

Economic Data Watch

金融市場調査部 シニアエコノミスト
宮嶋 貴之

日本の1～3月期GDP:米国より回復が遅れる一因はリモートワーク対応

KEY POINT

- 2021年1～3月期の日本のGDP成長率は、前期比年率▲5.1%と3期ぶりのマイナス成長。昨年末から新型コロナウイルス感染が再拡大して緊急事態宣言が再発令され、外出が一定程度抑制されたことで個人消費が減少
- 先行きは、コロナ感染の状況次第で不確実性は高いものの、現時点では緩やかな景気回復を予想。輸出主導で製造業の生産は増勢を維持。サービス業も、年後半からワクチン接種に伴い底打ちへ
- 米国よりも日本の景気回復が遅れている項目は個人消費だけではなく、民間企業設備投資と民間住宅投資においても米国対比で弱い動きが顕著。リモートワーク対応が相対的に遅れていることが一因

GDP成長率は3期ぶりのマイナスに

2020年後半から底打ちしていた日本経済だが、2021年初は再び低迷した。1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率▲5.1%と3期ぶりのマイナスに転化した。

マイナス成長の主因は、個人消費だ(図表1)。2020年末から新型コロナウイルスの感染が拡大したことで、2021年初から、政府は緊急事態宣言を再発令した。これにより、飲食店の時短営業など一部の対人サービス業の営業が制限されたため、サービスを中心に個人消費は3期ぶりに落ち込んだ。

その他の需要項目をみると、設備投資や政府消費がマイナスに寄与した。設備投資は、2020年後半に底打ちしたものの、コロナ感染の再拡大により、先送りや中断の動きが強まって増加が一服した格好だ。政府消費は、GoToトラベルキャンペーンの停止やコロナ感染以外の病状による医療給付が減少したことが要因とみられる。

ただし、マイナス成長に陥ったとはいえ、2020年4～6月期の緊急事態宣言時ほどの落ち込み(前期比年率▲28.6%)には至らなかった。その要因として、まず2021年初の緊急事態宣言では飲食店等に絞って営業を制限したため、2020年の宣言時よりも経済活動の落ち込みは限定的だった。その結果、百貨店など小売店舗の営業は続き、巣籠もり需要の後

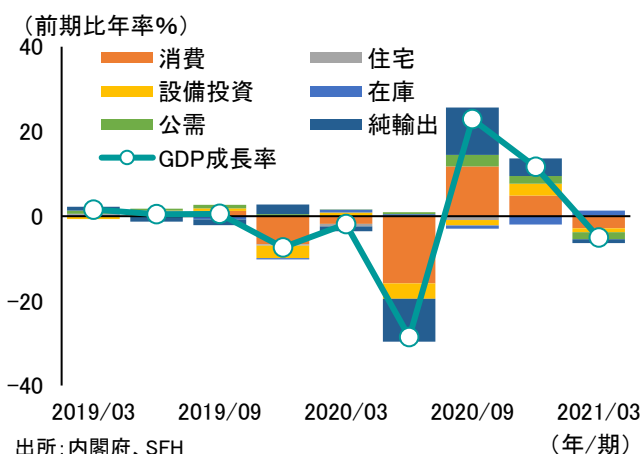
押しもあって、財消費は大幅減を回避した。加えて、製造業の生産は中断せず、米国の景気拡大や世界的なIT需要の増加が押し上げ要因となり、財輸出は増勢を維持した。無論、出入国制限の継続によりインバウンドなどサービス輸出は低迷したままだが、輸出全体はプラス成長となった。

以上のように、サービス消費の減少を主因にサービス部門が低調となった一方、輸出の増加が下支え要因となり、1～3月期の景気は大幅な悪化を回避した。財部門(製造業)の底堅さが続く一方、サービス部門(非製造業)が落ち込むという“K”字型の様相が再び強まった格好だ。

