

公表時間

4月28日(水) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2021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（2021年4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、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、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、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとで、わが国経済はさらに成長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、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響などを受けて、小幅のマイナスで推移するとみられる。その後、経済の改善が続くことや、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落することなどから、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくと考えられる。
- 2022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、内外需要の強まりを背景に2022年度を中心に上振れている。物価については、2021年度は携帯電話通信料の引き下げの影響により下振れているものの、2022年度は概ね不変である。
- 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によって変わり得るため、不透明感が強い。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、見通し期間の中盤に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、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きい。見通し期間の中盤以降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、下振れリスクの方が大きい。

---

<sup>1</sup> 本基本的見解は、4月26、27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、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。そうしたもとの、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全体として改善している。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、感染症の影響から、弱い動きが続いている。個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服している。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、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、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、以下同じ）の前年比は、感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、小幅のマイナスとなっている。また、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している。

## 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

先行きのわが国経済を展望すると、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、回復していくとみられる。すなわち、感染症の影響が徐々に和らぎ、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果が経済を支えるなかで、所得から支出への前向きな循環メカニズムも働いていくと考えられる。その後、感染症の影響が収束していけば、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まるもとの、わが国経済はさらに成長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の、感染症の影響は、ワクチン接種の進捗などにより、先行き徐々に和らぎ、見通し期間の中盤に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の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、海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、先進国を中心とした積極的なマクロ経済政策にも支えられて、成長を続けるとみられる。こうしたもとで、わが国の輸出は、財については、当面、自動車関連を中心に増勢は鈍化するものの、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の拡大に支えられて、しっかりとした増加を続けるとみられる。サービス輸出であるインバウンド消費については、入国・渡航制限が続く間は、落ち込んだ状態が続くものの、その後は、回復していくと予想される。

設備投資は、対面型サービス部門の建設投資の弱さは続くものの、企業収益が改善するもとで、緩和的な金融環境や政府の経済対策にも支えられて、機械投資やデジタル関連投資を中心に、増加傾向が明確になっていくと考えられる。

個人消費は、当面、感染症の影響から、対面型サービスを中心に低めの水準で足踏みした状態が続くが、その後は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、政府の経済対策などにも支えられて、再び持ち直していくとみられる。その先、感染症の影響が収束していけば、雇用者所得が改善するもとで、対面型サービス消費を含め、個人消費の増加基調が明確になっていくと考えられる。雇用者所得については、企業収益の改善を受けて下げ止まったあと、内外需要の回復にラグを伴って、緩やかに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見込まれる。政府消費は、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、本年度にはっきりと増加するが、その後は、水準を切り下げると予想される。

## (2) 物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、当面、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響を受けて、小幅のマイナスで推移するとみられる<sup>2</sup>。もっとも、携帯電話通信料の引き下げは一時的な下押し要因であり、これを除けば、消費者物価の前

---

<sup>2</sup> 今回の消費者物価の見通しは、現行の2015年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について本年8月に2020年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2021年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、携帯電話通信料の引き下げの影響が、同品目のウエイトの上昇などを反映して、より大きく現れることから、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

年比は、底堅く推移すると考えられる。感染症のもとでの需要の弱さが影響するものの、需要減少の一因が感染症への警戒感であることや、感染対策に伴う供給制約やコスト増などから、企業が値下げにより需要喚起を図る行動は、今後も広範化しないと予想される。また、昨年秋以降の原油価格の持ち直しを背景に、エネルギー価格の前年比はプラスに転じるとみられる。そうしたもとで、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移すると考えられる。

その後、経済の改善が続くことや、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落することなどから、消費者物価の前年比は、プラスに転じ、徐々に上昇率を高めていくと予想される。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、感染症の影響への対応として、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>。政府も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。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。先行きも、日本銀行による強力な金融緩和の継続や政府の措置、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ことが考えている<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、

---

<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）、「より効果的で持続的な金融緩和について」（2021年3月19日）。

<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。

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については、不確実性が大きい。中心的な見通しでは、感染症の影響は、ワクチンの普及などによって収束していくと想定しているが、その普及のペースや効果には不確実性があり、その結果、経済活動への下押し圧力が強まるリスクがある。また、国・地域ごとにワクチンの普及ペースが異なるもとで、グローバルな経済活動にどのような影響が生じるかについても不確実性がある。一方で、感染症の影響への対応などの観点から実施される、先進国を中心とした経済対策が、内外経済の回復ペースを想定以上に高める可能性もある。

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<sup>5</sup>。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。

---

<sup>5</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2021年4月）を参照。

## (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、感染症の影響を受けるもとでの、企業の価格設定行動の不確実性である。中心的な見通しにおいては、前述のとおり、企業が値下げにより需要喚起を図る行動は、今後も広範化しないと考えているが、その点も含め、企業の価格設定行動には不確実性がある。

第2に、今後の為替相場、国際商品市況、輸入物価の動向およびその国内価格への影響は、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>6</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、感染症のもとでの需要の弱さが影響するほか、中長期的な予想物価上昇率は横ばい圏内で推移すると考えられる。その後、経済の改善が続くもとで、物価上昇圧力は次第に高まっていき、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。

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によって変わり得るため、不透明感が強い。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、見通し期間の中盤に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

---

<sup>6</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。

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、経済の見通しについては、感染症の影響を中心に、当面は下振れリスクの方が大きいが見通し期間の中盤以降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、下振れリスクの方が大きい。金融面の不均衡について、現状をみると、経済規模との対比でみたマクロ的な与信量が過去のトレンドを大きく上回って拡大している。ただし、これは、感染症の影響による企業等の運転資金需要の高まりに金融機関が応えた結果であり、金融活動の過熱感を表すものではないと考えられる。そのうえで、より長期的な視点から点検すると、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、③それぞれ約12兆円および約1,800億円の年間増加ペースの上限のもとでのETFおよびJ-REITの買入れにより、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。

(参考)

## 2020～2023 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)
2020 年度	-5.0 ~ -4.9 <-4.9>	-0.4
1月時点の見通し	-5.7 ~ -5.4 <-5.6>	-0.7 ~ -0.5 <-0.5>
2021 年度	+3.6 ~+4.4 <+4.0>	0.0 ~+0.2 <+0.1>
1月時点の見通し	+3.3 ~+4.0 <+3.9>	+0.3 ~+0.5 <+0.5>
2022 年度	+2.1 ~+2.5 <+2.4>	+0.5 ~+0.9 <+0.8>
1月時点の見通し	+1.5 ~+2.0 <+1.8>	+0.7 ~+0.8 <+0.7>
2023 年度	+1.2 ~+1.5 <+1.3>	+0.7 ~+1.0 <+1.0>

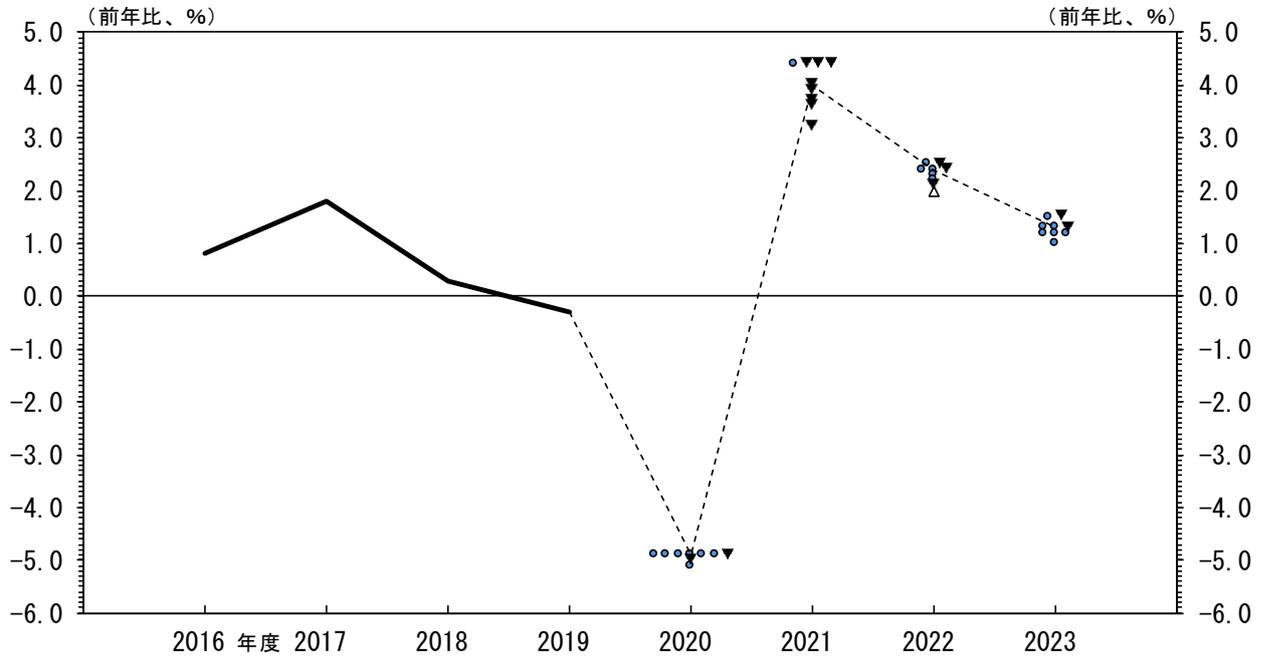
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

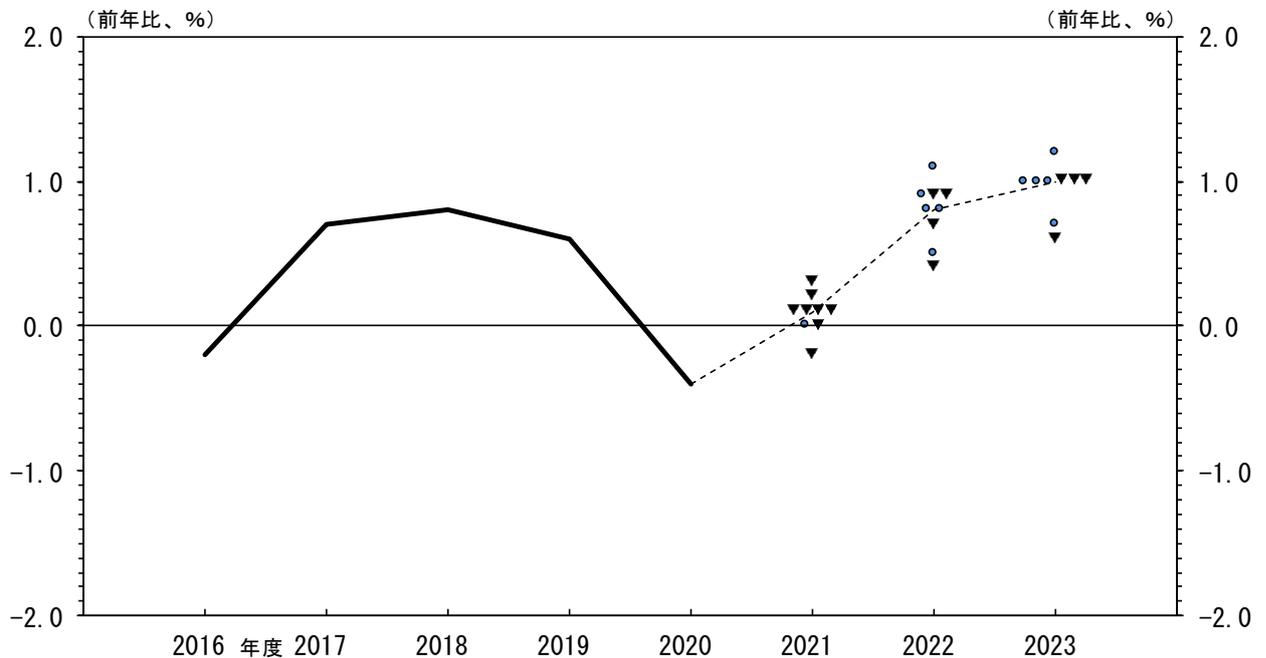
(注3) 2020年度の消費者物価指数(除く生鮮食品)は、実績値。

## 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】<sup>7</sup>

### 1. 経済活動の現状と見通し

#### 1. 1 景気動向

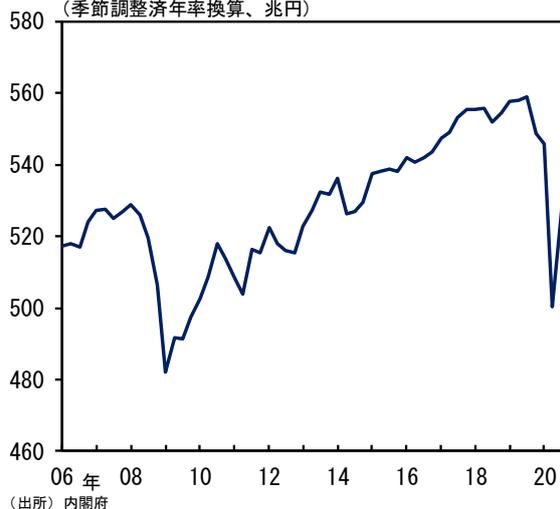
わが国の景気は、内外における新型コロナウイルス感染症の影響から引き続き厳しい状態にあるが、基調としては持ち直している。

2020年10～12月の実質GDPは、前期比+2.8%（年率+11.7%）と、4～6月にきわめて大きな減少を示したあと、2四半期連続でしっかりとしたプラス成長となった（図表1）。内訳をみると、輸出が堅調な増加を続けるもとの、設備投資が機械投資を中心に三四半期ぶりの増加に転じたほか、個人消費も、依然低水準ながら、Go Toキャンペーンの後押しもあってサービスを中心に増加した。その後の月次指標や高頻度データをみると、わが国経済は、感染症の拡大やそれに伴う公衆衛生上の措置の影響を受けつつも、基調としては、昨年春頃をボトムとした持ち直しが続いている。感染症は、年末年始や足もとといった感染者数が増加・高止まりする局面を中心に、外食や旅行といった対面型サービス部門に強い下押し圧力をもたらしているが、それ以外のセクターでは、感染症が経済活動を制約する度合いはかなり和らいできている。そうしたなかで、企業部門全体では、輸出の増加や各種政策効果の下支えを背景とした収益の改善が設備投資の持ち直しにつながり、就業者数も正規雇用を含む全体では下げ止まるなど（図表2）、前向きな循環が徐々に働き始めている。この点、業種別に経済活動水準の回復ペースをみると（図表3）、製造業だけでなく非製造業も

図表1：実質GDP

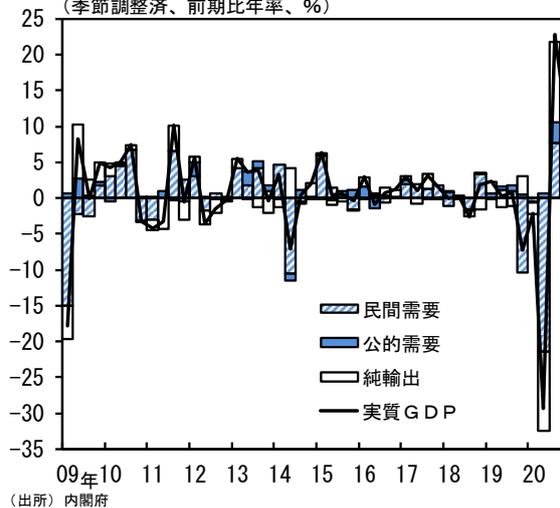
#### ①水準

（季節調整済年率換算、兆円）



#### ②前期比年率

（季節調整済、前期比年率、%）



<sup>7</sup> 4月26、27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。

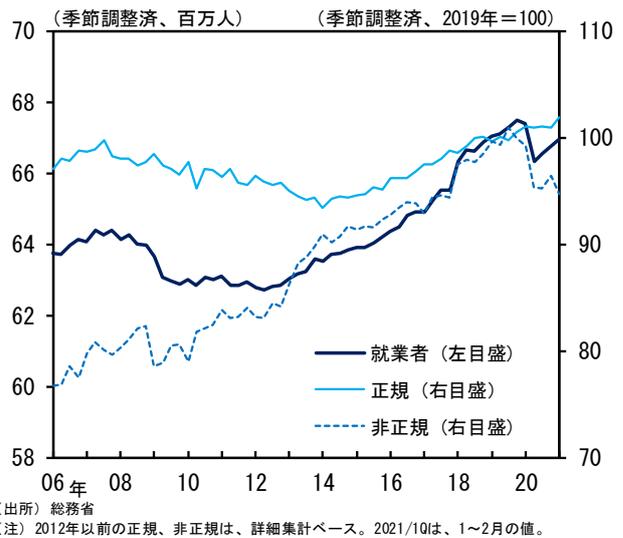
含めて、昨年4～6月の大幅な落ち込みからの回復が目立つ業種が増えてきているなかで、宿泊・飲食や旅行関連といった対面型サービス部門は依然として低水準にとどまっている。労働と設備の稼働状況を捉えるマクロ的な需給ギャップをみると、2020年4～6月にリーマン・ショック直後以来の大幅なマイナスとなったあと、7～9月以降は、経済活動の持ち直しを反映して、2四半期連続でマイナス幅が縮小している(図表4)。もっとも、2021年1～3月は、感染症の再拡大や緊急事態宣言の再発出の影響から、いったん改善が足踏みしたとみられる。

わが国経済の先行きを展望すると、当面の経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に、新型コロナウイルス感染症の拡大前に比べて低めで推移するものの、回復していくとみられる。すなわち、感染症の影響が徐々に和らぎ、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果が経済を支えるなかで、所得から支出への前向きな循環メカニズムも働いていくと考えられる<sup>8</sup>。ワクチンの普及に伴い感染症の影響が概ね収束すると想定している見通し期間の中盤以降は、海外経済の着実な成長が続き、緩和的な金融環境が維持されるもとで、所得から支出への前向きな循環メカニズムが強まり、対面型サービス部門も含め、経済活動水準の回復は一段と明確になっていくと考えられる。

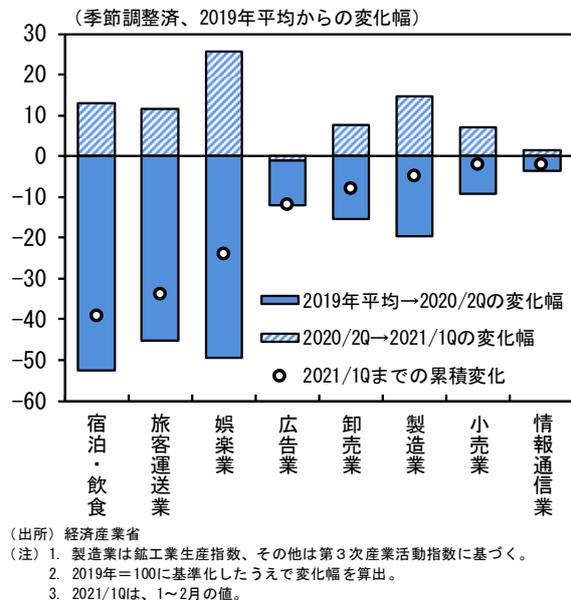
需要項目別に先行きを展望すると、財輸出は、当面、半導体不足の影響などから、自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、先進国を中心とし

<sup>8</sup> 政府は、2020年12月8日に、事業規模73.6兆円程度、財政支出40.0兆円程度となる「国民の命と暮らしを守る安心と希望のための総合経済対策」を閣議決定した。同対策を踏まえた2020年度第3次補正予算および2021年度当初予算の執行は、公共投資や政府消費の増加等を通じて、経済活動を下支えしていくと予想される。

