

## 経済・物価情勢の展望（2022年4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、ウクライナ情勢等を受けた資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、新型コロナウイルス感染症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。その後は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが徐々に強まっていくなかで、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考えられる。
- 物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信用料下落の影響が剥落する2022年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとで、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。
- 2023年度までの見通しを前回の見通しと比べると、成長率については、2021年度と2022年度が、感染再拡大や資源価格の上昇、海外経済の減速の影響などから下振れているが、2023年度はその反動もあって上振れている。物価については、エネルギー価格上昇の影響などから、2022年度が大幅に上振れている。
- 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、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。
- リスクバランスをみると、経済の見通しについては、当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に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、当面は、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して上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。

<sup>1</sup> 本基本的見解は、4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、新型コロナウイルス感染症や資源価格上昇の影響などから一部に弱めの動きもみられるが、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。企業収益は全体として改善しているが、業況感は、感染症や資源価格上昇の影響などから、このところ改善が一服している。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、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、再び持ち直しつつある。住宅投資は横ばい圏内の動きとなっている。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）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、0%台後半となっている。また、予想物価上昇率は、短期を中心に上昇している。

## 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

わが国経済の先行きを展望すると、見通し期間の序盤から中盤にかけては、資源価格上昇による下押し圧力を受けるものの、感染症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。

原油や天然ガス、石炭等の資源価格や小麦等の穀物価格は、ロシアによるウクライナ侵攻を受けた供給不安の高まりなどを背景に、このところ大幅に上昇している。資源・穀物価格の上昇は、これらの大部分を輸入に頼るわが国において、海外への所得流出（交易利得の悪化）をもたらし、エネルギーや食料品の価格上昇を通じて、家計の実質所得や企業収益に対する下押し要因として作用する。もっとも、政府による原油価格高騰対策や、行動制限下で積み上がってきた貯蓄が、所得から支出へのマイナスの影響を緩和するとみられるほか、

家計部門、企業部門ともに、感染症や供給制約の影響が緩和するもとの、ペントアップ需要を含めた自律的な需要の増加が継続すると予想されることから、景気の回復が続くと考えられる。すなわち、家計部門では、感染状況が改善し、ワクチンや治療薬の普及などにより感染抑制と消費活動の両立も進むもとの、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化を主因に、回復していくとみられる。企業部門をみると、海外経済が、ウクライナ情勢による減速圧力を受けつつも総じてみれば回復を続けるもとの、輸出や生産は、供給制約の影響の緩和が見込まれる自動車関連やグローバル需要が拡大しているデジタル関連を中心に、増加するとみられる。企業収益は、原材料コストの上昇が下押し圧力として作用するものの、内外需要が増加するもとの、為替円安もあって、業種・規模間のばらつきを伴いつつ、全体として高水準を維持すると予想される。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、緩和的な金融環境が下支えとなるもとの、供給制約の緩和もあって、増加傾向が明確になっていくと考えられる。この間、政府支出は、既往の経済対策を受けて感染症関連の支出が続く中、全体として高水準で推移すると想定している。

見通し期間の中盤以降は、資源高のマイナスの影響が減衰し、所得から支出への前向きの循環メカニズムが経済全体で徐々に強まっていくなかで、わが国経済は、潜在成長率を上回る成長を続けると考えられる。ただし、ペントアップ需要の顕在化による押し上げ圧力が和らいでいくため、成長ペースは鈍化していく可能性が高い。

家計部門をみると、雇用者所得は、対面型サービス部門の回復に伴う非正規雇用の増加に加え、労働需給の引き締めや物価上昇などを反映した賃金上昇率の高まりを背景に、緩やかな増加を続けると予想される。こうした雇用者所得の増加に加え、エネルギー・食料品価格上昇による実質所得の下押し圧力の低下もあって、個人消費は、ペントアップ需要の顕在化ペースを鈍化させつつも、着実な増加を続けると予想される。企業部門をみると、海外経済が、減速しつつも長期平均並みの成長を維持するもとの、輸出や生産は、半導体等の供給制約の影響も解消に向かうことから、緩やかな増加を続けると考えられる。企業収益は、内外需要の増加が続き、原材料コスト上昇の下押し圧力も徐々に和らぐことから、改善基調に復していくとみられる。そうしたもとの、設備投資は、緩和的な金融環境にも支えられて、人手不足対応やデジタル関連投資、

