

経済・物価情勢の展望（2022年1月）

【基本的見解】¹

<概要>

- 日本経済の先行きを展望すると、新型コロナウイルス感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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。その後も、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るなかで、わが国経済は、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、エネルギー価格が上昇し、原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むもとで、携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、振れを伴いつつも、プラス幅を拡大していくと予想される。その後は、エネルギー価格上昇による押し上げ寄与は減衰していくものの、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による基調的な物価上昇圧力を背景に、見通し期間終盤にかけて1%程度の上昇率が続くと考えられる。
- 前回の見通しと比べると、成長率については、2021年度は供給制約の影響から下振れる一方、2022年度は政府の経済対策の効果や挽回生産などを背景に上振れている。物価については、資源価格の上昇やその価格転嫁などを反映して、2022年度が幾分上振れている。
- リスク要因としては、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、供給制約の影響を受けるもとの海外経済の動向に加え、資源価格の動きやその経済・物価への影響についても先行き不確実性は高い。
- 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だが、その後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、概ね上下にバランスしている。

¹ 本基本的見解は、1月17、18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が徐々に和らぐもとで、持ち直しが明確化している。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。そうしたもとで、輸出や鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、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、一部で改善の動きもみられるが、全体としてはなお弱めとなっている。個人消費は、感染症によるサービス消費を中心とした下押し圧力が和らぐもとで、持ち直しが明確化している。住宅投資は持ち直している。公共投資は高水準ながら弱め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、携帯電話通信料の引き下げの影響がみられるものの、エネルギー価格などの上昇を反映して、小幅のプラスとなっている。また、予想物価上昇率は、緩やかに上昇している。

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、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圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、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。企業部門をみると、輸出や生産は、供給制約の影響が和らぐもとで、堅調な海外需要に支えられて、しっかりと増加していくとみられる。そうしたもとで、企業収益の改善が設備投資の増加につながるという、前向きの循環メカニズムは働き続けると見込まれる。家計部門では、感染症への警戒感や自動車の供給制約の影響が和らぐもとで、個人消費は、対面型サービスや耐久財を中心に回復していくとみられる。

その後は、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とみられる。そうしたもとで、わが国経済は、政府の経済対策の効果や挽回生産の影響などが

ら、成長ペースを高めたあと、見通し期間終盤にかけては、減速しつつも潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。

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、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。そうしたもとの、わが国の財の輸出は、当面は、部品の供給制約の緩和から自動車関連を中心にはっきりと増加すると予想される。その後も、デジタル関連を含む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、資源価格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、設備投資は、対面型サービス部門の弱さは当面残るものの、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、脱炭素化関連の研究開発投資などを中心に、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、サービス等のペントアップ需要の顕在化や政府の経済対策による後押しもあって、回復していくとみられる。その後は、ペースを鈍化させつつも、雇用者所得の改善に支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。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、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、ワクチン接種・医療提供体制の整備などを反映して増加するが、その後はこれら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。

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、エネルギー価格が上昇し、マクロ的な需給ギャップの改善を背景に原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むもとの、昨年来の携帯電話通信料下落の影響も剥落していくことから、Go Toトラベル事業等の一時的な要因による振れを伴いつつも、プラス幅を拡大していくと見込まれる。

その後は、エネルギー価格上昇による押し上げ寄与は減衰していくものの、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的な物価上昇圧力は高まっていくことから、見通し期間終盤にかけて1%程度の上昇率が続くと考えられる。

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の来年度前半頃にはプラスに転じ、その後はプラス幅の緩やかな拡大が続くと予想される。こうしたもとの、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、2020年3月の感染症拡大以降は、新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラムのもとで、企業等の資金繰り支援に努めている。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

² わが国の潜在成長率を、一定の手法で推計すると、足もとでは「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左右されるうえ、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とくに不確実性が高いため、相当の幅をもってみる必要がある。

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、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業になお厳しさが残っているが、経済の持ち直しに伴い全体としては改善が続いている。

先行きは、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとで、金融環境は緩和的な状態が続き、民間需要の増加を後押ししていくと想定している³。すなわち、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ると考えている。また、企業の資金繰りについても、日本銀行の資金繰り支援策に加え、政府の施策や民間金融機関の取り組みが下支えとなるなかで、景気回復の進展に伴い、足もとで厳しさが残る中小企業も含め改善傾向が続くとみられる。