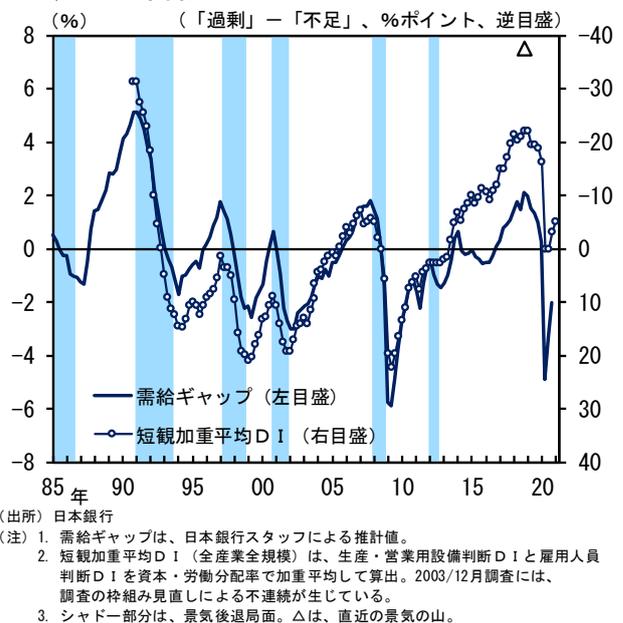
図表2：就業者数



図表3：業種別にみた経済活動の水準



図表4：需給ギャップ



た積極的なマクロ経済政策が続くもとで、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の拡大に支えられて、しっかりとした増加を続けるとみられる。一方、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、各国でワクチン接種が進み、入国・渡航制限が解除されるのに伴い、感染症拡大前の水準に向けて回復していくと想定している。個人消費は、当面、感染症の影響から、対面型サービスを中心に低めの水準で足踏みした状態が続くが、その後は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、政府の経済対策などにも支えられて再び持ち直していくとみられる。見通し期間の後半にかけては、ワクチンの普及に伴い人々の消費活動も感染症の制約をほぼ受けなくなるもとで、雇用者所得の改善にも支えられて、サービス消費を中心に増加基調が明確になっていくと考えられる。雇用者所得については、企業収益の改善を受けて下げ止まったあと、内外需要の回復にラグを伴って、緩やかに増加していくと見込まれる。設備投資は、対面型サービス業の建設投資の弱さは当面続くものの、企業収益の改善や緩和的な金融環境に支えられて、機械投資やデジタル関連投資を中心に、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、災害復旧・復興関連工事に加え、昨年末に策定された追加経済対策に含まれる国土強靱化関連工事等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想定している。政府消費は、医療費の持ち直しのほか、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を反映して2021年度にはっきりと増加するが、その後は感染症対策関連支出の減少から水準を切り下げると想定している。

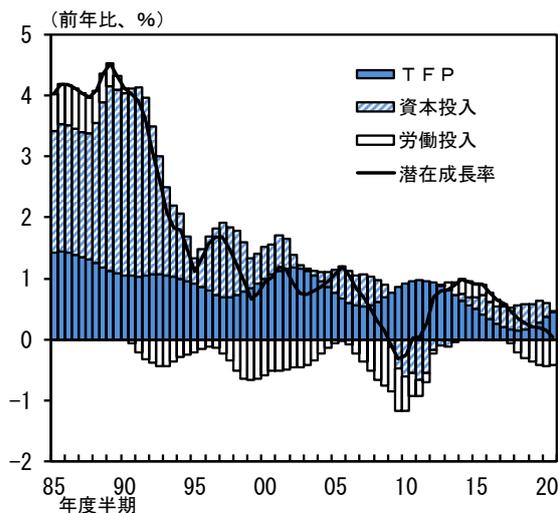
以上の内外需要を反映して、わが国経済の成長率は、2021年度には、感染症の影響が徐々に和

らいでいくもとで、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、大きめのプラスになると予想される。2022年度は、ワクチン接種の進捗に伴う内外需要の増加を背景に、しっかりとした成長が続くと見込まれる。今回新たに見通しを作成した2023年度は、2021～22年度からは減速しつつも、外需が着実に増加し、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。2022年度までの見通しを前回の展望レポート時点と比較すると、米国を中心とした海外経済の上方修正や、企業部門における前向きな循環メカニズムなどを背景とした内外需要の強まりから、2022年度を中心に上振れている。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）は幾分持ち直しているものの、「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、感染症に伴う既往の設備投資減少による資本ストックの減速の影響も加わり、足もとでは0%程度ないし若干のプラスになっているとみられる（図表5）。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・企業内の組織運営面での適応もあって、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、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柔軟な資源移動がどの程度活発化・持続するかなど、先行きの不確実性は引き続き大きい。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みると、2021年

図表5：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。2020年度下半期は、2020/4Qの値。

度は、内外で感染症の影響が徐々に和らぎ、海外経済の成長率も高まるなかで、政府の経済対策と緩和的な金融環境にも支えられて、景気は回復していくと予想される。ただし、感染症に対する警戒感が続く間、経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に感染拡大前より低めにとどまるとみられる。輸出は、自動車関連が半導体不足の影響などから増勢を鈍化させるものの、追加経済対策を反映した米国経済の高成長や世界的なデジタル関連需要の拡大を背景に、資本財や情報関連を中心にはっきりとした増加基調を辿ると考えられる。個人消費は、感染症の影響から、対面型サービスを中心に足踏みした状態が続いたあと、ワクチン接種の進捗などから感染症の影響が徐々に和らいでいくも、雇用者所得の持ち直しや政府の経済対策、オリンピック関連需要にも支えられて、緩やかながらも増加するとみられる。設備投資については、商業施設やホテル等の建設投資は引き続き低迷するものの、企業収益が改善するも、先送りされていた投資案件の実施に加え、デジタル関連投資の増加も押し上げ要因となり、はっきりと増加すると予想される。この間、政府支出については、追加経済対策を受けて、国土強靱化関連の公共投資が着実に増加するほか、政府消費も、医療費の持ち直しに加え、医療提供体制や検査・ワクチン接種体制の整備に関連する支出が押し上げ要因となり、はっきりとした増加を続けると想定している。

2022 年度は、ワクチン接種のさらなる進捗もあって内外需要が増加するも、しっかりと成長が続くと見込まれる。輸出は、前年度からペースを鈍化させつつも、海外経済の改善に伴って、しっかりと増加が続くと考えられる。そうしたも、企業収益は改善傾向を辿り、設備投資も、デジタル関連投資や環境対応投資、成長

分野へ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、ワクチンが普及していくにつれて感染症への警戒感も剥落していくなかで、サービスのペントアップ需要の顕在化にも支えられて、増加傾向が明確になると考えられる。この間、政府支出については、国土強靱化関連の公共投資が下支えとなるものの、政府消費が感染症関連の支出一巡を主因に減少することから、全体としても減少に転じると想定している。

2023年度は、ワクチンが内外で広く普及し、人々の移動や外出を伴う消費行動が活発となるなか、海外経済の着実な成長や緩和的な金融環境にも支えられて、潜在成長率を小幅に上回る成長になるとみられる。輸出については、海外経済が長期平均並みのペースで成長を続けるなか、財輸出は緩やかな増加を続けるほか、サービス輸出であるインバウンド需要も、世界的な旅行需要の回復を受けて、はっきりと増加すると考えられる。設備投資は、成長投資・環境対応投資やサービス部門における建設投資の回復が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で、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、雇用者所得の改善に加え、感染症の影響剥落に伴う消費性向の上昇も押し上げ要因となり、財・サービスともに底堅い増加を続けると考えられる。この間、政府支出は、感染症対策関連支出の減少が下押しに作用するものの、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り、全体では前年並みの高水準を続けると想定している。

## 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、緩やかな増加を続けている（図表6）。一致指標である公共工事出来高は、2019年初以降、緩やかな増加を続けている。先行指標である公共工事請負金額や公共工事受注高は、災害復旧・復興関連工事や国土強靱化関連工事等の進捗を反映して、振れを伴いながらも、緩やかな増加傾向にある。先行きの公共投資は、当面、これらインフラ関連工事の進捗に加え、オリンピック関連の仮施設設工事もあって、着実な増加が続けると予想される。その後も、治水対策やインフラ老朽化対策等の国土強靱化関連工事に支えられて、見通し期間終盤にかけて、高めの水準で推移すると想定している<sup>9</sup>。また、政府消費は、医療費の持ち直しのほか、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を反映して、2021年度にはっきりと増加すると予想される。2022年度以降は、医療費の趨勢的な増加が下支えとなるものの、感染症対策関連支出の減少から水準を切り下げると想定している。

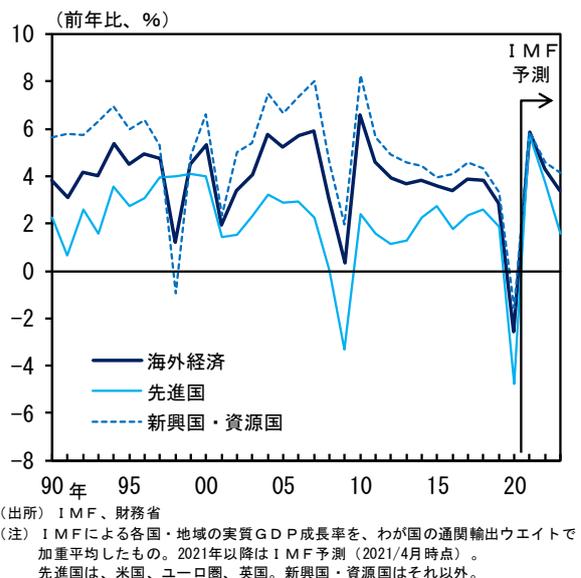
### (海外経済)

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7）。製造業部門では、デジタル関連の好調持続や、昨年末以降に決定された米国等の追加経済対策の効果もあって、グローバルに業況感のはっきりとした改善

図表6：公共投資



図表7：海外経済見通し



<sup>9</sup> 政府は、2020年度末に期限を迎えた国土強靱化3か年緊急対策に続いて、2021～2025年度を対象期間とする新たな国土強靱化対策（事業規模15兆円程度を目標）を、昨年12月に閣議決定した。本対策を反映して、2020年度第3次補正予算でも、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業は、主な施策として予算計上されているため、同予算の執行は、公共投資の押し上げ要因になるとみられる。

が続いており（図表8）、生産水準や貿易量も、感染症流行前の水準を明確に上回ってきている。主要地域別にみると、中国経済は、回復を続けている。米国経済は、新規感染者数が減少するもとの、昨年末以降の追加経済対策の効果もあって、回復している。中国以外の新興国・資源国経済については、NIEsは高めの成長を続ける一方で、ASEANの戻りは弱めとなるなど、国・地域間でばらつきはみられるが、全体としては持ち直している。一方、欧州経済は、感染症の再拡大の影響が残るもとの、サービス業を中心に下押しされた状態が続いている。

先行きの海外経済については、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、先進国を中心とした積極的なマクロ経済政策にも支えられて、総じてみれば回復を続けるとみられる。地域別にみると、ワクチンの普及ペースの違いなどを背景に、改善ペースは各国間で不均一なものになる可能性が高いが<sup>10</sup>、当面は、中国と米国が高めの成長を実現し、世界経済を牽引していく姿を想定している。すなわち、中国は、民間部門主導の安定的な成長経路に復していくほか、米国は、ワクチンの接種の加速に加え、昨年末や本年3月に成立した追加経済対策を背景に、はっきりと成長率を高めていくと予想される。見通し期間の終盤にかけては、マクロ経済政策の刺激効果は減衰していくもとの、成長率は長期平均に向けて徐々に減速していくとみられる。

### （輸出入）

輸出は、海外経済の回復を背景に、増加を続けている（図表10）。地域別にみると、先進国向け

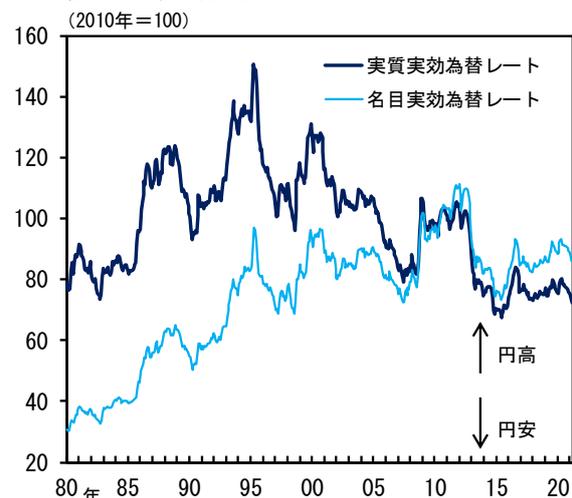
<sup>10</sup> BOX 1では、各国間で改善ペースが不均一となっている背景について、ワクチンの普及ペースや財政運営スタンスの違いを中心に、考え方を整理している。

図表8：グローバルPMI



（出所）IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2021. 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9：実効為替レート



（出所）B I S（注）ブロードベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

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。

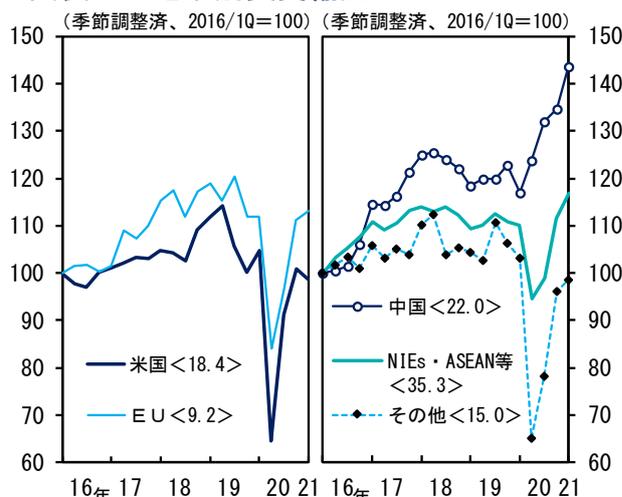
は、自動車関連におけるペントアップ需要の一巡や半導体不足の影響などから、増勢が鈍化している（図表 11）。新興国向けについては、デジタル関連需要の拡大に支えられて、アジア向けを中心にしっかりと増加している。財別にみると、自動車関連は、ペントアップ需要の一巡と半導体不足の影響などから、足もとでは増勢が一服している（図表 12）。情報関連は、スマートフォンやパソコン関連、データセンターや車載向けと幅広い需要が堅調に推移するも、はっきりと増加している。資本財は、世界的な機械投資の増加に加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置の堅調さにも支えられて、増加している。中間財は、アジア向けの鉄鋼や金属製品を中心に増加している。

先行きの輸出は、当面は、半導体不足の影響などから自動車関連を中心に増勢が鈍化するものの、世界的な設備投資の回復やデジタル関連需要の堅調な拡大に支えられて、資本財や情報関連に牽引された、しっかりとした増加が続くと見込まれる。見通し期間中盤以降は、世界貿易量の増勢が鈍化するも、わが国の主要な輸出先である米国経済も減速していくことから、輸出の増加ペースは低下していくと考えられる。

わが国の輸出動向に重要な影響を及ぼす「世界貿易量<sup>11</sup>」をみると、昨年春頃をボトムにはっきりと回復している（図表 13）。先行きは、当面、半導体不足の影響などから自動車関連が伸び悩むものの、デジタル関連や資本財の堅調な伸びは続くことから、全体としてしっかりと増加傾向が続くとみられる。見通し期間終盤にかけては、世界的にワクチンの接種が進むも、サービス

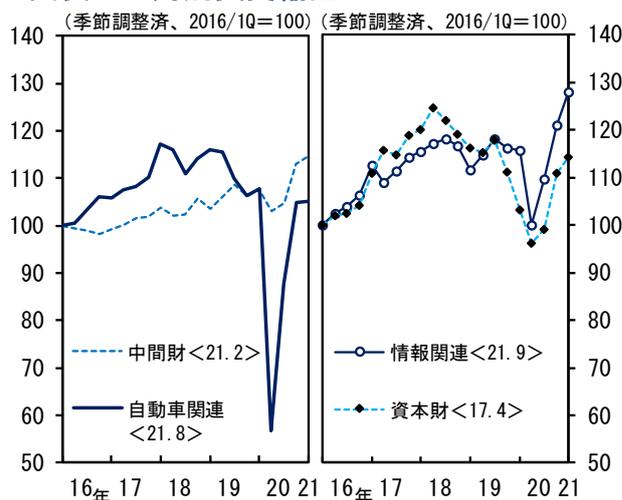
<sup>11</sup> ここでは、「世界貿易量」として、各国の実質輸入を合計した値を用いている。

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、2020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、2020年通関輸出額に占める各財のウエイト。

図表 13：世界の貿易量と実質 GDP



(出所) オランダ経済政策分析局、IMF等  
 (注) 1. 世界貿易量は、世界実質輸入。2021/10は、2021/1~2月の2020/1~3月対比。  
 2. 世界実質 GDPは、IMF公表の GDP ウェイトを用いて日本銀行スタッフが算出。

需要の回復の裏側で巣ごもり需要に減速圧力がかかると考えられることから、貿易量の増勢は鈍化していくと考えられる。「世界貿易量」に占める「日本の輸出シェア」は、日本のシェアが高い自動車関連や資本財の輸出回復に伴って、足もとでは、感染症拡大前の水準を回復している（図表 14）。先行きは、わが国の主要な輸出先である米国の輸入増加などを反映して強めの動きとなったあと、日本企業の競争力が維持され、海外への生産移管も加速しないとの前提のもとで、感染症拡大以前の平均的な水準近くに復していくと想定している。

輸入は、国内経済活動を反映して、持ち直している（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。

### （対外収支）

名目経常収支は、昨年春頃をボトムに黒字幅は拡大傾向にあったが、足もとでは黒字幅拡大は一服している（図表 15）。内訳をみると、名目貿易収支は、昨年 7～9 月以降、輸出の堅調な増加を反映して黒字幅は拡大傾向にあったが、足もとでは原油価格の上昇もあってそうした傾向が一服している。サービス収支は、後述の旅行収支の悪化を反映して、このところ赤字が継続している。第一次所得収支は、感染症の影響をさほど受けることなく、大きめの黒字幅で横ばい圏内の動きとなっている。この間、入国・渡航制限を受けて、入国者数は皆減に近い状態が続くもとの、ネットの旅行収支は悪化した状態が続いている（図表 16）。

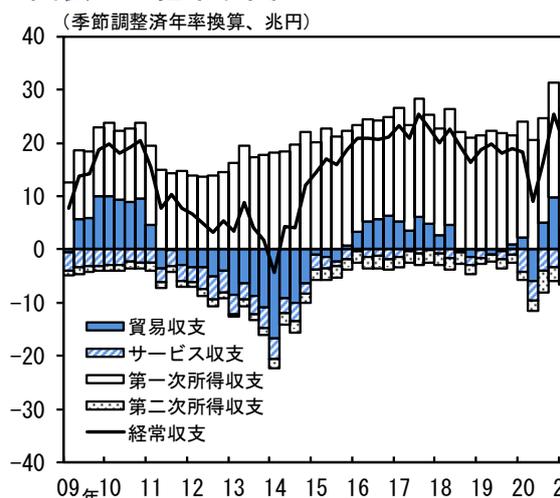
先行きの名目経常収支の黒字幅は、海外経済の回復に伴う貿易収支や第一次所得収支の改善を背景に、緩やかな拡大傾向を辿ると見込まれる。これを貯蓄投資バランスでみると、先行きは、経済

図表 14：日本の輸出シェア



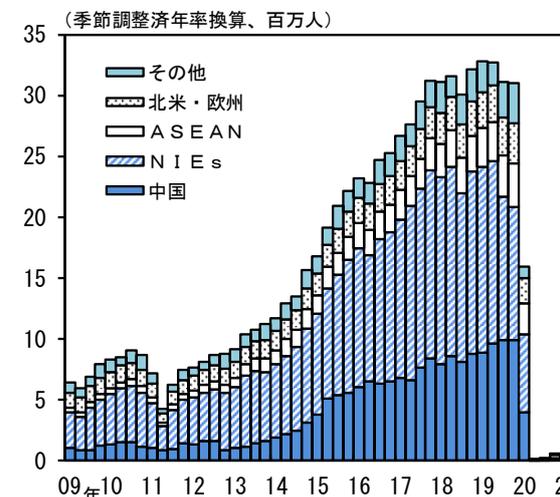
(出所) オランダ経済政策分析局  
(注) 世界貿易量に占める日本の輸出シェア（日本の実質輸出を世界実質輸入で割って算出、2010年基準）。2021/1Qは、1～2月の値。

