

グローバル経済と主要産業の動向

2025年4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4月更新）

2

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

2. 主要産業の動向（2024年6月更新）

30

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

- 本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。
- 本資料は、作成日時点で弊行および弊社が一般に信頼できるとさ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

日本総研
The Japan Research Institute, Limited

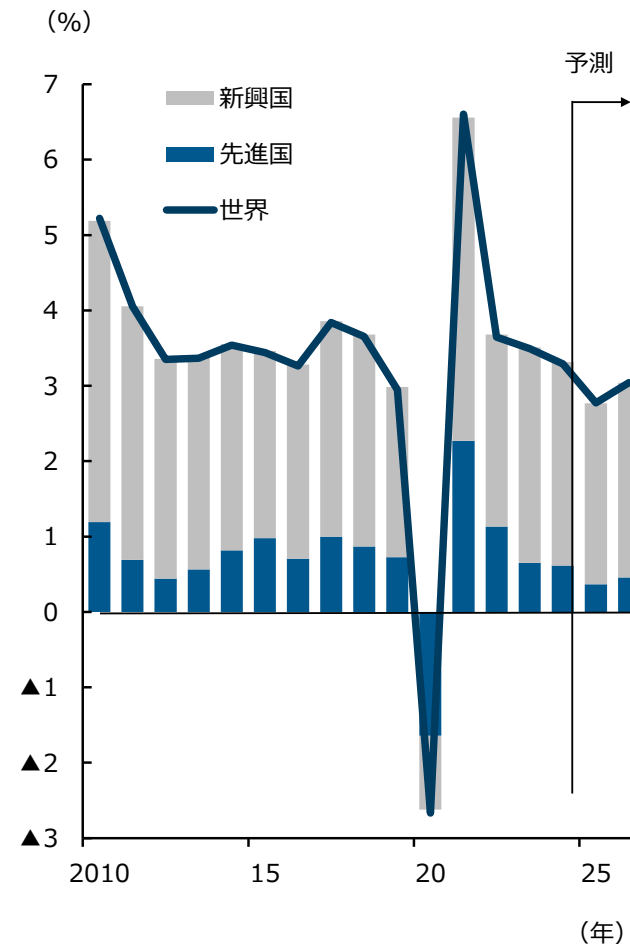
米国と各国・地域との関税交渉結果次第では、世界経済が景気後退局面に陥るリスクも。最適化されたグローバルサプライチェーンの分断、景気後退と物価上昇が同時に起こるスタグフレーションの進行、不確実性の高まりによる金融市場の混乱など、様々なリスクが顕在化する恐れ。また、米国の反移民政策や、国際的な炭素素の枠組みからの離脱、反DEI政策なども、米国の競争力を中長期的に損なう恐れ。

世界の実質GDP成長率見通し

(暦年、%)				
	2024年 (実績・見込み)	2025年 (予測)	2026年 (予測)	
世界計	3.3	2.8	3.0	
先進国	アメリカ	2.8	1.3	1.8
	ユーロ圏	0.9	0.4	0.6
	イギリス	1.1	0.8	1.0
	日本	0.1	0.9	0.5
	新興国	4.3	3.7	4.0
	B R I C s	5.2	4.2	4.4
	中国	5.0	3.9	4.2
	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
	N I E s	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	
A S E A N 5	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

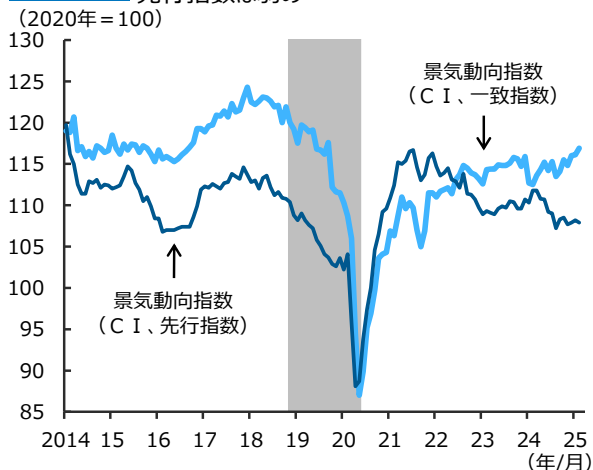


出所：各国統計、IMFを基に弊社作成

概況：景気は一部で足踏みするも緩やかに回復

景気

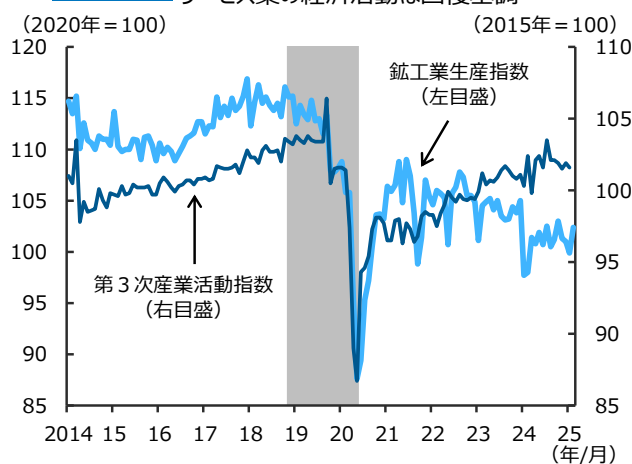
景気動向指数は、一致指数は改善傾向、
先行指数は弱め



出所：内閣府を基に弊社作成

企業

鉱工業生産は弱い動き
サービス業の経済活動は回復基調



出所：経済産業省を基に弊社作成

外需

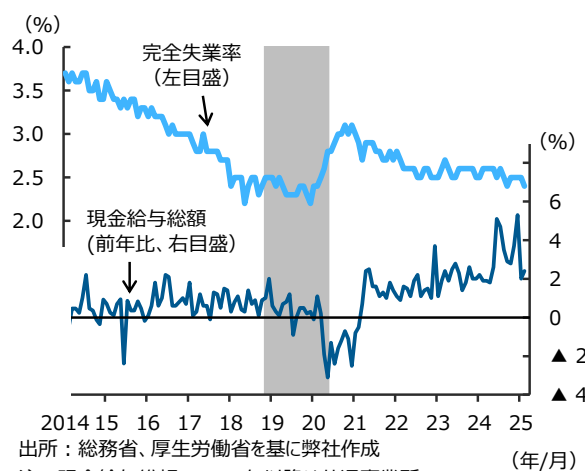
輸出は駆け込み需要で一時的に急増
輸入は増加基調



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
名目賃金の伸びは足元で鈍化

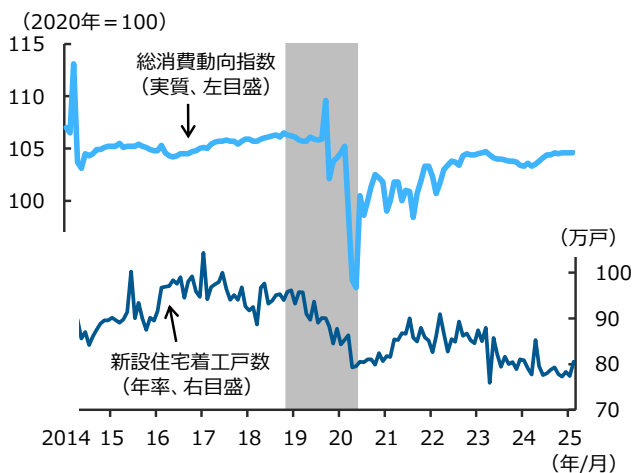


出所：総務省、厚生労働省を基に弊社作成

注：現金給与総額の2016年以降は共通事業所ベース

家計

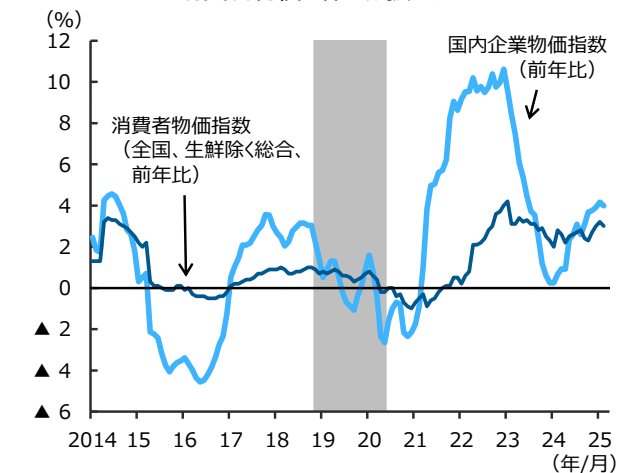
消費は持ち直し
住宅着工は低水準で推移



出所：総務省、国土交通省を基に弊社作成

物価

企業物価は農産物を中心に再上昇
消費者物価も伸びが拡大



出所：総務省、日本銀行を基に弊社作成

企業の景況感は濃淡

◆企業の景況感は濃淡

企業の景況感は総じて良好も、業種によって二極化。日銀短観3月調査によると、大企業・製造業の業況判断D Iは前回調査対比▲2%ポイント低下。米関税政策への警戒感の強まりなどが景況感を下押し。一方、大企業・非製造業は同+2%ポイント上昇し、1991年以来の高水準。中国人観光客を中心とする堅調なインバウンド需要の回復などが、消費関連業種の景況感を押し上げ。人手不足に直面する建設や物流などでは、消化しきれない受注の増加が、結果として景況感の改善につながっている面も。

◆力強さを欠く製造業の生産活動

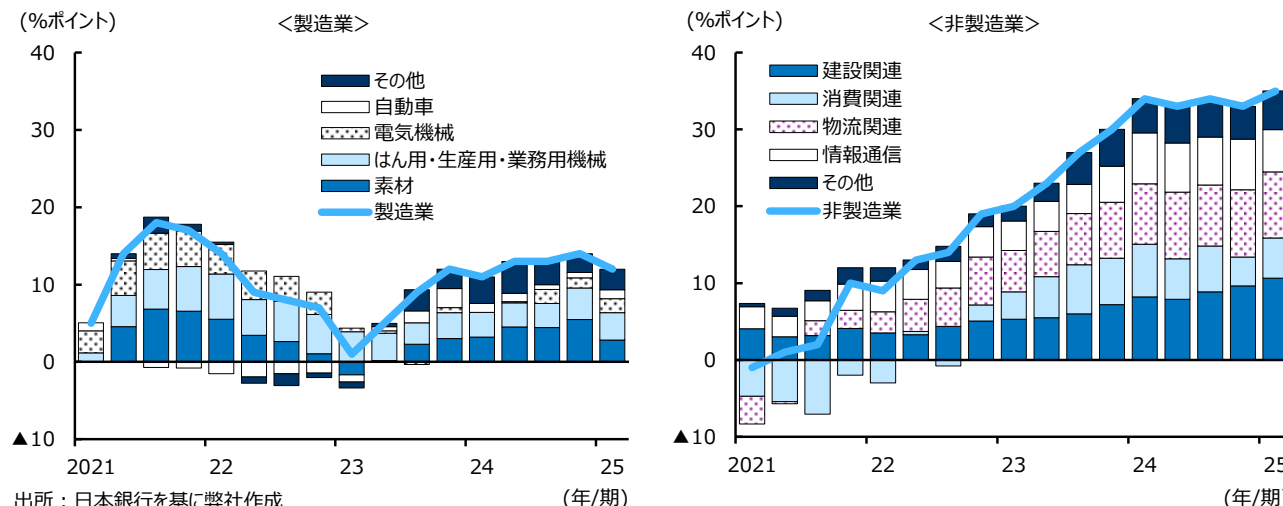
2月の鉱工業生産指数は前月比+2.5%と、4ヵ月ぶりに上昇。生産用機械工業や電子部品・デバイス工業など、前月に大幅減産となった業種が反動増。

先行きの生産計画によると、生産用機械を中心に緩やかな増産の見通し。もっとも、この計画には米関税の引き上げが十分に反映されておらず。先行きの生産は、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。

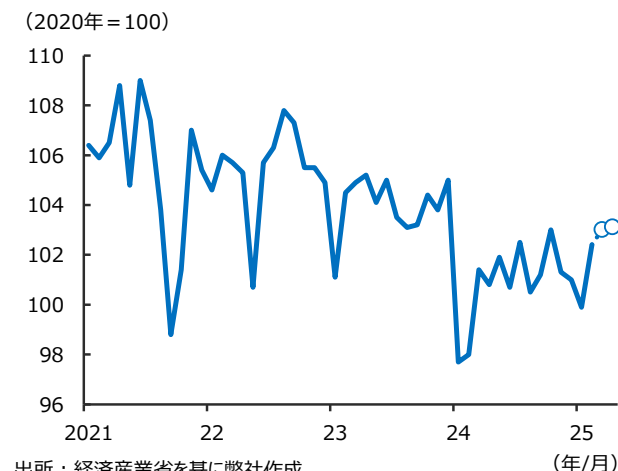
◆訪日外客数は堅調

2月の訪日外客数は2019年同月比+25%と、コロナ禍前を上回る水準で推移。回復が遅れていた中国人観光客も、春節の暦要因により前月から下振れたものの、コロナ禍前並みの水準を維持。

大企業の業況判断D I

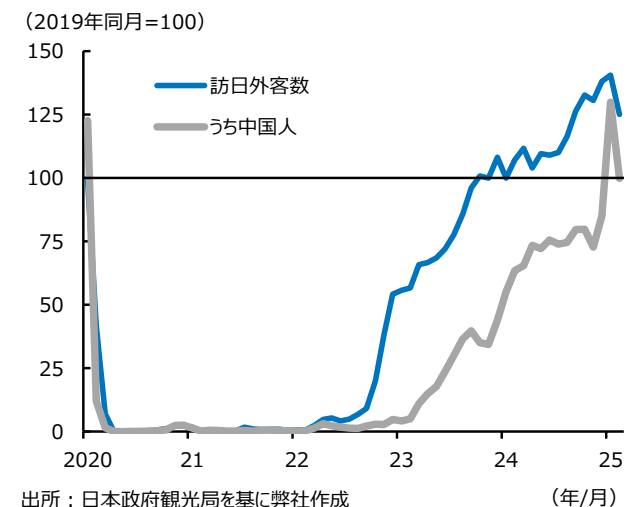


鉱工業生産指数 (季調値)



注：点線は、製造工業生産予測指数（3、4月）を基に先延ばし。

訪日外客数



輸出と設備投資は堅調も、先行きに懸念

◆米関税引き上げが財輸出を下押し

財輸出は年初に増加。国別にみると、景気減速が続く中国向けが引き続き低調な一方、米国向けの急増が全体を押し上げ。米関税引き上げへの警戒感が強まるなか、自動車や半導体などの駆け込み輸出が増加した可能性。

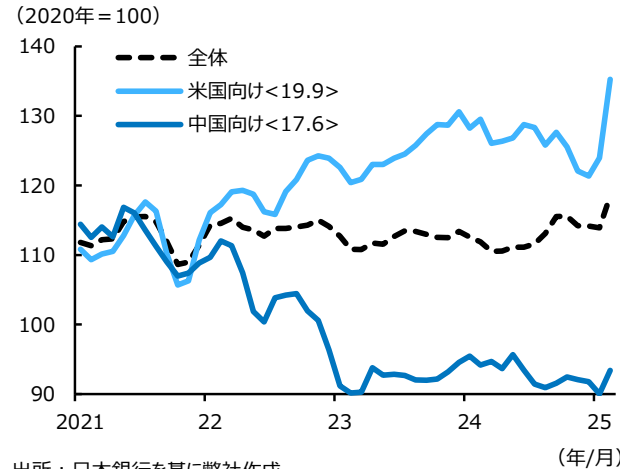
先行きの財輸出は、水準を切り下げながらも、増加基調で推移する見通し。米関税引き上げによる輸出価格の上昇が、自動車などを中心に米国向け輸出を下押し。一方、諸外国での財政出動により世界需要の落ち込みは回避されると予想。当面の下振れリスクは米中貿易摩擦の激化。米中間での報復関税の応酬が長期化した場合、世界的な需要減退を招き、アジア諸国などへの輸出減少を通じてわが国製造業の不振に追い打ちをかける恐れ。

◆ソフトウェア投資が堅調さを維持

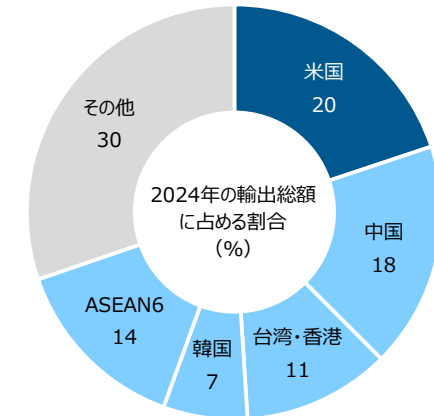
設備投資は総じて堅調。ソフトウェア投資が高水準にあるほか、伸び悩みが続いた建設投資も底入れの動き。新設された半導体工場への装置搬入が押し上げる形で、機械投資も足元で増加。

先行きの設備投資は緩やかに増加する見通し。米関税引き上げによる企業収益の悪化が重石となるものの、ソフトウェア投資が堅調さを維持すると予想。将来的な労働力不足などを見据え、省力化に向けたソフトウェア投資需要は旺盛。ソフトウェア投資を含む知的財産投資は、収益や外需との連動性が低く、景気変動に左右されにくい傾向も。

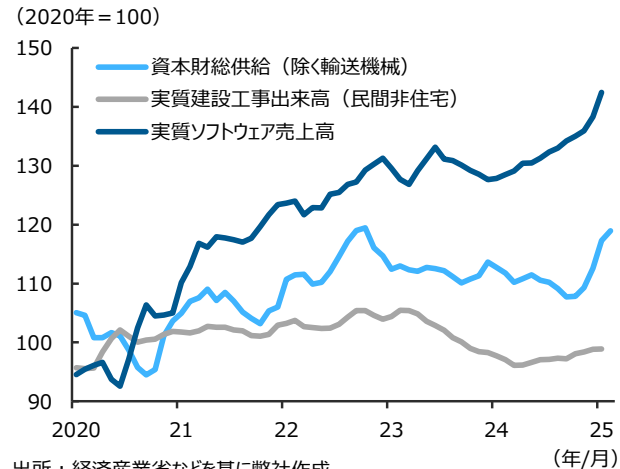
相手国別実質輸出（季調値）



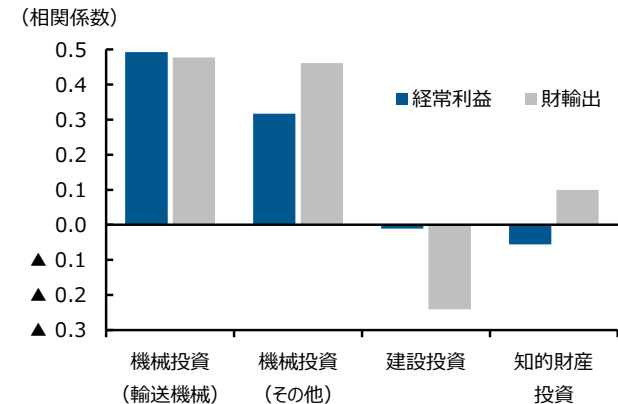
日本の主要輸出相手国



民間設備投資関連指標（季調値）



総固定資本形成と収益・輸出の相関係数



家計の雇用・所得環境は緩やかに改善

◆雇用情勢は製造業で軟化を予想

雇用情勢は総じて良好。雇用者数は、全体として緩やかな増加基調が持続。ただし、業種によって回復ペースに差。非製造業で堅調な増加が続く一方、製造業では生産の不振などを受けて雇用者数が減少に転化。短観・雇用人員判断DIをみても、製造業では非製造業ほど人手不足感の強まりがみられず、中小企業の手不足感はコロナ禍前よりも緩和方向。

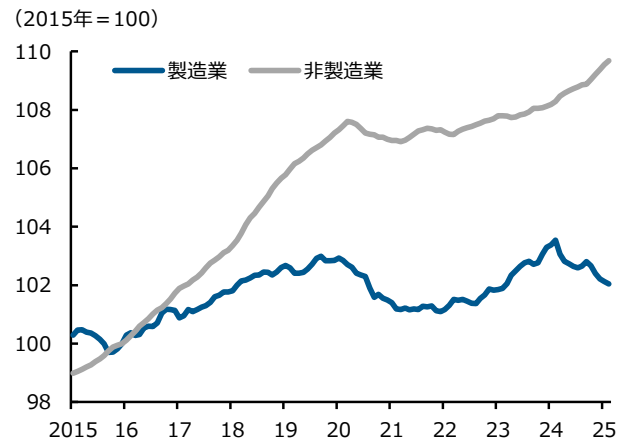
先行きの雇用情勢は、業種によってまばらな展開を予想。製造業では、米関税引き上げが生産活動や企業収益の重石となり、労働需要の抑制に作用する見込み。一方、非製造業では、内需の回復が対面型サービスを中心とするサービス業で労働需要を押し上げると予想。