成長分野・脱炭素化関連の研究開発投資を含めて、増加を続けると考えられる。

以上の見通しの背景にある金融環境についてみると、日本銀行が「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を推進するもとの、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<sup>2</sup>。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、先行きも緩和的な状態が維持され则认为している。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。

この間、潜在成長率は、デジタル化や人的資本投資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<sup>3</sup>。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

物価の先行きを展望すると、消費者物価（除く生鮮食品）の前年比は、携帯電話通信料下落の影響が剥落する2022年度には、エネルギー価格の大幅な上昇の影響により、いったん2%程度まで上昇率を高めるが、その後は、エネルギー価格の押し上げ寄与の減衰に伴い、プラス幅を縮小していくと予想される。この間、変動の大きいエネルギーを除いた消費者物価（除く生鮮食品・エネルギー）の前年比は、マクロ的な需給ギャップが改善し、中長期的な予想物価上昇率・賃金上昇率も高まっていくもとの、食料品を中心とした原材料コスト上昇の価格転嫁の動きもあって、プラス幅を緩やかに拡大していくとみられる。

物価上昇率を規定する主たる要因について点検すると、労働や設備の稼働状況を表すマクロ的な需給ギャップは、足もとではマイナス圏で推移しているが、

---

<sup>2</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。

<sup>3</sup> 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。

先行きは、わが国経済が潜在成長率を上回る成長経路をたどるもとの、2022年度後半頃には明確なプラスに転じ、その後も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、女性や高齢者による労働参加の増加ペースの鈍化もあって、労働需給の引き締まりは進み、賃金の上昇圧力は次第に強まってくると考えられる。このことは、家計の値上げ許容度の改善に寄与するとともに、財・サービス需給の引き締まりと相俟って、物価上昇率の高まりにもつながっていくとみられる。

次に、中長期的な予想物価上昇率をみると、短期と比べるとペースは緩やかながら上昇している。企業の価格設定スタンスは、感染対策によるコスト上昇圧力が残っていることや最近の資源価格上昇を背景に積極化しており、先行き、財を中心に、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。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さらなる上昇につながり、ひいては、サービスも含めた価格上昇の拡がりや賃金上昇率の高まりをもたらすと考えられる。

### 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を巡っては、感染症の動向やウクライナ情勢の帰趨を中心に、以下のような上振れないし下振れの可能性（リスク要因）に十分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。年始以降のオミクロン株の流行局面でも明らかになったとおり、わが国家計の感染症への警戒感、高齢者を中心に根強いとみられる。こうした傾向が続き、感染力の強い新たな変異株の流行などにより、人々の外出等が抑制される場合、pent-up需要の顕在化が遅れ、個人消費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、感染症への警戒感が大きく後退すれば、行動制限下で積み上がってきた貯蓄の取り崩しが想定以上に進み、個人消費が上振れる可能性もある。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の、内外における感染症の再拡大や、それに伴う一部の国・地域における厳格な公衆衛生上の措置とサプライチェーン障

害などにより、供給制約が長期化・拡大する可能性もある。こうした場合、わが国の輸出・生産が下振れるとともに、財消費や設備投資にも悪影響が波及するリスクがある。

第2に、資源価格の動向である。資源価格は、世界的な経済活動の再開による資源需要の拡大を背景に上昇してきたが、供給面でも、従来からの脱炭素化の動きに加え、ウクライナ情勢を巡る地政学的リスクの高まりから、上昇圧力が大きくなっている。供給要因による資源価格の上昇は、海外需要の拡大や輸出の増加を伴わないため、わが国のような資源輸入国にとっては、輸入コストの増加を通じた経済への下押しの影響が大きくなる。このため、資源高が長期化すれば、交易条件の悪化を通じて、経済が下振れるリスクがある。一方で、地政学的な緊張の緩和等に伴い、資源価格が大きく下落すれば、交易条件の改善により、経済が上振れる可能性もある。

第3に、国際金融資本市場・海外経済の動向である。国際金融資本市場では、インフレの高進が続く先進国を中心に、金融緩和の縮小ペースの加速が意識されるもとで、リスク性資産価格の調整や新興国からの資本流出などを通じてグローバルな金融環境が想定以上に引き締まると、海外経済が下振れるリスクがある。また、ウクライナ情勢の帰趨によっては、資源価格の上昇や供給制約の強まりに加え、貿易取引の縮小といった経路を通じて、ロシアやウクライナとの経済的な結びつきが強いユーロ圏を中心に、海外経済が下押しされる可能性がある。この間、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などにより、減速感が一段と強まる恐れがある。

