

経済・物価情勢の展望（2021年10月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、当面は、新型コロナウイルス感染症によるサービス消費への下押しの影響が残るほか、輸出・生産が供給制約により一時的に減速すると見込まれる。もっとも、その後は、ワクチンの普及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。見通し期間の中盤以降は、所得から支出への前向きな循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まるなかで、わが国経済は、ペースを鈍化させつつも潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。
- 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、エネルギー価格の上昇を反映してプラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。その後は、一時的な要因による振れを伴いつつも、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、基調として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、2021年度は輸出や個人消費を中心に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、基準改定の影響を主因に2021年度が下振れている。
- リスク要因としては、引き続き感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。とくに、感染抑制と経済活動の両立が円滑に進むかどうか不確実性が高いほか、一部で見られる供給制約の影響が拡大・長期化するリスクにも留意が必要である。
- 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。

¹ 本基本的見解は、10月27、28日開催の政策委員会・金融政策決定会合で決定されたものである。

1. わが国の経済・物価の現状

わが国の景気は、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、足もとでは一部における供給制約の影響から弱い動きとなっているが、基調として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を続けている。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、感染症への警戒感などからサービス消費を中心に下押し圧力が依然として強いが、足もとでは持ち直しの兆しが窺われる。住宅投資は持ち直している。公共投資は横ばい圏内の動きとなっている。わが国の金融環境は、企業の資金繰りの一部に厳しさが残っているものの、全体として緩和した状態にある。物価面では、消費者物価（除く生鮮食品、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、エネルギー価格などは上昇しており、0%程度となっている。また、予想物価上昇率は、持ち直している。

2. わが国の経済・物価の中心的な見通し

(1) 経済の中心的な見通し

先行きのわが国経済を展望すると、当面は、新型コロナウイルス感染症によるサービス消費への下押しの影響が残るほか、輸出・生産が供給制約により一時的に減速すると見込まれる。もっとも、その後は、ワクチンの普及などに伴い感染症の影響が徐々に和らいでいくもとの、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、回復していくとみられる。企業部門では、堅調な海外需要を受けた輸出や生産の増加が収益の改善等を通じて設備投資の増加につながるという、前向きな循環メカニズムが働き続けると見込まれる。家計部門では、ワクチンの普及などにより、感染抑制と消費活動の両立が進むもとの、対面型サービスへの下押し圧力は徐々に和らぎ、個人消費全体も再び持ち直していく可能性が高い。以上のように、改善の動きが企業部門から家計部門へと広がっていくもとの、経済全体の回復傾向は明確になっていくと

予想される。

見通し期間の中盤以降は、内外のペントアップ需要の一巡などから成長ペースはやや鈍化するものの、緩和的な金融環境などが下支えとなり、所得から支出への前向きの循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まっていくことから、潜在成長率を上回る成長が続くと考えられる。

以上の見通しを、やや詳しくみると、海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつも、感染症の影響が徐々に和らいでいくもとので、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。こうしたもとので、わが国の財の輸出は、当面は、自動車関連を中心に供給制約の影響から一時的に減速するものの、基調としては、デジタル関連を中心としたグローバル需要の堅調な拡大を背景に、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、国際商品市況の上昇を受けた交易条件の悪化や供給制約の影響を受けつつも、内外需要の回復を背景に改善基調が続くとみられる。そうしたもとので、設備投資は、対面型サービス部門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、感染症への警戒感などが重石となるものの、ワクチンの普及などにより感染抑制と消費活動の両立が進むもとので、サービス等のペントアップ需要の顕在化もあって、再び持ち直していくとみられる。その後は、感染症の影響が徐々に収束していくもとので、雇用者所得の改善にも支えられて、増加基調が明確になっていくと考えられる。雇用者所得は、内外需要の回復に伴う雇用者数の増加や、人手不足感の強い業種における賃金上昇を反映して、緩やかに増加していくと考えられる。

公共投資は、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、本年度にはつきりと増加するが、その後は、水準を切り下げると予想される。

