

グローバル経済と主要産業の動向

2025年10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10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（2025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. 小売(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	…45	23. 情報サービス	…53
8. 電気機械	…38	16. 建設	…46	産業天気図	…54

- 本資料は、情報提供を目的に作成されたものであり、何らかの取引を誘引することを目的としたものではありません。
- 本資料は、作成日時時点で弊行および弊社が一般に信頼できると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だきますようお願い致します。本資料の一部または全部を、電子的または機械的な手段を問わず、無断での複製または転送等することを禁じております。



1. グローバル経済の動向

世界経済は底堅く推移

◆世界経済は+3%台前半の成長見通し

世界経済はトランプ関税による不確実性が残るものの、+3%台前半の底堅い成長が続く見通し。足元では企業が関税コストを吸収することで物価上昇が抑えられているほか、生成AI関連産業がけん引役となり、世界経済は比較的底堅く推移。世界的に物価が比較的安定して推移するなか、財政出動や金融緩和を実施しやすい状況にある。トランプ政権の各種政策によるマイナス影響は今後顕在化してくる可能性はあるものの、先進国の財政出動や金融緩和が景気を下支えすることで、2026年以降も世界経済は底堅い成長が見込まれる。

◆リスク要因は残存

世界経済は引き続き底堅い成長が続く見込みながら、リスク要因は残存。具体的には、①トランプ政権の各種政策、②生成AIブームの終息、③主要国の財政持続性に対する懸念、など。

①について、トランプ政権の関税政策は半導体・電子製品に対する個別品目関税の詳細が未定であるなど、依然として不確実性が高い。移民政策の厳格化もあり、モノとヒトの供給制約がインフレを加速させる可能性がある。②についても、足元の株高は生成AIブームに支えられており、株価の調整による実体経済への影響は大きい。③については、主要国の長期金利の急騰を招くリスクがある。残存する各種リスクには引き続き注意を要する。

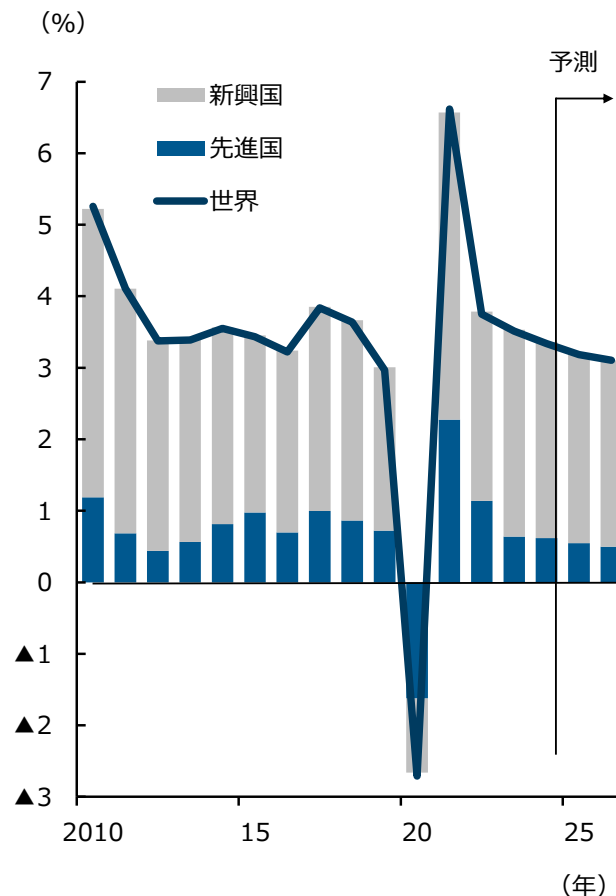
世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)		
	2024年 (実績)	2025年 (予測)	2026年 (予測)
世界計	3.3	3.2	3.1
先進国	1.7	1.5	1.4
アメリカ	2.8	1.9	1.8
ユーロ圏	0.9	1.2	1.0
イギリス	1.1	1.4	0.8
日本	0.1	1.1	0.6
新興国	4.3	4.1	4.0
B R I C s	5.2	4.7	4.3
中国	5.0	4.8	4.4
インド	6.5	6.1	6.5
ロシア	4.3	0.6	1.0
ブラジル	3.4	2.4	1.9
N I E s	3.2	2.4	1.9
韓国	2.0	0.8	1.9
台湾	4.8	5.0	2.0
香港	2.5	2.7	1.9
A S E A N 5	5.0	4.6	4.8
インドネシア	5.0	4.7	4.9
タイ	2.5	1.9	1.9
マレーシア	5.1	4.2	4.4
フィリピン	5.7	5.4	5.6
ベトナム	7.1	6.7	6.9

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）。

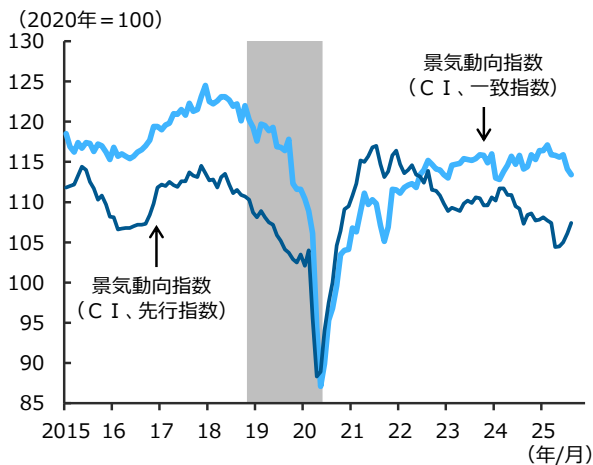
世界の実質GDP成長率の寄与度



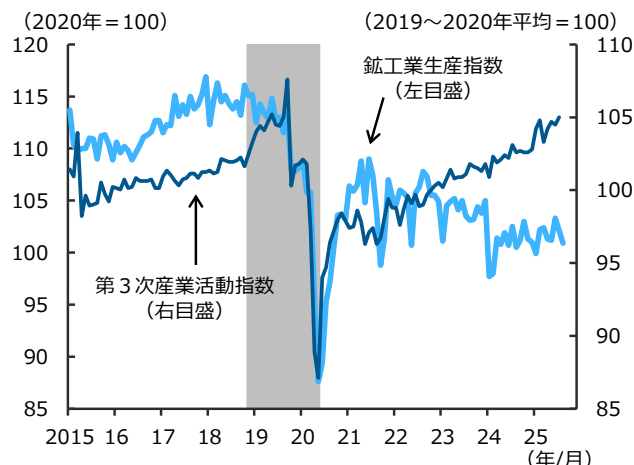
出所：各国統計、IMFを基に弊社作成

概況：景気は緩やかに回復

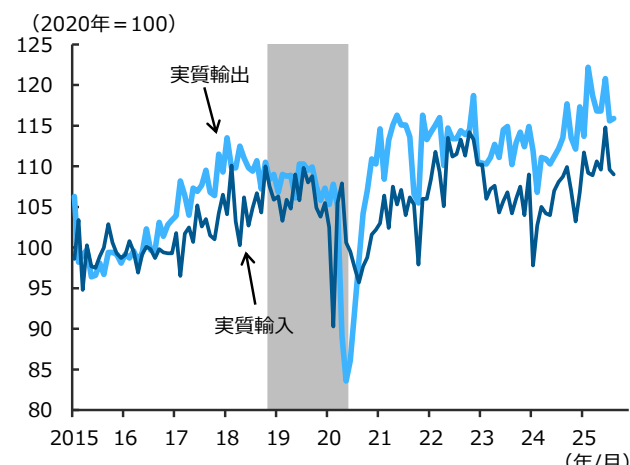
景気 景気動向指数は一致指数が弱含み
先行指数は株価上昇などを受けて持ち直し



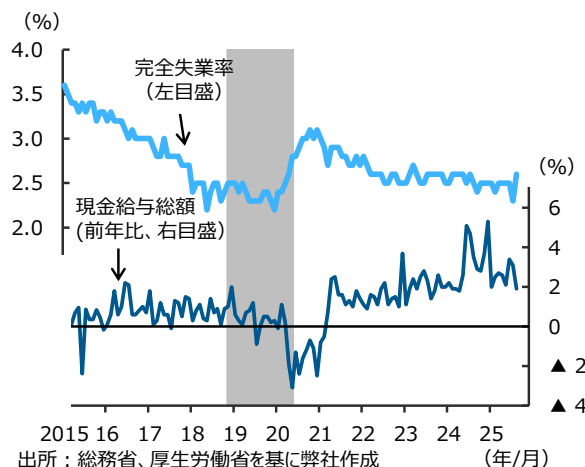
企業 鉱工業生産は一進一退
サービス業の経済活動は回復



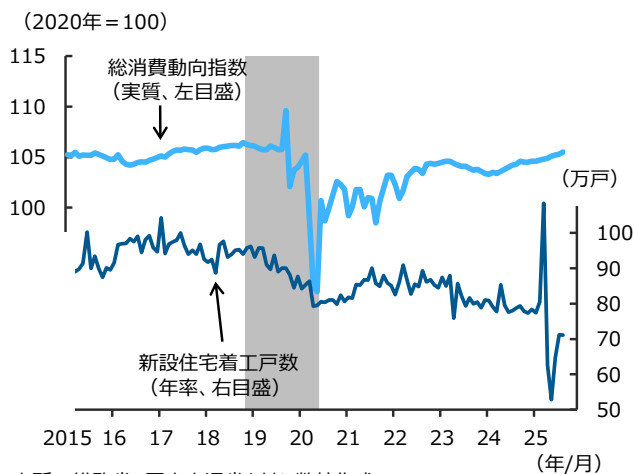
外需 輸出は小幅反発も、弱い動き
輸入は減少



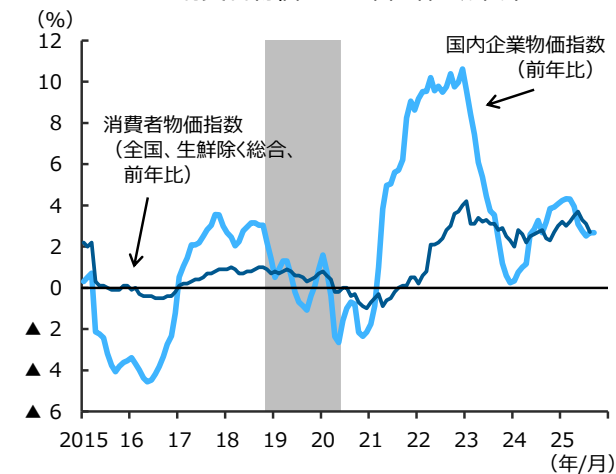
雇用所得 失業率は2%台半ばと低位で推移
名目賃金は均してみれば堅調に推移



家計 消費は緩やかに持ち直し
住宅着工は低水準



物価 企業物価はエネルギーを中心に騰勢鈍化
消費者物価は2%台に伸びが低下



企業の景況感は総じて良好

◆企業全体の景況感は改善

日銀短観9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+1%ポイント上昇。米関税を巡る合意を受けて、過度に悲観的な見方が後退し、生産用機械や電気機械を中心に機械関連業種の景況感が改善。

大企業・非製造業は前回調査対比で横ばい。人手不足や物価高の影響により消費・物流関連の景況感は小幅に悪化した一方、都市部の再開発事業などの好調を背景に建設関連が全体を下支え。

