

公表時間
1月19日(水) 14時00分



経済・物価情勢の展望

2022年1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（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。

(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>

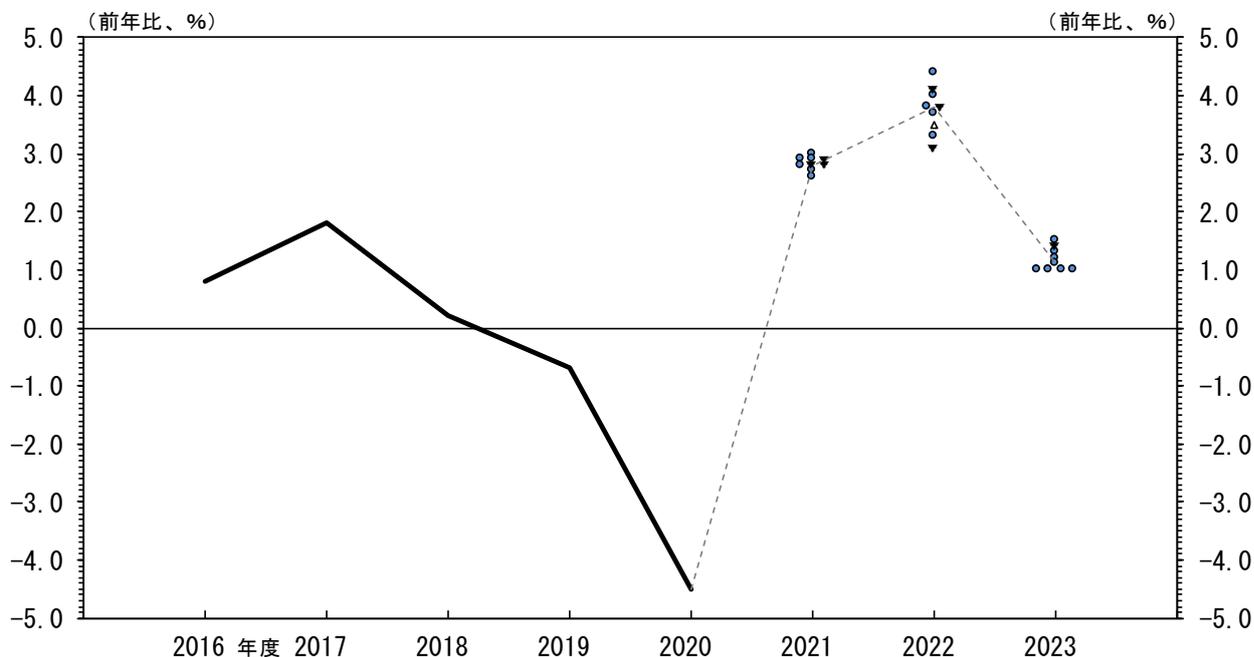
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

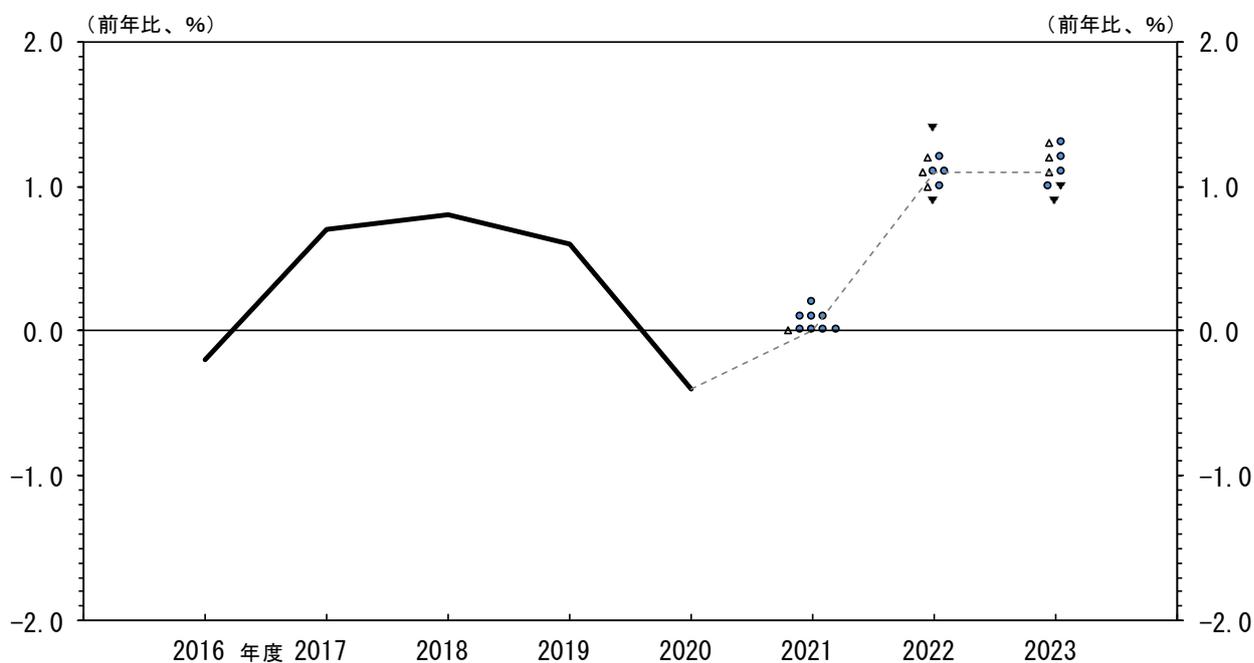
(注3) 2021年春に実施された大手キャリアによる携帯電話通信料の引き下げが、2021年度の消費者物価に与える直接的な影響は、▲1.1%ポイント程度となる。

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。

【背景説明】⁵

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が徐々に和らぐもとで、持ち直しが明確化している。

実質GDPは、2021年4～6月に増加したあと、7～9月は前期比-0.9%（年率-3.6%）の減少となった（図表1）。内訳をみると、政府消費がワクチン関連費用を主因に増加したものの、ASEAN地域の感染症拡大に起因する供給制約の影響から、輸出や設備投資が減少した。また、個人消費も、デルタ株の感染拡大を背景にサービス消費が低水準で推移するもとで、供給制約の影響を受けた自動車などの耐久財の落ち込みを主因に減少した。

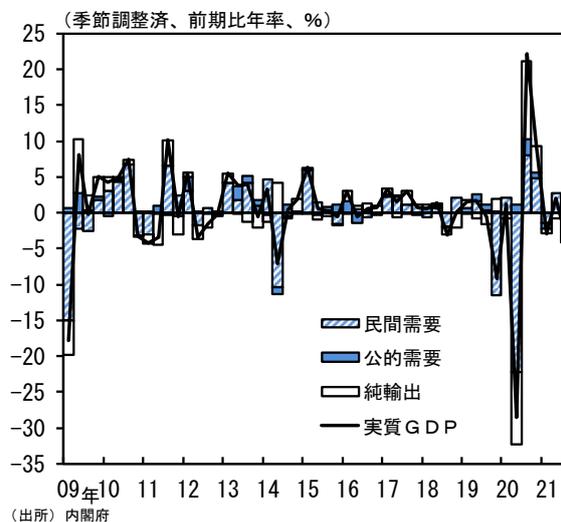
その後の月次指標や高頻度データをみると、わが国経済は、供給制約の影響は残存しているものの、国内で感染抑制と消費活動の両立に向けた基盤が徐々に整いつつあるもとで、持ち直しが明確化している。すなわち、企業部門では、ASEAN地域における感染症拡大に起因する半導体等の一部部材の供給制約の影響が徐々に緩和しつつあるもとで、輸出・生産は増加に転じているものの、供給制約の影響が強まる前の昨年夏頃の水準は回復できていない。もっとも、デジタル関連を中心としたグローバル需要は引き続き堅調であり、12月短観でも確認されたように、企業マインドや企業収益は全体として改善を続けている。こうした

図表1：実質GDP

①水準



②前期比年率



⁵ 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「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。

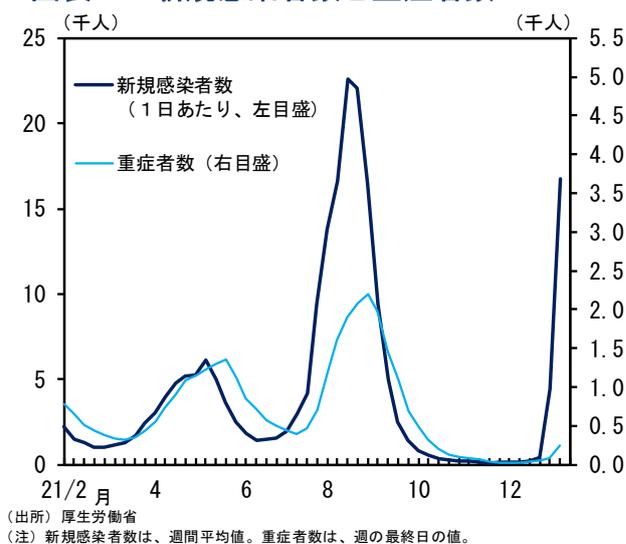
もとで、今年度の設備投資計画も高い伸びが維持されており、企業部門では、企業収益から設備投資への前向きな循環が働き続けている。この間、国内では、昨年9月末をもって全国的に緊急事態宣言等が解除され、その後も夜間飲食等の営業時間や人数制限が逐次緩和されてきたなかで、外食や旅行などのサービス消費を含め、個人消費の持ち直しは明確化している。ただし、本年入り後はオミクロン株の感染が国内でも拡大しており、一部の地域にはまん延防止等重点措置も適用されるなど、その影響については不確実性が高い（図表2）。

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は、昨年7～9月は、感染症拡大下で対面型サービス業等の活動が引き続き制約されるもとで、自動車を中心とした製造業の稼働率低下や労働時間減少を受けて、小幅に悪化した（図表3）。

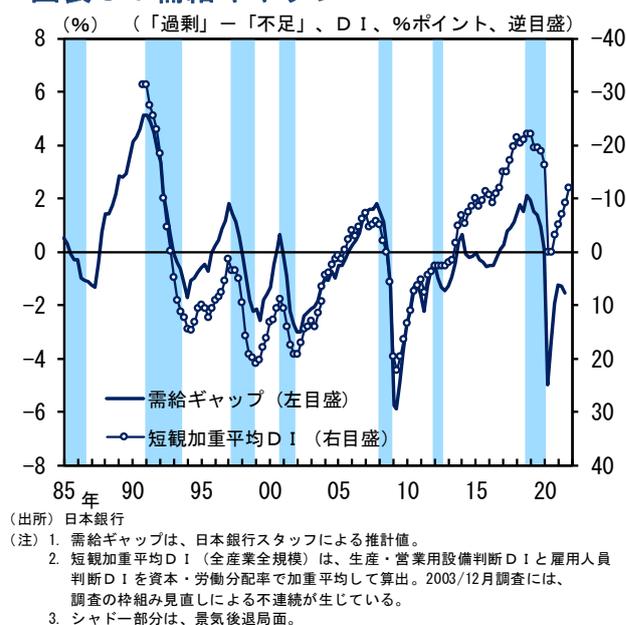
わが国経済の先行きを展望すると、感染症によるサービス消費への下押し圧力や供給制約の影響が和らぐもとで、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて⁶、回復していくとみられる。その後も、所得から支出への前向きな循環メカニズムが家計部門を含め経済全体で強まるなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると予想される。

需要項目別に先行きを展望すると、財輸出は、当面、ASEAN地域での感染症拡大に起因する供給制約の影響が緩和するもとで、自動車関連を中心に、はっきりと増加するとみられる。その後も、デジタル関連を含むグローバル需要の堅調な

図表2：新規感染者数と重症者数



図表3：需給ギャップ



⁶ 政府は、2021年11月19日に、事業規模78.9兆円程度、財政支出55.7兆円程度となる「コロナ克服・新時代開拓のための経済対策」を閣議決定した。同対策を踏まえた2021年度補正予算の執行は、政府消費や個人消費の増加等を通じて、経済活動を下支えしていくと想定している。

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、各国で感染抑制と経済活動の両立が進み、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み、感染症への警戒感や供給制約の影響が和らいでいくも、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、ペントアップ需要や経済対策の押し上げ効果は徐々に減衰していくものの、雇用者所得の改善にも支えられて、緩やかな増加を続けると考えられる。雇用者所得については、内外需要の回復にラグを伴いつつも、対面型サービス業の非正規雇用を含めた雇用者数の増加や、人手不足感の強い業種を中心とした賃金上昇を反映して、緩やかに増加していくと見込まれる。設備投資は、対面型サービス業や一部の運輸業の弱さは当面残るものの、供給制約の影響が緩和していくも、企業収益の改善や緩和的な金融環境などにも支えられて、増加傾向が明確となっていくと予想される。この間、公共投資は、国土強靱化関連工事等の進捗を反映して、高めの水準で推移すると予想される。政府消費については、医療費の持ち直しのほか、経済対策に盛り込まれたワクチン接種・医療提供体制の整備費用などを反映して増加したあと、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。

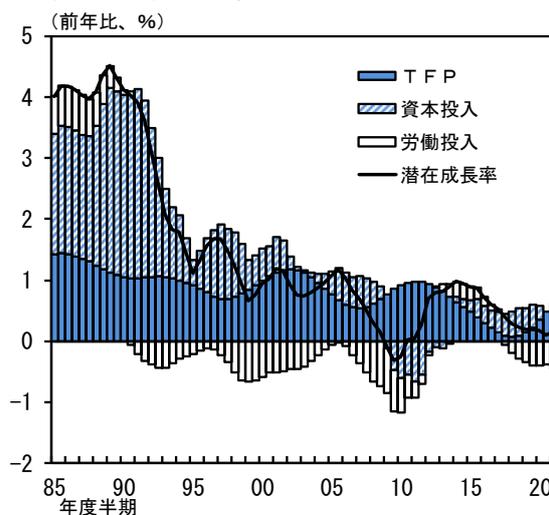
以上の内外需要を反映して、わが国経済の成長率は、2021年度には、感染症の影響が引き続き和らぐも、外需の増加や緩和的な金融環境、政府の経済対策の効果にも支えられて、はっきり

としたプラスになると予想される。2022年度は、内外需要が増加するもとの、経済対策の効果にも支えられて、成長率を高めると見込まれる。2023年度は、内外のペントアップ需要や経済対策の効果の減衰などにより2021~22年度からは減速しつつも、外需が増加を続け、緩和的な金融環境が維持されるもとの、潜在成長率を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、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。

潜在成長率は、全要素生産性（TFP）の伸び率は小幅に上昇しているものの、「働き方改革」に伴う労働時間トレンドの低下が進むもとの、感染症の影響を受けた既往の設備投資減少による資本ストック蓄積の減速の影響も加わり、足もとでは若干のプラス程度で推移しているとみられる（図表4）。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などを背景に、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、デジタル化や気候変動への対応を含め、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部門間の生産要素の移動は、これまでのところ緩やかなものにとどまっており、先行きどの程度活発化・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年度下期は、感染症によるサービス消費への下押し

図表4：潜在成長率



圧力や供給制約の影響が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、景気は回復していくと予想される。すなわち、財輸出は、供給制約の影響が和らぐなかで、自動車関連を中心に、はっきりと増加すると考えられる。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、感染抑制と消費活動の両立が進むもとで、政府の経済対策の効果もあって、回復していくと考えられる。設備投資については、飲食店やホテル等の建設投資、鉄道車両や航空機など一部の運輸業の機械投資に弱さは残るものの、供給制約の影響が和らぐもとで、経済活動の水準が高まり、企業収益の改善基調も続くことから、増加傾向が徐々に明確になっていくと考えられる。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進捗するほか、政府消費も、ワクチン接種・医療提供体制の整備などに関連する支出が続くもとで、医療費の持ち直しもあって、高水準で推移すると想定している。

2022 年度は、海外経済の改善が続き、国内でも医療体制の整備・拡充などを通じた感染抑制と経済活動の両立が進むもとで、経済対策の効果にも支えられて、成長率を高めると見込まれる。財輸出は、供給制約の影響が解消に向かうなか、海外経済の改善に伴って、増加を続けると考えられる。そうしたもとで、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都市再開発案件、成長分野や環境対応の研究開発投資を含め、増加していくと考えられる。個人消費は、雇用者所得が持ち直すもとで、政府の経済対策の効果やpentアップ需要の顕在化に支えられて、はっきりと増加すると考えられる。この間、政府支出については、国土強靱化関連工事が進捗するほか、経済対策に盛り込まれた感染症関連の支出が続くもとで、医療・介護費が趨勢的に増加する

