

## 経済・物価情勢の展望（2021年1月）

### 【基本的見解】<sup>1</sup>

#### <概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、改善基調を辿るとみられるが、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。特に、当面は、感染症の再拡大の影響から、対面型サービス消費を中心に下押し圧力の強い状態が続くとみられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。
- 先行きの物価を展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、Go Toトラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していくことや、原油価格下落の影響などが剥落していくことから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、政府の経済対策の効果などを背景に、2021年度を中心に幾分上振れている。物価については、概ね不変である。
- こうした先行きの見通しについては、感染症の帰趨やそれが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、上記の見通しでは、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の終盤にかけて概ね収束していくと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。
- リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。

<sup>1</sup> 本基本的見解は、1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、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。海外経済は、一部で感染症の再拡大の影響がみられるが、持ち直している。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は増加を続けている。また、企業収益や業況感は、大幅に悪化したあと、徐々に改善している。設備投資は、業種間のばらつきを伴いながら、全体としては下げ止まっている。雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いている。個人消費は、基調としては徐々に持ち直しているが、足もとでは、飲食・宿泊等のサービス消費において下押し圧力が強まっている。住宅投資は緩やかに減少している。公共投資は緩やかな増加を続けている。わが国の金融環境は、全体として緩和した状態にあるが、企業の資金繰りに厳しさがみられるなど、企業金融面で緩和度合いが低下した状態となっている。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、以下同じ）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落、Go Toトラベル事業の影響などにより、マイナスとなっている。予想物価上昇率は、弱含んでいる。

## 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

先行きのわが国経済は、新型コロナウイルス感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、外需の回復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、改善基調を辿るとみられる。もっとも、感染症への警戒感が続くなかで、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。特に、当面は、感染症の再拡大の影響から、対面型サービス消費を中心に下押し圧力の強い状態が続くとみられる。その後、世界的に感染症の影響が収束していけば、海外経済が着実な成長経路に復していくもとで、わが国経済はさらに改善を続けると予想される。

この中心적인見通しでは、感染対策と経済活動の両立が図られるもとで、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の終盤にかけて概ね収束していくことを想定している。さらに、わが国において、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システム

の安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮される、と考えている。

こうしたもとでの見通しを、やや詳しくみると、まず、先行きの海外経済は、積極的なマクロ経済政策にも支えられて、改善を続けるが、感染症への警戒感が続かなかでは、そのペースは緩やかなものにとどまると考えられる。また、製造業の生産活動や貿易は増加基調を辿る一方、感染症の影響を受けやすい対面型サービス業の回復は緩慢なものとなるとみられる。その後、見通し期間の終盤にかけては、感染症の影響が概ね収束していくもとで、対面型サービス業などの回復も明確になることから、改善が続くと予想される。

わが国の輸出は、財については、ペントアップ需要の一巡から自動車関連を中心に増勢は鈍化するものの、世界的な生産活動の回復などを背景に、資本財や情報関連なども含め、幅広く増加していくとみられる。サービス輸出であるインバウンド消費については、わが国での入国制限や海外での渡航制限がかかり続ける間、落ち込んだ状態が続くとみられるが、その後は、これらの制限が徐々に緩和されていくのに伴い、回復していくと予想される。

個人消費は、政府の経済対策などにも支えられて、基調としては持ち直しを続けるとみられるが、当面は、感染症の再拡大の影響などから、対面型サービス消費を中心に下押し圧力が強い状態が続くと予想される。その後は、感染症の影響が徐々に和らぐもとで、雇用者所得の改善にも支えられて、増加基調が次第に明確になっていくと考えられる。雇用・所得環境については、政府の経済対策や緩和的な金融環境などが雇用を下支えするものの、低水準の企業収益や労働需給の緩和を背景に、当面、下押し圧力がかけるとみられる。その後は、内外需要の回復に伴い、雇用・所得環境も改善基調に転じていくと考えている。

設備投資は、対面型サービス業の建設投資の減少は続くものの、輸出や生産の増加を受けた製造業の機械投資を中心に、持ち直していくとみられる。その後は、緩和的な金融環境や政府の経済対策、企業収益の改善に支えられて、増加していくと考えられる。この間、公共投資は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事などの進捗を反映して着実に増加したあと、高めの水準で推移すると予想している。政府消費は、追加経済対策における医療提供体制や検査・ワクチン接種体制の整備などを反映して、来年度にかけてははっきりとした増加を続けると見込まれる。