◆製造業の生産活動は一進一退

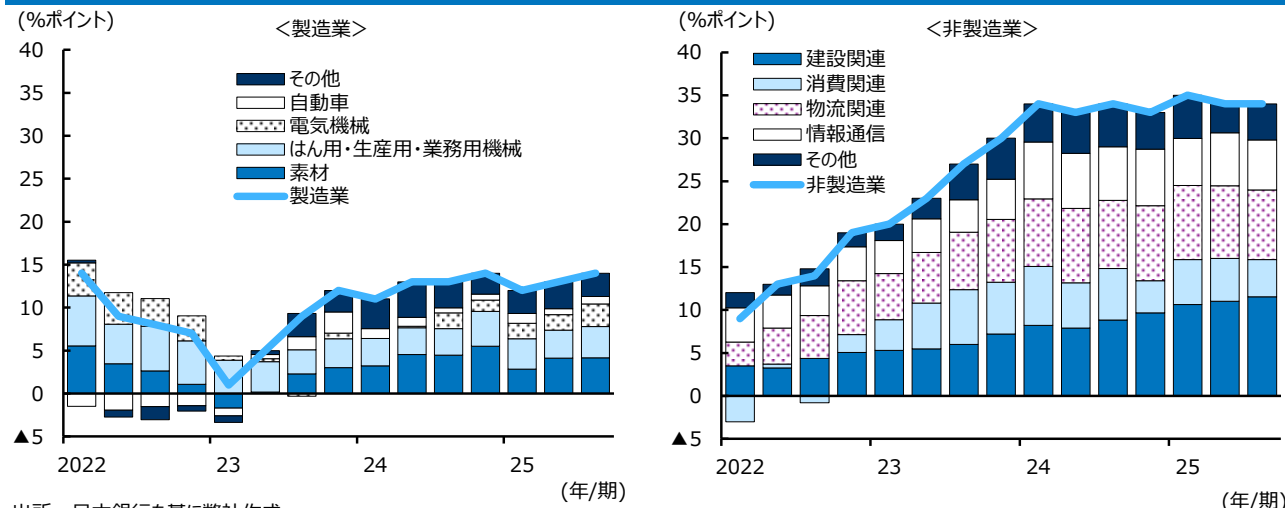
8月の鉱工業生産指数は、前月比▲1.6%と低下。パソコンなどを中心とした電気・情報通信機械工業の減産が主因。

先行きの生産計画によると、9月の製造工業生産予測指数（過去の予測誤差を基に算出した補正值）は同+2.3%と増加見込み。8月に大きく減産した電気・情報通信機械工業や金属製品工業で反動増を予想。

◆訪日外客数は堅調

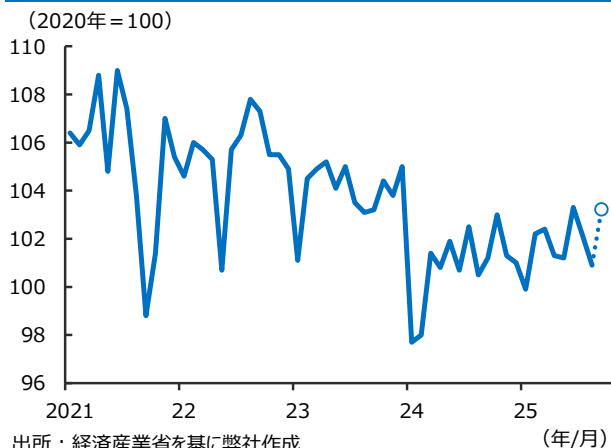
8月の訪日外客数は2019年同月比+36%とコロナ禍前を上回る水準を維持。中国など東アジア諸国からの訪日客数は6、7月に災害懸念の風評により落ち込んだものの、8月にはその影響が一服し、持ち直し。

大企業の業況判断D I



出所：日本銀行を基に弊社作成

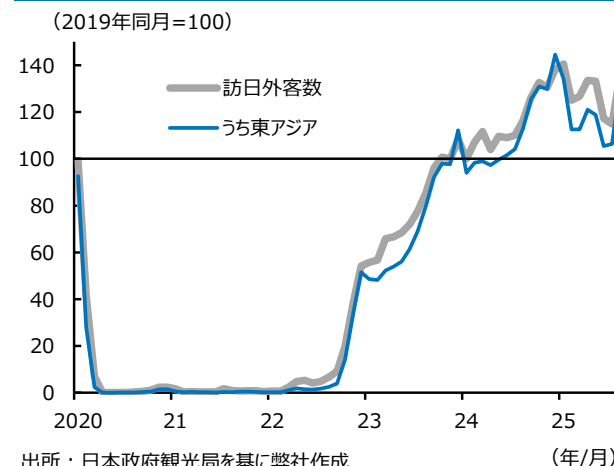
鉱工業生産指数（季調値）



出所：経済産業省を基に弊社作成

注：点線は、過去の修正パターンを基に経済産業省が算出した補正值（9月）を基に作成。

訪日外客数



出所：日本政府観光局を基に弊社作成

注：東アジアは、中国・韓国・台湾・香港の合計。

財輸出は弱含むも、設備投資は堅調

◆ 財輸出は米関税の影響が顕在化

財輸出は弱含む。国・地域別にみると、米国向けの実質輸出が大幅に減少。7月末に妥結した日米関税交渉を受けて、企業は関税コストを米国での販売価格に転嫁し始めているとみられ、米国内の需要が弱まりつつある可能性。

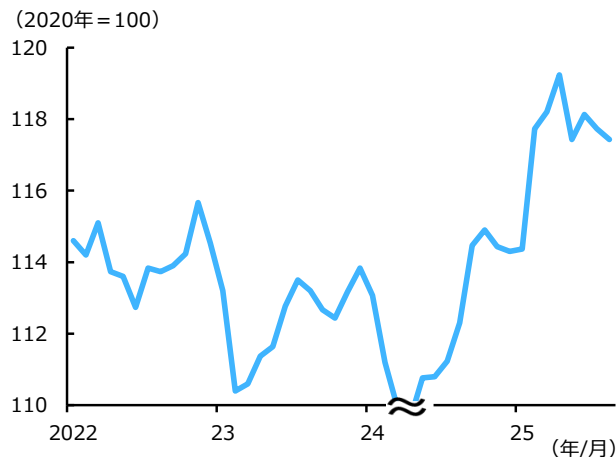
当面の財輸出も、年末にかけて世界景気が盛り上がり欠けるなか、弱い動きが続く見通し。来年には、各国の緩和的な財政・金融政策などにより世界景気が持ち直し、わが国の輸出も底打ちすると予想。

◆ 設備投資意欲は旺盛

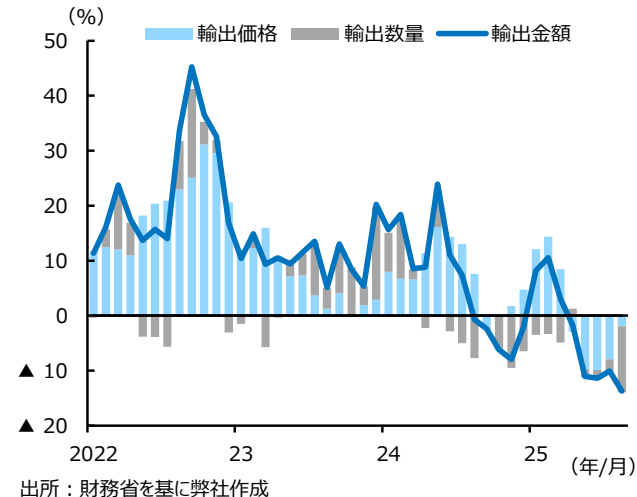
米関税の引き上げを受けて企業収益が弱含むなかでも、設備投資は堅調。形態別にみると、ソフトウェア投資が引き続き高水準で推移しているほか、既存設備の維持・更新を背景に機械投資や建設投資も底堅く推移。

先行きの設備投資は、企業収益の減少などにより伸び率は前年度から幾分鈍化するものの、底堅く推移する見込み。日銀短観によると、2025年度の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地除く）は前年度比+11%と、例年対比で高い伸びを維持。人手不足やDX化といった中長期的な課題の解決に向け、企業はソフトウェアなどの投資に引き続き積極的な姿勢。加えて、老朽化などを背景とした構造的な投資需要も投資全体を下支えする見込み。

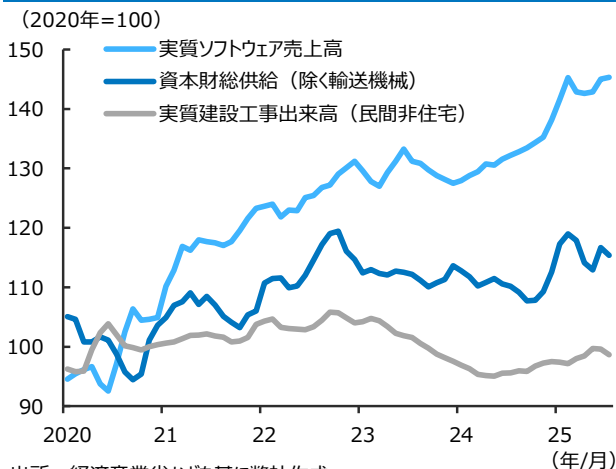
実質輸出（季調値）



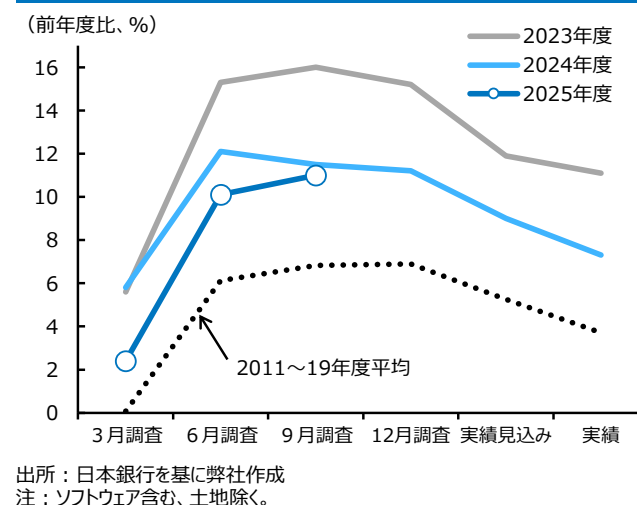
対米輸出金額の要因分解（前年比）



民間設備投資関連指標（季調値）



設備投資計画（全規模・全産業）



家計の所得環境は改善

◆高めの賃上げが続く見込み

8月の一般労働者の所定内給与（調査対象企業の入替えにより生じたデータの断層を調整）は前年比+3.1%と高めの伸び。公表値は2%半ばと弱含んでいるものの、実勢としては春闘で妥結された賃上げ率が適用されるなかで堅調に推移していると評価。

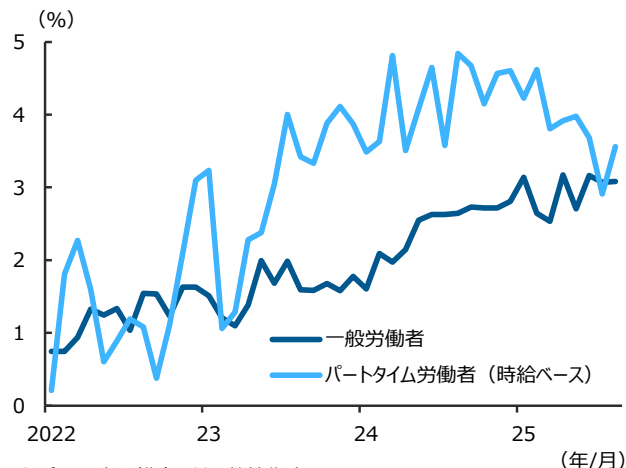
今年度中は現在並みの賃上げ率が続く見込まれるほか、来年度の賃上げ率も高めの水準を維持すると予想。米関税政策の影響による企業収益の悪化が賃上げの重石となるものの、人手不足と物価高により賃上げ圧力は引き続き強く、企業は労働分配率を引き上げて、従業員の待遇を改善する公算大。