ことから、全体としても増加すると想定している。

2023 年度は、内外のペントアップ需要や経済対策の効果の減衰などから成長ペースは鈍化するものの、海外経済の成長持続や緩和的な金融環境に支えられて、着実な成長を続けるとみられる。財輸出については、海外経済の成長率が徐々に長期平均並みの水準に収束していくも、緩やかな増加を続けると見込まれる。サービス輸出であるインバウンド需要は、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、デジタル関連投資や成長分野・環境対応の研究開発投資の増加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、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、ペントアップ需要や経済対策の効果が減衰するが、雇用者所得が引き続き改善するも、財・サービスともに緩やかな増加を続けると考えられる。この間、政府支出は、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、感染症関連の支出減少を反映して、減少すると予想される。

1. 2 主要支出項目の動向とその背景

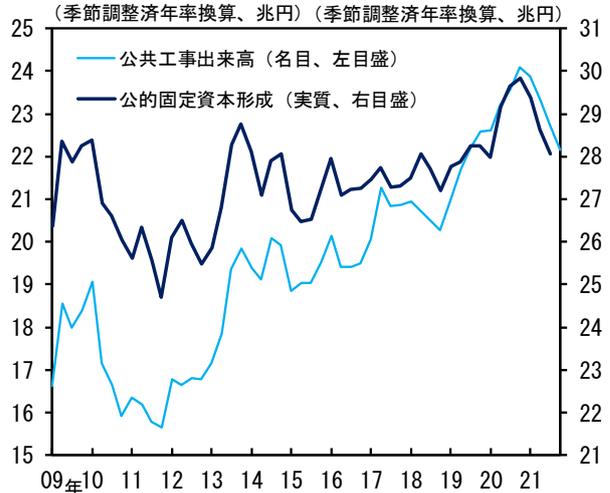
(政府支出)

公共投資は、高水準ながら弱めの動きとなっている(図表5)。先行指標である公共工事受注高は、政府の経済対策に基づく国土強靱化関連工事等の発注が進むもとの、振れを均してみれば、横ばい圏内で推移している。公共工事請負金額は、高水準ながら、このところ弱めの動きとなっている。先行きの公共投資は、国土強靱化関連工事の進捗に支えられて、高水準で推移すると想定している⁷。また、政府消費は、医療費の持ち直しのほか、政府の経済対策に盛り込まれたワクチン接種・医療提供体制の整備費用などを反映して増加したあと、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予想される。

(海外経済)

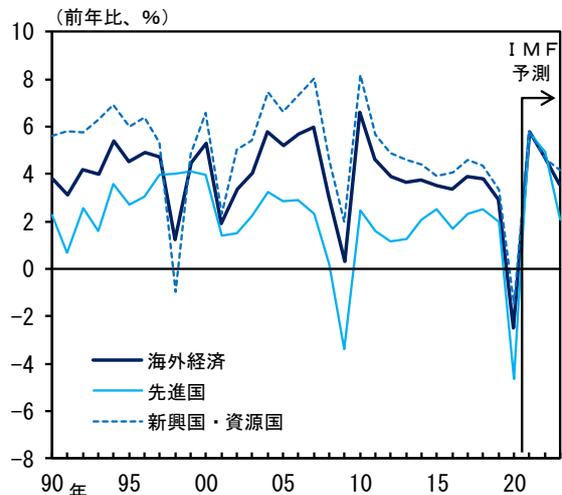
海外経済は、国・地域ごとにばらつきを伴いつつ、総じてみれば回復している(図表6)。地域別には、引き続き、先進国経済の回復が海外経済の改善を牽引している。やや詳しくみると、米国経済は、感染再拡大や供給制約の影響はみられるものの、政府による経済対策の効果もあって、個人消費を中心とした回復を続けている。欧州経済は、新規感染者数の増加を受けて一部で公衆衛生上の措置が再強化されているが、全体としてみれば、サービス消費を中心とした回復が続いている。中国経済は、基調としては回復しているものの、電力供給問題による生産面への下押しや不動産投資

図表5：公共投資



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2021/4Qは、10月の値。

図表6：海外経済見通し



(出所) IMF、財務省
(注) IMFによる各国・地域の実質GDP成長率を、わが国の通関輸出ウエイトで加重平均したもの。2021年以降はIMF予測(2021/10月時点)。先進国は、米国、ユーロ圏、英国。新興国・資源国はそれ以外。

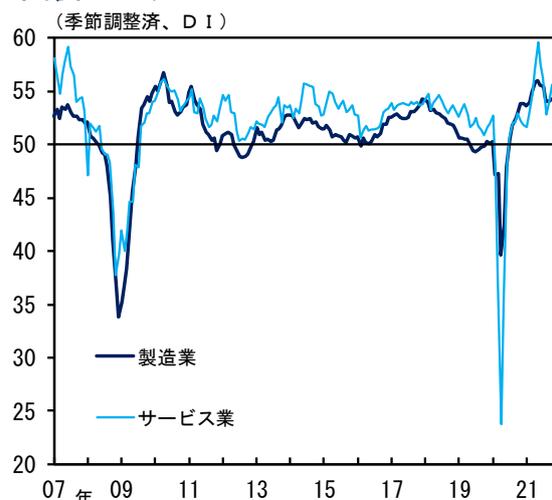
⁷ 2020年12月に閣議決定された国土強靱化5か年加速化対策(事業規模15兆円程度を目標)においては、防災・減災、国土強靱化のための公共投資事業が、2021~2025年度の5年間で集中的に実施される計画となっている。政府が2021年11月に閣議決定した経済対策においても、5か年加速化対策に基づく取り組みの推進が盛り込まれている。

の減速などから改善ペースが鈍化した状態が続いている。中国以外の新興国・資源国経済は、内需・生産が改善しているほか、輸出の増加もあって、持ち直している。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経済は、輸出の増加が続くなか、感染症の影響が和らぐもとで内需も持ち直しており、回復している。ASEAN経済は、感染症の影響を一部に残しつつも、内外需要が増加するもとで、持ち直している。以上の世界経済の現状をグローバルPMIでみると、製造業、サービス業ともに50をはっきりと上回る高めの水準で推移している(図表7)。世界貿易量をみると、デジタル関連需要の堅調な増加は続いているものの、自動車関連を中心とした供給制約の影響から、増勢が鈍化している(図表8)⁸。

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、総じてみれば成長を続けるとみられる。やや詳しくみると、当面は、米国など一部の先進国で見られる物流や労働市場等における供給制約が経済活動の重石として作用するものの、こうした制約は次第に解消していくとみられ、海外経済全体では高め成長が続くと見込まれる。その後、見通し期間終盤にかけては、先進国の景気刺激策の一巡などに伴って、海外経済は徐々に減速していくとみられる。地域別にみると、米欧経済は、当面、感染再拡大や供給制約の影響が残るものの、ペンタアップ需要の顕在化や政府による経済対策の効果もあって、回復を続けると予想される。中国経済は、不動産市場の調整が下押し圧力となるが、電力供給問題を背景とする生産面への影響が解消されるのに伴い、安定した成長経路に復していくと考え

⁸ 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7：グローバルPMI



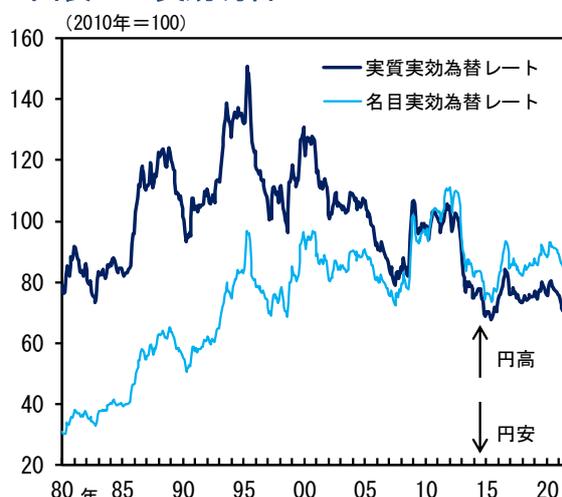
(出所) IHS Markit(© and database right IHS Markit Ltd 2022. All rights reserved.)
 (注) 製造業は、J.P. Morganグローバル製造業PMI。サービス業は、J.P. Morganグローバルサービス業PMI事業活動指数。

図表8：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。2021/4Qは、10月の値。

図表9：実効為替レート



(出所) BIS
 (注) フロッドベース。1993年以前は、ナローベースを使用して接続。

られる。中国以外の新興国・資源国経済は、国・地域間でばらつきつつも、外需の回復の波及もあって、全体として改善基調を辿るとみられる。

こうしたもとの、先行きの世界貿易量については、当面、物流遅延など供給制約の影響が残ることから伸び悩むが、その後は堅調に増加していくと予想される。見通し期間の終盤にかけては、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)

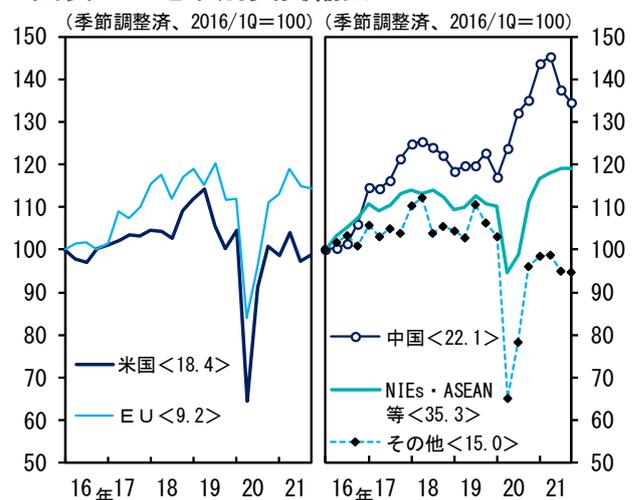
輸出は、供給制約の影響を残しつつも、海外経済の回復を背景に、基調としては増加を続けている(図表10)。地域別にみると(図表11)、先進国向け、新興国向けともに、自動車関連等を中心に供給制約の影響は残るものの、現地の景気回復や世界的なデジタル関連需要の拡大に伴う増加基調が続いている。財別にみると(図表12)、自動車関連は、ASEAN地域の感染症拡大に伴うサプライチェーン障害を背景とした各社の減産を受けて大きく落ち込んだあと、11月ははっきりと増加したが、供給制約の影響が強まる前の昨年夏頃の水準にはなお達していない。情報関連は、車載向けが一時的に減少しているが、データセンター向けの半導体等が堅調に推移するもとの、高水準で推移している。資本財は、世界的な機械投資の堅調さに加え、デジタル関連需要の拡大を受けた半導体製造装置への旺盛な需要に支えられて、増加を続けている。この間、中間財は、デジタル関連素材が押し上げに働いているものの、自動車向け化学製品(プラスチック等)やアジア向けの化粧品などの減少もあって、全体では横ばいの動きとなっている。

図表10：実質輸出入



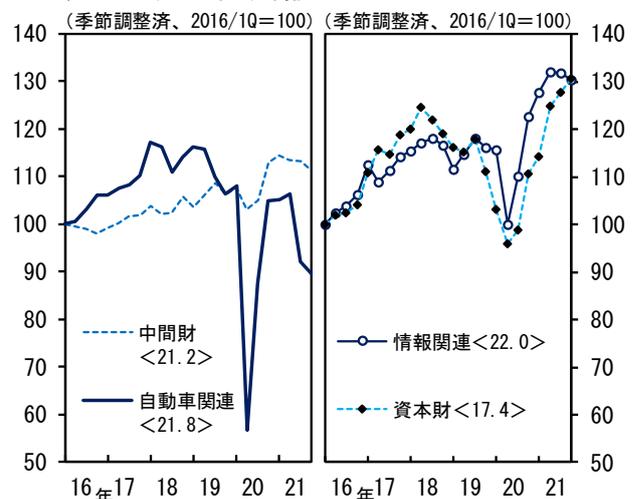
(出所) 日本銀行、財務省、内閣府
(注) 日本銀行スタッフ算出。2021/4Qは、10~11月の値。

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。2021/4Qは、10~11月の値。
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。2021/4Qは、10~11月の値。

先行きの輸出は、当面は、供給制約の影響が緩和するもとで、自動車関連を中心に、はっきりと増加すると予想される⁹。その後も、デジタル関連を含むグローバル需要が堅調に拡大するもとで、自動車関連の挽回生産もあって、増加を続けると考えられる。見通し期間の終盤にかけては、前述のとおり世界貿易量の増勢が徐々に鈍化するもとで、わが国の主要な輸出先である米国などの経済成長が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想定している。

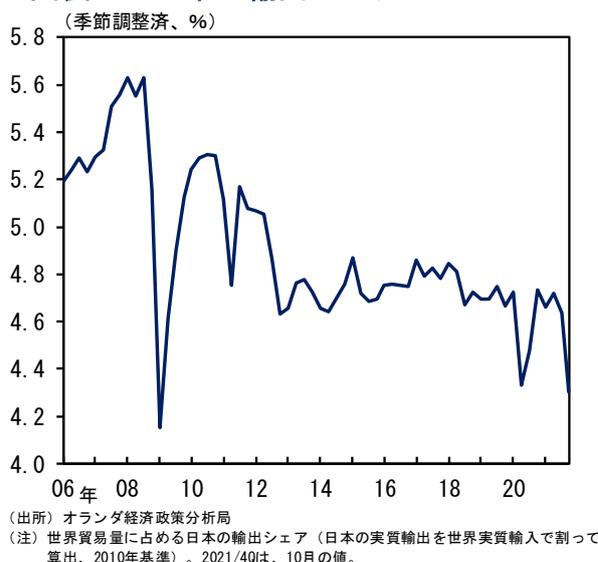
この間、世界貿易量に占める日本の輸出シェアをみると、足もとでは、自動車の減産の影響を受けて低下している（図表13）。先行きは、当面、日本の輸出シェアが高い自動車関連の貿易量の変動を反映した振れが大きくなるが、その後は、感染症拡大前の平均的な水準付近に収束していくと想定している。

輸入は、足もとでは自動車の供給制約の影響やワクチン購入の一巡などから弱い動きとなっているが、基調としては、国内需要の持ち直しを反映した増加を続けている（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。

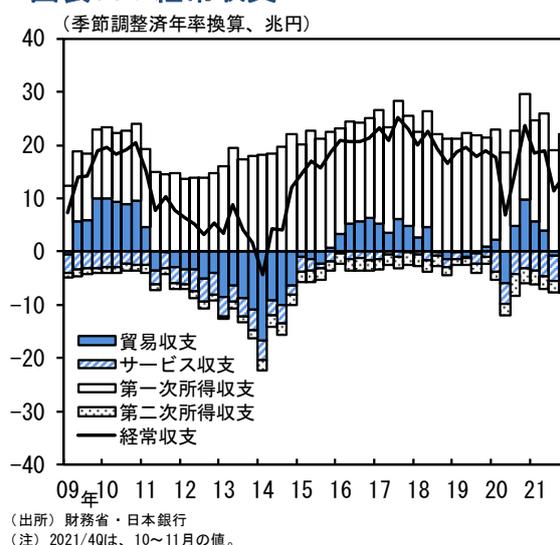
（対外収支）

名目経常収支は、海外経済の回復を背景に高水準で推移しているが、交易条件悪化の影響などから、このところ幾分悪化している（図表14）。内訳をみると、原油等の国際商品市況の上昇に伴い、名目貿易収支はこのところ小幅の赤字となっている。サービス収支は、インバウンド需要の低迷に伴う旅行収支の悪化などを背景に（図表15）、赤

