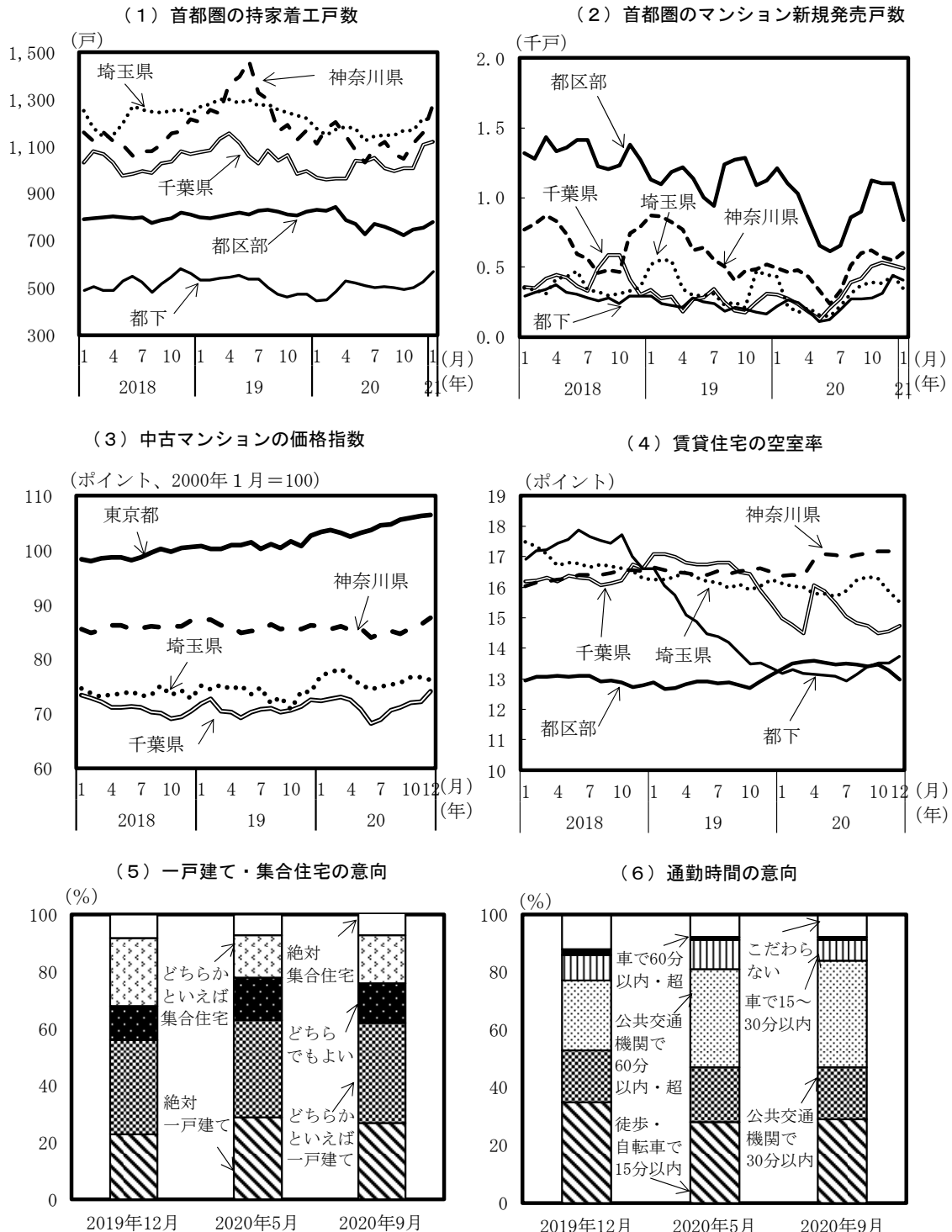


第1-1-10図 首都圏の住宅需要

住宅需要には変化の兆しはみられないが、意識調査には二極化の動き



- (備考) 1. 国土交通省「住宅着工統計」、株式会社不動産経済研究所「首都圏マンション市場動向」、株式会社タス「賃貸住宅市場レポート」、株式会社リクルート住まいカンパニー「コロナ禍を受けた『住宅購入・建築検討者』調査」により作成。
2. (1) 及び (2) は、内閣府による季節調整値、3か月移動平均値。
3. (5) 及び (6) の調査時期は、2019年12月6日～16日、2020年5月17日～21日、8月24日～9月11日。調査対象は、首都圏：東京都、千葉県、埼玉県、神奈川県在住の20～69歳で、5月調査は4月7日以降、9月調査は緊急事態宣言解除後(2020年5月)の主な検討対象が「購入・建築・リフォーム」の者。

