

# グローバル経済と主要産業の動向

2025年3月



CA本部 企業調査部

調査部 マクロ経済研究センター

## 1. グローバル経済の動向（2025年3月更新） 2

1. 世界経済	… 3
2. 日本経済	… 4
3. 米国経済	…12
4. 欧州経済	…17
5. 中国経済	…22
6. 為替	…27

## 2. 主要産業の動向（2024年6月更新） 30

1. 鉄鋼	…31	9. 機械	…39	17. 不動産	…47
2. オイル・ガス	…32	10. 自動車	…40	18. アパレル	…48
3. 石油化学	…33	11. 造船	…41	19. スーパー・ドラッグストア	…49
4. 紙パルプ	…34	12. 通信	…42	20. 外食	…50
5. 医薬品	…35	13. 海運(外航)	…43	21. レジャー(旅行・ホテル)	…51
6. 食品	…36	14. 空運	…44	22. 電力	…52
7. 電子部品・半導体	…37	15. 陸運倉庫	…45	23. 情報サービス	…53
8. 家電	…38	16. 建設	…46	産業天気図	…54

- 本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。
- 本資料は、作成日時時点で弊行および弊社が一般に信頼できると思われる資料に基づいて作成されたものですが、情報の正確性・完全性を弊行および弊社で保証する性格のものではありません。また、本資料の情報の内容は、経済情勢等の変化により変更されることがありますので、ご了承ください。
- ご利用に際しては、お客さまご自身の判断にてお取扱いいたしますようお願い致します。本資料の一部または全部を、電子的または機械的な手段を問わず、無断での複製または転送等することを禁じております。



# 1. グローバル経済の動向

---

# トランプ政策を巡る不確実性が拡大

## ◆世界経済には下振れ圧力

世界経済は持ち直しているものの、下振れ圧力が増す展開。トランプ政策を巡る不確実性が拡大しており、企業の景況感は低下しているほか、株価も下落。

国・地域別にみると、米国の景気は減速。関税引き上げ前の輸入急増や個人消費の減少などを背景に、1～3月期の実質GDPはマイナス成長に転じる可能性も。インフレ再燃への懸念などから、消費者マインドも悪化。中国では、政府が耐久財の買い換え策などを実施していることを背景に、個人消費は一時的に持ち直しているもの、自律的な回復力は弱く、今後は減速すると予想。日本では、製造業の不振や食料品の価格高騰が景気回復の重石となっており、1～3月期の成長率はゼロ%近傍に低下すると予想。

## ◆トランプ政策でグローバル景気の後退リスク

米国トランプ政権は、中国などに続きEUへの関税引き上げを打ち出したほか、自動車・半導体などの品目も関税対象に加える考えを表明。「相互関税」を導入し、貿易相手国の付加価値税も関税賦課の対象とするなど、不公正な貿易取引に対抗する構え。また、他国には防衛費負担の増大を要求しているほか、国内では政府職員の解雇を推進するなど、歳出削減を進める構え。こうした施策は米国の景気を悪化させるほか、貿易取引の停滞などを通じてグローバルな景気後退をもたらす恐れ。

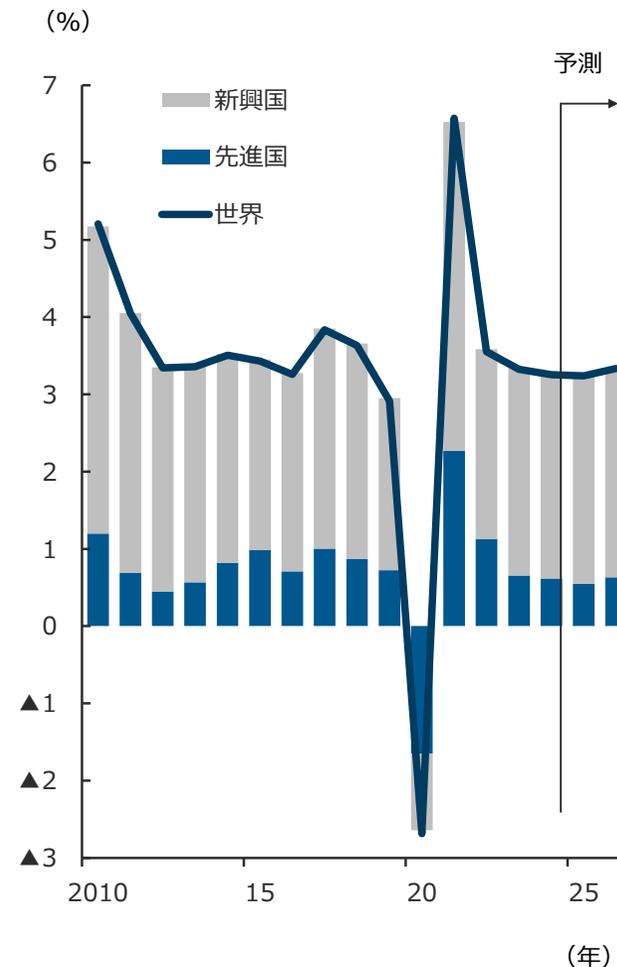
## 世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)

	2024年 (実績・見込み)	2025年 (予測)	2026年 (予測)
世界計	3.3	3.2	3.3
先進国	1.7	1.5	1.8
アメリカ	2.8	1.9	2.5
ユーロ圏	0.9	0.9	1.0
イギリス	0.9	0.9	1.1
日本	0.1	1.3	0.9
新興国	4.2	4.2	4.2
BRICs	5.1	4.7	4.6
中国	5.0	4.6	4.4
インド	6.8	6.9	7.2
ロシア	3.6	1.3	1.2
ブラジル	3.0	2.2	2.3
NIEs	2.8	2.3	2.2
韓国	2.0	1.7	1.7
台湾	4.3	3.1	2.8
香港	2.5	2.3	2.1
ASEAN5	5.0	5.0	5.0
インドネシア	5.0	4.8	4.8
タイ	2.5	3.0	2.8
マレーシア	5.1	5.0	5.1
フィリピン	5.6	5.4	5.6
ベトナム	7.1	7.2	7.2

出所：IMF、各国統計を基に弊社作成  
注：世界193カ国。先進国は、米・日・ユーロ圏（19カ国）、英・豪・加など35カ国。新興国は先進国以外。インドのみ年度ベース（当年4月～翌年3月）。

## 世界の実質GDP成長率の寄与度



# 概況：景気は一部で足踏みするも緩やかに回復

## 景気

景気動向指数は、一致指数は改善傾向、先行指数は弱め



出所：内閣府を基に弊社作成

## 企業

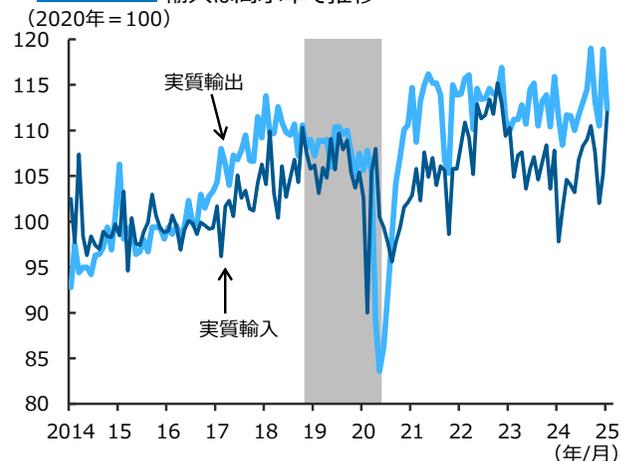
鉱工業生産は弱い動き  
サービス業の経済活動は回復基調



出所：経済産業省を基に弊社作成

## 外需

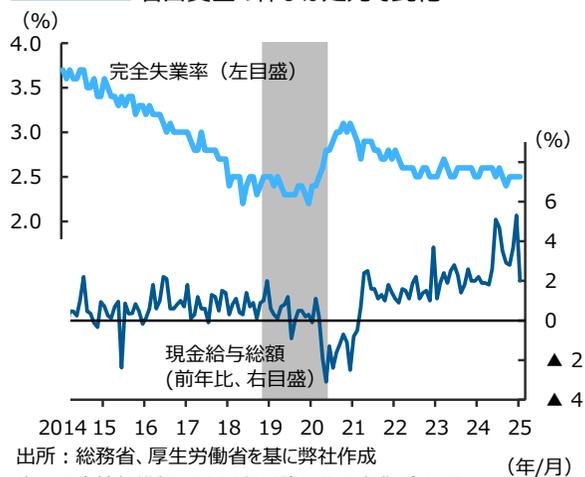
輸出は持ち直し  
輸入は高水準で推移



出所：日本銀行を基に弊社作成

## 雇用所得

失業率は2%台半ばで推移  
名目賃金の伸びは足元で鈍化



出所：総務省、厚生労働省を基に弊社作成

注：現金給与総額の2016年以降は共通事業所ベース

## 家計

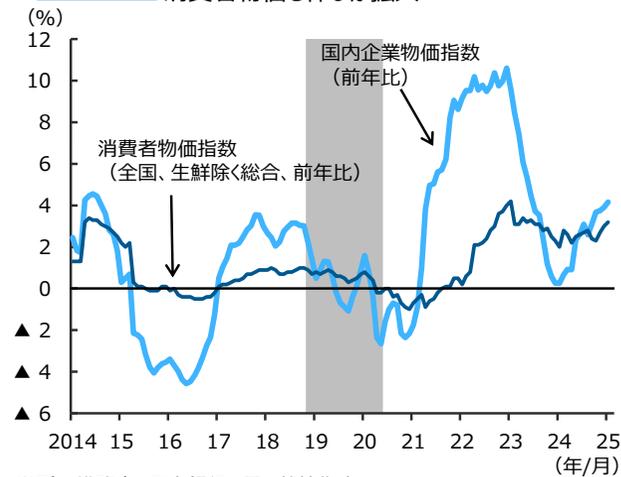
消費は持ち直し  
住宅着工は低水準で推移



出所：総務省、国土交通省を基に弊社作成

## 物価

企業物価は農産物を中心に再上昇  
消費者物価も伸びが拡大



出所：総務省、日本銀行を基に弊社作成

# 2024年10～12月期のGDPは下方改定

## ◆個人消費が小幅に下方改定

2024年10～12月期の2次QEでは、実質GDP成長率は前期比年率+2.2%（前期比+0.6%）と1次QEの同+2.8%から下方改定。設備投資が小幅に上方改定された一方、個人消費や在庫投資などが下方改定。

## ◆製造業の生産活動は弱い動き

1月の鉱工業生産指数は3ヵ月連続の低下。半導体製造装置を中心とした生産用機械工業の減産が背景。中国や欧州を中心に世界的な財需要の回復が弱いほか、中国企業をはじめグローバルな競争圧力が強まっていることが製造業全体の趨勢的な減産につながっている可能性。

先行きの生産計画によると、2月は生産用機械工業の反動増などから持ち直す一方、3月は輸送用機械工業を中心に弱含む見込み。

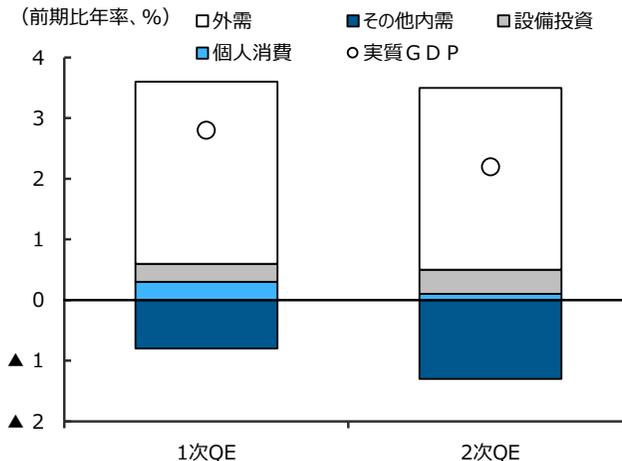
## ◆サービス業は回復基調

サービス業は回復基調が持続。内訳をみると、個人向けサービスでは、コロナ禍からの需要回復を受けた生活関連サービス業や、好調なインバウンド需要を受けた宿泊業・飲食サービス業が持ち直し。情報通信業を中心に企業向けサービス業も堅調。

## ◆訪日外客数は大幅に増加

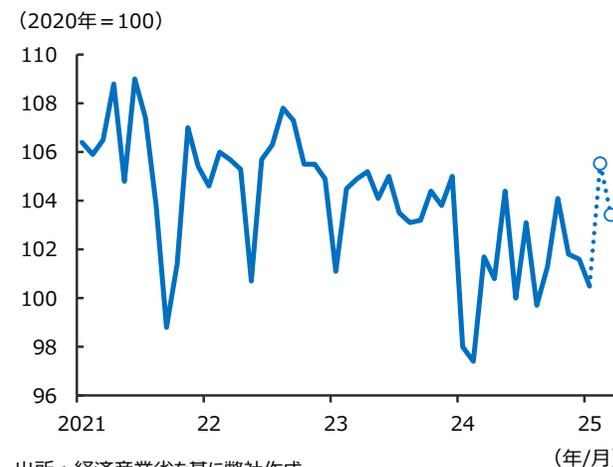
訪日外客数はコロナ禍を大幅に上回る水準で推移。回復が遅れていた中国からの訪日客も、2025年1月にコロナ禍を上回る水準まで急増。近年は2月入り後が多かった春節が、1月下旬から開始した暦要因も一因。

### 2024年10～12月期の実質GDP成長率



出所：内閣府を基に弊社作成

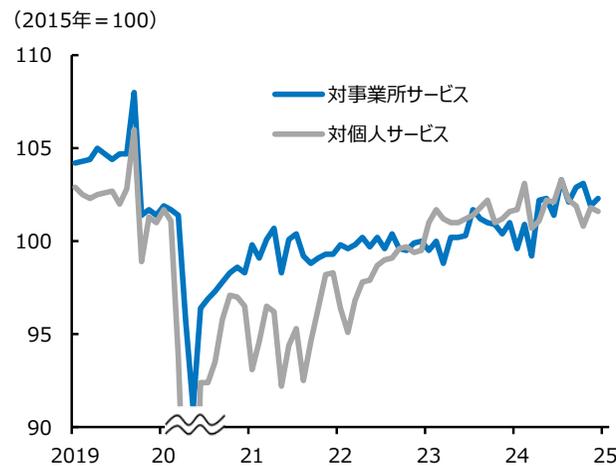
### 鉱工業生産指数（季調値）



出所：経済産業省を基に弊社作成

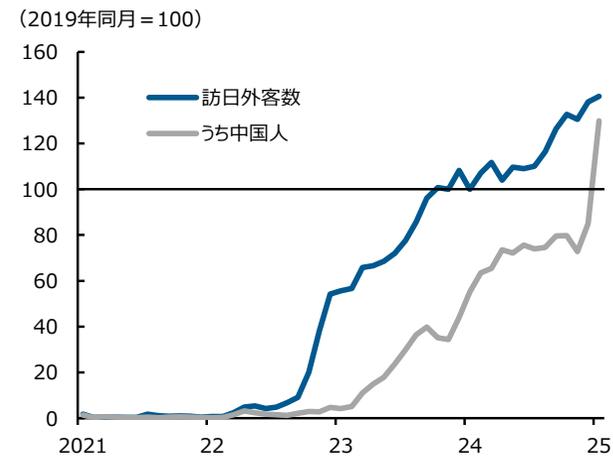
注：点線は、製造工業生産予測指数を基に先延ばし。

### 第3次産業活動指数（季調値）



出所：経済産業省を基に弊社作成

### 訪日外客数



出所：日本政府観光局を基に弊社作成

# 堅調な企業収益が設備投資の支えに

## ◆ 企業収益は堅調

2024年10～12月期の経常利益は、前期比+12.1%、前年比+13.5%と、円高などによる前期の一時的な落ち込みから持ち直し。価格転嫁の進展などにより売上高の増勢が続いたほか、為替が円安圏で推移したことで、海外での事業活動が活発な製造業で海外からの配当（営業外損益に計上）などが大幅に増加し、経常利益を押し上げ。

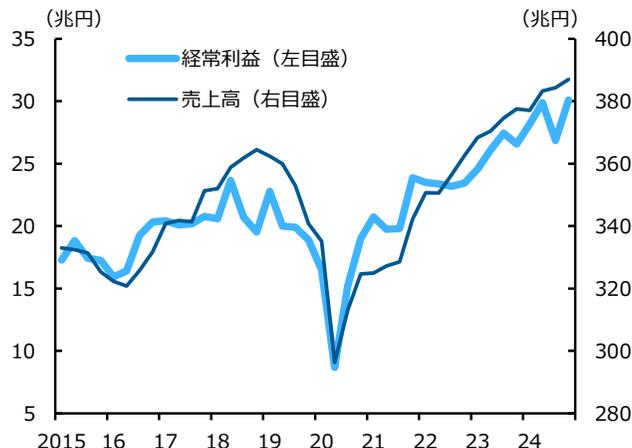
先行きの企業収益を展望すると、賃上げが進むなか、人件費の増加が収益の下押し要因となるものの、家計の所得環境の改善による内需の持ち直しや、為替相場の円安圏での推移が支えとなり、企業収益は底堅く推移すると予想。

## ◆ 企業の投資意欲は旺盛

設備投資（ソフトウェア投資を含む）は前期比+0.6%と、3四半期連続で増加。省力化需要の高まりなどをを受けてソフトウェア投資が堅調に推移しているほか、その他の投資も増勢を維持。

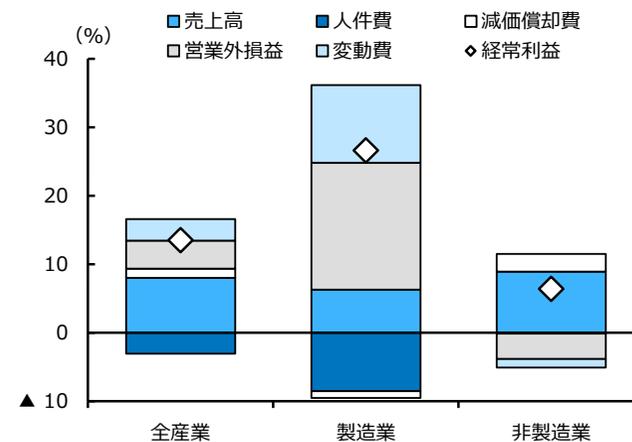
先行きの設備投資も緩やかに増加する見通し。2024年度の企業行動に関するアンケート調査によれば、企業の今後3年間（2025～27年度）の設備投資の見通しは年平均+6.3%と、前年から減速したものの高めの伸び。期待成長率も緩やかに高まる傾向。とりわけ、需要の拡大が見込まれる半導体関連を含む機械分野や、人手不足が顕著な運輸・小売関連業種で高い伸びとなる見込み。

### 経常利益と売上高（季調値）



出所：財務省を基に弊社作成  
注：全規模・全産業（金融・保険業を除く）。

### 2024年10～12月期の経常利益（前年比）



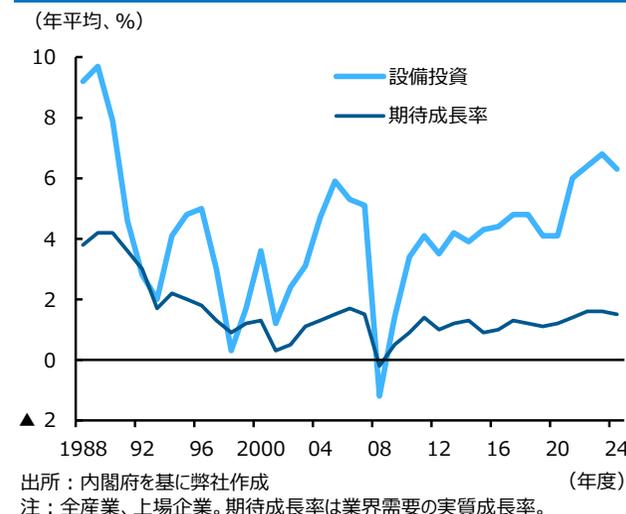
出所：財務省を基に弊社作成  
注：全規模。全産業・非製造業は金融・保険業を除く。

### 法人企業の設備投資額（季調値）



出所：財務省を基に弊社作成  
注：全規模・全産業（除く金融業・保険業）。

### 設備投資と期待成長率の見通し（今後3年間）



出所：内閣府を基に弊社作成  
注：全産業、上場企業。期待成長率は業界需要の実質成長率。

# 家計の所得環境は緩やかに改善へ

## ◆今年の春闘でも高い伸びを予想

賃金の伸びは拡大基調。1月の一般労働者の所定内給与は前年比+3.1%、パートタイム労働者（時給ベース）は同+4.6%と、いずれも高い伸びを維持。

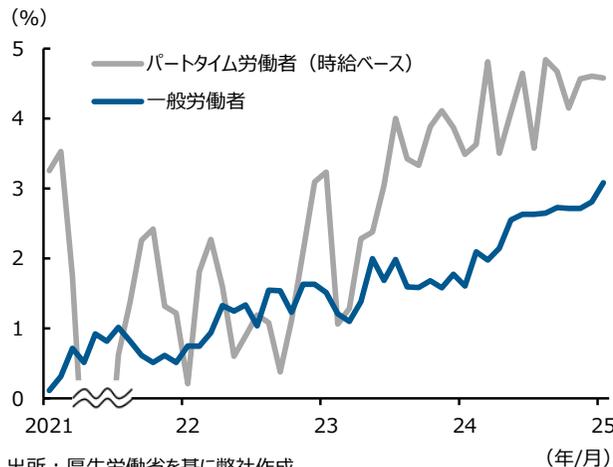
先行きも、賃金は高い伸びが続く見通し。今年の春闘でも、昨年に続き高い賃上げが実現すると予想。連合の集計によると、労働組合の賃上げ要求は6.09%と、昨年（5.85%）を上回る高水準。人手不足の深刻化などを背景に、企業も賃上げを積極化。大企業を中心に組合要求への満額回答が相次いでいるほか、中小企業や小規模企業でも正社員の賃上げを見込む企業が増加。

## ◆夏場以降、消費の回復が明確化

個人消費は持ち直し。物価高で家計の節約志向が強まるなか、食料品を中心に非耐久財は弱い動き。一方、耐久財は、昨年末に一時落ち込んだ自動車販売が落ち込み前の水準まで回復。サービスも、対面型サービスを中心に回復基調にあり、消費全体を下支え。

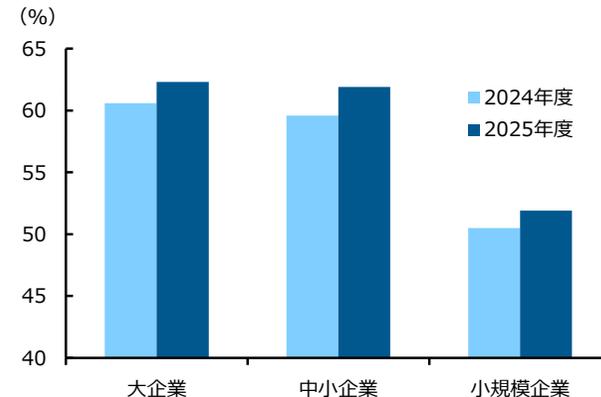
先行きの個人消費は回復に向かう見通し。当面は物価の上振れが消費の重石となるものの、夏場以降、予想される実質賃金の上昇定着が下支えとなる見込み。ただし、食料品の価格の高止まりが続いた場合、消費者マインドの冷え込みで消費が下振れる恐れも。

### 所定内給与（前年比）



出所：厚生労働省を基に弊社作成  
注：調査対象企業の入れ替えで生じたデータの断層を調整。

### 正社員の賃上げを見込む企業の割合



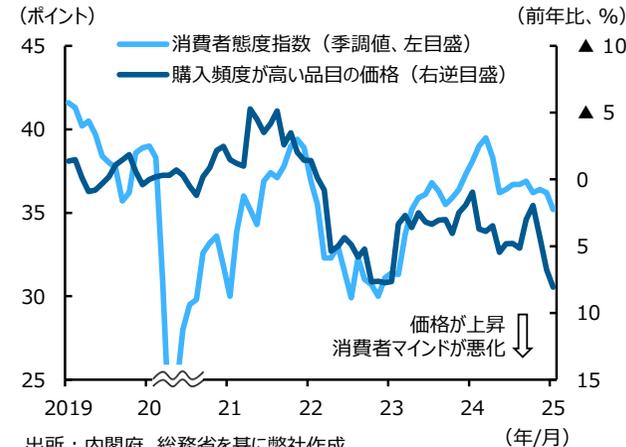
出所：帝国データバンクを基に弊社作成  
注：調査対象企業のうち、正社員の賃上げ（賞与や一時金の引き上げを含む）を予定している企業の割合。

### 新車登録台数（季調値）



出所：日本自動車販売協会連合会などを基に弊社作成

### 購入頻度が高い品目の価格と消費者マインド



出所：内閣府、総務省を基に弊社作成  
注：消費者態度指数は2人以上の世帯。購入頻度が高い品目は1か月に1回程度購入される品目。

# コアCPIは、振れを伴いつつ2%前後へ

## ◆政策要因で振れの大きい展開に

1月のCPI（総合）は前年比+4.0%と高い伸び。コアCPI（生鮮食品とエネルギーを除く総合）も前年比+3.2%と、前月から伸びが加速。コメや生鮮食品の価格が高止まりしており、外食や加工食品にも価格上昇圧力が波及。ただし、食料品やエネルギーを除いたCPIは前年比+1.5%と低下傾向にあり、食料品価格の高騰が収まれば、物価の伸びは2%前後に向けて低下する見通し。

春先にかけて、政府による電気・ガス代抑制策が再開され、エネルギー価格が低下する見込み。また、4月からは、政府による高校授業料の実質無償化が、サービス価格の下押しに作用。基調的な面では、賃金上昇分を販売価格に転嫁する動きが強まり、サービス価格の上昇幅も緩やかに拡大すると予想。

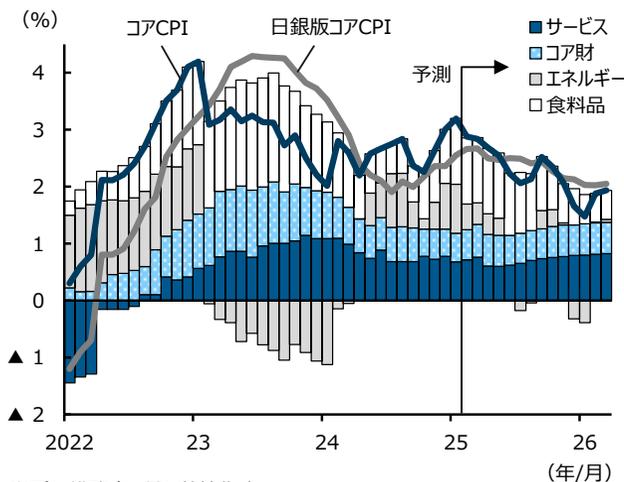
## ◆日銀は段階的な利上げを継続

日銀は、1月の金融政策決定会合で、政策金利を0.50%程度に引き上げ。

長期金利は水準を切り上げ。早期の追加利上げ観測が高まったことなどから、一時1.5%台に上昇。

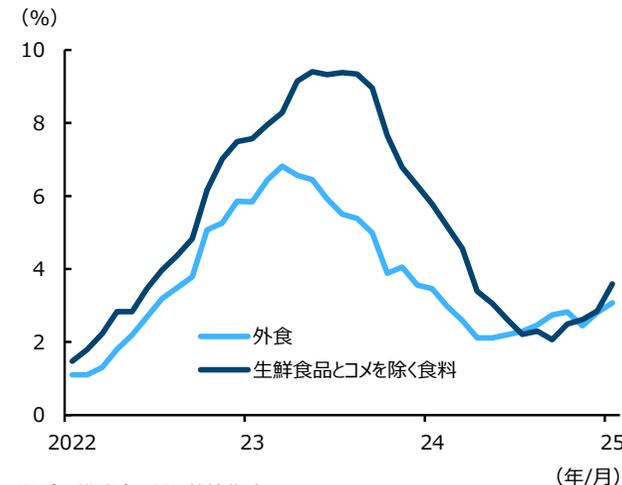
先行き、日銀は、賃金と物価の持続的な上昇を確認しつつ、段階的に小刻みな利上げを続けていくと予想。長期金利は、政策金利の引き上げや国内景気の回復などを受けて、緩やかな上昇傾向をたどる見通し。