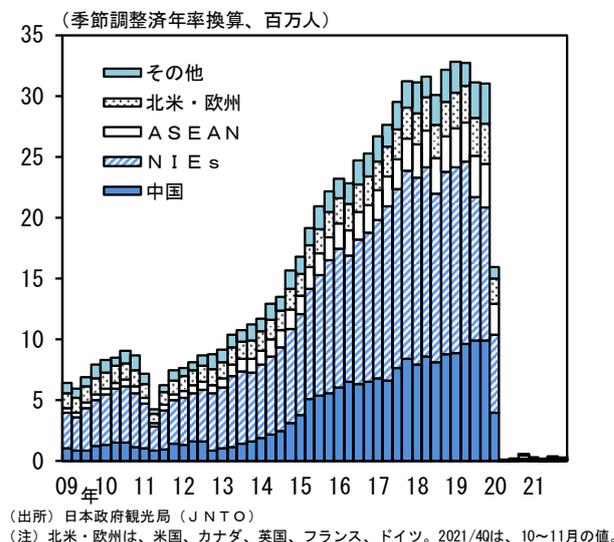
図表13：日本の輸出シェア



図表14：経常収支



図表15：入国者数



⁹ BOX 1では、為替変動が、輸出やそれ以外の経路を通じて日本経済に与える影響について分析している。

字が継続している。第一次所得収支は、海外経済の回復を背景に、受取配当金等が高水準で推移するも、大きめの黒字幅が続いている。

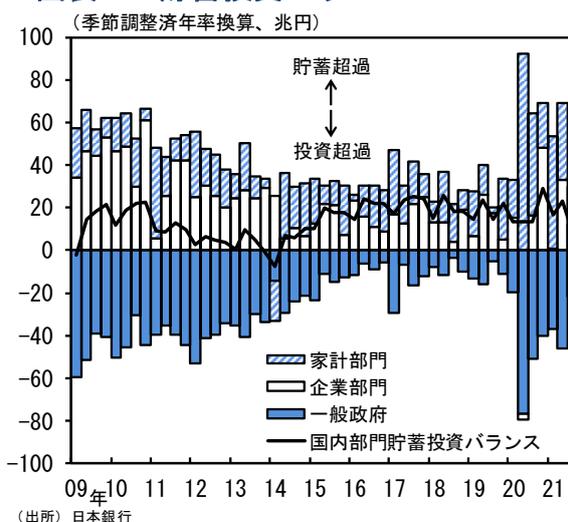
先行きの名目経常収支の黒字幅は、財輸出の増加や、海外経済の回復を反映した第一次所得収支の黒字幅拡大、インバウンド需要の改善を反映したサービス収支の赤字幅縮小を反映して、緩やかな拡大傾向を辿ると見込まれる。これを貯蓄投資バランスでみると、わが国経済全体の貯蓄超過幅は、財政収支の改善ペースが民間部門の貯蓄超過幅の縮小ペースを幾分上回る結果、緩やかな拡大傾向を辿ると考えられる（図表16）。

（鉱工業生産）

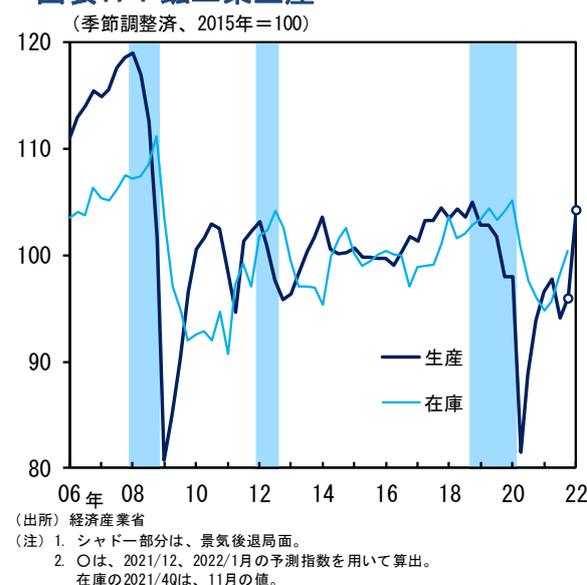
鉱工業生産は、供給制約の影響を残しつつも、内外需要の増加を背景に、基調としては増加を続けている（図表17）。主な業種についてみると、「はん用・生産用・業務用機械」は、内外の堅調な設備投資（機械投資）需要を背景に、半導体製造装置や建設機械等を中心に、増加基調を続けている。「輸送機械」は、ASEAN地域における感染症拡大に起因した部品調達難を背景に大幅に減少したあと、その影響の緩和に伴い10月、11月と増加したが、供給制約の影響が強まる前の昨年夏頃の水準は幾分下回っている。「電子部品・デバイス」は、足もとではスマートフォン向けの液晶パネル等で弱めの動きがみられるが、データセンター向けの半導体等が堅調に推移するも、車載向けの持ち直しもあって、全体では高水準で推移している。一方、「電気・情報通信機械」は、車載向けが持ち直しているものの、基地局通信装置などで半導体不足の影響がなお下押しに働いており、全体でも弱めの動きとなっている。

先行きの鉱工業生産は、供給制約の影響が緩和

図表16：貯蓄投資バランス



図表17：鉱工業生産



するもとで、自動車関連やデジタル関連を中心に、増加していくと考えられる。見通し期間の終盤にかけては、輸出の増加ペースが鈍化するもとで、伸び率が徐々に低下していくと想定している。

(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、全体として改善を続けている。法人企業統計の経常利益（全産業全規模ベース）をみると、2021年4～6月にかけて4四半期連続で改善したあと、7～9月も感染症拡大前の水準をはっきりと上回る高水準を維持した(図表18①)。供給制約による売上の減少や、原材料コスト上昇に伴う交易条件の悪化が押し下げ要因として作用しているものの(図表18②)¹⁰、堅調な海外需要を背景とした輸出価格の引き上げといった販売価格への転嫁や海外子会社からの配当金増加、感染症下での広告費や出張費の削減、さらには雇用調整助成金や時短協力金などの各種の企業支援策が、企業収益の下支え要因となっている¹¹。業種別・規模別の経常利益をみると、製造業は、大企業・中堅中小企業ともに、自動車とその関連業種が供給制約の影響から悪化した一方、化学等が販売価格の引き上げやデジタル関連需要の強さを背景に改善した。非製造業については、大企業は、夏場のデルタ株流行の影響から、対面型サービス業や運輸（航空、鉄道）等で弱めとなった。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、公衆衛生上の措置が継続するもとで、水準が切り下がった状態を続けた。

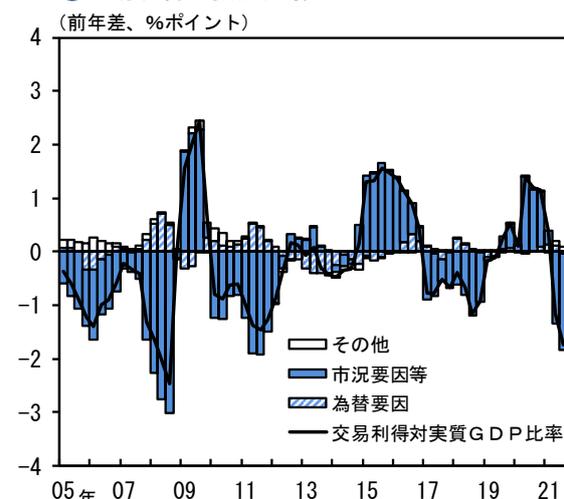
図表18：企業収益関連指標

①売上高と経常利益



(出所) 財務省
(注) 1. 法人季報ベース。金融業、保険業を除く。
2. 2009/20以降は、純粋持株会社を除く。
3. シャド部分は、景気後退局面。

②交易利得の要因分解



(出所) 内閣府、日本銀行
(注) 1. 「市況要因等」は、輸出入物価の契約通貨ベース指数の変動により説明される部分。「為替要因」は、輸出入物価の円ベース指数と契約通貨ベース指数の乖離から算出。「その他」は数量要因等。
2. 交易利得 = (名目純輸出 ÷ 輸出・輸入デフレーターの加重平均) - 実質純輸出

¹⁰ 為替変動は輸出物価、輸入物価の双方に影響するため、為替変動が交易条件（あるいは交易利得）に与える影響は市況要因に比べると小さい。

¹¹ この点について詳しくは、2021年4月展望レポートのBOX2参照。

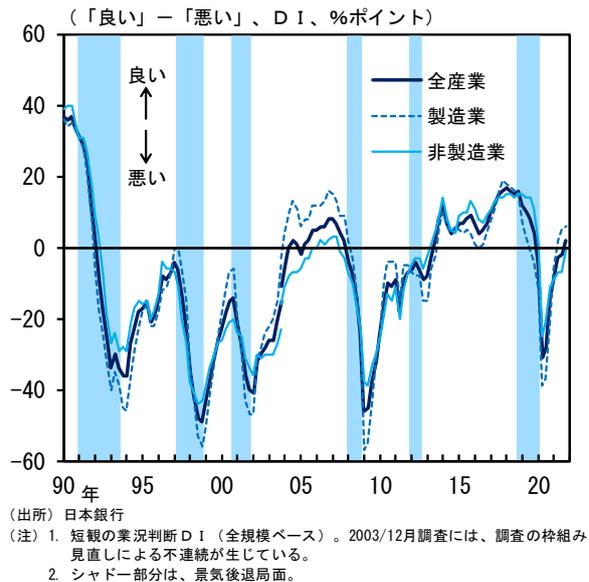
企業の業況感は、対面型サービス業を含め、改善を続けている。12月短観の業況判断DI（全産業全規模ベース）をみると、6四半期連続で改善し、「良い」超に転化した（図表19）。業種別にみると、製造業は改善が続き、感染症拡大前の2019年12月の水準を引き続き上回った。原材料コストの上昇が幅広い業種で押し下げに作用したほか、供給制約の影響が自動車やその関連業種で残ったものの、生産用機械や電気機械などが世界的なデジタル関連需要や内外の設備投資需要を背景に改善を続けたほか、個人消費の持ち直しを背景に繊維や化学などがはっきりと改善し、全体を押し上げた。非製造業は、運輸・郵便や建設で燃料や資材価格上昇の影響がみられたが、感染状況の落ち着きや公衆衛生上の措置の全国的な解除を受けて、対個人サービスや宿泊・飲食サービスを含む多くの業種がはっきりと持ち直し、全体でも大きめの改善となった。

企業収益の先行きを展望すると、当面は、自動車の減産の影響が残るほか、既往の原材料コスト高の影響が引き続き徐々に顕在化することから、改善ペースがいったん鈍化する可能性が高い。その後については、各種の企業支援策の効果は徐々に剥落していくものの、経済活動水準の回復やそれに伴う製品価格の上昇を反映して、製造業・非製造業ともに改善基調を続けると考えられる。

（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20）。機械投資の一致指標である資本財総供給は、携帯電話基地局など一部に部品不足の影響は引き続きみられるが、自動車における供給制約の緩和などから、10月以降は増加に転じている。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、緩やかな減少傾

図表19：業況判断



図表20：設備投資一致指標



向を続けてきたが、Eコマースの拡大を背景とした物流施設の増加などを受けて、下げ止まっている。

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 21）。業種別にみると、製造業は、輸出・生産の増加傾向が続くはん用・生産用・業務用機械や電気機械を中心に、振れを伴いつつ、増加している。非製造業は、感染症の影響を強く受けた運輸業（鉄道・道路車両等）は弱い動きを続ける一方で、建設業が振れを均せばデジタル関連・省力化投資を中心に増加傾向にあるほか、卸売・小売業でもEコマースの拡大を背景にベルトコンベヤ等の運搬機械が緩やかに増加しており、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、飲食・宿泊業等による店舗や宿泊施設に弱さが残るものの、物流施設等が増加傾向にあることに加え、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。12月短観における設備投資計画をみると（図表 22）、GDPの概念に近い「全産業全規模+金融機関」の、土地投資を除きソフトウェア・研究開発を含むベースでは、2021年度は、一時的に控えられていた投資の再開に加え、上述した企業収益の改善見通しもあって、前年比+8.4%と、前回9月調査時点から若干下方修正されたものの、引き続き大幅な増加が計画されている。

先行きの設備投資は、供給制約の影響が緩和していくもとで、企業収益の改善や緩和的な金融環境などに支えられて、増加傾向が明確になっていくと予想している。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関連投資、事業活動の

図表21：設備投資先行指標

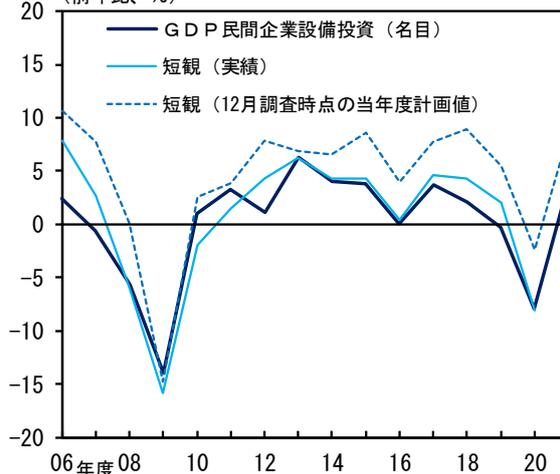
(季節調整済年率換算、兆円)



(出所) 内閣府、国土交通省
(注) 2021/4Qは、10~11月の値。

図表22：設備投資計画と実績

(前年比、%)



(出所) 日本銀行、内閣府
(注) 1. 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。
2. GDP民間企業設備投資の2021年度は、2021/2~3Qの値。

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、再開発によるオフィスや商業施設の建設投資、④成長分野や、脱炭素化など環境対応の研究開発投資が考えられる。ただし、感染症の影響が大きいセクター、具体的には運輸業における鉄道車両・航空機の更新投資や、飲食・宿泊業の建設投資は、暫くは弱さが残るとみられる。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。ただし、上述した②～④のように、景気の循環局面にかかわらず中長期的に実施されていく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想定している。

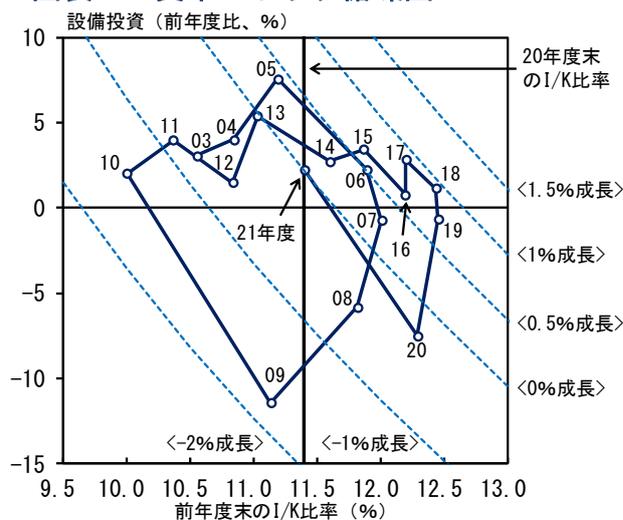
こうした見通しについて、「設備投資は、一定の成長期待のもとで、生産活動に必要とされる資本ストック水準を実現するよう行われる」という、資本ストック循環の観点から点検する(図表 23)。2020 年度は、感染症の影響による景気の落ち込みも下押しとなり、いったん資本ストックの調整局面に入っていたが、先行きは、企業収益の改善と緩和的な金融環境に支えられて、期待成長率の緩やかな上昇を伴いながら、設備投資の増加局面が続く姿を想定している。

(雇用・所得環境)

雇用・所得環境をみると、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。

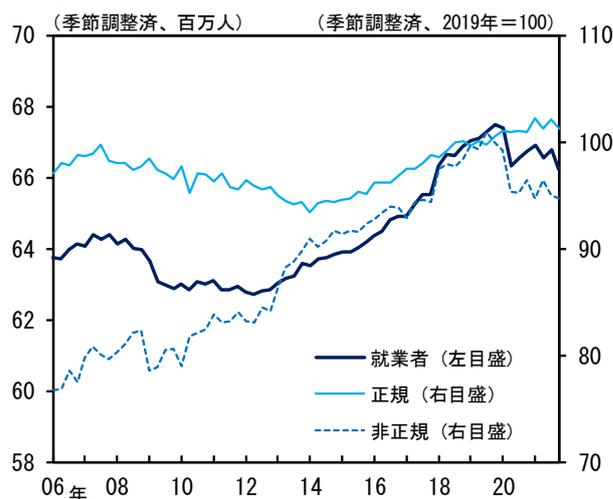
就業者数は、経済活動全体の持ち直しを反映して下げ止まっているが、対面型サービス業の非正規雇用を中心に、依然低めの水準にある(図表 24)。この間、正規雇用は、人手不足感の強い医療・福

