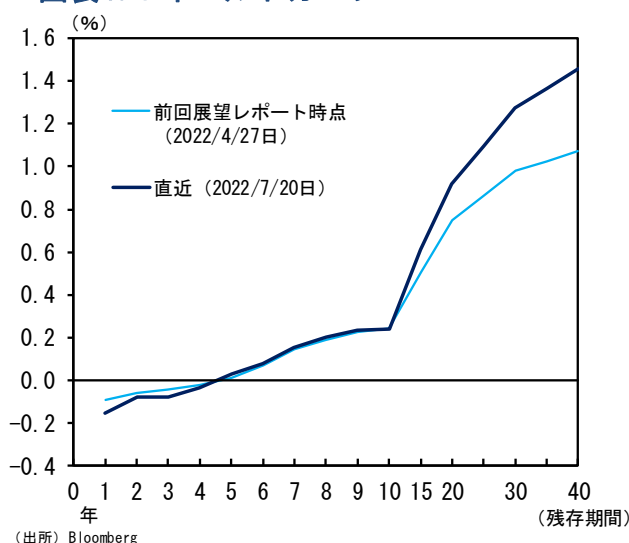
わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形状となっている（図表49）。すなわち、日本銀行が、長期国債、短期国債ともに、連続指値オペも含め上限を設けず必要な金額の買入れを弾力的に実施するも、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物は、0%±0.25%程度の範囲内で推移している。この間、20年物国債金利は、前回展望レポート時点から上昇し、足もとでは1%弱で推移している。

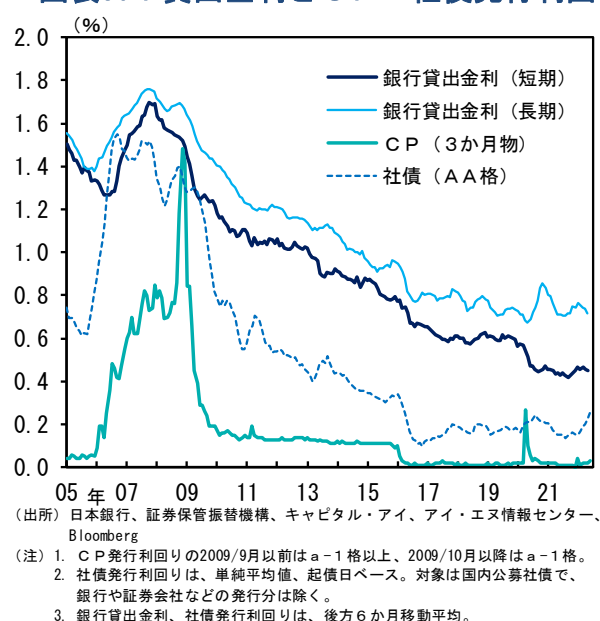
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表50）。CPの発行金利をみると、良好な発行環境が維持されるも、きわめて低い水準で推移している。短観のCP発行環境判断DIは、資源高を受けた運転資金需要の高まりから低下したものの、引き続き緩和的な水準にある。社債市場では、総じて良好な発行環境が維持されており、発行金利もきわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、全体として緩和的な水準を維持している（図表51）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、経済の持ち直しに伴い、中小企業も含めて改善傾向が続いている（図表52）。

図表49：イールドカーブ

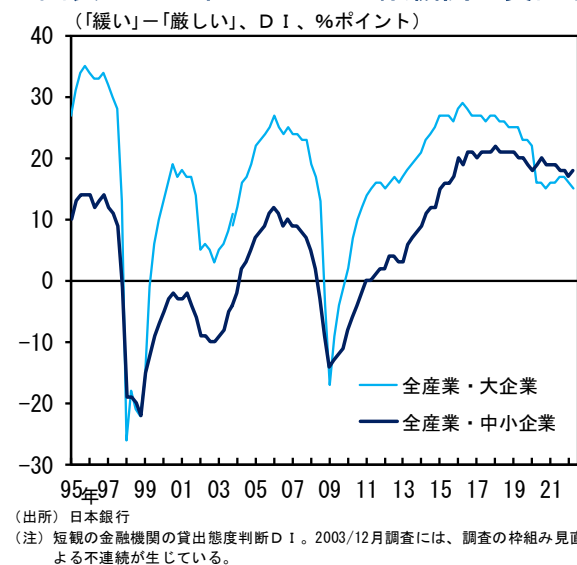


図表50：貸出金利とCP・社債発行利回り



(出所) 日本銀行、証券保管振替機構、キャピタル・アイ、アイ・エヌ情報センター、Bloomberg
 (注) 1. CP発行利回りの2009/9月以前はa-1格以上、2009/10月以降はa-1格。
 2. 社債発行利回りは、単純平均値、起債日ベース。対象は国内公募社債で、銀行や証券会社などの発行分は除く。
 3. 銀行貸出金利、社債発行利回りは、後方6か月移動平均。