### 消費者物価指数（前年比）



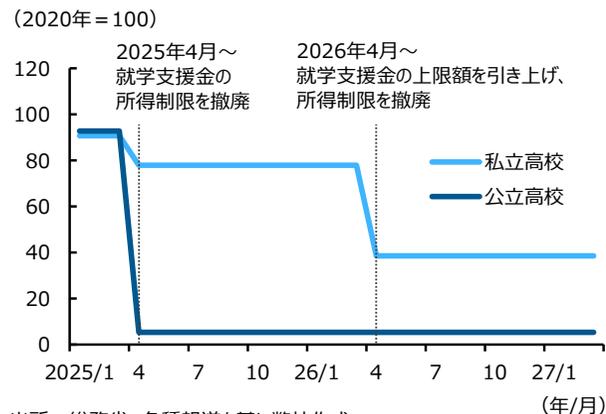
出所：総務省を基に弊社作成

### 外食と加工食品の価格（前年比）



出所：総務省を基に弊社作成

### 高校授業料の見通し



出所：総務省、各種報道を基に弊社作成

注：自民党、公明党、日本維新の会の合意案（資料作成時点）を基に作成。授業料の下落幅は、先行して実質無償化が行われた東京都でのケースを参考に試算。

### わが国の主要金利



出所：NEEDS-FinancialQUESTを基に弊社作成

# トピックス①：厳しさ続く中小企業の賃上げ環境

## ◆ 中小組合の賃上げは下振れ見込み

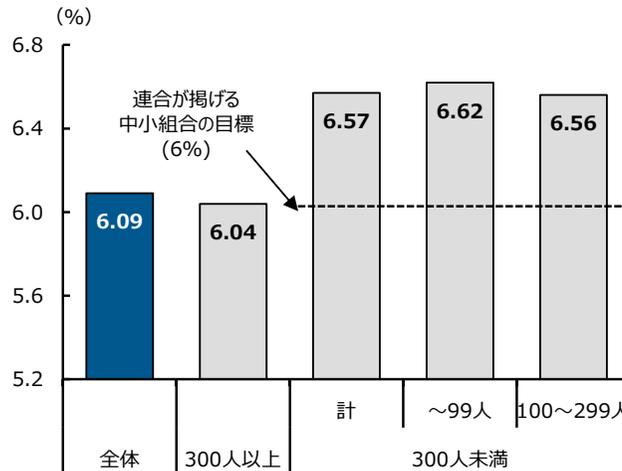
2025年春闘における中小企業（組合員数300人未満）の賃上げ要求は+6.57%と、連合が事前に掲げた目標「+6%」を上回る水準に。もっとも、今後の経営側の回答は、組合側の要求から下振れる公算大。中小企業は大企業と比べて組合からの賃上げ要求に応えきれない傾向。妥結賃金が前年と同程度に組合要求を下回った場合、中小企業の賃上げ率は、100～299人で+5.20%、99人未満の企業で+4.66%。300人以上の大企業（+5.39%）を下回る計算に。

## ◆ 消費者の価格転嫁への理解が重要

中小企業の賃上げが大企業と比べて見劣りする背景には、経営環境の厳しさ。中小企業では、円安が原材料コストの上昇を通じて収益を下押ししやすいほか、コスト高を十分に価格転嫁できないケースも多い状況。日本商工会議所の調査によれば、2024年度の中小企業の賃上げの6割以上は、企業業績の改善を伴わない「防衛的な賃上げ」であり、賃上げの持続性にも不透明感。

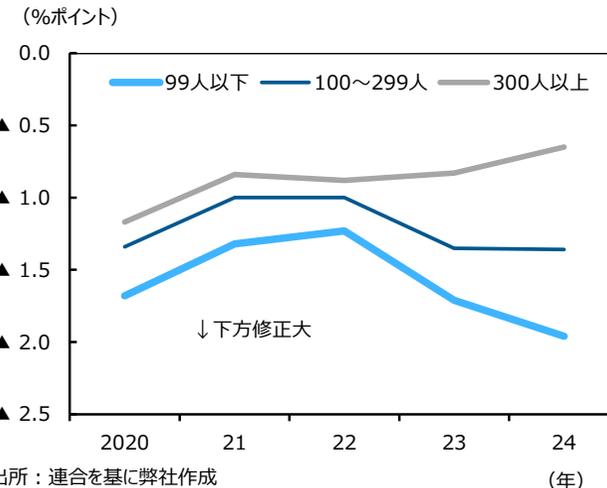
中小企業の持続的な賃上げのためには、生産性の向上や適切な価格転嫁が不可欠。価格転嫁の進展には、企業間取引の適正化だけでなく、消費者の価格転嫁に対する理解も重要。消費者が値上げを受け入れやすくするため、企業は自社の商品・サービスの魅力を継続的に高めることが必要。

## 2025年春闘における組合側の要求（組合規模別）



出所：連合を基に弊社作成

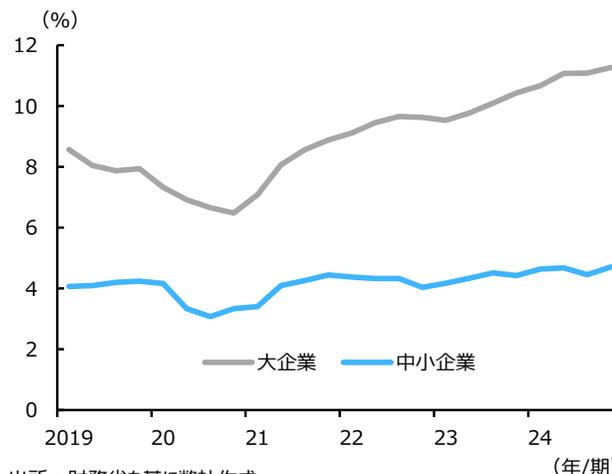
## 春闘の要求と回答の乖離幅（組合規模別）



出所：連合を基に弊社作成

注：乖離幅は、要求と最終回答の定昇込み賃上げ率の差。

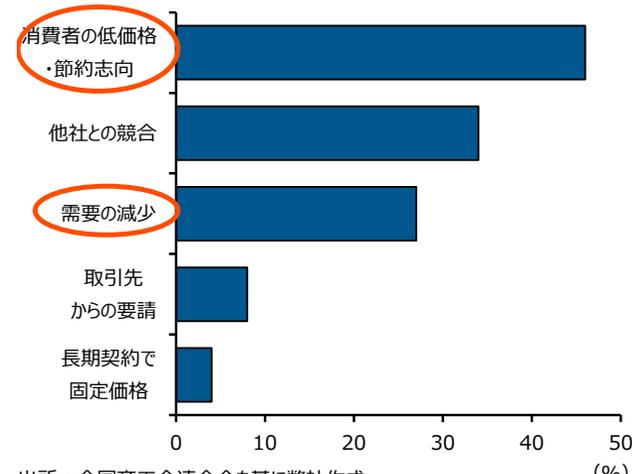
## 売上高経常利益率（企業規模別）



出所：財務省を基に弊社作成

注：後方4四半期平均。

## 中小・零細企業の価格転嫁を阻む要因（上位5項目）



出所：全国商工会連合会を基に弊社作成

注：2024年5月調査。調査対象は零細企業494社と中小企業68社。

# トピックス②：トランプ関税がわが国自動車産業の下押しリスクに

## ◆米国政府はメキシコ・カナダに関税発動

米国政府は3月4日、メキシコ・カナダからの輸入品に25%の追加関税を発動。こうした措置は、両国での生産活動が活発な自動車産業を中心に、わが国企業にも影響大。現在、自動車への関税発動は1ヵ月間の適用除外となっているものの、先行きの不透明感は強い状況。

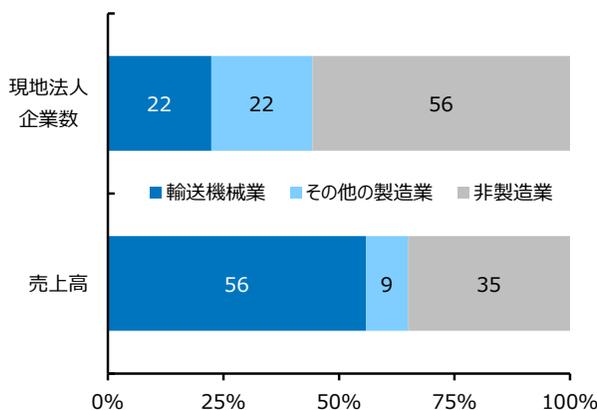
これまで、わが国自動車メーカーは、米国・メキシコ・カナダ協定（USMCA）の特恵関税などを利用して、北米地域にまたがる自動車生産の供給網を構築。日系メーカーの米国販売車のうち、2割近くをメキシコ・カナダからの輸入品が占める状況。関税引き上げによる輸入コストの増加分を販売価格に十分に転嫁できなければ、企業収益の圧迫要因に。

メキシコ・カナダへの関税の引き上げは、わが国経済に下押し影響が波及する恐れ。わが国製造業の中でも、自動車産業は北米地域への売上依存度が大。北米市場を起点とする収益環境の悪化は、国内の雇用削減や設備投資の抑制などを招来。

## ◆自動車関税が一段の下振れリスク

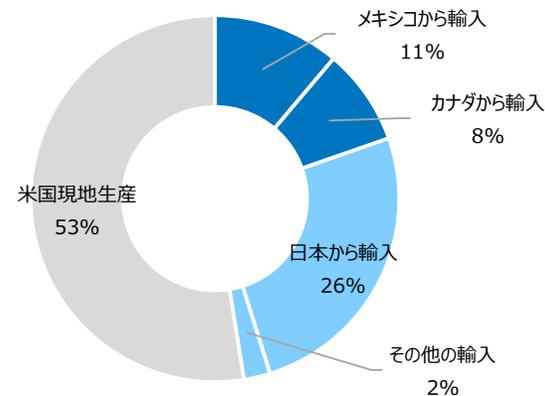
さらに、トランプ米大統領は、米国への輸入自動車に25%の追加関税を課す方針を示唆。この追加関税はわが国自動車産業の一段の減産圧力に。試算では、25%の自動車関税の実施で、わが国の乗用車生産は▲4.3%減少。自動車部品など中間投入にも影響が波及し、鋳工業全体では▲0.6%程度の下押し圧力に。

## メキシコ・カナダの日系現地法人の産業別割合



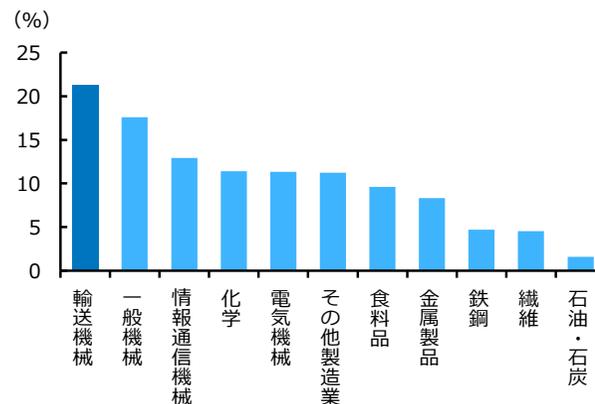
出所：経済産業省を基に弊社作成  
注：2022年度。

## 日系自動車メーカーの米国販売車の調達



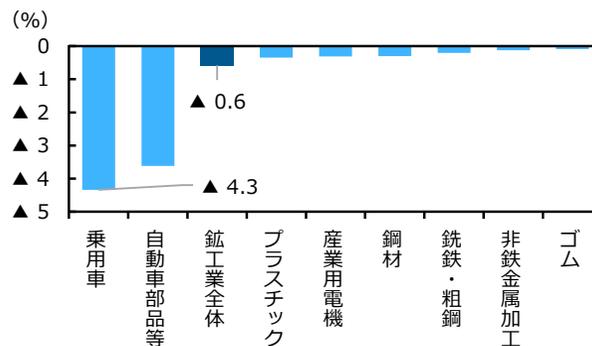
出所：Marklinesを基に弊社作成  
注：2021年。小型トラックなどを含む乗用車。  
現地生産台数＝新車販売台数－輸入販売台数としてカウント。

## わが国製造業の総売上上に占める北米事業の割合



出所：経済産業省を基に弊社作成  
注：2022年度。総売上（＝国内売上＋輸出＋現法売上）に占める北米事業売上（＝輸出＋北米現法売上）の割合。

## 自動車関税が実施された場合の国内生産の下押し幅



出所：Marklines、総務省、日本自動車工業会などを基に弊社作成  
注：米国が輸入自動車に25%の追加関税を課した場合に、米国への乗用車輸出の減少によって生じるわが国生産への下押し影響。産業連関表の逆行列係数を基に、直接効果と間接効果の合計。米国の乗用車需要は、乗用車販売台数を被説明変数、乗用車価格と実質可処分所得を説明変数として、価格弾性値を試算。

# 内需主導で緩やかな景気回復へ

## わが国主要経済指標の予測値（2025年3月11日時点）

### ◆ 企業収益を起点に内需回復

先行きを展望すると、わが国の景気は内需主導で緩やかな回復が続く見通し。好調な企業収益を起点に、物価高を上回る賃上げや設備投資の拡大などの前向きな動きが広がると予想。

雇用・所得環境の改善などを背景に、個人消費は持ち直しの方向。人手不足感の強まりなどを受けて企業は労働者確保に向けた賃上げの動きを強めており、賃金は今後も高い伸びが続く見込み。これを受けて、実質賃金は今年の夏場以降、前年比プラスでの推移が定着していく見通し。

高水準の企業収益を支えに、企業の設備投資は増加基調が続く見通し。企業は、脱炭素化やDX、省力化など課題解決を目的とする投資に意欲的。地政学的リスクの高まりなどを背景とした生産拠点の国内回帰も設備投資を後押し。

ただし、下振れリスク要因として、トランプ米大統領による経済・外交政策や、それを受けた海外経済の行方に注意。とくに自動車や中国への関税引き上げはわが国製造業の不振に追い打ちをかけ、賃上げ機運の喪失や雇用調整につながる恐れも。

### ◆ 2025年度の成長率は+1.0%と予想

2025年度は+1.0%の成長を予想。23年度後半の景気が弱かった影響から、24年度は伸びが幾分減速するものの、25年度は1%程度の成長ペースに復帰する見通し。

	2024年	2025年				2026年				2027年	2024年度	2025年度	2026年度
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	(予測)	(予測)	(予測)
	(実績)	(予測)				(予測)				(予測)	(予測)		
実質GDP	2.2	0.5	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	0.8	1.0	0.9
個人消費	0.1	0.0	0.2	0.5	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9	0.8	0.5	0.8
住宅投資	▲ 0.8	▲ 0.4	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 1.3	▲ 0.1	▲ 0.1
設備投資	2.3	2.1	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5	2.5	2.6	2.6	2.0	2.1	2.5
在庫投資 (寄与度)	(▲ 1.1)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)
政府消費	1.6	0.4	0.4	0.2	0.4	0.2	0.4	0.3	0.4	0.5	1.6	0.5	0.3
公共投資	▲ 2.7	0.7	0.6	0.3	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.0	1.6	▲ 0.1	0.2
純輸出 (寄与度)	( 2.9)	( 0.0)	( 0.1)	( 0.1)	( 0.0)	( 0.0)	(▲ 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	(▲ 0.3)	( 0.4)	( 0.0)
輸出	4.1	2.1	2.4	2.5	2.4	2.4	2.3	2.4	2.3	2.3	1.8	2.8	2.4
輸入	▲ 8.3	2.1	2.1	2.1	2.2	2.2	2.3	2.3	2.3	2.3	3.0	1.1	2.2

(前年同期比、%)

名目GDP	4.0	5.1	3.9	3.6	2.8	2.7	2.7	2.8	2.9	3.1	3.7	3.2	2.9
GDPデフレーター	2.9	3.0	2.5	2.4	2.2	1.8	1.9	1.9	2.0	2.1	2.8	2.2	2.0
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.7	3.0	2.5	2.2	2.0	1.8	1.7	1.7	1.9	1.9	2.7	2.1	1.8
(除く生鮮、エネルギー)	2.4	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	2.0
鉱工業生産	▲ 1.0	2.6	1.3	1.9	0.9	1.2	0.0	0.1	0.4	0.3	▲ 0.7	1.3	0.2

完全失業率 (%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.5	2.4	2.2
経常収支 (兆円)	6.9	6.3	6.7	9.4	6.2	7.2	6.9	9.5	5.9	7.0	29.0	29.6	29.2
対名目GDP比 (%)	4.3	4.1	4.3	6.1	3.7	4.5	4.3	5.9	3.4	4.2	4.7	4.6	4.5
円ドル相場 (円/ドル)	152	154	153	151	151	148	147	144	143	142	153	150	145
原油輸入価格 (ドル/バレル)	77	80	72	71	72	73	74	74	75	75	83	72	75

出所：内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に弊社作成

### 海外経済の前提

(前年比、%)

	2024年	2025年	2026年
	(実績)	(予測)	(予測)
米国	2.8	1.9	2.5
ユーロ圏	0.7	0.8	1.0
中国	5.0	4.6	4.4

### 過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2024年度	2025年度	2025年度
	(予測)		
12月号	0.4	1.0	0.9
1月号	0.4	1.0	0.9
2月号	0.8	1.1	0.9



# 概況：設備投資は減速へ

## ◆非製造業は底堅く推移

非製造業の景況感は良好。2月のISM非製造業景況感指数は53.5と、よし悪しの分かれ目となる50を上回る水準。事業活動の拡大や新規受注の増加が全体を押し上げ。業種別にみると、全18業種のうち、金融・保険、卸売業など14業種の業況が改善。

## ◆製造業の生産活動はまだら模様

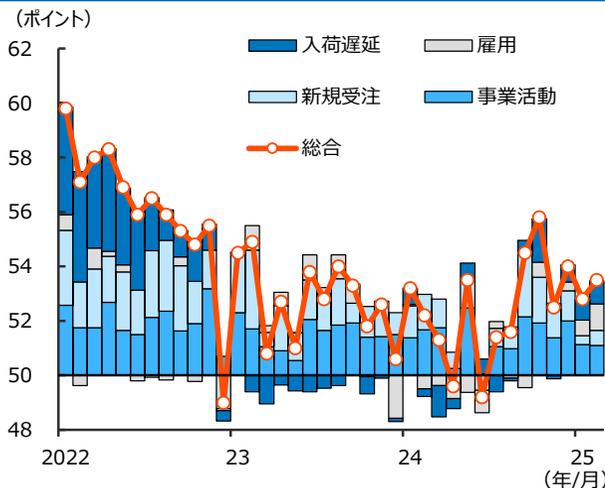
製造業は強弱混在。1月の製造業生産は前月比+0.5%と増加。寒波に伴い、エネルギー生産が増加したほか、AI需要の拡大を受けたコンピューターや電子製品の増産が全体を押し上げ。一方、それ以外の生産は引き続き低迷。既往の金融引き締め効果が顕在化するなか、自動車をはじめとしてIT以外の財需要は低迷。

## ◆政策の不確実性が投資の重石に

先行き、製造業を中心に設備投資は抑制される見通し。関税引き上げなどがインフレ再燃への警戒感を強めることから、金融政策は引き締め気味に運営され、投資を下押しする見込み。

加えて、トランプ政策の不透明感も投資の足かせに。相次ぐ関税政策公表を受けて、通商政策不確実性指数は急上昇しており、企業の慎重姿勢が強まる見込み。地区連銀の2月調査では、製造業の設備投資見通しは増加を見込む企業が前月から減少。

### ISM非製造業景況感指数



出所：ISMを基に弊社作成

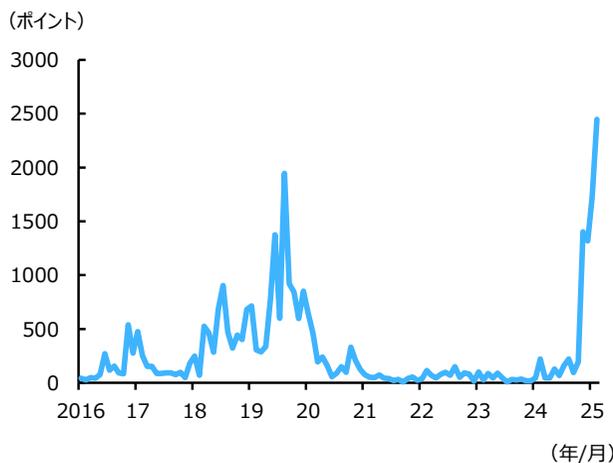
### 鉱工業生産



出所：FRBを基に弊社作成

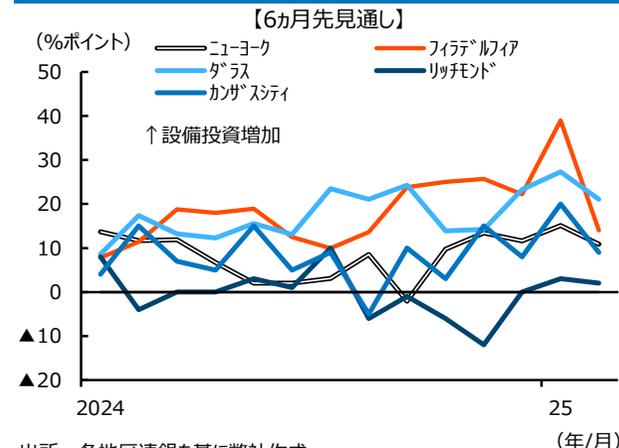
注：<>内は、指数全体に占めるシェア（2024年）。ハイテク関連は、コンピューター・通信機器・半導体など。

### 米国の通商政策不確実性指数



出所：Economic Policy Uncertaintyを基に弊社作成

### 製造業の設備投資見通し（地区連銀調査）



出所：各地区連銀を基に弊社作成

注：現在に比べて6か月後に設備投資が増えるか。0を上回れば、増加を見込む企業が減少を見込む企業より多い。

# トピック：トランプ関税により強まる景気悪化リスク

## ◆相次いで打ち出される関税政策

トランプ政権による関税引き上げの対象が拡大。米政府は違法薬物流入を理由に中国への追加関税を2月に発動したほか、3月にはメキシコ、カナダに25%の関税を賦課。さらに、米国の貿易赤字で大きなシェアを占めるEUにも同様の措置を示唆。関税対象は個別品目にも広がっており、鉄鋼、アルミニウム関税引き上げが実施されたほか、自動車、半導体、医薬品の引き上げも検討。これらは、米国の輸入全体の6割超の規模に。ほかにも、相互関税やデジタル課税への報復関税なども打ち出されており、問題は複雑化。

## ◆関税引き上げが景気を下押し恐れ

関税引き上げが言葉通り実行されるかどうかにかかわらず、先行きの不確実性の高まりが設備投資の延期などを通じて景気を下押しする公算大。

さらに、現在公表されている関税引き上げの多くが実施された場合、米国の景気は大きく悪化する見通し。

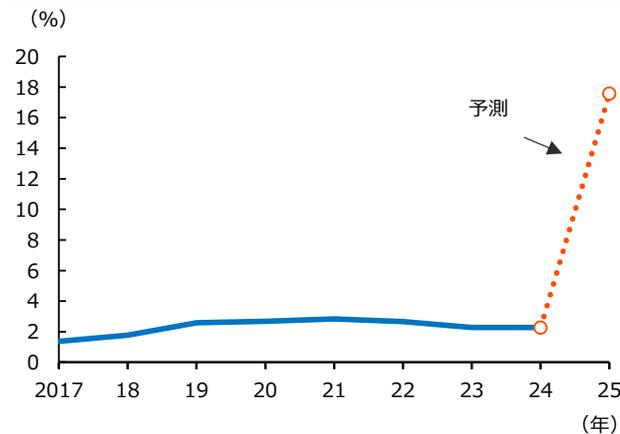
試算によれば、米国の平均関税率は18%に達し、輸入財の価格を押し上げ、米国のインフレ率は+1.5%ポイント上振れする計算に。物価上昇によりFRBが利上げ転換し、長期金利は+0.9%ポイント上昇。こうした物価や金利の上昇で経済成長率は▲0.5%ポイント押し下げられる見込み。

## 米政府による関税措置（見込みを含む）

	関税率	発動時期	制裁発動の理由
<b>国別</b>			
中国	追加10% 追加20%	2月4日 3月4日	違法薬物の流入
メキシコ	25%	3月4日	不法移民や違法薬物の流入
カナダ	25%	3月4日	※USMCA適合の輸入品は4月2日まで猶予
EU	25%	未定	自由で公正な貿易に対する不当な障壁
<b>品目別</b>			
鉄鋼	25%	3月12日	米国内産業の保護（国内回帰を促し、雇用創出や貿易赤字の削減につなげる考え）
アルミニウム	25%	3月12日	
自動車	25%	4月2日	
半導体	25%	未定	
医薬品	25%	未定	
農作物	不明	4月2日	
<b>その他</b>			
相互関税（米国よりも高い関税を課している国）		4月2日	貿易赤字削減、不公正な貿易慣行是正のため
デジタル課税実施国への報復関税		未定	米テック企業へのデジタル課税を不当な差別税制として対抗

出所：各種報道を基に弊社作成

## 米国輸入における関税率（加重平均）

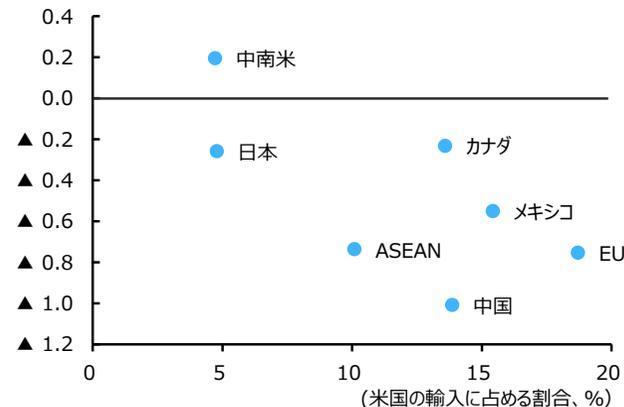


出所：U.S. Census Bureauを基に弊社作成

注：予測は、中国に追加20%、カナダ・メキシコ・EUに25%、自動車・半導体・鉄鋼・アルミニウム・医薬品に25%の関税が適用された場合を試算。

## 米国の国別輸入シェアと貿易収支（2024年）

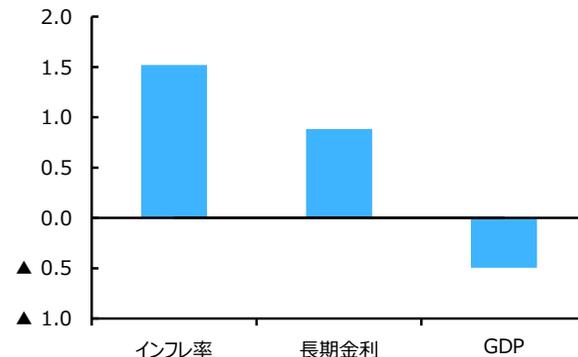
(貿易収支GDP比、%)



出所：U.S. Census Bureau、BEAを基に弊社作成

## トランプ関税による米国経済への影響

(%ポイント)



出所：U.S. Census Bureau、BLS、CBO、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

注：中国に追加20%、カナダ・メキシコ・EUに25%、自動車・半導体・鉄鋼・アルミニウム・医薬品に25%の関税が適用された場合を試算。

# Fed Watch：利下げは打ち止めへ

## ◆FRBは利下げに慎重姿勢

FRBのパウエル議長は、2月中旬の議会証言で利下げを急ぐ必要はないとの認識を示唆。雇用情勢などが底堅く推移するなか、インフレ率が高止まりしていることが指摘可能。

足元のインフレ率は下げ渋り。FRBが重視するコアPCEデフレーターは1月に前月比+0.3%と、前月から伸びが加速。コア財価格が上昇したほか、家賃や娯楽などサービス価格が全体を押し上げ。

## ◆利下げ局面は終了か

先行き、FRBは政策金利を据え置くと予想。インフレ率が高止まりするなか、トランプ政権による輸入関税の引き上げや減税によるインフレ再燃への警戒感が強まることが背景。トランプ大統領はすでに中国やカナダ、メキシコへの関税引き上げを実施しているほか、今後、EUにも同様の措置を課すことを示唆。これらの国・地域だけで、米国の輸入全体の6割弱を占める状況。仮に、輸入関税が引き上げられた場合、企業の価格転嫁を通じて米国内の財価格が大きく押し上げられる見込み。

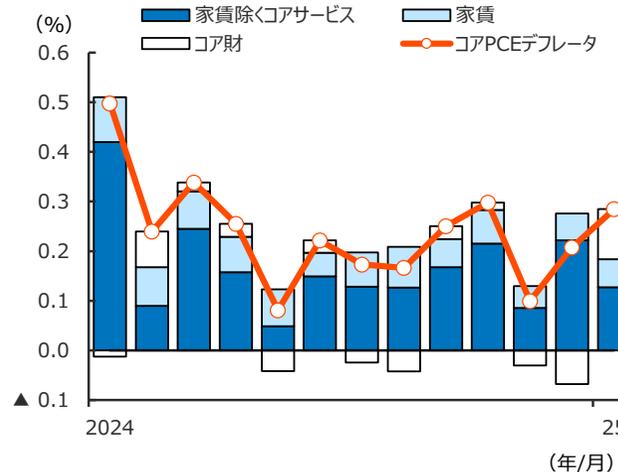
さらに、26年には大規模減税が実施されるとみられ、需要面からもインフレ圧力が強まる見込み。これによりインフレ率は3%前後で高止まり、FRBは当面金利据え置きを余儀なくされ、状況次第で利上げも視野に入れる公算。

## パウエル議長の議会証言 抜粋

金融政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政策スタンスの調整を急ぐ必要はない。</li> <li>・バランスシート縮小にはまだ時間がかかる。</li> <li>・労働市場が予想外に弱まるか、インフレ率が急速に低下した場合、政策を緩和する。</li> </ul>
物価	<ul style="list-style-type: none"> <li>・インフレ率は依然としてやや高止まり。</li> <li>・インフレの進展を見極めたい。</li> </ul>
労働	<ul style="list-style-type: none"> <li>・労働市場は引き続き堅調。</li> <li>・失業率は低水準で安定。</li> </ul>
トランプ政権	<ul style="list-style-type: none"> <li>・政策が明らかになるまで関税影響に関する判断は保留。</li> <li>・マネーストックの急激な増加がインフレを招く可能性。</li> </ul>