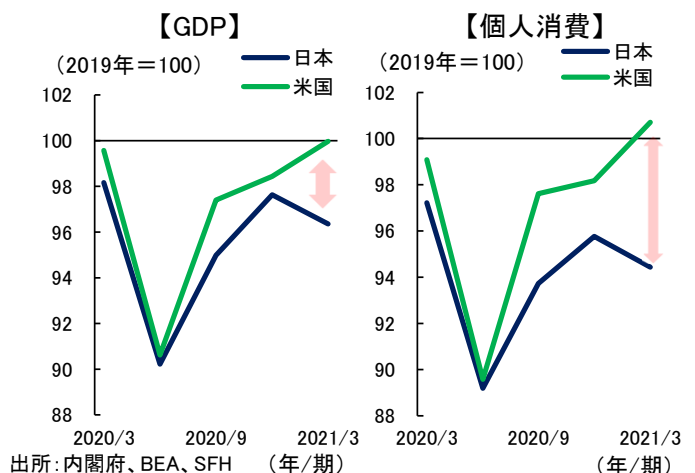
先行きは緩やかな回復を予想も感染次第

4～6月期以降の景気は、コロナ感染次第のため不確実性は大きい。高齢者を中心にワクチン接種が徐々に進展して行動制約が緩和に向かい、サービス業の底打ちに沿って緩やかに回復すると予想する。4～6月期については、政府が緊急事態宣言の再々発令・延長を決定したため、サービス業の大きな改善は見込みにくい。条件付きで大型商業施設の営業やスポーツ・イベントの実施も認められたため、足下の外出抑制は限定的で、第一回目の宣言時ほど景気下押し圧力は大きくならないが、5月下旬にかけて、変異株による感染拡大が続き、外出は相応に抑制されると予想する。

図表1: GDP成長率・需要項目別寄与度分解



図表2: 日本と米国のGDP・個人消費比較



一方、米国・中国の景気拡大が続き、欧州も年後半からの景気持ち直しが見込まれ、輸出主導で製造業が景気を押し上げる構図が続くと予想する。半導体などの電子部品やノートPCなどのIT関連財が引き続き好調であり、その波及により半導体製造装置など資本財生産も押し上げられている。ただし、車載向け半導体不足により自動車の輸出は低調となろう。製造業の中でも、好調な資本財・IT関連と低調な自動車という“K”字型の構図となる公算だ。

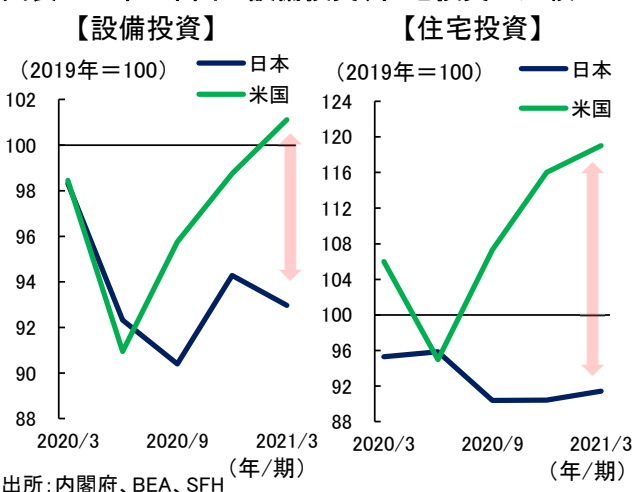
回復の遅れが顕著な設備・住宅投資

1～3月期のGDP成長率が3期ぶりのマイナスに転じ、米国と比べて景気回復の遅れは顕著だ(図表2)。昨年の新型コロナウイルスの感染状況は、日本以上に米国の方が深刻であったが、2021年入り後は米国でワクチン接種により感染者数が着実にピークアウトしていく中、経済活動の再開が進捗し、ついに米国は1～3月期にコロナ危機前の水準を取り戻した。一方で、日本では昨年末から、米国ほどの規模ではないものの感染者数が再び増加傾向に転じ、景気が下振れした。

ワクチン接種の遅れによって、景気回復力の差異が生じる項目として真っ先に思い浮かぶのは、行動制約の影響を受けやすい個人消費だろう。実際、米国、日本の個人消費とも昨年4～6月期は同程度落ち込んだが、その後は米国の回復が先行し、2021年1～3月期に米国はコロナ危機前の水準を取り戻した(図表2)。この要因は、米国の方が直接給付や失業給付による家計の所得補償が大規模に行われたことに加えて、2021年初からのワクチン接種の早期進捗が挙げられる。

しかし、消費以外にも回復力の差異が顕著な項目がある。①設備投資と②住宅投資だ(図表3)。①については、米国は昨年4～6月期に日本と同程度に落ち込んだものの、その後は持ち直し、コロナ危機前を超える水準まで回復した。内訳をみると機械設備と無形資産の回復が顕著で、前者はコンピューター関連機器、後者はソフトウェアの投資が大きく増加した。②については、米国は昨年4～6月期に大きく落ち込んだが、7～9月期以降は一戸建てを中心にコロナ危機前の水準を大幅に上回る水準まで増加した。一方、日本は①、②とも、コロナ危機前の水準以下で低迷が続く。

