

グローバル経済と主要産業の動向

2025年5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5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	…18
5. 中国経済	…23
6. 為替	…28

2. 主要産業の動向（2024年6月更新） 31

1. 鉄鋼	…32	9. 機械	…40	17. 不動産	…48
2. オイル・ガス	…33	10. 自動車	…41	18. アパレル	…49
3. 石油化学	…34	11. 造船	…42	19. スーパー・ドラッグストア	…50
4. 紙パルプ	…35	12. 通信	…43	20. 外食	…51
5. 医薬品	…36	13. 海運(外航)	…44	21. レジャー(旅行・ホテル)	…52
6. 食品	…37	14. 空運	…45	22. 電力	…53
7. 電子部品・半導体	…38	15. 陸運倉庫	…46	23. 情報サービス	…54
8. 家電	…39	16. 建設	…47	産業天気図	…55

- 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

大幅な世界経済悪化は回避も予断を許さない状況

◆2025年の世界GDPは3%成長を維持

米中両国は閣僚級会議の合意に基づき、5月14日に関税を115%引き下げ。米中の大幅な経済減速が回避されたことにより、2025年の世界GDPは減速するものの3%の成長を維持する見通し。

もっとも、主要国・地域の経済は力強さに欠ける状況。米国は個人消費や政府支出の減速を背景に、1～3月期の実質GDPが前期比年率▲0.3%と、3年ぶりのマイナス成長に。関税影響が今後顕在化していくなかで、四半期GDPは年央にかけて再びマイナス成長となる可能性も。中国は、不動産や消費の低迷など内需の弱さに変わりはなく、政策効果で景気を下支えする状況が続く。日本でも、1～3月GDPは前期比年率▲0.7%と、4四半期ぶりのマイナス成長に。食料品価格の高騰などが消費者マインドを悪化させ、消費を抑制。4～6月期も関税が輸出を抑制することで、2四半期連続のマイナス成長となる可能性も。

◆関税の実体経済への影響は今後顕在化

株価は相互関税公表前の水準まで戻りつつあるものの、中国に30%、各国・地域に10%、自動車等の個別品目に25%の関税を賦課している状況は続いており、関税による実体経済への影響は今後顕在化していく見通し。米国と各国・地域との交渉結果次第では、景気後退局面に陥るリスクも残り、依然として予断を許さない状況が続く。

世界の実質GDP成長率見通し

	2024年 (実績)	2025年 (予測)	2026年 (予測)
世界計	3.3	3.0	3.1
先進国	1.7	1.1	1.3
アメリカ	2.8	1.5	1.8
ユーロ圏	0.9	0.6	0.6
イギリス	1.1	1.0	1.1
日本	0.1	0.5	0.6
新興国	4.3	4.0	4.1
BRICs	5.2	4.8	4.6
中国	5.0	4.8	4.5
インド	6.2	6.8	7.2
ロシア	4.1	1.5	0.9
ブラジル	3.4	2.0	2.0
NIEs	3.0	2.0	2.0
韓国	2.0	1.4	1.6
台湾	4.3	2.9	2.7
香港	2.5	1.9	2.0
ASEAN5	5.0	4.8	4.9
インドネシア	5.0	4.8	4.8
タイ	2.5	2.9	2.8
マレーシア	5.1	4.7	5.0
フィリピン	5.7	5.4	5.6
ベトナム	7.1	6.5	6.6

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）。

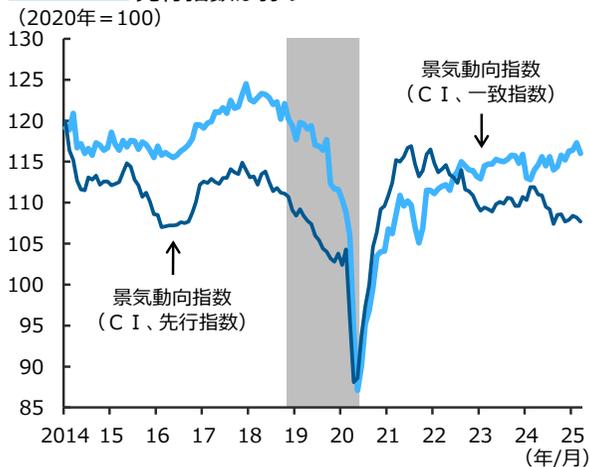
世界の実質GDP成長率の寄与度



出所：各国統計、IMFを基に弊社作成

概況：景気は一部で足踏みも緩やかに回復

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



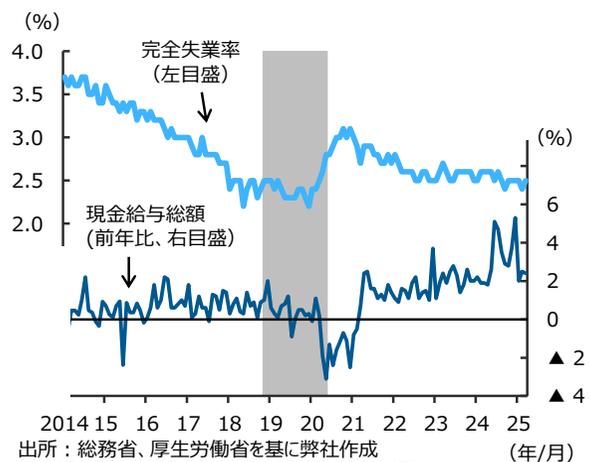
出所：経済産業省を基に弊社作成

外需 輸出は駆け込み需要で一時的に急増
輸入は増加基調



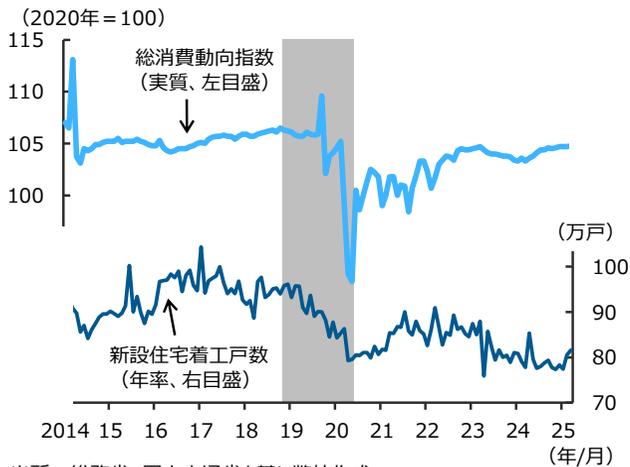
出所：日本銀行を基に弊社作成

雇用所得 失業率は2%台半ばで推移
名目賃金は足元で下振れも高めの伸び



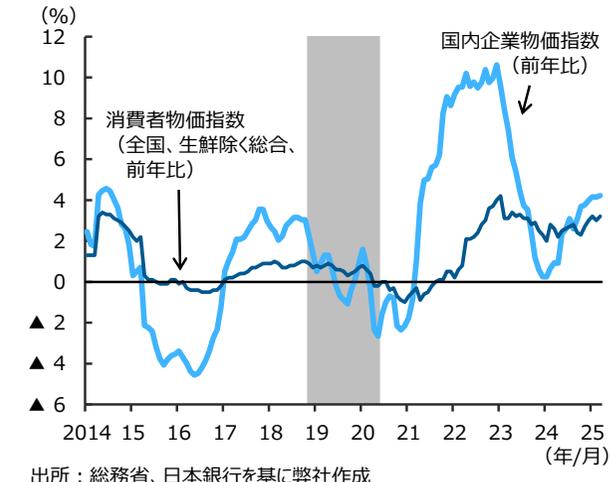
出所：総務省、厚生労働省を基に弊社作成
注：現金給与と総額の2016年以降は共通事業所ベース

家計 消費は緩やかに持ち直し
住宅着工は低水準で推移も足元で増加



出所：総務省、国土交通省を基に弊社作成

物価 企業物価は石油製品を中心に再上昇
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

1～3月期の実質GDPは前期比年率▲0.7%

◆外需の下振れによりGDPはマイナス成長

2025年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.7%と4四半期ぶりのマイナス成長。新設された半導体工場への装置搬入などを反映して設備投資の増加を中心に内需はプラスに寄与。一方、これらの設備投資の多くは輸入により賄われたため、輸入の増加がマイナス寄与に。

◆弱い動きが続く製造業の生産活動

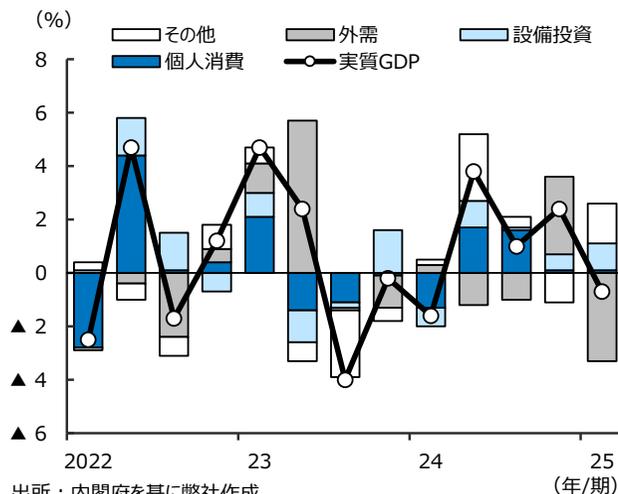
3月の鉱工業生産指数は前月比▲1.1%と低下。前月に大きく増加した輸出の反動減を背景に、輸送機械工業などが減少。

先行きの生産計画によると、4月は同+1.3%、5月は同+3.9%の増産見込み。3月に減産した電気・情報通信機械が反動で増加するなど、生産は緩やかに回復する見込み。もともと、米関税政策がわが国輸出の減少に作用し、輸出向けが多い機械関連業種を中心に計画対比で下振れる可能性。

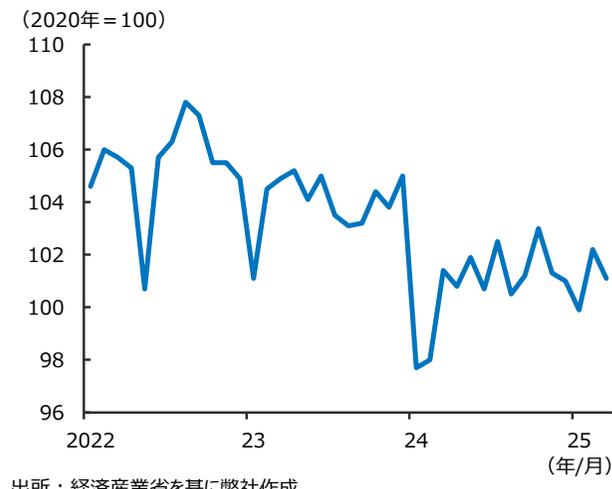
◆消費者マインドは悪化傾向

4月の消費者態度指数は前月比▲2.9ポイントと5ヵ月連続で大きく低下。米関税政策などを受けて経済への先行き不安が高まったことや、高騰が続く食料品価格などが消費者心理を悪化させた可能性。

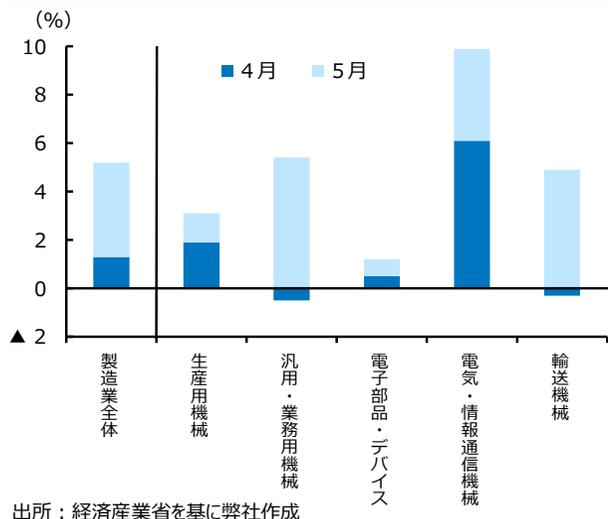
実質GDP成長率（前期比年率）



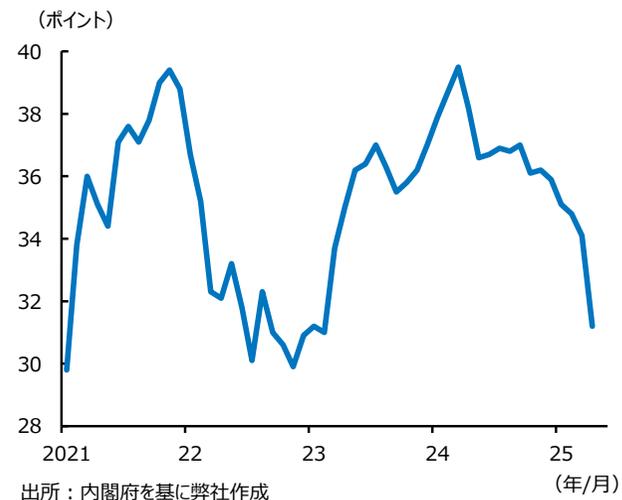
鉱工業生産指数（季調値）



業種別の生産計画（前月比）



消費者態度指数（季調値）



世界的な景気減速が外需の重石に

◆米関税引き上げが財輸出を下押し

財輸出は弱含み。年初以来増加が続いていた輸出金額は、4月中旬に前年比▲1.4%と減少。米関税引き上げを受けて、米国向け輸出が下振れた可能性。

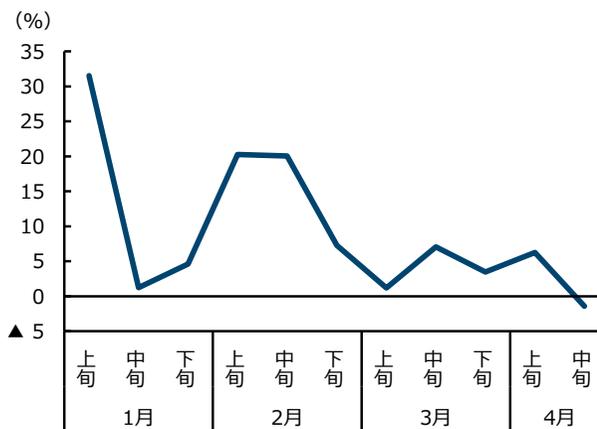
先行きも、米関税政策が財輸出の重石に。わが国の対米輸出の減少に加えて、諸外国の輸出減少による世界景気の減速も外需を下押し。とりわけ、わが国の主要輸出先であるアジア諸国は輸出に占める米国向けの割合が高く、景気への下押し圧力は大きい。米国が多くの国に対して一段と関税を引き上げる場合、グローバル需要が想定以上に減退し、外需の不振に追い打ちをかける恐れも。

◆インバウンド需要は増勢が鈍化へ

インバウンド需要は堅調。訪日外客数は引き続きコロナ禍前を上回る水準で推移。国・地域別にみると、米国や豪州、アジア新興国などからの観光客が大きく増加。これまで回復が遅れてきた中国人観光客についても、足元でコロナ禍前の水準を回復。既往の円安を背景に訪日客の消費単価も上昇しており、インバウンド消費額は足元でコロナ禍前の2倍近くに。

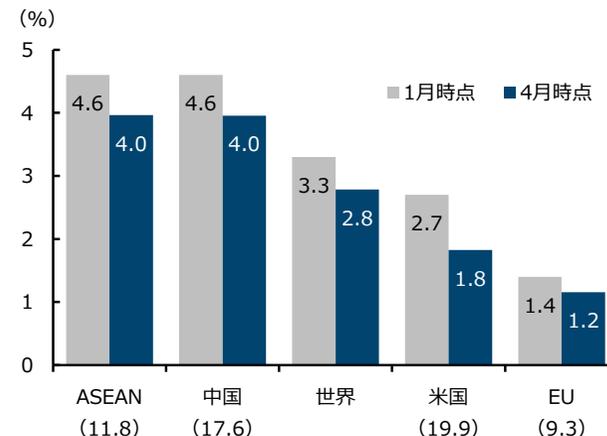
もっとも、先行きのインバウンド需要は減速する見通し。景気減速を受けて諸外国で所得が伸び悩み、外国人観光客の海外旅行需要を下押しすると予想。また、22年来の円安水準がピークアウトしつつあることも、購買力の低下を通じてインバウンド消費の重石に。

輸出金額（2025年、前年比）



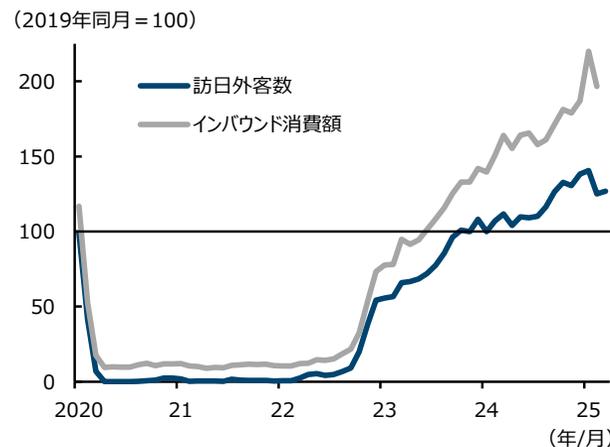
出所：財務省を基に弊社作成
注：2月下旬はうるう年要因を調整済。

IMFの実質GDP成長率見通し（2025年）



出所：財務省、IMFを基に弊社作成
注：括弧内は2024年の名目輸出シェア。ASEANは主要5カ国。

訪日外客数とインバウンド消費額



出所：日本政府観光局、財務省、日本銀行を基に弊社作成
注：インバウンド消費額はサービス収支の旅行受取。

訪日客の消費単価と為替レート



出所：観光庁、財務省、日本銀行を基に弊社作成
注：2020～22年はコロナ禍で調査が一部中断。点線は日本総研見通し。

家計の所得環境は改善へ、個人消費は底堅く推移

◆賃金は高めの伸びを維持

3月の現金給与総額（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）は前年比+3.0%と、前月（同+3.6%）から鈍化したものの、3%台の高い伸びを維持。

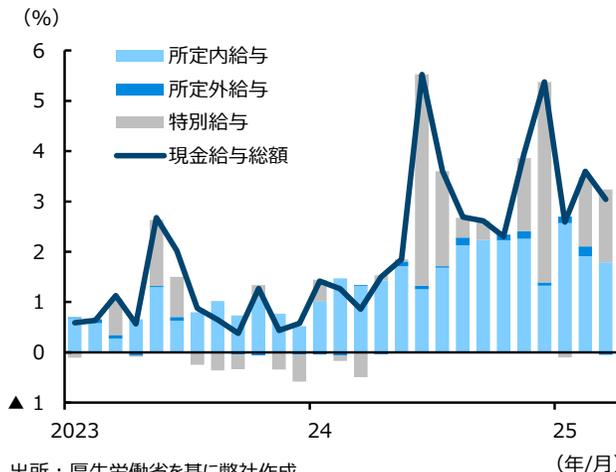
先行きも、賃金は堅調に推移する見通し。連合の春闘第5回回答集計によると、2025年の賃上げ率（定期昇給相当を除く）は3.75%と、昨年を上回る高水準。規模別にみると、中小企業の賃上げ率も、昨年から伸びが拡大し、大企業並みの3.61%を記録。中小企業では、大企業以上に人手不足が深刻であり、強い賃上げ圧力が生じていることが背景。これにより、昨年以上に幅広い労働者の所得環境が改善する公算大。

◆サービス消費が堅調

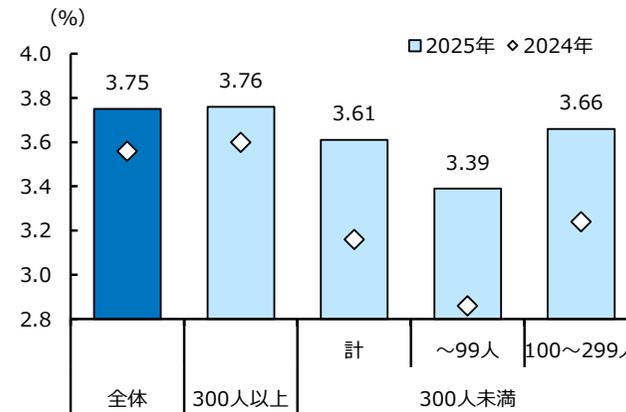
個人消費は振れを伴いながらも持ち直し。第3次産業活動指数の広義対個人サービスをみると、物価高を受けた家計の節約志向の強まりから、財消費関連の小売業が弱含む一方、生活関連・娯楽など、サービス消費関連は回復基調を維持。食料品価格の上昇から外食などのサービス消費にシフトしている可能性があるほか、物価高のなかでも娯楽関連の消費は堅調。

先行きの個人消費も底堅く推移する見通し。食料品価格の高騰一服やエネルギー価格の低下などにより物価の伸びが鈍化する一方、名目賃金は堅調に推移することで、実質賃金は今夏以降に上昇基調が明確化する見通し。これを受けた所得環境の改善が消費を下支えする見込み。

