

公表時間
5月2日(月) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2022年4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4月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、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、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。その後は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも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、携帯電話通信料下落の影響が剥落する2022年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、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・賃金上昇率も高まっていくもとで、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
- 2023年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、2021年度と2022年度が、感染再拡大や資源価格の上昇、海外経済の減速の影響などから下振れているが、2023年度はその反動もあって上振れている。物価については、エネルギー価格上昇の影響などから、2022年度が大幅に上振れている。
- リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。
- 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、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に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、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して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、4月27、28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、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、基調としては増加を続けている。企業収益は全体として改善しているが、業況感は、感染症や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。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・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。個人消費は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、再び持ち直しつつある。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。公共投資は高水準ながら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、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半となっている。また、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。

2. わが国の経済・物価の中心적인見通し

(1) 経済の中心적인見通し

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の序盤から中盤にかけては、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、このところ大幅に上昇している。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、政府による原油価格高騰対策や、行動制限下で積み上がってきた貯蓄が、所得から支出へのマイナスの影響を緩和するとみられるほか、

家計部門、企業部門ともに、感染症や供給制約の影響が緩和するもとの、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続すると予想されることから、景気の回復が続くと考えられる。すなわち、家計部門では、感染状況が改善し、ワクチンや治療薬の普及などにより感染抑制と消費活動の両立も進むもとの、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化を主因に、回復していくとみられる。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の、輸出や生産は、供給制約の影響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の、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。そうしたもとの、設備投資は、対面型サービス部門の弱さは当面残るものの、緩和的な金融環境が下支えとなるもとの、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、既往の経済対策を受けて感染症関連の支出が続く中、全体として高水準で推移すると想定している。

見通し期間の中盤以降は、資源高のマイナスの影響が減衰し、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、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、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、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、労働需給の引き締めや物価上昇など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。こうした雇用者所得の増加に加え、エネルギー・食料品価格上昇による実質所得の下押し圧力の低下もあって、個人消費は、ペント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、減速しつつも長期平均並みの成長を維持するもとの、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。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、改善基調に復していくとみられる。そうしたもとの、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」を推進するもとの、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则认为している。また、企業の資金繰りについても、日本銀行の資金繰り支援策に加え、政府の施策や民間金融機関の取り組みが下支えとなるなかで、景気回復の進展に伴い、足もとで厳しさが残る中小企業も含め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。政府によるポストコロナに向けた経済構造の転換のため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、携帯電話通信料下落の影響が剥落する2022年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、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・賃金上昇率も高まっていくもとの、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、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、足もとではマイナス圏で推移しているが、

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「若干のプラス」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。

先行きは、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の、2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後もプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとの、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、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まってくると考えられる。このことは、家計の値上げ許容度の改善に寄与するとともに、財・サービス需給の引き締まりと相俟って、物価上昇率の高まりにもつながっていくとみられる。

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。企業の価格設定スタンスは、感染対策によるコスト上昇圧力が残っていることや最近の資源価格上昇を背景に積極化しており、先行き、財を中心に、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくとみられる。こうした現実の物価上昇率の高まりは、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率のさらなる上昇につながり、ひいては、サービスも含めた価格上昇の拡がりや賃金上昇率の高まりをもたらすと考えられる。

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、感染症の動向やウクライナ情勢の帰趨を中心に、以下のような上振れないし下振れの可能性（リスク要因）に十分に注意が必要である。

第1に、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。年始以降のオミクロン株の流行局面でも明らかになったとおり、わが国家計の感染症への警戒感、高齢者を中心に根強いとみられる。こうした傾向が続き、感染力の強い新たな変異株の流行などにより、人々の外出等が抑制される場合、ペントアップ需要の顕在化が遅れ、個人消費が下振れるリスクがある。一方で、ワクチンや治療薬の普及により、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等のデジタル関連財の需給逼迫が続くもとの、内外における感染症の再拡大や、それに伴う一部の国・地域における厳格な公衆衛生上の措置とサプライチェーン障

害などにより、供給制約が長期化・拡大する可能性もある。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、資源価格の動向である。資源価格は、世界的な経済活動の再開による資源需要の拡大を背景に上昇してきたが、供給面でも、従来からの脱炭素化の動きに加え、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクの高まりから、上昇圧力が大きくなっている。供給要因による資源価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、わが国のような資源輸入国にとっては、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、資源高が長期化すれば、交易条件の悪化を通じて、経済が下振れるリスクがある。一方で、地政学的な緊張の緩和等に伴い、資源価格が大きく下落すれば、交易条件の改善により、経済が上振れる可能性もある。

第3に、国際金融資本市場・海外経済の動向である。国際金融資本市場では、インフレの高進が続く先進国を中心に、金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるもとで、リスク性資産価格の調整や新興国からの資本流出などを通じてグローバルな金融環境が想定以上に引き締まると、海外経済が下振れるリスクがある。また、ウクライナ情勢の帰趨によっては、資源価格の上昇や供給制約の強まりに加え、貿易取引の縮小といった経路を通じて、ロシアやウクライナとの経済的な結びつきが強いユーロ圏を中心に、海外経済が下押しされる可能性がある。この間、中国経済についても、中長期的な成長力の低下が徐々に進むもとで、不動産セクターの調整などにより、減速感が一段と強まる惧れがある。

第4に、やや長い目で見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。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、物価にも相応の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、コスト上昇の販売価格への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、家計の値上げ許容度の改善が遅れ、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。特に、ウクライナ情勢の帰趨を巡る不確実性の高さから、国際商品市況の変動がこのところ大きくなっている。こうしたもとで、エネルギー価格や食料品価格を通じた物価への影響については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・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。リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。リスクバランスは、経済の見通しについては、当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に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、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して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

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。

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、感染症の影響のもとでも、全体として安定性を維持している。先行き、実体経済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⁵。

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。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2022年4月）を参照。

(参考)

2021～2024 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)
2021 年度	+2.0 ~ +2.2 <+2.1>	+0.1	-0.8
1月時点の見通し	+2.7 ~ +2.9 <+2.8>	0.0 ~ +0.1 < 0.0>	—
2022 年度	+2.6 ~ +3.0 <+2.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+3.3 ~ +4.1 <+3.8>	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>	—
2023 年度	+1.5 ~ +2.1 <+1.9>	+0.9 ~ +1.3 <+1.1>	+1.1 ~ +1.3 <+1.2>
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.4 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	—
2024 年度	+1.1 ~ +1.3 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	+1.2 ~ +1.5 <+1.5>

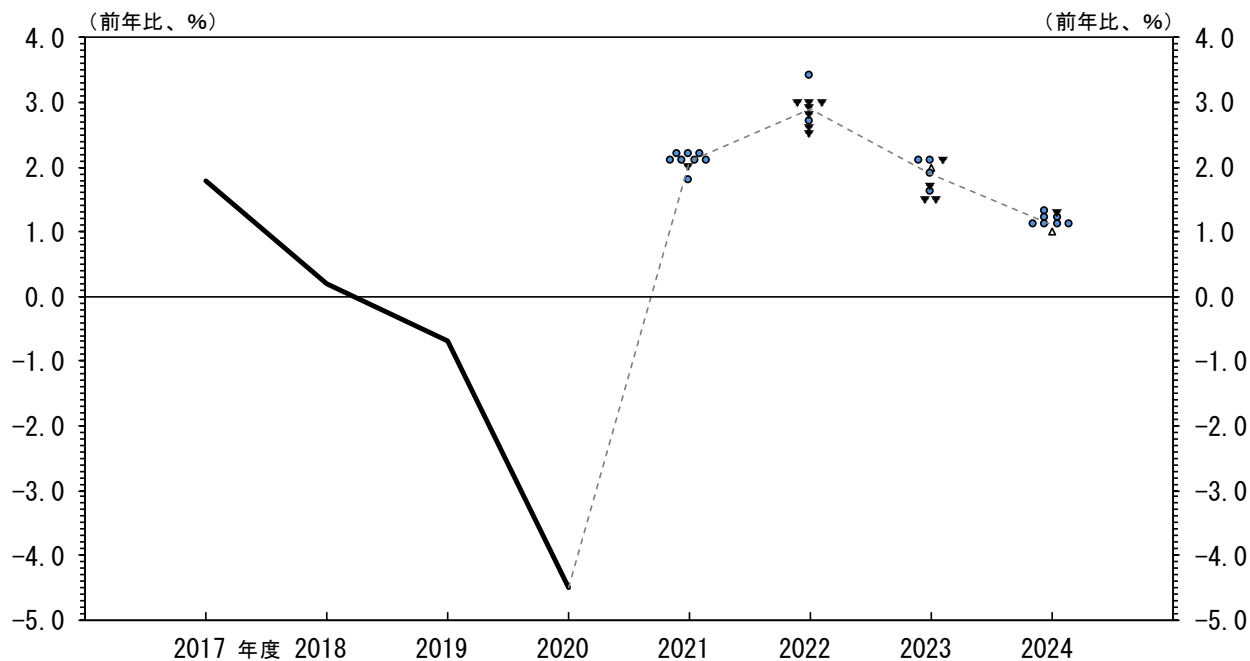
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

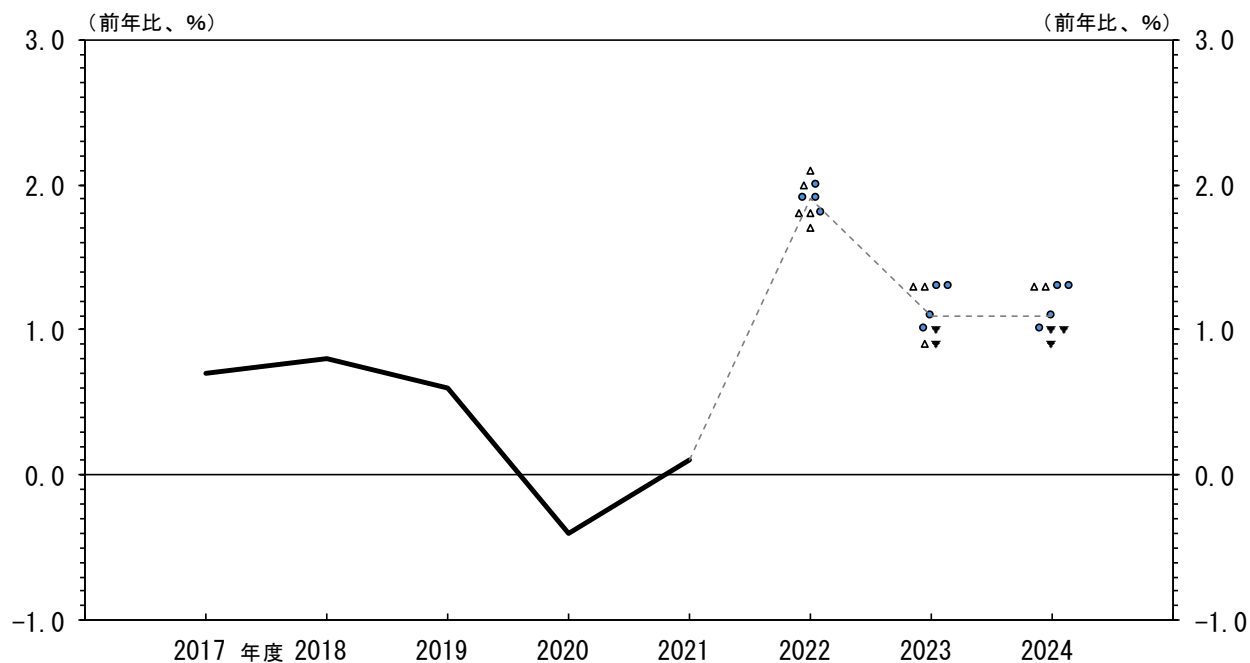
(注3) 2021 年度の消費者物価指数は、実績値。

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】⁶

1. 経済活動の現状と見通し

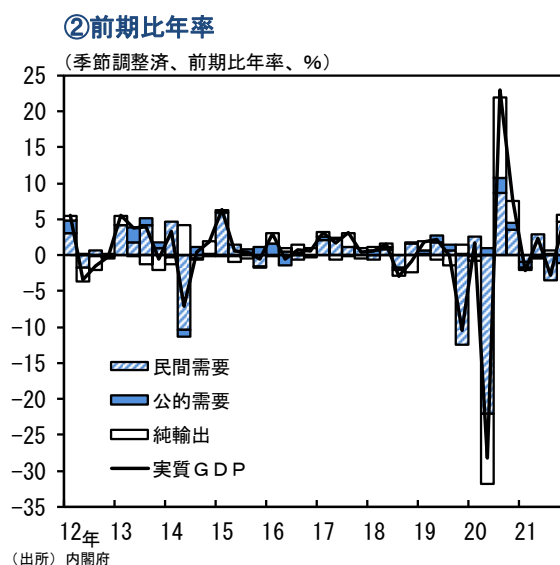
1. 1 景気動向

わが国の景気は、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、基調としては持ち直している。

実質GDPは、2021年7～9月に減少したあと、10～12月は前期比+1.1%（年率+4.6%）と大きく増加した（図表1）。内訳をみると、昨年未までは新規感染者数が抑制された水準で推移したもとの、サービス消費を中心に個人消費がはつきりと増加した。他方、輸出や設備投資については、前期比プラスに転じたが、供給制約の影響が依然として残るもとの、増加ペースは緩やかなもののにとどまった。

その後の月次指標や高頻度データをみると、感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられたが、景気の持ち直し基調は続いている。すなわち、国内では、オミクロン株の感染が急速に拡大し（図表2）、最大時で36の都道府県においてまん延防止等重点措置が適用されるもとの、1月後半から2月前半にかけて人流は大幅に抑制され、個人消費は昨年秋頃の水準まで減少した。もっとも、その後は、新規感染者数が減少に転じ、3月21日をもって全ての都道府県でまん延防止等重点措置が解除されるもとの、人出は徐々に増加しており、個人消費も再び持ち直しつつある模様である。輸出・生産は、半導体等の供給制約の影響は残っているが、海外経済の回復な

図表1：実質GDP



⁶ 4月27、28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。

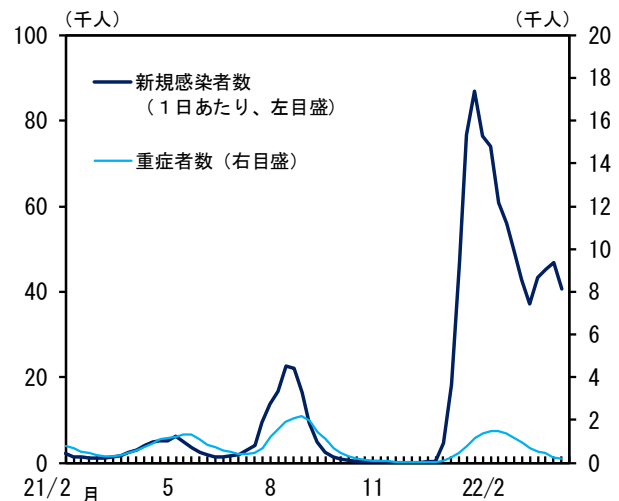
どを受けて増加基調を続けている。こうしたもとで、企業の業況感、感染症の再拡大や資源価格の高騰等を受けて幾分慎重化しているものの、企業収益は全体として改善を続けている。設備投資は持ち直しが続いており、3月短観の設備投資計画は2021年度に続き2022年度も増加となっている。

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、昨年10～12月は前期から概ね横ばい圏内の動きとなった（図表3）。

わが国経済の先行きを展望すると、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⁷、感染症や供給制約の影響が和らぐも、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⁸、回復していくとみられる。その後は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも、潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

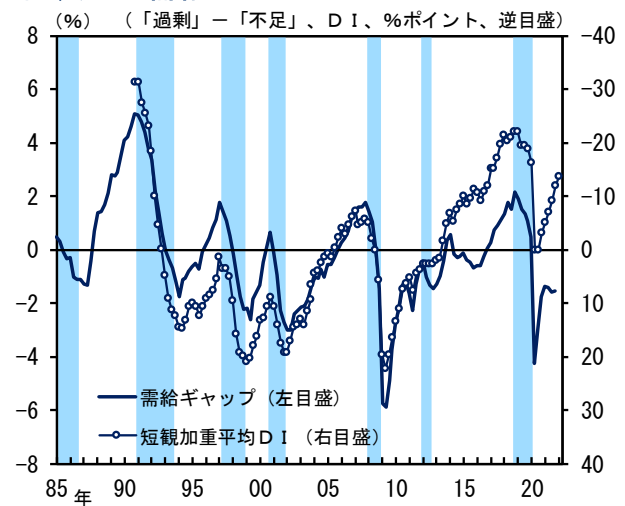
需要項目別に先行きを展望すると、財輸出は、海外経済がウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるも、供給制約の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加するとみられる。その後は、見通し期間の終盤にか

図表2：新規感染者数と重症者数



(出所) 厚生労働省
(注) 新規感染者数は、週間平均値。重症者数は、週の最終日の値。

図表3：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。

⁷ BOX 4では、資源価格上昇がわが国経済に与える影響について、2007～08年の局面との比較を通じて分析している。

⁸ 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。同対策を踏まえた予算の執行は、政府消費や個人消費の増加等を通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。また、政府は本年4月には、原油価格・物価高騰等総合緊急対策を策定している。