図表23：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。2021年度は、2021/2～30の値。

図表24：就業者数



(出所) 総務省
 (注) 2012年以前の正規、非正規は、詳細集計ベース。2021/4Qは、10～11月の値。

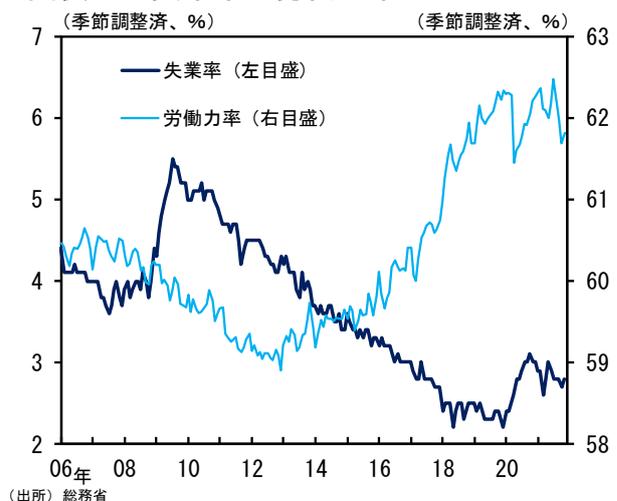
社や情報通信等を中心に緩やかな増加を続けている。一人当たり労働時間は、水準はなお低めであるものの、経済活動の持ち直しを反映して、対面型サービス業を含めて持ち直している。労働需給面をみると、労働力率は、昨年初以降、振れを均してみれば、横ばい圏内の動きが続いている（図表 25）。失業率は、振れを伴いつつも、3%程度で横ばい圏内の動きを続けている。有効求人倍率は、1 倍をやや上回る水準で横ばい圏内の動きが続いている（図表 26）。

先行きの雇用者数については、医療・福祉や情報通信、建設といった人手不足業種を中心に正規雇用の増加が続くほか、感染症の影響が和らぐもとで、対面型サービス業などでの非正規雇用も増加していくとみられる。ただし、当面、企業は企業内に保蔵されている労働力を活用することでも需要増加に対応していくと考えられるため、雇用者数の増加ペースは、経済活動水準の高まりと比較すれば、緩やかなものになると見込まれる。こうしたもとで、先行きの失業率は、暫くは現状程度の水準で推移するが、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。

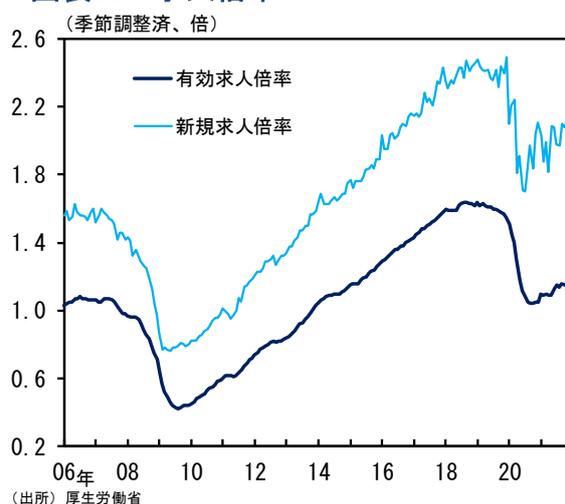
賃金面をみると、一人当たり名目賃金は、2020 年 4～6 月に大幅に落ち込んだあと、経済活動全体の持ち直しを反映して緩やかに増加しているが、2020 年春の感染症拡大前の水準を依然下回っている（図表 27、28）¹²。所定内給与は、一般労働者を中心に、緩やかな上昇を続けている（図表 29）。内訳をみると、一般労働者の所定内給与は、人手

¹² 毎月勤労統計の賃金の前年比の伸び率については、調査対象のサンプル替えによる振れの影響を受けにくい共通事業所ベースを用いて評価している。他方、やや長い目で見れば賃金の水準の推移については、よりサンプル数が多い全サンプルベースを用いて評価している。

図表25：失業率と労働力率



図表26：求人倍率



図表27：名目賃金

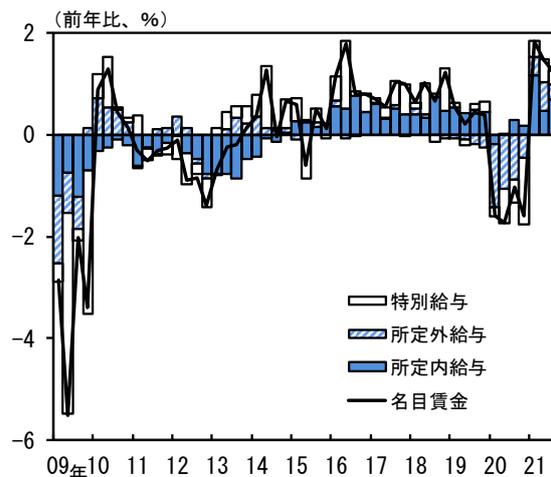


不足感の強い医療・福祉における賃上げに加え、需要が持ち直している対面型サービス業の賃金も水準を切り上げており、緩やかな上昇を続けている。また、パートの時間当たり所定内給与の前年比は、対面型サービス業における労働需要の持ち直しに加え、最低賃金の引き上げの影響もあって、振れを均せば1%台前半のプラスとなっている。この間、所定外給与は製造業の生産回復を反映して持ち直し基調にあり、前年比も高めのプラスとなっているが、感染症前の水準をなお大幅に下回っている。特別給与は、前年度下期以降の企業業績の改善を反映して、大きく落ち込んだ前年との対比で見ればプラスとなっている。

先行きの賃金動向を展望すると、所定内給与は、当面、人手不足の状況が続くもとで正規雇用の賃金上昇が続くほか、最低賃金の上昇や対面型サービス業の需給改善の効果もあって非正規雇用の賃金上昇も続く一方、非正規雇用の回復に伴うパート比率の上昇が幾分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。その後は、企業業績の改善や物価上昇率の高まりを受けて、緩やかに上昇していくと考えられる。所定外給与は、「働き方改革」の進展を受けた所定外労働時間の下方トレンドの影響を受けるものの、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緩やかに増加していくとみられる。特別給与（賞与）は、収益改善から一定のラグを伴いつつも、着実に増加していくと予想される。以上を総合すると、一人当たり名目賃金は、緩やかな上昇が続くとみられる。

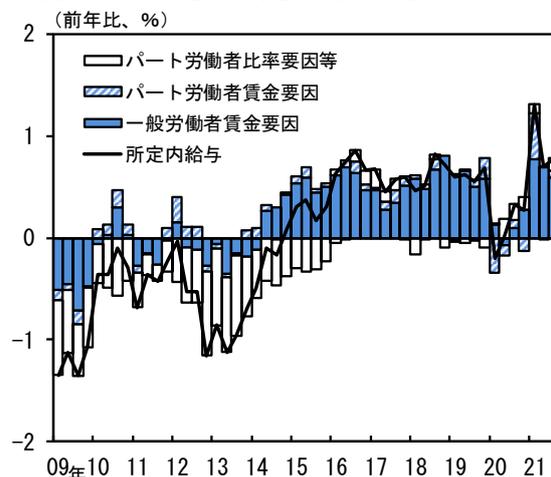
雇用者所得は、上記のような雇用・賃金情勢を反映して、緩やかな改善傾向にあるものの、水準はなお低めとなっている（図表30）。先行きの雇用者所得は、景気の改善に伴い緩やかな増加を続

図表28：名目賃金の要因分解



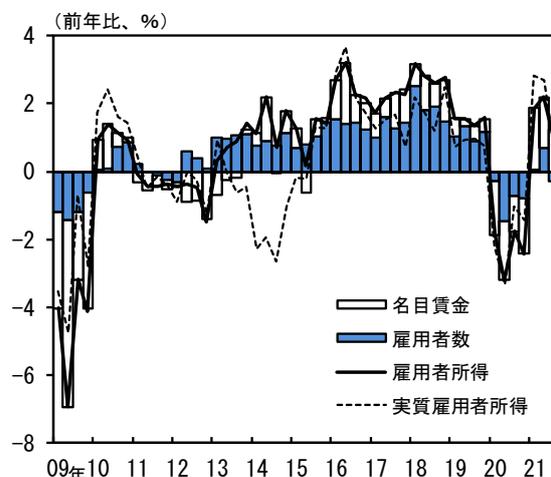
(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表29：所定内給与の要因分解



(出所) 厚生労働省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2月。
 2. 2016/10以降は、共通事業所ベース。

図表30：雇用者所得



(出所) 厚生労働省、総務省
 (注) 1. 各四半期は、10：3～5月、20：6～8月、30：9～11月、40：12～2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。

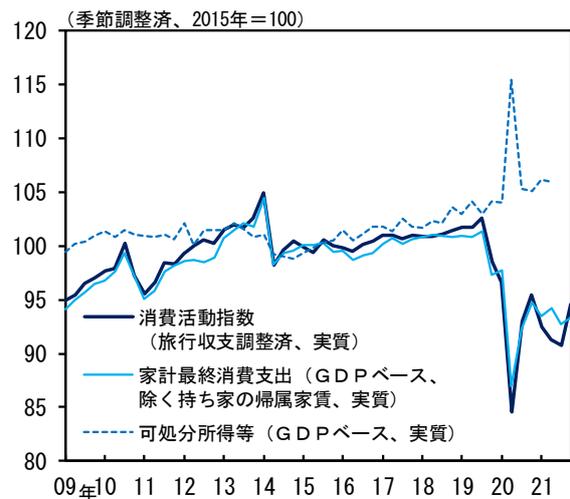
け、水準も明確に切り上がっていくと予想される。

(家計支出)

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。

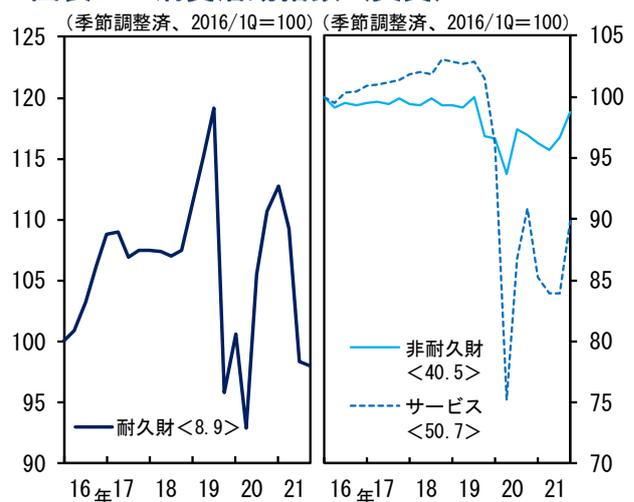
わが国の消費活動を包括的に捉える観点から、各種の販売・供給統計を合成した消費活動指数(旅行収支調整済)¹³をみると、2021年1～3月に減少したあと、低めの水準で推移してきたが、10～11月の7～9月対比は、+4.3%とはっきりと増加した(図表31、32)。各種の高頻度データや業界統計、企業からのヒアリング情報などを踏まえると(図表33)、その後もサービス消費の改善が続いているほか、供給制約の影響が緩和するもとで、実店舗への来店客数の増加もあって、財消費も底堅く推移しているとみられる。ただし、本年入り後はオミクロン株の感染が国内でも拡大しており、一部の地域にはまん延防止等重点措置も適用されるなど、その影響については不確実性が高い。

図表31：個人消費



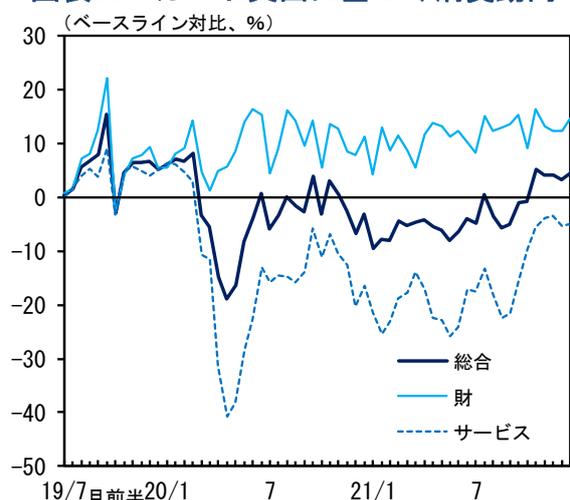
(出所) 日本銀行、内閣府等
 (注) 1. 消費活動指数(旅行収支調整済)は、除くインバウンド消費・含むアウトバウンド消費(日本銀行スタッフ算出)。2021/4Qは、10～11月の値。
 2. 家計最終消費支出の2021/4Qは、消費総合指数(10月までの値)を用いて日本銀行スタッフが試算。
 3. 可処分所得等は、可処分所得に年金受給権の変動調整を加えたもの(年次推計値および速報値を用いて算出)。家計最終消費支出デフレーターを用いて実質化。

図表32：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。2021/4Qは、10～11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33：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年度の当該半月の平均。

¹³ 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。なお、オンライン消費を明示的に取り込んだ消費活動指数+ (プラス)も同様の推移となっているが、オンライン消費の増加を反映して、感染症拡大以降のマイナス幅は若干小さくなっている。

形態別にみると、耐久財消費は、夏場にかけて、在宅関連需要の一巡に加え、一部の供給制約から減少してきたが、足もとでは供給制約の緩和などから持ち直している（図表 34）。乗用車の新車登録台数は、供給制約の影響から昨年9月に大幅に落ち込んだあと、その影響が和らぐもとで持ち直している。家電販売額は、パソコンなどの在宅関連需要の一巡や一部製品の供給制約による品不足の影響がみられるが、感染状況が総じて抑制され、来店客数が増加するもとで、全体としては底堅く推移した。非耐久財消費は、増加している。食料品や日用品などは、外食の増加などを受けて巣ごもり需要が幾分減退しているものの、行楽地などでの需要の持ち直しもあって、堅調に推移した。衣料品や身の回り品は、人々の外出意欲の持ち直しや百貨店等への来店客数の増加などを背景に、増加した。

サービス消費は、昨年9月に下げ止まったあと、改善傾向が続いている（図表 35）。外食は、9月にかけては全国的に緊急事態宣言やまん延防止等重点措置が継続されるもとで低水準で推移したが、その後は酒類提供の再開に加え、時短営業要請等の緩和も段階的に進んだことから、11月にかけて、少人数の利用を中心に、居酒屋等を含めて大きく増加した。国内旅行も、9月まで弱めの動きを続けたが、10月、11月と自治体独自の観光支援策（県民割）の再開もあって、近距離旅行を中心に大きく増加した。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、年末・年始にかけても、サービス消費は増加傾向を維持したとみられる（図表 36、37）。なお、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

図表34：耐久財消費



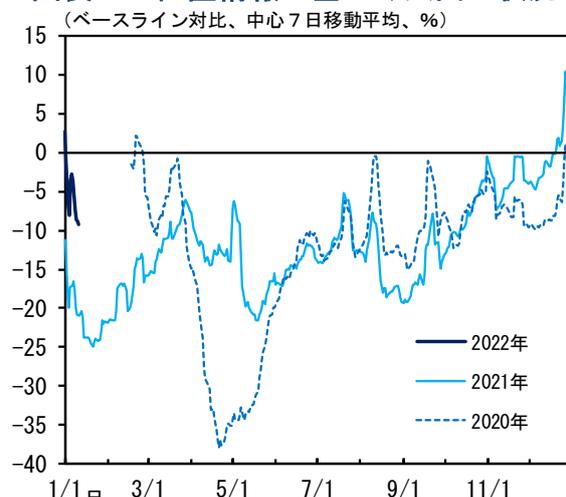
(出所) 日本自動車販売協会連合会、全国軽自動車協会連合会、経済産業省、総務省
(注) 家電販売額の実質値は、商業動態統計の機械器具小売業販売額指数と各種家電関連商品のCPIを用いて日本銀行スタッフが算出。

図表35：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36：位置情報に基づく人出の状況



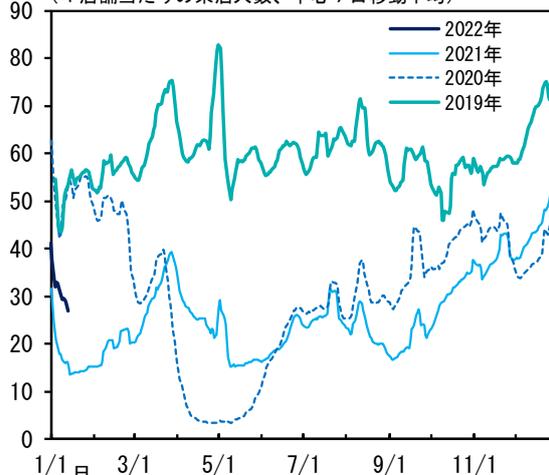
(出所) Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports."
<https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2022/1/18.
(注) 1. ベースラインは、2020/1/3～2/6日の該当曜日の中央値。
2. レストラン、ショッピングセンター、テーマパーク等の訪問者数。
3. 直近値は、1/8～14日の平均値。