現金給与総額（前年比）



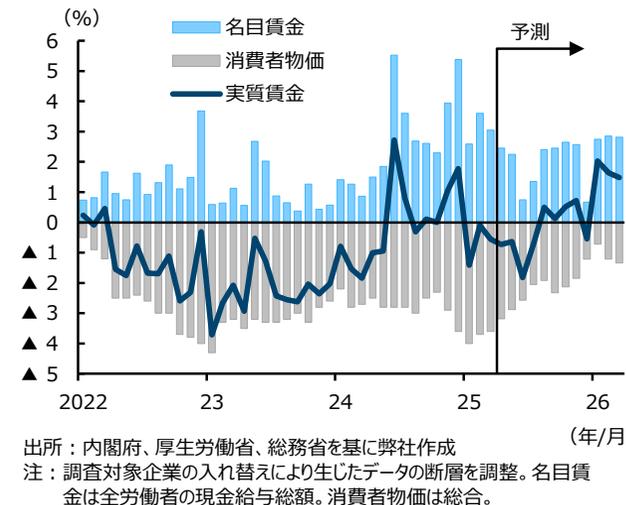
春闘賃上げ率（定昇相当を除く、規模別）



第3次産業活動指数の広義対個人サービス



実質賃金（前年比）



物価の伸びは鈍化へ

◆食料品価格の騰勢は落ち着く方向

3月のCPI（総合）は前年比+3.6%と、前月から鈍化したものの、高い伸びを維持。生鮮食品価格の伸びが鈍化した一方、コアCPI（生鮮食品を除く総合）は同+3.2%と前月から加速。コメ価格が高止まりしているほか、農作物の価格上昇が外食・加工食品に波及していることが押し上げに作用。加えて、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進展。サービス価格上昇率の頻度分布をみると、価格が据え置かれる品目が減少し、価格上昇品目が増加。

先行きの物価の伸びは、来年初にかけて鈍化し、その後は2%近傍で推移すると予想。食料品価格の騰勢はさらに低下するほか、国際的な市況下落政府の補助によりエネルギー価格が低下する見通し。一方、引き続き賃金上昇分が販売価格に転嫁されることで、サービス価格の伸びが物価全体を下支える見込み。

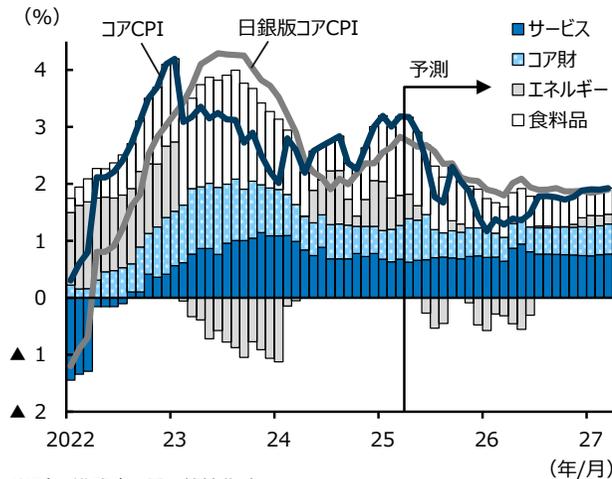
◆日銀は政策金利を据え置きへ

日銀は、5月初の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定。

長期金利は、5月上旬にかけて弱含み。その後、米国政府と各国政府の関税交渉の進展を受けて、日銀による年内の利上げ観測が高まったことで、金利は上昇。

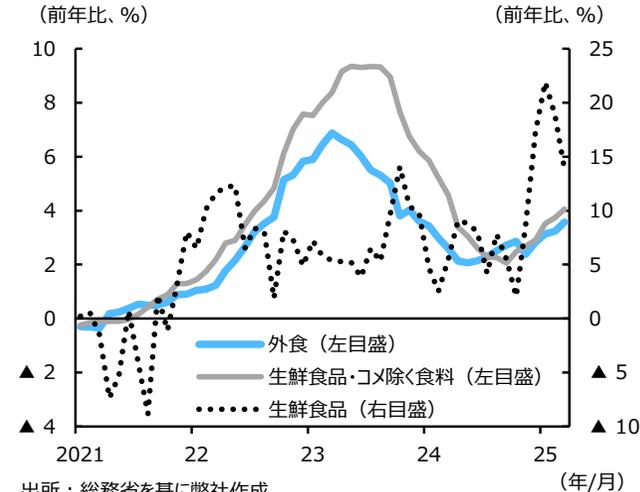
日銀は、米関税政策などを巡る不確実性がくすぶるなか、政策金利を当面据え置き見通し。長期金利も当面は横ばい圏内で推移する見通し。

消費者物価指数（前年比）



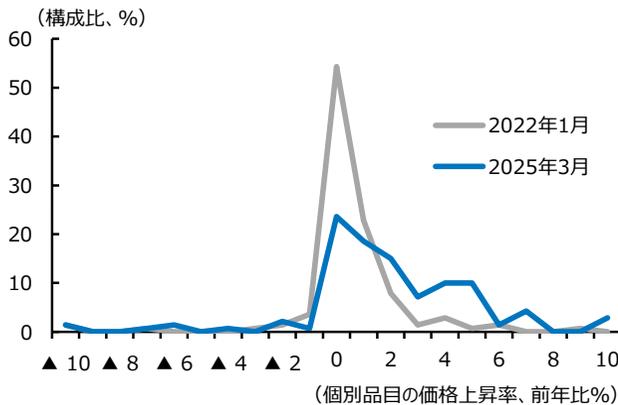
出所：総務省を基に弊社作成

生鮮食品と外食・加工食品の消費者物価



出所：総務省を基に弊社作成

CPIサービスの上昇率の頻度分布



出所：総務省を基に弊社作成

注：ヒストグラムの幅は1%ポイント（「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



出所：NEEDS-FinancialQUESTを基に弊社作成

トピックス①：製造業の雇用環境は悪化

◆機械業種を中心に製造業の雇用は減少

製造業の雇用者数は昨年から減少傾向。業種別にみると、雇用の減少は輸送機械や一般機械などの機械業種に集中。現時点では、業況が回復している非製造業が雇用を吸収しているため、完全失業率は全体として低水準にとどまっているものの、製造業の雇用失業率は上昇傾向。

◆製造業の生産縮小が背景

製造業の雇用減少は、人手不足などの労働供給側の要因が一部影響しているものの、労働需要の減退が主因。日本銀行「短観」の雇用人員判断DIによると、わが国の主要産業である機械業種における人手不足感はコロナ禍前より低下。

製造業の労働需要が弱い背景は、生産活動の縮小。製造業生産はリーマンショックを境に趨勢的に縮小し、コロナ禍以降に減産ペースが加速。企業が生産拠点の集約・再編を進めていることが背景。世界的な財需要の弱さや国際競争力の低下、コストの高騰などに直面した一部の企業は、生産拠点を集約し、コスト削減や効率化を図る動きを推進。その過程で工場の撤退や海外シフトが進展し、国内生産能力の縮小と雇用減少につながった可能性。足元でも一部の企業は人員削減の方針を発表。

先行き、米関税政策が、わが国製造業の生産減少や生産の海外シフトを加速させ、製造業の労働需要が一段と弱まるリスクには要注意。

産業別雇用失業率

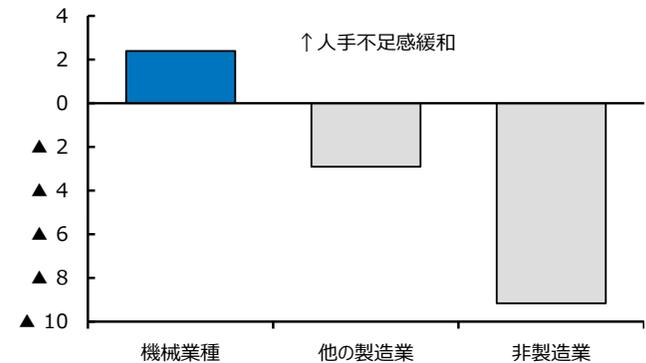


出所：総務省を基に弊社作成

注：産業別雇用失業率＝過去3年以内に当該産業を離職した失業者数／（当該産業の雇用者数＋過去3年以内に当該産業を離職した失業者数）。

短観・雇用判断DI（全規模）

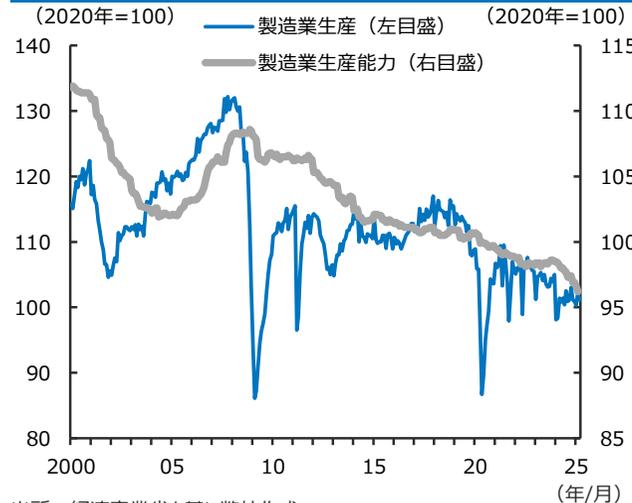
(2017～19年平均差、%ポイント)



出所：日本銀行を基に弊社作成

注：2025年3月調査の結果を2017～19年平均と比較。機械業種は、はん用・生産用・業務用機械、電気機械、輸送用機械のDIを有効回答社数で重みづけて平均。

製造業の生産と生産能力指数



出所：経済産業省を基に弊社作成

人員削減・生産移転の動き

大手企業の人員削減の動き	
企業A 自動車	経営悪化に伴う事業再生のため、国内外で2万人規模の人員削減、工場の閉鎖を行う方針。
企業B 自動車	セカンドキャリア支援として、中高年社員から希望退職者500人を募集。
企業C 電機	赤字事業の整理や拠点の統廃合などにより、25年度に1万人規模の人員を削減。うち国内は5000人規模。
一部企業で見られる米国への生産移転の動き（4月以降）	
企業A 自動車	米国での減産計画を見直し、国内で生産調整する動き。
企業D 自動車	一部のハイブリッド車生産を米国に移転する予定。
企業E 生活用品	従来は中国から輸出していたものの、米国工場への投資を増やし、生産を拡大。

出所：各種報道を基に弊社作成

トピックス②：米関税で非製造業にも下振れリスク

◆ 足元の非製造業は好調

わが国景気は非製造業がけん引。国内外の財需要の不振などを受けて製造業は低調な一方、インバウンド需要の回復や企業によるデジタル化に向けた取り組みの拡大などが関連産業の業績を押し上げ。

◆ 非製造業にも間接影響が波及の恐れ

先行き、米関税引き上げが製造業の生産活動を一段と下押しする一方、輸出依存度の低い非製造業においては外需の下振れによる直接的な悪影響は限定的となる見込み。非製造業の売上高に占める財輸出の割合は4%程度と、製造業（24%）に比べて低位。

もっとも、以下2点の経路を通じて、製造業の業況悪化が非製造業へ間接的に波及し、景気下振れ圧力が強まる恐れも。

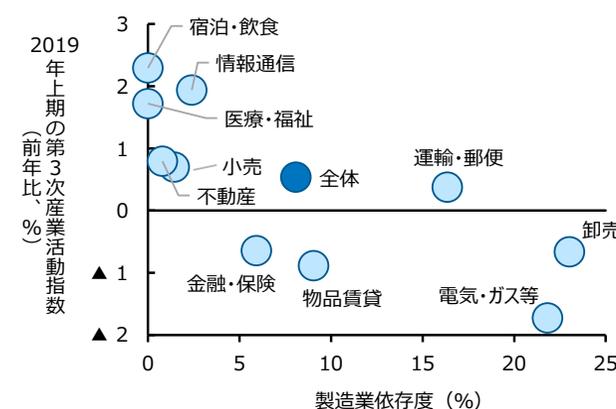
第1に、製造業依存度が高い業種の業況悪化。卸売、物流、電気・ガスといったサービス業では、取引先に占める製造業の割合が高。2019年上期にかけて、米中貿易摩擦の影響で製造業生産が落ち込んだ局面では、こうした非製造業の活動が停滞。

第2に、賃上げ機運の低下。大手企業には自動車などの製造業が多く、賃金形成に大きな影響。たとえば大手企業は春闘の妥結結果を一齐に回答する傾向があり、注目度が高。これら企業の賃上げが下振れすれば、幅広い産業で賃上げ機運が低下する可能性。これによる個人消費の停滞が非製造業の業況に打撃。

企業活動指数（季調値）

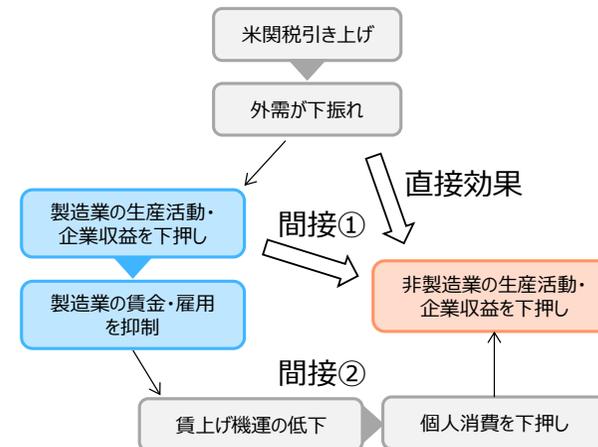


製造業依存度と第3次産業活動指数

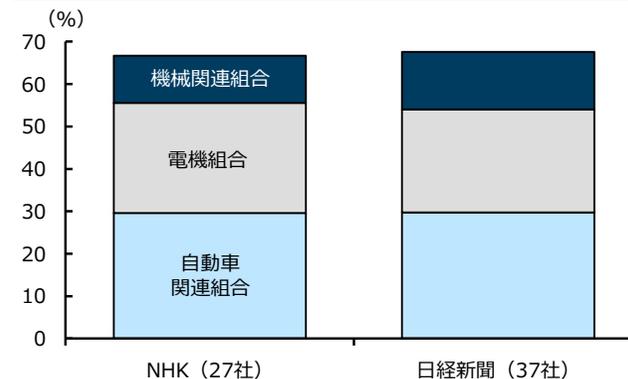


注：製造業依存度は、産業連関表（2020年）を基に、各業種の産出額に占める製造業向けの割合を算出。

米関税引き上げによる非製造業への影響の経路



集中回答日の報道で言及された業種



注：2025年春闘の集中回答日の妥結情報をまとめた記事（NHK「春闘集中回答日 満額回答相次ぐ 各社の賃上げ状況【詳しく】」、日本経済新聞「トヨタや日立、製造業大手6割満額 春季交渉の集中回答日」）で言及された組合数を業種別に整理し割合を算出。

米関税政策が景気の下押し圧力に

◆景気は減速へ

先行きのわが国景気は減速する見通し。米関税はわが国を含む多くの国が一律10%引き上げられるが、見通し期間中はそれ以上の追加関税はないと想定。中国には30%、メキシコ・カナダには25%の追加関税が課されると想定。中国による報復関税も10%にとどまると仮定。

米関税引き上げによる米中経済の悪化などを通じて、当面の輸出は減少。それによる企業収益の悪化や賃上げの抑制で、民需も来年度にかけて弱い動き。米関税による経済の下押しを受けて、政府は経済対策を実施し、景気を下支えすると想定。

個人消費は底堅く推移するも、その伸びは幾分低下。業績悪化を背景に今年度後半の賞与の伸びは低下。所定内給与も、非製造業を中心とする構造的な人手不足を背景に上昇を続けるものの、増勢は鈍化する見通し。

設備投資は、ソフトウェア投資が引き続き増加すると予想されるものの、米関税を巡る不確実性が高く、製造業の機械投資などは弱い動き。

◆2025年度の成長率は+0.2%と予想

2025年度の実質GDP成長率は+0.2%、26年度は+0.7%を予想。もともと、米国との交渉が不調に終わり、追加関税が課される場合、成長率は下振れ。また、米国と中国・EUなどの間で報復関税の応酬が生じる場合も下振れ要因。

わが国主要経済指標の予測値（2025年5月16日時点）

	2025年				2026年				2027年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2024年度	2025年度	2026年度
	(実績)	(予測)			(予測)				(実績)	(予測)		
実質GDP	▲0.7	▲0.5	0.4	0.7	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.2	0.7
個人消費	0.2	0.2	0.4	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.5	0.6
住宅投資	5.0	▲0.1	▲0.1	0.0	▲0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.0	▲1.0	0.9	▲0.0
設備投資	5.8	▲4.0	0.3	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	1.0	2.6	0.5	0.6
在庫投資 (寄与度)	(1.2)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.0)
政府消費	▲0.1	2.3	1.1	1.0	1.1	2.0	1.6	1.5	1.9	1.5	1.1	1.5
公共投資	▲1.8	3.0	1.6	1.4	1.0	1.3	1.7	1.8	1.5	1.4	0.4	1.4
純輸出 (寄与度)	(▲3.4)	(▲0.8)	(▲0.3)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.4)	(▲0.6)	(▲0.1)
輸出	▲2.3	▲7.1	▲0.3	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.7	▲1.1	0.7
輸入	12.1	▲3.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	3.4	1.4	1.1
名目GDP	5.0	4.4	3.6	2.9	3.0	2.6	3.1	3.2	3.6	3.7	3.4	3.1
GDPデフレーター	3.3	3.9	3.3	3.2	2.7	2.0	2.3	2.4	2.7	2.9	3.3	2.4
消費者物価指数 (除く生鮮)	3.1	2.8	1.9	1.8	1.3	1.4	1.8	1.8	1.9	2.7	2.0	1.7
(除く生鮮、エネルギー)	2.7	2.7	2.4	2.1	1.9	2.0	1.9	1.9	1.9	2.3	2.3	1.9
鉱工業生産	0.6	▲1.8	▲2.5	▲2.4	▲2.8	0.2	0.8	1.3	0.5	▲1.5	▲2.4	0.5
完全失業率 (%)	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4
経常収支 (兆円)	7.5	7.0	8.4	6.7	8.0	7.9	9.8	8.0	9.2	30.4	30.1	34.9
対名目GDP比 (%)	4.8	4.5	5.4	4.1	5.0	5.0	6.1	4.6	5.5	4.9	4.7	5.3
円ドル相場 (円/ドル)	153	145	144	142	140	141	140	140	138	153	143	140
原油輸入価格 (ドル/バレル)	79	71	63	61	62	65	68	68	69	83	64	67

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 (実績)	2025年 (予測)	2026年
米国	2.8	1.5	1.8
ユーロ圏	0.9	0.6	0.6
中国	5.0	4.8	4.5

過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)		
	2024年度 (予測)	2025年度 (予測)	2026年度 (予測)
2月号	0.8	1.1	0.9
3月号	0.8	1.0	0.9
4月号	0.8	0.4	0.7

概況：景気は減速

◆ 1～3月期は3年ぶりのマイナス成長

2025年1～3月期の実質GDP成長率は前期比年率▲0.3%と、3年ぶりのマイナス成長。関税引き上げ前の駆け込み需要で輸入が急増し、設備・在庫投資が積み上がり。輸入在庫に代替され一部製品の国内生産が減少。個人消費や政府支出が減速したことも生産を下押し。

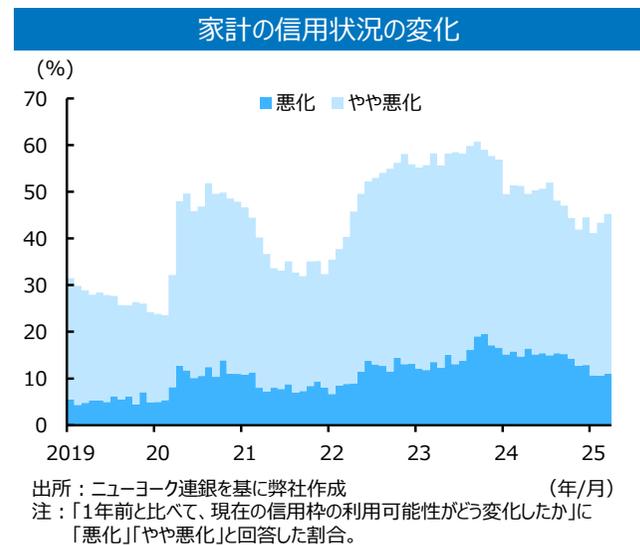
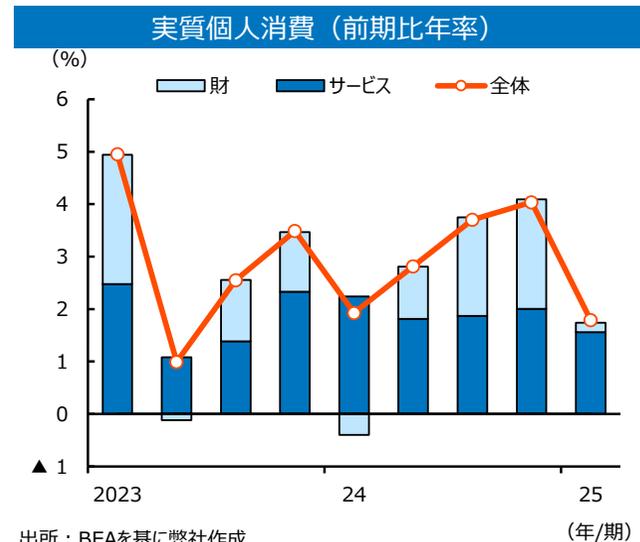
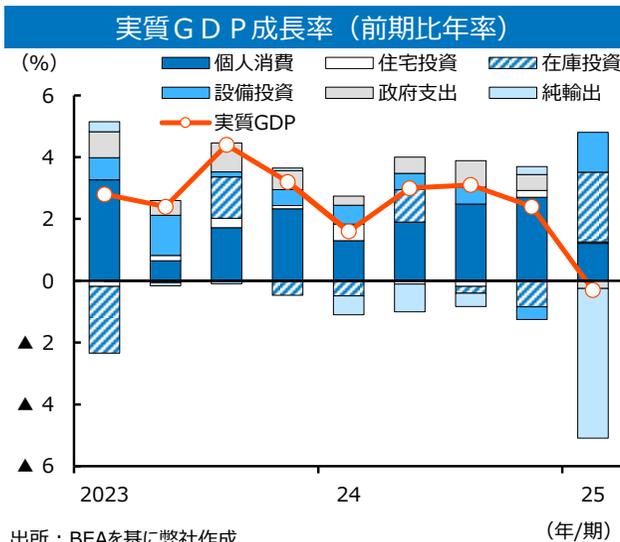
◆ 消費は先行き減少へ

