

グローバル経済と主要産業の動向

2024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（2024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（2023年4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

世界経済は年後半に回復見通し

◆国・地域別の景気にばらつき

世界経済は緩やかに減速。AI需要の拡大などを受けて、デジタル関連財の生産が持ち直していることから、世界貿易や生産は持ち直し。もっとも、観光関連を中心にサービス分野のリバウンド需要が一巡しつつあり、景気を押し下げ。

国・地域別にみると、米国景気は、消費を中心に引き続き堅調ながら、高成長となった昨年後半からは成長率は鈍化。欧州でも外需の弱さが響き、景気は減速。中国では、春節消費は比較的好調となったものの、不動産市場の調整が重石となり、景気は弱め。日本でも物価上昇や自動車の減産などを背景に消費が低調であり、景気は足踏み。一方、中国や日本以外のアジア諸国では、半導体関連の輸出持ち直しなどが景気を下支え。

先行きの世界経済は年後半から回復に転じると予想。米国や欧州では、インフレ圧力の緩和や利下げへの転換などから景気は上向き見通し。日本では、賃金の上昇や株価の上昇を背景に内需が回復する見通し。

◆米国の利下げの遅れに注意

米国では、インフレ率が市場予想よりも強め。財価格の増勢が鈍化する一方、家賃やサービス価格の伸び率が根強く。利下げへの転換が遅れ、株価や不動産価格の下落などに繋がるリスクには要注意。

世界の実質GDP成長率見通し

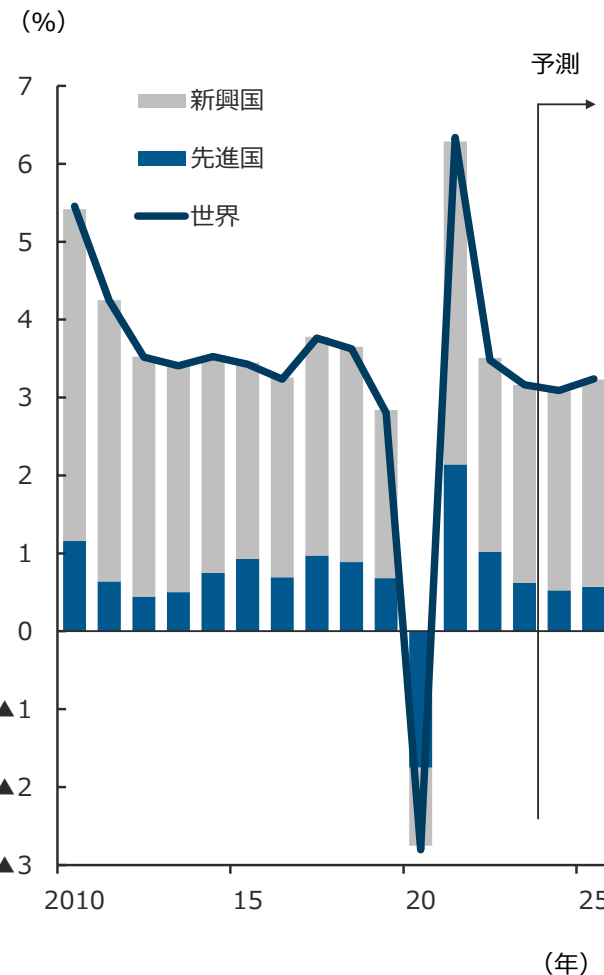
(暦年、%)

	2023年 (見込み)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
世界計	3.2	3.1	3.2
先進国	1.6	1.4	1.6
アメリカ	2.5	2.4	1.7
ユーロ圏	0.5	0.5	1.3
イギリス	0.1	▲0.1	0.7
日本	1.9	0.5	1.1
新興国	4.1	4.1	4.2
BRICs	5.4	4.5	4.6
中国	5.2	4.4	4.4
インド	7.6	7.3	7.0
ロシア	2.2	1.1	1.0
ブラジル	3.1	1.5	1.9
NIEs	1.5	2.1	2.4
韓国	1.4	2.0	2.3
台湾	1.4	2.2	2.4
香港	3.2	2.7	2.7
ASEAN5	4.5	4.8	5.1
インドネシア	5.0	4.8	5.2
タイ	1.9	2.8	2.6
マレーシア	3.7	4.4	4.6
フィリピン	5.6	5.6	6.1
ベトナム	5.2	6.7	6.8

(資料) IMF、各国統計を基に日本総研作成

(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）。

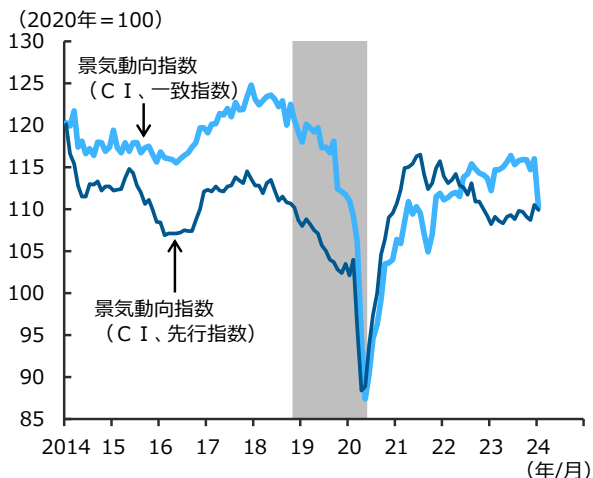
世界の実質GDP成長率の寄与度



(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

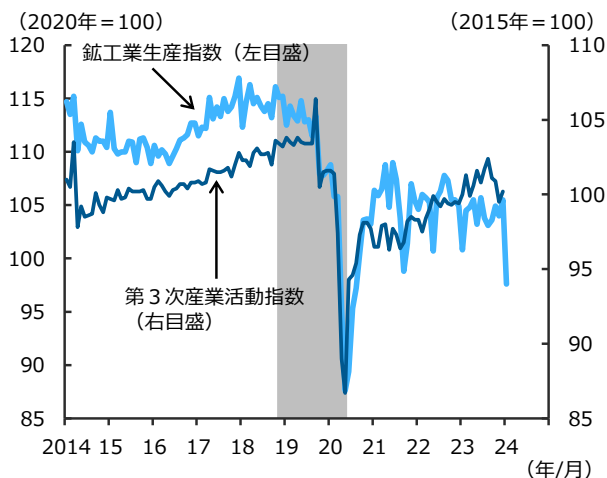
概況：景気回復が足踏み

景気 景気動向指数は、一致指数が足踏み
先行指数は横ばい圏



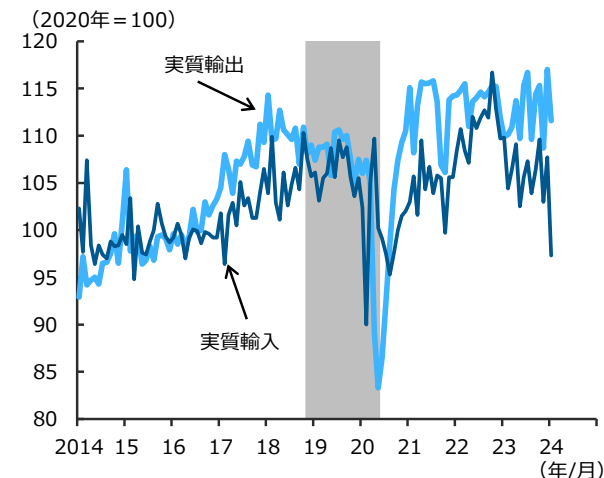
(資料) 内閣府

企業 鉱工業生産は大半の業種で減少
サービス業の経済活動は昨秋から低調



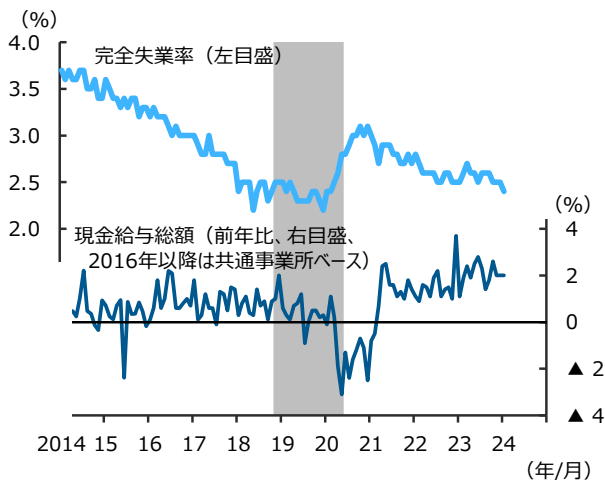
(資料) 経済産業省

外需 輸出は振れを伴いながら横ばい圏
輸入はエネルギー関連を中心に大幅減少



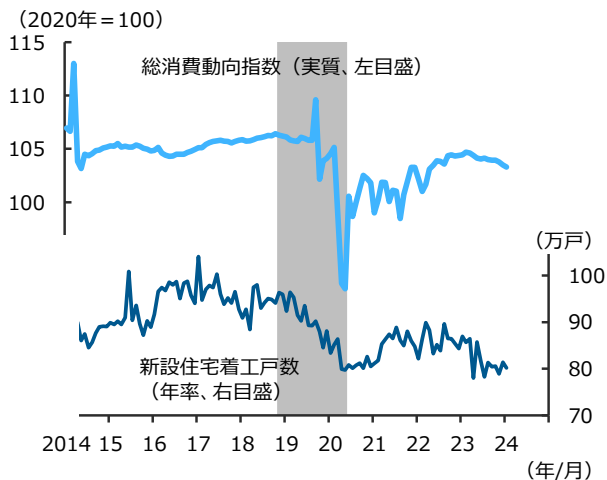
(資料) 日本銀行

雇用所得 失業率は2%台半ばへ低下
名目賃金の伸びは2%近傍で推移



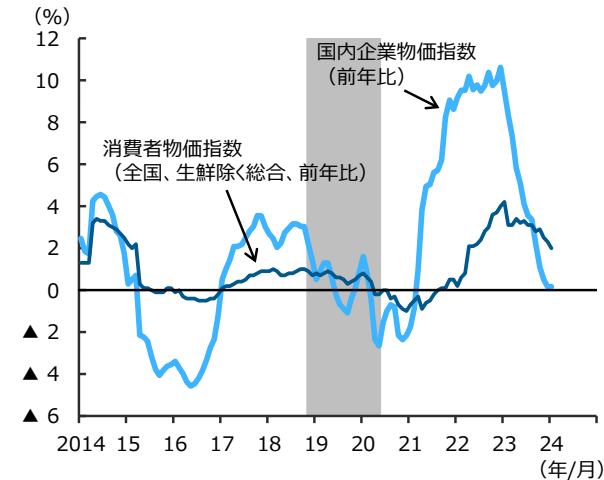
(資料) 総務省、厚生労働省

家計 消費は足元で弱めの動き
住宅着工は低調



(資料) 総務省、国土交通省

物価 企業物価の伸びは前年比ゼロ%台へ急低下
消費者物価の伸びも緩やかに低下



(資料) 総務省、日本銀行

2023年10～12月期のGDPはプラス成長に上方修正

◆設備投資が大幅に上方修正

2023年10～12月期の2次QEでは、実質GDP成長率が前期比年率+0.4%（前期比+0.1%）と、1次QEの▲0.4%（▲0.1%）から上方改定。需要項目別では、設備投資が大幅に上方修正。プラス成長となったものの、個人消費を中心に内需は3四半期連続の減少となっており、景気の回復に足踏みがみられたという評価は不変。

◆製造業の活動は一時的に停滞

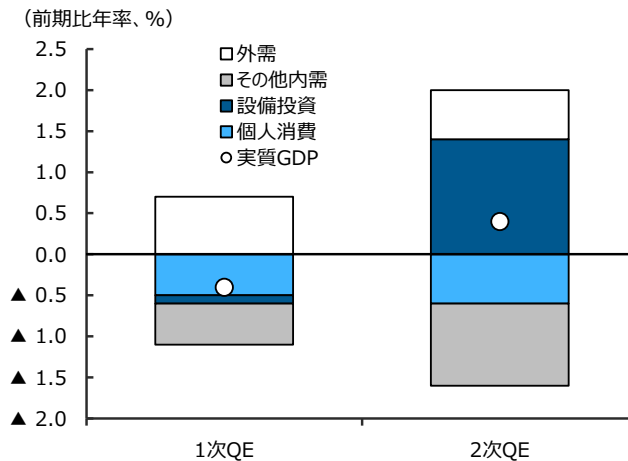
1月の鉱工業生産指数は前月比▲7.5%と、2ヵ月ぶりの低下。業種別にみると、自動車工業を中心に幅広い業種で減産。一部メーカーの不正を受けた自動車の出荷停止などが背景。

先行きの生産計画によると、2月は同+4.8%、3月は同+2.0%の増産見込み。不正が判明した自動車メーカーでは、生産・出荷を再開する車種は限られていることから、生産活動の本格的な回復には時間を要する見込み。

◆景況感は改善

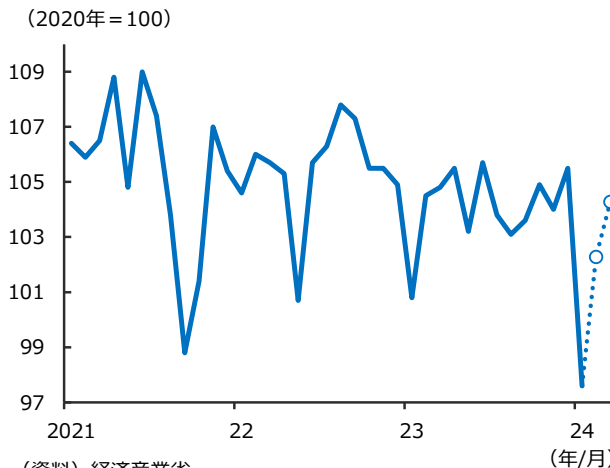
2月の景気ウォッチャー調査の現状判断DIは前月差+1.1ポイントと、2ヵ月ぶりの上昇。内訳をみると、雇用は低下したものの、家計動向と企業動向が上昇。地域別にみると、能登半島地震の影響で前月に大幅に低下した北陸地方は同+9.2ポイント上昇し、震災前の水準を回復。

2023年10～12月期の実質GDP成長率



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

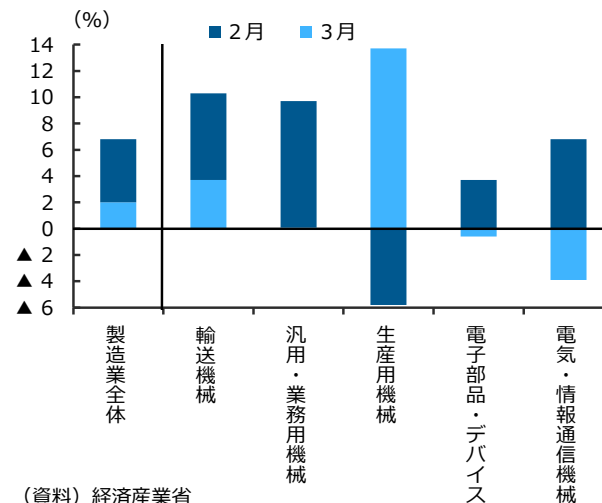
鉱工業生産指数 (季調値)



(資料) 経済産業省

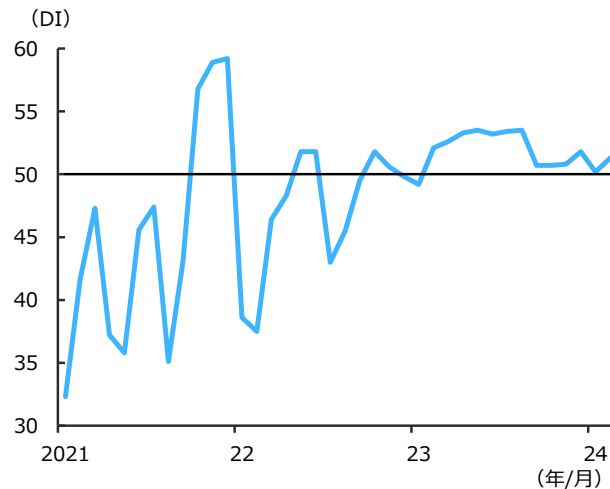
(注) 点線は、製造工業生産予測指数(2、3月)を基に先延ばし。

業種別の生産計画 (前月比)



(資料) 経済産業省

景気の現状判断DI



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

高水準の企業収益に支えられ、設備投資は増加

◆ 企業収益は総じて高水準を維持

法人企業統計によると、2023年10～12月期の売上高は前期比+0.9%と、11四半期連続の増収。供給制約の解消を受けて生産・輸出が増加した輸送機械業などがけん引役に。一方、経常利益は同▲2.6%と、2四半期連続の減益。人件費の増加などが収益を圧迫。

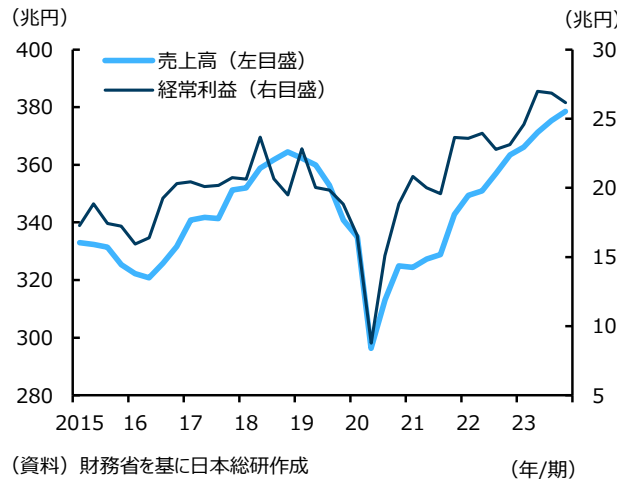
1～3月期の企業業績は自動車の減産などが響き、一時的に下振れる公算。その後は、内外需の回復が売上を押し上げることで、企業業績は拡大傾向に復する見通し。

◆ 設備投資は大幅増加

法人企業統計によると、2023年10～12月期の設備投資は前期比+10.4%と大幅に増加。形態別では、企業の人手不足を受けた省力化ニーズの高まりなどからソフトウェア投資が好調。外需の持ち直しを背景に生産能力増強に向けた機械投資なども増加。

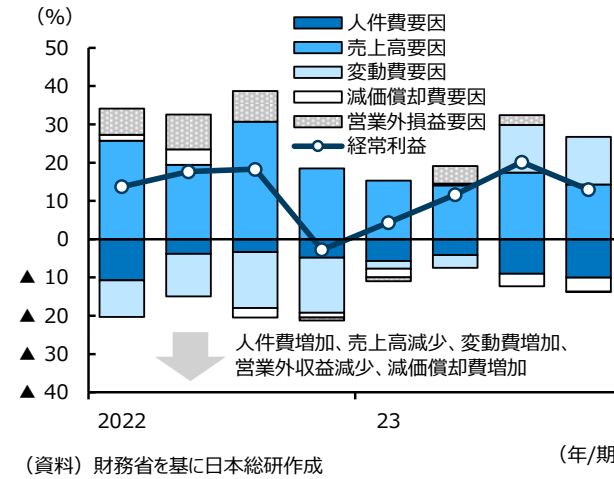
先行きの設備投資も増加基調が続く見通し。期待成長率の高まりなどを背景に、企業の設備投資意欲は中長期的にも旺盛。2023年度の企業行動に関するアンケート調査によれば、企業の今後3年間の設備投資の伸び率見通し（年度平均）は全産業で+6.8%と、1990年度以来の高い伸び。とりわけ、半導体関連を含む精密機械の分野などで高い伸びが見込まれており、今後の設備投資のけん引役に。

法人企業の売上高と経常利益（季調値）



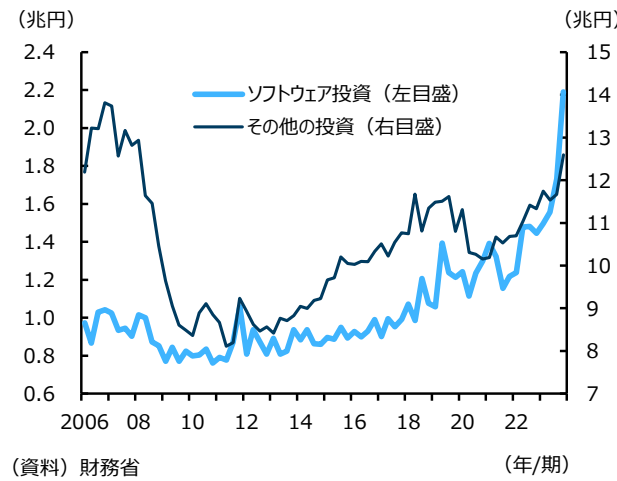
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

経常利益の変化の要因分解（前年比）



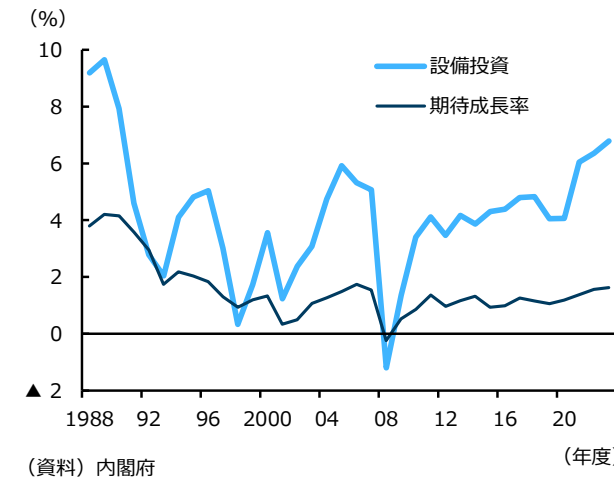
(資料) 財務省を基に日本総研作成
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

法人企業の設備投資額（季調値）



(資料) 財務省
(注) 全規模・全産業（除く金融業、保険業）。

期待成長率と設備投資見通し（今後3年間）



(資料) 内閣府
(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

◆労働組合からは昨年を上回る賃上げ要求

1月の一般労働者の所定内給与は前年比+1.6%と、緩やかな伸びが継続。パートタイム労働者は時給ベースで同+3.7%と、高い伸びを維持。もっとも、雇用者平均の賃金の伸びは、消費者物価に追いつかず、実質賃金は同▲0.6%と22ヵ月連続のマイナス。

先行き、賃金の上昇幅は拡大する見込み。好調な企業収益や物価上昇、人手不足感の強まりを背景に、2024年の春闘で妥結される賃上げ率（定期昇給を含む）は、昨年を上回る4.2%程度になると予想。連合の集計によると、労働組合からの賃上げ要求は5.85%と昨年より強まっているほか、大企業を中心に組合からの要求に満額回答する企業が相次ぐ状況。

◆足元では耐久財消費が大幅に減少

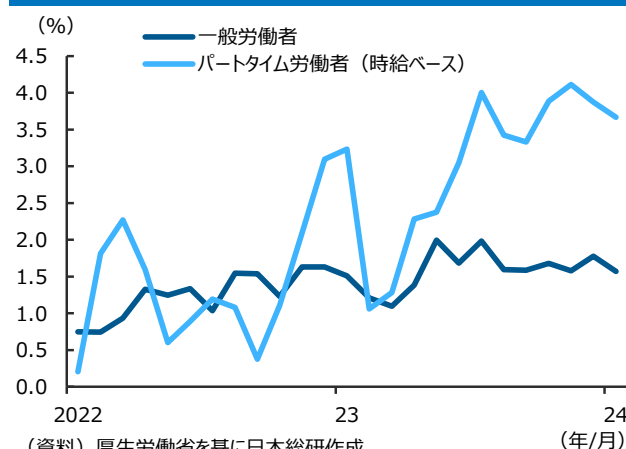
1月の消費活動指数は前月比+0.3%と、2ヵ月ぶりに増加したものの、依然として弱い動き。外食などのサービス消費が持ち直したものの、一部自動車メーカーの出荷停止を背景に耐久財消費が大幅減。

当面、自動車メーカーの出荷停止の影響が個人消費の重石となる可能性。その後は、所得環境の改善や株高による資産効果などに支えられ、個人消費は回復に向かう見通し。

◆消費者マインドは改善

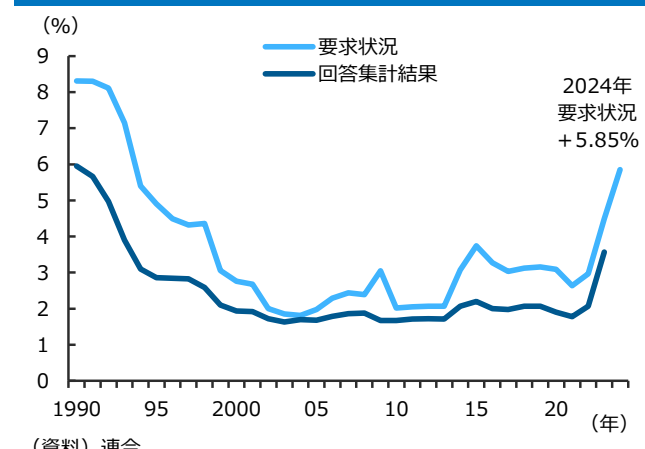
2月の消費者態度指数は前月差+1.1ポイントと、5ヵ月連続の上昇。内訳をみると、物価上昇の落ち着きや賃上げへの期待を背景に、暮らし向きや収入の増え方などの指標が上昇。

所定内給与（前年比）



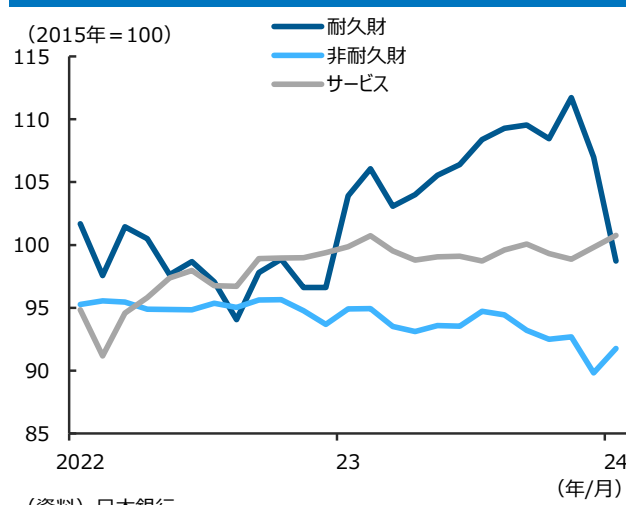
(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成
(注) 調査対象企業の入れ替えにより生じたデータの断層を調整。なお、2024年1月分については未調整。

春闘賃上げ率（平均賃金方式）



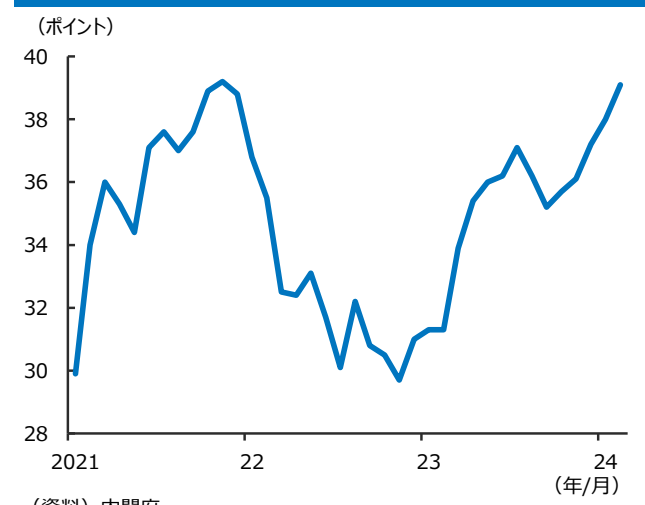
(資料) 連合
(注) 要求状況は、1998年以前は最終回答集計時点（6月）の値、1999年以降は2月末時点の値。

消費活動指数（季調値）



(資料) 日本銀行

消費者態度指数（季調値）



(資料) 内閣府

民間サービスに広がる賃金上昇を受けた値上げの動き

◆輸入インフレ圧力は緩和

1月のコアCPIは前年比+2.0%と、前月から伸びが縮小。前年に電気・ガス代が大幅に上昇した影響で、エネルギー価格の下落幅が拡大。さらに、輸入インフレ圧力の緩和などを背景に、その他の財品目の伸びが鈍化。一方、サービス品目は高い伸びが持続。公共サービスでは価格が据え置かれる品目が多数を占めるものの、民間サービスでは前年比+2~3%程度で上昇する品目が増加。交通や教育関連分野の民間サービスなどで賃金上昇を価格に転嫁する動きが拡大。

当面、コアCPIは2%を上回る伸びが続く見通し。原材料高を理由とする値上げの動きが落ち着く一方、賃金上昇に起因する値上げ圧力が強まる見通し。さらに、政府による物価高対策の縮小・終了などがエネルギー価格を押し上げる見込み。