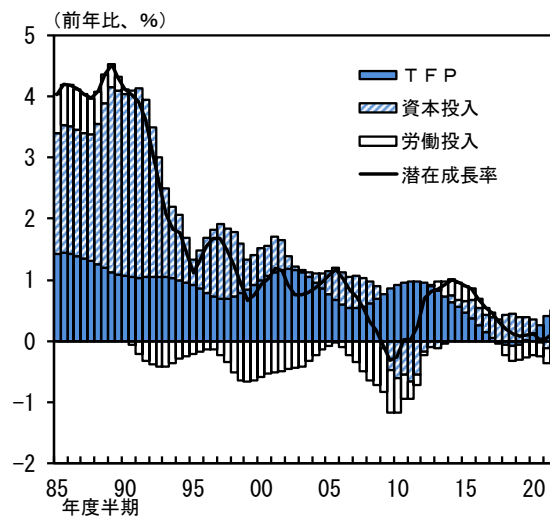
けて、海外経済が減速しつつも長期平均並みの成長を維持するも、緩やかな増加を続けると見込まれる。サービス輸出であるインバウンド需要は、入国・渡航制限が続く間、落ち込んだ状態が続くとみられるが、各国で感染抑制と経済活動の両立が進み、入国・渡航制限が解除されるのに伴い、次第に回復していくと想定している。個人消費は、エネルギー・食料品価格の上昇が実質所得の悪化を通じて下押し要因として働くものの、感染状況が改善し、ワクチン・治療薬の普及等を受けた感染抑制と経済活動の両立も次第に進んでいくも、ペントアップ需要の顕在化などを背景に、回復していくと予想される。その後は、エネルギー価格等の上昇に伴う下押し圧力が減衰し、雇用者所得の改善が続くも、ペースを鈍化させつつも増加を続けると考えられる。雇用者所得については、構造的な人手不足等を反映した正規雇用の堅調さが続くなか、内外需要の回復にラグを伴って対面型サービス業等の非正規雇用も改善するほか、労働需給の引き締めや物価上昇などを反映して賃金上昇率も高まっていくことから、緩やかに増加していくと予想される。設備投資は、企業収益が資源価格上昇による下押しの影響を受けつつも全体として高水準を維持するも、緩和的な金融環境や供給制約の緩和を背景に、環境対応を含む中長期的な観点からの投資支出もあって、増加傾向が明確になっていくと予想される。この間、公共投資は、国土強靱化関連工事が高水準で推移するも、横ばい圏内で推移すると予想される。政府消費については、経済対策に盛り込まれたワクチン接種・医療提供体制の整備など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水準を切り下げると想定している。

以上の内外需要を反映して、わが国経済の成長

率は、2022年度は、資源価格上昇が内需を相応に下押しものの、感染症や供給制約の影響が和らいでいくもとで、外需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、高めの水準になると見込まれる。2023年度は、資源価格上昇による下押しの影響が減衰するもとで、ペンタ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減速しつつも、高めの成長を続けると見込まれる。2024年度は、ペンタ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、潜在成長率を小幅に上回る成長が続くと考えている。前回の展望レポート時点と比較すると、2021年度と2022年度が、感染再拡大や資源価格の上昇、海外経済の減速の影響などから、下振れている。2023年度は、その反動もあって、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、感染症の影響を受けた既往の設備投資減少による資本ストック蓄積の減速の影響も加わり、足もとでは若干のプラス程度にとどまっているとみられる（図表4）。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高めていくことから、潜在成長率は緩やかに上昇していくと想定している。ただし、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・産業構造に向けた企業部門の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は、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

図表4：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。2021年度下半期は、2021/4Qの値。

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みると、2022年度は、原油など資源価格の大幅な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を下押すものの、感染症によるサービス消費への下押し圧力が和らぎ、輸出・生産面における供給制約の影響も徐々に緩和するもとの、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、景気は回復していくと予想される。すなわち、財輸出は、海外経済がウクライナ情勢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の、供給制約の影響が徐々に和らぐこともあって、増加を続けると考えられる。ただし、目先は、中国でのロックダウンに伴う物流網の混乱等を背景に、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。個人消費は、エネルギー・食料品価格の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、感染状況が改善し、ワクチン・治療薬の普及等を受けた感染抑制と経済活動の両立も次第に進んでいくもとの、ペントアップ需要の顕在化などに支えられて、回復すると考えられる。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ぐこともあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。ただし、当面は、飲食店やホテル等の建設投資、鉄道車両や航空機など一部の運輸業の機械投資には弱さが残ると見込まれる。この間、政府支出については、経済対策に盛り込まれた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、資源価格上昇による下押しの影

響が減衰するもとの、内外需要の増加基調が継続することから、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減速しつつも、高めの成長が続くとみられる。財輸出については、海外経済が減速しつつも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、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、世界的な旅行需要が徐々に回復するもとの、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、増加を続けるとみられる。個人消費は、雇用者所得の改善が続き、既往のエネルギー・食料品価格上昇に伴う実質所得の下押し圧力も減衰するもとの、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、減速しつつも増加を続けると考えられる。この間、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の、潜在成長率を小幅に上回る成長を続けるとみられる。財輸出については、海外経済の成長率が長期平均並みの水準に収束していくもとの、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、世界的な旅行需要の回復が続くもとの、増加を続けると考えられる。設備投資は、人手不足対応、デジタル関連投資や成長分野・環境対応への投資の増加が引き続き下支えとなるものの、資本ストックの蓄積に伴う調整圧力が作用するもとの、増加ペースが緩やかに鈍化していくとみられる。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、財・サービスともに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)

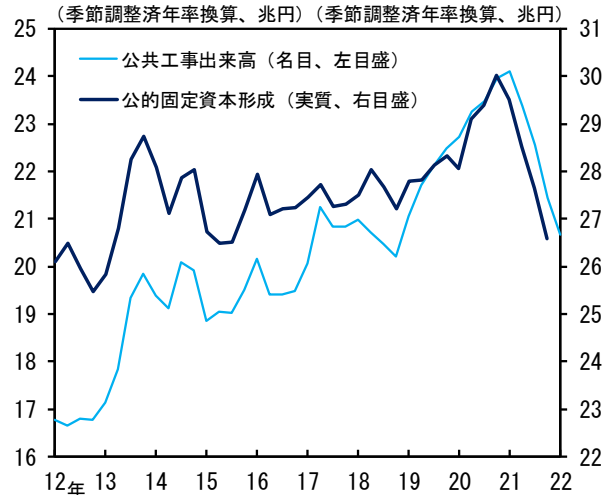
公共投資は、高水準ながら弱めの動きとなっている(図表5)。一致指標である公共工事出来高は、国土強靱化関連工事は振れを伴いつつも高水準で推移しているものの、災害復旧・復興関連工事が減少していることなどを受けて、このところ弱めの動きとなっている。先行指標である公共工事受注高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等の発注が月々の振れを伴いつつ進むもとで、均してみれば、横ばい圏内で推移している。公共工事請負金額も、均してみれば、横ばい圏内で推移している。

先行きの公共投資は、国土強靱化関連工事が高水準で推移するもとで、横ばい圏内の動きになると予想される⁹。また、政府消費は、経済対策に盛り込まれたワクチン接種・医療提供体制の整備など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水準を切り下げると想定している。

(海外経済)

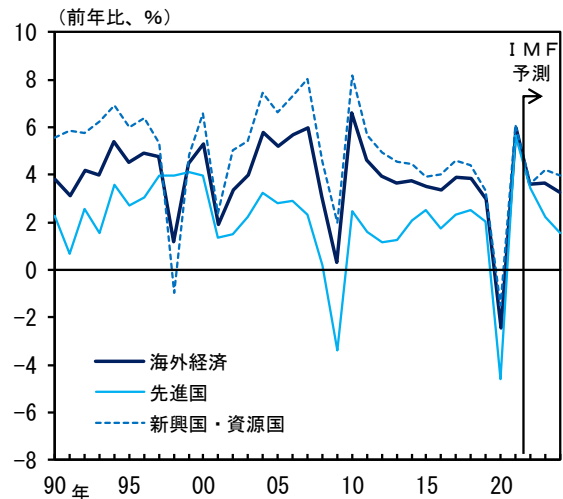
海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している(図表6)。やや詳しくみると、米国経済は、これまで積み上がってきた貯蓄の取り崩しを伴いつつ、ペントアップ需要が顕在化するもとで、個人消費を中心に回復を続けている。欧州経済は、エネルギー価格上昇な

図表5：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2022/10は、1~2月の値。

図表6：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。

⁹ 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。

どの影響により減速しつつも、経済活動の再開が続くもとの、基調としては回復している。中国経済は、財政政策による下支えなどから基調としては回復しているものの、感染症の急拡大に伴う下押しの影響もあって、改善ペースが鈍化した状態が続いている。中国以外の新興国・資源国経済は、ウクライナ情勢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、輸出の増加が続くなか、内需も改善しており、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50をはっきりと上回る高めの水準で推移している(図表7)。世界貿易量をみると、自動車関連を中心に供給制約の影響は引き続きみられるものの、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8)¹⁰。

先行きの海外経済については、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば成長を続けていくとみられる¹¹。地域別にみると、米国経済は、当面、pent-up需要が引き続き顕在化するもとの、個人消費を中心に高めの成長を続けたあと、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、ウクライナ情勢を受けたエネルギー価格の上昇やロシア等との貿易取引の縮小が下押し要因となるものの、感染症の影響が和らぐもとの、積極的な財政政策を通じた投資の押し上げ効果もあって、基調としては回復を続けるとみられる。

¹⁰ 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。

¹¹ ウクライナ情勢が海外経済に及ぼす影響については、BOJ X1を参照。

図表7：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8：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。2022/1Qは、1~2月の値。

図表9：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。

中国経済は、感染症拡大の影響を残しつつも、インフラ投資などを通じた財政刺激策の効果もあって、安定した成長経路に復していくと考えられる。中国以外の新興国・資源国経済は、ウクライナ情勢を受けたエネルギー・食料品価格の上昇の影響などから、国・地域間でのばらつきを伴いつつも、外需の回復もあって、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、当面、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、その後は堅調に増加していくと予想される。もっとも、見通し期間の後半には、海外経済の成長率が長期平均並みの水準に収束していくもとの、貿易量の増加ペースは徐々に鈍化していくと考えられる。

(輸出入)

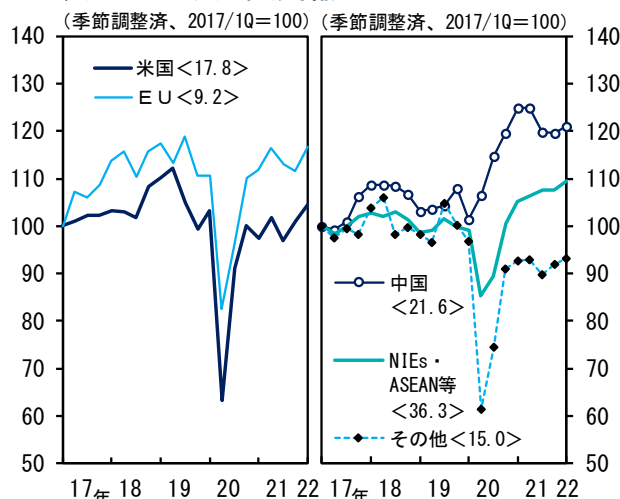
輸出は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けている(図表10)。地域別にみると(図表11)、先進国向け、新興国向けともに、自動車関連等を中心に供給制約の影響が依然としてみられるものの、現地の景気回復や世界的なデジタル関連需要の拡大を背景に増加基調が続いている。財別にみると(図表12)、情報関連は、スマートフォンやデータセンター向けの半導体等が堅調に推移するもとの、増加している。資本財も、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、振れを伴いつつも、増加している。他方、自動車関連は、昨年夏に生じたASEAN地域からの部品調達難の影響は大きく緩和しているものの、世界的な半導体需給のひっ迫が続くもとの、国内での感染拡大等に伴う一時的な部品調達難の強まりもあって、持ち直しは緩やかなものにとどまって

図表10：実質輸出入



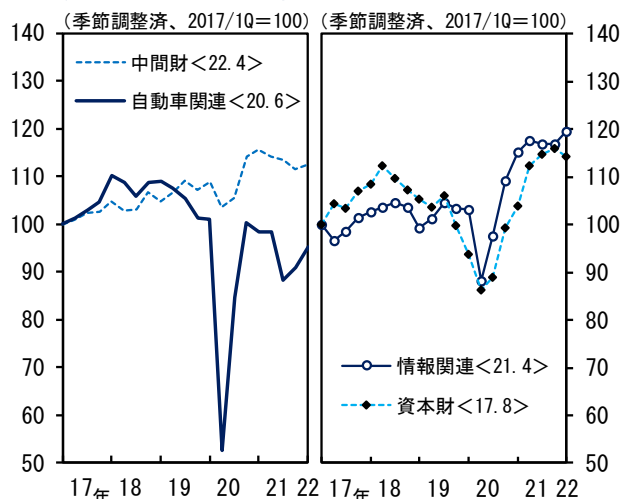
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府
(注) 日本銀行スタッフ算出。

図表11：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。
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表12：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。

いる。この間、中間財は、中国向けの化学製品（化粧品等）に弱さがみられるが、デジタル関連素材への堅調な需要などを背景に、横ばい圏内で推移している。

先行きの輸出は、海外経済がウクライナ情勢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、増加を続けるとみられる¹²。ただし、目先は、中国でのロックダウンに伴う物流網の混乱等を背景に、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。見通し期間の後半には、前述のとおり世界貿易量の増勢が徐々に鈍化するもとの、わが国の主要な輸出先である米国などの経済成長が減速していくことから、輸出の増加ペースも低下していくと予想している。

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13）。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、国内需要が持ち直すもとの、ワクチン購入や供給制約の影響の緩和もあって、増加基調を続けている（前掲図表10）。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。

図表13：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）。2022/1Qは、1～2月の値。

¹² わが国の輸出・輸入に占めるロシアのウエイト（2021年時点）は、それぞれ1%程度、2%程度（対ウクライナでは輸出入ともに0.1%程度）である。ウクライナ情勢がわが国経済にもたらす影響は、両国との貿易取引縮小による直接的な影響よりも、海外経済への下押しや、資源価格上昇によるわが国の交易条件悪化を通じた影響が主なものとなると考えられる。

（対外収支）

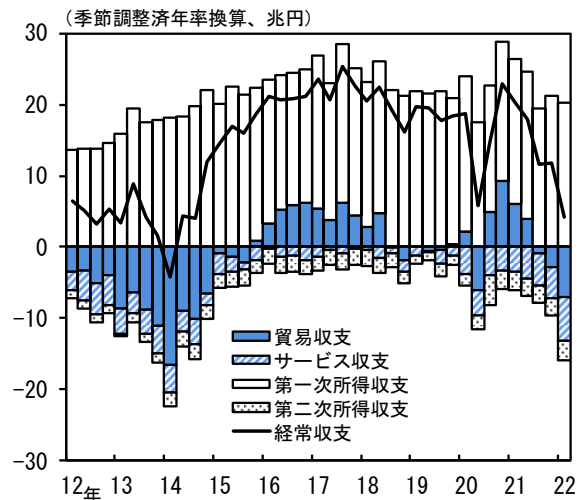
名目経常収支は、資源高に伴う輸入価格上昇の影響などから、黒字幅がはっきりと縮小している（図表 14）。内訳をみると、原油等の国際商品市況の上昇に伴い、名目貿易収支はこのところ赤字となっている。サービス収支は、インバウンド需要の低迷に伴う旅行収支の悪化などを背景に（図表 15）、赤字が継続している。一方、第一次所得収支は、海外経済の回復を背景に、受取配当金等が高水準で推移するもとの、大きめの黒字幅が続いている。

先行きの名目経常収支は、当面、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、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を反映した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 16）。

（鉱工業生産）

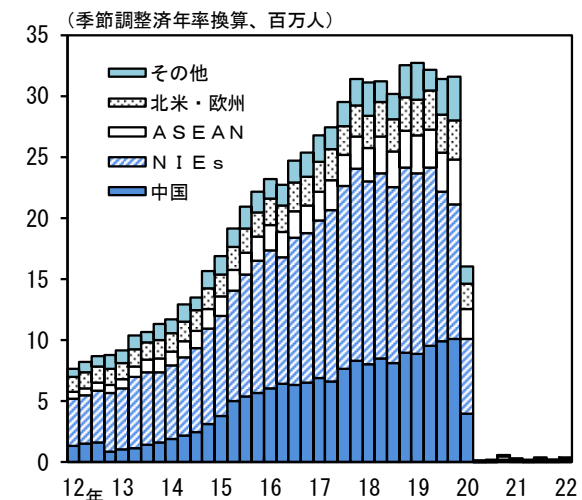
鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、内外需要の増加を背景に、基調としては増加を続けている（図表 17）。主な業種についてみると、「電子部品・デバイス」は、スマートフォンやデータセンター向けの半導体を中心に増加基調を続けている。「はん用・生産用・業務用機械」は、内外の堅調な設備投資（機械投資）需要を背景に、半導体製造装置や建設機械等を中心に、高水準で推移している。他方、「輸送機械」は、昨年夏に生