図表51：企業からみた金融機関の貸出態度

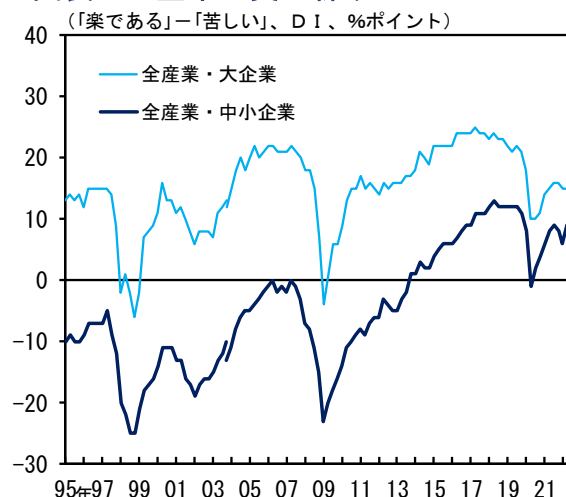


(出所) 日本銀行
 (注) 短観の金融機関の貸出態度判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

企業の資金需要面をみると、CP・社債の発行残高は、原材料コスト上昇を受けた運転資金需要の高まりから、CPの発行が増加しており、前年比9%程度のペースで増加している（図表53）。一方、銀行貸出残高は、一部で原材料コスト上昇を受けた運転資金需要の高まりがみられるものの、感染症関連の資金需要の落ち着きを反映して、前年比はひと頃よりも低下した状態が続いている。

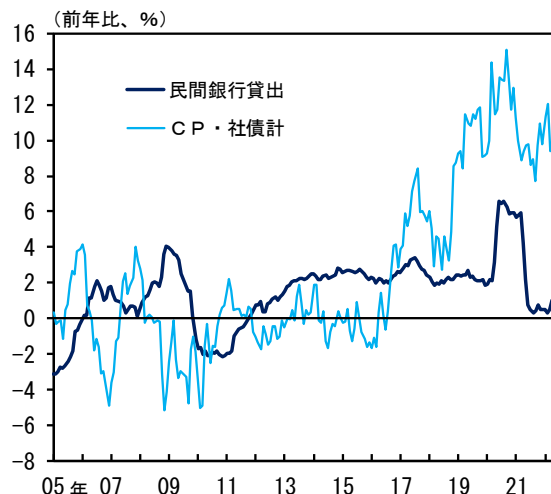
マネタリーベースをみると、ひと頃に比べ減速し、足もとでは前年比4%程度のプラスとなっており、残高は677兆円（対名目GDP比率は125%¹⁷）となっている。マネーストック（M2）の前年比は、貸出残高などのプラス幅縮小の動きが一巡するも、財政支出がなお高めの伸びとなっていることから、3%台前半のプラスとなっている（図表54）。

図表52：企業の資金繰り



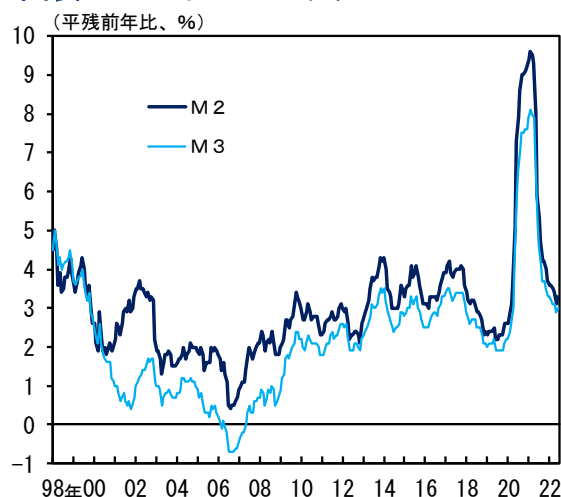
（出所）日本銀行
（注）短観の資金繰り判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表53：貸出残高とCP・社債発行残高