◆個人消費は回復基調を維持

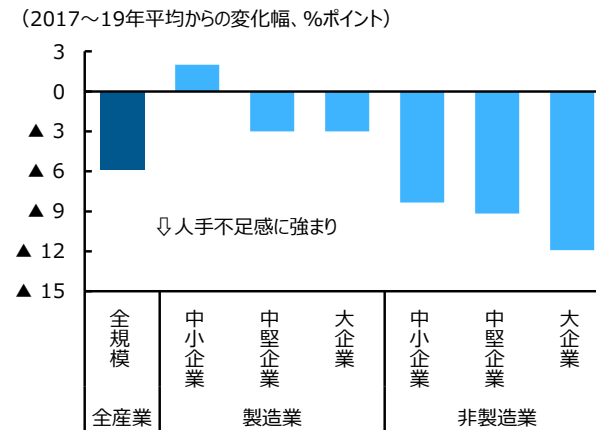
個人消費は持ち直し。物価高を受けた家計の節約志向の強まりから、食料品など非耐久財を中心に財消費は弱い動き。一方、サービス消費は回復基調にあり、消費全体を下支え。食料品価格の上昇が外食などのサービス消費にシフトしている可能性。

先行きの個人消費は緩やかに回復する見通し。米関税引き上げによる収益悪化が賃上げの重石となるものの、今年の春闘で妥結された高い賃上げ率の適用が広がることで、家計の所得環境は緩やかに改善へ。

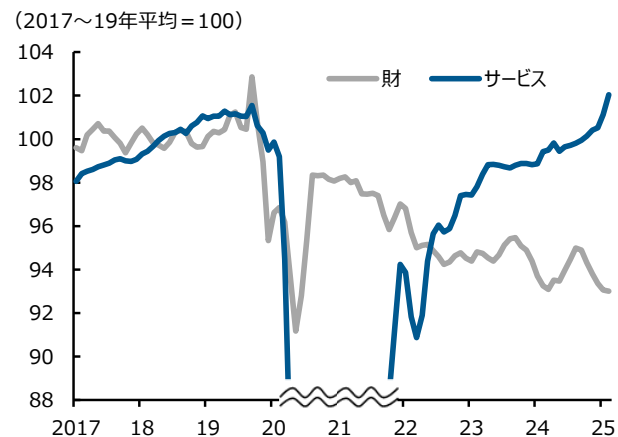
雇用者数



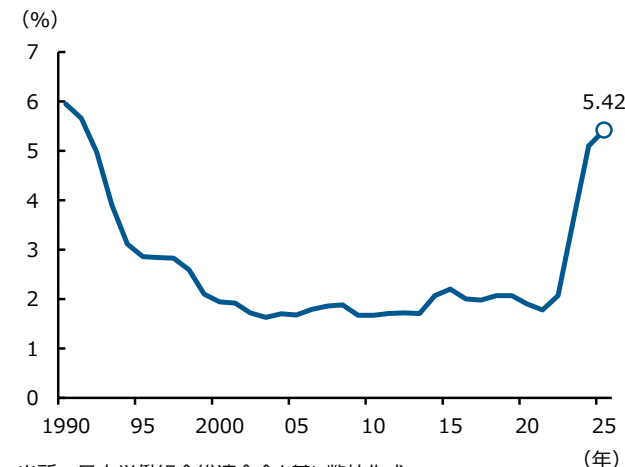
短観・雇用人員判断DI



消費活動指数（季調値）



春闘賃上げ率（平均賃金方式）



物価の伸びは鈍化へ

◆物価の伸びは鈍化へ

物価の騰勢は鈍化。2月のCPI（総合）は前年比+3.7%、コアCPI（生鮮食品を除く総合）は同+3.0%と、いずれも前月から伸びが低下。コメや生鮮食品の価格が高止まりしており、外食や加工食品にも価格上昇圧力が波及。一方、政府による電気・ガス代抑制策の一時再開が全体の伸びを抑制。

物価の伸びは、来年初にかけて鈍化し、その後は2%近傍で推移する見通し。足元で高止まりしている食品やエネルギーの価格は次第に落ち着く方向。流通量の回復などを受けて、野菜の卸売価格は騰勢が一服。基調的な面では、賃金上昇分を販売価格に転嫁する動きが強まり、サービス価格の上昇幅が緩やかに拡大していく見込み。

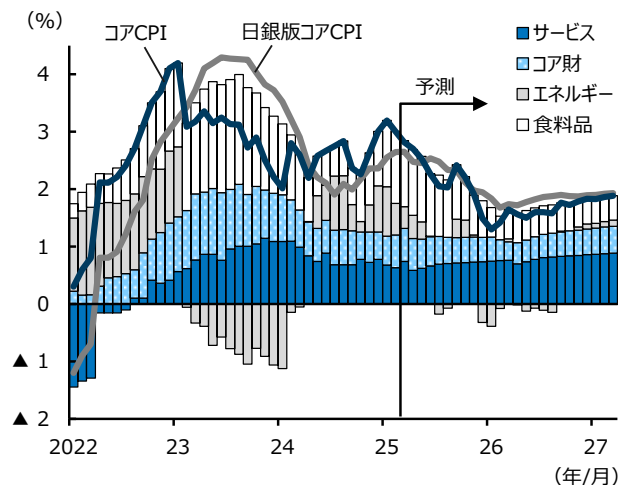
◆日銀は政策金利を据え置きへ

日銀は、3月の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定。

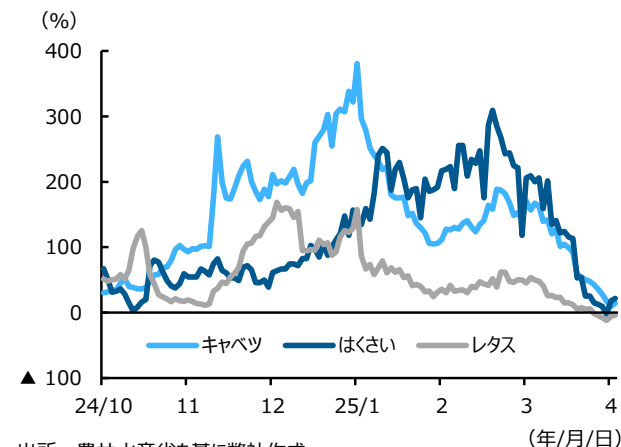
長期金利は、4月上旬にかけて振れの大きい展開。米国政府による相互関税の発表を受けて、一時景気後退懸念が高まり、リスク回避の動きから長期金利が低下。その後、わが国を含む多くの国で実施が延期されたことを受けて、足元で揺り戻し。

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く見通し。長期金利も当面は横ばい圏内、ないしは弱含む見通し。

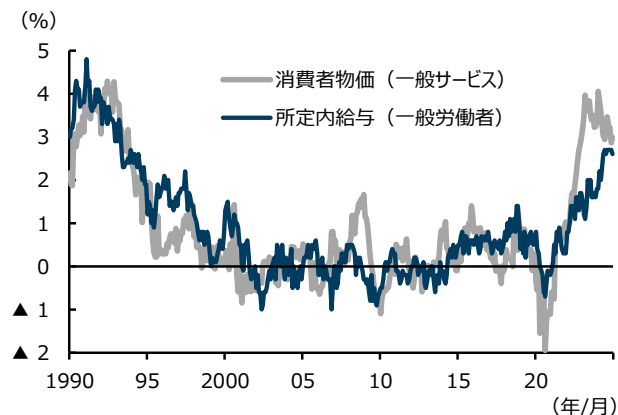
消費者物価指数（前年比）



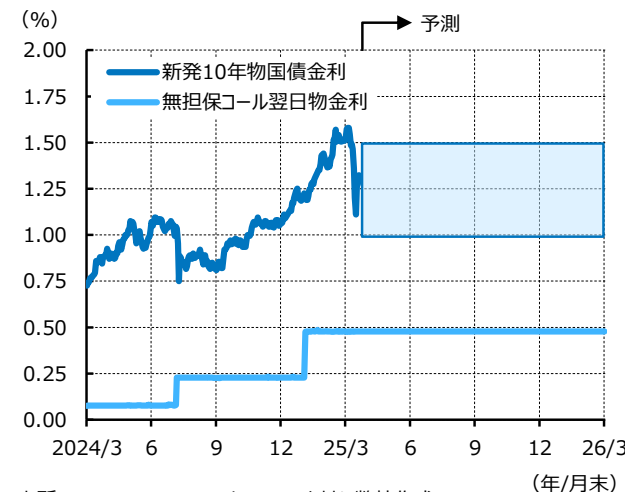
主要野菜の卸売価格（平年比）



賃金とサービス価格



わが国の主要金利



トピックス①：トランプ相互関税がわが国輸出の下振れリスク

◆米国政府は相互関税を導入へ

米国政府は、4月上旬以降、すべての輸入品に一律10%の関税を賦課したうえで、国ごとに追加税率を上乗せすると発表。その後、中国以外に対する追加関税の上乗せは延期されたものの、実現すれば日本には合計24%の追加関税が賦課されることに。引き上げ後の日本からの輸入品に対する米国の平均関税率は約26%に急上昇する計算。

◆輸出を下押し、企業収益が落ち込む恐れも

相互関税が実現すれば、以下2点の経路からわが国の輸出が減少する見込み。1点目は、米国需要の落ち込み。企業が追加関税を販売価格に転嫁すれば、米国での需要は縮小する公算大。日本の機械関連業種は、売上に占める米国向け輸出の割合が高く、大きな打撃を受ける可能性。

2点目は、アジア諸国の景気下押し。今回の相互関税では、アジア諸国など対米輸出が多い国ほど関税引き上げ幅が大。アジア諸国はわが国の主要輸出相手国でもあるだけに、わが国の輸出を下押しする可能性。

こうした輸出減少の結果、わが国製造業の収益が減少する恐れ。日銀短観3月調査によると、調査時点では米国政府の関税政策が完全に織り込まれていないにもかかわらず、製造業の2025年度の経常利益は前年度比▲0.5%と小幅減益の計画。米中対立の激化による外需の落ち込みが減益につながった2019年度と同様に、今年度の収益も計画対比一段と下振れる公算大。企業収益が損なわれれば、賃金や設備投資が伸び悩み、わが国景気が後退局面入りするリスクも。

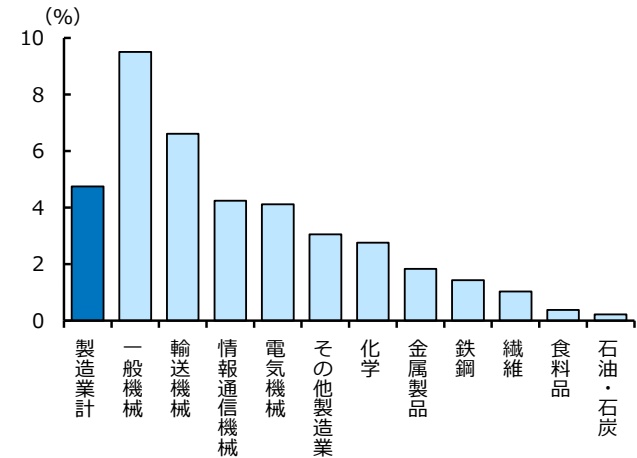
日本からの輸入品に対する米国の平均関税率

	シェア	平均関税率
輸送機械 (HS86~89)	35.0%	2.4%
一般機械 (HS84)	23.7%	0.7%
電気機械 (HS85)	12.7%	1.1%
化学 (HS28~38)	9.9%	0.6%
その他	18.7%	1.8%
全体平均	100%	1.5%

出所：U.S. Census Bureauを基に弊社作成

注：2024年。平均関税率は、ネット関税収入を輸入金額で割ったもの。

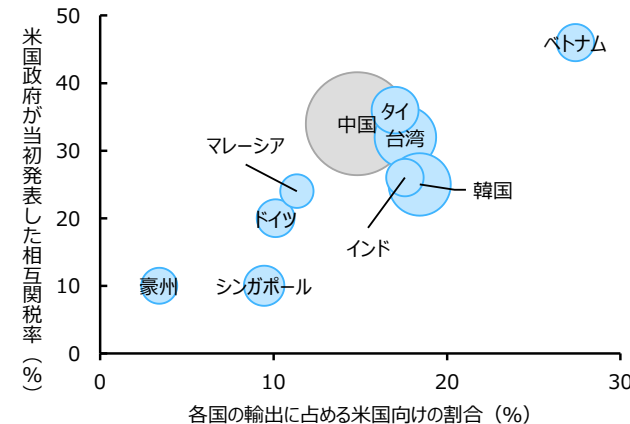
わが国製造業の総売上に占める北米向け輸出の割合



出所：経済産業省を基に弊社作成

注：2022年度。総売上＝国内売上＋輸出＋現法売上。

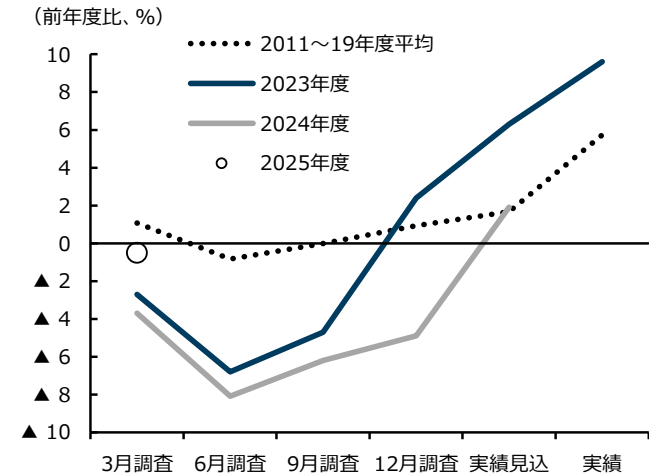
主要輸出相手国の相互関税率と対米輸出依存度



出所：財務省、UN Comtrade、米政府資料を基に弊社作成

注：米国・香港を除くわが国の輸出相手国上位10カ国を図示。バブルの大きさはわが国の輸出全体に占めるシェア。

経常利益計画（全規模・製造業）



出所：日本銀行を基に弊社作成

トピックス②：高校授業料無償化は今後2年の物価を下押し

◆2025年度から高校授業料は無償化

2025年度予算案が成立。自民・公明両党は、国民民主党が掲げる所得減税を一部取り入れるなど、複数の野党と交渉。2025年度からの高校授業料の無償化が決め手となり、日本維新の会と合意し、最終的には衆議院で過半数を確保。政府の当初予算案は29年ぶりに国会審議で修正されたものの、予算成立が年度をまたぐ事態は回避。

◆物価下押し効果の一方、財源には懸念も

授業料無償化は教育費負担の軽減を通じて教育の機会均等に資するほか、物価の下押しにも作用。昨年4月に東京都で先行して高校授業料が無償化された際には、同月の東京都区部コアCPI（生鮮食品を除く総合）を前年比▲0.5%ポイント下押し。同ケースを参考に今回の政策が全国のコアCPIに与える効果を試算すると、2025年度に▲0.24%ポイント、2026年度に▲0.19%ポイントの下押しとなる見込み。これにより実質賃金の伸びは一定程度上押しされるものの、同政策による負担軽減効果は高校生の子どもの持つ世帯に限定。

授業料無償化の財源は予備費からねん出され、恒久財源は確保されず。先行きの予算・法案審議において野党からの歳出拡大要求が高まれば、市場で財政リスクが意識されやすくなる可能性も。長期金利が上昇しているだけに、財源論を伴う政策論議が必要。

2025年度予算・予算審議のポイント

高校授業料の無償化（日本維新の会提案）

- ・2025年度から**所得制限なく**年間11万8800円（公立高校授業料相当額）の就学支援金を支給。**公立高校を実質無償化**。
- ・2026年度から就学支援金の上限を**年間45.7万円**（私立高校授業料の全国平均）まで引き上げ、所得制限を撤廃。

所得減税（国民民主党提案）

- ・所得税の課税最低限である「103万円の壁」は**160万円**に引き上げ。
- ・年収に応じて非課税枠が上乘せられ、大多数の国民にとって**年2～4万円の減税**に。

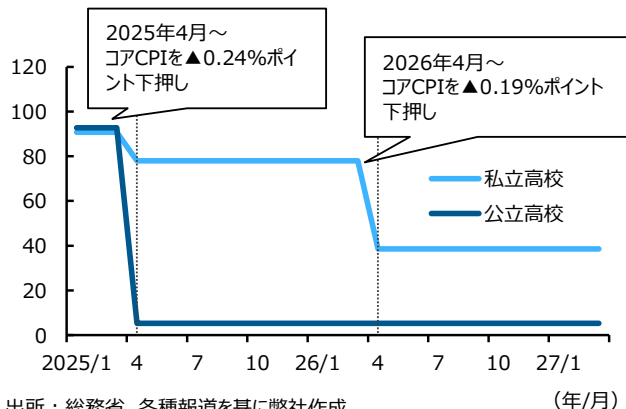
「財政硬直化」が進行

- ・**社会保障関係費・国債費**が過去最大となり、歳出の6割弱に。
- ・高齢化・金利上昇が続く、今後もこれら支出の増加が見込まれるなか、歳出の**効率的な配分**に難し。

出所：財務省、各種報道などを基に弊社作成

高校授業料無償化が物価に与える影響

（2020年=100）

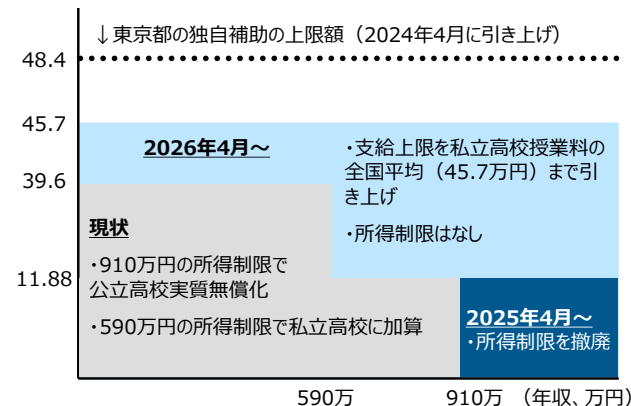


出所：総務省、各種報道を基に弊社作成

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

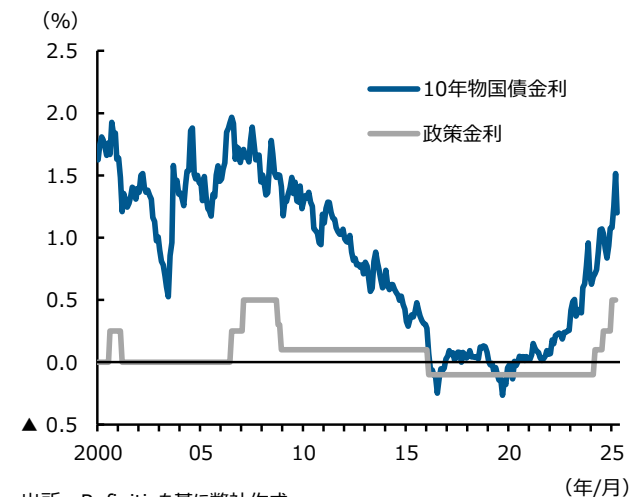
高校授業料無償化の概要

（支給上限額、万円）



出所：自民党、公明党、日本維新の会の合意案、各種報道を基に弊社作成

わが国の主要金利



出所：Refinitivを基に弊社作成

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100%超、メキシコ・カナダには25%の追加関税が課されると想定。

米関税引き上げによる米中経済の悪化で、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。

個人消費は低い伸び。今年の春闘賃上げ率は高いものの、今年度後半の賞与や来年度の所定内給与の伸びは低下を予想。

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+0.4%と予想

2025年度の実質GDP成長率は+0.4%、26年度は+0.7%を予想。もっとも、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4月10日時点）

											(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	2024年	2025年				2026年				2027年	2024年度	2025年度	2026年度
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3			
	(実績)	(予測)				(予測)				(予測)			
実質GDP	2.2	0.8	▲1.3	0.3	0.4	0.5	0.8	0.9	0.9	0.9	0.8	0.4	0.7
個人消費	0.1	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.8	0.4	0.4
住宅投資	▲0.8	0.0	▲0.3	▲0.2	0.0	▲0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.0	▲1.3	▲0.1	▲0.0
設備投資	2.3	2.5	▲0.9	0.3	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	1.0	2.1	0.6	0.6
在庫投資 (寄与度)	(▲1.1)	(▲0.6)	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.1)	(0.1)	(0.0)	(▲0.1)	(▲0.2)	(0.0)
政府消費	1.6	0.5	2.3	1.1	1.0	1.1	2.0	1.6	1.5	1.9	1.6	1.3	1.5
公共投資	▲2.7	1.2	3.0	1.6	1.4	1.0	1.3	1.7	1.8	1.5	1.7	1.0	1.5
純輸出 (寄与度)	(2.9)	(0.7)	(▲1.7)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.3)	(▲0.2)	(▲0.1)
輸出	4.1	5.5	▲8.7	▲0.4	0.2	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	2.0	0.4	0.7
輸入	▲8.3	2.2	0.9	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	3.0	0.4	1.1

(前年同期比、%)													
名目GDP	4.0	5.5	3.3	2.9	2.0	1.2	2.1	2.3	2.5	2.9	3.8	2.3	2.4
GDPデフレーター	2.9	3.3	2.4	2.2	2.0	1.2	1.6	1.7	1.7	2.0	2.9	1.9	1.7
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.7	3.0	2.5	2.2	1.9	1.5	1.6	1.6	1.8	1.9	2.7	2.0	1.7
(除く生鮮、エネルギー)	2.4	2.6	2.5	2.4	2.0	1.7	1.8	1.9	1.9	1.9	2.3	2.2	1.9
鉱工業生産	▲1.5	0.8	▲2.0	▲2.2	▲2.1	▲3.5	0.5	0.4	0.8	0.2	▲1.5	▲2.4	0.5

