

公表時間  
7月19日(月) 14時00分



# 経済・物価情勢の展望

2021年7月



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

引用・転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

## 経済・物価情勢の展望（2021年7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、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、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も、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、経済の改善が続くも、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も、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、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<sup>2</sup>。携帯電

---

<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、

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ことが考えている<sup>3</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

---

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。

<sup>3</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。

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<sup>4</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。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

---

<sup>4</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。

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)

## 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。

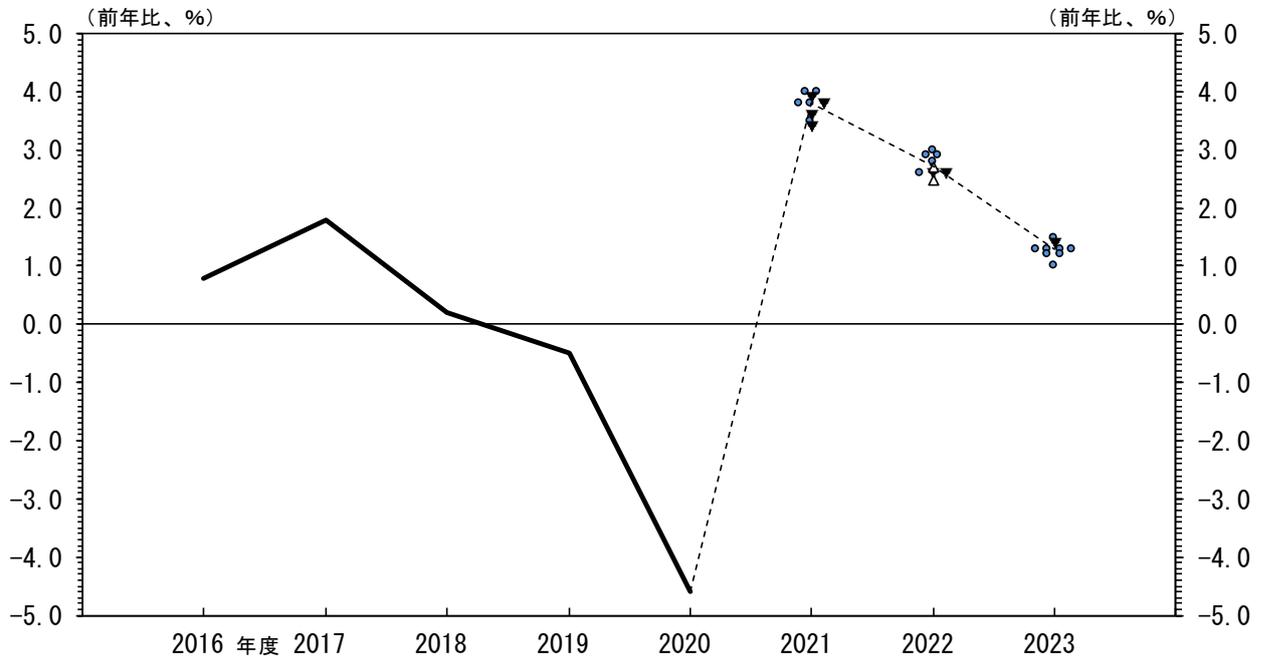
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(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。

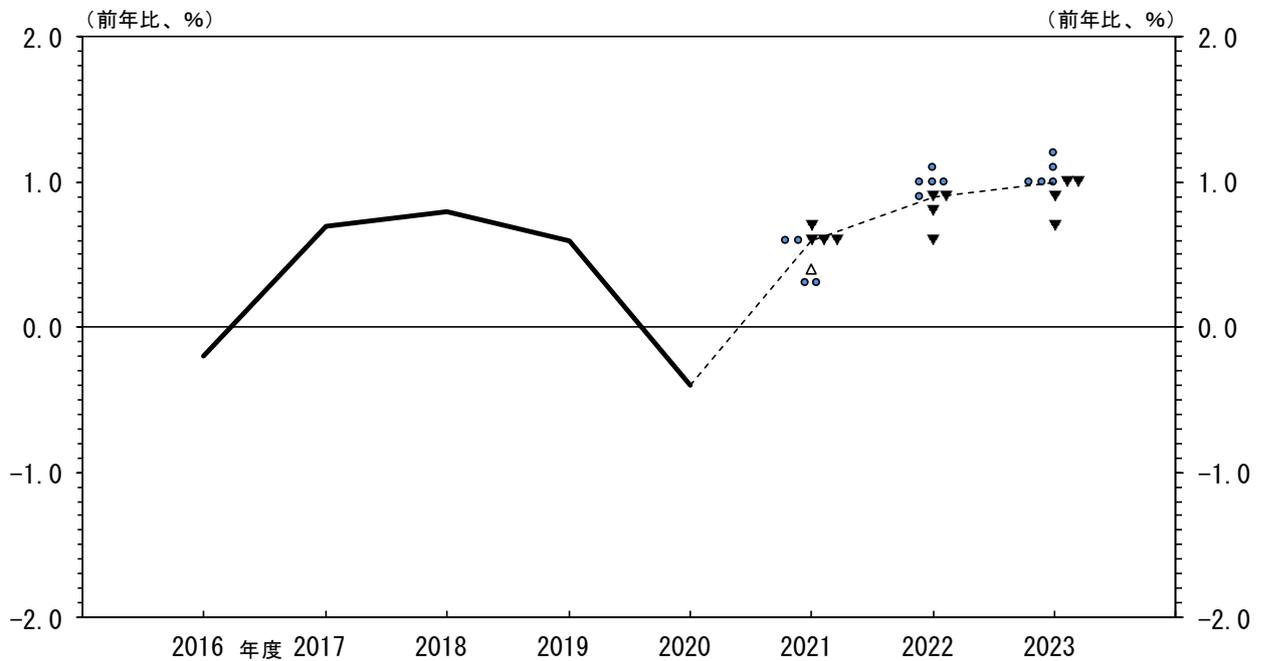
(注4) 今回の消費者物価の見通しは、現行の2015年基準の指数をベースにしているが、統計作成当局は、同指数について本年8月に2020年基準の指数に切り替えるとともに、前年比計数を2021年1月分に遡って改定する予定であることを公表している。その際には、携帯電話通信料の引き下げの影響が、同品目のウエイトの上昇などを反映して、より大きく現れることから、前年比上昇率が下方改定される可能性が高い。

## 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>5</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。

2021年1～3月の実質GDPは、昨年末以降の感染再拡大と2回目の緊急事態宣言の影響から、前期比-1.0%（年率-3.9%）と三四半期ぶりのマイナス成長となった（図表1）。内訳をみると、輸出は海外経済の回復を受けて着実な増加を続けたものの、設備投資が横ばい圏内の動きにとどまったほか、個人消費が、時短営業要請やGo Toトラベル事業停止の影響などから、対面型サービスを中心に減少した。

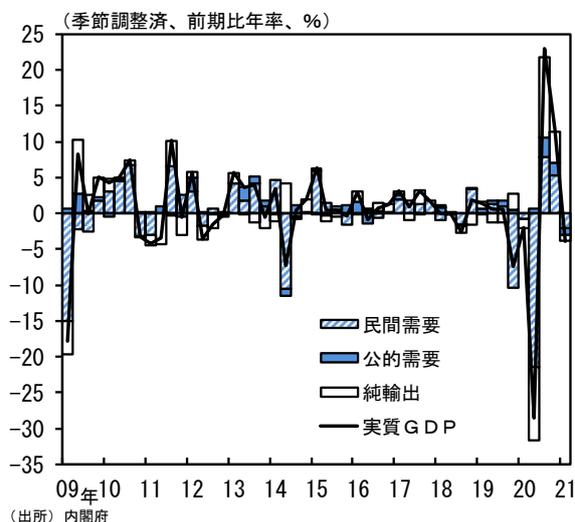
その後の月次指標や高頻度データをみると、感染症拡大や、それに伴う公衆衛生上の措置の影響から、家計部門を中心に下押し圧力が強い状態が続いているものの、製造業を中心とする企業部門の前向き循環に支えられて、景気の持ち直し基調は続いている。すなわち、緊急事態宣言やまん延防止等重点措置の影響などから、外食や旅行といった対面型サービスは引き続き強い下押し圧力を受けており、個人消費全体も足踏み状態となっている。こうしたもとの、雇用・所得環境をみると、正規雇用の緩やかな増加は続いているものの、感染症の影響が大きいセクターの非正規雇用を中心に、弱い動きが続いている（図表2）。一方、先進国におけるワクチン接種の加速と米国の追加経

図表1：実質GDP

#### ①水準



#### ②前期比年率



<sup>5</sup> 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「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。

済対策を背景に、海外経済の回復が一段と明確になるも、輸出・生産はしっかりと増加を続けている。このため、外需の増加を起点とした企業収益から設備投資への前向きな循環は、途切れることなく働き続けている。

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月の大幅な落ち込みをボトムに、マイナス幅の縮小が続いている。本年1～3月も、個人消費が減少するなかにあっても、失業率や労働力率等の労働需給関連指標の底堅さや製造業の設備稼働率の上昇を反映して改善した(図表3)。もっとも、4～6月については、3回目の緊急事態宣言の影響などから、改善ペースは鈍化している可能性が高い。

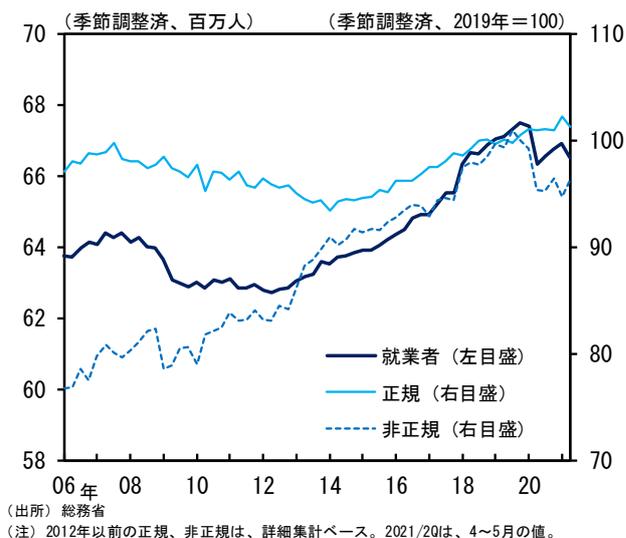
この間、わが国のワクチン接種状況をみると、接種ペースは、はっきりと加速している(図表4)。変異株の流行など、当面の感染症の動向にはなお不確実性が残るものの、その後は、先行してワクチン接種が進んでいる諸外国の事例も踏まえると<sup>6</sup>、わが国においてもワクチン接種が着実に進んでいくも、個人消費への下押し圧力が和らいでいく蓋然性は高まってきている(図表5)。

わが国経済の先行きを展望すると、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も、外需の増加や緩やかな金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて<sup>7</sup>、回復していくと予想される。ただし、当面の経済活動の水準は、感染症への警戒感が続くも、対面型サ

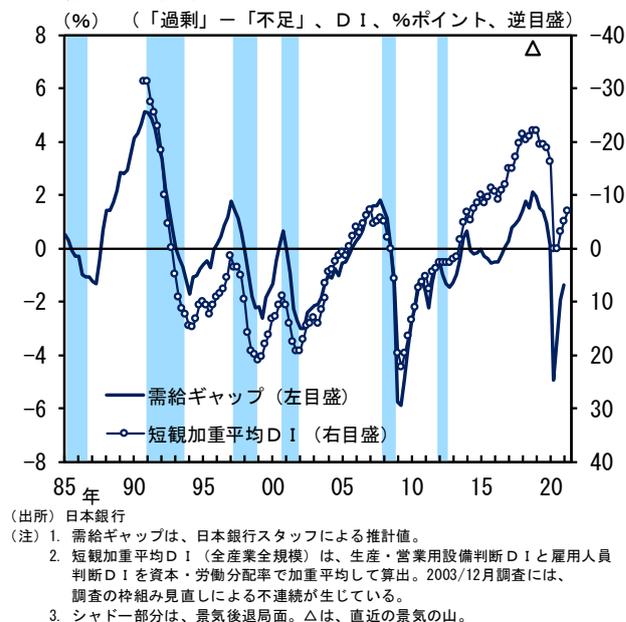
<sup>6</sup> BOX 1では、米欧における経済活動再開の動きとそれが世界経済・物価に及ぼす影響を整理している。

<sup>7</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。

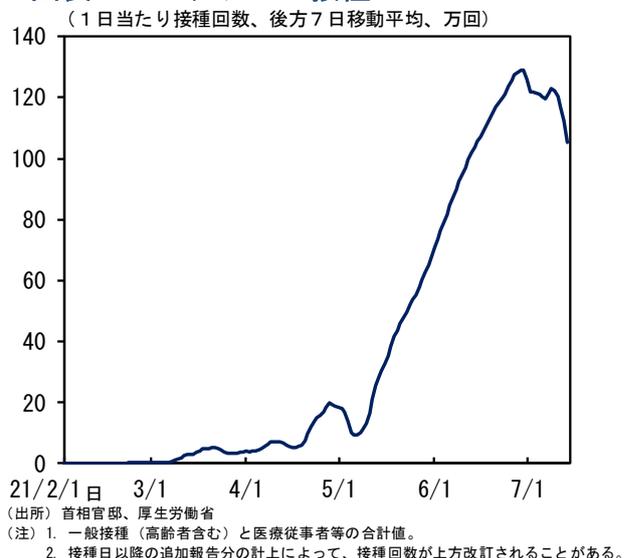
図表2：就業者数



図表3：需給ギャップ



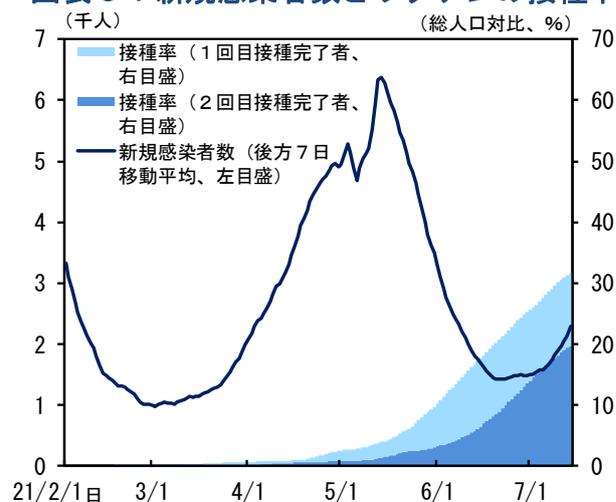
図表4：ワクチンの接種ペース



ービス部門を中心に、感染症拡大前に比べ低めで推移するとみられる。ワクチンの普及が進み、感染症の影響が収束すると想定している見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが強まるもとの、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、自動車関連が半導体不足の影響緩和などから持ち直すほか、先進国を中心にワクチンの接種と積極的なマクロ経済政策が続くもとの、世界的なデジタル関連需要の拡大や設備投資の回復にも支えられて、しっかりとした増加を続けると予想される。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、公衆衛生上の措置が続く間は対面型サービスを中心に低水準で推移するが、国内のワクチン接種の進捗に伴い、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。見通し期間の中盤以降は、ワクチンの普及に伴い人々の消費活動が感染症の制約をほぼ受けなくなるもとの、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、対面型サービス業の非正規雇用には弱さが残るものの、内外需要の回復にラグを伴って持ち直しに転じ、見通し期間の後半にかけ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

図表5：新規感染者数とワクチンの接種率



(出所) 首相官邸、厚生労働省、総務省

(注) 1. 接種率は、一般接種（高齢者含む）と医療従事者等の合計値。

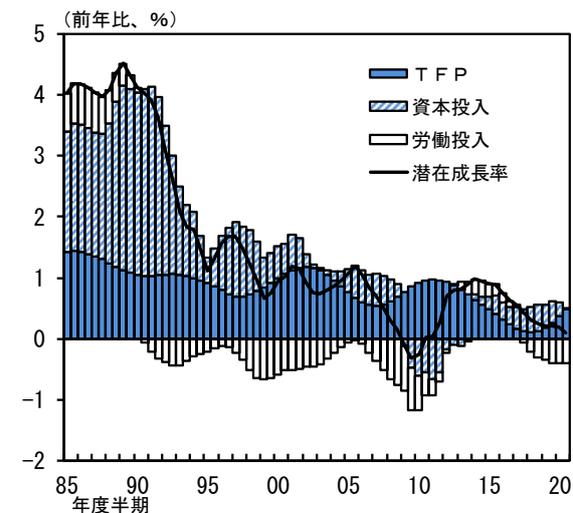
2. 接種日以降の追加報告分の計上によって、接種率が上方改訂されることがある。

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、検査体制の充実やワクチン接種の進捗を反映して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。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。前回の展望レポート時点と比較すると、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。