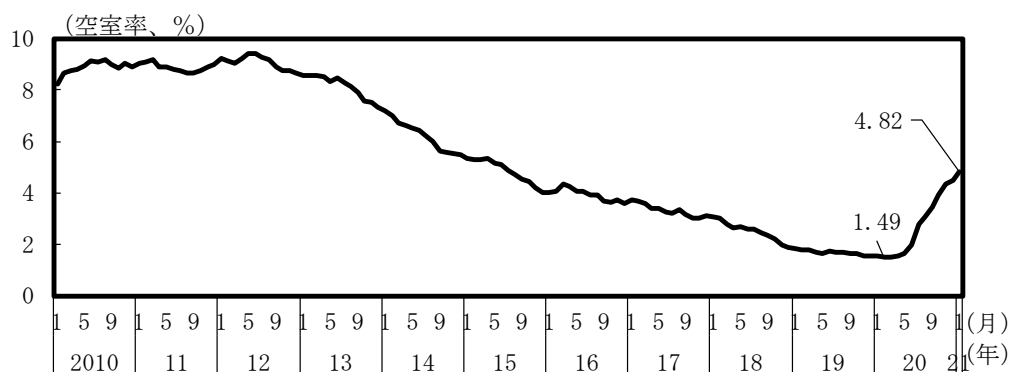
コラム1-4 感染症とオフィス需要³¹

感染症の影響により、オフィスの需要にも変化がみられている。2012年以降低下が続いていた東京ビジネス地区³²の空室率は、2020年2月の1.49%を底に11か月連続で上昇し、2021年1月には4.82%となった（コラム1-4図）。空室率は、主に、企業の人員増減によるオフィス面積の拡張・縮小といった需要面と新規オフィスビルの竣工などの供給面の2つの要因により影響を受けると考えられる。また、企業の好業績時に増員がなされると考えられることから、企業業績を表す指標として売上高の前年度比、新規オフィスビルの供給量の前年度差、空室率の一期ラグを説明変数として、21年度の空室率を推計し、その前年度差を寄与度分解すると、21年度の空室率は、21年度のオフィス供給量の大幅な減少が押下げ要因となる一方で、20年度の売上高の減少が押上げ要因となることから、空室率は20年度よりもさらに上昇することが見込まれる。

ただし、需要要因は売上高のような景気動向だけではない。民間機関のアンケート調査³³によると、過去1年間（2019年10月から2020年9月）に面積を縮小したと回答した企業は4.7%あり、その理由として、「コスト削減」（59.5%）のほか、「テレワークにより必要面積が減る」と回答した企業が4割にのぼっている。また、別の調査³⁴では、オフィス面積の縮小を検討していると回答した企業が21.4%あり、その理由・目的として「テレワークにより必要面積が減る」と回答した企業が約9割に達するなど、感染拡大によるテレワークの普及が、オフィス需要の意向にも影響を与えている。今後の空室率動向には、テレワークの普及をはじめとする働き方の変化が需要に与える点にも注目していきたい。