図表3: 日本と米国の設備投資、住宅投資の比較



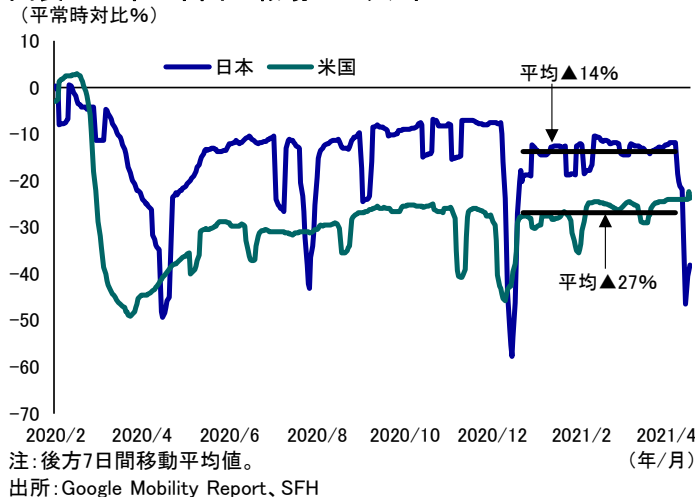
リモートワーク対応が進む米国、遅れる日本

米国と比べて、日本の設備投資の回復が遅れる主因は期待成長率の低迷により、先行きへの慎重姿勢が根強いことが挙げられる。コロナ危機のような経済ショックに直面すると、日本企業は慎重姿勢を強めて設備投資を抑制し、その結果、特に環境変化への適応に向けた投資が遅れる。その顕著な例がリモートワーク対応だ。Google社の職場モビリティデータを日米で比較すると、日本の場合、2021年年始から5月の大型連休前の期間の職場モビリティは平常時対比・平均▲14%程度だが、米国の同期間の平均は▲27%で、日本よりも落ち込みが倍ぐらい大きい(図表4)。つまり、米国では現状の職場復帰はコロナ危機前と比べて70%程度抑制されていることを意味し、日本よりもリモートワークが定着している可能性がみとれる。米国では感染の急拡大を受けてリモートワーク環境の整備が進み、企業はノートPCや通信設備、社内システムに投資をし、家計はリモートワークに適した住宅を購入した。これは、GDP上では設備・住宅投資の押し上げとして反映される。今後、米国でも感染が収束に向かう中で、オフィス勤務への揺り戻しの動きが出てくるとみられるが、最近の研究*では、アフターコロナにおいても企業は20%強(週1回以上)のリモートワークを継続する方針で、労働者も45%(週2～3回)程度の実施を希望するとの結果が出ている。感染収束後もリモートワークシフトは相応に続きそうであり、より快適な環境構築に向けた設備・住宅への投資が、今ほどの規模ではないにせよ、続く公算が大きいとみてよさそうだ。研究では、リモートワークによって労働者の生産性が改善すると指摘され、潜在成長率の底上げにつながる期待もある。

一方、日本の場合、前述の企業の慎重姿勢に加え、雇用慣行が米国と大きく異なり、リモートワーク導入には課題も多く、環境整備の進捗は緩やかにとどまるだろう。そのため、それに伴う投資押し上げ効果が早期に大きくなる期待は小さい。また、リモートワークの遅れが生産性向上、ひいては日本経済の潜在成長率上昇の阻害要因となれば、ますます設備投資が下押しされる悪循環に陥ることになりかねない。

* Jose Maria Barrero, Nicholas Bloom, and Steven J. Davis, “Why Working from Home Will Stick”, NBER Working Paper, No. 28731, April 2021参照

図表4: 日本と米国の職場モビリティ



ソニーフィナンシャルホールディングス 金融市場調査部・研究員紹介



尾河 眞樹 (おがわ まき)
執行役員 兼 金融市場調査部長
チーフアナリスト

ファースト・シカゴ銀行、JPモルガン・チェース銀行などの為替ディーラーを経て、ソニー財務部にて為替リスクヘッジと市場調査に従事。その後シティバンク銀行(現SMBC信託銀行)で個人金融部門の投資調査企画部長として、金融市場の調査・分析を担当。2016年8月より現職。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBCなどにレギュラー出演し、金融市場の解説を行っている。主な著書に『〈新版〉本当にわかる為替相場(2016年日本実業出版社)』、『ビジネスパーソンなら知っておきたい仮想通貨の本当のところ(2018年朝日新聞出版社)』などがある。ソニー銀行取締役、ウェルスナビ株式会社取締役。