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6）。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

図表6：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。

やかに上昇していくと想定している。ただし、今回の感染症の負の影響が人的・組織資本等に対して最終的にどの程度現れるか、また、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生産要素の移動がどの程度活発化・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もとで、経済活動の水準は、対面型サービス部門を中心に感染症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緩和を受けて持ち直すほか、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が牽引役となり、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、感染症や公衆衛生上の措置の影響から、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とで、雇う者所得の持ち直しや政府の経済対策にも支えられて、緩やかながらも増加するとみられる。企業収益は、足もとの国際商品市況上昇に伴う交易条件悪化の影響を受けつつも、内外需要の回復を背景に改善傾向が続くと予想される。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とで、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

については、昨年度に決定された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、検査・ワクチン接種等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、しっかりとした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、しっかりとした増加が続くと考えられる。そうしたも、企業収益は引き続き改善傾向を辿り、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、増加を続けると考えられる。個人消費は、ワクチンが普及し、感染症への警戒感も剥落していくなかで、サービスのpent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、感染症関連支出が減少することから、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、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、ワクチン接種の進捗に伴う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・環境対応投資の増加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7）。一致指標である公共工事出来高は、2019年初以降、災害復旧・復興関連工事を中心に、緩やかな増加を続けている。先行指標である公共工事受注高は、昨年度の追加経済対策で予算計上されている国土強靱化関連工事等の発注が進むもとの、着実な増加を示している<sup>8</sup>。先行きの公共投資は、当面、こうした国土強靱化関連工事の進捗を反映して、着実な増加を続けたあと、見通し期間終盤にかけては、治水対策やインフラ老朽化対策等の関連工事に支えられて、高めの水準で推移すると想定している。また、政府消費は、医療費の持ち直しのほか、検査体制の充実やワクチン接種の進捗を反映して、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・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。

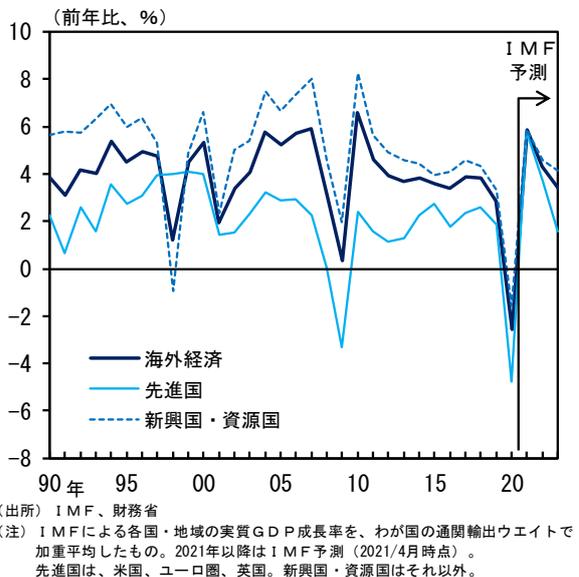
### (海外経済)

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8）。地域別にみると、先進国では、ワクチン接種の進捗を背景に、公衆衛生上の措置も段階的に解除されるもとの、景気の改善基調が強まっている。一方、新興国をみると、貿易チャンネルを通じて、先進国の景気回復の好影響が波及しているものの、一部の

図表7：公共投資



図表8：海外経済見通し



<sup>8</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。

国々では、感染者数の増加・高止まりに伴い、内需への下押し圧力が再び強まっている。やや詳しくみると、米国経済は、経済活動の再開が進むことで、追加経済対策による個人消費の押し上げ効果も加わって、はっきりと回復している。欧州経済は、家計や企業のコンフィデンスが改善するも、対面型サービスも含め、下押しされた状態から持ち直している。中国経済は、製造業部門から非製造業部門へと改善の裾野を拡げつつ、回復を続けている。中国以外の新興国・資源国経済は、一部の国・地域では感染症の再拡大に伴い内需が下押しされているが、全体としては持ち直しの動きを維持している。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は、情報関連を中心に輸出の増加に支えられて回復基調が続いている一方、ASEANの一部では、感染者数の増加・高止まりから、個人消費を中心に内需が伸び悩んでいる。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、製造業の業況感は着実な改善を続けているほか、回復がやや遅れていたサービス業も、足もとでははっきりと改善している(図表9)。こうしたもとで、世界貿易量は、自動車関連で半導体不足による供給制約の影響を受けつつも、堅調なデジタル関連需要に支えられてしっかりと増加を続けており、足もとでは感染症拡大前の水準を明確に上回っている(図表10)<sup>9</sup>。

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、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

<sup>9</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9：グローバルPMI



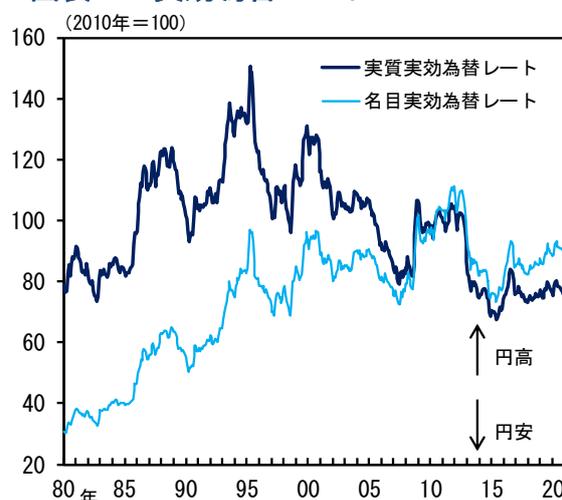
(出所) IHS Markit© and database right IHS Markit Ltd 2021. All rights reserved.)  
 (注) 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表10：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。2021/20は、4月の値。

図表11：実効為替レート



(出所) BIS  
 (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。

いが、見通し期間前半は、先進国や中国が牽引するかたちで、高めの成長を続けると想定している。すなわち、米欧経済は、夏場にかけて経済活動の再開が一段と進展し、家計の支出スタンスも積極化するもとで、はっきりとした回復が続くと予想される。中国経済は、所得から支出への前向きの循環メカニズムが力強さを増すもとで、民需主導の安定的な成長経路に復していくと見込まれる。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で、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。

こうしたもとで、先行きの世界貿易量については、デジタル関連財や資本財の力強い伸びに牽引されて、しっかりとした増加を続けると予想される。見通し期間後半は、巣ごもり需要の一巡もあってデジタル関連需要にも幾分減速圧力がかかり、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)

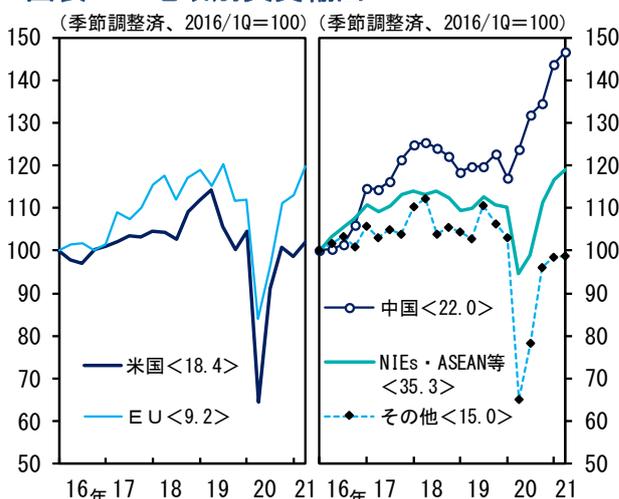
輸出は、海外経済の回復を背景に、着実な増加を続けている(図表12)。地域別にみると、先進国向けは、半導体不足による自動車関連の減速の影響を受けつつも、緩やかに増加している(図表13)。新興国向けは、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大に支えられて、アジア向けを中心にしっかりと増加している。財別にみると、自動車関連は、半導体不足の影響などから、米国向け完成車を中心に、このところ増勢がはっきりと鈍化している(図表14)。情報関連は、スマートフォンやパソコン関連、データセンターや車載向けと幅広い需要が堅調に推移するもとで、はっきりとした増加を続けている。資本財は、世界的な機械投資の増加に加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置の堅調さに支えられて、しっか

図表12：実質輸出入



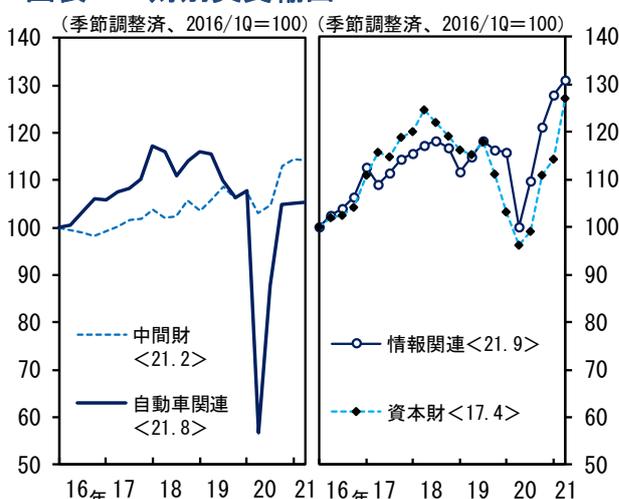
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府  
(注) 日本銀行スタッフ算出。2021/20は、4~5月の値。

図表13：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。2021/20は、4~5月の値。  
2. EUは、全期間において、英国を含まない。

図表14：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。2021/20は、4~5月の値。

りとした増加を続けている。中間財は、アジア向け等の化学製品（化粧品等）を中心に増加を続けている。

先行きの輸出は、半導体不足の影響による自動車関連への下押し圧力が緩和に向かうほか、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や設備投資の回復に支えられて、資本財や情報関連が牽引役となり、全体でもしっかりと増加が続くと見込まれる。見通し期間後半は、前述のとおり世界貿易量の増勢が幾分鈍化するも、わが国の主要な輸出先である米国や中国、NIEsも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考えられる。

この間、世界貿易量に占める日本の輸出シェアをみると、足もとでは、感染症拡大前の水準を回復している（図表15）。先行きは、半導体不足の緩和に伴う自動車関連の増加や資本財の堅調さを受けていったん上昇するが、その後は、海外への生産移管が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付近に収束していくと想定している。

輸入は、財の国内需要やワクチン購入の動きを反映して、増加している（前掲図表12）。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）

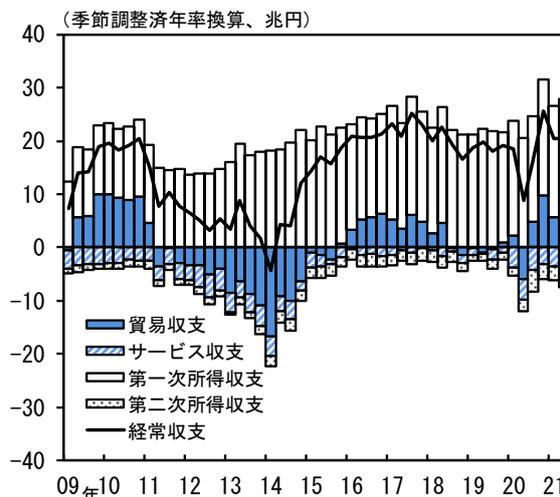
名目経常収支は、昨年春頃をボトムに黒字幅は拡大傾向にあったが、足もとでは黒字幅が縮小している（図表16）。内訳をみると、原油等の国際商品市況の上昇に伴い、名目貿易収支の黒字幅が縮小している。サービス収支は、昨年春以降、後述の旅行収支の悪化が下押しになり、このところ赤字が継続している。第一次所得収支は、海外経

図表15：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）。2021/2Qは、4月の値。

図表16：経常収支



(出所) 財務省・日本銀行  
 (注) 2021/2Qは、4～5月の値。

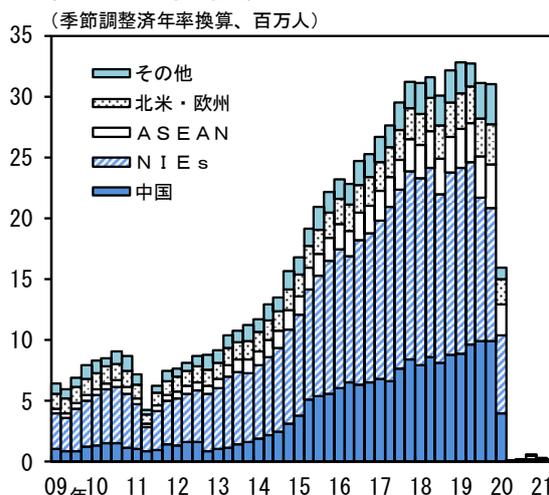
済の回復を背景に大きめの黒字幅が続いている。この間、入国者数は皆減に近い状態が続いており、そのもとでインバウンド需要も低迷した状態から脱しておらず、ネットの旅行収支は悪化した状態が続いている（図表 17）。

先行きの名目経常収支の黒字幅は、当面、足もとの国際商品市況の上昇が貿易収支に対し下押しに作用することから横ばい圏内で推移するとみられるが、その後は、海外経済の回復に伴う第一次所得収支の改善に支えられて、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、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、当面、足もとの国際商品市況の上昇に伴う交易条件の悪化もあって横ばい圏内の動きとなるが、見通し期間終盤にかけては、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 18）。

### （鉱工業生産）

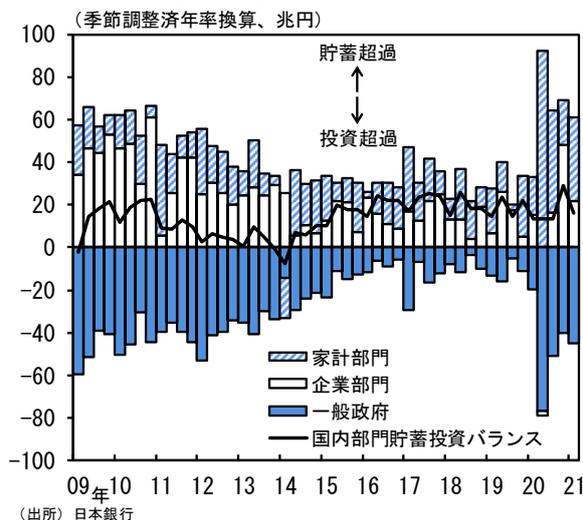
鉱工業生産は、内外需要の増加を背景に、着実な増加を続けている（図表 19）。主な業種についてみると、「輸送機械」は、昨年後半まではっきりとした増加を続けてきたが、年明け以降は半導体不足の影響などから減速し、足もとでは大きめの減少となっている。「はん用・生産用・業務用機械」は、内外の設備投資（機械投資）需要の回復を背景に、半導体製造装置や建設機械等を中心に、しっかりとした増加を続けている。「電子部品・デバイス」は、データセンター向けやスマートフォン・パソコン関連、車載向けの需要の堅調さを受けて、幅広い品目ではっきりとした増加が続いている。この間、出荷・在庫バランス（＝出荷の伸び率－在庫の伸び率）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 20）。

図表17：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。2021/20は、4～5月の値。

図表18：貯蓄投資バランス



（出所）日本銀行

図表19：鉱工業生産



（出所）経済産業省  
（注）1. シェード部分は、景気後退局面。△は、直近の景気の山。  
2. 生産の2021/20および3Qは、6、7月の予測指数を用いて算出。  
在庫の2021/20は、5月の値。

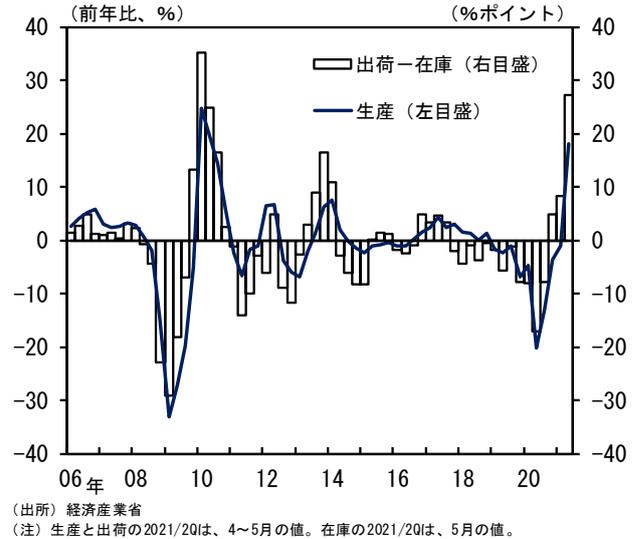
先行きの鉱工業生産は、「輸送機械」における半導体不足の影響が緩和に向かうことに加え、デジタル関連需要の堅調さや世界的な設備投資需要の回復などを背景に、着実な増加を続けるとみられる。