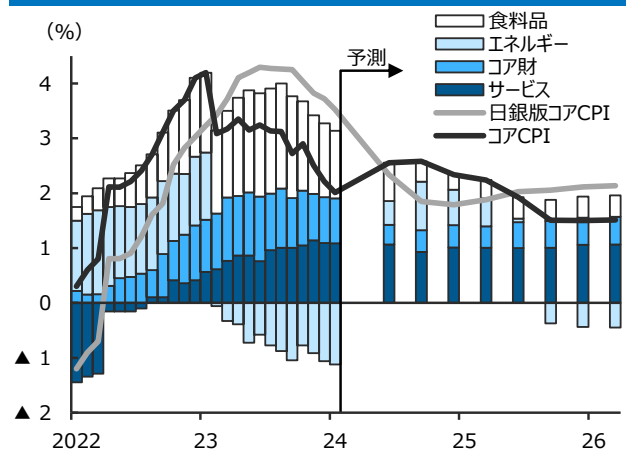
◆長期金利は緩やかに上昇へ

日銀は、1月の金融政策決定会合で、現行の緩和的な金融政策の維持を決定。

2月の長期金利は、日米の金融政策を巡る思惑が交錯するなか、横ばい圏での推移。

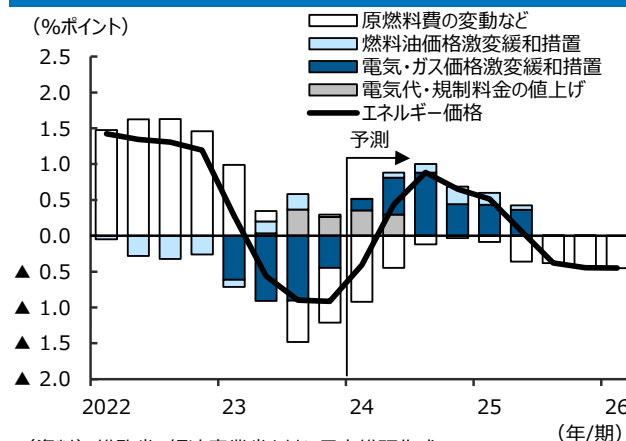
先行き、日銀は春闘で賃上げの持続性を確認した後、物価目標達成の確度が高まったと判断し、マイナス金利を解除する見通し。日銀による政策変更や国内景気の回復持続が意識されることで、長期金利は緩やかな上昇傾向をたどる見通し。

消費者物価指数（前年比）



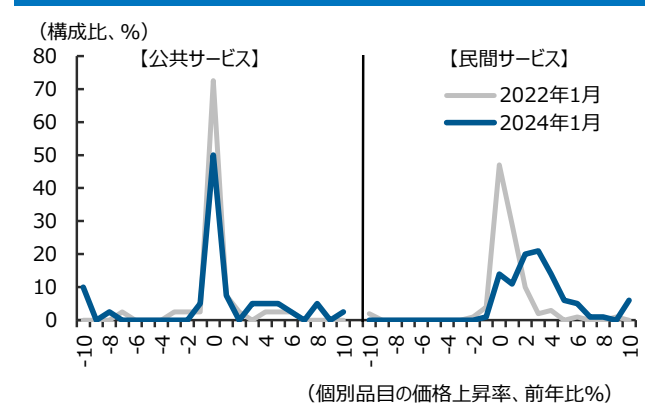
(資料) 総務省を基に日本総研作成
(注) 予測期間は四半期の値。

エネルギー価格によるコアCPIへの前年比寄与度



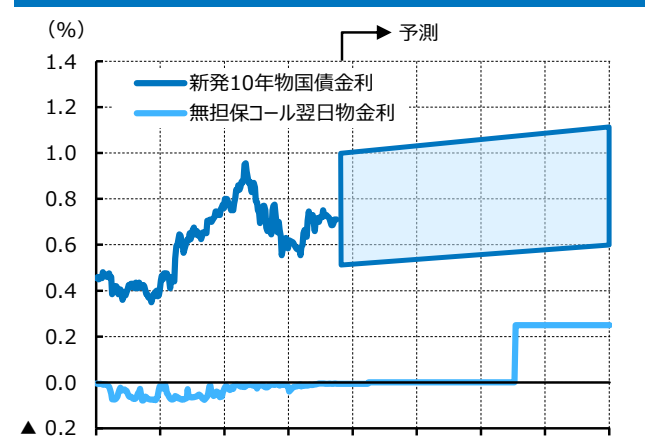
(資料) 総務省、経済産業省を基に日本総研作成
(注) 燃料油価格激変緩和措置は4月に終了、電気・ガス価格激変緩和措置は5月に値引き額半減、6月に終了と想定。

消費者物価上昇率の頻度分布



(資料) 総務省を基に日本総研作成
(注) ヒストグラムの幅は1%ポイント(中心の0%の範囲は前年比▲0.5~+0.5%)。ヒストグラムの左端は同▲9.5%未満、右端は同+9.5%以上の品目の割合。

わが国主要金利の見通し



(資料) NEEDS-FinancialQUEST

トピックス①：金利上昇で注意を要する不動産市況の変調

◆不動産市場は活況

わが国の不動産価格は上昇。商業用不動産価格は全国平均で上昇しており、なかでも東京都を含む南関東圏ではオフィス価格が2010年の2倍超に。この背景として、長年の低金利政策で国内外の投資資金が流入してきた点。足元でも東京のオフィス投資で得られる収益率は国際的にみても高く、海外投資家の投資意欲も旺盛。

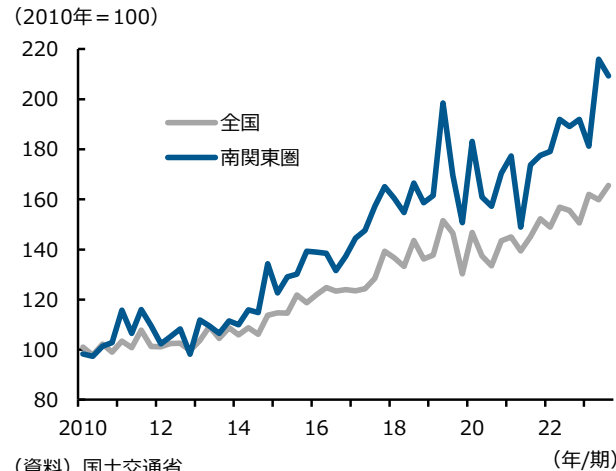
こうした不動産市場の活況を背景に、不動産業はオフィスや店舗などを中心に設備投資を積極化。不動産業の設備投資は、GDP比で1980年代後半のバブル期に次ぐ高水準に。

◆金利上昇が今後の懸念材料に

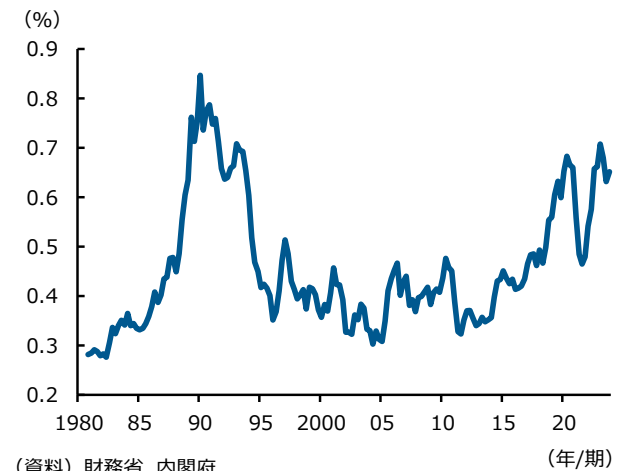
もっとも、今後は金利上昇が懸念材料に。オフィス市場では、在宅勤務の定着などを受けて需要の回復力が鈍く、コロナ禍以後、空室率が高止まり。実需が弱含むなか、金利上昇が借入コストの増加を通じて需要を一段と下押しすることで、設備投資の減少や不動産価格の下落を招く可能性。

不動産価格の下落は、関連企業の収益減少や担保価値の下落を通じて、金融機関経営に悪影響を及ぼす恐れあり。金融機関では、貸出総額に占める不動産業向けの割合が上昇傾向にあり、とくに信用金庫などの業態でこの傾向が顕著。市況悪化で金融機関の融資姿勢が厳格化し、中小企業などが資金調達に支障を来たすリスクも。

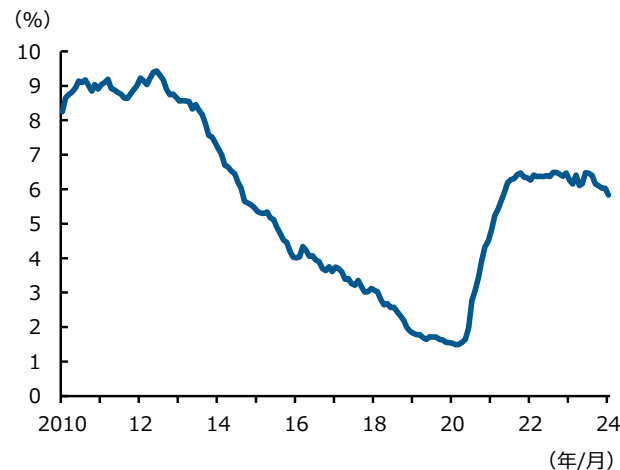
商業用不動産価格（オフィス）



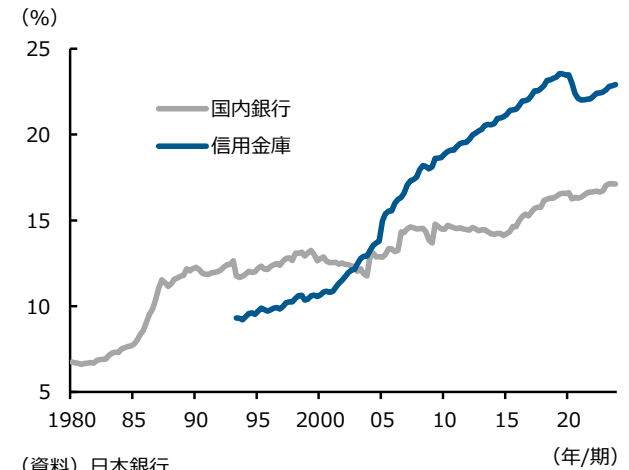
不動産業の設備投資（GDP比）



東京のオフィス空室率



貸出に占める不動産業向けの割合



トピックス②：幅広い世帯で期待される資産効果

◆日経平均株価は最高値を更新

日経平均株価は、2月下旬にバブル期以来となる史上最高値を更新。その後も高値圏での推移が続いており、一時は40,000円台に上昇。

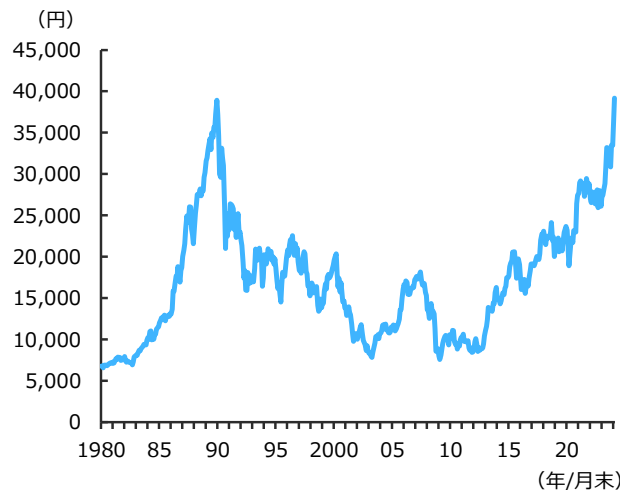
株高が、家計の保有する金融資産価値を上昇させ、資産収入の増加やマインドの改善などを通じて個人消費を押し上げる可能性（資産効果）。仮に、日経平均株価が今後も現行水準で推移した場合、個人消費は前年比で+0.8%増加すると試算。

◆幅広い世帯の消費を押し上げる可能性

資産効果は家計の属性によって大きく異なる傾向。株式などの資産価値が100円上昇した場合、高齢世帯（世帯主の年齢が60歳以上）では消費は6.0円増加するのに対し、若・中齢世帯（同59歳以下）では0.8円と限定的。これは、長らく家計における株式・株式投資信託の保有が高齢世帯に偏っており、若・中齢世帯の保有が少なかったことが要因。

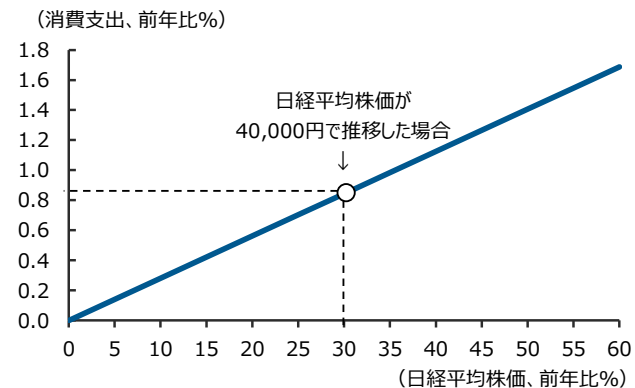
もっとも、こうした傾向は最近変化している可能性。新NISA制度の開始などを背景に、高齢層だけでなく、若・中齢層でも株式や投資信託の保有額が増加。そのため、株高が続けば資産効果が幅広い世代で高まる可能性あり。

日経平均株価



(資料) NEEDS-FinancialQUEST

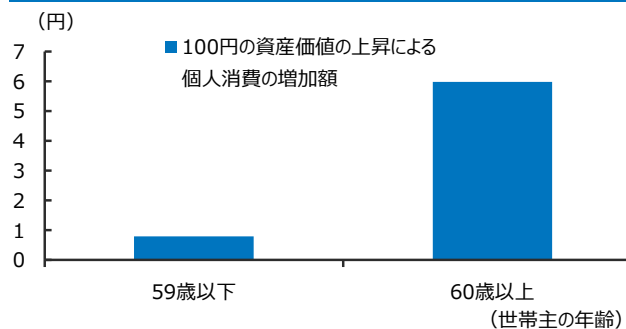
株高による個人消費押し上げ効果（2024年）



(資料) 総務省などを基に日本総研作成

(注) 左下図注釈で試算した消費の株式・株式投資信託に対する弾性値を基に算出。家計が保有する株式・株式投資信託が日経平均株価と連動すると想定。

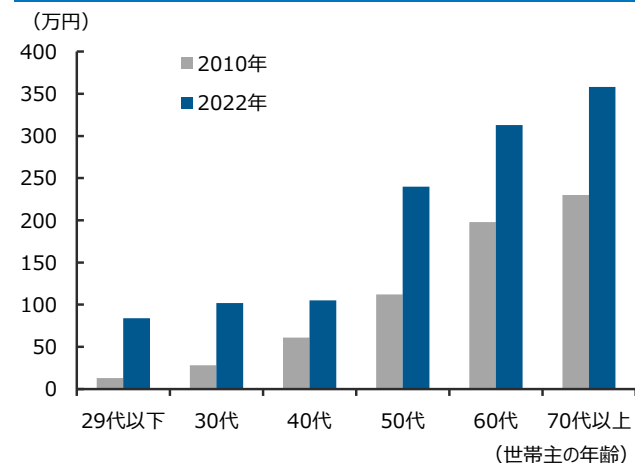
世帯タイプ別の資産効果



(資料) 総務省を基に日本総研作成

(注) 消費の株式・株式投資信託に対する弾性値に消費と株式・株式投資信託の比率を乗じることで算出。消費の株式・株式投資信託に対する弾性値は次の推計式により算出。消費支出 = a × 年間収入 + b × 株式・株式投資信託 + c × 株式・株式投資信託 × 60歳以上ダミー。世帯主の年齢階級データ（6区分）によるパネルデータ。期間は2010～22年。固定効果モデル、時点ダミーあり。

株式・株式投資信託の保有額



(資料) 総務省を基に日本総研作成

(注) 二人以上の世帯。

内需主導で緩やかに回復

わが国主要経済指標の予測値（2024年3月11日時点）

◆ 好調な企業収益が起点に

先行きを展望すると、1～3月期の景気は一時的に足踏み感が強まる見込み。一部自動車メーカーの出荷停止の影響などにより、個人消費や財輸出が弱含む可能性。

4～6月期以降は、内需主導で緩やかに回復する見通し。好調な企業収益が物価高を上回る賃上げや将来を見据えた設備投資の拡大などの前向きな動きにつながると予想。

雇用・所得環境の改善や株高による資産効果などを背景に、個人消費は緩やかに回復する見通し。今年の春闘賃上げ率は昨年を上回ると予想。春闘の影響を受けにくい非正規雇用者についても、人手不足の深刻化や最低賃金の引き上げを背景に賃金が上昇する見込み。

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。人手不足の深刻化を背景に省力化などに向けたデジタル投資が活発化するほか、生産拠点の国内回帰も進展する見込み。

◆ 2024年度の成長率は+0.7%

2023年度の実質成長率は+1.4%、2024年度は+0.7%、2025年度は+1.1%を予想。2023年度後半の景気が弱かった影響で2024年度はゼロ%台の成長にとどまるものの、2025年度は1%台の成長率へ復帰する見通し。

	2023年	2024年				2025年				2026年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	10～12 (実績)	1～3 (予測)	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	2023年度	2024年度	2025年度
実質GDP	0.4	0.4	1.7	1.0	1.1	1.0	1.1	1.1	1.0	1.1	1.4	0.7	1.1
個人消費	▲1.0	▲0.2	2.1	0.8	1.1	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8	▲0.4	0.6	0.9
住宅投資	▲3.9	0.0	▲0.1	▲0.1	▲0.1	▲0.2	▲0.2	▲0.3	▲0.3	▲0.3	1.4	▲0.7	▲0.2
設備投資	8.4	▲0.3	2.2	2.0	2.0	1.8	2.0	2.1	2.2	2.0	0.8	2.2	2.0
在庫投資 (寄与度)	(▲0.5)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.0)
政府消費	▲0.7	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.2	0.2	▲0.3	0.0	0.5	0.0	0.1
公共投資	▲3.0	1.2	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8	0.4	0.4	0.4	2.7	0.3	0.7
純輸出 (寄与度)	(0.8)	(0.4)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(1.6)	(0.2)	(0.2)
輸出	10.7	▲0.0	1.8	1.7	2.2	2.7	2.9	3.1	3.4	3.5	4.4	2.7	2.9
輸入	6.9	▲1.9	1.3	1.4	1.6	1.8	1.9	1.9	2.1	2.0	▲2.6	1.6	1.8
名目GDP	5.1	4.4	2.5	3.5	3.5	3.0	2.6	2.6	2.5	2.6	5.6	3.1	2.6
GDPデフレーター	3.9	3.7	2.6	2.6	2.5	1.7	1.6	1.5	1.4	1.5	4.1	2.4	1.5
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.5	2.4	2.6	2.6	2.3	2.2	1.9	1.5	1.5	1.5	2.8	2.4	1.6
(除く生鮮、エネルギー)	3.9	3.2	2.3	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.1	2.1	3.9	2.0	2.1
鉱工業生産	▲0.4	▲3.2	0.2	1.9	1.3	7.7	2.6	2.4	2.6	2.7	▲1.6	2.7	2.6
完全失業率 (%)	2.5	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.2	2.2	2.5	2.3	2.2
経常収支 (兆円)	5.3	7.9	7.7	10.3	7.6	8.4	8.5	11.3	8.7	9.5	26.2	34.1	38.0
対名目GDP比 (%)	4.3	5.3	5.2	6.9	4.8	5.4	5.5	7.3	5.3	6.0	4.4	5.5	6.0
円ドル相場 (円/ドル)	148	148	145	143	140	138	136	134	132	130	145	142	133
原油輸入価格 (ドル/バレル)	93	83	84	85	84	82	79	77	76	74	85	83	77

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年
米国	2.5	2.4	1.8
ユーロ圏	0.5	0.5	1.3
中国	5.2	4.4	4.4

過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)		
	2023年度 (予測)	2024年度	2025年度
12月号	1.6	1.2	1.0
1月号	1.6	1.2	1.0
2月号	1.3	0.7	1.1

概況：個人消費は底堅く推移

◆雇用・所得環境は良好

米国の雇用情勢は良好。2月の非農業部門雇用者数は前月差+27.5万人と、過去平均を上回る高めの伸び。内訳をみると、ヘルスケアや飲食などの対面型サービス業や政府部門が全体を押し上げ。同月の失業率も3.9%と低位で推移。

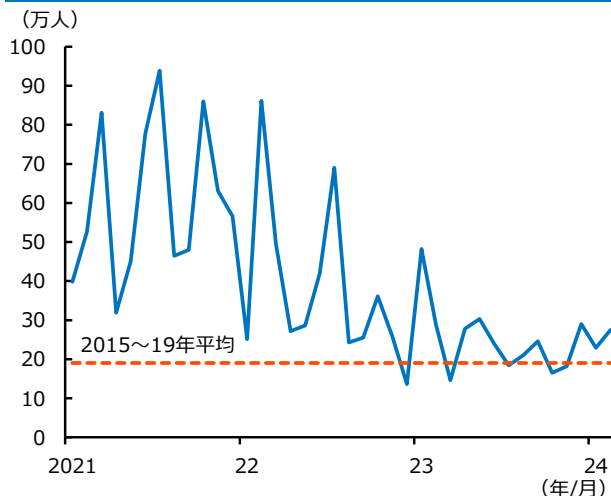
所得環境も改善。2月の実質賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+1.1%と、プラス圏の推移が持続。労働需給の緩和を受けて名目賃金上昇率が鈍化する一方、それを上回るペースでインフレ率が低下していることが背景。

◆個人消費は底堅く推移

1月の実質個人消費は前月比▲0.1%と、小幅に減少。内訳をみると、住居・公益やヘルスケアなどのサービス消費は増加した一方、自動車を中心に財消費が減少。

先行きの個人消費は、良好な雇用・所得環境が下支えし、増勢を維持する見通し。もっとも、信用環境の引き締めりが消費の下押し圧力に。ニューヨーク連銀の2月調査では、家計全体の5割が前年よりも信用状況がタイト化したと回答。加えて、延滞率の上昇も家計の与信へのアクセスを難化させる公算。クレジットカードローンの延滞率はコロナショック直後の水準まで上昇。足元で延滞に転じた債務の割合を示す延滞移行率をみると、クレジットカードや自動車ローンがコロナ前の水準を上回っており、こうしたローンの延滞率は今後も上昇する見込み。

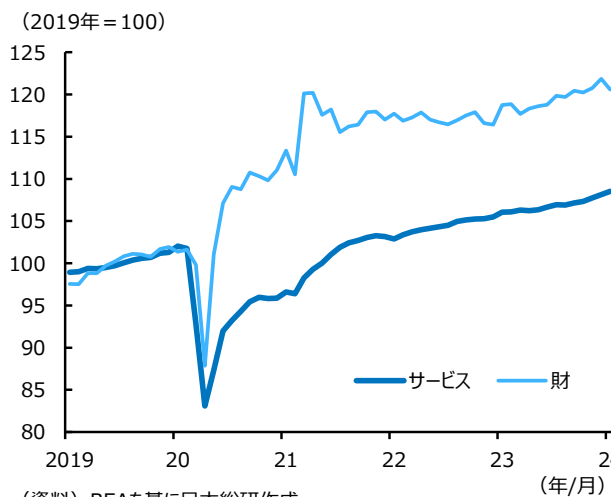
非農業部門雇用者数（前月差）



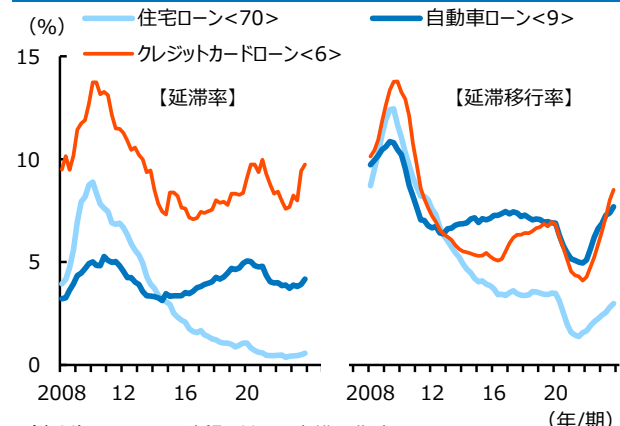
実質賃金（平均時給ベース、前年比）



実質個人消費



家計債務の延滞率（ローン種別）



(注) 延滞率は、90日以上延滞のローンが全体に占める割合。延滞移行率は前期に非延滞であったローンのうち、今期に新たに30日以上延滞となったローンが占める割合。<>内は、各ローンが家計債務全体に占める割合。

概況：製造業を中心に企業部門は低迷

◆非製造業は底堅い一方、製造業は不振

2024年2月のISM非製造業景況感指数は52.6と、良し悪しの分かれ目となる50を上回る水準。雇用は縮小した一方、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、建設、小売などの14業種の業況が改善。

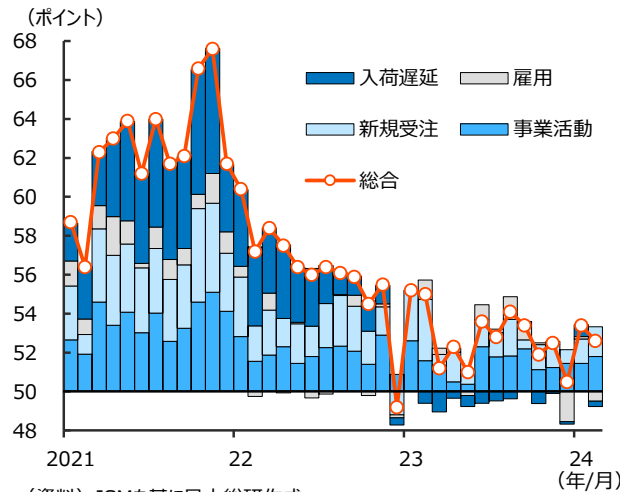
非製造業とは対照的に、製造業は調整局面が長期化。2月のISM製造業景況感指数は47.8と、16ヵ月連続で50を下回る水準。金融引き締めを受けた財需要の低迷を反映し、新規受注が減少したほか、生産や雇用も縮小。業種別にみると、全18業種のうち、家具、産業機械などの7業種の業況が悪化。

◆設備投資は低迷へ

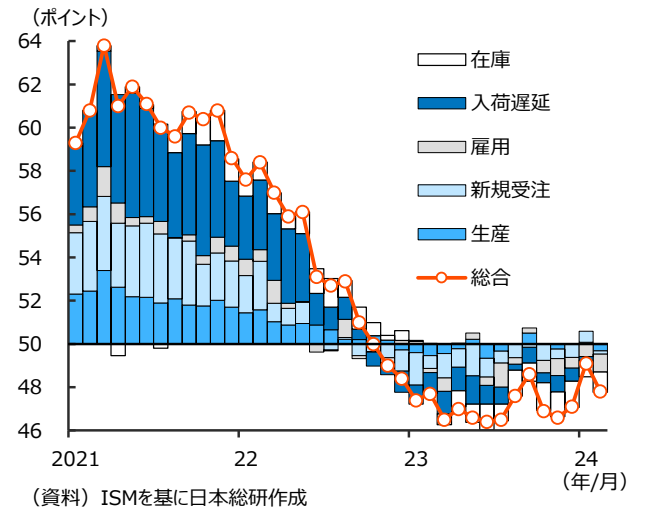
2023年10～12月期の実質設備投資は前期比年率+2.4%と、速報値（同+1.9%）から上方改定。機械投資は2期連続で減少した一方、構築物投資や知的財産投資が全体を押し上げ。

もともと、今後の設備投資は低迷する見通し。設備稼働率は足元にかけて低下基調が続いており、生産能力増強に向けた投資需要は縮小。加えて、企業の資金調達環境の悪化も設備投資の重石に。米銀の企業向け融資総額は、足元で前年割れが持続。FRBが1月に公表した調査によると、米銀は景気の先行きに対する不確実性の増大やリスク許容度の低下などを理由に貸出態度を厳格化。

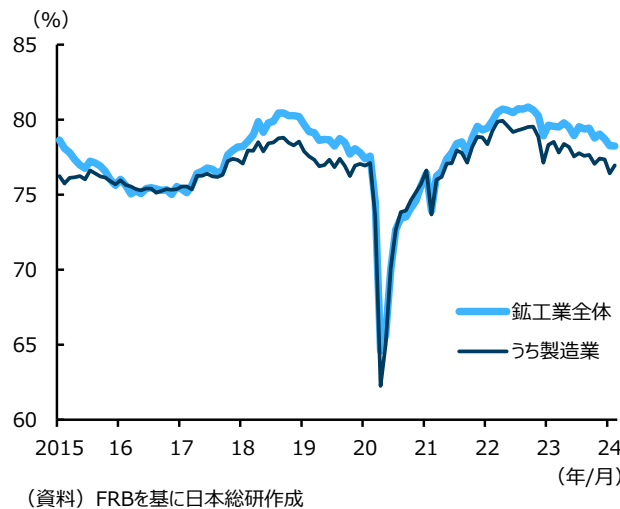
ISM非製造業景況感指数



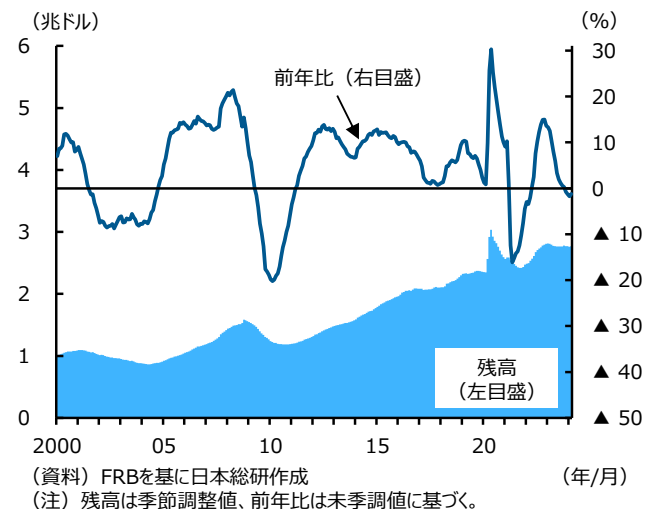
ISM製造業景況感指数



設備稼働率



商業銀行の企業向け融資総額



トピック：高まる財政緩和圧力、金利上昇のリスクも

◆バイデン大統領が予算教書を発表

3月11日、バイデン大統領は2025会計年度（24年10月～25年9月）の政府予算に関する要望を示す予算教書を発表。低・中所得層向けの財政支援を拡充する一方、大企業や富裕層向けの増税を行うことで、財政赤字を今後10年間で3.2兆ドル削減する方針。

もっとも、こうした増税は実施されない公算大。政府の予算編成権を握る連邦議会では、減税を志向する共和党が下院の多数を確保しているため、24年内の増税案可決は見込めず。秋の議会選挙の結果を受ける来期（25～26年）についても、現時点の情勢予測では上下両院ともに共和党が優勢な状況。