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・賃金設定行動を巡っては上下双方向に不確実性が高い。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、物価や賃金が上がりにくいことを前提とした慣行や考え方が根強く残っている点を踏まえると、賃上げの動きが強まらず、家計の値上げ許容度の改善が遅れ、物価も下振れる可能性がある。

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。特に、ウクライナ情勢の帰趨を巡る不確実性の高さから、国際商品市況の変動がこのところ大きくなっている。こうしたもとで、エネルギー価格や食料品価格を通じた物価への影響については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、先行きの消費者物価の前年比は、時間はかかるものの、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・賃金上昇率の高まりなどを背景に、「物価安定の目標」に向けて徐々に基調的な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、今後のウクライナ情勢の展開や、そのもとでの資源価格や国際金融資本市場、海外経済の動向についても不確実性はきわめて高い。リスクバランスは、経済の見通しについては、当面は、感染症やウクライナ情勢の影響を主因に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、当面は、エネルギー価格を巡る不確実性などを反映して上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。金融面について、引き続き資産市場や金

---

<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。

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、感染症の影響のもとでも、全体として安定性を維持している。先行き、実体経済や国際金融市場が調整する状況を想定しても、金融機関が充実した資本基盤を備えていることなどを踏まえると、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、低金利や人口減少、企業部門の貯蓄超過などによる金融機関収益への下押しが長期化した場合、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<sup>5</sup>。

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。

当面、新型コロナウイルス感染症の影響を注視し、企業等の資金繰り支援と金融市場の安定維持に努めるとともに、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

---

<sup>5</sup> 詳しくは日本銀行「金融システムレポート」（2022年4月）を参照。



(参考)

## 2021～2024 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)	(参考) 消費者物価指数 (除く生鮮食品・エネルギー)
2021 年度	+2.0 ~ +2.2 <+2.1>	+0.1	-0.8
1月時点の見通し	+2.7 ~ +2.9 <+2.8>	0.0 ~ +0.1 < 0.0>	—
2022 年度	+2.6 ~ +3.0 <+2.9>	+1.8 ~ +2.0 <+1.9>	+0.8 ~ +1.0 <+0.9>
1月時点の見通し	+3.3 ~ +4.1 <+3.8>	+1.0 ~ +1.2 <+1.1>	—
2023 年度	+1.5 ~ +2.1 <+1.9>	+0.9 ~ +1.3 <+1.1>	+1.1 ~ +1.3 <+1.2>
1月時点の見通し	+1.0 ~ +1.4 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	—
2024 年度	+1.1 ~ +1.3 <+1.1>	+1.0 ~ +1.3 <+1.1>	+1.2 ~ +1.5 <+1.5>