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個人消費や企業の輸出・生産活動に及ぼす影響である。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、個人消費が下振れるリスクがある。また、グローバルに半導体等のデジタル関連財の需給逼迫が続くもとで、わが国経済と繋がりの深いアジア地域等で感染が拡大した場合、サプライチェーン障害を通じて、わが国企業の輸出・生産活動が下押しされる可能性がある。一方で、ワクチンや治療薬の普及により、感染症への警戒感が大きく後退すれば、サービス消費のペントアップ需要の増加が想定以上に大きくなることなどにより、経済活動が上振れる可能性も考えられる。

第2に、海外経済の動向である。米国等の先進国において、物流の停滞や労働力不足などに起因する供給制約が長期化・拡大する場合には、海外経済の成長率が下振れる可能性がある。また、中国経済についても、中長期的な成長力の低下が徐々に進むもとで、不動産セクターの調整の影響などにより、減速感

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。

が一段と強まる惧れがある。さらに、国際金融市場において、インフレ率の高止まりが続く先進国の金融緩和縮小に向けた動きが意識されるも、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3に、資源価格の動向である。資源価格は、世界的に経済活動の再開が進み、需要が大きく拡大するなかで、脱炭素化を背景とした化石燃料関連の設備投資の減少などの供給要因も意識され、高止まりが長期化している。前述のとおり、わが国の企業収益は、資源価格の上昇に伴う交易条件の悪化の影響を受けつつも、内外需要の回復を背景に、基本的には改善基調を続けると予想される。もっとも、資源価格の上昇が長期化したり、その販売価格への転嫁が円滑に進まない場合には、企業収益の悪化などを通じて、わが国経済の回復基調に悪影響が及ぶ可能性がある。

第4に、やや長い目でみ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。ポストコロナやデジタル化、脱炭素化に向けた動きは、わが国の経済構造や人々の働き方を変化させるとみられる。そうした変化への家計や企業の対応次第では、中長期的な成長期待や潜在成長率、マクロ的な需給ギャップなどに上下双方向に影響が及ぶ可能性がある。

(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を巡っては上下双方向に不確実性が高い。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も、企業の価格設定スタンスは徐々に積極化し、原材料コスト上昇の価格転嫁も緩やかに進むと考えている。ただし、原材料コストの上昇圧力や企業の予想物価上昇率の動向次第では、コスト上昇の販売価格への転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れる可能性がある。一方で、わが国では、物価は上がりにくいことを前提とした企業慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、

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ず、物価が下振れる可能性もある。

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、引き続き変異株を含む感染症の動向や、それが内外経済に与える影響に注意が必要である。また、供給制約の影響を受けるもとでの海外経済の動向に加え、資源価格の動きやその経済・物価への影響についても先行き不確実性は高い。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、その後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、概ね上下にバランスしている。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見られていない。わが国の金融システムは、感染症の影響のもとでも、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

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。

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。

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	+2.7 ~ +2.9 <+2.8>	0.0 ~ +0.1 < 0.0>
10月時点の見通し	+3.0 ~ +3.6 <+3.4>	0.0 ~ +0.2 < 0.0>
2022 年度	+3.3 ~ +4.1 <+3.8>	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>
10月時点の見通し	+2.7 ~ +3.0 <+2.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
2023 年度	+1.0 ~ +1.4 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>
10月時点の見通し	+1.2 ~ +1.4 <+1.3>	+0.9 ~ +1.2 <+1.0>