図表 14：経常収支



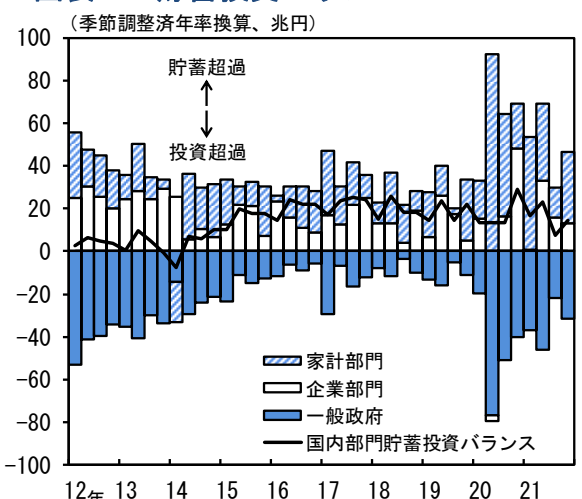
(出所) 財務省・日本銀行
(注) 2022/1Qは、1～2月の値。

図表 15：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。

図表 16：貯蓄投資バランス



(出所) 日本銀行

じたASEAN地域からの部品調達難の影響は大きく緩和しているものの、世界的な半導体需給のひっ迫が続くもとで、国内での感染拡大や3月に発生した地震の影響に伴う一時的な部品調達難の強まりもあって、持ち直しは緩やかなものにとどまっている。この間、「電気・情報通信機械」は、パソコンや家電において半導体不足の影響が幾分緩和しているが、基地局通信装置で弱めの動きが続いており、全体では低水準で推移している。

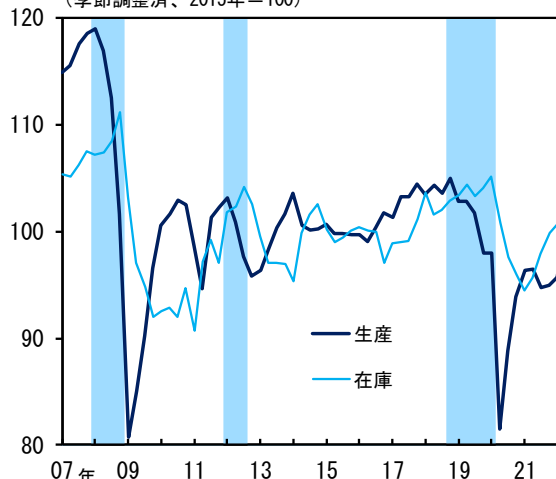
先行きの鉱工業生産は、海外経済がウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとで、供給制約の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加を続けるとみられる。ただし、目先の鉱工業生産は、中国でのロックダウンに伴う物流網の混乱等を背景に、輸出と同様、供給制約の影響を受けやすい状態が続く可能性が高い。見通し期間の後半には、輸出の増加ペースが鈍化するもとで、伸び率が徐々に低下していくと想定している。

（企業収益）

企業収益は、全体として改善している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、既に2021年度上期の時点で感染症拡大前の2019年頃の水準を上回っていたが、2021年10～12月には、新規感染者数が抑制されるもとで一段と改善し、既往ピークである2018年4～6月以来の高水準となった（図表18）。半導体等の供給制約の継続や、原材料コストの上昇は収益の押し下げ要因として作用しているものの、堅調な海外需要を背景とした輸出価格の引き上げや海外子会社からの配当金増加、感染症下での広告費や出張費の削減、さらには雇用調整助成金や時短協力金などの各種の企業支援策が、企業収益の押し上

図表17：鉱工業生産

(季節調整済、2015年=100)



(出所) 経済産業省
 (注) 1. シェード部分は、景気後退局面。
 2. ○は、4、5月の予測指数を用いて算出。

図表18：企業収益

(季節調整済、兆円)

(季節調整済、兆円)



(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。

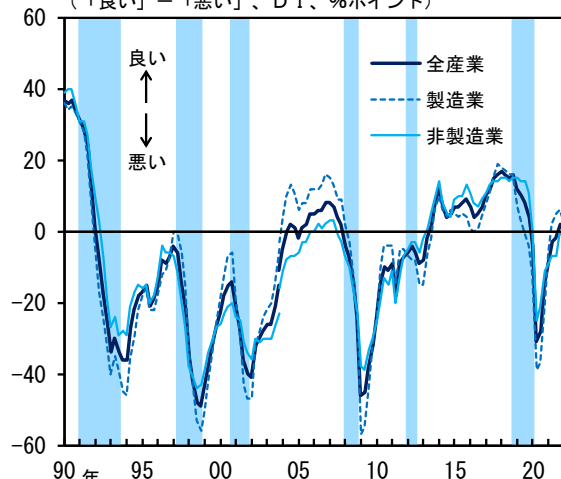
げ要因となっている。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業では、大企業は、供給制約の影響が残るもて自動車とその関連業種は幾分減少したが、素材関連が販売価格の引き上げもあって堅調に推移し、全体でも高水準で推移した。中堅中小企業は、個人消費の持ち直しを背景とする食料品の増益などが全体を押し上げた。非製造業については、大企業、中堅中小企業ともに、個人消費の持ち直しを背景に、対面型サービスや運輸を中心にはっきりと改善した。

企業の業況感は、感染症や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。3月短観の業況判断D I（全産業全規模ベース）をみると、6四半期連続で改善したあと、小幅悪化した（図表19）。業種別にみると、製造業は小幅に悪化したものの、感染症拡大前の2019年12月の水準を引き続き上回っている。原材料コストの上昇が幅広い業種で押し下げに働いたほか、一部の業種では部材の調達難の影響もみられた。一方で、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良好な水準を続けたほか、内外での販売価格引き上げも幅広い業種で業況の下支えに働いたとみられる。非製造業は、情報サービスなどが堅調な需要を反映して改善した一方、対個人サービスや宿泊・飲食サービスが本年入り後のオミクロン株の急拡大の影響を受けてはっきりと悪化したほか、建設などで資材価格上昇の影響がみられたことなどから、全体としても小幅悪化した。

企業収益の先行きを展望すると、このところの資源価格上昇の影響が徐々に顕在化することから、足もとの高い水準からは、いったん弱含む可能性が高い。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、資源価格上昇の影響が徐々に

図表19：業況判断

（「良い」－「悪い」、D I、%ポイント）



（出所）日本銀行

（注）1. 短観の業況判断D I（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。
2. シャドー部分は、景気後退局面。

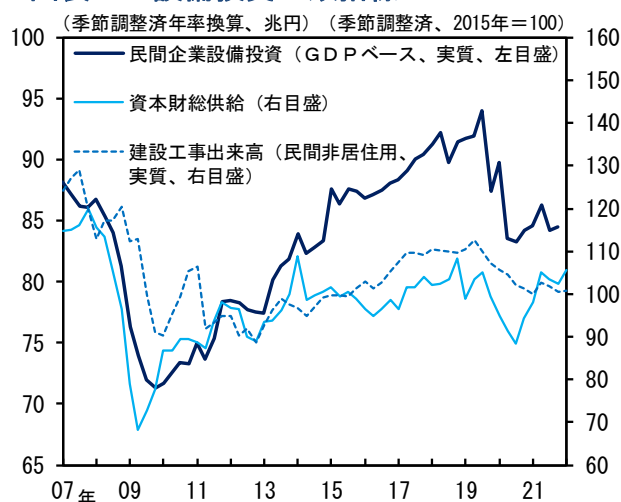
減衰するもとの、経済活動水準の回復やそれに伴う製品価格の上昇を反映して、再び改善していくと予想される。

(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20)。機械投資の一致指標である資本財総供給は、半導体製造装置や建設機械などデジタル・省力化関連等を中心に、増加している。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、振れを伴いつつも、増加している(図表21)。業種別に見ると、製造業は、輸出・生産の増加傾向が続くはん用・生産用・業務用機械や電気機械を中心に、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・道路車両等)が弱い動きを続ける一方で、デジタル関連・省力化投資を進める建設業が増加傾向にあることから、全体として一進一退の動きとなっている。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、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設に弱さが残るものの、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にも支えられて、振れを均してみれば、持ち直している。3月短観における設備投資計画をみると(図表22)、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+4.9%と、資本財の供給制約や感染症の影響を主因に前回12月調査時点からは下方修正されたものの、企業収

図表20：設備投資一致指標



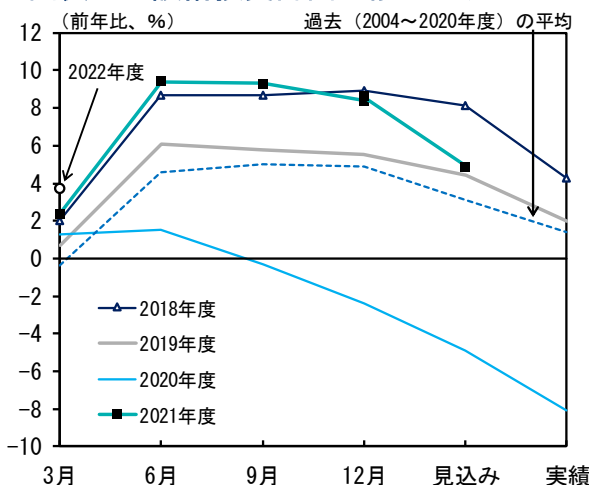
(出所) 内閣府、経済産業省、国土交通省
 (注) 1. 2022/10は、1~2月の値。
 2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表21：設備投資先行指標



(出所) 内閣府、国土交通省
 (注) 2022/10は、1~2月の値。

図表22：設備投資計画の修正パターン

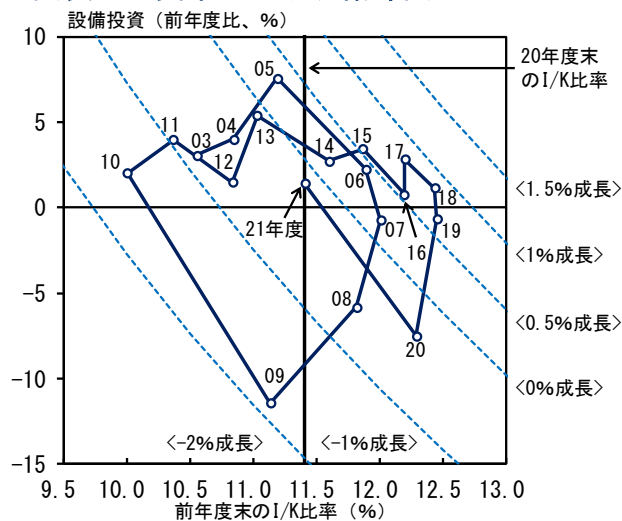


(出所) 日本銀行
 (注) 1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。
 2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。
 2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。
 3. 2021/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

益の改善などを背景に、はっきりとしたプラスでの着地が見込まれている。ただし、部門別にみると、非製造業中小企業では、例年みられる期中計画の上方修正の動きが鈍く、一部業種において、感染症の再拡大や原材料・燃料コスト高の影響が窺われる。今回調査で新たに明らかとなった2022年度は、「全規模全産業+金融機関」で前年比+3.7%と、3月時点としては例年対比高めの増加計画となっている。

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されつつも全体として高水準を維持するも、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。具体的な投資案件としては、①輸出の増加に誘発された機械投資に加えて、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資が考えられる。ただし、感染症等の影響が大きいセクター、具体的には運輸業における鉄道車両・航空機の更新投資や、飲食・宿泊業の建設投資などでは、しばらく弱さが残るとみられる。見通し期間終盤にかけては、内外需要の増勢が鈍化し、資本ストックの蓄積に伴う循環的な調整圧力も作用してくることから、設備投資の増加ペースは鈍化すると考えられる（図表23）。ただし、上述した②～④のように、景気の循環局面にかかわらず中長期的に実施されていく投資案件も少なくないことから、見通し期間終盤においても設備投資の増加局面は続くと想定している。

図表23：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。2021年度は、2021/2～4Qの値。

（雇用・所得環境）

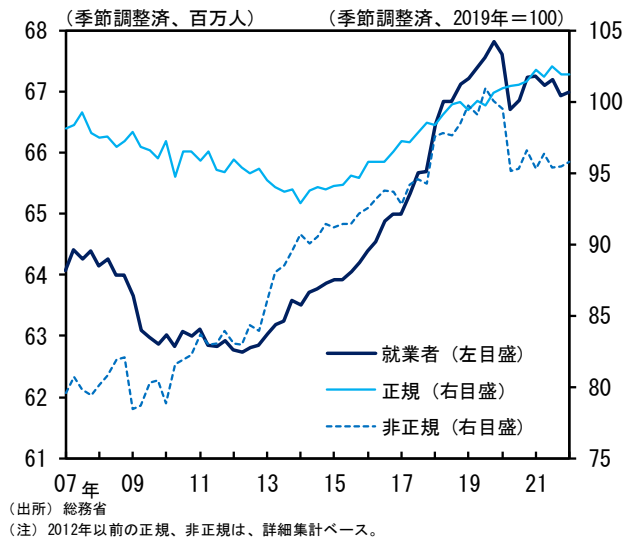
雇用・所得環境をみると、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。

就業者数は、対面型サービス業の非正規雇用を中心に依然低めの水準にある（図表 24）。ただし、正規雇用は、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な増加傾向を続けている。一人当たり労働時間は、水準はなお低めであるものの、持ち直している。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 25）。失業率は、振れを伴いつつも、2%台後半で横ばい圏内の動きを続けている。有効求人倍率は、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 26）。

先行きの雇用者数については、医療・福祉や情報通信、建設といった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、対面型サービス業等の非正規雇用も増加していくとみられる。ただし、当面、企業は企業内に保蔵されている労働力を活用することでも需要増加に対応していくと考えられるため、雇用者数の増加ペースは、経済活動水準の高まりと比較すれば、緩やかなものになると見込まれる。その後は、雇用者数の増加ペースはいったん速まるが、見通し期間の終盤にかけては、人口動態の変化などを反映して、女性や高齢者による労働参加を含め、労働供給が増えにくくなることもあって、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、しばらくは現状程度水準で推移するが、その後は経済活動の回復にラグを伴って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、2020

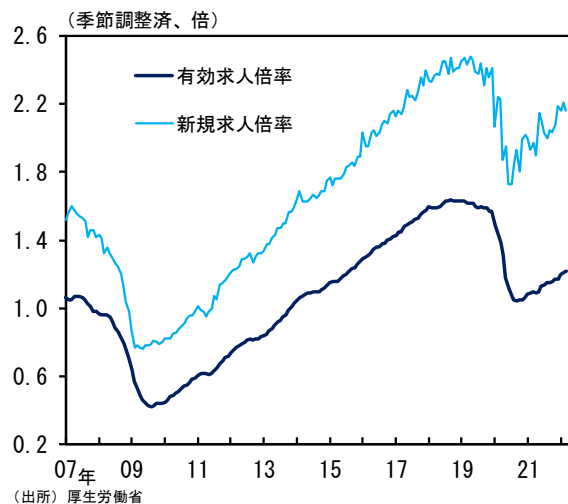
図表24：就業者数



図表25：失業率と労働力率



図表26：求人倍率



年4～6月に大幅に落ち込んだあと、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27、28）¹³。所定内給与は、緩やかな上昇を続けている（図表29）。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、人手不足の状況が続くもとで、前年比では1%弱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、昨年10月の最低賃金の引き上げの影響もあって、振れを伴いつつも1%台前半のプラスで推移している。所定外給与は製造業の生産動向を反映して持ち直し基調にあり、前年比も高めのプラスとなっているが、感染症前の水準をなお大幅に下回っている。特別給与は、企業業績の改善を反映して、大きく落ち込んだ前年の水準からは持ち直しているが、なお低めの水準にとどまっている。

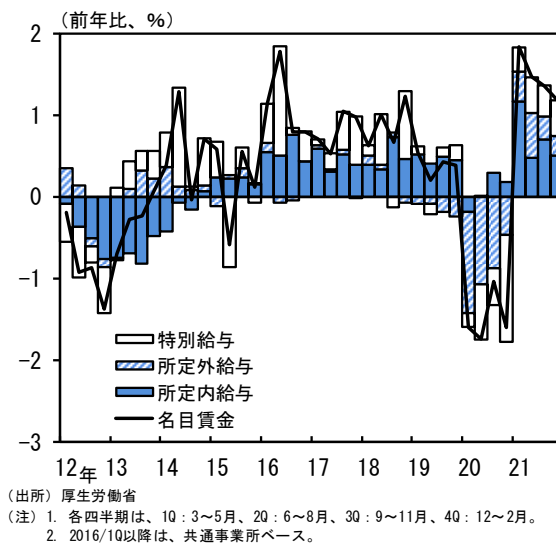
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、今春の労使交渉における賃上げ率の高まりが一般労働者の賃金上昇要因となる一方、非正規雇用の回復に伴うパート比率の上昇が構成変化を通じて下押しに作用することから、全体では伸び率が高まりにくい状況が続くと予想される。その後は、前述のとおり労働供給の増加が見込みにくくなることもあって、正規雇用、非正規雇用ともに労働需給が引き締まっていくも、企業業績の改善や物価上昇率の高まりを背景に、所定内給与の伸び率は高まっていくと考えられる。所定外給与は、「働き方改革」の進展を受けた所定外労働時間の下方トレンドの影響を受けつつも、経済活動の改善を反映して緩やかに増加していくとみられる。特別給与（賞与）は、収益改善から一定のラグを伴いつつも、着実に増加していくと予想さ