コラム1-4図 感染症によるオフィス需要への影響

（1）東京ビジネス地区の空室率



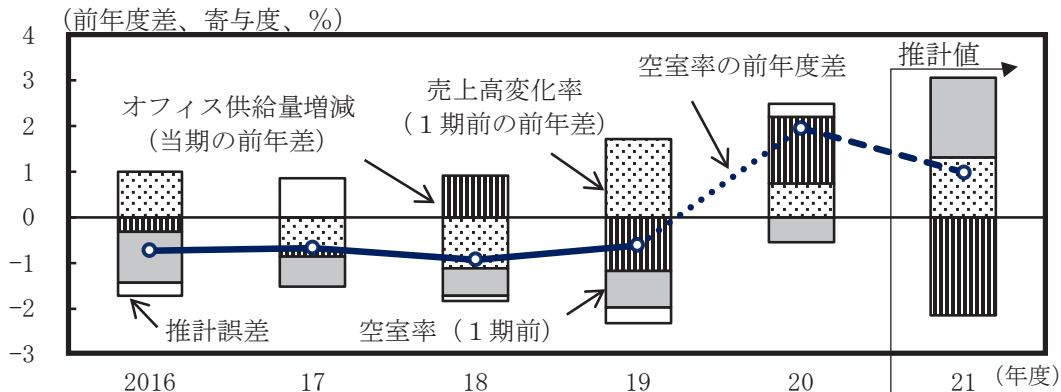
³¹ 舘石（2021）による。

³² 東京都中央区、千代田区、港区、新宿区、渋谷区の5区平均。

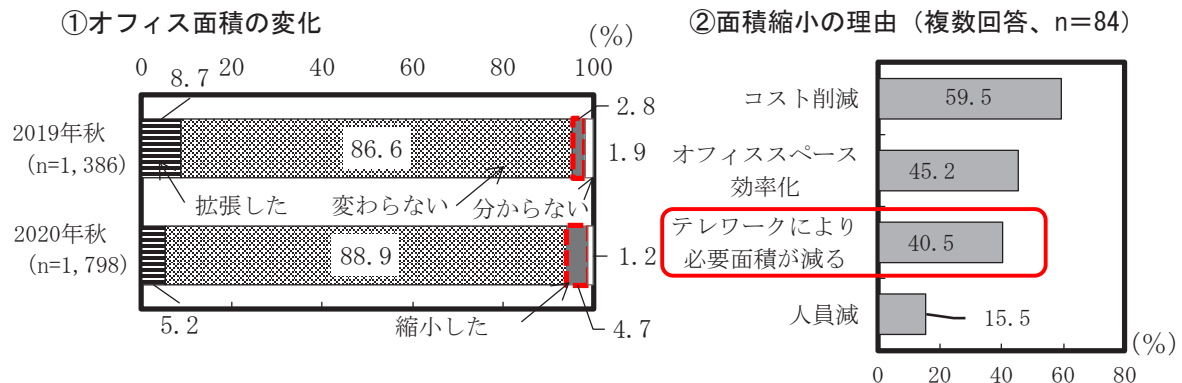
³³ ザイマックス不動産総合研究所（2020）を参照。

³⁴ ザイマックス不動産総合研究所（2021）を参照。

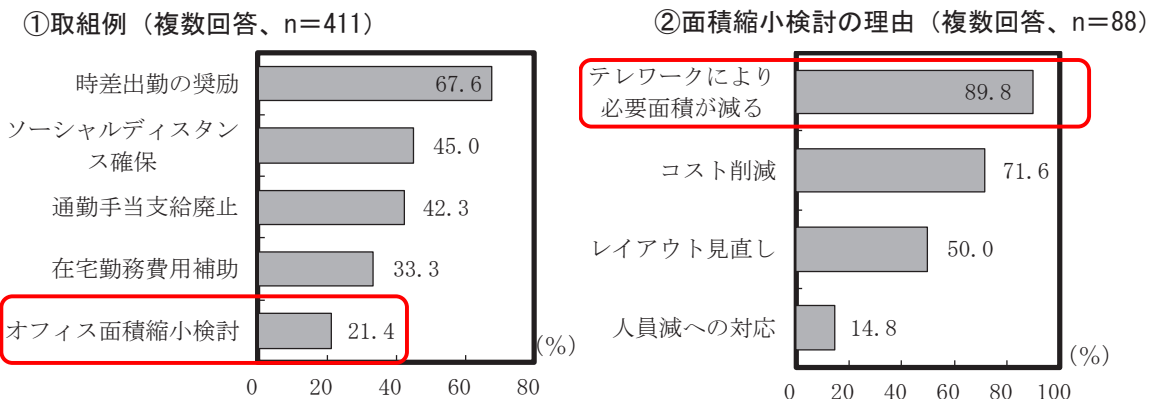
(2) 空室率（前年度差）の寄与度分解



(3) 過去1年間（2019年10月～2020年9月）のオフィス面積の変化及び面積縮小の理由



(4) 働き方及びワークプレイスの運用（2020年12月）



(備考) 1. 財務省「法人企業統計季報」、三鬼商事株式会社資料、ザイマックス不動産総合研究所「大都市圏オフィス需要調査」、働き方とワークプレイスに関する首都圏企業調査、森ビル「東京23区の大規模オフィスビル市場動向調査2020」により作成。

2. (2) について、空室率の推計は以下による。

$$\text{推計式: } \text{Vaca}_t = 0.403 - 0.257 * \text{Sale}_{t-1} + 0.009 * \text{Supply}_t + 0.883 * \text{Vaca}_{t-1} + 2.224 * \text{Dummy}$$

