

2021年4月28日 全3頁

2021年4月展望レポートのポイント

新たに公表された23年度見通しでも2%の物価安定目標には届かず

経済調査部 エコノミスト 久後 翔太郎

[要約]

- 日本銀行が4月27日に公表した「経済・物価情勢の展望」(基本的見解)(2021年4月)で示された政策委員の大勢見通しの中央値を見ると、実質GDP成長率は内外需要の強まりを主因に2022年度までの見通しがいずれも前回から上方修正された。コアCPI上昇率の見通しについては、予測期間を通して緩やかながらもインフレが加速していく見通しが示されたものの、日本銀行が目指す物価安定目標である2%のインフレ率には2023年度でも届かないことが示唆された。
- 物価見通しに関して、供給制約に関する記述が中心的な見通しでも扱われる形へと変更された。日本では供給制約が大幅なインフレを引き起こす可能性は低いとみられているものの、米国ではこうしたリスクが懸念されている。供給制約に伴うコスト・プッシュ型のインフレは供給に減少圧力をかけるため、利上げによって需要も減少させてしまえば、实体经济への悪影響は一層大きくなってしまう。このため供給制約によるインフレ圧力が長期的にかかり続ければ、こうした問題が顕在化した国の中央銀行は難しい選択を迫られよう。

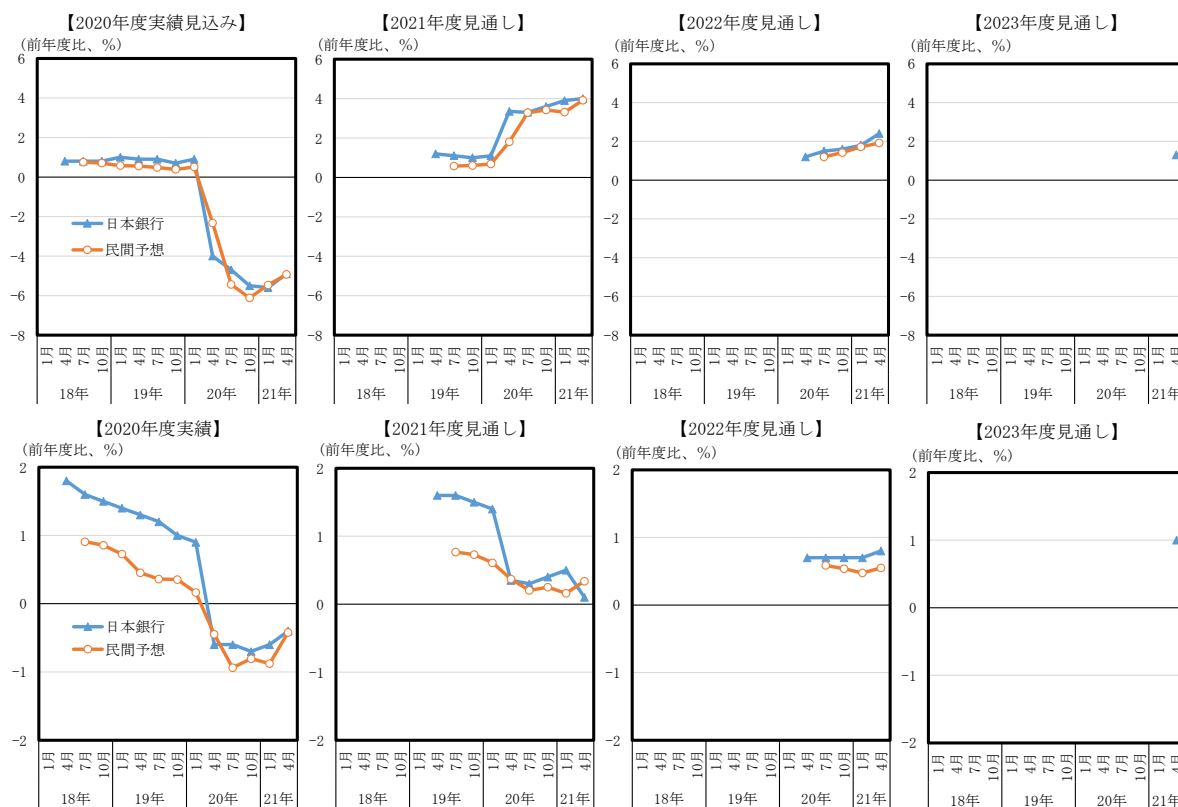
政策委員の大勢見通し：22年度までの実質 GDP 成長率見通しを上方修正

2023年度見通しは実質 GDP 成長率が前年度比+1.3%、コア CPI 上昇率が同+1.0%

日本銀行は4月27日に「経済・物価情勢の展望」（基本的見解）（2021年4月）（以下、展望レポート）を公表した。展望レポートで示された政策委員の大勢見通しの中央値は、2020年度の実質 GDP 成長率が前年度比▲4.9%（前回（2021年1月）：同▲5.6%）、2021年度が同+4.0%（前回：同+3.9%）、2022年度が同+2.4%（前回：同+1.8%）、2023年度が同+1.3%であった（**図表1上段**）。