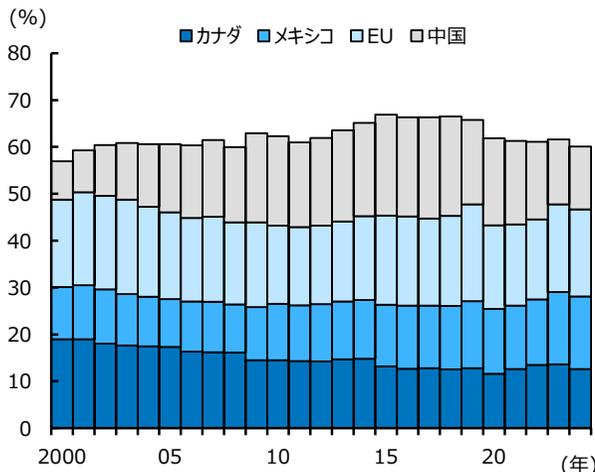
出所：FRBを基に弊社作成

## コアPCEデフレーター（前月比）



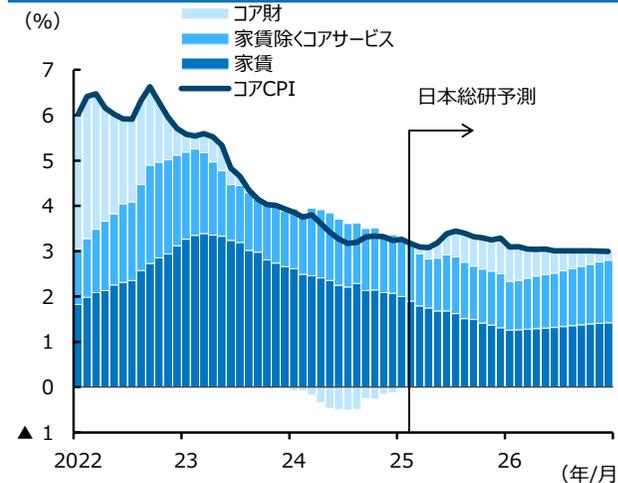
出所：BEAを基に弊社作成

## 米国の国別輸入シェア



出所：U.S. Census Bureauを基に弊社作成

## コア消費者物価指数（前年比）



出所：BLSを基に弊社作成

# 米国景気・金利見通し：景気はやや減速、長期金利は上昇へ

## ◆高金利や物価高が景気を抑制

当面の米国景気はやや減速する見通し。見通しでは、中国に60%の追加関税、メキシコ、カナダに25%、鉄鋼・アルミニウムに25%の関税引き上げを実施すると想定。その結果、米国内の物価上昇を通じて個人消費が下押しされる見込み。さらに、トランプ政策の先行き不透明感が企業の設備投資を抑制するほか、マインドの悪化などを通じて消費を下押しする見込み。

一方、AI関連の生産や投資が引き続き旺盛であるほか、大規模減税や規制緩和への期待が株価を押し上げることで、景気を下支え。結果として2025年通年の実質GDPは2%前後の伸びになると予想。

## ◆長期金利は緩やかな上昇へ

F R Bは、今後利下げを停止する見込み。対中関税が実施されたことで、インフレ率が下げ止まるとみられるほか、メキシコやカナダなどへの関税引き上げが控えていることが背景。

バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）は継続。QTの終了時期は年後半となる見込み。

長期金利は、インフレ再燃への警戒感が上昇圧力となる見込み。トランプ氏による積極的な経済政策などで財政が悪化し、タームプレミアムの上昇によって長期金利が予想外に上振れるリスクに要注意。

## 米国経済・物価見通し

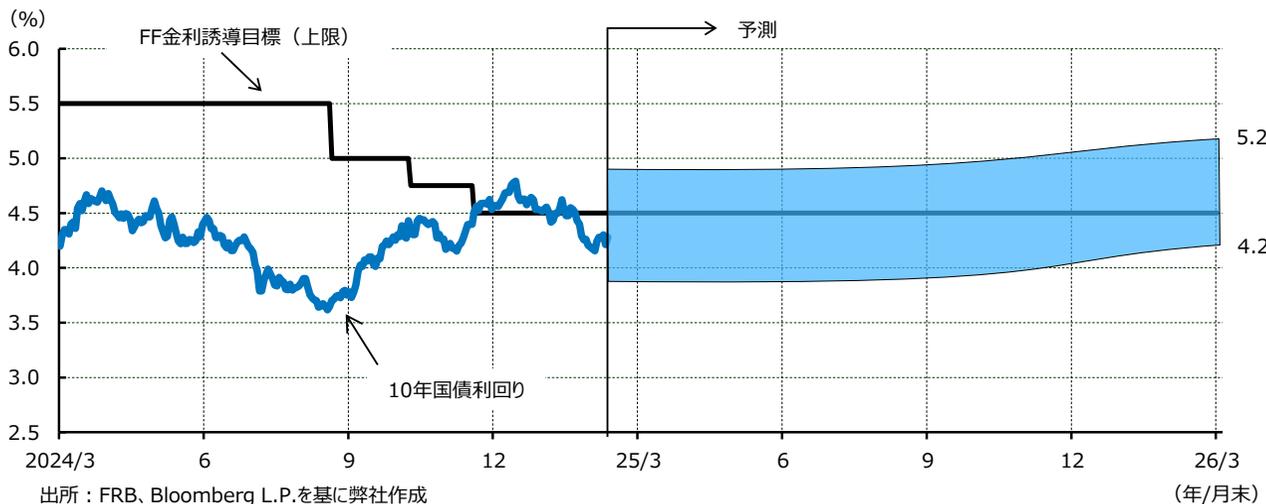
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2024年			2025年				2026年	2024年	2025年	2026年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
実質GDP	3.0	3.1	2.3	1.4	1.3	1.5	2.2	2.6	2.8	1.9	2.5
個人消費	2.8	3.7	4.2	1.6	1.4	1.8	2.7	3.1	2.8	2.5	3.0
住宅投資	▲ 2.8	▲ 4.3	5.4	2.9	1.0	1.0	1.0	2.0	4.2	1.4	1.9
設備投資	3.9	4.0	▲ 3.2	1.0	1.5	1.7	2.0	2.1	3.7	1.0	2.0
在庫投資（寄与度）	1.1	▲ 0.2	▲ 0.8	2.0	▲ 1.8	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.1	0.0	▲ 0.1
政府支出	3.1	5.1	2.9	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0	3.4	2.1	1.0
純輸出（寄与度）	▲ 0.9	▲ 0.4	0.1	▲ 2.1	1.6	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.0
輸出	1.0	9.6	▲ 0.5	1.5	▲ 1.0	▲ 0.5	0.5	1.0	3.2	1.3	0.6
輸入	7.6	10.7	▲ 1.2	15.0	▲ 10.0	0.5	1.0	1.5	5.4	3.2	0.5
実質最終需要	2.6	4.3	2.6	1.5	1.2	1.4	2.1	2.5	3.1	2.1	2.3
消費者物価	3.2	2.6	2.7	2.7	2.6	2.9	2.9	2.8	2.9	2.8	3.0
除く食料・I初年*	3.4	3.2	3.3	3.2	3.2	3.4	3.3	3.1	3.4	3.3	3.0

出所：BEA、BLSを基に弊社作成

注：在庫投資、純輸出の年間値は前年比寄与度、四半期値は前期比年率寄与度。消費者物価は前年（同期）比。

## 米国金利見通し



出所：FRB、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

# ユーロ圏景気概況：消費は底堅さも

## ◆景気は持ち直し

ユーロ圏景気は持ち直し。2024年10～12月期の実質GDP成長率の確報値は前期比年率+0.9%と、改定値（同+0.2%）から上振れ。ハイテクや製薬など、多国籍企業の影響が大きいアイルランドの大幅上方修正が主因。

需要項目別では、内需が堅調。主に個人消費が全体を押し上げ。インフレ率の低下による家計の購買力回復に加え、資産効果も消費の回復を後押し。ECBの利下げなどを背景に、住宅や金融資産価格の伸びは高めで推移。

## ◆インフレ率は低下

物価の騰勢は鈍化。2月の消費者物価（総合）は前年比+2.4%と前月（同+2.5%）から低下。サービス価格の伸び鈍化が背景。

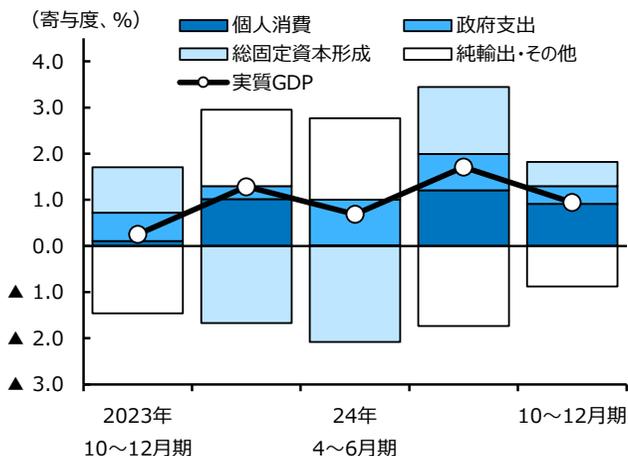
先行きも、インフレ率は低下基調で推移する見込み。10～12月期の協約賃金の伸びは前期から低下。前期に大幅な賃上げが行われたドイツの伸びが低下したことが背景。先行指標となる新規求人賃金の上昇率も低下傾向で推移。

## ◆企業の景況感は低調

企業の景況感は足踏み。業種別のPMIをみると、製造業は節目の50を下回る水準が続いているほか、サービス業も50近くへ低下。

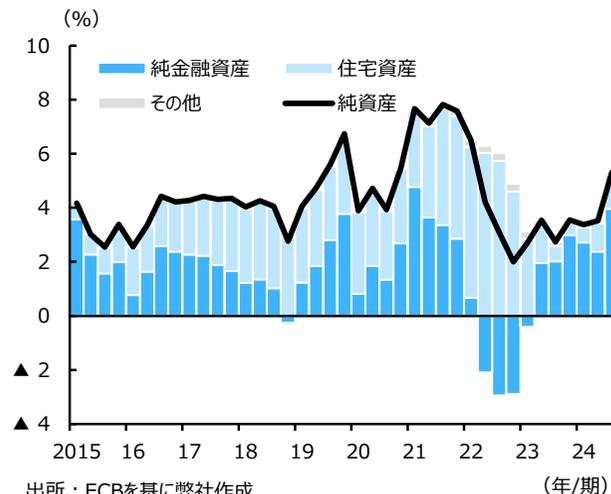
先行きは、米トランプ政権の政策を巡る不確実性の拡大や、関税による外需の下振れが、企業部門の景況感を悪化させる恐れ。

### ユーロ圏の実質GDP（前期比年率）



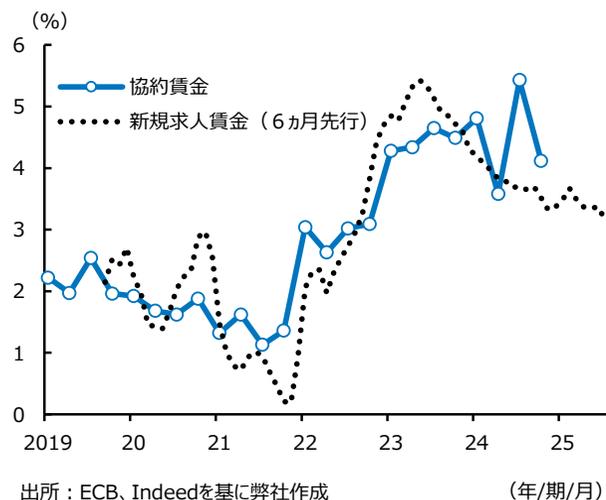
出所：Eurostatを基に弊社作成

### ユーロ圏の家計の純資産（前年比）



出所：ECBを基に弊社作成

### ユーロ圏の協約賃金（前年比）



出所：ECB、Indeedを基に弊社作成

### ユーロ圏の業種別PMI



出所：S&P Globalを基に弊社作成

# 英国景気概況：回復は足踏み

## ◆プラス成長も力強さを欠く内容

英国の2024年10～12月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.4%と、マイナスとなった前期からプラス成長に転化。もっとも、民間部門の回復は足踏み。需要項目別にみると、政府支出や在庫投資が全体を押し上げた一方、設備投資がマイナスとなったほか、個人消費の伸びはほぼ横ばい。

## ◆消費者マインドに暗雲

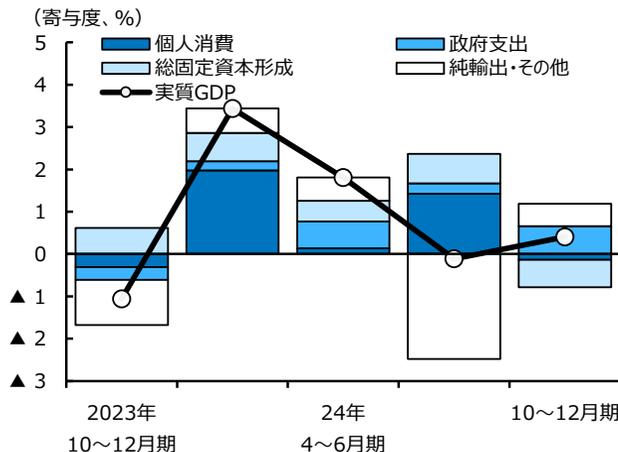
消費者マインドは悪化傾向。内訳をみると、家計の経済状況は改善している一方、先行きの経済情勢に対する警戒が全体を下押し。この背景に、労働需給の緩和が指摘可能。求人数は減少基調が持続し、失業率は上昇傾向。さらに、4月から実施される国民保険料の企業負担の増加が、雇用情勢を悪化させるとの懸念が反映されている可能性も。

## ◆住宅投資も低調

住宅市場の回復も腰折れ。2月の住宅建設の活動指数は急落。住宅購入優遇策の終了を受けて新規受注が大幅に減少したことが背景。

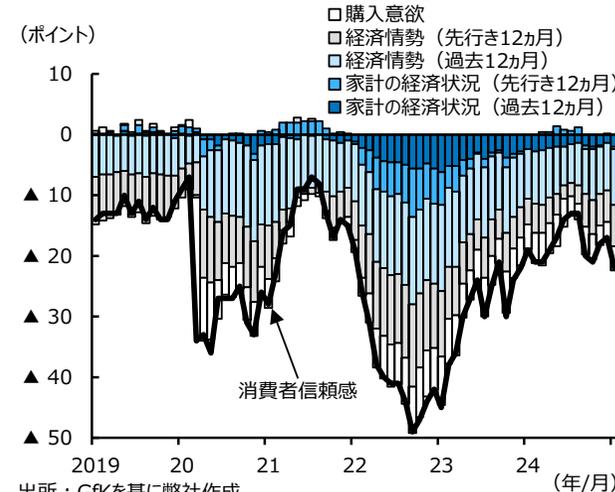
スターマー政権は先行き5年間で150万戸の新築住宅建設を公約に掲げており、建設投資を促進させる意向。もっとも、建設業の投入コストはエネルギー価格や人件費の高騰を背景に上昇しており、住宅投資の低迷が長期化する恐れも。

## 英国の実質GDP成長率（前期比年率）



出所：ONSを基に弊社作成

## 英国の消費者マインド



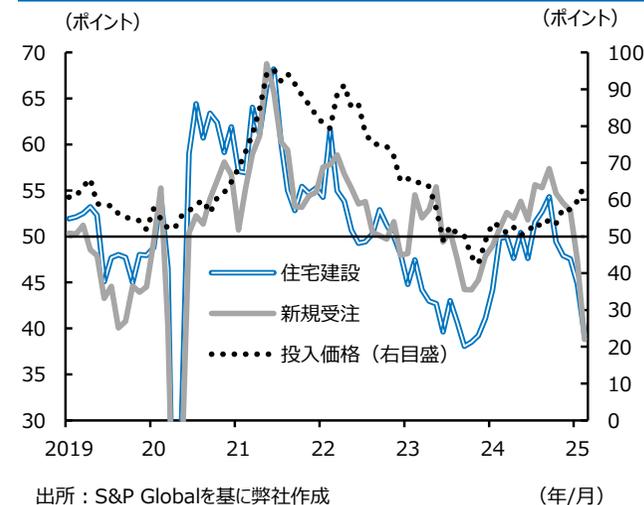
出所：GfKを基に弊社作成

## 英国の失業率と求人数



出所：ONSを基に弊社作成

## 英国の建設業PMI



出所：S&P Globalを基に弊社作成

# 欧州トピック：財政拡張へ舵を切るドイツ

## ◆財政スタンス転換へ

2月の総選挙で第1党となったCDU/CSUとSPDは、財政拡張への転換で合意。具体的には、防衛支出の上限撤廃や、インフラ投資のための特別基金（規模は5,000億ユーロ）の創設。ドイツは2009年に債務ブレーキ条項を憲法に定めて以降、構造的財政収支はコロナ禍前まで黒字で推移するなど、緊縮的な財政運営を継続。実現すれば16年ぶりとなる財政スタンスの転換に。

## ◆財政拡大が景気に弾み

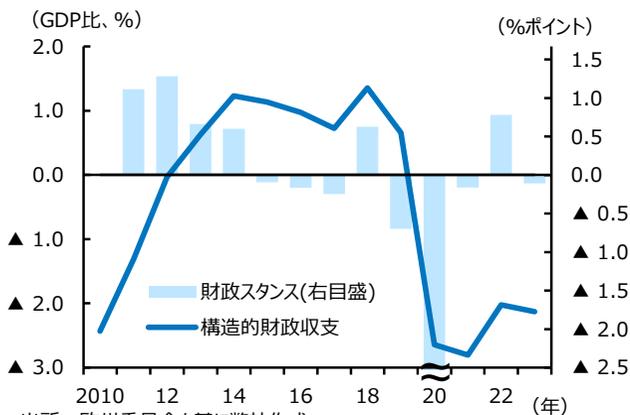
財政拡張が実現すれば、景気を大幅に押し上げる公算大。キール経済研究所によれば、財政支出の増加で2026年の実質GDP成長率は0.7%押し上げられる見込み。

とりわけ、特別基金は低迷する国内産業の競争力改善につながる可能性。ドイツでは、国内インフラの劣化が企業の生産活動を阻害しているとの指摘も多く、ドイツ経済研究所（I W）は、今後10年で基金規模を上回る6,000億ユーロ弱の投資が必要と指摘。

## ◆債務条項改正の実現性は不透明

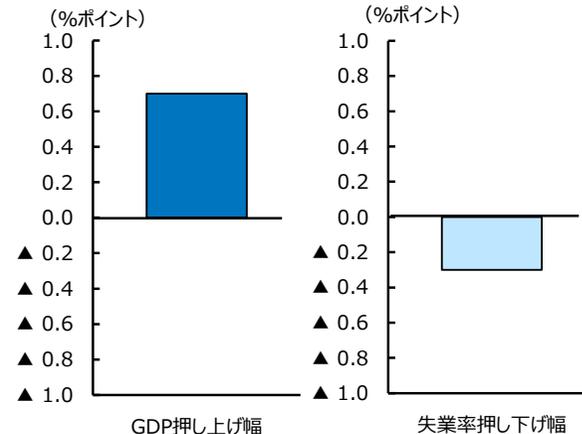
もっとも、債務条項の改正に向けたハードルは残存。改正には議会の3分の2の賛成が必要であり、改正を目指すCDU/CSU、SPDのみでは議席数が不足。選挙前の議席で運営される現議会での早期実現には緑の党の協力が不可欠ながら、同党は駆け引きする姿勢を示唆。当面の交渉と着地点は不透明。

## ドイツの構造的財政収支と財政スタンス



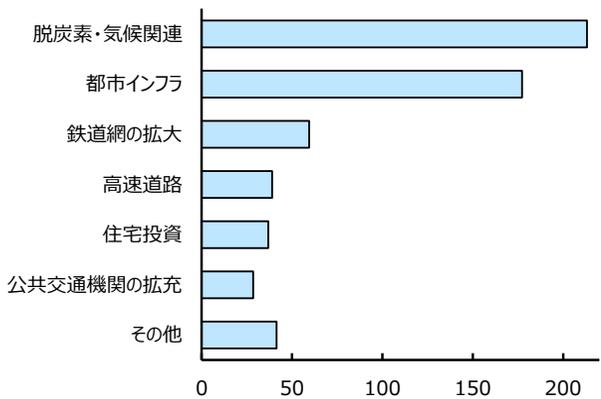
出所：欧州委員会を基に弊社作成  
注：財政スタンスは構造的財政収支（GDP比）の前年差。債務ブレーキ条項（構造的純借入を名目GDPの0.35%までに制限）の適用は2011年から。

## ドイツの財政拡張の効果（2026年）



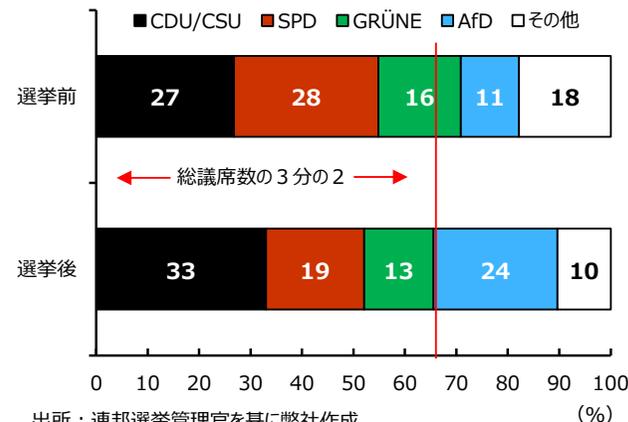
出所：キール経済研究所を基に弊社作成

## ドイツの今後10年間に必要な公共投資額



出所：IW (2024) "Herausforderungen für die Schuldenbremse – Investitionsbedarfe in der Infrastruktur und für die Transformation"を基に弊社作成

## ドイツの選挙結果（定数に占める議席の保有割合）



出所：連邦選挙管理官を基に弊社作成  
注：ドイツでは選挙制度の関係で、選挙毎に定数が変動していたが、今回選挙から総議席数を630に固定。選挙前の議席総数は735。

# 欧州経済見通し：ユーロ圏・英国ともに回復ペースは緩やか

## 欧州各国の経済・物価見通し

### <ユーロ圏>

#### ◆景気は緩やかな回復にとどまる見通し

ユーロ圏の景気は緩やかに回復する見通し。インフレ圧力の緩和を受けた実質所得の増加により、個人消費は緩やかに増加すると予想。欧州復興基金による投資支援も設備投資を下支えする見込み。ECBによる利下げも内需の押し上げに寄与する見通し。もっとも、ドイツを中心に製造業の不振は当面続く可能性が高く、サービス業頼みの景気展開を予想。

先行きのリスクは、域内政治・外交による不確実性の増大。政情不安が家計・企業マインドの悪化を通じて個人消費や設備投資を下押しする恐れ。加えて、米国政府が打ち出しているEUへの関税賦課が実施された場合、貿易や設備投資が下押しされ、域内景気が後退するリスクあり。

### <英国>

#### ◆企業負担増で回復の足取り重く

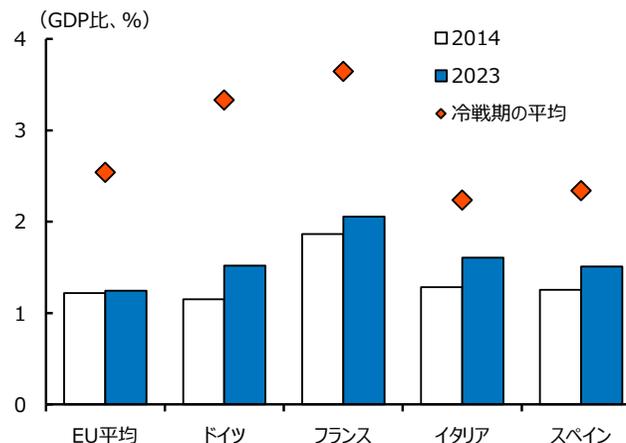
英国景気は緩やかに回復する見通し。インフレ率の低下を受けて、家計の購買力が回復し、個人消費が緩やかに増加する見込み。BOEの利下げにより、設備投資や住宅投資への下押し圧力は徐々に緩和していく見通し。政府による財政政策も、政府消費や公共投資の増加で成長を後押しする見込み。もっとも、最低賃金や国民保険料の引き上げで企業負担が増大することから、景気回復の足取りは重い見込み。

		2024年			2025年				2026年	2024年	2025年	2026年
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
		(実績)			(予測)				(実績)	(予測)		
ユーロ圏	実質GDP	0.7	1.7	0.9	0.6	0.8	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9	1.0
	消費者物価指数	2.5	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.4	2.1	2.0
ドイツ	実質GDP	▲1.2	0.4	▲0.8	0.4	0.6	0.8	0.8	0.9	▲0.2	0.2	0.9
	消費者物価指数	2.6	2.2	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	2.5	2.4	2.0
フランス	実質GDP	1.0	1.6	▲0.4	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	0.7	1.0
	消費者物価指数	2.5	2.1	1.7	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7	2.3	1.4	1.8
英国	実質GDP	1.8	▲0.1	0.4	0.9	1.2	1.2	1.1	1.1	0.9	0.9	1.1
	消費者物価指数	2.1	2.0	2.5	2.8	2.7	2.7	2.5	2.3	2.5	2.7	2.2

出所：Eurostat、ONSなどを基に弊社作成

注：シャドーは予測値。

## EU主要国の軍事支出



出所：ストックホルム国際平和研究所を基に弊社作成  
注：冷戦期の平均は1960~1989年。

## 【ホット・トピック】

### ◆国防費の増加による金利上昇に注意

EUは3月6日の特別首脳会議で、「再軍備計画」について合意。欧州の防衛やウクライナ支援における米国への依存を軽減する狙い。本計画は総額8,000億ユーロにのぼり、EUのGDP比4.5%に相当する規模。仮に全額が支出されれば冷戦期の平均軍事支出を上回る水準に。これに伴い、EUは、国防予算の積み増しを可能にするため国毎の財政規律の緩和を検討しているほか、1,500億ユーロの融資枠組みを創設する予定。

国防予算の増額は、政府消費や公共投資の増加などから各国の景気の押し上げ効果が期待できる一方、大幅な支出増による財政悪化への懸念から、金利が急騰するリスクもあり要注意。

# 欧州金利見通し：ECB・BOEともに利下げ

## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：追加利下げへ

ECBは3月の会合で利下げを実施。インフレ率の低下や、足元のユーロ圏景気減速への警戒から、ECBは本年半ばにかけて追加利下げを継続すると予想。短期金利を変動させる預金ファシリティ金利は夏場にかけて2%へ低下する見込み。

独10年債利回りは、独政府による財政拡張スタンスへの転換から急上昇しているものの、実現へのハードルは高く、金利上昇は一時的と予想。先行きは、ドイツ経済の弱さや、ECBの利下げを受けて、緩やかに低下する見込み。

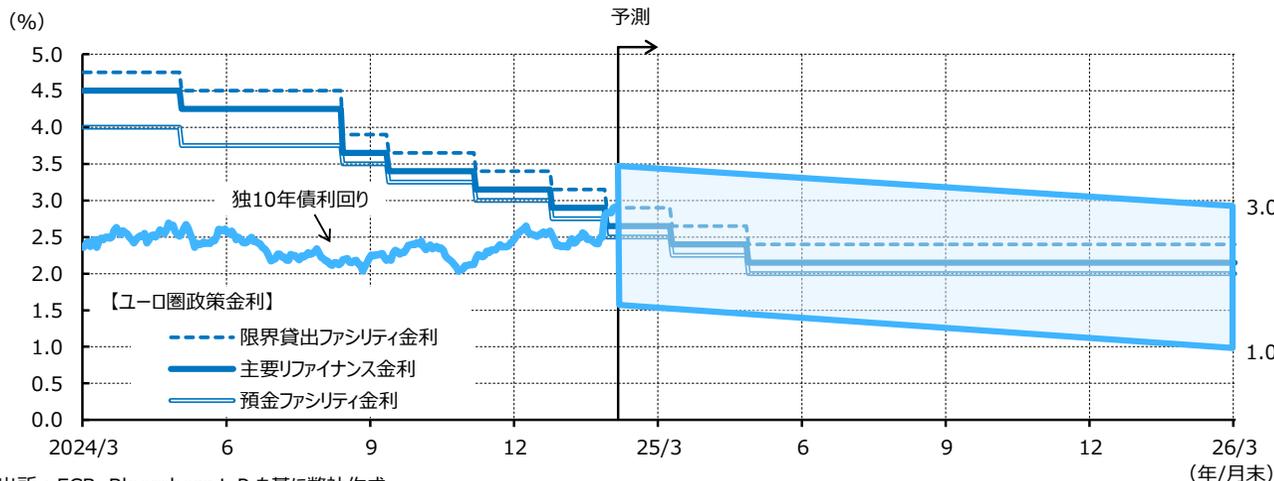
## <英国>

### ◆ BOE：慎重に利下げ判断

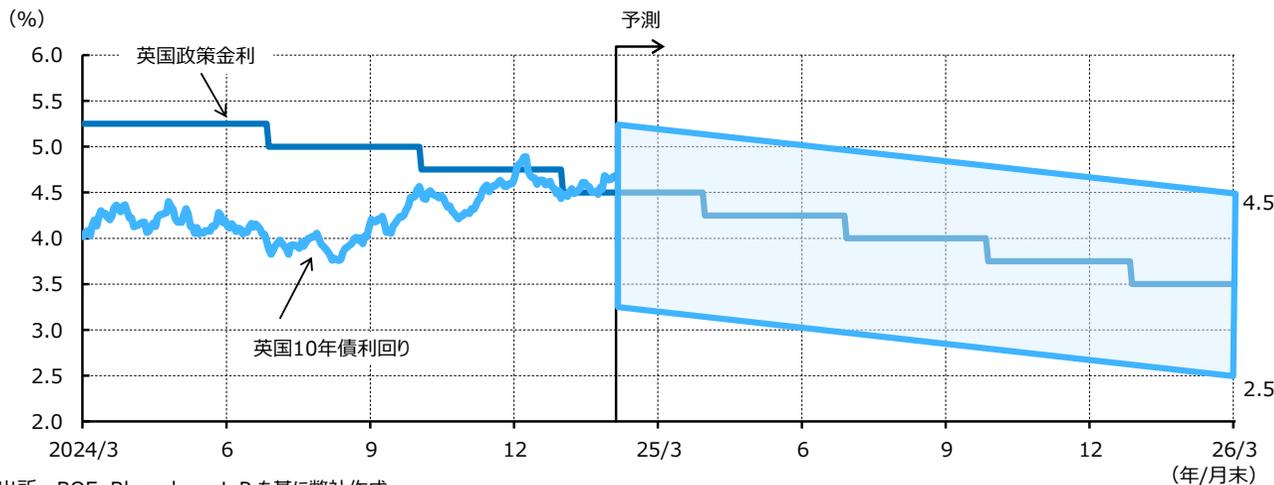
BOEは、2月の金融政策委員会で利下げを実施。今後は、インフレの動向を見極めながら、概ね3カ月に1回のペースで利下げを実施すると予想。これにより、政策金利は今秋にかけて4%前後へ低下する見込み。