◆マインド改善も消費の追い風に

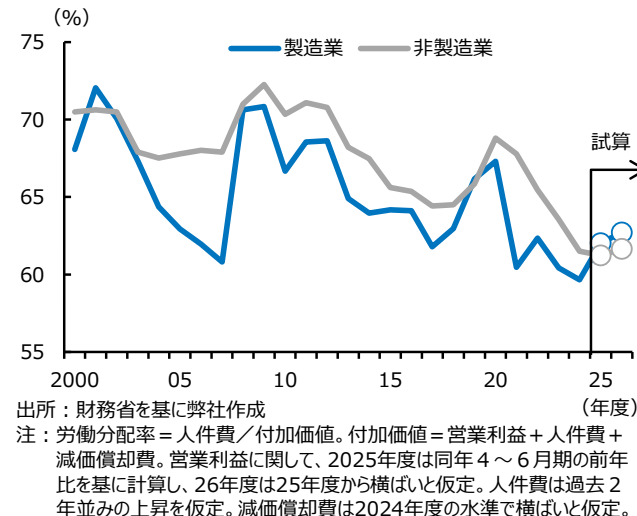
個人消費は緩やかに回復。第3次産業活動指数の広義対個人サービスをみると、物価高などにより財消費関連の小売業が弱含む一方、娯楽などのサービス消費関連は回復基調を維持。

先行きの個人消費も増勢を維持すると予想。名目賃金が堅調に推移する一方、物価の伸びが鈍化することで、実質賃金は今秋以降緩やかな上昇に転じる見込み。加えて、消費者マインドの改善も個人消費の追い風に。インフレ率の低下を受けて、消費者態度指数が上昇しているほか、資産価値を巡るマインドが大きく改善。株価の上昇も消費の追い風に。

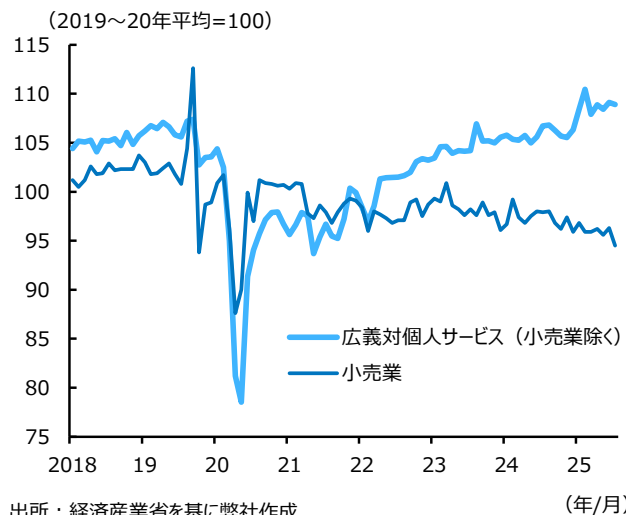
所定内給与（前年比）



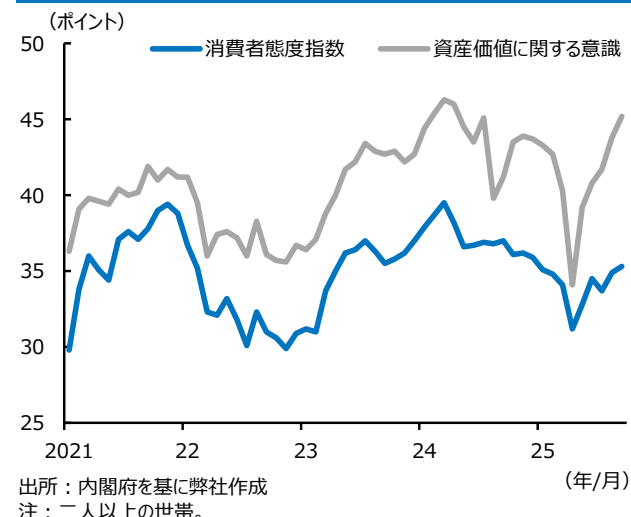
労働分配率



第3次産業活動指数の広義対個人サービス



消費者態度指数（季調値）



物価の伸びは鈍化へ

◆エネルギー価格がインフレ率を下押し

8月のコアCPI（生鮮食品を除く総合）は前年比+2.7%と、3ヵ月連続で伸びが鈍化。政府による補助が再開された電気・ガス代を中心に、エネルギー価格の下落が全体を下押し。加えて、生鮮食品を除く食料価格の伸びも約1年ぶりに低下。コメ価格に加えて、加工食品や外食の価格の伸びもピークを迎えつつある状況。

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%近傍で推移する見通し。農作物価格の騰勢鈍化や輸入物価の減速を受けて、食料価格の伸びが弱まるほか、エネルギー価格も低下へ。エネルギー代抑制策の影響が攪乱要因となるものの、原油などエネルギー市況の緩和が価格を下押し。

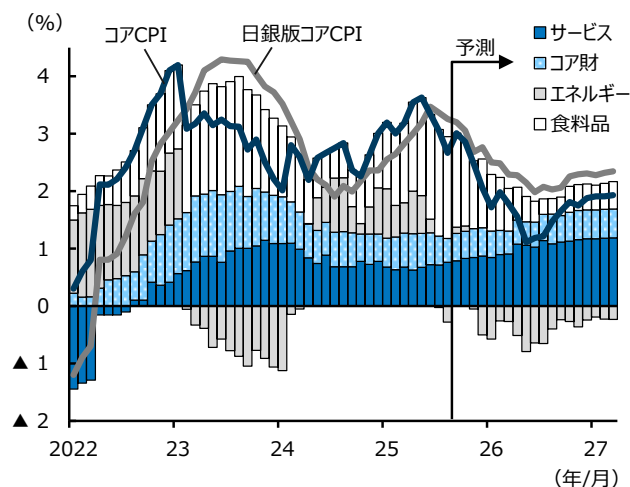
◆日銀は年明けに利上げへ

日銀は、9月の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定。

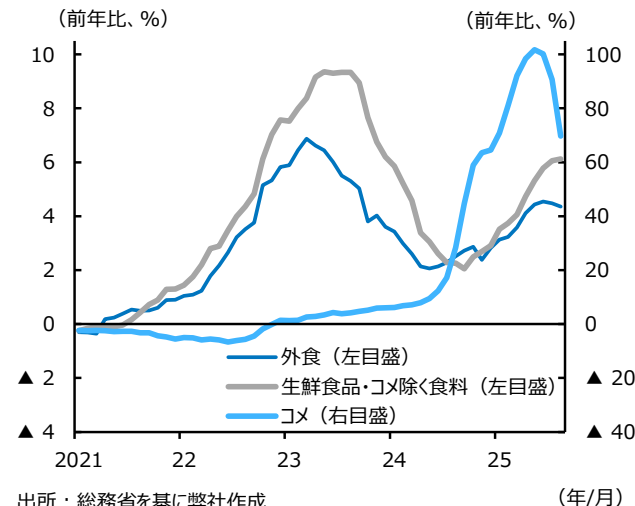
10月の長期金利は上昇。自民党総裁選で高市氏が勝利したことを受けて、日銀の早期利上げ観測が後退した一方、財政悪化を懸念する見方が強まったことが金利を押し上げ。

日銀は、来年度の賃上げ動向を見極めた後、2026年1月に利上げを実施すると予想。長期金利は、日銀の利上げ観測の高まりや財政支出の増加などを映じて緩やかな上昇傾向をたどる見通し。ただし、高市新総裁の政策や与野党の連立協議を巡って、財政悪化や政局混乱が強く意識されれば、長期金利が急騰するリスクも。

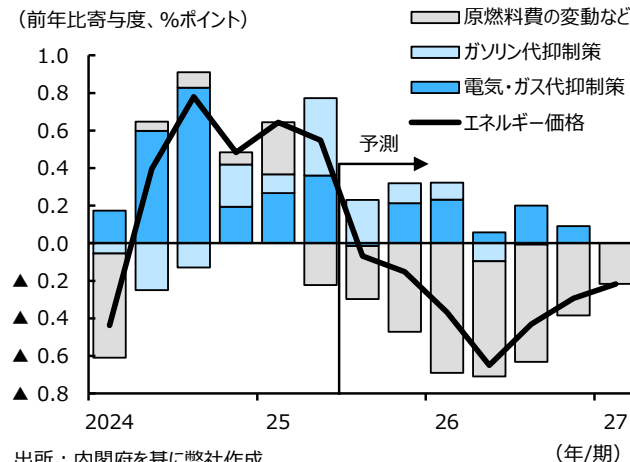
消費者物価指数（前年比）



生鮮食品を除く食料の消費者物価

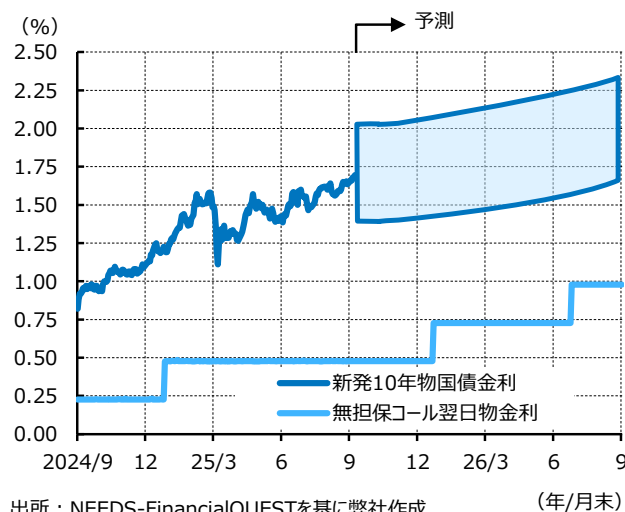


エネルギーによるコアCPIの押し上げ



注：電気・ガス代抑制策は2025年9月使用分までで終了、ガソリン代抑制策は現行の定額補助が予測期間中にかけて継続すると仮定。

わが国主要金利の見通し



トピックス①：自民党・高市新総裁の政策が物価に与える影響

◆短期的には暫定税率廃止の影響大

自民党総裁選では高市氏が勝利。同氏は、他候補と同様にガソリン・軽油の暫定税率の廃止を公約に。これによるガソリンの価格下落で、コアCPIは前年比▲0.2%ポイント低下する計算。

ただし、同政策には財源やG Xの観点から課題も多く、これらの点にも注意を払った制度設計が肝要。

◆基調的にはインフレ圧力が強まる可能性

暫定税率廃止の影響を除けば、以下2点の政策から基調的なインフレ圧力が強まる可能性。第1に、診療・介護報酬の引き上げ。診療・介護報酬は、これまで社会保障財政や患者負担への配慮などからインフレ下でも抑えられてきた経緯。高市新総裁は、早急に診療・介護報酬を引き上げる意向を示しており、これがトレンドとして定着すると、基調的な物価の押し上げに。

第2に、需要喚起を重視した政策スタンス。わが国では、労働力をはじめ供給制約が強く、明らかな需要不足とは言い難い状況。仮に供給力を大きく上回る需要が喚起されれば、需給面からインフレ圧力が強まる公算大。

こうした基調的な物価高を考慮すると、日銀は年明けにも利上げを実施し、以降も利上げ路線を維持すると予想。もっとも、高市新総裁は以前から利上げに対して慎重姿勢を示しており、政府・日銀の政策調整の過程で利上げが手控えられる可能性も。金融政策の正常化が進まない場合、円安が進行し、輸入インフレが再燃する可能性。