◆増税なき歳出拡大で、金利が上昇する恐れ

仮に、増税が見送られる一方、財政支出だけが增加する場合、短期的には景気を押し上げる一方、以下2点から長期金利が大きく上昇し、景気を悪化させるリスク。

第1に、政策金利の高止まり。米国のGDPギャップは足元でプラス圏で推移。需要超過が続くなか、財政拡大による一段の需要喚起は物価上昇を招き、FRBの利下げペースを想定以上に遅らせる恐れ。

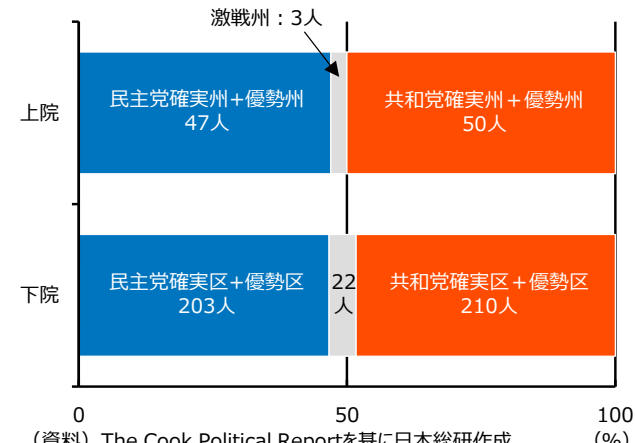
第2に、タームプレミアムの上昇。財政赤字が大幅に拡大することで、金融市場で米国財政の持続性に対する懸念が高まる可能性。

予算教書で示された各種施策が財政赤字に及ぼす影響

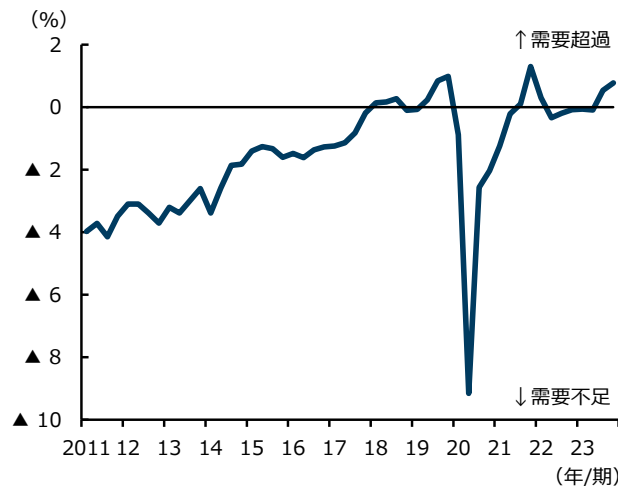
項目	影響（兆ドル）
<ul style="list-style-type: none"> 米国民の生計費を引き下げる …保育や幼児教育へのアクセス拡大／医療費の削減／富裕層への最低所得税の賦課／資産所得課税の改革、など 	▲0.1
<ul style="list-style-type: none"> 勤労世帯に投資し、医療を改善する 	+1.4
<ul style="list-style-type: none"> 大企業に公平な負担を求める税制改革 …法人税率の28%への引き上げ、など 	▲2.2
<ul style="list-style-type: none"> 年収40万ドルを超える人のメディケア税を増税 	▲0.8
<ul style="list-style-type: none"> その他の投資や改革 	▲1.2
<ul style="list-style-type: none"> 債務返済およびその他の利子の影響 	▲0.4
合計	▲3.2

（資料）The White Houseを基に日本総研作成
（注）影響は、2025～34会計年度の合計。太字は増税項目。

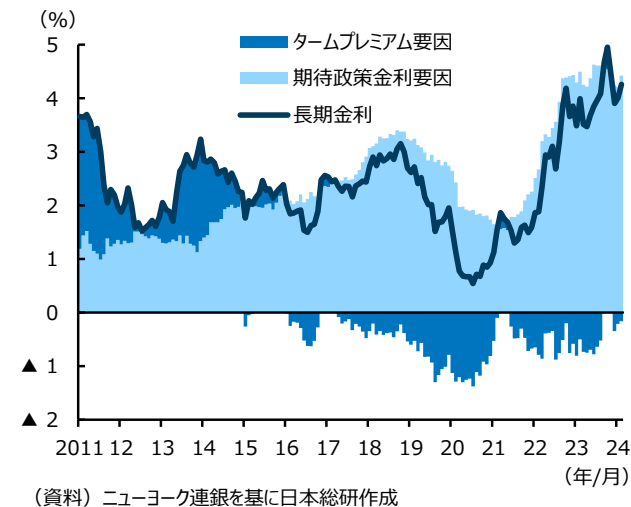
2024年連邦議会選挙の情勢



GDPギャップ



米10年債利回りの要因分解



Fed Watch : 6月にも利下げに転じる見通し

◆FRBは利下げ見通しを維持

FRBは、3月に開催されたFOMCで5会合連続で政策金利の据え置きを決定。同時に発表されたFOMC参加者による経済・政策金利見通しでは、景気や物価見通しが上方修正されたものの、政策金利は本年中に3回の利下げ見通しを維持。

FRBがハト派姿勢を示した背景として、インフレが着実に沈静化に向かっていることが指摘可能。基調的な物価動向を示すコア消費者物価指数は2月に前年比+3.8%と前月から伸びが鈍化。サービス価格が引き続き全体を押し上げた一方、コア財の上昇圧力ははく落したほか、家賃の伸びも低下。

先行き、家賃のさらなる騰勢鈍化や労働需給の緩和を受けてインフレは沈静化に向かい、FRBは6月に利下げに転じると予想。

◆年後半にも量的引き締めペースは減速へ

パウエル議長はFOMC後の記者会見で、QTを近く減速する可能性を示唆。FRBの資金吸収手段であるリバースレポ（RRP）残高の急減が背景。5月にはRRPの残高がゼロに達するとみられ、今後は準備預金が増加に転じる見込み。

金融市場の流動性低下を警戒して、FRBは年後半にもQTのテーパリングを開始すると予想。来年後半には、バランスシート残高がコロナ前と同水準のGDP比20%程度まで減少するとみられ、QTは終了する見込み。

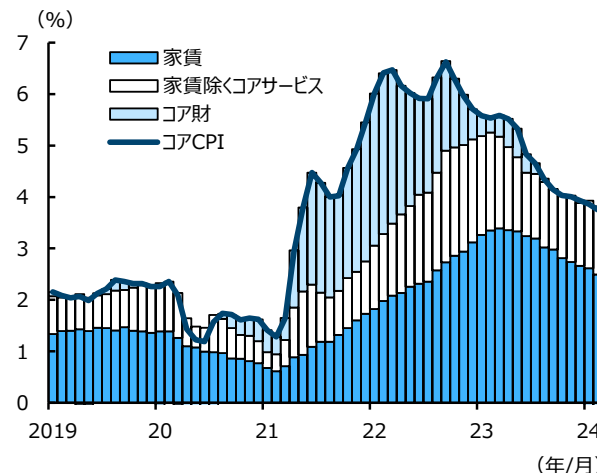
FOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）

		FOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）			
		（%）			
		2024年	2025年	2026年	長期均衡
実質GDP成長率	2024年3月	<u>2.1</u>	2.0	2.0	1.8
	2023年12月	<u>1.4</u>	1.8	1.9	1.8
失業率	2024年3月	4.0	4.1	4.0	4.1
	2023年12月	4.1	4.1	4.1	4.1
PCEデフレーター	2024年3月	2.4	2.2	2.0	2.0
	2023年12月	2.4	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2024年3月	<u>2.6</u>	2.2	2.0	-
	2023年12月	<u>2.4</u>	2.2	2.0	-
政策金利	2024年3月	4.6	3.9	3.1	2.6
	2023年12月	4.6	3.6	2.9	2.5

（資料）FRBを基に日本総研作成

（注）実質GDP、PCEデフレーター、コアPCEデフレーターは10-12月期の前年同期比。失業率は10-12月期の平均値。

コア消費者物価指数（前年比）



（資料）BLSを基に日本総研作成

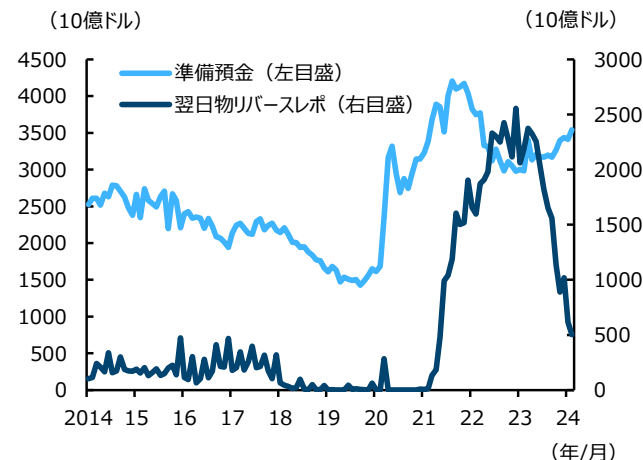
求人倍率と賃金上昇率



（資料）BLS、アトランタ連銀を基に日本総研作成

（注）求人倍率=求人件数/失業者数。賃金上昇率はアトランタ連銀の賃金トラッカー。

準備預金残高と翌日物リバースレポ残高



（資料）Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国景気・金利見通し：景気は減速も、1%台の成長を維持

◆景気は減速する見通し

米国景気は緩やかに減速する見通し。金融環境の引き締めりが、製造業を中心に企業部門の経済活動を下押しすることが背景。ただし、良好な雇用・所得環境が個人消費を下支えするほか、部材や労働力などの供給力が引き続き回復することで、1%台の成長を維持すると予想。

年央には、高インフレの沈静化を受けて利下げが開始されることで、本年後半以降の米国景気は潜在成長率（2%強）に向けて緩やかに持ち直す見通し。

◆長期金利は低下へ

F R Bは、インフレの沈静化を受けて6月にも利下げを開始する見込み。その後は、景気や物価への影響を見定めつつ、四半期ごとに利下げする見通し。量的引き締め（QT）については、本年後半からバランスシートの縮小ペースが減速（テーパリング）すると予想。QTの終了時期は来年後半となる見込み。

長期金利は、6月からの利下げや年後半からのテーパリング開始が織り込まれることで、緩やかに低下する見込み。

米国経済・物価見通し

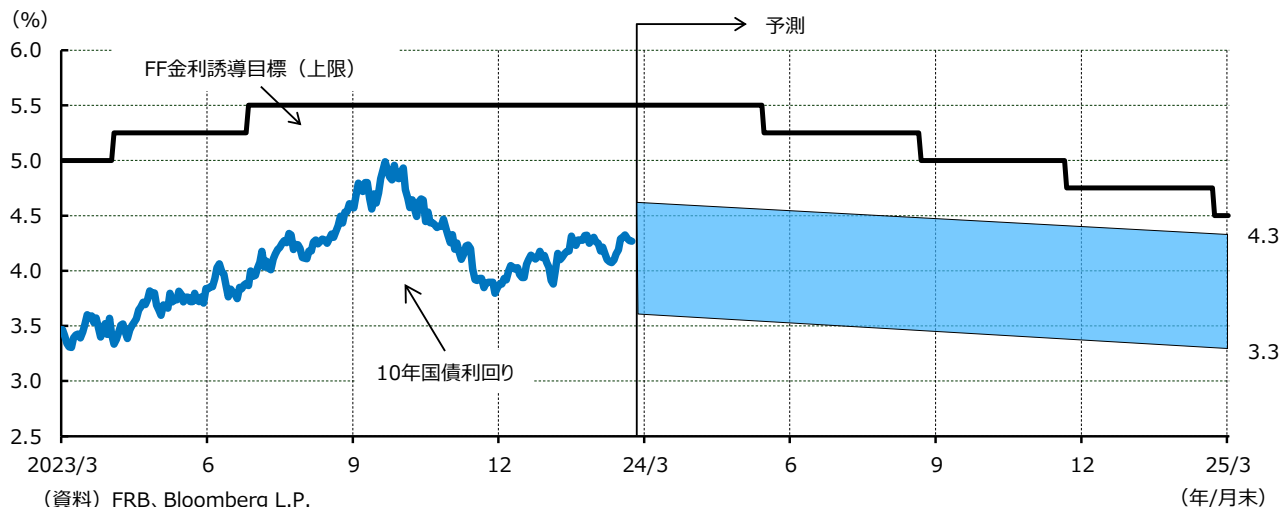
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年			2024年				2025年	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)			(予測)							
実質GDP	2.1	4.9	3.2	2.0	1.3	1.5	1.7	1.8	2.5	2.4	1.8
個人消費	0.8	3.1	3.0	2.0	1.2	1.6	1.8	2.0	2.2	2.0	1.9
住宅投資	▲ 2.2	6.7	2.9	2.0	4.0	5.0	5.0	5.0	▲ 10.6	3.4	4.9
設備投資	7.4	1.4	2.4	0.4	0.2	1.0	1.7	2.2	4.4	1.4	2.0
在庫投資（寄与度）	0.0	1.3	▲ 0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	▲ 0.3	0.1	0.1
政府支出	3.3	5.8	4.2	3.7	2.5	1.5	1.3	1.0	4.0	3.4	1.2
純輸出（寄与度）	0.0	0.0	0.3	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	0.6	▲ 0.0	▲ 0.3
輸出	▲ 9.3	5.4	6.4	2.0	1.5	1.5	1.5	1.5	2.7	2.3	1.5
輸入	▲ 7.6	4.2	2.7	2.0	2.0	2.5	2.5	3.0	▲ 1.6	1.9	2.8
実質最終需要	0.9	3.6	3.4	2.0	1.4	1.6	1.8	1.9	2.4	2.2	1.8
消費者物価	4.0	3.6	3.2	3.0	2.8	2.4	2.2	2.1	4.1	2.6	2.1
除く食料・エネルギー	5.2	4.4	4.0	3.6	3.0	2.8	2.5	2.2	4.8	3.0	2.2

(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

(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



ユーロ圏景気概況：内外需ともに低調ながら明るい兆しも

◆ 内需・外需ともに低調

ユーロ圏の景気は低調。金融引き締めなどにより内需が落ち込んでいるほか、海外経済の減速を受けて財輸出も停滞。輸出を相手国別にみると、米国向け輸出が増加している一方、景気が力強さを欠く中国向け輸出が全体を下押し。

◆ インフレ圧力は緩和

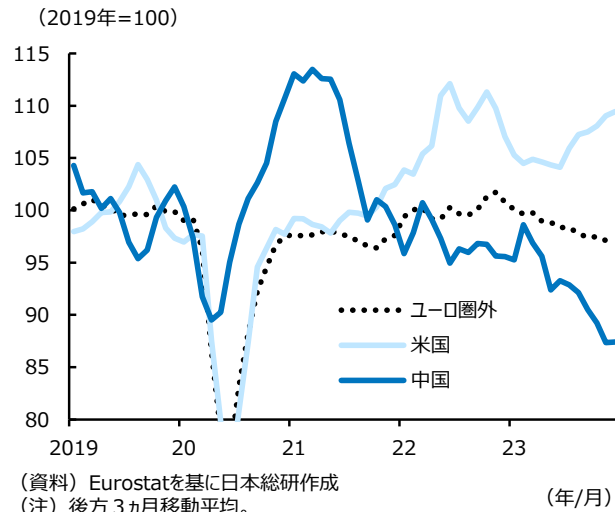
需要の減速を受けて、インフレ圧力は緩和。ユーロ圏の2月の消費者物価（総合）は前年比+2.6%と、2ヵ月連続で騰勢が鈍化。エネルギー価格が全体の下押しに寄与しているほか、コア品目も同+3.1%と、7ヵ月連続で鈍化しており、基調的な物価上昇圧力も緩和。

コア品目の内訳をみると、原材料価格の下落によりコア財価格の伸びが低下しているほか、サービス価格の伸びも前月から小幅に低下。協約賃金は、昨年10～12月期に前年比+4.5%と、騰勢は頭打ち。先行指標である新規求人賃金の騰勢も一服しており、賃金の騰勢が総じて沈静化に向かう兆し。

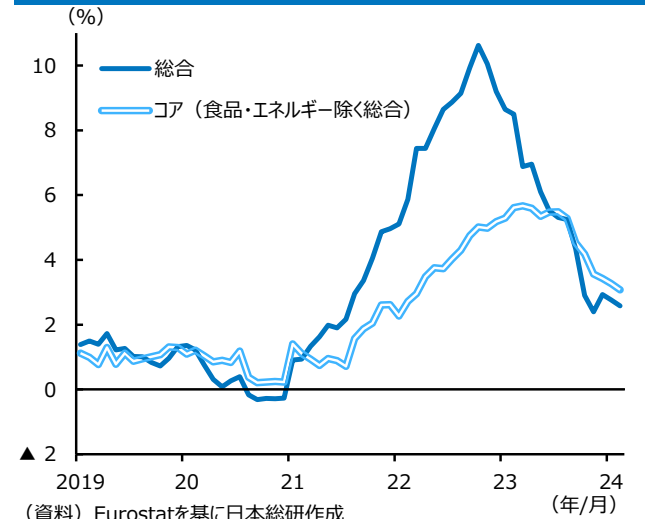
◆ 企業の景況感に回復の兆し

ユーロ圏の2月の製造業PMIは上向き傾向を維持したほか、サービス業PMIは7ヵ月ぶりに節目の50を回復。インフレ緩和による家計の購買力の回復などを反映している可能性。先行き、ユーロ圏の景気は緩やかに持ち直す見通し。

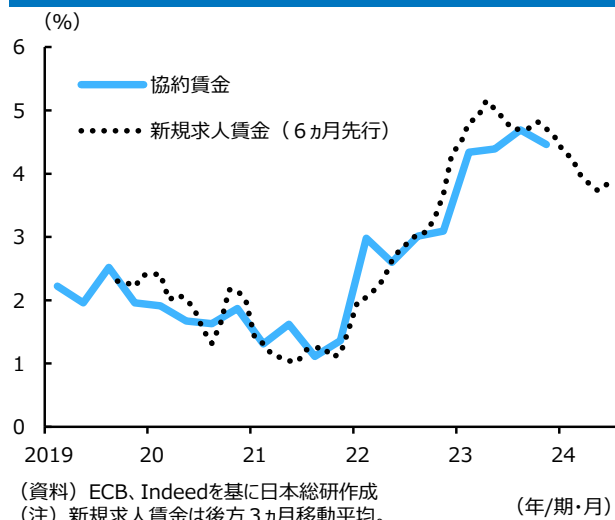
ユーロ圏の実質財輸出（相手国別）



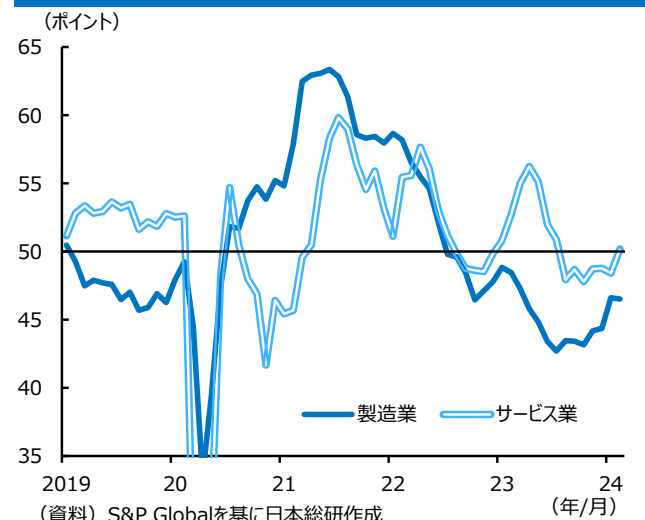
ユーロ圏の消費者物価（前年比）



ユーロ圏の賃金指標（前年比）



ユーロ圏のPMI



英国景気概況：高金利を主因に低迷

◆ 2期連続マイナス成長

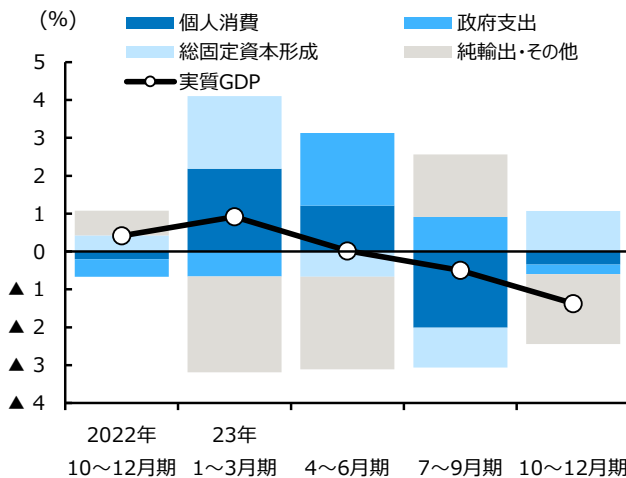
英国景気は低迷。昨年10～12月期の実質GDPは前期比年率▲1.4%と、2期連続のマイナス成長。内訳をみると、投資が増加に転じた一方、外需が大きく落ち込んだほか、個人消費が2期連続で減少。

◆ 住宅ローンの利払い負担が消費を下押し

個人消費が低調な一因として、高金利を受けた住宅ローンの利払い負担の増加を指摘可能。英国では住宅ローンの約8割は、期間5年以内の固定金利ローンであるため、固定金利期間が終了した世帯に高金利が適用されつつある状況。これにより、ローン残高ベースの平均金利も足元にかけて上昇。BOEの発表を基に計算すると、昨年の約130万世帯に加え、今年はさらに約100万世帯が金利更改を迎えるため、消費への下押し圧力は続く見通し。

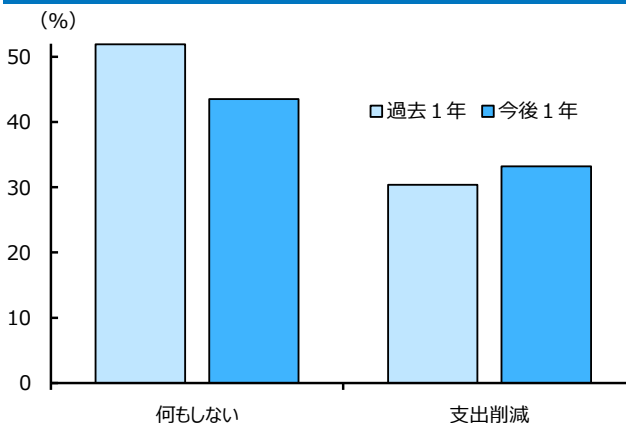
さらに、金利更改前の世帯が利払い負担の増加を見据えて消費を削減している可能性。アンケート調査では、2021年以降金利更改を迎えていない世帯の3割が過去1年間に支出を削減したと回答。この調査を基にしたBOEの試算によると、月1ポンドの利払い増加予想に対して、金利更改前の世帯は23年に月0.28ポンドの支出を削減し、24年には月0.37ポンド削減する見込み。

英国の実質GDP成長率（前期比年率寄与度）



（資料）ONSを基に日本総研作成

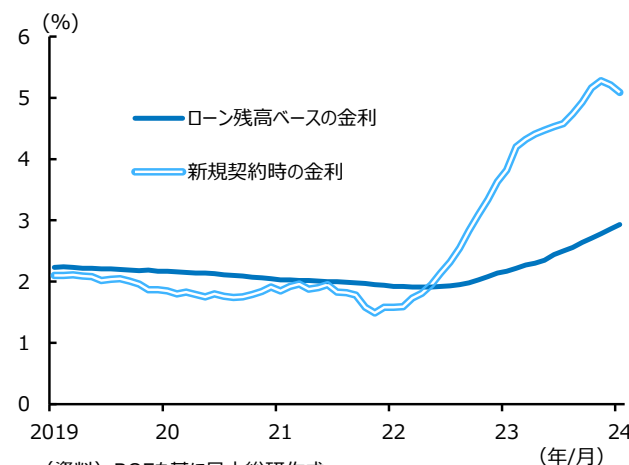
利払い負担増加を見据えた行動（23年8,9月調査）



（資料）BOEを基に日本総研作成

（注）「過去1年」は2021年以降金利を更改していない世帯、「今後1年」は金利更改が2025年以降の世帯を対象に割合を計算。

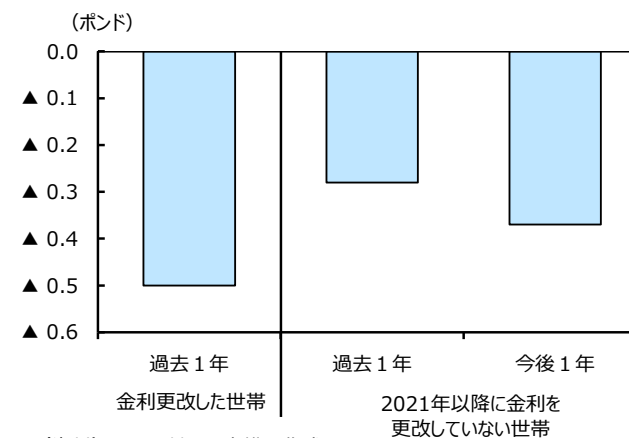
英国の固定金利住宅ローンの金利



（資料）BOEを基に日本総研作成

（注）各期間の固定金利住宅ローンの金利を加重平均して算出。

利払い負担増加に伴う限界消費性向



（資料）BOEを基に日本総研作成

（注）利払い増加を見据えた支出減少（予想）の回答を基に、1ポンドの利払い増加（予想）に対する支出の減少幅をBOEが計算。

欧州トピック：英国政府が野党の歳入増加策を先取り

◆英国政府は減税を実施

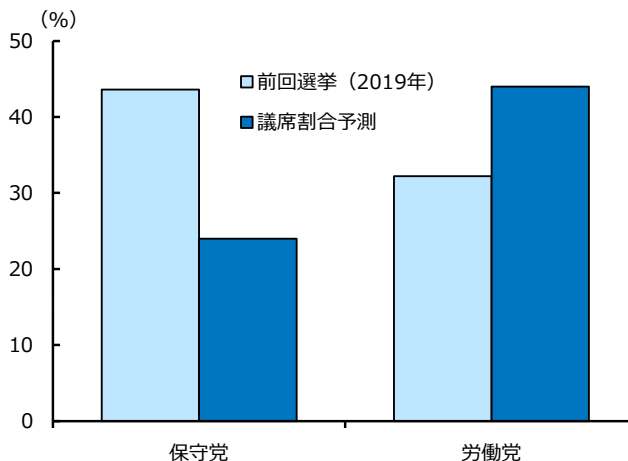
英国では、政府が春の予算編成方針で減税案を発表。これは、与党保守党の支持率低迷の打開策としての側面も。2024年末ごろに総選挙を控えるなか、高インフレや景気低迷に対する英国国民の不満は高まっており、保守党の議席数は労働党を下回るとの見方が優勢。減税財源を確保するため、政府は野党労働党の看板政策を先取りし、非定住者への税制優遇措置を廃止することで歳入増を図る方針。

◆将来の財政運営が混乱するリスク

税制優遇措置の廃止は、高額納税者の国外流出を招き、将来の財政運営を困難にする可能性。非定住者の多くは英国外出身の高所得者。アイルランドをはじめとする欧州各国には同様の税制優遇措置があることから、非定住者は同措置のある他国に流出する可能性。

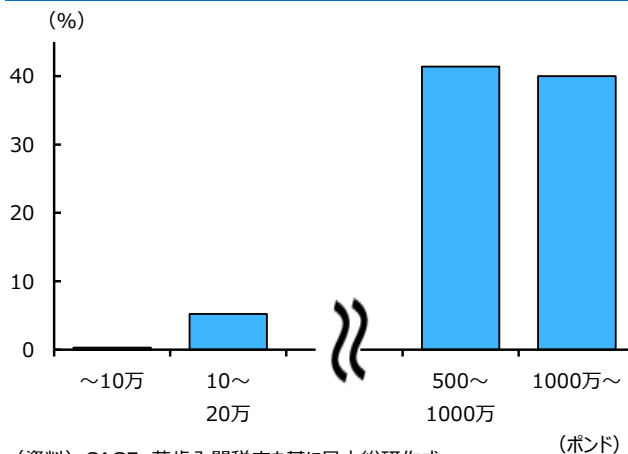
さらに、労働党が提案していた税制優遇措置の廃止を保守党が実施することにより、政権交代が生じた場合の政策運営が混乱する可能性。労働党の検討していた政策は、税制優遇の廃止で生じた財源を、保険・教育分野の公共サービス拡充などに活用するもの。もっとも、今般の保守党の決定で労働党はその政策を封じられ、保守党の減税策により「財政余地」も縮小する公算。政権奪取後に労働党が政策を実現するためには新たな財源確保が求められ、再増税など一貫性のない政策で経済の先行き不透明感が一段と増す恐れあり。

英議会選挙の議席予想（2024年3月4日時点）



(資料) POLITICOを基に日本総研作成
(注) 予想はPOLITICOが複数の世論調査を組み合わせて推定。

英国国民のうち非定住者の割合（所得階層別）



(資料) CAGE、英歳入関税庁を基に日本総研作成
(注) 2018年に非定住者である人と、1997~2017年の少なくとも1年間に非定住者であった人の合計。所得は報告された数値。

非定住者への税制優遇措置の概要

非定住者 (non-dom)

英国外に永住地・住所があることを宣言する英国居住者。

税制上の優遇

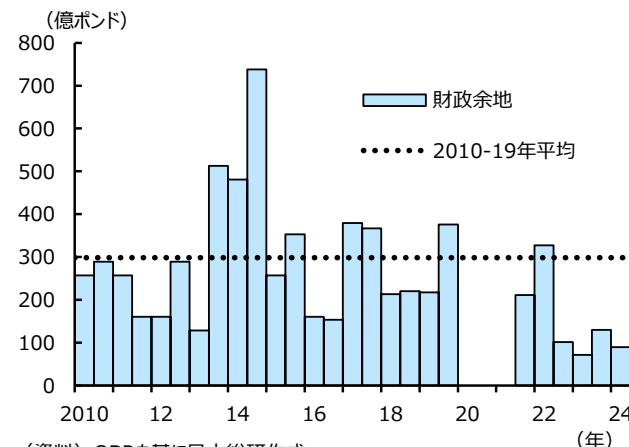
- ・英国での収入に対して英国の税金を支払う必要はあるが、外国での収入に対する英国の税金を支払う必要はない。
- ・ただし、過去9課税年度のうち7年間以上英国にいた場合は3万ポンド、14課税年度のうち12年間以上で6万ポンドを支払う必要がある。