完全失業率 (%)	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.3	2.3	2.3	2.2	2.5	2.4	2.3
経常収支 (兆円)	6.9	6.1	5.4	7.8	4.8	6.5	5.7	8.4	5.2	7.0	28.7	24.6	26.3
対名目GDP比 (%)	4.3	3.9	3.5	5.1	2.9	4.1	3.6	5.4	3.1	4.4	4.7	3.9	4.1
円ドル相場 (円/ドル)	152	153	145	143	141	142	142	142	142	142	153	143	142
原油輸入価格 (ドル/バレル)	77	80	69	66	67	68	69	69	70	70	83	68	70

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	1.3	1.8
ユーロ圏	0.7	0.4	0.6
中国	5.0	4.6	4.4

過去の実質GDP予測値

(前年比、%)

	2024年度 (予測)	2025年度	2026年度
1月号	0.4	1.0	0.9
2月号	0.8	1.1	0.9
3月号	0.8	1.0	0.9

概況：個人消費に弱さ

◆消費性向の低下が消費を抑制

足元の個人消費は弱含み。2月の実質個人消費は前月比+0.1%と、前月（同▲0.5%）の落ち込みを取り戻せず。内訳をみると、自動車や非耐久財など財消費が増加した一方、外食や公共料金などサービス消費が減少。

消費が弱い背景として、関税引き上げをはじめとする先行き不透明感の高まりを受けた消費性向の低下が指摘可能。ミシガン大学の4月調査によれば、消費者信頼感指数は年初から大幅に低下しているほか、1年先の期待インフレ率が急騰するなど、将来不安の高まりをうかがわせる動き。

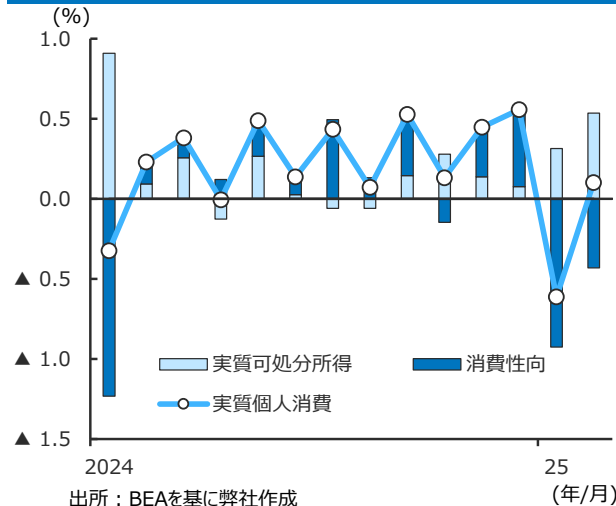
◆先行きの消費は減少

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。

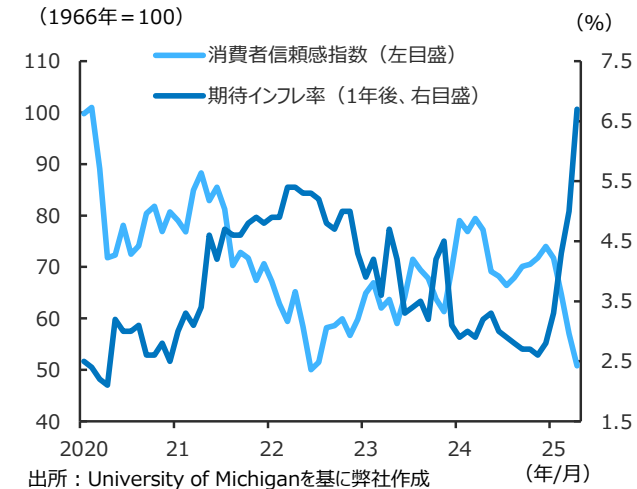
第一に、実質所得の減少。関税賦課を受けて、4月以降は強い物価上昇圧力が生じる公算大。加えて、関税発動前から既に鈍化傾向にあった名目賃金の伸びは、企業業績の伸び悩みを受けて一段と低下する見込み。

第二に、株価下落に伴う逆資産効果。株価の急落で家計部門が保有する純資産は大きく目減りしている可能性が高く、消費に与える下押し圧力は大きい。

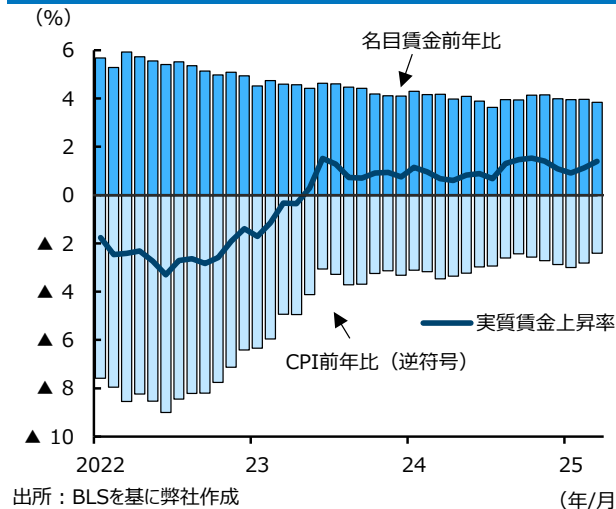
実質個人消費（前月比）



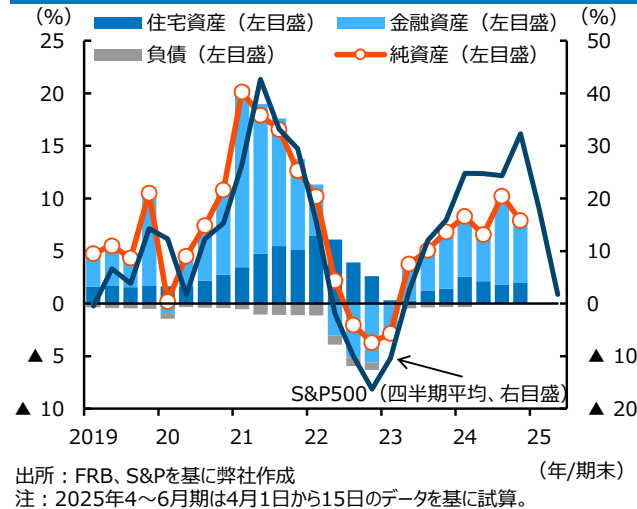
消費者信頼感と期待インフレ率



実質賃金上昇率（前年比）



家計部門の純資産内訳と株価（前年比）



概況：設備投資は減少へ

◆生産活動は拡大も、企業マインドは悪化

3月までの生産活動は拡大。内訳を見ると、自動車などの耐久財やハイテク関連財が全体をけん引。生産活動の活発化を受けて、設備稼働率も持ち直し。関税発動を見越した駆け込み生産の増加が背景。今後は反動減が生じる見込み。

企業の景況感は悪化。3月のISM景況感指数は、製造業・非製造業ともに年初来2ポイント近く低下。新規受注や雇用の縮小が全体を下押し。通商政策を巡る不確実性の高まりが、企業活動を鈍化させている可能性。

◆先行きの設備投資は減少

先行きの設備投資は抑制される見通し。設備投資の先行指標であるコア資本財受注の伸びは、2月に前年比▲1.0%と減少。背景として、以下2点が指摘可能。

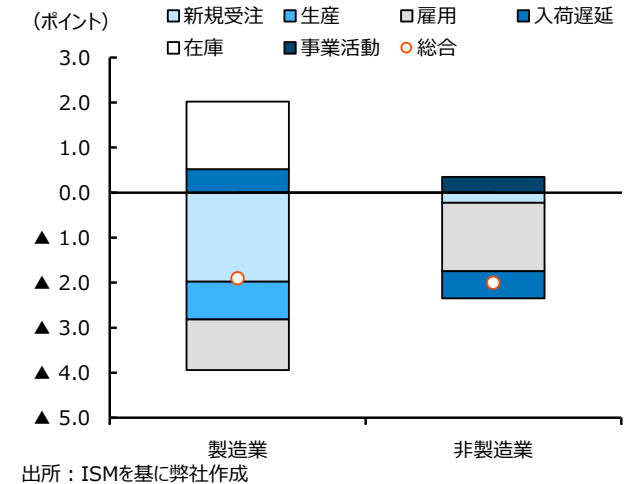
第一に、企業負担の増大懸念。関税による消費活動の低迷や、原材料・中間財の価格上昇を受けて、企業の収益環境は悪化する公算。

第二に、不確実性の高まり。トランプ政権発足後、関税政策を巡る先行きの不透明感が高まっていることから、米国の通商政策不確実性指数は著しく上昇。これを受け、企業の投資に対する慎重姿勢が一段と強まる恐れ。

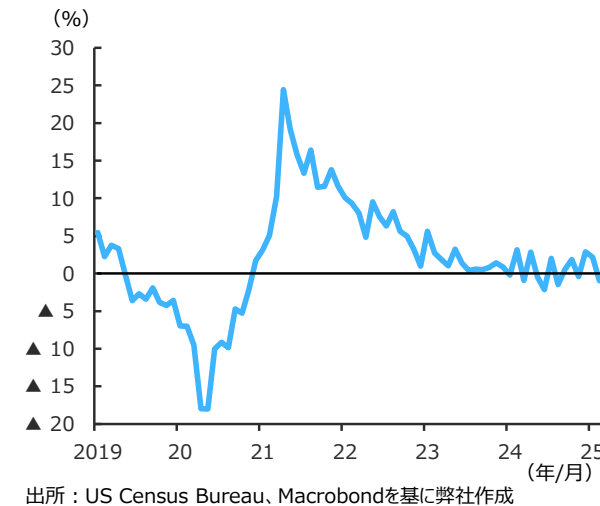
製造業生産と設備稼働率



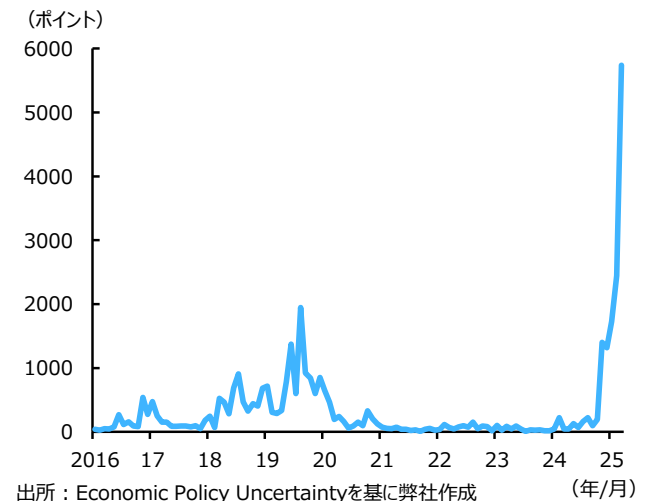
ISM景況感指数（2025年初来対比）



資本財受注（除く国防・航空、前年比）



米国の通商政策不確実性指数



トピック：相互関税は一部停止も、景気下振れリスク大

◆相互関税を公表

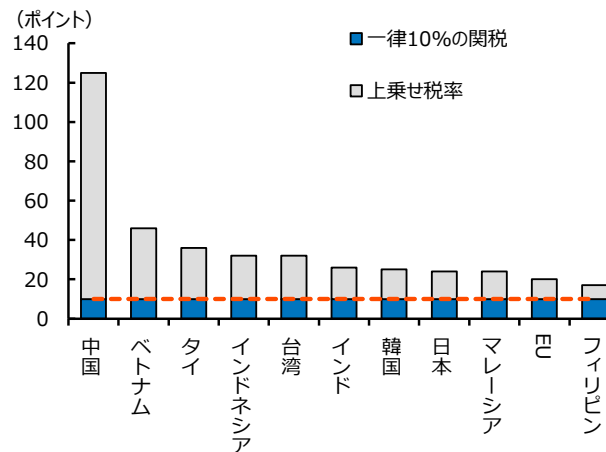
米国政府は、4月初に相互関税の詳細を公表。すべての国・地域を対象に一律10%の追加関税を賦課したうえで、国・地域ごとに上乗せする税率を設定。その後、中国以外には上乗せ税率の適用を一時停止すると発表した一方、報復措置を実施した中国には既に発動済みの20%の追加関税に加えて、125%の関税を上乗せ。

◆関税引き上げが景気を下押し

今後、米国は相手国との交渉次第で相互関税の一時停止を続ける見込みである一方、再発動の可能性もある状況。こうした先行きの不確実性の高まりが、消費の手控えや設備投資の延期などを通じて景気を下押しする公算大。米国の経済政策不確実性指数や、投資家心理を反映する恐怖指数は、コロナ禍以来の水準へ上昇。

さらに、相互関税の上乗せ分の再適用や、現在公表されている半導体や医薬品など個別品目への関税引き上げが実施された場合、米国の景気は大きく悪化する見通し。試算によれば、これらの関税引き上げも実施された場合、米国の平均関税率が40%近くへ跳ね上がることで、輸入財価格を押し上げ。米国のインフレ率は+3.4%ポイント上振れる計算に。こうした物価上昇の影響で経済成長率は▲1.3%ポイント押し下げられる見込み。

国・地域別の相互関税率



出所：White houseを基に弊社作成
注：個別税率が設定された一部の国・地域を抜粋。

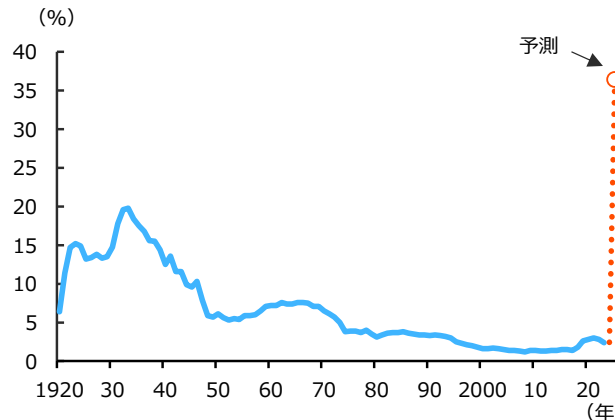
先行き不確実性と恐怖指数



出所：Economic Policy Uncertainty, Bloomberg L.P.を基に弊社作成

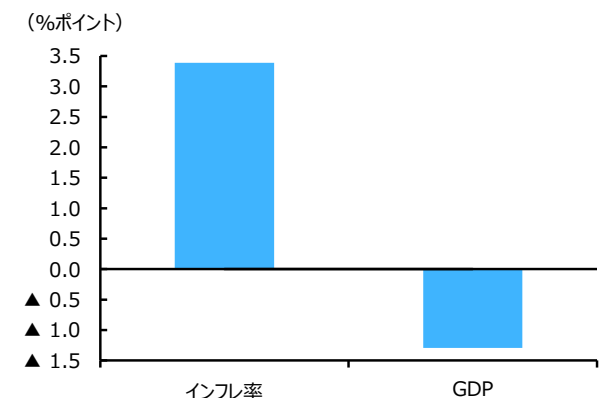
注：政策不確実性指数の最新値は25年3月。VIX指数は25年4月1日～15日の平均値を最新値として表示。

米国輸入における関税率（加重平均）



出所：米国国際貿易委員会、U.S. Census Bureau を基に弊社作成
注：予測は、中国に累計145%、相互関税上乗せ分の再適用、自動車や医薬品など個別品目に25%の関税が適用される場合。

トランプ関税による米国経済への影響



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

注：予測は、中国に累計145%、相互関税上乗せ分の再適用、自動車や医薬品など個別品目に25%の関税が適用される場合。

Fed Watch：年央にも利下げに転じる見通し

◆FRBは様子見姿勢を維持

FRBは、3月に開催されたFOMCで2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、景気見通しは下方修正、物価は上方修正。一方、政策金利は年内2回の利下げ見通しを維持。

景気や物価見通しが修正された背景として、関税政策への警戒感の強まりが指摘可能。FOMC参加者は、インフレ率の上昇と景気下振れが併発するスタグフレーションへのリスク認識を強めている状況。

◆年半ばから利下げ再開へ

先行き、FRBは年央にも利下げに転じると予想。相互関税による物価上昇が景気を下押すほか、政府人員の削減で雇用環境の悪化が見込まれることが背景。3月に公表された人員削減数は、前月比+60%増加。政府効率化省が歳出削減のため、政府職員の解雇を進めていることが背景。

◆4月から量的引き締めペースは減速へ

今回の会合で、FRBは4月からの量的引き締め（QT）ペースの減速を決定。月間最大250億ドルの米国債縮小ペースを50億ドルに引き下げ。政府債務の上限が迫るなか、金融市場が混乱することを抑制する狙い。

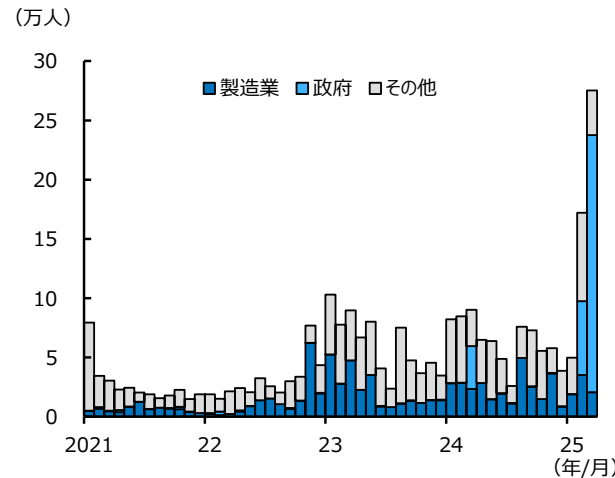
年後半には、バランスシート残高がコロナ前と同水準のGDP比20%程度まで減少するとみられ、QTは終了すると予想。

FOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）

		2025年	2026年	2027年	長期均衡
実質GDP成長率	2025年3月	1.7	1.8	1.8	1.8
	2024年12月	2.1	2.0	1.9	1.8
失業率	2025年3月	4.4	4.3	4.3	4.2
	2024年12月	4.3	4.3	4.3	4.2
PCEデフレーター	2025年3月	2.7	2.2	2.0	2.0
	2024年12月	2.5	2.1	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2025年3月	2.8	2.2	2.0	—
	2024年12月	2.5	2.2	2.0	—
政策金利	2025年3月	3.9	3.4	3.1	3.0
	2024年12月	3.9	3.4	3.1	3.0

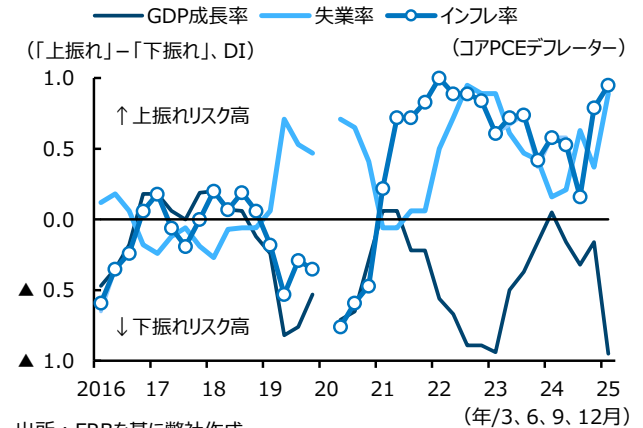
出所：FRBを基に弊社作成

人員削減計画



出所：CHALLENGER, GRAY & CHRISTMASを基に弊社作成

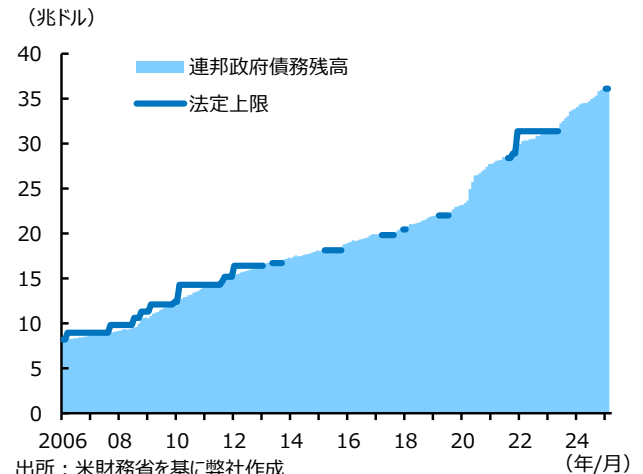
FOMC参加者のリスクウェイトDI



出所：FRBを基に弊社作成

注：FOMC参加者が提出する各経済指標の見通しについて、上振れ/下振れリスクのどちらが高いかを各人に質問し、その回答を指数化したもの。20年3月は見通しの提出なし。

連邦政府債務残高と法定上限



出所：米財務省を基に弊社作成

注：法定上限のない期間は、債務上限の適用停止期間。

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、中国に累計145%、メキシコ、カナダに25%、その他の国・地域に10%、鉄鋼・自動車など個別品目に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。さらに、先行き不透明感の高まりが家計や企業の支出意欲を弱め、消費や投資を一段と下押しする見込み。

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%前半の伸びになると予想。

◆長期金利は低下へ

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、雇用の悪化を食い止めるために、年央から利下げを再開する見込み。

バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）はペースを落としながらも継続。QTの終了時期は年後半となる見込み。

長期金利は、景気の減速や年央以降の利下げが意識され、緩やかに低下する見込み。もっとも、上下に大きく振れるリスク。減税など財政政策の拡大が金利の上昇圧力となる一方、さらなる関税引き上げが景気を大きく下押しした場合、金利に強い下押し圧力がかかる恐れ。