この間、潜在成長率は、デジタル化の進展による生産性の上昇や、設備投資の増加による資本ストックの伸びの高まりなどを背景に、緩やかに上昇してい

くとみられる²。政府によるポストコロナに向けた経済構造の転換のための施策や緩和的な金融環境は、こうした動きを後押しすると考えられる。

(2) 物価の中心的な見通し

消費者物価の前年比は、当面、プラス幅を緩やかに拡大していくと予想される。すなわち、携帯電話通信料の下落が、引き続き大きめの下押し要因として作用するものの、原油価格上昇を受けたエネルギー価格の上昇を主因に、昨年のG o T oトラベル事業による宿泊料下落の反動もあって、本年末頃にかけてプラス幅を拡大していくとみられる。この間、各種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、これまで同様、底堅い動きを示し、プラス幅の緩やかな拡大を続けると予想される。

その後は、エネルギー価格の上昇率の鈍化や宿泊料の反動一巡、携帯電話通信料の下落一服といった一時的な要因による振れを伴いつつも、基調としては、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、徐々に上昇率を高めていくと予想される。労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップをみると、足もとではマイナス圏で推移しているが、先行きは、潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとでプラスに転じ、見通し期間の中盤以降はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとで、家計の値上げ許容度は賃金上昇率の高まりなどを反映して緩やかに改善するほか、企業の価格設定スタンスも徐々に積極化することから、コスト転嫁と価格引き上げの動きが広がっていくとみられる。また、こうした現実の物価上昇率の高まりは、適合的期待形成を通じて、家計や企業の中長期的な予想物価上昇率の上昇につながり、さらなる物価上昇を後押しし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

² わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もと「0%程度ないし若干のプラス」と計算される。ただし、潜在成長率は、推計手法や今後蓄積されていくデータにも左右されるものであることに加え、今次局面では、感染症の影響によって生産性や労働供給のトレンドがどのように変化するか不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

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、企業の資金繰りは、経済の持ち直しなどに伴い全体として改善しているが、感染症の影響により売上の低迷が続く業種や中小企業を中心になお厳しさが残っている。銀行借入やCP・社債発行といった外部資金の調達環境も、緩和的な状態が維持されている。先行きも、金融システムの安定性が維持されるもとで、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続き、民間需要の増加を後押ししていくと考えている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対する上振れないし下振れの可能性(リスク要因)として、以下の点に注意が必要である。

第1に、新型コロナウイルス感染症が消費活動に及ぼす影響である。感染症の動向やその経済への影響、とくに人々の感染症への警戒感とそのもとでの消費行動については、不確実性が大きい。感染力の強い変異株の流行などによって、人々の感染症への警戒感が根強く残る場合、経済が下振れるリスクがある。一方で、ワクチンや治療薬の普及により、感染が抑制されるとともに、感染症への警戒感も大きく後退すれば、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。

第2に、供給制約の影響である。米国をはじめとする先進国の急速な景気回復や、アジア地域における感染再拡大の影響などから、半導体不足や海上輸送などの物流の停滞、サプライチェーン障害による部品調達難といった供給制約がグローバルにみられている。感染症の影響が和らぐにつれて、需要の偏りや生産・流通面でのボトルネックも解消に向かうとみられるが、供給制約の影響が想定以上に長引いたり拡大したりする場合には、見通し期間の前半を中心に

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。

経済が一段と下振れるリスクがある。

第3に、海外経済の動向である。海外経済の成長率は、各国の経済正常化の進展や、先進国の景気刺激策の一巡などに伴って、見通し期間終盤にかけて徐々に減速していくとみられる。ただし、国際金融市場において、一部新興国・業種における企業の債務問題や先進国の金融緩和縮小に向けた動きが意識されることで、グローバルな金融環境が想定以上に引き締まると、新興国を中心に海外経済が下振れるリスクがある。一方、各国の家計部門では、感染拡大時の行動制限を受けて、貯蓄が大幅に積み上がっているなか、その取り崩しが急速に進むことなどを通じて、海外経済が消費活動を中心に上振れるリスクもある。

第4に、やや長い目で見たリスク要因として、企業や家計の中長期的な成長期待がある。ポストコロナに向けた経済構造・働き方の変化や、一層のデジタル化、気候変動問題への対応などの進展が予想されるなかで、企業や家計の中長期的な成長期待にどのような影響が及ぶのかは、上下双方向に不確実性がある。