足元の個人消費は減速。1～3月期の実質個人消費の伸びは大きく鈍化。内訳をみると、医療を中心にサービス消費は底堅い一方、自動車など財消費が低迷。

先行きの個人消費は減少する見込み。背景として以下の2点が指摘可能。

第一に、実質所得の減少。労働需給の緩和が続いており、賃金上昇率の伸びは鈍化傾向。さらに、関税引き上げにより、物価には上昇圧力。これにより、実質所得の伸びはマイナスに転じる見込み。

第二に、消費性向の低下。トランプ政策による不透明感の高まりから、家計のマインドは悪化。加えて、金融環境の引き締めりが家計の購買意欲を減退させる見込み。家計の信用状況は足元で悪化の割合が増加に転じており、低所得層を中心に支出抑制の動きが強まる見通し。



概況：設備投資は減少へ

◆関税が企業収益を下押し

2025年1～3月期の実質設備投資は前期から大幅なプラス転化。内訳をみると、情報処理機械など機械投資の増加が全体をけん引したほか、ソフトウェアを含む知的財産投資の伸びが拡大。4月からの相互関税の発動を控え、駆け込み投資が増加したことが背景。

先行きの設備投資は減少する見通し。経済政策を巡る不確実性の拡大が設備投資の手控えに。関税賦課に伴う輸入原材料コストの上昇を受けて、企業の収益環境が一段と悪化することも設備投資を抑制。製造業・非製造業ともに、企業の仕入価格は足元にかけて上昇基調にあるほか、地区連銀の4月調査によれば、製造業で設備投資の減少を見込む企業が増加。

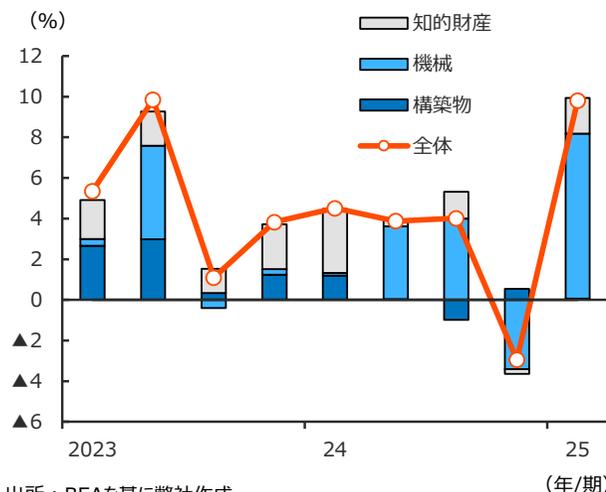
◆輸入は先行き減少へ

外需は低調。1～3月期の実質輸出は2024年平均と比較して伸びが縮小。中国や欧州向けの石油製品の輸出不振が背景。

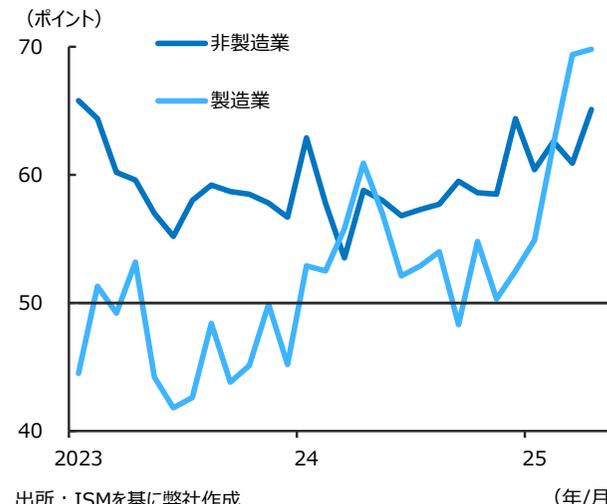
一方、1～3月期の実質輸入は著しく増加。内訳をみると、消費財や資本財が全体を押し上げ。医薬品やコンピュータの駆け込み輸入の急増が背景。

駆け込み需要の反動を受け、先行きの輸入は減少する見込み。

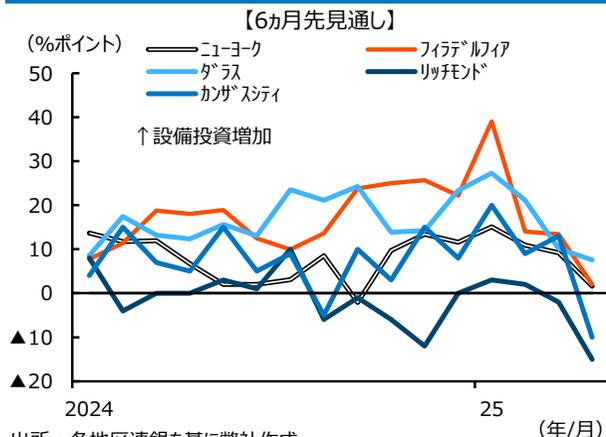
実質設備投資（前期比年率）



ISM仕入価格指数

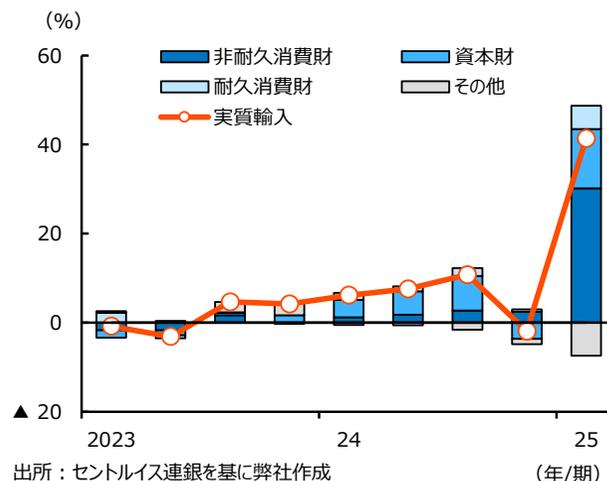


製造業の設備投資見通し（地区連銀調査）



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。

実質輸入（品目別、前期比年率）



トピックス①：不確実性の拡大が設備投資を抑制

◆不確実性指数はコロナショック並みに

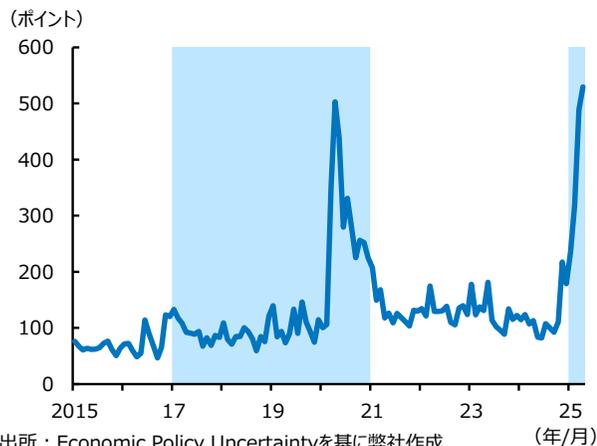
米国では、経済政策を巡る不確実性が急速に拡大。米国の経済政策不確実性指数はコロナショック時並みの水準に上昇する異常事態に。米国政府の関税方針の振れが先行き不透明感の高まりに。

◆不確実性は設備投資を抑制

不確実性が拡大すると、企業は投資費用を回収できない事態に備えて、投資判断を先送りする傾向。すでに、企業の設備投資意欲は低下しており、ニューヨーク連銀の4月調査によると、製造業では先行きの設備投資の増加を見込む企業が前月から減少しているほか、非製造業では設備投資を減少させる企業が増加。

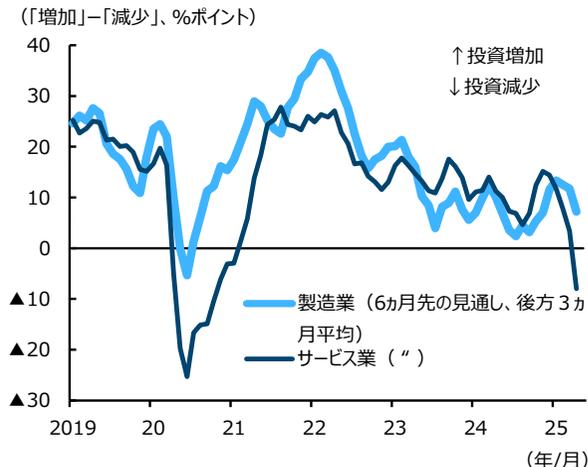
不確実性の高い状況が継続する場合、米国の設備投資は落ち込む可能性。経済政策不確実性指数と設備投資の間には逆相関の関係あり。仮に、足元と同様の水準で不確実性指数が高止まりした場合、実質設備投資は▲4.3%（約9兆円）減少する試算。内訳をみると、陳腐化のスピードが速く、更新投資需要の強いソフトウェアなど知的財産投資の減少幅は小さい一方、機械投資や建設投資など投資コストが大きい案件については、不確実性の高まりが与える影響大。

米国の経済政策不確実性指数



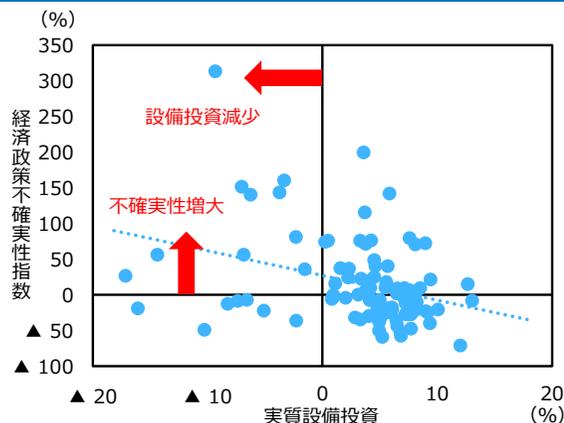
出所：Economic Policy Uncertaintyを基に弊社作成
注：シャドーはトランプ政権期。

企業の設備投資見通し（NY連銀地区）



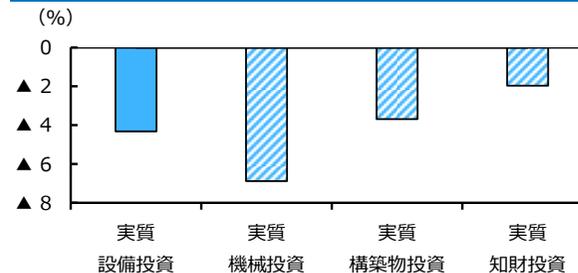
出所：NY連銀を基に弊社作成

不確実性と実質設備投資（前年比）



出所：BEA、Economic Policy Uncertaintyを基に弊社作成
注：期間は2001年1～3月期から25年1～3月期。

不確実性上昇による設備投資への影響



出所：BEA、Economic Policy Uncertainty、Macrobondを基に弊社作成
注：実質設備投資の各項目を被説明変数として、経済政策不確実性指数、実質設備投資の各項目の1期ラグ（いずれも対数値）を説明変数とする設備投資関数に基づいて試算。2025年の不確実性指数が、同年1～3月期から横ばいで推移すると仮定した場合の設備投資への長期的な影響を試算。期間は2001年1～3月期から24年10～12月期。

トピックス②：移民排斥が潜在成長率を下押し

◆トランプ政権は移民排斥に舵

米国では、トランプ政権が移民を巡る急進的な政策を推進。移民政策の目的は、以下の2点に分類可能。

第一に、新規移民の流入抑制。メキシコとの国境沿いで拘束された不法越境者数は、トランプ氏の大統領就任後にはゼロ近傍へ減少。国境管理の厳格化や、米国の通商圧力を受けた中南米諸国政府による自国内での規制強化などが背景。

第二に、在米移民の強制送還。トランプ政権は、すでに米国で生活している在留資格を持たない移民についても、国外追放を推進する構え。捜査員や収容所の不足など物理的制約は大きいものの、同氏の主張通りに送還が進められた場合、年間55万人が国外退去を迫られる恐れ。

◆移民排斥により労働力人口の伸びは鈍化

こうした移民排斥の動きは、労働需給のひっ迫やそれに伴うインフレ高進といった短期的な影響に加えて、労働力人口の伸びを鈍化させ、中長期的な成長下押し要因となる見込み。

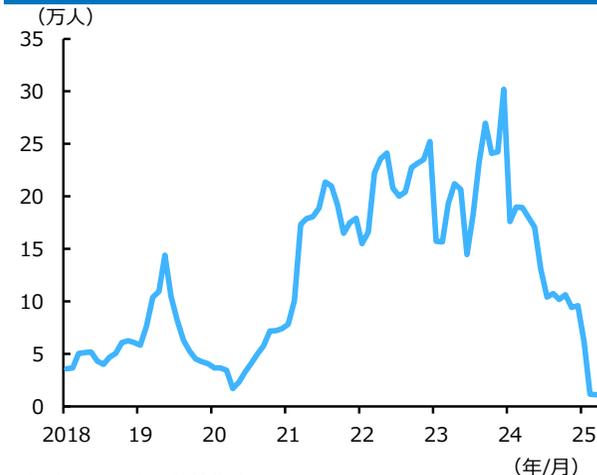
バイデン政権期には、外国人労働力の増加が潜在成長率を押し上げ。仮に今後、第一次トランプ政権期と同水準まで外国人労働力の伸びが鈍化した場合、潜在成長率はバイデン政権期と比較して▲0.4%ポイント下押しされる試算。

トランプ政権が掲げる反移民政策

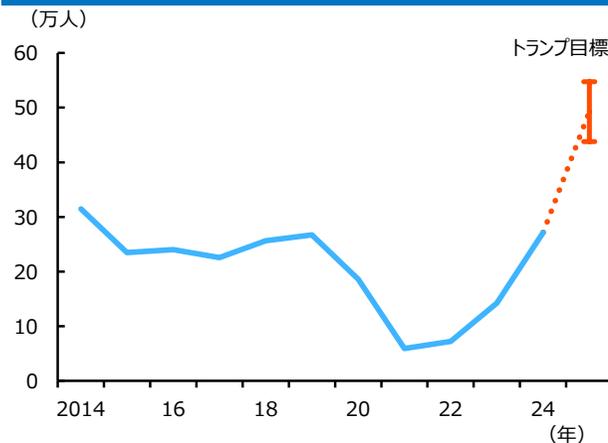
新規移民の流入抑制	
・	米国南部国境における国家非常事態宣言の発令
・	難民受け入れ停止の大統領令
・	裁判所の審理までの亡命希望者の釈放措置停止
・	メキシコ国境への州兵派遣
・	亡命申請アプリケーションの廃止
・	CHNV仮釈放プログラムの停止
・	移民保護プロトコルの再開
・	メキシコ国境の壁拡張
在米移民の強制送還	
・	強制送還に際する敵性外国人法の適用
・	出生地主義を廃止する大統領令
・	ICE職員の実行権限拡大
・	53万人の移民の暫定的な法的地位の無効化
・	学校、教会、病院周辺での移民拘束制限の撤回

出所：ホワイトハウス、JETRO、各種報道を基に弊社作成
注：現在仮差し止め中のものも含む。

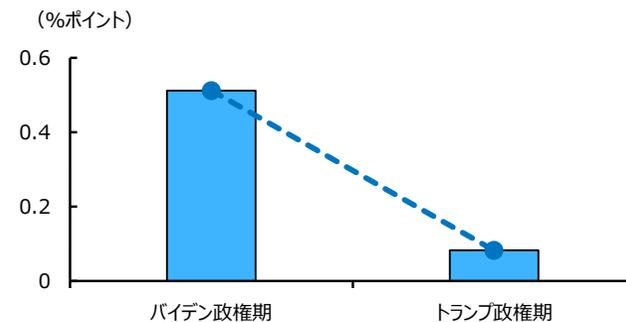
メキシコとの国境沿いで拘束された不法越境者数



不法移民の強制送還人数



外国人労働力増加の潜在成長率インパクト



Fed Watch：秋に利下げ想定も先行きは不透明

◆FRBは様子見姿勢を維持

FRBは、5月に開催されたFOMCで3会合連続となる政策金利の据え置きを決定。FOMC後の会見で、パウエル議長は利下げを急ぐ必要はないとの見解を示したほか、関税を巡る各国との交渉の行方を見極める構え。

FRBが利下げに慎重な姿勢を示した背景として、以下の3点が指摘可能。

第一に、インフレ率の下げ渋り。FRBが重視するコアPCEデフレータはインフレ目標を上回る水準で推移。

第二に、堅調な雇用情勢。4月の非農業部門雇用者数は民間サービス部門を中心に底堅く推移。

第三に、不確実性の高まり。二転三転する関税政策を受けて先行きが見通じづらい状況。

◆年後半に利下げ再開想定も不透明感大

先行き、FRBは今秋にも利下げに転じる見込み。関税による物価上昇圧力は秋ごろに峠を越えるほか、不確実性も和らぐと想定。すでに英国との貿易交渉は合意に達したほか、対中関税はいったん引き下げ。その他の貿易相手国とも順次交渉が進むと予想。

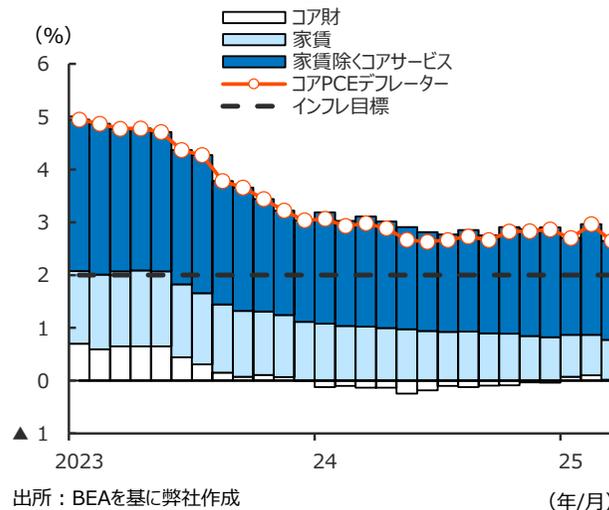
もっとも、インフレ圧力の長期化や貿易交渉の難航も予想され、金利据え置きや利上げへの転換の可能性もあり。

FOMC声明文とパウエル議長会見の概要

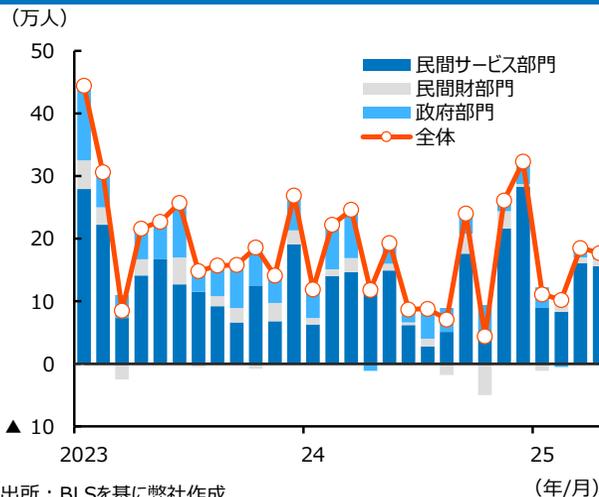
金融政策	<ul style="list-style-type: none"> ・明確な物価上昇や失業増加がみられない限り、金融政策は様子見 ・長期的なインフレ期待の制御が責務 ・不確実性が金融政策にどのように影響するかは現時点で不明
米国景気	<ul style="list-style-type: none"> ・関税不安も米国景気は堅調 ・失業率は低位で安定、インフレ率はやや高止まり ・3月と比較して雇用とインフレ両方のリスクが増大
トランプ政策	<ul style="list-style-type: none"> ・不確実性が非常に増大 ・関税の引き上げ幅は予想以上