英10年債利回りは、利下げを織り込む動きにより、緩やかに低下する見込み。

## ユーロ圏金利見通し



## 英国金利見通し



# 景気は総じて弱い動き

## ◆製造業の景況感が低迷

中国景気は、2024年末にかけて持ち直したものの、2025年に入ると総じて弱い動きに。

とりわけ、1月の製造業PMIは、4カ月ぶりに好不況の目安となる50を下回る水準。春節連休期間（1月28日～2月4日）前から、多くの労働者が帰省。これが製造業の生産活動を一時的に押し下げ。同月の非製造業PMIは、旅行関連などの下支え効果で50割れを回避したものの、前月を大きく下回る水準に低下。

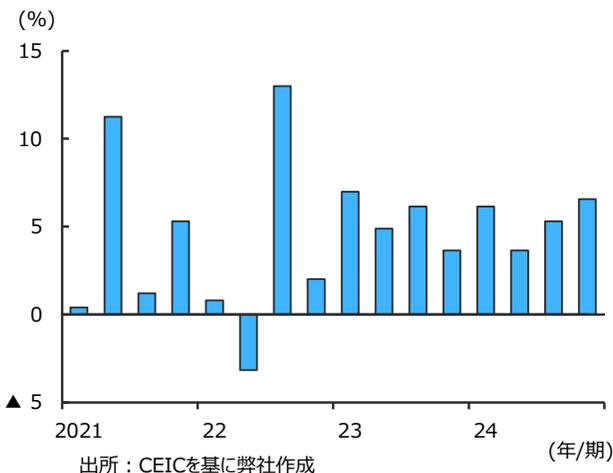
春節連休期間中の中国国内の観光収入と旅行者数は、ともに2024年（2月10～17日）よりも増加したものの、これに伴う景気押し上げ効果は限定的。家計では節約志向が強まっており、消費マインドが冷え込み。

## ◆焦点は追加の財政出動の規模

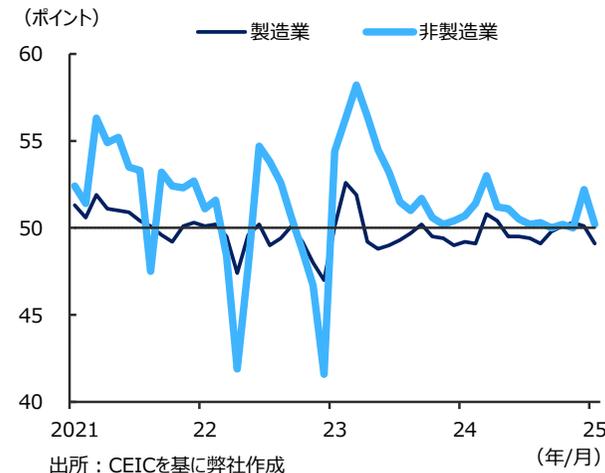
中国政府は、2025年の経済成長率目標を前年と同水準の+5%前後に設定する見通し。中央政府の意向を先取りするかたちで地方政府は1月、やや強めの成長率目標を相次いで発表。

ただし、この目標実現には、大規模な財政出動が必要。内需の自律回復力が弱いうえ、米国の対中関税引き上げによる輸出の押し下げも予想されることから、耐久財の買い替え促進策以外の消費喚起策を3月の全人代で打ち出すかがポイント。

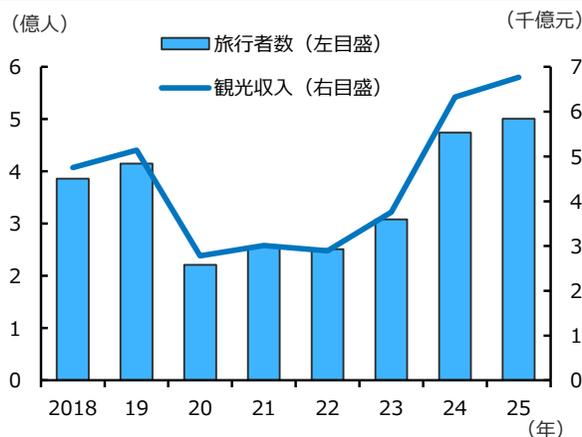
## 実質GDP成長率（前期比年率）



## 購買担当者景気指数（PMI）



## 春節期間中の中国国内観光収入と旅行者数



## 中国主要地域の経済成長率目標

	2025年経済成長率目標
北京	5%前後
上海	5%前後
広東	5%前後
江蘇	5%以上
浙江	5.5%前後
中国全体（当社予測）	5%前後

出所：現地報道を基に弊社作成  
注：中国全体の目標は3月の全人代で公表予定。

# 輸出拡大は長続きしない見込み

## ◆ 輸出の増勢は鈍化する可能性

2024年末にかけて輸出は回復傾向をたどり、景気を下支え。国・地域別では、米国による対中制裁関税実施前の駆け込みで米国向けが増加。A S E A NやEU向けも増勢が持続するなど、中国の主要国・地域向けの輸出が軒並み増加。品目別では、中国製品への根強い需要を背景に、E Vを含む自動車、P C・同部品、衣料、家具など、幅広い品目の輸出が増加。

先行きは、米国による関税引き上げが輸出を押し下げる見通し。米国は2月4日に中国からの全輸入品に10%の追加関税を発動しており、早晩、輸出の増勢は鈍化する見込み。

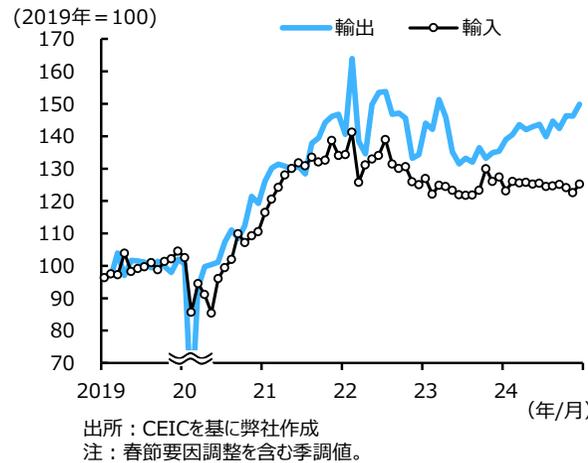
## ◆ 輸入は横ばい

2024年12月の輸入額は増加。アジアからの調達増加がけん引。先行きは、景気刺激策による設備投資の増加で、資本財の持ち直しが予想されるものの、消費の低迷が下押し要因となり、全体で見れば横ばい圏での推移が続く見通し。

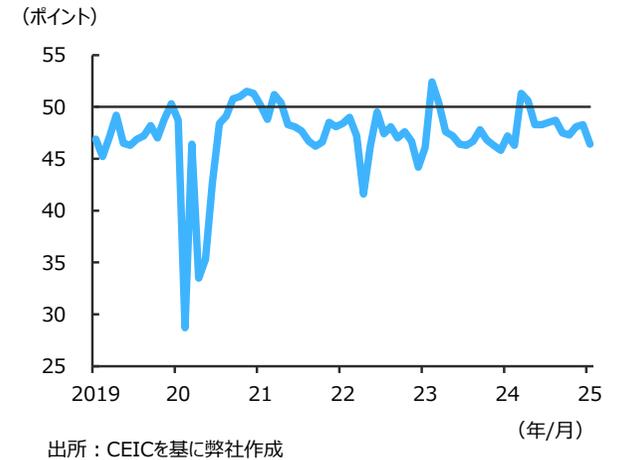
## ◆ 対中直接投資は2年連続の減少

2024年の対中直接投資（ドル建て）は前年比▲28.5%と、2年連続の減少。中国政府は、外資参入規制の緩和などを進める方針。もともと、米中対立の深刻化や中国経済の先行きへの懸念を背景に、多くの外資企業は中国事業への慎重姿勢を崩さず、対中直接投資の低迷が続く見込み。

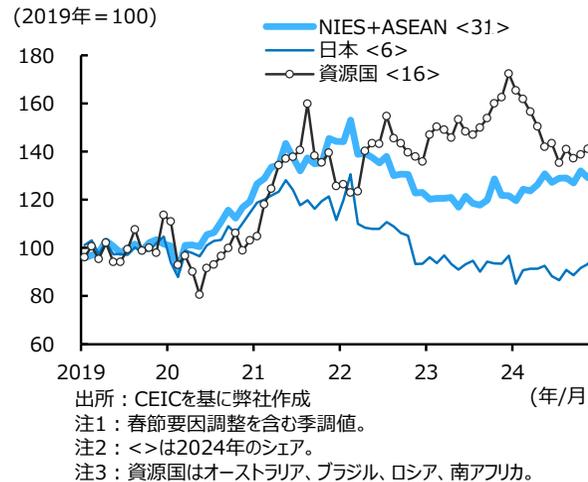
### 輸出入総額（季調値、ドル建て）



### 新規輸出受注指数（製造業PMI）



### 輸入額（季調値、ドル建て）



### 対中直接投資（年初来累計、前年比）



# 個人消費は低迷

## ◆2025年入り後も低調

2024年12月の小売売上高は、前月比で増加したものの、趨勢としては同年2月をピークとした減少傾向から脱せず。

2025年に入り、春節連休期間の国内観光収入、旅行者数はいずれも前年同期より増加。ただし、こうした押し上げ効果は限定的で、多くの商品・サービスは低迷。

当面、買い替え促進策の効果で、その対象品目の売上が期待されるものの、家計の節約志向が根強く個人消費の本格回復は見込み薄。

## ◆1月の乗用車販売は横ばい

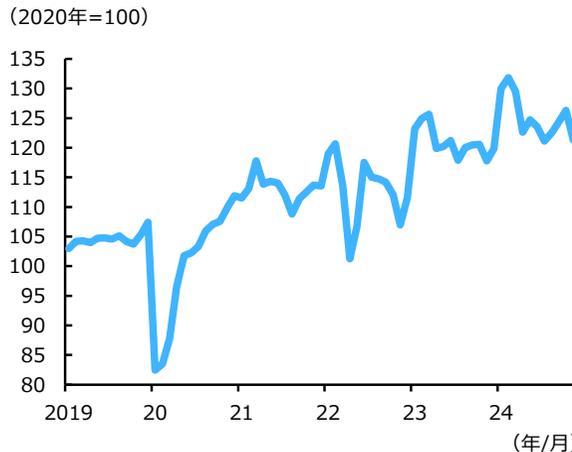
2025年1月の乗用車販売台数は、前年同月比+0.8%と鈍化。鈍化の理由は、駆け込み購入が前年末に行われた反動によるもの。

当面は、買い替え促進策が販売を押し上げるものの、消費者の支出意欲は総じて弱く、乗用車販売は緩やかな増加にとどまる見込み。

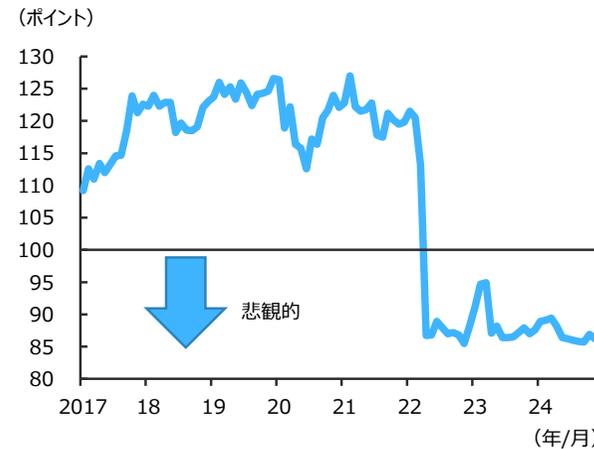
## ◆住宅販売は横ばい

住宅購入規制の緩和や住宅ローン金利の引き下げなどの政策が奏功し、住宅販売の減少に歯止め。ただし、現時点までに打ち出された政府の不動産市場対策は、長期的な住宅需要の減少トレンドを転換させるほどの力強さはなく、2025年入り後も、住宅販売は底ばい圏での推移が続く見通し。

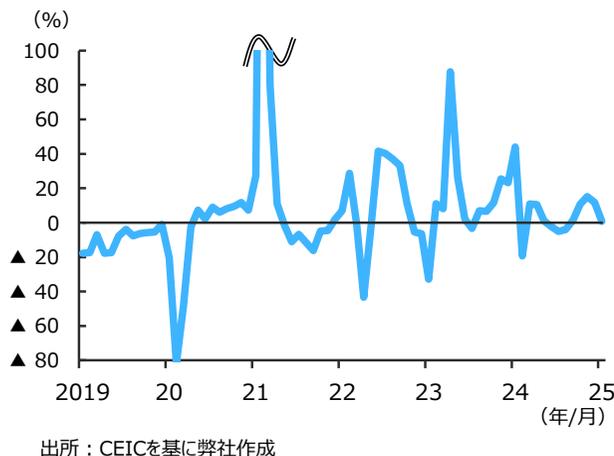
### 小売売上高（季調値）



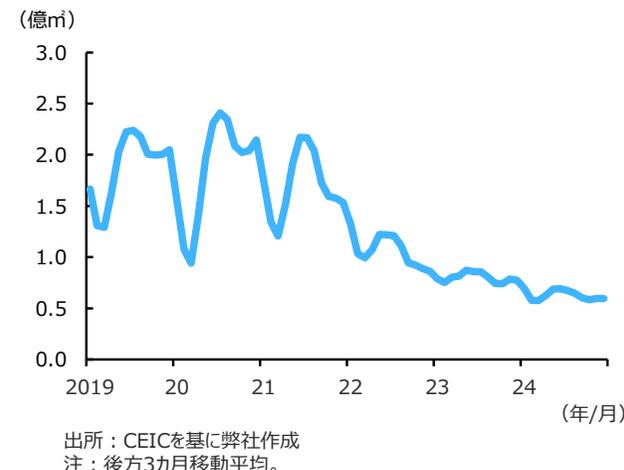
### 消費者信頼感指数



### 乗用車販売台数（前年比）



### 住宅着工床面積



# 固定資産投資は低迷継続

## ◆一部に持ち直しの兆し

2024年12月の固定資産投資は前年同月比+2.2%と、前月（同+2.4%）から小幅鈍化。不動産開発投資は引き続き大きく減少した一方、インフラなどは持ち直し、建設業の景況感改善に寄与。

政府は、設備更新促進策の拡充や地方特別債の発行増によるインフラ整備に取り組み、投資は全体として緩やかに増加する見込み。金融政策の緩和も、投資を後押し。

ただし、以下の2点が投資の足かせとなる構造は当面変わらず。

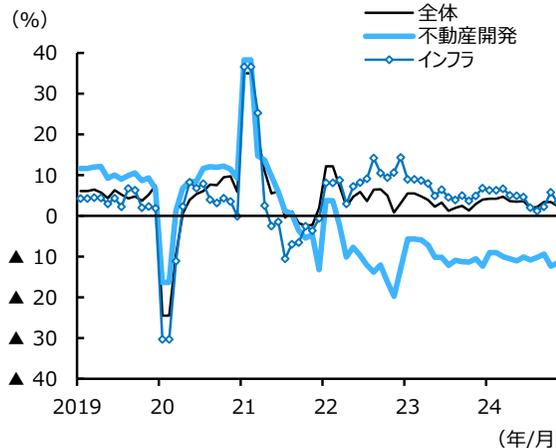
第1に、民間企業の投資意欲の低迷。近年の政府による事業規制強化は、民間企業の投資意欲を削ぐ方向に作用。これに対し、習近平国家主席は2月17日、民間企業の経営者を集めた座談会を開き、発展支援を約束。ただし、国有企業重視の姿勢は変わらず、民間投資の急回復は見込み薄。

第2に、不動産投資の低迷。住宅需要の減少トレンドや膨大な在庫の調整圧力を背景に、業者は事業拡大に慎重となり、不動産開発投資の低迷は長引く見通し。

## ◆不動産価格の下落都市数が増加

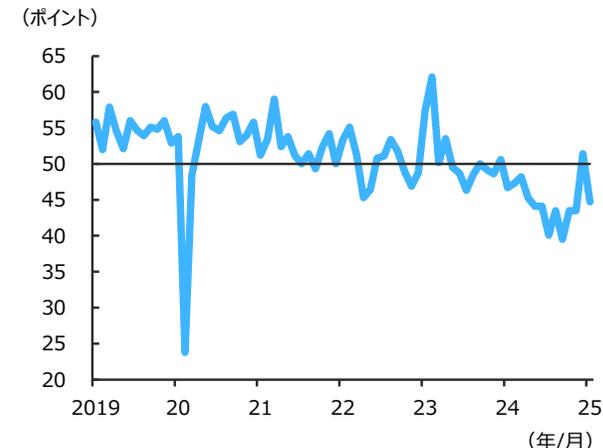
2025年1月の主要70都市の新築住宅平均価格は下落幅が拡大。価格下落都市数も50に増加。政府は対策を講じているものの、住宅需要は人口動態などの構造要因から長期低迷期に入っており、住宅価格が早急に上昇トレンドに転じる公算は小。

### 固定資産投資（前年比）



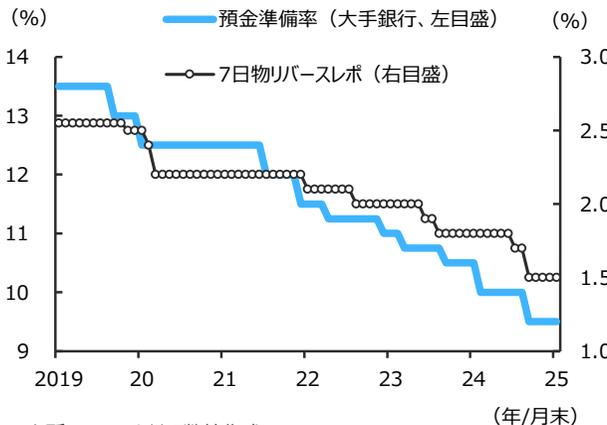
出所：CEICを基に弊社作成

### 建設業のPMI新規受注指数



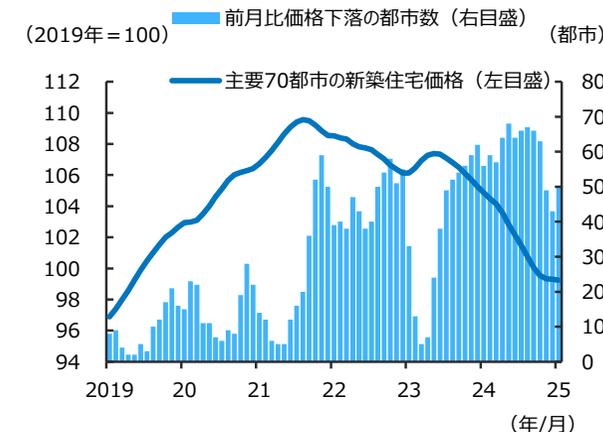
出所：CEICを基に弊社作成

### 政策金利と預金準備率



出所：CEICを基に弊社作成

### 住宅価格と価格下落都市数



出所：CEICを基に弊社作成

# 燻るデフレ懸念

## ◆消費者物価の伸び率は一時的に加速

2025年1月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲2.3%と、28カ月連続のマイナス。内訳をみると、春節連休前に生産活動や工事が止まったことを受け、生産財価格は同▲2.6%と下落。消費の低迷を反映し、消費財価格も同▲1.2%と、引き続き下落。

1月のCPIは前年同月比+0.5%、食品・エネルギーを除いたコアCPIは同+0.6%と、わずかながら伸びが加速。これは、春節連休前の豚肉の大量購入や旅行関連需要の増加など、一時的な要因によるもの。個人消費の回復力の弱さを映じて、先行きのCPIの伸びは低位で推移する見通し。

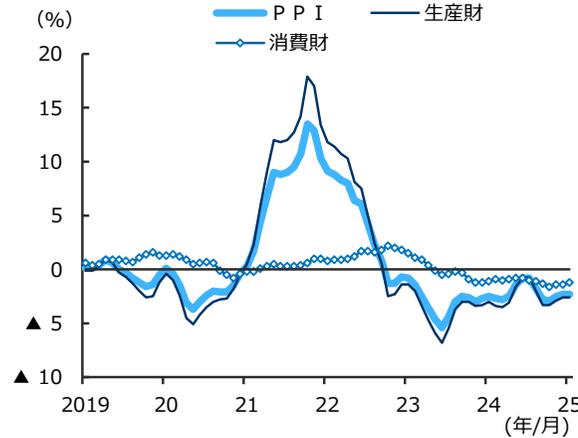
## ◆対米ドルの元安進行に歯止め

2025年1月の人民元の対米ドル相場は、元安進行にブレーキ。その理由は、中国のGDP成長率などの上振れに加え、第二次トランプ政権発足時の対中政策が予想されたほど強硬ではなかったことなど。しかし、今後は米国の対中関税引き上げや中国の成長鈍化で、元安が再び進む公算大。

## ◆株価は横ばい

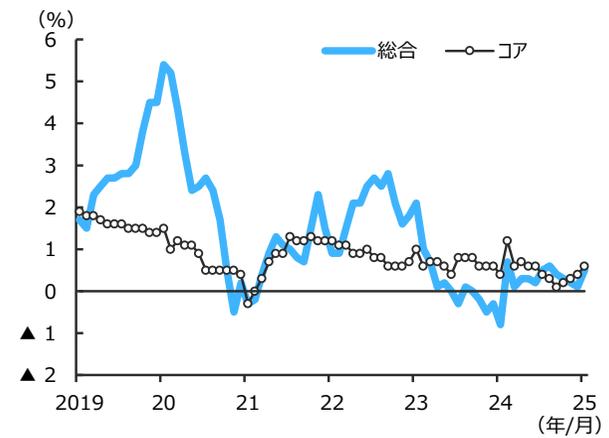
株価は、2024年10月以降に出された景気対策が具体性に乏しかったため、足元は頭打ち。当面、政府が2025年3月の全人代などで打ち出す政策を睨み、株価は横ばい圏での推移が続く見込み。

PPI（前年比）



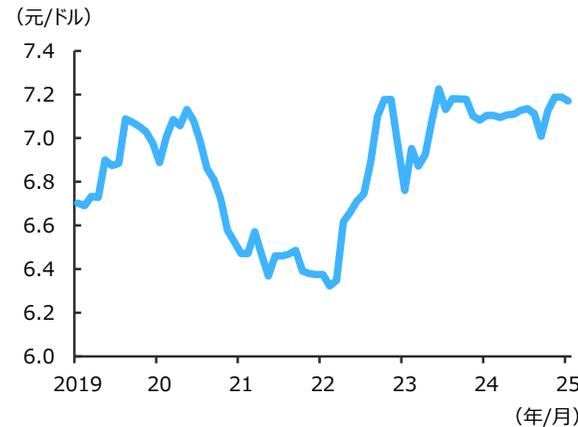
出所：CEICを基に弊社作成

CPI（前年比）



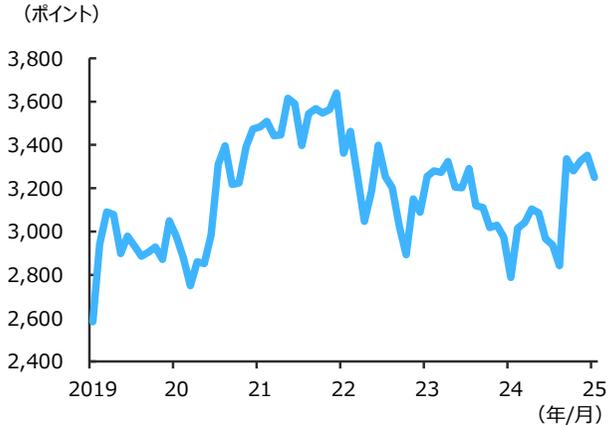
出所：CEICを基に弊社作成

人民元の対米ドルレート



出所：CEICを基に弊社作成

上海総合株価指数



出所：CEICを基に弊社作成

# ドル円相場見通し：先行き横ばい圏で推移

## ◆ドル円相場回顧

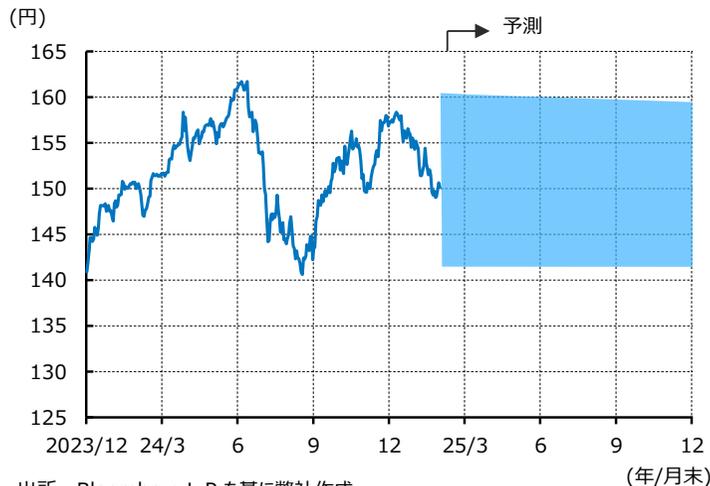
2月のドル円相場は、上旬に日銀高官のタカ派的な発言などを背景に、150円台後半へ円高が進行。中旬には米CPIが市場予想を上回ったことを受けて、154円台後半へ反発したものの、月末には、米日金利差が縮小したことを主因に、一時148円台後半へドル安・円高が進行。背景として、米国では、トランプ氏が相互関税引き上げの即時実施を見送ったほか、米経済指標が相次いで市場予想を下回り、米長期金利が低下。一方日本では、日銀高官のタカ派的な発言に加え、わが国経済指標が市場予想を上回ったことを受けて、日銀の早期利上げ観測が高まり、長期金利が上昇。

## ◆今後の見通し

先行きのドル円相場は、昨秋来の変動レンジを中心に横ばい圏で推移する見通し。日銀の利上げペースが緩やかにとどまる一方で、米政府の大規模減税や関税引き上げなどによる米インフレ圧力の高まりを見越して、FRBは利下げを停止すると予想。そのため、先行きの米日金利差は小動きとなり、為替への影響も限定的となる見込み。

ただし、当面は米国の関税政策を巡って予想以上にボラティリティの高い状況となるリスクも存在。トランプ大統領の突発的な発言から上下双方向に大きく振れる可能性に要注意。

## ドル円相場見通し

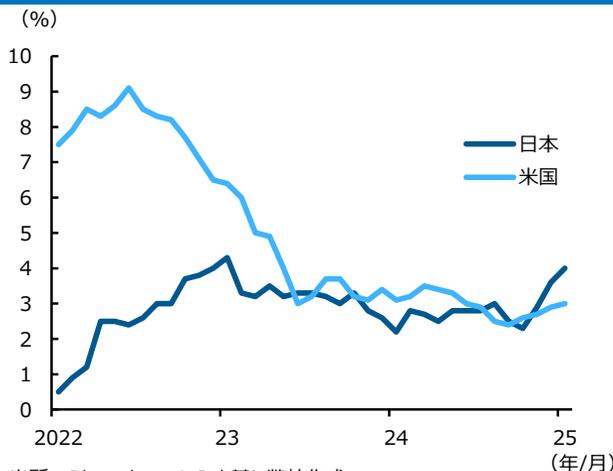


出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

	2024年	2025年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	152.47	154	153	151	151
(高値)	158.08	161	160	159	159
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	142.98	145	144	144	144

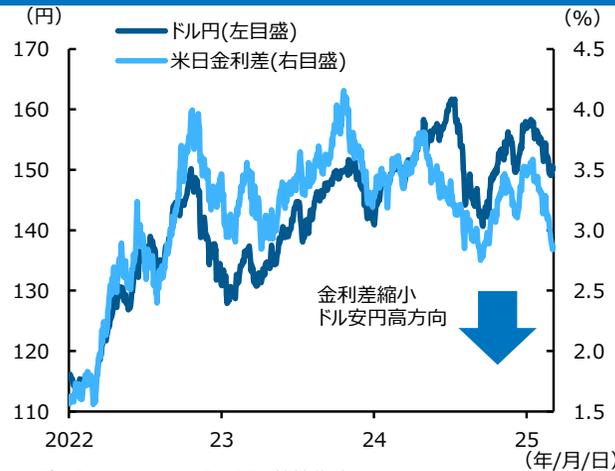
出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