高市新総裁が掲げる主な経済政策

責任ある積極財政

戦略的な財政出動により、投資を拡大

当面の物価高対応

- ガソリン・軽油の**暫定税率の廃止**
- 赤字の中小企業への支援強化
- 診療・介護報酬**の引き上げ（引き上げの前倒し）

財政・金融政策

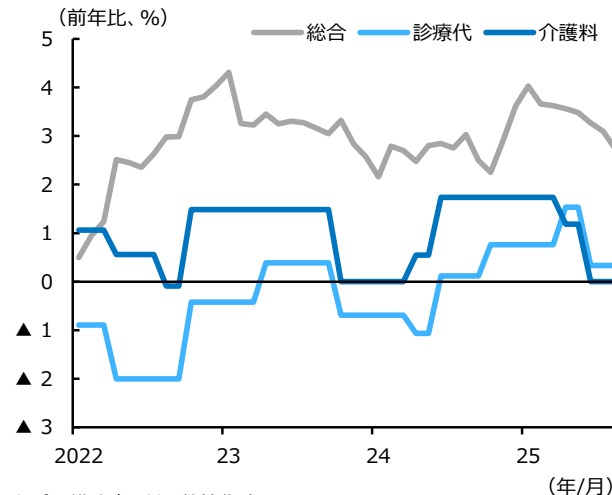
- ともに責任を持つのは政府
- 需要主導のインフレを目指し、**日銀と対話**する意向

中長期的な課題

- 給付付き税額控除の制度設計
- 成長投資の促進

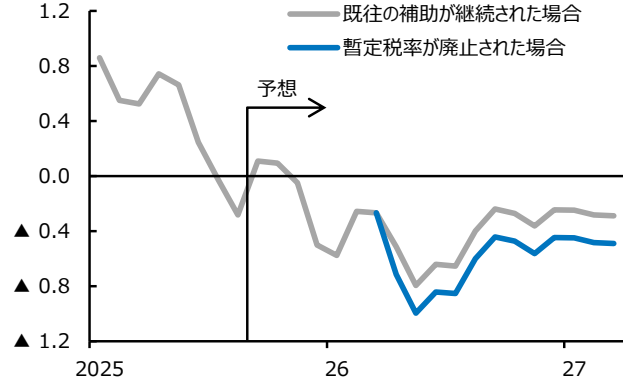
出所：自民党HP、各種報道を基に弊社作成

消費者物価指数（診療・介護報酬関連）

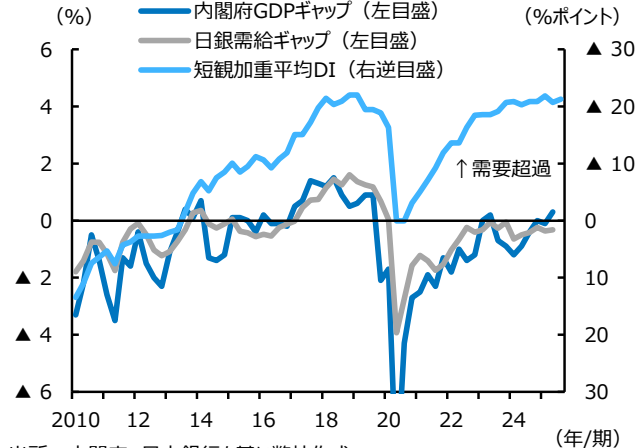


エネルギー価格によるコアCPIの押し上げ

(前年比寄与度、%ポイント)



需給ギャップ関連指標



トピックス②：トランプ関税、ボーナスには2段階の下押し影響

◆トランプ関税で圧迫される企業収益

4～6月期の法人企業の営業利益は前期比▲3.2%と減益。トランプ関税が製造業を中心に収益の重石に。これにより、来年にかけて以下の2段階でボーナスへの下押し影響が生じる見込み。

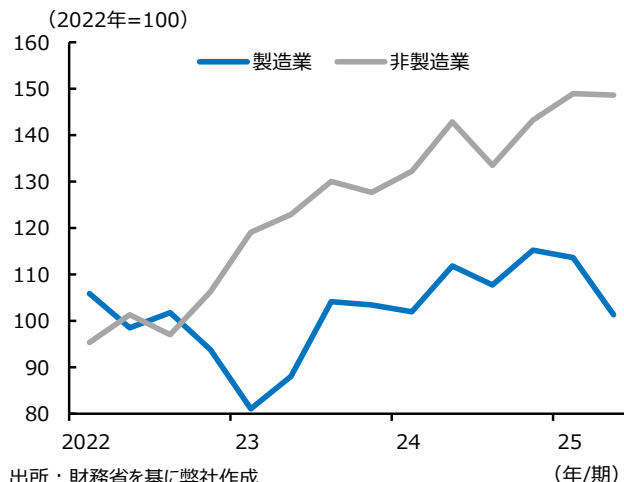
◆ボーナスに2段階で反映

第1段階は今年の冬。冬夏型（上半期までの業績を踏まえた冬の交渉で、翌年夏までのボーナスを決定）や各期型（半期ごとにボーナスを決定）の企業で下押し圧力が顕在化する見込み。こうした企業は中小企業に多く、中小企業のボーナスの伸びが低下する可能性。もっとも、①輸出企業の少ない中小企業への減益圧力は相対的に小さい、②冬夏型（前年度の業績を踏まえた夏の交渉で、冬までのボーナスを決定）の多い大企業では、今夏と同等の高い伸びが続くことから、ボーナス全体的大幅減には至らない見込み。

第2段階は来年の夏。夏冬型の企業でボーナスの減額が始まる見込み。大企業のボーナスは前年の企業収益の増減を強く反映する傾向。今後も大企業の営業利益が4～6月期並みに下押しされれば、主要企業の来年のボーナスは全産業で前年比▲0.8%、製造業で同▲4.1%の減額となる計算。

ボーナスのような一時的な所得の増減が個人消費に与える影響は限定的。そのため、人手不足や物価高を背景に所定内給与（基本給）が増勢を維持することで、来年度以降も個人消費は緩やかに増加する公算大。ただし、ボーナスの減額が将来不安を高めることで消費減につながるリスクには要注意。

営業利益（季節調整値）



出所：財務省を基に弊社作成
注：全規模。

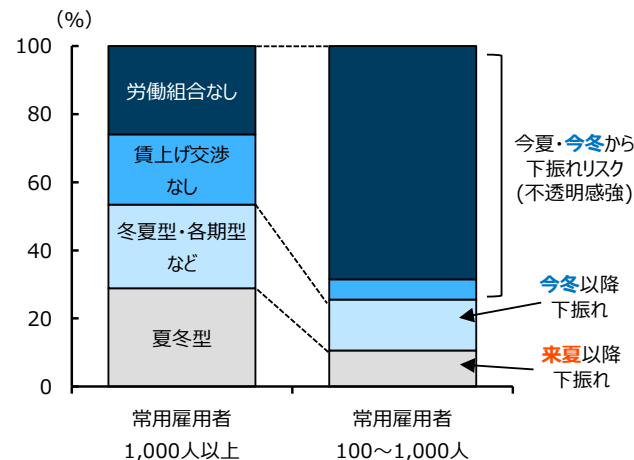
企業収益とボーナスの見通し

		2024	2025年度		2026年度	
			4～9月	10～3月	4～9月	10～3月
収益		↑	↓	↓	↑	↑
賞与	夏冬型	↑	↑		↓	
	冬夏型	↑		↓		↑
	各期型	↑	↑	↓	↓	↑
	全体観	高めの伸び		減速		落ち込み 底打ち

出所：弊社作成

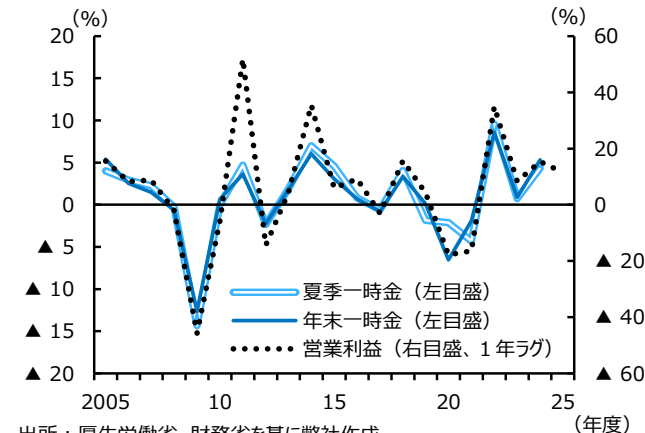
注：収益は、2025年度に関税で下押し、26年度に世界経済の回復とともに持ち直すと想定。それに伴うボーナスの変動予測を图示。

労働組合の有無とボーナスの決め方



出所：厚生労働省を基に弊社作成
注：2024年に常用雇用者100人以上の企業を対象に調査。

大企業のボーナスと営業利益（前年比）



出所：厚生労働省、財務省を基に弊社作成

注：一時金は、資本金10億円以上かつ従業員1,000人以上の労働組合がある企業の加重平均で、前年と比較できる同一企業のみを前年比。営業利益は資本金10億円以上の法人企業が対象。

内需主導で回復基調を維持へ

◆外需は一時減速も、内需が景気を下支え

先行きのわが国景気も回復基調を維持する見通し。個人消費の回復が景気を下支え。今年度の春闘の妥結結果を反映した賃上げが続く一方、エネルギーや食料を中心にインフレ率は来年初にかけて低下へ。これにより実質賃金は今秋に上昇に転じ、来年度も高率の賃上げが行われることで、プラス圏を維持すると予想。米関税政策により企業収益は減少するものの、人手不足感が強まるなか、企業は労働分配率を引き上げ、賃上げを続ける見込み。

設備投資も増勢を維持する見通し。企業収益の悪化が重石となるも、人手不足やDX化といった中長期的な課題の解決に向けて、ソフトウェアを中心に企業の積極的な投資姿勢は崩れず。

外需は当面減速するも、底打ちに転じる見通し。年内にも米国を含む多くの国で緩和的な財政・金融政策が発動される見込み。これを受けて、来年入り後の世界景気は持ち直し、わが国の輸出を押し上げると予想。

◆下振れリスク大

2025年度の実質GDP成長率は+0.8%、26年度は+0.7%と底堅い成長を維持する予想。もっとも、内外需ともに下振れリスクは大。内需のリスクとして、①食料インフレの長期化による個人消費の腰折れ、②企業収益の減少を受けた設備投資や賃金の下振れ。外需のリスクとして、対米貿易黒字の残存や対米投資の未達などを受けた米国による追加関税。

わが国主要経済指標の予測値（2025年10月10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)							(実績)	(予測)	
実質GDP	0.3	2.2	▲ 0.8	0.3	0.8	1.0	1.0	1.0	1.0	0.7	0.8	0.7
個人消費	0.1	1.6	0.3	0.6	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8	0.7	0.8	0.7
住宅投資	5.1	2.0	▲ 7.5	0.2	0.1	0.0	0.0	▲ 0.1	0.0	▲ 0.4	0.1	▲ 0.4
設備投資	2.9	2.6	▲ 0.9	0.5	0.8	1.3	1.5	1.7	1.7	2.1	1.4	1.1
在庫投資 (寄与度)	(2.5)	(▲ 0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(▲ 0.0)	(0.1)	(0.3)	(▲ 0.0)
政府消費	▲ 2.0	0.1	0.8	1.0	1.1	1.4	1.5	1.5	1.5	1.3	0.1	1.3
公共投資	0.9	▲ 2.2	1.6	1.4	1.0	1.3	1.7	1.8	1.5	0.8	▲ 0.1	1.5
純輸出 (寄与度)	(▲ 3.1)	(1.2)	(▲ 0.9)	(▲ 0.5)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)	(▲ 0.4)	(▲ 0.2)	(▲ 0.2)
輸出	▲ 1.2	8.0	▲ 3.1	▲ 1.0	0.8	0.8	0.9	0.9	1.2	1.7	2.3	0.4
輸入	12.0	2.5	1.0	1.0	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	3.4	2.9	1.2
名目GDP	5.1	4.7	3.9	3.0	2.9	2.4	3.0	3.2	3.4	3.7	3.6	3.0
GDPデフレーター	3.3	3.0	3.0	2.7	2.2	2.1	2.2	2.3	2.3	2.9	2.7	2.2
消費者物価指数 (除く生鮮)	3.1	3.5	2.9	2.5	1.8	1.3	1.4	1.8	1.9	2.7	2.7	1.6
(除く生鮮、エネルギー)	2.7	3.2	3.3	2.8	2.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.3	2.9	2.2
鉱工業生産	▲ 0.3	0.3	▲ 0.3	0.3	▲ 0.4	0.4	0.6	1.4	0.8	▲ 1.4	0.1	0.8
完全失業率 (%)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.5	2.5	2.4
経常収支 (兆円)	7.6	7.0	7.4	5.7	7.0	7.0	7.9	6.2	7.3	30.4	27.2	28.5
対名目GDP比 (%)	4.8	4.5	4.8	3.4	4.4	4.4	5.0	3.6	4.4	4.9	4.3	4.3
円ドル相場 (円/1ドル)	153	145	147	145	143	141	140	140	141	153	145	141
原油輸入価格 (1000バレル)	79	75	72	69	64	64	63	62	62	83	70	63