出所：FRBを基に弊社作成

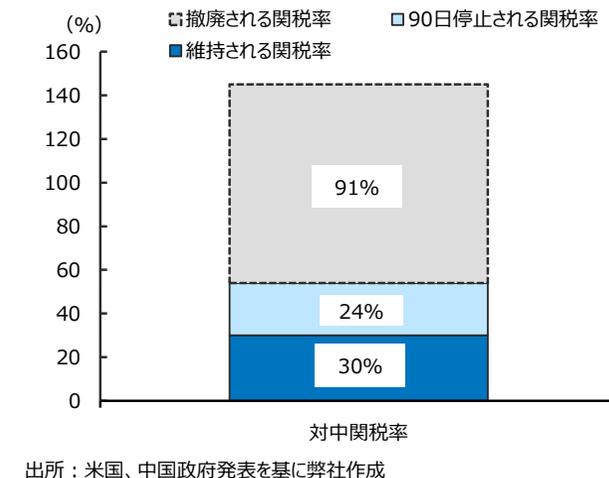
コアPCEデフレータ（前年比）



非農業部門雇用者数（前月差）



米国の対中関税率



米国景気・金利見通し：景気は減速、長期金利は低下へ

◆ 関税により景気は減速

当面の米国景気は減速する見通し。見通しでは、中国に30%、メキシコ、カナダに25%、その他の国・地域に10%、鉄鋼・自動車・航空機などいくつかの個別品目に25%の関税を賦課すると想定。その結果、米国内の物価上昇を通じて個人消費や設備投資が下押しされる見込み。

年終盤には、財政拡大への期待や利下げを受けて、景気は持ち直しに転じる見通し。結果として、2025年通年の実質GDPは1%台半ばの伸びになると予想。

◆ 長期金利は緩やかに低下へ

F R Bは、関税引き上げの影響を見定めるため、政策金利を当面維持する見通し。その後、関税による物価上昇圧力の緩和や各国との関税交渉進展による不確実性の低下を受けて、年後半から利下げを再開する見込み。もっとも、インフレ圧力が長引く場合、利上げ転化の可能性もあり、先行き不透明感は大。

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、景気の減速や年後半以降の利下げが意識され、緩やかに低下する見通し。もっとも、減税など財政支出の拡大や、債務上限を巡る問題が金利の上昇圧力に。一方、今後の米中交渉が暗礁に乗り上げ、関税が再び引き上げられた場合、景気の悪化を通じて金利に下押し圧力。

米国経済・物価見通し

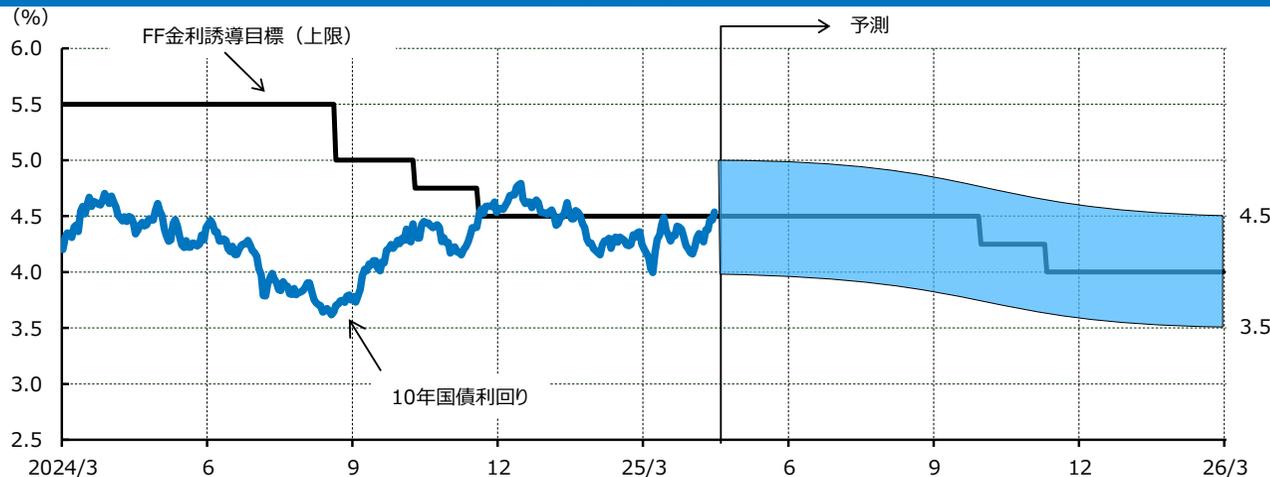
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2024年			2025年			2026年		2024年	2025年	2026年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
	(実績)			(予測)							
実質GDP	3.1	2.5	▲0.3	2.7	▲0.4	0.9	2.2	2.6	2.8	1.5	1.8
個人消費	3.7	4.0	1.8	▲0.3	▲0.3	0.6	1.7	2.3	2.8	1.8	1.4
住宅投資	▲4.3	5.5	1.3	▲2.0	▲1.5	0.2	2.0	2.2	4.2	0.0	1.1
設備投資	4.0	▲2.9	9.8	▲6.4	▲1.0	0.5	1.3	1.4	3.6	1.2	0.4
在庫投資（寄与度）	▲0.2	▲0.8	2.2	▲1.0	▲0.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2	▲0.1
政府支出	5.1	3.1	▲1.4	0.8	1.0	1.5	2.1	2.1	3.4	1.4	1.8
純輸出（寄与度）	▲0.6	0.3	▲5.4	5.4	0.1	0.1	0.4	0.4	▲0.4	▲0.4	0.6
輸出	9.6	▲0.2	1.8	▲3.4	0.2	2.0	4.7	4.8	3.3	1.1	3.1
輸入	10.7	▲1.9	41.3	▲29.3	▲0.3	0.5	1.0	1.1	5.3	3.6	▲1.5
実質最終需要	4.3	2.6	2.3	▲1.3	▲0.2	0.8	2.0	2.4	3.1	1.5	1.5
消費者物価	2.6	2.7	2.7	3.0	3.7	3.2	3.0	2.9	2.9	3.2	2.9
除く食料・I・I ² ・I ³	3.2	3.3	3.1	3.6	4.3	3.7	3.4	3.0	3.4	3.7	3.1

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：米関税が製造業を下押しへ

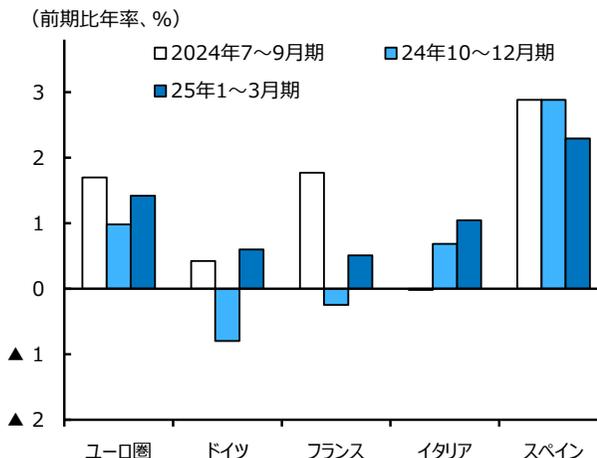
◆1～3月期はプラス成長

ユーロ圏景気は持ち直し。1～3月期の実質GDP成長率は、前期比年率+1.4%と、前期(同+1.0%)から加速。主要国でも軒並み上昇し、スペインは高い成長率を維持したほか、ドイツ・フランスはプラス成長に転化。もともと、米国による関税賦課を見越した駆け込み需要が景気を押し上げた側面も。製造業の景況感は本年入り後から改善。今後は駆け込み需要の反動や米国の関税引き上げが製造業の下押し圧力となる見込み。さらに、先行き不透明感の高まりが、企業の設備投資を抑制するほか、家計の消費行動も慎重化し、これまでユーロ圏景気を下支えしてきたサービス業も伸び悩み見通し。

◆インフレ率は低下傾向

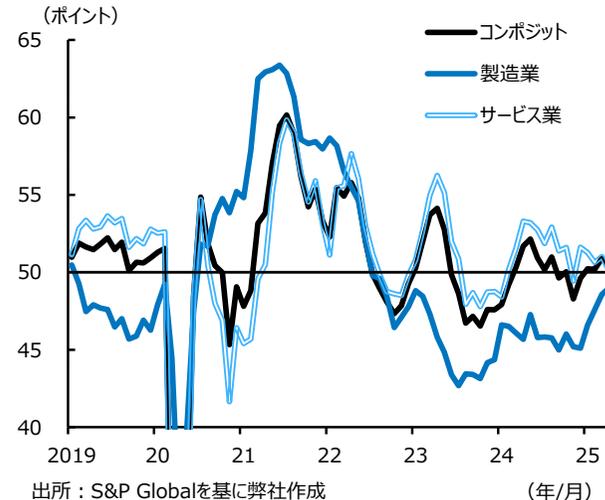
物価の騰勢は鈍化基調。4月の消費者物価(総合)は前年比+2.2%と、前月から横ばい。サービス価格の前年比は上昇に転じたものの、エネルギー価格の低下が相殺。先行きも、インフレ率は低下基調で推移する見込み。ECBが公表する賃金トラッカーをみると、本年10-12月の賃金上昇率は前年比1.6%程度と、大幅に減速する見通し。賃金上昇を通じた物価上昇圧力は弱まる見込み。

ユーロ圏の実質GDP成長率



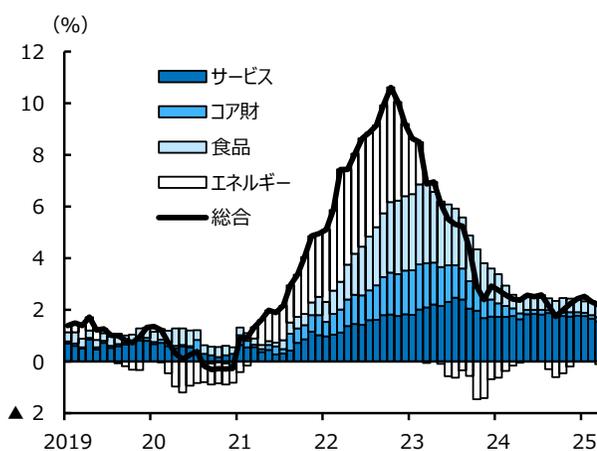
出所：Eurostatを基に弊社作成

ユーロ圏のPMI



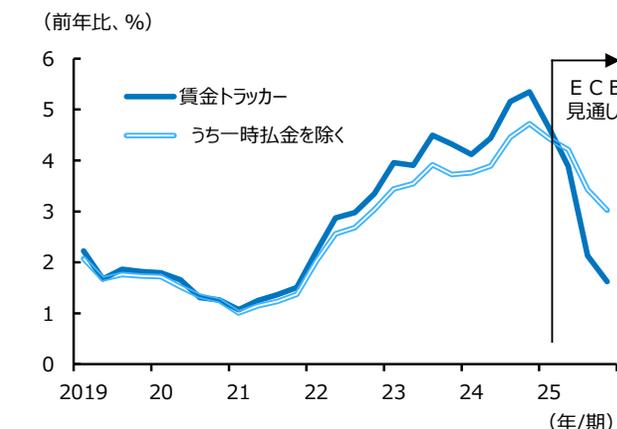
出所：S&P Globalを基に弊社作成

ユーロ圏の消費者物価 (前年比)



出所：Eurostatを基に弊社作成

ユーロ圏賃金トラッカー



出所：ECBを基に弊社作成

注：ユーロ圏7か国における賃金交渉の結果が、給与、インフレ補償や賞与などを基に12か月で平準化された数値。

英国景気概況：回復は足踏み

◆景気は足踏み

英国の景気回復は足踏み。英国の月次GDPをみると、サービス業の伸びが緩やかにとどまるなか、米国による関税発動前の駆け込み需要を反映して、製造業の生産が一時的に増加。

もともと、企業の景況感は、4月に総じて悪化しており、製造業・非製造業ともに好不況の分かれ目である50を下回る水準。米関税政策を巡る駆け込み需要の反動で、新規受注や生産が低下したことが背景。

◆インフレ率は下げ渋る見込み

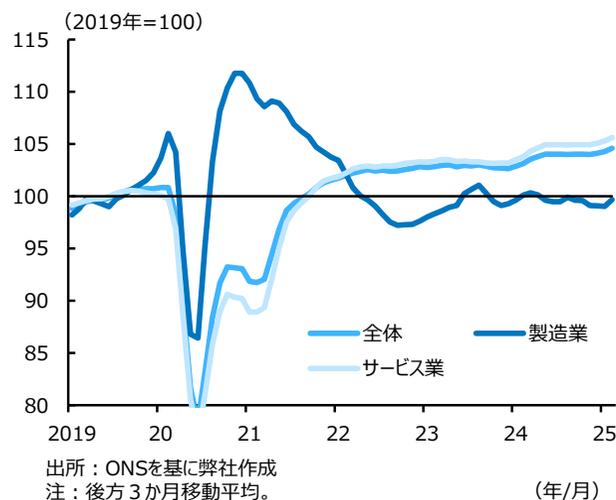
物価騰勢は鈍化傾向。3月のCPIは前年比+2.6%と、前月（+2.8%）から低下。家賃や輸送サービスなど、サービス価格の騰勢が鈍化したことが背景。

もともと、4月にエネルギー価格の上限が引き上げられたことから、先行きのインフレ率は下げ渋る見込み。

◆金融環境の緩和が設備投資下支え

昨夏の利下げ開始以降、設備投資資金需要は回復傾向。今後はBOEによる金融政策の緩和を背景に、設備投資の下押し圧力は弱まる見込み。さらに、5月上旬に米英の貿易協定が締結され、先行きの不確実性が低下したことから、企業の設備投資意欲が持ち直す可能性。

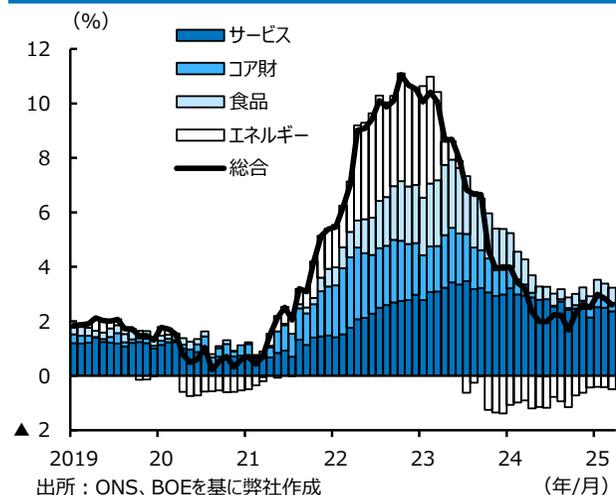
英国の月次GDP



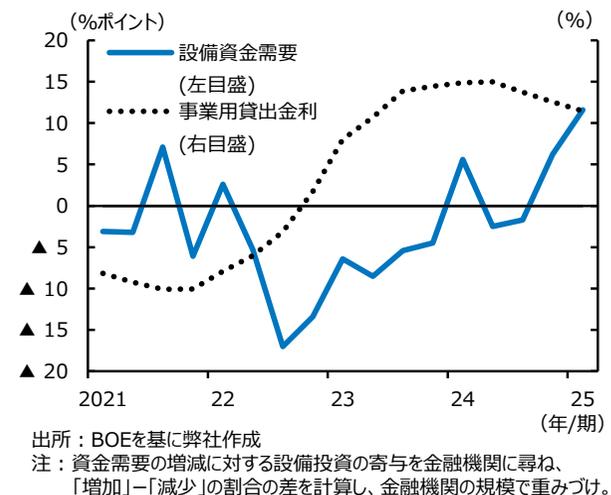
英国のPMI



英国の消費者物価（前年比）



英国の設備投資資金需要と貸出金利



欧州トピック：アイルランド高成長の影に潜む脆弱性

◆ユーロ圏経済への寄与大きいアイルランド

ユーロ圏経済ではアイルランドの存在感が増大。アイルランドの1～3月期の実質GDPは前期比年率で+3.2%と高い伸びを記録し、ユーロ圏全体の成長率を0.5%ポイント程度押し上げ。こうした状況は2024年後半から続いており、ユーロ圏の成長率の過半はアイルランドの経済成長によるもの。

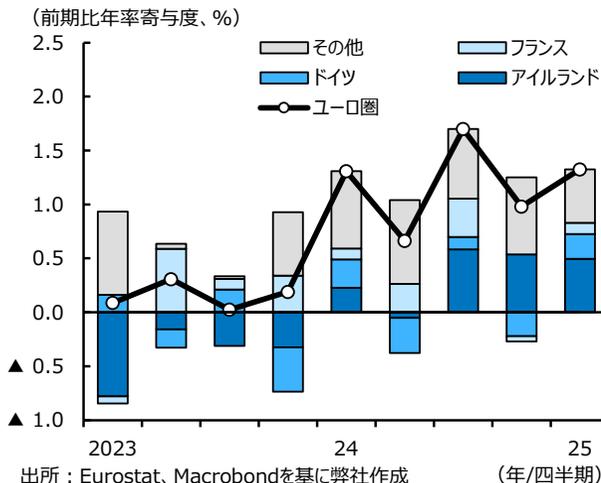
◆多国籍企業の集積が景気を押し上げ

アイルランドでは、税制優遇を通じた投資の呼び込みが高成長に。なかでも、製薬業の産業集積が進展したことで、財輸出が拡大。2015年以降、積極的に投資資金が投入された米国向けの輸出割合がおよそ半分であり、そのうちの6割強を医薬品が占めている状況。

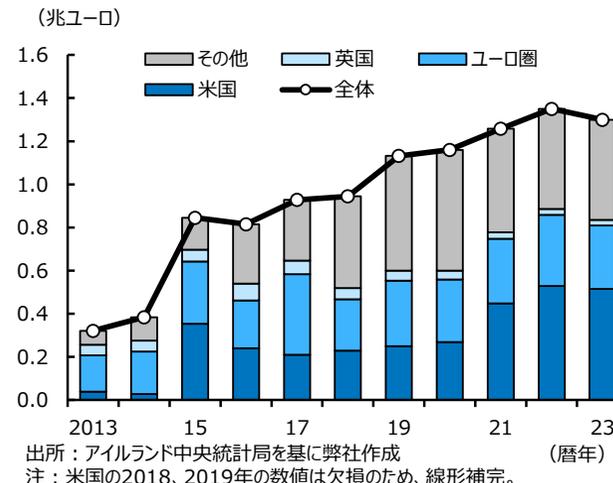
◆米国への投資急ぐ製薬大手

もともと、トランプ政権の関税政策などから、製薬企業が米国へ製造拠点を移転した場合、アイルランド経済は構造的な苦境に陥る可能性あり。米政権は近日中にも医薬品への関税措置を公表する見込み。これを受けてアイルランドにも拠点を擁する米欧の製薬大手各社は、相次いで米国への大規模な投資計画を発表。欧州での事業継続に意欲を見せつつも、最大の需要地である米国への生産移転を迫られている格好。

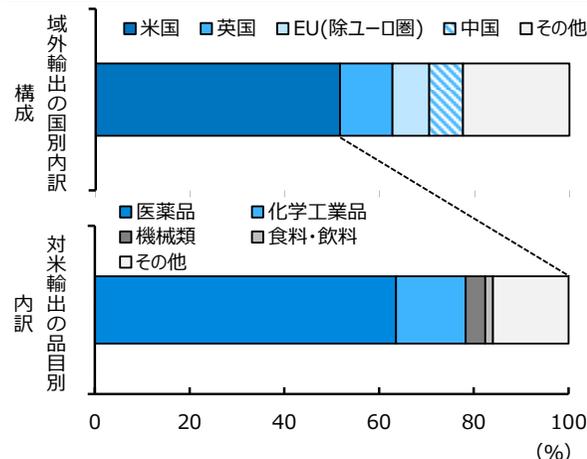
ユーロ圏成長率に占める各国の寄与度



アイルランドの対内直接投資残高



アイルランドの主要輸出先と対米輸出品目



製薬大手の対米投資計画と姿勢

本社	企業名	投資計画
米国	アッヴィ	10年、100億ドル
	イーライ・リリー	5年、270億ドル
	ジョンソン・エンド・ジョンソン	4年、550億ドル
	メルク	3年、80億ドル
	ファイザー	2018年以降生産移転に着手済
スイス	ロシュ	5年、500億ドル
	ノバルティス	5年、230億ドル
英国	アストラゼネカ	2年、35億ドル投資予定も、今後米国あて追加投資には慎重
日本	アステラス製薬	生産移転は容易ではないと慎重姿勢