38)、消費者態度指数は、改善傾向を辿っており、足もとでは2020年春の感染症拡大前と同程度の水準で推移している。企業に対し景気の「方向性」を調査する景気ウォッチャー調査の現状判断DI（家計動向関連）も、9月以降、飲食関連やサービス関連を含めて大幅に改善している。

先行きの個人消費は、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、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、回復していくと予想される。その後は、ペントアップ需要や経済対策の効果は徐々に減衰していくものの、雇用者所得の改善が続くもとの、緩やかな増加を続けると考えられる¹⁴。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、見通し期間の終盤にかけて感染症拡大前の平均的な水準を幾分上回っていくと想定している（図表39）。

図表37：飲食店への来店人数

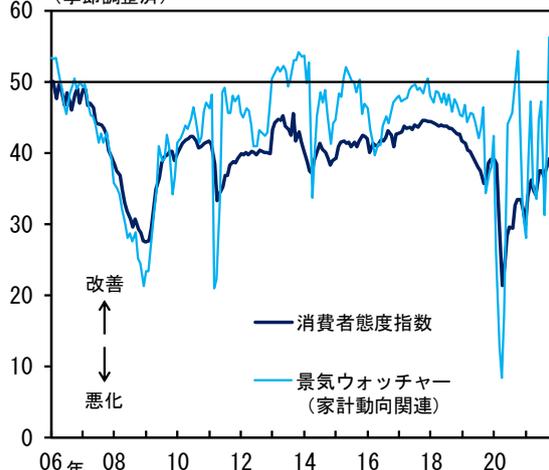
（1店舗当たりの来店人数、中心7日移動平均）



（出所）TableCheck
 （注）1. 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5,800店舗。
 2. 直近値は、1/10～16日の平均値。

図表38：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39：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（年次推計値および速報値を用いて算出）。

¹⁴ 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（いわゆる「強制貯蓄」）については、先行き、緩やかに取り崩されていくと想定している。詳しくは2021年4月展望レポートのBOX3を参照。

住宅投資は、持ち直している（図表 40）。住宅投資の先行指標である新設住宅着工戸数をみると、2020 年 10～12 月をボトムに昨年央頃まで持ち直しを続けたあと、足もとは横ばい圏内で推移している。先行きの住宅投資は、当面は振れを伴いつつも横ばい圏内で推移したあと、見通し期間末にかけては、人口動態を反映して、緩やかな減少トレンドを辿ると考えられる。

図表40：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、国際商品市況や為替相場の動きを反映して、はっきりとした上昇を続けている（図表 41）。企業向けサービス価格（除く国際運輸）の前年比は、前年の下落の反動に加え、広告サービスや宿泊サービスにおける需要回復もあって、0%台後半のプラスとなっている。

消費者物価の前年比をみると、除く生鮮食品は、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（図表 42）。除く生鮮食品・エネルギーについて、携帯電話通信料等の一時的な要因を除いたベースの前年比をみると¹⁵、0%台半ばのプラスが続いている（前掲図表 41）。

除く生鮮食品・エネルギー（携帯電話通信料等の一時的な要因を除く）の内訳をみると、財や一般サービス、公共料金いずれも前年比で上昇している（図表 43）。財は、日用品や耐久消費財で底堅い動きが続いているほか、食料工業製品は一部における原材料コストを転嫁する動きからプラス幅が緩やかに拡大している。一般サービスでは、宿泊料（Go To トラベルの影響を除く）が持ち直すもとで、外食や家事関連サービスの一部では原材料コストや人件費を転嫁する動きがみられる。公共料金については、火災・地震保険料や一部自治体の水道料・下水道料が幾分上昇している。

¹⁵ 「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。

図表41：物価関連指標

	(前年比、%)			
	21/1Q	21/2Q	21/3Q	21/4Q
消費者物価指数 (CPI)				
除く生鮮	-0.5	-0.6	0.0	0.3
携帯電話通信料等の影響を除く	-0.5	0.4	1.0	1.6
除く生鮮・エネルギー	0.0	-0.9	-0.5	-0.7
携帯電話通信料等の影響を除く	0.0	0.2	0.6	0.6
国内企業物価指数 (前期比)	1.6	2.5	1.9	2.5
企業向けサービス価格指数	0.2	1.0	0.8	0.7
GDPデフレーター	-0.1	-1.1	-1.2	
内需デフレーター	-0.5	0.3	0.5	

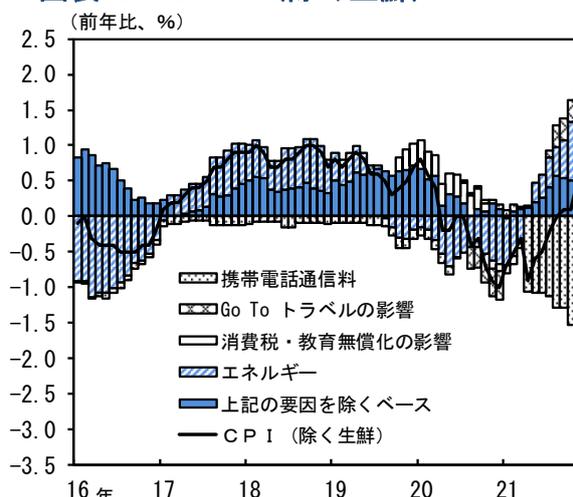
(出所) 総務省、日本銀行、内閣府

(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。

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2021/4Qは、10~11月の値。

図表42：CPI (除く生鮮)

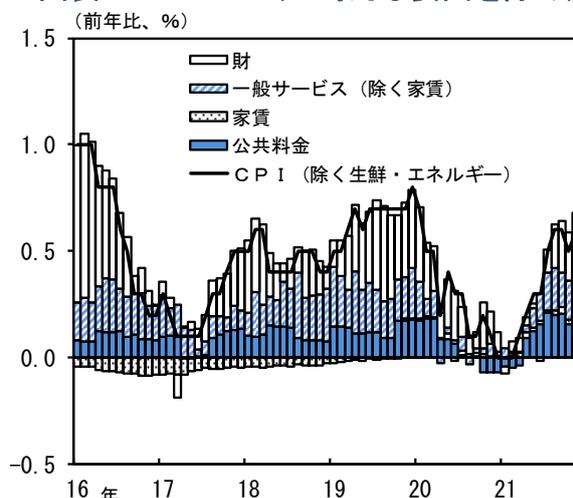


(出所) 総務省

(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43：CPI (一時的な要因を除く)



(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、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。

消費者物価の基調的な動きを捉える指標をみると(図表44)¹⁶、刈込平均値は、食料工業製品や日用品などの上昇を反映して、0%台後半まで上昇している。加重中央値や、一部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。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をみると、食料工業製品などで上昇品目が緩やかな増加傾向にあることから、「上昇」超幅が引き続き拡大しており、足もとでは感染症前の2019年頃の水準に戻っている(図表45)。

以上のように、消費者物価の上昇率は、基調的にみれば、感染症の影響が徐々に和らぐもとで、一部に原材料コストの転嫁もあって、緩やかに上昇している。

この間、内需デフレーターをみると、携帯電話通信料の引き下げの影響から個人消費デフレーターが下落している一方、資材価格等の上昇を反映して設備投資や住宅投資等のデフレーターが大幅に上昇していることから、前年比は0%台半ばのプラスとなっている(前掲図表41)。一方、GDPデフレーターの前年比は、原油価格などの動きを反映した輸入デフレーターの上昇が押し下げに作用し、-1%台前半のマイナスとなっている。

(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

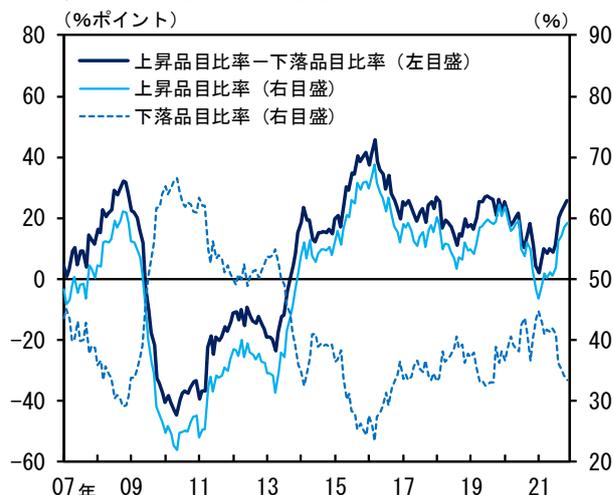
¹⁶ 刈込平均値とは、大きな相対価格変動を除去するために、品目別価格変動分布の両端の一定割合(上下各10%)を機械的に控除した値。最頻値とは、品目別価格変動分布において最も頻度の高い価格変化率。加重中央値とは、価格上昇率の高い順にウエイトを累積して50%近傍にある値。いずれの指標も、消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除いた個別品目の指数をもとに算出している。

図表44：各種コアインフレ率指標



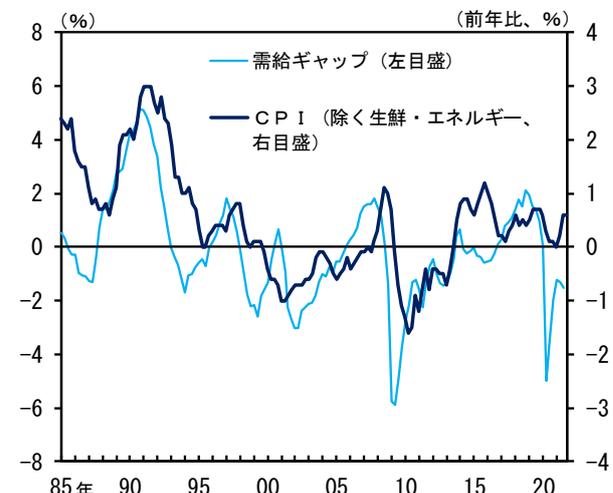
(出所) 日本銀行、総務省
(注) CPI(消費税率引き上げ・教育無償化政策、Go To トラベルの影響を除く)を用いて日本銀行スタッフが算出。2020/4月以降のCPIは、高等教育無償化等の影響を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表45：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を除いた日本銀行スタッフによる試算値。

図表46：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。2021/4Qは、10~11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。

に、マクロ的な需給ギャップについては、先行き、経済が潜在成長率を上回る成長経路に復していくもとで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（前掲図表3、図表46）。

第2に、中長期的な予想物価上昇率は、緩やかに上昇しており（図表47、48）、先行きも上昇傾向を辿るとみられる。すなわち、「適合的な期待形成」の面では、マクロ的な需給ギャップが改善していくもとで、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。

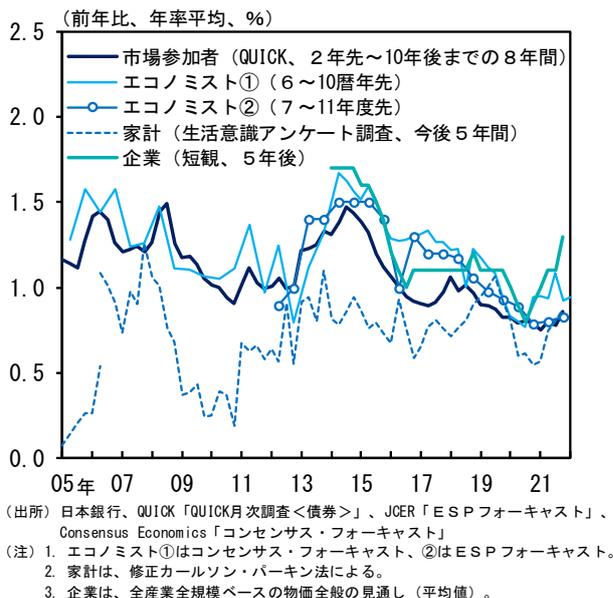
第3に、輸入物価をみると、原油や銅などの国際商品市況の上昇ないし高止まりを反映して、はっきりとした上昇を続けている（図表49）。国際商品市況の上昇やそのもとでの最近の国内企業物価の上昇は、川上から川下へと徐々に転嫁され、最終的には、消費者物価を押し上げる要因となる¹⁷。当面、石油製品や電気代・都市ガス代などのエネルギー価格の上昇に加え、食料品や外食を中心とした緩やかなコスト転嫁の動きも、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比を押し上げていくと予想される。

（物価の先行き）

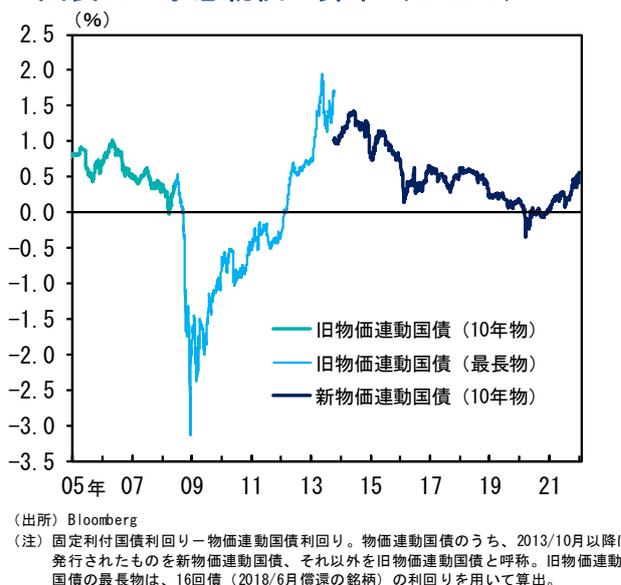
以上の基本的な考え方を踏まえると、先行きの基調的なインフレ率は、感染症の影響が和らぐにつれて、需給ギャップの改善に加え、予想物価上

¹⁷ BOX 2では、輸入物価の上昇が消費者物価に与える影響について整理している。

図表47：予想物価上昇率（各種調査）



図表48：予想物価上昇率（BEI）



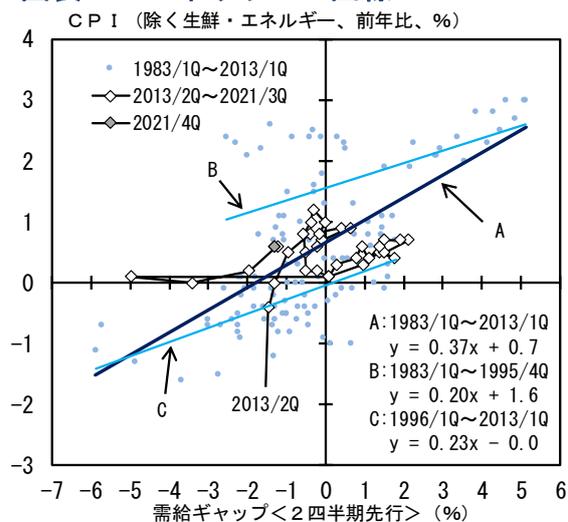
図表49：国際商品市況



昇率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。携帯電話通信料等の一時的な要因を除くベースの消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、当面、食料品等で原材料コストの転嫁が緩やかに進むもとの、プラス幅を拡大するとみられる。その後も、需給ギャップの着実な改善が続くことに加え、中長期的な予想物価上昇率が、「適合的」、「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、これら一時的な要因を除くベースの消費者物価の前年比は高まっていくと考えられる（図表50）。

そのうえで、エネルギー価格のほか、携帯電話通信料やGo Toトラベル事業の影響を含む消費者物価（除く生鮮食品）の前年比の先行きを展望すると、本年度末にかけては、原油価格上昇を受けてエネルギー価格は押し上げに働くものの、既往の携帯電話通信料の引き下げによる大幅な下押しが続くほか、Go Toトラベル事業の影響もあって¹⁸、プラス幅をいったん縮小する可能性が高い。その後は、エネルギーや食料品価格等が引き続き押し上げに働くもとの、携帯電話通信料の引き下げの影響が剥落していくことから、除く生鮮食品のプラス幅ははっきり拡大すると考えられる。見通し期間の終盤にかけては、エネルギー価格等の押し上げは減衰する一方、需給ギャップの改善や予想物価上昇率の高まりを背景とした幅広い物価上昇を反映して、除く生鮮食品の前年比は、1%程度の上昇率が続くと考えられる。