（出所）日本銀行、証券保管振替機構、日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター
（注）民間銀行貸出は平残前年比、CP・社債計は末残前年比。

図表54：マネーストック



（出所）日本銀行

¹⁷ マネタリーベースは2022年6月末時点、名目GDPは2022年1~3月期の値を用いている。

（金融市場動向）

国際金融市場の動向をみると、世界的なインフレ率の高止まりを受けて、米欧を中心に金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるも、世界経済の減速懸念も強まっており、市場センチメントは慎重化した状態が続いている。

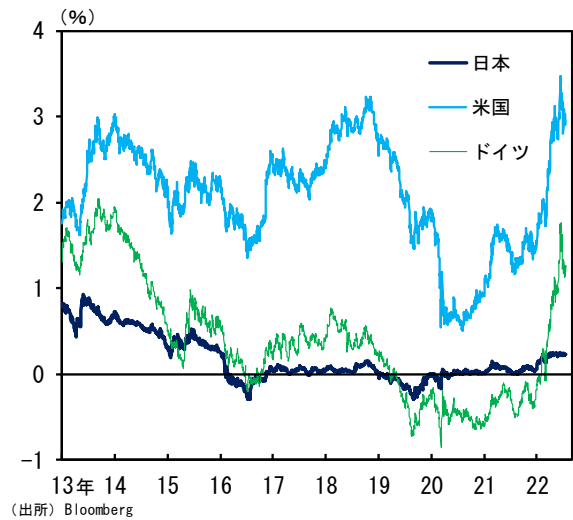
米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、FRBとECBによる金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるも、上昇してきたが、足もとでは、景気減速懸念の台頭もあって、やや低下している(図表55)。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、米金利の先行きを巡る不確実性の高まりから幾分水準を切り上げているが、やや長い目でみれば低水準で推移している(図表56)。

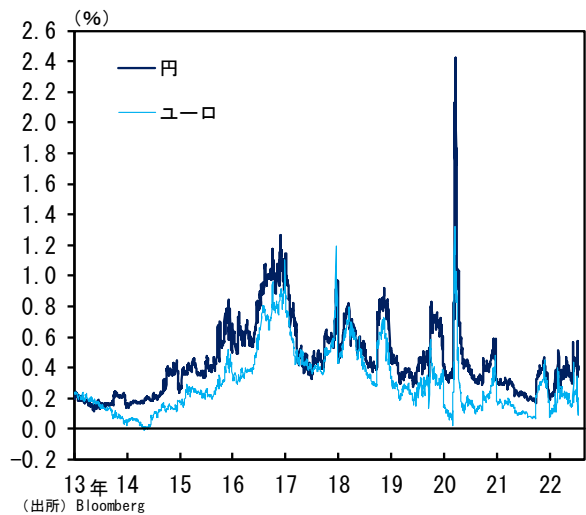
株式市場をみると、米欧の株価は、金融緩和の縮小ペースの加速や、景気減速への警戒感から、変動幅を拡大させながら下落している(図表57、58)。わが国の株価は、米欧株に連れて下落する場面がみられたものの、為替円安などが意識されるも、米欧株価に比べ底堅く推移している。新興国株価は、米欧金利の上昇などを受けて下落している。

わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、米国REIT価格に連れて下落する場面がみられたものの、本邦長期金利が低位で安定するも、米国に比べ底堅く推移している(図表59)。

図表55：主要国の長期金利（10年物国債）



図表56：ドル資金調達プレミアム



- (注) 1. 円またはユーロによる為替スワップ市場を通じたドルの調達金利と短期金融市場でのドルの調達金利の差（いずれも3か月物）。
2. 円金利はOIS、ユーロ金利は19/10/3日以前はOIS（EONIAベース）、19/10/4日以降はOIS（€STRベース）、ドル金利は19/1/2日以前はOIS、19/1/3日以降はSOFRを使用。