### (企業収益)

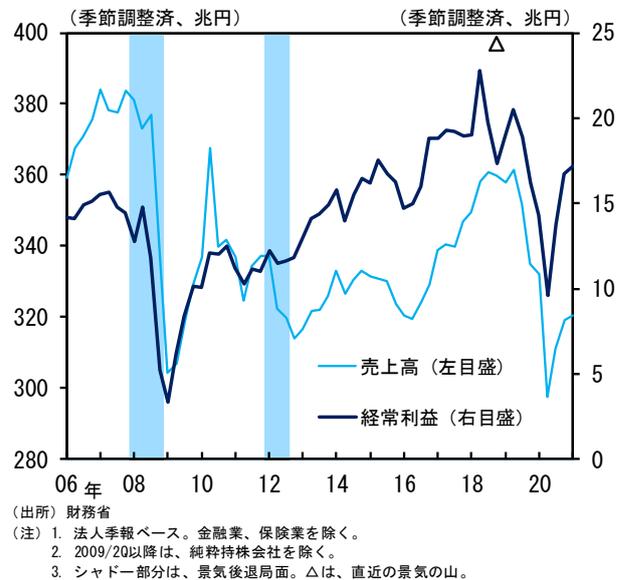
企業収益は、対面型サービス業など一部に弱さがみられるものの、全体として改善している。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、1～3月は、3四半期連続の改善となった（図表21）。売上高は持ち直しつつも、なお感染症拡大前の水準を下回っているのに対し、経常利益は既に感染症拡大前の水準を上回っている。このように、売上高に比べ経常利益の改善が明確となっている背景には、感染症下での広告費や出張費といった販売管理費の削減に加えて、雇用調整助成金や持続化給付金などの各種の企業支援策による下支えが作用している<sup>10</sup>。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、輸出・生産の増加や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、大企業は、運輸（航空、鉄道）を中心に弱い動きが続いている。中堅中小企業は、各種支援金がプラスに作用しているものの、1～3月は感染症の再拡大や2回目の緊急事態宣言の影響から悪化している。

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、全体として明確な改善が続いている。6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、4四半期連続で改善している（図表22）。業種別にみると、製造業は、半導体不足の影響から自動車が悪

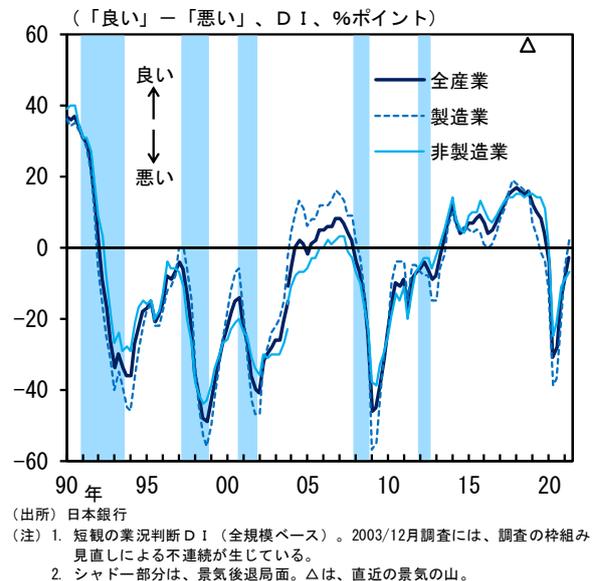
図表20：出荷・在庫バランス



図表21：企業収益



図表22：業況判断



<sup>10</sup> この点について詳しくは、2021年4月展望レポートのBOX 2参照。

化したものの、世界的なデジタル関連需要の堅調な拡大や内外の設備投資の持ち直しなどを背景に、はん用機械、生産用機械、電気機械など幅広い業種ではっきりとした改善が続いている。非製造業は、感染症や公衆衛生上の措置の影響から宿泊・飲食サービスの停滞が続いたほか、小売が悪化したものの、物品賃貸や卸売、運輸・郵便、対個人サービスなどでは、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、足もとの原油価格やその他の一次産品価格の上昇による取引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、はっきりとした増益が続くと予想される<sup>11</sup>。その後、各種の企業支援策の剥落もあって増益ペースは鈍化するものの、経済活動水準の回復を反映して、非製造業も含め、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 23）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、企業収益の改善に支えられて、パソコンや基地局・5G関連などのデジタル関連財や建設機械等を中心に、しっかりとした増加が続いている。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との、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、緩やかな減少傾向を続けてきたが、足もとでは下げ止まりつつある。

図表23：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. 資本財総供給の2021/20は、4~5月の値。建設工事出来高の2021/20は、4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。

<sup>11</sup> BOX 2では、国際商品市況の上昇が、わが国経済の取引条件の悪化を通じて、企業収益に与える影響を実証的に分析している。

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 24）。業種別にみると、製造業は、輸出・生産の増加を受けて、はん用・生産用・業務用機械や電気機械を中心に、持ち直しが続いている。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）は弱い動きとなる一方で、建設業や金融・保険業はデジタル関連・省力化投資を中心に増加傾向にあり、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、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、都市再開発案件の進捗や医療・福祉施設の建設需要にも支えられて、全体では持ち直している。短観における設備投資計画をみると（図表 25）、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年度は前年比-8.1%と10年ぶりの減少となったが、2021年度は、同+9.4%と、はつきりとした増加に転じる計画となっている。

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政策的支援も受ける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

図表24：設備投資先行指標

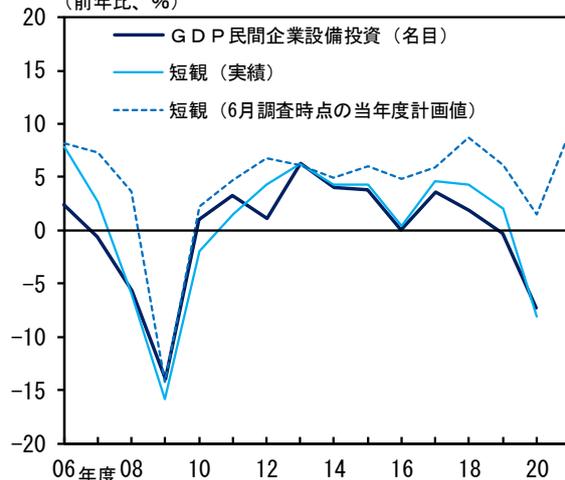
（季節調整済年率換算、兆円）



（出所）内閣府、国土交通省  
（注）2021/20は、4～5月の値。

図表25：設備投資計画と実績

（前年比、%）



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

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、各種の支援金の収益押し上げ効果が剥落するもとで、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。ただし、上述した②～⑤のように、景気循環に左右されにくい中長期的な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みられる。

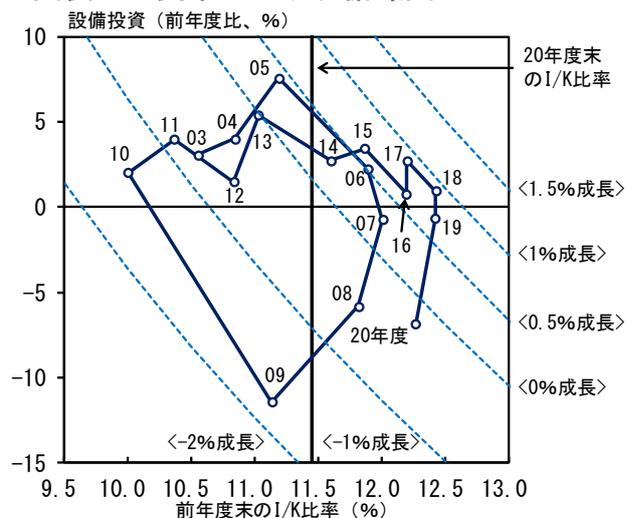
こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストック水準を実現するよう行われる」という、資本ストック循環の観点から点検する(図表26)。2020年度は、感染症の影響による景気の落ち込みも下押しとなり、いったん資本ストックの調整局面に入っていたが、先行きは、企業収益の改善と緩やかな金融環境に支えられて、期待成長率の緩やかな上昇を伴いながら、再び設備投資の増加局面に入っていく姿を想定している。

### (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。

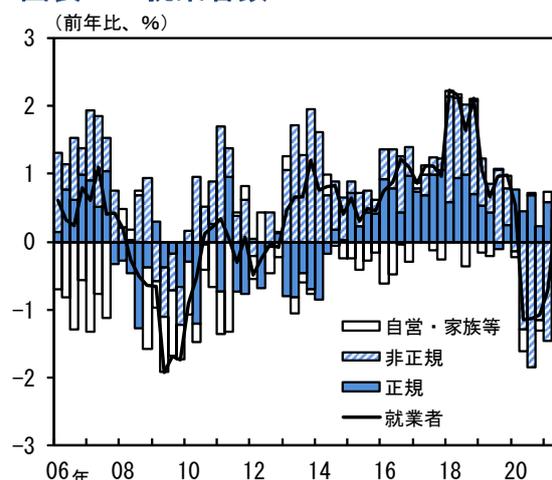
就業者数は、昨年春の大幅な落ち込みのあと、経済活動全体の持ち直し傾向を反映して下げ止まっているが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準にある(前掲図表2、図表27)。一方、正規雇用は、昨年4月以降、同一労働同一賃金が適用されるもとで、人手不足感の強い医療・福祉や情報通信等を中心に緩やかな増加を続けている。一人当たり労働時間を前年比で見ると、大きめのマイナスを続けてきたが、足もとでは、前年の大規模な休業による大幅な落ち込みの反動の影響もあって、高めの伸びとなっている(図

図表26：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。

図表27：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。  
2021/20は、4～5月の値。

図表28：労働時間



(出所) 厚生労働省  
(注) 2021/20は、4～5月の値。

表 28)。労働需給面をみると、労働力率は、昨年春頃にいったん非労働力化した高齢者や女性、学生アルバイトの労働市場への回帰が進むもとで、上昇してきたが、足もとでは、そうした動きの一巡もあって上昇が一服している（図表 29）。失業率は、振れを伴いつつも、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、昨年初以降ははっきりとした低下を続けてきたが、昨年央には経済活動の持ち直しに伴う求人数の増加を主因に下げ止まり、その後は1倍をやや上回る水準で横ばい圏内の動きが続いている（図表 30）。

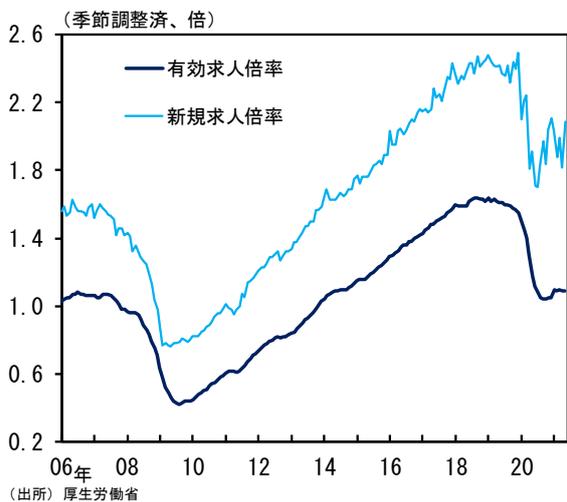
先行きの雇用については、感染症の影響が和らぎ、経済活動水準も上昇していくなかで、医療・福祉や卸・小売、建設といった人手不足業種を中心に雇用吸収が進み、雇用者数は緩やかな増加基調を辿ると考えられる。先行きの失業率は、経済の改善に伴って雇用調整助成金の特例措置が段階的に縮小されるとみられることなどから、暫くは現状程度の水準で横ばい圏内での推移が続くが、その後は、経済活動の回復にラグを伴って、緩やかな低下傾向を辿ると考えられる。

賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、下落を続けてきたが、足もとでは、前年の落ち込みの反動に加え、一部業種における所定内給与の上昇の影響もあって、前年比プラスとなっている（図表 31）<sup>12</sup>。所定内給与の前年比は、前年の反動が押し上げ要因として作用するもとで、人手不足感の強い医療・福祉において、一般労働者の賃上げが進んでいることや、同一労働同一賃金の適用などを背景にパート労働者比率が低下している影響も加わり、大きめのプラスとなっている（図表 32）。所定外給与は、大きく減少した前年の反動に加え、

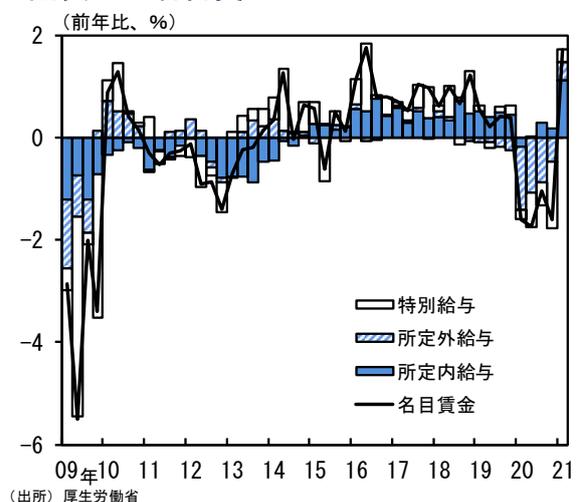
図表29：失業率と労働力率



図表30：求人倍率



図表31：名目賃金



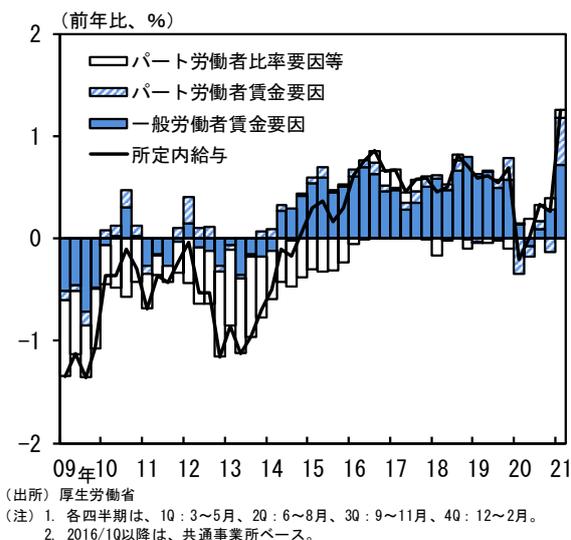
<sup>12</sup> 毎月勤労統計の賃金については、調査対象のサンプル替えの影響を受けにくい共通事業所ベースで評価している。

製造業における生産活動の回復を反映して、前年比プラスとなっている。特別給与は、昨年度の企業業績の悪化の影響が残るなかで、弱い動きとなっている。

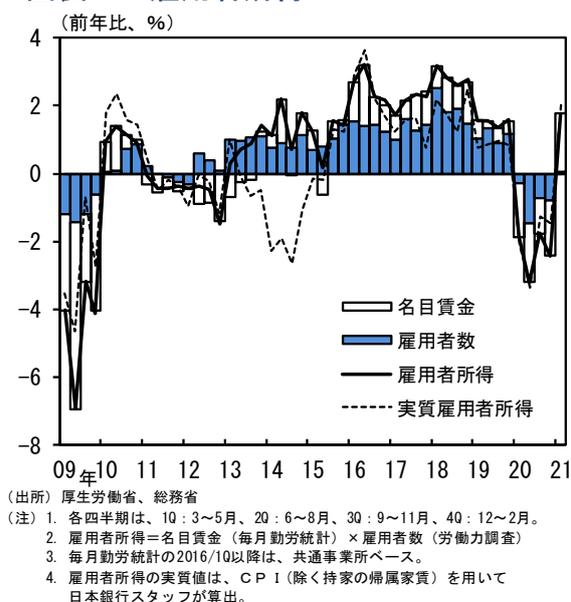
先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、前年の低下の反動や医療・福祉の賃上げの影響もあっていったん高めの前年比となるが、春季労使交渉における賃上げ率が前年度から若干減速するもとで、非正規雇用の回復に伴うパート比率の上昇も幾分下押しに作用することから、暫くの間、伸び率は高まりにくい状況が続くと予想される。見通し期間の中盤以降は、企業業績の改善や物価上昇率の高まりを受けて、春季労使交渉の賃上げ率が再び上昇すると見込まれるため、所定内給与も緩やかに上昇していくと考えられる。一方、所定外給与の前年比は、経済活動の改善に伴う所定外労働時間の回復を反映してプラスに転じたあと、見通し期間の終盤にかけて上昇ペースが鈍化すると見込まれる。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晩下げ止まり、その後は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は、所定外給与と特別給与の上昇を主因に前年比プラスとなったあと、見通し期間の中盤以降は、所定内給与の上昇が牽引するかたちで、緩やかな上昇を続けると考えられる。

雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、はっきりとした減少を続けてきたが、足もとでは、前年比プラスに転じている（図表33）。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い雇用・賃金が緩やかに増加するもとで、緩やかな改善が続くと見込まれる。

図表32：所定内給与の要因分解



図表33：雇用者所得



## (家計支出)

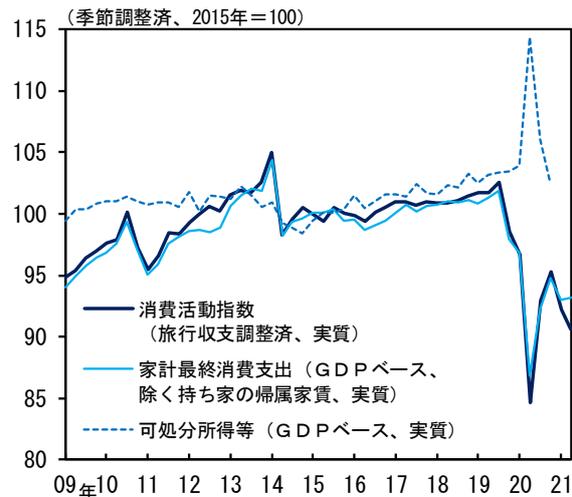
個人消費は、飲食・宿泊等のサービス消費における下押し圧力が強く、足踏み状態となっている。

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>13</sup>をみると、昨年7～9月、10～12月と2四半期連続で増加してきたが、1～3月は、2回目の緊急事態宣言の影響などから減少に転じ、4～5月の1～3月対比も、感染再拡大やそれに伴う公衆衛生上の措置が重石となり、マイナスとなっている(図表34、35)。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、その後も、公衆衛生上の措置が続くもとで、全体としては低水準にとどまっている模様である(図表36)。

形態別にみると、耐久財消費は、巣ごもり需要の拡大などを背景に、昨年春頃をボトムに増加を続けてきたが、足もとでは増勢が鈍化している(図表37)。乗用車の新車登録台数は、昨年未まで増加傾向にあったが、足もとにかけては、半導体不足による供給制約の影響から、小幅ながら減少傾向にある。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、白物家電を中心に緩やかに増加してきたが、足もとではひと頃に比べ増勢が鈍化している。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、年明け以降は、感染再拡大と公衆衛生上の措置に伴う衣料品等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、巣ごもり需要の拡大に支えられて底堅く推移している。衣料品や化粧品は、感染再拡大

<sup>13</sup> 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。

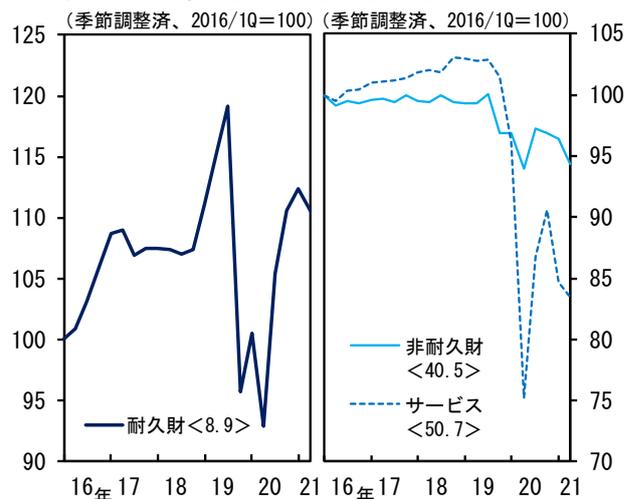
### 図表34：個人消費



(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)。2021/2Qは、4～5月の値。  
2. 家計最終消費支出の2021/2Qは、消費総合指数(4月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。  
3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

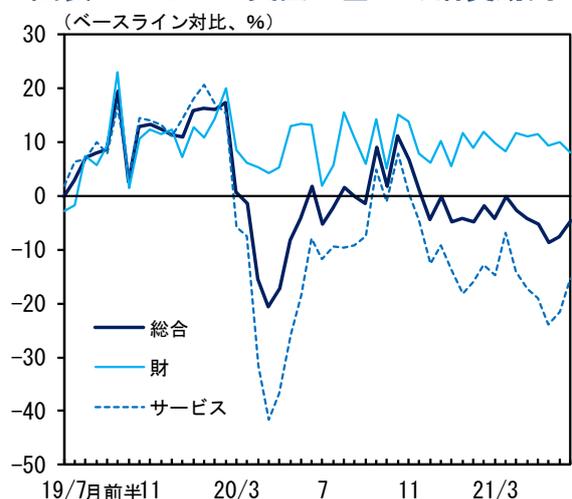
### 図表35：消費活動指数(実質)



(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。2021/2Qは、4～5月の値。  
2. 非耐久財は、GDP統計において半耐久財に分類される品目を含む。

### 図表36：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年の当該半月の平均。

や緊急事態宣言の再発出に伴う外出機会の減少などから、本年入り後は再び水準を切り下げている。

サービス消費は、本年入り後に2回目の緊急事態宣言やGo Toトラベル事業停止の影響などから大きめの減少となったあと、3月にはいったん持ち直しに向かったが、4～5月は感染再拡大や公衆衛生上の措置の影響から再び減少している（図表38）。外食は、3月にかけて2回目の緊急事態宣言などによる落ち込みから持ち直しつつあったが、4～5月は、感染再拡大や時短営業要請・酒類の提供取り止めの動きから再び落ち込んでいる。国内旅行も、3月は、自治体独自の観光支援策にも支えられていったん持ち直したが、5月にかけては、感染再拡大の影響から再び水準を切り下げている。各種の高頻度データや企業からのヒアリング情報などを踏まえると、サービス消費は、6月下旬以降、ワクチン接種の進捗を背景としたマインドの改善もあって、持ち直しに向けた動きが一時みられたものの、足もとでは、東京都における4回目の緊急事態宣言の発出もあって、下押し圧力が再び強まっている模様である（図表39、40）。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。

この間、個人消費関連のマインド指標をみると（図表41）、消費者態度指数や景気ウォッチャー調査のDIは、感染症の再拡大や公衆衛生上の措置の影響から5月にかけて悪化したあと、6月は、公衆衛生上の措置の緩和やワクチン接種の進捗を受けて、改善している<sup>14</sup>。

先行きの個人消費は、公衆衛生上の措置が継続する間は対面型サービスを中心に低めの水準で足

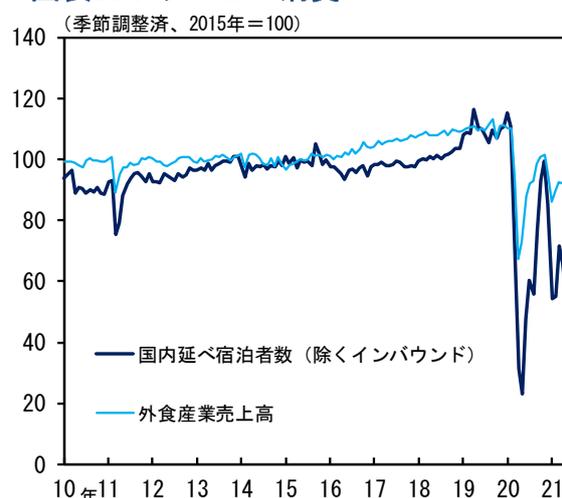
<sup>14</sup> ただし、これらの指標には東京都における4回目の緊急事態宣言の影響が反映されていない点については留意を要する。

図表37：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。

図表38：サービス消費



(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39：位置情報に基づく人出の状況



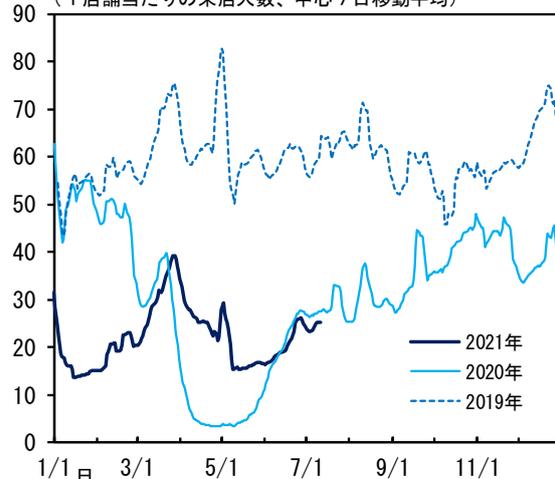
(出所) Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports."  
<https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2021/7/16.

(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。

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、ペントアップ需要もあって、再び持ち直していくとみられる。見通し期間中盤以降は、ワクチンの普及に伴い感染症の影響も収束するも、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>。こうしたも、先行きの消費性向は、感染症の影響が和らいでいくのに伴って上昇傾向を辿り、ワクチンが広く普及する見通し期間の後半には、「強制貯蓄」の緩やかな取り崩しを反映して、感染症拡大以前の平均的な水準よりも若干押し上げられると想定している(図表42)。

図表40：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)

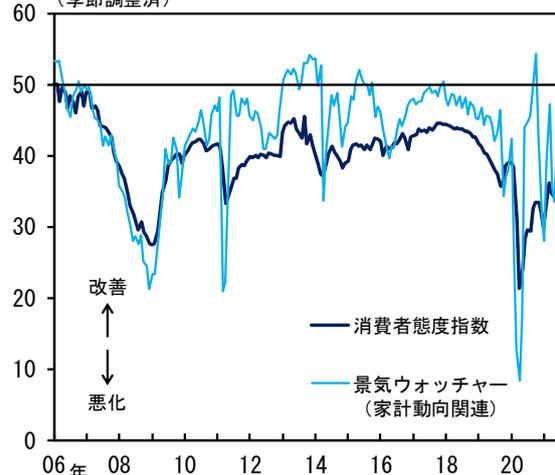


(出所) TableCheck

(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5,000店舗。

図表41：個人消費関連のマインド指標

(季節調整済)



(出所) 内閣府

(注) 景気ウォッチャーは、景気の現状判断DI。

図表42：平均消費性向

(季節調整済、%)



(出所) 内閣府

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

<sup>15</sup> 先行きの「強制貯蓄」の取り崩しに関する考え方については、2021年4月展望レポートのBOX3を参照。

住宅投資は、下げ止まっている（図表 43）。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、足もとでは持ち直している。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の、緩和的な金融環境にも支えられて、いったん持ち直す見込まれる。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43：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、国際商品市況の上昇を反映して、はっきりと上昇率を高めている（図表 44）<sup>16</sup>。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前期比は、前年の下落の反動を主因に、1%程度のプラスとなっている。

消費者物価の前期比をみると、除く生鮮食品は、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（図表 45）<sup>17</sup>。除く生鮮食品・エネルギーについて、携帯電話通信料等の影響を除いたベースの前期比をみると、小幅のプラスで推移している（前掲図表 44）<sup>18、19</sup>。

<sup>16</sup> 国際商品市況の上昇や製品需給の逼迫が、物価に及ぼす影響については、BOX 3を参照。

<sup>17</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、4月以降の除く生鮮食品の前期比を-0.6%ポイント程度下押ししている。なお、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が、現行基準以上に大きなものとなる可能性が高い。

<sup>18</sup> 図表 44 の「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。

<sup>19</sup> Go To トラベル事業は、2020年8~12月の除く生鮮食品の前期比を、-0.3~-0.4%ポイント程度押し下げた（2020年度の除く生鮮食品の前期比を-0.2%ポイント程度押し下げ）。今後、Go To トラベル事業がいつ、どのような形で再開されるかは明らかになっていないが、同事業による前年の押し下げの反動の影響のみを単純に計算すると、除く生鮮食品の前期比は、2021年8月から12月までの間、+0.3~+0.4%ポイント程度押し上げられる（2021年度の除く生鮮食品の前期比を+0.2%ポイント程度押し上げ）。

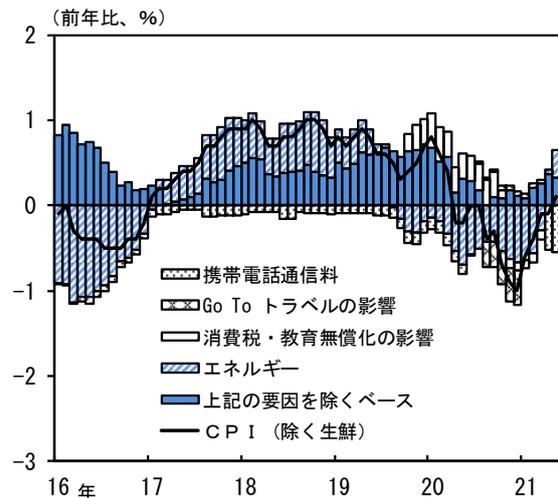
図表44：物価関連指標

	(前年比、%)			
	20/3Q	20/4Q	21/1Q	21/2Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	-0.2	-0.9	-0.4	0.0
携帯電話通信料等の影響を除く	-0.3	-0.4	-0.3	0.6
除く生鮮・エネルギー	0.1	-0.3	0.2	-0.2
携帯電話通信料等の影響を除く	0.1	0.1	0.3	0.4
国内企業物価指数 (前期比)	0.6	0.0	1.5	2.4
企業向けサービス価格指数	-0.5	-0.2	0.2	1.1
GDPデフレーター	1.2	0.2	-0.1	
内需デフレーター	0.2	-0.6	-0.4	

(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 (携帯電話通信料等の影響を除く) は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。  
3. CPI と企業向けサービス価格指数の2021/20は、4~5月の値。

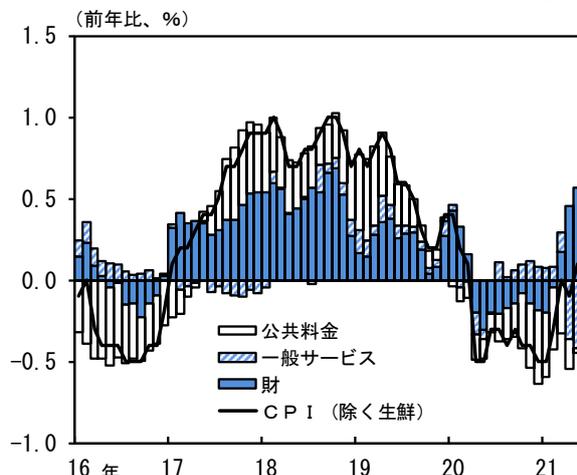
図表45：CPI (除く生鮮)



(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月以降の消費税率引き上げ・教育無償化等の影響は、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46：CPIの財・サービス別内訳



(出所) 総務省

- (注) 1. 財 = 「財」 - 「電気・都市ガス・水道」  
2. 公共料金 = 「公共サービス」 + 「電気・都市ガス・水道」  
3. 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）。

除く生鮮食品の内訳をみると（図表 46）、財は、日用品などで底堅い動きが続くなか、石油製品の上昇を主因に、プラス幅が拡大している。一般サービスの前年比は、小幅のプラスを続けてきたが、足もとでは携帯電話通信料の引き下げを主因に、マイナスに転じている。公共料金は、既往の原油価格の動向を反映した電気代・都市ガス代の下落幅縮小を主因に、全体ではマイナス幅の縮小が続いている。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると（図表 47）<sup>20</sup>、刈込平均値は、昨年未以降、ウエイトの大きい一部品目の動きなどを反映した振れを伴っているが、足もとでは0%近傍となっている。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、若干のプラスで推移している。加重中央値も、若干のプラス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、全体では「上昇」超を維持しつつも、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緩やかな低下傾向にあったが、足もとでは下げ止まりつつある（図表 48）。

この間、内需デフレーターをみると、昨年度後半は、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、前年比マイナスとなっている（前掲図表 44）。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