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

米関税の前提

	発動中	今後の発動を 織り込み
国別	日本 (15%) 中国 (30%) など	なし
品目別 (日本)	自動車 (12.5%) 鉄鋼・アルミ・銅 (50%)	半導体 (25%) 医薬品 (15%)

出所：各種資料を基に弊社作成

海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2024年 (実績)	2025年 (予測)	2026年
米国	2.8	1.8	1.5
ユーロ圏	0.9	1.2	1.0
中国	5.0	4.8	4.4

過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)		
	2024年度 (実績)	2025年度 (予測)	2026年度
7月号	0.8	0.2	0.7
8月号	0.8	0.6	0.7
9月号	0.7	0.8	0.7

概況：関税コストの価格転嫁が先行きの消費を下押し

◆足元の消費は底堅い動き

個人消費は底堅く推移。8月の名目小売売上高は高めの伸びを維持。内訳をみると、振れの大きい自動車やガソリンなどが弱含んだ一方、消費の基調的な動向を示すコア部分が全体を押し上げ。

消費支出を支える要因は以下の2点。第1に、実質所得の増加。8月の実質可処分所得は増勢を維持。高所得層を中心に名目所得が堅調に推移したほか、物価面からの購買力の下押し圧力は限定的。

第2に、株高による資産効果。旺盛なAI需要を背景とした株価上昇が家計の純資産を押し上げ。

◆先行きの消費は減速へ

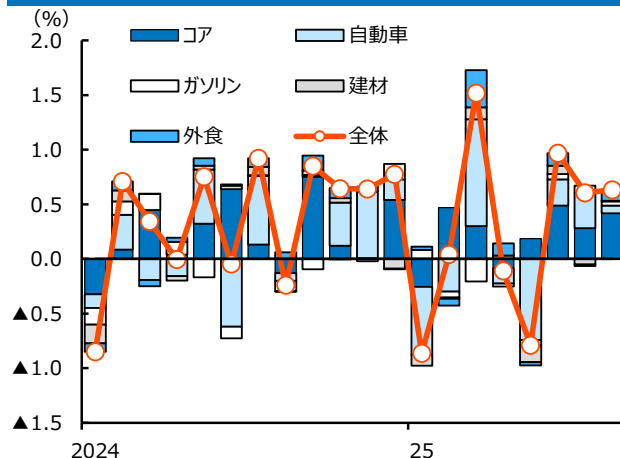
先行きの個人消費は減速する見込み。関税コストの価格転嫁を受けたインフレ圧力の高まりが、実質所得を下押しする公算。企業では関税負担が高まりつつあり、値上げ意欲が再び強まっている状況。加えて、雇用情勢の悪化が、低所得層を中心に家計の購買力を一段と下押しする公算。

◆住宅市場は緩やかに持ち直しへ

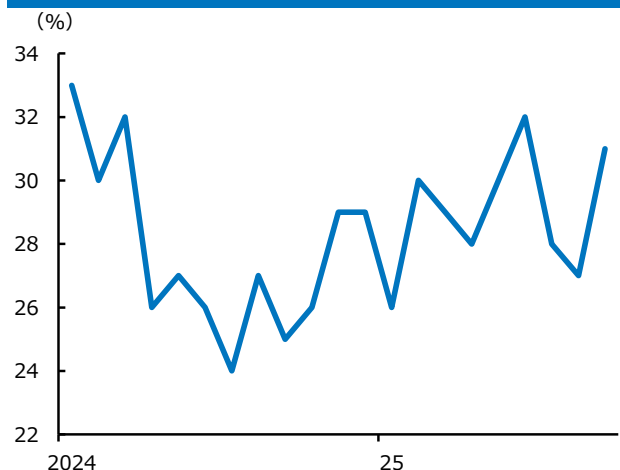
住宅市場は底打ちの兆し。8月の住宅販売件数は2ヵ月連続で増加。住宅ローン金利の低下に加え、在庫の増加を受けた住宅価格の頭打ちが背景。

先行きの住宅市場は緩やかに持ち直しに転じる見込み。FRBによる利下げの継続が住宅ローン金利を一段と押し下げると予想。

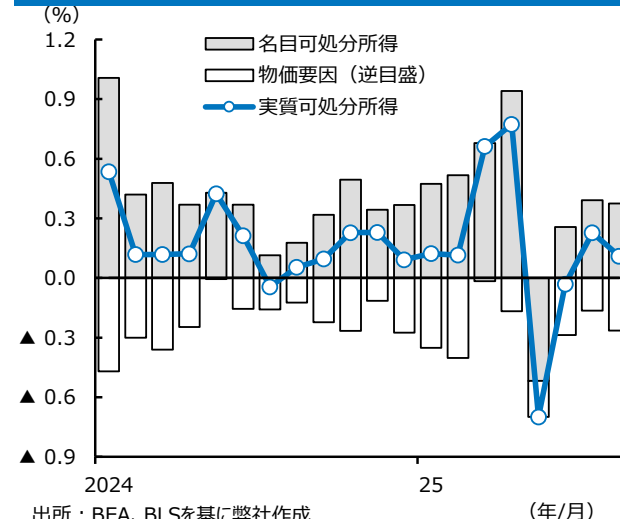
名目小売売上高（前月比、寄与度）



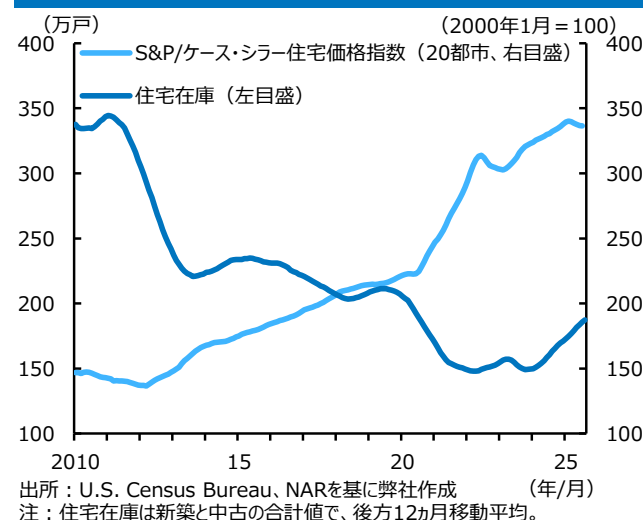
中小企業の先行きの値上げ計画



実質可処分所得（前月比）



住宅在庫と住宅価格



概況：設備投資はA I 需要がけん引も、先行きは減速へ

◆企業の業況は改善

足元の企業の経済活動は活発。旺盛なA I 需要を背景にコンピュータ・電子製品が全体をけん引する形で、製造業生産は増加。航空機生産が好調なことや自動車が増産に転じたことも、製造業の生産活動を押し上げ。

非製造業の景況感も良好。9月のISM非製造業景況感指数は、均してみると節目の50ポイント超え。内訳をみると、関税負担の高まりなどから雇用が弱含んだものの、堅調な事業活動や新規受注が全体を下支え。

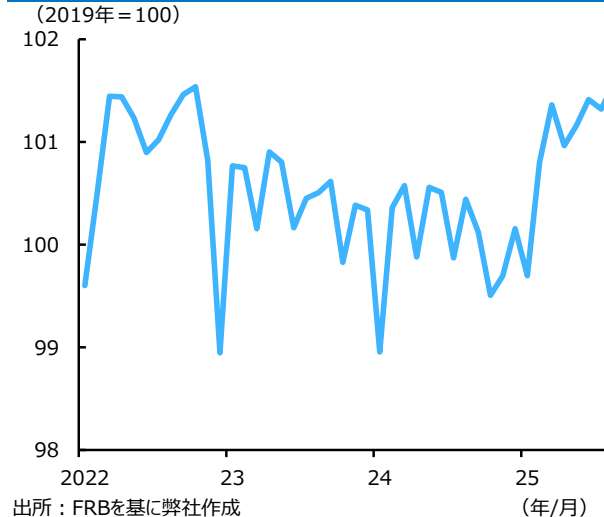
◆A I 需要が設備投資をけん引

企業の設備投資も高い伸びを維持。なかでも、I T 関連投資が経済成長をけん引。旺盛なA I 需要がソフトウェアを中心とする知的財産や情報処理機械などを中心に設備投資を押し上げ。

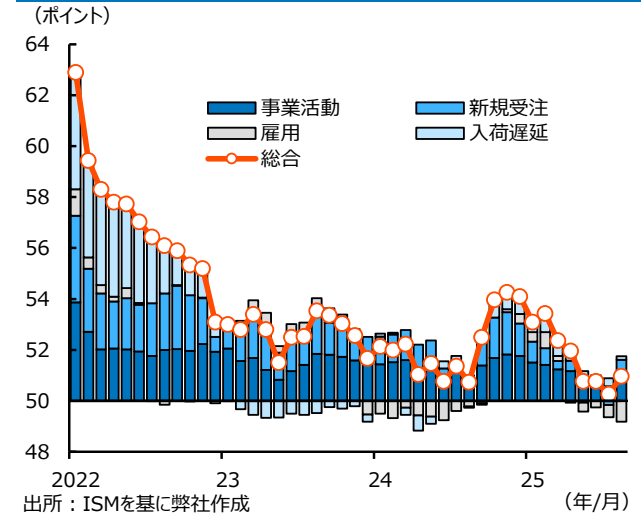
◆先行きの設備投資は減速へ

もっとも、当面の設備投資は減速する見通し。関税コストの負担を通じた企業利益の圧迫がI T 関連を除く設備投資を下押しする見込み。企業の先行きの設備投資見通しは、製造業・非製造業ともに悪化。