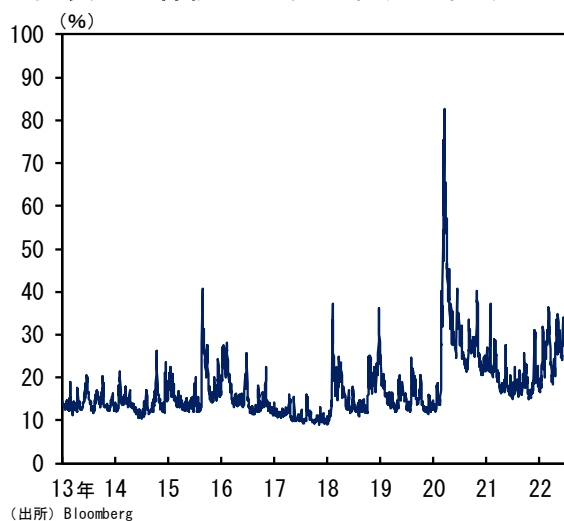
図表57：主要株価指数



為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いや、本邦輸入企業のドル買いの動きなどを背景に、ドル高・円安が進行している（図表 60）。円の対ユーロ相場も、欧州金利の上昇を受けてユーロ高・円安が進行している。

以 上

図表58：株価のボラティリティ（VIX）



図表59：主要REIT指数



図表60：ドル円・ユーロ円相場



（BOX 1）感染症の拡大に伴う中国の生産・物流面の混乱が日本経済に及ぼす影響

中国では、本年3～4月にかけて新型コロナウイルス感染症が急速に拡大したことに伴い、上海など一部都市でのロックダウンなど厳格な公衆衛生上の措置が講じられ、企業活動や物流の停滞が生じた。こうした中国の生産・物流面の停滞は、日本から中国向け輸出の減少をもたらすだけでなく（前掲図表 10）、中国からの供給減少を通じて、日本の生産を下押ししている。本BOXでは、主に後者の観点から、中国の生産・物流面の混乱の影響について整理する。

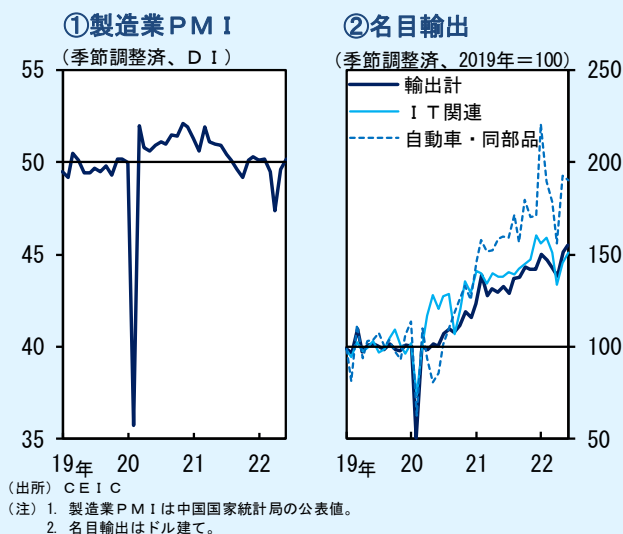
中国の輸出・生産は、ロックダウン等に伴う企業活動の停滞などの影響を受け、4月には、はっきりと減少した（図表 B1-1）。特に、自動車関連やIT関連財などが大きく減少しており、グローバルな供給制約が再び強まった。

中国は、IT関連財や自動車部品において、世界の中で高い輸出シェアを有しており、日本もこれらの財を中国からの輸入に依存しているため（図表 B1-2）、中国の生産・物流面の混乱は、供給制約の強まりを通じて、日本経済にも影響を及ぼしている。