米国経済・物価見通し

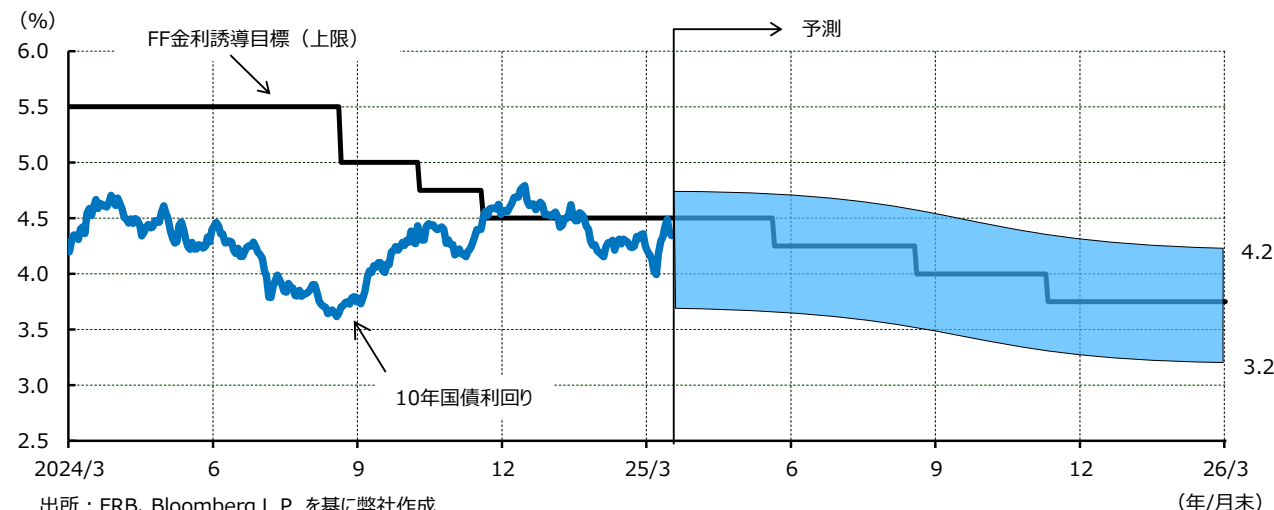
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2024年			2025年				2026年	2024年	2025年	2026年
	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3			
	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)			
実質GDP	3.0	3.1	2.5	0.6	0.3	▲0.2	1.1	2.3	2.8	1.3	1.8
個人消費	2.8	3.7	4.0	0.3	▲0.4	▲0.2	1.0	1.9	2.8	1.4	1.5
住宅投資	▲2.8	▲4.3	5.5	2.3	0.1	0.3	1.0	2.0	4.2	1.0	1.6
設備投資	3.9	4.0	▲2.9	0.9	▲1.2	▲0.5	0.7	1.3	3.6	0.2	0.8
在庫投資（寄与度）	0.9	▲0.2	▲0.8	2.0	▲1.8	▲0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	▲0.1
政府支出	3.1	5.1	3.1	1.2	1.2	1.0	1.5	2.1	3.4	2.1	1.8
純輸出（寄与度）	▲1.0	▲0.6	0.3	▲2.0	2.3	▲0.1	▲0.0	0.4	▲0.4	▲0.2	0.4
輸出	1.0	9.6	▲0.2	2.3	▲6.5	▲0.9	1.1	4.7	3.3	0.4	2.6
輸入	7.6	10.7	▲1.9	15.0	▲17.5	▲0.3	0.8	1.0	5.3	1.3	▲0.5
実質最終需要	2.6	4.3	2.6	0.8	▲0.9	▲0.1	1.1	2.1	3.1	1.2	1.6
消費者物価	3.2	2.6	2.7	2.8	3.8	3.6	3.6	3.5	2.9	3.4	3.0
除く食料・エネルギー	3.4	3.2	3.3	3.1	4.3	4.1	3.9	3.9	3.4	3.8	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



ユーロ圏景気概況：ユーロ圏景気は足踏み

◆企業景況感は小幅改善

企業の景況感は改善。3月のコンポジットPMIは50.9ポイントと、好不況の分かれ目となる50を上回る水準。これまで全体をけん引していたサービス業の業況拡大が鈍化している一方、製造業が急回復。米国政府による関税引き上げを見越した駆け込み需要が製造業の景況感を押し上げ。

もっとも、先行きの企業景況感は、駆け込み需要のはく落やトランプ関税により低調に推移する見込み。

◆消費者マインドは低調

消費者マインドは悪化傾向。米トランプ政権の政策を巡る不確実性の高まりが背景。先行き、米国の関税賦課による景気減速懸念の高まりがマインドをさらに悪化させる恐れ。

◆インフレ率は低下

物価の騰勢は鈍化。3月の消費者物価（総合）は前年比+2.2%と、前月（同+2.3%）から伸びが低下。エネルギー価格の下落やサービス価格の伸び鈍化が背景。

先行き、インフレ率は低下基調で推移する見込み。2024年10～12月期に協約賃金（労使間で交渉し妥結する賃金）の伸びが前期から低下したほか、先行指標となる新規求人賃金の上昇率は低下基調で推移。

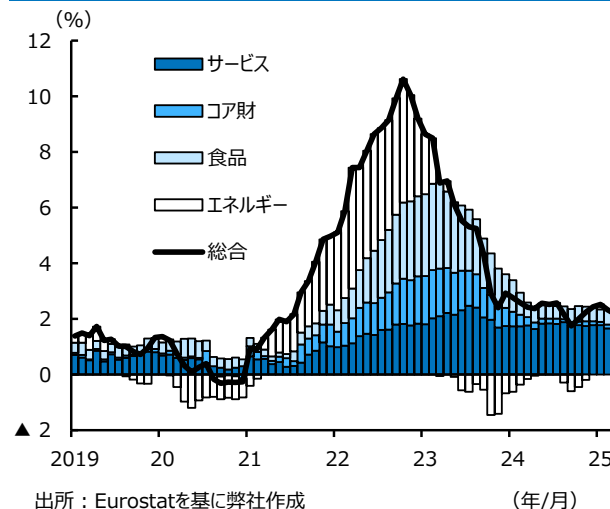
ユーロ圏の業種別PMI



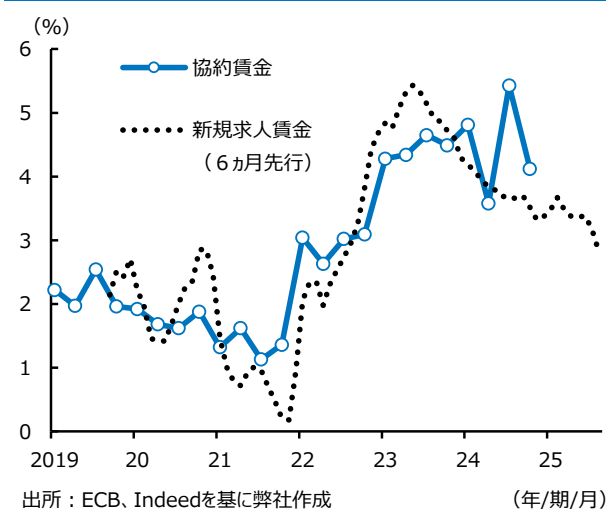
ユーロ圏の消費者マインド



ユーロ圏の消費者物価（前年比）



ユーロ圏の賃金（前年比）



英国景気概況：回復は足踏み

◆景気は足踏み

英国景気は足踏み。業種別のGDPをみると、サービス業の伸びが緩やかにとどまっているほか、製造業が低迷。先行き、米国の関税を巡る不確実性の高まりが製造業の重石に。

◆消費者マインドは低調

消費者マインドは悪化傾向。内訳をみると、家計の経済状況は改善している一方、先行きの経済情勢に対する警戒が全体を下押し。4月から実施される国民保険料の企業負担の増加が、雇用情勢を悪化させるとの懸念を反映している可能性も。

◆関税の影響は限定的

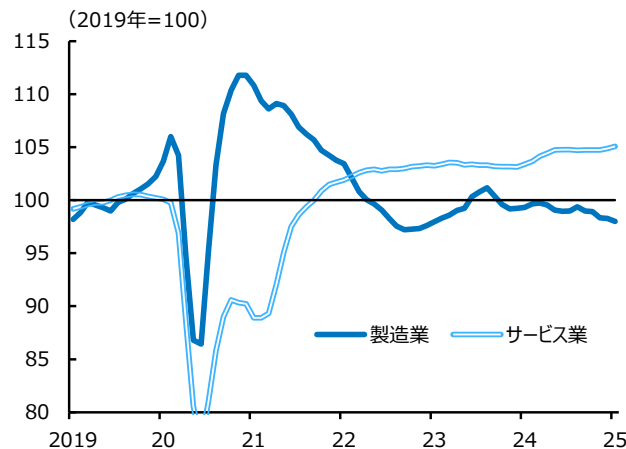
米国による関税賦課の影響は限定的。米国への輸出品に対し、10%の追加関税が課されたものの、EUのようなさらなる上乗せ税率は課されず。英国のGDPに占める財輸出の割合は12.8%と他の先進国と比べて低く、輸出の6割以上はEU向けであり、米国向けの割合は2割未満と小。

◆インフレ率は下げ渋る見込み

物価の騰勢は鈍化。3月の消費者物価（総合）は前年比+2.8%と、前月（同+3%）から低下。衣料品など財価格の伸び鈍化が背景。

先行きの物価は下げ渋る見通し。英国ガス・電力市場局がエネルギー価格上限を引き上げるほか、賃金上昇によるサービス価格高止まりが背景。

英国の業種別GDP



出所：ONSを基に弊社作成

(年/月)

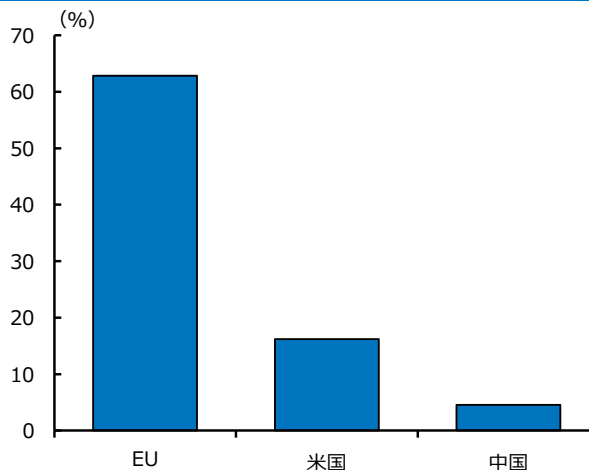
英国の消費者マインド



出所：GfKを基に弊社作成

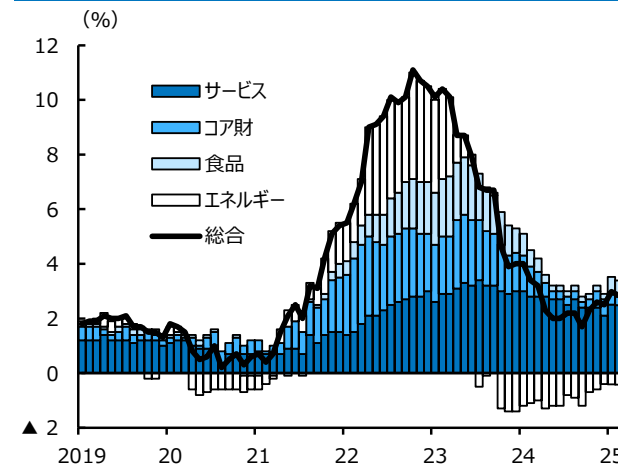
(年/月)

英国の国別財輸出割合（2024年平均）



出所：ONSを基に弊社作成

英国の消費者物価（前年比）



出所：ONS、BOEを基に弊社作成

(年/月)

欧州トピック：米国関税はユーロ圏の景気を下押し

◆ 輸出低迷が続くユーロ圏

ユーロ圏の輸出は低調。なかでも、中国向け輸出は減少に歯止めがかからず、コロナ前を下回る水準で推移。中国の景気減速や、欧州製品の海外市場における競争力低下が要因。

◆ 米関税が輸出を一段と下押し

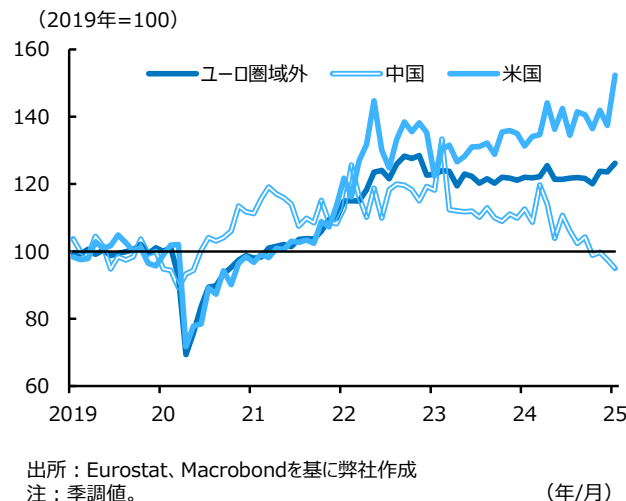
こうした対中輸出の不振は米国向けの増加でカバーされてきたが、米関税引き上げで米国向け輸出も減少し、輸出全体が底割れする可能性。ユーロ圏の輸出に占める米国の割合はコロナ前から大きく上昇しており、米国依存度が高まっている状況。

米国政府は、全世界からの輸入品に一律10%の関税を賦課しつつ、自動車や鉄鋼・アルミニウムには25%の関税率を設定。さらに、医薬品などの品目にも関税賦課が見込まれる状況。

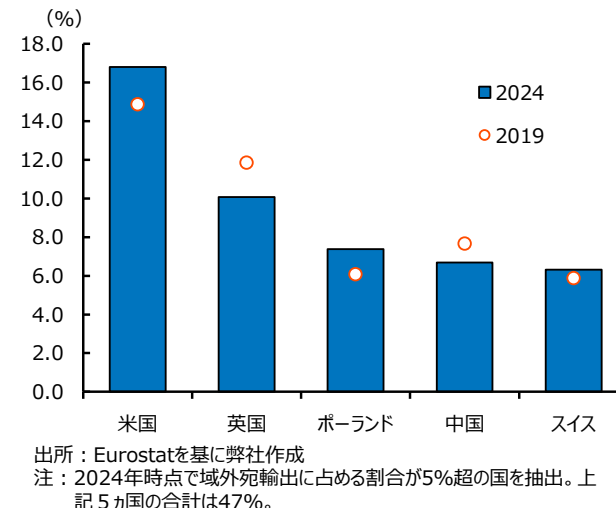
試算によれば、こうした関税政策はユーロ圏輸出を1.1%ポイント程度下押しすることで、GDPを0.4%ポイント程度押し下げる見通し。内訳を見ると、対米輸出の3割ほどを占める個別品目輸出への影響が大きい見込み。

財別に見ると、個別品目関税の対象となっている自動車、医薬品、原子炉を含む機械類などの輸出が減少する見込み。これらの産業に強みを持つ、ドイツ・イタリア・アイルランド・フランスなどでは、景気が大きく下押しされる恐れ。

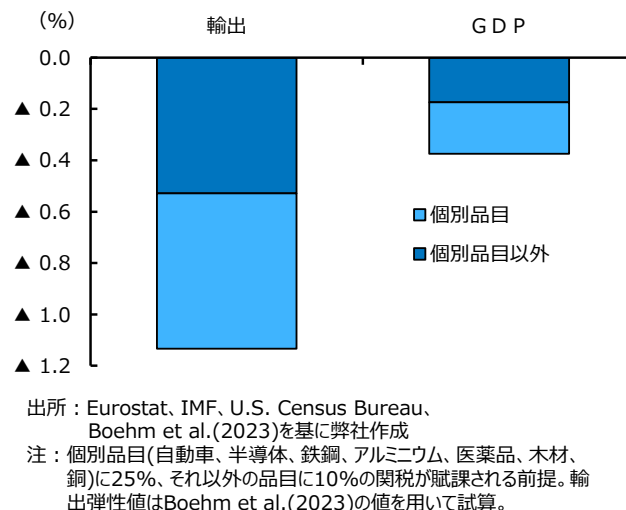
ユーロ圏の輸出



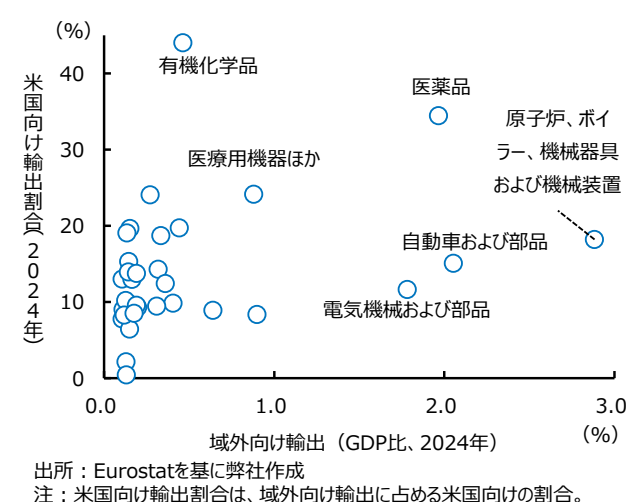
ユーロ圏の域外向け輸出に占める各国の割合



トランプ関税がユーロ圏経済に与える影響



ユーロ圏の財別域外向け輸出と米国向け輸出割合



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、先行きの景気への警戒感が消費者マインドを悪化させ、伸び悩み見通し。

先行きのリスクは、域内政治・外交による不確実性の増大。政情不安が家計・企業マインドの悪化を通じて個人消費や設備投資を下押しする恐れ。さらに、米国政府による相互関税の上乗せ分の適用が再開されれば、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

英国景気は緩やかながら回復を続ける見通し。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。

もっとも、最低賃金や国民保険料の引き上げで企業負担が増大することから、景気回復の足取りは重い見込み。

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、%)

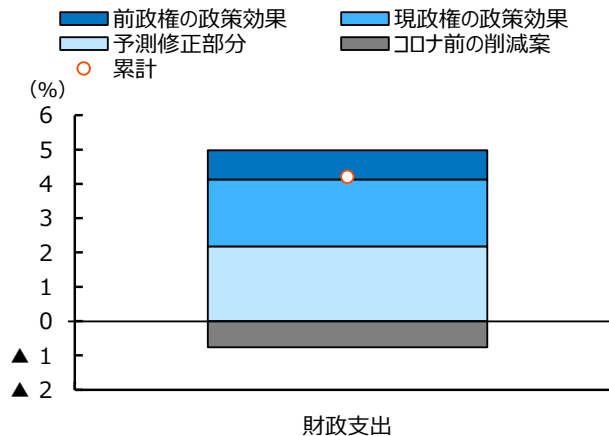
(前年比、%)

		2024年			2025年				2026年	2024年	2025年	2026年
		4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)			(予測)					(実績)		
ユーロ圏	実質GDP	0.7	1.7	0.9	0.4	▲ 0.3	▲ 0.1	0.0	1.0	0.9	0.4	0.6
	消費者物価指数	2.5	2.2	2.2	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0	2.4	2.1	2.0
ドイツ	実質GDP	▲ 1.2	0.4	▲ 0.8	0.2	▲ 0.4	▲ 0.2	0.0	0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	0.1
	消費者物価指数	2.6	2.2	2.5	2.6	2.4	2.3	2.1	2.0	2.5	2.4	2.0
フランス	実質GDP	1.0	1.6	▲ 0.4	0.5	0.0	0.1	0.2	1.0	1.2	0.3	0.7
	消費者物価指数	2.5	2.1	1.7	1.4	1.3	1.4	1.5	1.7	2.3	1.4	1.8
英国	実質GDP	1.8	0.0	0.4	0.9	1.0	1.0	0.9	1.1	1.1	0.8	1.0
	消費者物価指数	2.1	2.0	2.5	2.8	2.9	2.9	2.7	2.5	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。

英国の長期的な財政支出の対GDP比変化



出所：OBR、ONSを基に弊社作成

注：2019-20年実績と2029-30年予測の差異における各要素の内訳。

【ホット・トピック】

◆英国、防衛・公共投資増が景気を下支え

英リース財相は3月26日に春季予算を公表。2025-26年の防衛費を22億ポンド増額するほか、今後5年間で130億ポンドの資本投資を実施する方針を表明。イノベーション促進による成長力強化や、かねてより米トランプ政権より求められていた防衛費の増額を通じて、米国に過度に依存しない安全保障環境の整備がねらい。

英国予算責任局（OBR）によれば、政府財政支出はコロナ前からの10年間で、対GDP比4.2%増加する見通し。内訳をみると、金利・物価上昇による基調的な変化のほか、現政権による公共投資などが全体を押し上げ。こうした政府の歳出増が、英国景気を下支える見通し。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに利下げ