菅野 雅明 (かんの まさあき)
金融市場調査部
シニアフェロー チーフエコノミスト

1974年日本銀行に入行後、秘書室兼政策委員会調査役、ロンドン事務所次長、調査統計局経済統計課長・同参事などを歴任。日本経済研究センター主任研究員を経て、1999年JPモルガン証券入社(チーフエコノミスト・経済調査部長・マネジングディレクター)。2017年4月より現職。総務省「統計審議会」委員ほか財務省・内閣府・厚生労働省などで専門委員などを歴任。日本経済新聞「十字路口」「経済教室」など執筆多数。テレビ東京「Newsモーニングサテライト」、日経CNBC「昼エクスプレス」コメンテーター。1974年東京大学経済学部卒、1979年シカゴ大学大学院経済学修士号取得。



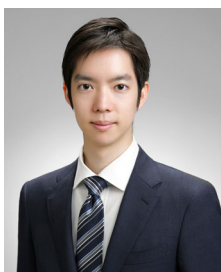
石川 久美子 (いしかわ くみこ)
金融市場調査部 シニアアナリスト

商品先物専門紙での貴金属および外国為替担当の編集記者を経て、2009年4月に外為どっとコムに入社し、外為どっとコム総合研究所の立ち上げに参画。同年6月から同社研究員として、外国為替相場について調査・分析を行う。2016年11月より現職。外国為替市場に関するレポート執筆の他、テレビ東京「Newsモーニングサテライト」など多数のテレビやラジオ番組に出演し、金融市場の解説を行う。また、Twitterでの情報発信なども行っている。資源国・新興国通貨に強い。



渡辺 浩志 (わたなべ ひろし)
金融市場調査部 担当部長
シニアエコノミスト

1999年に大和総研に入社し、経済調査部にてエコノミストとしてのキャリアをスタート。2006年～2008年は内閣府政策統括官室(経済財政分析・総括担当)へ出向し、『経済財政白書』等の執筆を行う。2011年からはSMBC日興証券金融経済調査部および株式調査部にて機関投資家向けの経済分析・情報発信に従事。2017年1月より現職。内外のマクロ経済についての調査・分析業務を担当。ロジカルかつデータの裏付けを重視した分析を行っている。



森本 淳太郎 (もりもと じゅんたろう)
金融市場調査部 アナリスト

みずほフィナンシャルグループにて企画業務、法人営業などを経験した後、2019年8月、ソニーフィナンシャルホールディングスへ入社。外国為替市場の調査・分析業務、中でも主にユーロなどの欧州通貨に関するレポートを担当している。また、新型コロナウイルスの感染状況と金融市場の関連に特化したレポートを執筆するなど、幅広い観点から金融市場の分析を行っている。



宮嶋 貴之 (みやじま たかゆき)
金融市場調査部 シニアエコノミスト

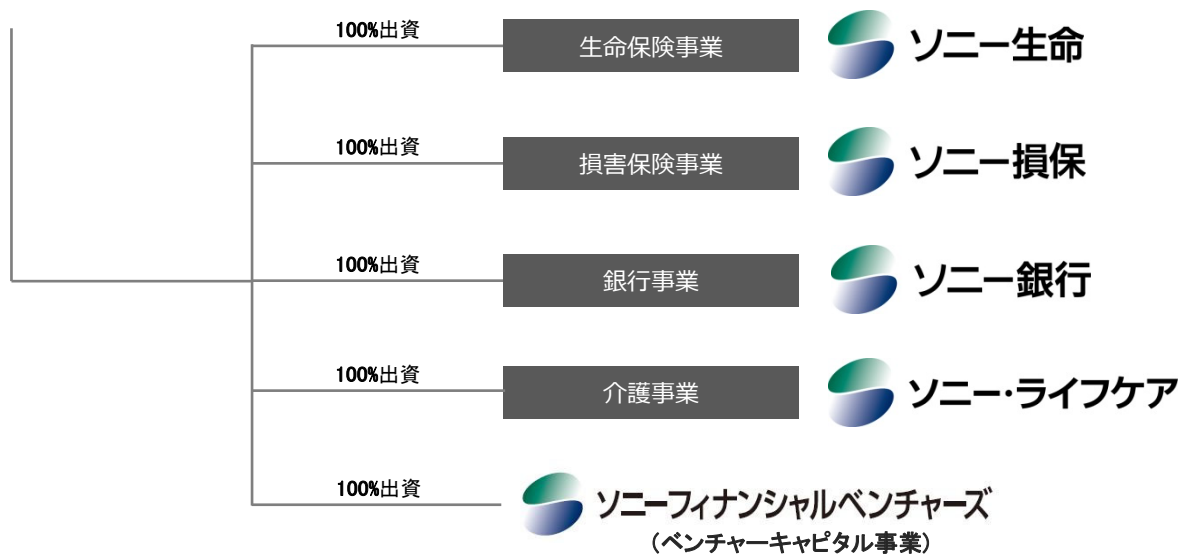
2009年にみずほ総合研究所に入社。エコノミストとしてアジア・日本経済、不動産・五輪・観光等を担当。2011年～2013年は内閣府(経済財政分析担当)へ出向。官庁エコノミストとして『経済財政白書』、『月例経済報告』等を担当。2021年4月より現職。主な著書(全て共著)は、『TPP-日台加盟の影響と展望』(国立台湾大学出版中心)、『キーワードで読み解く地方創生』(岩波書店)、『図解ASEANを読み解く』(東洋経済新報社)、『激震 原油安経済』(日経BP)。