図表47：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48：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>20</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。

ターの低下が押し上げに作用し、0%前後となっている。

### (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、4～6月は、対面型サービス業に強い下押し圧力がかかるも、労働面を中心に改善ペースが鈍化した可能性が高い(前掲図表3、図表49)。もっとも、その後は、内外需要の増加に伴い潜在成長率を上回る成長経路に復していくも、需給ギャップは改善基調を辿り、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。

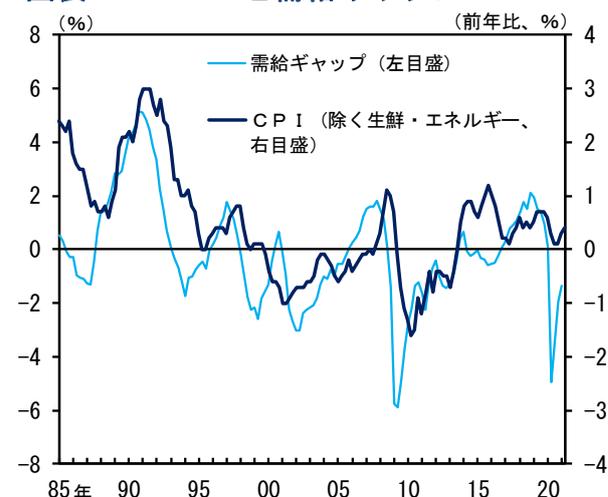
第2に、中長期的な予想物価上昇率は、横ばい圏内で推移しているが(図表50、51)、先行きは再び高まっていくとみられる。すなわち、「適格的な期待形成」の面では、景気が改善していくも、現実の物価が上昇していくことが、予想物価上昇率を押し上げていくと期待される。また、「フォワードルッキングな期待形成」の面では、日本銀行が「物価安定の目標」の実現に強くコミットし金融緩和を推進していくことが、予想物価上昇率を押し上げていく力になると考えられる。

第3に、輸入物価をみると、原油や銅などの国際商品市況の上昇を反映して、このところ大きめの上昇となっている(図表52)。

### (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、企業が値下げにより需

図表49：CPIと需給ギャップ



(出所) 総務省、日本銀行  
(注) 1. CPIは、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通信料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。2021/2Qは、4～5月の値。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

図表50：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51：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。

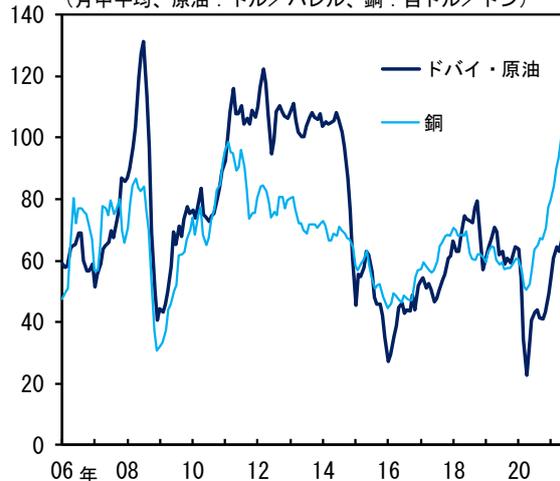
要喚起を図る行動は広範化していない。すなわち、インフレ率は、感染症の影響下におけるサービス需要の価格弾力性低下や供給サイドのコスト増、価格が景気感応的な財需要の底堅さなどを背景に、サービス部門を中心とする需給ギャップの悪化幅との対比で、底堅い状態が続いている。先行きの基調的なインフレ率は、ワクチン接種の進捗を背景に感染症の影響が和らぐにつれて、需給ギャップの改善に加え、インフレ予想の高まりにも支えられて、緩やかに上昇率を高めていくと考えられる。

最近の国際商品市況の上昇や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り得る。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は上昇し、消費者物価(除く生鮮食品)の前年比をはっきりと押し上げると予想される。もっとも、エネルギー価格以外の分野では、こうしたコストプッシュによる消費者物価の上昇の程度は、その局面における消費需要の力強さなどに依存しており、当面は緩やかな転嫁にとどまる可能性が高い。

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、目先は、小幅のマイナスで推移するが、夏場以降は、小幅ながらプラス転化していくと見込まれる。内訳をみると、①携帯電話通信料は、大手キャリアの低価格プランの影響が残るもとで、前年比の大幅なマイナスが続くとみられる。②需要の大幅な減少に直面している宿泊料は、暫くの間、伸び率が高まりにくい状況が続くが、夏場以降は、昨年のGo Toトラベル事業による押し下げの反動から、はっきりと伸び率を高めると予想される。③財は、耐久消費財などにおいて、昨年

図表52：国際商品市況

(月中平均、原油：ドル/バレル、銅：百ドル/トン)

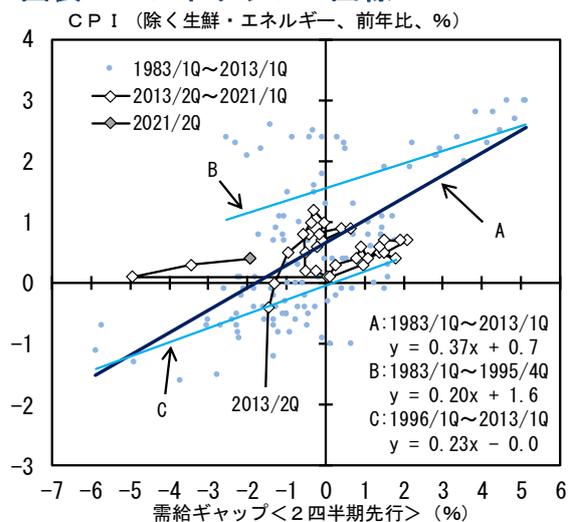


(出所) 日本経済新聞社、Bloomberg

のセール取り止めや巣ごもり需要拡大に伴う価格上昇の反動が現れるものの、日用品などが底堅く推移するも、全体としては小幅のプラスで推移するとみられる。見通し期間の中盤以降は、①携帯電話通信料引き下げの影響が剥落するも、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53）。

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、目先、0%程度で推移したあと、年末にかけては、エネルギー価格の上昇や昨年のGo To トラベル事業の反動の影響などから、上昇率を高めていく可能性が高い。見通し期間中盤以降は、エネルギー価格のプラス寄与が縮小していく一方、携帯電話通信料の引き下げとGo To トラベル事業の影響といった特殊要因も剥落することから、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53：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。2021/2Qは、4~5月の値。  
2. 需給ギャップは、日本銀行スタッフによる推計値。

### 3. わが国の金融情勢

#### (金融環境)

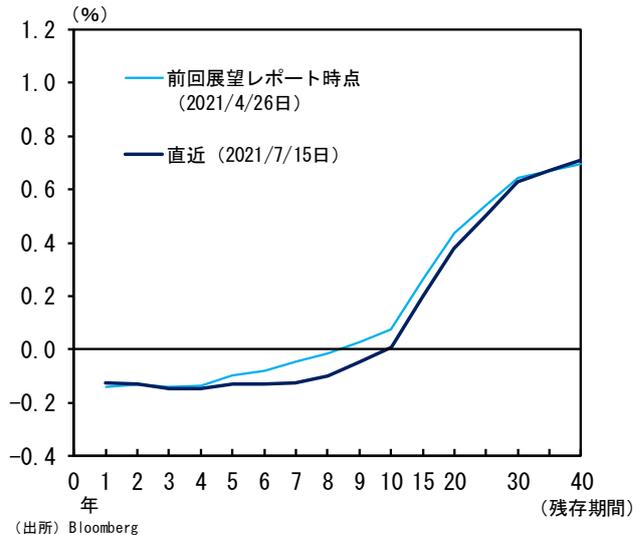
わが国の金融環境は、企業の資金繰りに厳しさがみられるものの、全体として緩和した状態にある。

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54）。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%台前半で推移している。

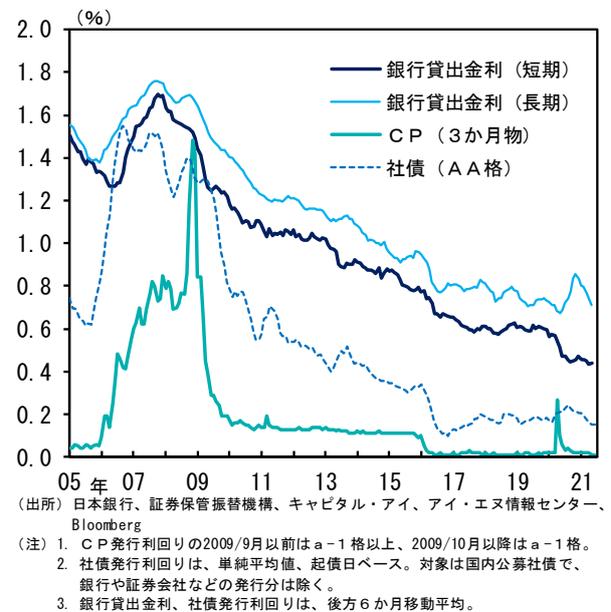
企業の資金調達コストは、きわめて低い水準で推移している（図表55）。CPの発行金利は、昨年4月にいったん大きく上昇したものの、日本銀行によるCP等買入れの増額公表後には低下し、その後も、大企業の資金需要が総じて落ち着くもとの、きわめて低い水準で推移している。一時的に低下した短観のCP発行環境判断DIも、発行金利の落ち着きなどを映じて改善傾向にある。社債の発行金利も、昨年4月に幾分上昇したが、その後は低下し、きわめて低い水準で推移している。この間、貸出金利（新規約定平均金利）は、既往ボトム圏の水準で推移している。

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でみると、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

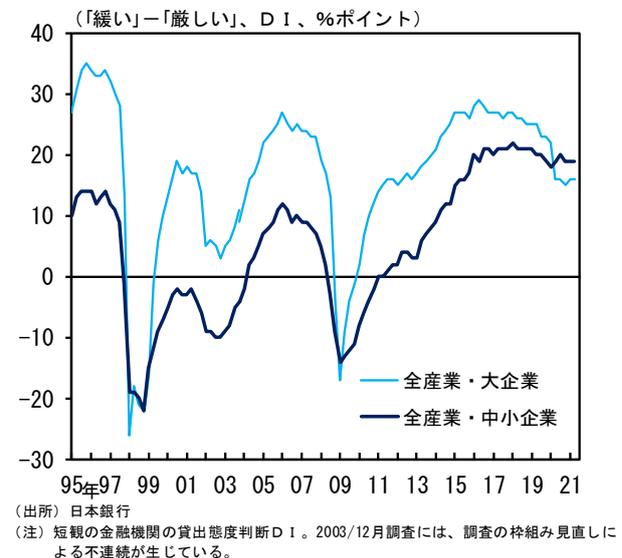
図表54：イールドカーブ



図表55：貸出金利とCP・社債発行利回り



図表56：企業からみた金融機関の貸出態度

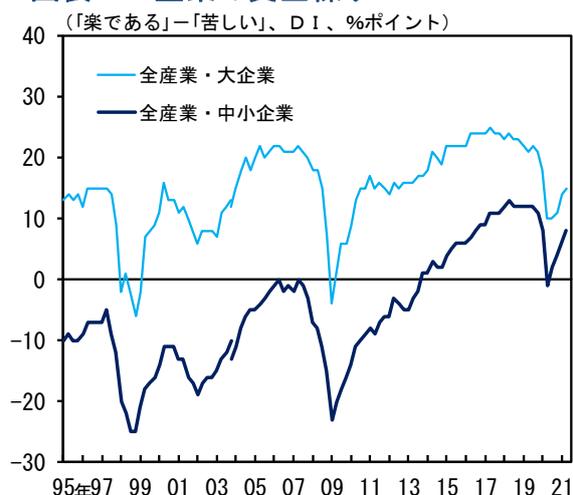


めの各種措置や、金融機関の取り組みを背景に、総じて緩和的な水準を維持している（図表 56）。企業の資金繰りを短観のDIでみると、大企業、中小企業とも、経済の持ち直しなどに伴いひと頃より改善しているが、感染症の影響を受けた売上げ減少などを背景になお厳しさがみられる（図表 57）。業種別にみると、製造業のDIは、感染症拡大前の水準に概ね回復しているが、宿泊・飲食サービスのDIは引き続き大幅な「苦しい」超となっているなど、ばらつきが大きい。

企業の資金需要面をみると、感染症の影響を受けた予備的な需要などによる資金ニーズは全体として高水準となっているが、大企業を中心に手元資金を返済する動きもみられている。こうしたなか、銀行貸出残高の前年比、CP・社債計の発行残高の前年比は、高めの伸びとなった前年のウラ要因などからプラス幅が縮小し、それぞれ、0%台後半、7%台前半となっている（図表 58）。もっとも、銀行貸出残高、CP・社債計の発行残高の水準をみると、引き続き、感染症拡大前を大きく上回っている。

マネタリーベースの前年比は、2割程度のプラスとなっており、6月末時点の残高は660兆円（対名目GDP比率は121%<sup>21</sup>）となった。マネーストック（M2）の前年比は、財政支出や既往の銀行貸出の増加などから、6%程度のプラスとなっている（図表 59）。

図表57：企業の資金繰り



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

図表58：貸出残高とCP・社債発行残高



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

図表59：マネーストック



（出所）日本銀行

<sup>21</sup> 名目GDPは、2021年1～3月期の値を用いている。

## (金融市場動向)

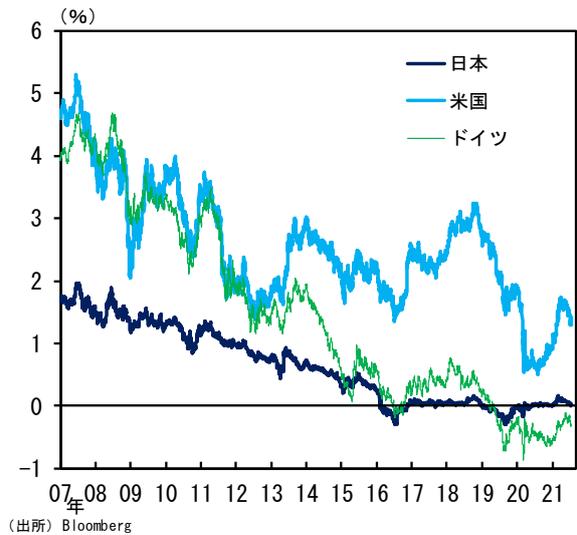
国際金融市場の動向をみると、米国の物価動向やF R Bの金融政策運営を巡る思惑などから神経質な動きとなる場面もみられたものの、ワクチン接種の進展に伴う世界経済の回復期待から、市場センチメントは総じて良好な状態を維持している。もっとも、感染症の状況を含めて、引き続き様々な不確実性が意識されている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、市場予想を上回る物価指標を受けて幾分上昇したあと、F R Bの緩和的な金融政策スタンスが意識されるもとの、一部投資家のポジション調整もあって、低下している(図表60)。ドイツでは、欧州域内でのワクチン接種の進展などから上昇していたが、その後は、E C Bの緩和的な金融政策スタンスが意識されるもとの、米金利に連れて低下している。

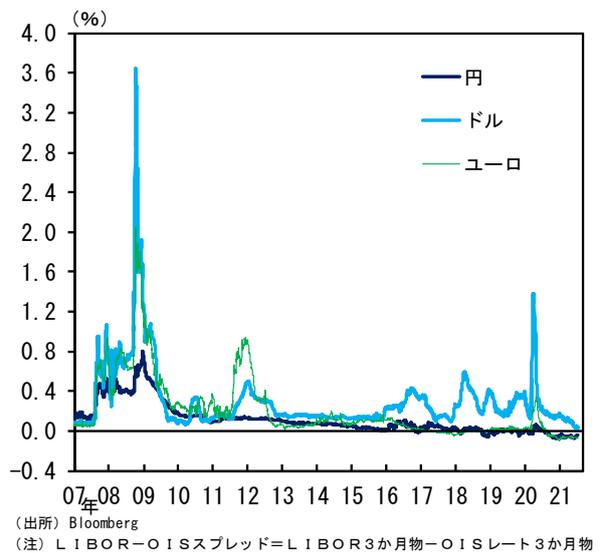
主要通貨のL I B O R - O I Sスプレッドをみると、米ドルについては、短期金融市場の流動性が潤沢なもとのドルL I B O Rが低下していることから、縮小している(図表61)。ユーロ、円については、低水準で横ばい圏内の動きとなっている。円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムについては、日本銀行を含めた各国・地域の中央銀行による米ドル資金供給オペがバックストップとして機能するもとの、低水準で推移している(図表62)。