## 米日の消費者物価指数（前年比）



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

## 米日名目金利差とドル円相場



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

# ユーロ相場見通し：対ドルは緩やかなユーロ安へ

## ◆ユーロ相場回顧

2月のユーロドル相場は、月後半にかけて一時1.05ドル台前半へユーロ高・ドル安が進行。米国とユーロ圏の景気情勢を巡る認識の修正が背景。米国では、市場予想を下回る経済指標が相次いだ一方、ユーロ圏では、ドイツの景気期待指数やユーロ圏企業景況感指数が改善。加えて、ドイツの総選挙では、市場予想通り保守連合が勝利したこともユーロを下支え。月末にはトランプ米大統領がEUへの関税引き上げを示唆したことから、1.03ドル台後半へユーロが下落。

対円では、ウクライナ・ロシアの停戦交渉報道を受けたユーロ圏の景気回復期待から、中旬にかけて一時161円台前半へユーロが上昇。その後、日銀の早期利上げ観測の高まりから、月末にかけて一時154円台後半へユーロ安・円高が進行。

## ◆今後の見通し

先行きのユーロドル相場は、ユーロ安基調で推移する見通し。米FRBは利下げを停止する一方、ECBが当分の間利下げを続けると見込まれることが背景。もっとも、ユーロ圏の貿易収支が改善するなど実需面ではユーロ買い圧力が強く、ユーロ安・ドル高進行ペースは緩やかにとどまる見込み。

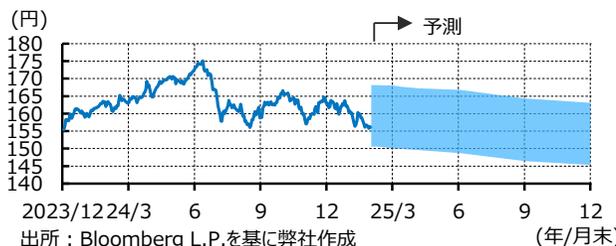
対円では、ECBの利下げや日銀による利上げへの思惑を背景に、ユーロ安基調で推移する見通し。

## ユーロ相場見通し



	2024年	2025年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.067	1.04	1.03	1.02	1.02
(高値)	1.114	1.10	1.09	1.08	1.08
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.034	0.98	0.97	0.97	0.97

出所：各種報道を基に弊社作成



	2024年	2025年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	162.57	160	158	154	154
(高値)	166.69	168	166	162	162
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	156.18	152	150	146	146

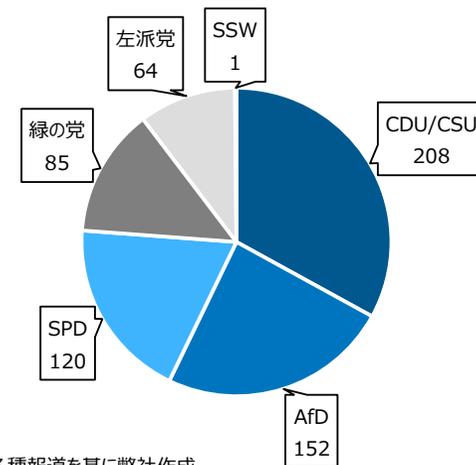
出所：各種報道を基に弊社作成

## 米国・ユーロ圏のエコミックサプライズ指数



注：エコミックサプライズ指数は、経済指標の発表値と事前予想の乖離幅を指数化したもの。

## ドイツ総選挙の結果（獲得議席数）



# トピック：金利差による円高進行余地は限定的

## ◆米日金利差縮小により、円高が進行

ドル円相場は2月入り後、円が騰勢を強める展開に。米国では軟調な経済指標を受けてF R Bの利下げ観測が高まった一方、わが国では日銀高官によるタカ派的な発言などを受けて、早期の利上げ観測が台頭するなど、日米の金融政策を巡る思惑の違いが主因。足元では、投機筋のポジションが、円買い持ち超へ拡大。

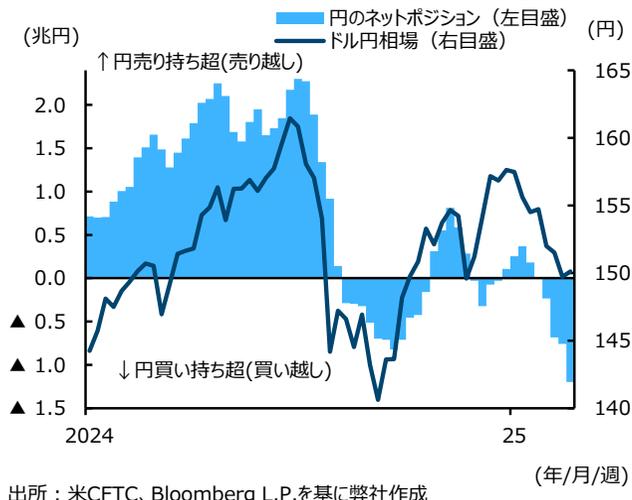
## ◆米日金利差は再び拡大方向へ

先行きのドル円相場は、米日金利差の縮小が修正されることで、一方的な円高傾向にも歯止めがかかる公算大。

米日の中央銀行ともに、市場織り込みと比べて慎重な政策決定が見込まれることが背景。米国では、インフレ率が高止まりするなか、トランプ政権の関税引き上げや減税によるインフレ再燃への警戒感が強まり、F R Bは政策金利の据え置きを余儀なくされる公算。金利先物市場が織り込む年内2回以上の利下げ予想が後退するにつれ、米長期金利は上昇に転じる見込み。

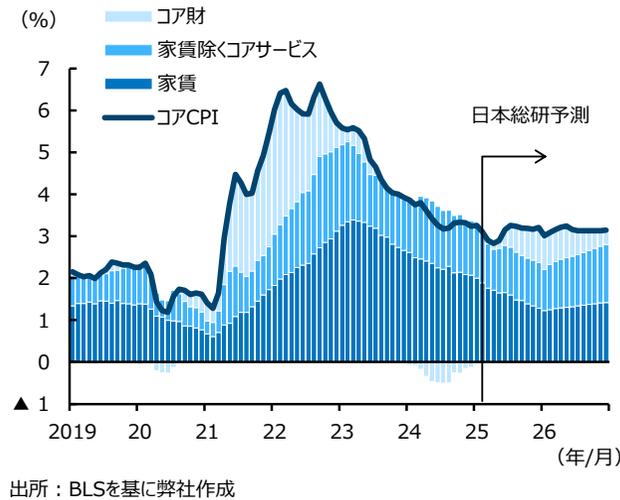
一方、わが国では、日銀の利上げペースは緩やかにとどまると予想。輸入物価上昇圧力は足元で低下しており、日銀が利上げを急ぐ公算は小。加えて、植田総裁は、長期金利が急激に上昇した場合、国債買い入れを増額する意向を表明しており、わが国長期金利の上昇余地は限られる見込み。

### シカゴIMM・円ポジション（非商業部門）



出所：米CFTC、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

### 米国のコア消費者物価指数（前年比）



出所：BLSを基に弊社作成

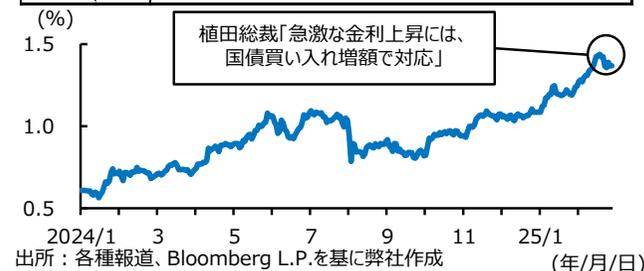
### わが国の輸入物価指数（前年比）



出所：日本銀行を基に弊社作成  
注：為替要因は円ベース輸入物価前年比-契約通貨ベース輸入物価前年比で算出。

### わが国の金融政策の転換と長期金利の推移

時期	決定内容
2022年 12月	YCCの見直し(長期金利変動幅：±0.25%→±0.5%)
2023年 7月	長期金利変動幅：±0.5%→±1.0%
10月	長期金利変動幅の上限(1%)を「めど」に変更
2024年 3月	マイナス金利政策・YCCの撤廃等
7月	政策金利：0.1%→0.25%、国債買い入れ減額規模決定
2025年 1月	政策金利：0.25%→0.5%



出所：各種報道、Bloomberg L.P.を基に弊社作成



## 2. 主要産業の動向

---



# 1. 鉄鋼

## 業界動向

### 海外市場動向～鋼材需要は印で増加、中国で低迷続く

2023年の鋼材需要は、旺盛なインフラ投資が続くインドで増加した一方、中国で不動産市場低迷に伴い落ち込んだため、世界全体では2年連続減少、鋼材価格もアジアを中心に下落しました。2024年は、中国の需要は横這いを見込むものの、インドを中心とした新興国の高成長を背景に、世界鋼材需要は前年比増加するとみられます。

### 国内市場動向～国内市況は高水準、輸入増の懸念残る

2023年度の鋼材需要は、自動車向けを中心に回復したものの、建設向けは人手不足や資材高により低迷したため、全体では2期連続で減少しました。国内鋼材価格は引き続き高水準を維持している一方、輸出価格は中国の供給過剰に伴い下落しています。今後も、国内鉄鋼メーカーは価格維持方針を継続するとみられますが、円高となれば海外から安価な鋼材の流入が増加することで、国内鋼材価格も弱含む可能性があります。

## 今後の見通し

### 脱炭素に関する動向(国内)～日系高炉3社による脱炭素投資が加速

鉄鋼業界は、国内CO2排出量の約1割を排出しており、脱炭素化が強く求められています。日本製鉄は2030年度を目途に八幡の高炉を、JFEホールディングスは2027年を目途に倉敷の高炉を大型電炉に転換する計画であるほか、神戸製鋼所も電炉への転換を検討しています。また、日本製鉄は2040年を目途に既存高炉へ水素還元技術を導入すると開示する等、今後も脱炭素化に向けた技術開発を加速すると予想されます。

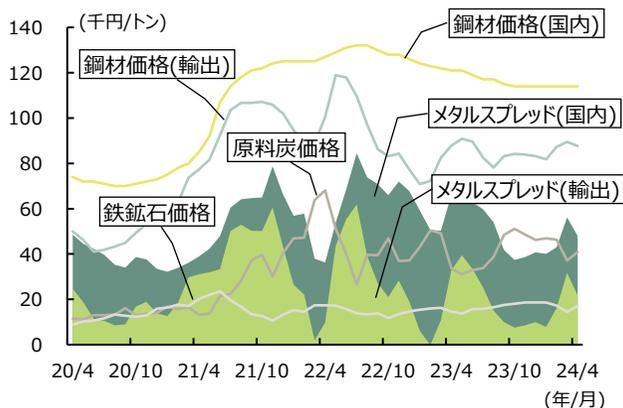
### 脱炭素に関する動向(海外)～欧州中心にグリーンスチール採用が進展

鉄鋼メーカーは、各社共にグリーンスチール(注)を上市しており、脱炭素対応の強化に努めています。需要家サイドでは、欧州自動車メーカーが中心となってグリーンスチール採用を推進しており、2050年には世界グリーンスチール需要は5億トン(世界需要の3割程度)に増加すると予測されています。ただし、生産技術の開発だけでなく、制度面でも課題があることから、今後はグリーンスチールの規格統一や脱炭素プレミアムの適切な評価を促す動きが加速すると予想されます。

注：鉄鋼メーカー毎にグリーンスチールの定義は異なっており、日系高炉各社では削減されたCO2排出量を、一部の製品に環境価値として割り当てるマスマバランス方式が採用されている

図表1 原材料価格、製品価格推移

～鋼材市況は、国内では高水準、海外では低迷



出所：鉄鋼新聞、Bloomberg、財務省「貿易統計」を基に弊社作成

図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2023年)

～中国メーカーが引き続き上位の過半数を占める

	企業名		粗鋼生産量 (百万トン)	当期純利益 (億円)(注)
1	中国宝武鋼鉄集団	中	131	2,360
2	ArcelorMittal	盧	69	1,295
3	鞍山鋼鉄集団	中	56	▲646
4	日本製鉄	日	44	5,493
5	江蘇沙鋼集団	中	41	356
6	河北鋼鉄集団	中	41	33
7	POSCO	韓	38	1,846
8	北京建龍重工集団	中	37	-
9	首鋼集団	中	34	241
10	Tata Steel	印	30	1,040

注：2023年12月期実績。江蘇沙鋼集団、首鋼集団は2023年6月までの直近12ヶ月実績、日本製鉄は2024年3月期実績を採用

出所：World Steel Association、各社プレスリリースを基に弊社作成

図表3 グリーンスチールの採用動向

～欧州自動車メーカーを中心に採用拡大

企業名	グリーンスチール導入に向けた取組み
Mercedes-Benz (独)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2039年までにカーボンニュートラル製品のみを提供することをサプライヤーに求める「Ambition Letter」を公表</li> <li>✓ SalzgitterやThyssenKruppから20万t/年のグリーンスチールを購入すると公表</li> </ul>
Volvo Cars (スウェーデン)	<ul style="list-style-type: none"> <li>✓ 2050年までにグリーンスチールのみの調達を目標に掲げる「Steel Zero」に参加</li> <li>✓ 「Steel Zero」に向けて、2030年までに調達鋼材の50%を当社が定める基準を満たすグリーンスチールとする目標を公表</li> </ul>

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



## 2. オイル・ガス

### 業界動向

#### 原油・天然ガスの動向～需要増加継続、価格動向は不透明

2023年における世界の原油需要は、堅調な米国経済や中国のゼロコロナ政策解除等により前年比+2.3%増加、天然ガス需要は同+0.7%増加しました。2024年の原油需要は、中国経済後退が織り込まれるため同+1.2%と伸び率は鈍化する一方、天然ガス需要はインドなど新興国の経済成長に伴う発電量増加や、暖冬となった2023年の反動影響等から同+2.3%の増加となる見込みです。

2023年の原油価格は、中東情勢緊迫化に伴う地政学リスクの影響等により乱高下しましたが、今後は中国経済後退や米国・ブラジル等の非OPEC国増産により価格は緩やかに下落するとみられます。2023年の欧州における天然ガス価格は、暖冬に伴う在庫増により前年のような急騰は避けられたほか、今後も米国からの欧州向け輸出増によって、価格は安定的に推移する見通しです。尚、原油・天然ガスともに、引き続き地政学リスクの高まりから価格が急騰する可能性もあります。

### 今後の見通し

#### 海外企業動向～業界再編、エネルギートランジションに向けた大規模投資加速

石油メジャーは、投資家からの脱炭素化要請に伴い新規油田開発の抑制を求められる中、2023年10月に米・シェブロンが米・ヘスを約530億ドルで買収する等、M&Aによる規模拡大を図っています。また、英・シェルはバイオ燃料や水素、EV充電設備等の開発を促進するため、2023～2025年にかけて100～150億ドルの投資を計画する等、エネルギートランジションに向けた大規模投資を加速させています。

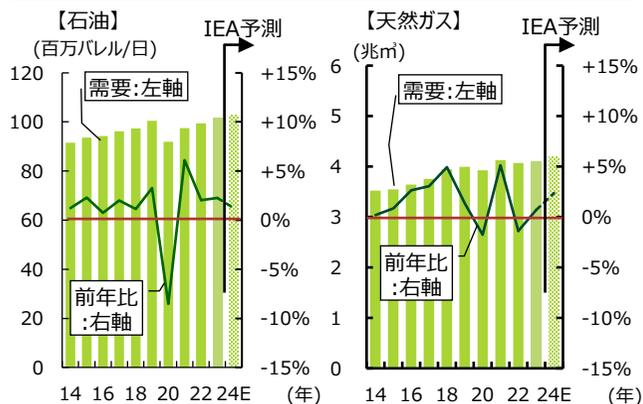
#### 国内企業動向～SAF量産化に向けた取組みが加速

石油元売は、日本政府が、「2030年までに本邦エアラインによる燃料使用量の10%をSAF(注)に置き換える」目標を設定したことを受け、SAF量産化に向けた取組を加速しているほか、水素・アンモニア等の脱炭素燃料では、調達から利用までサプライチェーン全体での技術確立と事業化のため、他社との協業を進めています。一方で、既存原料との値差解消や原料の安定調達が事業化に向けた課題となっており、今後いかに克服できるかが鍵となります。

注：Sustainable Aviation Fuel：再生可能または廃棄物を原料とする航空燃料で、従来の航空燃料よりCO2を削減可能

図表1 世界の原油・天然ガス需要

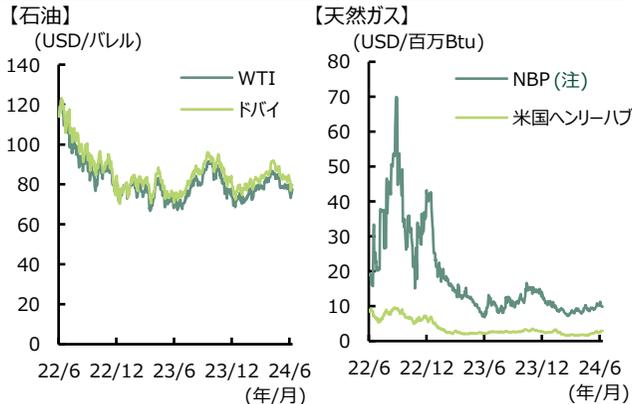
～新興国の経済成長に伴い需要増は継続



出所：IEA「World Energy Outlook」、Oil Market Report、「Gas Market Report」を基に弊社作成

図表2 原油・天然ガス価格の推移

～地政学リスクの影響により乱高下



注：National Balancing Point：ロンドンのインターコンチネンタル取引所(ICE)で取引される天然ガス価格  
出所：Bloombergを基に弊社作成

図表3 国内石油元売3社の主な脱炭素動向

～SAFの事業化に向けた取組が加速

ENEOS HD	SAF	2023/10月、和歌山製油所を閉鎖、今後は2026年までに40万kl/年のSAF製造拠点として活用予定
	その他	北海道苫小牧西部エリアにおいて、出光興産、北海道電力と国内最大規模となるグリーン水素サプライチェーン構築に向けた検討開始
出光興産	SAF	2030年までに50万kl/年の国産SAF供給を目標に油脂専門商社のLOPSやマレーシア・ペトロナス等と原料調達に関する連携を推進
	その他	2030年までに100万トン/年のカーボンフリーアンモニアの供給体制構築に向けた取組開始
コスモエネルギーHD	SAF	2024年度中に廃食油を原料とした国内初の国産SAFを量産化予定
	その他	2024/4月、岩谷産業とともに大田区平和島で水素ステーション1号店を開所

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



# 3. 石油化学

## 業界動向

## 今後の見通し

### アジア市場動向～依然として厳しい事業環境が継続

2023年におけるアジアのエチレン価格は、2022年12月のゼロコロナ政策解除を機に中国需要が回復した結果、2023年3月には920ドル/トンまで上昇しました。その後は中国経済の成長鈍化等により川下製品の需要低迷が続き2023年7月には750ドル/トンまで下落、以降は原油価格に連動して緩やかに上昇しました。一方、エチレン-ナフサマージンは、中国で需要を上回るエチレンプラント増設が続いており、供給過剰のため低位で推移しています。

### 国内市場動向～中国需要・内需低迷でエチレン生産量減少

2023年におけるエチレンプラントの稼働率は、物価高に伴う内需の落ち込みに加え、中国のエチレンプラント増設に伴う中国向け石油製品の輸出減少等により、通年で好不況の目安とされる90%を下回りました。この結果、2023年通期のエチレン生産量は、5,324千トン(前年比-2.3%)と減少しました。

### 事業構造改革の取組～石油化学事業を縮小、高付加価値化へシフト

2024年2月にはレゾナックが石油化学事業のパーシャル・スピノフ(注)の検討を開始したほか、2024年3月には三井化学と出光興産が、京葉地区のエチレンプラント集約に関する検討を開始しています。また、旭化成は、売上高1千億円規模の化成品事業譲渡を計画するなど、石油化学事業の構造改革について2024年度中に方針を定める予定です。このように業界各社は、石油化学事業の縮小を進め、高付加価値化へのシフトを進めています。

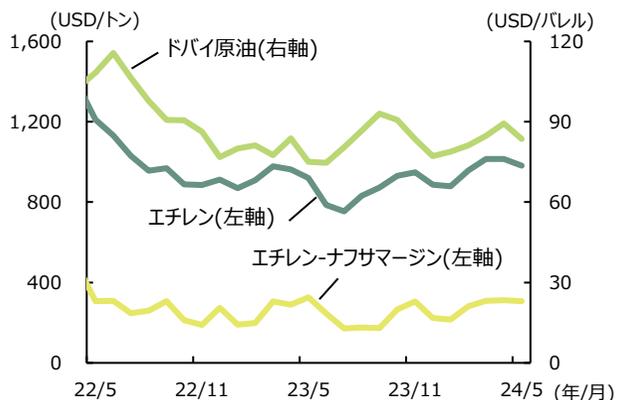
### 2050年カーボンニュートラルに向け、企業間連携が加速

旭化成、三井化学、三菱ケミカルの3社は、西日本地域のエチレンプラントで、バイオマス燃料への転換や生産体制の最適化などを検討しており、2024年度中に方向性を示す方針です。また、出光興産、東ソー、トクヤマ、日鉄ステンレス、日本ゼオンの5社が、山口県周南市の石油化学コンビナートにて、発電設備で使用する燃料のアンモニア等への移行や製品原材料のバイオ基礎化学品への転換を検討しています。

注：企業が自社の一部門や子会社株式の一部を既存株主に分配することで、その部門や子会社を独立させること

図表1 エチレン価格(アジア市況)の推移

～供給過剰により上値は重い状況



出所：Bloombergを基に弊行作成

図表2 世界の売上高上位10社(ランキング)(注)

～中国、欧州の需要低迷を受け減益

順位	企業名	国籍	売上高 (億円)	当期純利益 (億円)
1	BASF	独	107,357	351
2	荣盛石化	中	64,630	230
3	Dow	米	62,900	830
4	LG Chem	韓	60,058	1,454
5	LyondellBasell	蘭	57,945	2,980
6	SABIC	サウジ	53,206	▲1,042
7	恒力石化	中	46,683	1,373
8	三菱ケミカル	日	43,872	1,196
9	万華化学	中	34,860	3,343
10	Sherwin-Williams	米	32,494	3,367

注：上場企業のみ対象。決算期は、三菱ケミカルのみ24/3期、その他は23/12期  
出所：各社アナリアルレポートを基に弊行作成

図表3 2050年カーボンニュートラルに向けた取組

～企業間連携の活発化

参加企業	概要
旭化成、三井化学、三菱ケミカル	エチレンプラントにおける、バイオマス燃料や低炭素燃料への転換や製造工程のグリーン化などを検討
出光興産、東ソー、トクヤマ、日鉄ステンレス、日本ゼオン	発電設備等で使用する燃料のアンモニア等への移行や製品原材料のバイオ基礎化学品への転換を検討
三井化学、花王	三井化学と花王が廃プラスチックのケミカルリサイクルによる循環型スキームの検討開始

出所：各社プレスリリースを基に弊行作成



# 4. 紙パルプ

## 業界動向

### 国内需要動向～値上げ・物価高を受けた出荷量の減少

2023年度における紙の国内出荷量は、デジタル化の進展に伴う業界構造の変化に加えて、製紙会社の値上げが需要を押し下げ、974万トン(前期比▲9.0%)と減少しました。板紙の国内出荷量は、物価高による消費者の買控えに伴い段ボールを中心に需要が落ち込み、1,066万トン(同▲4.3%)と減少しました。2024年度も、値上げや物価高を背景に、紙・板紙ともに出荷量の減少が続く見込みです。

### 価格・採算動向～値上げが浸透し、大手は営業黒字確保

燃料・パルプ価格の高騰を受けて、大手製紙会社は複数回にわたって各製品の値上げを進めています。このため、2023年度は紙・板紙ともに国内出荷量が減少したものの、大手製紙会社は採算が改善し営業黒字を確保しました。2024年度は、「物流の2024年問題」<sup>(注)</sup>への対応に伴うコスト増が見込まれるため、更なる値上げが進む可能性があります。

注：2024年4月からトラックドライバーの時間外労働に上限規制(年960時間)が適用。輸送能力の低下や労働力不足が問題となっている

## 今後の見通し

### 国内の業界動向～生産・輸送体制の再構築

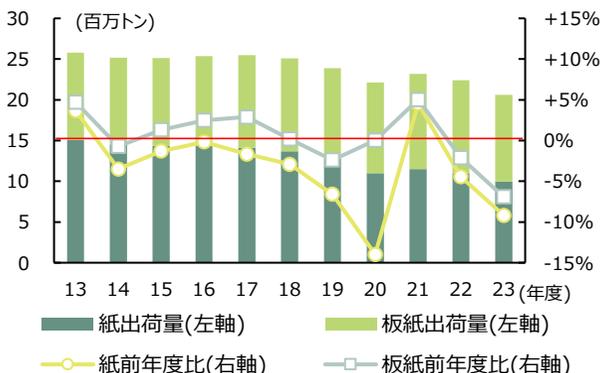
製紙会社は、「物流の2024年問題」に対応するために、大手同士での共同輸送や荷物管理効率化等、輸送面の業務提携を進めています。また、デジタル化の進展に伴って紙需要が減少するなか、生産拠点の集約や長期的に底堅い需要が見込まれる板紙への転換等により紙の生産能力の削減を進めています。しかしながら、紙の供給能力には依然過剰感がみられるため、紙パルプ業界では、将来的に輸送面の業務提携にとどまらず、生産能力の適正化に向けて、国内での業界再編が進む可能性があります。

### 世界の業界動向～板紙ではグローバルでの大型再編が進展

板紙は、中長期的には、EC市場拡大や脱プラの潮流を背景として市場規模の拡大が見込まれます。このため、グローバルシェア拡大に向けて地域を補完する大型再編が活発化しています。例えば、2023年9月に欧州板紙最大手スマーフットカップと米板紙大手ウエストロックが合併を公表したほか、2024年4月に米製紙最大手インターナショナル・ペーパーが英板紙大手DSスミスの買収を発表しました。日系製紙会社も、グローバルでの板紙事業の拡大に向けて、欧州やアジアを中心に買収や工場新設を進めています。

図表1 紙・板紙の国内出荷量

～値上げ・物価高を受けて紙・板紙ともに減少



出所：経済産業省「生産動態統計」を基に弊社作成

図表2 国内製紙会社売上高ランキング(23年度)

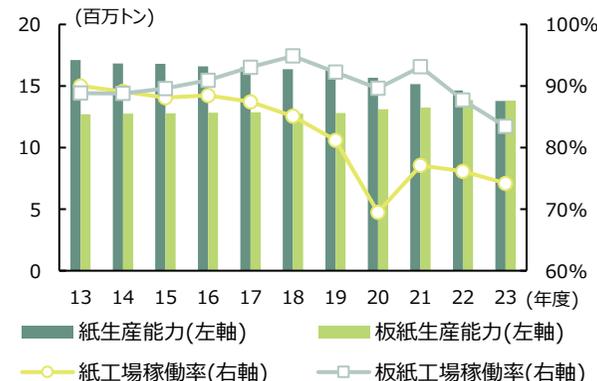
～値上げの浸透により大手は営業黒字を確保

順位	企業名	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	王子ホールディングス	16,963	726
2	日本製紙	11,673	173
3	レンゴー	9,008	489
4	大王製紙	6,717	144
5	北越コーポレーション	2,971	153
6	リンテック	2,763	106
7	三菱製紙	1,935	54
8	中越パルプ工業	1,078	62
9	特種東海製紙	865	23
10	巴川コーポレーション(注)	337	13

注：2024年1月に巴川製紙所から社名変更  
出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 紙・板紙の国内工場稼働率

～紙の供給能力には依然過剰感がみられる



出所：経済産業省「生産動態統計」を基に弊社作成



# 5. 医薬品

## 業界動向

### 国内市場動向～足元の諸課題、政策にも反映

国内医薬品市場は、高齢化による処方量増加や高額薬の発売等を受けて拡大傾向にあり、政府は、薬価引下げや安価な後発医薬品(GE)の使用推進による医療費抑制に取り組んでいます。2024年度薬価改定では、新薬開発の難化や品質問題・供給不足等を背景に、医療費抑制の取組みと同時に、新薬関連加算の新設や不採算品の薬価見直し等、足元の課題を打開するような施策も打ち出しました。

### 事業者の動向～事業の選択と集中、体制強化に注力

業界において諸課題を抱える中で、新薬メーカーは、開発力強化に向けた企業買収や非中核事業の売却等、事業の選択と集中を進めています。一方、GEメーカーは、近年の品質問題や供給不足を解消すべく、管理体制の強化や増産対応、原薬の内製化・マルチソース化、流通価格の交渉等のサプライチェーン改革に注力しています。