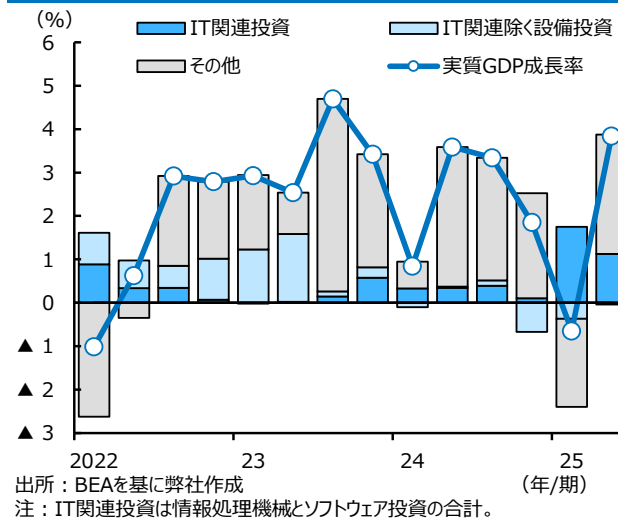
製造業生産



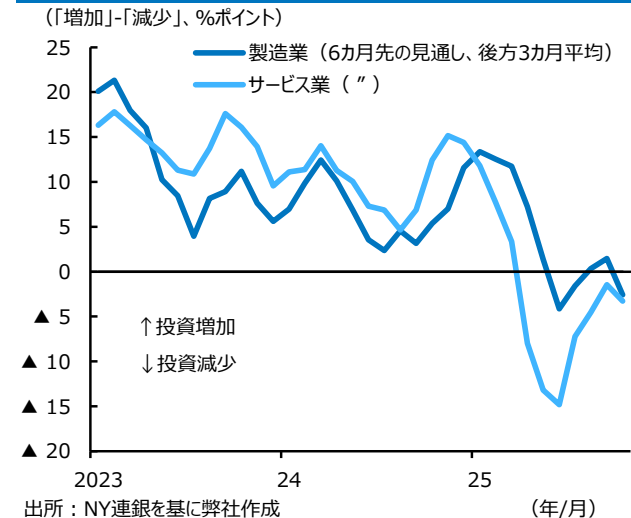
ISM非製造業景況感指数（3ヵ月移動平均）



実質GDP成長率におけるI T 関連投資の寄与



企業の設備投資見通し（NY連銀地区）



トピック：拡大する所得格差と消費の二極化

◆ 個人消費をけん引する裁量的支出

米国の消費支出は足元で底堅い動き。食料や日用品などの非裁量的支出が勢いを欠く一方、娯楽財・サービスや輸送サービスなど裁量的支出が消費をけん引。消費に占める非裁量支出の割合が大きい低所得層が支出を抑制した一方、裁量的支出の割合が大きい高所得層が消費を拡大させた可能性。

◆ 所得格差の拡大が消費動向を二分

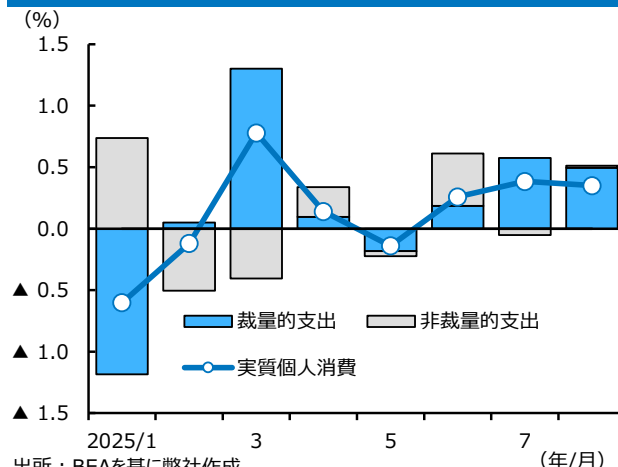
所得水準で消費動向が異なる要因として、以下3点が指摘可能。

第1に、賃金上昇率の違い。関税による企業負担の高まりなどから低スキル労働者を中心とする雇用調整が続いており、足元の低付加価値産業の賃金の伸びは高付加価値産業と比較して小。その結果、低所得層の賃金の伸びは相対的に小。

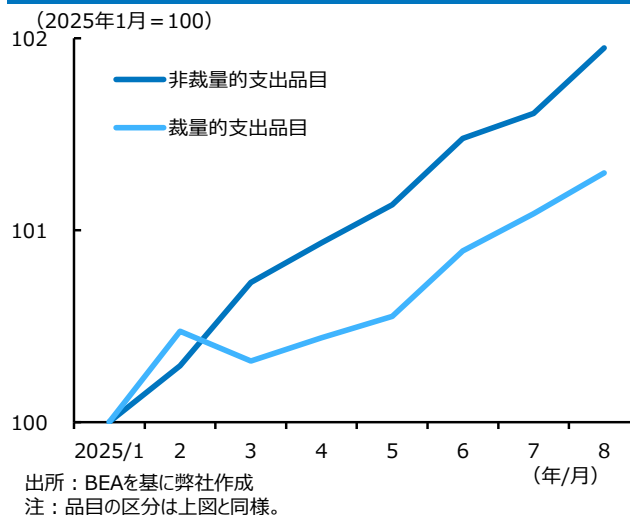
第2に、価格上昇品目の偏り。高所得層の支出割合が大きい裁量的支出品目の価格は抑制されている一方、非裁量支出品目は相対的に上昇。

第3に、株高による資産効果。株高の恩恵は高所得層に集中。家計が保有する株式や投資信託などの金融資産の約9割は所得上位20%が保有。

実質個人消費（前月比、支出品目別）



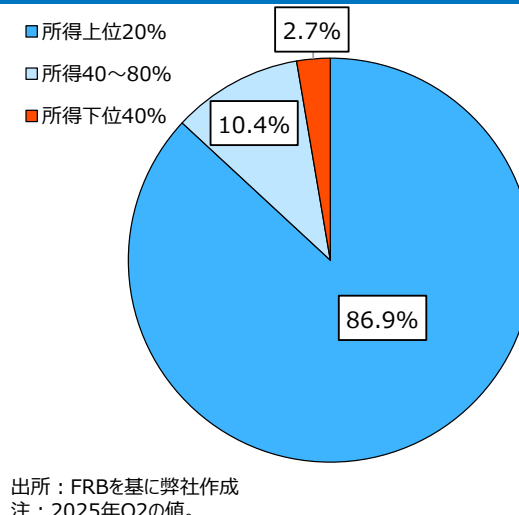
PCEデフレーター（支出品目別）



所得階層別賃金上昇率（前年比）



家計の株式・投資信託保有割合（所得階層別）



Fed Watch：雇用情勢の悪化が利下げを後押し

◆FRBは利下げを決定

FRBは、9月のFOMCで政策金利を0.25%ポイント引き下げ。パウエル議長は、雇用の下振れリスクの高まりを受けた「リスク管理的」利下げと表明。会合後に公表されたFOMC参加者による経済見通しでは、GDPと物価は上方修正された一方、失業率は下方修正。政策金利見通しは、年内2回の利下げを予想する参加者が増加。これらを踏まえると、FRBの関税影響への警戒感はいくぶん後退。

◆先行き利下げ継続も、インフレリスクは残存

先行き、FRBは10月、12月にも追加で利下げを実施すると予想。政府部門の閉鎖により雇用統計の発表は遅れているものの、ADP社の調査によれば、9月の民間部門雇用者数は減少。関税による負担の高まりから、企業は新規採用を抑制し、労働市場の低迷は長期化する見通し。

もっとも、インフレリスクには要警戒。トランプ政権は、レアアース輸出規制強化への対抗措置として、11月より対中追加関税の100%引き上げを主張。また、想定を超える企業の価格転嫁姿勢の強まりや、移民規制の先鋭化による賃金インフレなど、物価上昇リスクは多く残存。インフレが高進すれば、FRBは金利据え置きや利上げを迫られる恐れ。

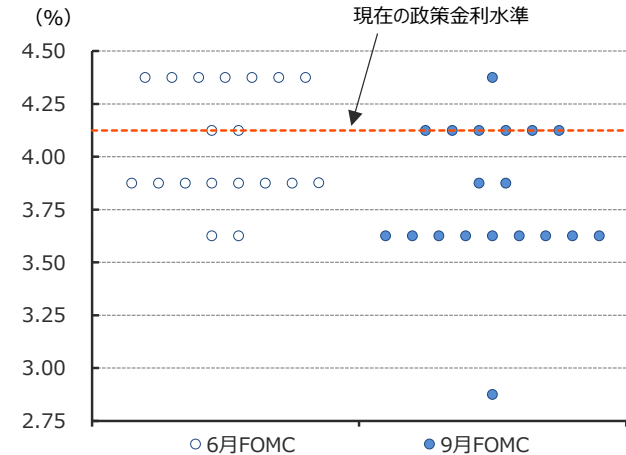
FOMC参加者の経済見通し（中央値）

		2025年	2026年	2027年	2028年	長期均衡
実質GDP成長率	2025年9月	1.6	1.8	1.9	1.8	1.8
	2025年6月	1.4	1.6	1.8	—	1.8
失業率	2025年9月	4.5	4.4	4.3	4.2	4.2
	2025年6月	4.5	4.5	4.4	—	4.2
PCEデフレーター	2025年9月	3.0	2.6	2.1	2.0	2.0
	2025年6月	3.0	2.4	2.1	—	2.0
コアPCEデフレーター	2025年9月	3.1	2.6	2.1	2.0	—
	2025年6月	3.1	2.4	2.1	—	—

出所：FRBを基に弊社作成

注：青は前回からの上方修正、赤は下方修正。

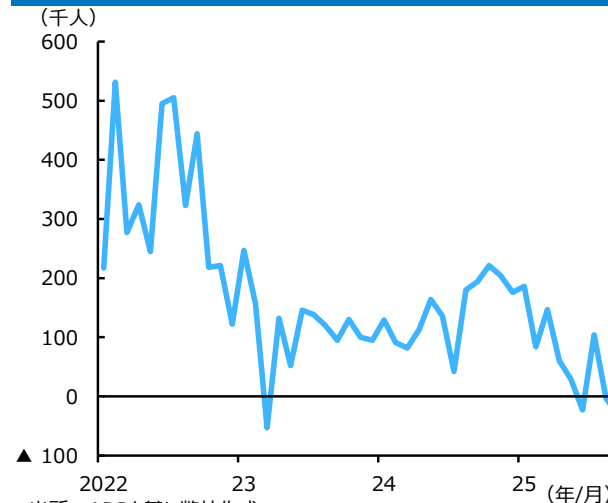
FOMC参加者の政策金利の見通し



出所：FRBを基に弊社作成

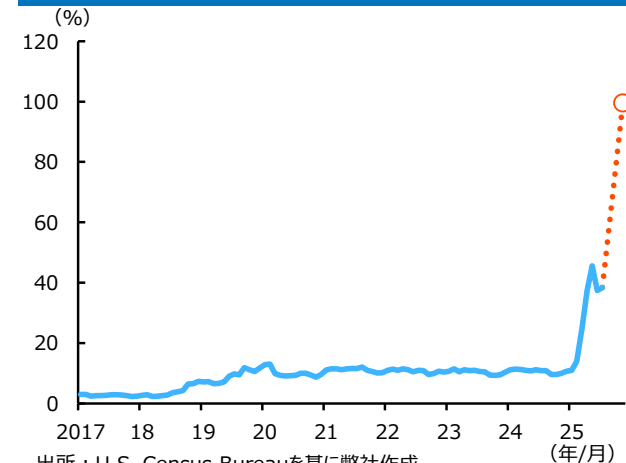
注：ポイント（○）は各FOMC参加者による2025年末の予測値。

民間部門雇用者数（前月差）



出所：ADPを基に弊社作成

対中実効関税率



出所：U.S. Census Bureauを基に弊社作成

注：関税率は関税額/輸入額。破線は2025年11月より対中関税率が100%引き上げられた場合を図示。

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。関税の想定は、中国に30%、カナダに35%、メキシコに25%、ブラジル・インドに50%、その他の国・地域に一律10～20%程度。品目別では鉄鋼・アルミニウム・銅に50%、自動車・半導体・医薬品・木製家具に25%、木材に10%。米国内の物価上昇や雇用情勢の悪化を通じて個人消費や設備投資が下押しされ、2025年の実質GDP成長率は前年から減速すると予想。

2026年の中盤以降、関税影響の一巡や利下げ効果の波及を受け、景気は持ち直しに転じる見通し。

◆長期金利は低下も、上振れリスクあり

F R Bは、雇用の下支えを優先して10、12月に追加で利下げを実施する見通し。もっとも、対中関税の引き上げや企業の価格転嫁姿勢の想定以上の強まりなどを受けてインフレ圧力が高まる場合、金利据え置きや利上げ転換の可能性も。

バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）は、年明けにも終了する見込み。パウエル議長は、10月に今後数カ月でQTを終了する可能性を示唆。

長期金利は、景気の減速や利下げの継続が意識され、緩やかに低下する見通し。もっとも、インフレの高進などを受けてF R Bが利上げに転じる場合、長期金利は急騰の可能性も。

米国経済・物価見通し

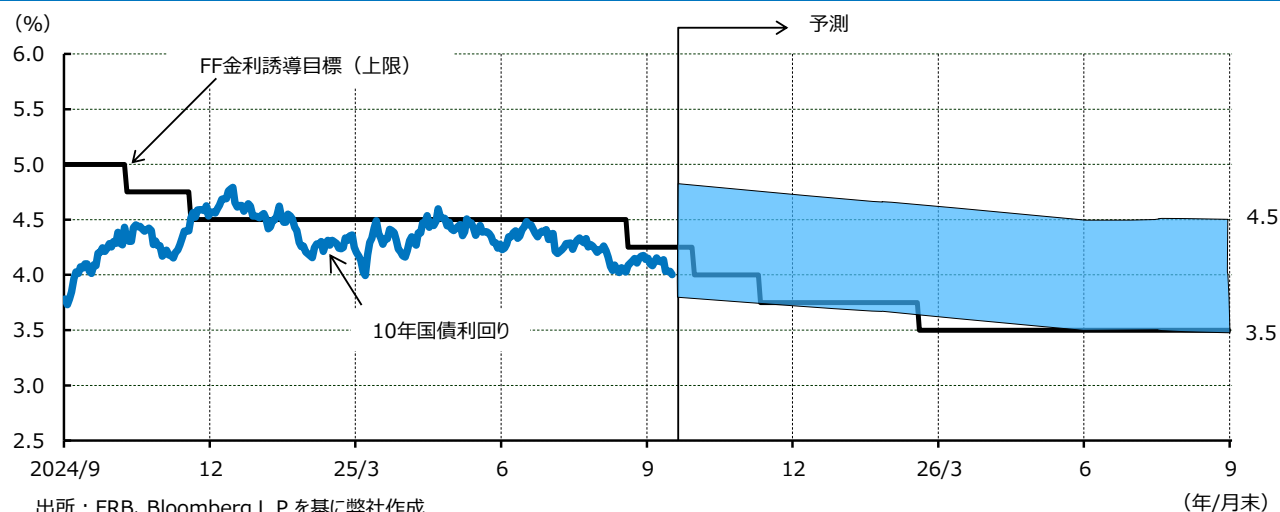
（四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント）

	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)	(実績)	(実績)	(実績)	(予測)	(予測)	(予測)	(予測)	(実績)	(予測)	(予測)
実質GDP	3.3	1.9	▲ 0.6	3.8	2.5	0.6	1.3	2.0	2.8	1.9	1.8
個人消費	4.0	3.9	0.6	2.5	3.1	0.7	0.8	1.5	2.9	2.5	1.5
住宅投資	▲ 4.8	4.3	▲ 1.0	▲ 5.1	0.1	0.3	0.8	1.2	3.2	▲ 1.1	0.6
設備投資	3.5	▲ 3.7	9.5	7.3	0.1	1.0	1.5	1.8	2.9	3.6	1.8
在庫投資（寄与度）	▲ 0.1	▲ 0.9	2.6	▲ 3.4	▲ 0.1	▲ 0.1	0.0	0.0	▲ 0.0	▲ 0.1	▲ 0.2
政府支出	5.4	3.3	▲ 1.0	▲ 0.1	0.1	▲ 0.3	1.6	2.4	3.8	1.2	1.2
純輸出（寄与度）	▲ 0.6	▲ 0.1	▲ 5.2	5.6	▲ 0.3	0.1	0.2	0.2	▲ 0.5	▲ 0.5	0.5
輸出	8.9	▲ 0.9	0.2	▲ 1.8	▲ 1.1	0.1	2.4	2.6	3.6	0.5	1.4
輸入	10.1	▲ 0.2	38.0	▲ 29.3	1.0	▲ 0.5	0.1	0.4	5.8	3.4	▲ 1.9
実質最終需要	4.3	2.3	1.4	2.1	1.8	0.5	1.2	1.8	3.1	2.2	1.5
消費者物価	2.6	2.7	2.7	2.5	2.8	3.0	2.8	2.8	2.9	2.8	2.5
除く食料・エネルギー	3.2	3.3	3.1	2.8	3.1	3.4	3.3	3.2	3.4	3.1	3.0

出所：BEA、BLSを基に弊社作成

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

米国金利見通し



ユーロ圏景気概況：景気は減速も、底割れは回避へ

◆外需不振と在庫増が生産を下押し

ユーロ圏景気は減速。サービス業が底堅く推移する一方、製造業の不振が景気の重し。8月の製造業生産は前月から減少。なかでも、輸送機械は前月比▲9%と大幅減産。

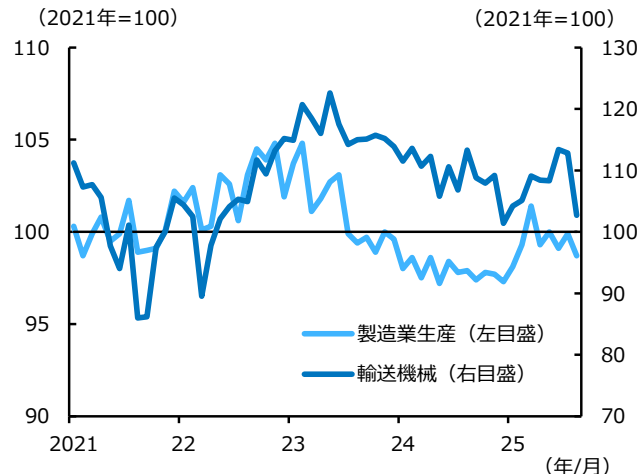
生産が減少した背景は、①米国関税政策の影響による外需の不振、②財政拡張への期待などを受けた完成品在庫の積み上がり。特に主要国であるドイツ・フランスの在庫積みあがり、ユーロ圏全体の水準を押し上げ。財政拡張への期待などから、本年前半に生産活動が比較的堅調に推移したことが要因。

◆底堅い所得環境が購買意欲を下支え

家計の所得環境は底堅く推移。実質雇用者報酬は前年比+2%前後で安定的に推移。名目賃金が上昇する一方、インフレ率が前年比+2%前後で推移していることが背景。

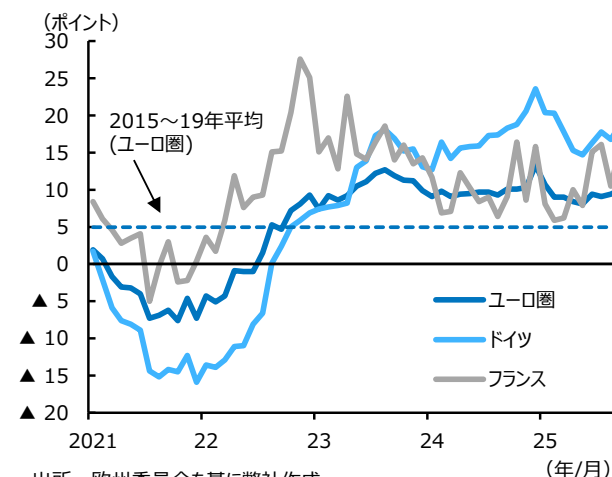
こうした底堅い所得環境が、家計の購買意欲を下支え。消費者信頼感を見ると、先行き12カ月における大きな購買行動への意欲が足元で高まり。先行きも、安定した所得環境が個人消費を下支えすることで、景気の底割れは回避される公算。

ユーロ圏の製造業生産



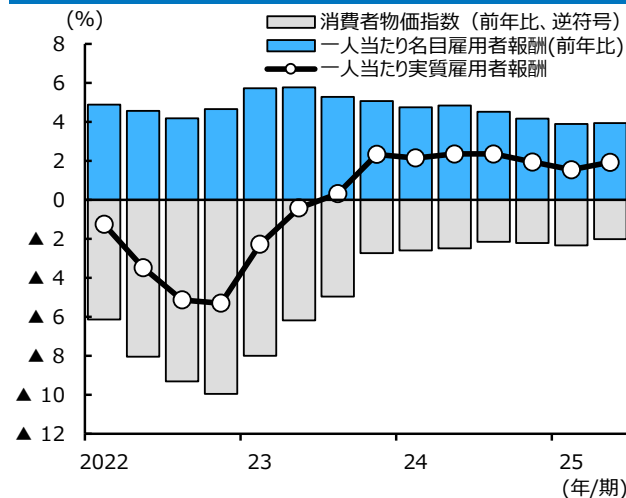
出所：Eurostatを基に弊社作成

ユーロ圏の在庫指数



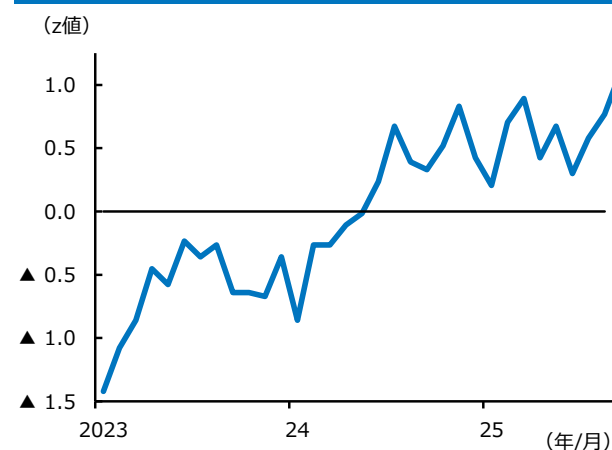
出所：欧州委員会を基に弊社作成
注：DG ECFINのビジネス調査。在庫「過剰」-「不足」の%/バランス。

ユーロ圏の実質雇用者報酬



出所：Eurostat、ECBを基に弊社作成

ユーロ圏の購買意欲



出所：GfKを基に弊社作成
注：先行き12カ月における大きな購買行動への意欲を、2023年から現在までの平均と標準偏差で標準化した系列。

英国景気概況：景気は減速、雇用環境も悪化

◆製造業不振、先行きはサービス業も慎重

英国景気は減速。7～8月平均の月次GDPは、4～6月期対比+0.2%と伸びが鈍化。サービス業が減速したほか、製造業の生産が減少。サービス業では宿泊・飲食サービスが全体を下押ししたほか、製造業では米国関税政策の影響が本格化し、自動車や鉄鋼などの主力製品の生産が落ち込み。

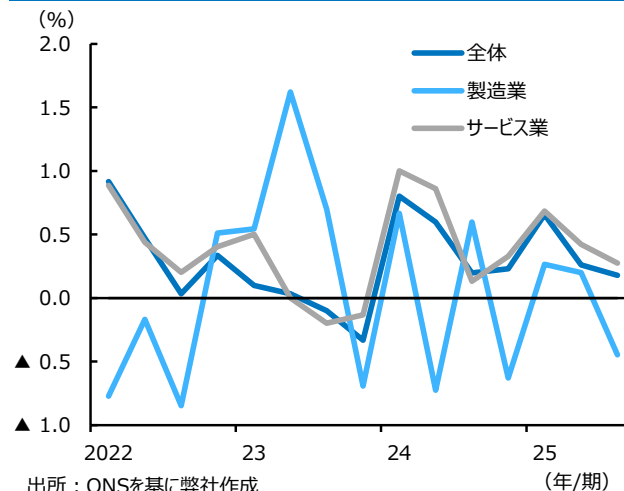
先行きの企業活動は鈍化する見込み。9月のPMIの将来見通しは、主力のサービス業が悪化。内外需の低調に加え、11月の予算案にて政府が増税の方針を示すとの見方から、企業の先行き慎重姿勢が強まったことが背景。