(0.86) (-6.59) (3.41) (12.18) (4.13)

Vaca: 空室率、Sale: 売上高の前年度比 (1期前)、Supply: 供給量の前年度差、Dummy: リーマンショックダミー、() 内はt値。

2020年度の空室率は、2020年4月から12月は実績値を用い、1月から3月までを直近3か月の前月差の平均にて延伸することで年度平均を算出（実績見込み）。2020年度の売上高の見込みは、日銀短観の2020年度計画を用いた。空室率の前年度差は、2016年度から19年度は実績値、20年度は実績見込み、21年度は推計値。

空室率（前年度差）の寄与度の内訳は、推計結果に基づき作成。

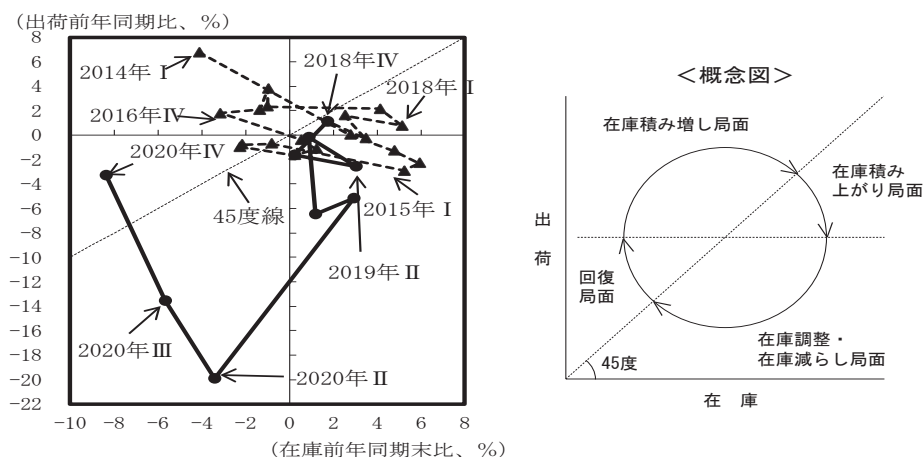
3 企業の生産活動と投資動向

（在庫循環も回復局面入りしたが、生産の増勢には鈍化もみられる）

家計に続き、企業の生産活動や投資動向をみていこう。短期的な景気変動が表れる在庫循環を確認しよう。2018年10-12月期（第16循環の景気の山（暫定））以降の動向をみると、我が国の製造業は、在庫の積み上がり局面から調整局面で推移していたが、2020年4-6月期に出荷が大きく減少し、在庫も減少に転じた。その後、出荷の減少幅は縮小に転じ、10-12月期には回復局面に入ったとみられる（第1-1-11図）。

第1-1-11図 製造業の在庫循環

在庫循環は回復局面入り



（備考）1. 経済産業省「鉱工業指数」により作成。

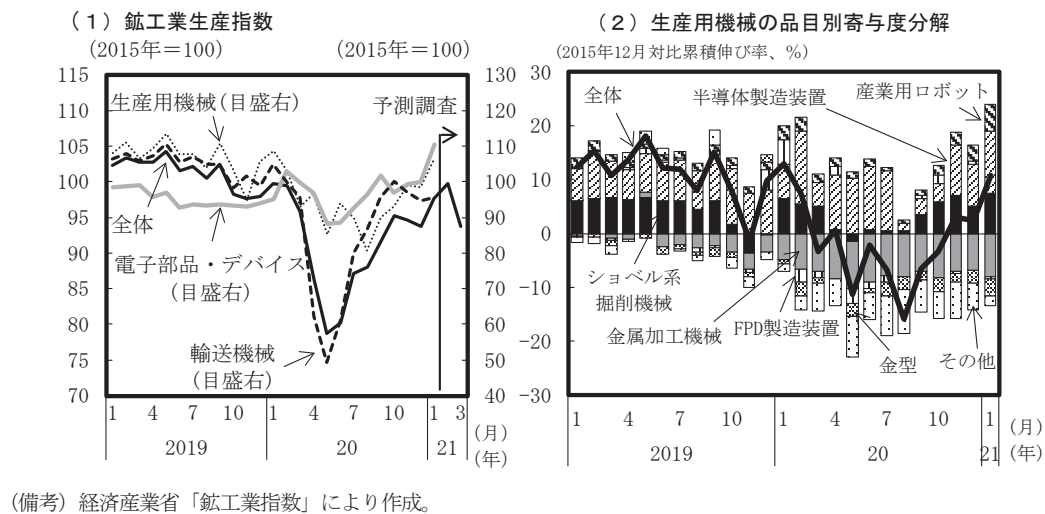
2. 2018年10月（四半期では同年第4四半期）の第16循環の景気の山（暫定）よりも前を破線、それ以降を実線で示す。