図表50：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。2021/4Qは、10~11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。

¹⁸ 2020年に実施されたGo Toトラベル事業に伴う宿泊料の割引の反動による物価押し上げ寄与は、本年1月に剥落する。また、同事業が再開され、割引が消費者物価の宿泊料に反映されれば、その実施期間の物価の押し下げ要因となる。

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¹⁹。

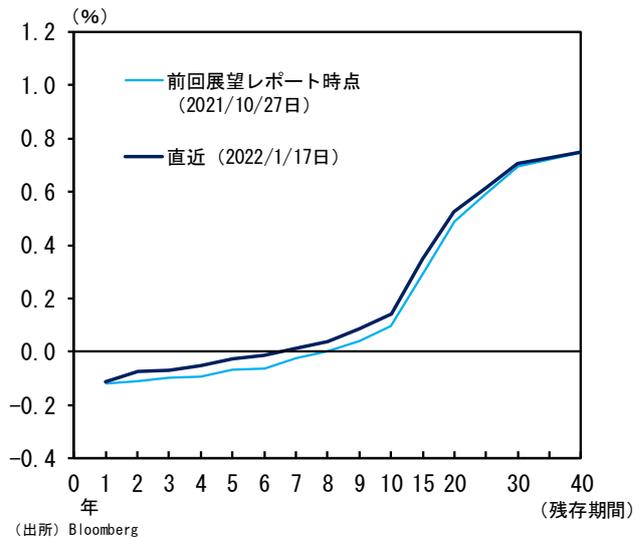
日本国債のイールドカーブをみると、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」のもとで、現行の金融市場調節方針（短期政策金利：-0.1%、10年物国債金利：ゼロ%程度）と整合的な形状となっている（図表51）。すなわち、日本銀行が、長期国債、短期国債ともに、上限を設けず必要な金額の買入れを行うもとの、短めのタームは小幅のマイナス領域、10年物はゼロ%程度で推移している。この間、20年物は、0%台半ばで推移している。

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52）。C Pの発行金利は、2020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C P等買入れの増額を受けて低下し、その後も、大企業の感染症対応の資金需要が落ち着くもとの、きわめて低い水準で推移している。感染流行後に一時的に悪化した短観のC P発行環境判断D Iも、発行金利の落ち着きなどを反映して改善傾向にある。社債の発行金利も、2020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D Iでみると、大企業は感染症拡大前と比べ幾分低下した水

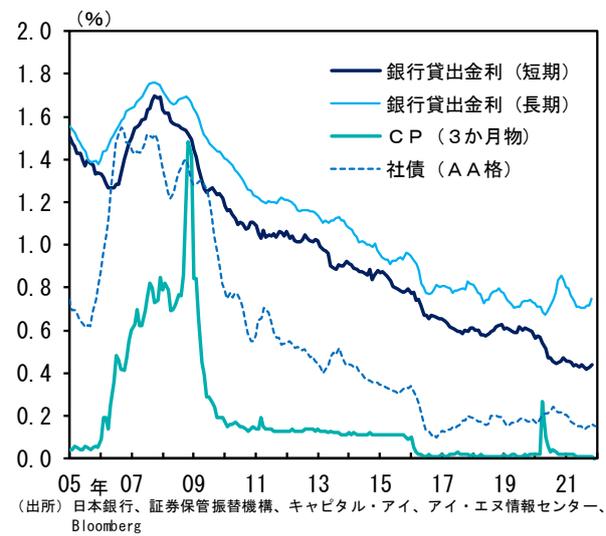
¹⁹ 新型コロナウイルス感染症拡大以降の企業金融の動向については、B O X 3を参照。

図表51：イールドカーブ



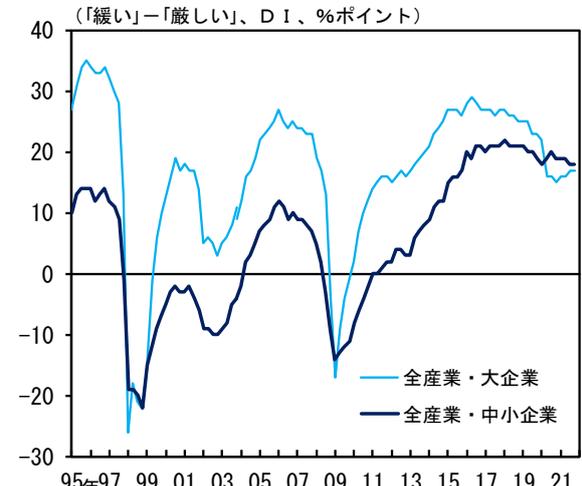
(出所) Bloomberg

図表52：貸出金利とC P・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. C P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53：企業からみた金融機関の貸出態度



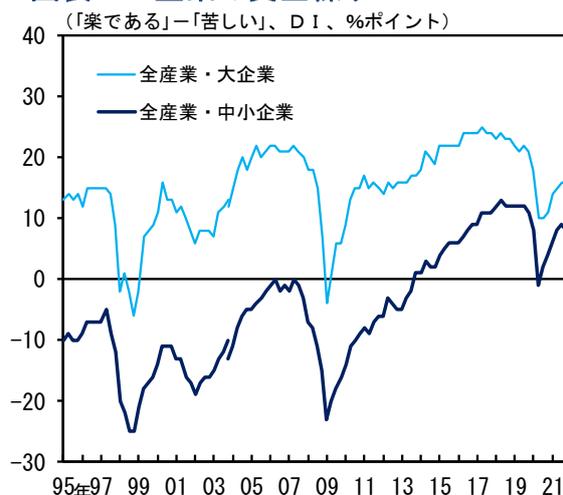
(出所) 日本銀行
 (注) 短観の金融機関の貸出態度判断D I。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

準となっているものの、日本銀行・政府による資金繰り支援策や、金融機関の取り組みに支えられて、全体としてみれば緩和的な水準を維持している（図表 53）。企業の資金繰りを短観のDIで見ると、感染症の影響を受けやすい業種や中小企業を中心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（図表 54）。

企業の資金需要面をみると、一部では原材料コストの上昇を受けた運転資金需要の高まりがCP市場を中心にみられているが、感染症の影響を受けた予備的な流動性需要は総じて落ち着いている。こうしたもとで、銀行貸出残高の前年比、CP・社債計の発行残高の前年比は、感染拡大直後と比べてプラス幅を縮小し、それぞれ0%台半ば、9%程度となっている（図表 55）。

マネタリーベースをみると、ひと頃に比べ減速しつつも、足もとではなお前年比 8%台前半のプラスとなっており、残高は670兆円（対名目GDP比率は125%²⁰）となっている。マネーストック（M2）の前年比も、貸出残高などの動きを反映して伸びが低下しているが、財政支出の増加を背景に、なお3%台後半のプラスを維持している（図表 56）。

図表54：企業の資金繰り



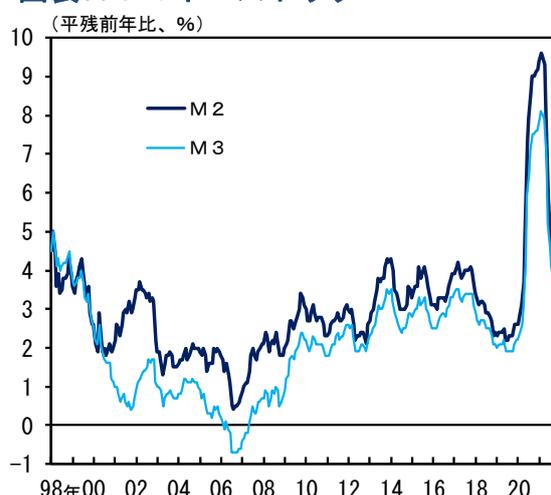
（出所）日本銀行
（注）短観の資金繰り判断DI。2003/12月調査には、調査の枠組み見直しによる不連続が生じている。

図表55：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56：マネーストック



（出所）日本銀行

²⁰ マネタリーベースは2021年12月末時点、名目GDPは同年7～9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、好調な企業決算やオミクロン株に関する不確実性、米欧の金融緩和の縮小の動きといった強弱双方の要因が意識され、振れの大きい展開となっている。

米欧の長期金利(10年物国債利回り)をみると、米国では、オミクロン株の発生を受けた安全資産需要の高まりから低下する局面もみられたが、インフレ率の上昇に伴うFRBの金融緩和縮小の動きなどが意識され、上昇している(図表57)。ドイツの長期金利も、ECBの早急な金融緩和縮小に対する見方の修正から低下した局面がみられたものの、米金利に連れて、上昇している。

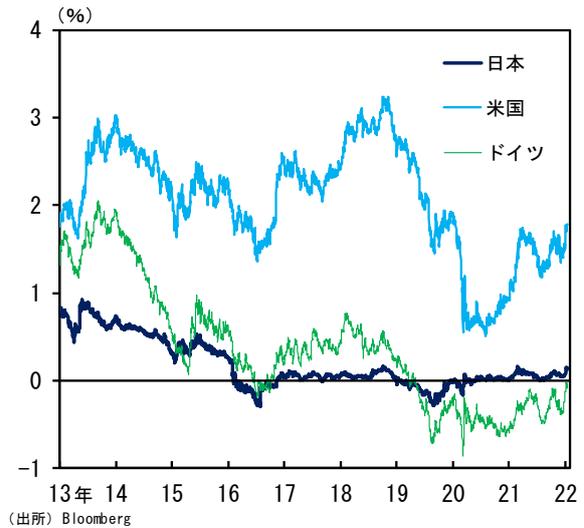
円を見合いとするドル調達にかかるプレミアムは、年末越えを意識した季節的な動きから上昇圧力がかかる局面もみられたが、振れを均せば低水準で推移している(図表58)。

株式市場をみると、米欧の株価は、好調な企業決算などを背景に、高値圏で推移している。もっとも、オミクロン株の発生などをを受けてリスクセンチメントが悪化した局面では大きめに下落するなど、振れの大きい展開となっている(図表59、60)。わが国の株価も、好調な企業決算などをを受けて上昇したあと、グローバルにリスクセンチメントが悪化した局面では大きめに下落するなど、振れの大きな動きとなっている。新興国株価は、商品市況や感染状況などに応じて国・地域ごとにばらつきがみられるものの、全体としては、横ばい圏内で推移している。

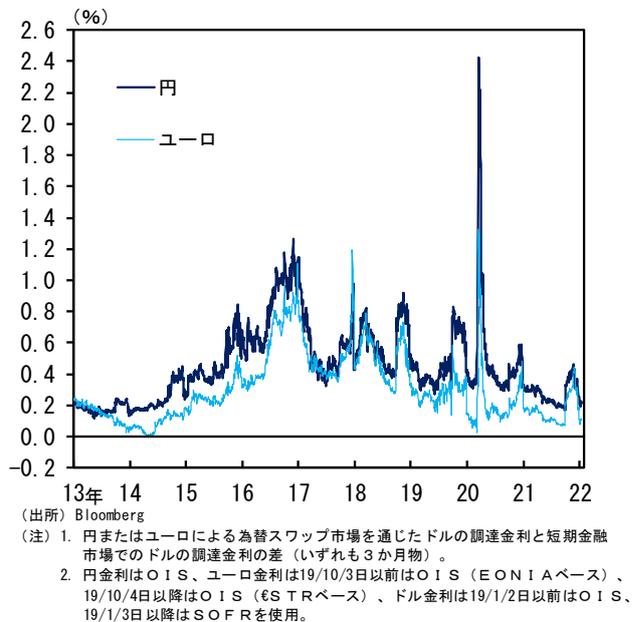
わが国の不動産投資信託(J-REIT)市場をみると、J-REIT価格は、米金利の上昇などをを受けて、幾分下落している(図表61)。

為替市場をみると、円の対ドル相場は、日米金

図表57：主要国の長期金利（10年物国債）



図表58：ドル資金調達プレミアム



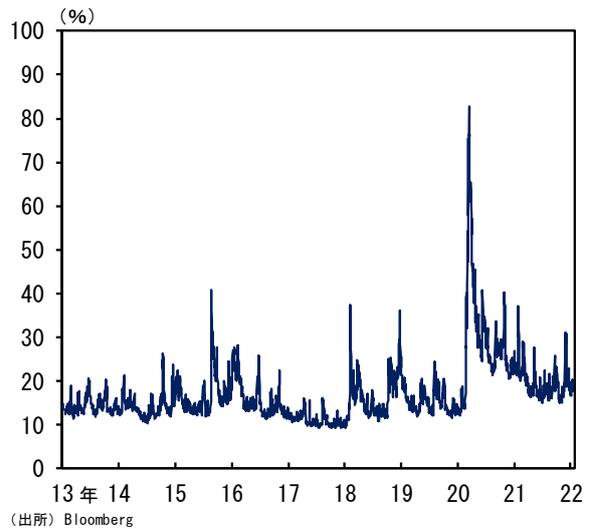
図表59：主要株価指数



利差の拡大を受けて、振れを伴いつつも、幾分ドル高・円安方向の動きとなっている（図表 62）。
 円対ユーロ相場は、ユーロ圏での感染者数の増加などからユーロ安・円高方向に推移したあと、足もとでは、欧州金利の上昇を受けてユーロ高・円安方向に戻す動きとなっている。

以 上

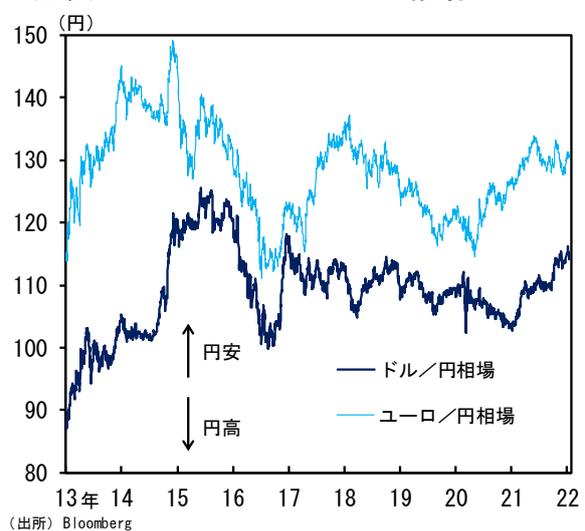
図表60：株価のボラティリティ（VIX）



図表61：主要REIT指数



図表62：ドル円・ユーロ円相場



(BOX 1) 為替変動がわが国実体経済に与える影響

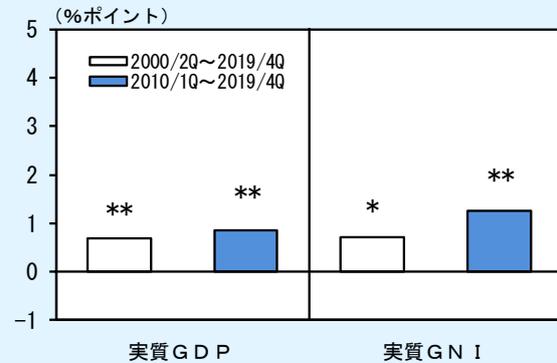
本BOXでは、為替変動がわが国経済に与える影響について、近年の構造変化も考慮しつつ、客観的なデータに基づいた実証分析を提示する。

為替変動（以下、円安時を想定するが、円高時は方向が逆となる）が経済に影響を及ぼす経路は多岐にわたる。具体的には、①輸出企業の価格競争力改善を通じた財輸出数量の増加、②円ベースでみた財輸出額の増加を通じた国内企業収益の増加、③サービス輸出（訪日外国人によるインバウンド消費）の増加、④海外からの所得のネット受取額の円換算値でみた増加（所得収支の改善要因）、⑤輸入コスト上昇による国内企業収益の下押しあるいは消費者の購買力低下、がある。このうち、①と②は、企業が円ベースでみた価格と数量のどちらを変化させるかに依存し、短期的にはトレードオフの関係にある。また、長い目で企業が海外生産シフトを進めれば、①や②の経路を介した効果が縮小する一方、④の経路を介した効果は高まる。このように、為替変動が実体経済に影響を及ぼす経路は、企業戦略や経済構造の変化とともに変化する。