¹³ 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事業所ベースを用いて評価している。他方、やや長い目でみた賃金の水準の推移については、よりサンプル数が多い全サンプルベースを用いて評価している。

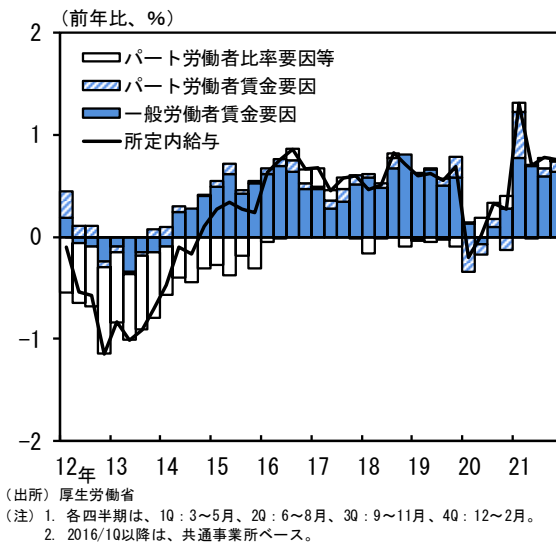
図表27：名目賃金



図表28：名目賃金の要因分解



図表29：所定内給与の要因分解



れる。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、次第に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、緩やかな改善傾向にあるものの、水準はなお低めとなっている（図表30）。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い緩やかな増加を続け、水準も明確に切り上がっていくと予想される。

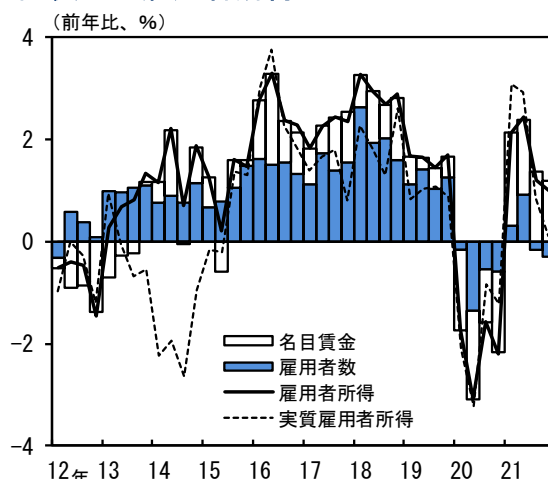
（家計支出）

個人消費は、本年初の感染症再拡大の影響からいったん減少したが、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとの、再び持ち直しつつある。

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）¹⁴をみると、2021年10～12月は新規感染者数が低水準で推移するもとのではっきりと増加したが、1～2月の10～12月対比は、オミクロン株の感染が急速に拡大し、広範な地域でまん延防止等重点措置が適用されるもとの、サービス消費を中心に、-3.8%の減少となった（図表31、32）。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33）、その後のサービス消費は、新規感染者数の減少や3月下旬のまん延防止等重点措置の解除を受けて、慎重さを残しつつも、徐々に持ち直している模様である。この間、財消費は、食料品を中心とした巣ごもり消費もあって、比較的堅調に推移したとみられる。

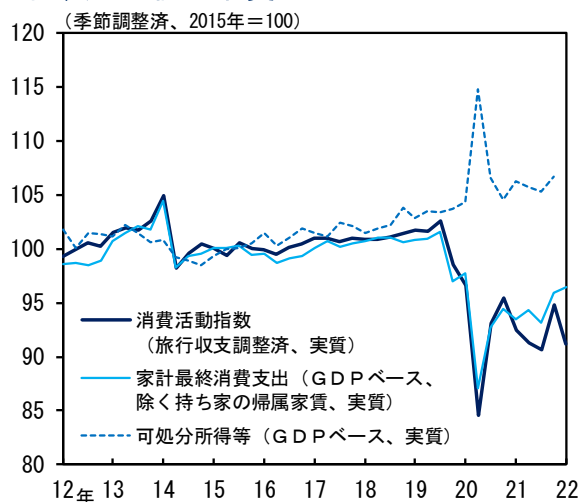
¹⁴ 消費活動指数については、日本銀行調査論文「近年の消費行動の変化を踏まえた消費活動指数の推計方法の見直しについて」（2021年7月）を参照。なお、オンライン消費を明示的に取り込んだ消費活動指数+（プラス）も同様の推移となっているが、オンライン消費の増加を反映して、感染症拡大以降のマイナス幅は若干小さくなっている。

図表30：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。

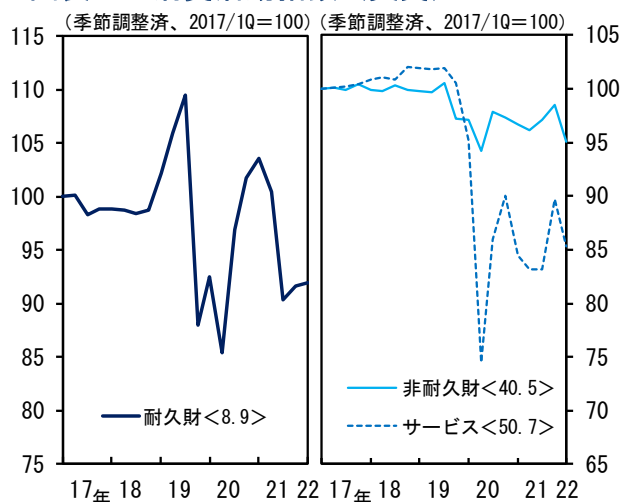
図表31：個人消費



(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）。2022/10は、1～2月の値。
2. 家計最終消費支出の2022/10は、消費総合指数（1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。

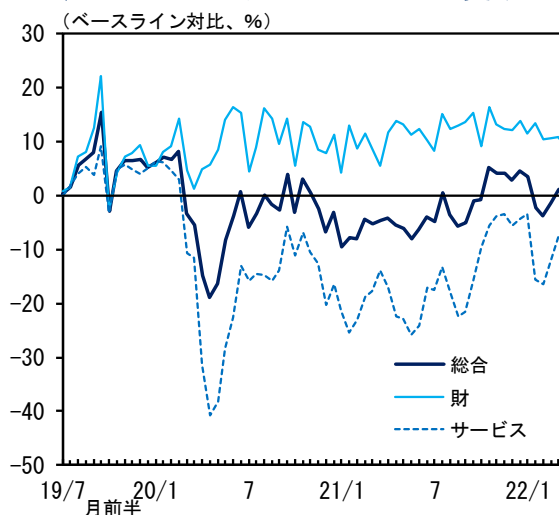
形態別にみると、耐久財消費は、供給制約の影響が残るもとで、全体としては弱めの動きとなっている（図表34）。乗用車の新車登録台数は、昨年12月にかけていったん増加したあと、本年入り後は、世界的な半導体需給のひっ迫が続くもとで、国内での感染症拡大等に伴う一時的な部品調達難の強まりもあって、再び水準を切り下げている。家電販売額は、一部製品の供給制約による品不足の影響が緩和するもとで、堅調に推移している。非耐久財消費は、感染症拡大の影響を受けつつも、均してみれば横ばい圏内で推移している。食料品や日用品については、巣ごもり消費を背景に底堅く推移したあと、足もとでは巣ごもり需要が幾分減退しているとみられる。一方、衣料品や身の回り品は、本年入り後、感染症の再拡大の影響からいったん減少したが、その後は新規感染者数が減少に転じるもとで、改善の動きがみられている。

図表32：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ェイト。
 2022/1Qは、1～2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33：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。

図表34：耐久財消費

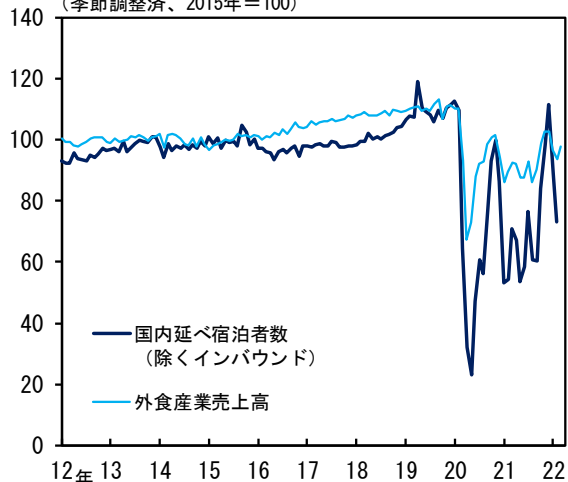


（出所）日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省
 （注）家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

サービス消費は、昨年10～12月に新規感染者数が抑制されるもとではっきりと持ち直したあと、オミクロン株の感染が急速に拡大し、広範な地域でまん延防止等重点措置が適用されるもとの、本年1月後半から2月前半にかけては減少した（前掲図表33、図表35）。その後は、新規感染者数が減少し、3月下旬にはまん延防止等重点措置が解除されたこともあって、徐々に持ち直しているとみられる（図表36、37）。外食は、1月後半以降、感染症の再拡大と時短営業要請等の影響から水準をいったん切り下げたが、3月には持ち直しの動きがみられている。国内旅行は、2月にかけては減少した。企業からのヒアリング情報に基づく、その後は、自治体独自の観光支援策（県民割）の再開などもあって、幾分持ち直している模様である。海外旅行は、渡航制限の継続から、ほぼ皆減の状態が続いている。

図表35：サービス消費

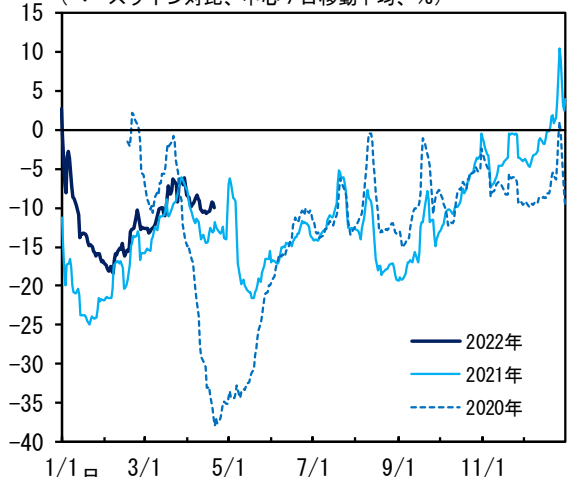
（季節調整済、2015年=100）



（出所）観光庁、日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」

図表36：位置情報に基づく人出の状況

（ベースライン対比、中心7日移動平均、%）

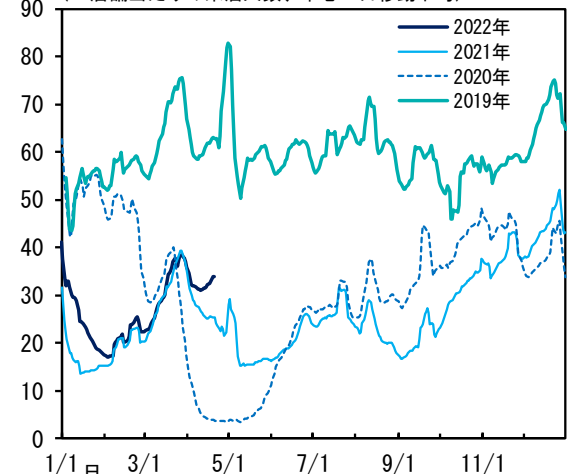


（出所）Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports."
<https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2022/4/28.

- （注）1. ベースラインは、2020/1/3～2/6日の該当曜日の中央値。
 2. レストラン、ショッピングセンター、テーマパーク等の訪問者数。
 3. 直近値は、4/18～24日の平均値。

図表37：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6,000店舗。
 2. 直近値は、4/18～24日の平均値。

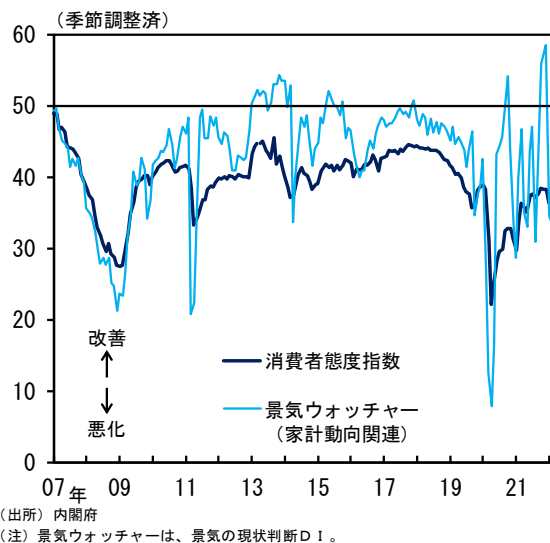
個人消費関連のマインド指標をみると（図表38）、消費者態度指数は、本年入り後、感染症の影響に加えて、物価上昇予想の高まりもあって、悪化している。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）は、1～2月に飲食関連や小売関連など幅広い先で悪化したあと、3月は、値上げによる景況感の下押しが一部にみられたものの、感染症の影響が和らいでいることを背景に、改善した。

先行きの個人消費は、エネルギー・食料品価格の上昇が実質所得の悪化を通じて下押しに作用するものの、感染状況が改善し、ワクチン・治療薬の普及等を受けた感染抑制と経済活動の両立も次第に進んでいくもとの、ペントアップ需要の顕在化などを背景に、回復していくと予想される。その後は、ペントアップ需要の顕在化ペースの鈍化から、テンポは緩やかになるものの、エネルギー価格等の上昇に伴う下押し圧力が減衰し、雇用者所得の改善が続くもとの、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、見通し期間の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39）¹⁵。

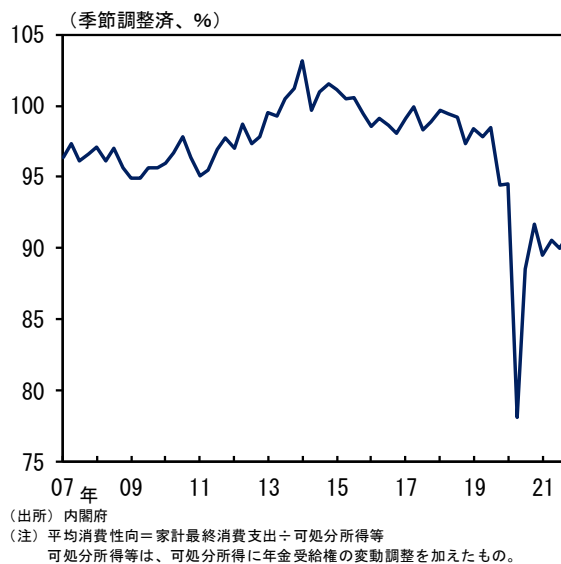
住宅投資は、横ばい圏内の動きとなっている（図表40）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、住宅ローン減税制度見直し前後の振れを伴いつつも、横ばい圏内で推移している。先行きの住宅投資は、当面は振れを伴いつつも横ばい圏内で推移したあと、見通し期間末にかけては、人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドを辿ると考えられる。

¹⁵ 感染症の影響下で消費機会を失ったことなどにより積み上がった手元資金（いわゆる「強制貯蓄」）については、先行き、緩やかに取り崩されていくと想定している。詳しくは2021年4月展望レポートのBOX3を参照。

図表38：個人消費関連のマインド指標



図表39：平均消費性向



図表40：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 41）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、広告がプラス幅を縮小している一方、リース料が物件価格の上昇を反映してプラス幅を拡大しているほか、人件費や燃料費の上昇の影響もあって、0%台後半のプラスで推移している。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、0%台後半のプラスとなっている（図表 42）。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をみると¹⁶、プラス幅は緩やかに拡大しており、足もとでは1%弱となっている（前掲図表 41、図表 43）。

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、財では上昇ペースが速まっているほか、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、若干のマイナスに転じている（図表 43）。財は、食料工業製品における原材料コストの転嫁を主因に、プラス幅が拡大している。一般サービスでは、外食や家事関連サービスにおいて、原材料コストや人件費を緩やかに転嫁する動きがみられている。公共料金については、昨年初の火災・地震保険料引き上げの影響