## 今後の見通し

### 国内市場の見通し～GE産業のあり方について議論が進む

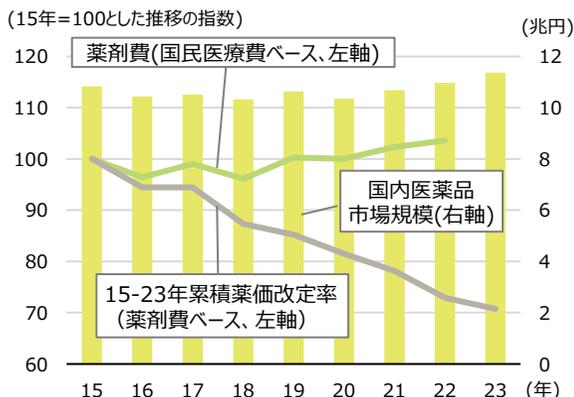
政府は、2023年7月より毎月開催されてきた「後発医薬品の安定供給等の実現に向けた産業構造のあり方に関する検討会」に関する報告書を2024年5月に公表、今後5年間を集中改革期間として、GEの供給不安解消等に向けて官民連携で取り組むべき4つのテーマを示しました。その一つとして、企業間の連携・協力の推進について言及しており、今後、業界内で再編機運が高まっていくことも想定されます。

### 事業者における戦略の方向性～土台を固めつつ、引続き「効率極大化」がガガに

メーカー各社は、目先の政策に準じ土台を固めつつ、事業領域の明確化等を通じて経営資源の効率配分を行い競争力を高めていくことが重要となります。新薬メーカーは、これまでも事業の選択と集中を図ってきましたが、限られたリソースの中で新薬創出を加速すべく、他社との間で開発プロセス・研究プロセスの分業や、他共同投資等を通じて「創薬効率の極大化」を図ることが求められます。また、長期収載品やGEの製造を担う事業者においては、「生産効率を極大化」することが重要であり、事業者同士の水平統合や川上・川下との垂直統合等が有効な戦略オプションの一つと考えられます。

図表1 国内医薬品市場(≒薬剤費推移)

～高額な抗がん剤の使用増等で市場規模は拡大



出所：厚生労働省資料、IQVIA医薬品市場統計を基に弊行作成

図表2 国内売上高上位10社(2023年度実績)

～円安影響等もあり、概ね堅調に推移

(単位：億円)

	企業名	決算月	売上高	営業利益
1	武田薬品工業	3	42,638	2,141
2	大塚ホールディングス	12	20,186	1,396
3	アステラス製薬	3	16,037	255
4	第一三共	3	16,017	2,116
5	中外製薬	12	11,114	4,392
6	エーザイ	3	7,418	534
7	小野薬品工業	3	5,027	1,599
8	協和キリン	12	4,422	968
9	塩野義製薬	3	4,351	1,533
10	住友ファーマ	3	3,146	▲3,549

出所：各社決算短信を基に弊行作成

図表3 GE産業構造検討の4つのテーマ

～業界内での再編機運の高まりも想定される

#### ① 製造管理・品質管理体制の確保

- 徹底した自主点検の実施
- ガバナンスの強化
- 薬事監視の向上

#### ② 安定供給能力の確保

- 安定供給確保の体制整備
- 医薬品等の安定供給等に係るマネジメントシステムの確立

#### ③ 持続可能な産業構造

- 少量多品目生産の適正化等、生産性効率向上
- 収益と投資の好循環を生み出す価格や流通

GE産業の在るべき姿を実現する為に必要な要素

#### ④ 企業間の連携・協力の推進

- 企業間の連携・協力、コンソーシアムや企業統合による大規模での生産・品質管理体制の構築
  - 金融・財政的措置などの、後押しする方針の検討
- ⇒①～③の実現の為の手段の一つとしての位置づけ

出所：厚生労働省資料を基に弊行作成



# 6. 食品

## 業界動向

### 国内市場動向～食品値上げ及び外食需要回復により続伸

食品は生活必需品であり経済情勢による影響を受けにくく、コロナ禍以降も需要は安定的に推移しています。

2023年の食品・外食関連の家計支出額は、2022年より前年比増加に転じた外食支出がコロナ禍前の水準にまで回復したことに加え、コスト高を受けた食品メーカーによる値上げが寄与したことから、増加基調で推移しています(前年比+5.7%)。もっとも、物価の影響を除いた実質値では減少している点には注意が必要です(同比-2.2%)。

### 食品メーカーの業績動向～価格転嫁と海外事業により好調

2023年度の食品メーカーの業績については、多くの企業が原材料価格等のコスト高に対して十分な価格転嫁を行ったことにより増収となったものの、海外における人件費の上昇や販売単価の下落を受けて、減益となる企業もみられました。

## 今後の見通し

### 価格改定の動向～値上げが減速する中、コストは高止まりする可能性

実質消費支出が軟調に推移する中、今後、物価と賃金の好循環が継続的に実現するかが不透明なこともあり、消費の先行きへの懸念が残る間は、食品価格の更なる値上げはハードルが高いとみられます。

費用面については、一定の落ち着きをみせていた原材料の市況は、天候不順等を背景に再度上昇するリスクを内包している他、円安の継続や2024年問題に伴う物流費の上昇等により、食品メーカーのコストは高止まりする可能性があります。

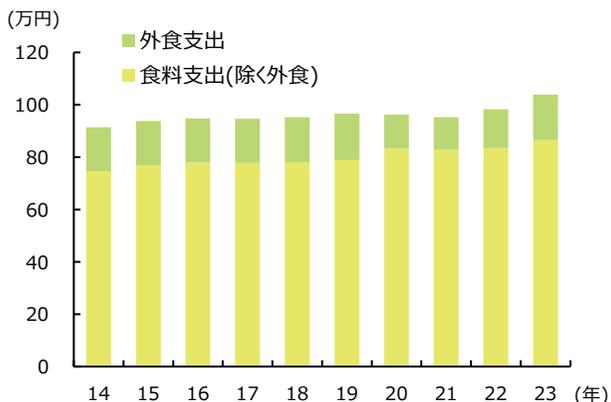
### 戦略の方向性～新たな成長機会の捕捉に注力

中長期的には、人口減少や少子高齢化に伴う国内市場の縮小が見込まれる中、①新規事業領域の開拓、②海外市場への進出・拡大、③生産の効率化、等を目的としたM&Aやアライアンスの加速が想定され、足元でも増加しつつあります。

また、海外市場への参入は輸出による形も想定され、政府が輸出額目標を掲げた上で支援策を打ち出していることもあり、今後も拡大基調で推移するとみられます。

図表1 食料品・外食関連家計支出(2人以上世帯)

～外食需要の回復と値上げにより増加基調



出所：総務省「家計調査」を基に弊社作成

図表2 売上高上位10社(2023年度実績)

～価格転嫁によりコスト高を吸収

(単位: 億円)

順位	企業名	決算期	売上高	営業利益(注)	
				利益	前期比
1	サントリーHD	23/12	32,851	3,172	+407
2	アサヒグループHD	23/12	27,691	2,450	+280
3	キリンHD	23/12	21,344	1,503	+343
4	味の素	24/3	14,392	1,467	-22
5	日本ハム	24/3	13,034	316	+206
6	山崎製パン	23/12	11,756	420	+199
7	明治HD	24/3	11,055	843	+89
8	マルハニチロ	24/3	10,307	265	-30
9	伊藤ハム米久HD	24/3	9,556	223	-7
10	コカ・コーラボトラーズジャパンHD	23/12	8,686	34	+150

注：味の素、日本ハムは事業利益  
出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 食品企業におけるM&A、アライアンス事例

～新規事業領域や海外市場の獲得を企図

目的	時期	企業名	内容
新規事業	24/8頃	キリンHD	化粧品・健康食品製造の(株)ファンゲルを買収
	24/6	江崎グリコ	冷凍ヘルシーミール宅配サービスを手掛ける「Greenspoon」を買収
海外市場	24/1	カゴメ	トマト加工品製造・販売のIngomar Packing(米)を買収
	24/1	アサヒグループHD	飲料製造受託のOctopi Brewing(米)を買収
効率化	24/3	マルハニチロ	水産練り製品製造を手掛ける紀文食品と資本業務提携

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



# 7. 電子部品・半導体

## 業界動向

### 市場動向～IT機器向け需要が縮小

2023年の電子部品・半導体市場は、自動車の電動化が進む車載向けや工場の自動化が進む産業機器向けが堅調に推移しました。しかし、電子部品・半導体の搭載量が多いIT機器向けでは、巣籠り需要の一服からPCやスマートフォンの出荷台数が減少したうえに、セットメーカーがコロナ禍で積み増した部材(電子部品・半導体)在庫の調整を進めたことから需要が減少し、総じて市場は縮小しました。

足元では、バッテリーEVの販売台数増加ペースの鈍化や中国経済の減速による企業投資の縮小が見込まれるなか、自動車や産業機器メーカーが電子部品・半導体在庫の調整を行っていることから、これまで堅調に推移してきた車載や産業機器向けが軟調に推移しています。他方で、IT機器向けでは、PC・スマートフォン出荷台数が緩やかに回復に転じるなか、セットメーカーにおける部材在庫の調整は一巡しています。

## 今後の見通し

### 市場見通し～緩やかな回復が継続

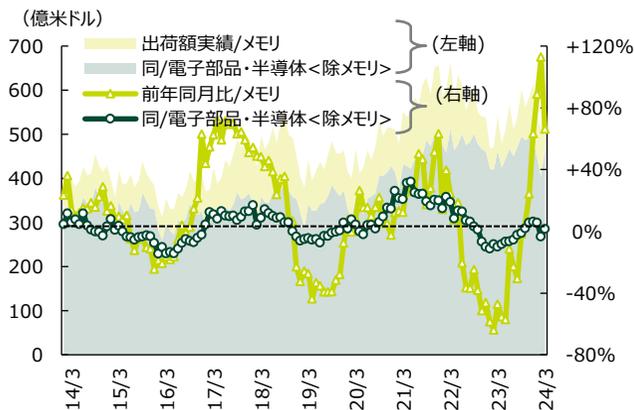
IT機器向けは、高機能化に向けた最終製品1台当たりの搭載量増加を背景に、需要拡大が継続するとみられます。加えて、足元で軟調な車載や産業機器向けも、在庫調整収束後には電動化の進展や工場自動化投資の回復等を背景に、拡大に転じることが見込まれ、総じて市場規模は拡大傾向で推移する見通しです。

### 需要動向～ AI関連需要が急伸長

AI技術の発達に注目が集まるなか、電子部品・半導体市場では、こうしたAI技術に関連した製品の需要が急速に拡大しています。例えば、足元では、AIサーバーのコア部品となるGPUの需要が急速に拡大しているほか、GPUで高シェアを有するNVIDIAの業容が大きく拡大しています。現在、AI処理は主にデータセンターで行われていますが、将来的にはPCやスマートフォン等の端末で直接AI処理が可能なデバイス(エッジAI端末)が普及することが期待されています。こうしたなか、エッジAI端末の普及に伴う電子部品・半導体市場の更なる拡大にも期待が集まっています。

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2024年3月迄)

～23年度は市場縮小



出所：WSTS・JEITA・台湾電子部品メーカープレスリリースを基に弊社作成

図表2 電子部品・半導体メーカー売上高上位10社

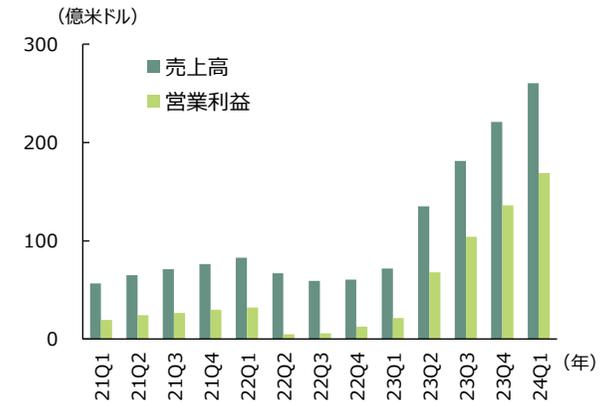
(2023年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

順位	企業名	国	売上高(MUSD)	営業利益(MUSD)
1	TSMC	台	69,440	29,599
2	NVIDIA	米	60,922	32,972
3	Intel	米	54,228	31
4	QUALCOMM	米	35,820	7,788
5	Broadcom	米	35,819	16,451
6	SK hynix	韓	25,078	▲5,917
7	BOE	中	24,676	▲32
8	TCL	中	24,662	1,135
9	Texas Instruments	米	17,519	7,331
10	Infineon	独	17,415	4,216
13	ニデック	日	16,256	1,128

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 NVIDIA四半期業績推移

～AI関連需要が急拡大



出所：IR資料を基に弊社作成



# 8. 家電

## 業界動向

### 海外市場動向～インドを中心に需要増加

グローバル家電市場は、長期化するロシア・ウクライナ戦争や更に激化する米中対立、市場規模の大きい中国での不動産不況等が家電需要を押下げ、2023年は前年対比微減で推移しました。2024年は世界情勢悪化の懸念があるものの、人口世界一となったインドを中心に市場拡大が期待され、増加傾向で推移すると見込まれます。

### 国内市場動向～高機能家電・美容家電が下支え

国内の家電出荷額については、外出機会の増加による消費シフトや物価高を背景とした家電の購買意欲低下等が下押圧力となり、2023年は娯楽品の側面が強い黒物家電を中心に落ち込みました。足元の出荷台数は、低調な消費マインドを受けて前年同月を下回る水準で推移しているものの、依然として人気がある高機能家電や市場拡大が見込まれる美容家電が下支えする格好で、2024年の出荷額は2023年並みで推移する見通しです。

## 今後の見通し

### 企業の動向～家電メーカーによるサーキュラーエコミーへの取組が本格化

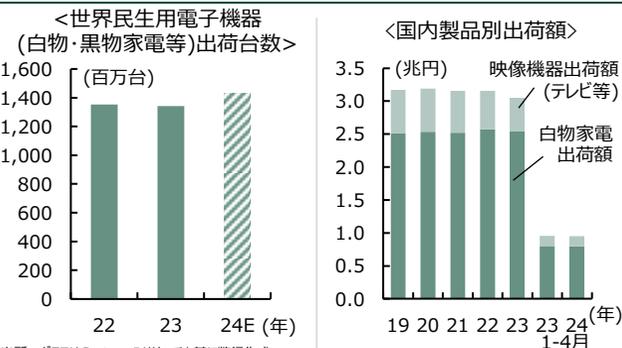
持続可能な社会の実現を目指し、従来の大量生産・大量消費・大量廃棄を前提とする「リニアエコミー(線形経済)」から、製品の再利用やリサイクル等、資源の循環を促し、環境負荷を低減する経済システム「サーキュラーエコミー(循環経済)」への移行が国際的に期待されています。家電業界においても、家電メーカーがリサイクル企業と提携し、廃棄製品の回収・再利用や再生プラスチック等への再資源化を行う事例がみられる等、今後、環境意識の高まりに応じてメーカー各社によるサーキュラーエコミー実現に向けた取組が更に本格化していくことが想定されます。

### 市場動向～美容家電が好調、市場拡大が続く

美容家電市場は、コロナ禍でエステの代替としての「おうち美容」の需要増加等により大きく成長しています。2023年以降においても、マスクを外しての外出機会の増加や美容感度の高い層によるSNS発信を背景に一般消費者の間でも美容意識が高まったことから、単価・出荷台数共に好調に推移しています。また、今後も男性向け製品のラインアップ拡大や、円安によるインバウンド需要の回復を背景に市場拡大が続く見通しです。

図表1 家電市場推移

～世界市場はインドを中心に増加、国内は23年並みで推移



出所：グラフはGartner@リサーチを基に弊社作成。  
Gartner, Semiconductors and Electronics Forecast Database, Worldwide, 1Q24 Update, Nolan Reilly et al., 28 March 2024 (世界民生用電子機器(白物・黒物家電等)=Consumer Electronics) Factory Production Units basis. GARTNERは、Gartner Inc.または関連会社の米国およびその他の国における登録商標およびサービスマークであり、同社の許可に基づいて使用しています。All rights reserved.

出所：日本電機工業会、電子情報技術産業協会を基に弊社作成

図表2 世界の家電売上高上位10位(2023年度)

～中韓メーカーが上位を占める

順位	企業名	国	売上高(億円)	営業利益(億円)
1	美的集団	中国	64,227	7,349
2	サムスン電子	韓国	60,845	1,348
3	海爾集団	中国	51,915	3,453
4	LG電子	韓国	47,779	2,555
5	格力電器	中国	40,713	6,100
6	パナソニックHD	日本	34,944	1,216
7	ワールプूल	米国	27,367	1,599
8	ソニー	日本	24,537	1,874
9	四川长虹電器	中国	19,353	405
10	エレクトロラックス	スウェーデン	17,818	▲396

注：パナソニックHDはぐらし事業、ソニーはET&S、美的集団、サムスン電子、LG電子は白物家電、AV機器を含むセグメント売上高

出所：各社アナニュアルレポートを基に弊社作成

図表3 サーキュラーエコミーに向けた取組事例

～メーカー各社による取組が本格化

企業	内容
パナソニックHD	リサイクル業のリネットジャパンと提携し、不用になった家電の回収や、回収した製品の材料を用いたリサイクル品を製造する他、1年間保証を適用したりファーマッシュ品(検査済み再生品)を販売
三菱電機	使用済み家電製品のリサイクル工程で選別回収したプラスチックの種類を99%以上の精度で瞬時に識別する技術を開発。自社製品に再利用する「自己循環リサイクル」を展開
日立グローバルライフソリューションズ	再生プラスチックを質量比40%以上使用した掃除機を販売する他、不純物の混じった再生プラスチックの透明度を改善する技術を活用し、再生プラスチックの利用拡大に取組む

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



# 9. 機械

## 業界動向

海外市場動向～北米は堅調も欧州・アジアの景気低迷を反映  
 米国の堅調なインフラ投資等が下支えるかたちで、2023年度の建設機械出荷額は前年度並みの水準となりました。もっとも、中国の景気低迷や欧州の利上げに伴う投資抑制等が工作機械や産業機械の需要を押し下げたことから、2023年度全体では前年度を下回っており、市況の回復は2024年度第4四半期以降とみられます。

### 国内市場動向～火力発電設備の更新が寄与

半導体市場の低迷等を背景に投資の様子見が続き、2023年度の工作機械受注は前年度比で減少に転じました。しかしながら、災害復興等を背景に建設機械出荷額は前年度を上回った他、機械需要の7割を占める産業機械でも、資材不足により火力発電設備の更新が停滞した前年度の反動もあって、2023年度の受注額は前年度比で増加しました。2024年度は火力発電設備の反動減があるものの、継続的な省人化投資により前年度並みの水準となる見込みです。

## 今後の見通し

### 米中対立・米国大統領選挙の影響～機械メーカーにおける機会と脅威

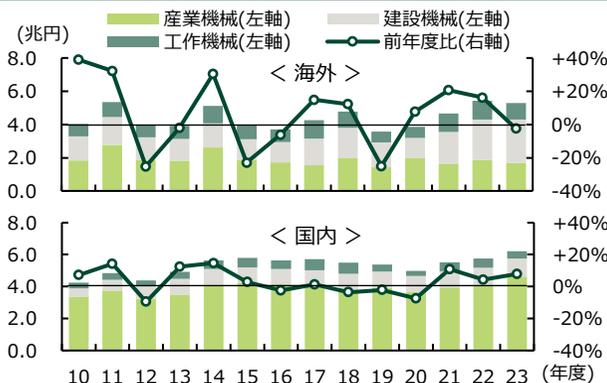
米国では、米中対立激化やコロナ禍におけるサプライチェーンの混乱等を背景に、政府が国内製造業への投資を呼びかけるなか、米国や近隣国に工場を新設する動き(ニアショアリング<sup>(注)</sup>)が活発化しています。新たな設備投資は機械メーカーにとって収益機会となりますが、2024年11月に予定される大統領選挙で共和党が勝利した場合には、関税率の引き上げをはじめ保護主義的な政策が強まるおそれもあることから、米国向け輸出へのマイナス影響も懸念されます。  
注：本拠地や最終消費力地理的に近い国や地域に事業・工場を移転すること

### 日本政府の新戦略案～国産旅客機への再挑戦

2024年3月、経済産業省は2035年以降を目途に、水素エネルギー等を活用した次世代の国産旅客機の開発を進める方針を明らかにしました。今後10年間で、官民合わせて5兆円を投資する計画で、海外企業を含む複数社での開発を想定しています。わが国にも多数の航空機部品メーカーが存在するなか、国産旅客機製造および関連産業における中長期的な投資拡大が期待される一方で、実績の限られる日本での次世代機開発のハードルは低くないとの声も聞かれるなど、今後の動向が注目されます。

図表1 機械受注・出荷額推移<sup>(注)</sup>

～外需は値上げ・円安影響も前期並みに止まる



注：建設機械のみ出荷額

出所：日本工作機械工業会、日本産業機械工業会、日本建設機械工業会を基に弊行作成

図表2 世界業種売上高<sup>(注)</sup>上位10社(2023年度)

～米日企業が上位に並ぶ(単位：兆円)

順位	企業名	業種	売上高
1	Caterpillar	建設機械	米 9.0
2	Deere & Co	建設機械	米 7.7
3	Robert Bosch	産業機械	独 4.8
4	小松製作所	建設機械	日 3.5
5	CNH Industrial	農業機械	英・蘭 3.1
6	クボタ	農業機械	日 2.6
7	豊田自動織機	産業車両	日 2.4
8	Honeywell International	航空宇宙	米 2.3
9	Stanley Black & Decker	工具	米 2.2
10	蘇美達(SUMEC)	産業機械	中 2.1

注：業種売上高は機械に関する売上高を指し全社売上高とは異なる  
 出所：Bloombergを基に弊行作成

図表3 北米におけるニアショアリングの動向

～サプライチェーンの再編に伴う投資が活発化

年/月	企業名	内容
2024/4	米・Micron Technology	ニューヨーク州とアイダホ州に政府支援最大61.4億ドルの補助金を得て新工場を建設すると発表
2024/3	横浜ゴム	3.8億ドルを投じてメキシコに乗用車用タイヤの新工場を設立することを発表
2024/2	独・Volks Wagen	2022/10月に発表したメキシコのプエブラ工場に対する7億ドル超の投資に加え、約10億ドルの追加投資を発表
2023/3	米・Tesla	メキシコの北米市場輸出向けのEV製造工場の新設を公表

出所：JETRO資料、各社プレスリリースを基に弊行作成



# 10. 自動車

## 業界動向

### 市場動向～半導体不足解消等を背景に販売台数は回復

2023年の世界自動車販売台数は、サプライチェーン正常化に伴う繰越需要や半導体不足の解消等を背景として前年を上回る水準で推移し、通年では前年比+9.6%増の86.6百万台となりました。すべての地域において販売台数が前年対比増加していますが、中でも、搭載する電子デバイス数の多いモデルの構成比が高く、半導体不足の影響を強く受けていた日米欧での回復が目立ちました。

### 各社業績～生産台数の回復や円安を背景に増収増益

2023年度の国内乗用車メーカー各社(注)の業績については、半導体等の部品・部材不足解消による生産台数の回復に加え、海外を中心とした価格改定の効果や円安を追い風として、全社とも増収増益となりました。原材料価格や人件費等のコスト上昇圧力が強まるなかで複数社が過去最高益を計上する等、総じて好調な決算となりました。

注：トヨタ(ダイハツ含む)、ホンダ、日産、スズキ、SUBARU、マツダ、三菱自

## 今後の見通し

### 市場見通し～販売台数は拡大も、物価高騰等による下振れリスクに留意

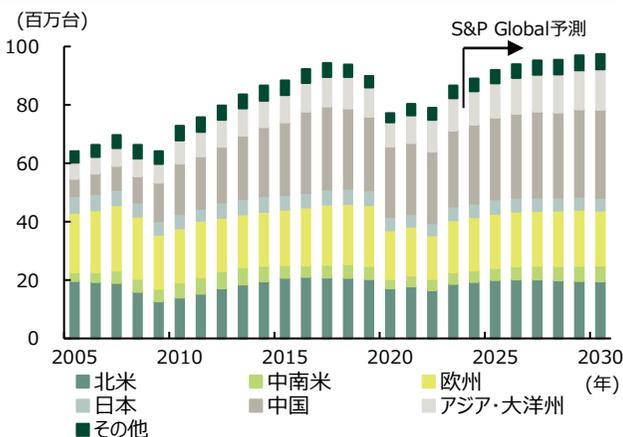
政府による買換需要を促進する施策が相次いで打ち出されている中国や、HEVを含む電動車の需要が旺盛な北米に牽引される格好で、2024年の自動車販売台数は89.1百万台と前年比+2.8%の増加が予測されています。もっとも、インフレの動向や各国の金利政策のほか、電動化に伴う車両価格の上昇などが消費者の購買力へ与える影響には留意が必要です。

### BEV販売動向～販売台数は続伸する伸び率は鈍化

2023年のBEV販売台数は欧州・中国を中心に続伸し、世界全体での販売比率は12.8%(前年比+1.9%p)まで上昇しました。2024年も中国での根強い需要に牽引される格好でBEV販売台数は増加するとみられますが、欧米を中心として利便性の観点等からHEVやPHEVの需要が高まるなか、BEVの伸び率は鈍化する見込みです。また、2024年は米国大統領選挙や欧州議会選挙などが並ぶ「選挙イヤー」でもあるだけに、主要国における政治イベントがBEVの普及見通しに及ぼす影響が注目されます。

図表1 世界の新車販売台数動向

～半導体不足解消等を背景に23年は増加



図表2 世界の新車販売台数上位10位(2023年)

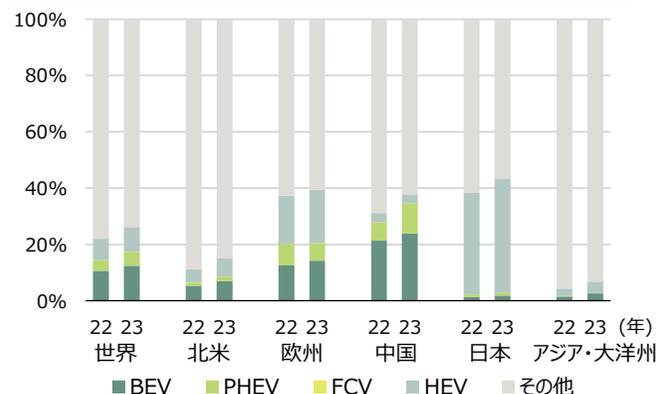
～各社販売台数が増加

	企業名		販売台数 (百万台)	前年比
1	トヨタ	日	10.9	+6.7%
2	VW	独	8.8	+9.9%
3	Hundai・Kia	韓	6.9	+5.4%
4	Renault・日産・三菱自	仏・日	6.2	+3.7%
5	Stellantis	蘭	6.1	+6.3%
6	GM (注)	米	4.9	+7.8%
7	ホンダ	日	4.0	+4.6%
8	Ford	米	4.0	+5.9%
9	スズキ	日	3.0	+2.7%
10	BYD	中	2.9	+58.6%
世界販売台数(総計)			86.6	+9.6%

注：上海通用五菱汽車除く

図表3 各地域のパートレイン別販売構成比(注)

～BEVの販売比率が増加



注：BEV:電気自動車、PHEV:プラグインハイブリッド車、FCV:燃料電池自動車、HEV:ハイブリッド車

出所：MarkLinesを基に弊社作成

出所：S&P Global Mobility("Includes content supplied by S&P Global Mobility; copyright ©S&P Global Mobility,2024. All right reserved")



# 11. 造船

## 業界動向

### 市場動向～足元受注は回復も先行きは不透明

サプライチェーンの混乱解消等を受けた海上荷動量の拡大および海運市況の回復を背景に、投資を手控えていた船主が発注再開に動いており、2023年の新造船受注量は前年比+17%の123百万DWTとなりました。また、海上荷動き量の増加に加え、親イラン武装組織が活動する紅海の回避による欧州-アジア航路の長距離化や、深刻な水不足を受けたパナマ運河の通航制限等が、船舶需給のタイト化要素として船主の市況観を支えているとみられます。

### 各社業績～船価改善と為替効果で業績回復の兆し

日系造船各社の2023年度の業績については、新造船価の上昇に伴って手持ち案件における採算の改善が進むなか、米ドル建ての外航船を主体とする造船所では円安効果も追い風となって、収益性の改善がみられます。

## 今後の見通し

### 新造船価の動向～船種を問わず上昇

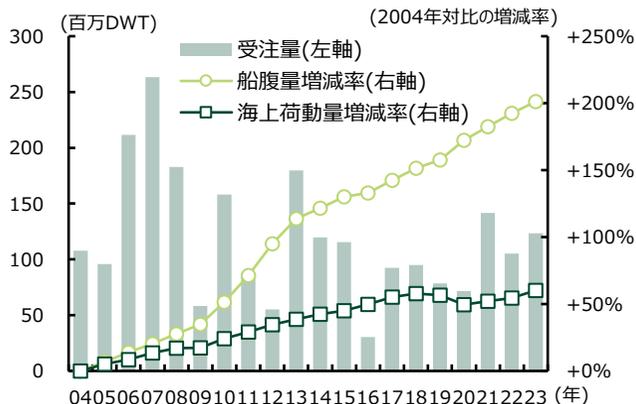
コロナ禍における物流網混乱や、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学要因を背景とした傭船料の上昇に加え、日中韓における船舶建造能力の不足と鋼材価格の高止まり等を受け、船種を問わず船価の上昇が続いています。今後についても、環境対応船の発注増加が見込まれるなか、船用機器調達を含めた建造コストが上昇すること、および重油燃料船に比べて建造期間が長期化すること等が船価に対する上昇圧力になるとみられ、高騰する船価が船主の発注戦略に与える影響が注目されます。