制度の実績

- ・2022年の非定住者は68,800人。
- ・9割以上が英国外の出身で、インドや米国の出身者が多い(2018年調査)。

(資料) 英歳入関税庁、各種報道などを基に日本総研作成

英予算責任局による財政余地の予測



(資料) OBRを基に日本総研作成
(注) 「財政余地」は、現状の財政予測と財政義務を比べた際の余地。現在の財政義務は、2028年度までに公共部門の純借入額を減少させること。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに当面は様子見姿勢

<ユーロ圏>

◆ ECB：利上げは打ち止めへ

ECBは3月7日の理事会で政策金利を据え置き。エネルギーや食品を中心としたインフレ率の低下や景気の減速を受けて、利上げ効果の実体経済への波及を見極める構え。当面は、根強い賃金上昇への警戒から現行の金利水準を維持する見込み。その後、インフレ圧力の落ち着きが確認される本年9月に利下げに転じると予想。

独10年債利回りは、インフレ再燃への警戒感が上昇圧力となる一方、景気減速への懸念が低下圧力となり、当面は横ばい圏で推移する見通し。その後、本年後半からの利下げを織り込む動きが本格化することで、長期金利は緩やかに低下する見込み。

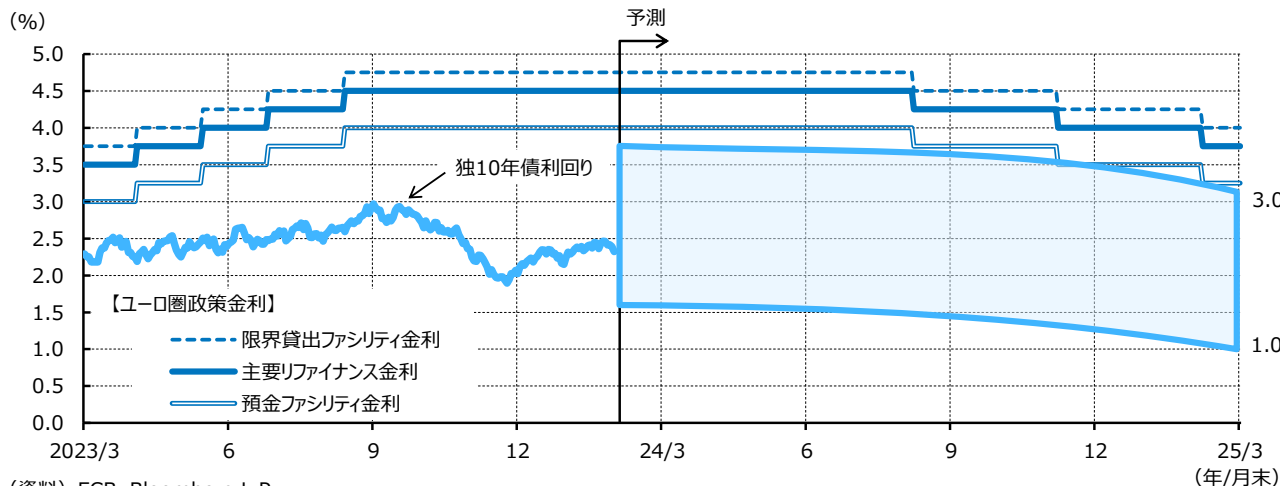
<英国>

◆ BOE：金利据え置き

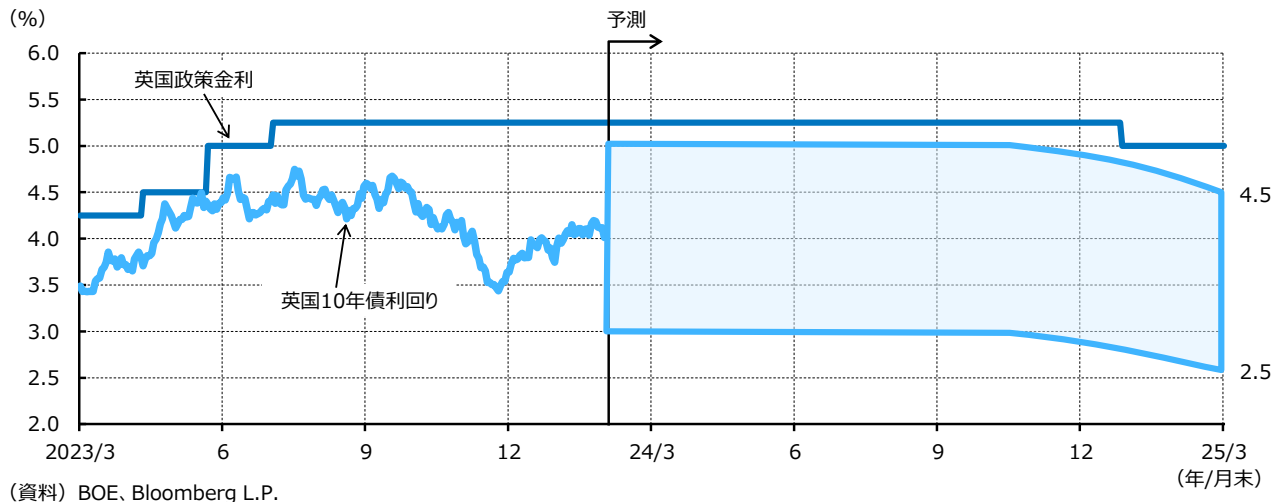
BOEは2月1日の金融政策委員会で金利を据え置き。足元にかけてインフレ率が低下傾向にあることを受けて様子見姿勢を継続。先行きも、当面の間、現行の金利水準を据え置くと予想。

英10年債利回りは、インフレ警戒による上昇圧力が根強い一方、BOEによる利上げの停止と景気減速が重石となり、当面横ばい圏で推移する見込み。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



欧州経済見通し：底打ちに向かうユーロ圏、低迷が続く英国

<ユーロ圏>

◆ 今年前半にも底打ちへ

ユーロ圏景気は底打ちする見通し。インフレ圧力の緩和を受けた実質所得の回復により、個人消費が持ち直しに転じると予想。各国の財政支援や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。一方、海外経済の減速やインバウンド需要の一巡などを受けて、外需の回復ペースは鈍いと見込まれるほか、既往の金融引き締めが住宅などの投資を下押しするため、回復ペースは緩やかにとどまる公算。

<英国>

◆ 景気低迷、高インフレが長期化

英国景気は低迷が続く見通し。労働供給の回復が鈍いほか、労働者による賃上げ要求が根強く、2024年のインフレ率は3%前後で下げ渋る見通し。これにより、BOEが金利を高水準に維持することで、設備投資や住宅投資が抑制される見込み。

欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

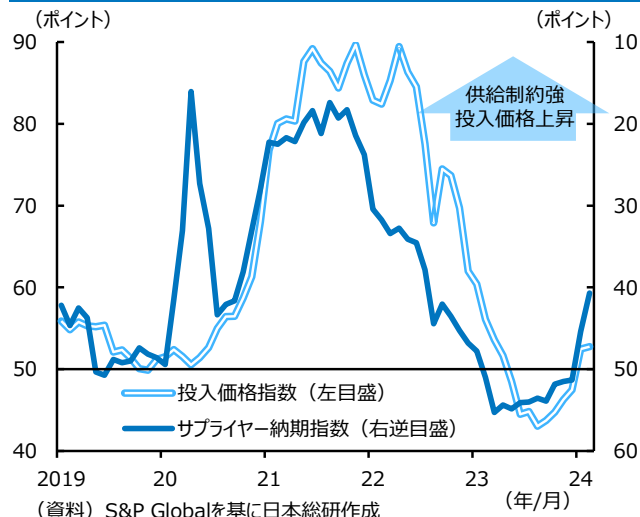
(前年比、%)

		2023年			2024年				2025年	(前年比、%)		
		4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2023年	2024年	2025年
		(実績)			(予測)						(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	0.5	▲ 0.2	▲ 0.2	0.6	0.7	1.1	1.3	1.4	0.5	0.5	1.3
	消費者物価指数	6.2	5.0	2.7	2.7	2.5	2.3	2.2	2.0	5.5	2.4	2.0
ドイツ	実質GDP	0.1	▲ 0.0	▲ 1.1	0.2	0.4	0.6	0.7	0.9	▲ 0.1	0.1	0.9
	消費者物価指数	6.9	5.7	3.0	2.6	2.5	2.3	2.1	1.9	6.1	2.4	1.9
フランス	実質GDP	2.5	▲ 0.0	0.2	0.6	0.8	1.0	1.4	1.5	0.9	0.7	1.3
	消費者物価指数	6.1	5.5	4.2	3.1	2.8	2.4	2.1	2.0	5.7	2.6	2.0
英国	実質GDP	0.0	▲ 0.5	▲ 1.4	0.3	0.2	0.4	0.5	0.6	0.1	▲ 0.1	0.7
	消費者物価指数	8.4	6.7	4.2	3.6	2.6	3.0	2.7	2.6	7.4	3.0	2.5

(資料) Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドーは予測値。

英製造業PMIの納期指数と投入価格指数



【ホット・トピック】

◆ 英国で紅海の物流混乱の影響が顕在化

紅海の物流混乱が英国のインフレ圧力に。英商工会議所の調査によると、企業の37%が紅海問題によりコスト増加や物流の遅延といった問題が生じたと回答。1月以降、製造業PMIのサプライヤー納期指数が供給制約の強まりを示唆しているほか、投入価格指数も上昇。

英国が物流混乱の影響を受けやすい背景として、国内製造業の脆弱さによる輸入依存度の高さを指摘可能。英国の付加価値額に占める製造業の割合(2023年)は10%弱と、17%のユーロ圏よりも低位。物流混乱が長期化した場合、財インフレの上昇でインフレ圧力が増大しやすい経済体質。

景気は春節後再び停滞へ

◆春節需要で減速和らぐ

中国景気は足元で持ち直しの動き。2024年1月の製造業PMIは49.2と、4カ月連続で好不況の目安となる50割れとなったものの、前月から小幅改善。非製造業PMIも50.7と改善。

需要項目別にみると、個人消費が春節需要で持ち直し。春節連休中（2月10～17日）の国内旅行者数や旅行支出はコロナ禍前の2019年を上回る水準。もっとも、一人当たりの支出は伸び悩むなど、消費意欲の弱さは残存。

一方、住宅販売は引き続き不振。不動産開発投資の減少は、2024年入り後も継続している模様。

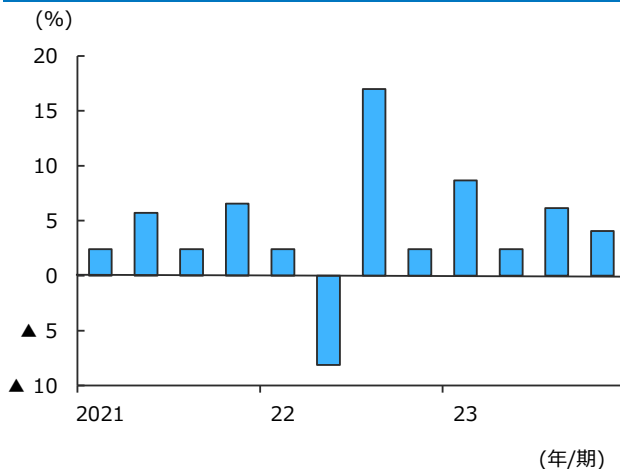
◆春節連休後は再び景気停滞へ

先行きを展望すると、春節需要のはく落や長引く不動産不況により、景気は再び停滞する見込み。

景気回復に向け、中国人民銀行は1月の預金準備率引き下げに続き、2月に5年超の最優遇貸出金利（住宅ローンの基準となる政策金利）を8カ月ぶりに0.25%ポイント引き下げるなど、金融緩和策を強化。しかし、短期金利は据え置かれるなど本格的な緩和とはいえず、景気の浮揚には力不足。

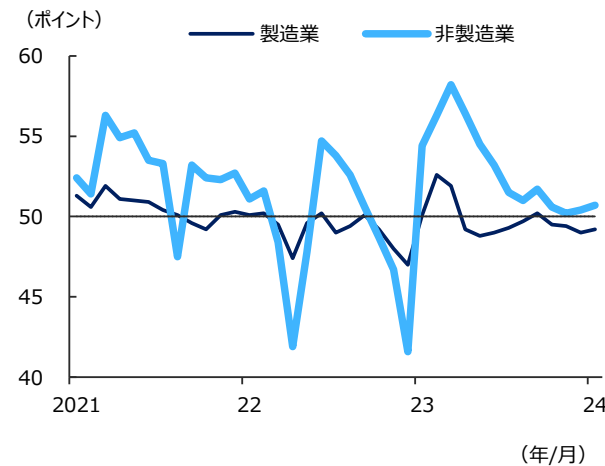
3月の全人代で示されるであろう財政出動策や不動産市場対策などの規模や内容が今後の焦点。これらが不十分な場合、景気は一段と減速する公算。

実質GDP成長率（前期比年率）



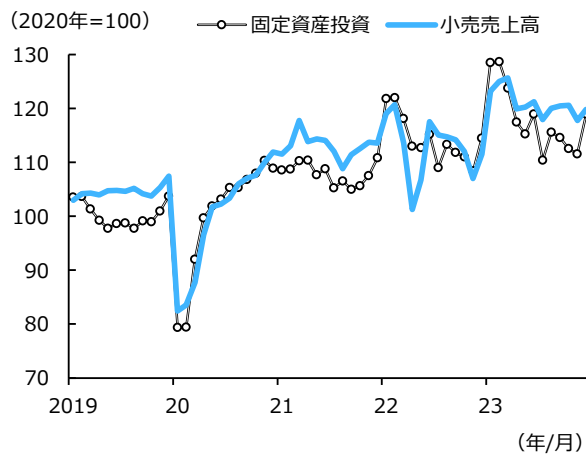
(資料) CEICを基に日本総研作成

購買担当者景気指数（PMI）



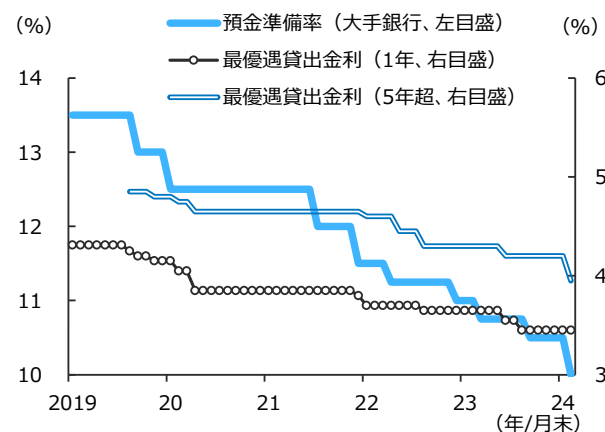
(資料) CEICを基に日本総研作成

消費・投資関連指標（季調値）



(資料) CEICを基に日本総研作成

政策金利と預金準備率



(資料) CEICを基に日本総研作成

輸出入ともに持ち直しは持続性を欠く見込み

◆自動車や家電の輸出が持ち直し

輸出額は減少に歯止めがかかり、持ち直しの兆し。品目別にみると、EVを中心とした自動車や家電などが全体を押し上げ。国・地域別では、ASEANやロシア向けなどが増加。

もっとも、2024年1月の製造業PMIの新規輸出受注指数は前月比小幅改善ながら47.2と、10カ月連続で節目の50割れ。輸出は緩やかな回復にとどまる見込み。

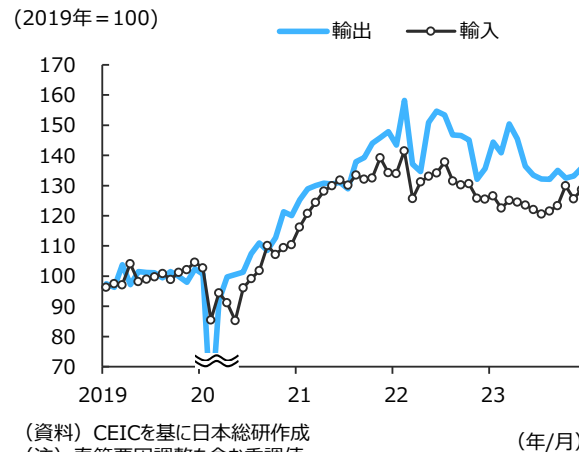
◆輸入は持ち直し

2023年12月の輸入額は、資源国からの輸入急増にけん引されるかたちで増加。ただし、内需が力強さに欠けるうえ、輸出の回復力も弱いと見込まれることから、輸入回復の勢いは今後鈍化する見込み。

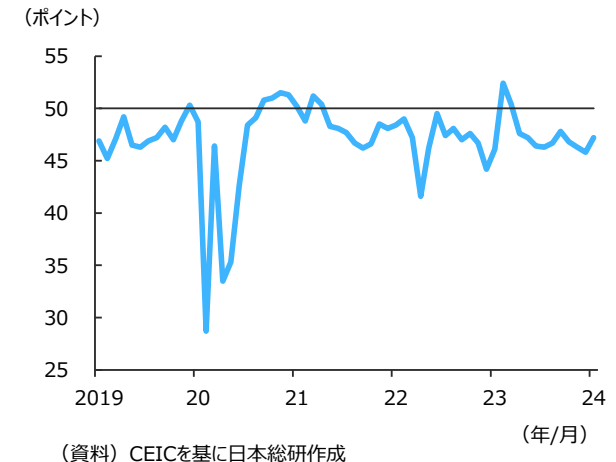
◆対中直接投資は大幅減

2023年の対中直接投資（ドル建て）は、前年比▲16.0%の大幅減少。政府は、①製造業における外資参入規制の撤廃、②サービス分野の対外開放の拡大、③政府調達などにおける公平な処遇、といった外資誘致策を実施。2024年2月には、外資誘致措置の進捗状況説明会を開催し、取り組み姿勢をアピール。もっとも、多くの海外企業は誘致策の有効性を見極める慎重姿勢を堅持。さらに、西側各国では中国依存度の引き下げを目的にサプライチェーン再編を進めているため、対中直接投資は減少が続く公算大。

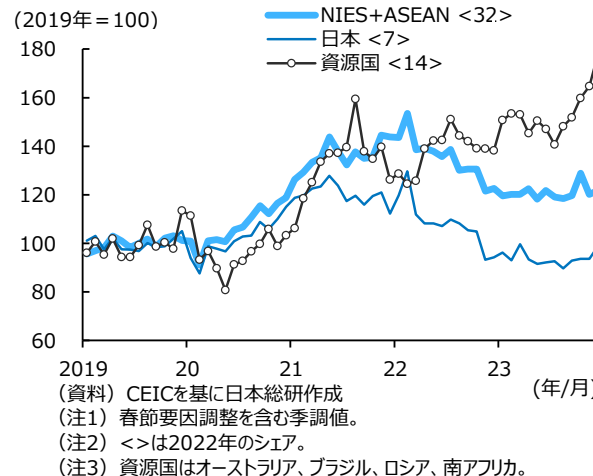
輸出入総額（季調値、ドル建て）



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）



力強さに欠ける個人消費

◆小売売上は弱含み

2023年12月の小売売上高（季調値）は前月比で増加したものの、年初来の緩やかな減少トレンドを脱せず。2024年に入り、個人消費は春節需要で一時的な持ち直し。国内旅行は、旅行者数、支出ともコロナ禍前を上回る水準。映画館来場者数も急増。ただし、一人当たりの消費支出は伸び悩むなど、消費意欲の停滞は解消されず。

春節後、個人消費は再び低迷すると予想。春節需要のはく落や長引く不動産不況による逆資産効果などが押し下げ要因。節約志向の高まりで消費マインドの回復が遅れ、消費者信頼感指数は、今後も低位で推移する見込み。

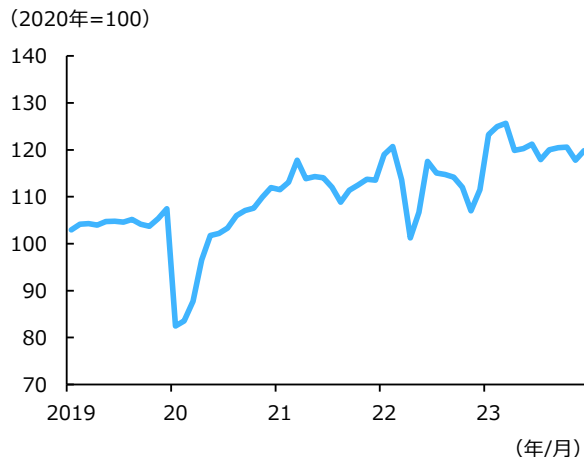
◆乗用車販売は値下げ効果で増加

乗用車販売台数は、2023年8月以降、前年比プラスで推移。2024年1月は増勢加速。新エネルギー車を中心とした各社の値下げ攻勢が追い風となっており、乗用車販売は当面増加が続く見込み。

◆住宅販売の不振続く

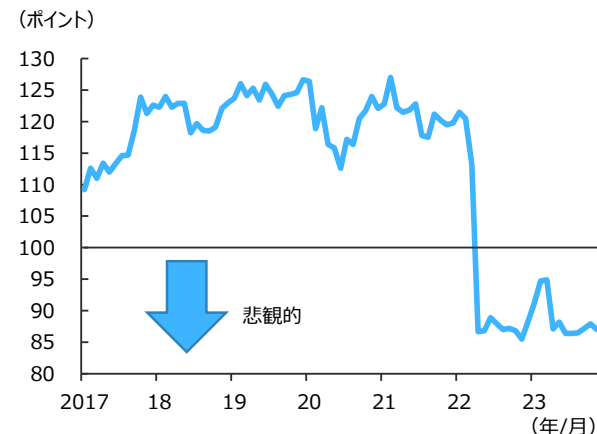
住宅着工床面積は減少傾向。2023年8月末以降、住宅ローン金利や頭金比率の引き下げといった需要喚起策が打ち出されたものの、住宅販売の回復には至らず。追加策として、政府は住宅ローンの基準となる政策金利を2024年2月に引き下げたものの、不動産市場の回復にはさらなる対策が必要に。

小売売上高（季調値）



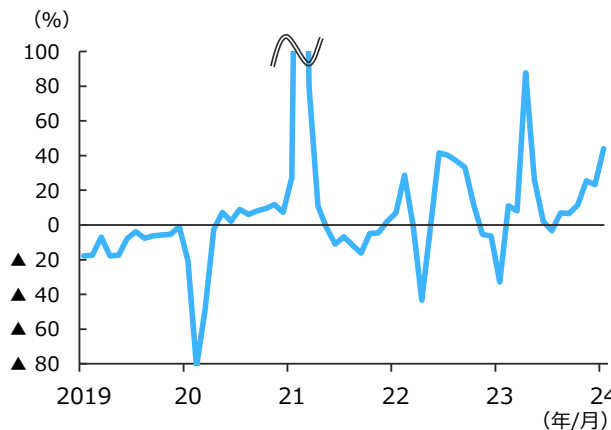
(資料) CEICを基に日本総研作成

消費者信頼感指数



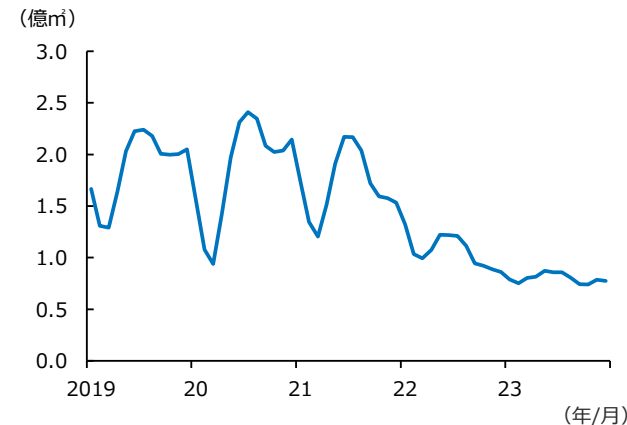
(資料) CEICを基に日本総研作成

乗用車販売台数（前年比）



(資料) CEICを基に日本総研作成

住宅着工床面積



(資料) CEICを基に日本総研作成
(注) 後方3ヵ月移動平均。

固定資産投資は持ち直すも、急回復は見込み薄

◆インフラ投資などが持ち直し

2023年12月の固定資産投資は前年同月比+4.0%と、11月（同+2.9%）からやや加速。主因は、インフラ投資の持ち直し。一方、不動産業者の開発意欲は冷え込み、不動産開発投資は引き続き大幅な前年割れ。

今後、公共投資の加速や金融緩和の効果が固定資産投資を押し上げ。ただし、以下の2点が重石となるため、急回復は見込み薄。

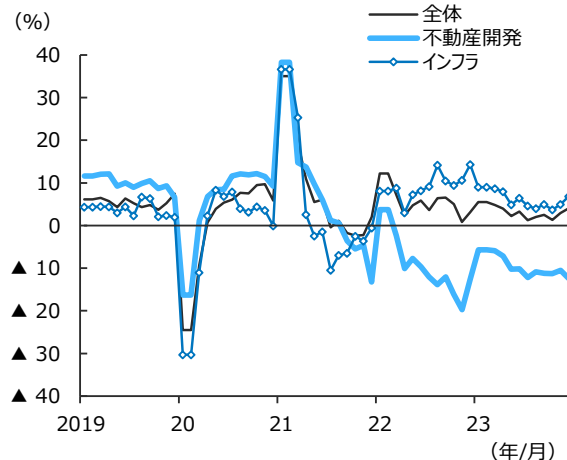
第1に、企業の設備投資意欲の低迷。近年の政府による事業規制強化や国有企業重視の産業政策が、民間企業の投資意欲を削ぐ方向に作用。政府は、民間企業の発展奨励策を打ち出したものの、2023年の民間投資は前年比▲0.4%。2011年以降、通年でのマイナスは初めて。

第2に、建設投資の低迷。住宅の過剰在庫や需要の落ち込みを背景に、不動産開発投資の低迷は長引く見通し。また、地方政府ではインフラ整備の主要財源である土地販売収入の減少が続き、財源不足が一部で深刻化する公算大。

◆不動産価格の下落継続

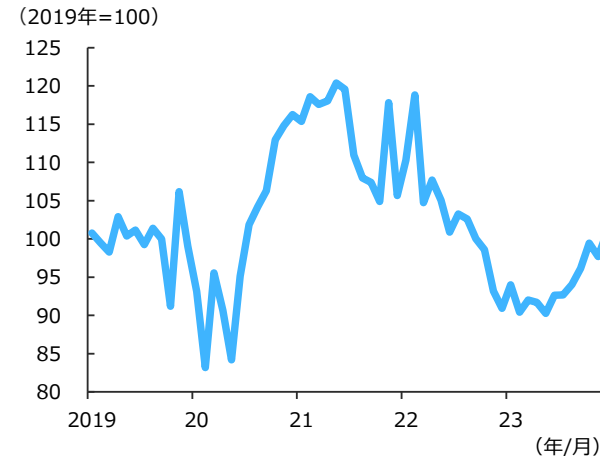
不動産市場は引き続き悪化。12月の主要70都市の新築住宅平均価格は下落に歯止めがかからず。前月比下落都市数も62に増加。購入者の値下がり予想が根強く、住宅価格の下落は続く見込み。これがさらなる住宅需要の減少をもたらす恐れ。

固定資産投資（前年比）



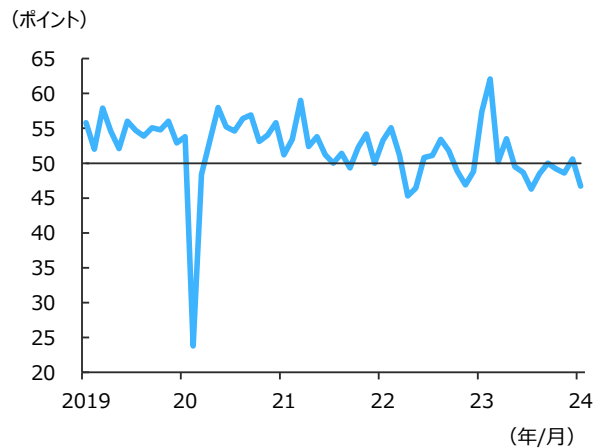
(資料) CEICを基に日本総研作成

機械の輸入額（季調値、ドル建て）



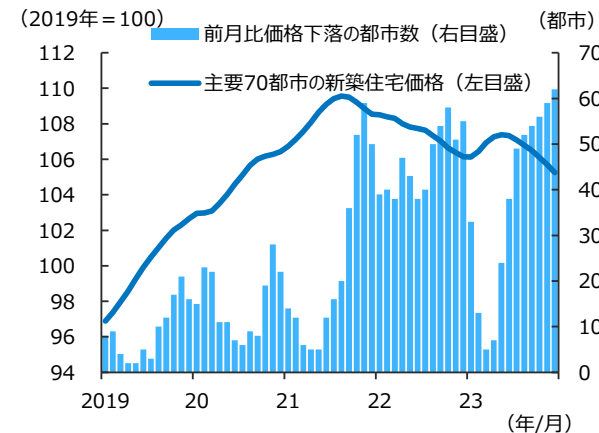
(資料) CEICを基に日本総研作成

建設業のPMI新規受注指数



(資料) CEICを基に日本総研作成

住宅価格と価格下落都市数



(資料) CEICを基に日本総研作成

物価下落が継続

◆消費者物価は4カ月連続のマイナス

2024年1月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲2.5%と16カ月連続でマイナス。内訳をみると、生産財価格が同▲3.0%と引き続き大幅下落。消費財価格は同▲1.1%と、2023年12月並みの下落幅。背景として、原油や資源などの国際的な価格下落が指摘可能。