¹⁶ 「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41：物価関連指標

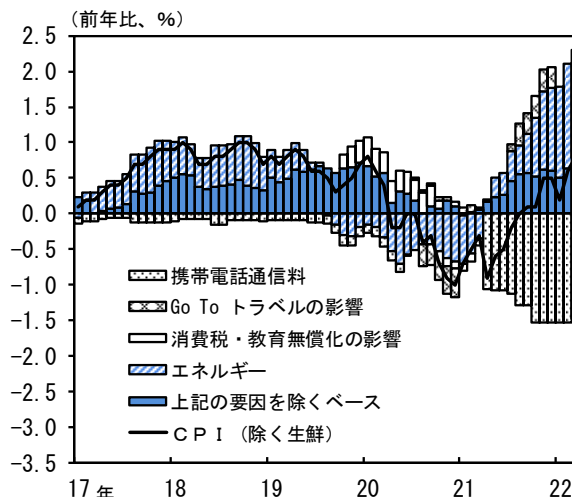
	(前年比、%)			
	21/2Q	21/3Q	21/4Q	22/1Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	-0.6	0.0	0.4	0.6
携帯電話通信料等の影響を除く	0.4	1.0	1.7	2.1
除く生鮮・エネルギー	-0.9	-0.5	-0.7	-0.9
携帯電話通信料等の影響を除く	0.2	0.6	0.6	0.7
国内企業物価指数 (前期比)	2.5	1.9	2.5	2.2
企業向けサービス価格指数	1.0	0.8	0.8	0.9
GDPデフレーター	-1.1	-1.2	-1.3	
内需デフレーター	0.3	0.5	1.1	

(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。

図表42：CPI (除く生鮮)

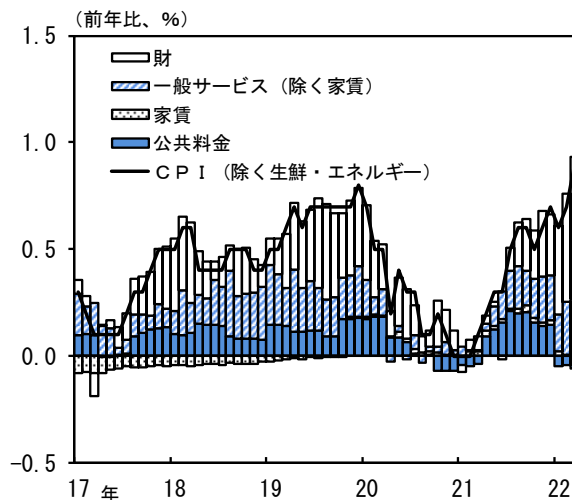


(出所) 総務省

(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43：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。

が剥落するもとの、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に転じている。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 44）¹⁷、刈込平均値は、食料工業製品が幅広く上昇するもとの、1%強まで上昇している。加重中央値や、一部品目の動きに左右されにくい最頻値は、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映じて、小幅のプラスとなっている。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着実に増えていることから、「上昇」超幅は拡大傾向を続けている（図表 45）。

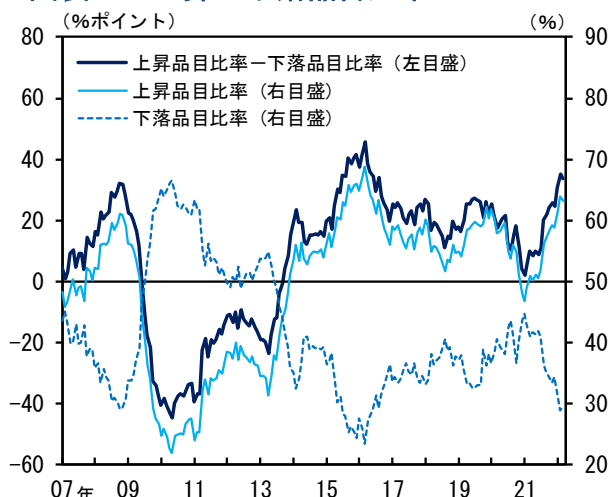
この間、内需デフレーターをみると、個人消費デフレーターが前年比で0%程度となっている一方、資材価格等の上昇を反映して設備投資や住宅投資等のデフレーターがはっきりと上昇していることから、前年比は1%程度のプラスとなっている（前掲図表 41）。一方、GDPデフレーターの前年比は、原油価格などの動きを反映した輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、-1%台前半のマイナスとなっている。

図表44：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45：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。

¹⁷ 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）

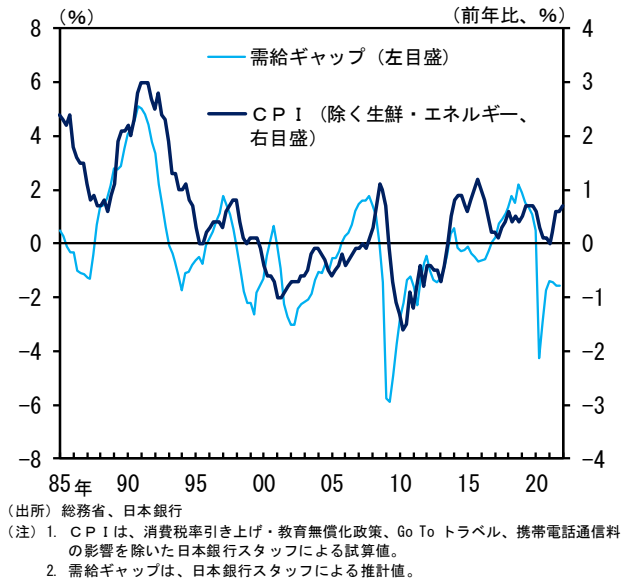
先行きの物価情勢を展望するにあたり、物価上昇率を規定する主な要因について点検する。第1に、マクロ的な需給ギャップについては、先行き、交易条件の悪化等による景気下押しの影響を受けつつも、経済が潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとの、2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される（前掲図表3、図表46）。

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おり（図表47、48）、先行きも上昇傾向を辿るとみられる。すなわち、「適格的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していくもとの、現実の物価や賃金が上昇していくことが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられる。

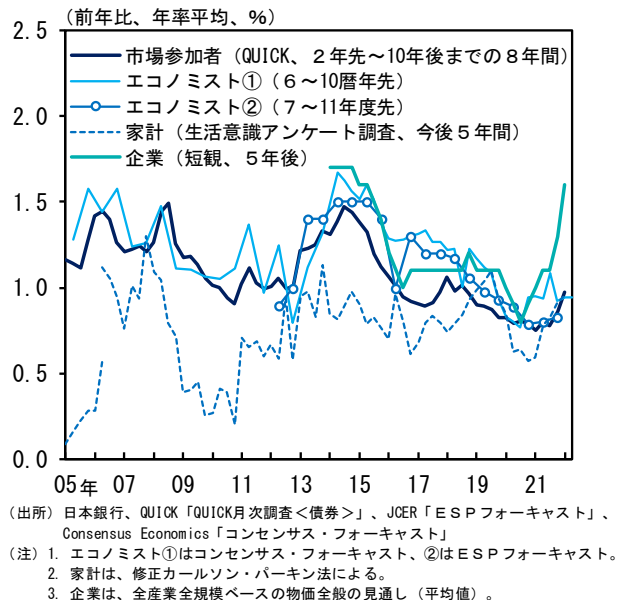
第3に、輸入物価をみると、ロシアのウクライナ侵攻などを受けて、原油などのエネルギー関連や、小麦など穀物の国際商品市況が急騰していることを主因に、大幅な上昇が続いている。この間、銅の国際商品市況も、既往最高値圏で推移している（図表49）。国際商品市況の上昇やそのもとの最近の国内企業物価の上昇は、川上から川下へと徐々に転嫁され、最終的には、消費者物価を押し上げる要因となる¹⁸。当面、石油製品や電気代・都市ガス代などのエネルギー価格の上昇に加え、

¹⁸ BOX2ではエネルギー価格の上昇が消費者物価に与える影響について、BOX3では食料品を中心とした原材料コストの上昇が消費者物価に与える影響について、それぞれ整理している。

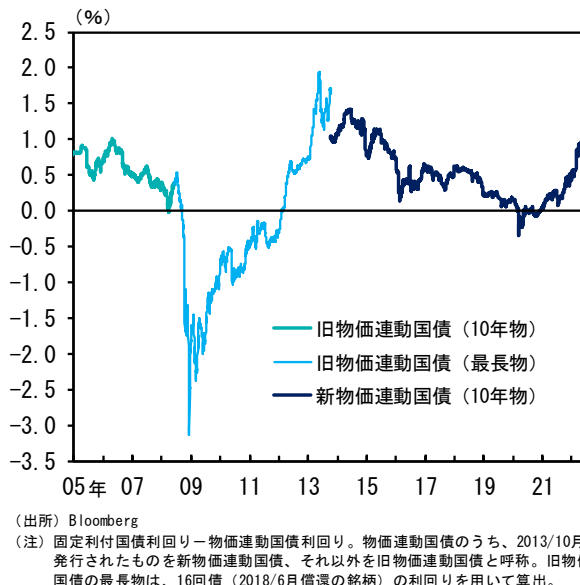
図表46：CPIと需給ギャップ



図表47：予想物価上昇率（各種調査）



図表48：予想物価上昇率（BEI）



食料品や外食を中心としたコスト転嫁の動きも、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し上げる要因として作用すると予想される。

（物価の先行き）

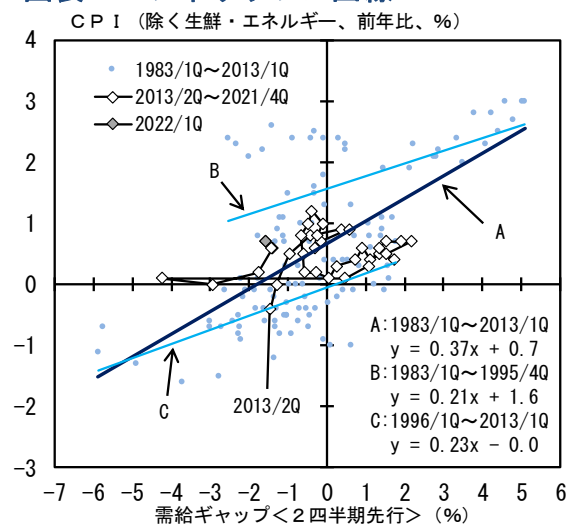
以上の基本的な考え方を踏まえると、携帯電話通信料等の一時的な要因を除くベースの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、当面、食料品などで原材料コストの転嫁が進むもとで、プラス幅を拡大していくとみられる。その後も、需給ギャップが、交易条件悪化等の影響を受けつつも引き続き改善していくことに加え、中長期的な予想物価上昇率が、「適格的」、「フォワードルッキング」双方の期待形成メカニズムを通じて高まっていくことから、エネルギーや一時的な要因を除くベースの消費者物価の前年比は緩やかながらも着実に高まっていくと考えられる（図表50）。

そのうえで、エネルギー価格のほか、携帯電話通信料の影響を含む消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると¹⁹、本年4月には、ガソリンなどの石油製品価格が高めで推移するなかで²⁰、前年4月の携帯電話通信料の値下げ寄与が剥落することから、プラス幅がはっきりと拡大する可能性が高い。その後についても、①これまでの原油価格上昇等を反映して電気代や都市ガス代の上昇が続き、②2021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もとで、③食料品等を中心にエネ

図表49：国際商品市況



図表50：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。
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

¹⁹ Go To トラベル事業が再開され、割引が消費者物価の宿泊料に反映されれば、その実施期間について、物価の押し下げ要因となる。

²⁰ 政府は昨年12月、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・輸入事業者へ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。この点については、BOX 2を参照。

ルギー以外の分野でも価格転嫁が進んでいくことから、当分の間、高めの前年比プラス幅が続くと見込まれる。その後は、エネルギー価格等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。

3. わが国の金融情勢

(金融環境)

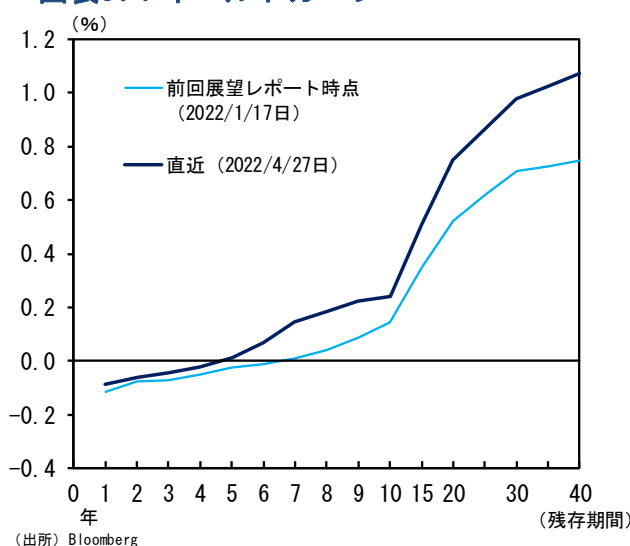
わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。

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51）。すなわち、日本銀行が、長期国債、短期国債ともに、指値オペも含め上限を設けず必要な金額の買入れを行うもとの、前回の展望レポート時点対比では水準を幾分切り上げつつも、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年物国債金利も、前回展望レポート時点から上昇し、足もとでは0%台後半で推移している。

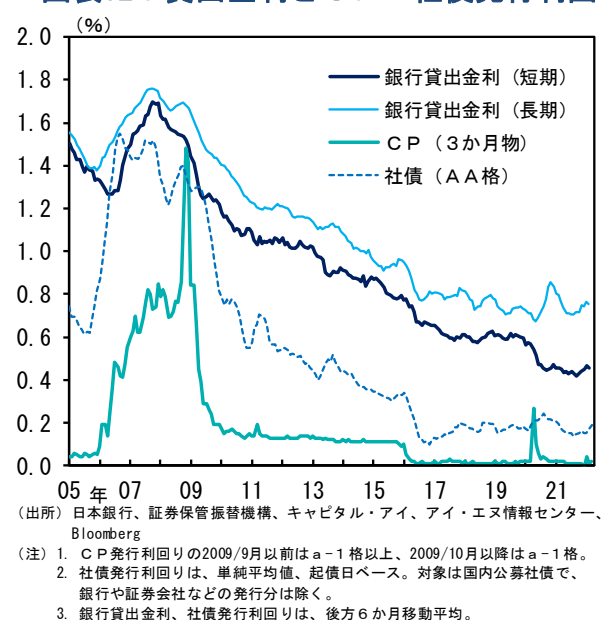
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表52）。CPの発行金利をみると、日本銀行が感染症対応として行ってきたCP等買入れの増額措置が終了した4月以降も、良好な発行環境が維持されるもとの、きわめて低い水準で推移している。社債市場では、ロシアによるウクライナ侵攻等もあって市場のボラティリティが上昇するもとの、起債延期の動きも一部でみられたが、総じて良好な発行環境が維持されており、発行金利もきわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

企業の資金調達の容易さという観点から、企業からみた金融機関の貸出態度を短観のDIでみると、大企業は感染症拡大前と比べ幾分低下した水

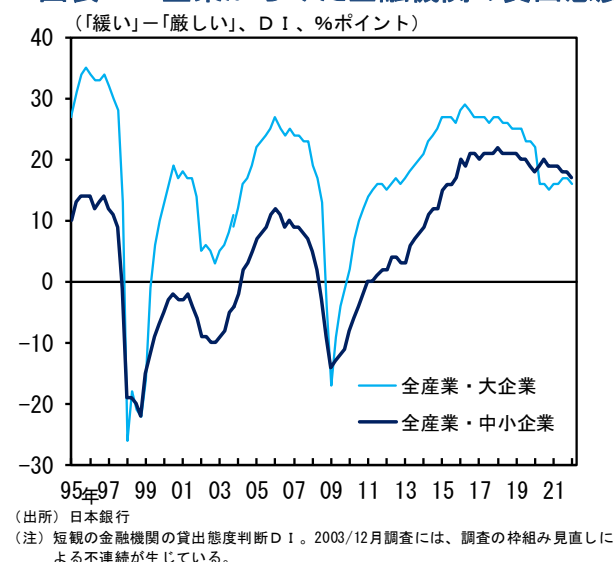
図表51：イールドカーブ



図表52：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表53：企業からみた金融機関の貸出態度

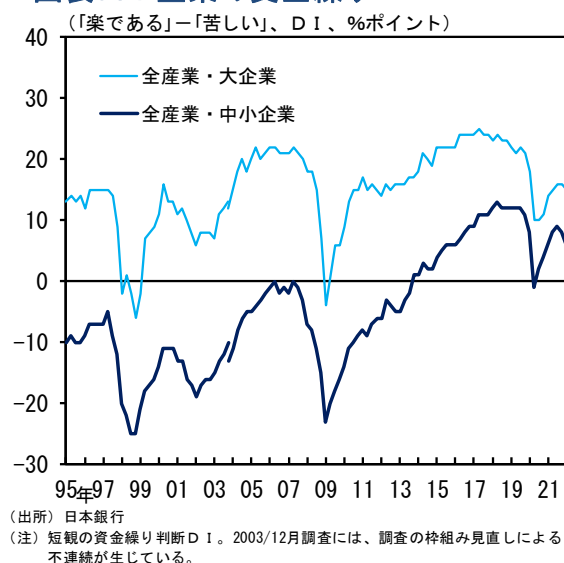


準となっているものの、日本銀行・政府による資金繰り支援策や、金融機関の取り組みに支えられて、全体としてみれば緩和的な水準を維持している（図表 53）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心になお厳しさが残っており、足もとでは原材料コスト上昇の影響もみられるが、全体としては経済の持ち直しに伴い改善傾向にある（図表 54）。

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、前年比も幾分上昇している（図表 55）。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つつも、足もとでは前年比8%程度のプラスとなっており、残高は688兆円（対名目GDP比率は127%²¹）となっている。マネーストック（M2）の前年比も、貸出残高などの動きを反映して伸びが低下しているが、財政支出の増加を背景に、3%台半ばのプラスを維持している（図表 56）。