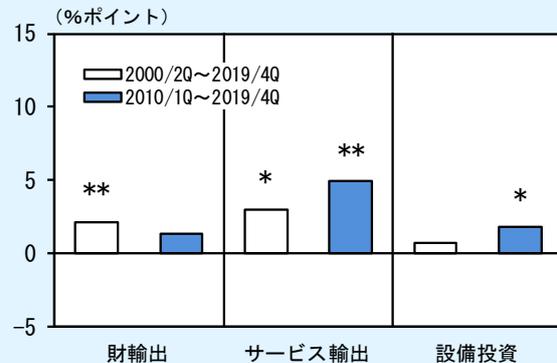
上記を踏まえ、VARモデルで、実質実効為替レートに10%の円安ショックが加わったときのマクロ変数の変化を測定した²¹。その際、近年の経済構造変化の可能性を考慮し、①感染症拡大前までの20年間（2000～19年）と、②その後半10年間（2010～19年）の推計結果を比較した。

まず、基本的な結果として、円安の実質GDP

図表B1-1：10%円安ショックに対する反応
①実質GDP、実質GNI



②実質GDPの内訳項目



(出所) BIS、内閣府、オランダ経済政策分析局、IMF等

- (注) 1. 実質実効為替レート（対数前期差）、各経済変数（同左）を内生変数として、世界実質GDP（前期比）を外生変数としたVARモデルを推計（ショックの識別は上記の順のコレスキー分解、ラグは3期）。10%円安ショックに対する4期後までの累積反応。
2. 実質財輸出、実質設備投資は、世界実質GDPの代わりに世界貿易量（対数前期差）を外生変数として利用。
3. 実質財輸出は、東日本大震災ダミー<2011/2~30>、実質サービス輸出は、東日本大震災ダミー<2011/20>、国際収支統計基準変更ダミー<2014/10>を推計に含めている。
4. 図中の**、*は、それぞれ5%、10%有意（ブートストラップ法に基づく）を示す。

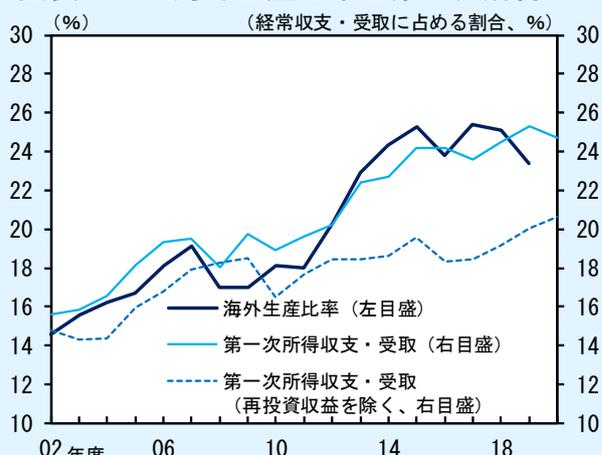
²¹ VARモデルを用いて、為替レートの前期比に10%の円安ショックが加わった場合の4期後までの累積反応を観察した。なお、8期後、12期後までの累積反応を観察しても、結果に大きな変化はない。

への効果は、近年も含め、統計的に有意にプラスであることを確認できる（図表 B1-1①）。

次に、円安がわが国経済・物価に影響を及ぼす主要な経路は、近年変化している。第1に、円安による財輸出数量の押し上げ効果は、近年低下している（図表 B1-1②）²²。その背景として、主要な輸出企業が2010年代の半ばまで、生産拠点の海外移管を進めたこと（図表 B1-2）、その過程で国内生産財の高付加価値化が進んだことなどから、ドルなど外貨建ての輸出価格が為替レートに連動しなくなった点が挙げられる（図表 B1-3）²³。この点について、詳細な品目別データを用いて分析すると、近年も引き続き多数の品目（分析対象とした2,710品目中、1,947品目）で輸出数量の為替弾性値が有意にプラスとなっているが、10年前と比べると分布が左方向（為替弾性値が低下する方向）にシフトしている（図表 B1-4）。業種別に見ると、海外生産比率が高く、製品の高付加価値化が進んだ業種で、為替弾性値が低下した品目が多くなっている。

第2に、その一方で、円安が所得収支の改善を通じて国内経済にプラスの影響を与える効果は、近年強まっている。企業のグローバル化により、わが国の企業が海外事業から獲得する収益、及び配当等を通じたその国内への還流額は、着実に増加している（前掲図表 B1-2）。その結果、先ほどのVAR分析を実質GDPではなく実質GNI（実質GDPに交易利得と海外からの所得の純受

図表B1-2：海外生産比率と第一次所得



(出所) 経済産業省、財務省・日本銀行
 (注) 海外生産比率は、海外事業活動基本調査の国内全法人ベース（製造業における「現地法人売上高÷（現地法人売上高+国内法人売上高）」）。

図表B1-3：輸送用機器の輸出価格



(出所) 日本銀行、BIS
 (注) 名目実効為替レートの2021/4Qは、10~11月の値。

²² この点は、日銀レビュー「わが国の輸出を取り巻く環境変化：世界貿易量と輸出シェアからのアプローチ」（2015-J-6）や2018年4月展望レポートのBOX2でも指摘している。

²³ 外貨建ての輸出価格が為替レートに連動しない場合は、輸出数量が増加しないものの、円建ての輸出価格は上昇するため、円安が輸出採算の改善を通じて輸出額や企業収益にプラスに働く点は変わらない。

取を加えた概念)で行うと、円安のプラス効果は、近年、より大きくなっていることが確認できる(前掲図表 B1-1①)。こうした海外との間の所得移転も含めた収益の増加が、国内設備投資の押し上げにもつながっているとみられる(前掲図表 B1-1②)。

第3に、物価面への影響の変化として、円安の消費者物価への転嫁は、近年、家電等の2010年代初までの輸入ペネトレーション比率の高まりを背景に、強まっているとみられる(図表 B1-5)。

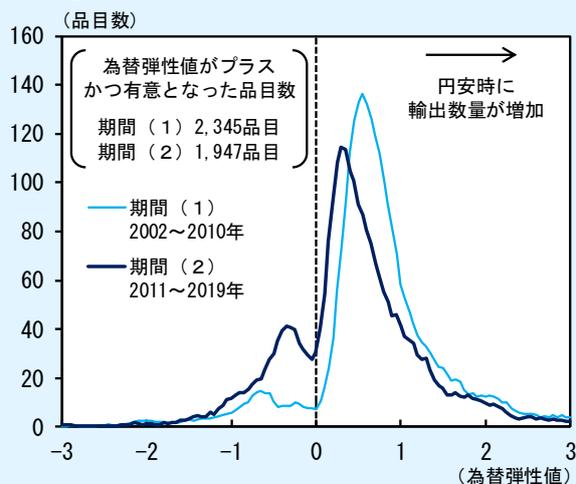
このように、近年の経済構造の変化を考慮しても、円安は引き続き、全体としてみれば、わが国の景気にプラスの影響を及ぼすと考えられる²⁴。ただし、以下の3点に留意が必要である。

第1に、輸出企業を含め大多数の企業は、事業計画の策定や遂行に当たっての不確実性を回避する観点から、為替相場について、「安定」を求める傾向が強い。この点は、幅広い企業へのヒアリング情報でも、常に確認される。円安であっても円高であっても、経済主体の対応が追い付かないペースで急激に為替相場が変化すれば、経済に悪影響をもたらす可能性はある。したがって、為替レートの水準だけでなく、変動のペースや期間を考慮する必要がある。

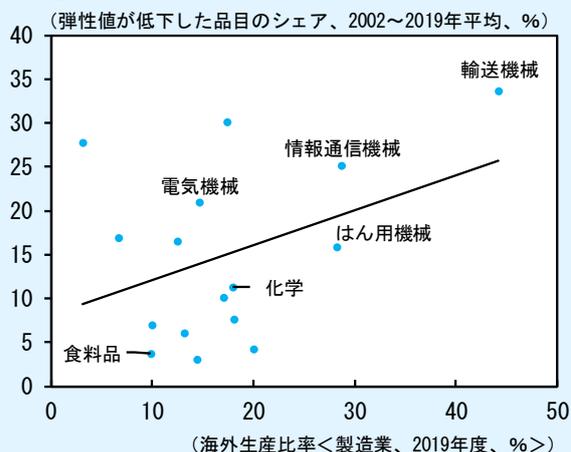
第2に、為替変動の影響の方向性や大きさは、業種や事業規模によって区々と考えられる。例えば、円安は輸出型産業の収益にはプラスに働く一方、内需型産業の収益には輸入コストの増加を通じてマイナスに働く。また、家計についても、輸

図表B1-4：円安が輸出数量に与える影響

①為替弾性値の分布



②海外生産比率と弾性値の変化



(出所) 経済産業省、財務省、総務省、B I S、オランダ経済政策分析局

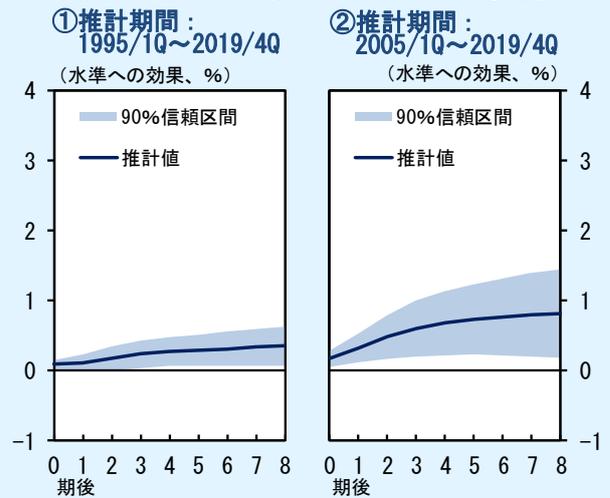
- (注) 1. 品目別の輸出数量(後方6か月移動平均の季節調整済み前月比)を、定数項、実質実効為替レート(前月比、逆符号)および世界貿易量(季節調整済み前月比)に回帰することで、為替弾性値を推計。実質実効為替レートのラグ次数は、0~24期のうち、弾性値が10%有意かつ最大となる次数を採用し、有意になるラグ次数がない場合は、0期とした。
2. 対象となる品目(統計品目番号9桁ベース)は、2002~2019年の間で欠損値が存在せず、単位に変更がない2,710品目(再輸出品は除く)。
3. 弾性値が低下した品目のシェアは、期間(1)で弾性値が有意にプラスである品目のうち、期間(2)において、弾性値のプラス幅が1以上低下した、または弾性値が有意でない品目の業種別輸出額シェア。
4. 海外生産比率の定義は、図表B1-2と同じ。

²⁴ 円安はサービス輸出(インバウンド消費)を押し上げる効果も持つ。この経路は、現在は感染症に伴う入国・渡航制限のもとで失われているが、先行き、感染症の影響が和らぐもとで同制限が緩和されていけば、再び働き始めると予想される。

入品価格などの上昇を通じて、実質所得が下押しされる。前述の輸入ペネトレーションの高まりによって消費者物価への影響が強まっている点を含めて留意が必要である。

第3に、第2の点とも関連するが、為替変動は、株価や物価に与える影響など、その時々的情勢次第で、マインドに与える影響も異なる。内閣府「景気ウォッチャー調査」のコメント情報（家計動向関連）をみると、足もとは「円安」に言及するコメントがほとんどなく、マインド面への大きな影響は確認されない（図表 B1-6）。ただし、過去を振り返ると、①2012 年末～13 年の局面では、「円安」は「株価（上昇）」とともに景気の改善を示唆するコメントの中で言及される傾向があった一方、その後の②2014 年秋～15 年の局面では、「円安」は「物価（上昇）」とともに景気の悪化を示唆するコメントの中で言及されていた。

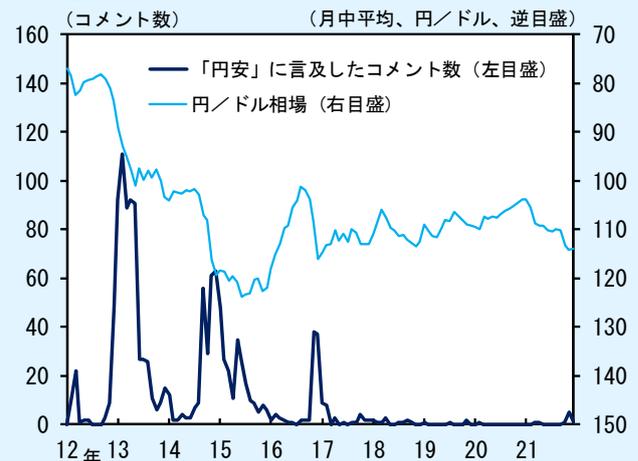
図表B1-5：10%円安のCPIへの影響



(出所) 総務省、日本銀行、BLS、Bloomberg
(注) 10%の為替円安がCPI（除く生鮮）に与える影響を、円/ドル為替レート、需給ギャップ、CPIを内生変数、実質コモディティ価格（CRB指数を米国CPIで実質化）を外生変数としたVAR（ショックの識別は上記の順のコレスキー分解、ラグは2期）により、期間別に推計。

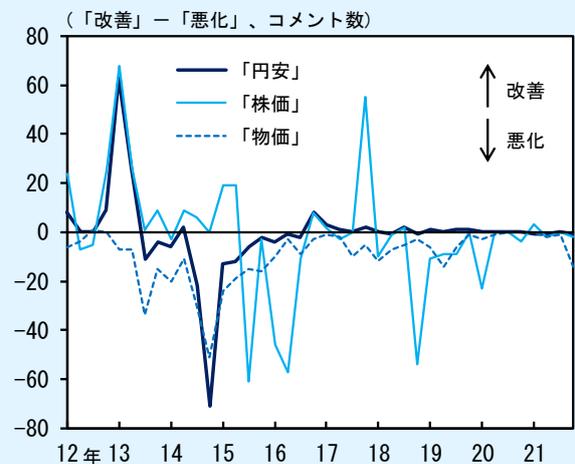
図表B1-6：円安と消費関連マインド

①景気ウォッチャー調査の円安関連コメント



(出所) 内閣府、Bloomberg
(注) 景気ウォッチャー調査のコメントは、景気の先行きに対する判断理由（家計動向関連）。

②円安に対する見方



(出所) 内閣府
(注) 景気ウォッチャー調査における景気の先行きに対する判断理由（家計動向関連）。「円安」・「株価」・「物価」に言及したコメントそれぞれについて、2～3か月前の景気が今月より「良くなる」・「やや良くなる」としたコメント数から、「悪くなる」・「やや悪くなる」としたコメント数を引いて算出。

(BOX 2) 原材料コスト上昇と消費者物価

2021 年初以降、原油に加え食料品や金属など幅広い資源価格が上昇・高止まりするも、為替円安の影響もあって、わが国の輸入物価は、はっきりとした上昇を続けている（図表 B2-1）²⁵。原材料コストの大幅な上昇を受けて、需要が回復・拡大している製造業では輸出価格を中心に製品価格が上昇しているほか、輸出環境好転の恩恵を直接被らない非製造業や中小企業でも、コストの一部を販売価格に転嫁する動きが徐々に増えてきている。本BOXでは、こうした原材料コスト上昇が消費者物価に与える影響を整理する²⁶。

今回の展望レポートでは、原材料コストなど川上段階での物価上昇は、エネルギーや食料品など一部の分野を中心に、消費者物価に転嫁されていくと予想している。ただし、中心的なシナリオとしては、コスト転嫁のペースは緩やかであり、消費者物価の上昇率は、国内企業物価と比べてかなり低めに推移すると予想している。

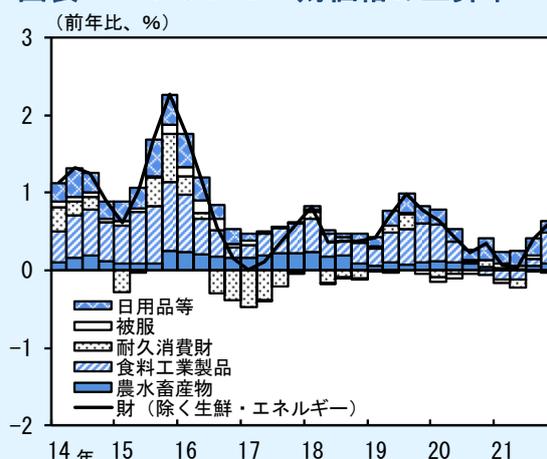
その背景としては、川上段階の物価上昇を消費者向けの販売価格に転嫁する動きは、これまでのところ、幅広い品目に広がっておらず、食料品価格に偏っていることが挙げられる（図表 B2-2）。すなわち、脱炭素関連の需要増加もあり今次局面でとくに上昇が目立つ金属・同製品の価格は、企業物価を大きく押し上げているものの、少なくとも短期的には消費者物価へのパススルーが小さいとみられる。輸入価格の上昇が、短期的に、消費