内外需要の強まりを主因に2022年度までの見通しはいずれも前回の展望レポートで示された見通しから上方修正された。リスクバランスチャートを見ると、2021年度は下振れリスクが大きくなっており、新型コロナウイルス感染症の拡大が経済にもたらす影響に関しては、不確実性が大きいことが読み取れる。4都府県に発出されている緊急事態宣言が延長されたり対象地域が拡大されたりすれば、次回以降の展望レポートで2021年度の見通しが下方修正される可能性は十分にある。

図表1：政策委員の大勢見通しと民間予想（上段：実質 GDP 成長率、下段：コア CPI 上昇率）



(注) 民間予想は ESP フォーキャスト。

(出所) 日本銀行、日本経済研究センターより大和総研作成

2020年度で前年度比▲0.4%だったコア CPI 上昇率の大勢見通しの中央値は、2021年度が同+0.1%（前回：同+0.5%）、2022年度が同+0.8%（前回：同+0.7%）、2023年度が同+1.0%であった（**図表1下段**）。2021年度は携帯電話通話料の引き下げが一時的に物価の下押し要因と

して作用することで、コア CPI 上昇率は伸び悩むとみられる。しかし、その後は潜在成長率を上回る経済成長が続くとの見通しが示され、需給ギャップのマイナス幅は徐々に縮小に向かう。このため予測期間を通して緩やかながらもインフレが加速していく見通しが示されたものの、日本銀行が目指す物価安定目標である 2%のインフレ率には 2023 年度でも届かないことが示唆された。また、「物価の中心的な見通し」では「感染対策に伴う供給制約やコスト増などから、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」との記述が追記された。前回の展望レポートでは、類似の記述が「物価のリスク要因」でのみ取り上げられていたが、「物価の中心的な見通し」でも扱われる形へと変更された格好だ。

【トピック】供給制約に伴うコスト・プッシュ型インフレへの金融政策の対応

今回の展望レポートで示されたコア CPI 上昇率の見通しは 2023 年度で前年度比+1.0%にとどまり、供給制約が大幅なインフレを引き起こす可能性は低いとみられている。他方、米国では供給制約に伴う生産者物価の上昇が足元で進んでおり、“川下”の物価である CPI にも上昇圧力がかかることで、インフレが加速することが懸念されている。

需要の拡大がインフレを引き起こす、いわゆるディマンド・プル型のインフレの場合、中央銀行は利上げによって需要を減少させることで、インフレ圧力を抑えることができる。金利を引き上げる場合はゼロ金利制約のような問題に直面しないため、デフレ局面での利下げに比べて金融政策の有効性は大きい。また人々が中央銀行のインフレ目標と整合的な予想を持てば、インフレ期待の過度な上昇が抑えられることで実際のインフレ率が安定化する。このため、ディマンド・プル型のインフレに対して中央銀行は比較的対応を取りやすい。

他方、供給制約に伴うコスト・プッシュ型のインフレは供給に減少圧力をかけるため、利上げによって需要も減少させてしまえば、实体经济への悪影響は一層大きくなってしまふ。このため中央銀行はコスト・プッシュ型のインフレに対しては利上げで対応しにくい。他方インフレを放置すれば、インフレ期待が不安定化しかねないというジレンマに直面する可能性がある。

現時点では新型コロナウイルス感染症の拡大が収束に向かうことで、供給制約は徐々に解消され、コスト・プッシュ型のインフレ圧力は時間とともに緩和されるとみられる。しかし、感染収束の見通しが立たないなかで供給制約によるインフレ圧力が長期的にかかり続ければ、こうした問題が顕在化した国の中央銀行は難しい選択を迫られよう。主要国の中央銀行の政策は日本の金融政策にも影響を与え得ることから、供給制約に伴うインフレの進行リスクとそれに対するこれらの中央銀行の対応には注視が必要だ。