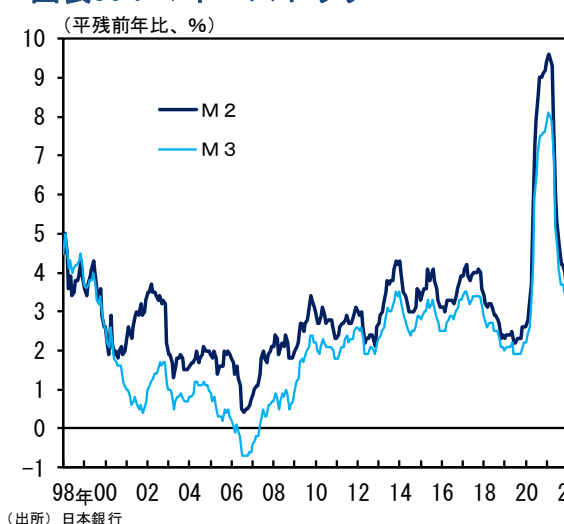
図表54：企業の資金繰り



図表55：貸出残高とCP・社債発行残高



図表56：マネーストック



²¹ マネタリーベースは2022年3月末時点、名目GDPは2021年10～12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、米国を中心に金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるなかで、ロシアによるウクライナ侵攻に伴う不確実性の高まりや資源価格上昇などの影響もあって、全体として振れの大きな展開となっている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、ウクライナ情勢を受けた安全資産需要の高まりから低下する局面もみられたが、米欧で既に高進しているインフレが、最近の資源価格上昇により一段と加速し、米国F R Bによる金融緩和の縮小ペースも加速することが意識されるも、はつきりと上昇している(図表57)。

円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、ウクライナ情勢に伴う不確実性の高まりから幾分拡大したが、なお低水準で推移している(図表58)。

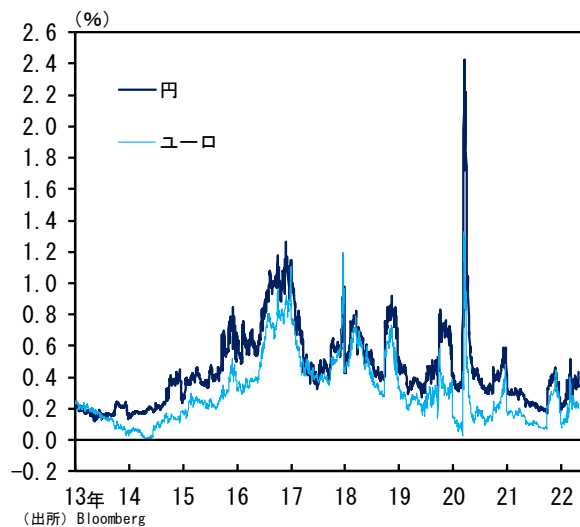
株式市場をみると、米欧の株価は、長期金利の上昇やウクライナ情勢に伴うリスクセンチメントの悪化を受けて、大きめに下落したあと、振れを伴いつつ横ばい圏内で推移している(図表59、60)。ただし、欧州の株価は、ロシアとの経済・貿易面での結びつきの強さが意識され、下落幅が大きめとなっている。わが国の株価は、概ね米国株に連れて、変動している。新興国株価は、資源高の経済への影響や感染状況などに応じて、国・地域ごとにばらつきがみられるものの、全体としては、中国での感染急拡大を受けた厳格な公衆衛生上の措置の影響もあって、アジア株を中心に下落している。

わが国の不動産投資信託(J-R E I T)市場をみると、J-R E I T価格は、米国R E I T価格に連れて、下落したあと反発している(図表61)。

図表57：主要国の長期金利（10年物国債）

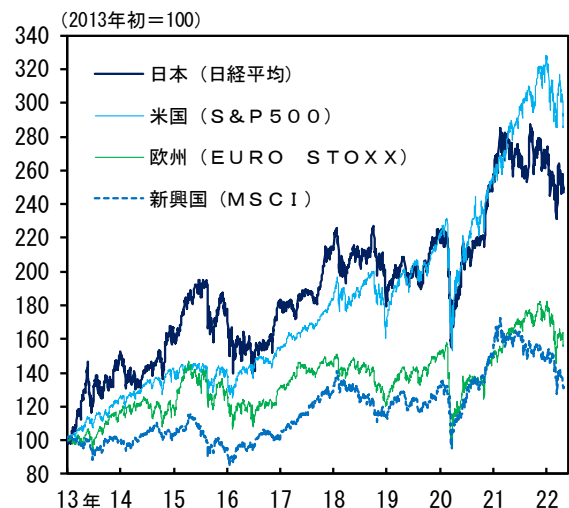


図表58：ドル資金調達プレミアム



(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O I S、ユーロ金利は19/10/3日以前はO I S (E O N I Aベース)、19/10/4日以降はO I S (€ S T Rベース)、ドル金利は19/1/2日以前はO I S、19/1/3日以降はS O F Rを使用。

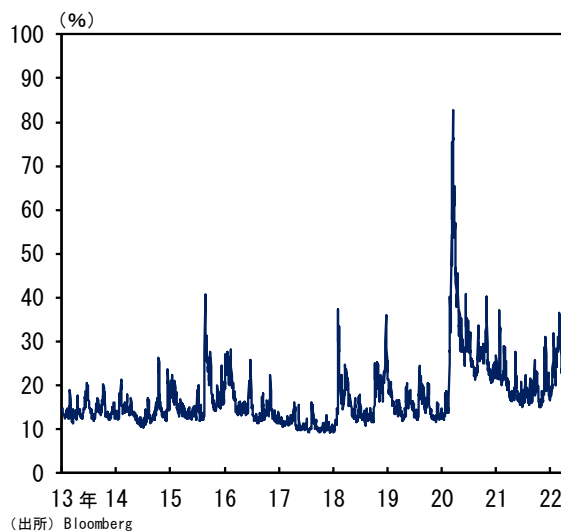
図表59：主要株価指数



(注) 新興国は、M S C I エマージング(現地通貨建て)を利用。

為替市場をみると、ロシアによるウクライナ侵攻直後の局面では、安全資産需要の高まりから、ドルと円がともに買われ、円の対ドル相場は、横ばい圏内で推移した（図表 62）。その後は、資源価格の上昇を背景に、米国を含めた資源産出国の通貨が全般的に上昇するもとの、円の対ドル相場は、日米間の金融政策の方向性の違いが意識されていることに加え、本邦輸入企業のドル買いの動きなどもあって、ドル高・円安方向の動きとなっている。円の対ユーロ相場は、ロシアによるウクライナ侵攻直後にユーロ安・円高の動きとなったが、その後は、欧州金利の上昇を受けてユーロ高・円安方向で推移している。

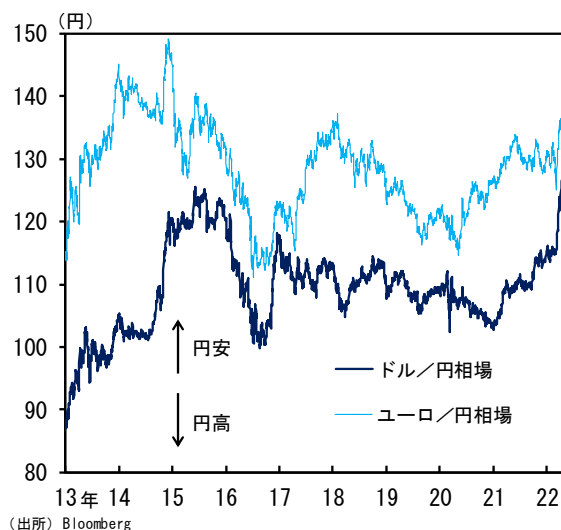
図表60：株価のボラティリティ（VIX）



図表61：主要REIT指数



図表62：ドル円・ユーロ円相場

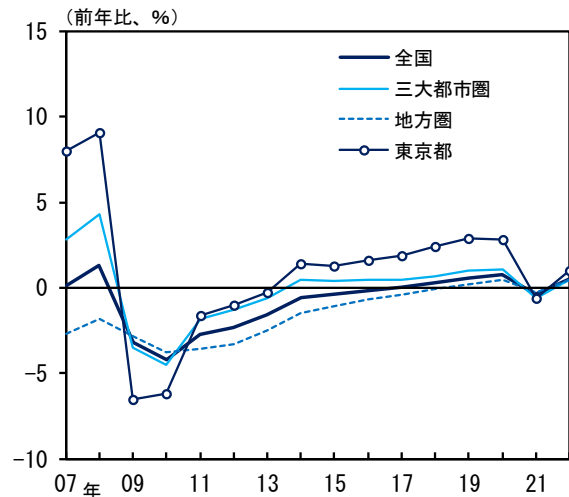


(地価)

地価は、感染症の影響から小幅に下落したあと、足もとでは、経済の持ち直しを受けて上昇に転じている。2022年の地価公示（1月1日時点）で地価の前年比をみると、住宅地、商業地ともに、ゼロ%台半ばのプラスとなっている（図表63、64）。東京、大阪、名古屋の三大都市圏をみると、住宅地はいずれも上昇に転じたほか、商業地は、横ばいとなった大阪を除き、若干ながらも前年比プラスに転じている。地方圏でも、主要都市が牽引し、住宅地、商業地ともに若干のプラスに転じている。

以上

図表63：地価（住宅地）

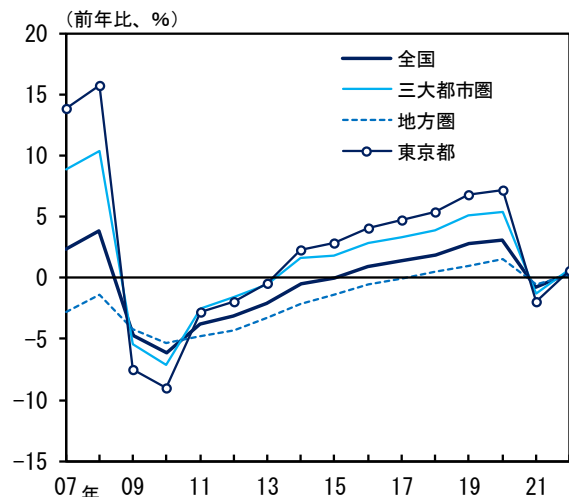


(出所) 国土交通省

(注) 1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

図表64：地価（商業地）



(出所) 国土交通省

(注) 1. 公示地価ベース（1月1日時点）。

2. 三大都市圏とは、東京圏（東京、神奈川、埼玉、千葉、茨城）、大阪圏（大阪、兵庫、京都、奈良）、名古屋圏（愛知、三重）を指す。地方圏とは、三大都市圏以外を指す。

(BOX 1) ウクライナ情勢が海外経済に及ぼす影響

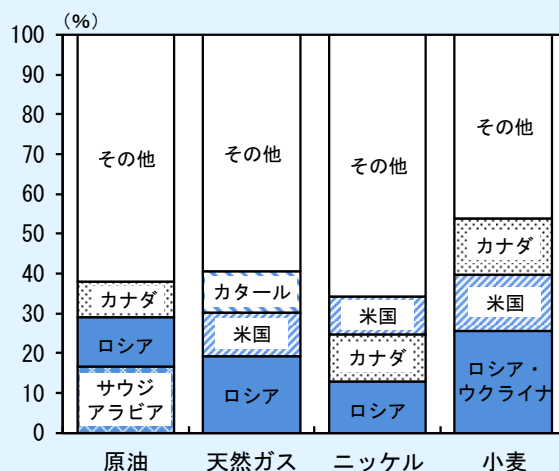
海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。もっとも、ウクライナ情勢を受けて、海外経済を巡る不確実性が高まっている。本BOXでは、ウクライナ情勢が海外経済に及ぼす影響について、①国際商品市況の上昇、②ロシア関連貿易の縮小や物流面での遅延・停滞、③コンフィデンスの悪化、という3つの波及経路に沿って、現状を含め整理する。

まず、ロシアやウクライナのGDPが世界に占めるシェアをみると、それぞれ1.9%、0.2%（市場価格ベース、2020年）と比較的小さい。もっとも、エネルギーや一部の金属類、穀物において世界貿易に占める割合は大きい（図表B1-1）。また、ロシアの貿易構造は、輸出・輸入ともに4割程度を占めるEUとの結びつきが強い（図表B1-2）。

そのうえで、国際商品市況をみると、ウクライナ情勢を受けた、天然ガス・原油等の資源や穀物の輸出シェアが高いロシアや周辺地域からの供給減少懸念の強まりを背景として、エネルギー価格や金属・穀物価格が上昇している（後掲図表B4-1）。とりわけ、天然ガス価格の大幅な上昇については、ロシアへの依存度が高いユーロ圏において、供給が途絶するリスクへの警戒感が強まっていることが背景にある（図表B1-3）。こうした市況の上昇は、グローバルにインフレを加速させるほか、ロシアからの天然ガスへの依存度が高いユーロ圏や、資源・穀物を輸入に依存している新興国を中心に、消費・生産の抑制を通じて、海外経済を下押しすると考えられる。

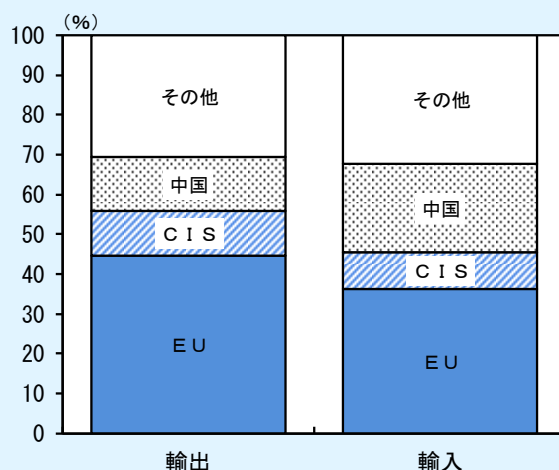
また、貿易・物流面では、感染症からの経済再開のもとでのサプライチェーンの混乱等を背景とした供給制約が長期化するなかで、ロシア関連の

図表B1-1：世界輸出シェア（品目別）



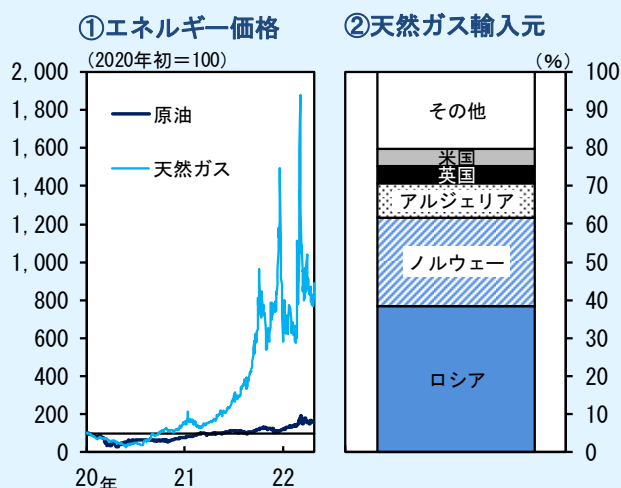
（出所）BP, Trade Map, International Trade Centre:
<https://marketanalysis.intracen.org>
 （注）2020年の値。原油と天然ガスは数量ベース、その他は金額ベース。

図表B1-2：ロシアの貿易相手国



（出所）Haver
 （注）2019年の値。CISは、外務省が定義するCommonwealth of Independent Statesを示す。

図表B1-3：ユーロ圏のエネルギー動向



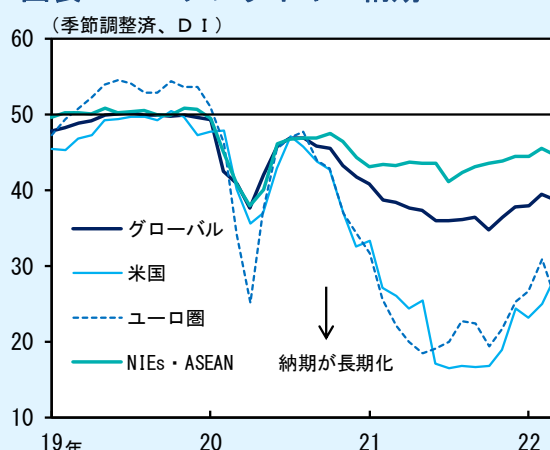
（出所）Bloomberg, Eurostat
 （注）1. 原油はブレント、天然ガスはオランダTTFの先物価格。
 2. 天然ガス輸入元は2020年の値。ユーロ圏における天然ガスの域外輸入量に占める各国のシェア。

貿易縮小や周辺地域等における物流面での遅延・停滞の影響が一部にみられるものの、今のところ、その影響が急速にグローバルな広がりをみせている姿とはなっていない（図表 B1-4）。もっとも、先行きについて、そうした影響は、地理的・経済的に結びつきの強いユーロ圏を中心に及ぶと考えられ、サプライチェーンを介してグローバルに供給制約を強める恐れもある。