## (2) 物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、当面、感染症や既往の原油価格下落、Go Toトラベル事業の影響などを受けて、マイナスで推移するとみられる<sup>2</sup>。感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで、景気感応的な財やサービスの価格が下押しされるほか、既往の原油価格下落も、エネルギー価格を通じて消費者物価を押し下げると考えられる。そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率も、引き続き弱含むと考えられる。

その後、経済の改善に伴い、物価への下押し圧力は次第に減衰していくと予想される。加えて、原油価格下落の影響なども剥落していくとみられる。そうしたもとで、消費者物価の前年比は、プラスに転じていき、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

## (3) 金融環境

日本銀行は、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進している。加えて、昨年3月以降は、感染症への対応として、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に向けて、各種の強力な金融緩和措置を実施している<sup>3</sup>。また、政府は、信用保証協会による保証を利用した融資制度や資本金を供給する制度など、企業等の資金繰りを支援するための各種の施策を講じている。こうしたなか、民間金融機関は積極的に金融仲介機能を果たしている。そうしたもとで、企業の資金繰りには厳しさがみられるが、銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境は、緩和的な状態が維持されている。金融市場も、ひと頃の緊張は緩和している。先行き、景気の改善ペースが緩やかなもとで、当面、企業等の資金繰りにはストレスがかかり続けるとみられるが、日本銀行・

---

<sup>2</sup> Go Toトラベル事業による消費者物価への直接的な影響を、一定の前提に基づき試算すると、2020年度が-0.2%ポイント、2021年度が+0.1%ポイント、2022年度が+0.1%ポイントとなる。なお、大手キャリアによって公表された携帯電話通信料金の引き下げや新たなプランの設定については、消費者物価指数への反映方法次第でその影響が変わり得るため、今回の物価見通しには織り込んでいない。

<sup>3</sup> 「新型コロナウイルス拡大の影響を踏まえた金融緩和の強化について」（2020年3月16日）、「金融緩和の強化について」（2020年4月27日）、「中小企業等の資金繰り支援のための「新たな資金供給手段」の導入」（2020年5月22日）、「当面の金融政策運営について」（2020年12月18日、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムの延長等を決定）。

政府の措置や、民間金融機関の取り組みから、緩和的な金融環境が維持され、金融面から実体経済への下押し圧力が強まることは回避されると考えている<sup>4</sup>。

### 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について、感染症の影響が収束するまでの間は、特に以下の3つのリスク要因（上振れないし下振れの可能性）に注意が必要である。

第1に、新型コロナウイルス感染症による内外経済への影響である。感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさについては、きわめて不確実性が大きい。世界的な感染症の流行がどのように展開していくかは、非常に不透明であり、感染症の拡大により経済活動への下押し圧力が強まる可能性がある。この間、ワクチンの普及によって、感染症の影響が想定以上に早期に収束する可能性はあるが、その普及のペースや効果には不確実性がある。

第2に、企業や家計の中長期的な成長期待である。感染症による経済への大きな下押しというショックによって、企業や家計の中長期的な成長期待が低下する場合には、感染症の影響の収束後も企業や家計の支出意欲が高まりにくくなるリスクがある。一方、今回の問題を契機に、感染予防のための情報通信技術の活用や新たな需要に対応した投資等が、イノベーションの促進を含め、経済活動にプラスの影響を及ぼせば、中長期的な成長期待を高める可能性もある。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。

第3に、金融システムの状況である。感染症の影響は金融面にも及んでいるが、日本銀行や政府は、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持のために、積極的な対応を講じている。また、金融機関は資本・流動性の両面で相応に強いストレス耐性を備えている。こうしたもとで、金融システムは全体として安定性を維持しており、金融仲介機能は円滑に発揮されている。ただし、感染症の影響が想定以上に大きくなった場合には、実体経済の悪化が金融システムの安定性に影響を及ぼし、それが実体経済へのさらなる下押し圧力として作用す

---

<sup>4</sup> 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。

るリスクがある。現時点で、こうした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。

## (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、感染症の影響が、経済活動の需要・供給両面に及ぶもとでの、企業の価格設定行動の不確実性である。感染症の影響による需要の減少は、景気感応的な財やサービスの価格に下押し圧力を加えられる。一方で、需要減少の一因が感染症への警戒感であることや、感染防止のための客数制限のような供給面からの制約や感染対策に伴うコストの増加も生じていることなどから、現時点では、企業が値下げにより需要喚起を図る行動は広範化していない。こうしたもとで、今後、企業がどのような価格設定行動を取るか、さらに、それがマクロ的に物価にどのような影響を及ぼすか、不確実性が大きい。