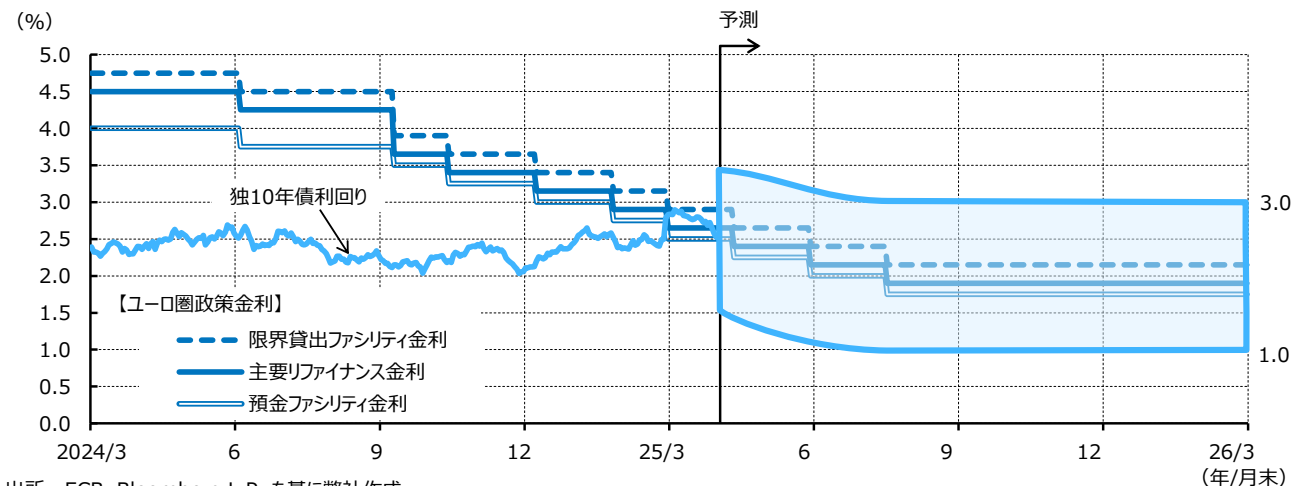
<ユーロ圏>

◆ ECB：追加利下げへ

ECBは3月の会合で利下げを実施。インフレ率の低下や、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%へ低下する見込み。

独10年債利回りは、独政府による財政拡張スタンスへの転換から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



出所：ECB、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

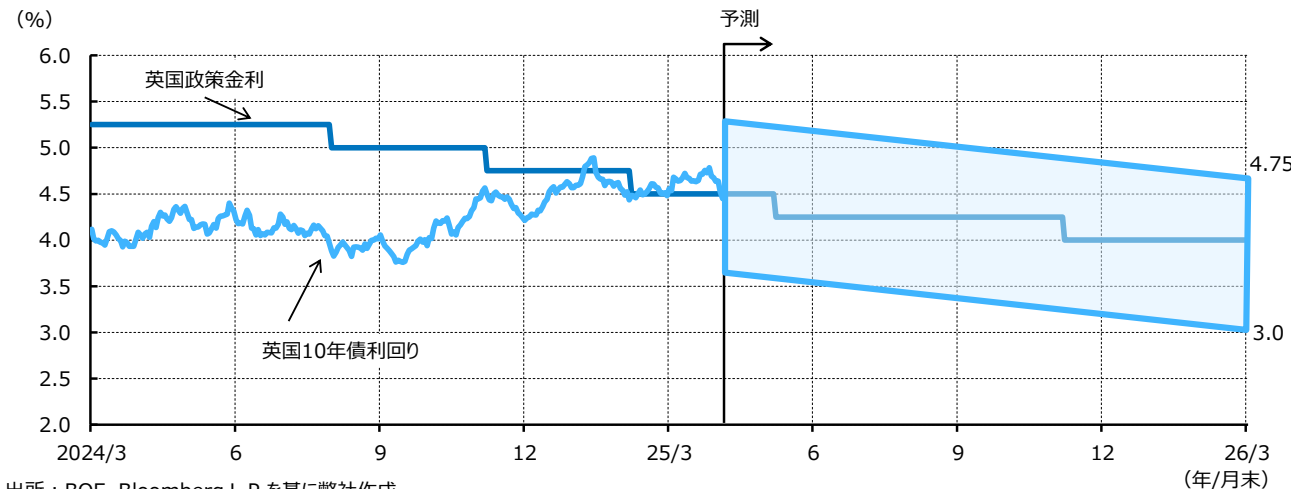
<英国>

◆ BOE：慎重に利下げを判断

BOEは2月の金融政策委員会で利下げを実施。今後は、インフレの動向を見極めながら、概ね半年に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%前後へ低下する見込み。

英10年債利回りは、利下げを織り込む動きにより、当面は緩やかに低下する見込み。

英国金利見通し



出所：BOE、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

景気は悪化する見通し

◆トランプ関税で内外需が悪化

2025年入り後、景気は一時的に持ち直し。1～3月期の実質GDP成長率は前年同期比+5.4%と、本年の政府目標（+5%前後）を上回る伸び。その理由は、以下の2点。

第1に、景気対策による内需の押し上げ。耐久消費財の買い替えや設備の更新を支援する補助金政策が奏功し、消費・投資ともに増加。

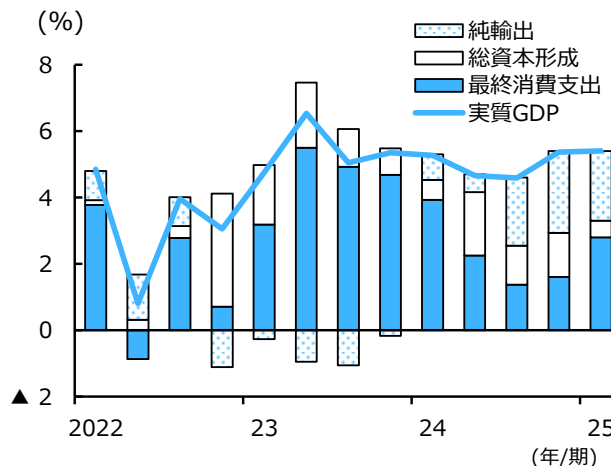
第2に、輸出の拡大。米国トランプ政権による関税引き上げ前の駆け込み需要により、対米輸出が増加したほか、ASEANなど他地域への輸出も伸長。

もっとも、先行きの景気は、トランプ関税の影響で内外需とも大幅に悪化する見通し。米国の対中追加関税率は、145%へ急上昇し、中国の対米輸出（輸出全体の約15%）は今後大幅に減少すると予想。これによる企業収益の悪化が、消費と投資を大きく下押しする見通し。この結果、2025年通年の成長率は+3.9%に落ち込むと予想。

◆景気刺激策の追加規模と内容が焦点に

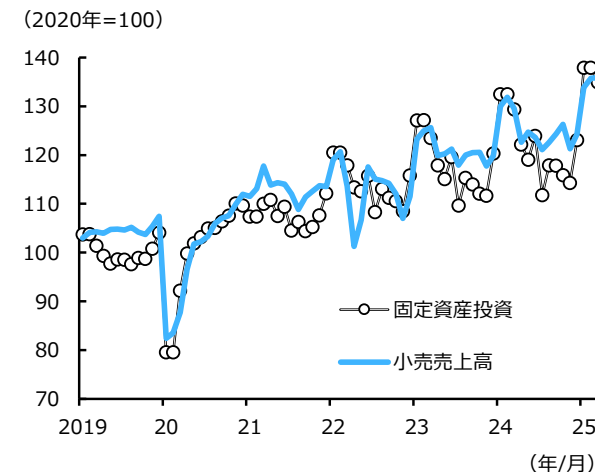
こうした情勢を踏まえ、中国政府は、景気対策を講じる構え。現在の景気対策からどの程度規模を拡大させるかが焦点に。対策が消費喚起や雇用の下支えにどれだけ寄与するかも重要。ただし、一定規模の追加策の効果を織り込んでも、本年の成長率は政府目標（+5%前後）を下回る見込み。

実質GDP成長率（前年同期比）



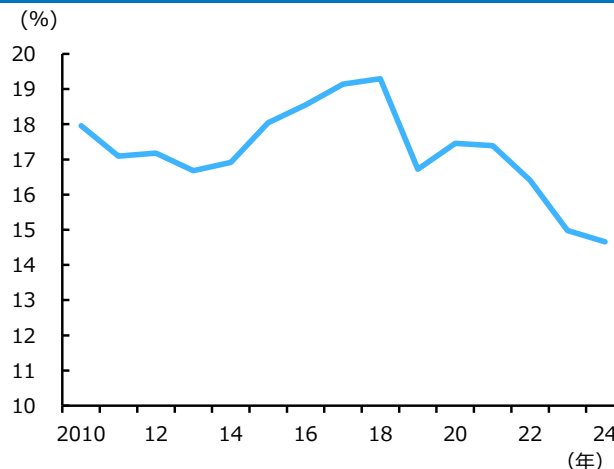
出所：CEICを基に弊社作成

消費・投資関連指標（季調値）



出所：CEICを基に弊社作成

中国の輸出に占める米国の割合



出所：CEICを基に弊社作成

全人大代終了時点での追加景気刺激策

一般会計予算赤字	1.6兆円
地方特別債新規発行	0.5兆円
超長期特別国債発行	0.3兆円
上記計	2.4兆円

出所：中国政府網、現地報道を基に弊社作成
 注：金額は2024年と比べた2025年の増加分。

輸出の大幅減は不可避

◆対米輸出は約6割減の見込み

輸出は本年3月まで増加傾向が持続。米国の関税引き上げ前の駆け込み需要で、対米輸出が拡大。駆け込み需要は、ASEAN（中国からの輸入品を加工して米国に輸出）など、他地域向けの輸出を増やす要因としても作用。

もっとも、4月以降の輸出は大幅減に。米中間の報復関税の応酬を経て、米国の対中追加関税率は3月時点の20%から4月9日の145%に急上昇。また、米国政府は、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）の適用を5月2日から停止する予定。これらが家具、玩具、衣服といった軽工業製品輸出を押し下げ、中国の対米輸出は約6割（GDPの約1.5%相当）減少する見込み。すでに、中国から米国へのコンテナが大幅に減少しているとの報道も。

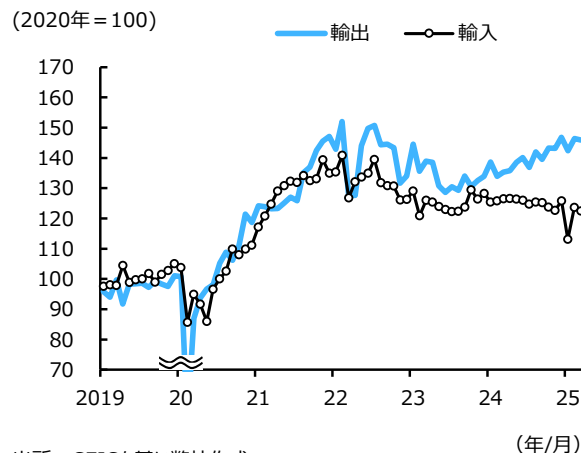
◆輸入は低迷が継続

輸入は低迷が継続。先行きも、内需の悪化で、輸入停滞を助長する見込み。対米関税の引き上げで米国からの輸入も減少見込み。

◆対中直接投資の低迷は続く見込み

2025年1～2月の対中直接投資（ドル建て）は前年同期比▲21.1%と大幅減が継続。習近平国家主席は3月、対外開放を進め、外資企業が中国で事業を行いやすい環境整備に引き続き取り組むと表明。もっとも、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）

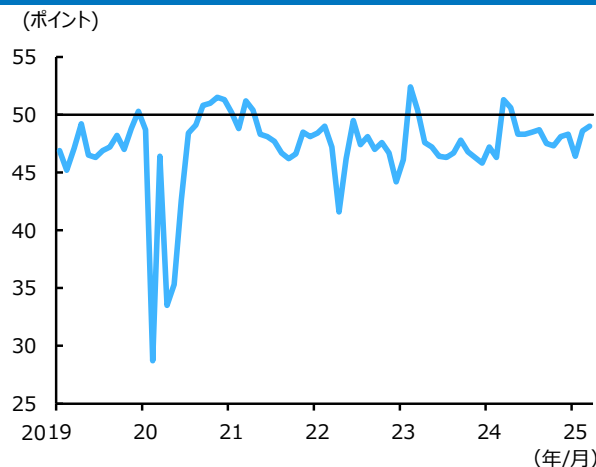


中国の対米報復措置

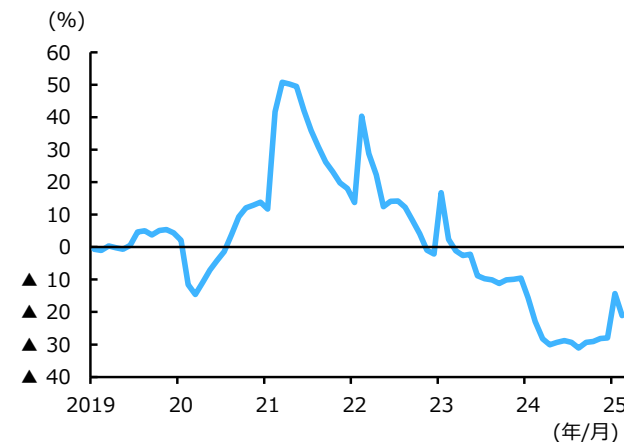
関税措置	・ 石炭・LNGなど8品目に15%、石油・自動車・農業機械など72品目に10% (2/10～)
	・ 農産物など29品目に15%、711品目に10% (3/10～)
	・ 全ての輸入品に125% (4/12～)
非関税措置	・ 米企業を「信頼できないエンティティリスト」へ追加 (2/4:2社、3/4:10社、4/4:11社、4/9:4社)
	・ 米企業を輸出管理コントロールリストへ追加 (3/4:15社、4/4:16社、4/9:12社)
	・ レアメタルの輸出管理対象拡大 (2/4、4/4)

出所：中国国務院、中国商務部、各種報道を基に弊社作成

新規輸出受注指数（製造業PMI）



対中直接投資（年初来累計、前年比）



個人消費の下支えには追加対策が不可欠

◆先行きの個人消費は大幅に鈍化

小売売上高（季調値）は、高水準で推移。政府による耐久消費財の買い替え補助金政策がけん引。政府は、2025年の買い替え支援補助金を前年の倍となる3,000億元に増やすとともに、対象品目を拡大（携帯電話など）。

ただし、買い替えが進むにつれて補助金の効果が次第に低減することや、トランプ関税を受けた景気悪化により家計の節約志向が一層強まると見込まれることから、個人消費の増勢は今後鈍化する見通し。個人消費の底割れを防ぐためには、買い替え補助金増額などの消費喚起策や、打撃を受ける輸出企業の資金繰り支援などの景気対策が不可欠。

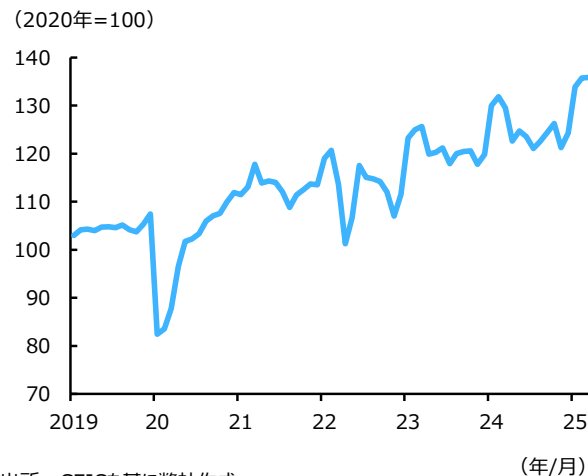
◆乗用車販売も増勢鈍化へ

2025年3月の乗用車販売台数は、前年同月比+10.4%の増加。買い替え補助金が奏功。先行き、補助金効果のはく落や関税による景気悪化を受け、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に拍車

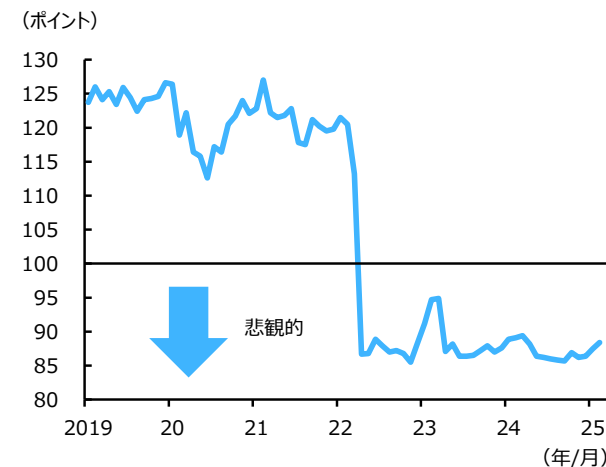
政府の不動産市場対策により、2024年後半以降、一部主要都市の住宅販売に持ち直しの動き。もっとも、多くの都市では勢いを欠いており、全体で見れば住宅販売の減少トレンドに歯止めがかからず。先行き、関税による景気悪化も相まって、住宅販売の低迷は一層深刻化する見通し。

小売売上高（季調値）



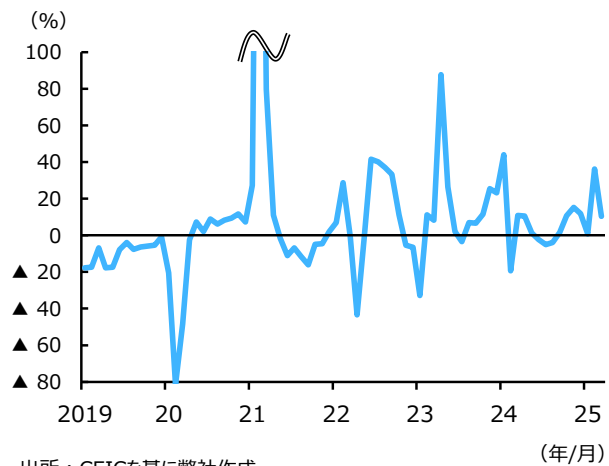
出所：CEICを基に弊社作成

消費者信頼感指数



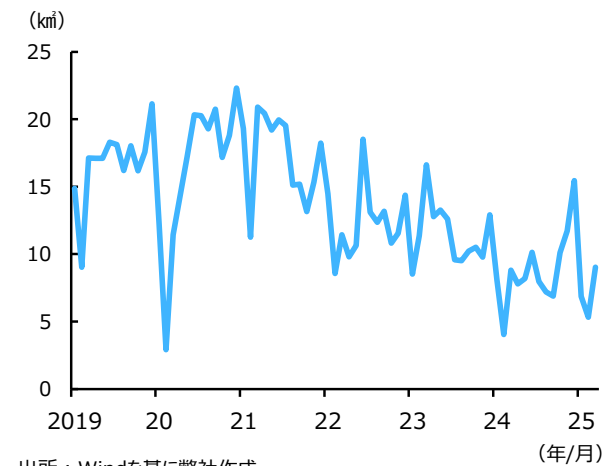
出所：CEICを基に弊社作成

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

先行きの固定資産投資は減速

◆トランプ関税が設備投資の打撃に

2024年12月を底に、固定資産投資の伸びは緩やかに上昇。金融緩和や政策支援が奏功し、製造業の設備投資やインフラ投資が押し上げ要因に。

政府は、2025年の設備更新支援補助金を前年比500億円増の2,000億円に増やすとともに、インフラ整備に活用される地方特別債の発行を前倒し。

先行き、補助金の効果低減や、トランプ関税による企業の設備投資意欲の後退を受け、固定資産投資の増勢は大幅に鈍化する見通し。投資下支えに向けて、今後、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と予想。一方、インフラ整備の主要財源である土地販売収入の低迷は続いており、これが公共事業の拡大を鈍らせる可能性も。

設備投資補助金も増額が見込まれるが、関税により内需が悪化するなかでは過剰生産を誘発する恐れもあり、政府は厳しいかじ取りを迫られることに。

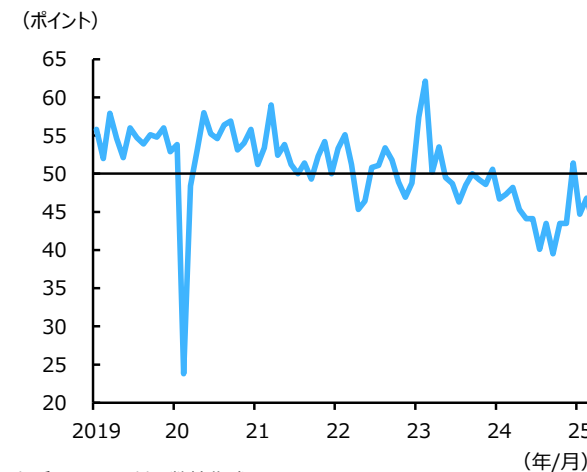
◆住宅価格も下落

3月の主要70都市の新築住宅平均価格は下落幅が縮小。価格下落都市数も2月より減少。住宅需要は長期低迷期に入っているほか、関税による景気悪化が見込まれることから、先行きの住宅価格は一段と下落する見通し。

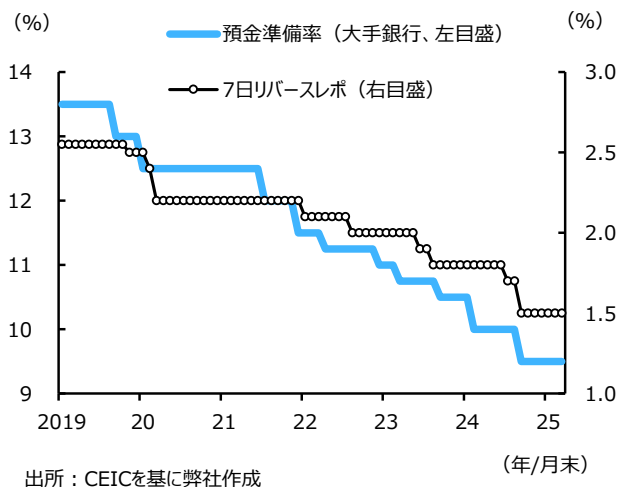
固定資産投資（前年同月比）



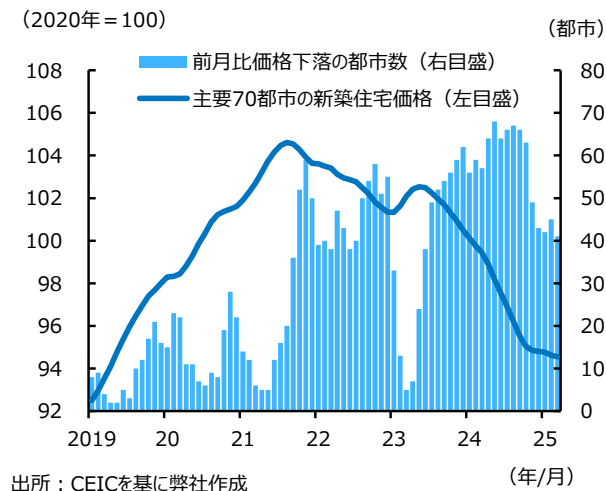
新規受注指数（建設業PMI）



政策金利と預金準備率



住宅価格と価格下落都市数



強まるデフレ圧力

◆CPIはマイナス幅拡大の見通し

3月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲2.5%と、30カ月連続のマイナス。内訳をみると、生産財価格、消費者価格とも、下落幅が前月より拡大。