2024年1月のCPIは前年同月比▲0.8%と、4カ月連続のマイナス。下落幅は2009年10月以降で最大。内訳をみると、財価格が同▲1.7%と下落幅が拡大。サービス価格は、教育や医療で小幅に上昇したものの、全体では同+0.5%と増勢鈍化。食品・エネルギーを除いたコアも同+0.4%と、低い伸び。

全人代でデフレ回避に向けた抜本策が示されない場合、CPIの下落基調が継続する可能性。

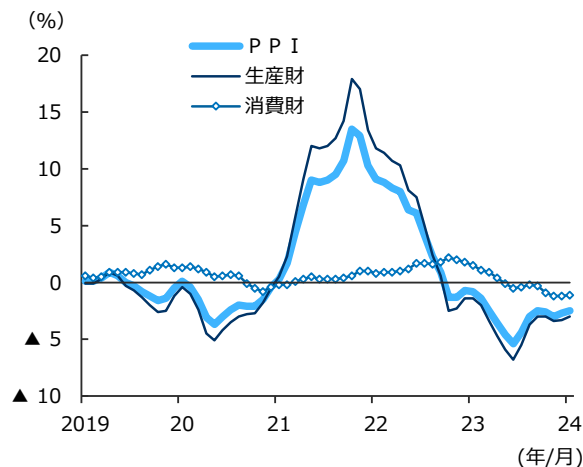
◆為替レートは横ばい圏

人民元の対米ドルレートは、横ばい圏で推移。米国の利下げの可能性が高まっていることを受けて元高圧力が強まっているものの、市場の景気先行き懸念が強まれば元安が進む恐れも。

◆株価の下落に歯止め

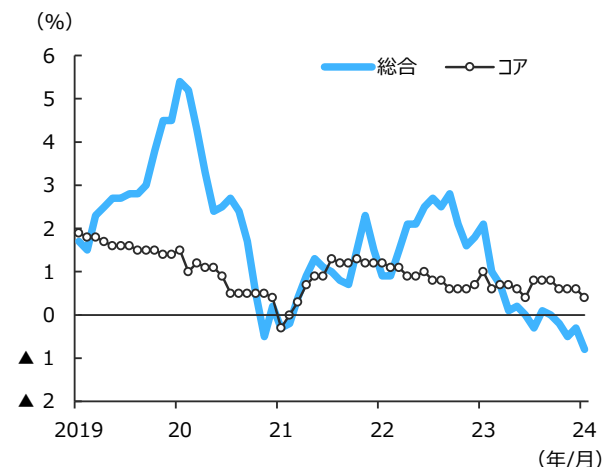
株価は、政府系ファンドによる買い支えなど、政府の株価対策を受けて、足元で底打ちの兆し。現行水準で割安感はあるものの、景気の低迷などを背景に、上値は重い展開を予想。

PPI（前年比）



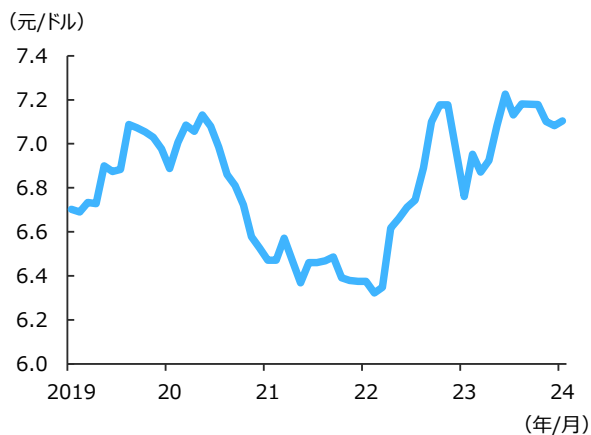
(資料) CEICを基に日本総研作成

CPI（前年比）



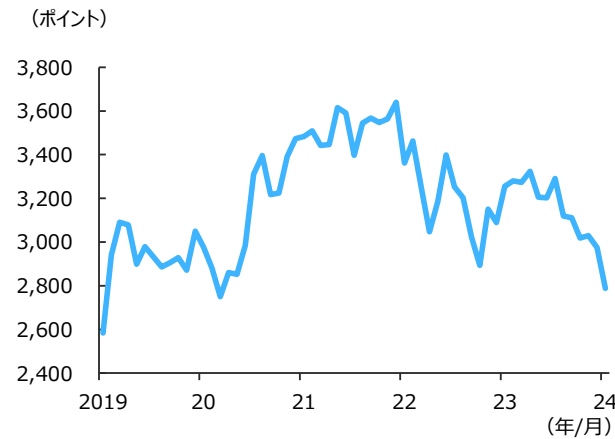
(資料) CEICを基に日本総研作成

人民元の対米ドルレート



(資料) CEICを基に日本総研作成

上海総合株価指数



(資料) CEICを基に日本総研作成

ドル円相場見通し：ドル安・円高基調が徐々に定着へ

◆ドル円相場回顧

2月のドル円相場は、中旬にかけて150円を超えて円安が急進。市場予想を上回る米経済指標が相次いだほか、日銀高官がハト派的な姿勢を示唆したことが背景。その後、FRB高官が早期利下げをけん制する一方、日本のインフレ率が市場予想を上回るなど強弱材料が入り混じり、150円を挟んで一進一退。月末には、日銀が早期に政策を変更するとの思惑が強まり、一時149円台前半へ円高が進行。

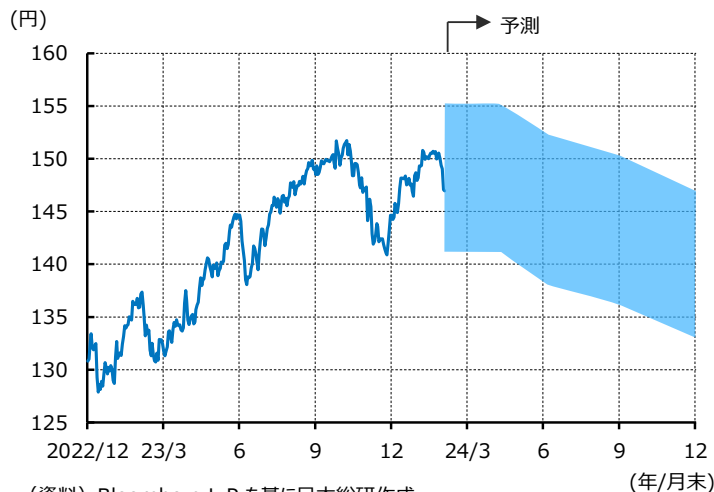
3月入り後は、軟調な米経済指標や市場予想を上回る日本の雇用指標を受けて、一時146円台半ばへドル安・円高が進行。

◆今後の見通し

当面のドル円相場はもみ合いとなる見込み。日銀の政策修正観測の高まりが円高圧力となる一方、堅調な米経済指標を受けた米国の早期利下げ観測の後退がドル高圧力に。

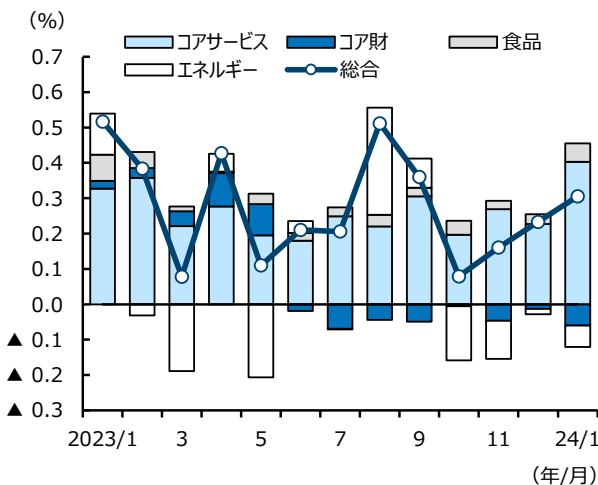
春以降は、ドル安・円高基調が明確化する見通し。FRBは5月にも利下げに転じると予想されるほか、日銀も4月以降、金融政策の正常化を進めるとみられ、米日金利差の縮小により円高基調が明確になる見込み。

ドル円相場見通し

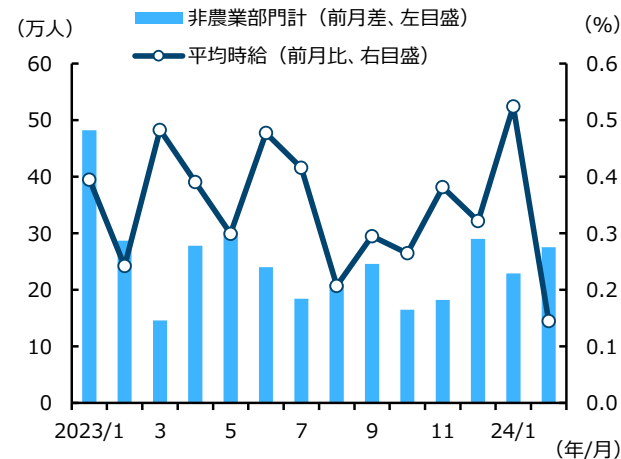


	2023年	2024年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	147.80	148	145	143	140
(高値)	151.91	155	152	150	147
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	140.25	141	138	136	133

米国の消費者物価指数（前月比）



米国の非農業部門雇用者数と平均時給



ユーロ相場見通し：ユーロは緩やかな持ち直しへ

◆ユーロ相場回顧

2月のユーロドル相場は、米経済指標が中々で市場予想を上回ったことを背景に、中旬にかけて1.06ドル台後半へユーロ安・ドル高が進行。その後、ECB高官が利下げに慎重な姿勢を示したことなどを受けて、1.08ドル台後半へユーロ高が進行。

3月入り後は、米経済指標が市場予想を下回ったことなどから1.09ドル台後半へユーロが続伸。

対円では、下旬にかけて163円台後半へユーロ高・円安が進行。ECBによる利下げ観測が後退したことなどが背景。月末には、日銀高官によるタカ派的な発言のほか、ドイツやフランスのインフレ鈍化を受けて、一時161円台前半へユーロが反落。

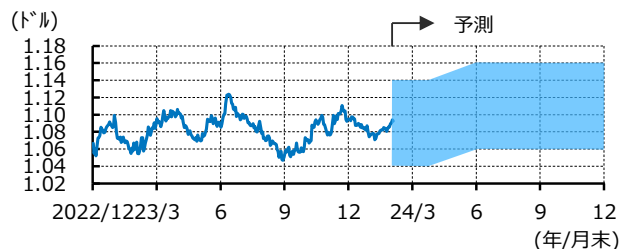
◆今後の見通し

当面のユーロドル相場は、緩やかなユーロ高が続く見込み。FRBが5月から利下げに転じるとみられる一方、ECBが政策の据え置きを続けるなど、金融政策の方向性の違いが背景。

もっとも、ユーロ圏のインフレが概ね収束するとみられる今秋にはECBも利下げに転じると見込まれ、ユーロ高圧力は限られる公算。

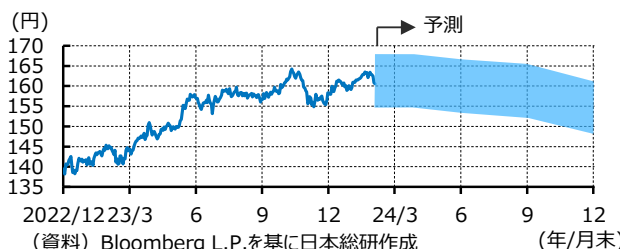
対円では、ECBによる利下げ観測の高まりや日銀による政策修正への思惑などを背景に、ユーロ安・円高に振れやすい地合いが続く見込み。

ユーロ相場見通し



	2023年	2024年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	1.076	1.09	1.10	1.11	1.11
(高値)	1.114	1.14	1.15	1.16	1.16
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.045	1.04	1.05	1.06	1.06

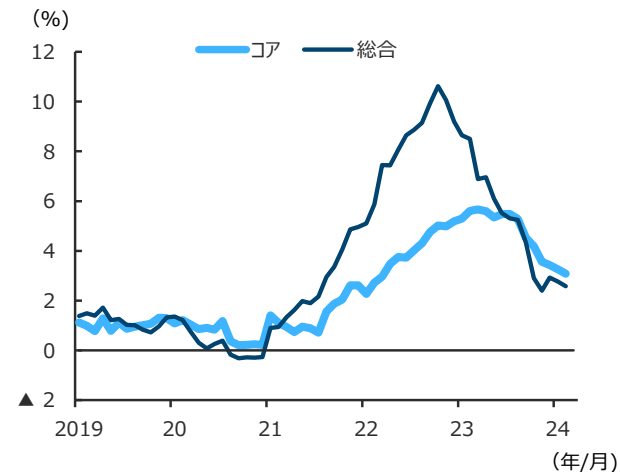
→ 予測



	2023年	2024年			
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12
期中平均	159.06	161	160	159	155
(高値)	164.30	167	166	165	161
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	153.23	155	154	153	149

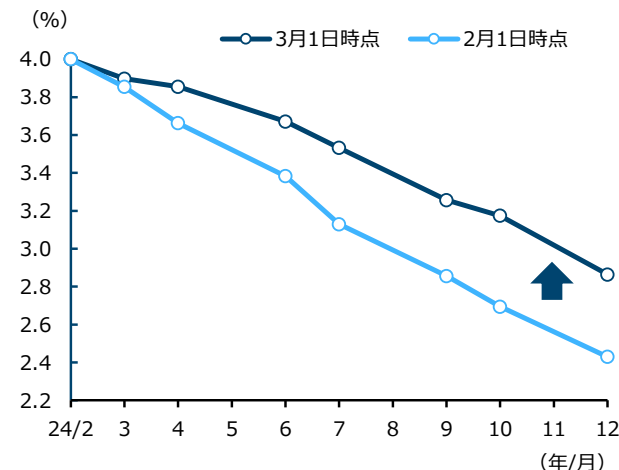
→ 予測

ユーロ圏の消費者物価指数（前年比）



(資料) Eurostatを基に日本総研作成

ECBの政策金利と市場の利下げ織り込み



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

トピック：トランプ再選による不確実性の増大に注意

◆米利下げ開始でドル安・円高へ

米国では、インフレが着実に沈静化に向かってきていることを背景に、FRBは5月にも利下げに転じると予想。その後も、景気や物価への影響を見定めつつ、利下げを続けるとみられ、ドル安・円高基調が明確化する展開がメインシナリオ。

◆トランプ再選による不確実性の増大に注意

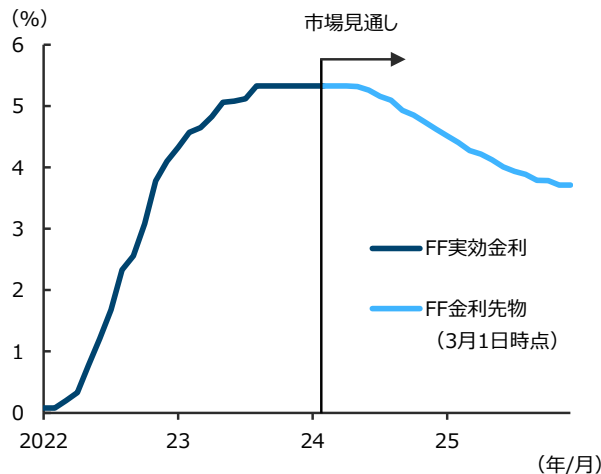
もっとも、11月の大統領選挙を巡る思惑が為替相場の攪乱要因となる恐れ。2016年の大統領選時には、トランプ氏の当選前にはリスク回避から大幅な円高が進行した一方、当選後には大幅減税などによる景気浮揚への期待から円安が急伸するなどボラティリティの高い展開に。

トランプ氏自身は貿易収支の観点から自国通貨安を志向。もっとも、仮に同氏が再選された場合、以下2点の政策が米国のインフレを再燃させ、ドル安・円高シナリオを妨げる可能性大。

第1に、拡張的な財政政策。トランプ氏は、減税措置の延長に加え、新たな減税策を公約。支出面でも、社会保障費など財政支出の拡大により、需要が喚起される見込み。

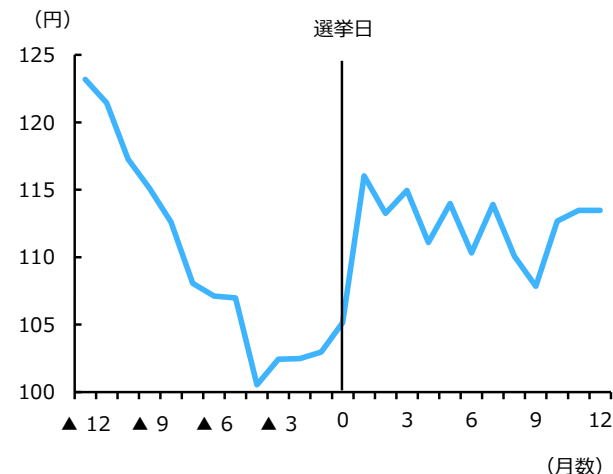
第2に、保護主義的な貿易政策。トランプ氏は、中国からの輸入品に対し、関税を60%超に引き上げるほか、全ての輸入品に一律10%の関税を課す案を検討。更なる関税の引き上げは輸入物価を押し上げるリスク。

市場の米政策金利見通し



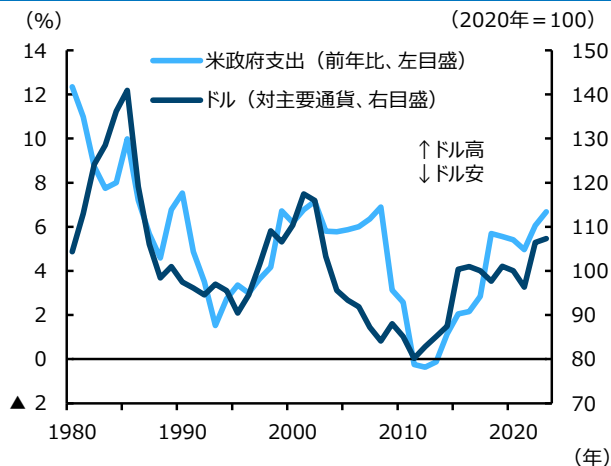
(資料) FRB、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

2016年の米大統領選挙前後のドル円相場



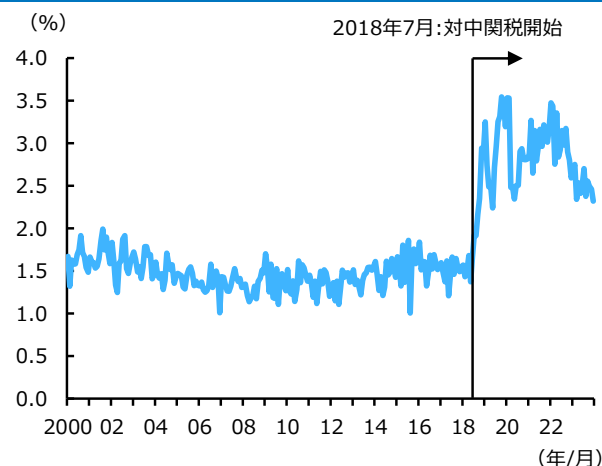
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国の政府支出と米ドル相場



(資料) BEA、BIS、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国の平均輸入関税率



(資料) 米財務省、米商務省を基に日本総研作成
(注) 平均関税率 = ネット関税収入 ÷ 輸入金額。



2. 主要産業の動向

※本章は2023年4月時点作成「2023年度上期の動向」となります



1. 鉄鋼

業界動向

海外市場動向～ウクライナ問題・中国ゼロコロナ等で下落基調

2022年度下期は、ウクライナ情勢の影響が大きいEUや、ゼロコロナ政策継続の影響を受け不動産市場の回復が限定的であった中国で鋼材需要が落ち込み、世界粗鋼生産量は前年同期比減少、鋼材価格は下落基調となりました。今後も、欧米諸国の金融引締めに伴う景気後退の影響等により、鋼材価格は軟調に推移する可能性があります。

国内市場動向～鉄鋼メーカーは価格維持方針

2022年度下期は、製造業向けは回復したものの、資材価格高騰に伴い建設向けが先送りとなり、鋼材需要は前年同期比微減となりました。一方、鋼材価格は高炉メーカー中心に利益確保が重視され、高止まりしました。今後も、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、海外からの鋼材流入の増加等により、鋼材価格は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～鉄鋼メーカーによる原料権益の確保

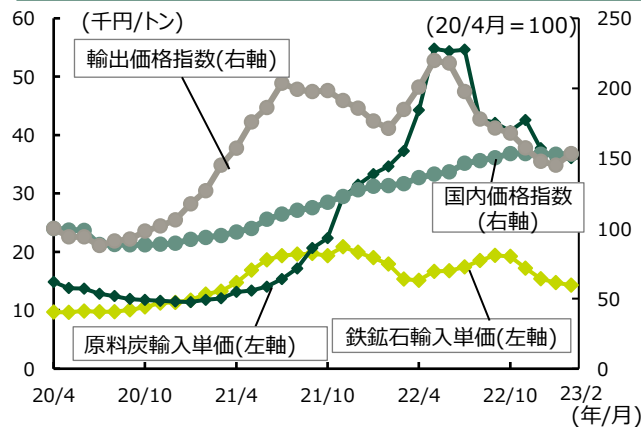
日本製鉄は、開発中の高炉水素還元プロセスに必要な高品質の原料炭を安定的に確保するため、2023年2月に原料炭サプライヤーのカナダTeck Resourcesが分離・上場する原料炭事業(Elk Valley Resources)の株式取得、および原料炭のオフテイク契約の締結を公表しました。高品質原料の獲得競争は激化しているため、今後も鉄鋼メーカーの権益投資は拡大する可能性があります。

脱炭素に関する動向～直接還元鉄に関連する事業の拡大

脱炭素化機運が高まる中、直接還元鉄に関連する取組が拡大しています。具体的には、神戸製鋼所が三井物産と共にオマーンで世界最大規模の直接還元鉄プラントを受注したほか、JFEホールディングスは伊藤忠商事や地場企業との合弁により低炭素還元鉄の生産開始(2025年目途)を公表しました。今後も、日系各社が過去から培ってきた実績と技術力を活かすことにより、直接還元鉄に関する事業拡大が期待されます。

図表1 原材料価格、製品価格推移

～鋼材価格は、海外では下落、国内では上昇



出所：貿易統計・日本鉄鋼連盟より弊行作成

図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2021年)

～中国メーカーが引き続き上位を占める

順位	企業名	国	粗鋼生産量 (百万トン)	前年順位(注)
1	中国宝武鋼鉄集団	中	120	1
2	ArcelorMittal	盧	79	2
3	鞍山鋼鉄集団	中	56	7
4	日本製鉄	日	49	5
5	江蘇沙鋼集団	中	44	4
6	POSCO	韓	43	6
7	河北鋼鉄集団	中	42	3
8	北京建龍重工集団	中	37	8
9	首鋼集団	中	35	9
10	Tata Steel	印	31	12

注：前年から順位が上昇した会社は赤塗、下落した会社は青塗で表示
出所：World Steel Associationより弊行作成

図表3 欧州の鉄鋼メーカーの脱炭素対応

～脱炭素化に向け、政府等からの補助金が充実

企業名	2020年代半ばまでの主な取組
アルセロー ル・ミタル	✓ 直接水素還元の実証プラントを独ハンブルグ製鉄所に建設し、2025年末までに操業を開始予定(ドイツ政府は本プロジェクトへ5,500万ユーロ支援)
ティッセンク ルupp	✓ 直接水素還元技術の開発を行うプロジェクトを開始しており、2025年頃に直接還元プラントを建設予定(ドイツ政府は本プロジェクトへ3,700万ユーロ支援)
SSAB	✓ 直接水素還元技術の開発に取り組み、2026年に商業生産開始を目指す(EUの補助金「Just Transition Fund」のうち1億5,570万ユーロの受領を発表)

出所：各社プレスリリースより弊行作成



2. オイル・ガス

業界動向

石油・天然ガスの市況動向～需要回復、価格動向不透明

2022年の世界の原油需要はコロナ禍からの回復により前年比+2.5%増加、天然ガス需要は価格高騰や暖冬に伴う暖房需要の減少等により同-1.6%減少しました。2023年は、中国の需要回復等により、石油は同+2.0%増加、天然ガスは概ね横這いとなる見込みです。

原油価格は、欧米の利上げによる世界的な景気減速の懸念や中国のロックダウンにより需要が減少し、2022年10月まで弱含みで推移してきたものの、同年11月にOPECプラスが減産幅を拡大して以降は、ほぼ横這いで推移しています。今後は、2023年5月の追加減産により、価格が上昇する可能性もあります。天然ガス価格は、暖冬により2023年1月以降弱含みで推移していますが、中国景気の復調に伴う需要増加や異常気象の発生等により、乱高下する可能性があります。

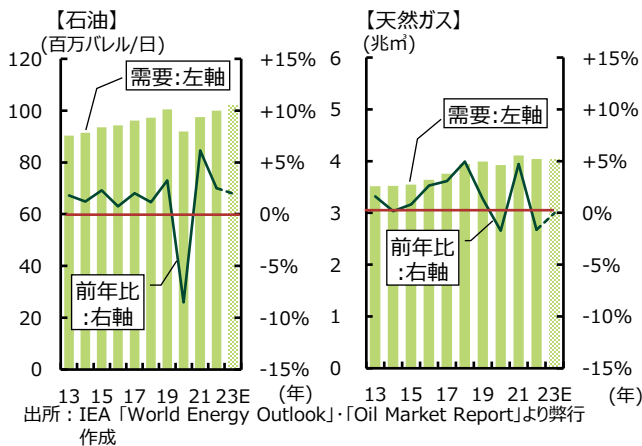
今後の見通し

GHG排出削減対策の多様化

EUは、2023年3月、2035年までにゼロエミッション車以外の販売を原則禁じることで正式合意しましたが、例外的に合成燃料を燃料とする内燃機関車の販売を容認しました。また、2023年4月15日・16日に開催されたG7の環境大臣会合でも、2050年までにネット・ゼロを達成するための方策として、各国のエネルギー事情、産業・社会構造及び地理的条件に応じた様々な道筋があることが容認されました。日本国内では、2022年9月に合成燃料の導入促進に向けた官民協議会が設置されるなど、多様な方策が模索されています。国内石油元売各社は、総合エネルギー企業として、多様なエネルギー源や脱炭素関連技術の開発に取り組んでいます。持続可能な航空燃料（SAF）については、具体的な供給目標を立てて、廃食用油やバイオエタノール等の原料確保に向けた取組み等を進めています。また、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を進めています。一方で、それぞれコスト面の課題をいかに克服できるかが鍵となります。

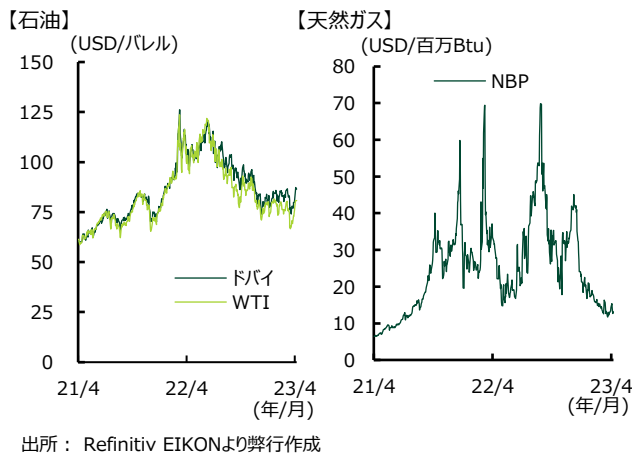
図表1 世界の原油・天然ガス需要

～コロナ禍前並みへ需要回復



図表2 原油・天然ガス価格の推移

～景気減速の懸念等の影響で価格弱含み



図表3 国内石油元売3社の主な脱炭素動向

～幅広い分野での技術確立と事業化

ENEOS HD	SAF	廃棄物等を原料とした年産40万KL規模の事業化調査、2026年までに供給体制構築
	その他	脱炭素燃料の輸送・貯蔵や利用に向けた鉄道、空港との連携、合成燃料の小規模プラント検証を開始し自立商用化に取り組む
出光興産	SAF	エタノールの調達及び年産10万KL級の製造商業機の開発、2026年度から供給開始
	その他	常温、常圧下でのアンモニア製造技術の確立と量産化、脱炭素燃料の供給拠点の整備、都市ごみを原料とした水素製造検討
コスモエネルギーHD	SAF	2025年度までに廃食用油による年産約3万KLの供給、2027年度までにエタノールによる年産22万KLの供給に取り組む
	その他	2030年に陸上・洋上風力で合計150万KW超の設備容量を目指す

出所：各社プレスリリースにより弊社作成



3. 石油化学

業界動向

海外市場動向～ロシア・ウクライナ問題前の水準に落ち着く

エチレン価格は、原油価格の高騰により2022年4月には1,400ドル/トン弱に上昇しましたが、その後は中国のロックダウンや経済停滞等により誘導品の需要が減少したほか、原油価格が下落したため、10月以降は900ドル/トン前後で推移しました。2023年に入ってから、ゼロコロナ政策の解除を機に、中国内需が回復したため、1,000ドル/トン弱に上昇しました。

国内市場動向～誘導品の需要減によりエチレン生産量減少

2022年通期のエチレン生産量は、中国のロックダウン影響や物価高による日本経済の低迷により、誘導品の需要が減少したことから、5,449千トン(前年比-14.0%)と大幅に減少しました。エチレンセンターの稼働率をみても、2022年8月以降、7カ月連続で好不況の目安とされる90%を下回りました。