図表 15：経常収支



(出所) 財務省・日本銀行  
(注) 2021/1Qは、1～2月の値。

図表 16：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。

対策の実施に伴い大幅な赤字となっている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、わが国経済全体の貯蓄超過幅は緩やかな拡大傾向が続くと考えられる（図表 17）。

### （鉱工業生産）

鉱工業生産は、増加を続けている（図表 18）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、内外の自動車販売の回復を背景にはっきりとした増加を続けてきたが、足もとでは、ペントアップ需要の一巡と半導体不足の影響が重なり、増勢が一服している。「はん用・生産用・業務用機械」は、内外の設備投資（機械投資）需要の回復を背景に、増加傾向が明確となっている。「電子部品・デバイス」は、データセンター向けやスマートフォン・パソコン関連、車載向けの需要の堅調さを受けて、はっきりと増加している。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）は、幅広い業種における出荷の増加と在庫調整の進捗が重なり、はっきりと改善している（図表 19）。

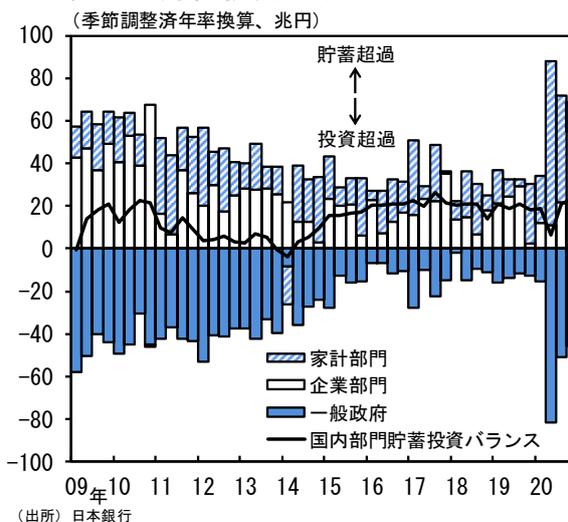
先行きの鉱工業生産は、当面、半導体不足の影響などから増勢は鈍化するものの、世界的な設備投資需要の回復やデジタル関連需要の堅調さなどに支えられて、増加を続けるとみられる。

### （企業収益）

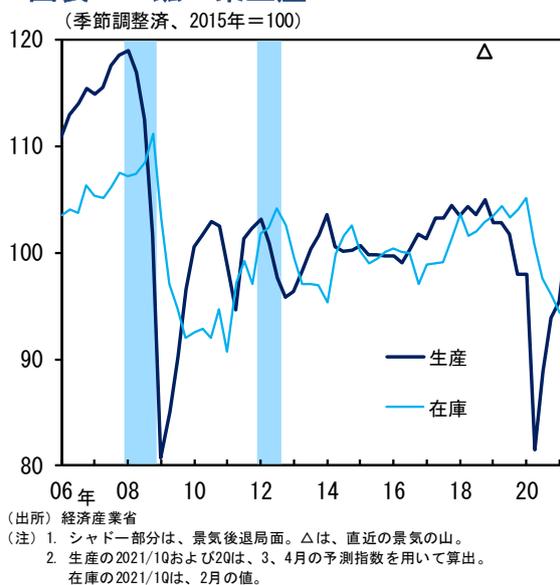
企業収益は、対面型サービス業など一部に弱さがみられるものの、全体として改善している<sup>12</sup>。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、昨年 10～12 月は、2 四半期連続の改善となり、感染症拡大前の 2019 年 10～12 月を

<sup>12</sup> BOX 2 では、このところ企業部門で働き始めている所得（収益）から支出（設備投資）への前向きな循環について、今次局面の特徴点を整理している。

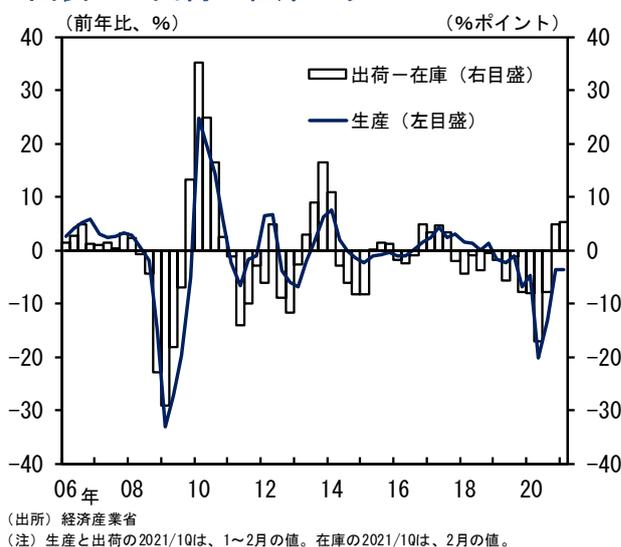
図表 17：貯蓄投資バランス



図表 18：鉱工業生産



図表 19：出荷・在庫バランス

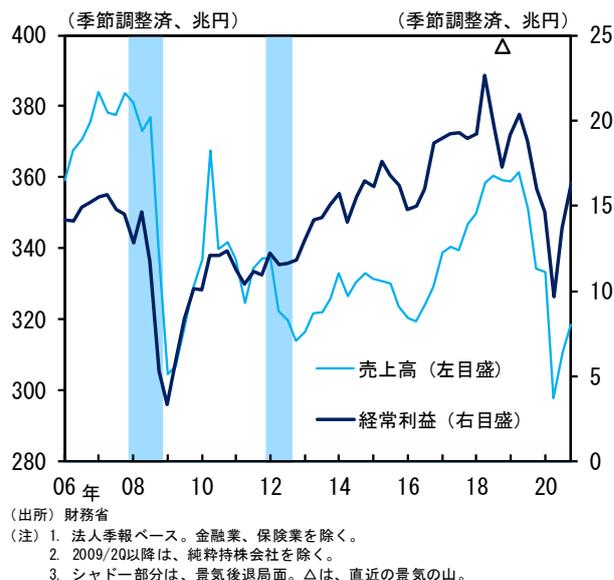


やや上回る水準まで回復した（図表 20）。経常利益の改善には、①売上高の持ち直しに加えて、②感染症の影響が続くもとでの広告費や出張費といった販売管理費の削減、③持続化給付金や雇用調整助成金などの各種の企業支援策が複合的に作用している。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、輸出・生産の増加や経費削減に支えられて、大企業、中堅中小企業ともに、はっきりと改善している。非製造業については、中堅中小企業は、各種の企業支援策による下支えに加え、G o T oキャンペーンによる押し上げ効果もあって、はっきりと持ち直している一方、大企業は、運輸（航空、鉄道）の落ち込みの影響が大きく現れるかたちで、全体でも弱い動きが続いている。

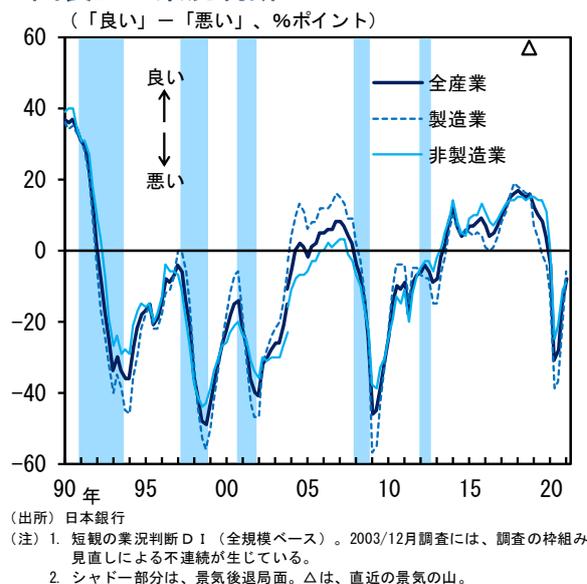
企業の業況感も、対面型サービス業など一部に弱さを残しつつも、全体として改善が明確になっている。3月短観の業況判断D I（全産業全規模ベース）をみると、昨年6月をボトムに、3四半期連続で改善している（図表 21）。業種別にみると、製造業は、①内外の自動車販売の回復や②世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大、③国内の設備投資の持ち直しなどを背景に、自動車や電気機械、はん用機械、生産用機械など幅広い業種で、はっきりと改善している。非製造業は、昨年秋以降の感染再拡大や緊急事態宣言の影響から宿泊・飲食サービスは再び悪化しているものの、それ以外の多くの業種では、経済活動の持ち直しやそれに伴う物流の増加などを受けて改善している。

企業収益の先行きを展望すると、当面は、原油価格上昇による交易条件の悪化が下押しに作用するものの、内外需要の回復に伴う売上数量の増加に加え、販売管理費の抑制がプラスに作用することから、はっきりと増加すると予想される。その後、見通し期間終盤にかけては、各種の企業支援

図表20：企業収益



図表21：業況判断



策の剥落もあって増益ペースは鈍化するが、経済活動水準の回復を反映して、非製造業を含め、しっかりとした改善基調が続くと考えられる。

### （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 22）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の改善を背景に、パソコンや基地局・5G関連などのデジタル関連財を中心に持ち直している。一方、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、オリンピック関連の大型案件が一巡するも、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の建設減少の影響も加わり、緩やかな減少傾向が続いている。

機械投資の先行指標である機械受注は、振れを均してみれば、持ち直している（図表 23）。内訳をみると、製造業は、輸出・生産の増加を受けて、はん用・生産用・業務用機械を中心に、持ち直している。非製造業は、感染症の影響を強く受ける運輸業（鉄道・道路車両等）は減少傾向にあるが、通信業の基地局・5G関連投資に加え、卸・小売業の物流施設関連投資や建設業のデジタル関連投資にも支えられて、全体としては持ち直している。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、感染症の影響を受けた飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設の減少は続いているものの、Eコマースの拡大を背景とした倉庫（物流施設等）の増加に加え、感染症拡大前に決定済みの都市再開発案件の進捗にも支えられて、全体では持ち直している。この間、短観における設備投資計画をみると（図表 24）、GDPの概念に近い「全産業全規模+金融機関」のソフトウェア・研究開発を含む（除く土地投資）ベースでは、2020年度は、はっきりとした前年比マイナスで着地すると見込まれるが、日本銀行・

図表22：設備投資一致指標



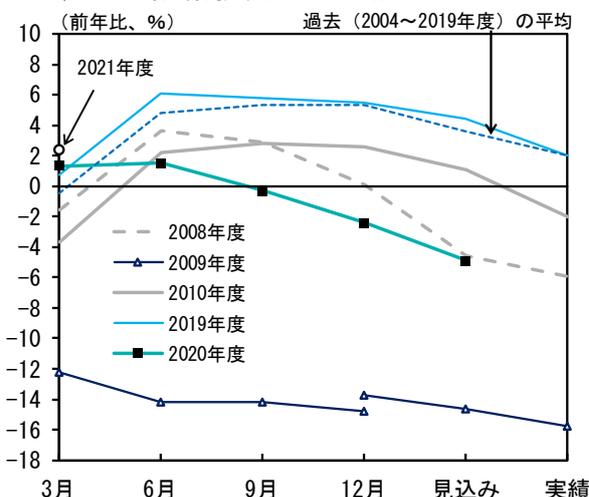
（出所）内閣府、経済産業省、国土交通省  
（注）1. 2021/10は、1～2月の値。  
2. 建設工事出来高の実質値は、建設工事費デフレーターを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表23：設備投資先行指標



（出所）内閣府、国土交通省  
（注）2021/10は、1～2月の値。

図表24：設備投資計画の修正パターン



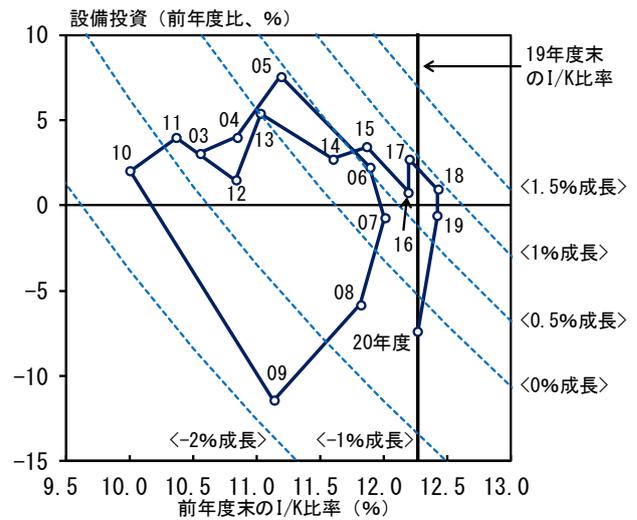
（出所）日本銀行  
（注）1. 短観ベース。全産業+金融機関の値。  
2. ソフトウェア投資額・研究開発投資額を含み、土地投資額は含まない。  
2016/12月調査以前は、研究開発投資額を含まない。  
3. 2009/12月調査には、調査対象企業の見直しによる不連続が生じている。

政府による資金繰り支援策や、金融機関の積極的な取り組みを背景に緩和的な金融環境が維持されたことから、リーマン・ショック後のような大幅な調整は回避されたとみられる。新たに明らかとなった 2021 年度は、前年比+2.4%の増加計画となっており、3月時点としては例年対比高めの伸び率となっている。

先行きの設備投資は、企業収益の改善に加え、緩和的な金融環境にも支えられて、増加傾向が明確になっていくと見込まれる。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人手不足対応やテレワーク拡大、営業活動等のデジタル化に向けたソフトウェア投資、③Eコマース拡大に伴う物流施設の建設投資、④成長分野への研究開発投資、⑤脱炭素化など環境対応投資が考えられる。ただし、運輸業における鉄道車両・航空機の更新投資や、サービス業における飲食店・商業施設・ホテル等の建設投資は、感染症の影響長期化やインバウンド需要の回復遅延を反映して、暫く低迷した状態が続くとみられる。見通し期間終盤にかけては、輸出の増勢が鈍化し、各種の企業支援策の収益押し上げ効果が剥落するもとの、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。

こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストック水準を実現するよう行われる」という、資本ストック循環の観点から点検する(図表 25)。2010 年度以降、9 年間にわたって息長く続いてきた設備投資の増加局面は 2019 年度に終了し、2020 年度は、感染症の影響による景気の落ち込みも下押しとなり、いったん資本ストックの調整局面に入ったとみられる。もっとも、先行きは、

図表25：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。2020年度は、2020/2~4Qの値。

企業収益の改善と緩和的な金融環境に支えられて、期待成長率の緩やかな上昇を伴いながら、再び設備投資の増加局面に入っていく姿を想定している。

### （雇用・所得環境）

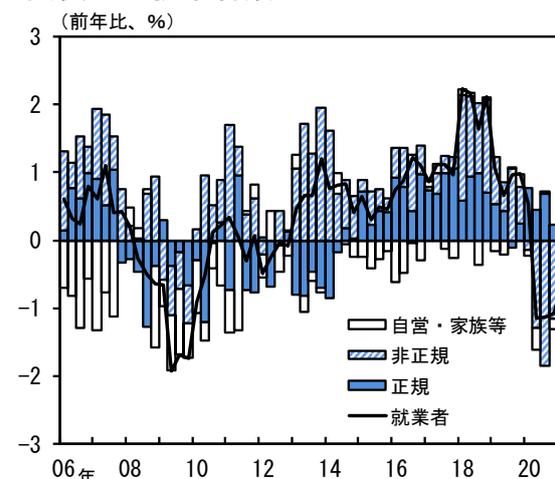
雇用・所得環境をみると、感染症の影響から、弱い動きが続いている。

就業者数は、経済活動の持ち直しを反映して、昨年春頃をボトムに、前年比マイナス幅が緩やかに縮小している（図表 26）。雇用形態別にみると、非正規雇用は、昨年秋以降の感染再拡大や緊急事態宣言の再発出の影響もあって対面型サービスを中心に減少している一方、正規雇用は、情報通信や医療・福祉等を中心に緩やかな増加が続いている。一人当たり労働時間の前年比は、昨年春頃をボトムにマイナス幅が縮小していたが、足もとでは、緊急事態宣言に伴う時短要請の影響から、宿泊・飲食を中心にマイナス幅が再び拡大している（図表 27）。労働需給面をみると、労働力率は、昨年春頃には、高齢者や女性、学生アルバイトの一部が非労働力化したことで低下したが、その後は、これらの人々が再び労働市場に参入するなかで上昇しており、足もとでは直近ピークであった 2019 年末頃の水準を回復している（図表 28）。

失業率は、このところ 3%前後で横ばい圏内の動きが続いている。有効求人倍率は、昨年央まではっきりとした低下を続けてきたが、その後は、経済活動の持ち直しに伴う求人数の増加を主因に、1 倍をやや上回る水準で横ばい圏内の動きとなっている（図表 29）。

先行きの雇用については、雇用調整助成金や時短要請への協力金、各種の資金繰り支援策などの政策対応が雇用の下支えとして引き続き作用するもとで、建設や医療・福祉といった人手不足業種

図表 26：就業者数



(出所) 総務省  
 (注) 自営・家族等には役員を含む。2013年以前は、詳細集計ベース。  
 2021/10は、1～2月の値。

図表 27：労働時間



(出所) 厚生労働省  
 (注) 2021/10は、1～2月の値。

図表 28：失業率と労働力率



(出所) 総務省

を中心に雇用吸収が進むことから、就業者数は緩やかな増加基調に復していくと考えられる。ただし、感染症への警戒感が続く間は、宿泊・飲食等の対面型サービスでは、非正規を中心に一定の雇用調整圧力が作用し続けるとみられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、特別給与（冬季賞与）と所定外給与の減少を主因に、下落している（図表30）<sup>13</sup>。所定内給与の前年比は、一般労働者が製造業や医療・福祉を中心に幾分伸びを高めるもとの、パート労働者比率の低下も押し上げ要因として作用し、0%台前半から半ばのプラスで底堅く推移している（図表31）。所定外給与の前年比は、「働き方改革」に伴う所定外労働時間の減少に加え、感染症の影響も下押しとなり、大きめのマイナスが続いてきたが、経済活動の持ち直しを反映して、このところマイナス幅が縮小傾向にある。特別給与の前年比は、2020年度上期の企業業績の悪化を受けた冬季賞与の減少などを反映して、大幅なマイナスとなっている。

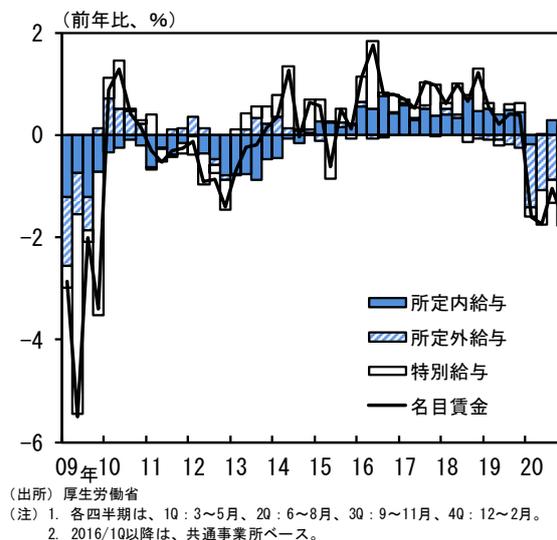
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、一般労働者の所定内を規定する春季労使交渉の賃上げ率が減速するもとの、非正規雇用の回復に伴うパート比率の上昇が構成変化を通じて下押しに作用することから、伸び率が高まりにくい状況が続くと予想される。見通し期間の中盤以降は、企業業績の改善を受けて賃上げ率が上昇することから、所定内給与も再び緩やかに上昇していくと見込まれる。一方、所定外給与は、経済活動の改善に伴う所定外労働時間の回復を反映して、増加基調に転じると予想される。企業収益に対し半年程度のラグを伴って変動する特別給与（賞与）は、企業収益の改善を反映して早晚下げ止まり、

