

経済・物価情勢の展望（2021年7月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、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、ワクチン接種の進捗などに伴い感染症の影響が徐々に和らいでいくことで、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の循環メカニズムが強まることで、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、目先、0%程度で推移すると予想される。その後、経済の改善が続くことで、当面のエネルギー価格上昇の影響に加え、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、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、感染症の影響から2021年度は幾分下振れているが、2022年度は幾分上振れている。物価については、エネルギー価格の上振れなどから2021年度が上振れている。
- 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ことで金融中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ですが、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。

¹ 本基本的見解は、7月15、16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着実な増加を続けている。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が強く、足踏み状態となっている。住宅投資は下げ止まっている。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、感染症や携帯電話通信料の引き下げの影響がみられる一方、エネルギー価格は上昇しており、足もとでは0%程度となっている。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、ワクチン接種の進捗などに伴い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、ワクチン接種の進捗により感染症の影響が和らいでいくもとで、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、世界的なデジタル関連需要の拡大や設備投資の回復に支えられて、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。

企業収益は、足もとの国際商品市況の上昇を受けた交易条件の悪化が下押しに作用するものの、内外需要の回復を背景に改善が続くとみられる。そうしたもとで、設備投資は、対面型サービス部門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、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、対面型サービスを中心に低めの水準で推移するものの、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとで、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。その後、感染症の影響が収束していけば、雇用者所得の改善にも支えられて、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、内外需要の回復にラグを伴って持ち直しに転じ、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、医療費の持ち直しのほか、検査・ワクチン接種体制や医療提供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、目先、0%程度で推移すると予想される²。携帯電

² 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、

話通信料の引き下げが下押し要因として、また、エネルギー価格の上昇が押し上げ要因として作用すると見込まれるが、これらの一時的な要因を除いたベースの消費者物価の前年比は、小幅のプラスで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。

その後、経済の改善が続くもとで、当面のエネルギー価格上昇の影響に加えて、携帯電話通信料の引き下げの影響剥落などもあって、消費者物価の前年比は、徐々に上昇率を高めていくと予想される。現在横ばい圏内で推移している中長期的な予想物価上昇率も、感染症の影響が収束に向かい、企業の価格設定スタンスが徐々に積極化していくもとで、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。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と考えている³。

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

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。

³ 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。

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。わが国経済については、変異株を含む感染症の拡大によって下押し圧力が強まるリスクがある。その一方で、ワクチンの普及が加速し、サービス消費のペントアップ需要が早めに顕在化することなどにより、経済活動が想定以上に活発化する可能性も考えられる。海外経済の回復ペースについても、各国・地域のワクチンの普及状況や変異株を含む感染症の動向次第で変化し得る。また、感染症の影響による落ち込みから世界経済が回復するなかで、国際商品市況が上昇しているが、国際商品市況の動向やそれがわが国経済に及ぼす影響についても注意が必要である。

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、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、さらには気候変動問題への対応等が、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、感染症の影響を含めた、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せず、感染症の影響が収束していくもとの、企業の価格設定スタンスは徐々に積極化していくと考えている。もっとも、わが国の予想物価上昇率に関する複雑で粘着的な適合的期待形成のメカニズムの強さなどを踏まえると、先行きの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、コスト上昇の価格転嫁の状況を含めて、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、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。すなわち、経済の改善が続くもとの、物価上昇圧力は次第に高まっていき、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ことから、物価は徐々に上昇していくとみられる。

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

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。

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。

以 上

(参考)

2021～2023 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)
2021 年度	+3.5 ~ +4.0 <+3.8>	+0.3 ~ +0.6 <+0.6>
4月時点の見通し	+3.6 ~ +4.4 <+4.0>	0.0 ~ +0.2 <+0.1>
2022 年度	+2.6 ~ +2.9 <+2.7>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
4月時点の見通し	+2.1 ~ +2.5 <+2.4>	+0.5 ~ +0.9 <+0.8>
2023 年度	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>	+0.9 ~ +1.1 <+1.0>
4月時点の見通し	+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。