株式市場をみると、米国の株価は、米国の物価動向やF R Bの金融政策運営を巡る思惑などから調整する場面もみられたものの、ワクチン接種の進展に伴う世界経済の回復期待から、上昇している(図表63)。欧州の株価も、幾分上昇している。この間、わが国の株価は、感染症の状況などが意

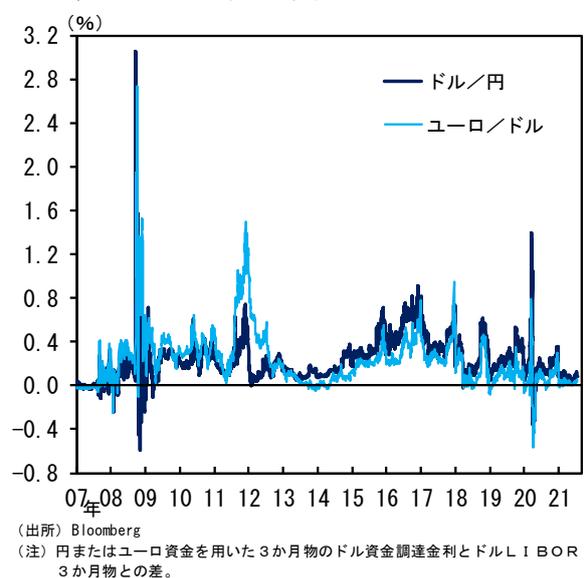
図表60：主要国の長期金利（10年物国債）



図表61：L I B O R - O I Sスプレッド



図表62：ドル資金調達プレミアム



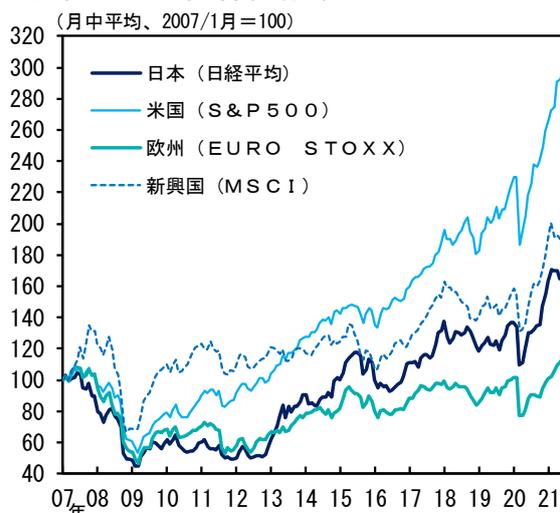
識されるもとの、幾分下落している。新興国株価は、感染症の状況などに応じて国・地域ごとに区々の動きとなっているもとの、全体としては横ばい圏内で推移している。

わが国の不動産投資信託（J-REIT）市場をみると、J-REIT価格は、景気回復期待を背景に、幅広いセクターで上昇している（図表64）。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、市場センチメントが総じて良好な状態を維持しているもとの、円が幅広い通貨に対して下落し、幾分ドル高・円安方向に推移している（図表65）。円の対ユーロ相場は、ユーロ高・円安方向に推移したあと、欧州の金利が低下するもとの、ユーロ安・円高方向に戻す動きとなっている。

以上

図表63：主要株価指数



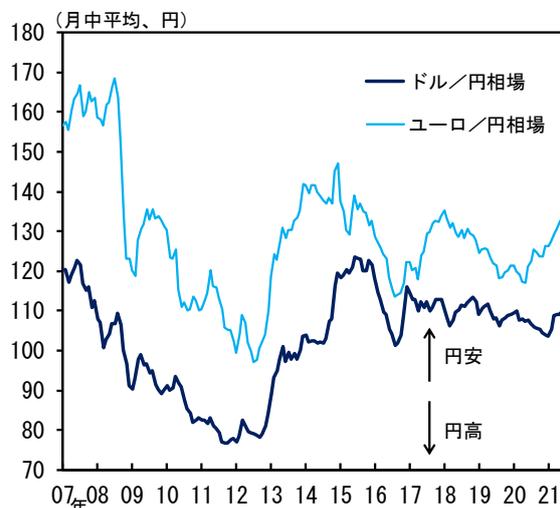
(出所) Bloomberg  
(注) 新興国は、MSCIエマージング（現地通貨建て）を利用。

図表64：主要REIT指数



(出所) Bloomberg

図表65：ドル円・ユーロ円相場



(出所) Bloomberg

## (BOX 1) 米欧における経済活動の再開の世界経済・物価への影響

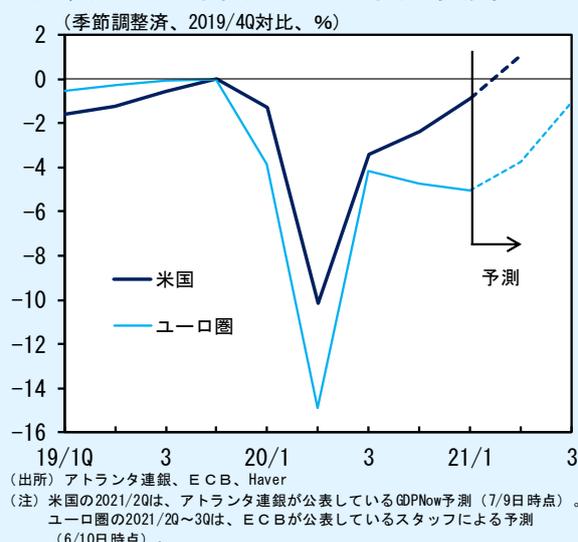
海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している。中でも、米欧では、ワクチン接種が進むもとの、経済活動の再開が進展しており、成長率を高めてきている。本BOXでは、こうした米欧における経済活動再開の動きとその世界経済・物価に及ぼす影響を整理する。

まず、実質 GDP の動きをみると、米国では1～3月に続き、4～6月も高めの成長を実現し、新型コロナウイルス感染症拡大前の水準を上回るとみられている。欧州でも、米国にやや遅れる形で、夏場にかけて成長率を高めていくとの見方が多い(図表 B1-1)。この背景には、ワクチン接種が進むもとの、公衆衛生上の措置が段階的に解除されていることがある。こうしたもとの、経済活動の再開が進展しており、これまで抑制されてきた対面型サービス業でも持ち直しの動きが明確化している(図表 B1-2)。また、米国では、既往の大規模な経済対策も、個人消費の増加などを後押ししていると思われる。

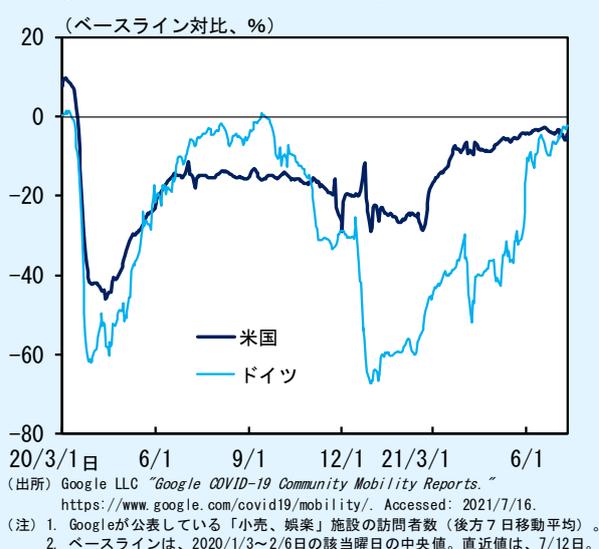
こうした米欧経済の改善は、貿易チャンネルを介して、世界経済を押し上げる方向に作用している。地域別にみると、中国では、輸出・生産が堅調な増加を続けているほか、中国以外の新興国をみても、多くの国・地域で、輸出は感染症拡大前の水準を明確に上回っている(図表 B1-3)。NIEs・ASEAN ではIT 関連財の輸出増加が続いているほか、ラ米等では、鉱物や食料品が輸出を牽引している。

先行きについてみると、当面、米国や欧州経済は、経済活動の再開が更に進むもとの、高めの成長を続けると見込まれる。中国経済も民間部門が

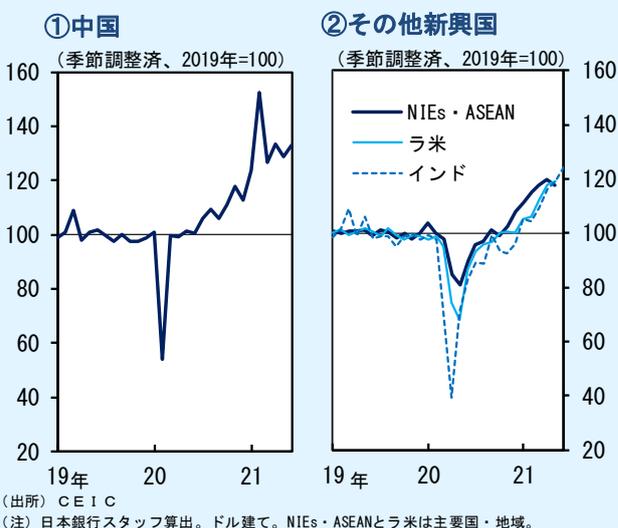
図表B1-1：米国とユーロ圏の実質GDP



図表B1-2：米国と欧州の移動状況



図表B1-3：主要新興国・地域の名目輸出



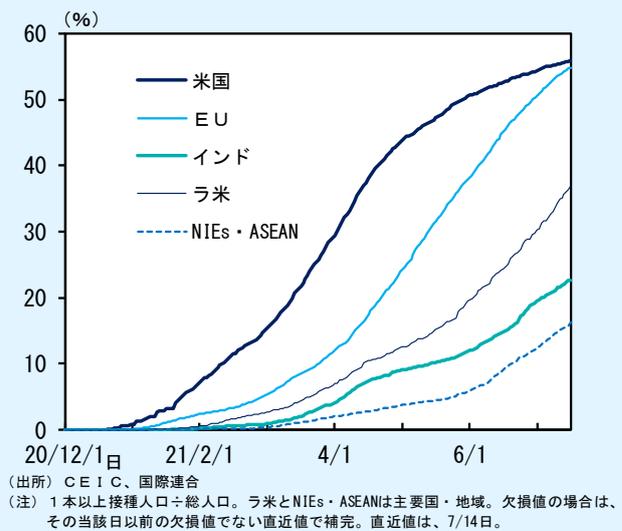
主導する安定した成長経路に復していくとみられ、世界経済は、先進国や中国が牽引する形で、回復を続けていくと考えられる。

もっとも、こうした世界経済の中心的な見通しは、引き続き、不確実性を伴うと考えられる。

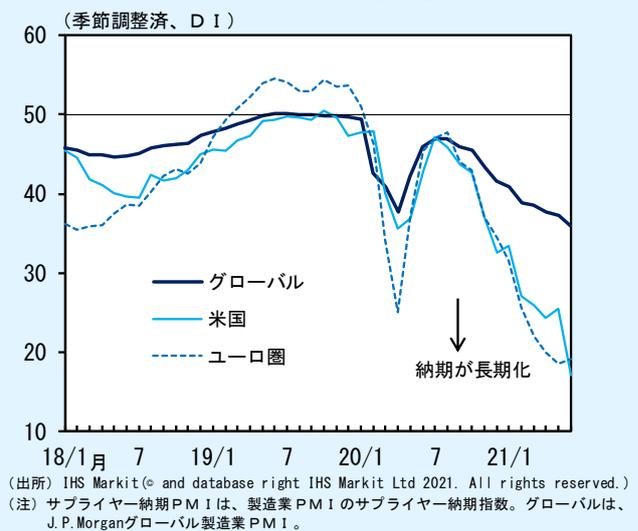
第1に、グローバルにみたワクチンの接種ペースや感染症の帰趨を巡っては、不透明感が拭えない。新興国の中には接種が遅れている先もみられ、そうした先を中心に、感染が再拡大するリスクがある(図表B1-4)。また、ワクチン接種が進んでいる先進国でも、変異株の感染拡大などにより経済活動の再開が遅れる可能性もある。

第2に、米欧で急速に経済活動の再開が進むも、財・労働市場の一部で供給制約が生じており、その解消が遅れば、世界経済の成長を抑制したり、物価の上押し圧力となる可能性もある。サーベイ調査によると、企業の入荷遅延を指摘する声は、原材料の生産不足や物流面の制約から、米欧を中心に大幅に増加している(図表B1-5)。また、対面型サービス業の営業再開等に伴い急速に求人が増加している米国では、失業率がなお高水準にあるも、人材確保が困難との指摘が増加している(図表B1-6)。これらの制約は急速な経済活動の再開に伴う摩擦的な事象であるとみられ、生産体制等の再整備や、感染症への警戒感の薄まり等による労働者の市場復帰に伴い、次第に解消していく可能性が高い。もっとも、感染症からの経済活動の再開は、近年では例をみない事態であり、供給制約が長引いたり、その物価への影響が強まったりすることがないかは注視していく必要がある。また、こうした供給制約の先行きや、その経済・物価への影響についての見方の変化が、国際金融市場や国際商品市況に及ぼす影響についても注意が必要である。

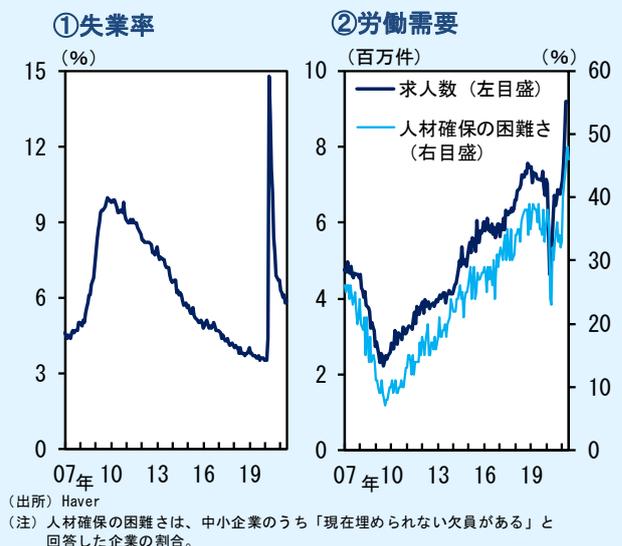
図表B1-4：主要国・地域のワクチン接種率



図表B1-5：サプライヤー納期PMI



図表B1-6：米国の労働市場

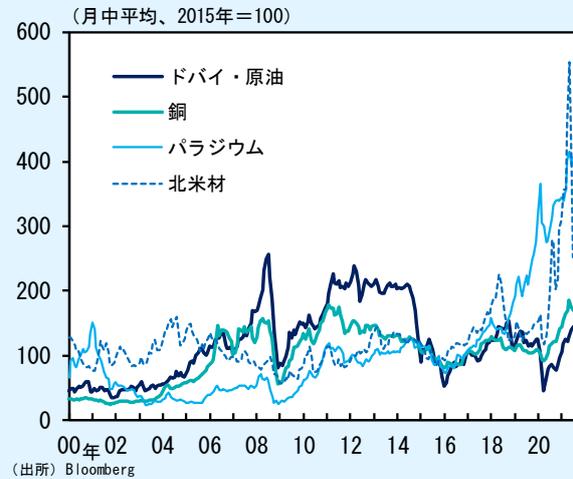


## (BOX 2) 国際商品市況の上昇が企業収益に及ぼす影響

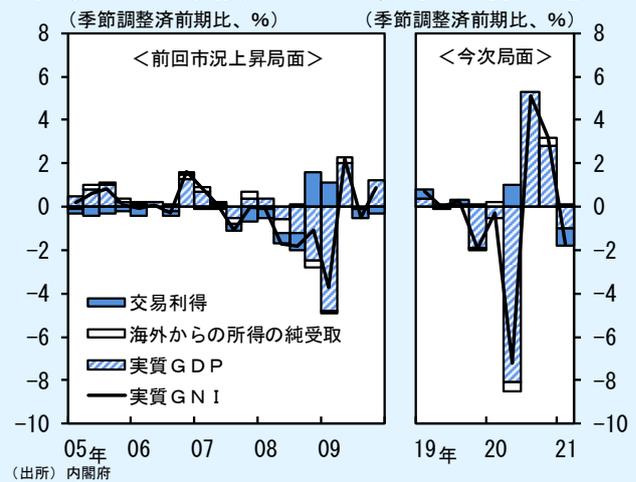
このところ、国際商品市況が大きく上昇している（図表 B2-1）。上昇している品目は多岐にわたるが、仔細にみると、わが国の素原料輸入の多くを占める原油は、今のところ、リーマン・ショック直前にかけて市況が大きく上昇した、いわゆる「スーパーサイクル」の末期のような高水準には達していない。一方、今次局面では、銅や木材、一部の貴金属など、原油以外の商品価格がとくに大きく上昇している点が特徴的である。本 BOX では、こうした国際商品市況の上昇が、企業収益を起点にわが国経済に及ぼす影響について、業種別・規模別にみた不均一性も含めて分析や考察を提示する。