<sup>13</sup> 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

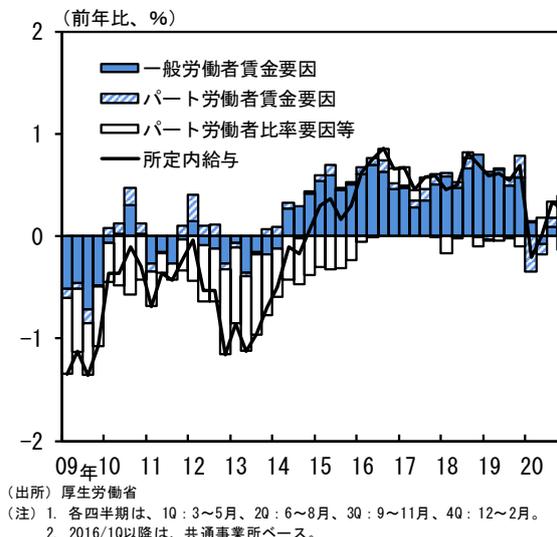
図表29：求人倍率



図表30：名目賃金



図表31：所定内給与の要因分解



その後も着実な増加を続けると予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金の前年比は、所定外給与と特別給与の上昇を主因にプラスに転じたあと、見通し期間終盤にかけては、所定内給与の上昇の影響も加わり、緩やかなプラス幅の拡大基調が続くと考えられる。

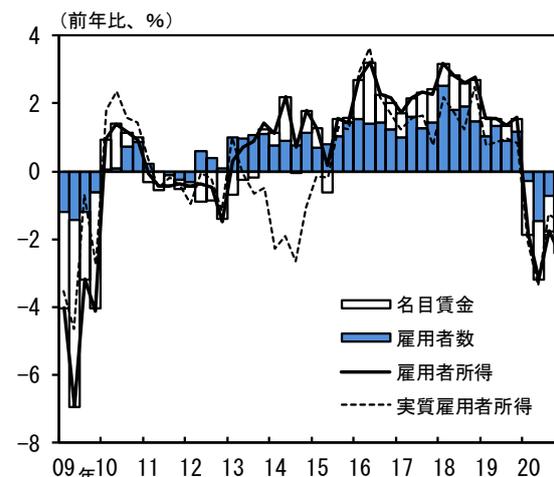
雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、はっきりと減少している（図表 32）。先行きは、経済活動の持ち直しや企業業績の改善にややラグを伴いつつも、下げ止まりに向かい、その後は、緩やかな増加基調に復していくと考えられる。

### （家計支出）

個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力の強まりから、持ち直しが一服している。

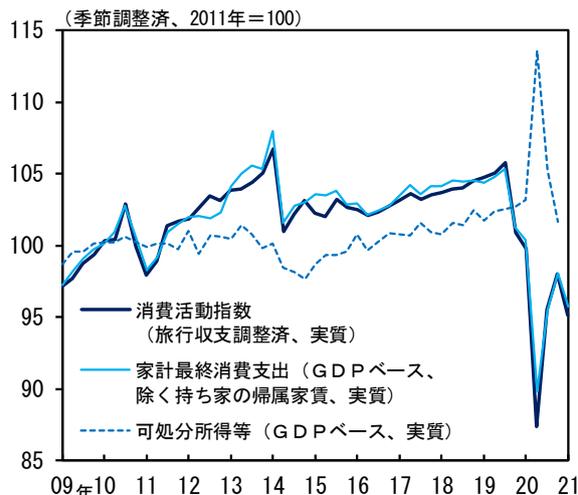
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数（旅行収支調整済）<sup>14</sup>をみると、昨年4～6月をボトムに、2四半期連続で増加していたが、1～2月の10～12月対比は、昨年秋以降の感染再拡大とそれに伴う緊急事態宣言の再発出の影響から、再び減少に転じている（図表 33、34）。各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると、3月のサービス消費は、緊急事態宣言の解除や人出の回復を受けて1～2月から幾分改善したものの（図表 35）、4月入り後は、感染者数の増加とそれに伴う公衆衛生上の措置により、飲食・宿泊等への下押し圧力は再び強まっているとみられる。この間、財消費については、

図表32：雇用者所得



（出所）厚生労働省、総務省  
 （注）1. 各四半期は、1Q：3～5月、2Q：6～8月、3Q：9～11月、4Q：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33：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）。2021/10は、1～2月の値。  
 2. 家計最終消費支出の2021/10は、消費総合指数（2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。

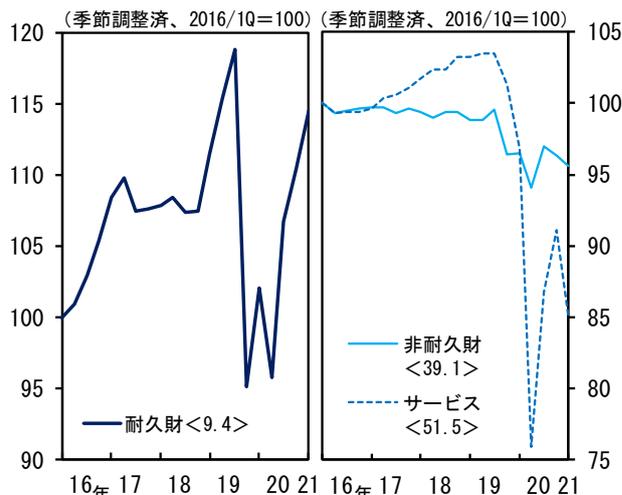
<sup>14</sup> 消費活動指数については、日本銀行調査論文「消費活動指数の08SNA対応と精度向上を企図した見直し」（2018年4月）を参照。

巣ごもり需要を背景に、底堅く推移している。

形態別にみると、耐久財消費は、巣ごもり需要の拡大に加え、サービスからの需要シフトの影響もあって、昨年春頃をボトムに増加傾向にある(図表 36)。乗用車販売は、一部メーカーによる販売支援策や新モデル投入効果もあって、昨年春以降、増加してきたが、足もとでは、半導体不足による供給制約の影響などから増加が一服している。家電販売額は、巣ごもり需要の拡大を背景に、パソコンやテレビ、白物家電(エアコン)を中心に緩やかな増加基調を維持している。非耐久財消費は、昨年春頃の落ち込みから持ち直してきたが、本年入り後は、感染再拡大に伴う衣料品やガソリンの需要減退を主因に再び減少している。食料品や日用品などは、感染状況に応じて多少の振れはあるものの、巣ごもり消費の拡大を背景に底堅く推移している。衣料品は、昨年春頃の大幅な落ち込みから持ち直してきたが、本年入り後は、感染再拡大の影響などから、水準を切り下げている。

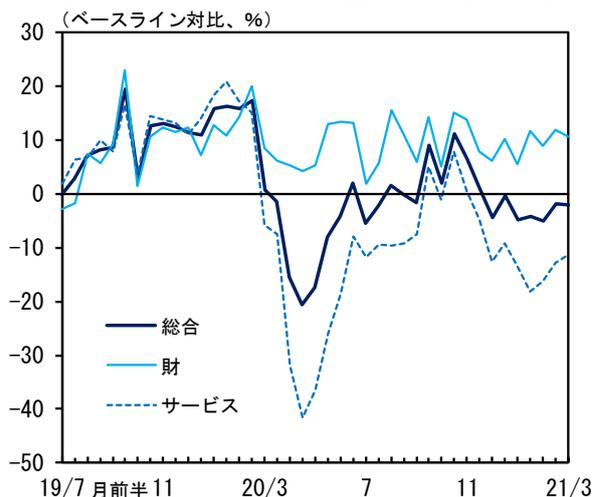
サービス消費は、昨年秋以降の感染再拡大や緊急事態宣言の再発出、Go Toトラベルの一時停止の影響から、対面型を中心に、本年初にかけて大きめの減少となった(図表 37)。その後、3月にかけては、緊急事態宣言の解除に伴う人出の回復を反映していったん増加したものの、4月入り後は、感染者数が増加に転じ、公衆衛生上の措置も強化されるなかで、下押し圧力は再び強まっているとみられる(図表 38)。外食は、感染再拡大と緊急事態宣言の再発出を受けて、12月から1月にかけてははっきりと減少したあと、同宣言の解除に伴う時短要請の緩和を受けて若干の増加に転じていたが、4月入り後は、時短要請の再強化により再び減少しているとみられる(図表 39)。国内旅行は、Go Toトラベルの一時停止や緊急事態

図表34：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。  
 2021/1Q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35：カード支出に基づく消費動向



(出所) JOB/ナウキャスト「JOB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年の当該半月の平均。

図表36：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業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。

宣言の再発出の影響から減少しており、1月以降の宿泊者数は、昨年夏頃の水準まで落ち込んだ状態が続いている。この間、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。

個人消費関連のマインド指標をみると（図表40）、消費者態度指数や、景気ウォッチャー調査のDIは、感染症の再拡大を受けて、昨年末以降悪化していたが、2月以降は、感染者数の減少や緊急事態宣言の解除を受けて、改善に転じている。

先行きの個人消費は、当面、感染症の影響から、対面型サービスを中心に低めの水準で足踏みした状態が続くとみられるが、その後は、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、政府の経済対策などにも支えられて再び持ち直していくとみられる。見通し期間後半にかけては、ワクチンの普及に伴い、感染症の影響も収束するもとの、個人消費は、雇用者所得の改善に加え、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（「強制貯蓄」）のごく緩やかな取り崩しにも支えられて、増加基調が明確になっていくと考えられる<sup>15</sup>。

<sup>15</sup> BOX 3では、「強制貯蓄」に関する分析・考察を含め、ワクチンの普及が個人消費に及ぼす影響について、考え方を整理している。

図表37：サービス消費

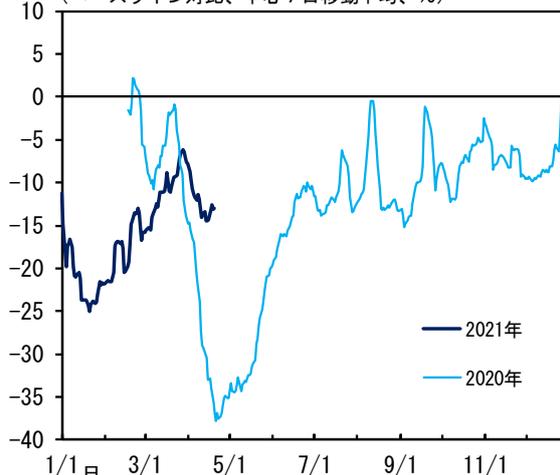
（季節調整済、2011年=100）



（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」  
（注）国内延べ宿泊者数の2010年は、従業者数10人以上の宿泊施設の調査結果における前年比を用いて接続。

図表38：位置情報に基づく人出の状況

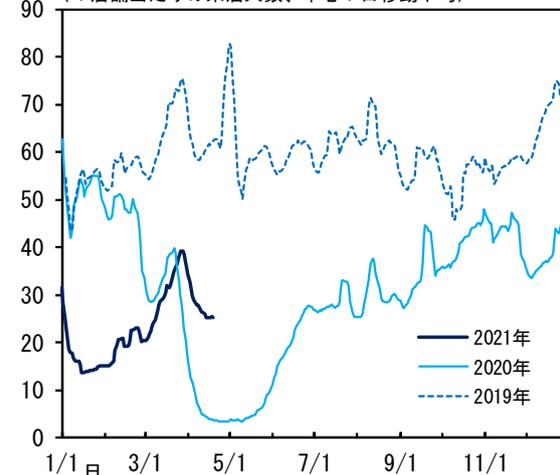
（ベースライン対比、中心7日移動平均、%）



（出所）Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports."  
<https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2021/4/27.  
（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。

図表39：飲食店への来店人数

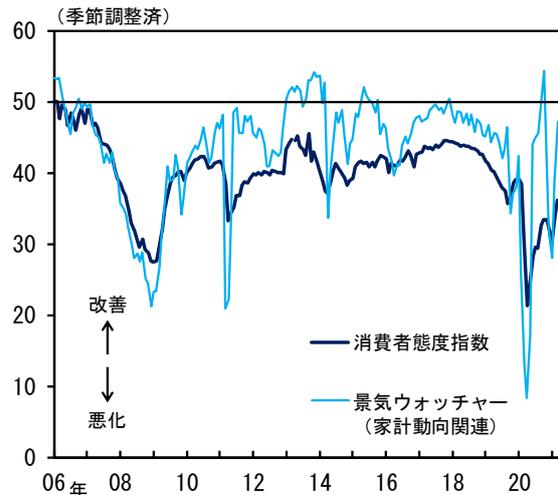
（1店舗当たりの来店人数、中心7日移動平均）



（出所）TableCheck  
（注）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4,800店舗。

住宅投資は、緩やかに減少している(図表 41)。  
 住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、消費税率引き上げの影響に感染症の影響が加わり減少してきたが、足もとでは概ね下げ止まっている。先行きの住宅投資は、消費税率引き上げや感染症の影響による下押し圧力が剥落するもとで、緩やかな金融環境にも支えられて、いったん下げ止まりから持ち直しに向かうと見込まれる。その後、見通し期間終盤にかけては、人口動態を反映して、再び緩やかな減少トレンドを辿ると考えられる。

図表40：個人消費関連のマインド指標



(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41：住宅投資



(出所) 内閣府、国土交通省  
 (注) 2021/10は、1~2月の値。

## 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、上昇している（図表42）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、昨年春頃に生じた宿泊料等の下落の反動に加えて、足もとでの広告需要の持ち直しもあって、プラスに転じている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、感染症や既往の原油価格下落の影響などにより、小幅のマイナスとなっている（図表42、43）。除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、足もとでは小幅のプラスとなっている。一時的な変動要因を取り除いた「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」ベースの除く生鮮食品・エネルギーの前年比は、小幅のプラスで推移している（図表44）<sup>16、17</sup>。その内訳をみると、財は、景気感応的な食料工業製品はなお若干のマイナスとなっているものの、巣ごもり需要が増加している日用品や白物家電の上昇が押し上げ要因となり、全体では小幅のプラスを維持している。一般サービスは、外食や家事関連サービス（住

<sup>16</sup> 消費税率引き上げによる押し上げ寄与は、2020年11月以降、剥落している。一方、教育無償化政策の影響については、高等教育無償化等が2020年4月以降の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を-0.1%ポイント程度押し下げているが、2021年4月以降は剥落する。

<sup>17</sup> Go To トラベル事業は、2020年8～12月の除く生鮮食品の前年比を、-0.3～-0.4%ポイント程度押し下げていたが、本年1月以降は、同事業の一時停止により、下押し寄与が剥落している（この結果、2020年度全体でみると、除く生鮮食品を-0.2%ポイント程度押し下げ）。一方、2021年8～12月の前年比は、その反動により、+0.3～+0.4%ポイント程度押し上げられる計算となる。

先行きについては、Go To トラベル事業が再開されれば、実施月の除く生鮮食品の前年比を押し下げ一方、その翌年の同じ月の前年比を押し上げることになる。

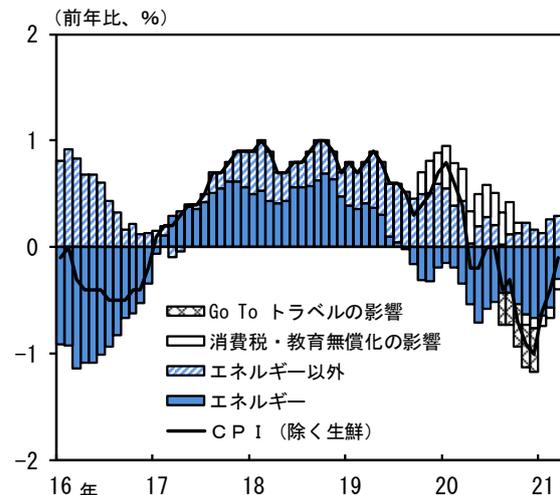
図表42：物価関連指標

	(前年比、%)			
	20/2Q	20/3Q	20/4Q	21/1Q
消費者物価指数（CPI）				
除く生鮮	-0.1	-0.2	-0.9	-0.4
消費税・教育無償化、Go To トラベルの影響を除く	-0.4	-0.3	-0.5	-0.3
除く生鮮・エネルギー	0.4	0.1	-0.3	0.2
消費税・教育無償化、Go To トラベルの影響を除く	0.2	0.2	0.2	0.3
国内企業物価指数（前期比）	-2.4	0.6	0.0	1.4
企業向けサービス価格指数	-1.0	-0.5	-0.2	0.2
GDPデフレーター	1.4	1.2	0.3	
内需デフレーター	-0.0	0.2	-0.6	

(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。いずれも、消費税率引き上げの影響を除く。  
2. CPI（消費税・教育無償化、Go To トラベルの影響を除く）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。

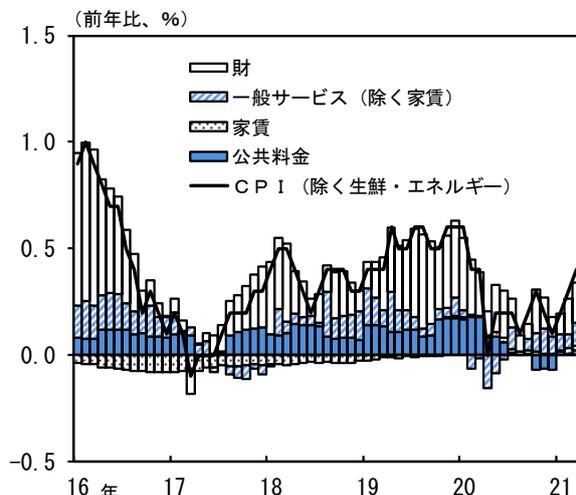
図表43：CPI（除く生鮮）



(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44：CPI（除く生鮮・エネルギー）



(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 トラベルの影響を除く（2020/4月以降は、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）。

居工事サービス等) はプラス幅を縮小しているものの、宿泊料 (Go To トラベルの影響を除く) の下落幅が昨年よりも縮小していることから、全体では小幅のプラスで推移している。この間、公共料金は、航空運賃の下落や学校給食費の減免が下押しに作用してきたが、本年1月以降は、火災・地震保険料や傷害保険料の値上げが押し上げ要因となっているため、0%程度となっている。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると (図表 45)<sup>18</sup>、刈込平均値は、0%近傍で推移してきたが、足もとでは、食料工業製品の下落の影響が下押しに作用し、振れを伴いつつも小幅のマイナスとなっている。一方、ウエイトの大きい品目の動きに左右されにくい最頻値は、振れを伴いつつも、小幅のプラスで推移している。加重中央値も、若干のプラスないし0%程度で横ばい圏内の動きを続けている。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は、食料工業製品や農水畜産物などで上昇品目が減少傾向にあることを主因に、振れを伴いつつ緩やかな低下傾向にあるが、全体ではなお「上昇」超を維持している (図表 46)。

この間、内需デフレーターの前年比は、エネルギー価格を含む個人消費デフレーターの下落を主因に足もとではマイナスに転じている (前掲図表 42)。一方、GDPデフレーターの前年比は、既往の原油価格下落による輸入デフレーターの下下が

図表45：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46：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。

<sup>18</sup> 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エイトを累積して 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。

押し上げに作用し、プラスを維持している。

### (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、1～3月は、昨年秋以降の感染再拡大や緊急事態宣言の再発出の影響から、昨年秋以降の改善はいったん足踏みした可能性が高い(前掲図表4、図表47)。もっとも、その後は、潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとの、再び改善基調を辿り、見通し期間の中盤にはプラス基調が定着したあと、終盤にかけて緩やかなプラス幅の拡大が続くと考えられる。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移している(図表48、49)。先行きも、当面は、後述するように、携帯電話通信料の引き下げという一時的な下押し要因を除けば、物価が底堅く推移するもとの、予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移するとみられる。その後は、景気が改善していくもとの、現実の物価が上昇していくことや、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から、予想物価上昇率は再び高まっていくと考えられる。