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の状況は、上振れ・下振れ双方の要因となる。これらの点については、引き続き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<sup>5</sup>。

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、消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、先行き、「物価安定の目標」に向けて徐々に上昇率を高めていくと考えられる。当面は、感染症の影響から、経済活動の水準が低い状態が続くもとで物価には下押し圧力がかかり、中長期的な予想物価上昇率も弱含むと考えられる。その後、経済の改善に伴い物価への下押し圧力は次第に減衰していき、物価は徐々に上昇していくとみられる。また、中長期的な予想物価上昇率も、再び高まっていくと考えられる。

---

<sup>5</sup> 「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。

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。先行きの経済・物価の見通しは、感染症の帰趨や、それが内外経済に与える影響の大きさによって変わり得るため、不透明感がきわめて強い。また、今回の見通しでは、感染症の影響は、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の終盤にかけて概ね収束していくと想定していることに加えて、感染症の影響が収束するまでの間、企業や家計の中長期的な成長期待が大きく低下せず、金融システムの安定性が維持されるもとで金融仲介機能が円滑に発揮されると考えているが、これらの点には大きな不確実性がある。リスクバランスは、経済・物価のいずれの見通しについても、感染症の影響を中心に、下振れリスクの方が大きい。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、低金利の長期化や人口減少、企業部門の貯蓄超過といった従来からの環境に加え、今般の感染症の影響もあって、金融機関収益の下押しが長期化すると、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、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、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。

引き続き、①新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム、②国債買入れやドルオペなどによる円貨および外貨の上限を設けない潤沢な供給、③ETFおよびJ-REITの積極的な買入れにより、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めていく。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、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。

以 上

(参考)

## 2020～2022 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) 消費税率引き 上げ・教育無償化政策 の影響を除くケース
2020 年度	-5.7 ～ -5.4 <-5.6>	-0.7 ～ -0.5 <-0.5>	-0.8 ～ -0.6 <-0.6>
10月時点の見通し	-5.6 ～ -5.3 <-5.5>	-0.7 ～ -0.5 <-0.6>	-0.8 ～ -0.6 <-0.7>
2021 年度	+3.3 ～ +4.0 <+3.9>	+0.3 ～ +0.5 <+0.5>	
10月時点の見通し	+3.0 ～ +3.8 <+3.6>	+0.2 ～ +0.6 <+0.4>	
2022 年度	+1.5 ～ +2.0 <+1.8>	+0.7 ～ +0.8 <+0.7>	
10月時点の見通し	+1.5 ～ +1.8 <+1.6>	+0.4 ～ +0.7 <+0.7>	

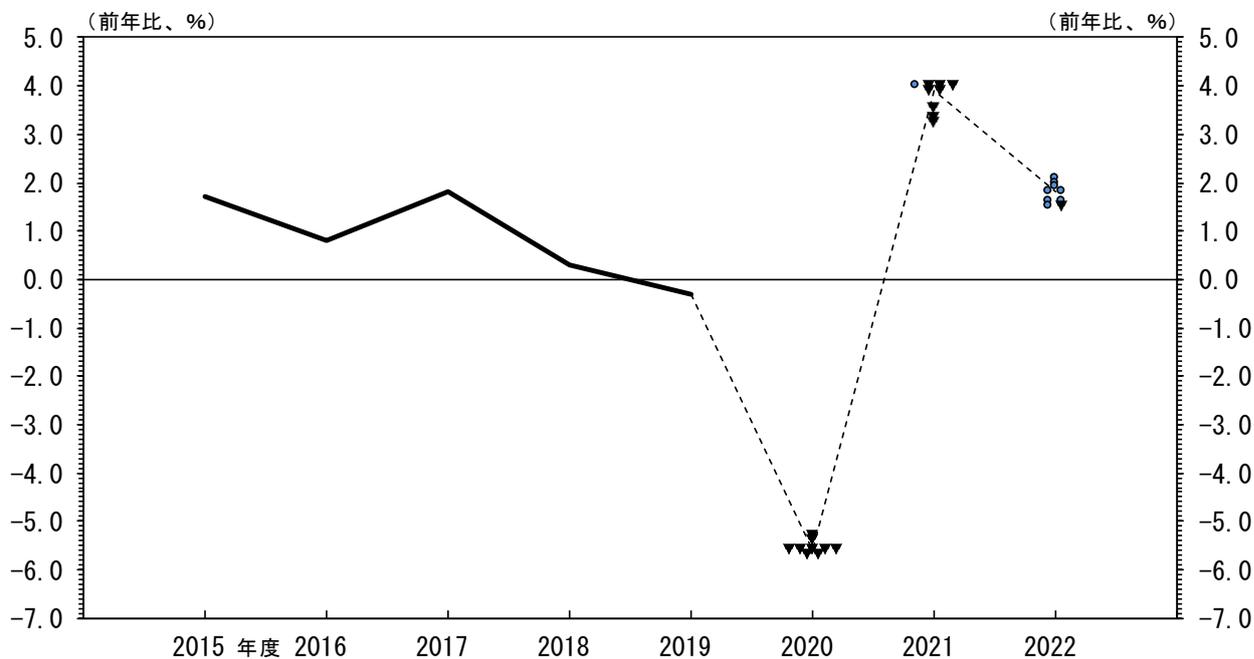
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