3月のCPIも前年同月比▲0.1%と、2カ月連続のマイナス。

今後、対米報復関税で穀物や鉱物資源など一部商品の輸入物価は上昇が見込まれるものの、内外需要の悪化によるデフレ圧力が強まり、物価は総じて下落する見通し。CPIの前年比は、年後半にかけてマイナス幅が拡大する見通し。

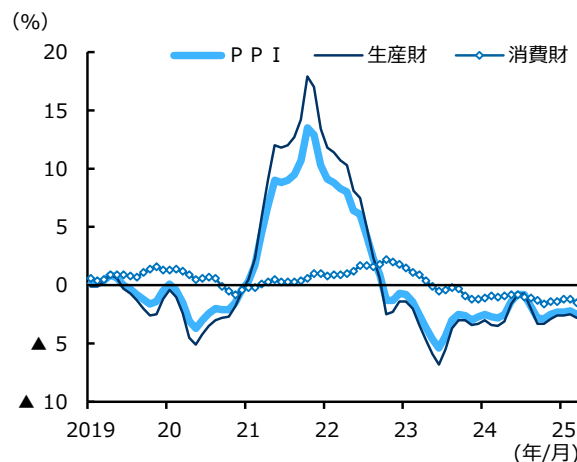
◆中国当局は元安を許容

3月の人民元の対米ドル相場は、横ばい圏で推移。その後、米国の関税引き上げを受けて、4月には一時、対米ドルレートが17年ぶりの元安水準に。中国人民銀行が輸出下支えの観点から一定程度の通貨安を許容すると予想されることから、元安が進行する見込み。

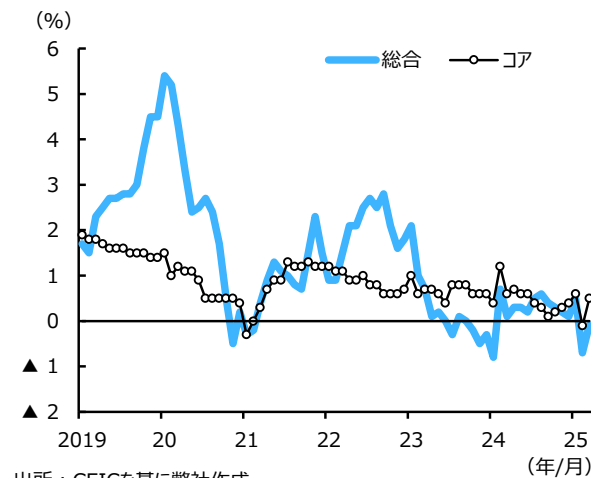
◆株価は横ばい圏で推移

4月に入り、株価はトランプ政権による対中追加関税の大幅な引き上げを受けて一時急落。しかし、政府系ファンドによる買い入れで株価は上昇に転じ、その後は横ばい圏で推移。当面、景気悪化で上値は重い一方、政府系ファンドの買い入れが下支えとなり、株価は横ばい圏の推移が続く見通し。

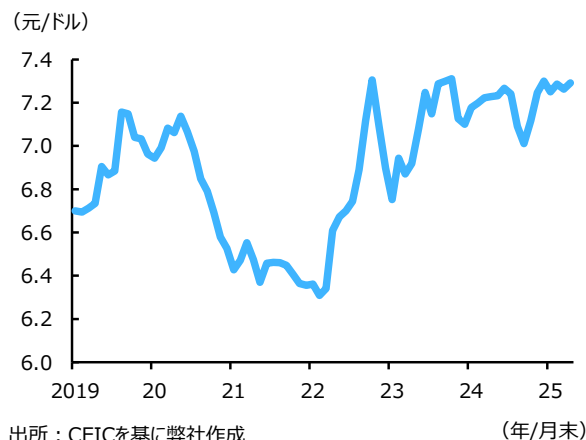
PPI（前年同月比）



CPI（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

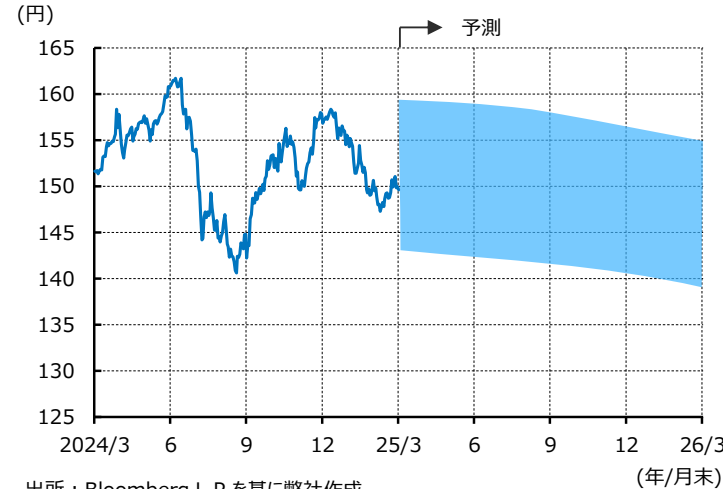
3月のドル円相場は、中旬に一時146円台半ばへ円が急伸。米日金利差が縮小したことが背景。米国では、トランプ大統領が相次いで関税を引き上げる姿勢を示したことで、景気後退懸念が台頭し、米長期金利が低下。一方、日本では、春闘で高水準の賃上げが要求されたことなどを背景に、日銀による利上げ観測が強まり、日本の長期金利が上昇。下旬に、トランプ大統領が4月実施予定の相互関税に関する軽減措置を示唆したことで米景気後退懸念が和らぎ、円が下落したものの、その後、低調な米経済指標を受けて月末に一時148円台後半に円が反発。

◆今後の見通し

当面のドル円相場は、横ばい圏で推移する見通し。米国では、米政府の関税引き上げや大規模減税などによる米インフレ圧力の高まりを見越して、F R Bは利下げを停止すると予想。そのため、当面の米長期金利は高止まりし、為替への影響も限定的となる見込み。

年後半以降は、緩やかな円高に転じる見通し。米長期金利の高止まりが続く一方で、日銀は7月と来年1月に追加利上げを実施するとみられ、日米金利差は縮小する見込み。

ドル円相場見通し



	2025年				2026年
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3
期中平均	152.53	151	149	149	147
(高値)	158.87	159	157	157	155
レンジ	5	5	5	5	5
(安値)	146.54	143	141	141	139

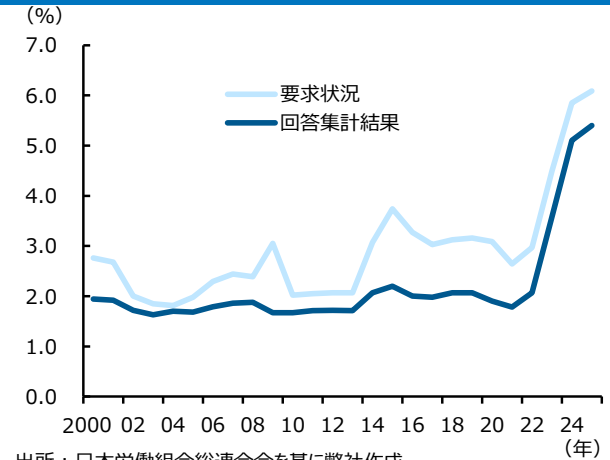
予測

米政府による関税措置（見込みを含む）

	関税率	発動時期		発動時期
国別			その他	
中国	追加10% 追加20%	2月4日 3月4日	相互関税（米国よりも高い関税を課している国に対し、同水準の関税を適用）	4月2日
メキシコ	25%	3月4日		
カナダ	25%	3月4日		
EU	25%	未定		
品目別			デジタル課税実施国への報復関税	未定
鉄鋼	25%	3月12日	ベネズエラ産原油購入国への25%関税	4月2日
アルミニウム	25%	3月12日		
自動車	25%	4月2日		
半導体	25%	未定		
医薬品	25%	未定	EU産のワインなどアルコールへの200%報復関税	未定
農作物	未定	4月2日		
銅	25%	未定		

出所：各種報道を基に弊社作成

春闘賃上げ率（平均賃金方式）



ユーロ相場見通し：緩やかなユーロ高へ

◆ユーロ相場回顧

3月のユーロドル相場は、下旬にかけて一時1.09ドル台後半へユーロが上昇。欧州委員会やドイツ政府が財政規律を緩和する方針を示し、ユーロ圏の景気回復期待が高まったことが背景。足元では、投機筋のポジションが、ユーロ買い持ち超へ拡大。

もっとも、月末に、トランプ米大統領が自動車関税の引き上げを表明したことからリスク回避のユーロ売りが強まり、一時1.07ドル台前半へユーロ安・ドル高が進行。

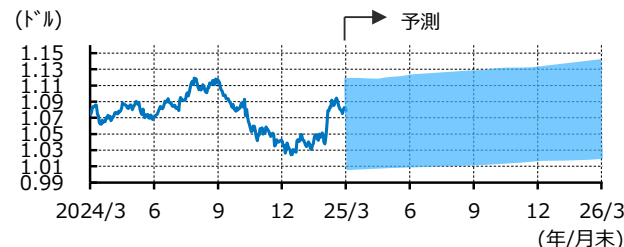
対円では、月末にかけて一時164円台前半へユーロ高・円安が進行。ドイツの財政拡大がユーロ圏景気を支えるとの見方が強まったことなどが背景。

◆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。米F R Bが利下げを停止する一方、E C Bも年半ばに利下げを停止すると予想。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。

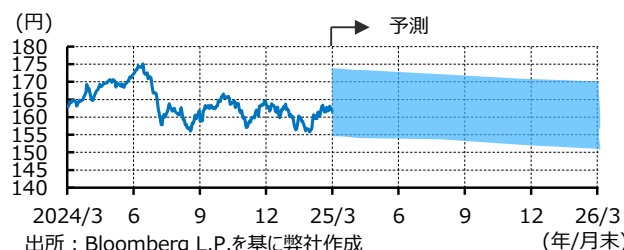
対円では、E C Bが年央に利下げを停止する一方、日銀が段階的に利上げを継続すると予想されることから、緩やかな円高となる見通し。

ユーロ相場見通し



	2025年				(ドル) 2026年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	1.053	1.07	1.08	1.08	1.09
(高値)	1.096	1.12	1.13	1.13	1.14
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.018	1.00	1.01	1.01	1.02

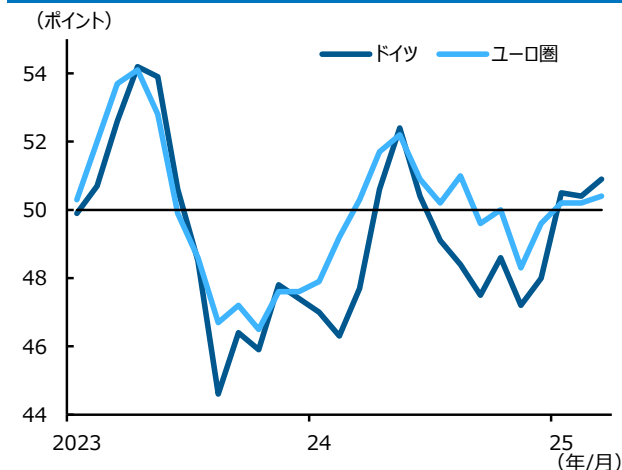
→ 予測



	2025年				(円) 2026年
	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3
期中平均	160.51	162	161	161	160
(高値)	164.55	172	171	171	170
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	154.80	154	153	153	152

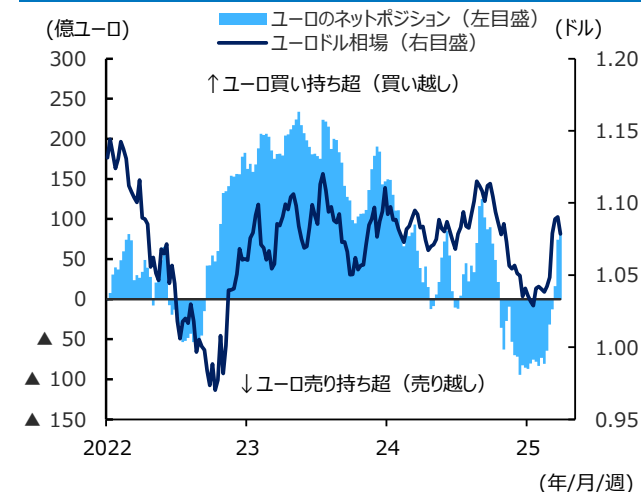
→ 予測

ドイツとユーロ圏のコンポジットPMI



出所：S&P Globalを基に弊社作成

ユーロドル相場と投機筋のユーロポジション



出所：米CFTC、Bloomberg L.P.を基に弊社作成

トピック：欧州の財政拡大がユーロを下支え

◆ EU、ドイツが財政方針を大きく転換

3月入り後のユーロドル相場は、ユーロが急伸。欧州独自の防衛力の強化やウクライナ支援の拡大を目的に、欧州委員会やドイツ政府が財政拡大方針を示し、ユーロ圏景気の回復期待が高まったことがユーロを押し上げ。欧州委員会は防衛力強化のため「再軍備計画」を発表したほか、ドイツでは、財政規律ルールを緩和する内容が盛り込まれた基本法の改正案が可決。

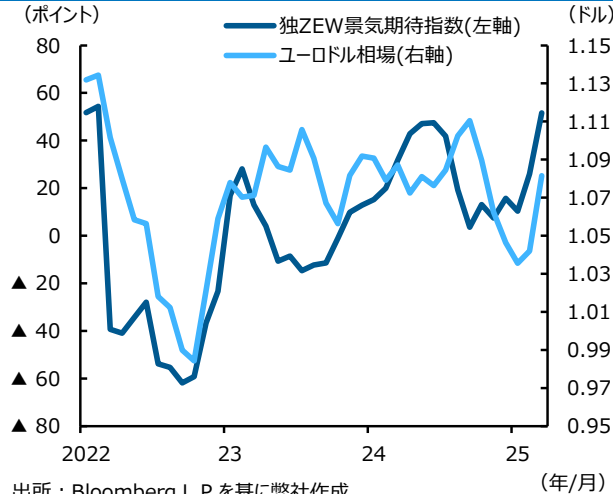
◆ 財政拡大がユーロ圏景気を押し上げ

こうした財政支出の拡大が実現すれば、ユーロ圏の景気回復に追い風となり、ユーロを下支えする見込み。

欧州再軍備計画で発表された8,000億ユーロはEUのGDP比4.5%に相当。これは冷戦期の平均軍事支出を上回る水準。防衛費増額は、政府消費や公共投資の増加から各国の景気押し上げ効果が期待できるほか、研究開発の活性化を通じて各国企業の生産性を高める可能性も。

加えて、低迷するドイツのインフラ投資増額もユーロ高材料。ドイツでは、国内インフラの老朽化が深刻化しており、企業の生産活動を阻害。ドイツ経済研究所の試算によれば、インフラ投資増額が実現した場合、2026年の実質GDP成長率は1%程押し上げられる見込み。

ドイツ景況感とユーロドル相場

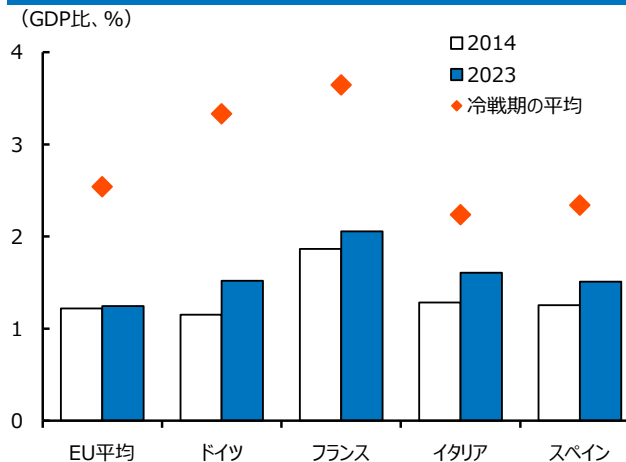


EUとドイツの政策転換

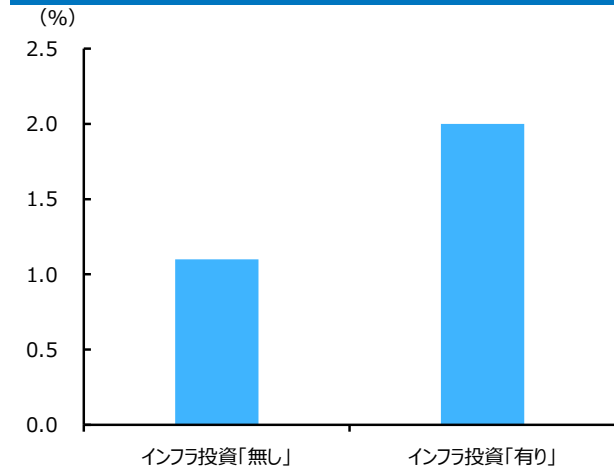
内容	金額	目的
欧州委員会「欧州再軍備計画」		
財政規律枠組みの一時的な運用停止措置	6,500億ユーロ	欧州の防衛力強化、ウクライナ支援における米国依存の軽減。
新融資制度「欧州の安全保障行動（SAFE）」の創設	1,500億ユーロ	
ドイツ「基本法」改正案		
GDP比1%超の防衛費を債務ブレーキの適用対象外へ	-	防衛力強化や、大規模なインフラ投資を実施し、長引く不況から脱却するため。
インフラ投資のための特別基金創設	5,000億ユーロ	
各連邦政府予算の財政規律緩和	-	

出所：各種報道を基に弊社作成

EU主要国の軍事支出



2026年のドイツ実質GDP成長率予測値





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

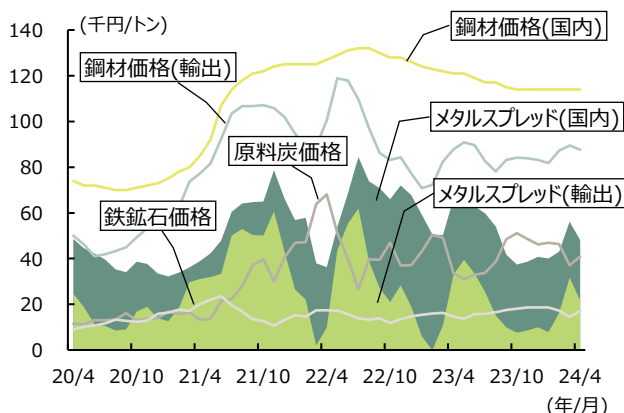
2023年の鋼材需要は、旺盛なインフラ投資が続くインドで増加した一方、中国で不動産市場低迷に伴い落ち込んだため、世界全体では2年連続減少、鋼材価格もアジアを中心に下落しました。2024年は、中国の需要は横這いを見込むものの、インドを中心とした新興国の高成長を背景に、世界鋼材需要は前年比増加するとみられます。

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。

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

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ネジメント方式が採用されている

図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2023年)

～中国メーカーが引続き上位の過半数を占める

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

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

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

図表3 グリーンスチールの採用動向

～欧州自動車メーカーを中心に採用拡大

企業名	グリーンスチール導入に向けた取組み
Mercedes-Benz (独)	✓ 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)	✓ 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transition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transitionに向けた大規模投資を加速させています。