### 中国系造船会社の動向～建造能力の引き上げに向けた動き

増加しつつある新造船需要に対して、日系造船会社が生産性向上を企図した投資に動くなか、中国系造船会社では建造効率の改善にとどまらず、人員の増強や休眠工場の再稼働による建造能力の引き上げに向けた動きもみられます。日系造船会社の建造能力が不足するなか、中国系造船会社の建造品質の向上もあって、日系船主が従来は取引のなかった中国系造船会社へ新造船を発注する事例も出てきています。

図表1 世界の新造船受注量と船腹需給の推移

～足元受注は回復



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に  
弊社作成

図表2 世界の新造船竣工量上位10社(2023年)

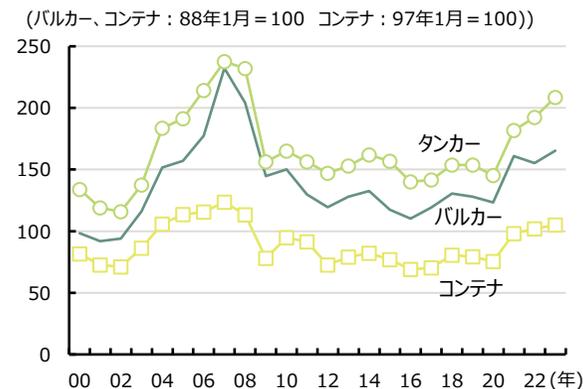
～中韓造船所が上位

	企業名		竣工量 (万DWT)	受注残 (万DWT)
1	中国船舶集団(新CSSC)	中	1,600	5,976
2	現代重工業G	韓	1,087	3,595
3	今治造船G	日	518	1,464
4	COSCO造船G	中	496	2,049
5	揚子江船業G	中	466	1,581
6	三星重工業G	韓	465	1,517
7	ハンファG	韓	400	1,314
8	江蘇新時代造船	中	369	1,391
9	ツネイシHD	日	297	996
10	大島造船所G	日	276	582

出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に  
弊社作成

図表3 新造船価(各年12月末時点)の推移

～船種を問わず上昇



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に  
弊社作成



# 12. 通信

## 業界動向

### 国内市場動向～ARPU反転上昇に向けた取り組みに注目

固定通信市場は、家庭用インターネットの浸透で既に頭打ちの状態です。主力の移動体通信市場は、需要が一巡しているスマートフォン向け回線は既にピークアウトしているものの、IoTの進展に伴うM2M(注1)向け回線の需要増により、契約件数全体は増加傾向です。

一方、ARPU(注2)は、安価なM2M向け回線の増加により下落する中、各社が安価なサブブランドを提供開始した2021年以降下落幅は拡大。足元では各社がメインブランドへの集客を強化していることから、ようやく下げ止まりの兆しが見え始めています。今後は、中長期的には1人当たりデータ使用量の増加に伴い高単価な大容量プランへの移行が進むと期待されますが、短期的には安価なサブブランドへのユーザー流出は続くと考えられます。このため、各社はARPUの反転上昇に向けて、料金プランの改定や大容量プランの強化を進めていくものと想定されます。

注1：Machine-to-Machineの略。人が介在せず機械同士が相互に情報をやり取りすること  
注2：加入件数1件あたりの月間通信料金

## 今後の見通し

### 非通信領域の強化～経済圏ビジネスでユーザーを囲い込み

国内移動体通信市場は既に成熟していることから、事業者は金融・小売等の非通信領域を強化し、事業多角化を進めています。NTTドコモは、2023年10月にマネックス証券、2024年3月にオリックス・クレジットを買収した他、2024年4月にはAmazonとポイント連携。KDDIは、2024年4月にローソンに出資した他、ソフトバンクは2023年11月にLYPプレミアムをリリースしグループ間連携を強化しています。今後も、各社はユーザー囲い込みに向けて非通信事業が活発化していくものとみられます。

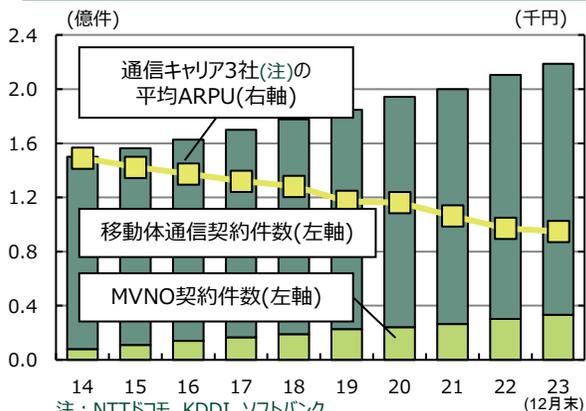
### 先端技術の研究開発～次世代通信や情報処理基盤の強化に向けた動き

AI普及とこれに伴うトラフィック増を背景に、各社の次世代通信開発やデータセンター投資が活発になるとみられます。データセンターに対しては、KDDIは2028年までに1,000億円、ソフトバンクも2025年までに1,500億円を投じ、何れも経産省による助成を受ける方針です。NTTはIOWN(注)構想実現に向けて研究開発を進める中、2024年1月に経産省が452億円の支援を発表しており、今後も官民連携での投資の加速が想定されます。

注：Innovative Optical and Wireless Networkの略。NTTが19年に発表したICTインフラ構想で、情報処理基盤を電子から光中心に転換し、高速大容量・低遅延での通信、計算リソースを実現する構想

図表1 国内移動体通信契約件数・ARPU推移

～契約件数は増加基調も、ARPU低下が継続



注：NTTドコモ、KDDI、ソフトバンク

出所：総務省、各社決算説明会資料を基に弊行作成

図表2 国内売上高上位企業(2023年度)

順位	企業名	主事業	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	日本電信電話 (うち移動通信事業)	固定 移動体	133,746 (61,400)	19,229 (11,444)
2	ソフトバンク	固定 移動体	60,840	8,761
3	KDDI	固定 移動体 CATV	57,540	9,616
4	楽天グループ (うち移動体通信事業)	移動体	20,713 (3,646)	▲1,530 (▲3,375)
5	TOKAIホールディングス	CATV	2,315	155
6	スカパーJSATホールディングス	衛星	1,219	265

出所：各社IR資料を基に弊行作成

図表3 非通信領域の強化

～非通信事業に関わる資本提携が活発化

企業名	年/月	内容
NTTドコモ	23/10	マネックス証券と資本業務提携
	24/3	オリックス・クレジットと資本業務提携
KDDI	24/4	Amazonと、dポイント及びAmazonプライムに関する協業開始
	24/4	ローソンに対するTOBが実現(三菱商事と共同経営)
ソフトバンク	22/10	ソフトバンクとZHD(現・LINEヤフー)がPayPayを連結子会社化
	23/11	Yahoo!プレミアムサービスを廃止しLYPプレミアムをリリース

出所：各社IR資料・プレスリリースを基に弊行作成



# 13. 海運(外航)

## 業界動向

## 今後の見通し

### 海外市場動向～足元の市況は全船種で堅調推移

コンテナ船の運賃は、荷動きの軟化や港湾・内陸混雑の緩和等を背景に、2022年8月以降急落し、コロナ禍前の水準まで下落しました。その後、2024年に入ってから、中東情勢の悪化を受けた航路の長距離化等により運賃は再び上昇しました。

バルカーは、世界的な滞船解消や荷動き減少に伴い傭船料の低迷が続いていたものの、パナマ/スエズ運河の迂回による航路の変更に加えて、アジアでの石炭・穀物需要の拡大を背景に、市況は持ち直しつつあります。

タンカーでは、2022年6月に市況が底打ちして以降、ロシアへの経済制裁等を受けて遠距離取引を中心に船腹需給のタイト化が続いており、市況は高水準を維持しています。

### 2大チョークポイントの動向～航海距離・日数長期化で市況に上昇圧力

海運業界では、気候変動や国際情勢の不安定化を受けて、海上貿易の要衝であるチョークポイントを巡る混乱が続いています。

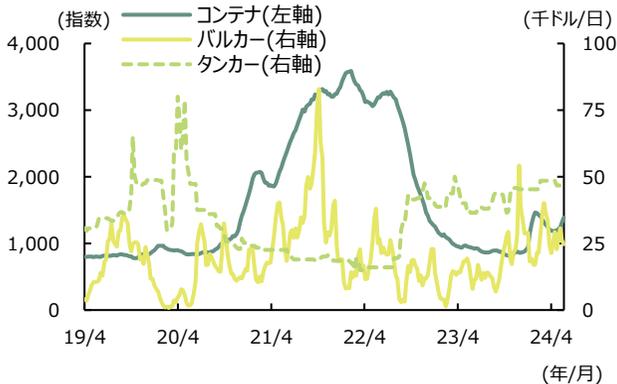
パナマ運河では、2023年5月以降、歴史的な干ばつが続いてガトゥン湖(注)の水位が低下したことから、通航可能隻数が大幅に減少しているほか、スエズ運河でも、イエメンの親イラン武装組織フーシによる船舶攻撃を受けて、各国の海運業者が航路の回避を余儀なくされています。このように、2大運河が同時に混乱を抱えるなか、代替ルートとして南アフリカ共和国の喜望峰を迂回する動きが広がり、航海距離・日数の長期化によって全船種で船腹需給が引き締まっていることから、運賃・傭船料には上昇圧力がかけられました。

今後、パナマ運河では雨季の到来とガトゥン湖の水位回復によって通航制限が緩和されるとの見方が広がる一方、スエズ運河では、中東の地政学リスクの先行き不透明感が強まっていることから、引き続き各船種における市況の動向には注視が必要です。

注：パナマ運河の中間に位置する湖。湖面の海拔が26mあり、1隻当たり約20万トンの水を使用して船舶を昇降する必要がある

図表1 海運市況の推移

～全船種で堅調推移



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に弊社作成

図表2 コンテナ船社の船腹量シェア (2024年4月)

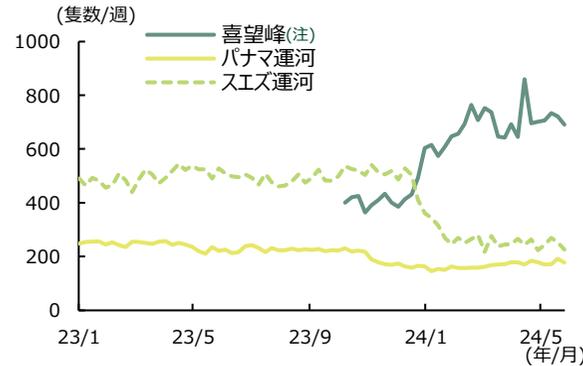
～ONE(注)のシェアがEvergreenを逆転

	企業名	シェア
1	MSC	スイス 19.8%
2	Maersk	デンマーク 14.5%
3	CMA CGM	フランス 12.6%
4	COSCO	中国 10.3%
5	Hapag-Lloyd	ドイツ 7.1%
6	Ocean Network Express	シンガポール 6.4%
7	Evergreen	台湾 5.7%
8	HMM	韓国 2.8%
9	Yang Ming	台湾 2.5%
10	ZIM	イスラエル 2.4%

注：Ocean Network Express：日本郵船、商船三井、川崎汽船が出資  
出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に弊社作成

図表3 各ルートにおける通航隻数 (2023年1月～)

～喜望峰ルートへの迂回が盛んに



注：取得可能な2023年10月以降のデータを表示  
出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に弊社作成



# 14. 空運

## 業界動向

## 今後の見通し

### 海外市場動向～回復が遅れていたアジアも堅調推移

世界の旅客需要は、2021年以降、欧米が先行する形で急速に回復した一方、アジアでは日本や中国において新型コロナウイルスの水際対策が長期化した影響で低迷が続きました。もっとも、2023年以降は、入国制限の緩和を契機に、アジアでも旅客需要が伸長したことから、コロナ禍前並みの水準まで回復しています。

### 国内市場動向～国内線・国際線とも概ね正常化

国内線は、2023年4月の水際政策完全撤廃に伴うレジャー需要の回復もあり、コロナ禍前を上回る水準で推移しています。

国際線については、2022年以降、国内線に遅れながら回復してきたなか、足元では円安の進行でインバウンド需要が好調に推移しており、コロナ禍前の水準に近づきつつあります。もっとも、本格的な回復には、伸び悩む日本人の海外旅行の回復がカギを握るとみられます。

### 旅客需要見通し～2024年の国際航空旅客数はコロナ禍前を上回る見込み

世界の旅客需要については、ウェブ会議の定着によってビジネス利用はコロナ禍前の水準には戻らないとみられるものの、レジャー需要の回復が牽引することにより、国際航空運送協会(IATA)では、2024年の国際旅客数は16.9億人とコロナ禍前(16.6億人)を上回るとの見方を示しています。

### 国内大手2社における国際線単価は大きく上昇～円安基調でインバウンド加速

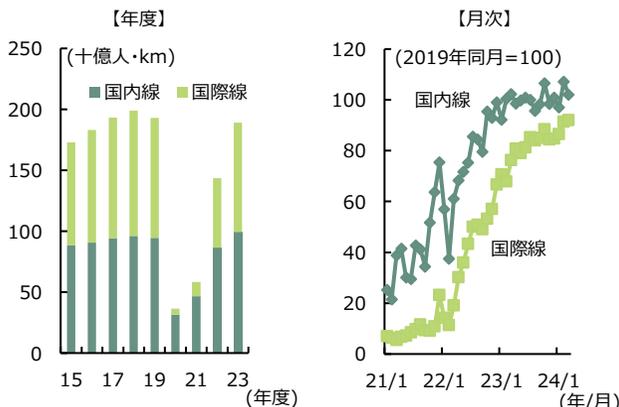
ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)の2023年度における国際線のイールド(注)は、海外発便の旺盛な需要に加えて、中東情勢の緊迫化や産油国の自主減産を背景とした燃料価格上昇に伴う燃油サーチャージの高騰もあり、大幅に伸長しています。

今後については、旅客数の正常化に伴って、各社の国際線旅客便供給量は拡大が見込まれる一方、円安の定着を背景にインバウンド需要は強い状態が続くとみられることから、日本発着便はタイトな需給バランスに伴う高いイールドの継続が想定されます。

注：旅客1人を1キロ輸送した際に得る収入単価

図表1 日本の旅客需要(RPK)

～国内線・国際線とも概ね正常化



出所：国土交通省「航空輸送統計(年報及び速報)」を基に弊社作成

図表2 世界航空会社ランキング(注)

～中国勢のシェアが低下傾向

	企業名		シェア
1	American Airlines	米国	4.8%
2	Delta Air Airlines	米国	4.2%
3	Southwest Lines	米国	4.1%
4	Ryanair	アイルランド	3.9%
5	United Airlines	米国	3.6%
6	China Southern Airlines	中国	2.4%
7	China Eastern Airlines	中国	2.3%
8	IndiGo	インド	2.2%
9	easyJet	英国	1.9%
10	Air China	中国	1.9%
16	ANA	日本	1.0%

注：有効座席キロベース、2024年3月時点  
出所：CAPA-Centre for Aviation and OAGを基に弊社作成

図表3 国内大手2社のイールド実績と予想(円)

～コロナ禍前比で大幅伸長

路線	ANA			JAL		
	2023年度	2019年度比	2024年度予想	2023年度	2019年度比	2024年度予想
全路線	17.7	+45%	16.6 (注)	16.7	+47%	17.5
対北米	17.4	+53%		18.2	+33%	
対欧州	20.6	+46%		23.1	+47%	
対中国	28.3	+52%		38.2	+49%	
対アジア(除中国)	16.4	+51%		18.6	+38%	

注：他社の国際線供給量増加影響等による需給バランス悪化を勘案し、イールドは前期比マイナスの予想  
出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



# 15. 陸運倉庫

## 業界動向

### 国内市場動向～BtoB・BtoCともに荷動きは減少傾向

2023年度における営業・自家用合計の自動車貨物輸送量(BtoB)は、住宅着工戸数の減少等により建設関連貨物の荷動きが低調に推移したことから、前年度を下回りました。また、宅配便(BtoC)についても、物価高に伴う消費者の購買意欲低下を背景に需要が低迷するなか、取扱個数は減少トレンドに転じています。

### 大手10社業績～荷動き停滞・コスト増により減収減益

日系物流大手10社の2023年度業績(注)は、貨物取扱量が減少したほか、物流2024年問題(詳細後述)を受けた人件費・外注費等のコスト上昇分を価格転嫁で吸収することができず、大半の企業で減収減益を余儀なくされました。今後については、従来通りの輸配送は困難との声が多く聞かれるなか、人材確保・流出防止に向けた賃上げによる収益力の低下によって、淘汰・再編が加速していくとみられます。

注：NXHDとSBSHDは23/12月期通期決算

## 今後の見通し

### 物流「2024年問題」～物流最適化と競争力向上に向けた再編機運の高まり

物流業界では、2024年4月からトラックドライバーの時間外労働に上限規制(年960時間)が適用されたことを受け、労働力不足の解消に向けた物流効率化への対応に迫られているほか、生産性向上を実現するための投資やコスト負担の増加に直面しています。

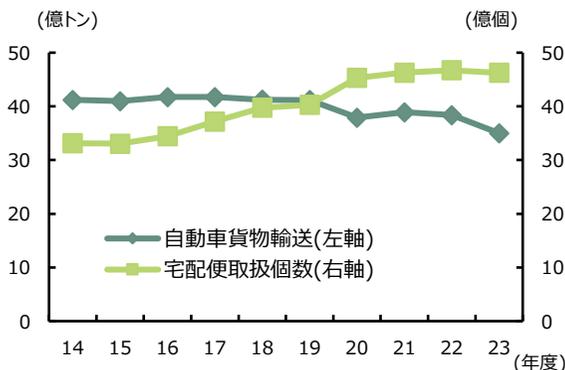
こうしたなか、物流各社は、共同配送や配送効率の向上に資する中継地点の新増設のほか、環境負荷低減にも繋がるモーダルシフト(注)に取組んでおり、従来の枠組みを超えた荷物の混載等、同業・異業種との連携を強化しています。2024年5月には、日本郵便グループとセイノーグループが長距離の幹線輸送における共同運行に向けた業務提携を発表する等、各社の事業戦略に注目が集まっています。

また、物流大手の一角であるロジスティード(旧日立物流、KKR傘下)は、人材の囲い込みと効率化を同時に実現すべく、2024年5月にアルプス物流の買収を公表しています。こうした動きは、業界内での再編が加速する兆しとみられ、今後も生き残りをかけた動きが活発化していくことが想定されます。

注：トラック等の自動車で行われている貨物輸送を環境負荷の小さい鉄道や船舶への利用へと転換すること

図表1 荷動きの推移

～ BtoB・BtoCともに荷動きは減少傾向



出所：国土交通省「月例経済」「自動車輸送統計」を基に弊社作成

図表2 物流上場企業の2023年度業績

～荷動きの停滞・コスト増加により減収減益傾向

	企業名	売上高 (億円)	前期比	当期利益 (億円)
1	日本郵便	33,237	-3.7%	72
2	NXHD	22,390	-14.5%	371
3	ヤマトHD	17,586	-2.3%	376
4	SGHD	13,169	-8.2%	583
5	センコー-GHD	7,784	+11.8%	159
6	セイノーHD	6,428	+1.8%	146
7	山九	5,635	-2.7%	244
8	SBSHD	4,319	-5.2%	101
9	鴻池運輸	3,150	+1.0%	113
10	福山通運	2,876	-2.0%	78

出所：各社決算短信(日本郵便は日本郵政IR資料)を基に弊社作成

図表3 物流業界におけるM&A、アライアンス事例

～2024年問題を受けた再編機運の高まり

年月	企業名	内容
2024年5月	日本郵便グループ セイノーグループ	長距離の幹線輸送の共同運行を目的に業務提携を締結
2024年5月	ロジスティード (旧日立物流、KKR傘下)	輸送力の向上等を目的にアルプス物流を買収
2023年7月	センコー	長崎での輸配送ネットワーク強化を目的に長崎運送を買収
2023年6月	大和ハウス工業	ASEANでの低温物流参入を目的にストーバストHDを買収
2023年1月	安田倉庫	メディカル物流でのサービス向上を目的にエーザイ物流を買収

出所：各社ニュースリリースを基に弊社作成



# 16. 建設

## 業界動向

### 国内市場の動向～官民ともに受注高は堅調に推移

2023年度の国内大手ゼネコン50社の国内受注高は、官民とも堅調に推移しました。民間工事では、首都圏の再開発やデータセンター等の大型工事を中心に引き合いが強く、資材価格・労務費の請負価格への転嫁も進んだ結果、前年比+7.7%と増加。また、官公庁工事についても、国土強靱化に向けて相応の公共投資が実施されたことから、同+15.7%増となりました。

### 国内事業者の動向～好採算案件への工事入替は途上

ゼネコン各社は、旺盛な建設需要を背景に選別受注を強化しているものの、手持工事の好採算案件への入替は然程進んでおらず、収益力は依然として低水準に止まっています。もっとも、2024年度以降は、選別受注や施主への価格交渉の進捗に応じて、各社の収益格差が広がっていくとみられます。

## 今後の見通し

### 「2024年問題」への対応～官民ともに生産性向上への取り組みが加速

建設業では、2024年4月以降、働き方改革関連法案に伴う労働時間の上限規制が適用されたことを受けて、ゼネコン各社は4週8閉所(4週のうち8日の現場閉所)の実現に向けた施主との交渉や、BIM/CIM(注1)の活用等を通じた施工効率化を進めています。また、国土交通省は、2024年4月に「i-Construction2.0」を策定し、2040年度までに建設現場の3割の省人化(1.5倍の生産性向上)を目指す方針を打ち出したほか、働き手の処遇改善を目的とした建設業法(注2)の改正(2024年3月8日閣議決定)を進めており、今後は官民ともに生産性向上への取り組みが加速するとみられます。

### 選別受注の機運の高まり～旺盛な建設需要と労働力不足から取り組み強化

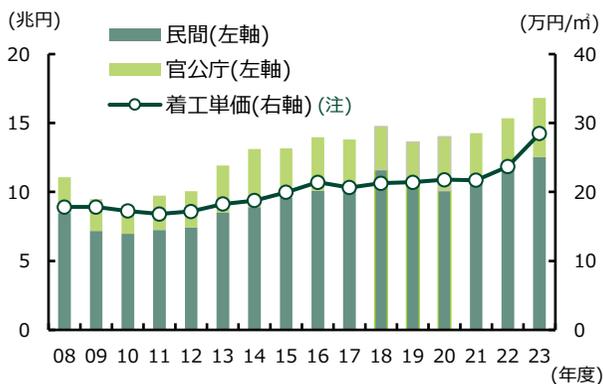
大型工事主体に建設投資意欲は依然旺盛な一方、2024年問題を受けて設備工事業者を中心に労働力不足が深刻化していることから、ゼネコン各社の手持工事は高水準で推移しています。こうしたなか、施工能力を踏まえた受注調整に舵を切る動きが増えており、適正工期の確保や利幅の厚い案件の選別受注を更に強化していくとみられます。

注1：計画から施工、維持管理を3次元モデルに連携させ、関係者間で情報共有することで、事業全体の効率化を図るシステム

注2：正式名称は、「建設業法及び公共工事の入札及び契約の適正化の促進に関する法律の一部を改正する法律案」

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高は資材高等により前年度を上回る水準



注：着工単価は直近3ヶ月分の平均値

出所：国土交通省「建築工事受注動態統計調査報告(大手50社調査)を基に弊行作成

図表2 ゼネコン売上高上位10社

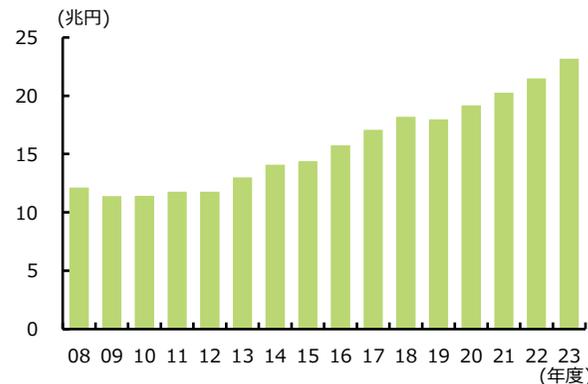
～営業利益は未だ低調な企業が目立つ

企業名	2024年度業績計画		
	売上高 (億円)	営業利益率 (%)	前期比 (%p)
1 鹿島建設	27,800	4.7	-0.4
2 大林組	25,100	3.7	+0.3
3 大成建設	19,900	4.4	+2.9
4 清水建設	18,000	2.3	+3.5
5 竹中工務店	15,625	1.9	-0.9
6 長谷工コーポレーション	11,800	6.9	+0.6
7 インフロニア・ホールディングス	8,399	7.0	+0.6
8 五洋建設	6,550	5.0	+0.2
9 戸田建設	6,000	5.0	+1.6
10 熊谷組	4,622	3.2	+0.4

出所：各社決算短信、プレスリリースを基に弊行作成

図表3 大手50社ゼネコン各社の手持工事高推移

～手持工事は高水準で推移



出所：国土交通省「建築工事受注動態統計調査報告(大手50社調査)を基に弊行作成



# 17. 不動産

## 業界動向

## 今後の見通し

### 国内市場動向(住宅)～住宅着工は減少傾向

2023年度の住宅着工戸数は、持家・分譲ともに建築費の高騰に伴う販売価格の上昇を受けて消費者の購買意欲が低迷しており、いずれも減少トレンドで推移しています。また、賃貸は建築コストの上昇を背景に投資回収期間が長期化しており、開発ハードルが高まっていることから、着工戸数の増加トレンドに歯止めがかかっています。

### 国内市場動向(オフィス)～空室率・賃料ともに改善の兆し

オフィスビル賃貸市場(東京都心5区)では、コロナ禍で在宅勤務が広がるなか、テナントのオフィス需要が減退したことに加え、2023年には大型物件の供給が重なり、賃料を引下げて空室を埋める動きが加速しました。もっとも、2023年度下期以降は、新規供給が一服したほか、コロナ禍の収束に伴う出社回帰の動きも追い風となり、空室率・賃料ともに改善の兆しがみられます。

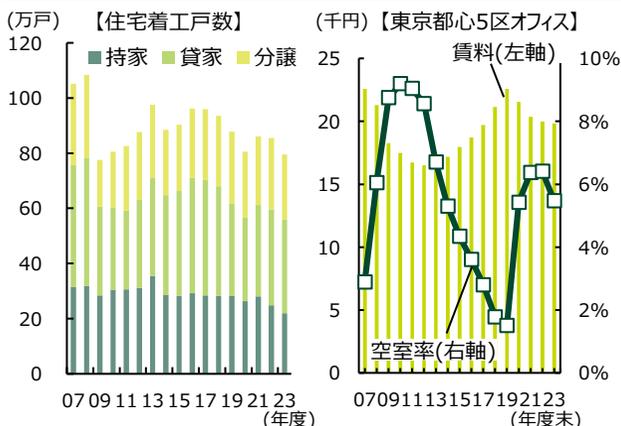
### 物流施設の市況見通し(東京圏)～新築物件はリーシング動向に要注意

国内物流施設のテナント需要はEC拡大等から堅調に推移しているものの、東京圏では新規物件の大量供給で需給バランスが悪化しているほか、建築コストの高騰により募集賃料が上昇していることから、空室率は上昇基調で推移しています。今後も、相応の新規供給が控えていることから、需給緩和の状態はしばらく続くと考えられます。

### 海外事業強化の動き～米国中心に現地企業の買収が活発化

日本国内の住宅・非住宅市場は、生産年齢世代を中心に人口減少が加速することから将来的な縮小は不可避とみられます。こうしたなか、不動産各社では継続的な事業拡大を企図し、海外事業の基盤強化を活発化させています。2024年3月には、住友林業が米国子会社を通じて、フロリダ州で事業を展開する住宅メーカーのBiscayne Homes社から戸建分譲住宅事業を譲受したほか、2024年4月には、積水ハウスが7,000億円超で米国住宅メーカーのM.D.C. Holdings社を買収しました。今後も人口増加に伴い戸建需要の拡大が期待される米国でのM&Aは増加が見込まれるほか、米国以外の地域でも同様の動きが加速していくことも想定されます。

図表1 住宅着工戸数・東京都心5区オフィス募集賃料・空室率推移



出所：国土交通省「住宅着工統計」、三鬼商事「オフィスレポート」を基に弊行作成

図表2 国内総合ディベロッパー・戸建住宅開発の2023年度売上高上位4社

総合ディベロッパー・企業名		売上高	当期利益
1	三井不動産	23,833	2,246
2	三菱地所	15,047	1,684
3	東急不動産ホールディングス	11,030	646
4	住友不動産	9,677	1,772

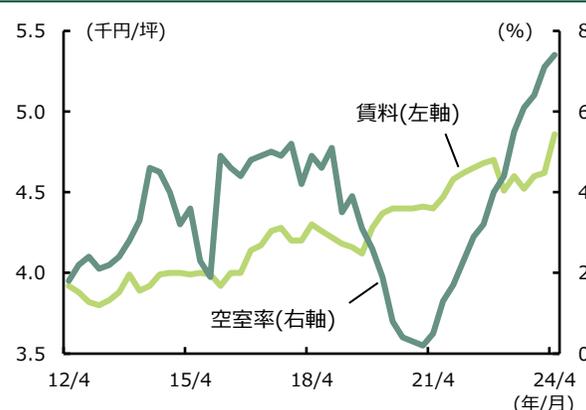
  

戸建住宅開発・企業名		売上高	当期利益
1	大和ハウス工業	52,029	2,988
2	積水ハウス	31,072	2,023
3	住友林業	17,332	1,025
4	飯田グループホールディングス	14,392	349