第3に、輸入物価についてみると、既往の原油価格下落に伴う電気代・都市ガス代の下落から、エネルギー価格の消費者物価(除く生鮮食品)への寄与はマイナスが続いてきた。もっとも、2021年度入り後は、昨年秋以降の原油価格の上昇や為替円安を反映して、エネルギー価格の寄与は、プラスに転じると見込まれる(図表50)。

### (物価の先行き)

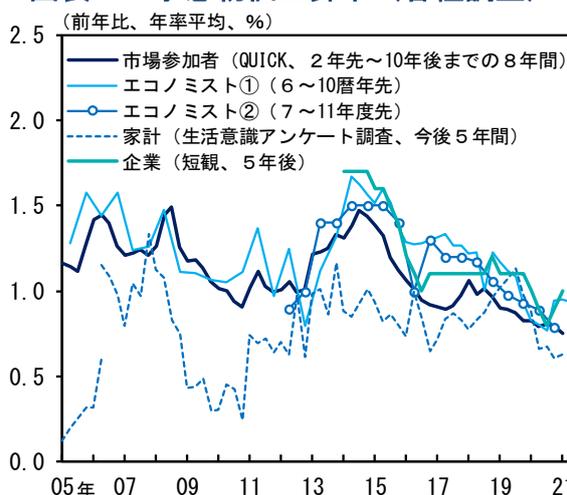
前述した足もとの指標の動きを踏まえると、感

図表47: 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 トラベルの影響を除く(2020/20以降は、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)。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表48: 予想物価上昇率(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・パーキン法による。  
 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)。

図表49: 予想物価上昇率(BEI)



(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)の利回りをを用いて算出。

染症の影響によって需給ギャップが大幅に悪化したことに伴い、一部の景気感応的な品目には価格下落圧力が働いているが、これまでのところ、企業が値下げにより需要喚起を図る価格設定行動が広範化しているようには窺われない。その背景としては、①供給サイドのコスト増（検温・消毒の実施や座席数の削減等）や、②感染症への警戒感に伴うサービス需要の価格弾力性低下、③財価格とサービス価格の景気感応度の違い（景気感応的な財における巣ごもり需要の拡大と感応度が小さいサービスの需要減少）、などが考えられる<sup>19</sup>。先行きについては、携帯電話通信料の大幅下落という特定品目の影響から物価は小幅に下落するものの<sup>20</sup>、それ以外の分野では、需要喚起を図るための値下げ行動は引き続き広範化しないとみられる。その後は、ワクチン接種の進捗に伴い感染症の影響が和らぐもとの、需給ギャップは改善を続け、携帯電話通信料の下落の影響も剥落するため、物価は緩やかな上昇基調に復していくと考えられる（前掲図表 47）。

以上の基本的な考え方のもとで、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比の先行きを展望すると、当面は、現状から伸び率が低下し、マ

図表50：国際商品市況



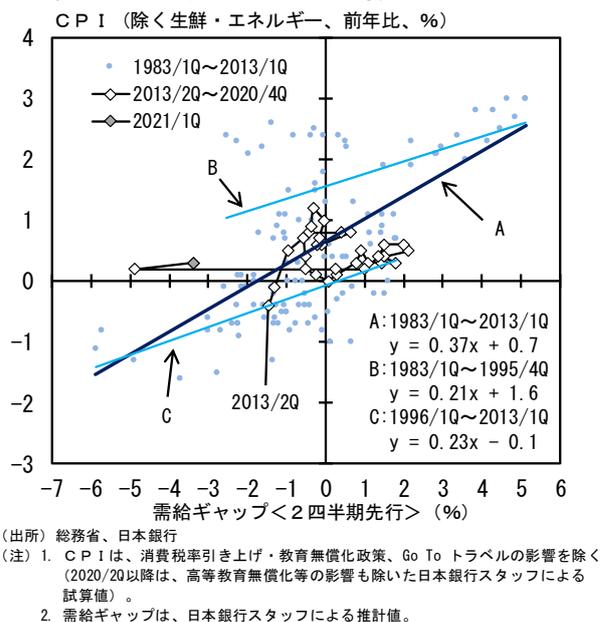
<sup>19</sup> BOX 4では、消費者物価と需給ギャップの関係が感染症下で弱まっている背景について、財価格とサービス価格の景気感応度に着目した分析を提示している。

<sup>20</sup> 2021年3月中旬以降から開始された大手キャリアによる携帯電話通信料の低価格プランは、同年4月以降の消費者物価を大幅に下押しすると予想される。携帯電話通信料のモデル価格について一定の仮定を置いて試算すると、除く生鮮食品の前年比の押し下げ寄与は、-0.5～-1%ポイント程度となるが、当試算結果も幅を持っておく必要がある。また、2021年8月に予定されている消費者物価指数の2020年基準改定では、携帯電話通信料について、モデル式自体も見直される予定であるため不確実性はあるものの、①ウエイトが2015年基準対比で高まるとともに、②下落している指数水準もリセットされることから、今次値下げが消費者物価全体に与える影響度も、現行指数以上に大きなものとなる可能性が高い。

イナスになると見込まれる。内訳をみると、財は巣ごもり需要による下支えもあって、日用品を中心に小幅のプラスを維持する一方、携帯電話通信料が4月以降大幅に下落するほか、需要の大幅な減少に直面している航空運賃や宿泊料（Go To トラベルの影響を除く）等の旅行関連サービスに対する価格低下圧力も続くと予想される。この間、Go To トラベル事業が再開されれば、宿泊料の下落を通じて、消費者物価の下押し要因となる。見通し期間の中盤以降は、①携帯電話通信料下落の影響が剥落するもとの、②需給ギャップの着実な改善が続くことに加え、③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、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は高まっていくと考えられる（図表51）。

以上を踏まえ、エネルギー価格を含む消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、当面は、エネルギー価格の寄与がはっきりとしたプラスに転じることから、消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）よりも下落幅は小幅にとどまり、2021年度全体でみても0%程度ないし若干のプラスになると予想される。見通し期間中盤以降は、エネルギー価格のプラス寄与が剥落していくことから、除く生鮮食品の前年比は、除く生鮮食品・エネルギーと概ね同程度のペースで、上昇率が高まっていくと考えられる。

図表51：フィリップス曲線



### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

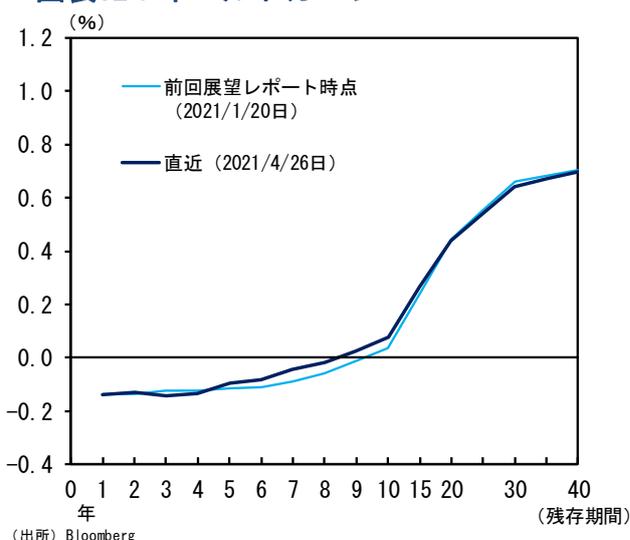
わが国の金融環境は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある。

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）に沿ったかたちとなっている（図表52）。すなわち、日本銀行が、長期国債、短期国債ともに、上限を設けず必要な金額の買入れを行うもとの、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物はゼロ%程度で推移している。この間、20年物は、0%台半ばで推移している。

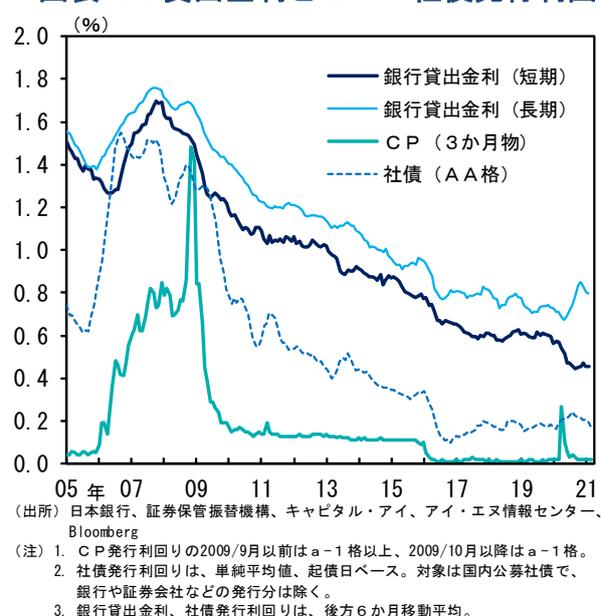
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表53）。CPの発行金利は、昨年4月にいったん大きく上昇したものの、日本銀行によるCP等買入れの増額公表後には低下し、その後もきわめて低い水準で推移している。一時的に低下した短観のCP発行環境判断DIも、発行金利の落ち着きなどを映じて、改善が続いている。社債の発行金利も、昨年4月に幾分上昇したが、その後は低下し、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

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で見ると、大企業では、ひと頃と比べ幾分低下した水準となっているものの、大企業、中小企業とも、「厳しい」との回答割合は引き続き抑制されており、日本銀行・政府による企業等の資金繰り支援のための各種措置や、金融機関の取り組みを背景に、

図表52：イールドカーブ

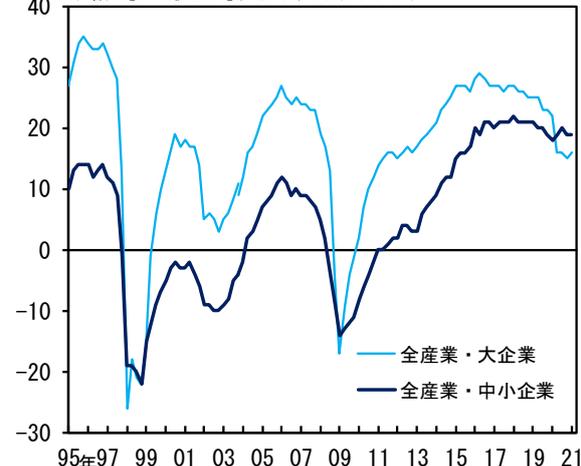


図表53：貸出金利とCP・社債発行利回り



(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54：企業からみた金融機関の貸出態度  
 (「緩い」-「厳しい」、DI、%ポイント)



(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。

総じて緩和的な水準を維持している（図表 54）。企業の資金繰りを短観のD I でみると、大企業、中小企業とも、経済の持ち直しなどに伴い緩やかに改善している（図表 55）。もっとも、宿泊・飲食サービスでは引き続き大幅な「苦しい」超となっているほか、全産業ベースのD I も感染症拡大前の水準には復していない。

企業の資金需要面をみると、感染症の影響を受けた売上げの減少や予備的な需要などによる資金ニーズは、大企業向けを中心に一服しているが、引き続き高水準となっている。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比は、6%程度のプラスとなっている（図表 56）。C P・社債合計の発行残高の前年比は、高めのプラスで推移しているが、ひと頃に比べて増勢は鈍化している。

マネタリーベースは、前年比で2割程度のプラスとなっており、3月末時点の残高は644兆円（対名目GDP比率は117%<sup>21</sup>）となった。マネーストック（M2）の前年比は、財政支出や銀行貸出の増加などから、9%台半ばの伸びとなっている（図表 57）。

図表55：企業の資金繰り



（出所）日本銀行  
（注）短観の資金繰り判断D I。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56：貸出残高とC P・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、C P・社債計は末残前年比。

図表57：マネーストック



（出所）日本銀行

<sup>21</sup> 名目GDPは、2020年10~12月期の値を用いている。

## (金融市場動向)

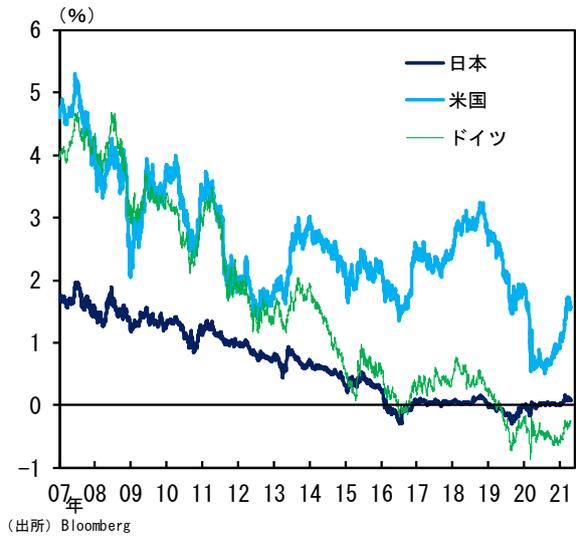
国際金融市場の動向をみると、ワクチン接種の進展や一部先進国での追加経済対策などを背景とした世界的な景気回復期待の高まりから、市場センチメントの改善傾向が続いている。こうしたもとで、米欧の長期金利が上昇しているほか、先進国の株価も上昇している。もっとも、感染症の状況を含めて、引き続き様々な不確実性が意識されている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、大規模な追加経済対策が発表されるもとで、景気回復への期待が高まったことなどを背景に大幅に上昇したあと、足もとでは横ばい圏内で推移している(図表58)。ドイツでは、米金利に連れて上昇したあと、欧州域内での感染再拡大や公衆衛生上の措置の強化、ECBによる感染症対応の資産買入れなどが意識され、横ばい圏内で推移している。

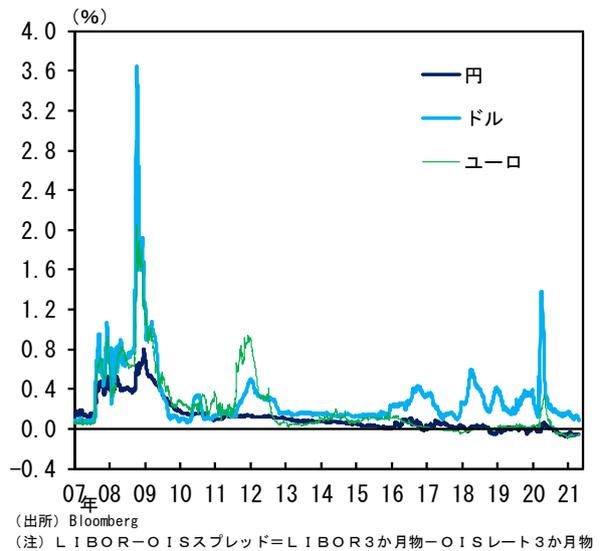
主要通貨のLIBOR-OISスプレッドをみると、米ドル、ユーロ、円のいずれについても、低水準で横ばい圏内の動きとなっている(図表59)。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムについては、日本銀行を含めた各国・地域の中央銀行による米ドル資金供給オペがバックストップとして機能するもとで、低水準で推移している(図表60)。

株式市場をみると、日米欧の株価は、ワクチン接種の進展や一部先進国での追加経済対策などを背景とした世界的な景気回復期待の高まりから、市場センチメントが改善傾向にあるもとで、企業業績の回復期待の高まりにも支えられて、上昇している(図表61)。この間、新興国株価は、米国長期金利の大幅な上昇などを受けて下落したあと、

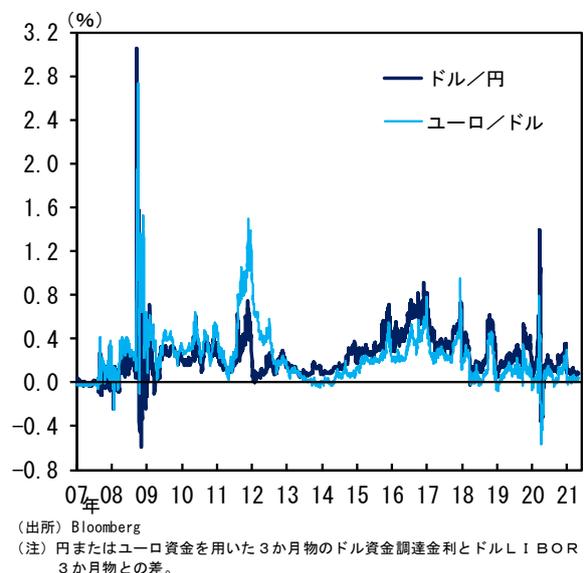
図表58：主要国の長期金利（10年物国債）



図表59：LIBOR-OISスプレッド



図表60：ドル資金調達プレミアム

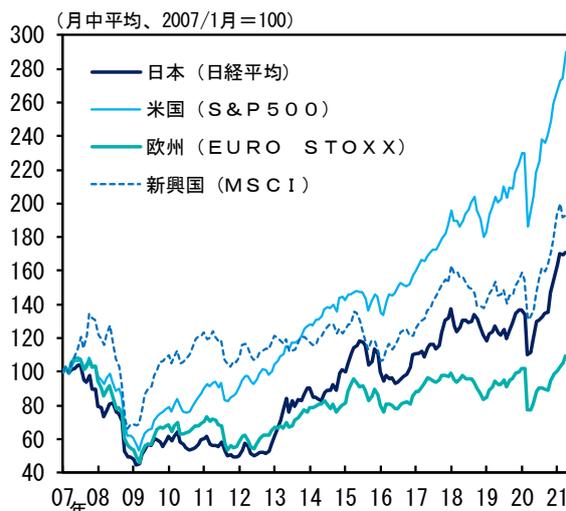


横ばい圏内で推移している。

わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、オフィスや住宅を対象としたREITを始めとして、幅広く上昇している（図表62）。

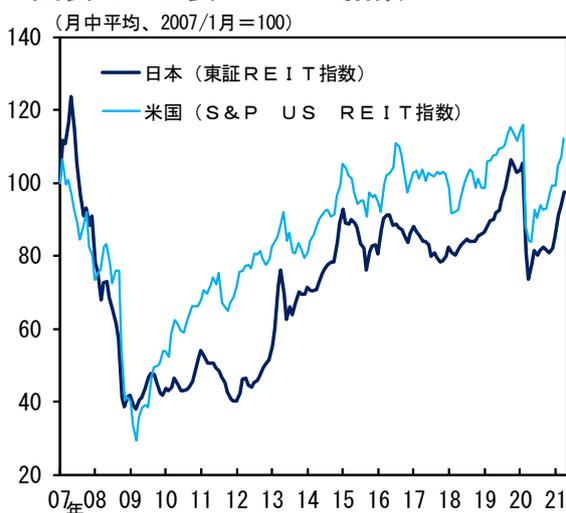
為替市場をみると、市場センチメントが改善傾向にあるもとで、円は、幅広い通貨に対して下落している。一方、ドルは、米国の長期金利上昇を背景にこれまでの下落基調から上昇に転じたあと、足もとではそうした動きが一服している。この結果、円の対ドル相場は、ドル高・円安方向に推移したあと、足もとでは概ね横ばい圏内の動きとなっている（図表63）。この間、円の対ユーロ相場は、ユーロ高・円安方向に推移している。

図表61：主要株価指数



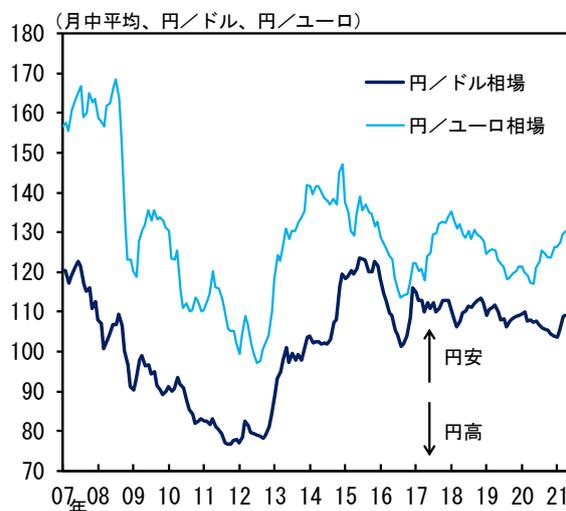
(出所) Bloomberg  
(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