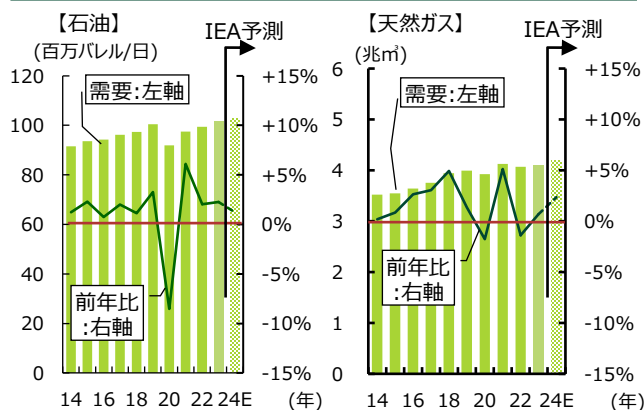
国内企業動向～SAF量産化に向けた取組みが加速

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

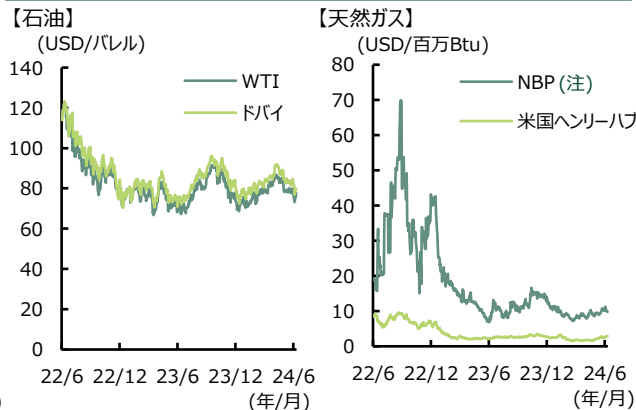
～新興国の経済成長に伴い需要増は継続



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

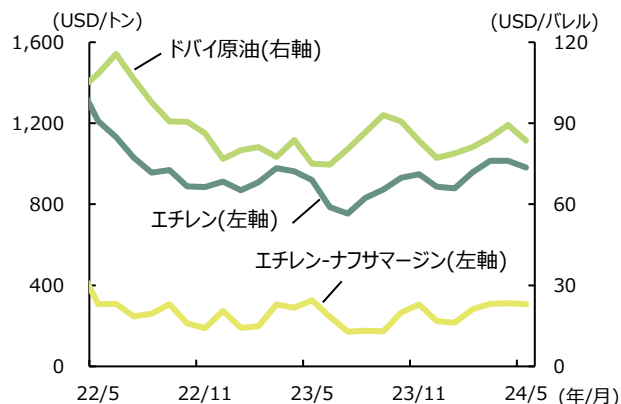
2023年におけるアジアのエチレン価格は、2022年12月のゼロコロナ政策解除を機に中国需要が回復した結果、2023年3月には920ドル/トンまで上昇しました。その後は中国経済の成長鈍化等により川下製品の需要低迷が続き2023年7月には750ドル/トンまで下落、以降は原油価格に連動して緩やかに上昇しました。一方、エチレン-ナフサマージンは、中国で需要を上回るエチレンプラント増設が続いており、供給過剰のため低位で推移しています。

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。

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

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

	企業名		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：各社アニュ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

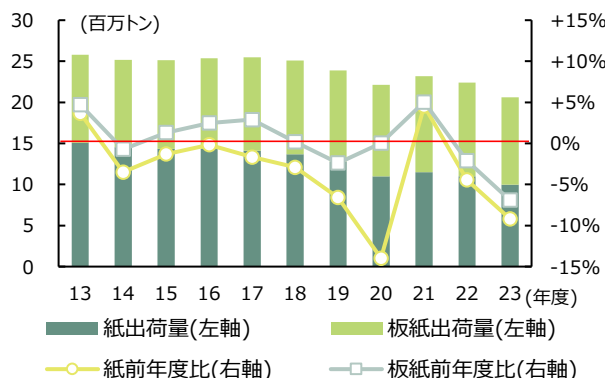
製紙会社は、「物流の2024年問題」に対応するために、大手同士での共同輸送や荷物管理効率化等、輸送面の業務提携を進めています。また、デジタル化の進展に伴って紙需要が減少するなか、生産拠点の集約や長期的に底堅い需要が見込まれる板紙への転換等により紙の生産能力の削減を進めています。しかしながら、紙の供給能力には依然過剰感がみられるため、紙パルプ業界では、将来的に輸送面の業務提携にとどまらず、生産能力の適正化に向けて、国内での業界再編が進む可能性があります。

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)

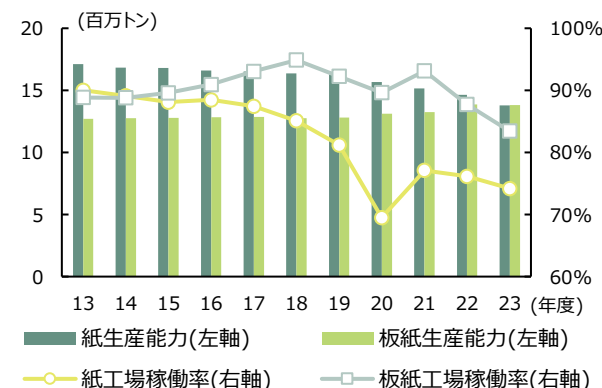
～値上げの浸透により大手は営業黒字を確保

	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	リンデック	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

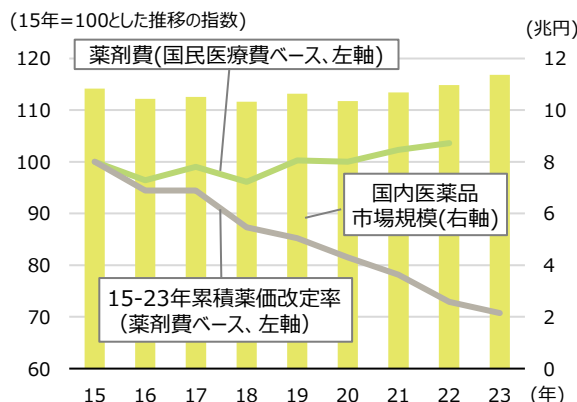
政府は、2023年7月より毎月開催されてきた「後発医薬品の安定供給等の実現に向けた産業構造のあり方に関する検討会」に関する報告書を2024年5月に公表、今後5年間を集中改革期間として、GEの供給不安解消等に向けて官民連携で取り組むべき4つのテーマを示しました。その一つとして、企業間の連携・協力の推進についても言及しており、今後、業界内で再編機運が高まっていくことも想定されます。

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社作成

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社作成

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社作成



6. 食品

業界動向

国内市場動向～食品値上げ及び外食需要回復により続伸

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

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

食品メーカーの業績動向～価格転嫁と海外事業により好調

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

今後の見通し

価格改定の動向～値上げが減速する中、コストは高止まりする可能性

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

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

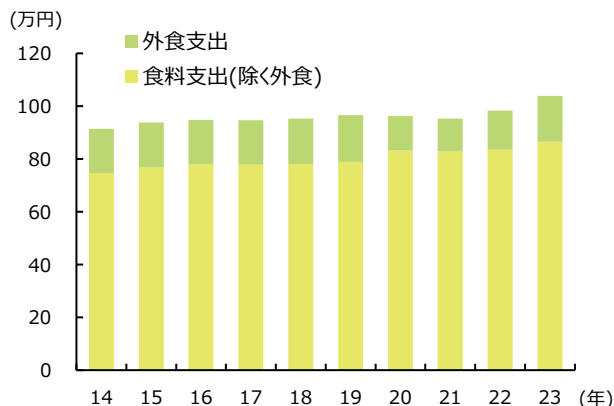
戦略の方向性～新たな成長機会の捕捉に注力

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

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

図表1 食料品・外食関連家計支出(2人以上世帯)

～外食需要の回復と値上げにより増加基調



出所：総務省「家計調査」を基に弊社作成

図表2 売上高上位10社(2023年度実績)

～価格転嫁によりコスト高を吸収

(単位：億円)

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

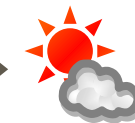
注：味の素、日本ハムは事業利益
出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 食品企業におけるM&A、アライアンス事例

～新規事業領域や海外市場の獲得を企図

目的	時期	企業名	内容
新規事業	24/8頃	キリンHD	化粧品・健康食品製造の(株)ファンケルを買収
	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社作成



7. 電子部品・半導体

業界動向

市場動向～IT機器向け需要が縮小

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

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

今後の見通し

市場見通し～緩やかな回復が継続

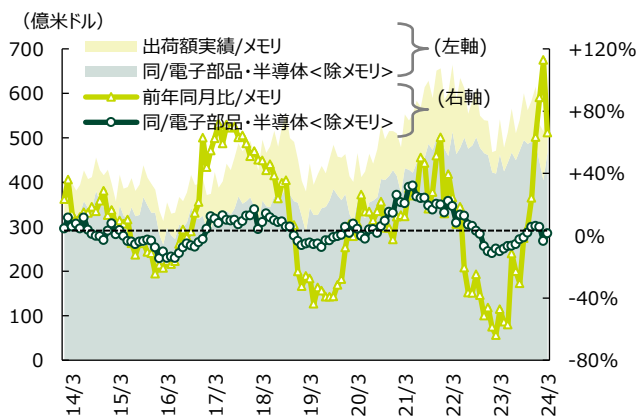
IT機器向けは、高機能化に向けた最終製品1台当たりの搭載量増加を背景に、需要拡大が継続するとみられます。加えて、足元で軟調な車載や産業機器向けも、在庫調整収束後には電動化の進展や工場自動化投資の回復等を背景に、拡大に転じることが見込まれ、総じて市場規模は拡大傾向で推移する見通しです。

需要動向～AI関連需要が急伸長

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

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2024年3月迄)

～23年度は市場縮小



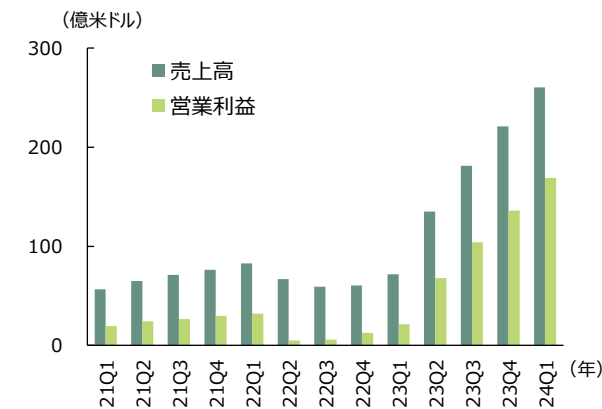
図表2 電子部品・半導体メーカー売上高上位10社
(2023年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

	企業名		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





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ノミーへの取組が本格化

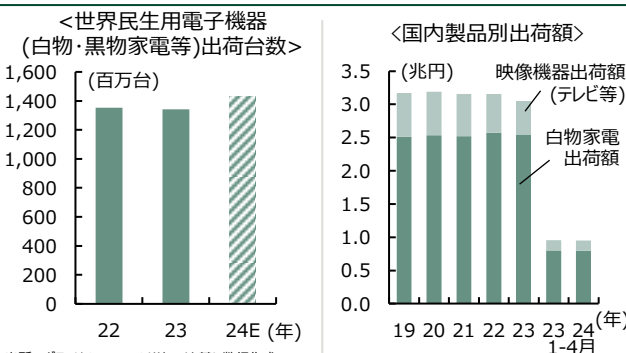
持続可能な社会の実現を目指し、従来の大量生産・大量消費・大量廃棄を前提とする「リニアエコノミー(線形経済)」から、製品の再利用やリサイクル等、資源の循環を促し、環境負荷を低減する経済システム「サーキュラーエコノミー(循環経済)」への移行が国際的に期待されています。家電業界においても、家電メーカーがリサイクル企業と提携し、廃棄製品の回収・再利用や再生プラスチック等への再資源化を行う事例がみられる等、今後、環境意識の高まりに応じてメーカー各社によるサーキュラーエコノミー実現に向けた取組が更に本格化していくことが想定されます。

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

	企業名		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	ワールプール	米国	27,367	1,599
8	ソニー	日本	24,537	1,874
9	四川長虹電器	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 サーキュラーエコノミーに向けた取組事例

～メーカー各社による取組が本格化

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

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



9. 機械

業界動向

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

国内市場動向～火力発電設備の更新が寄与

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

今後の見通し

米中対立・米国大統領選挙の影響～機械メーカーにおける機会と脅威

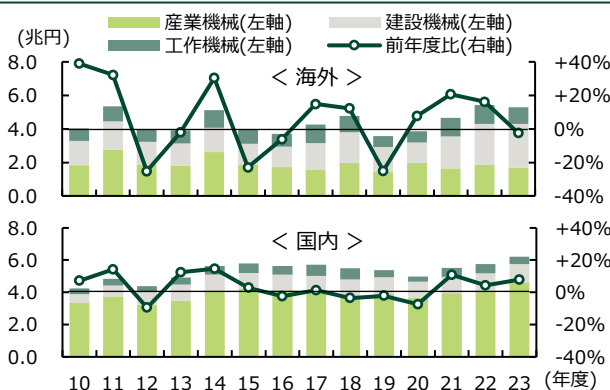
米国では、米中対立激化やコロナ禍におけるサプライチェーンの混乱等を背景に、政府が国内製造業への投資を呼びかけるなか、米国や近隣国に工場を新設する動き(ニアショアリング^(注))が活発化しています。新たな設備投資は機械メーカーにとって収益機会となりますが、2024年11月に予定される大統領選挙で共和党が勝利した場合には、関税率の引き上げをはじめ保護主義的な政策が強まるおそれもあることから、米国向け輸出へのマイナス影響も懸念されます。 注：本拠地や最終消費力地理的に近い国や地域に事業・工場を移転すること

日本政府の新戦略案～国産旅客機への再挑戦

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



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)

	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

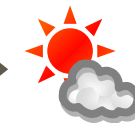
注：業種売上高は機械に関する売上高を指し全社売上高とは異なる
出所：Bloombergを基に弊社作成

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社作成



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

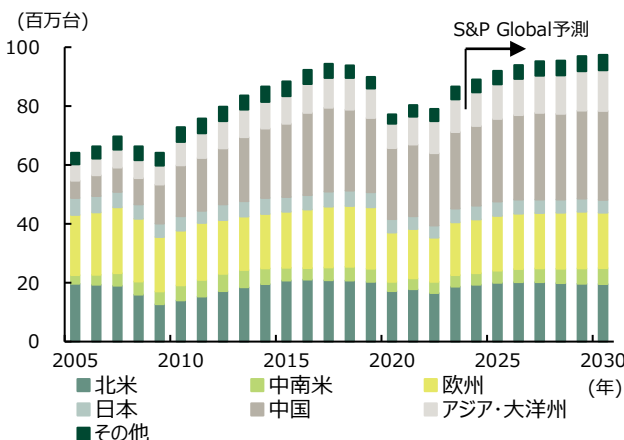
政府による買換需要を促進する施策が相次いで打ち出されている中国や、HEVを含む電動車の需要が旺盛な北米に牽引される格好で、2024年の自動車販売台数は89.1百万台と前年比+2.8%の増加が予測されています。もっとも、インフレの動向や各国の金利政策のほか、電動化に伴う車両価格の上昇などが消費者の購買力へ与える影響には留意が必要です。

BEV販売動向～販売台数は続伸するも伸び率は鈍化

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

図表1 世界の新車販売台数動向

～半導体不足解消等を背景に23年は増加



図表2 世界の新車販売台数上位10位(2023年)

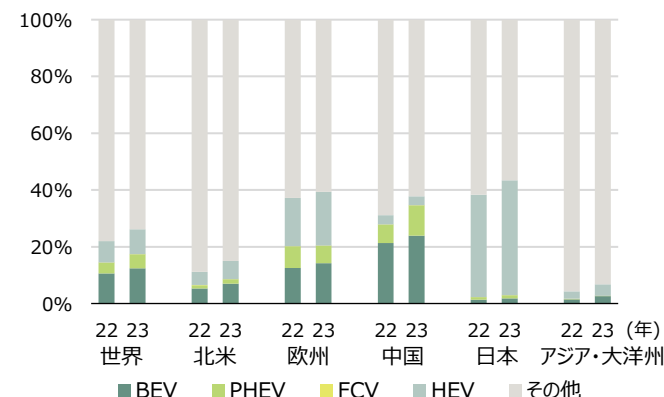
～各社販売台数が増加

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

注：上海通用五菱汽車除く

図表3 各地域のパートレイン別販売構成比(注)

～BEVの販売比率が増加



出所：MarkLinesを基に弊社作成



11. 造船

業界動向

市場動向～足元受注は回復も先行きは不透明

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

各社業績～船価改善と為替効果で業績回復の兆し

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

今後の見通し

新造船価の動向～船種を問わず上昇

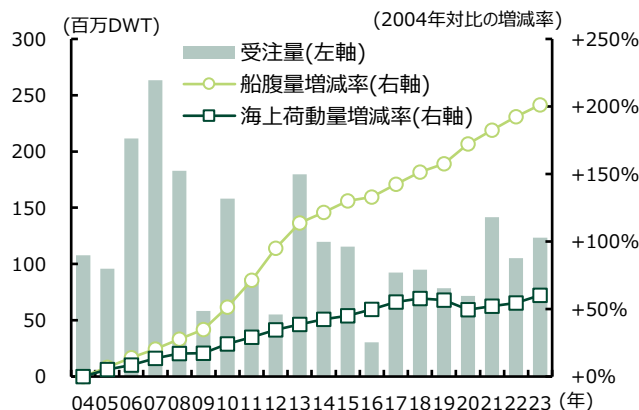
コロナ禍における物流網混乱や、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学要因を背景とした傭船料の上昇に加え、日中韓における船舶建造能力の不足と鋼材価格の高止まり等を受け、船種を問わず船価の上昇が続いています。今後についても、環境対応船の発注増加が見込まれるなか、船用機器調達を含めた建造コストが上昇すること、および重油燃料船に比べて建造期間が長期化すること等が船価に対する上昇圧力になるとみられ、高騰する船価が船主の発注戦略に与える影響が注目されます。

中国系造船会社の動向～建造能力の引き上げに向けた動き

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

図表1 世界の新造船受注量と船腹需給の推移

～足元受注は回復



図表2 世界の新造船竣工量上位10社(2023年)

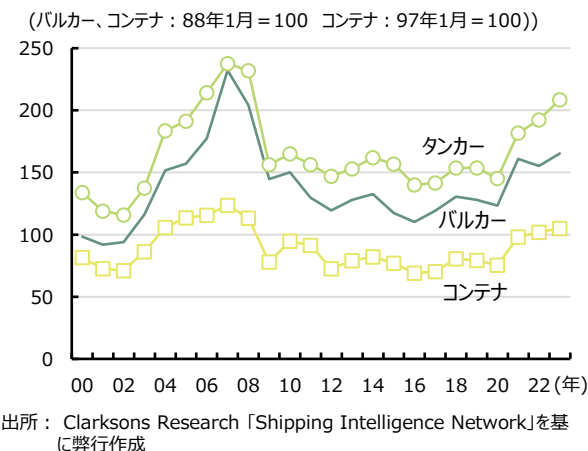
～中韓造船所が上位

	企業名		竣工量 (万DWT)	受注残 (万DWT)
1	中国船舶集团(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ishiHD	日	297	996
10	大島造船所G	日	276	582

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

図表3 新造船価(各年12月末時点)の推移

～船種を問わず上昇





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みられます。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。

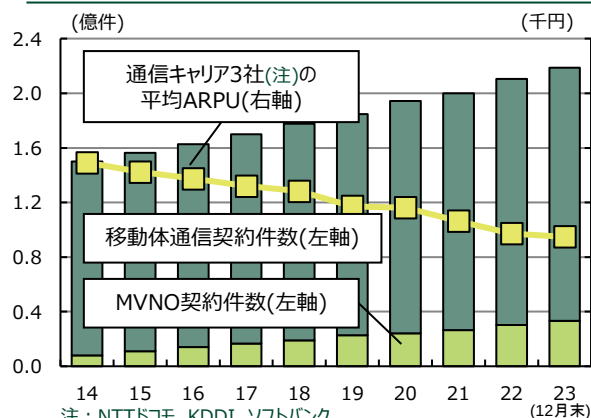
先端技術の研究開発～次世代通信や情報処理基盤の強化に向けた動き

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)

	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
	24/4	Amazonと、dポイント及びAmazonプライムに関する協業開始
KDDI	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

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。

今後の見通し

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。

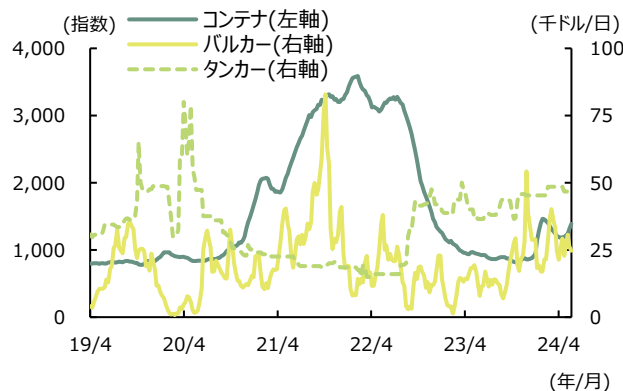
パナマ運河では、2023年5月以降、歴史的な干ばつが続いてガトゥン湖^(注)の水位が低下したことから、通航可能隻数が大幅に減少しているほか、スエズ運河でも、イエメンの親イラン武装組織フーシによる船舶攻撃を受けて、各国の海運業者が航路の回避を余儀なくされています。このように、2大運河が同時に混乱を抱えるなか、代替ルートとして南アフリカ共和国の喜望峰を迂回する動きが広がり、航海距離・日数の長期化によって全船種で船腹需給が引き締まっていることから、運賃・傭船料には上昇圧力がかけられました。

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)

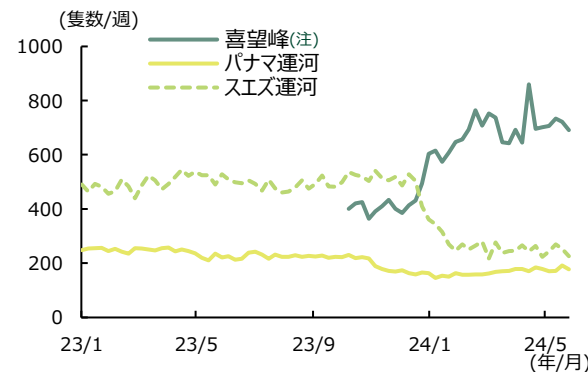
～ONE^(注)のシェアがEvergreenを逆転

	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%

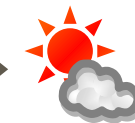
注：Ocean Network Express：日本郵船、商船三井、川崎汽船が出資
出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」を基に弊社作成