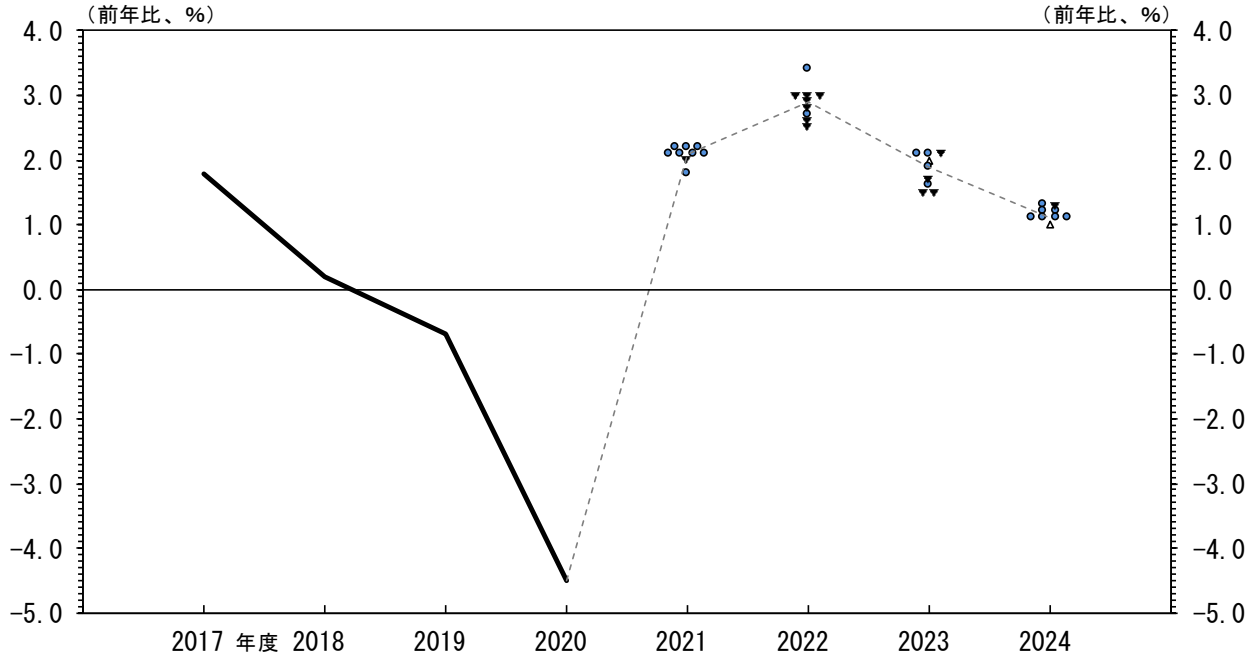
(注1) 「大勢見通し」は、各政策委員が最も蓋然性の高いと考える見通しの数値について、最大値と最小値を1個ずつ除いて、幅で示したものであり、その幅は、予測誤差などを踏まえた見通しの上限・下限を意味しない。

(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。

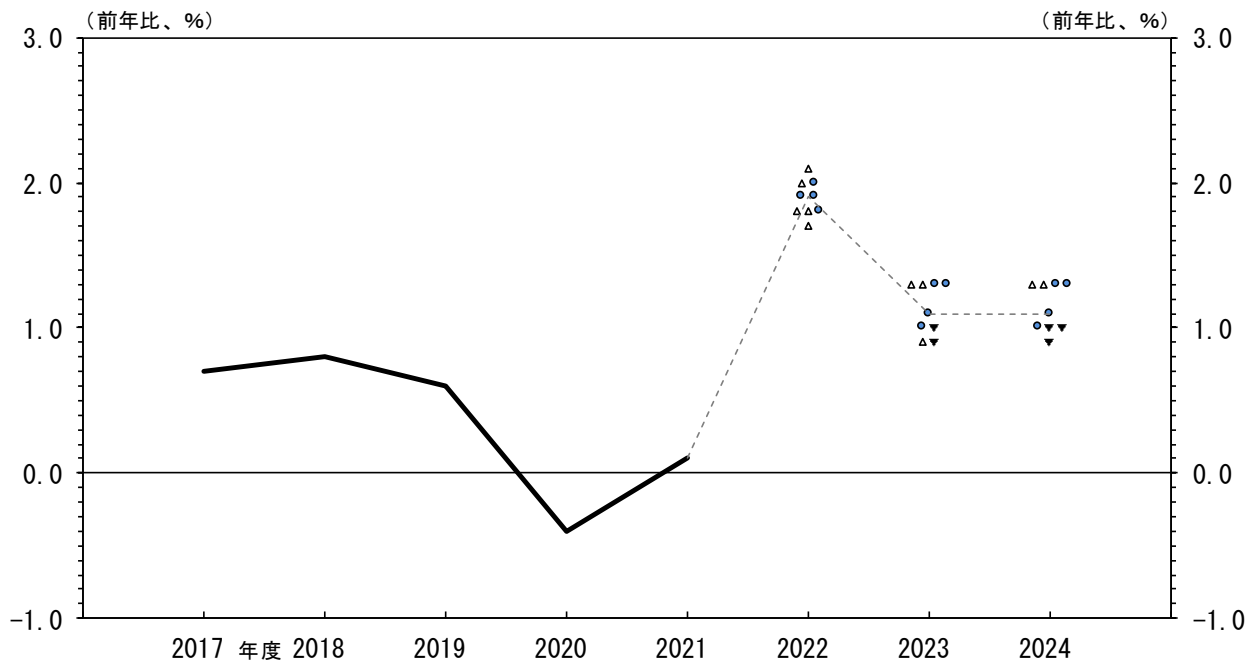
(注3) 2021 年度の消費者物価指数は、実績値。

## 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。