今後の見通し

技術革新動向～2050年カーボンニュートラルに向けた取組みの加速

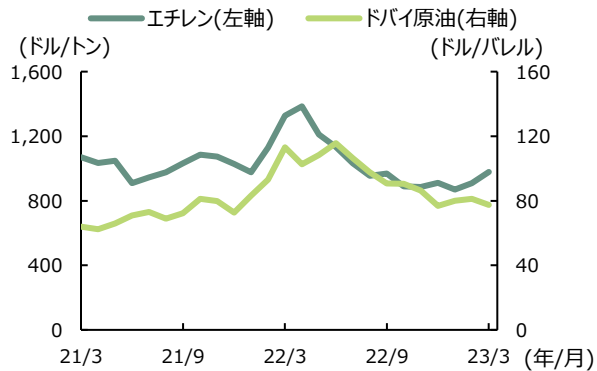
三井化学は、丸善石油化学を含めた3社と、ナフサ分解炉の燃料をアンモニアに転換する技術開発に取り組んでいます。また、住友化学と丸善石油化学は、廃プラスチックからエチレンやプロピレン等を高効率で製造可能な技術を開発しています。このように、カーボンニュートラルに向けた技術開発で、企業間の連携事例が増加しています。

事業構造改革の取組み

脱炭素化の潮流を受けて、三菱ケミカルグループは、2023年度中に、石化・炭素事業を分離し、半導体材料やヘルスケア、EV関連素材事業に注力する方針を掲げています。また、国内需要の減少や中国勢の増産の影響を受けて、三井化学はポリエステル繊維、住友化学はナイロン繊維原料の国内生産から撤退すると公表しました。このように、大手化学メーカーは、事業ポートフォリオを見直し、高収益分野へのシフトを進めています。

図表1 エチレン価格(アジア市況)の推移

～経済停滞等により低迷



出所：Refinitivより弊社作成

図表2 世界の売上高上位10社(ランキング)^(注)

～需要減退と原燃料費高騰の影響で減益

順位	企業名	国	売上高 (億円)	当期純利益 (億円)
1	BASF	独	123,074	▲884
2	Dow	米	75,038	6,042
3	SABIC	サウジ	69,645	5,800
4	LyondellBasell	蘭	66,531	5,119
5	LG Chem	韓	54,386	1,935
6	三菱ケミカルグループ	日	39,769	1,772
7	恒力石化	中	35,884	2,815
8	荣盛石化	中	32,085	2,324
9	万華化学	中	31,656	3,104
10	Sherwin-Williams	米	29,208	2,664

注：上場企業のみ対象。データは22年度決算。但し、一部企業は21年度決算を使用

出所：各社アナリールレポートより弊社作成

図表3 2050年カーボンニュートラルに向けた取組

～企業間の連携が加速

参加企業	概要
三井化学 丸善石油化学 東洋エンジニアリング 双日マシナリー	ナフサ分解炉において、従来メタンを主成分としていた燃料をアンモニアに転換する技術の開発を進めている。
住友化学 丸善石油化学	ポリオレフィン系廃プラスチックから、エチレンやプロピレン等を高効率で直接製造するケミカルリサイクル技術の開発を進めている。
三菱ケミカル 三菱瓦斯化学	CO ₂ から収率高くメタノールを合成する技術、およびエチレンやプロピレンを高収率で製造可能な触媒の開発を進めている。

出所：各社プレスリリースより弊社作成



4. 紙パルプ

業界動向

国内市場動向～板紙は堅調も、紙は減少が続く

2023年度第3四半期迄の国内出荷量をみれば、紙・板紙合計で16.3百トン(前年同期比-1.3%)と、コロナ禍前水準を依然大きく下回る状況が続いています(2019年度同期比-8.4%)。内訳をみれば、板紙は経済活動再開により8.5百トン(同-0.6%)とコロナ前水準まで回復している一方、紙はデジタル化やテレワーク定着による構造的な需要縮小を背景に7.8百万トン(同-15.6%)まで減少しています。

価格動向～需要低迷で追加の値上げ余地は限定的

燃料・パルプ価格高騰を受け、製紙各社は2021年12月以降複数回にわたって値上げを実施しました。足元では、紙はデジタル化進展、板紙は物価高を受けた日用品買い控えの影響で需要が低調に推移しており、追加の値上げ余地は限られる見込みです。

今後の見通し

紙需要減少への対応～板紙へのシフトと新規事業拡大

紙は構造的な需要減が続く一方、板紙はEC普及による需要拡大期待を背景に、製紙各社は紙から板紙への生産シフトを進めてきました。近年は、各社が新たな収益源確保に向けて新規事業を拡大しており、セルロースナノファイバー(CNF:パルプから作られる軽量・高強度な繊維素材)の実用化が進んでいるほか、豊富な社有林やパルプ生産設備を活かし、SAF(持続可能な航空燃料)向けのバイオエタノール製造を進める動きがみられます。

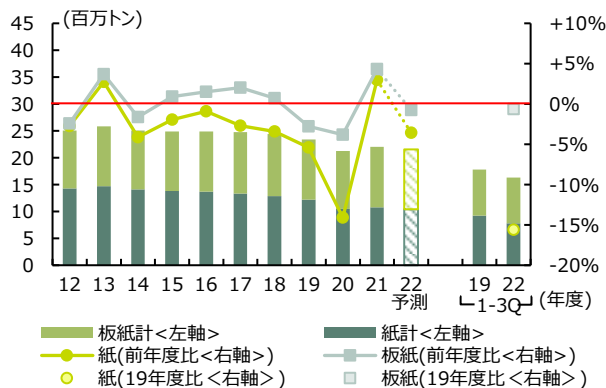
段ボール原紙在庫増加～当面在庫調整が続く見通し

物価高による日用品買い控えに加え、経済活動再開に伴う実店舗での消費回復を受けたEC成長鈍化を背景に、足元では段ボール需要が低調に推移しています。その結果、段ボール箱の材料となる段ボール原紙(注)在庫が過去最高水準まで積み上がっており、当面在庫調整が続く見通しです。

注：段ボールの材料となるライナー、中芯で、板紙の約8割を占める。製紙会社などが原紙を生産し、箱メーカーなどに販売する

図表1 紙・板紙国内出荷量

～紙の減少が続く一方、板紙は堅調



出所：日本製紙連合会より弊行作成

図表2 国内製紙売上高上位10社(2021年度実績)

～大手10社間における規模の差は大きい

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	14,702	1,201
2	日本製紙	10,451	121
3	レンゴー	7,469	333
4	大王製紙	6,123	376
5	北越コーポレーション	2,612	205
6	リンテック	2,568	216
7	三菱製紙	1,819	▲2
8	中越パルプ工業	901	24
9	特種東海製紙	807	42
10	巴川製紙所	328	20

出所：各社有価証券報告書より弊行作成

図表3 新素材の開発事例

～新規事業拡大に向けた各社動向

企業名	発表時期	内容
王子ホールディングス	2022年10月	木質由来のプラスチックやSAF(航空燃料)の量産化を計画。
大王製紙	2022年10月	CNFの含有率を67%まで高めた複合樹脂を開発、サンプル提供を開始。
北越コーポレーション	2022年10月	CNFを応用した新素材を開発。23年に打ち上げを予定している人工衛星の外壁部材への使用を計画。
日本製紙	2023年2月	住友商事などと提携し、国産木材を使ってSAFの原料になるバイオエタノールを生産する計画。

出所：各社プレスリリース、IR資料より弊行作成



5. 医薬品

業界動向

国内市場動向～薬価引下げ等により市場規模は頭打ち

医薬品の処方量は高齢化の進展による医療ニーズの拡大や定期的な新薬の発売等で増加しているものの、政府が医療費増加抑制に向けて薬価引下げや安価な後発医薬品(GE)の使用を推進してきた結果、薬剤費ベースの国内医薬品市場規模は頭打ちになっています。更に、2021年からは薬価改定頻度が隔年から毎年に変更され、薬価引下げペースは加速しています。

国内製薬企業の動向～海外市場強化・選択と集中の推進

国内市場の成長が見込めない中、日系製薬各社は、主力製品の適応拡大による1製品当りの売上最大化や、外資大手との販売提携等による海外での販路拡大を進めています。また、海外のバイオベンチャー買収や自社が強みを有する疾患領域に集中的に経営資源を投じる一方、非注力事業の売却を進めることで、選択と集中を図っています。

今後の見通し

国内市場の見通し～薬価下落や新薬開発の投資回収難化により収益力低下

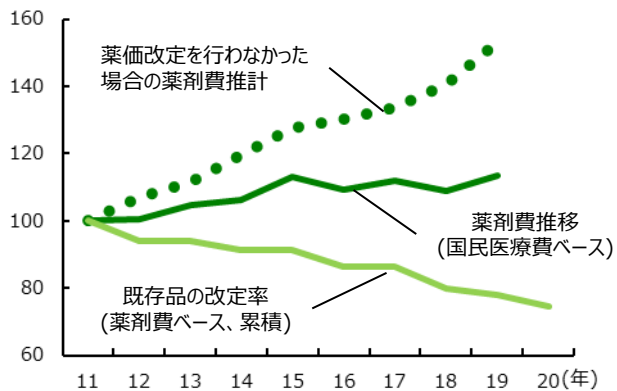
新薬メーカーは、薬価が引き下げられる中でも新薬上市により収益を維持してきましたが、創薬対象の変化(生活習慣病⇒希少疾患)等により研究開発の投資回収が難しくなっています。また、多様化する創薬技術に分散投資を行うには資金力が必要であるため、新薬を継続的に上市できる企業は減少する見通しです。長期収載品・GEメーカーにおいても、薬価引下げペースが加速する中、品質管理や安定供給体制の強化に向けた管理コストの増加も見込まれており、収益力の低下は避けられないとみられます。

製薬企業における戦略の方向性～事業領域の明確化がポイントに

こうした状況下、製薬各社は自らの事業領域を見極め、医薬品の「開発」若しくは「製造」に特化する形での競争力上げが重要とみられます。医薬品開発企業においては、開発プロセスの分業や他社との共同投資等による「創薬効率の極大化」、医薬品製造企業においては、医薬品製造受託企業も含めた集約・再編等による「生産効率の極大化」が今後のポイントになるとみられます。

図表1 国内医薬品市場(≒薬剤費)推移(注)

～薬価引下げ・後発品シェア拡大により市場規模は頭打ち



図表2 国内売上高上位10社(2021年度実績)(注)

～2021年度実績は概ね堅調に推移

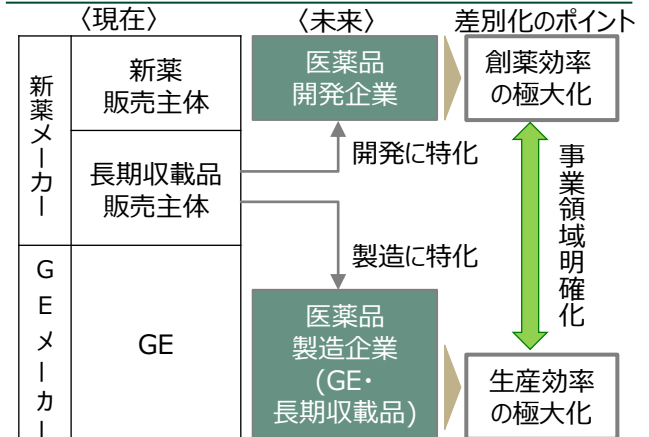
(単位：億円)

	企業名	決算月	売上高	営業利益
1	武田薬品工業	3	35,690	4,608
2	大塚ホールディングス	12	17,380	1,503
3	アステラス製薬	3	12,962	1,557
4	中外製薬	12	12,599	5,333
5	第一三共	3	10,449	730
6	エーザイ	3	7,562	538
7	住友ファーマ	3	5,600	602
8	協和キリン	12	3,984	867
9	田辺三菱製薬	3	3,859	▲157
10	小野薬品工業	3	3,614	1,032

出所：各社決算短信より弊社作成 注：12月決算先は2022年度の実績

図表3 医薬品業界の再編イメージ(弊行想定)

～「医薬品開発企業」と「医薬品製造企業」に分化





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反転

食品は生活必需品であり経済情勢による影響を受け難く、コロナ禍以降も需要は安定的に推移しています。2020～21年の食品・外食関連の家計支出額は、比較的単価の高い外食需要縮小を背景に、僅かに減少しました。2022年は、外食需要が回復基調にある他、コロナ禍や地政学リスクを背景に原燃料費高騰が続く中、コスト高を踏まえた食品メーカーによる値上げが寄与する形で、食品支出額は反転しました(前年比+1.8%、2019年比でも+3.1%)。

食品メーカーの業績動向～海外展開積極企業が好調

2022年度の食品メーカーの業績をみれば、多くの企業が値上げに伴い増収となったものの、日本国内では消費者の低価格志向が根強いことから、コスト増加分を売価に転嫁し切れず、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～各種コストの高止まりを受けて再値上げの動きも

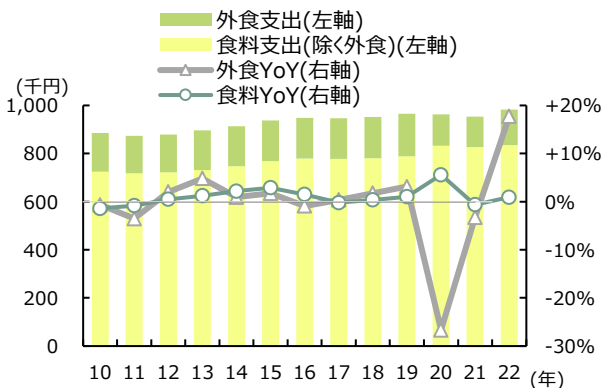
2022年に一時騰勢を強めた穀物価格や急速な円安が進んだ為替相場は、一定の落ち着きをみせているとはいえ、当面は価格の高止まり・円安水準の維持が予想されており、食品メーカーの多くは2023年以降の再値上げを実施・予定しています。但し、単純な値上げの実施は、競合他社の動向次第で顧客離れを招くおそれがあるため、高付加価値化を進めること等により差別化を図っていくことが重要とみられます。

今後の戦略と方向性～収益力強化に向けた提携等が進む可能性

コロナ禍では先行き不透明な状況であったことから、投資を抑制する企業もみられましたが、人口減少や少子高齢化に伴う国内市場の縮小が中長期的に見込まれる中、①新規事業領域の開拓、②海外市場への進出・拡大、③生産性向上・合理化、等を目的としたM&Aやアライアンスが増加しつつあります。今後も、コスト高の継続が想定される状況下、収益力引上げに向けた各社の事業戦略が注目されます。

図表1 食料品・外食関連家計支出(2人以上世帯)

～支出金額はコロナ禍前水準を回復



出所：総務省「家計調査」より弊社作成

図表2 売上高上位10社(2022年度実績)

～海外での事業規模が大きい企業は好調

(単位：億円)

順位	企業名	決算期	売上高	営業利益(注)	
				当期	前期比
1	サントリーHD	22/12	29,701	2,765	+290
2	アサヒグループHD	22/12	25,111	2,170	+51
3	キリンHD	22/12	19,895	1,160	+479
4	味の素	23/3予	13,670	1,330	+84
5	日本ハム	23/3予	12,700	220	-261
6	山崎製パン	22/12	10,770	220	+36
7	明治HD	23/3予	10,580	775	-154
8	マルハニチロ	23/3予	9,700	270	+32
9	伊藤ハム米久HD	23/3予	9,000	220	-26
10	コカ・コーラボトラーズ ジャパンHD	22/12	8,074	▲115	+95

注：味の素、日本ハムは事業利益

出所：各社有価証券報告書より弊社作成

図表3 食品企業におけるM&A、アライアンス事例

～海外市場や新規事業獲得を目指す動き

目的	時期	企業名	内容
新規事業	22/1	日清食品HD	植物肉開発を手掛けるDAIZ(日)との資本業務提携
			冷凍食品事業を手掛けるWaffle Waffle(米)との資本業務提携
海外市場	22/9	ハウス食品	同業の熊本製粉(日)を買収
			植物性食品事業を手掛けるKeystone Natural HD(米)を買収
合理化	22/6	日清製粉	同業の熊本製粉(日)を買収
			22/9

出所：各社プレスリリースより作成



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

2020年、2021年の電子部品・半導体市場は、民生電気機器の巣籠り需要や大手IT事業者によるデータセンター投資の増加等を背景に、様々な用途向けで拡大しました。一方、2022年は、自動車の電装化が進む車載向けや工場の自動化が進む産業機器向けでは堅調な需要拡大がみられるものの、景気の先行き不透明感の高まりを背景とした民生品の販売低下や企業のIT投資抑制から、PCやスマートフォン、データセンターサーバー等のIT機器向けでは需要が縮小しています。特に、需給動向により単価が大きく変動する半導体メモリでは、これまで生産能力の拡大が続いていたなか、主要搭載先であるIT機器向けの需要縮小により、単価が大きく下落しています。需給の軟化により、セットメーカー、メモリメーカーの双方で在庫が積み上がっており、メモリメーカーは在庫調整のため生産抑制に踏み切っています。

今後の見通し

市場見通し～中長期的には市場規模拡大の見通し

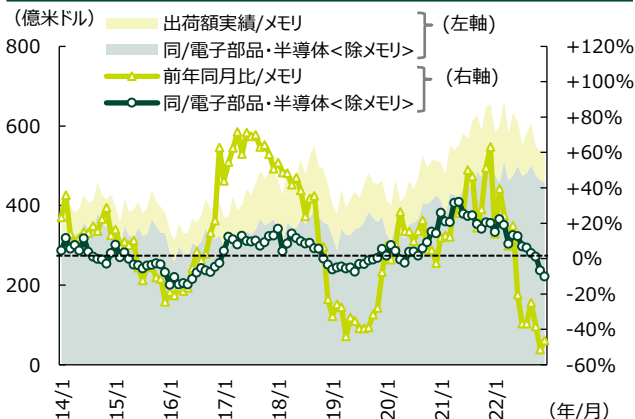
今後についてみれば、景気の先行き不透明感からIT機器向け需要の回復時期は見通し難い状況です。もっとも、車載向けや産業機器向けでは継続的な需要拡大が見込まれるほか、中長期的には、大手IT事業者の投資再拡大を背景にデータセンター向け需要の回復が期待されており、市場規模の拡大が見込まれています。

中国メーカーの動向～パワー半導体における競争激化の懸念

米国による先端半導体に関する対中規制強化を背景に、中国半導体メーカーは、先端分野への投資縮小を余儀なくされており、レガシー分野、なかでも車載向けで需要拡大が見込まれるパワー半導体への投資を活発化させています。現状では、中国製パワー半導体は、日本製等に比べて性能面で見劣りするとされることから車載分野等での採用は限定的ながら、投資拡大による生産技術の蓄積によって、中長期的に中国メーカーと日系メーカーの競争激化が懸念されています。

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2022年12月迄)

～市場規模は縮小傾向で推移



図表2 世界の売上高上位10社(2022年度)

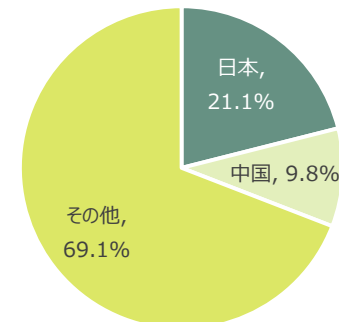
～大手半導体メーカーが上位を占める

	企業名		売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	TSMC	台	73,692	36,525
2	Intel	米	63,054	2,336
3	QUALCOMM	米	44,200	15,860
4	SK hynix	韓	35,481	5,415
5	Broadcom	米	33,203	14,286
6	NVIDIA CORP	米	30,758	9,709
7	APPLIED MATERIALS	米	26,974	5,577
8	AMD	米	25,785	7,822
9	MICRON	米	23,601	1,264
10	ASML	蘭	22,628	6,947

出所：CapitalIQより弊社作成

図表3 2022年パワー半導体出荷額シェア

～中長期的に日本・中国メーカーの競争激化懸念





8. 家電

業界動向

今後の見通し

海外市場動向～消費マインドの低下が懸念事項

グローバル家電市場は、中国のゼロコロナ政策やウクライナ情勢を発端とした世界的なサプライチェーンの混乱等を背景に、2022年の市場成長は停滞しました。2023年はインフレ進行による消費マインドの低下が懸念され、出荷台数は減少に転じる可能性があります。

国内市場動向～出荷台数減少を値上げでカバー

国内の家電出荷額をみれば、白物家電は円安や原材料価格の高騰を背景にメーカーの価格転嫁が進み、2022年は前年を上回る水準で着地。一方、黒物家電はコロナ特需の反動減が尾を引く形で出荷台数・金額ともに減少しました。2023年は、外出機会の増加やサービス消費へのシフトによる出荷台数の押下げが懸念されますが、高機能化等による製品単価の上昇がこれを補い、出荷額は横這い程度で推移する見通しです。

スマートホーム共通規格の登場～困り込みから協調へ

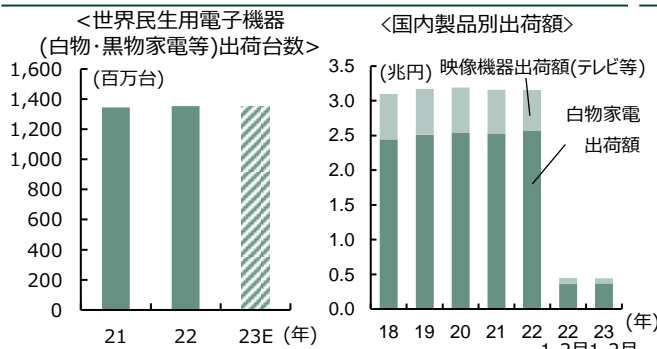
日系大手家電メーカーは、ユーザーニーズへの対応の他、サブスクビジネスの推進やユーザーの困り込み等も目的に、スマートホーム・IoT家電に注力してきました。一方海外に目を向ければ、アマゾン・グーグル・アップルの3社がスマートホームの共通規格「Matter」を発表(22/10月)、Matter対応製品であれば他社製品にも接続できるようになりました。本格的なMatterの普及はこれからですが、これまで課題だった互換性が解決されることで、スマートホームの浸透が加速する可能性があります。

市場動向～徐々に広がるシンプル家電

日系大手家電メーカー各社が高付加価値品の開発に注力する一方で、そのターゲットから外れる単身赴任世帯や若年層では、日系新興・中国メーカー等が販売するシンプルな機能を搭載した低価格帯家電が受け入れられつつあります。今後も、高単価品を幅広くラインアップする日系大手と、シンプル家電を強みとする新興・中国メーカーで、市場が棲み分けられる見通しです。

図表1 家電市場推移

～国内外ともに横這いで推移



出所：(左)Gartner@リサーチより弊社作成。Gartner, Semiconductors and Electronics Forecast Database, Worldwide, 1Q23 Update, Ben Lee et al., 30 March 2023 (民生用電子機器=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.
(右)日本電機工業会、電子情報技術産業協会より弊社作成

図表2 世界の家電売上高上位10社 (2021年度)(注)

～中韓メーカーが上位を占める

順位	企業名	国	売上高(億円)
1	美的集団	中国	58,462
2	サムスン電子	韓国	53,658
3	LG電子	韓国	42,562
4	海爾集団	中国	38,745
5	パナソニックHD	日本	34,088
6	格力電器	中国	32,291
7	ワールプール	米国	24,162
8	ソニー	日本	22,979
9	四川長虹電器	中国	16,964
10	エレクトロラックス	スウェーデン	16,089

注：パナソニックHDはくらし事業、ソニーはEP&S、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：各社アニュアルレポートより弊社作成

図表3 中国メーカーの日本市場への製品投入動向

～中国勢による単身世帯向け製品開発相次ぐ

年/月	企業	内容
22/6	エディオン/TCL	ネット動画の視聴に特化した43型チューナーレステレビを共同開発。
22/9	ハイセンス	一人暮らしのメインテレビ、家族のセカンドテレビ向けにハイビジョン小型液晶テレビの発売を発表。
22/11	ハイアール	一人暮らし向けに、省スペース設計の冷凍冷蔵庫4機種を発売を発表。
23/2	ハイアール	限られた空間にも設置可能なミニマムサイズの全自動洗濯機の発売を発表。

出所：各社プレスリリースより弊社作成



9. 機械

業界動向

海外市場動向～底堅いEV・半導体関連需要

2022/4月-2023/2月の海外向け機械受注は、経済活動の回復や円安効果等により欧米需要が好調だった他、EV・半導体関連需要の増加もあって、前年同期比+19%と高水準で推移しました。2023年度もEV・半導体関連を中心に堅調な推移が見込まれますが、世界的な金利上昇を背景とした先行き不透明感の高まりに伴う投資意欲低下が、需要減少に繋がる可能性がある点には注意が必要です。

国内市場動向～一部では需要減あるも自動化ニーズが下支え

国内向け機械受注は、工場・倉庫設備向けを中心とした根強い自動化ニーズを背景に同+4%と前年並みで推移しました。足元では、火力発電所の休廃止に伴う電力会社向けの需要減はあるものの、引続き工場・倉庫設備への自動化投資が下支えする格好で2023年度も前年度並みを維持する見通しです。

今後の見通し

産業用ロボット～中国市場で地場メーカーとの競争が激化

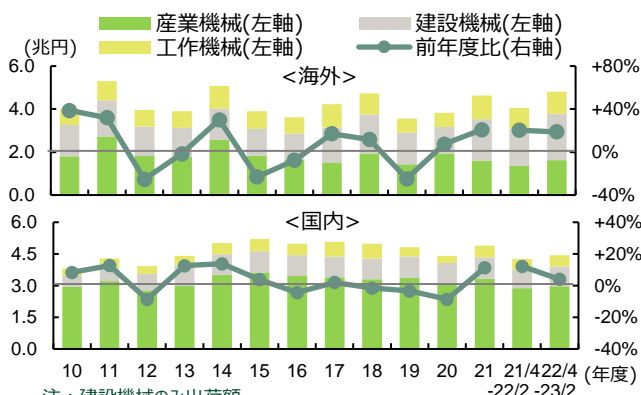
産業用ロボット市場では、需要先産業(自動車、コンシューマー機器等)の発展により成長が著しい中国市場において、地場メーカーが技術力の向上を背景にシェアを高めており、日欧メーカーとの競争が激化しつつあります。こうした現状に対し、日欧メーカー各社はサプライチェーン強靱化などを目的とした部材の現地生産や製品ポートフォリオの拡充に向けた研究開発を活発化させています。

脱炭素化動向～国交省が電動化に関する認定制度を新設

カーボンニュートラル実現を見据え、機械業界でも建機・農機の電動化ニーズが高まっており、機械メーカー各社は電動化製品の開発を進めています。こうした中、国交省は2023年度に建設機械の電動化に関する認定制度を新設し、公共事業の発注に関する優遇措置や補助金等の支援策の検討を発表しました。機械メーカー各社には、この政府支援を通じて研究開発・実用化に向けた取組みを一層加速させていくことが期待されています。

図表1 機械受注額推移(注)

～海外は堅調も国内は前年度並み



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より発行作成

図表2 世界の売上高上位10社(2021年)

～日米メーカーが上位を占める

	企業名		売上高(億円)
1	キャタピラー	米国	56,018
2	ディア	米国	47,165
3	三菱重工業	日本	38,603
4	CNHインダストリアル	英国	36,738
5	小松製作所	日本	28,023
6	カミンズ	米国	26,399
7	クボタ	日本	21,968
8	三一重工	中国	18,197
9	スタンレー・ブラック・アンド・デッカー	米国	17,163
10	川崎重工業	日本	15,009

出所：各社アナリアルレポートより発行作成

図表3 主要ロボットメーカーの取組み

～各社製品開発に注力

年/月	企業	取組み
22/8	安川電機	搬送作業への更なる拡販を目的に従来比高可搬重量(20→30kg)の協働ロボットを上市。
22/11	KUKA(ドイツ)	食品・医薬品産業向けに従来比高速かつ高可搬重量(6kg)のパラレルリンクロボットを発売。
22/12	ABB(スイス)	既存製品対比6倍の速度を実現した新たな協働ロボットを発売。
23/1	KUKA(ドイツ)	EV工場向けに、大型コンポーネントやバッテリーを取り扱うことが可能なロボットを発売。

出所：各社プレスリリースより発行作成



10. 自動車

業界動向

市場動向～サプライチェーン停滞により、販売台数は減少

2022年通期の世界自動車販売台数は、上海ロックダウンや車載用半導体等の部品不足に伴うサプライチェーン停滞の影響を受けて、前年比-1.7%の78.9百万台に止まりました。地域別にみれば、半導体搭載数の少ないモデルが多いアジア・大洋州地域では販売台数が増加した一方、北米・欧州・日本等の先進国はサプライチェーン停滞の影響が大きく前年割れとなっています。

各社業績～販売台数減、原材料価格高騰で減益見込

2022年度の国内完成車メーカー各社(注)の合算業績をみれば、円安の恩恵があったものの、販売台数の減少に加えて、原材料費や輸送費等のコスト上昇影響が大きかったこと等から、前年度比減益での着地が見込まれています。

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～半導体不足影響緩和に伴い、緩やかな回復が見込まれる

2023年通期の世界自動車販売台数は、前年比+5.9%の83.6百万台と半導体不足影響の緩和等に伴う回復が見込まれています。もっとも、新型コロナウイルス感染拡大前の2019年比では-7.1%の水準に止まっており、同年の水準まで回復するのは更に2～3年を要するとの見方もあります。

ピュアEV販売動向～中国・欧州で販売比率が上昇するも先行きは不透明

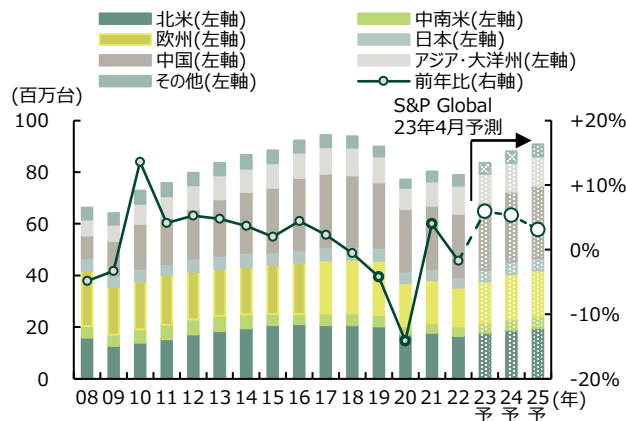
2022年のピュアEV販売動向を見れば、政府が補助金等の需要喚起策を講じたことや、完成車メーカー各社が積極的な新モデル投入を行ったこと等を背景に、中国・欧州を中心にピュアEVの販売比率が上昇しました。