今次局面における国際商品市況の上昇は、基本的には、グローバル需要の急激な増加に供給が追いついていないことから生じている。具体的には、①先行して回復してきた中国の需要に加え、海外先進国におけるワクチン接種と米国を中心とする財政刺激策、さらには感染症を契機としたデジタル化の加速を背景に、このところのグローバルな財需要の回復ペースが大方の企業の事前予想を上回っており、急増する需要に対して実際の供給が短期的には追いつかない状況が発生していると考えられる。それに加え、②一部の商品では、自動車の電動化や環境規制に伴い、需要の中長期的な増加トレンドが市場で意識されていることも、価格上昇に拍車をかけている。その例としては、電気自動車（EV）向けの部品需要が増大している銅や、排ガス浄化触媒に用いられるパラジウム、ロジウムなど一部の貴金属が挙げられる。さらに、③感染症下でなおも続く各国の行動制限やコンテナ不足、突発的な停電・火災等の事故による供給量の直接的な減少も作用している。

図表B2-1：国際商品市況



図表B2-2：実質GNI成長率の局面比較



国際商品市況の上昇が企業収益を起点に、わが国経済に及ぼす影響は、その背後にあるメカニズムによって大きく異なり得る。とりわけ、現局面のように市況上昇の背後に海外経済の回復がある場合には、わが国経済への影響についても、外需と交易条件（輸出物価と輸入物価の比率）、双方の経路からの影響を考慮する必要がある。すなわち、国際商品市況の上昇が、海外経済の拡大を伴う正の「需要ショック」に起因する側面が大きければ、わが国にとって、輸出が増加する一方、交易条件は悪化するという、相反する影響をもたらす。一方、国際商品市況の上昇が、例えば1970年代の第一次・第二次オイルショックのような「供給ショック」によって主に引き起こされている場合は、資源輸入国から資源産出国への所得移転という側面が強くなるため、交易条件の悪化による所得減少の影響がより大きく現れる。

こうしたグローバルな相対価格の変化によるわが国と海外の間の実質的な所得移転の影響を確認するには、実質GNIという指標が有用である<sup>22</sup>。前述した「スーパーサイクル」期、2005～08年頃の市況上昇局面では、原油を中心とした市況上昇から交易利得が減少し、実質GDP対比で実質GNIが弱めの動きとなっていた(図表B2-2)<sup>23</sup>。今次局面でも、国際商品市況の上昇に伴う交易利得の悪化がみられ始めている。もっとも、今次局面における国際商品市況の上昇は、米国や中国、NIEsといったわが国の輸出ウエイトの大きい国・地域の景気回復によってもたらされている面が強いため、基本的には、輸出の増加の影響が、

<sup>22</sup> 実質GNI（国民総所得）は、国民（居住者）が国内外から受取った所得の総計を示す概念。実質GNI = 実質GDP + 交易利得 + 海外からの所得の純受取。

<sup>23</sup> 交易利得は、交易条件の変化に伴う実質所得の変化を表す概念。交易利得 = (名目純輸出 / 輸出・輸入デフレターの加重平均) - 実質純輸出。

図表B2-3：国際商品市況と景気先行指数

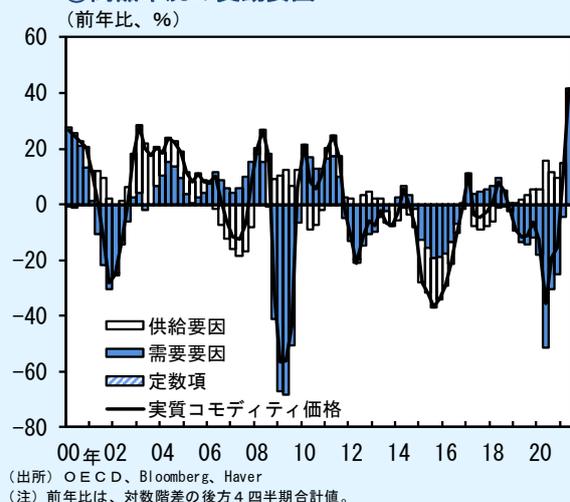


図表B2-4：商品市況の変動の要因分析

①分析手法

- ・ OECD景気先行指数、実質コモディティ価格（CRB指数を米国CPIで実質化、対数階差）の2変数VARを推計（ラグは2期、推計期間は、1994/4Q～2021/1Q）。
- ・ 下記の符号制約を課して需要ショック・供給ショックを識別：
  - 需要増ショック：景気先行指数・実質コモディティ価格がともにプラスの応答
  - 供給増ショック：景気先行指数がプラス・実質コモディティ価格がマイナスの応答

②商品市況の変動要因

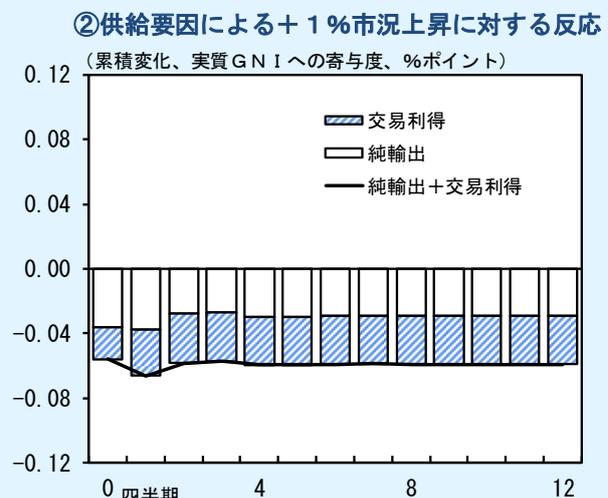
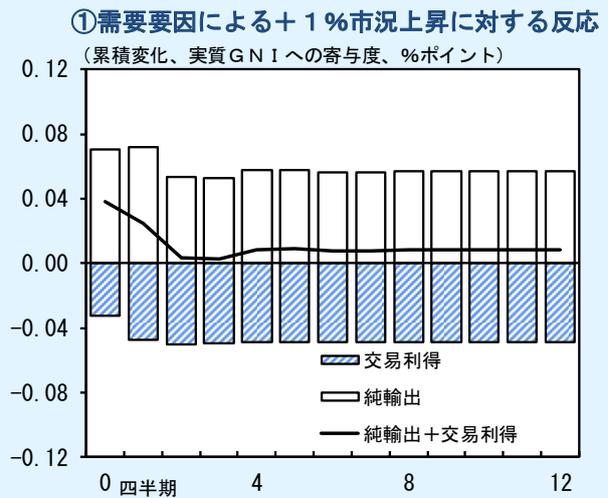


交易利得悪化の影響を上回り、ネットでみればわが国経済全体にはプラスの影響を及ぼすと考えられる。今回の中心的な見通しにおいても、足もとまでの国際商品市況の上昇によって、当面の交易利得にマイナス効果が生じるものの、輸出の増加とその設備投資などへの波及も含めたプラス効果がそれを上回るという考え方を基本としている。以下では、そうした考え方の背後にある実証分析結果を紹介する。

まず、国際商品市況の変動要因とその影響を実証的に確認するため、世界経済の活動水準を表すOECD景気先行指数と、国際商品市況の代表的な指標であるCRB指数の2変数から成る、シンプルな符号制約付きVAR (sign-restricted VAR) モデルを推計した(図表B2-3、B2-4)。具体的には、国際商品市況の変動について、①世界経済の拡大に起因する需要ショックと、②一次産品固有の供給力の変動に起因する供給ショックを識別したうえで、その要因分解を行うと、昨年春以降の世界的な感染症流行の初期には、各国における公衆衛生上の措置などを背景に、需要要因が商品価格を押し下げる要因となる一方、供給要因は商品価格を押し上げる要因となっていた。しかし、足もとにかけては、そうした供給要因に代わって需要要因が大幅なプラス要因に転じていることを確認できる。

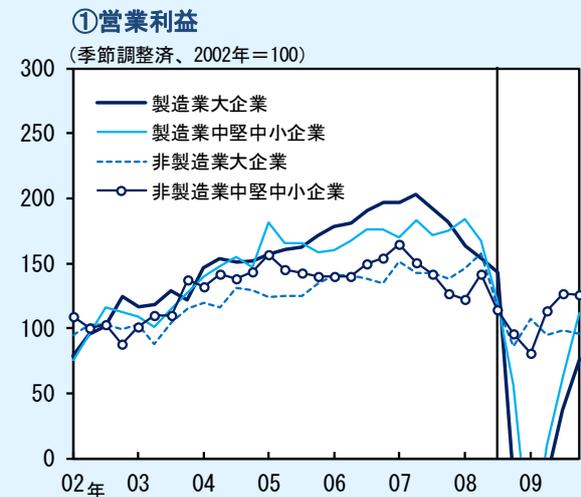
次に、上述の符号制約付きVARで識別された需要ショックと供給ショックを用いて、それぞれのショックに対するわが国の純輸出と交易利得の反応を推計すると(図表B2-5)、正の需要ショックが発生した場合、純輸出のプラス寄与が交易利得のマイナス寄与を上回り、実質GNIに対しネットでプラスに作用することを確認できる。一方、供給ショックによる国際商品市況の上昇は、資源

図表B2-5：商品市況上昇と純輸出・交易利得



(出所) 内閣府、OECD、Bloomberg、Haver  
(注) 純輸出および交易利得(実質GNI前期比に対する寄与度)を、自己ラグ(2期)と需要ショック・供給ショックに回帰し、ショックに対する反応を計測。需要ショック・供給ショックは、前掲図表B2-4で識別された実質コモディティ価格に対するショックを利用。推計期間は、1994/4Q~2021/1Q。

図表B2-6：過去の市況上昇局面の動向

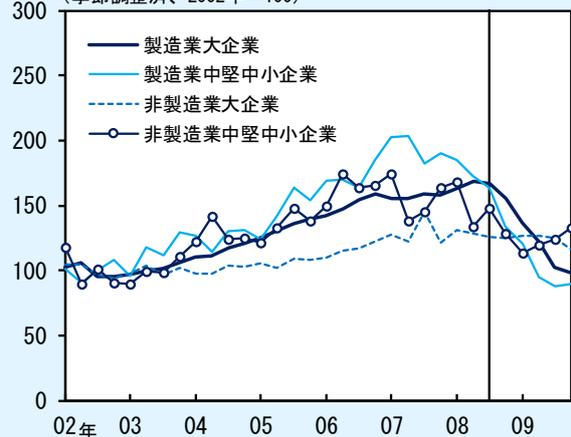


輸入国が多い先進国などの景気減速を通じてわが国の輸出の減少をもたらすうえ、交易利得の悪化にもつながることから、双方のチャネルを通じて景気にはっきりとした負の影響をもたらすことがわかる。なお、ここでの分析は、国際商品市況変動が輸出と交易利得に与える一次的効果にのみ着目しているが、実際には、それらが設備投資等の国内需要に波及する二次的効果を通じて、経済全体への影響も増幅されることになる。以上で示されたように、足もとみられる商品市況の上昇は、基本的には需要ショックの影響が大きく、わが国経済に対してはネットでプラスの影響をもたらすと考えられる。

ただし、上記の分析に関しては、いくつかの留意点がある。まず、商品市況上昇の基本的な背景が正の需要ショックである場合でも、市場参加者の期待の行き過ぎなどから、ファンダメンタルな需給環境を超えて、商品市況が高騰することはあり得る。そうした局面での商品市況の追加的な上昇は、供給ショックと同様、わが国に交易条件悪化によるマイナスの影響をより強く及ぼす可能性がある。また、以上で確認した国際商品市況上昇の影響は、業種別・規模別にみると、それぞれのセクターにおける投入・産出構造や価格転嫁力の違いを反映して、かなり不均一になると考えられる。実際、本BOXで何度か言及している2000年代半ば頃からリーマン・ショック直前までの局面における、わが国の業種別・規模別の企業収益や設備投資をみると(図表B2-6)、製造業・大企業の設備投資はリーマン・ショックまでは堅調に推移していたのに対して、非製造業・中堅中小企業の収益や設備投資は、交易条件悪化の影響を受けて、リーマン・ショック前の2006~07年から既に弱い動きを見せ始めていた。

## ②設備投資

(季節調整済、2002年=100)

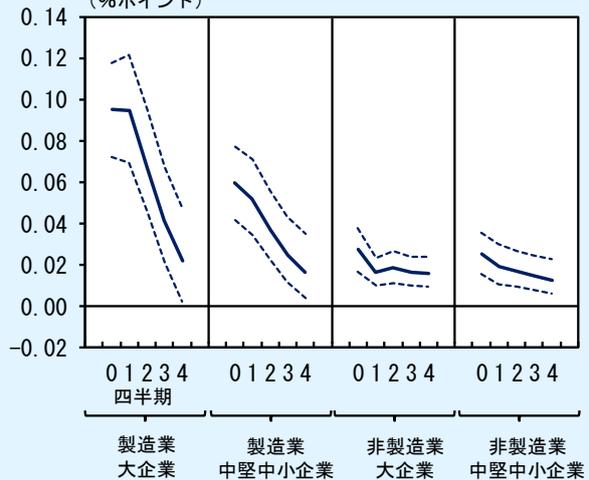


(出所) 財務省

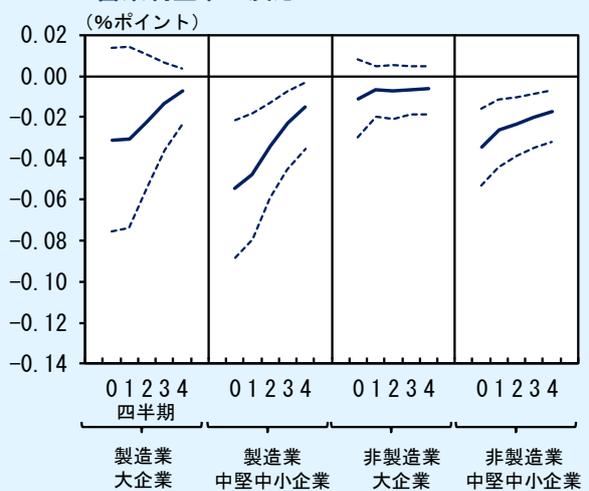
(注) 法人季報ベース。大企業は資本金10億円以上、中堅中小企業は資本金1,000万円以上10億円未満。金融業、保険業を除く。設備投資はソフトウェア投資額を除き、2004/2Q以降は物品賃貸業を、2004/1Q以前は事業所サービス業を除く。2009/2Q以降の営業利益は、純粋持株会社を除く。縦線は、2008/3Q。

## 図表B2-7：商品市況上昇と企業収益

### ①需要要因による+1%市況上昇に対する営業利益率の反応 (%ポイント)



### ②供給要因による+1%市況上昇に対する営業利益率の反応 (%ポイント)



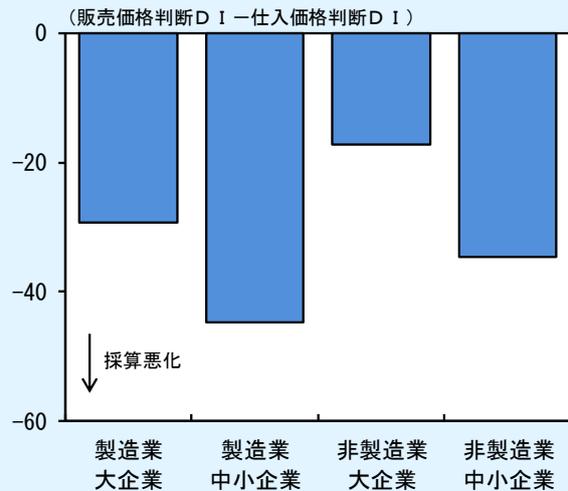
(出所) 財務省、OECD、Bloomberg、Haver

(注) 売上高営業利益率(法人季報ベース)を、自己ラグ(2期)と需要ショック・供給ショックに回帰し、ショックに対する反応を計測。需要ショック・供給ショックは、前掲図表B2-4で識別された実質コモディティ価格に対するショックを利用。推計期間は、1994/4Q~2021/1Q。点線は、95%信頼区間(ブートストラップ法により算出)。