本レポートについてのご注意

- 本レポートは、ソニーフィナンシャルホールディングス株式会社(以下「当社」といいます)が経済情勢、市況などの投資環境に関する情報をお伝えすることを目的としてお客様にご提供するものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではなく、特定の金融商品の推奨や売買申し込み、投資の勧誘等を目的としたものでもありません。
- 本レポートに掲載された内容は、本レポートの発行時点における投資環境やこれに関する当社の見解や予測を紹介するものであり、その内容は変更又は修正されることがありますが、当社がかかる変更等を行い又はその変更等の内容を報告する義務を負わないものいたします。本レポートに記載された情報は、公的に入手可能な情報ですが、当社がその正確性・信頼性・完全性・妥当性等を保証するものではありません。本レポート中のグラフ、数値等は将来の予測値を含むものであり、実際と異なる場合があります。
- 本レポート中のいかなる内容も、将来の投資環境の変動等を保証するものではなく、かつ、将来の運用成果等を約束するものでもありません。かかる投資環境や相場の変動は、お客様に損失を与える可能性もございます。
- 当社は、当社の子会社及び関連会社(以下、「グループ会社」といいます)に対しても本レポートに記載される内容を開示又は提供しており、かかるグループ会社が本レポートの内容を参考に投資決定を行う可能性もあれば、逆に、グループ会社が本レポートの内容と整合しないあるいは矛盾する投資決定を行う場合もあります。本レポートは、特定のお客様の財務状況、需要、投資目的を考慮して作成されているものではありません。また、本レポートはお客様に対して税務・会計・法令・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資の選択や投資時期の決定は必ずお客様ご自身の判断と責任でなされますようお願いいたします。
- 当社及びグループ会社は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したこと(お客様が第三者に利用させたこと及び依拠させたことを含みます)による結果のいかなるもの(直接的な損害のみならず、間接損害、特別損害、付随的損害及び懲罰的損害、逸失利益、機会損失、代替商品又は代替サービスの調達価格、のれん又は評判に対する損失、その他の無形の損失などを含みますが、これらに限られないものとします)についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家その他の第三者に対しても法的責任を負うものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、本レポートの提供を受けられたお客様限りで日本国内においてご使用ください。
- 本レポートに関する著作権及び内容に関する一切の権利は、当社又は当社に対して使用を許諾した原権利者に帰属します。当社の事前の了承なく複製又は転送等を行わないようお願いいたします。
- 本レポートに関するお問い合わせは、お客様に本レポートを提供した当社グループ会社の担当までお願いいたします。

ソニーフィナンシャルグループ

ソニーフィナンシャルホールディングス



- ソニーフィナンシャルホールディングスは、ソニー生命保険株式会社、ソニー損害保険株式会社、ソニー銀行株式会社の3社を中核とする金融持株会社です。
- 当社グループの各事業は、独自性のある事業モデルを構築し、合理的かつ利便性の高い商品・サービスを個人のお客さまに提供しています。
- 当社グループの基本情報、グループ各社の事業内容などにつきましては、当社ホームページをご覧ください。
<https://www.sonyfh.co.jp>