出所：各種報道・公表資料を基に弊社作成。

欧州経済見通し：ユーロ圏は減速、英国は回復の足取り重く

<ユーロ圏>

◆景気は減速

ユーロ圏の景気は減速する見込み。米国の関税政策はドイツを中心とした製造業の不振を一層悪化させ、景気全体を押し下げると予想。個人消費も、インフレ圧力の緩和を受けた実質所得の増加やECBによる利下げに下支えされるものの、景気の先行きへの警戒感から伸び悩む見通し。

先行きのリスクは、域内の政治情勢や米国の経済政策を巡る不確実性の増大。ドイツ・フランスなどでは、与党の議席数が単独過半数を割るなか、安定的な政権運営が難航し、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。さらに、米国政府による相互関税の上乗せ分が発動されれば、輸出の減少を通じて景気後退に陥るリスクも。

<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。米国向け輸出が少ないことから米関税の影響は限定的。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。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。

もともと、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。

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、%)

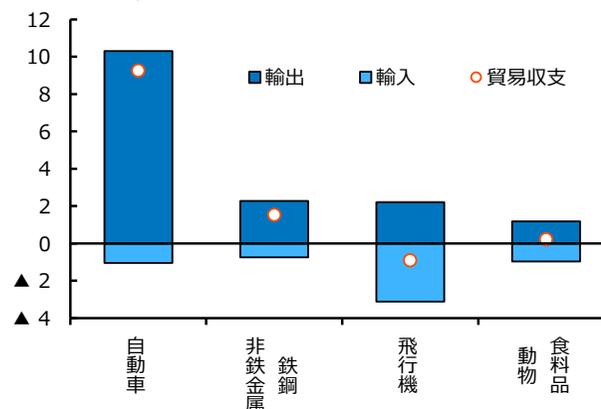
		2024年		2025年			2026年		2024年	2025年	2026年	
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	10~12				1~3
		(実績)			(予測)						(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.7	1.0	1.4	▲ 0.5	▲ 0.3	0.1	1.0	1.0	0.9	0.6	0.6
	消費者物価指数	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	2.4	2.1	2.0
ドイツ	実質GDP	0.4	▲ 0.8	0.8	▲ 0.6	▲ 0.4	0.0	0.1	0.4	▲ 0.2	▲ 0.1	0.1
	消費者物価指数	2.2	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	2.0	6.1	2.5	2.3
フランス	実質GDP	1.8	▲ 0.3	0.5	0.0	0.1	0.2	1.0	1.0	1.2	0.4	0.7
	消費者物価指数	2.1	1.7	1.2	1.3	1.4	1.5	1.7	1.7	5.7	2.3	1.3
英国	実質GDP	0.0	0.4	0.8	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3	1.1	0.8	1.2
	消費者物価指数	2.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.5	2.2	2.5	2.8	2.2

出所：Eurostat、ONSなどを基に弊社作成

注：シャドーは予測値。

英国の対米貿易額

(10億ポンド)



出所：ONSを基に弊社作成

注：数値は2024年。

【ホット・トピック】

◆英国、米国との貿易協定妥結に先陣

英米両政府は5月上旬に貿易協定を締結。英国から米国へ輸出されるほぼ全ての自動車に対する低関税輸入枠の設定に加え、鉄鋼・アルミニウムへの関税が免除。米政権が重視する医薬品や相互関税については協議が継続されるものの、貿易協定が締結された品目は対米輸出が大きく、関税による英国景気の下押し圧力は低下する公算大。

英国も米国に対して一定の譲歩。関税引き下げにより牛肉等の畜農産物市場を開放するほか、米国側の航空機部品への関税撤廃の見返りで米国製航空機の購入を表明。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに利下げ

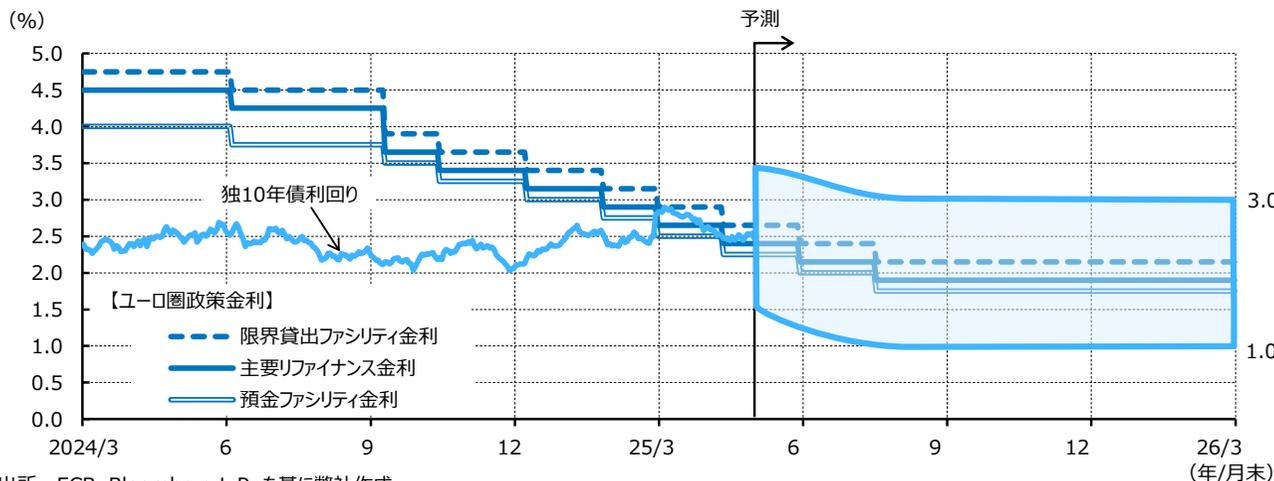
<ユーロ圏>

◆ ECB：追加利下げへ

ECBは4月の会合で利下げを実施。インフレ率の低下や、ユーロ圏景気の減速への警戒から、ECBは本年秋ごろまで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%を下回る見込み。

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一時急上昇したものの、米政府による関税賦課を受けて景気悪化懸念が強まり、足元では低下。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。

ユーロ圏金利見通し



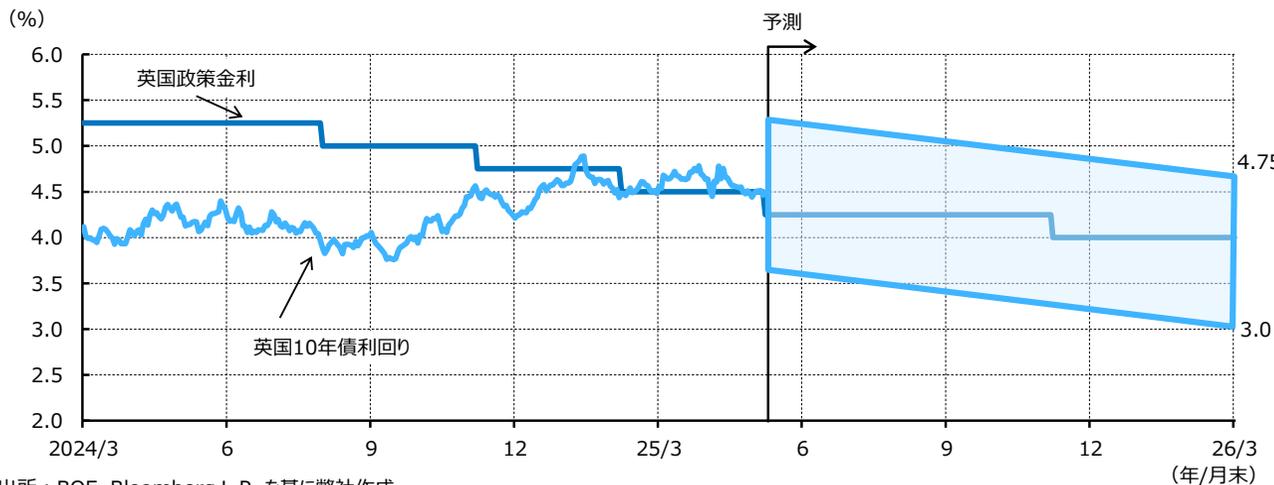
<英国>

◆ BOE：慎重に利下げを判断

BOEは5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、概ね半年に1回のペースで利下げを実施すると予想。これにより、政策金利は年末にかけて4%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、当面は緩やかに低下する見込み。

英国金利見通し



景気の先行き懸念は緩和

◆米中合意で先行き懸念は緩和

4月の経済指標を踏まえると、中国景気は総じて持ち直し。

内需は、消費、投資ともに底堅く推移。小売売上高は前年同月比5.1%と、3月（同+5.9%）に続き高い伸び率となったほか、固定資産投資も前年同月比+3.6%と、昨年12月（同+2.2%）を底に、緩やかに持ち直し。

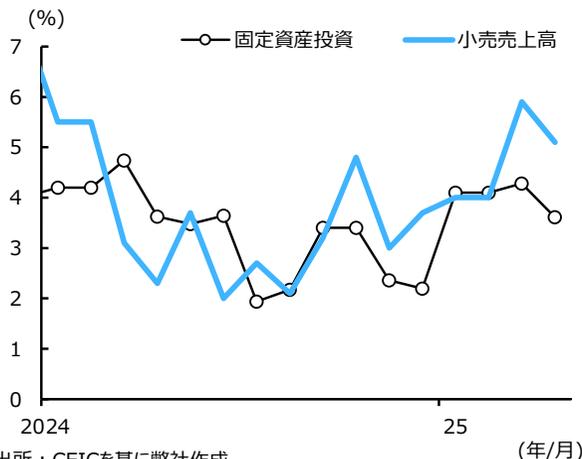
外需は、米国の対中関税率が一時145%に引き上げられたことにより、対米輸出が前年同月比▲21.0%の大幅減となったものの、輸出全体では同+8.1%と、3月（同+12.3%）に続き高い伸び。米国による各国への相互関税上乗せ分の延長期限を前に、ASEANなどへの輸出が増加し、対米輸出の減少を補った構図。

先行き、景気は減速するものの、大幅悪化は回避される見通し。米中合意による関税引き下げで、外需の悪化と輸出企業の収益悪化が内需を下押しする圧力も低下。5月の金融緩和も景気を下支え。結果、通年の経済成長率は+4.8%と、政府見通し（+5%程度）に近い成長率となる見通し。

◆中国経済への逆風は継続

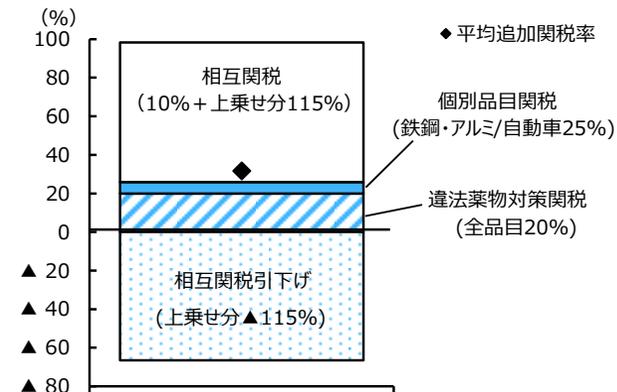
もっとも、内需の弱さや「脱中国」の流れといった構造的問題は解決されないため、中国経済への逆風は継続。低迷が続く不動産市場が消費の回復を阻害するほか、貿易摩擦をめぐる不確実性の高まりにより、中国からの生産移転が加速すると予想。

消費・投資関連指標（前年同月比）



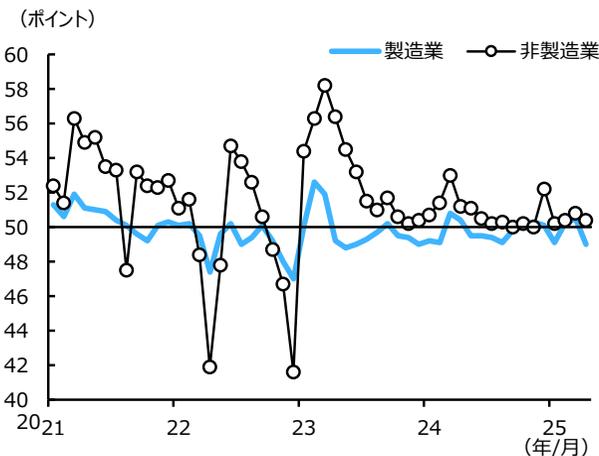
出所：CEICを基に弊社作成
注：固定資産投資は年初来累計の値を基に計算。

トランプ政権の対中追加関税率



出所：米国センサス局、ホワイトハウスなどを基に弊社作成
注：大統領布告などを基に集計。実行追加関税率は、2024年の品目別輸入額のウエイトに基づく加重平均値。除外規定や少額輸入品目などの影響から、政府の想定とは乖離している可能性。

購買担当者景気指数（PMI）



出所：CEICを基に弊社作成

中国の金融緩和方針（2025年5月7日）

預金準備率引き下げ（▲0.5%pt）	科学技術イノベーションのファイナンス枠を3千億元引き上げ、両新政策を支援
自動車金融会社・金融リース会社の預金準備率を段階的に引き下げ（5%→0%）	5千億元のサービス消費・養老リファイナンスファシリティ新設
政策金利引き下げ（▲0.1%pt）	農業・小規模企業向けリファイナンス枠を3千億元引き上げ
構造的金融政策ツール、農業・小規模企業向けリファイナンス、担保補充貸出の金利引き下げ（▲0.25%pt）	資本市場支援のため、8千億元の金融政策ツールを最適化
個人住宅積立金貸出金利引き下げ（▲0.25%pt）	科学技術イノベーション債券購入のリスク分担ツールを構築し、低コストのリファイナンス資金を提供

出所：中国人民銀行、各種報道などを基に弊社作成

輸出の大幅減は回避される見通し

◆対米輸出のマイナス幅は縮小

輸出は増加傾向が持続。米国の対中145%関税により対米輸出は大幅に減少。しかし、米国による各国への相互関税上乘せ分の発動が延期されていることを受けて、ASEANなどへの原材料・部品の迂回輸出や駆け込み輸出が発生し、全体としては増勢を維持。

先行き、駆け込み需要の剥落や各国の対米迂回輸出規制の強化により、輸出は減速するものの、大幅な減少は回避される見込み。米中合意で、米国の対中関税率は145%から30%に大幅引き下げ。また、中国に対するデミニミス・ルール（800ドル以下の小口輸入品に対する関税免除措置）の適用停止に伴う小口輸入品の関税率も120%から54%に引き下げ。これらにより、中国の対米輸出のマイナス幅は▲6割から▲2割に縮小する見込み。

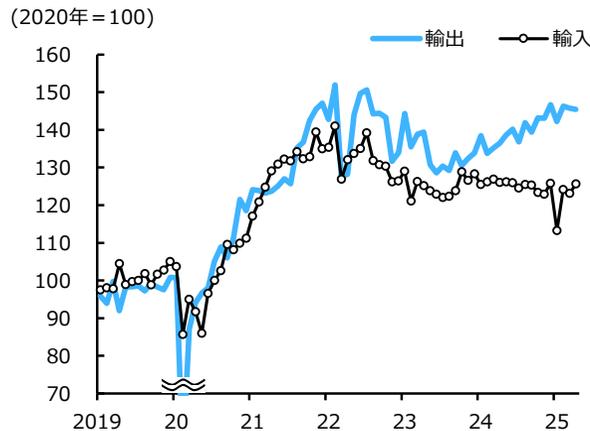
◆輸入は低調な推移

輸入は横ばい圏で推移。先行きも、消費の低迷が足かせとなり、低調な推移が続く見込み。

◆対中直接投資は低迷が続く見込み

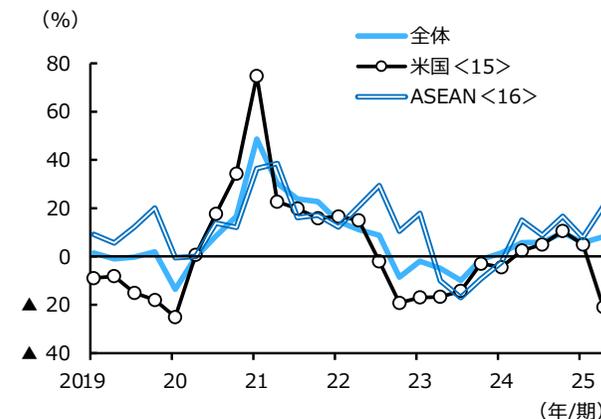
1～3月の対中直接投資（ドル建て）は前年同期比▲11.7%の減少。中国政府は、対中投資の促進に向けてサービス分野の一層の対外開放などをアピール。もっとも、グローバル・サプライチェーンにおける脱中国依存の動きや、地場企業との競争激化を背景に、多くの外資企業は中国事業に慎重姿勢を崩さず、対中投資の低迷は続く見込み。

輸出入総額（季調値、ドル建て）



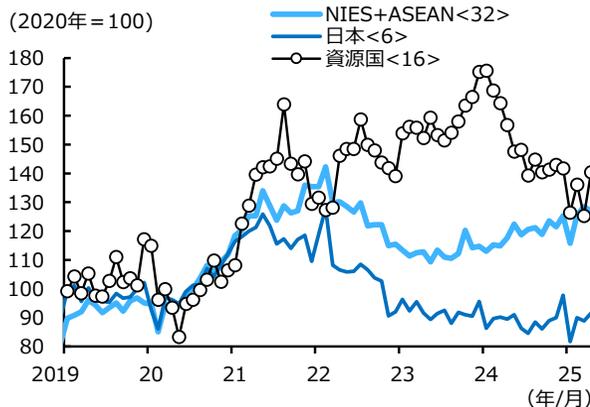
出所：CEICを基に弊社作成
注：春節要因調整を含む季調値。

中国の輸出増減率（前年同期比）



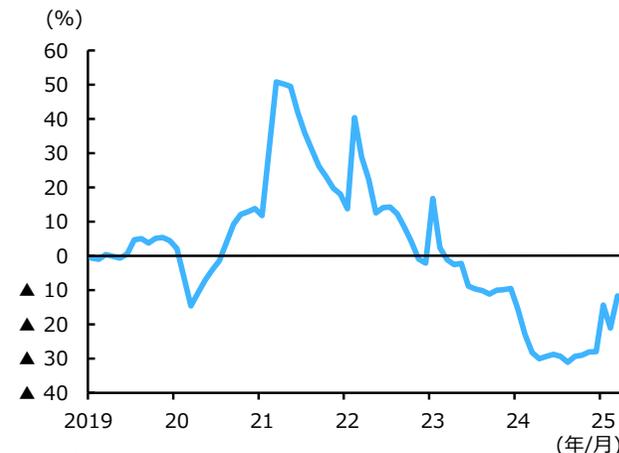
出所：CEICを基に弊社作成
注：直近（2025年第2四半期）は同年4月。凡例のカッコ内は、2024年の同国・地域向け輸出の全体に占める割合。

輸入額（季調値、ドル建て）



出所：CEICを基に弊社作成
注1：春節要因調整を含む季調値。
注2：<>は2024年のシェア。
注3：資源国はオーストラリア、ブラジル、ロシア、南アフリカ。

対中直接投資（年初来累計、前年同月比）



出所：WINDを基に弊社作成
注：ドル建て。

消費者マインドは低迷

◆消費は政策効果で一時的に増加

小売売上高は高い伸びが継続。政府は2025年から、耐久消費財の買い替え支援補助金を前年の倍となる3,000億円に増やすとともに、対象品目を携帯電話やパソコンに拡大しており、4月の家電販売額は前年同月比+42.5%と、前月（同+35.8%）に続き高い伸び。

ただし、買い替えが進むにつれて補助金の効果は次第に低減する見込み。こうした景気対策は需要の先食いに過ぎず、停滞が続く消費者マインドの改善に向けた有効打となりにくいことも勘案すると、個人消費の増勢は今後鈍化する見通し。個人消費の自律的な回復を実現するためには、社会保障や子育て支援の充実など、将来不安の解消につながる対策に本腰を入れる必要。

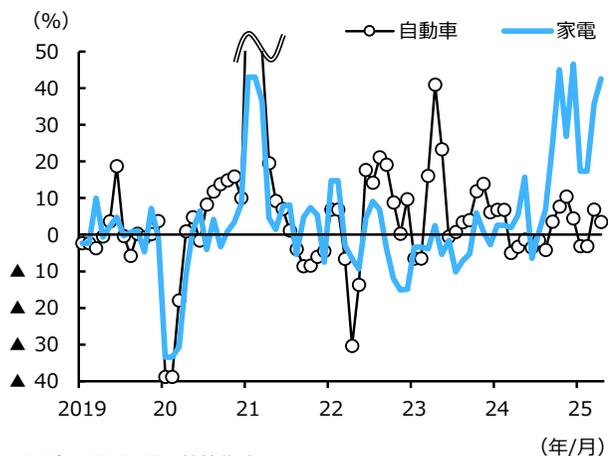
◆乗用車販売は先行き増勢鈍化

4月の乗用車販売台数は、買い替え補助金の効果を背景に増加。先行き、補助金効果のはく落により、乗用車販売の増勢は鈍化する見込み。

◆住宅販売は減少トレンドが続く見通し

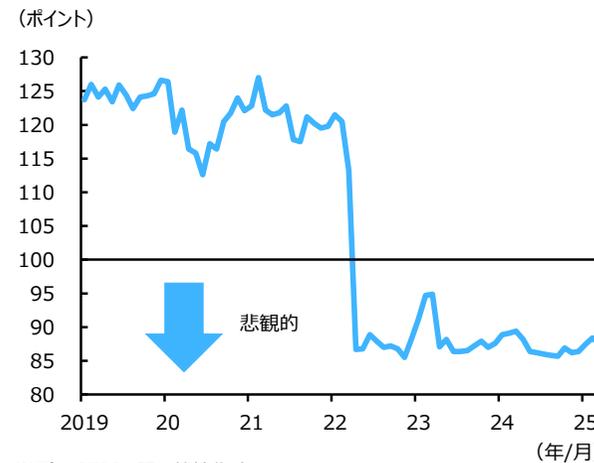
政府の不動産市場対策により、2024年後半以降、一部主要都市の住宅販売に持ち直しの動き。もっとも、大半の都市では減少が継続し、全体で見れば住宅販売の減少トレンドに歯止めがかからず。主たる購入層である若年層の人口減という構造問題を抱え、住宅販売は長期低迷が続く見込み。