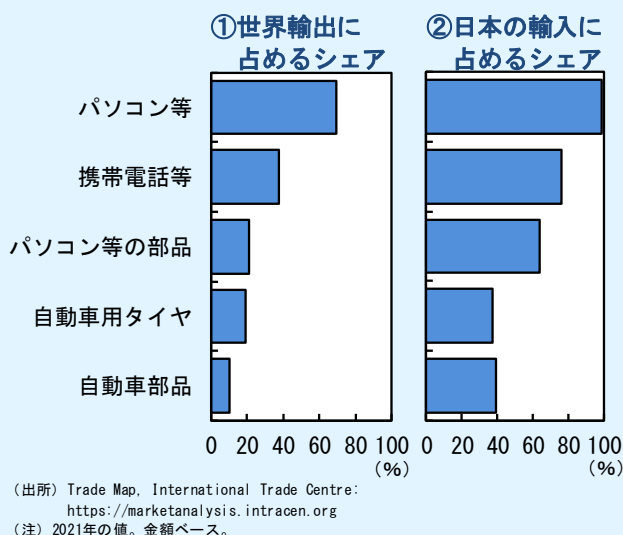
実際、わが国の中国からの輸入は、4月にははっきりと減少しており、電子部品や自動車部品などの幅広い財において、中国からの調達が困難になったとみられる。こうしたもとで、わが国の鉱工業生産をみると、自動車や建設機械など、多くの品目で供給制約の影響が窺われる（図表 B1-3）。その影響は、輸出のほか、自動車販売をはじめとした国内消費などにも及んでいる。

5月以降、感染が概ね抑制され、ロックダウン等の措置が緩和されたことに伴い、中国の輸出・

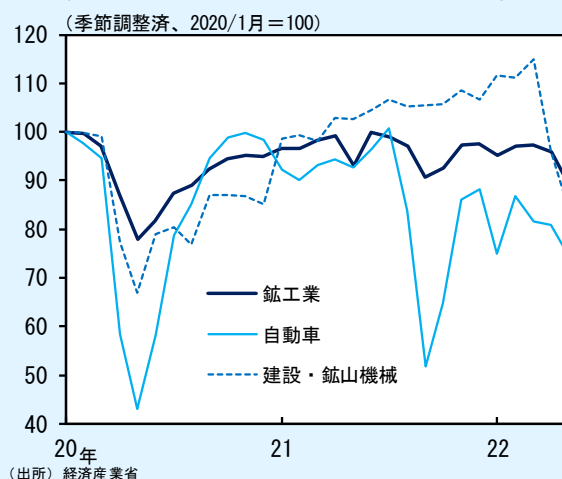
図表B1-1：中国の製造業PMIと輸出



図表B1-2：財別にみた中国の貿易シェア

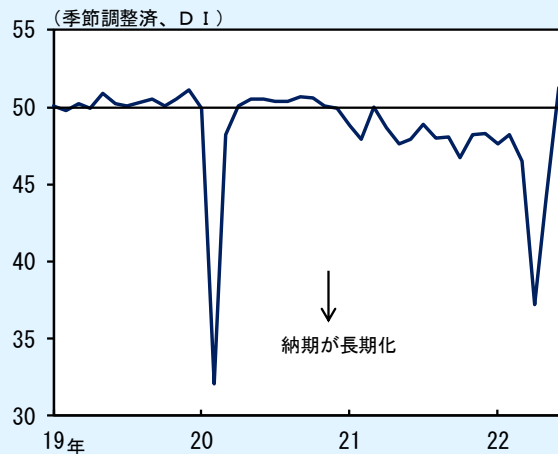


図表B1-3：日本の鉱工業生産（業種別）



生産は徐々に正常化しているほか、物流も改善している（図表 B1-4）。もっとも、陸上輸送を中心に、正常化にはなお時間を要するとみられるほか、感染の再拡大などにより、ロックダウンなどの厳格な公衆衛生上の措置が再び実施されれば、供給制約が長期化・拡大する可能性もある。グローバルに半導体等の不足が続くもとで、内外の感染症の流行に伴うサプライチェーン障害がわが国の生産に繰り返し大きな影響を与えてきたことを踏まえ、今後の動向については、引き続き注意が必要である。

図表B1-4：中国のサプライヤー納期PMI



(出所) CEI C

(注) サプライヤー納期PMIは製造業PMI（中国国家统计局公表値）のサプライヤー納期指数。

(BOX 2) 家計が直面する物価上昇率の属性別にみた違い

このところエネルギーや食料品を中心に物価上昇率が高まっているが、家計は、収入や年齢など様々な面で異なる属性を有しており、属性毎に直面する物価上昇率にも違いがある。