コンフィデンス面をみると、ユーロ圏の消費者コンフィデンスは、ロシアとの経済的な結びつきの強さを背景としたエネルギー価格の高止まり懸念などから、大幅に悪化しているものの、米国や新興国では大きな変化はみられていない（図表 B1-5）。また、グローバルな製造業の業況感をみると、資源輸出国であるラ米では上昇するなど、総じてみれば、先進国・新興国ともに改善を続けており、ウクライナ情勢の悪化に伴う企業マインドや生産活動への影響は、今のところ限定的なものにとどまっている（図表 B1-6）。先行きについては、物価高騰が、家計の支出意欲へ悪影響を及ぼす可能性や、国際金融資本市場での不安定な動きなどによって、企業マインドが悪化し、設備投資の減退を招く可能性にも留意する必要がある。

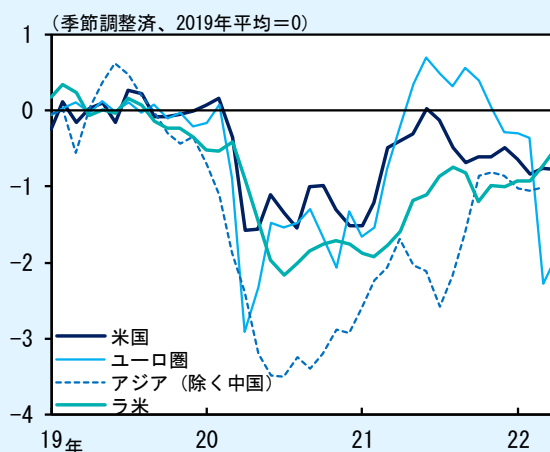
先行きの海外経済は、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも、感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、総じてみれば回復を続けるとみられる。ただし、資源・穀物価格の上昇や貿易面への影響などを背景に、回復の足取りは各国間で不均一なものとなる可能性が高い。また、ウクライナ情勢を巡る不確実性は極めて大きく、先行きを巡るリスクは、当面、経済については下方に厚く、物価については上振れに注意が必要である。

図表B1-4：サプライヤー納期PMI



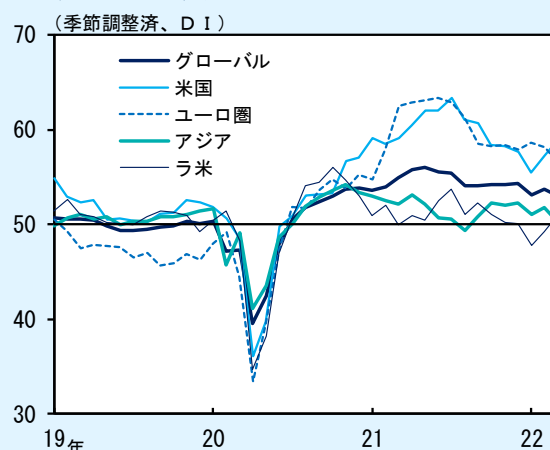
(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved., Haver, IMF
 (注) 1. サプライヤー納期PMIは、製造業PMIのサプライヤー納期指数。グローバルは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。
 2. NIEs・ASEANは、主要7か国・地域をIMF公表のGDPウエイトによって加重平均したものの。

図表B1-5：消費者コンフィデンス



(出所) Haver, CEIC, IMF
 (注) 1. 米国はコンファレンス・ボード公表値。ユーロ圏は欧州委員会公表値。アジア（除く中国）はNIEs・ASEANの主要4か国・地域の当局公表値とインドのIpsos公表値を、ラ米は主要3か国のIpsos公表値を、IMF公表のGDPウエイトによって加重平均したものの。
 2. 日本銀行スタッフ算出。米国・欧州は2000～2019年の標準偏差を用いて基準化。その他の国・地域は2000年以降で適及可能な期間の標準偏差を用いて基準化。

図表B1-6：製造業PMI



(出所) Copyright © 2022 by S&P Global Market Intelligence, a division of S&P Global Inc. All rights reserved., Haver, IMF
 (注) 1. グローバルは、J.P. Morganグローバル製造業PMI。
 2. アジアは主要11か国・地域を、ラ米は主要3か国を、IMF公表のGDPウエイトによって加重平均したものの。

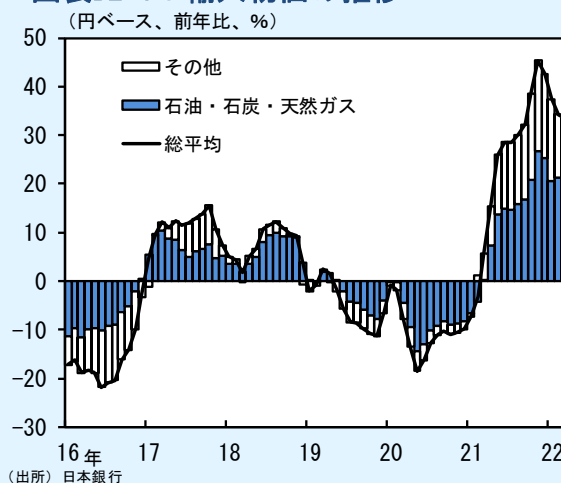
(BOX 2) エネルギー輸入価格の上昇が消費者物価に与える影響

わが国の輸入物価はこのところ大幅に上昇しているが、その多くは国際商品市況関連、とりわけエネルギー関連品目の値上がりで説明される(図表 B2-1)。原油、液化天然ガス(LNG)、石炭(一般炭)の輸入価格は、2020 年の後半から、世界的な需要回復を基本的な背景に、脱炭素化の国際的な潮流に伴う化石燃料の生産設備への投資抑制という供給面の要因も加わって、上昇傾向を続けてきた。さらに足もとにかけては、ロシアのウクライナ侵攻に伴う供給不安や地政学的リスクの高まりを主因に、一段と上昇している(図表 B2-2)。こうしたもとで、わが国の消費者物価段階でのエネルギー価格も大幅に上昇しており、本年3月時点では消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を+1.5%ポイント程度と大幅に押し上げている(前掲図表 42)。本BOXでは、こうしたエネルギー関連の輸入価格上昇がわが国の消費者物価に与える影響について、石油製品と電気代への影響を中心に整理する。

エネルギー関連の輸入価格上昇が、消費者物価指数のエネルギー価格に及ぼす影響の大きさや波及のタイミングは、「石油製品(ガソリン、灯油等)」と「電気代・都市ガス代」で異なる。まず、「石油製品」のうち最もウエイトが大きいガソリンについて、小売価格の動きをみると、円建てでみた原油市況や原油輸入価格の変動を速やかに反映して、2020 年後半以降、上昇傾向をたどってきた(図表 B2-3)。ただし、政府は昨年12月に、燃料油価格の急激な上昇抑制を企図して石油元売・輸入事業者に補助金を支給する政策を導入しており²²、

²² 当該補助金は、ガソリンのほか、軽油、灯油、重油等の燃料油にも適用され、このうちガソリンと灯油は消費者物価指数の調査対象品目である。

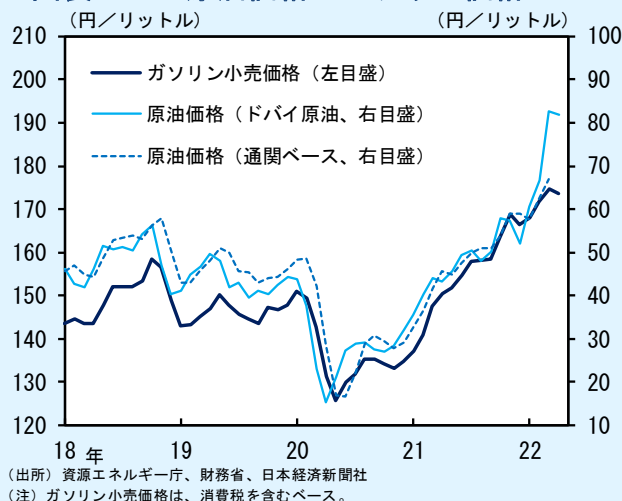
図表B2-1：輸入物価の推移



図表B2-2：エネルギー関連品目の輸入価格



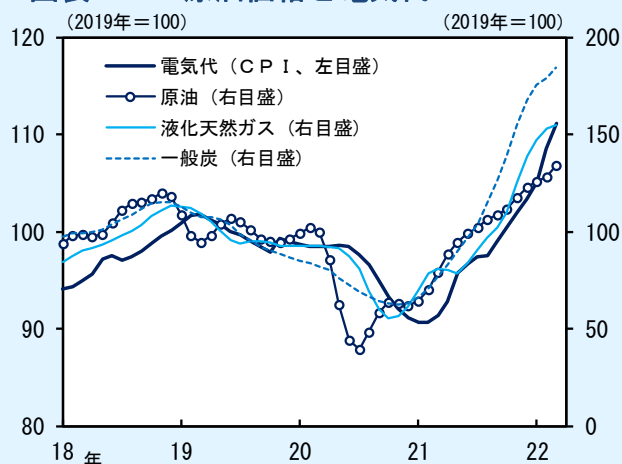
図表B2-3：原油価格とガソリン価格



足もとでは、ガソリン価格の上昇幅は、原油の輸入価格対比で抑えられている。先行きもこうした施策が実施される間は、原油価格が高水準で推移した場合でも、ガソリン価格の上昇は抑制されると考えられる²³。

次に、エネルギー価格のうち「電気代」は、燃料費調整制度のもとで、電力会社ごとに、原油、LNG、一般炭の3～5か月前の平均輸入価格(加重平均値)に基づいて決定される²⁴。このため、消費者物価の電気代も、原油などの市況・輸入価格から一定のラグを伴う形で変動している(図表B2-4)。なお、わが国の大手電力会社は、LNGや一般炭の多くを長期契約で購入しているため、最近高騰しているスポット市況と比較すれば、値上がり幅は抑制されている。一方、LNGの契約価格は、数か月前の原油市況に連動して決定されることが多いため、先行きについては、これまでの原油市況上昇の影響から、LNGの輸入価格は一段と上昇する可能性が高い。こうしたLNGの価格形成プロセスや燃料費調整制度を踏まえると、電気代は、これまでの原油市況等の上昇から幾分ラグを引いて、2022年度の後半にかけて消費者物価(除く生鮮食品)の前年比を押し上げる方向に作用し続けると予想される。ただし、燃料費調整制度に基づくエネルギーコスト上昇の家庭向け電気代への転嫁については、電力会社ごとに定められた上限がある。それを超えたコスト部分については、この上限が変更されない限りは、家計には転嫁されず、消費者物価指数にも影響を与えない。

図表B2-4：原油価格と電気代



(出所) 総務省、財務省

(注) 1. 原油、液化天然ガス、一般炭は、通関ベース。後方3か月移動平均。

2. 電気代は、消費税を含むベース。

²³ 政府は本年4月に原油価格・物価高騰等総合緊急対策を取りまとめており、当該補助金についても拡充・延長することとしている。

²⁴ 都市ガス代についても、電気代とほぼ同様の価格転嫁の仕組みとなっている。

最後に、エネルギー関連の輸入価格上昇は、エネルギー以外の消費者物価に対しては、①中間投入コスト上昇を介した押し上げ効果を有する一方（BOX 3も参照）、②交易条件の悪化による実体経済、ひいては需給ギャップの下押しを通じた押し下げ効果（BOX 4も参照）も有する。エネルギー関連の輸入価格上昇が消費者物価全体に及ぼす影響を考える際には、先に述べたエネルギー価格に対する直接的な影響に加え、こうしたエネルギー以外の消費者物価への波及も勘案する必要がある。

(BOX 3) 中間投入コストの上昇と消費者物価との関係：食料品を中心に

今回の展望レポートでは、原材料コストの上昇は、エネルギーや食料品などを中心に、消費者物価に転嫁されていくと予想している。最近の状況をみると、とりわけロシアのウクライナ侵攻後は、エネルギー、食料品、非鉄金属といった輸入原材料のコストが一段と大きく上昇しているほか、食料品については、最終需要段階での転嫁ペースも速まりつつあるように窺われる。本BOXでは、エネルギー以外の分野における原材料等のコストの動向とその転嫁状況について、食料品を中心に、改めて整理・分析する（エネルギーコスト上昇の影響については、BOX 2を参照）。

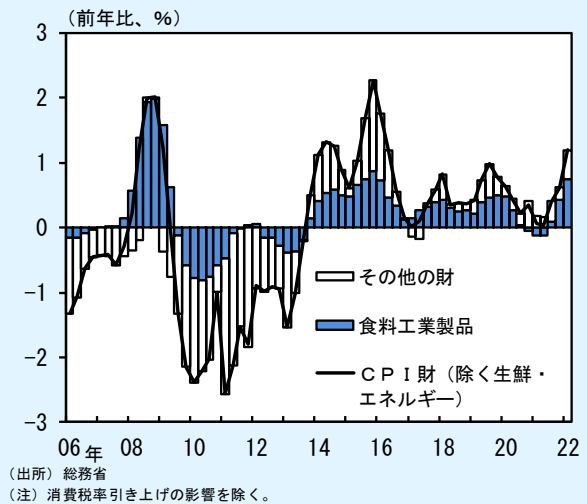
最初に、消費者物価における財価格（除く生鮮食品・エネルギー）の動向を確認しておく、食料品（除く生鮮食品）を中心に、伸び率を着実に高めており、小売価格へのコスト転嫁が進みつつあると考えられる（図表 B3-1）。

こうしたコスト面からの価格上昇圧力を定量的に把握するため、産業連関表の取引構造を前提に、各種の消費財の生産にかかる「中間投入コスト指数」を試算した²⁵。同指数は、原油などのエネルギーや一部の穀物（小麦等）、非鉄金属（アルミニウム、ニッケル等）といった原材料コストの上昇に加えて、各種部品や、物流などサービス分野での投入コストの上昇の影響も加味している。

わが国の消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー

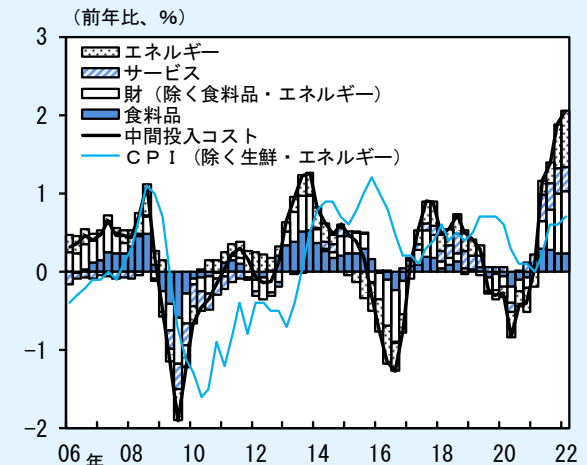
²⁵ 中間投入コスト指数は、各種中間財の価格の変化率に、それぞれの中投入比率（国内生産額に占める割合）を掛け合わせ、消費支出ウエイトで加重平均したもの。なお、サービスの投入コストをより正確に評価する観点から、2021年7月展望レポートBOX 3で使用した中間投入コスト指数について、集計する投入サービスのカバレッジを拡充している。

図表B3-1：財価格（除く生鮮・エネルギー）

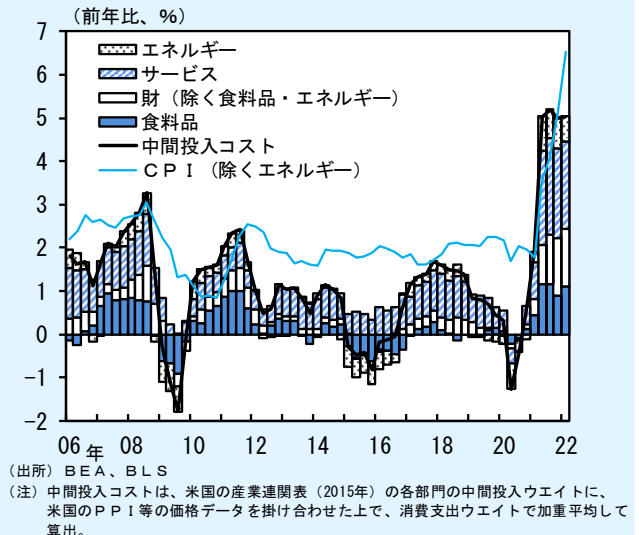


図表B3-2：中間投入コスト

①日本



②米国



一)全体に対応する中間投入コスト指数をみると、①過去、消費者物価に先行して動く傾向がみられるほか、②足もとの前年比上昇率は、既に2008年や2013年の局面を上回っている(図表B3-2)。一方で、③同指数を米国についても作成してみると、わが国の上昇率は米国対比では小幅にとどまっている。これは、日米間で資源価格の上昇率には大きな差はない一方で、米国では人件費の上昇や物流の混乱等からサービスの投入コストも大きく上昇しているためと考えられる。

次に、足もとで消費者段階での価格上昇が目立つ食品の中間投入コストに着目すると、全体よりもコストの上昇率が相対的に高いことが分かる(図表B3-3)。ウクライナ情勢を受けて小麦などの穀物価格といった輸入コストが一段と上昇していることを踏まえると、食品のコスト上昇圧力は、当面高水準が続く可能性が高く、ラグを伴いつつ消費者段階に転嫁されていくと考えられる。