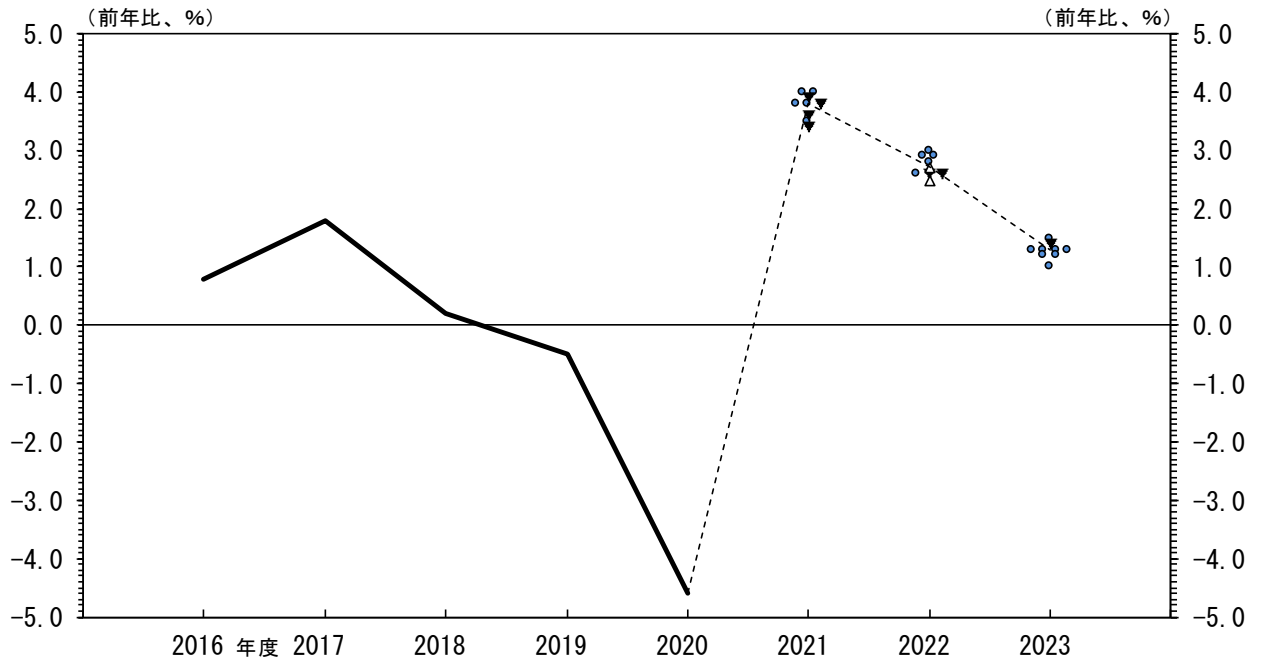
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(注3) 2021年春に実施された大手キャリアによる携帯電話通信料の引き下げが、2021年度の消費者物価に与える直接的な影響は、-0.6%ポイント程度となる。

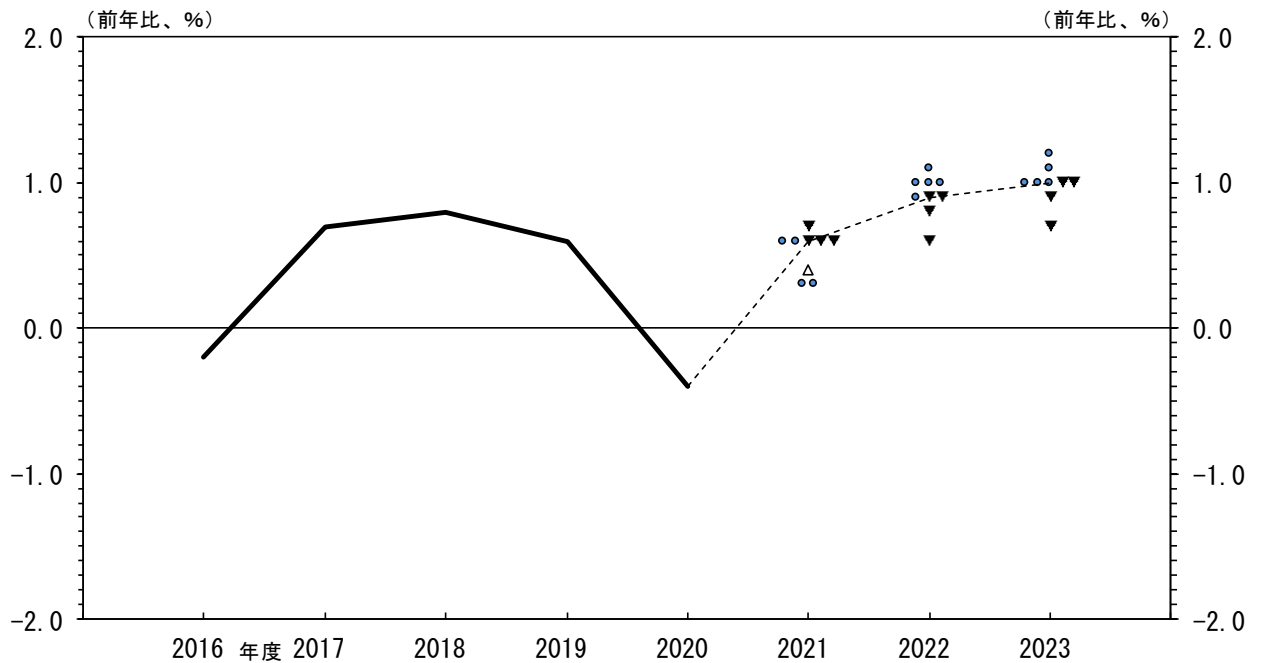
(注4) 今回の消費者物価の見通しは、現行の2015年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について本年8月に2020年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2021年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、携帯電話通信料の引き下げの影響が、同品目のウエイトの上昇などを反映して、より大きく現れることから、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

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。