家電・自動車販売額（前年同月比）



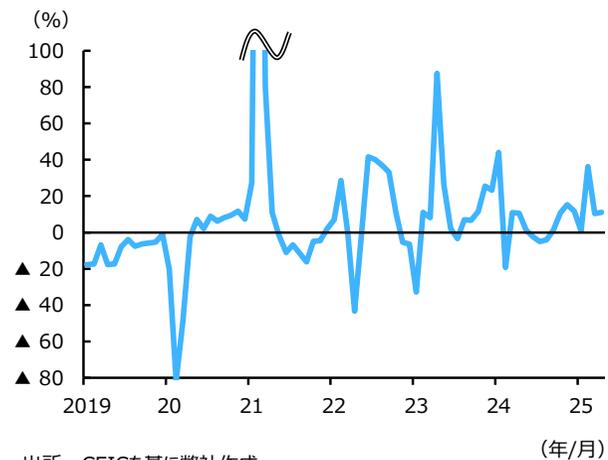
出所：CEICを基に弊社作成

消費者信頼感指数



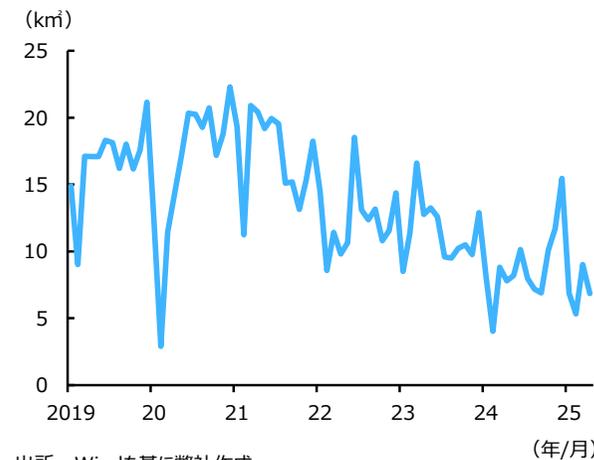
出所：CEICを基に弊社作成

乗用車販売台数（前年同月比）



出所：CEICを基に弊社作成

主要30都市の分譲住宅取引床面積



出所：Windを基に弊社作成

固定資産投資は緩やかに持ち直し

◆ 製造業の設備投資が増加

4月の固定資産投資は前年同月比+3.6%と、3月（同+4.3%）に比べれば伸びが鈍化したものの、緩やかに持ち直し。金融緩和や政策支援が奏功し、製造業の設備投資（3月同+9.2%→4月同+8.2%）やインフラ投資（3月同+5.9%→4月同+5.8%）が投資を下支え。一方、不動産開発投資は同▲11.3%と大幅減が続き、投資全体の伸びを制約。

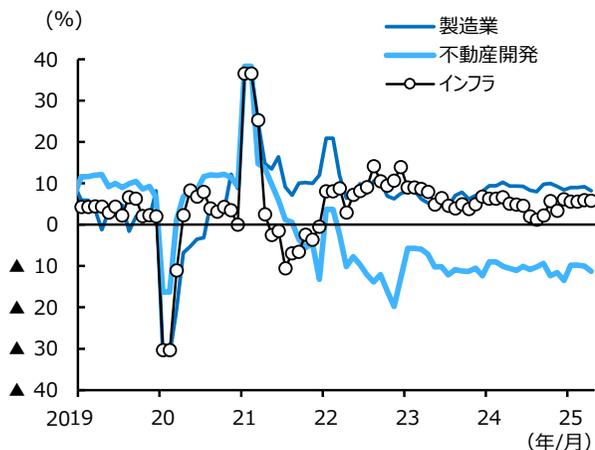
先行き、住宅不況による不動産開発投資の低迷が続かなかで、トランプ関税による企業の設備投資意欲の後退も相まって、固定資産投資の増勢は鈍化する見通し。

公共投資の増加に向け、地方政府は特別債の発行前倒しによるインフラ整備の加速を図る構え。また、政府は、「新質生産力」の増強に向けてハイテク製造分野の投資拡大を推進。これにより、製造業の投資が拡大する見込み。もっとも、消費が弱いなかではかえって過剰生産の問題を深刻化させ、デフレ基調を長引かせる可能性も。

◆ 住宅価格は下落幅拡大

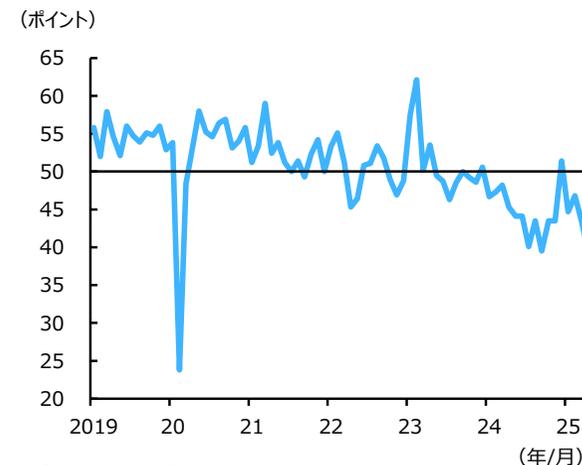
4月の主要70都市の新築住宅平均価格は、下落幅が3月より拡大。前月比の価格下落都市数も45と、3月より4都市増加。住宅需要は長期低迷期に入っていることから、先行きの住宅価格は軟調地合いが続く見通し。

固定資産投資（前年同月比）



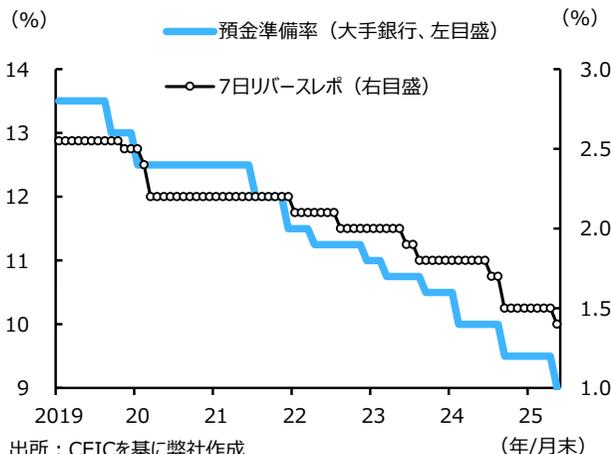
出所：CEICを基に弊社作成
注：不動産開発投資は年初来累計の値を基に計算。

新規受注指数（建設業PMI）



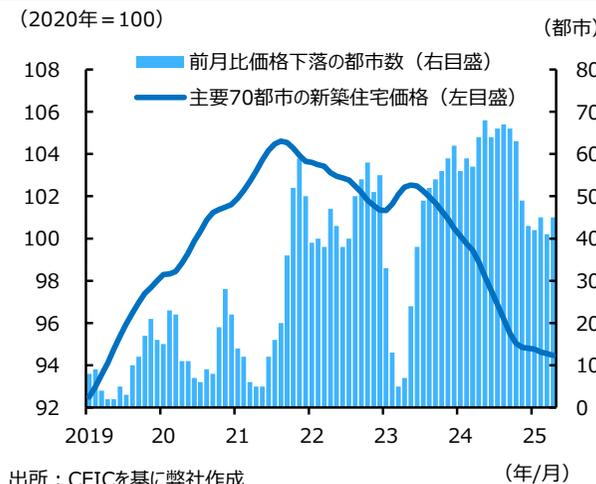
出所：CEICを基に弊社作成

政策金利と預金準備率



出所：CEICを基に弊社作成
注：2025年5月の値は5月19日時点。

住宅価格と価格下落都市数



出所：CEICを基に弊社作成

デフレ基調が継続

◆CPIはマイナスが継続

4月のCPIは前年同月比▲0.1%と、3カ月連続のマイナス。原油価格の下落を背景に、ガソリンなどの燃料価格が大幅な値下がり。政府の買い替え支援による家電や自動車の価格低下も一因。

4月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲2.7%と、31カ月連続のマイナス。内訳をみると、生産財価格、消費財価格ともに下落幅が拡大。原油価格の下落が主な押し下げ要因に。

今後も、米関税による内外需要の減速を受け、CPIの前年比は、0%台前半で推移すると予想。

◆対米ドルレートは元高方向に転換

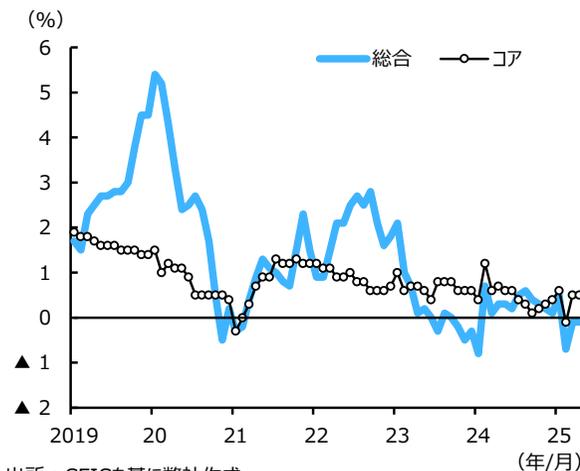
4月の人民元の対米ドル相場は、米国の大幅な関税引き上げを受けて、一時17年ぶりの元安水準に。しかし、5月の米中関税合意により、対米ドルレートは小幅ながら元高方向に。

関税率の引き下げにより、中国人民銀行が輸出下支えのために大幅な元安を許容する必要性が薄れたことから、元高基調の推移が当面続く見通し。

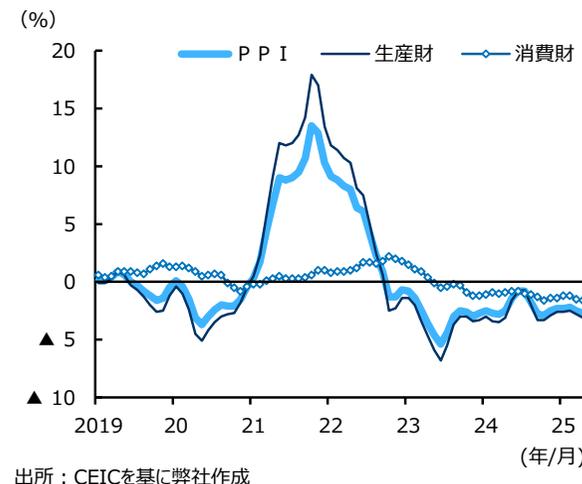
◆足元の株価は緩やかな上昇

米中合意で景気後退懸念が緩和されたことから、足元の株価は緩やかに上昇。先行きの景気減速で上値は重い一方、政府系ファンドの買い入れが下支えとなり、株価は緩やかな上昇が続く見通し。追加景気対策などへの期待も株価押し上げ要因に。

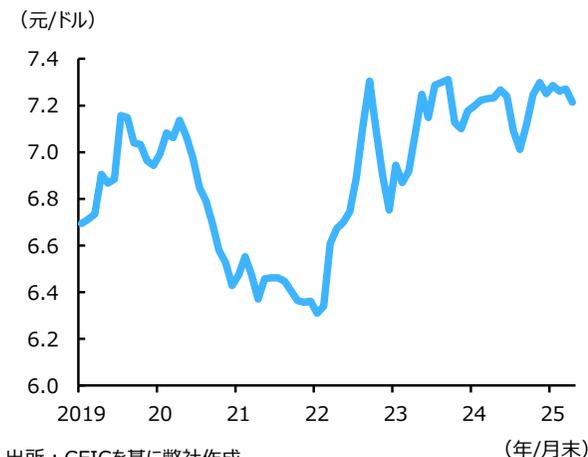
CPI（前年同月比）



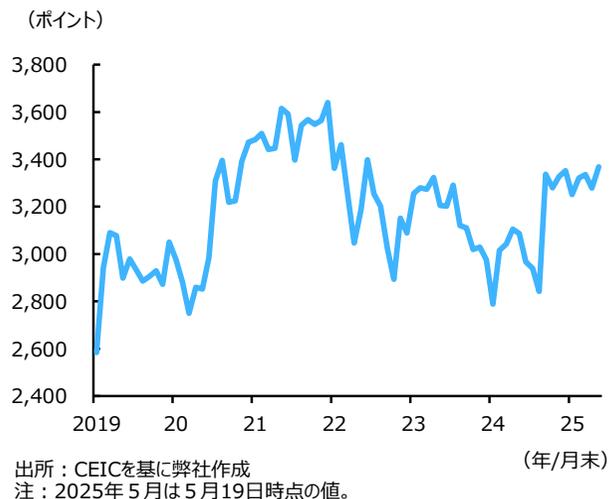
PPI（前年同月比）



人民元の対米ドルレート



上海総合株価指数



ドル円相場見通し：年後半から緩やかな円高へ

◆ドル円相場回顧

4月のドル円相場は、下旬にかけて一時140円台割れまでドル安・円高が進行。その背景として、①相互関税の公表による米景気悪化への懸念、②トランプ大統領による中央銀行の独立性を揺るがす発言、③米政権によるドル安誘導への思惑、を受けて、投資家がドルから円などへ資金を逃避させたことが指摘可能。月末には、米政府の対中強硬姿勢の緩和や、トランプ大統領による中央銀行を巡る発言撤回、日米交渉の結果を受けた円安誘導への思惑の後退、を背景に、143円台後半ヘドルが反発。

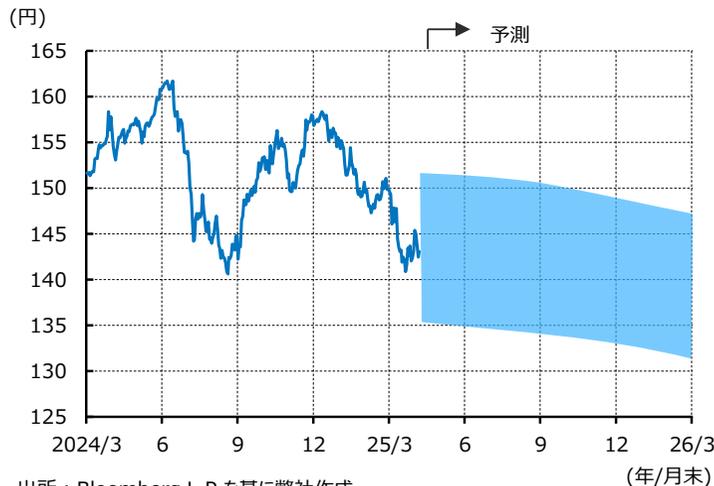
5月入り後は、日銀の金融政策決定会合でハト派的な姿勢が示されたことから、一時145円台後半へ円が下落。その後、トランプ大統領が各国との関税交渉について強硬姿勢を示したことから、142円台前半ヘドル安・円高が進行。

◆今後の見通し

当面のドル円相場は、米政権の動向次第で上下双方向に大きく動く展開が続く見込み。

年後半以降は、関税政策の影響で米景気の減速が見込まれるなか、雇用情勢の悪化を防ぐためにFRBが段階的に利下げを実施する見込み。米日金利差の縮小を受けて緩やかな円高基調で推移する見通し。

ドル円相場見通し



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

	2025年				2026年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	152.53	144	142	140	140
(高値)	158.87	152	150	148	148
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	146.54	136	134	132	132

出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

米国経済政策不確実性指数とVIX指数



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：両指数とも1カ月間の平均値を参照。

シカゴIMM・円のネットポジション（非商業部門）



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高へ

◆ユーロ相場回顧

4月のユーロドル相場は、下旬にかけて1.15ドル台後半へユーロが上昇。米政府の相互関税発動により米景気後退懸念が高まったほか、トランプ大統領のFRBを批判する発言を受けて、投資家のリスク回避姿勢が強まり、ユーロに資金が流入したことが背景。月末には、同氏が発言を撤回したことを受けて1.13ドル台前半へドルが小幅反発。

5月入り後は、米経済指標が市場予想を上回った一方、トランプ大統領が関税交渉に対して強硬な姿勢を示したことから、1.13ドル台を中心に横ばいで推移。

対円では、ECBが追加利下げを実施した一方、日銀の利上げ観測が後退するなど、強弱材料が入り混じり、162円台を中心に一進一退。

◆今後の見通し

先行きのユーロドル相場は、緩やかなユーロ高基調で推移する見通し。ECBは年半ばに利下げを停止する一方、FRBは利下げを段階的に実施すると予想。その後は、ユーロ圏景気の緩やかな回復がユーロを下支えする見込み。

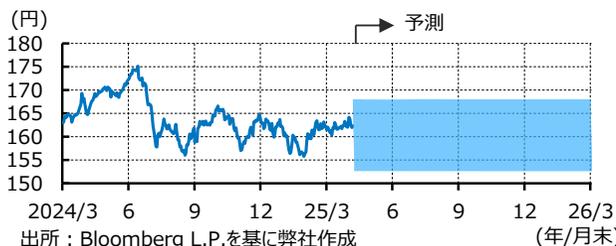
対円では、ECBの利下げ停止が視野に入る一方、日銀は当面政策金利を据え置くと予想されることから、横ばい圏で推移する見通し。

ユーロ相場見通し



	2025年				2026年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	1.053	1.12	1.12	1.14	1.14
(高値)	1.096	1.17	1.17	1.19	1.19
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.018	1.07	1.07	1.09	1.09

予測



	2025年				2026年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	160.51	161	159	160	160
(高値)	164.55	169	167	168	168
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	154.80	153	151	152	152

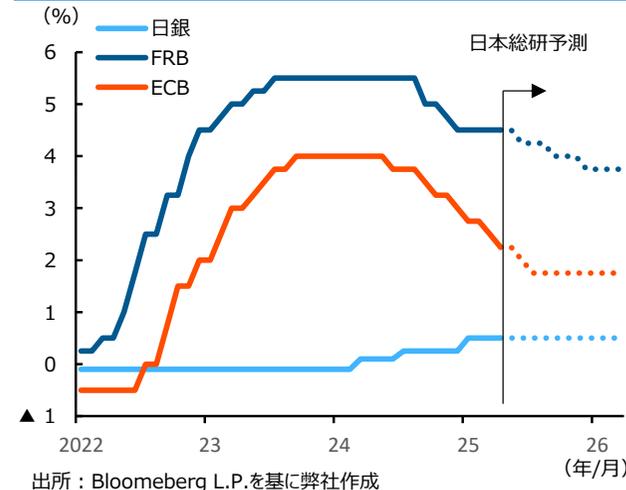
予測

シカゴIMM・ユーロのネットポジション



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

各国中銀の政策金利見通し



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

トピック：米政権はマーケットを注視、ドル安は一服する見込み

◆ 4月入り後、ドル全面安の展開に

トランプ政権発足から、4月29日で100日が経過。同氏の大統領就任以降、投資家のリスク回避姿勢の高まりから為替相場はドル安基調で推移。金融市場が混乱するショック時にはドル高が進行しやすいが、今回の相互関税発動後は、一部新興国通貨に対してもドルが下落。米国債とドルはともに下落し、ドル円相場と米日金利差の関係は希薄化。

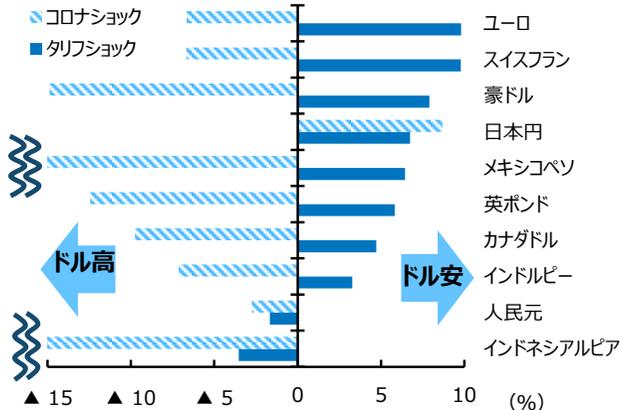
◆ 先行き大幅なドル安進行は見込み薄

もともと、今後は大幅なドル安は続かない見込み。トランプ大統領はドル高是正の意向を示しているものの、大幅なドル安誘導は難しい状況。背景として以下の2点が指摘可能。

第1に、ドル高是正の有効な手立てがないこと。ブラザ合意では、ドル高是正のため各国が協調介入を実施したものの、現状では米国のみがドル安を望んでいるとみられ、G7の足並みが揃っていない状況。さらに、ブラザ合意時点と比較して現在の為替取引量は膨大であり、介入の効果は限定的となる可能性。加えて、米政権は米金利上昇を避けるため、米債売りを伴うドル売り介入を求める公算は小。