また、食品については、過去の局面を振り返ると、販売価格の改定が抑制された状況が長く続いたあと、急激に価格改定が進む局面に移行するケースがみられている。実際、食品の価格の改定頻度を、消費者物価指数の基礎データである総務省「小売物価統計調査」を用いて試算すると²⁶、①2007年末頃まで長期にわたりコスト上昇が続くもとでも、価格改定頻度は低位にとどまっていたが、②2008年入り後には急激に改定頻度が高まったことが分かる(図表B3-4)。また、海外の先行研究に倣って、「価格改定時期の同調性」を表すFK指数を算出してみると²⁷、2008年入り後、

図表B3-3：食品の中間投入コスト



(出所) 総務省、日本銀行
(注) 中間投入コストを計算する際の中間投入ウエイトは、国内生産額に対する比率を使用。したがって、中間投入比率(=中間投入額/国内生産額)の低い分野では、中間投入物の価格変動の影響が中間投入コストに表れにくい。

図表B3-4：食品工業製品の価格改定頻度



(出所) 総務省
(注) 当月と前後2か月の最頻価格を正規価格とみなし、その改定頻度を計算したものの後方12か月移動平均。

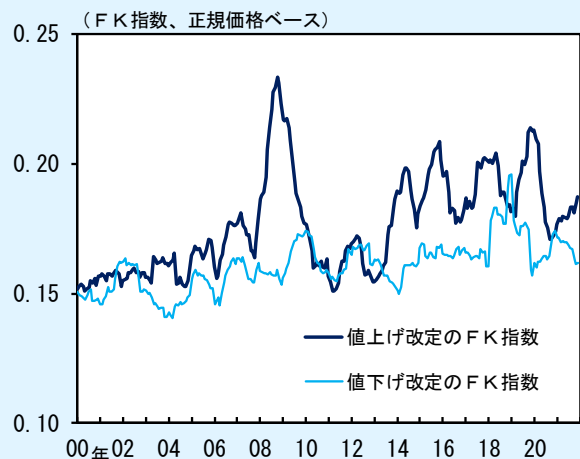
²⁶ 価格改定頻度の計算方法については、日本銀行ワーキングペーパー『『小売物価統計調査』を用いた価格粘着性の計測：再論』(No.07-J-11)を参照。

²⁷ FK指数(Fisher-Konieczny index)は、商品の価格改定の同調性の程度を表す指標であり、1に近ければ価格改

値上げ方向の同調性が急激に高まっていたことも分かる(図表 B3-5)。このように、食料品については、いったん値上げ局面に入ると、価格上昇が加速しやすいという特徴がある点に留意が必要である。

足もとの企業の価格設定スタンスを確認する観点から、短観における企業の販売価格判断 D I の水準をみると、仕入価格判断 D I の水準には及ばないものの、非製造業ではバブル末期の 1991 年以來の高さ、製造業では第二次オイルショック後の 1980 年以來の高さにある(図表 B3-6)。こうしたことも踏まえると、食料品を中心に、コスト上昇幅が大きい一部の財については、先行き価格転嫁の動きがさらに広がる可能性も念頭に置いておく必要がある。

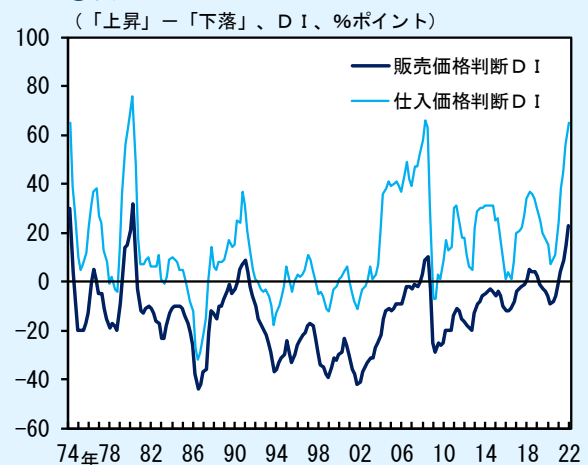
図表B3-5：食料工業製品の価格改定の同調性



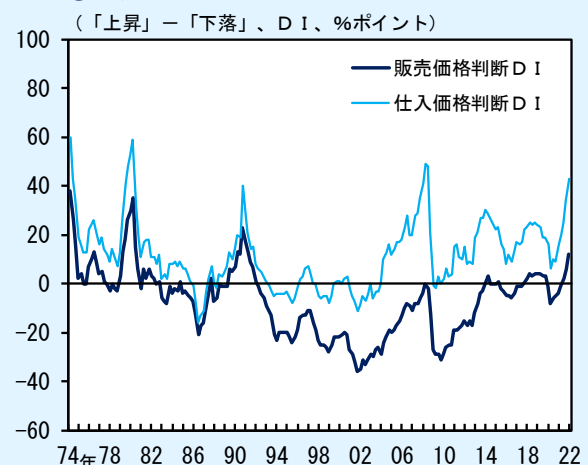
(出所) 総務省
(注) 当月と前後2か月の最頻価格を正規価格とみなし、その改定の同調性(FK指数)を計算したもの。後方12か月移動平均。

図表B3-6：販売・仕入価格判断(短観)

①製造業



②非製造業



(出所) 日本銀行
(注) 全規模ベース。

定が同時に行われる傾向が強いことを、0に近ければ価格改定が別々の時期に行われる傾向が強いことを示す。詳細は以下の論文を参照。

Fisher, T. and J. Konieczny (2000) "Synchronization of Price Changes by Multiproduct Firms: Evidence from Canadian Newspaper Prices," *Economics Letters*, vol. 68, issue 3, 271-277.

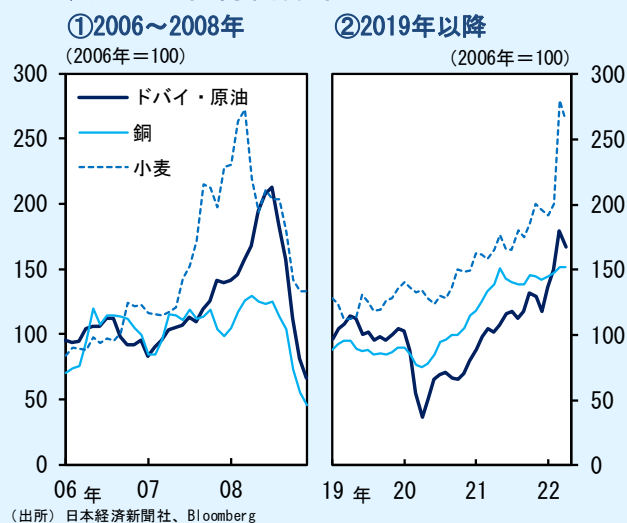
Dias, D. et al. (2005) "On the Fisher-Konieczny Index of Price Changes Synchronization," *Economics Letters*, vol. 87, issue 2, 279-283.

(BOX 4) 国際商品市況の上昇のわが国経済への影響：2007～08年との比較

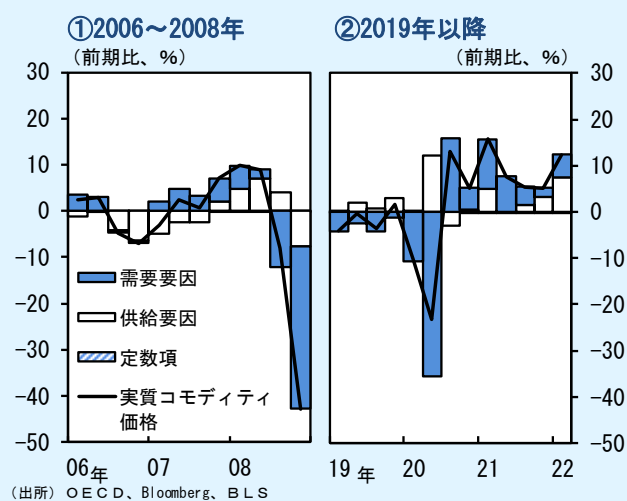
今回の展望レポートにおける中心的な見通しでは、わが国経済は、ロシアによるウクライナ侵攻などを背景とした国際商品市況の上昇に伴う下押し圧力を受けるものの、感染症等の影響が緩和するも、見通し期間を通じて潜在成長率を上回る成長を続けると予想している。本BOXでは、前回商品市況の大幅上昇がみられたリーマン・ショック前の2007～08年頃の局面と比較しつつ、今回の中心的な見通しの背後にある考え方を整理する。

まず、2007年から2008年夏頃までの内外経済情勢を振り返ると、海外では、証券化のもとで過熱していた米国住宅市場の調整などを背景に、景気は既に減速局面に入っていた。一方で国際商品市況は、コモディティの金融商品化など実需以外の要因(図表中では供給要因に分類)もあって、上昇を続けていた(図表B4-1、B4-2)。こうした市況上昇を反映して、わが国の交易条件は大幅に悪化し(図表B4-3)、非製造業や中小企業を中心に企業収益や設備投資には弱さがみられ始めていた²⁸。また、エネルギーや食料品の上昇を主因に、消費者物価の上昇率も一時的に大きく高まった(2008年7～8月には生鮮食品を除くベースの前年比で+2.4%に達した)ことから(図表B4-4)、家計の実質所得の下押しを通じて、個人消費を抑制する要因となった。これらの結果、わが国経済は、2000年代初頭からの長期にわたる景気改善局面を経たあと、リーマン・ショック前の2008年初には景気がピークアウトすることとなった。

図表B4-1：国際商品市況



図表B4-2：商品市況の変動要因



(注) OECD景気先行指数および実質コモディティ価格(CRB指数を米国CPIで実質化)の2変数VARを推計。各変数のインパルス応答関数に対して次の符号制約を課し、ショックを識別。需要増ショック：景気先行指数・実質コモディティ価格ともに正の応答。供給増ショック：景気先行指数は正、実質コモディティ価格は負の応答。推計期間は1994/4Q～2021/1Q、ラグは2期。

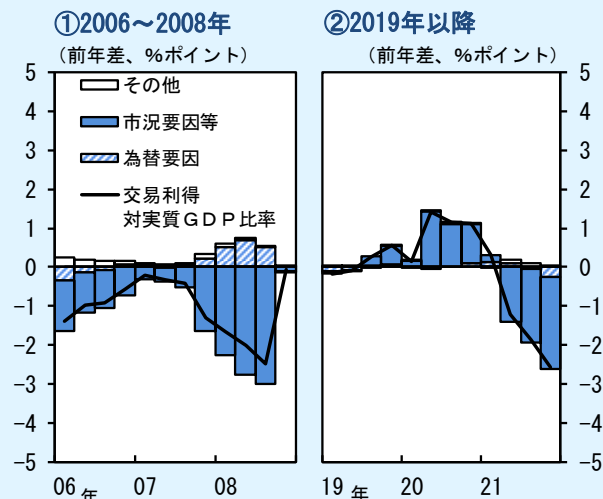
²⁸ 市況変動の要因分解の方法や、2007～08年当時の企業収益、設備投資動向については、2021年7月展望レポートBOX2を参照。

今次局面は、下記の2つの点では、上述した2007～08年当時と類似している。第1に、国際商品市況の上昇幅やそれに伴う交易条件の悪化幅は、当時と並ぶ大きさとなっている(前掲図表B4-1～3)。第2に、今次局面における商品市況上昇は、当初は、グローバルな財需要の回復の影響が大きかったが、足もとにかけては、ロシアのウクライナ侵攻に伴う供給不安や地政学的リスクの高まりといった供給要因の影響が拡大している。こうした需要面のファンダメンタルズとは異なる要因による市況上昇は、2007～08年当時と同様、国内景気にマイナスの影響をもたらしやすい²⁹。

もっとも、今次局面については、以下のように2007～08年当時とは大きく異なる特徴を3点ほど指摘することができる。第1に、企業部門全体の経常利益や同利益率は、感染症拡大前の2019年末頃を上回って改善しており、その水準は2007～08年当時と比べても明確に高い(前掲図表18)。したがって、今後の企業収益は、交易条件悪化の影響から下押される局面においても、歴史的にみて高めの水準を維持する可能性が高い。第2に、現在のわが国経済は、感染症拡大に伴う大幅な落ち込みからの回復過程にあるほか、行動制限下で積み上がってきた家計の貯蓄が、所得から支出へのマイナスの影響を緩和する面もあるとみられる(図表B4-5)。このため、感染症対策と経済活動の両立の面で先行している欧米主要国と比べると、先行きの個人消費の回復余地は大きく、感染症の影響が和らいでいくにしたがって、ペントアップ需要等にけん引された内需の復元が見込まれる。この点は、それまでの景気改善の長期化から景気が既に「成熟化」していた2007～08年当時と異なる特徴である。第3に、BOX2でも

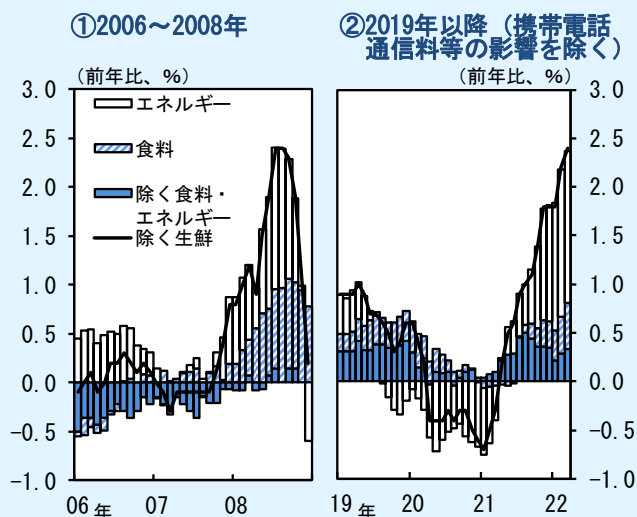
²⁹ 2021年7月展望レポートBOX2の図表B2-5、B2-7を参照。

図表B4-3：交易利得の要因分解



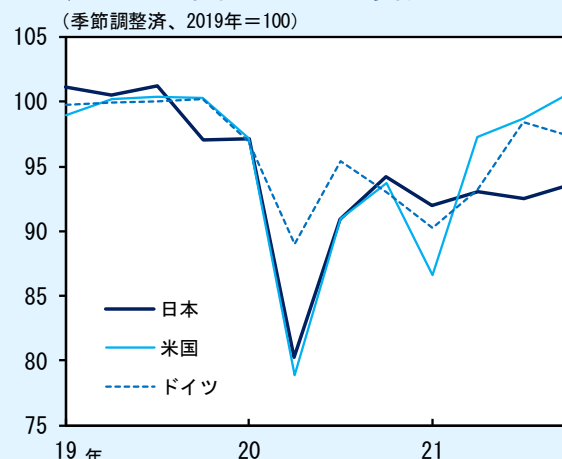
(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
2. 交易利得 = (名目純輸出 - 輸出 - 輸入デフレーターの加重平均) - 実質純輸出

図表B4-4：消費者物価(除く生鮮)



(出所) 総務省
(注) 1. ②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。
2. 食料は、生鮮食品及び酒類を除き、外食を含む。

図表B4-5：各国の平均消費性向

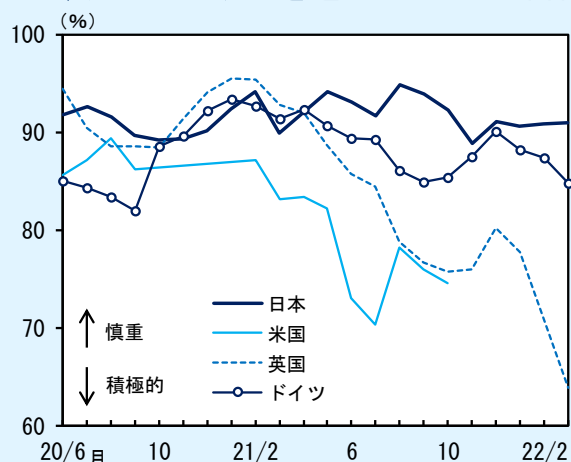


(出所) Eurostat、B E A、ドイツ連邦統計局、内閣府

述べたとおり、政府の原油価格高騰対策によって、石油製品価格の上昇が抑制されることも、企業収益や家計の実質所得への悪影響を緩和すると考えられる。

以上のことから、足もとの交易条件の悪化は、企業収益や家計の実質所得の下押しを通じて内需の伸びを抑制する方向に働くものの、わが国経済は、2007～08年頃とは異なり、感染症等の影響の緩和に伴って、回復を続けると予想される。ただし、こうした先行きの見通しについては、ウクライナ情勢の帰趨やその影響を巡る不確実性が高い。また、当面は、感染症とその個人消費への影響を巡る不透明感も依然強い点に留意する必要がある。とりわけ、わが国では高齢者を中心に、欧米対比で感染症への警戒感が根強いことから（図表 B4-6）、仮に感染症が再拡大する場合などでは、物価上昇による実質所得の下押しと相まって、個人消費が抑制された状態が長引くリスクがある。

図表B4-6：人混みを避けている人の割合



(出所) Jones, Sarah P., Imperial College London Big Data Analytical Unit and YouGov Plc. 2020, Imperial College London YouGov Covid Data Hub, v1.0, YouGov Plc, April 2020

(注) 「人混みを避けているか（1～5で回答）」という質問に1～3（1はAlways）と回答した人の割合。