出所：決算短信を基に弊行作成

図表3 物流施設の募集賃料・空室率推移

～新規供給が重なり空室率は上昇基調



出所：一五不動産「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」を基に弊行作成



# 18. アパレル

## 業界動向

### 国内市場動向～販売チャネルによって回復に差がみられる

2023年度のアパレル関連市場は、新型コロナウイルスの感染収束に伴う回復が一段落したものの、円安や訪日中国人客の回復を背景としてインバウンド需要が急増して、百貨店チャネルの市場が大幅に回復しており、国内全体の市場は緩やかな増加傾向が続いています。

### アパレル企業業績～増収増益を確保した企業が多くみられる

2023年度は、上記の市場回復やコスト増を受けた値引き販売の抑制に加えて、コロナ禍における大規模なリストラ策が奏功して、増収増益となった企業が多く見られます。また、売れ筋の価格帯については、物価高騰に伴う節約志向を捉えた低価格帯ブランドの販売が依然堅調な一方、足元ではインバウンド需要の取り込み等もあって、海外のラグジュアリーブランドを中心に高価格帯ブランドの販売が急増する等、二極化が進んでいる点が特徴となっています。

## 今後の見通し

### 今後の見通し～価格帯による需要の二極化への対応が重要

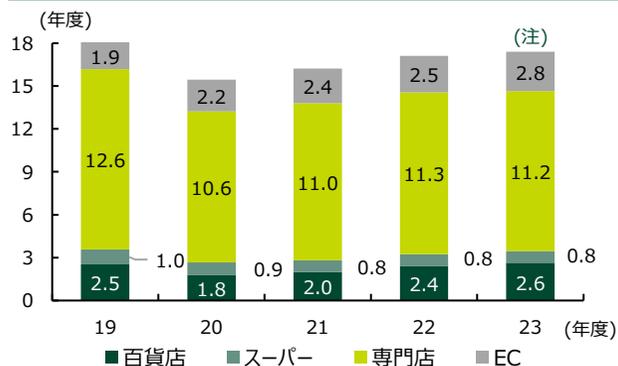
今後も、中国人を中心に訪日外国人客の増加が予想されるため、市場は緩やかに回復していくとみられます。もっとも、物価高を背景とした節約志向の高まり等により、低価格帯ブランドの需要シフトは堅調に推移するとみられる一方、上記のインバウンド需要の拡大により、引き続き高価格帯ブランドの販売が増加する等、価格帯による需要の二極化が進展するとみられ、アパレル各社は、こうした状況を踏まえて、価格帯でメリハリをつけたブランド戦略の推進等が益々重要になると考えられます。

### アパレル生産拠点の脱中国加速～東南アジアへの移転や国内回帰の動き

従来、アパレルの生産は中国に依存していましたが、人件費の上昇や、コロナ禍のロックダウン等でサプライチェーンの安定供給に関するリスク意識が高まったことから、中国以外に生産拠点を移転する動きが加速するとみられます。所得水準が比較的低位な東南アジアに生産拠点を移転する動きがみられる他、為替リスク等を考慮して、国内生産への回帰を打ち出す先も出てきています。

図表1 チャネル別のアパレル関連市場規模の推移

～コロナ禍すぎると力強さに欠ける



注：23年度のEC市場規模は家計消費状況調査を基にした弊社推計値  
出所：経済産業省「商業動態統計」、「電子商取引に関する市場調査」、総務省「家計消費状況調査」を基に弊社作成

図表2 国内売上高上位10社(2023年度実績)

～前期比では増収、利益も確保の傾向

企業名	決算(年/月)	売上高(億円)	前期比(%)	営業利益(億円)
1 ファーストリテイリング	23/8	27,666	+20.2	(注1) 3,811
2 しまむら	24/2	6,351	+3.1	553
3 良品計画	23/8	5,814	+17.2	331
4 エービーシー・マート	24/2	3,442	+18.7	557
5 アダストリア	24/2	2,756	+13.6	180
6 ワールド*	24/3	2,023	-5.6	(注2) 136
7 青山商事	24/3	1,937	+4.4	119
8 パルグループHD	24/2	1,925	+17.1	186
9 ワールドHD	24/2	1,896	+7.7	113
10 コールHD	24/3	1,872	-0.7	▲95

注1：IFRSに付、コア営業利益  
注2：IFRSに付、コア営業利益。尚、決算期変更に伴って11ヶ月の変則決算  
出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 生産拠点移転に関する各社取り組み事例

～生産地集中を解消する動きは鮮明に

企業名	内容
マツオカコーポレーション	▶ ベトナムを中心にASEAN諸国等に積極展開し、2025年度までに中国依存度を29%(⇔2021年度:50%)とする計画
アダストリア	▶ メインの生産地としてきた中国大陸からASEAN諸国等に分散化することで、生産地集中によるリスクの軽減を図る方針

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



# 19. スーパー・ドラッグストア

## 業界動向

**スーパー** ～コロナ禍が収束しても、市場は拡大が続く  
2023年度は、コロナ禍の特需の一部が剥落したものの、食品価格改定を受けた販売価格の引き上げもあって市場の拡大は続いています。損益については、食品価格改定を一定程度販売価格に転嫁してきたうえ、PB商品の販売注力もあって、粗利率を引き上げてきており、人件費や水道光熱費等のコスト負担が増加する中でも高い水準で収益性を維持できている先が多くみられます。

**ドラッグストア** ～コロナ特需を超える伸び率を記録

2023年度は、近年取扱を拡大している食品の値上げの他、インバウンドの増加等に伴う化粧品等の販売回復等により、市場規模は前年度比+8.9%の増加となっており、コロナ禍以前の成長ペースに回帰しています。2024年度も、渡航制限の緩和により中国人観光客数が回復する等、インバウンド需要が更に増加するとみられ、市場の成長は続く見通しです。

## 今後の見通し

**スーパー** ～収益性の低下に留意

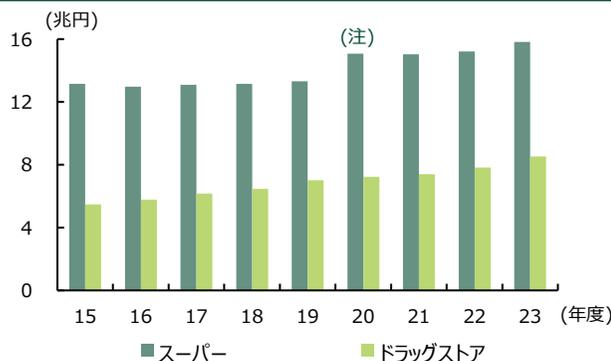
今後は、1人あたりの買上点数が減少傾向にある等、物価高騰に伴う節約志向が顕在化しつつあり、市場は緩やかな縮小に転じるとみられます。こうした中、更なる食品価格の引き上げに対して、従来の様な販売価格への転嫁は困難との声も多いうえ、人手不足を背景とする人件費負担の増大や水道光熱費の高騰等、販売管理費の負担も増していくとみられ、収益性の低下を余儀なくされる可能性が高い点には留意が必要です。

**ドラッグストア** ～業界トップ2が経営統合を発表、再編機運高まる

今後も更なるインバウンド需要の増加に加えて、調剤への注力や食品の商品ラインナップの拡充等により、市場規模は拡大していくとみられます。他方、アクティビストによる株主提案をきっかけとして、2024年2月ウエルシアHDとツルハHDが経営統合を発表する等、業界再編に拍車がかかっており、スケールメリットの拡大を狙った大手事業者同士の連携や、大手事業者による中堅・中小事業者の買収は今後も増加していくものとみられます。

図表1 スーパー・ドラッグストアの市場規模

～スーパー・ドラッグストア共に拡大



注：2020年3月分より調査対象事業者を変更  
出所：経済産業省「商業動態統計」を基に弊行作成

図表2 食品スーパー・ドラッグストア売上高上位4社

(2023年度・国内ランキング)

(億円)			
	食品スーパー企業名	営業収益	営業利益
1	ライフコーポレーション	8,097	241
2	U.S.M.H	7,067	69
3	ヤオコー	6,196	293
4	アークス	(注1) 5,916	168

(億円)			
	ドラッグストア企業名	売上高	営業利益
1	ウエルシアHD	12,173	432
2	ツルハHD (注2)	10,330	472
3	マツキヨココカラ&カンパニー	10,225	757
4	コスモス薬品 (注2)	9,160	302

注1：アークスのみ売上高を記載 注2：2023年度業績予想  
出所：各社IR資料を基に弊行作成

図表3 ドラッグストアの2024年以降の主な買収事例

～同業・食品スーパー・調剤薬局のM&Aが活発

時期 (年/月)	内容
2024/2	ウエルシアHDとツルハHDが経営統合を目指し、業務提携契約を締結
2024/2	サンドラッグが、関西を地盤にドラッグストアを展開するキンシ堂HDを買収
2024/3	クスリのアオキHDが、愛媛県で食品スーパーを展開するママイを買収
2024/4	マツモトキヨシHDが、東京都でドラッグストア・調剤薬局を展開するケイポートを買収
2024/8 (予定)	スギHDが、全国に調剤薬局を展開するI&Hを買収

出所：各社プレスリリースを基に弊行作成



# 20. 外食

## 業界動向

### 国内市場動向～人流活発化と値上げに伴う売上高回復

外食産業の売上高は、新型コロナウイルスの5類引き下げ以降の内需回復や、円安進行に伴うインバウンド需要の伸長、及び各種コスト増を踏まえた値上げ効果により、コロナ禍前の2019年度を上回る水準まで回復しています。但し、客数ベースで見れば、依然2019年度を僅かに下回る水準が継続しており、消費者のライフスタイルの変化やそれを促したコンビニ・スーパー等による中食商品のラインアップ拡充を受けて、一人当たりの外食機会は減少している可能性が指摘されます。

### 業績動向～コスト高騰も、多くの先で黒字確保

2023年度の大手中外食企業の業績については、インフレ影響により各種コストの高騰が継続したものの、商品の付加価値向上を伴う値上げや、歩留まりの改善、及び物流効率化等のコストカット施策を通じて、上位10社は全社が営業黒字を確保しており、2024年度計画においても堅調な業績推移を見込んでいます。

## 今後の見通し

### 短中期見通し～安易な値上げが客離れを引き起こす懸念

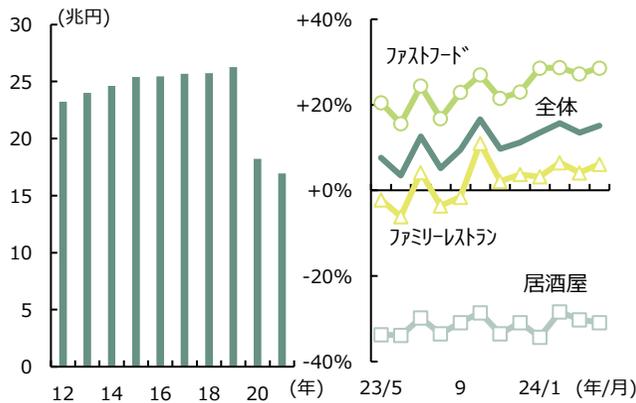
足元の外食需要は堅調に推移している一方、実質賃金のマイナスが継続する中で、消費者の生活防衛意識は高まりつつあり、今後は外食控えや相対的に低価格なスーパーの弁当・惣菜等への需要シフトが生じる懸念があります。一部ブランドでは、質の向上を伴わない安易な値上げにより客離れを引き起こす事例もみられることから、メニュー戦略やサービス面も含めた体験価値創出の巧拙が、各社の優勝劣敗を分ける鍵になります。

### 今後の戦略と方向性～海外市場の開拓、事業領域の多角化

人口減少や中食等の代替市場拡大に伴い、今後、国内外食市場の縮減は避けられない中で、成長機会を求める外食各社にとっては、①海外市場の開拓、②事業領域の多角化、等を企図した成長投資が不可欠となります。足元における各社の海外戦略において、従前進出が遅れていた中東等に自社ブランドを出店する動きや、クロスボーダーM&Aを通じて業容拡大を図る動きがみられます。また、事業領域の多角化として、中食需要の捕捉を企図した自社ブランドの冷凍食品販売や、給食事業といった既存事業の強みを活かせる領域へ進出する事例がみられ、今後の各社の動向に注目が集まります。

図表1 外食売上高の年次推移(左図)

/業態別売上高の2019年同月比(右図)



出所：(左)食の安全・安心財団「外食産業市場規模推移」  
(右)日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」を基に弊社作成

図表2 売上高上位10社(直近決算期実績)

～上位10社は全社が営業黒字を確保

順位	企業名	決算期	売上高 (億円)		営業利益(注) (億円)	
			前期比	前期比	前期比	前期比
1	ゼンショーHD	24/3	9,658	+1,858	537	+320
2	日本マクドナルドHD	23/12	3,820	+297	409	+71
3	すかいらーくHD	23/12	3,548	+511	164	+251
4	FOOD & LIFE COMPANIES	23/9	3,017	+204	151	+21
5	コロワイド	24/3	2,413	+205	87	+89
6	トリドールHD	24/3	2,320	+436	145	+75
7	くら寿司	23/10	2,114	+284	25	+36
8	吉野家HD	24/2	1,875	+194	80	+46
9	サイゼリヤ	23/8	1,832	+390	72	+68
10	クワイート・レストランツHD	24/2	1,458	+275	97	+78

注：IFRS適用先は「売上高・売上原価・販管費」にて算出  
出所：各社有価証券報告書、決算短信を基に弊社作成

図表3 外食各社の成長戦略

～海外市場の開拓や事業領域の多角化に注力

企業名	内容
ゼンショーHD	【海外】23/9月に欧米でテイクアウト寿司チェーンを展開する英/Snow Foxを買収
トリドールHD	【海外】23/7月に欧州でピザチェーン展開する英/Fulham Shoreを買収。28年度までに海外4,000店舗を目指す
コロワイド	【海外】24/4月にドバイにおいて「牛角」1号店を出店。30年までに中東地域55店舗を目指す 【多角化】24/2月に病院向け給食受託事業を営むニクス社を買収
ロイヤルHD	【多角化】家庭向け冷凍食品販売を成長事業と位置付け、冷凍ミール「ロイヤルデリ」の拡販に注力

出所：各社ニュースリリース、決算説明資料を基に弊社作成



# 21. レジャー(旅行・ホテル)

## 業界動向

### 旅行業界～国内旅行の需要は堅調に推移

日本人の海外旅行は、円安等による割高感を背景として、2024年1～3月における日系主要旅行業者の取扱高が2019年同期比-25%に止まっています。一方で、2024/1～3月の国内旅行の消費額は、海外旅行から国内旅行への需要シフト等による旅行者数の回復に加えて、旺盛な需要を受けた宿泊費の上昇もあって、2019年同期比+10%程度と堅調に推移しています。この結果、国内大手の旅行事業の業績は、足元で増収増益となる等、回復に向かっています。

### ホテル業界～インバウンドの恩恵を受けてRevPARは高水準

円安や訪日中国人客数の回復等、インバウンド需要の増加が牽引して、宿泊需要(延べ宿泊者数)はコロナ禍前を上回る水準で推移しています。加えて、客室単価も旺盛な需要を背景に上昇が続いており、この結果、2024/1～3月のRevPARは2019年同期比+16%程度の増加となっています。

## 今後の見通し

### 旅行需要～インバウンド需要が牽引する見通し

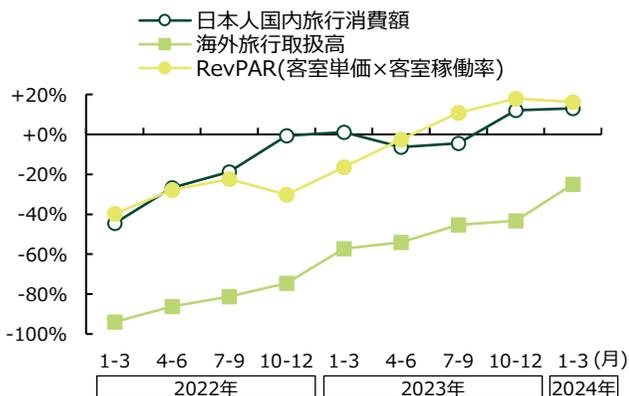
足元の円安傾向を踏まえれば、日本人の海外旅行の急回復は見込みがたい。国内旅行も、節約志向の高まりによる旅行控えも想定され、国内の旅行会社大手の業績回復は一服する可能性が高いとみられます。一方で、インバウンド(訪日旅行者数)については、2023年8月の日本向け団体旅行の解禁以降徐々に増加してきた中国からのインバウンドが引き続き回復していくことで、今後も増加傾向で推移する見通しです。

### ホテルの需給動向～将来的な需給バランス悪化に備えて、体制整備が必要

今後も宿泊需要の増加が見込まれる反面、需要増を見越した宿泊施設の新設が想定され、供給過剰によるRevPARの低下や人材獲得競争の激化による収益性の低下が見込まれる点には留意が必要です。このため、ホテル事業者では、足元の好調な需要環境下においても、DX化やサービス内容の見直しにより必要な人手を減らしつつ、報酬水準の引き上げやフレキシブルな働き方の導入等の積極的な取り組みによって働き手を安定的に確保できる体制を整備する必要があると言えます。

図表1 旅行・ホテル業界関連指標(2019年同期比)

～海外旅行は回復途上、RevPARは高水準



出所：観光庁「旅行・観光消費動向調査」、「主要旅行業者の旅行取扱状況」、「宿泊旅行統計」、総務省統計局「消費者物価指数」を基に弊行作成

図表2 旅行・ホテル事業者ランキング

～旅行取扱高・ホテル軒数順の国内上位5社(注)

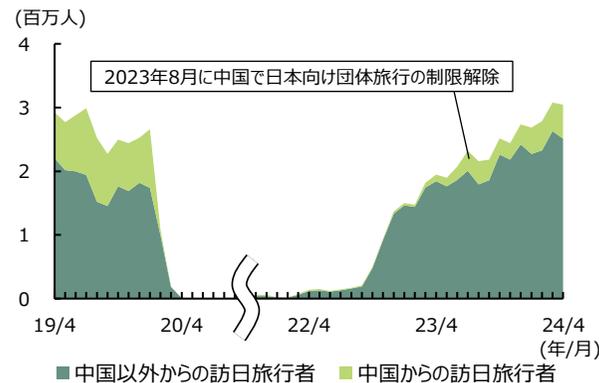
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,887	1 ルートインホテルズ	341	59
2 日本旅行	3,666	2 東横イン	335	71
3 KNT-CTホールディングス	3,239	3 アパホテルズ&リゾート	273	64
4 エイチ・アイ・エス	3,203	4 スーパーホテル	172	20
5 阪急交通社	2,722	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	151	22

注：旅行取扱高は2023年4月～2024年3月、ホテル軒数は2024年1月1日時点の業務提携先を含まない国内ホテルの軒数

出所：観光庁「主要旅行業者の旅行取扱状況」、オータパブリケーションズ「月刊HOTERES」を基に弊行作成

図表3 訪日外国人旅行者数(月次)

～2023年8月以降、中国からのインバウンドが回復



出所：日本政府観光局「訪日外客統計」を基に弊行作成



# 22. 電力

## 業界動向

### 国内市場動向～電力需要は増加の見込み

国内電力需要は、節電・省エネ等の取組みによって減少トレンドで推移してきましたが、足元ではDX(デジタルトランスフォーメーション)の進展に加えて、AI活用に必要なデータセンターや半導体工場の新設を背景に一転し、中長期的に拡大していくとみられています。

### 大手電力会社の業績～2023年度は期ズレ差益で好決算

2023年度の手電力会社10社の業績は、燃料価格下落に伴う期ズレ差益(注1)に加え、電気料金の値上げ、及び、販売価格への転嫁上限の引上げ(注2)により、各社とも大幅増益となりました。2024年度は、一部の電力会社が原子力発電所の再稼働による利益押し上げを計画していますが、期ズレ差益の大幅縮小により減益での着地が見込まれます。

注1：燃料費の変動は、販売単価に転嫁されるまでに通常3～5か月を要する  
注2：燃料価格の変動を電気料金に転嫁する燃料費調整制度では、転嫁上限額が設定されているものの、ウクライナ侵攻等を背景に燃料価格が高騰したことから、経済産業大臣の認可を取得して引上げたもの

## 今後の見通し

### 第7次エネルギー基本計画の策定～脱炭素化と安定供給の両立に注目

経済産業省は、2024年5月より基本政策分科会を定例的に開催し、エネルギー政策の指針である「第7次エネルギー基本計画」の策定に着手、現行計画の改定に向けて、2024年度中をめどに素案を取りまとめる予定です。

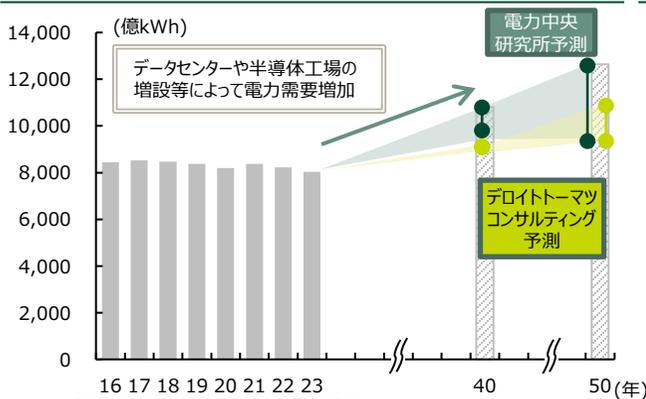
第6次計画(2021年策定)では、GHG削減目標(2030年度に2013年度比△46%削減)との整合を図り、再エネの活用に加えて原発再稼働を進めるとの目標が設定されました。もっとも、原発に対する安全審査や送配電網の整備に相応の時間とコストを要することから、現時点で達成の目途はついていない状況です。

また、ロシアによるウクライナ侵攻等を背景にエネルギー安全保障上のリスクが高まるなか、中長期的には電化の進展に加え、電力需要の拡大が見込まれることから、安定供給の重要性も高まっています。

こうしたなか、第7次計画では、現行計画の期限より10年先となる2040年度を目標年とした、脱炭素化と安定供給の両立を目指すための電源構成が策定されるとみられ、この実現に向けた産業政策とエネルギー政策のそれぞれの動向に注目が集まっています。

図表1 国内電力需要の実績と見通し(注)

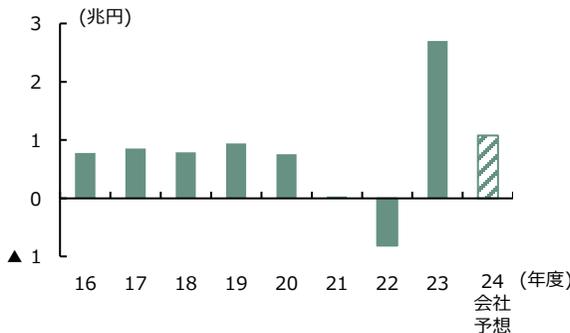
～電力需要は増加の見込み



注：需要端(電力の消費時点)の電力需要データを表示  
出所：電力広域的運営推進機関「将来の電力供給シナリオに関する検討会」資料、「2024年度全国及び供給区域ごとの需要想定」を基に弊行作成

図表2 大手電力会社10社の合算経常利益(注)

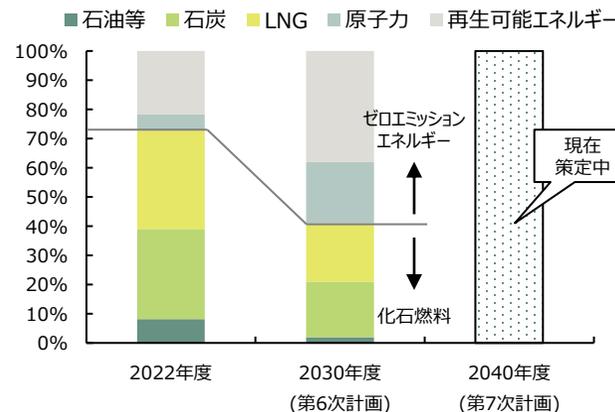
～2023年度は期ズレ差益で好決算



注：大手電力会社10社の連結ベース経常利益を合算。尚、東京電力ホールディングスの24年度予想は非開示につき、不算入  
出所：各社有価証券報告書を基に弊行作成

図表3 日本の電源構成

～第7次計画は脱炭素化と安定供給の両立に注目



出所：経済産業省「第6次エネルギー基本計画」を基に弊行作成



# 23. 情報サービス

## 業界動向

### 国内市場動向～市場は堅調に推移

国内情報サービス産業の需要動向については、DX(注)の実現に向けた企業や政府・自治体による旺盛なIT投資が継続しています。足元ではインボイス制度や改正電子帳簿保存法等、制度改定に伴うシステム更新の需要に一服感がみられますが、依然拡大基調が続いています。

供給面では、システムエンジニア等のIT関連の人材不足が深刻化しており、こうした需給ギャップの拡大に伴い、システムソフトウェア開発単価は上昇傾向にあります。

このような需要拡大と単価上昇を受けて、足元の国内情報サービス市場は、過去最高水準を更新しています。

注：Digital Transformation：データやデジタル技術の活用により、製品・サービス、ビジネスモデル、組織体制・意識決定プロセス等を変革し、競争優位を確立すること

## 今後の見通し

### IT人材不足～人材獲得競争は更に激化

今後はクラウドサービスやAIサービスの普及がドライバーとなり、市場成長は継続する見通しです。

ただし、供給面を支えるIT人材の不足は深刻さを増しており、需要拡大が続く中で、人材の供給ギャップは更に拡大していくことが予想されます。

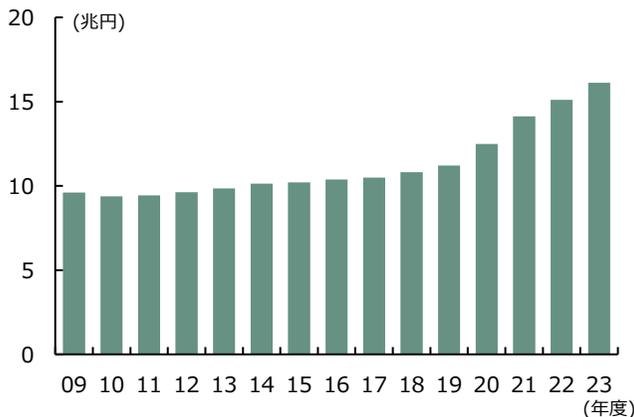
また、人材不足の拡大は、案件単価の上昇につながる一方、人材獲得競争の激化が懸念されます。受託開発事業者の一部では、人件費や採用費、外注費の増加が収益を下押しするケースがみられ、収益環境が厳しくなる懸念があります。

### 米巨大ITの大規模投資計画～日本のクラウド・AI基盤強化を狙う

Microsoft等の米巨大ITが続々と日本への大規模投資を発表し、各社の計画骨子として、クラウド・AI基盤強化に加えて、人材育成に注力し、日本の旺盛なIT需要への対応高度化を図るものとなっています。これらをドライバーに、国内市場の更なる成長や、IT人材不足の解決の一助となることが期待されます。

図表1 国内情報サービス売上高推移

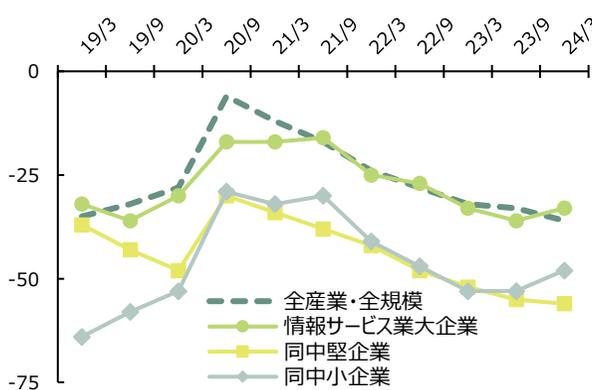
～国内情報サービス市場は堅調に推移



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」を基に弊社作成

図表2 情報サービス業 雇用人員DI

～IT人材の不足が依然深刻な状況



出所：日本銀行「日銀短観」を基に弊社作成

図表3 米大手ITによる日本への投資計画

～国内市場の成長ドライバーとなる見通し

社名	投資規模	概要
Microsoft	29億米ドル (今後2年間)	クラウド・AI基盤強化 300万人を対象にAI関連人材の育成
AWS (Amazon)	2.3兆円 (今後3年間)	クラウドインフラの需要拡大に対応 年間平均3万人以上の雇用を支える
Oracle	80億米ドル (今後10年間)	日本国内におけるクラウド・AIインフラの需要拡大に対応

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成

# 産業天気図

業種	景況感		業種	景況感		業種	景況感		業種	景況感	
	23年度実績	24年度予測		23年度実績	24年度予測		23年度実績	24年度予測		23年度実績	24年度予測
1 鉄鋼			7 電子部品・半導体			13 海運(外航)			19 スーパー・ドラッグストア		
2 オイル・ガス			8 家電			14 空運			20 外食		
3 石油化学			9 機械			15 陸運倉庫			21 レジャー(旅行・ホテル)		
4 紙パルプ			10 自動車			16 建設			22 電力		
5 医薬品			11 造船			17 不動産			23 情報サービス		
6 食品			12 通信			18 アパレル			<b>凡例</b>  不況 ← → 好況		