(2) 物価のリスク要因

以上の経済のリスク要因が顕在化した場合には、物価にも相応の影響が及ぶと考えられる。このほか、物価固有のリスク要因としては、以下の2つに注意が必要である。

第1に、企業の価格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、マクロ的な需給ギャップの改善が続くことで、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、最終需要に近い川下・消費段階を中心にコスト上昇の販売価格への転嫁が進まないリスクなど、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、今後の為替相場の変動や国際商品市況の動向、およびその輸入物価や国内価格への波及は、上振れ・下振れ双方の要因となる。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、マクロ的な需給ギャップの改善や中長期的な予想物価上昇率の高まりなどを背景に、「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。

次に、第2の柱、すなわち金融政策運営の観点から重視すべきリスクについて点検する。リスク要因としては、引き続き感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。とくに、感染抑制と経済活動の両立が円滑に進むかどうか不確実性が高いほか、一部で見られる供給制約の影響が拡大・長期化するリスクにも留意が必要である。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。金融面について、引き続き資産市場や金融機関の与信活動には過熱感はみられていない。わが国の金融システムは、感染症が国内外の経済・金融面に大きな影響を及ぼすもとでも、全体として安定性を維持している。また、先行き、感染症が再拡大するなどの状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどから、全体として相応の頑健性を有している。より長期的な視点から金融面の不均衡について点検すると、低金利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、これらのリスクは大きくないと判断しているが、先行きの動向を注視していく必要がある⁵。

金融政策運営については、2%の「物価安定の目標」の実現を目指し、これを安定的に持続するために必要な時点まで、「長短金利操作付き量的・質的金

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。

⁵ 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2021年10月）を参照。

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	+3.0 ~ +3.6 <+3.4>	0.0 ~ +0.2 <0.0>
7月時点の見通し	+3.5 ~ +4.0 <+3.8>	+0.3 ~ +0.6 <+0.6>
2022 年度	+2.7 ~ +3.0 <+2.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
7月時点の見通し	+2.6 ~ +2.9 <+2.7>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
2023 年度	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>	+0.9 ~ +1.2 <+1.0>
7月時点の見通し	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>	+0.9 ~ +1.1 <+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。

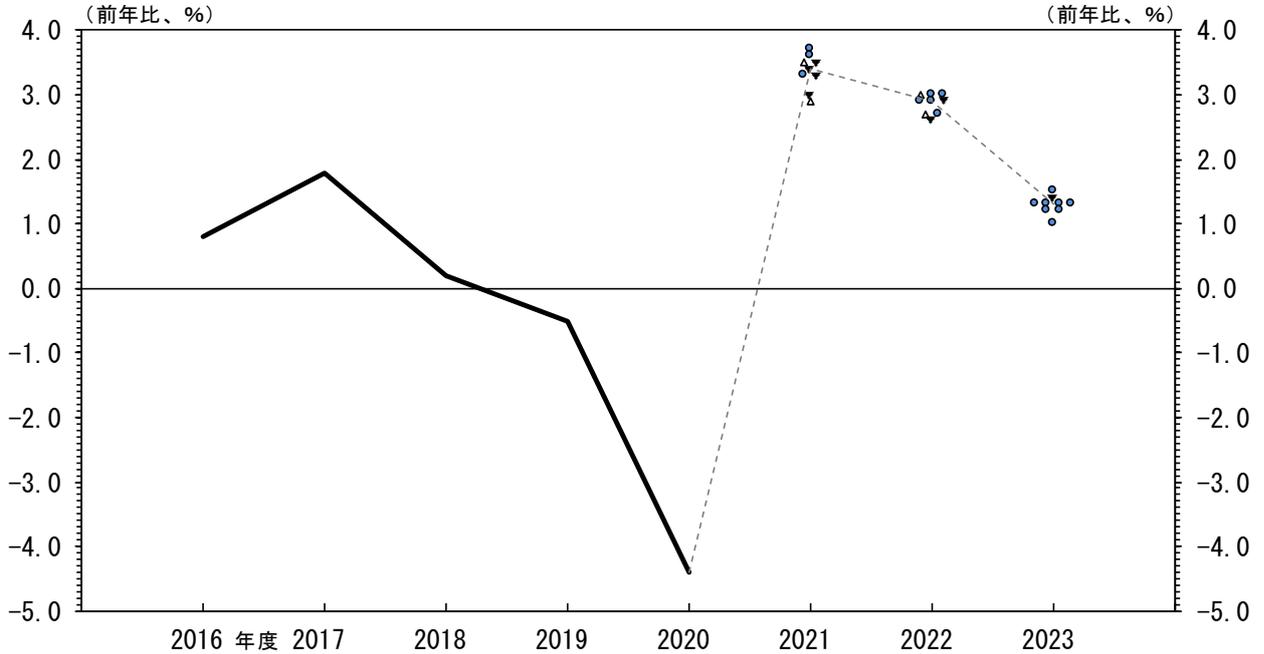
(注2) 各政策委員は、既に決定した政策を前提として、また先行きの政策運営については市場の織り込みを参考にして、上記の見通しを作成している。