尤も、中国・欧州とも補助金や免税等の優遇措置を段階的に縮小・撤廃している他、EUが2035年以降も合成燃料を使用するものに限りエンジン車の販売を認める方針に転換する(注)等、ピュアEVの普及ペースの鈍化につながる動きもみられるため、引き続き各国の政策・規制動向には注目が集まります。

注：従前はハイブリッド車を含むエンジン搭載車の販売を禁止する方針であった

図表1 世界の新車販売台数動向

～サプライチェーン停滞の影響で22年は前年比微減



出所：S&P Global Mobility(“Includes content supplied by S&P Global Mobility; copyright ©S&P Global Mobility,2023. All right reserved”)

図表2 世界の新車販売台数上位10位(22年)

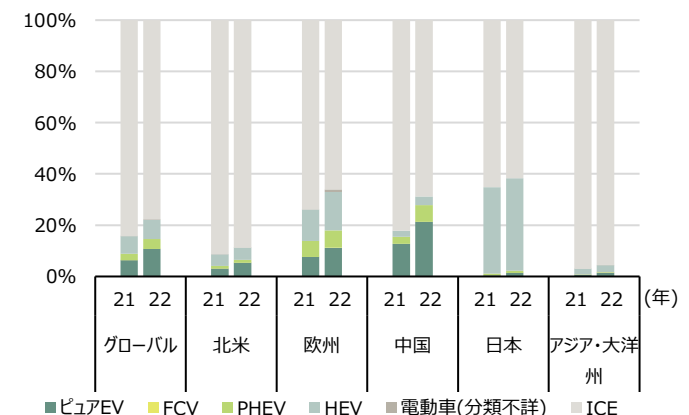
～サプライチェーン停滞影響で各社販売台数は減少

順位	企業名	国	販売台数 (百万台)	前年比
1	トヨタ	日	10.2	-0.1%
2	VW	独	8.0	-5.6%
3	Hyundai・Kia	韓	6.6	-3.6%
4	Renault・日産・三菱自	仏・日	6.0	-13.1%
5	Stellantis	蘭	5.8	-11.5%
6	GM (注)	米	4.3	-1.3%
7	ホンダ	日	3.8	-14.7%
8	Ford	米	3.7	-5.8%
9	スズキ	日	2.9	+6.4%
10	Mercedes-Benz	独	2.4	-0.2%
世界販売台数(総計)			78.9	-1.7%

注：上汽通用五菱汽車除く

図表3 各地域のパートレイン別販売構成比

～中国・欧州でピュアEVの販売比率が増加



出所：MarkLinesを基に弊社作成



11. 造船

業界動向

市場動向～受注は低調に推移

2022年の新造船受注量をみれば、昨年好調であった反動に加えて、資材価格の高騰を背景とした船価の上昇で発注が控えられたこともあり、前年比▲35.1%の90百万DWTとなりました。構造的な問題である船腹過剰の解消は進んでいないことを踏まえれば、今後も受注量は低調に推移することが懸念されます。

各社業績～鋼材価格の高騰から赤字継続

日系造船各社の2022年度下期業績は、不採算船の竣工に鋼材価格の高騰も加わり、多くの会社で赤字となる見込みです。2023年度上期についても、鋼材価格の動向次第では厳しい業況が継続する見通しです。

今後の見通し

環境対応船の動向～メタノール燃料船の受注が増加

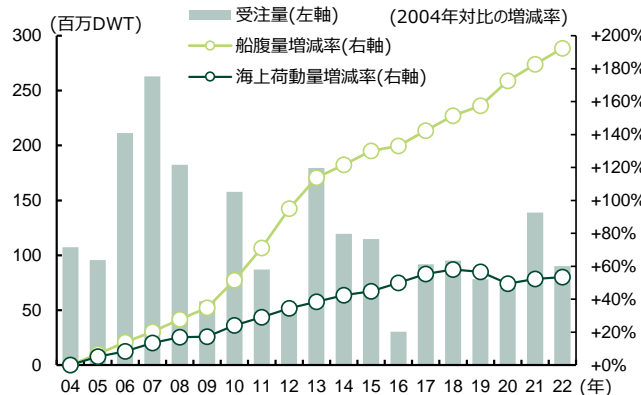
環境対応の観点から、2021～2022年前半にかけてLNG燃料船の受注が多くみられましたが、2022年の後半以降はコンテナ船を中心にメタノール燃料船の受注が大きく増加しました。現時点で主力となる環境対応船の見極めは難しいことから、今後造船会社においては環境対応船にかかる設計・開発負担が一段と拡大することが見込まれます。

中国造船業界の動向～休眠工場の再稼働が本格化

2021年の新造船受注量の急増を受け、中国では一部の休眠工場を再稼働させる動きがみられています。もっとも、2021年の受注量の急増はコロナ禍での一時的な効果であることを踏まえれば、過剰生産能力の再拡大により船価の低迷に繋がる可能性があり、今後の中国造船会社の動向には留意が必要です。

図表1 世界の新造船受注量と船腹需給の推移

～新造船受注は引き続き低調



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

図表2 世界の新造船竣工量上位10社(2022年)

～中韓造船所が上位

	企業名		竣工量 (万DWT)	受注残 (万DWT)
1	現代重工業G	韓	1,507	3,075
2	中国船舶集団	中	1,352	4,255
3	COSCO造船G	中	626	1,725
4	今治造船G	日	484	1,263
5	三星重工業G	韓	462	1,618
6	揚子江船業G	中	435	1,257
7	江蘇新時代造船	中	318	887
8	大宇造船G	韓	287	1,563
9	ジャパンマリンユナイテッド	日	287	486
10	大島造船所G	日	217	469

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

図表3 契約年別環境対応船の受注残構成比 (注1)

～メタノールの構成比が拡大

対応燃料	21年	22年	23年 1-3月
従来船(重油)	66.0%	56.5%	50.9%
環境対応船	34.0%	43.5%	49.1%
LNG	18.2%	16.3%	0.9%
メタノール	2.5%	8.1%	26.7%
その他(注2)	13.3%	19.1%	21.6%

注1：対象は主要3船種(バルカー、タンカー、コンテナ)

注2：LNGレディ船(将来LNG燃料船に改造・転換することを前提とした船舶)やメタノールレディ船、アンモニアレディ船、バイオ燃料船等

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



12. 通信

業界動向

国内市場動向～契約件数は増加も、ARPUは低下傾向

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では、需要が一巡しているスマートフォン向け回線の契約件数は微減傾向にあるものの、IoTの進展を背景としたM2M(注1)向けの回線需要の増加に伴い、契約件数全体で見れば増加傾向にあります。

一方、ARPU(注2)については、安価なM2M向け回線の増加に伴い下落傾向にあるなか、政府による通信料金引き下げ施策を背景に、大手通信各社が低料金プランの導入を進めた結果、19年以降低下幅が拡大。足元では、政府主導での料金値下げ圧力は一巡したものの、今後は大手通信各社が展開するサブブランド(格安スマホ)へのユーザー移行が進むことから、ARPUは引き続き微減傾向で推移するものとみられます。

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

携帯販売手続きのオンライン化～販売代理店の再編加速へ

ARPUの低下が続くなか、大手通信事業者は、コスト削減策として販売代理店の店舗数削減や接客のリモート化を進めています。加えて、2023年5月にはMNP予約番号(注1)が廃止される等、販売手続きの完全オンライン化に向けた制度設計も整備されつつあります。こうした大手通信事業者による販売チャネル改革の推進に伴い、販売代理店では店舗の統廃合を加速させるとともに、同業者との統合による経営効率化を狙う動きもみられます。

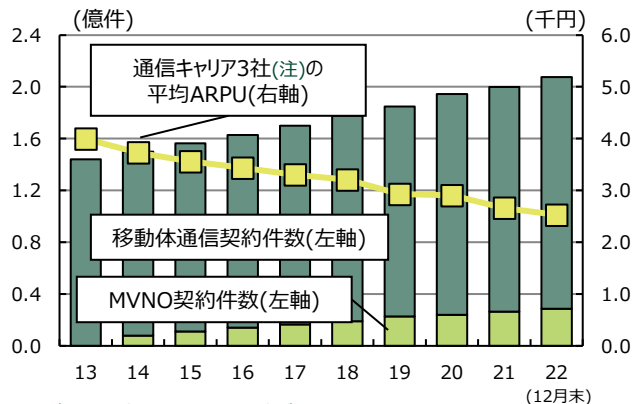
新周波数の割当～未使用プラチナバンド帯の利用に向けた検討が進む

電波法の改正に伴い、既存事業者に割り当てられた周波数の再割当が可能となったものの、これには多額の移行費用と時間を要するため、実現時期は不透明な状況です。代替策として、政府は電波の干渉を防ぐため未使用だった周波数(注2)を新たに割り当てることを検討中です。

注1：通信事業者の乗換え時に電話番号を持ち運ぶサービス「MNP(Mobile Number Portability)」で使用する引き継ぎコード
注2：地上デジタル放送との干渉防止のために割り当てられていなかった700MHz帯の周波数。この帯域周波数は伝搬効率が高く、通信事業者からプラチナバンドと呼ばれている

図表1 国内の移動体通信加入件数・ARPU推移

～加入件数は増加基調も、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より弊社作成

図表2 国内売上高上位先(21年度4-12月期)

～後発の楽天グループは営業赤字を喫する

	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	95,726 (44,244)	15,208 (8,888)
2	ソフトバンク	固定 移動体	43,455	9,821
3	KDDI	固定 移動体 CATV	41,829	84,342
4	楽天グループ (うち移動体通信事業)	移動体	14,907 (1,449)	▲2,513 (▲3,343)
5	TOKAIホールディングス	CATV	1,642	85
6	スカパーJSATホールディングス	衛星	886	167

出所：各社IR資料より弊社作成

図表3 販売代理店を巡る足元の動向

～通信事業者・代理店両方でオンライン化が進む

企業名	内容
NTTドコモ	2022年、ドコモショップを5年かけて700店舗程度削減するの方針を発表。今後はリアル店舗とリモート店舗を融合したハイブリッド店舗の推進を目指す。
ティーガイア	店頭に設置した機器を通じ、端末初期設定をオンラインでサポートするサービスを開始。業務をオンラインサポートセンターに集約することでコスト削減を図る方針。
コネクシオ	2022年、家電量販店のノジマが伊藤忠商事子会社の携帯販売代理店コネクシオを買収。

出所：各社IR資料より弊社作成



13. 海運(外航)

業界動向

今後の見通し

海外市場動向～コンテナ・バルカーは低迷、タンカーは高水準

コンテナ船の運賃は、米国を中心に港湾・内陸混雑が緩和したことから、2022年8月以降急落し、コロナ禍前の水準まで低下しましたが、足元では大手船社を中心とした減便や好況下で参入した船社の撤退等により、運賃下落ペースは鈍化しています。今後荷動きの回復も期待されるものの、新造船の竣工も相応に予定されており、市況の本格的な回復には相応の時間を要するとみられます。

バルカーは、各国の水際対策緩和に伴う滞船の解消に加え、世界的な景気の先行き不透明感を受けた荷動きの軟化を背景に船腹需給が緩み、市況は低迷が続いています。

他方、タンカーは、2022年11月に一時運賃が下落しましたが、ロシアへの経済制裁などから遠距離取引を中心に需給がタイトな状態が続いており、市況は高水準で推移しています。

脱炭素目標に向けた戦略強化～脱炭素分野への投資拡大

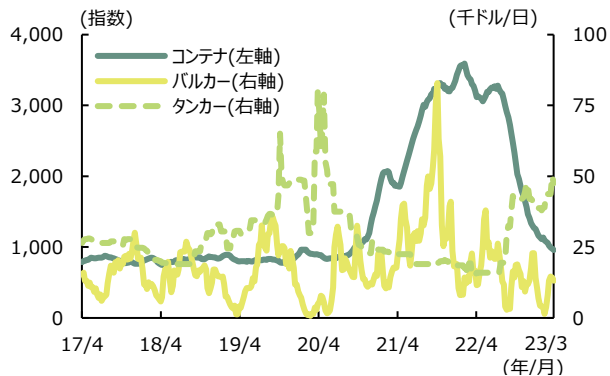
既存船に対する燃費規制(EEXI規制)や燃費実績の格付け制度(CII)が2023年1月に施行したことに伴い、海運各社は、省エネ技術の活用や運航効率化、次世代燃料への切り替えなど、様々な対応が求められています。さらに、国際海事機関(IMO)はより野心的な目標を取り入れたGHG削減戦略を2023年7月に採択する可能性があること等から、海運業界では、脱炭素関連の投資が引き続き拡大していくことが予想されています。

脱炭素化による新たなビジネス機会～液化CO2輸送船などで取組みを加速

海運業界では、世界的な脱炭素化の動きが化石燃料の輸送需要減少などを将来的に引き起こすことが想定される一方、CCS(CO2の回収・貯留)事業に用いられる液化CO2輸送船の運行など、新たなビジネス機会の獲得にも関心が集まっています。具体的には、大手船社は、CCSプロジェクトの世界各地での商用化を見越して、液化CO2輸送船に関する実証実験への参画やエネルギー関連企業との提携などの取組みを活発化させています。

図表1 海運市況の推移

～コンテナ・バルカーは低迷、タンカーは高水準



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」より弊社作成

図表2 コンテナ船社の船腹量シェア (2023年3月)

～2022年度にMSCはMaerskを抜いて首位へ

	企業名	国	シェア
1	MSC	スイス	17.6%
2	Maersk	デンマーク	16.2%
3	CMA CGM	フランス	13.0%
4	COSCO	中国	10.9%
5	Hapag-Lloyd	ドイツ	6.8%
6	Evergreen	台湾	6.3%
7	Ocean Network Express	シンガポール(注)	5.9%
8	HMM	韓国	3.2%
9	Yang Ming	台湾	2.8%
10	ZIM	イスラエル	2.1%

注：日本郵船、商船三井、川崎汽船が出資
出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」より弊社作成

図表3 邦船3社による主な取組事例 (2022年1月～)

～液化CO2輸送船事業などで取組みを加速

企業名	時期	事例
日本郵船	2022年1月	Knutsen Group(ノルウェー)と液化CO2輸送船を開発する新会社を設立
	2022年12月	関西電力とCCS事業検討の覚書締結
商船三井	2022年11月	Chevron(米国)と液化CO2海上事業開発協力に関する覚書を締結
	2022年2月	Petronas(マレーシア)と液化CO2海上輸送の事業開発検討の覚書締結
川崎汽船	2023年1月	関西電力とCCS事業検討の覚書締結
	2022年12月	Northern Lights(ノルウェー)と液化CO2輸送船の長期契約を締結
	2022年7月	JAPEX、日揮とともにマレーシアにおけるCCS共同研究に参加

出所：各社プレスリリースより弊社作成



14. 空運

業界動向

今後の見通し

海外市場動向～欧米中心に回復、中国は他地域対比で遅れ

旅客需要は、2021年以降、欧米が先行する形で回復に向かっており、2022年もこうした傾向が継続しました。一方、2022年12月までゼロコロナ政策が続いた中国では、需要回復が他国に後れを取る貌となりました。

国内市場動向～国内線・国際線とも緩やかに回復

国内線需要は、新型コロナウイルスの感染拡大状況に左右される展開が続いたものの、ワクチン接種の進展や外出自粛要請の緩和等を背景に、少しずつ正常化に向かって推移してきました。国際線需要も2022年以降、国内線に遅れながら回復してきており、今後も中国に対するさらなる水際規制の緩和が見込まれることなどから、引き続き回復基調が継続することが想定されています。

旅客需要見通し～コロナ禍前の需要水準への回復は時間を要する見通し

旅客需要は、コロナ禍の収束や水際対策の緩和等に伴い、今後も回復が続く見通しです。もっとも、感染が収束した後でも、ウェブ会議の定着でビジネス利用の減少が見込まれるほか、中国の経済回復の遅れにより、世界全体の旅客需要がコロナ禍前の水準に回復するには未だ時間を要するとみられます。

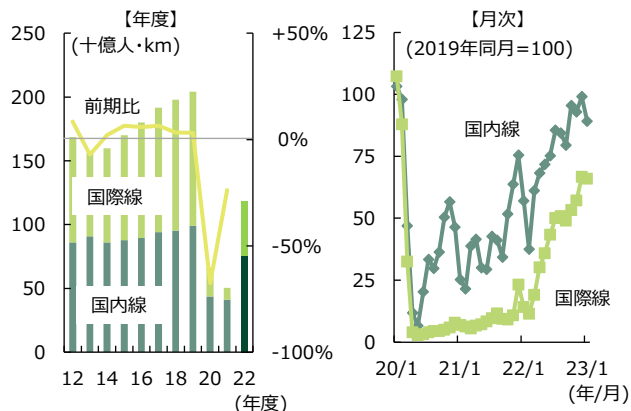
中長距離路線LCC事業の拡大～国内大手はレジャー需要の獲得を目指す

テレワークの普及によりビジネス旅客需要の縮小が懸念されるなか、国内大手エアラインは、低価格を武器にレジャー旅客需要を獲得すること等を目的として、国際線中長距離LCC(注)事業の拡大に注力しています。日本航空が設立したZIPAIR Tokyoは、アジアやハワイ、米国本土への路線を増やしているほか、ANAホールディングス傘下のエアージャパンも、2024年2月から東南アジア路線の就航を予定しており、各社の中長距離LCC事業の拡大の動きに注目が集まっています。

注：Low Cost Carrier、格安航空会社。従来型の航空会社と比べサービスを簡素化し、その分低価格な航空サービスを提供

図表1 日本の旅客需要(RPK)

～国内線・国際線とも緩やかに回復



注：22年度は2022年4月～2023年1月までの累積分
出所：国土交通省「航空輸送統計(年報及び速報)」より弊社作成

図表2 世界航空会社提供座席数ランキング(2023年3月)

～LCCがシェアを高めた一方、中国系はシェア低下

	企業名		シェア
1	American Airlines	米国	4.8%
2	Southwest Airlines	米国	4.3%
3	Delta Air Lines	米国	4.2%
4	Ryanair	アイルランド	3.8%
5	United Airlines	米国	3.6%
6	China Southern Airlines	中国	2.5%
7	China Eastern Airlines	中国	2.2%
8	IndiGo	インド	1.9%
9	easyJet	英国	1.9%
10	Turkish Airlines	トルコ	1.8%
15	ANAホールディングス	日本	1.1%

出所：CAPA-Centre for Aviation and OAGより弊社作成

図表3 日本の中長距離路線LCC動向

～国内大手はレジャー需要獲得を目指し事業拡大

ZIPAIR Tokyo	
2019年3月	「ZIPAIR」のブランド名を発表
2020年10月	東京=ソウル線、バンコク線の旅客便就航
2020年12月	東京=ホノルル線就航
2021年9月	東京=シンガポール線就航
2021年12月	東京=ロサンゼルス線就航
2022年12月	東京=サンノゼ線就航
2023年6月	東京=サンフランシスコ線就航予定
エアージャパン	
2022年3月	新ブランド名「AirJapan」を発表
2023年3月	「AirJapan」のサービス内容を発表
2024年2月	東南アジア路線の就航を予定

出所：各社プレスリリースより弊社作成



15. 陸運倉庫

業界動向

国内市場動向～BtoB/BtoC共に荷動きは緩やかな増加基調
 営業用・自家用合計の自動車貨物輸送量(BtoB)をみれば、新型コロナウイルス感染拡大時に停滞していた経済活動が正常化したことにより、2021年度以降、緩やかな回復基調で推移しています。また、宅配便取扱個数(BtoC)についても、引き続きEC市場拡大により増加傾向で推移しています。

大手10社業績～荷動き増により幅広い企業で増収増益

日系物流大手10社の第3四半期まで業績(2022年4月～2022年12月)(注)をみれば、荷動きの回復に伴い、幅広い企業で増収増益となりました。トラックドライバーに対する時間外労働の上限規制適用に先立ち(詳細後述)、人件費・外注費の上昇が見込まれるなか、各社は適性単価の確保に向けた値上げや生産性向上を進めており、業界全体でコストアップを相殺できるか注目が高まっています。注：NXHDとSBSHDは22/12月期通期決算

今後の見通し

物流の2024年問題～ドライバー確保に向けた取り組みが進む

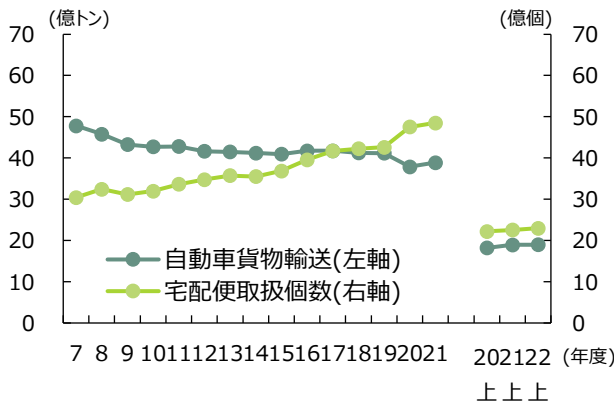
2024年4月からトラックドライバーに時間外労働の上限(年960時間)規制が適用される予定です。規制適用によってドライバー不足が一段と深刻化するとみられ、運送事業者では人件費や備車費の増加に繋がることが懸念されます。規制適用に向けた準備期間が残り1年を切るなか、運送事業者では、中継輸送への切り替えや配送日数の延長といった輸送体制の見直し等が進められており、これらの巧拙が各社の業績を左右するとみられます。

脱炭素化への対応～カーボンニュートラルに向けた取組みの加速

2023年4月に非化石エネルギーへの転換を促す改正省エネ法が施行されたことから、エネルギー使用量の多い陸運関連事業者(輸送事業者や荷主)は、エネルギー使用状況の報告が義務付けられるとともに、計画に沿った省エネ対策が求められるため、脱炭素化に向けた取組みが加速する見込みです。具体的には、再エネ由来の電力使用、低環境負荷の車両の導入、デジタル技術活用などを通じてサプライチェーン自体を見直す動き等が想定されます。

図表1 荷動きの推移

～BtoB/BtoC共に荷動きは緩やかな増加基調



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 物流企業2022年度第3四半期迄業績

～荷動き増により幅広い企業で増収増益

	企業名	売上高 (億円)	前期比	当期利益 (億円)
1	日本郵便	26,351	▲4%	918
2	NX HD (注)	26,187	+49%	1,083
3	ヤマトHD	13,960	+2%	391
4	SG HD	11,156	▲4%	1,080
5	ロジスティード	6,180	+12%	200
6	センコーHD	5,153	+11%	149
7	セイノーHD	4,728	+4%	171
8	SBS HD	4,555	+13%	117
9	山九 (注)	4,366	+6%	201
10	鴻池運輸	2,371	+6%	69

注：NXHDとSBSHDは22/12月期通期決算
 出所：各社決算短信(日本郵便は日本郵政IR資料)より弊社作成

図表3 物流企業の脱炭素化に向けた目標設定

～カーボンニュートラルに向けた取組みの加速

企業名	目標設定(注)
日本郵政	・30年度までに19年度比△46%削減(GHG) ・50年のカーボンニュートラル実現
NX HD	・23年度までに13年度比△30%削減(CO2)
ヤマトHD	・30年度までに20年度比△48%削減(GHG) ・50年のカーボンニュートラル実現
SG HD	・30年度までに13年度比△46%削減(CO2) ・50年のカーボンニュートラル実現

注：各社ともスコープ1、2が対象
 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～資材高により前年同期を上回る水準

2022年度2月迄の国内大手ゼネコン50社の国内受注高をみれば、民間工事は、資材価格高騰に伴う請負金額の上昇に加えて、製造業の設備投資意欲の回復もあり、前年同期比+10.7%と増加。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+8.1%増となりました。

国内事業者の動向～選別受注の取組が進む

ゼネコン各社は、ロシア・ウクライナ問題の長期化による資材高や人材確保に向けた人件費上昇などコスト増加分を施主に十分転嫁できておらず、採算が悪化している状況です。こうした中、選別受注を強化する動きも出始めており、斯かる取組が収益格差に繋がっていくものとみられます。

今後の見通し

資材価格の高騰～当面は高水準が継続し、収益環境は厳しい状況が続く

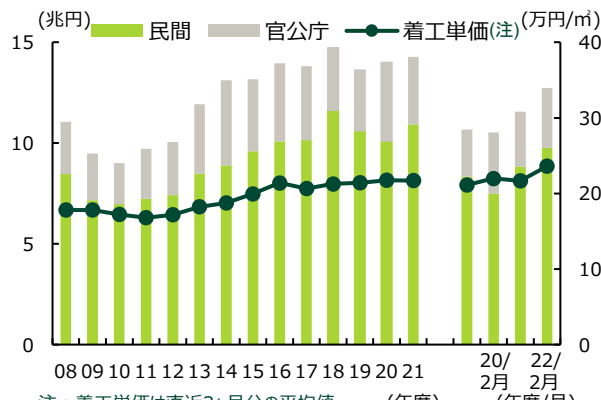
建設資材価格をみれば、インフレに伴う販売価格の上昇を受けて住宅需要が落ち込むなか、製材・合板等の木材価格は低下傾向にある一方、エネルギー価格の高騰等を背景に鉄鋼・生コンでは高止まりしており、当面はゼネコン各社の収益環境は厳しい状況が続くとみられます。

「2024年問題」への対応～人手不足解消に向けた取組が加速

建設業では、2024年4月から適用される働き方改革関連法案に伴って労働時間の上限規制が設けられることから、労働力不足に拍車が掛かることが懸念されています。こうした中、国土交通省では2024年3月以降の土木工事等においてBIM/CIMを原則適用する方針を定めている他、民間では施工ロボットや遠隔操縦技術等の共有を目的に設立された「建設RXコンソーシアム」への参画企業が増えつつある等、官民ともに生産性向上への取組を加速させていくとみられます。

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高は資材高により前年同期を上回る水準



注：着工単価は直近3ヶ月分の平均値 (年度) (年度/月)
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)より発行作成

図表2 ゼネコン売上高上位10社(注)

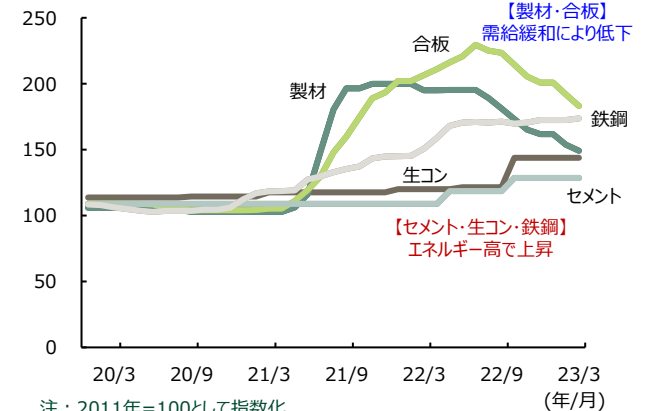
～減益予想が過半を占める

順位	企業名	22年度予測(億円)		
		売上高	営業利益	前期比
1	鹿島建設	24,000	1,210	-24
2	大林組	20,450	860	+449
3	清水建設	19,600	715	+264
4	大成建設	17,700	970	+9
5	竹中工務店	13,754	283	-180
6	長谷工コーポレーション	9,600	870	+43
7	インフロニア・ホールディングス	7,050	350	-25
8	戸田建設	5,400	126	-118
9	五洋建設	4,850	45	-114
10	熊谷組	4,080	156	-71

注：22年度業績は予測値。但し、竹中工務店は実績値
出所：各社決算短信、プレスリリースより発行作成

図表3 資材価格の推移

～鉄鋼・生コンを中心に高水準で推移



注：2011年=100として指数化
出所：建設物価調査会「建設資材物価指数」より発行作成



17. 不動産

業界動向

国内市場動向(住宅)～住宅着工は前年同期並みの水準

2022年度2月迄の住宅着工戸数をみれば、持家はテレワークの普及による住環境意識の高まりを背景とした新築需要の一巡や、建設資材価格高騰に伴う販売価格上昇による購買意欲の低下により減少した一方、貸家は新築住宅の価格高騰を受けて底堅く推移したことから、前年同期並みに止まりました。

国内市場動向(オフィス<東京>)～空室率は依然高止まり

オフィスビル賃貸市場(東京都心5区)では、在宅勤務が普及・定着するなか、大手・外資系企業を中心にテナント契約解除の動きが続いており、空室率は依然として高止まりしています。また、コロナ禍を経て空室率が上昇した物件ではその埋め戻しに向けて賃料の引下げを行っていることから、市場全体の平均募集賃料は下落傾向で推移しています。

今後の見通し

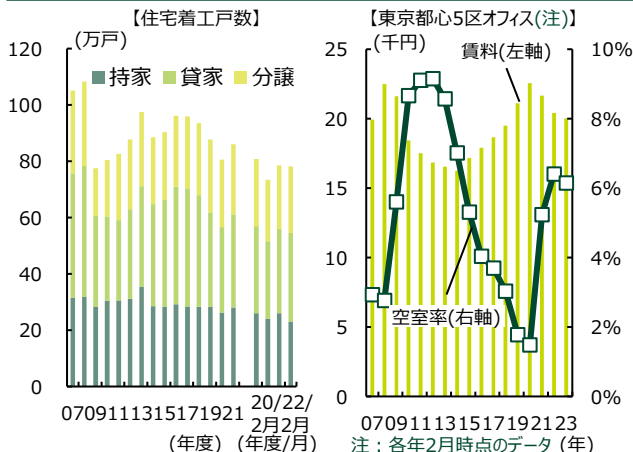
大型オフィスビルの大量供給(東京23区)～テナント誘致に向けた差別化が重要

在宅勤務の定着に伴い需要回復が期待し難い中、東京23区では複数の大規模再開発による大型オフィスビルの供給が見込まれており、更なる空室率の上昇や賃料下落が懸念されます。こうした中、省エネ機能を備えたZEB(ネット・ゼロ・エネルギー・ビル)の取組や、健康の観点からオフィス空間を評価するWELL認証の取得等、オフィスの付加価値向上に向けた取組みを進めることで、競合先との差別化を図っていくことが重要になるとみられます。