こうした循環的な出荷と在庫の動きと並行し、鉱工業生産指数は、10月にかけて増加基調が続いていた。指数は11月から2か月連続で減少したが、輸出と同様、輸送機械の一段落が要因であり、足下では横ばいの動きとなっている。電子部品・デバイス、アジア向けの輸出が好調で、増勢が続いている。生産用機械は、海外における設備投資の増勢を受けて、持ち直している（第1-1-12図（1）、（2））。

また、非製造業について、業種別に活動指数の動きをみると、2020年後半は持ち直しの動きが続いている業種が多いものの、10月以降、横ばい感の増した動きとなっている。第3次活動の多くは、個人消費のサービス支出動向と対になっているが、「生活関連サービス業、娯楽業」や「宿泊業、飲食サービス業」は活動水準を次第に高めてきたものの、12月段階でも感染拡大前の1-3月に比べると、3割程度低い水準にとどまっている（第1-1-13図）。

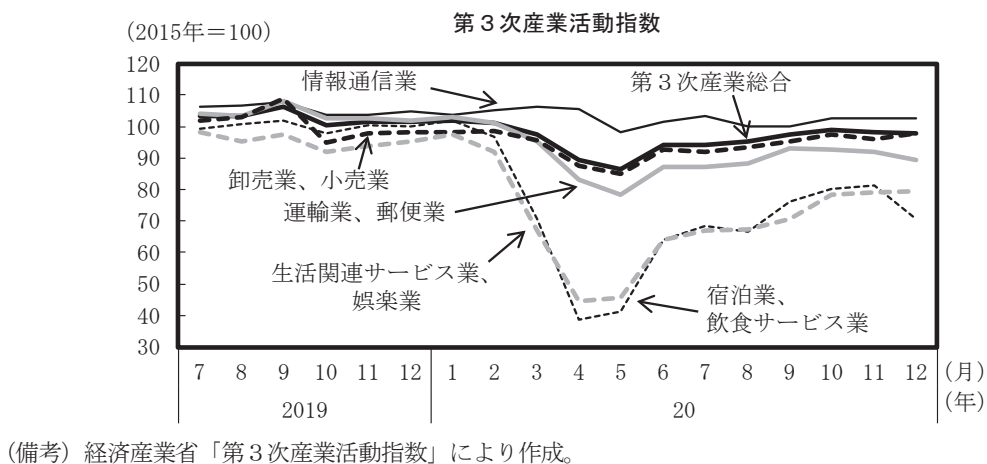
第1-1-12図 製造業の生産の動向

製造業の生産は総じて持ち直し



第1-1-13図 非製造業の活動の動向

対人サービス業には、依然として弱さがみられる



(生産拡大にともなって企業収益も増加に転じたが、非製造業は低位)

大幅に減少していた企業収益は、7-9月期には若干ではあるものの増加に転じ、10-12月期においても増加が続いた(第1-1-14図(1))。なお、上場企業決算の経常利益からも動きをみると、非製造業は前年比マイナスが続くものの、減少幅は縮小している。また、製造業は、前年比プラスに転じている(第1-1-14図(2))。

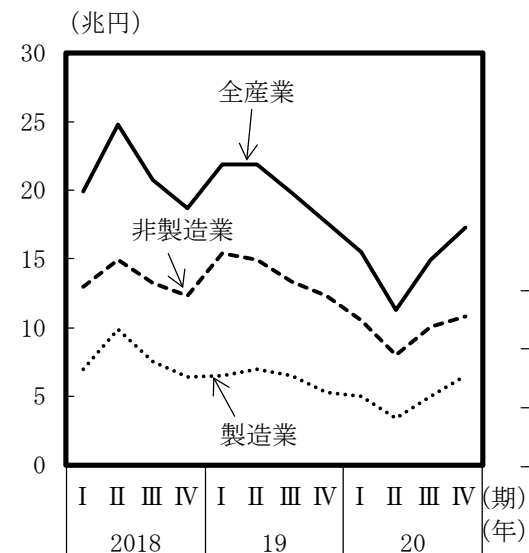
こうした経常利益の変動を製造業と非製造業に分けて要因分解すると、いずれにおいても、感染症の影響によって大幅に減少寄与が拡大した売上高要因が、7-9月期以降も引き続き大きく下押ししていた(詳細は3章を参照)。他方、製造業では4-6月期から変動費要因がプラスに寄与(仕入れコストの低下)しており、売上高要因のマイナス寄与の一部を相殺している。労働時間の減少や賞与の抑制等を通じて、賃金総額が抑制されていることから、人