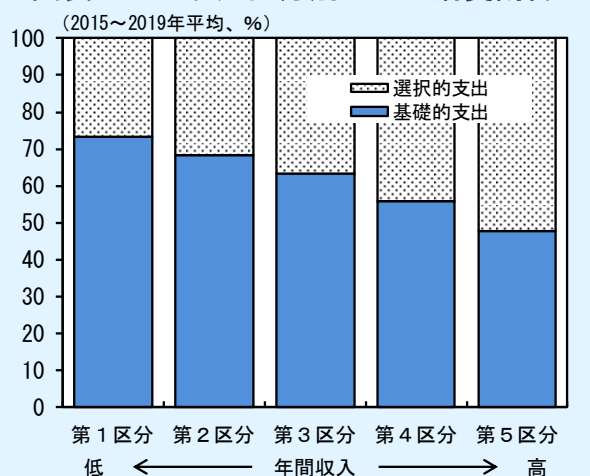
「家計調査」で収入区別の支出動向をみると、所得が低い家計ほど、足もとと価格が大きく上昇しているエネルギーや食料品の多くを含む基礎的支出が消費支出に占めるウエイトが高いことから、直面する物価上昇率が高くなっている（図表 B2-1、B2-2）。

このため、このところの物価上昇による実質所得への下押し圧力は、相対的に所得の低い家計の方が大きくなっていると考えられる。この点、内閣府の「消費動向調査」を用いて、「暮らし向き」に関する見方を収入区別に確認すると、足もとでは相対的に所得が低い家計で判断がより慎重化している（図表 B2-3）。こうした見方の違いには多様な要因が影響しているとみられるが、上述した物価上昇率の違いも一つの要因となっていると考えられる。

こうしたもとで、政府は、本年4月に、燃料油補助金の拡充・延長のほか、低所得の子育て世帯に対する給付金の実施などを盛り込んだ「原油価格・物価高騰等総合緊急対策」を策定・実施している。こうした施策は、家計に対する物価上昇の影響を和らげる方向に作用すると考えられる。

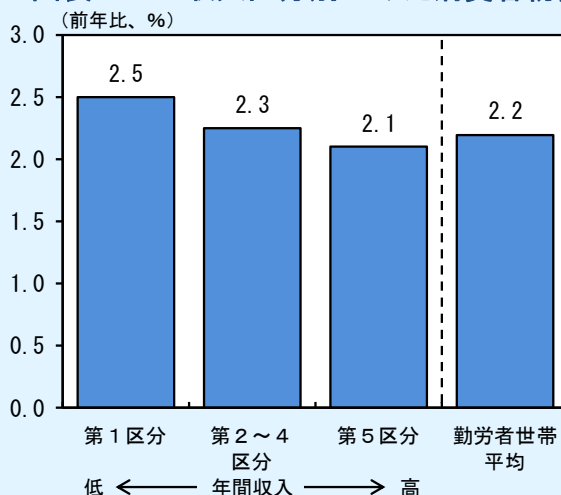
物価上昇が家計行動やマインドに与える影響については、家計の属性による違いに留意しつつ、引き続き、丁寧にみていく必要がある。

図表B2-1：収入区別にみた消費割合



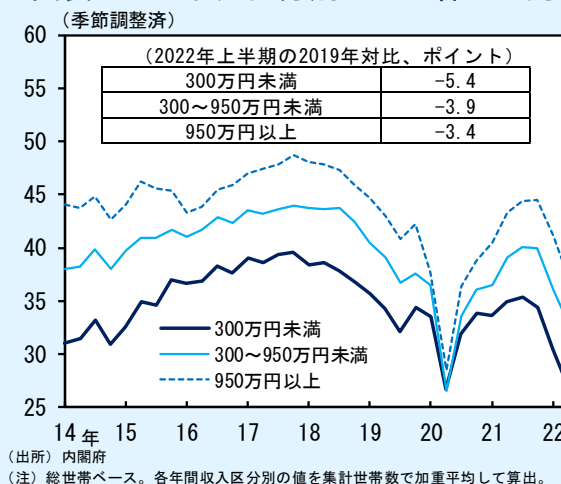
(出所) 総務省
 (注) 1. 総世帯ベース。年間収入五分位区分別。
 2. 選択的支出は、支出弾力性（消費支出総額が1%変化する時に各支出項目が何%変化するか）が1以上の支出項目。基礎的支出は、支出弾力性が1未満の支出項目。