図表62：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表63：円ドル・円ユーロ相場



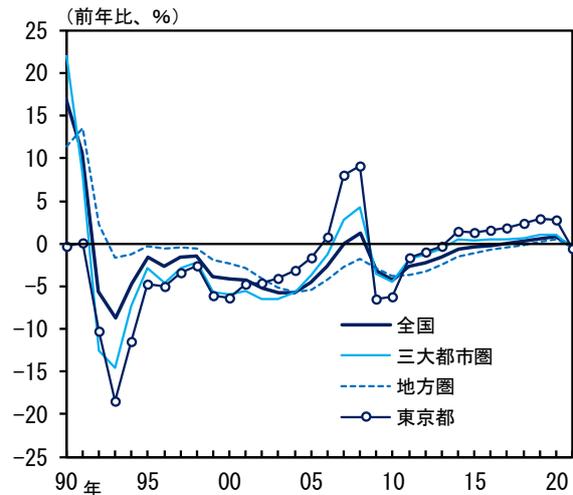
(出所) Bloomberg

## (地価)

地価は、全体として小幅に下落している。2021年の地価公示（1月1日時点）で地価の前年比をみると、住宅地は5年ぶりに、商業地は7年ぶりに、それぞれマイナス転化した（図表 64、65）。用途別には、住宅地に比べ、これまではっきりとした上昇を続けてきた商業地の方が下落幅が大きくなっているほか、地域別には、地方圏に比べ、東京、大阪、名古屋の三大都市圏の方が、住宅地・商業地ともに下落幅が大きくなっている。

以上

### 図表64：地価（住宅地）

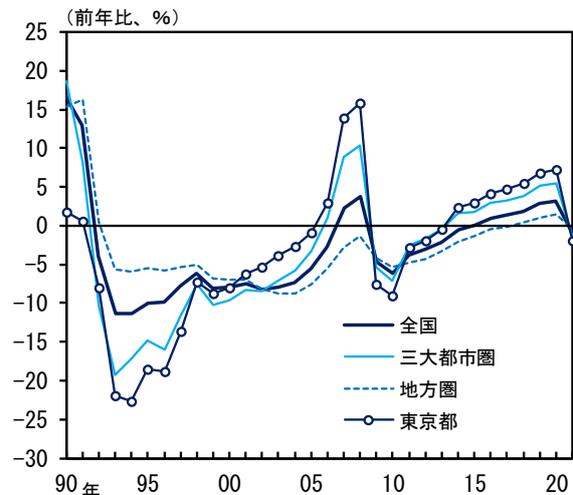


(出所) 国土交通省

(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65：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) 海外経済の回復のばらつき

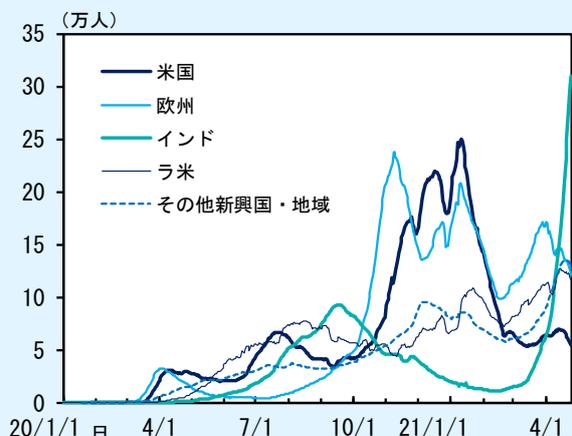
海外経済は、総じてみれば回復しているが、そのペースは、各国間で不均一となっている。先行きも、感染症の動向やワクチンの普及ペース、財政運営スタンスの違いなどを受けて、改善ペースは不均一なものとなる可能性が高い。本 BOX では、感染症の動向やワクチンの接種状況を確認したうえで、各国間の回復のばらつきを整理する。

新型コロナウイルス感染症の新規感染者数は、本年入り後、多くの国々で、いったん減少した。もっとも、春先以降、欧州や一部の新興国で感染症が再拡大するなど、感染症の帰趨を巡っては、不確実性の大きい状況が続いている(図表 B1-1)。この間、多くの国々でワクチンの接種が開始されたが、その普及ペースは区々である(図表 B1-2)。

こうしたもとで、各国・地域別の経済状況を見ると、中国経済は、回復が続いている。1~3月は、国内での感染発生に伴う春節期間中の移動制限を受けて、サービス消費が下押しされた。もっとも、財消費は堅調を維持したほか、春節休暇の縮小もあって輸出と生産は前々年比プラス幅を拡大するなど、景気の改善基調は続いている(図表 B1-3)。景気改善の効果が家計所得に及んでいることも併せみると、先行き、中国経済は、民間部門が主導する安定した成長経路に復していくと考えられる。

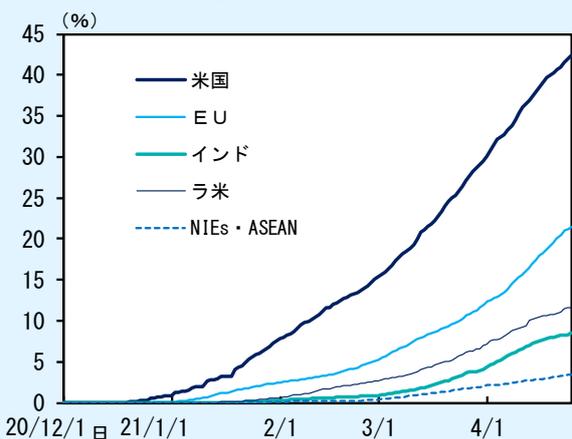
米国経済は、回復している(図表 B1-4)。本年入り後、新規感染者数が減少に転じ、ワクチンの接種ペースも加速するもとで、経済活動への制限措置は段階的に解除されている。加えて、昨年末以降に決定された大規模な追加経済対策も経済活動を後押ししている(図表 B1-5)。先行き、米国経済は、ワクチンの普及や追加経済対策の効果発現等を受けて、成長率を上げていくと考えられる。

図表B1-1：主要国・地域の新規感染者数



(出所) CEI C  
(注) 米国はCDC、台湾は台湾衛生福利部、香港は香港衛生署衛生防護センター、その他はWHO公表値。欧州はEU加盟国と英国。ラ米は主要国。その他新興国・地域は、NIEs・ASEAN・中東の主要国・地域と南アフリカ・ロシア・トルコ。後方7日移動平均。直近値は、4/25日。

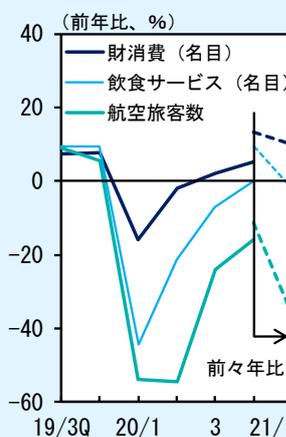
図表B1-2：主要国・地域のワクチン接種率



(出所) CEI C、国際連合  
(注) 1本以上接種人口÷総人口。ラ米とNIEs・ASEANは主要国・地域。欠損値の場合は、その当該日以前の欠損値でない直近値で補完。直近値は、4/25日。

図表B1-3：中国の主要経済指標

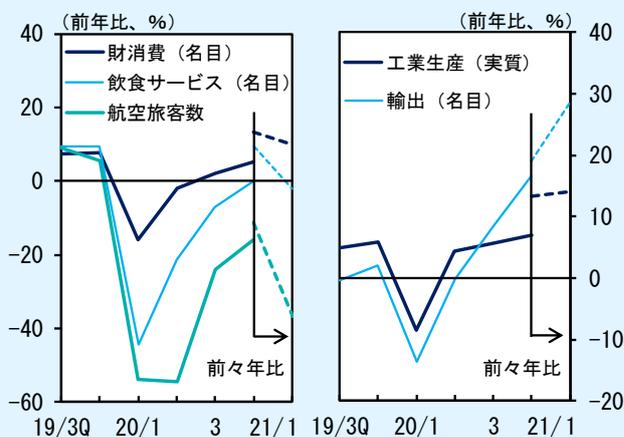
### ①消費関連指標



(出所) CEI C

(注) 日本銀行スタッフ算出。輸出はドル建て。直近は前年比が2020/4Q、前々年比が2021/1Q。2021/1Qは、感染症の拡大等によって大幅に落ち込んだ2020/1Qとの比較(前年比)ではなく、感染症拡大前の2019/1Qとの比較(前々年比)。2020/4Qは2018/4Qとも比較。

### ②工業生産と輸出

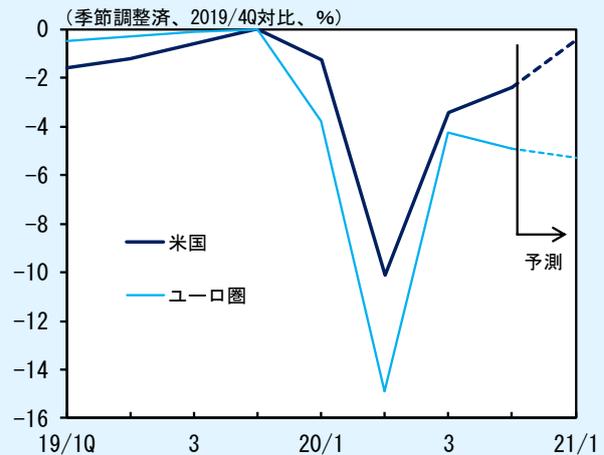


欧州経済は、サービス業を中心に下押しされた状態が続いている（前掲図表 B1-4）。新規感染者数が振れを伴いつつも高めの水準で推移するも、各国政府は、断続的に厳しめの公衆衛生上の措置を導入している。もっとも、①こうした措置は、経済活動とのバランスを意識して、感染状況に応じて柔軟に見直されているほか、②補助金等の家計・企業支援策が延長されていることなどから、経済の落ち込みは限られている。先行きについては、欧州経済は、改善基調に復していくとみられる。もっとも、米国に比べ、ワクチンの普及に時間を要するとみられることや、財政支援策の規模の違いを踏まえると、改善ペースは緩やかなものになると見込まれる（前掲図表 B1-2、B1-5）。

中国以外の新興国をみると、IT 関連財等の輸出が好調な NIEs や、昨年末にかけて新規感染者数が減少を続けたインドでは、GDP が昨年 10～12 月には感染症拡大前の水準を概ね取り戻した（図表 B1-6）。一方、ASEAN は、感染者数の増加等を受けた内需の弱さに加えて、インバウンド需要の低迷継続もあり、持ち直しが遅れている。先行きについては、新興国は、米中の回復の波及もあって、総じてみれば改善を続けるとみられる。もっとも、先進国と比べ、多くの国々ではワクチンの普及が遅れるとみられるほか、財政面からの支援も小幅である（前掲図表 B1-2、B1-5）。そのため、改善ペースは緩やかなものにとどまるほか、感染動向や経済構造の違いを反映した各国・地域間の回復のばらつきも残ると見込まれる。また、財政・金融面などでの脆弱性を抱えている先を中心に、下振れリスクには引き続き注意が必要である<sup>22</sup>。

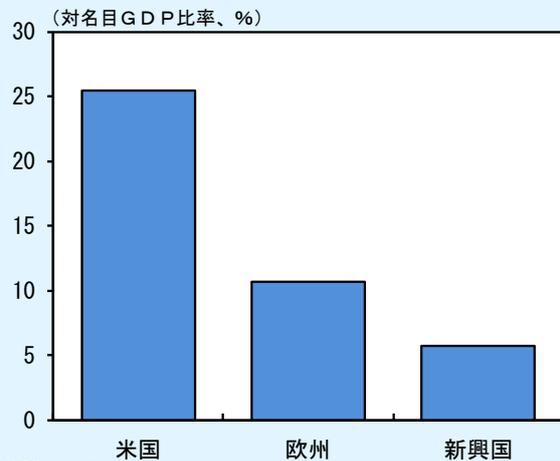
<sup>22</sup> こうした脆弱性等が資本フローに及ぼす影響については、日本銀行ワーキングペーパー「新興国への資本フローを巡るリスクパネル分位点回帰を用いた検証—」（No.21-J-5）を参照。

図表B1-4：米国とユーロ圏の実質GDP



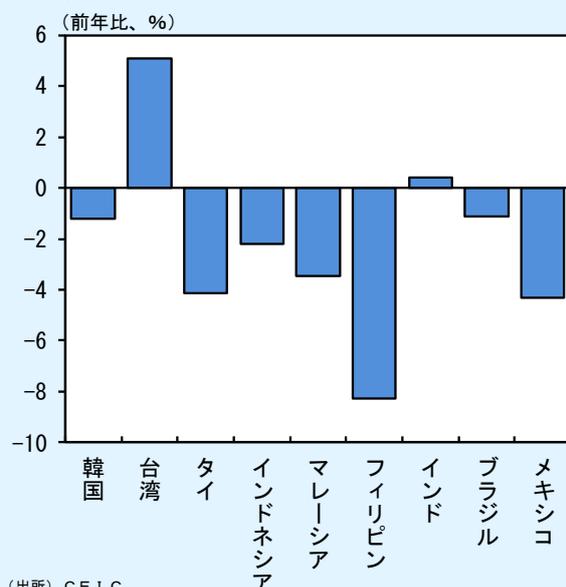
(出所) アトランタ連銀、E C B、Haver  
 (注) 米国の2021/1Qは、アトランタ連銀が公表しているGDPNow予測(4/26日時点)。ユーロ圏の2021/1Qは、E C Bが公表しているスタッフによる予測(3/11日時点)。

図表B1-5：感染症関連の財政支援策の規模



(出所) IMF  
 (注) 感染症関連の財政支援策は、IMFのFiscal Monitor(2021/4月)のドル建てで算出。財政収支に直ちに影響を及ぼす支援策のみを対象(税の繰り延べ・債務保証等は含まない)。欧州は、ドイツ・フランス・イタリア・スペイン・英国。新興国は29か国。

図表B1-6：主要新興国・地域の実質GDP



(出所) CEIC  
 (注) 2020/4Qの値。

## (BOX 2) 企業部門における収益改善と設備投資の前向きな循環

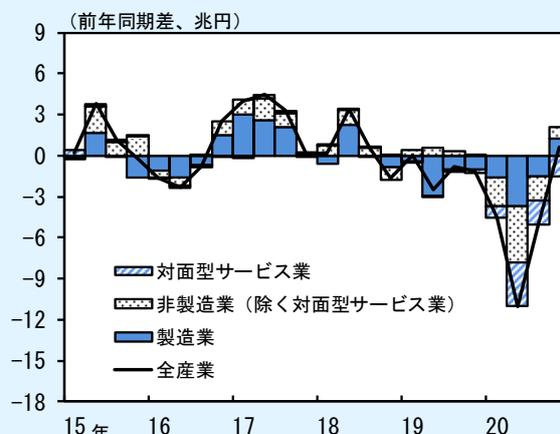
本BOXでは、企業部門において所得から支出への前向きな循環が始まっている点を、詳しくみていく。まず、企業収益が経済活動の持ち直し以上に堅調な改善を示している背景について、分析する。次に、そうした収益改善にも支えられて、先行きも設備投資の回復局面が続く可能性が高いことを示す。

法人季報の企業収益（全産業全規模ベース）をみると、2020年10～12月の経常利益は2四半期連続で改善し、感染症拡大前の2019年10～12月の水準を幾分上回った（図表B2-1）。内訳をみると、製造業の収益改善が顕著であるが、対面型サービス業以外の非製造業の収益も回復している。こうした収益改善の一因には、国内外の経済活動の持ち直しに伴う売上高の回復があるが、収益の改善ペースは売上高の回復以上に速い。これには、以下の2つの要因が大きく影響している。

第1に、企業は、感染症の拡大を契機に経営効率の向上に積極的に努めており、とくに対面での営業や会議が中止・縮小されるなかで、交際費や出張費、広告宣伝費といった販売管理費（販管費）が大幅に削減されている（図表B2-2）。販管費の削減は、業種・規模を問わず、幅広いセクターの収益改善に貢献しており、2020年4月から12月までの3四半期累計で、全産業全規模の企業収益を前年より約9兆円も押し上げている。この金額は、2019年の経常利益の1割強に相当する。

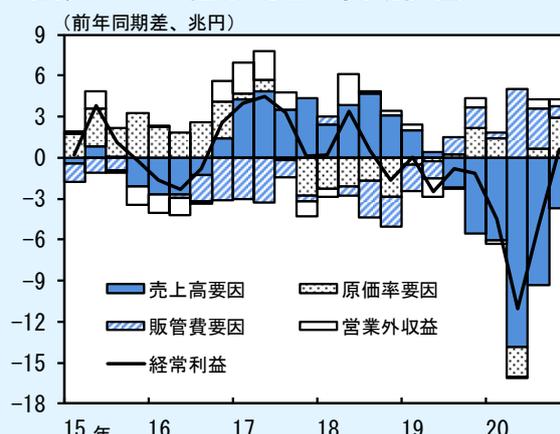
当面、感染症への警戒感が続く間は、販管費は交際費や出張費を中心に抑制された状態が続き、収益の下支えに作用すると予想される。その後、感染症が収束に向かう過程では、対面を含む企業の営業活動の回復に伴って再び販管費も増加して

### 図表B2-1：業種別にみた経常利益



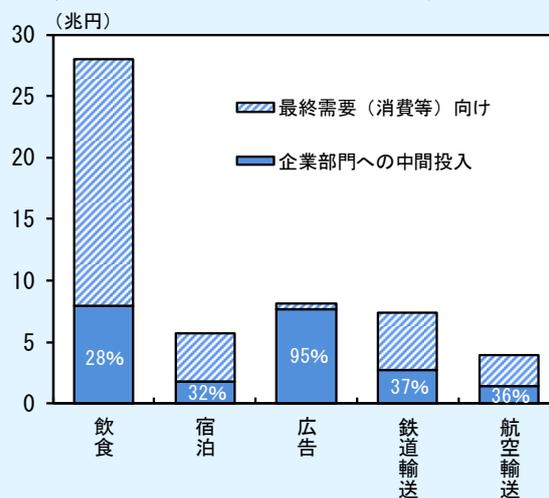
(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
 2. 対面型サービス業＝運輸・郵便業、宿泊・飲食サービス業、広告業。

### 図表B2-2：経常利益の変動要因



(出所) 財務省  
 (注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業および純粋持株会社を除く。  
 2. 寄与度分解は、売上高要因＝(1-原価率)×Δ売上高、  
 原価率要因＝Δ(原価率)×売上高、それぞれ算出。

### 図表B2-3：対面型サービスの需要



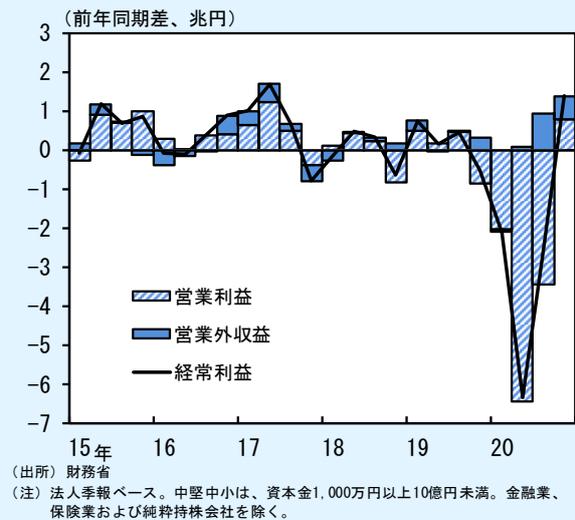
(出所) 総務省  
 (注) 2015年産業連関表ベース。企業部門への中間投入＝内生部門への投入額＋家計外消費支出。グラフ内の計数は、需要全体に占める中間投入の割合。