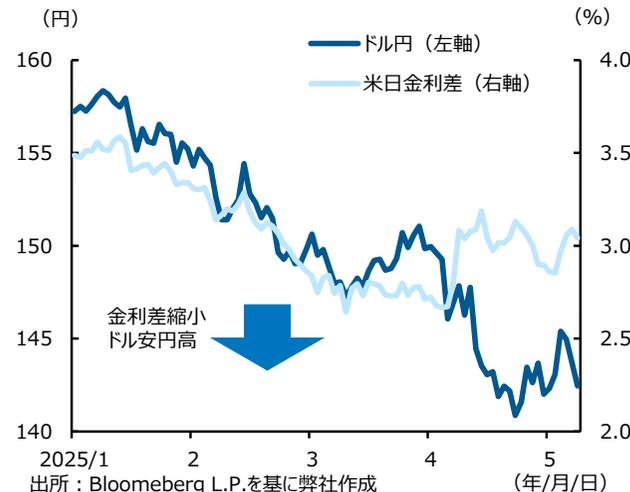
第2に、米政府による極端な政策の撤回。米政権は金融市場の動向を注視する姿勢を強めており、市場の混乱をもたらす政策は修正する姿勢。トランプ大統領の関税政策やパウエル議長の解任を求める発言は、投資家のドル売りに伴い修正・撤回された経緯あり。

各国通貨対ドル騰落率



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：期間は、コロナショックが2020年2月3日～3月31日、タリフショックが2025年3月3日～4月30日。期間内の最高値と最安値の騰落率。

ドル円相場と米日10年債名目金利差



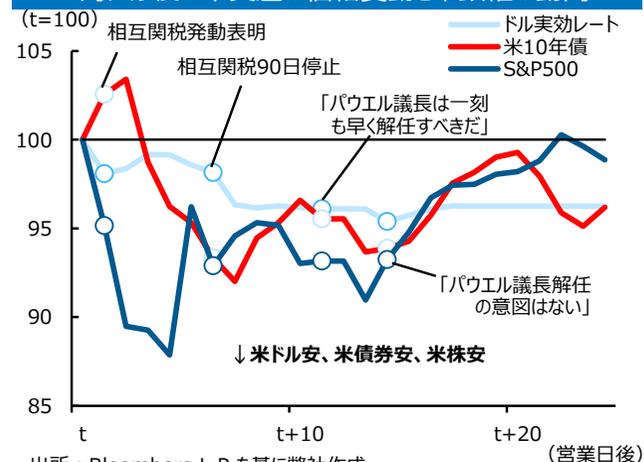
出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

協調為替介入の事例

介入年月	協調国	介入額 (ドル換算)	介入目的	30日後のドル円騰落率	外為取引量 (日次平均)
1985年9月 (プラザ合意)	G5	約82億ドル	ドル高是正	13.0%円高	約5,392億ドル
1987年2月 (ルーブル合意)	G7	-	ドル安是正	4.8%円高	約5,392億ドル
1995年7月 (セタ介入)	米・日	-	円高是正	14.5%円安	約1兆1,182億ドル
1998年6月 (アジア通貨危機後)	米・日	約24億ドル	円高是正	1.4%円高	約1兆5,266億ドル
2000年9月	米・日・欧	-	ユーロ安是正	1.5%円安	約1兆2,393億ドル
2011年3月 (東日本大震災後)	G7	-	円高是正	3.4%円安	約3兆9,728億ドル
【参考】単独介入の事例					
2024年4,5月 (月次介入額で過去最大)	日本単独	約629億ドル	円安是正	0.4%円高	約7兆5,060億ドル

出所：Bloomberg L.P.、BIS、財務省、各種報道を基に弊社作成

4月入り後の米資産の価格変動と米政権の動向



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：tは、相互関税発動日の4月2日。ドル実効レートはBIS公表のNarrowベース。



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。

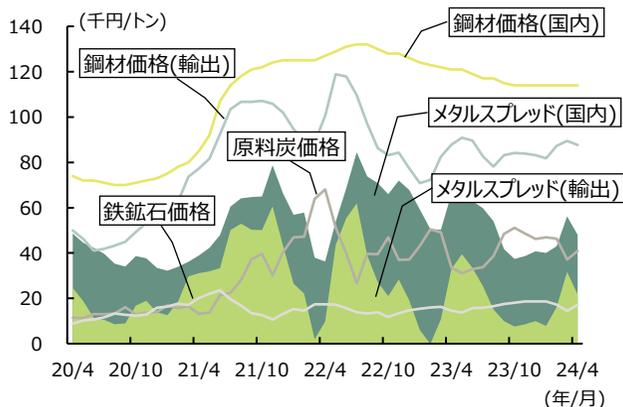
脱炭素に関する動向(海外)～欧州中心にグリーンスチール採用が進展

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

順位	企業名	国	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"> 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 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
Volvo Cars (スウェーデン)	<ul style="list-style-type: none"> 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 「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

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。

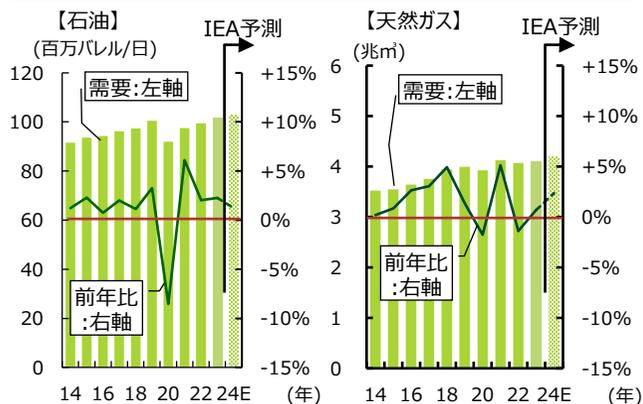
国内企業動向～SAF量産化に向けた取組みが加速

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

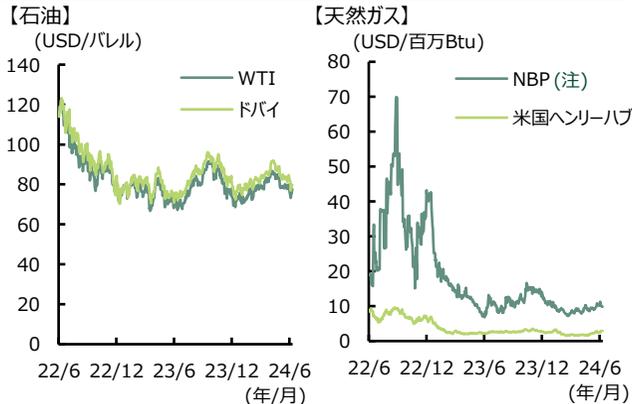
～新興国の経済成長に伴い需要増は継続



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

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。

今後の見通し

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。

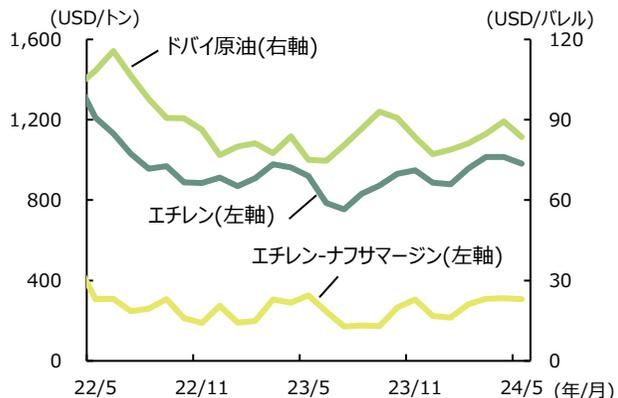
2050年カーボンニュートラルに向け、企業間連携が加速

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」^(注)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

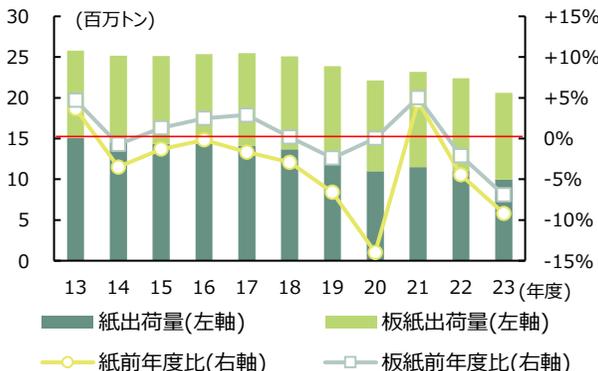
製紙会社は、「物流の2024年問題」に対応するために、大手同士での共同輸送や荷物管理効率化等、輸送面の業務提携を進めています。また、デジタル化の進展に伴って紙需要が減少するなか、生産拠点の集約や長期的に底堅い需要が見込まれる板紙への転換等により紙の生産能力の削減を進めています。しかしながら、紙の供給能力には依然過剰感がみられるため、紙パルプ業界では、将来的に輸送面の業務提携にとどまらず、生産能力の適正化に向けて、国内での業界再編が進む可能性があります。

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)

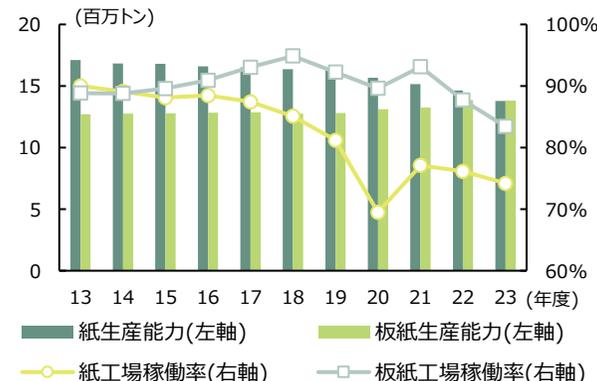
～値上げの浸透により大手は営業黒字を確保

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

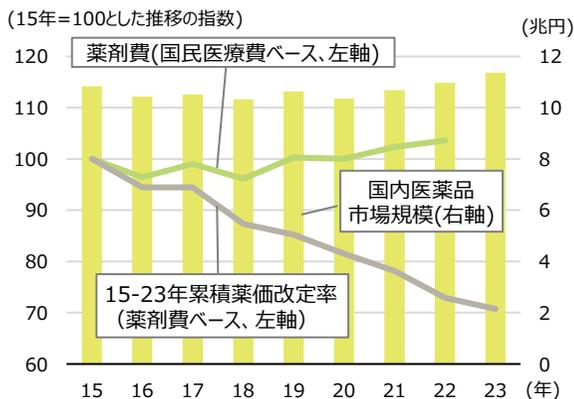
政府は、2023年7月より毎月開催されてきた「後発医薬品の安定供給等の実現に向けた産業構造のあり方に関する検討会」に関する報告書を2024年5月に公表、今後5年間を集中改革期間として、GEの供給不安解消等に向けて官民連携で取り組むべき4つのテーマを示しました。その一つとして、企業間の連携・協力の推進について言及しており、今後、業界内で再編機運が高まっていくことも想定されます。

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」がカギに

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。

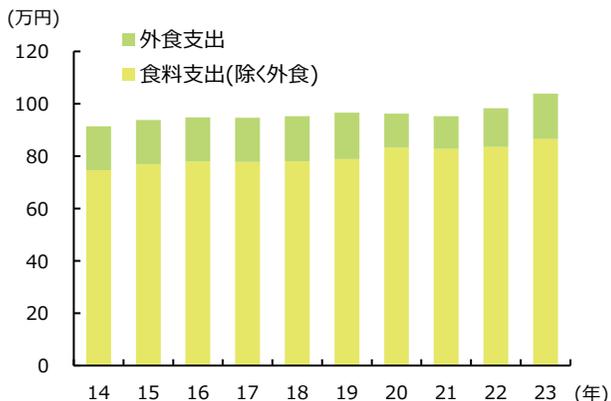
戦略の方向性～新たな成長機会の捕捉に注力

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」を基に弊行作成

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行作成

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の手掛ける「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行作成



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

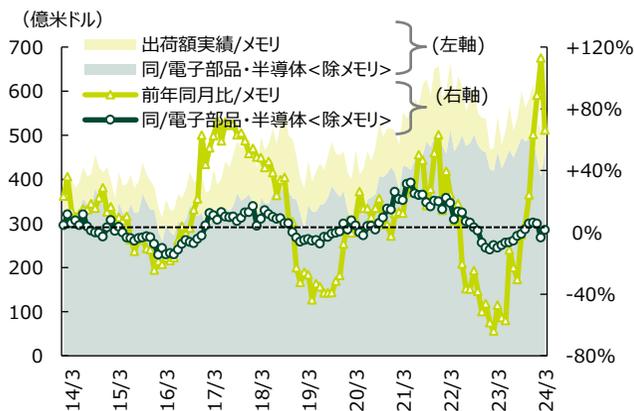
IT機器向けは、高機能化に向けた最終製品1台当たりの搭載量増加を背景に、需要拡大が継続するとみられます。加えて、足元で軟調な車載や産業機器向けも、在庫調整収束後には電動化の進展や工場自動化投資の回復等を背景に、拡大に転じることが見込まれ、総じて市場規模は拡大傾向で推移する見通しです。

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

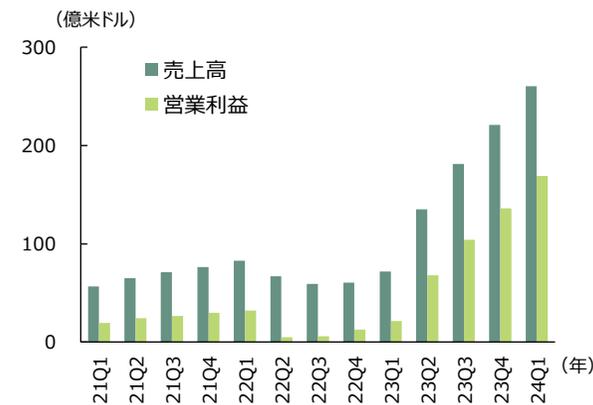
(2023年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

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

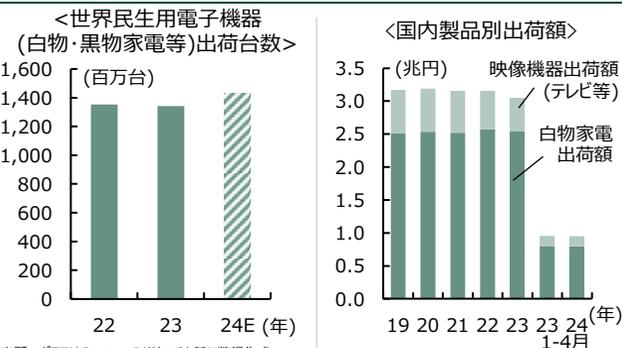
持続可能な社会の実現を目指し、従来の大量生産・大量消費・大量廃棄を前提とする「リニアエコミー(線形経済)」から、製品の再利用やリサイクル等、資源の循環を促し、環境負荷を低減する経済システム「サーキュラーエコミー(循環経済)」への移行が国際的に期待されています。家電業界においても、家電メーカーがリサイクル企業と提携し、廃棄製品の回収・再利用や再生プラスチック等への再資源化を行う事例がみられる等、今後、環境意識の高まりに応じてメーカー各社によるサーキュラーエコミー実現に向けた取組が更に本格化していくことが想定されます。

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ビッシュ品(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

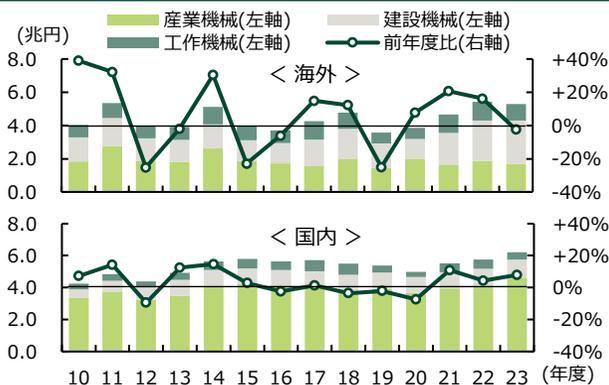
米国では、米中対立激化やコロナ禍におけるサプライチェーンの混乱等を背景に、政府が国内製造業への投資を呼びかけるなか、米国や近隣国に工場を新設する動き(ニアショアリング^(注))が活発化しています。新たな設備投資は機械メーカーにとって収益機会となりますが、2024年11月に予定される大統領選挙で共和党が勝利した場合には、関税率の引き上げをはじめ保護主義的な政策が強まるおそれもあることから、米国向け輸出へのマイナス影響も懸念されます。
注：本拠地や最終消費地地理的に近い国や地域に事業・工場を移転すること

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^(注)

～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^(注)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

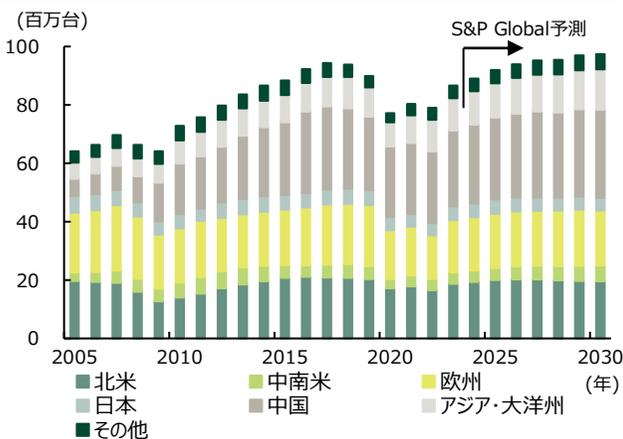
政府による買換需要を促進する施策が相次いで打ち出されている中国や、HEVを含む電動車の需要が旺盛な北米に牽引される格好で、2024年の自動車販売台数は89.1百万台と前年比+2.8%の増加が予測されています。もっとも、インフレの動向や各国の金利政策のほか、電動化に伴う車両価格の上昇などが消費者の購買力へ与える影響には留意が必要です。

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)

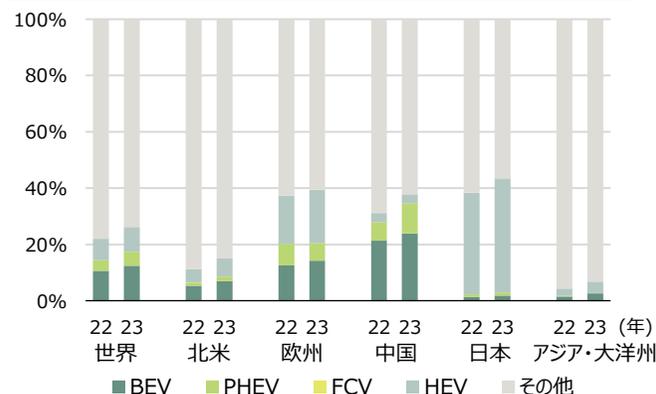
～各社販売台数が増加

順位	企業名	国	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

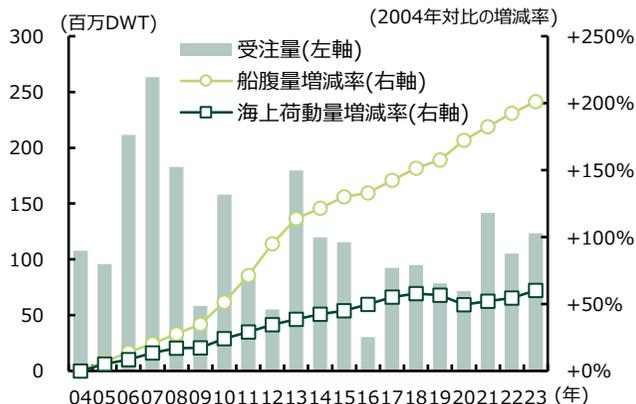
コロナ禍における物流網混乱や、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学要因を背景とした傭船料の上昇に加え、日中韓における船舶建造能力の不足と鋼材価格の高止まり等を受け、船種を問わず船価の上昇が続いています。今後についても、環境対応船の発注増加が見込まれるなか、船用機器調達を含めた建造コストが上昇すること、および重油燃料船に比べて建造期間が長期化すること等が船価に対する上昇圧力になるとみられ、高騰する船価が船主の発注戦略に与える影響が注目されます。

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」を基に弊行作成

図表2 世界の造船竣工量上位10社(2023年)