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

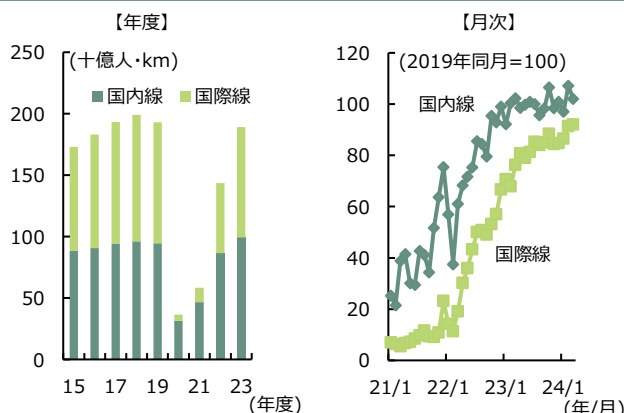
ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)の2023年度における国際線のイールド(注)は、海外発便の旺盛な需要に加えて、中東情勢の緊迫化や産油国の自主減産を背景とした燃料価格上昇に伴う燃油サーチャージの高騰もあり、大幅に伸長しています。

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。

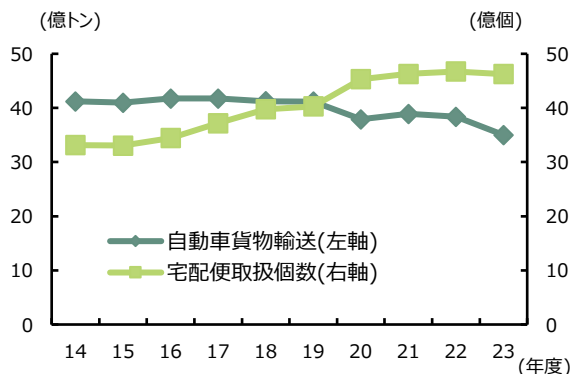
こうしたなか、物流各社は、共同配送や配送効率の向上に資する中継地点の新増設のほか、環境負荷低減にも繋がるモーダルシフト(注)に取組んでおり、従来の枠組みを超えた荷物の混載等、同業・異業種との連携を強化しています。2024年5月には、日本郵便グループとセイノーグループが長距離の幹線輸送における共同運行に向けた業務提携を発表する等、各社の事業戦略に注目が集まっています。

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」を基に弊社作成

図表2 物流上場企業の2023年度業績

～荷動きの停滞・コスト増加により減収減益傾向

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

出所：各社決算短信(日本郵便は日本郵政IR資料)を基に弊社作成

図表3 物流業界におけるM&A、アライアンス事例

～2024年問題を受けた再編機運の高まり

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

出所：各社ニュースリリースを基に弊社作成



16. 建設

業界動向

国内市場の動向～官民ともに受注高は堅調に推移

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

国内事業者の動向～好採算案件への工事入替は途上

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

今後の見通し

「2024年問題」への対応～官民ともに生産性向上への取り組みが加速

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

選別受注の機運の高まり～旺盛な建設需要と労働力不足から取り組み強化

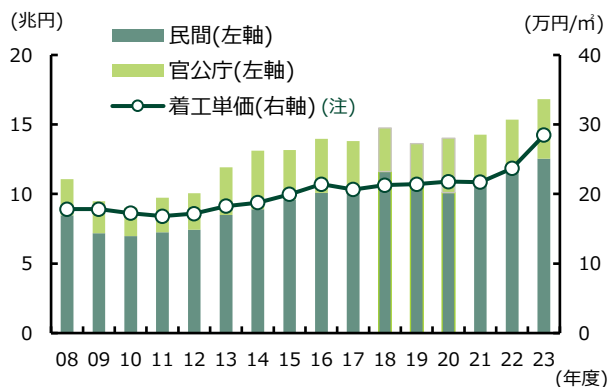
大型工事主体に建設投資意欲は依然旺盛な一方、2024年問題を受けて設備工事業者を中心に労働力不足が深刻化していることから、ゼネコン各社の手持工事は高水準で推移しています。こうしたなか、施工能力を踏まえた受注調整に舵を切る動きが増えており、適正工期の確保や利幅の厚い案件の選別受注を更に強化していくとみられます。

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

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

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高は資材高等により前年度を上回る水準



注：着工単価は直近3ヶ月分の平均値

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

図表2 ゼネコン売上高上位10社

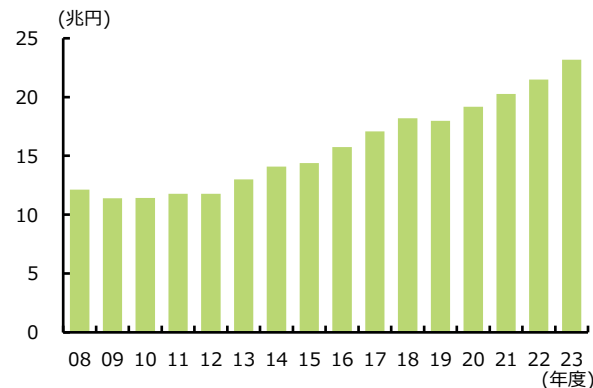
～営業利益は未だ低調な企業が目立つ

	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	インフロン・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社作成

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)」を基に弊社作成



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

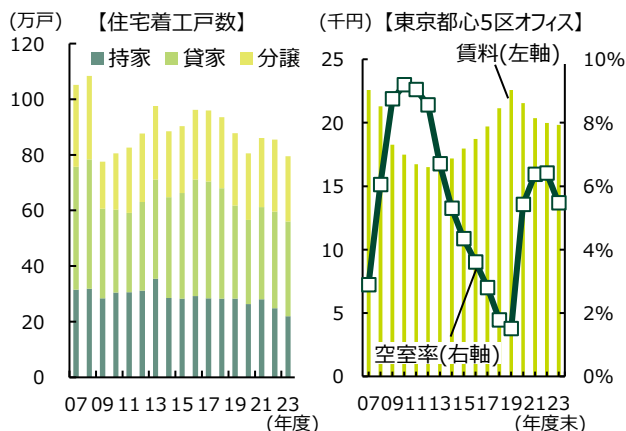
物流施設の市況見通し(東京圏)～新築物件はリーシング動向に要注意

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」を基に弊行作成

図表2 国内総合ディベロッパー・戸建住宅開発の2023年度売上高上位4社

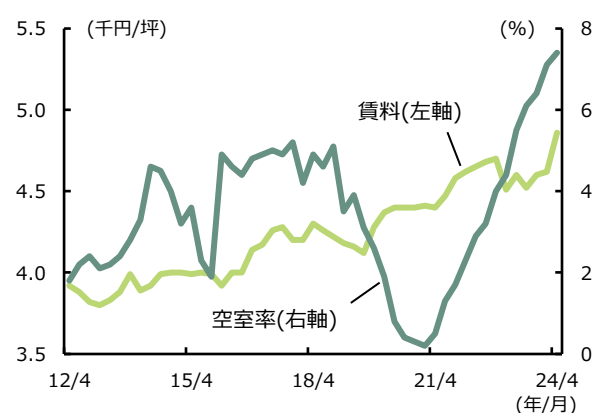
(億円)		
総合ディベロッパー・企業名	売上高	当期利益
1 三井不動産	23,833	2,246
2 三菱地所	15,047	1,684
3 東急不動産ホールディングス	11,030	646
4 住友不動産	9,677	1,772

(億円)		
戸建住宅開発・企業名	売上高	当期利益
1 大和ハウス工業	52,029	2,988
2 積水ハウス	31,072	2,023
3 住友林業	17,332	1,025
4 飯田グループホールディングス	14,392	349

出所：決算短信を基に弊行作成

図表3 物流施設の募集賃料・空室率推移

～新規供給が重なり空室率は上昇基調



出所：一五不動産「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」を基に弊行作成



18. アパレル

業界動向

国内市場動向～販売チャネルによって回復に差がみられる

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

アパレル企業業績～増収増益を確保した企業が多くみられる

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

今後の見通し

今後の見通し～価格帯による需要の二極化への対応が重要

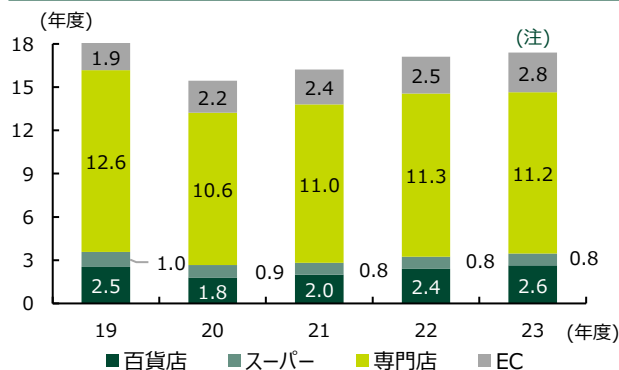
今後も、中国人を中心に訪日外国人客の増加が予想されるため、市場は緩やかに回復していくとみられます。もっとも、物価高を背景とした節約志向の高まり等により、低価格帯ブランドの需要シフトは堅調に推移するとみられる一方、上記のインバウンド需要の拡大により、引き続き高価格帯ブランドの販売が増加する等、価格帯による需要の二極化が進展するとみられ、アパレル各社は、こうした状況を踏まえて、価格帯でメリハリをつけたブランド戦略の推進等が益々重要になると考えられます。

アパレル生産拠点の脱中国加速～東南アジアへの移転や国内回帰の動き

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

図表1 チャネル別のアパレル関連市場規模の推移

～コロナ禍すぎるも力強さに欠ける



注：23年度のEC市場規模は家計消費状況調査を基にした弊社推計値

出所：経済産業省「商業動態統計」、「電子商取引に関する市場調査」、総務省「家計消費状況調査」を基に弊社作成

図表2 国内売上高上位10社(2023年度実績)

～前期比では増収、利益も確保の傾向

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

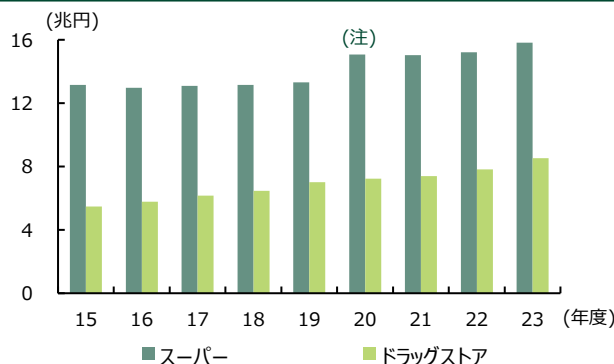
今後は、1人あたりの買上点数が減少傾向にある等、物価高騰に伴う節約志向が顕在化しつつあり、市場は緩やかな縮小に転じるとみられます。こうした中、更なる食品価格の引き上げに対して、従来の様な販売価格への転嫁は困難との声も多いうえ、人手不足を背景とする人件費負担の増大や水道光熱費の高騰等、販売管理費の負担も増していくとみられ、収益性の低下を余儀なくされる可能性が高い点には留意が必要です。

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



図表2 食品スーパー・ドラッグストア売上高上位4社

(2023年度・国内ランキング)

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

	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資料を基に弊社作成

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社作成



20. 外食

業界動向

国内市場動向～人流活発化と値上げに伴う売上高回復

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

業績動向～コスト高騰も、多くの先で黒字確保

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

今後の見通し

短中期見通し～安易な値上げが客離れを引き起こす懸念

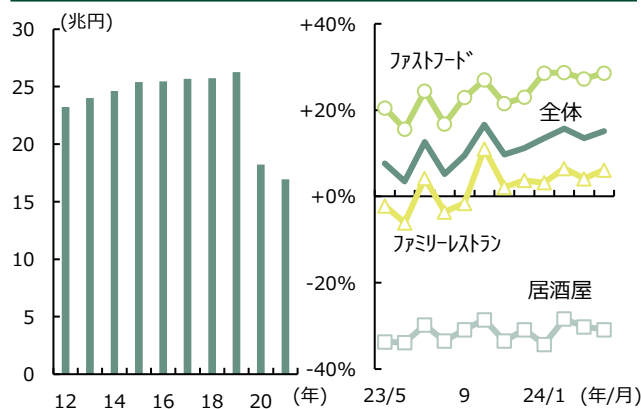
足元の外食需要は堅調に推移している一方、実質賃金のマイナスが継続する中で、消費者の生活防衛意識は高まりつつあり、今後は外食控えや相対的に低価格なスーパーの弁当・惣菜等への需要シフトが生じる懸念があります。一部ブランドでは、質の向上を伴わない安易な値上げにより客離れを引き起こす事例もみられることから、メニュー戦略やサービス面も含めた体験価値創出の巧拙が、各社の優勝劣敗を分ける鍵になります。

今後の戦略と方向性～海外市場の開拓、事業領域の多角化

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

図表1 外食売上高の年次推移(左図)

/業態別売上高の2019年同月比(右図)



出所：(左)食の安全・安心財団「外食産業市場規模推移」

(右)日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」を基に弊社作成

図表2 売上高上位10社(直近決算期実績)

～上位10社は全社が営業黒字を確保

	企業名	決算期	売上高 (億円)	前期比	営業利益(注) (億円)	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フス社を買収
ロイヤルHD	【多角化】家庭向け冷凍食品販売を成長事業と位置付け、冷凍ミール「ロイヤルデリ」の拡販に注力

出所：各社ニュースリリース、決算説明資料を基に弊社作成



21. レジャー(旅行・ホテル)

業界動向

旅行業界～国内旅行の需要は堅調に推移

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

ホテル業界～インバウンドの恩恵を受けてRevPARは高水準

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

今後の見通し

旅行需要～インバウンド需要が牽引する見通し

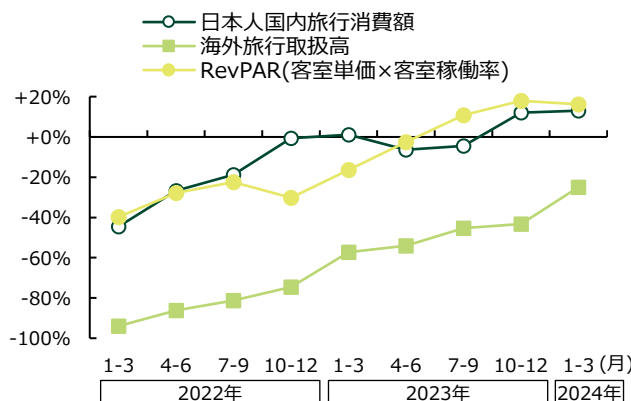
足元の円安傾向を踏まえれば、日本人の海外旅行の急回復は見込みがたい。国内旅行も、節約志向の高まりによる旅行控えも想定され、国内の旅行会社大手の業績回復は一服する可能性が高いとみられます。一方で、インバウンド(訪日旅行者数)については、2023年8月の日本向け団体旅行の解禁以降徐々に増加してきた中国からのインバウンドが引き続き回復していくことで、今後も増加傾向で推移する見通しです。

ホテルの需給動向～将来的な需給バランス悪化に備えて、体制整備が必要

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

図表1 旅行・ホテル業界関連指標(2019年同期比)

～海外旅行は回復途上、RevPARは高水準



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

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)

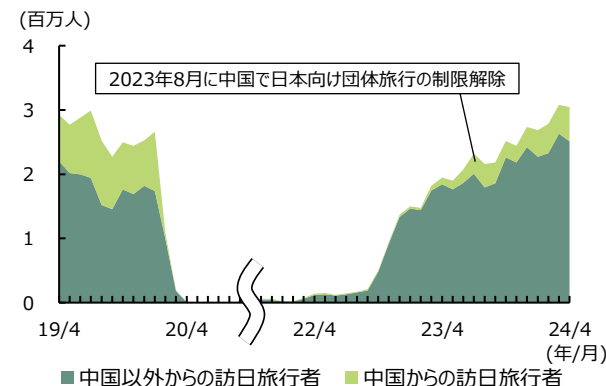
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,887	1 ルートインホテルズ	341	59
2 日本旅行	3,666	2 東横イン	335	71
3 KNT-CTホールディングス	3,239	3 アパホテルズ&リゾーツ	273	64
4 エイチ・アイ・エス	3,203	4 スーパーホテル	172	20
5 阪急交通社	2,722	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	151	22

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」を基に弊社作成

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」を基に弊社作成

22. 電力

24年度
見通し

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

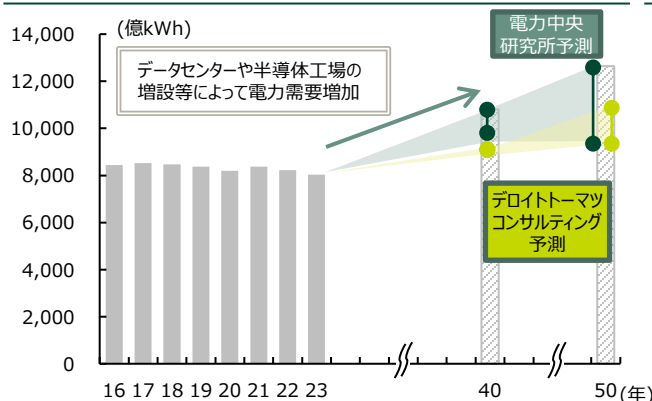
2023年度の手電力会社10社の業績は、燃料価格下落に伴う期ズレ差益(注1)に加え、電気料金の値上げ、及び、販売価格への転嫁上限の引上げ(注2)により、各社とも大幅増益となりました。2024年度は、一部の電力会社が原子力発電所の再稼働による利益押し上げを計画していますが、期ズレ差益の大幅縮小により減益での着地が見込まれます。

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

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



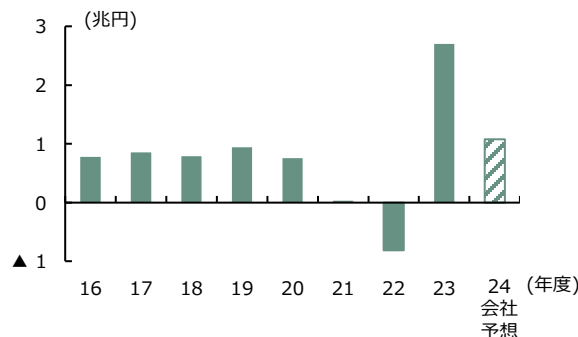
注：需要端(電力の消費時点)の電力需要データを表示

出所：電力広域的運営推進機関「将来の電力需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

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。

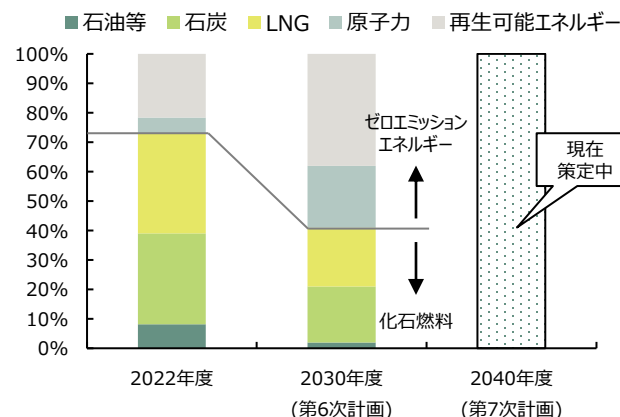
第6次計画(2021年策定)では、GHG削減目標(2030年度に2013年度比△46%削減)との整合を図り、再エネの活用に加えて原発再稼働を進めるとの目標が設定されました。もっとも、原発に対する安全審査や送配電網の整備に相応の時間とコストを要することから、現時点で達成の目途はついていない状況です。

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。

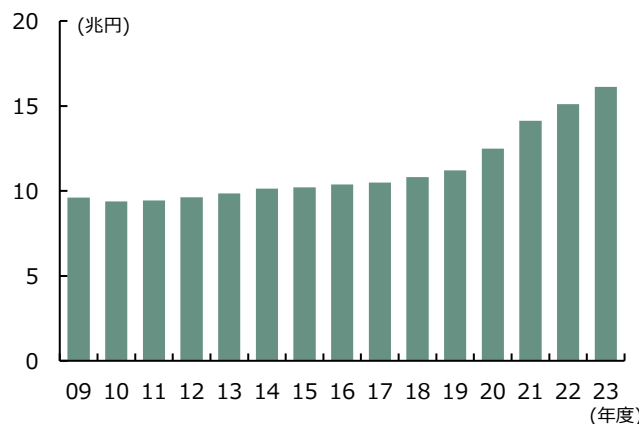
また、人材不足の拡大は、案件単価の上昇につながる一方、人材獲得競争の激化が懸念されます。受託開発事業者の一部では、人件費や採用費、外注費の増加が収益を下押しするケースがみられ、収益環境が厳しくなる懸念があります。

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

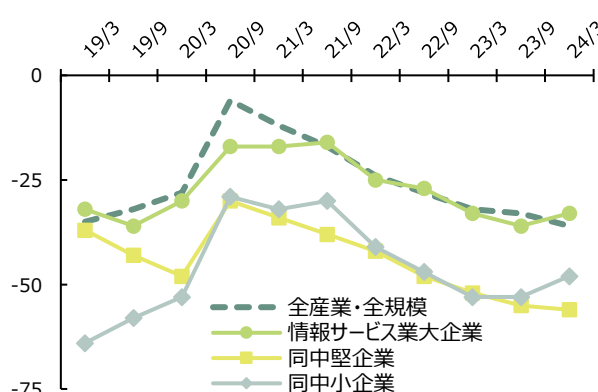
～国内情報サービス市場は堅調に推移



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		