いくと予想されるが、これを機会に企業が、感染症拡大以前から経営課題となっていた事業のデジタル化やスリム化を推進し続ける可能性も高い。このため、経費によっては、完全に元の水準には戻らないものもあるとみられる。例えば、国内外の出張の一部がリモート面談等で恒久的に代替される可能性や、営業活動等のオンライン化が一段と進む可能性などが考えられる。企業が、対面活動の経費に充てていた資金の一部をデジタル化に向けた前向きな投資に振り向けていけば、最先端の技術や社内の経営資源の有効活用等を通じて、中長期の生産性上昇にもつながっていくことが期待される。

なお、こうした販管費の減少は、対面型サービスにおけるビジネス需要の減少と表裏の関係にある。例えば、飲食や宿泊、鉄道輸送、航空輸送の需要のうち、過半は家計等の最終需要であるが、3～4割は企業部門の中間需要である（図表 B2-3）。販管費の削減は、マクロ的にみれば企業収益を下支えし、損益分岐点の低下にもつながっているが、このことは同時に、宿泊・飲食業や運輸業等の売上高を大幅に減少させる要因ともなっている。感染症の拡大以降、対面型サービス業とそれ以外の産業で業況感や収益面の格差が拡大している点については、家計消費がサービス中心に減少していることだけでなく、こうした企業の販管費の削減も少なからず影響している。

企業収益が売上高の回復以上に改善している背景の第2は、これまでの経済対策で実施されてきた各種の企業支援策によって、政府部門から企業部門、とりわけ中堅中小企業への所得移転が、過去に類例のない規模で発生している点である。持続化給付金や雇用調整助成金、家賃支援給付金、時短要請への協力金などの各種支援金は、企業に

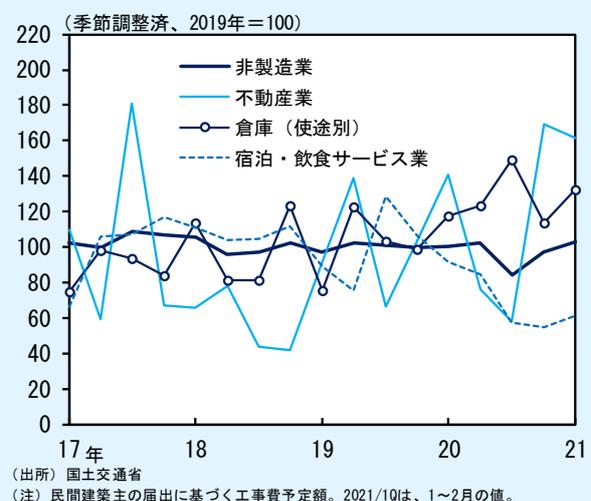
図表B2-4：中堅中小企業の経常利益



図表B2-5：非製造業の機械受注



図表B2-6：非製造業の建築着工

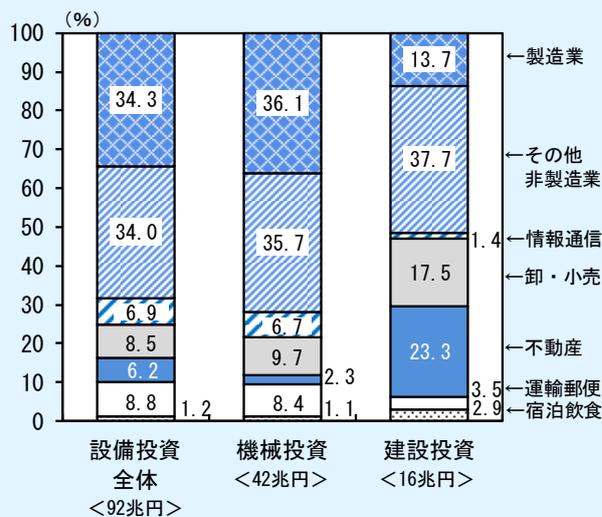


よって会計上の取り扱いが区々となっており、企業財務データからはその金額を正確につかみにくいですが、法人季報では、これら給付金の影響は、営業外収益の増加や人件費の減少、原価改善などのかたちで現れているとみられる。とくに、中堅中小企業における営業外収益は、サービス業など感染症による打撃が大きい業種を中心にはっきりと増加しており、これには各種の支援金の支給が影響している可能性が高い（図表 B2-4）。

こうした企業収益の改善、とりわけ売上高の回復や経費支出のスリム化に起因する部分は、輸出環境の好転や、金融機関の積極的な貸出姿勢など国内の緩和的な金融環境とも相俟って、このところの設備投資の持ち直しにつながっている。感染症の打撃により業況が悪化している業種や企業への各種支援金の支給については、前向きな設備投資に直結するケースは少ないとみられるが、一定の下支え効果は発揮していると考えられる。

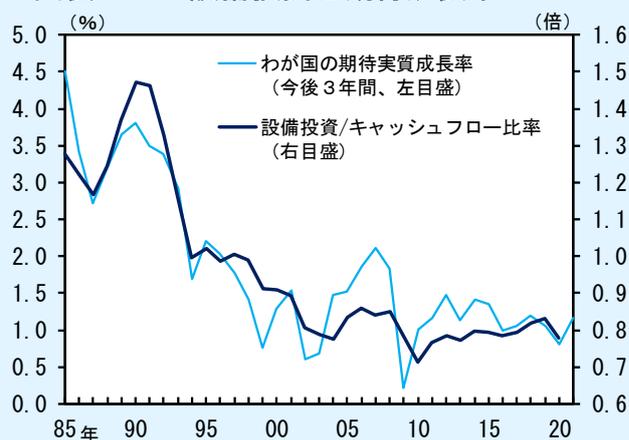
実際、設備投資の先行指標を業種別に詳しくみると、製造業に加えて、対面型サービス業以外の非製造業でも、設備投資の持ち直しが明確となっている（図表 B2-5、B2-6）。機械投資では、通信業が、デジタル化やオンライン消費の拡大を背景とする通信量の増大を受けて、基地局の増強や5Gの普及に向けた投資を積極化させている。また、建設業も、公共投資の着実な増加等を背景に人手不足が続くなかで、ICT機能を搭載した建設機械の購入など、省力化投資に注力している。建設投資では、Eコマース向けの物流施設（倉庫）の新設・増強の動きが続いているほか、不動産業は、感染症収束後も見据えて、都市再開発案件を着実に進めている。一方、運輸業による機械投資（鉄道車両・航空機）や、宿泊・飲食業による建設投資は、低迷した状態が長引くとみられる。ただし、

図表B2-7：設備投資の業種別内訳



(出所) 内閣府  
 (注) 固定資本マトリックス（名目、2019暦年）ベース。全産業（除く公務）に占める割合。公的部門を一部含む。建設投資は、住宅以外の建物（土木工事を除く）。< >内は、民間部門における2019暦年の実績。

図表B2-8：設備投資と期待成長率



(出所) 内閣府  
 (注) 1. わが国の期待実質成長率は、企業行動に関するアンケート調査（上場企業）ベース。調査年でプロット。  
 2. 設備投資/キャッシュフロー比率は、SNAベース。1993年以前は、1993 SNA（2000年基準）。  
 キャッシュフロー＝固定資本減耗＋（営業余剰＋ネット財産所得）÷ 2。  
 3. 2020年のキャッシュフローは、前年から横ばいと仮定。

図表B2-9：設備投資関数

【資本ストック調整圧力】

$$ST_t = \Delta K_t / K_{t-1} - g_t = I_t / K_{t-1} - \delta_t - g_t$$

【設備投資関数】

$$\Delta_4 \left( \frac{I_t}{CF_{t-1}} \right) = Const. + \sum_{i=0}^4 \alpha_i \times \Delta_4 (g_{t-i}^e) + \beta \times \Delta_4 (c_t) + \sum_{j=1}^{12} \gamma_j \times ST_{t-j}$$

$I_t$  = 実質設備投資、 $K_t$  = 実質資本ストック、 $g_t$  = 潜在成長率  
 $\delta_t$  = 減耗率のHPトレンド、 $CF_t$  = 実質キャッシュフロー  
 $g_t^e$  = 期待成長率、 $c_t$  = 資本コスト  
 ※ $\Delta_4$ は前年差を表す。 $g^e$ 、 $ST$ はアーモラグ構造を仮定。

(注) 実質キャッシュフローは、固定資本減耗＋（営業余剰＋ネット財産所得）÷ 2で名目値を算出し、GDPデフレーターで実質化。設備投資/キャッシュフロー比率の算出には、実質設備投資、実質キャッシュフローのTC成分を使用。資本コストは、長期金利－中長期インフレ予想＋減耗率。期待成長率は、企業行動に関するアンケート調査における、わが国の期待実質成長率（今後3年間）。

これらの業種は総じて労働集約的であることから、設備投資全体に占めるウエイトは1割程度にとどまる（図表 B2-7）。

先行きも、企業の中長期的な成長期待が下方屈折することなく、緩和的な金融環境も維持されるもとで、企業収益から設備投資への前向きな循環は続くと予想される（図表 B2-8）。この点に関して、「設備投資／キャッシュフロー比率」を被説明変数、①企業の期待成長率、②資本コスト、③資本ストックの調整圧力を説明変数とするシンプルな関数を推計し（図表 B2-9、B2-10）、そのパラメータに基づく外挿シミュレーションの結果をみても、早晩、感染症の影響による調整局面は終了し、設備投資は増加局面に転じていくことが示唆される（図表 B2-11）。

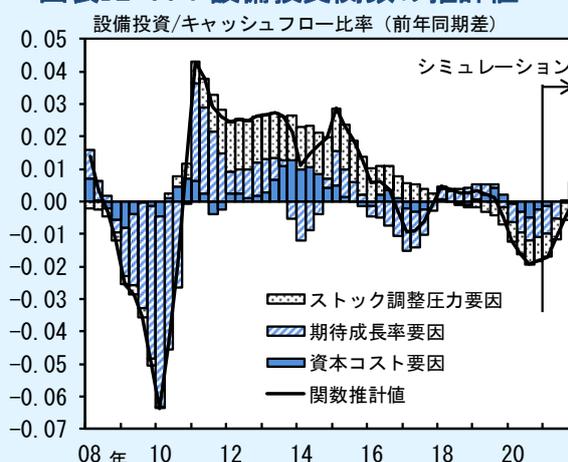
見通し期間の終盤にかけては、資本ストック調整圧力が蓄積されていくことなどから、設備投資の増加ペースは鈍化するとみられる。もっとも、上述したとおり、今後は販管費削減の背後でデジタル化の加速が予想されるため、設備投資に占めるIT関連投資（ソフトウェア投資も含む）や研究開発投資のウエイトは一段と高まっていくと予想される（図表 B2-12）。IT関連投資や研究開発投資は減耗率が高いため、同じ資本ストックを維持するために必要となる設備投資の水準は従来よりも高くなる（同じ額の設備投資に対する資本ストックの調整圧力の程度は小さくなる）。こうした点や、環境対応投資など中長期的に必要な設備投資が増えていくことを考え合わせると、見通し期間の終盤においても、設備投資が減少に転じるほどの大きな資本ストック調整圧力は生じないとみられる。

図表B2-10：推計結果

被説明変数：設備投資／キャッシュフロー比率	
定数項	-0.008 ** (0.004)
期待成長率	4.00 *** (0.91)
資本コスト	-1.99 ** (0.85)
資本ストック調整圧力	-1.39 ** (0.68)
修正 R <sup>2</sup>	0.31
推計期間	1998/1Q～2020/2Q

（出所）内閣府、財務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
（注）（）内は標準誤差。\*\*\*、\*\*は、それぞれ1%、5%有意。期待成長率、資本ストック調整圧力は、ラグのパラメータの合計値。

図表B2-11：設備投資関数の推計値



（出所）内閣府、財務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
（注）1. 定数項要因を除く。  
2. 2021/1Q以降は、資本コスト、潜在成長率、減耗率を2020/4Qの値で一定、実質キャッシュフローを2020/1Qの値で一定と仮定した試算値。

図表B2-12：減耗率と無形資産ストック



（出所）内閣府  
（注）資本ストックに占める無形資産の割合は、固定資本ストックマトリックス（実質）の民間部門における「住宅」以外の固定資産のうち、知的財産生産物（コンピュータソフトウェア、研究開発、娯楽作品原本）が占める割合。

### (BOX3) ワクチンの普及と個人消費の先行きについての考え方

新型コロナウイルス感染症ワクチンについては、欧米を中心に海外での接種が先行して進捗しているが、国内でも本年2月から医療従事者、4月から高齢者の接種が開始されており、その後は一般向けの接種も本格化することが予定されている。本BOXでは、個人消費の先行きを展望するうえで重要なポイントとなる、ワクチンの普及が家計の消費行動に及ぼす影響について、中心的な見通しの背景にある基本的な考え方を説明するとともに、その不確実性にも言及しておく。

感染症に有効なワクチンの接種の進捗は、以下の3つの経路を通じて、個人消費全体とその内訳に大きな影響を与えられられる。第1に、ワクチン接種による感染リスクの低下により、これまで抑制されてきた対人接触や移動を伴うサービス消費は再び活発となり、個人消費全体の回復も明確となる。とりわけ、ワクチンの普及により社会全体で「集団免疫」の獲得が明らかになれば、家計の消費行動は、社会的距離の確保など感染症による制約をほぼ受けなくなるという意味で、「正常化」が進むと考えられる。

第2に、上記の「正常化」に向かう過程では、感染症下で巣ごもり需要が増大した財消費に対して、巻き戻しによる減少あるいは減速圧力がかかると考えられる。ただし、その度合いは、①感染症をきっかけに進んだオンライン消費の拡大や生活様式の変化が、感染収束後においてもどの程度維持されるか、②感染症の影響により従業員の減少や一部店舗の閉店など供給能力を低下させたサービス企業が、回復してくるサービス需要にどの程度対応できるか、といった点にも依存する。なお、この第2の点は、財価格とサービス価格の景

図表B3-1：平均消費性向



(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。

気感応度の違いを通じて、先行きの物価面にもインプリケーションを持つ可能性がある（BOX 4を参照）。

第3に、外出や国境・県境を跨ぐ移動の減少など、感染症のため本来の消費機会を逃したことなどによって、可処分所得のうち半ば強制的に貯蓄に向かった部分については、感染症が収束に向かう過程でその一部が取り崩され、個人消費を押し上げる可能性がある。こうした「強制貯蓄」の取り崩しは、より長い目でみたペントアップ需要の顕在化、と解釈することもできる。すなわち、感染症の制約により現在大きく低下している消費性向が、ペントアップ需要の顕在化に伴って反転上昇し、人口動態等で規定される均衡水準を一時的に上回って推移する可能性がある（図表 B3-1）<sup>23</sup>。

とりわけ、最後の点の「強制貯蓄」の取り崩しについては、そのタイミングやペース次第で、見通し期間後半の個人消費の動向に大きな影響を及ぼし得る。そこで以下では、一定の仮定の下に「強制貯蓄」の規模を試算したうえで、その取り崩しペースについて考察する。

まず、「強制貯蓄」のマクロ的な規模を簡便的な手法で試算すると、昨年1年間の累計で、20兆円程度（特別定額給付金から貯蓄に回った部分を除く）と、可処分所得の約7%にも及ぶ、かなり大規模なものとなる（図表 B3-2①）。ここでは、感染症による消費機会の逸失が発生しなければ実現

図表B3-2：「強制貯蓄」額の試算

①消費全体



②サービス消費



(出所) 内閣府等  
 (注) 1. 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。  
 2. 家計最終消費支出（感染症の影響を除く）  
 = 可処分所得等（特別定額給付金を除く）× 感染症拡大前の平均消費性向  
 サービス消費（感染症の影響を除く）  
 = 家計最終消費支出（感染症の影響を除く）  
 × 感染症拡大前のサービス消費ウエイト  
 サービス消費ウエイト  
 = サービス消費 ÷ 国内家計最終消費支出  
 「感染症拡大前」は、2015～2019年。

<sup>23</sup> このように、本BOXでは「強制貯蓄」という用語を、本来あるべき家計消費のうち、感染症下での消費機会の逸失により抑制されている部分、という意味で用いている（海外では、同様の意味で、"forced savings" 等の表現が使用されている）。なお、感染症下での先行き不確実性の増大に伴い、予備的動機に基づく貯蓄も増加しているとみられ、本BOXでの「強制貯蓄」の試算額にはその部分も含まれている可能性がある。もっとも、それも、感染症が収束していく過程で取り崩される可能性がある点は「強制貯蓄」と変わらない。

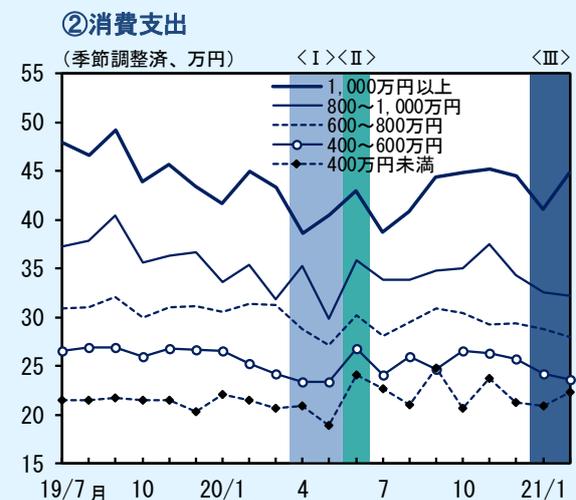
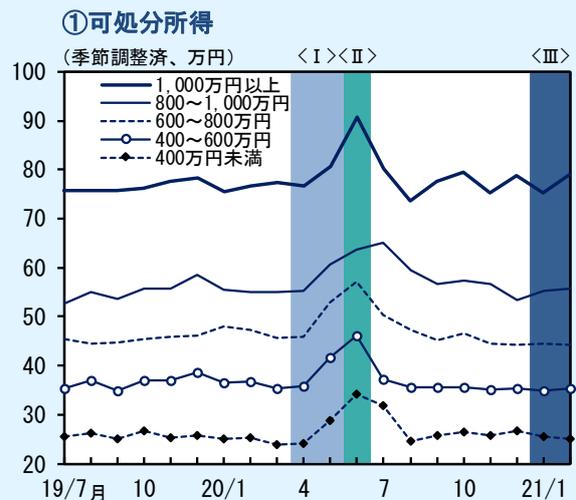
していたと考えられる個人消費の水準を、可処分所得に感染症流行前の平均消費性向（2015～2019年平均）を乗じることで求め（前掲図表 B3-1）<sup>24</sup>、この「本来の消費水準」から実際の消費水準を差し引いたものを、便宜的に「強制貯蓄」とみなしている。その大半は、感染症による制約が最も大きかったサービス消費を抑制することで積み上がっている（図表 B3-2②）。当面、感染症への警戒感が続く間は、従来ほどのペースではないが、消費機会の逸失に伴う「強制貯蓄」はさらに積み上がっていくとみられる。

所得階層別にみると、「強制貯蓄」は、主として中・高所得者層において発生しているとみられる。家計調査の結果をみると、短期的な振れが大きい点には留意が必要だが、2020年に所得対比で消費をはっきりと減少させたのは、年収が600万円以上の世帯となっている（図表 B3-3）。中・高所得者層は、世帯当たりの消費額が大きだけでなく、消費支出に占める選択的サービス支出の割合も高い（図表 B3-4）。このため、感染拡大以降の平均消費性向の低下の大部分が、こうした世帯の行動によって説明できる（図表 B3-5）。世帯年収別の貯蓄額と世帯数の分布から試算すると、「強制貯蓄」の半分以上が、年収が600万円以上の世帯に起因するとみられる（図表 B3-6）。

今回の中心シナリオにおいて、こうした「強制貯蓄」の取り崩しペースについては、ワクチンが普及すると想定している見通し期間中盤以降、また見通し期間を超える長期にわたって、少しずつ取り崩されていくと想定している。このように、