業種別・規模別の影響をより精緻に実証するため、上記で識別した需要ショックと供給ショックに対する業種別・規模別の売上高営業利益率の反応を推計した（図表 B2-7）。推計結果をみると、正の需要ショックの場合、輸出増加の恩恵を受けやすい製造業、とくに製造業・大企業は利益率へのプラスの影響が大きくなる一方、内需型産業の多い非製造業ではプラスの影響は小さくなる。供給ショックによる価格上昇の場合は、いずれのセクターの利益率も押し下げられるが、とりわけ製造業、非製造業ともに中小企業の利益率へのマイナスの影響が大きくなることを確認できる。中小企業においては、競争環境の厳しさなどから、大企業に比べて製商品価格へのコスト転嫁力が弱い点も、こうしたセクター間のばらつきに影響していると考えられる（図表 B2-8）。感染症下では、背景説明で記述しているように、製造業の収益回復が比較的早かった一方、対面型サービス業を中心に非製造業の収益回復が遅れている。先行き感染症の影響の収束に伴い、そうした部門間の収益格差も縮小に向かうことが期待される一方、商品市況上昇の面から収益格差が拡大し得る点も、念頭に置いておく必要がある。

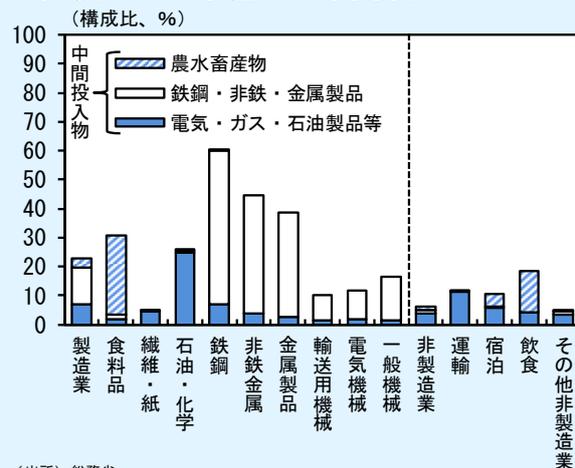
なお、今次局面では、銅や木材といった原油以外の商品価格の上昇幅がより大きい点が特徴であることを踏まえれば、さらに個別業種のレベルに降りた場合、業種間の中間投入ウエイト構造の違いなどを反映して（図表 B2-9）、原油高が中心であった従来の市況上昇局面とは異なる影響が現れる可能性もある。国際商品市況の上昇の影響については、企業ヒアリング情報も含め、業種別・規模別にきめ細かくフォローしていく必要がある。

図表B2-8：仕入価格上昇局面での採算性



(出所) 日本銀行  
(注) 短観ベース。仕入価格判断D I (全産業全規模) が2000/10~2021/2Qの平均を上回った期間における平均値。

図表B2-9：業種別の中間投入ウエイト



(出所) 総務省  
(注) 2015年産業連関表の各中間投入金額を国内生産額で割り込んで算出。電気・ガス・石油製品等は石炭・原油・天然ガス、石油製品、石炭製品、電力、都市ガス、熱供給。

### (BOX 3) 最近の国際商品市況と国内物価動向

本BOXでは、最近の国際商品市況の上昇が国内の物価動向に及ぼす影響について、生産者段階の物価動向をやや詳しく説明する。また、消費者段階の物価動向との関係についても、基本的な考え方を整理する。

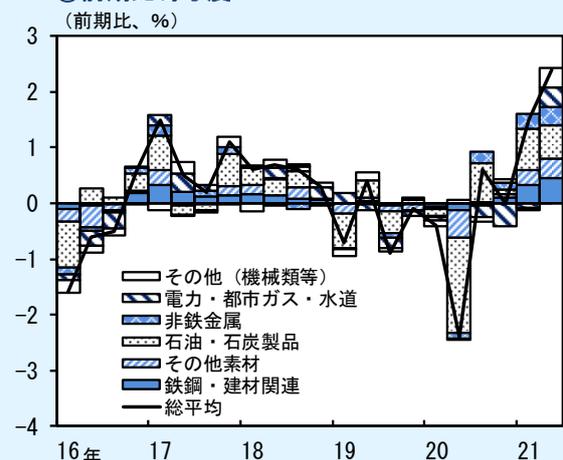
まず、財に関する生産者段階の物価指数である、わが国の国内企業物価指数をみると、このところ急速な上昇を示しており、本年4～6月は、前期比でみると、2000年代の「スーパーサイクル」末期である2008年7～9月以来の高い伸び率となっている(図表B3-1)。前期比の内訳をみると、足もとでは、原油市況を反映して、ガソリン等の「石油・石炭製品」が上昇しているだけでなく、最近の特徴である原油以外の商品(鉄鉱石・鉄スクラップ、木材、銅)と関係が深い「鉄鋼・建材関連」や「非鉄金属」、「その他素材」も、ここに来て、はっきりと伸びを高めている。

これに関連して短観の価格判断DIをみると(図表B3-2)、化学や鉄鋼、非鉄金属といった素材業種では、投入コスト上昇を反映して、仕入価格判断DIは上昇しているが、これら業種では、仕入価格上昇の一定割合を販売価格に転嫁する慣行(価格フォーミュラ)が定着していること、また、川上・川中の流通段階を中心に需給がひっ迫していることもあって、販売価格判断DIも相応に上昇している。こうした動きは、上述の国内企業物価における「鉄鋼・建材関連」や「非鉄金属」等の最近の上昇とも整合的となっている。一方、輸送用機械や電気機械、はん用・生産用・業務用機械などの加工業種では、仕入価格判断DIの上昇との対比で、販売価格判断DIの上昇は限定的となっている。実際、国内企業物価の内訳をみて

図表B3-1：国内企業物価指数



②前期比寄与度



(出所) 日本銀行  
(注) 消費税率引き上げおよび夏季電力料金の影響を調整したベース。

図表B3-2：販売・仕入価格判断(短観)

①素材業種



も、加工業種が多く含まれる機械類の上昇は、小幅なものにとどまっており、中間投入コストの販売価格への転嫁はさほど進んでいないとみられる。

以上のように、わが国の国内企業物価は、国際商品市況の上昇を受けて、業種間のばらつきを伴いつつ、上昇率を高めてきている。もっとも、その上昇幅は、これまでのところ、米国と比べるとかなり小さく、欧州対比でも幾分小さい(図表 B3-3)。米欧では、BOX 1 で説明したとおり、製造業 PMI の「入荷遅延指数<sup>24</sup>」がはっきりと上昇するなど、製品需給の逼迫とコンテナ不足等による物流の停滞が重なり、財の入荷に深刻な遅れが生じるもとの、生産者物価が大幅に上昇している。この点、日米欧の「入荷遅延指数」と、同じく製造業 PMI の「製品価格指数」を見比べてみると(図表 B3-4)、米欧では入荷遅延指数の悪化とともに製品価格指数が顕著な上昇を示しており、市況上昇に伴うコスト転嫁の動きに加え、需給引き締まりを眺めた企業による販売価格引き上げが、ここにきて急速に広がっている様子が窺われる。一方、わが国でも入荷遅延指数と製品価格指数はともに上昇しているが、足もとの上昇幅は、いずれの指数も、米欧と比べ限定的なものにとどまっている。こうした動きの違いを踏まえると、わが国でも、生産者物価段階のインフレ圧力は、当面、米欧と同様に高まっていくとみられるが、そのマグニチュードは、米欧と比べれば、幾分マイルドなものにとどまる可能性が高い。

わが国の製品価格指数の上昇幅が相対的に小さい点については、本邦企業が、自社製品の需要超過に対して、少なくとも短期的には製品価格の引き上げではなく、価格を据え置いたままの数量割

<sup>24</sup> ここでは、PMI の「サプライヤー納期指数」の公表値を 100 から引いた値を「入荷遅延指数」として使用している。

## ②加工業種

(「上昇」-「下落」、D I、%ポイント)



(出所) 日本銀行

(注) 全規模ベース。

図表B3-3：生産者段階の物価動向

(前年比、%)



(出所) 日本銀行、BLS、Eurostat

(注) 日本は国内企業物価指数の総平均(消費税率引き上げの影響を調整したベース)、米国は生産者物価指数の最終需要財、ユーロ圏は生産者物価指数の鉱工業(除く建設・下水処理・廃棄物管理・浄化活動)。

図表B3-4：入荷遅延と製品価格 (PMI)

## ①米国

(季節調整済、D I)



当によって調整しようとする姿勢が強い点も影響している可能性がある。実際、入荷遅延指数と製品価格指数の相関係数を日米欧で比較すると、わが国では、米欧よりも明確に低くなっており、入荷の遅れが販売価格の速やかな引き上げにはつながりにくい傾向がみられる（図表 B3-5）。

とはいえ、こうした企業の川上・川中段階での物価上昇は、コスト面から、川下や消費者段階での物価上昇圧力につながり得る。幅広い品目を包含した川上のコスト圧力を計測するため、各産業に投入される財や運輸関連のサービスを輸入物価・国内企業物価等と紐付け、産業ごとの投入ウエイトを用いて加重平均した「中間投入コスト指数」を試算してみると、足もとはっきりと上昇してきていることが分かる（図表 B3-6）。実際には、消費者物価指数のうち、エネルギー価格（ガソリン・灯油など石油製品の価格、電気代・都市ガス代）については、一定のフォーミュラを通じてコスト変動が直接的に反映されやすいため、背景説明でも述べたとおり、少なくともその一次的影響は、当面の消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の上昇要因となる。一方、エネルギー価格上昇の二次的波及効果も含め、川上のコスト上昇がエネルギー以外の消費者物価、すなわち消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）に対してどの程度転嫁されるかは、個人消費を含む内需の力強さや、それを踏まえた小売・サービス企業の価格設定スタンスに大きく依存する。

この点、2000年代の市況上昇の最終局面では、エネルギー価格の上昇を主因に消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、一時的には+2%台半ば近辺まで上昇し、除く生鮮食品・エネルギーのみでも前年比は一時的に+1%を幾分超えていた（図表 B3-7）。もっとも、品目別の価格上昇率分

### ②ユーロ圏

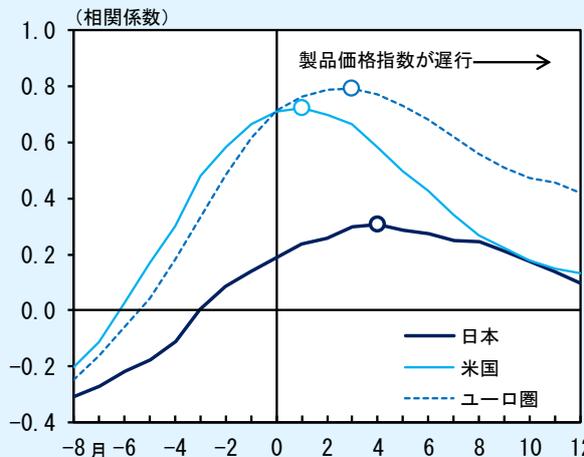


### ③日本



(出所) IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2021. All rights reserved.)  
 (注) 1. 入荷遅延指数=100-サプライヤー納期指数  
 2. 米国、ユーロ圏は、製造業PMI。日本は、auじぶん銀行日本製造業PMI。

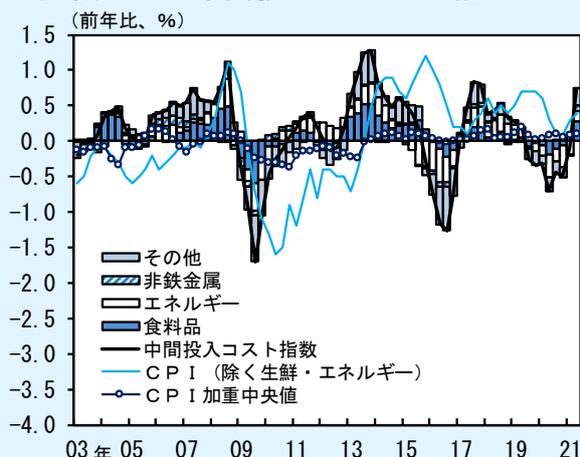
図表B3-5：入荷遅延と製品価格の時差相関



(出所) IHS Markit (© and database right IHS Markit Ltd 2021. All rights reserved.)  
 (注) 1. 相関係数の推計期間は、2007/5月～2021/6月。  
 2. 丸マーカーは、相関係数の最大値。

布をみると、その時点においても、大多数の品目は0%前後の上昇率にとどまっており、原材料比率が高い一部の品目のみが+4~6%と高い上昇率になっていたことが分かる(図表B3-8)。消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみても、当時の刈込平均値は前年比+1%程度、最頻値や加重中央値は同+0.5%未満の上昇率にとどまっていた(前掲図表47)。こうした過去の経験などを踏まえると、川上コストの増加を反映しただけの消費者物価の上昇は、他の品目への拡がりは限られたものとなり、一過性のものにとどまる可能性が高いと考えられる。ただし、当時はその後、リーマン・ショック(世界的な金融危機)の発生により全く別の局面に移行していったため、やや長い目でみた市況上昇の影響については、そこから捉えることが難しい面もある。足もとの商品市況上昇の国内物価面への影響については、当時と現在の外部環境の違いなどを考慮しつつ、引き続き丁寧に状況を追いかけていく必要がある。

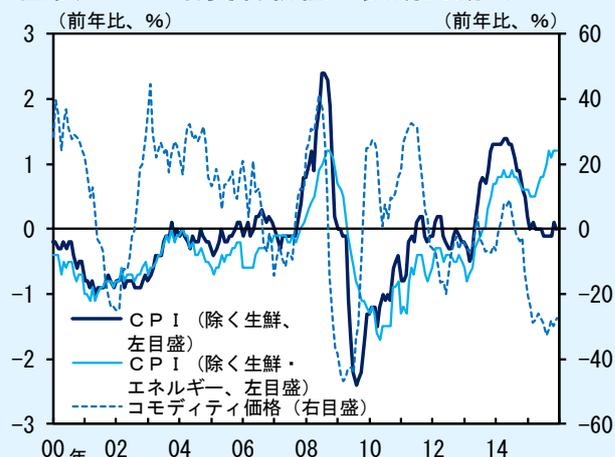
図表B3-6：中間投入コストの動向



(出所) 総務省、日本銀行

(注) CPI (除く生鮮・エネルギー) は、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベル、携帯電話通話料の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。中間投入コスト指数は、2015年産業連関表の各部門の中間投入ウエイトに、CGPIやSPPIの価格データを掛け合わせた上で、消費支出ウエイトで加重平均して算出。2021/20は、4~5月の値。

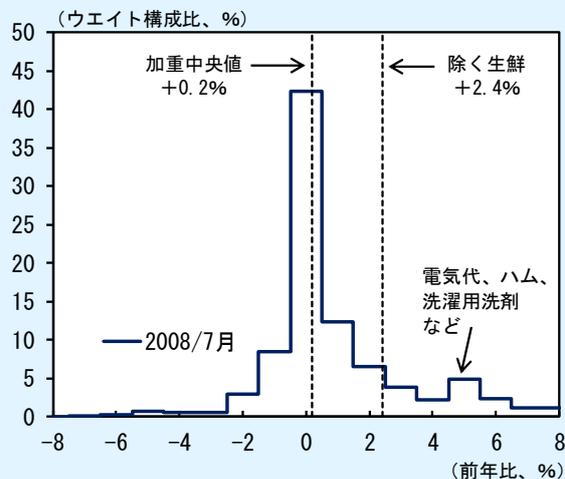
図表B3-7：消費者物価の長期的動向



(出所) 総務省、Bloomberg

(注) コモディティ価格は、CRB指数。CPIは、消費税率引き上げの影響を除くベース。

図表B3-8：品目別価格変動分布



(出所) 総務省

(注) CPI (除く生鮮) を用いて日本銀行スタッフが算出。品目別分布は、1%ポイント刻みのレンジ内に含まれる品目のウエイトを積み上げて算出。