図表B2-1：輸入物価指数



(出所) 日本銀行
(注) 飲食料品は「飲食料品・食料用農水産物」、石油石炭等は「石油・石炭・天然ガス」。

図表B2-2：CPI・財価格の上昇率



(出所) 総務省
(注) 1. 消費税率引き上げの影響を除く。
2. 2021/4Qは、10~11月の値。

²⁵ 足もとの輸入物価の前年比上昇率をみると、その伸びは主に契約通貨建て価格の上昇によって説明される（2021年12月の輸入物価の前年比は、契約通貨ベースで+33.3%、円ベースで+41.9%）。

²⁶ 国際商品市況と物価との関係については、2021年7月展望レポートのBOX3も参照。

者物価の各品目をどの程度押し上げるのか、スパース推定的手法を用いて分析すると²⁷、①飲食料品の上昇が食料工業製品に属する多くの品目の価格を押し上げる（また、原材料比率の高い一部の品目はとくに大きく上昇する）一方、②金属・同製品の影響は、最終製品の原価に占める割合の低さなどを反映して、ごくわずかとなっている（図表 B2-3）。

ただし、原材料コストの消費者物価への転嫁がどの程度進むかについては、上下双方向に不確実性がある。まず、経済の再開に伴い、感染症の影響下で抑制されてきた価格競争が再開される可能性がある。本来、需要の回復は価格上昇要因であるが、平時において小売段階の激しい価格競争が常態化していたわが国の経験を踏まえると、感染症の影響が和らぎ、人流が回復していけば、業態によっては価格競争の再開が小売価格の上昇ペースを抑制することも予想される。この点について、実際に、スーパー等の小売店の価格動向をPOSデータで捉えた日経CPINowをみると、感染症の影響下では、混雑の回避や需要の価格弾力性の低下から、セールの実施が抑制されてきたことが示唆される（図表 B2-4）²⁸。

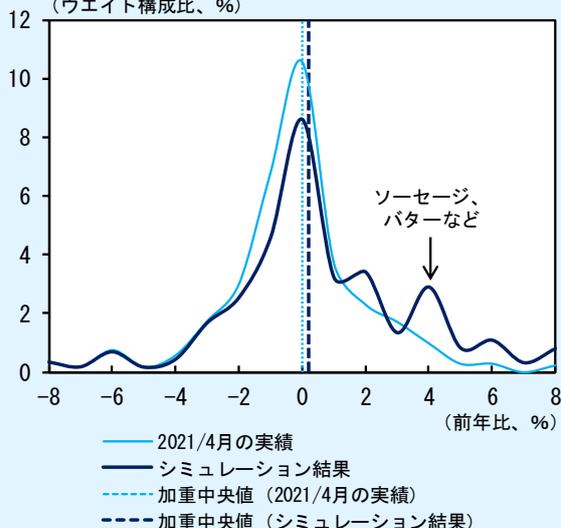
一方で、原材料コストの価格転嫁が想定以上に進む可能性もある。このところ物価上昇に対する企業のセンチメントが高まってきており、「景気ウ

²⁷ スパース推定は、多数の変数の中から説明力の高い変数だけを選択する推計手法。

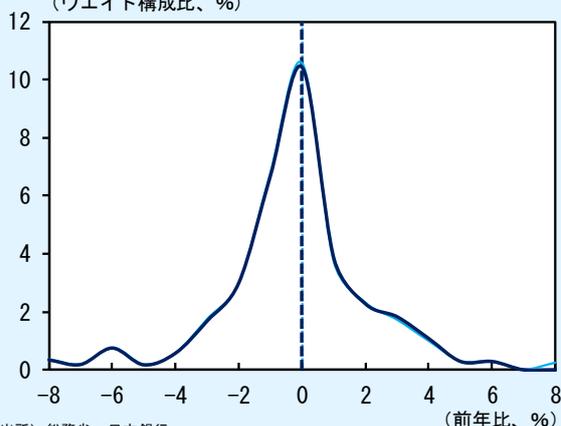
²⁸ 日経CPINowのT指数は特売を含む表面価格を調査しているのに対し、mode指数は一定期間における最頻価格を調査しており、定価に近いと考えられることから、ここでは両者の差分を「セール要因」としている。なお、厳密には、T指数はすべての特売価格を調査対象としているのに対し、総務省の消費者物価指数は7日以内の特売価格は調査対象外としているため、ここで作成した「セール要因」のすべてが消費者物価の変動に対応するわけではない。

図表B2-3：CPI上昇率の品目別分布

①過去1年間の飲食料品の輸入物価上昇の影響
(ウエイト構成比、%)

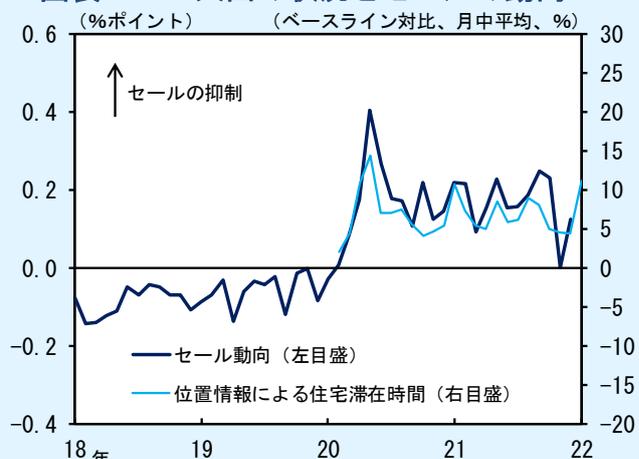


②過去1年間の金属・同製品の輸入物価上昇の影響
(ウエイト構成比、%)



(出所) 総務省、日本銀行
(注) 2021/4月のCPIの品目別分布を発射台としたうえで、スパース推定の結果に基づき、過去1年間(2020/10月~2021/10月)の輸入物価上昇がCPIの分布に与える短期的な影響をシミュレーションした。スパース推定は、財(除く生鮮・エネルギー)の各品目を被説明変数、輸入物価(飲食料品、石油石炭等、金属・同製品、繊維品、木材・木製品、林産物、化学製品、6か月ラグ)および実質消費活動指数を説明変数としたLASSO回帰(前年比ベース)。推計期間は、2004/1月~2021/10月。ウエイトは、CPI(除く生鮮・エネルギー・携帯電話通話料)に対する構成比。

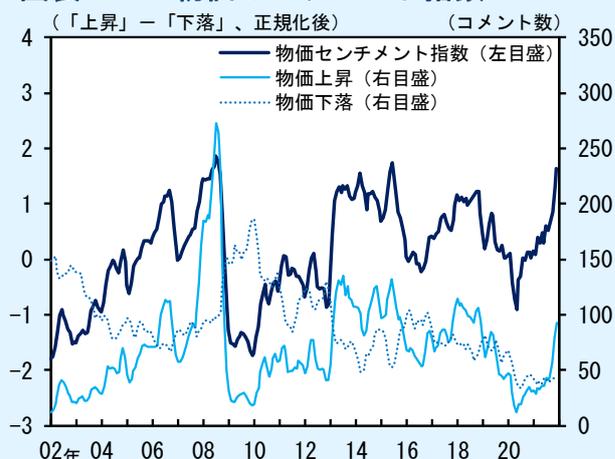
図表B2-4：人出の状況とセールの動向



(出所) 株式会社ナウキャスト「日経CPINow」、Google LLC "Google COVID-19 Community Mobility Reports." <https://www.google.com/covid19/mobility/>. Accessed: 2022/1/18.
(注) 1. セール動向は、特売を含む価格(日経CPINow・T指数)と前後28日間の最頻価格(mode指数)の2年前比(年率換算)の差として算出。
2. 住宅滞在時間のベースラインは、2020/1/3~2/6日の該当曜日の中央値。

「オッチャー調査」のコメント情報から作成した物価センチメント指数（PSI）は、上昇傾向を強めている（図表 B2-5）²⁹。また、12 月短観の販売価格判断DIも、仕入価格判断DIには及ばないものの上昇しており、製造業では 1980 年以來、非製造業では 1991 年以來の水準に達している（図表 B2-6）。こうしたセンチメントの強さが消費者物価の上昇に結びつくかどうかは、値上げに対する消費者サイドの許容度などにも左右されるが、価格転嫁が想定以上に加速し、物価が上振れるリスクも意識しておく必要がある。

図表B2-5：物価センチメント指数

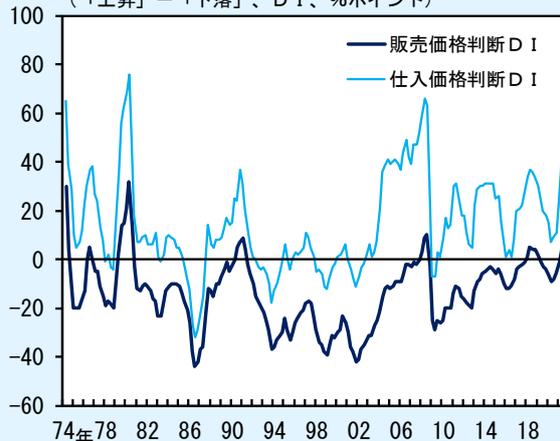


(出所) 内閣府
 (注) 物価センチメント指数は、Naïve Bayes分類器を用い、景気ウォッチャー調査（現状判断）のコメントを、①物価上昇（コメント数a）、②物価下落（同b）、③物価横ばい（同c）、④その他（同d）に分類し、 $(a-b)/(a+b+c) \times 100$ として算出し正規化したもの（後方3か月移動平均）。

図表B2-6：販売・仕入価格判断（短観）

①製造業

（「上昇」－「下落」、DI、%ポイント）



②非製造業

（「上昇」－「下落」、DI、%ポイント）



(出所) 日本銀行
 (注) 全規模ベース。

²⁹ 物価センチメント指数についての詳細は、日本銀行ワーキングペーパー「景気ウォッチャー調査のテキスト分析からみた企業の短期インフレ予想」(No.21-J-12)を参照。

(BOX 3) 新型コロナウイルス感染症拡大以降の企業金融の動向

企業を取り巻く金融環境は、2020年春の感染症流行直後にいったん緩和度合いが低下したが、その後は、各種の政策対応が奏功するもとの、改善を続けている。本BOXでは、感染症拡大以降の企業金融の動向について整理する。

一般に、感染症のような大きな負のショックは、不確実性の高まりを通じて企業等の予備的な流動性需要を増加させる一方、売上の減少や金融機関のリスクテイク姿勢の後退等を通じて、企業等の資金調達環境を悪化させる方向に作用する。実際、リーマン・ショック時には、金融機関の貸出態度が大きく悪化したほか、CP市場では、発行金利が上昇し、残高も減少した（前掲図表52、53、55）。こうした企業金融面のストレスは、企業の支出行動にも悪影響を及ぼし、景気後退を深刻化させる要因となった。2020年春頃の感染症拡大直後にも、CPの発行金利が上昇するなど、ストレスの高まりを窺わせる動きがみられた。

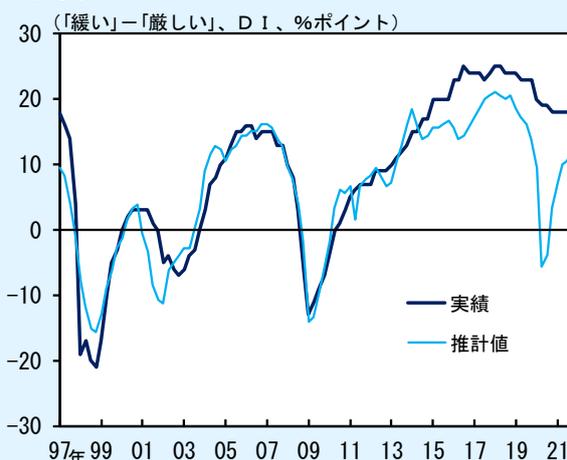
こうした状況に対応するため、日本銀行は、2020年3月以降、「新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム」（特別プログラム）を導入し、企業等の資金繰り支援を行ってきている（図表B3-1）。具体的には、CP・社債等の買入れを大幅に増額したほか、「新型コロナ対応金融支援特別オペ」により、感染症対応融資を行う金融機関に対し、有利な条件で積極的な資金供給を行っている。

このような日本銀行の対応に加え、政府の施策や金融機関の取り組みもあって、企業等の外部資金の調達環境は、過去の景気悪化局面と比べても、総じて緩和的な状態が維持されている。例えば、企業からみた金融機関の貸出態度は、業況感の悪化に連動することなく、緩和的な水準が維持され

図表B3-1：日本銀行による企業等の資金繰り支援

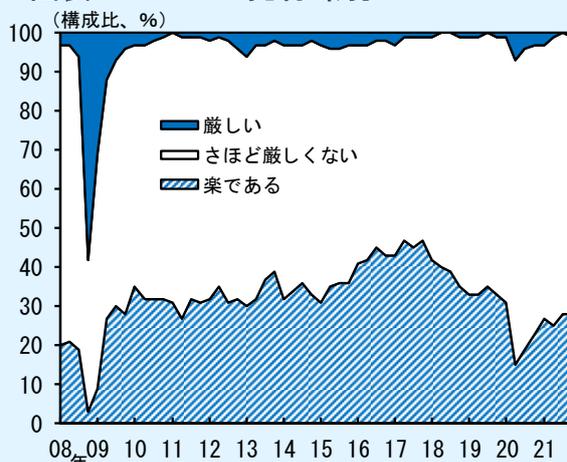
新型コロナ対応資金繰り支援特別プログラム			
CP・社債等買入れ	新型コロナ対応特別オペ		
	民間債務担保分	感染症対応融資	
		制度融資分	プロパー分
22/3月末まで	残高上限 約20兆円 従来：約5兆円	上記の民間債務担保や感染症対応融資の残高見合いで、金融機関に対し、有利な条件で資金供給	
22/4月以降 21/12月決定	平常化 感染拡大前の 買入れペースへ	終了	バックアップ措置を22/9月末まで延長 22/9月末まで延長
大企業向け・住宅ローン中心		中小企業等向け	

図表B3-2：企業からみた金融機関の貸出態度



(出所) 日本銀行
(注) 推計値は、短観の貸出態度判断DIを被説明変数、短観の業況判断DIを説明変数とする回帰式による。推計期間は、1997/3月～2013/3月。全産業全規模ベース。

図表B3-3：CP発行環境



(出所) 日本銀行
(注) 発行企業ベース（全産業）。

ている（図表 B3-2）。また、感染症流行直後に上昇していたCPの発行金利も、日本銀行の買入れ増額を受けて、比較的速やかに低下傾向に転じた。短観のCPの発行環境判断をみても、「厳しい」という回答割合は、感染拡大直後に幾分上昇したが、その後は低水準で推移している（図表 B3-3）。この間、企業の資金調達額は、民間金融機関が企業等の予備的な資金需要の高まりに融資増加で積極的に応じる中で、銀行貸出を中心に大幅に増加したあと、足もとでは落ち着きもみられ始めている（図表 B3-4）。

こうしたもとで、企業の資金繰りは、感染症拡大直後にいったん悪化したが、その後は、経済活動の再開に伴い改善が続いている（図表 B3-5）。企業の倒産件数も、経済活動の落ち込みにも拘わらず、歴史的な低水準で推移している（図表 B3-6）。

もともと、感染症の影響を受けやすい業種の中小企業の資金繰りは、改善しつつあるものの、なお厳しさが残っている。とくに、対面型サービスの中小企業の資金繰り判断DIは、直近の12月短観でも、なお大きめのマイナスとなっている。こうした状況を踏まえ、日本銀行は、引き続き中小企業等の資金繰り支援に万全を期す観点から、本年3月末が期限となっていた特別プログラムのうち、中小企業等向けの資金繰り支援に相当する部分について、期限を半年間延長することを、昨年12月に決定した（前掲図表 B3-1）。

図表B3-4：民間部門の資金調達



(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) 民間銀行貸出には、地方公共団体向けを含む。

図表B3-5：資金繰り判断DI



(出所) 日本銀行
(注) 対面型サービスは、小売、運輸・郵便、対個人サービス、宿泊・飲食サービスの加重平均値。2006/12月以前は、2007/3月の各業種のウエイトで固定。

図表B3-6：倒産件数



(出所) 東京商工リサーチ
(注) 後方6か月移動平均。