「空き家対策特別措置法」の改正～空き家のリノベーションが進む

国土交通省は、管理不全や倒壊など社会問題となりつつある危険性の高い空き家の増加を受け、2023年4月に「空き家対策特別措置法」の改正案を今通常国会に提出しており、早ければ年内に施行される見通しです。足元では、新築マンションや戸建ての販売価格が高騰するなか、斯かる空き家活用の促進など住宅政策の後押しによって、リノベーション需要が拡大していくとみられます。

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



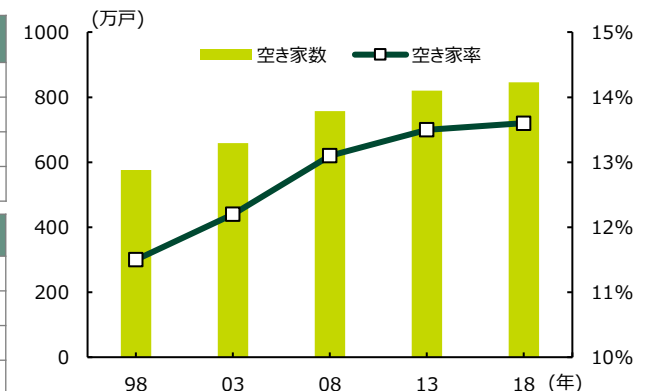
図表2 国内総合ディベロッパー・戸建住宅開発の2022年度売上高(注)上位4社

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	22,000	1,900
2 三菱地所	13,930	1,650
3 東急不動産ホールディングス	10,050	390
4 住友不動産	9,500	1,600

戸建住宅開発・企業名	売上高	当期利益
1 大和ハウス工業	47,600	2,260
2 積水ハウス	29,288	1,845
3 住友林業	16,697	1,087
4 飯田グループホールディングス	15,500	950

注：22年度予想。但し、積水ハウス、住友林業は実績値
 出所：決算短信より弊社作成

図表3 空き家数・空き家率(注)の推移



注：総住宅数に占める空き家の割合
 出所：総務省「住宅・土地統計調査」より弊社作成



18. アパレル

業界動向

国内市場動向～コロナ禍からの需要回復に水を差す物価高

主要チャネルである百貨店・スーパー（ショッピングセンター含む）における衣料品の既存店売上高をみれば、行動制限の緩和から人流は回復傾向にあるものの、テレワークの定着やネット通販の需要拡大に加えて、物価高に伴う節約・低価格志向の高まりを背景に、コロナ前（19年同月比）水準を下回って推移しています。

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

2022年度業績をみれば、コロナ禍からの需要回復を受けて増収となった他、損益面では①円安進行による仕入価格上昇、②ウクライナ情勢の緊迫化に伴うエネルギー価格高騰や輸送コスト等の上昇に見舞われたものの、コロナ禍を契機とした不採算店舗の閉鎖による固定費圧縮や値引き販売の抑制が奏功し、増益を確保した企業が多く見受けられました。

今後の見通し

国内市場見通し～収益環境の更なる悪化に向けた対応が求められる

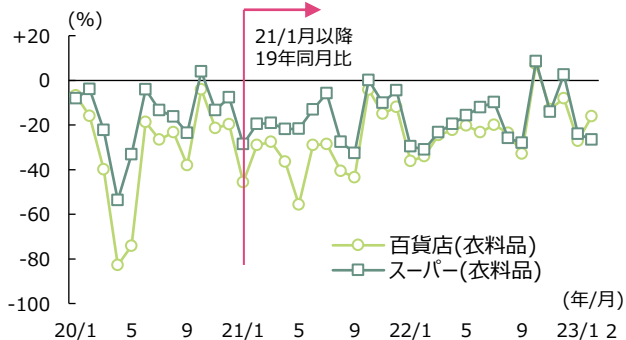
今後について、ネット通販の更なる普及やインフレによる消費マインドの低下により、実店舗ではコロナ前の需要水準まで回復しない恐れがあります。加えて、仕入価格や人件費などコスト増加も懸念される中、需要低迷が続く局面での販売価格への転嫁は顧客離れを招く可能性もあることから、各社構造改革等によるコスト削減に取り組んでいるものの、収益環境は厳しさを増していくものとみられます。

人権問題への対応～サプライチェーン上の人権リスク軽減に向けた取組みが重要

欧州中心に人権リスクの排除に向けた取組みが加速する中、国内では経済産業省が人権問題への取組方針を示すガイドラインを策定（2022年9月）し、2023年4月には取組手法を実践的に示した実務参照資料を公表しています。こうした中、国内アパレル企業では、同業や商社、海外現地企業（縫製工場）等との連携強化を通じて、川上から川下に亘るサプライチェーン全体の見直しに取り組んでいくことが重要になるとみられます。

図表1 チャネル別衣料品売上高(前年同月比)推移

～節約・低価格志向の高まりから消費活動は低迷



注：21/1月以降は前年の緊急事態宣言による反動影響を除く為、19年同月比
出所：日本百貨店協会「全国百貨店売上高概況」、日本チェーンストア協会「チェーンストア販売統計」より弊社作成

図表2 国内売上高上位10社(22年度実績・予想)

～概ね増収増益を確保

	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	22/8	23,011	+7.9	2,973
2	しまむら	23/2	6,161	+5.4	533
3	良品計画	22/8	4,962	+9.4	328
4	E-ヒート・スマート	23/2	2,901	+18.9	423
5	アダストリア	23/2	2,426	+20.3	115
6	ワールド	23/3	2,120	+23.7	(注) 125
7	ワコルHD	23/3	1,900	+9.9	(注) 20
8	青山商事	23/3	1,883	+13.5	73
9	ワークードHD	23/2	1,761	+4.5	52
10	パルグループHD	23/2	1,645	+22.6	158

注：IFRSに付、売上収益から売上原価、販管費を控除した数値(コア営業利益)
出所：各社有価証券報告書より弊社作成

図表3 人権問題に対する政府・業界団体の指針

～ガイドラインの策定で人権対応を促す

年/月	主体	指針名称	内容
22/8月	日本繊維産業連盟	繊維産業における責任ある企業行動ガイドライン	国際労働機関(ILO)駐日事務所の協力を仰ぎ、労働者の人権課題について解説。
22/9月	経済産業省	責任あるサプライチェーン等における人権尊重のためのガイドライン	国際スタンダードを踏まえ、企業に求められる人権尊重の取組を具体的に解説。
23/4月		責任あるサプライチェーン等における人権尊重のための実務参照資料	「人権方針の策定」、「人権への負の影響(人権侵害リスク)の特定・評価」の詳細な解説や事例を掲載。

出所：日本繊維産業連盟プレスリリース、経済産業省資料より弊社作成



19. スーパー・ドラッグストア

業界動向

スーパー ～市場規模は前年並みながら、収益環境は悪化

2022年度下期は、食品・日用品メーカー各社の値上げに対する店頭販売価格への転嫁が進んだことで市場規模は前年並みを維持したものの、人件費や水道光熱費等のコスト上昇がスーパー各社の損益悪化要因となりました。2023年度についても、人件費をはじめとした更なるコスト上昇が想定されることから、収益環境は厳しさを増す見通しです。

ドラッグストア ～積極出店と調剤・食品の伸長で市場は拡大

2022年度下期は、大手各社の積極出店に加えて、調剤・食品強化等の商品ラインナップ拡大も寄与して、市場規模は前年を上回りました。2023年度も同様の取組みによる他業態からのシェア取り込みのほか、インバウンド需要も回復傾向で推移するとみられ、市場成長が続く見通しです。

今後の見通し

スーパー ～人手確保に向けて人件費負担が増加

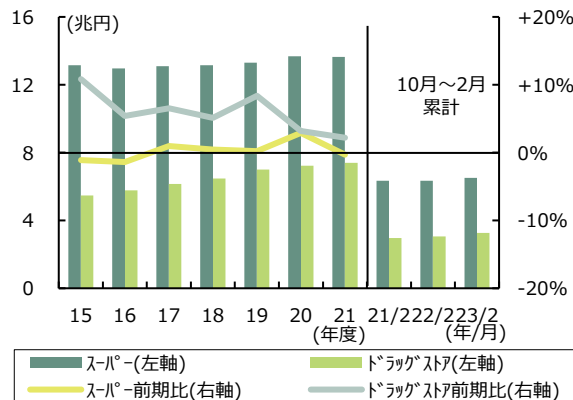
感染収束に伴って人手不足感が再度高まっているうえ、物価上昇が進むなかで従業員の処遇改善要請も強まっていることから、当面は人件費負担の増加を余儀なくされるとみられます。こうした状況下、店舗オペレーションの効率化やセルフレジ導入等の省人化投資の重要性が高まっており、小売各社の収益力を左右するポイントになるとみられます。

ドラッグストア ～対中国の水際対策終了に伴うインバウンド需要の回復に期待

コロナ禍でほぼゼロになったインバウンド需要は、22/10月以降の出入国規制緩和により反転し、23年以降は欧米や東南アジアの観光客を中心に回復ペースが加速してきています。今後は、対中国の水際対策が終了することで更なる回復が期待されており、ドラッグストア各社としては、中国人観光客からの人気が高いOTC医薬品や化粧品のラインナップ拡充等、インバウンド需要取り込みに向けた商品戦略が重要になるとみられます。

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



出所：経済産業省「商業動態統計」より弊行作成

図表2 スーパー・ドラッグストアの売上高上位4社

(2022年度・国内ランキング)

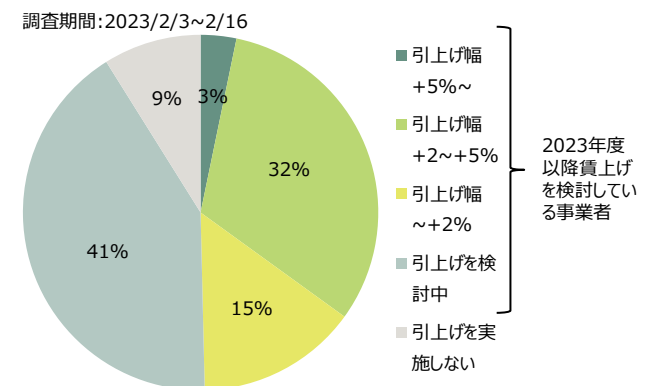
スーパー企業名		(億円)	
		営業収益	営業利益
1	イオンリテール	17,515	57
2	ライフコーポレーション	7,654	191
3	イトーヨーカ堂	7,293	4
4	U.S.M.H	7,087	64

ドラッグストア企業名		売上高	営業利益
1	ウエルシアHD	11,443	456
2	ツルハHD(注)	9,688	427
3	マツキヨココカラ&カンパニー(注)	9,500	578
4	コスモス薬品(注)	8,135	300

注：2022年度業績予想
出所：各社IR資料より弊行作成

図表3 スーパーにおける賃上げに関する調査

(n=114)



出所：全国スーパーマーケット協会「スーパーマーケットにおける賃上げに関する調査」より弊行作成



20. 外食

業界動向

国内市場動向～各社による値上げが売上高回復に寄与

外食産業の売上高は、断続的な行動制限の発出に加えて、コロナ禍で定着したライフスタイル変化(テレワーク・宴会離れ等)を背景に、2020年以降大幅に減少しましたが、足元では感染縮小に伴い回復基調で推移しています。2022年10月以降は、コスト上昇を踏まえた値上げの効果もあり、売上高はコロナ禍前並みまで増加しているものの、客数ベースではコロナ禍前比-1割程度の水準に止まっています。

業績動向～政府補助金縮減も、多くの先で黒字確保

2022年度は、政府補助金が縮減されたものの、行動制限撤廃に伴う需要回復を背景に、大手外食事業者の多くは営業黒字を確保しました。ただし、堅調な業績を維持しているファストフード業態で減益に転じた企業もみられる等、原燃料費高騰等によるコスト高の影響が顕在化しています。

今後の見通し

短中期見通し～消費マインド回復に期待もインフレ動向に要注視

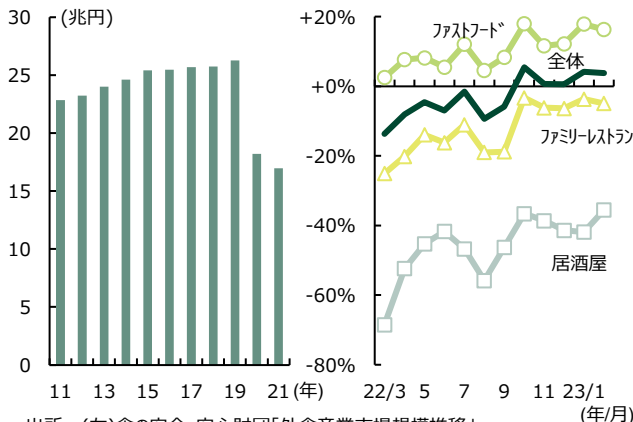
コロナ禍で需要が拡大していたデリバリーは、足元では既に頭打ちとなっています。徐々に需要が回復している店内飲食については、新型コロナウイルスの感染症法上の分類引下げを通じて、消費マインドの更なる改善が期待されています。ただし、足元で進行するインフレを背景に、消費者の生活防衛意識が一層高まることも想定され、割高なデリバリーも含めた外食控えや、低価格な業態・商品への需要移行が進む懸念があります。

今後の戦略と方向性～コスト効率化を図りつつ、サービス向上を追求

需要拡大余地は限定的な上、コスト高も当面続くとみられる中、各社は収益力強化に向けて、値上げやメニュー見直しを通じた原価低減、配膳ロボットやモバイルオーダー導入による省人化投資等を推進しています。もっとも、値上げの中でのメニュー・サービスの見直しが受け入れられず、客離れに繋がるケースがみられるため、原価低減・省力化によって捻出した余力を、顧客満足度や付加価値の向上につなげることが重要とみられます。

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)



図表2 売上高上位10社(2022年度実績・予想)

～多くの先が営業黒字を確保

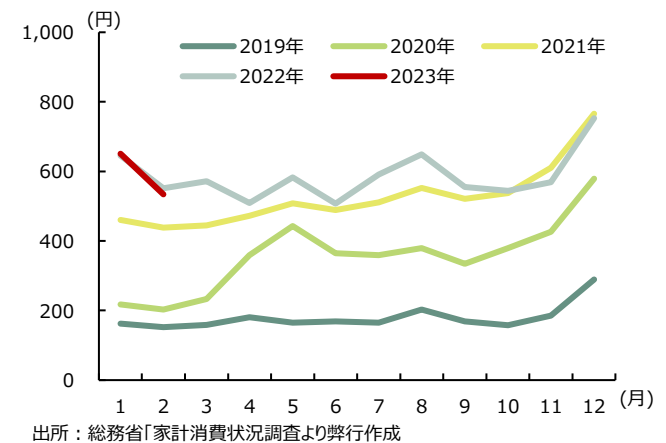
(単位：億円)

順位	企業名	決算期	売上高		営業利益(注)	
			前年比	前期比	前年比	前期比
1	ゼンショーHD	23/3予	7,455	+575	247	+22
2	日本マクドナルドHD	22/12	3,523	+346	338	-7
3	すかいらーくHD	22/12	3,037	+391	▲56	+148
4	FOOD & LIFE COMPANIES	22/9	2,813	+405	101	-45
5	コロワイド	23/3予	2,314	+97	49	-28
6	トリドールHD	23/3予	1,919	+369	71	+7
7	くら寿司	22/10	1,831	+355	▲11	+16
8	吉野家HD	23/2予	1,681	+154	34	+7
9	サイゼリヤ	22/8	1,443	+178	4	+27
10	ドトール・日レスHD	23/2予	1,244	+22	22	-8

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より弊社作成

図表3 デリバリーの家計支出額(二人以上世帯)

～足元では需要拡大ペースが鈍化





21. レジャー(旅行・ホテル)

業界動向

旅行～円安や旅行単価の高止まりから海外旅行は依然低迷
2022年度第3四半期の主要旅行業者の取扱高は、感染収束に伴って国内旅行が回復した一方で、海外旅行は、円安や燃油価格上昇による旅行単価の高騰もあって依然低迷したことから、2019年同期比-36%と厳しい状況が続きました。他方、コロナ禍でほぼゼロで推移してきたインバウンドに関しては、2022年10月の入国者数の上限撤廃を機に回復傾向にあり、同向け取扱高(注)はコロナ禍前の5割超の水準に戻っています。

注：国内旅行会社によるインバウンド向けの旅行取扱高

ホテル～全国旅行支援やインバウンドの回復により稼働率改善
2022年度第3四半期におけるホテルの客室稼働率は、行動制限の緩和や「全国旅行支援」による国内観光需要の喚起に加えて、インバウンド需要の回復もあって、コロナ禍前並みの水準に改善しました。また、GWの国内旅行者数は2019年を上回るとの予測もあり、当面は堅調な推移が見込まれます。

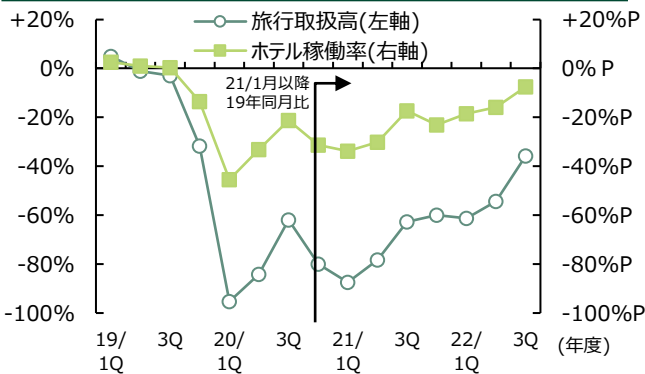
今後の見通し

国内レジャー需要～水際対策撤廃によるインバウンド需要の回復に期待
国内需要の牽引役となるインバウンドは、2023年5月8日に水際政策の完全撤廃が予定されていることから、今後一段の需要回復が期待されます。但し、コロナ禍前の訪日客の約3割を占めた中国人旅行客については、中国側で日本向け団体旅行が依然制限されている状態にあるため、日本での水際政策が撤廃された後もコロナ禍前の水準への回復には時間を要するとみられます。

今後の観光政策の方向性～「観光立国推進基本計画」による観光立国の復活
2023年3月、日本政府は「観光立国推進基本計画」を閣議決定しており、大阪・関西万博が開催される2025年に向けて、①持続可能な観光、②消費額拡大、③地方誘客促進を基本方針に掲げ、インバウンドの本格回復、都心部への偏在等の課題を解決することで、観光立国の復活を目指すとしています。中長期的な成長が期待される中、レジャー関連事業者は同計画に即した戦略策定等による需要取り込みが重要になるとみられます。

図表1 旅行取扱高・ホテル稼働率(前年同期比)

～ホテル稼働率はコロナ前水準に回復



注：旅行は前年同月比の四半期平均、ホテルは四半期平均の前年同期比
21/1月以降は前年の緊急事態宣言による反動影響を除く為、19年同月比
出所：国土交通省「旅行業者取扱額」、「宿泊旅行統計調査」より弊社作成

図表2 旅行取扱額・ホテル軒数の上位5社

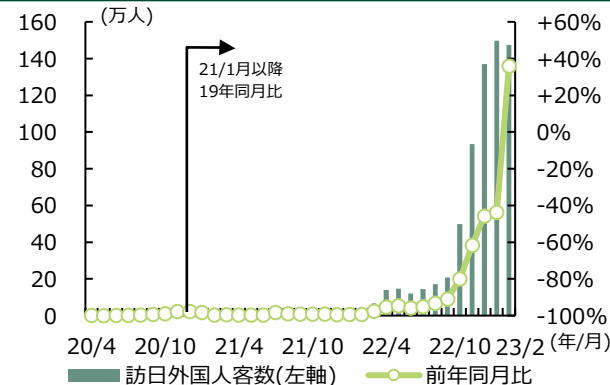
(国内ランキング)

【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行企業	取扱額(億円)	ホテル企業	軒数	客室(千室)
1 ジェイアイヒュー	6,945	1 ルートインホテルズ*	337	74
2 KNT-CTホールディングス	1,552	2 東横INN	331	57
3 日本旅行	1,164	3 アパホテルズ® & リゾート	269	62
4 阪急交通社	493	4 スーパーホテル	173	20
5 ジャルパック	492	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	143	21

注：旅行取扱高は2021年4月～2022年3月、ホテル軒数は2023年1月1日時点
出所：国土交通省「旅行業者取扱額」、OTAバブリケーションズ「週刊ホテルレストラン」より弊社作成

図表3 訪日外国人客数の推移

～22/10月以降、インバウンド需要は回復傾向



注：2023年1月および2月は推計値
21/1月以降は前年の緊急事態宣言による反動影響を除く為、19年同月比
出所：日本政府観光局(JNTO)「訪日外客数」より弊社作成



22. 電力

業界動向

今後の見通し

国内市場動向～新電力の販売電力量シェアは下落

2022年度は、石炭・LNG価格の高騰を背景として卸電力市場が高値圏で推移したことから、相対的に利鞘が薄い大口向けの新電力シェアが先行して低下したほか、小口向けの新電力シェアも22/8月以降は頭打ちとなりました。新電力事業者の一部では事業撤退や新規契約を抑制する動きもみられました。

大手電力会社の業績～期ズレ影響等により経常赤字見込み

2022年度の大手電力会社10社合算の業績をみれば、新電力の業容縮小に伴いシェアは回復した一方、燃料価格の高騰を背景とした燃料費調整制度(注1)の期ズレ影響や、販売単価への転嫁の仕組みが無い卸売価格の高止まりにより、第3四半期は大幅な経常赤字を計上したほか、通期でも経常赤字での着地が見込まれています。

注1：火力発電の燃料価格の変動を電気料金に反映させる制度

業績改善に向けた施策～大手電力会社は規制料金の改定を申請中

大手電力会社の多くは、燃料費調整制度における販売価格への転嫁上限を上回る燃料価格の高騰による損益悪化を受けて、規制料金の改定を申請しています。改定には経済産業大臣の認可を要し、審査を通じて電力会社は値上げ幅の抑制を求める意見も聞かれています。値上げが承認されれば、一定の損益改善が見込まれます。

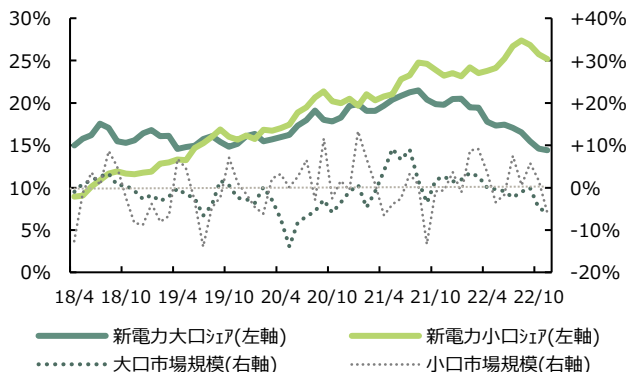
脱炭素に向けた動き～政府はエネルギー政策、GX投資促進の仕組みを整備

政府は、温室効果ガス(GHG)削減と経済成長の両立に向けた指針として、2023年2月に「GX(注2)実現に向けた基本方針」を公表しました。同公表では、再生可能エネルギー(以下、再エネ)・原子力の活用に向けた追加施策案や、カーボンプライシング・GX経済移行債等、GX投資を促進するための仕組みや制度を整備する方針が掲げられており、電力会社の脱炭素に向けた動きが一段と活性化するとみられます。

注2：Green Transformationの略。経済成長を維持しつつ、産業構造を化石燃料からクリーンエネルギーへと転換する変革

図表1 新電力販売電力量シェア・電力市場規模

～新電力シェアは下落

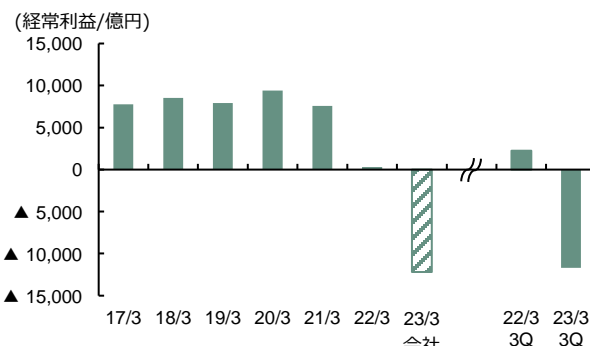


注：大口：高圧・特別高圧(主に産業用・業務用)、小口：低圧・電灯(主に家庭用)、大口・小口市場規模は前年同期比

出所：経済産業省資源エネルギー庁「電力調査統計」より弊社作成

図表2 大手電力会社10社の合算経常利益

～期ズレ影響等により経常赤字見込み



出所：各社有価証券報告書より弊社作成

図表3 GX実現に向けた基本方針

～エネルギー政策、GX投資促進の仕組みを整備

項目		政府方針・取組
エネルギー政策	省エネの推進	・ 補助金等の支援策の拡充
	再エネの主力電源化	・ 洋上風力発電におけるセントラル方式の導入等
	原子力の活用	・ 再稼働の推進 ・ 次世代革新炉の開発・新設
GX投資促進の仕組み・制度	カーボンプライシング	・ 排出権取引制度、炭素に対する賦課金の導入
	GX経済移行債の活用	・ 今後10年で150兆円に及ぶ官民協調投資の実現
	新たな金融手法の活用	・ 民間金融だけでは取り切れないリスクの補完

出所：経済産業省「GX実現に向けた基本方針」より弊社作成



23. 情報サービス

業界動向

国内市場動向～堅調な市場拡大が続く

国内情報サービス産業の需要動向をみれば、物価上昇や円安等を背景に景気及び企業業績の先行き不透明感が残る一方、大企業、中堅企業を中心に、DX(注)の実現に向けた旺盛なIT投資が続いています。

供給面では、システムエンジニア等のIT関連の人材不足が続いており、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の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～市場拡大と収益環境の重石

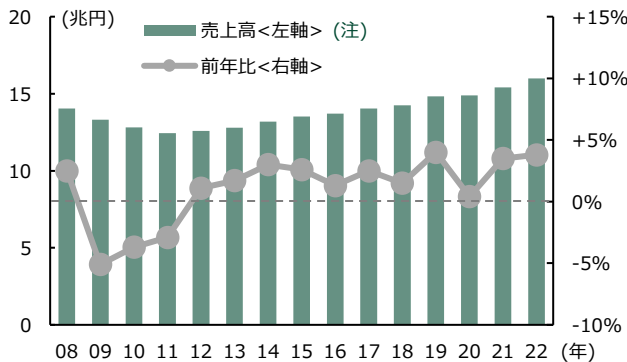
国内企業によるIT投資は、DX化に加え、老朽化が懸念される基幹システムの刷新、コスト削減や利便性向上に向けたシステムのクラウド化等のニーズが牽引する形で、今後も拡大する見通しです。

ただし、需要の拡大に開発リソースであるIT人材の確保・供給が追い付かず、市場拡大の重石になる可能性があります。加えて、情報サービス企業では、人材獲得競争の激化や物価上昇に伴う賃上げ圧力の高まり等から、人件費が増加し、収益環境が厳しくなる懸念もあります。

これらを受け、国内大手情報サービス企業は、同業買収の他、DX化やクラウド化対応のスキルを有する専門人材の育成等への投資を加速させることで、人材確保を進めています。

図表1 国内情報サービス売上高推移

～先行き不透明な景気状況でもIT投資は堅調



注：16年以降、毎年売上高の集計方法に変更があることから、22年実績を基準として、経済産業省公表の市場成長率を基に売上高を算出
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 ソフトウェア投資額前年度比

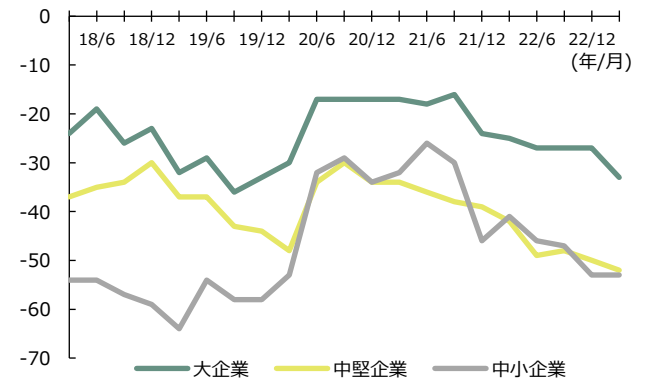
～企業による旺盛な需要が続く

企業規模(業種)	20年度	21年度	22年度	23年度(計画)
大企業	-7.8%	+7.3%	+15.1%	+6.0%
中堅企業	+6.2%	-1.4%	+17.2%	+12.0%
中小企業	-13.3%	+27.2%	+4.5%	+6.2%
全規模	-6.2%	+7.6%	+14.4%	+6.9%
製造業	-5.9%	+9.7%	+20.2%	+7.4%
非製造業	-6.4%	+6.4%	+11.4%	+6.5%

出所：総務省「情報通信白書」より弊社作成




















































図表3 情報サービス業 雇用人員DI

～IT人材不足の深刻化が懸念される



出所：日本銀行「日銀短観」より弊社作成

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	
	22年度下期 予測 / 実績	23年度上期 予測		22年度下期 予測 / 実績	23年度上期 予測		22年度下期 予測 / 実績	23年度上期 予測		22年度下期 予測 / 実績	23年度上期 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			凡例      不況 ← → 好況		

前回予測：2022年10月時点
今回予測：2023年4月時点