件費要因はプラスに寄与している（詳細は2章を参照）（第1－1－14図（3））。

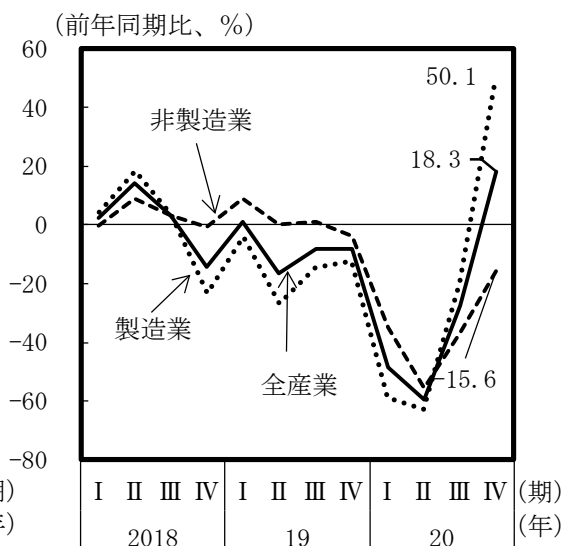
第1－1－14図 経常利益の動向

経常利益は増加に転じたが、非製造業の水準は低位

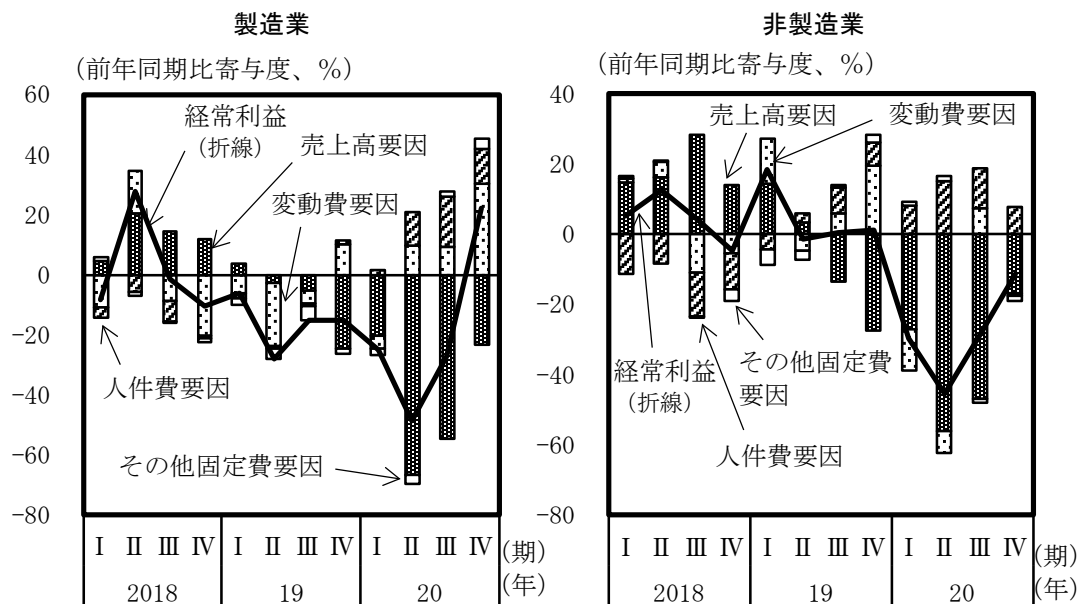
（1）経常利益の推移



（2）上場企業の経常利益



（3）経常利益の要因分解



（備考）1. （1）及び（3）は財務省「法人企業統計季報」により作成。（1）は季節調整値。
2. （2）は日経NEEDSにより作成。上場企業（除く電力・金融）が対象、連結ベース。非製造業は特殊要因（金融関連）による振れを控除。

$$\frac{\Delta \text{経常利益}}{\text{経常利益}_{-1}} = \underbrace{\frac{(1 - \text{変動費率}) \times \Delta \text{売上高}}{\text{経常利益}_{-1}}}_{\text{売上高要因}} - \underbrace{\frac{\text{売上高}_{-1} \times \Delta \text{変動費率}}{\text{経常利益}_{-1}}}_{\text{変動費要因}} - \underbrace{\frac{\Delta \text{人件費}}{\text{経常利益}_{-1}}}_{\text{人件費要因}} - \underbrace{\frac{\Delta \text{その他固定費}}{\text{経常利益}_{-1}}}_{\text{その他固定費要因}}$$