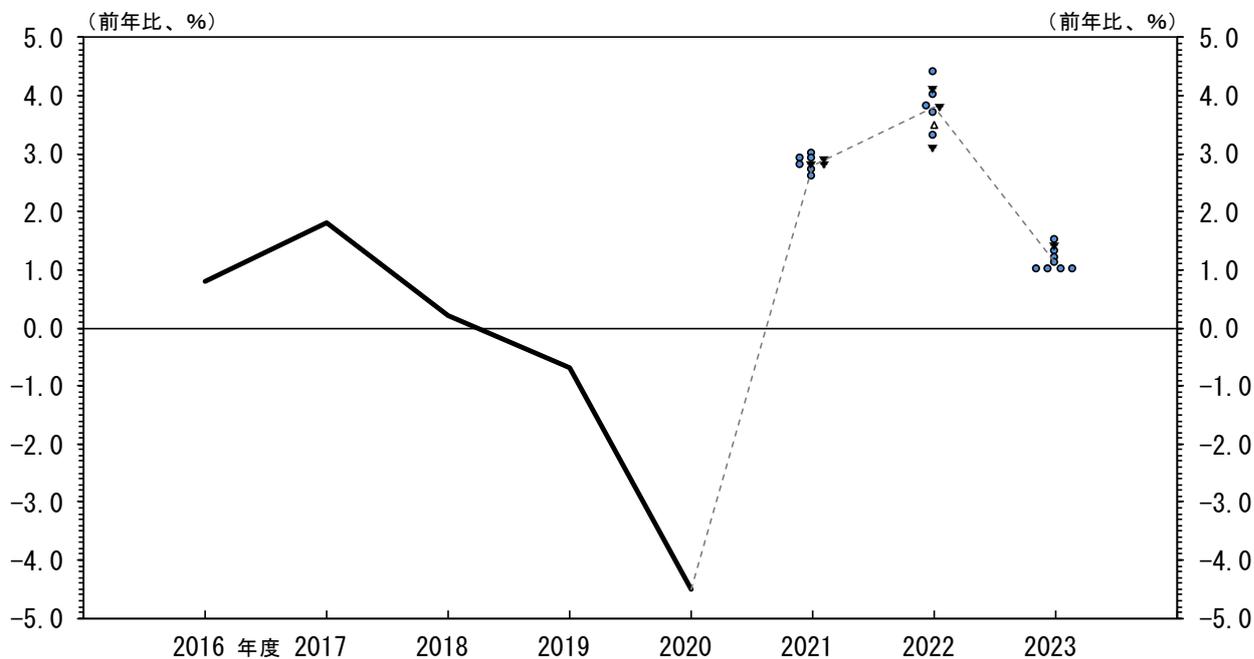
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

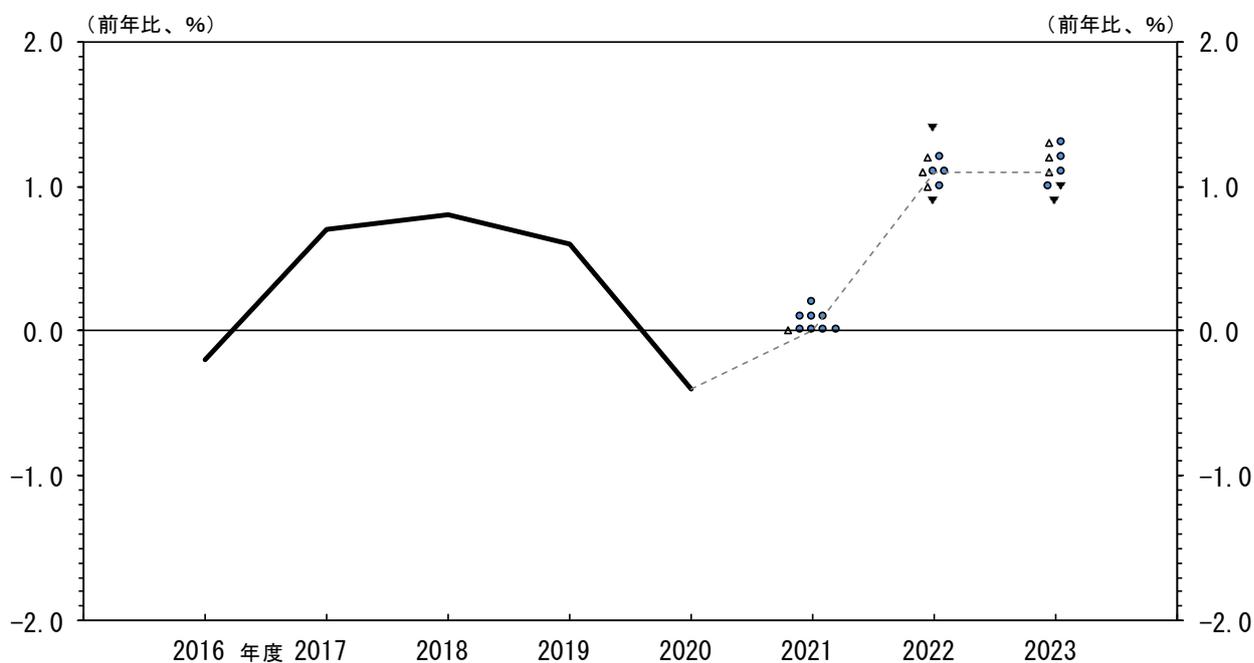
(注3) 2021年春に実施された大手キャリアによる携帯電話通信料の引き下げが、2021年度の消費者物価に与える直接的な影響は、▲1.1%ポイント程度となる。

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。