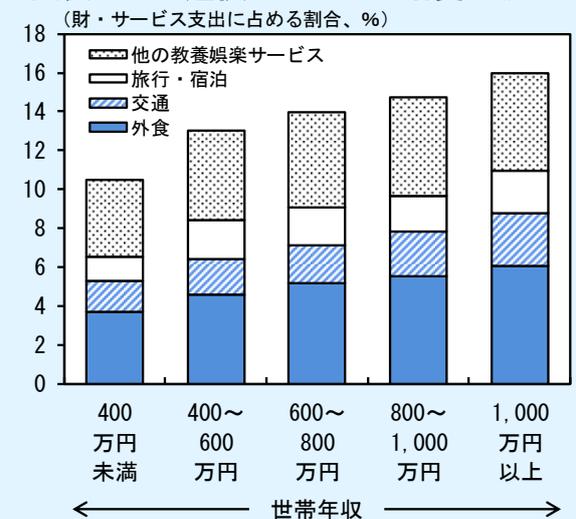
<sup>24</sup> ここでは、可処分所得から特別定額給付金を除いた上で試算を行っている。これは、特別定額給付金のような一時的な所得については、消費性向が、雇用者所得や年金所得などの定期的に得られる所得と大きく異なる可能性があり、同給付金からの貯蓄は、本BOXで定義する「強制貯蓄」とは性質が大きく異なる可能性があるためである。

図表B3-3：世帯年収別に見た所得と消費



(出所) 総務省  
(注) 1. 家計調査の二人以上の世帯のうち勤労者世帯ベース。  
2. <Ⅰ>は第1回緊急事態宣言、<Ⅱ>は特別定額給付金支給開始、<Ⅲ>は第2回緊急事態宣言。

図表B3-4：選択的サービス消費のウエイト



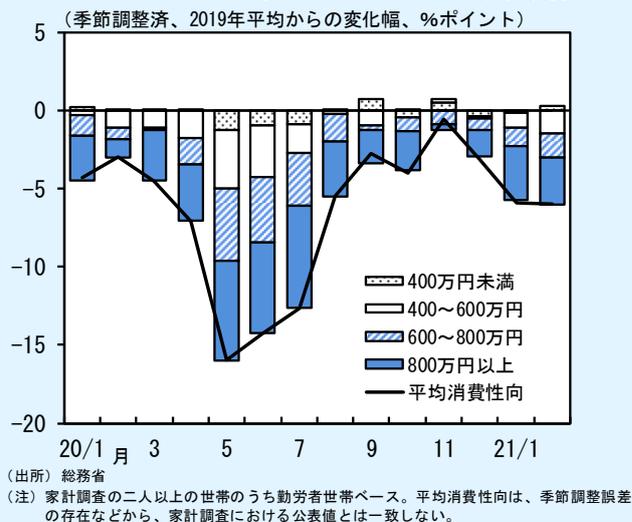
(出所) 総務省  
(注) 全国家計構造調査の二人以上の世帯ベース。財・サービス支出=消費支出-こづかい-交際費-仕送り金。外食は、一般外食。旅行・宿泊は、宿泊料とバック旅行費の合計。他教養娯楽サービスは、月謝類を含む。2019/10～11月の値。

ごく緩やかな取り崩しペースを想定する理由としては、第1に、上述のとおり「強制貯蓄」の大部分は中・高所得者層に集中しているが、これら世帯の消費性向は相対的に低いことが挙げられる（図表 B3-7）<sup>25</sup>。第2に、サービス消費についてもペントアップ需要は生じるとみられるが、財と比べると、一定の期間内に実現可能な消費量には限界があると考えられることである。サービス消費では、旅行のように、消費活動そのものに一定の期間や特定の機会を要する、あるいは外食のように、需要が特定の時間帯や時期に集中するケースが少なくないため、短期的には供給の天井にぶつかりやすい（図表 B3-8、B3-9）。第3に、感染症下での積極的な財政出動が、将来の増税や社会保障負担増加に対する家計の懸念を高める場合、現在の所得水準（流動性）が消費支出の制約となっていない中・高所得者層を中心に、消費を抑制する方向に働く可能性がある。

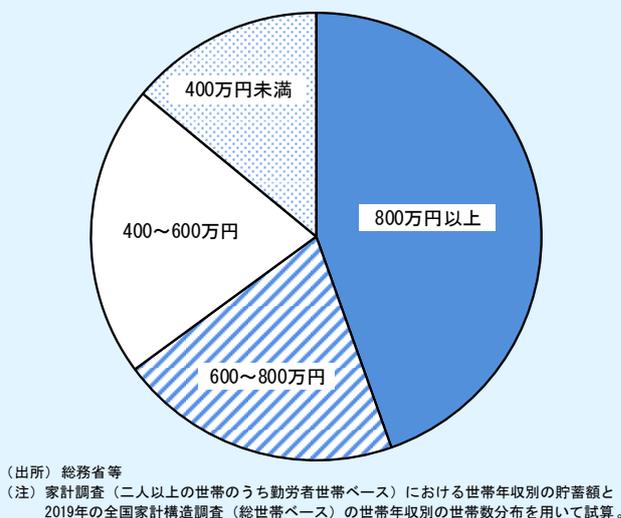
上述した「強制貯蓄」の試算値については、消費性向の均衡水準をどの程度に見積もるかで定量的な結果は変わり得るなど、幅をもって評価する必要がある。また、より広い観点で見れば、感染状況やワクチンの普及が個人消費に及ぼす影響を巡っては、中心的な見通し対比で上下双方向のリスクがある。まず、有効なワクチンが普及するまでの間は、感染症の拡大が、公衆衛生上の措置や家計による自粛行動を通じて、個人消費を下押しする可能性がある。このため、当面は、感染症の拡大に伴う下振れリスクを引き続き意識する必要がある。一方、ワクチン接種の進捗に伴い、先行して接種を受けた消費者の消費行動が予想以上に活発化する可能性や、ワクチンの普及前後で「強制貯蓄」の取り崩しがより速いペースで進み、個

<sup>25</sup> 所得階層別にみた消費性向については、2016年10月展望レポートのBOX3を参照。

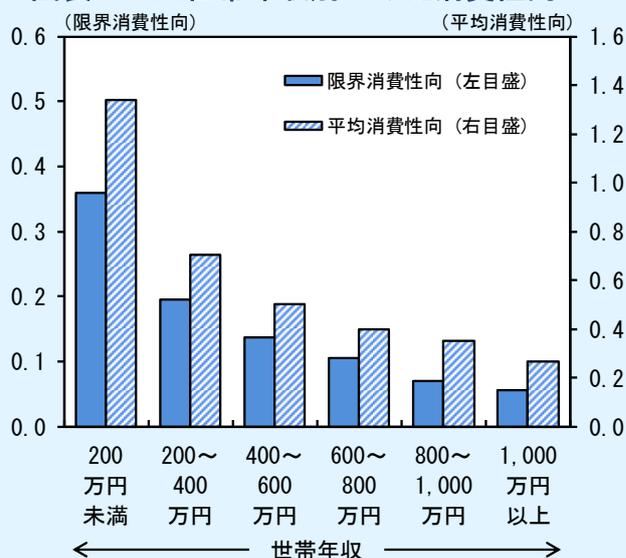
図表B3-5：世帯年収別にみた平均消費性向



図表B3-6：「強制貯蓄」の世帯年収別内訳

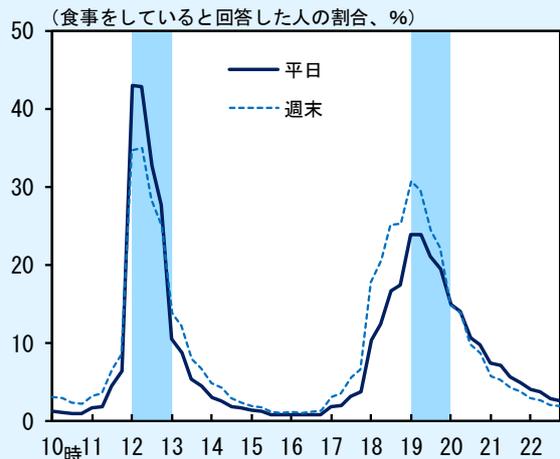


図表B3-7：世帯年収別にみた消費性向



人消費が上振れる可能性もある。自粛期間の長期化から、これまでに中止されたイベントや会食・旅行等の規模は相当大きくなっているとみられるだけに、やや長い目でみれば、感染症が収束する過程での個人消費のリバウンドが想定以上に大きくなる可能性も、念頭に置いておく必要がある。

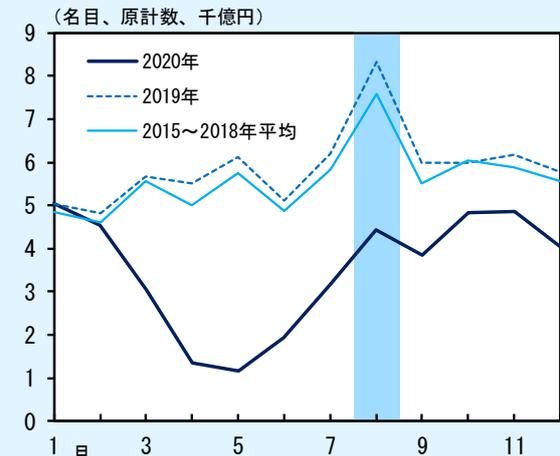
**図表B3-8：食事をしている時間帯**



(出所) 総務省

(注) 1. 有業者ベース。週末は、土曜日と日曜日の単純平均。2016年の値。  
2. シャドローは、昼食と夕食の時間帯のピーク。

**図表B3-9：宿泊業売上高の季節性**



(出所) 総務省

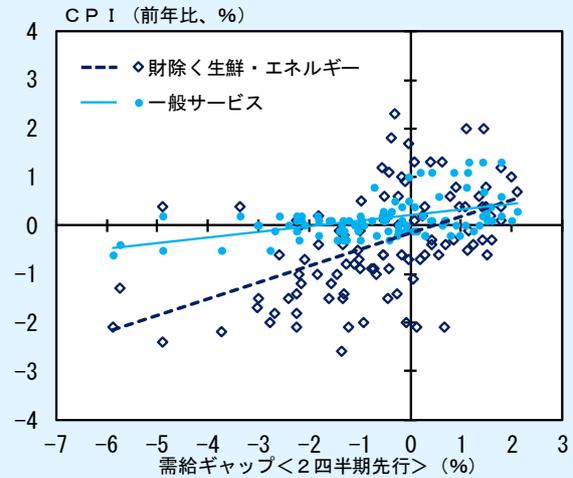
(注) シャドローは、8月(お盆、夏休み)。

## (BOX 4) 財・サービス別にみた価格動向と需給ギャップの関係

需給ギャップがリーマン・ショック時以来の大幅な悪化となったなかでも、消費者物価の前年比は、エネルギー価格の下落などの一時的な要因を除けば、足もとまで小幅のプラスを維持している（前掲図表 47）。このように、感染症の流行以降、消費者物価と需給ギャップの関係が弱まっている背景としては、これまでの展望レポートでも指摘してきたとおり、①感染防止や混雑回避のための供給サイドでのコストの増加（検温・消毒の実施や座席数の削減等）、②消費者の感染症への警戒感に起因する需要の価格弾力性の低下により、対面型サービス業の多くが、一段の採算悪化につながりかねない値下げには慎重な姿勢を取っていることが影響している。これらの理由に加えて、本BOXでは、感染症下で財とサービスの需給環境が大きく異なっていることに着目し、③財価格とサービス価格の景気感応度（粘着性）の違いも、このところの消費者物価の底堅さにつながっている可能性があることを指摘する。

感染症以前からの一般的な傾向として、多くの家計向けサービスの価格は、財価格に比べて改定頻度が低いこともあって、その時々の需給動向や限界的なコストの変化に、直ちには反応しないことが知られている。実際に、財とサービスに分けた価格変化率とマクロの需給ギャップとの関係を散布図でみると、需給ギャップに対するサービス価格の傾きは、財のそれに比べてフラットである（図表 B4-1）。さらに、計量的な手法を用いて、需給ギャップに加えてインフレ予想等も勘案したフィリップス曲線を様々な定式化・期間で推計してみても、財価格は需給ギャップ等に対し感応的である一方、サービス価格は、需給ギャップにかかるパラメータが財より小さく、統計的に有意に

図表B4-1：需給ギャップと財・サービス価格



(出所) 総務省、日本銀行

(注) 1. 表示期間は、1996/10～2021/10。

2. CPIは、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（2020/20以降は、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）。財は、水道料を除く。

3. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

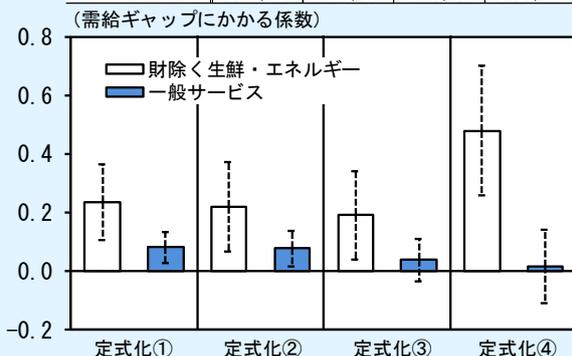
ならないケースもあるなど、需給の変化に直ちには反応しにくいことが確認できる（図表 B4-2）。

そうしたなかで、今回の感染症による負の需要ショックはサービス部門に集中している一方、財部門では、情報端末や家電など、サービスからの需要シフトなどにより需給が改善している品目も少なくない。このため、価格粘着性の高いサービス業では、需給の悪化が直ちに値下げ圧力につながらない一方で、より景気感応的な財価格に対しては、巣ごもり需要が「追い風」として下支えに作用した結果、全体の消費者物価が底堅さを維持している、という側面もあると考えられる。

より厳密には、財価格のなかにも、たばこや新聞代のように景気に敏感に反応しない品目もあれば、サービス価格にも、宿泊料や外食のように比較的景気に感応的な品目もある。この点について確認するためには、財・サービスを問わず、需給ギャップと相関の高い品目の価格変化率だけを集計した物価指標である C S I（Cyclically Sensitive Inflation）が有用である<sup>26</sup>。消費者物価（除く生鮮・エネルギー）に関する C S I を試算してみると<sup>27</sup>、足もとではひと頃に比べ上昇率は

図表B4-2：財・サービス別フィリップス曲線

被説明変数：				
C P I（財除く生鮮・エネルギー、季節調整済、前期比年率、%）				
C P I（一般サービス、季節調整済、前期比年率、%）				
説明変数	定式化①	定式化②	定式化③	定式化④
需給ギャップ	○	○	○	
財・サービス別の国内需給判断 D I				○
自己ラグ	○	○	○	○
中長期インフレ予想			○	○
推計期間	1990/4Q～ 2020/4Q	1996/1Q～ 2020/4Q	1996/1Q～ 2020/4Q	2004/1Q～ 2020/4Q



(出所) 総務省、日本銀行、Consensus Economics「コンセンサス・フォーキャスト」  
(注) 1. いずれの定式化も定数項を含む。自己ラグは、過去2四半期の平均。図中の点線は、推計値±2標準誤差。図中の定式化④の棒グラフは、国内需給判断 D I にかかる係数。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。  
3. 中長期インフレ予想は、2014年以降は短観における5年後販売価格見通しの規模別・業種別系列の主成分分析に基づく試算値、2013年以前はコンセンサス・フォーキャスト（6～10年先）。  
4. 定式化④の D I は、短観の国内製商品・サービス需給判断 D I で、財が卸・小売、一般サービスが対個人サービスおよび宿泊・飲食サービスの平均（2004～2020年平均からの乖離を標準偏差で基準化）。  
5. C P I は、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（2020/20以降は、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）。財は、水道料を除く。

<sup>26</sup> 米国での先行研究として、Mahedy and Shapiro (2017) や Stock and Watson (2020) などが、景気循環に感応的な物価指標を作成している。本稿における C S I および Non-C S I は、前者の論文における procyclical inflation および acyclical inflation の作成方法を参考にしている。詳細は以下の論文を参照。

Mahedy, T. and A. Shapiro (2017) "What's Down with Inflation?" *Federal Reserve Bank of San Francisco Economic Letter*, 2017-35.

Stock, J. and M. Watson (2020) "Slack and Cyclically Sensitive Inflation," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 52, 393-428.

<sup>27</sup> 消費者物価（除く生鮮・エネルギー・家賃）の各品目（季節調整済前期比）を需給ギャップ（0～4四半期ラグ）に回帰し、係数がいずれかのラグ時点において5%有意で正となる品目を C S I、それ以外と家賃を Non-C S I と分類した。推計期間は、2000年4～6月から2019年10～

低下しているものの、需給ギャップの悪化が大幅な下落につながったリーマン・ショック時と異なり、小幅のプラスを維持している（図表 B4-3）。これは、C S I に数多く含まれている財（家電、日用品など）において、巣ごもり需要の増加が下支えとなり、小売店において競争的な価格引き下げによる需要喚起を行う必要性が相対的に低かった可能性を示唆している（図表 B4-4）。この間、サービスのウエイトが大きい Non- C S I は、0%近傍で踏み止まっている。

こうした財・サービス別にみた景気感応度の違いは、先行き、ワクチン接種の進捗に伴い個人消費が「正常化」に向かう過程における物価動向のリスクを考える際にも、含意を有する可能性がある。すなわち、先行きの個人消費については、当面、感染症の影響が続くため、基調としては財消費は強め、サービス消費は弱めで推移するものの、見通し期間の後半以降は、サービス消費を中心に個人消費の回復が本格化するなかで、財消費にはある程度の減速圧力が生じてくる可能性が高い。その結果、当面の消費者物価は底堅さを維持する一方、その後は、景気全体の回復の割には粘着的なサービス価格の上昇ペースは鈍いなかで、財価格の上昇率には低下圧力がかかることから、消費者物価全体の上昇率も高まりにくくなる（見た目のフィリップス曲線の傾きがフラットなまま推移する）可能性も、考えられなくはない。ただし、ワクチン普及後における財消費とサービス消費の相対的な強弱関係は、感染症下で変化した民間経済主体の行動様式が、ポストコロナ下でどの程度定着するかにも依存するため、その蓋然性や程度についての不確実性は高い。

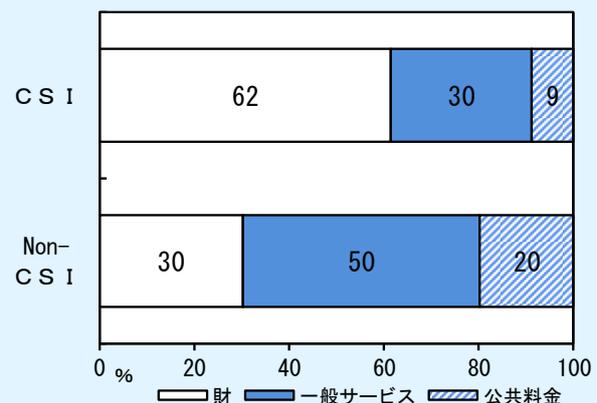
図表B4-3：C S I とNon-C S I の動向



(出所) 総務省、日本銀行

- (注) 1. C S I は、C P I (除く生鮮・エネルギー・家賃) の各品目 (季節調整済み前期比) を需給ギャップ (0~4 四半期ラグ) に回帰し、係数がいずれかのラグにおいて 5% 有意で正となる品目の平均。Non-C S I は、C S I 以外の品目と家賃の平均。推計期間は、2000/2Q~2019/4Q。  
 < > 内は、C P I 総合 (除く生鮮・エネルギー) に占めるウエイト。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。C P I は、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 (2020/2Q以降は、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B4-4：C S I とNon-C S I の内訳



(出所) 総務省、日本銀行

- (注) 1. C S I 品目は、C P I (除く生鮮・エネルギー・家賃) の各品目 (季節調整済み前期比) を需給ギャップ (0~4 四半期ラグ) に回帰し、係数がいずれかのラグにおいて 5% 有意で正となる品目。Non-C S I 品目は、C S I 品目以外の品目と家賃。図中の計数は、C S I 品目およびNon-C S I 品目におけるウエイトの構成比。推計期間は、2000/2Q~2019/4Q。  
 2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。C P I は、消費税率引き上げ・教育無償化政策の影響を除く。  
 3. 公共料金 = 「公共サービス」 + 「水道料」