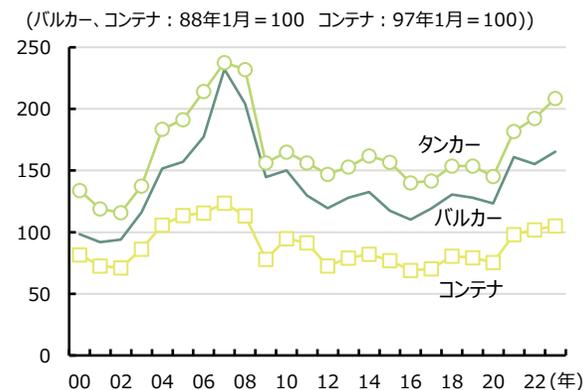
～中韓造船所が上位

	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」を基に弊行作成

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」を基に弊行作成



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。

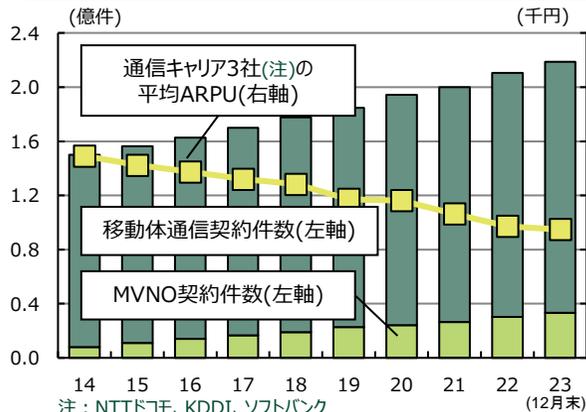
先端技術の研究開発～次世代通信や情報処理基盤の強化に向けた動き

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社作成

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資料を基に弊社作成

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社作成



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。

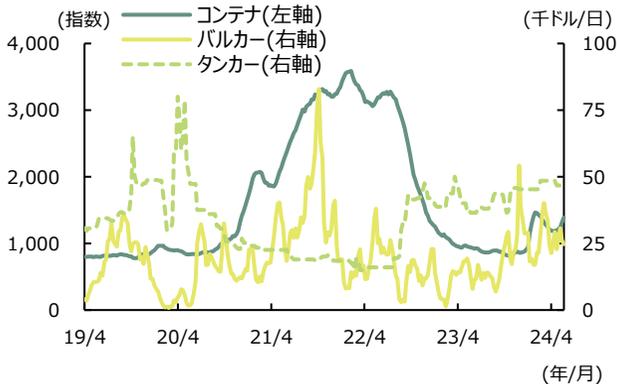
パナマ運河では、2023年5月以降、歴史的な干ばつが続いてガトゥン湖(注)の水位が低下したことから、通航可能隻数が大幅に減少しているほか、スエズ運河でも、イエメンの親イラン武装組織フーシによる船舶攻撃を受けて、各国の海運業者が航路の回避を余儀なくされています。このように、2大運河が同時に混乱を抱えるなか、代替ルートとして南アフリカ共和国の喜望峰を迂回する動きが広がり、航海距離・日数の長期化によって全船種で船腹需給が引き締まっていることから、運賃・傭船料には上昇圧力がかけられました。

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)

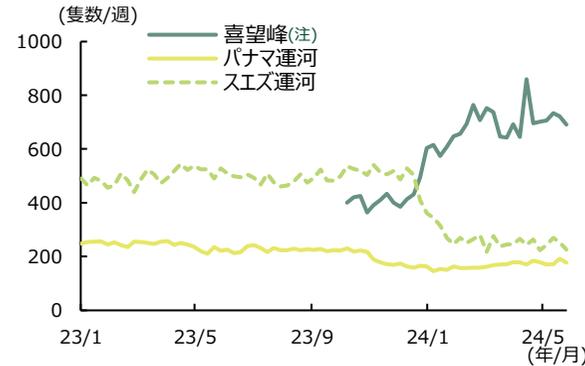
～ONE(注)のシェアがEvergreenを逆転

	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

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。

今後の見通し

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

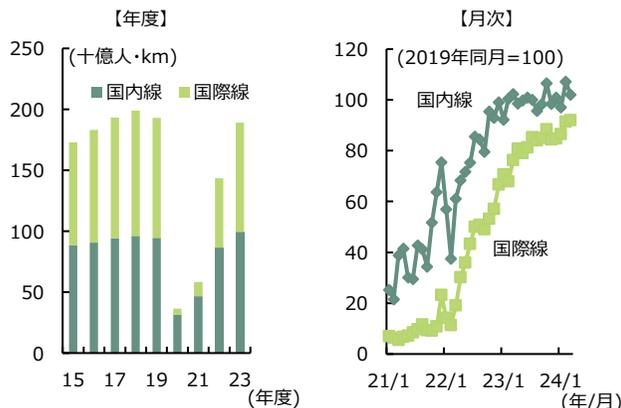
ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)の2023年度における国際線のイールド(注)は、海外発便の旺盛な需要に加えて、中東情勢の緊迫化や産油国の自主減産を背景とした燃料価格上昇に伴う燃油サーチャージの高騰もあり、大幅に伸長しています。

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。

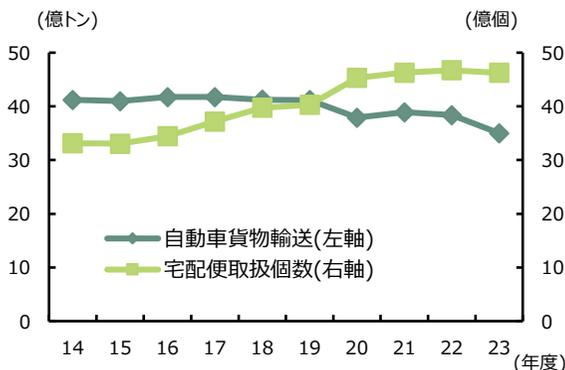
こうしたなか、物流各社は、共同配送や配送効率の向上に資する中継地点の新増設のほか、環境負荷低減にも繋がるモーダルシフト(注)に取組んでおり、従来の枠組みを超えた荷物の混載等、同業・異業種との連携を強化しています。2024年5月には、日本郵便グループとセイノーグループが長距離の幹線輸送における共同運行に向けた業務提携を発表する等、各社の事業戦略に注目が集まっています。

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」を基に弊行作成

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)を基に弊行作成

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行作成



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

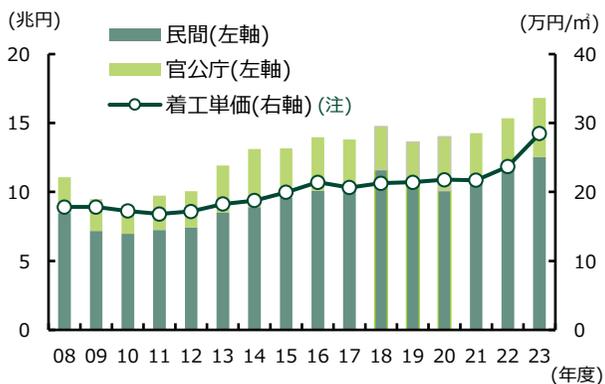
大型工事主体に建設投資意欲は依然旺盛な一方、2024年問題を受けて設備工事業者を中心に労働力不足が深刻化していることから、ゼネコン各社の手持工事は高水準で推移しています。こうしたなか、施工能力を踏まえた受注調整に舵を切る動きが増えており、適正工期の確保や利幅の厚い案件の選別受注を更に強化していくとみられます。

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

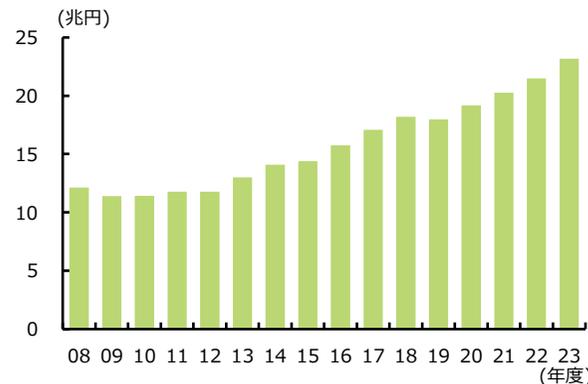
～営業利益は未だ低調な企業が目立つ

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

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。

今後の見通し

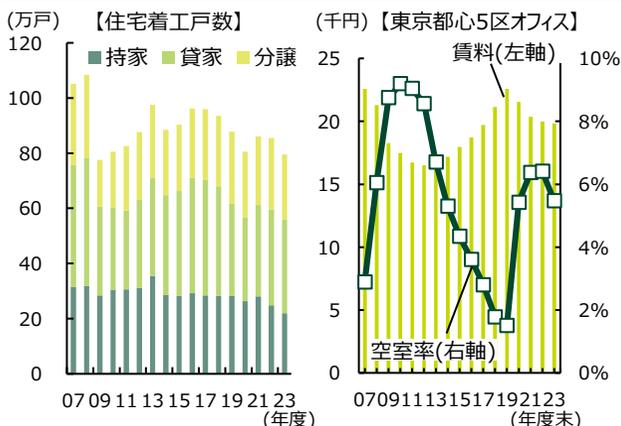
物流施設の市況見通し(東京圏)～新築物件はリーシング動向に要注意

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」を基に弊社作成

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

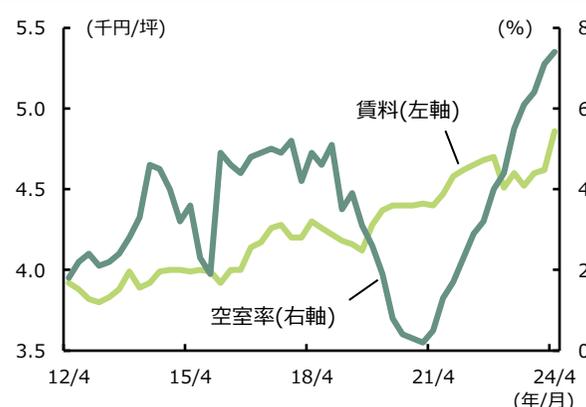
総合ディベロッパー・企業名		売上高	当期利益
1	三井不動産	23,833	2,246
2	三菱地所	15,047	1,684
3	東急不動産ホールディングス	11,030	646
4	住友不動産	9,677	1,772

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：決算短信を基に弊社作成

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」を基に弊社作成



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

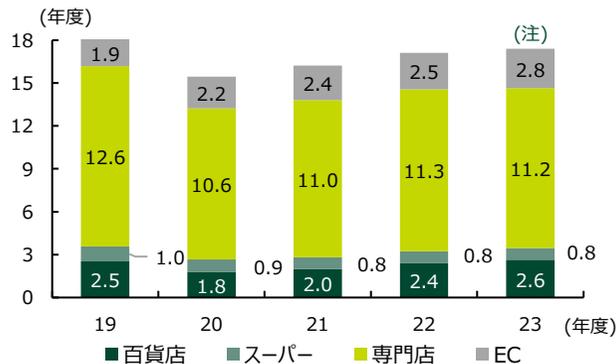
今後も、中国人を中心に訪日外国人客の増加が予想されるため、市場は緩やかに回復していくとみられます。もっとも、物価高を背景とした節約志向の高まり等により、低価格帯ブランドの需要シフトは堅調に推移するとみられる一方、上記のインバウンド需要の拡大により、引き続き高価格帯ブランドの販売が増加する等、価格帯による需要の二極化が進展するとみられ、アパレル各社は、こうした状況を踏まえて、価格帯でメリハリをつけたブランド戦略の推進等が益々重要になると考えられます。

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

～コロナ禍すぎるも力強さに欠ける



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 エーヒューマート	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

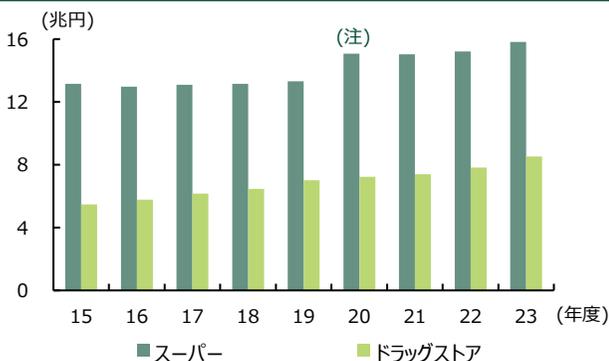
今後は、1人あたりの買上点数が減少傾向にある等、物価高騰に伴う節約志向が顕在化しつつあり、市場は緩やかな縮小に転じるとみられます。こうした中、更なる食品価格の引き上げに対して、従来の様な販売価格への転嫁は困難との声も多いうえ、人手不足を背景とする人件費負担の増大や水道光熱費の高騰等、販売管理費の負担も増していくとみられ、収益性の低下を余儀なくされる可能性が高い点には留意が必要です。

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)

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

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

今後の見通し

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。

短中期見通し～安易な値上げが客離れを引き起こす懸念

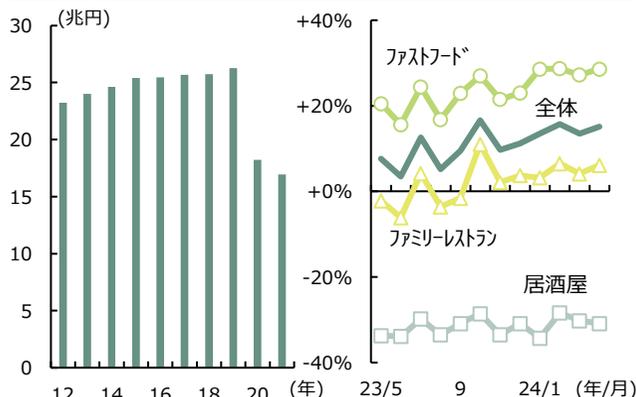
足元の外食需要は堅調に推移している一方、実質賃金のマイナスが継続する中で、消費者の生活防衛意識は高まりつつあり、今後は外食控えや相対的に低価格なスーパーの弁当・惣菜等への需要シフトが生じる懸念があります。一部ブランドでは、質の向上を伴わない安易な値上げにより客離れを引き起こす事例もみられることから、メニュー戦略やサービス面も含めた体験価値創出の巧拙が、各社の優勝劣敗を分ける鍵になります。

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

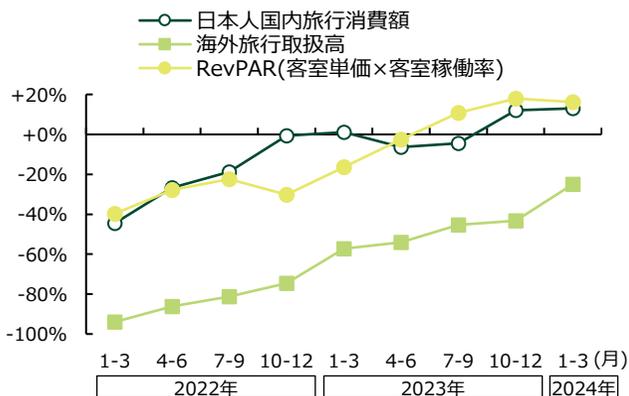
足元の円安傾向を踏まえれば、日本人の海外旅行の急回復は見込みがたい。国内旅行も、節約志向の高まりによる旅行控えも想定され、国内の旅行会社大手の業績回復は一服する可能性が高いとみられます。一方で、インバウンド(訪日旅行者数)については、2023年8月の日本向け団体旅行の解禁以降徐々に増加してきた中国からのインバウンドが引き続き回復していくことで、今後も増加傾向で推移する見通しです。

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ります。

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)

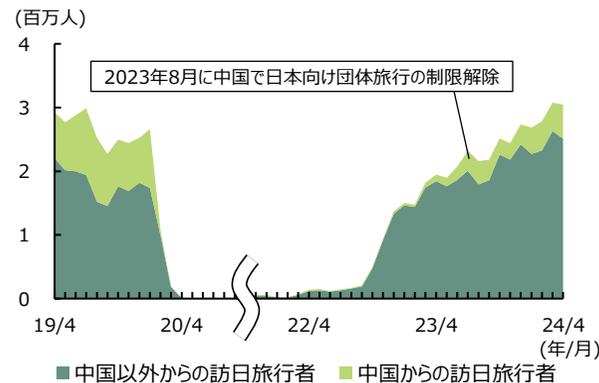
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,887	1 ルートインホテルズ	341	59
2 日本旅行	3,666	2 東横イン	335	71
3 KNT-CTホールディングス	3,239	3 アパホテルズ&リゾート	273	64
4 エイチ・アイ・エス	3,203	4 スーパーホテル	172	20
5 阪急交通社	2,722	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	151	22

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。

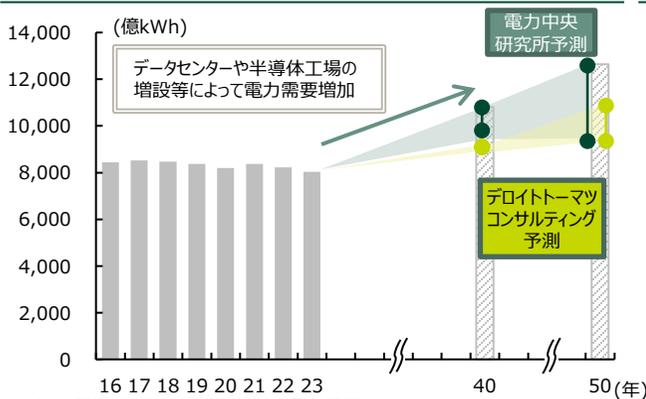
第6次計画(2021年策定)では、GHG削減目標(2030年度に2013年度比△46%削減)との整合を図り、再エネの活用に加えて原発再稼働を進めるとの目標が設定されました。もっとも、原発に対する安全審査や送配電網の整備に相応の時間とコストを要することから、現時点で達成の目途はついていない状況です。

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)

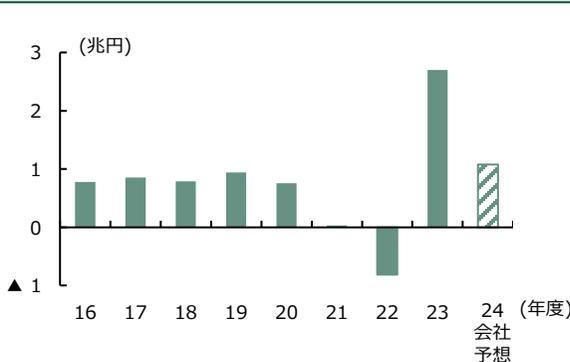
～電力需要は増加の見込み



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)

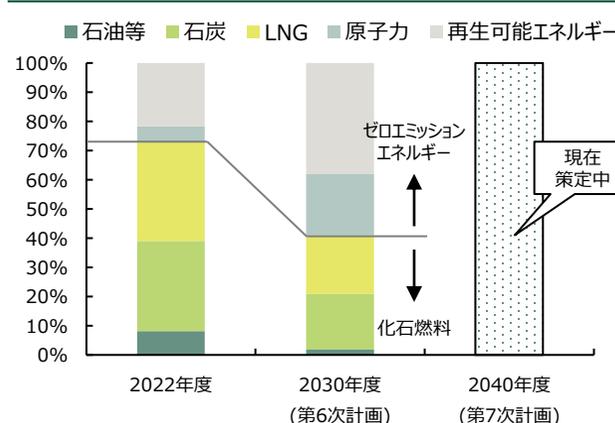
～2023年度は期ズレ差益で好決算



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。

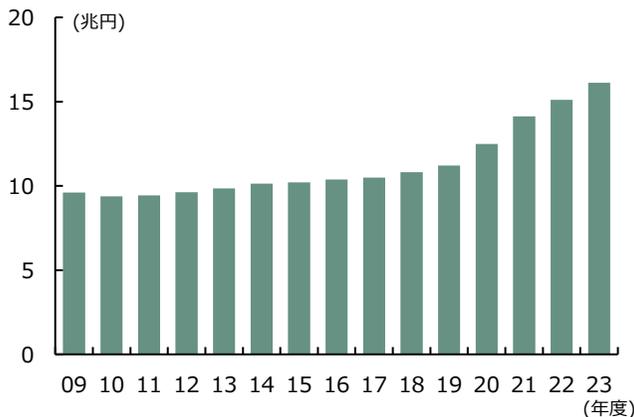
また、人材不足の拡大は、案件単価の上昇につながる一方、人材獲得競争の激化が懸念されます。受託開発事業者の一部では、人件費や採用費、外注費の増加が収益を下押しするケースがみられ、収益環境が厳しくなる懸念があります。

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

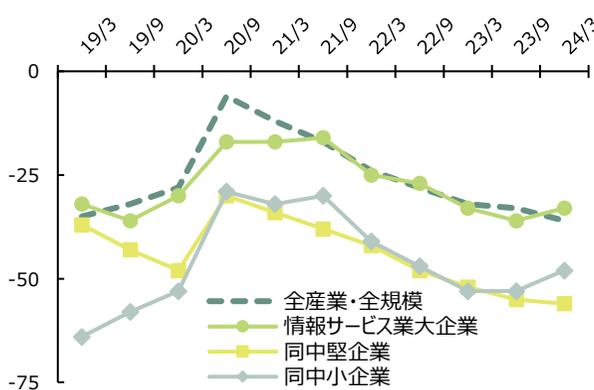
～国内情報サービス市場は堅調に推移



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			凡例     不況 ← → 好況		