ただし、変動費＝売上高－経常利益－固定費用、変動費率＝変動費／売上高
固定費用＝人件費＋その他固定費用（減価償却費、支払利息等）

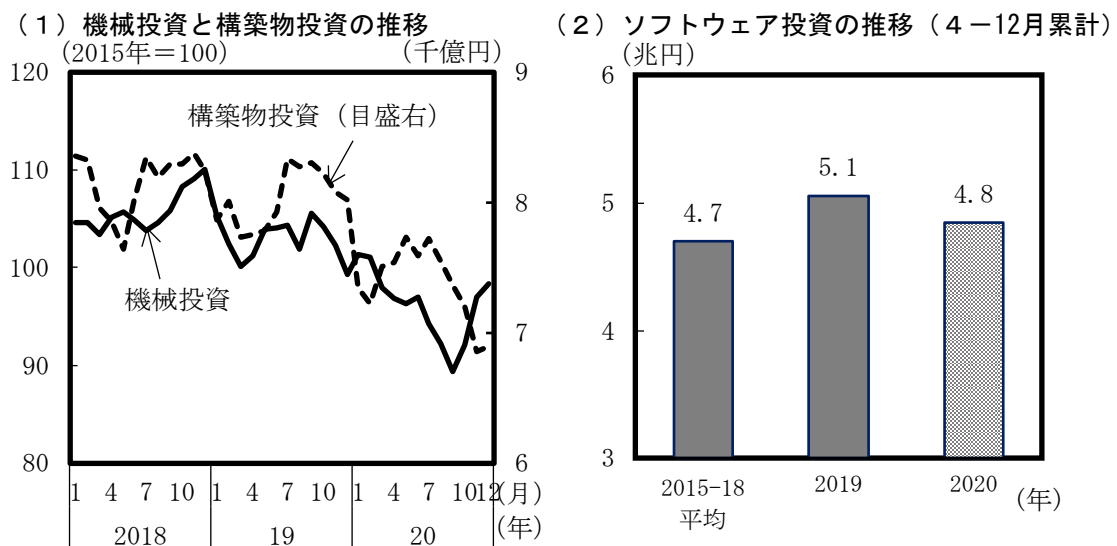
（機械投資には底打ち感が出てきたものの、年度計画は大幅に下方修正）

次に設備投資をみていこう。投資においては経常利益が重要であり、当期の経常利益水準は4四半期後の全産業の設備投資水準と相関が高い傾向がある³⁵。売上減少を起因とした利益減少は、その後1年間程度は投資にはマイナスに働く可能性がある。こうした中、構築物投資は弱く、またソフトウェア投資も12月までの累計で前年度を下回っているものの、足下では、機械投資に持ち直しの動きがみられる（第1-1-15図（1）、（2））。機械投資の先行指標である機械受注動向をみても、製造業では自動車産業や生産用機械業、非製造業では通信業や卸売業・小売業からの受注が増加しており、製造業・非製造業ともに持ち直しの動きがみられる（第1-1-15図（3）、（4））。

ただし、日銀短観（2020年12月調査）における設備投資計画では、2020年度の計画は、3月調査から期を追うごとに下方修正され、前年度を大幅に下回る見込みとなっていることから、企業には慎重さが残っていると考えられる（第1-1-16図）。設備投資計画は、実績に向けて下方修正される傾向があり、直近5年（2015-19年）の修正パターンを基に試算すると、2020年度は前年度から－6％程度の減少となる可能性がある。