図表B2-2：収入区別にみた消費者物価



(出所) 総務省
 (注) 勤労者世帯ベース。年間収入五分位区分別。2022/5月の値。

図表B2-3：収入区別にみた暮らし向き



(出所) 内閣府
 (注) 総世帯ベース。各年間収入区分別の値を集計世帯数で加重平均して算出。

(BOX 3) コストプッシュ圧力の消費者物価へのパスルー

本年入り後の資源価格上昇や為替円安の進行に伴い、輸入物価は上昇している(図表 B3-1)。本 BOX では、こうした輸入物価の上昇によるコストプッシュ圧力が、生鮮食品・エネルギーを除く消費者物価にどの程度波及していくか(パスルーされるか)、論点を整理する。

輸入物価が上昇するもとで、各種の消費財・サービスの生産にかかる中間投入コストは上昇を続けており、こうしたコストを転嫁する動きが消費者物価の上昇圧力となっている(図表 B3-2)¹⁸。そこでまず、資源価格上昇等が、生産工程の川上から川下にかけてどのように転嫁されているかを、日本銀行が本年6月に企業物価指数および企業向けサービス価格指数のサテライト指数として公表を開始した最終需要・中間需要物価指数(FD-I D指数)を用いて確認する(図表 B3-3)。同指数をみると、中間需要段階(ID)においては、生産工程の最上流に位置するステージ1の価格上昇が最も大きく、川中から川下に移るにつれて、原材料比率が低下することや、一部のコストが吸収されることもあって、価格変動は緩やかとなっているが、今次局面では、過去に比べて、ステージ2~4の川中段階の指数が大きく上昇している。こうしたもとで、消費者段階を含む最終需要段階(FD)の指数も上昇してきている。

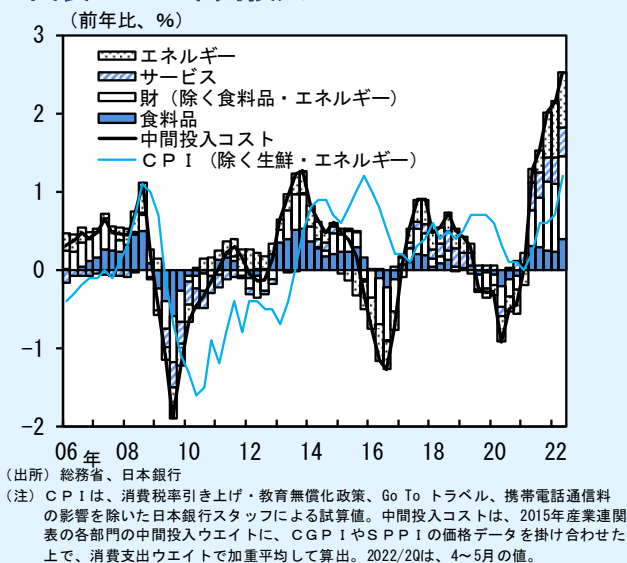
価格転嫁について、消費者物価(除く生鮮食品・エネルギー)の内訳を確認すると、本年春先までは、食料工業製品に値上げが集中していたが、こ

¹⁸ ここでの中間投入コスト指数は、生鮮食品やエネルギーを除く消費財・サービスの生産にかかる中間投入コストについて、産業連関表の取引構造を前提に試算したもの。詳細については、2022年4月展望レポートのBOX 3を参照。

図表B3-1：輸入物価の推移



図表B3-2：中間投入コスト



図表B3-3：FD-I D指数(総合)



のところ財では、輸入品比率の高い耐久消費財等も上昇しているほか、サービスでもコストに占める材料費のウエイトが高い外食や家事関連（住居工事等）で、上昇率が高まってきている（図表 B3-4）。

このような最近のコストプッシュ圧力の消費者物価へのパススルーの動きの背景として、次の2つが挙げられる。

第1に、最近のコストプッシュ圧力が過去対比大きいことや、景気が感染症による大幅な落ち込みからの回復過程にあることである。この点、海外の先行研究では、企業はコストの上昇幅が大きい局面では販売価格に転嫁する傾向が強まるほか、景気の改善局面ではパススルー率が高まりやすいといった指摘がみられる¹⁹。