(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、▲1.1%ポイント程度となる。

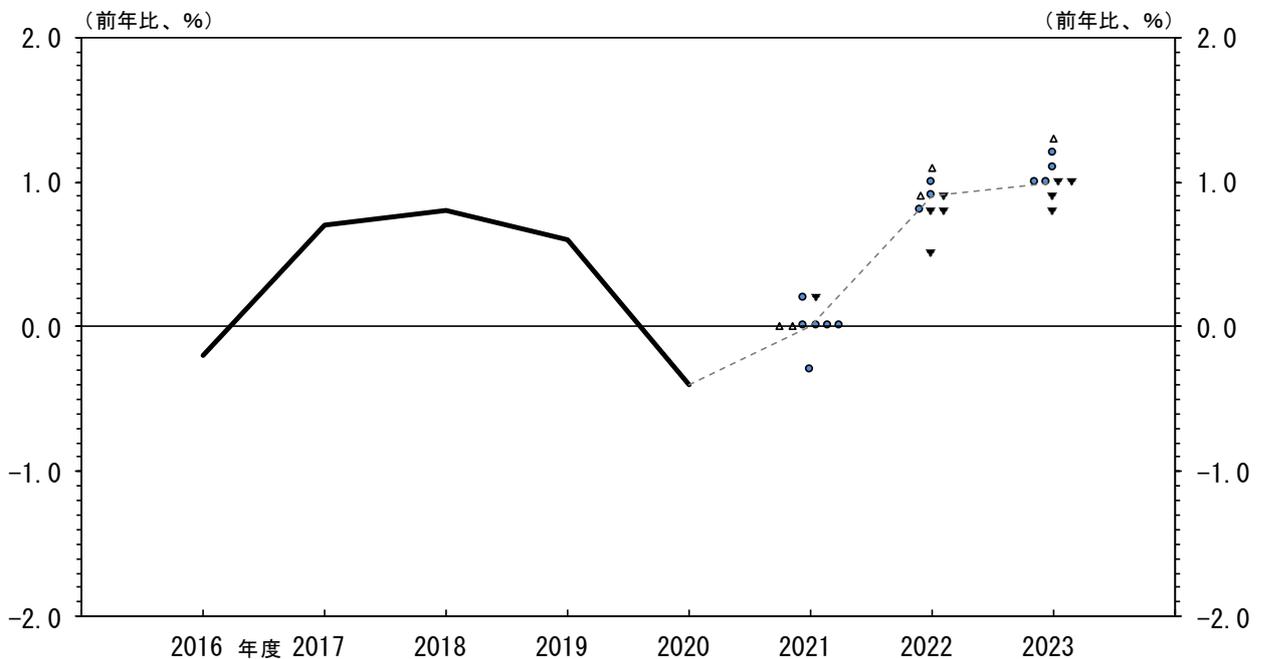
(注4) 消費者物価については、本年8月に2015年基準から2020年基準に切り替わり、前年比計数が2021年1月分に遡って改定された。これに伴い、生鮮食品を除く消費者物価の2021年4～6月の前年比は、+0.1% (2015年基準) から▲0.6% (2020年基準) へと、0.7%ポイント程度下方改定された。これは、携帯電話通信料の下押し寄与が、▲0.6%ポイント程度から▲1.1%ポイント程度へと拡大したことが主因である。前回から今回にかけての物価見通しの修正には、この基準年の変更が大きく影響している。

政策委員の経済・物価見通しとリスク評価

(1) 実質GDP



(2) 消費者物価指数 (除く生鮮食品)



(注1) 実線は実績値、点線は政策委員見通しの中央値を示す。

(注2) ●、△、▼は、各政策委員が最も蓋然性が高いと考える見通しの数値を示すとともに、その形状で各政策委員が考えるリスクバランスを示している。●は「リスクは概ね上下にバランスしている」、△は「上振れリスクが大きい」、▼は「下振れリスクが大きい」と各政策委員が考えていることを示している。