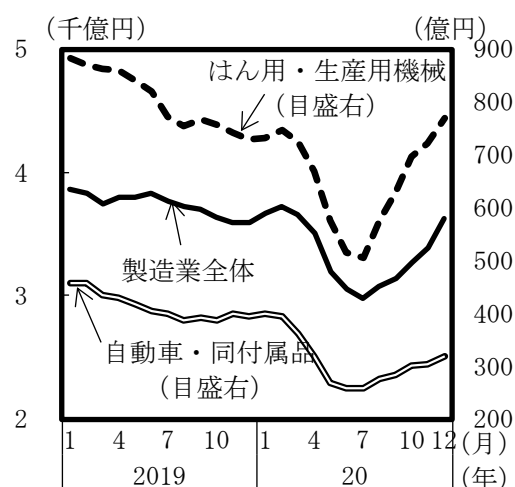
第1-1-15図 性質別の投資と機械受注の動向

機械投資には底打ち感がみられる

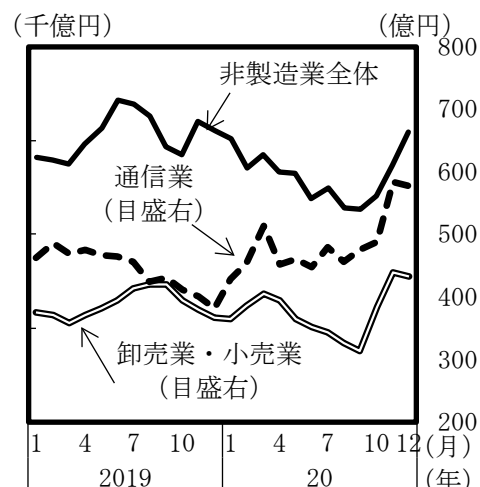


³⁵ 内閣府（2020）を参照（第1-1-22図）のこと。

(3) 機械受注（製造業）



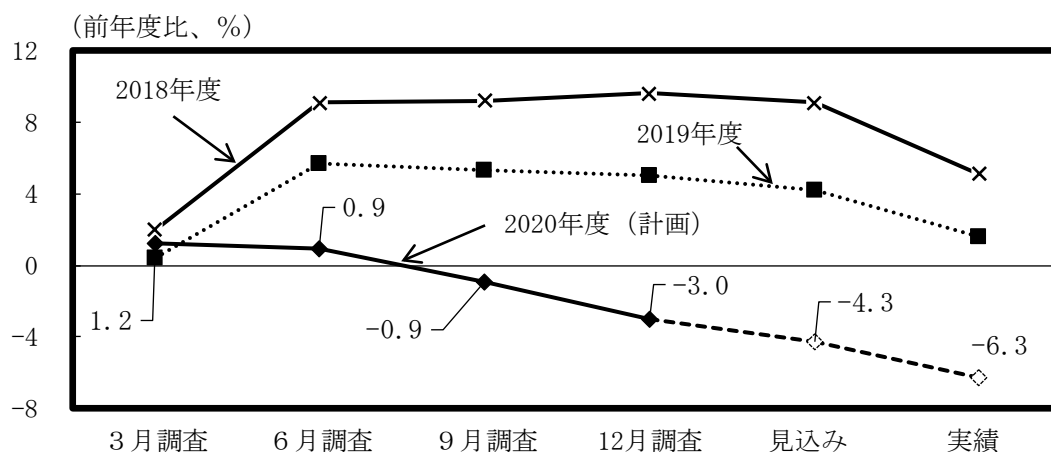
(4) 機械受注（非製造業）



- (備考) 1. (1) は経済産業省「鉱工業総供給表」、国土交通省「建築着工統計」、(2) は経済産業省「特定サービス産業動向統計調査」、(3) 及び (4) は内閣府「機械受注統計」により作成。
2. (1) の機械投資は、資本財総供給（除く輸送機械）の季節調整値、3か月移動平均。構築物投資は、建築着工工事費予定額（民間非居住用）の内閣府試算値（原数値）、6か月移動平均。
3. (2) は情報サービス業の受注ソフトウェア売上高。
4. (3) 及び (4) は季節調整値、3か月移動平均。非製造業全体は、船舶及び電力を除く。
5. 民間部門の名目設備投資の内訳は、2019年度国民経済計算年次推計の2019暦年値に基づく、機械投資46%、構築物投資25%、ソフトウェア投資10%、R&D投資18%、その他1%。

第1-1-16図 2020年度の設備投資計画

年度計画は大幅に下方修正



- (備考) 1. 日本銀行「全国企業短期経済観測調査」により作成。全規模・全産業。
2. 設備投資全体の計数は、ソフトウェア・研究開発投資額を含む設備投資（土地投資額は含まない）。