第2に、財の分野において、グローバルな需要急拡大やサプライチェーン障害の影響もあって、一部で需給が極めてタイトになっていることである。わが国では労働や資本の稼働率から計測されるマクロ的な需給ギャップはなおマイナスの領域にあるとみられるが、製商品レベルでは需給がタイトになっている分野は少なくない。個人消費関連業種の中でも、感染症の影響が残る対面型サービスでは需給が緩和した状態にある一方、財（小売）の需給判断は、供給制約の影響もあり、はっきりとタイト化している（図表 B3-5）。その他の業種を含めてみても、製造業の中には、感染症拡

¹⁹ 例えば、以下の論文を参照。

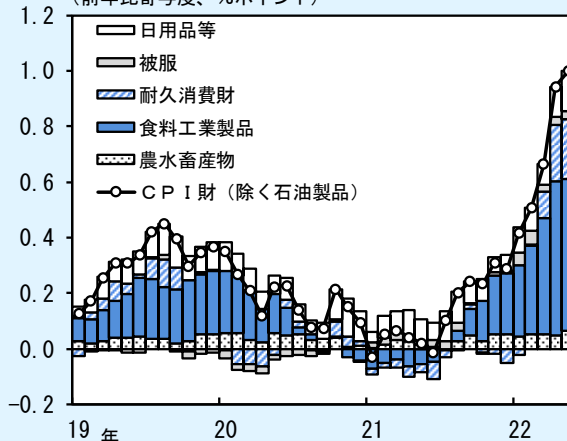
Colavecchio, R. and Rubene, I., "Non-linear Exchange Rate Pass-Through to Euro Area Inflation: A Local Projection Approach," *ECB Working Paper Series*, no. 2362 (January 2020).

Ben Cheikh, N. et al., "Nonlinear Exchange Rate Pass-Through: Does Business Cycle Matter?" *Journal of Economic Integration* 33, no. 2 (June 2018): 1234-61.

図表B3-4：財・サービス別の消費者物価

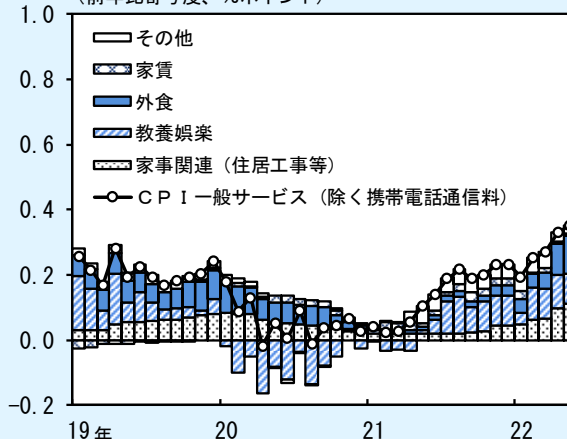
①財（除く石油製品）

（前年比寄与度、%ポイント）



②一般サービス（除く携帯電話通信料）

（前年比寄与度、%ポイント）



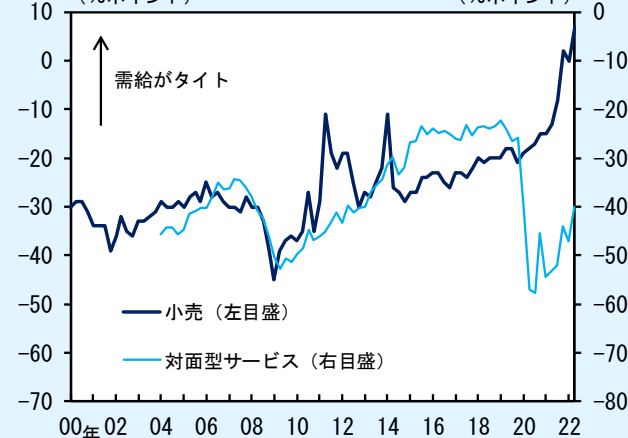
（出所）総務省

（注）CPI（除く生鮮・エネルギー）に対する寄与度。消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表B3-5：個人消費関連の国内需給判断

（%ポイント）

（%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）短観ベース（全規模）。対面型サービスは、「対個人サービス」および「宿泊・飲食サービス」の加重平均値。

大前の平均的な水準と比較して需給がタイトであると指摘する業種が多くみられ、これらの先では、販売価格も上昇しやすい傾向が窺われる（図表B3-6）。これらを踏まえると、需給が著しく引き締まった製商品については、パススルー率が高まりやすい可能性がある。

図表B3-6：国内需給判断と販売価格判断