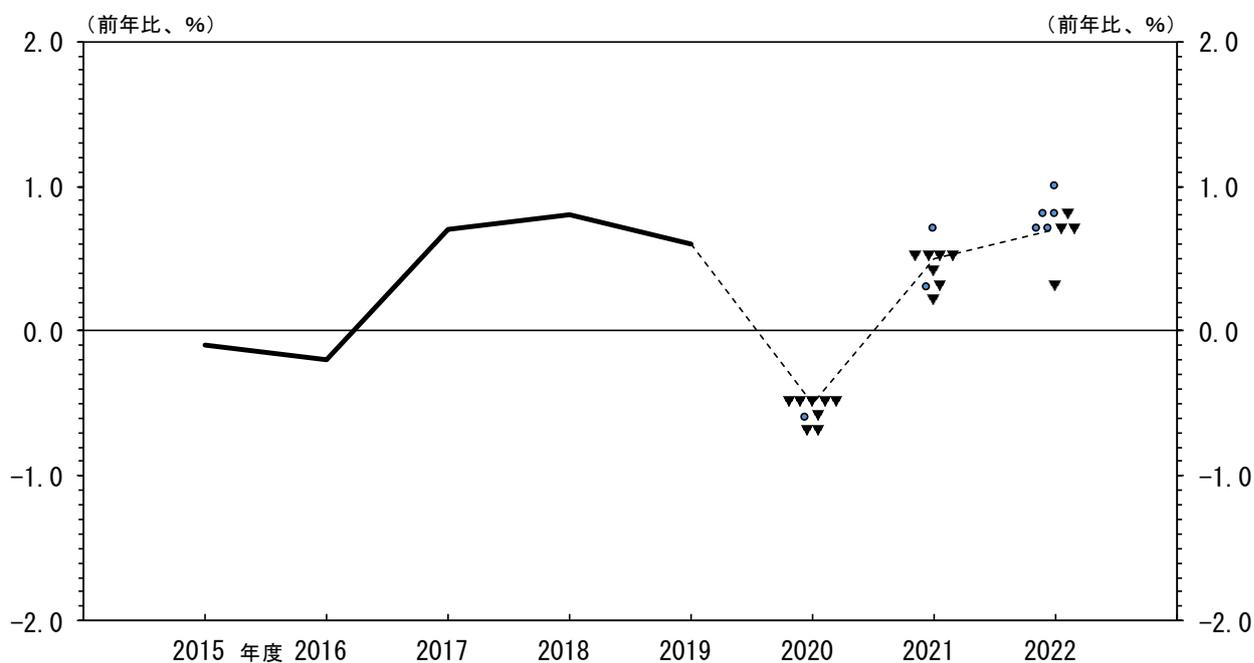
(注3) 2019年10月に実施された消費税率引き上げの2020年度の消費者物価への直接的な影響は、+0.5%ポイントとなる。また、教育無償化政策の2020年度の消費者物価への直接的な影響を一定の仮定に基づき計算すると、-0.4%ポイント程度となる。

## 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ともに、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。

(注3) 消費者物価指数（除く生鮮食品）の2015年度については、2014年4月の消費税率引き上げの直接的な影響を除いたベース。