◆雇用環境悪化、消費者信頼感も下押し

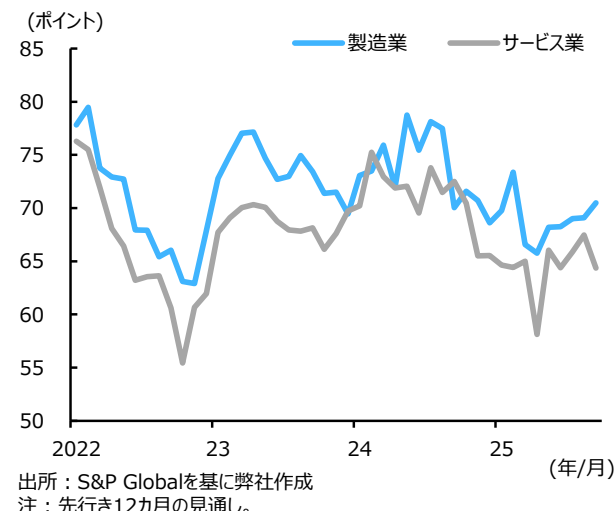
雇用情勢は悪化。7月の失業率は4.8%に上昇し、欠員数は年初来で約7万人減少するなど、労働需給の緩和が継続。人件費やエネルギー価格などの投入コストの増大により、企業の雇用に対する姿勢が慎重化していることが背景。

こうした景気減速に対する懸念や、家計の経済状況の悪化から、消費者信頼感は足元で悪化。先行きの購入意欲も減衰していることから、個人消費は低調に推移する見通し。

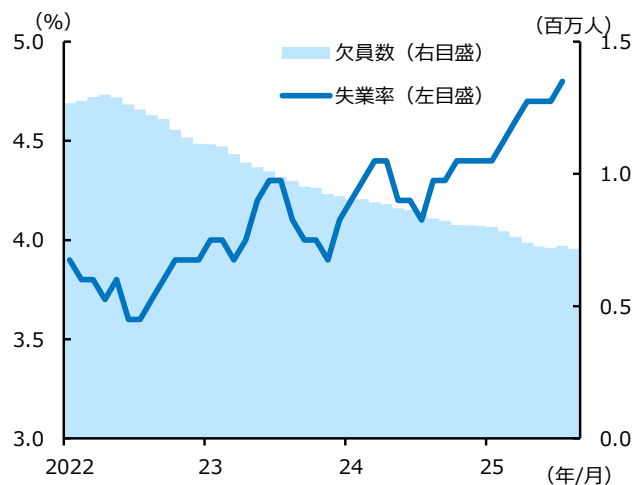
英国の業種別 GDP（前期比）



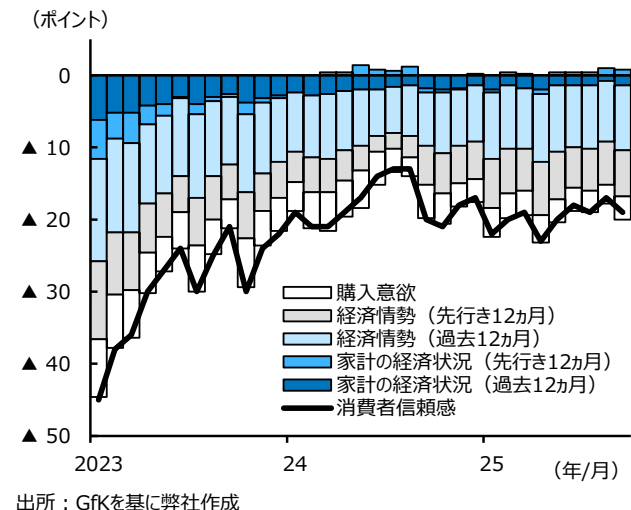
英国の業種別 PMI（将来生産・活動見通し）



英国の失業率と欠員数



英国の消費者信頼感



欧州トピック：ドイツ財政拡大、波及効果は局所的

◆財政拡大機運高まるドイツ

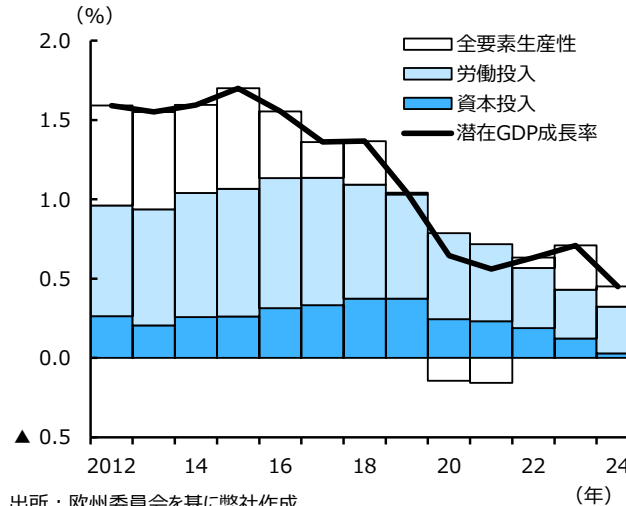
ドイツ政府は積極的な財政方針へ転換。2025・26年度予算では、新設のインフラ・気候基金を活用した公共投資や防衛支出が増額。政府は、潜在成長率が資本投入の不足により低下していることを受けて、政府支出や公共投資の積み増しで成長力の強化を図る構え。

◆景気浮揚期待も波及は限定的

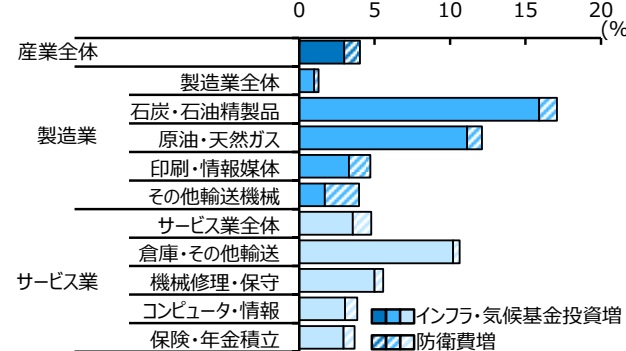
こうした財政拡大には一定の景気浮揚効果。試算によれば、防衛支出と公共投資の拡大により、産業全体では2年間で付加価値が約4%増加する見通し。

もっとも、波及効果は局所的なものとなる見込み。付加価値が増加する業種の多くはサービス業のほか、製造業のなかでも鉱業や「その他輸送機器」などの防衛関連品目に偏り。自動車(付加価値額+0.5%)など主力産業への波及は軽微であり、製造業全体でも1.2%程度の付加価値増にとどまる見通し。実際に足元の製造業生産をみると、武器・弾薬や航空機などの防衛関連品目は好調であるものの、産業全体に占める割合は小さく、全体への影響は軽微。今般の財政拡張は、産業全体の構造的苦境を脱する力に欠くおそれ。

ドイツの潜在GDP成長率（前年比）



ドイツ財政拡大の産業別付加価値額押し上げ割合



注：連邦統計局の22年版産業連関表を用いて算出。各産業のうち押し上げ幅が大きい上位4業種を抜粋。行政・防衛部門への政府支出10%増および陸水空運、通信、電気、科学研究、教育、健康、住宅の各分野に対してインフラ・気候基金の25・26年予算にて割り当てられた金額が投資される前提。左記産業は本図表では省略。

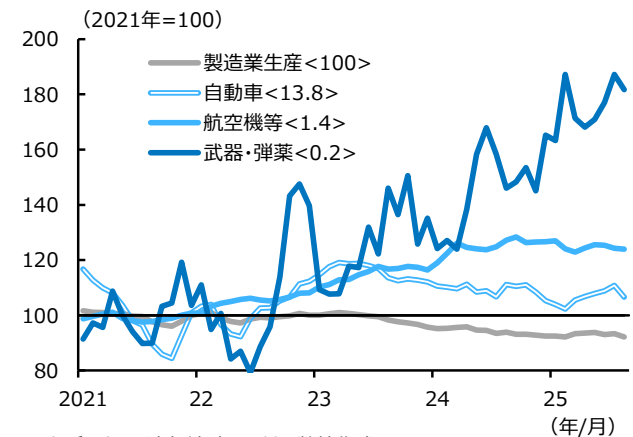
ドイツの財政計画

(上段：億ユーロ、下段：前年比%)

	2024年 (実績)	2025年	2026年
支出計画	4,657 (+1.9%)	5,030 (+8%)	5,205 (+3.5%)
うち防衛費	571 (+2.8%)	699 (+22.5%)	905 (+29.5%)
投資計画	745 (+6.1%)	1,156 (+55.2%)	1,267 (+9.6%)

出所：ドイツ連邦財務省を基に弊社作成

ドイツの生産指数



注：後方3カ月移動平均。<>内は製造業生産に占めるウェイト(2021年)。

欧州経済見通し：ユーロ圏・英国ともに減速

<ユーロ圏>

◆景気は当面減速

ユーロ圏の景気は当面減速する見込み。米国の関税政策は製造業の生産活動の重石に。もっとも、米国との関税合意により不確実性が後退したことや、ドイツを中心とした財政政策の効果が発現することで、消費や投資が促され、景気の底割れは回避される見通し。

先行きのリスクは、域内の政治情勢悪化や、通商政策を巡る不確実性の再燃。フランスでは、与党の議席数が過半数を割るなか、新内閣が発足翌日に総辞職に追い込まれるなど、政権運営が不安定な状況。財政再建が困難となることで、金利が高騰し、景気を下押しする恐れ。また、E Uによる米国企業へのデジタル規制や、対露制裁を巡る対立が米国との貿易摩擦を強め、景気後退につながるリスクも。

<英国>

◆景気は減速

英国景気も当面減速する見通し。米国関税政策の影響やコストプッシュ圧力の増大に伴い、企業の採用意欲は弱まっており、雇用環境は軟調に推移する見込み。これを受けて家計の所得環境が悪化し、個人消費も弱含む見通し。当面は社会保障費を中心とした政府支出の増加が景気の下支えとなるものの、財政の悪化に伴う増税が実施されれば、景気が一層下押しされる可能性も。

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、%)

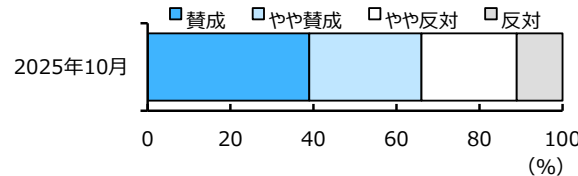
		2024年	2025年				2026年			2024年	2025年	2026年
		10～12	1～3	4～6	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9			
		(実績)			(予測)					(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	1.6	2.3	0.5	▲ 0.5	0.3	1.2	1.5	1.7	0.9	1.2	1.0
	消費者物価指数	2.2	2.3	2.0	2.1	2.0	2.1	2.0	2.0	2.4	2.1	2.0
ドイツ	実質GDP	0.7	1.2	▲ 1.1	0.0	0.5	1.3	1.7	2.0	▲ 0.5	0.2	1.1
	消費者物価指数	2.5	2.6	2.1	2.1	2.0	2.0	2.0	1.9	2.5	2.2	2.0
フランス	実質GDP	▲ 0.2	0.5	1.3	0.1	0.2	0.8	0.9	1.2	1.2	0.6	0.8
	消費者物価指数	1.7	1.2	0.8	0.9	0.9	1.3	1.3	1.3	2.3	1.0	1.3
英国	実質GDP	1.0	2.7	1.1	0.2	0.4	0.9	1.0	1.0	1.1	1.4	0.8
	消費者物価指数	2.5	2.8	3.5	3.8	3.4	3.0	2.8	2.6	2.5	3.4	2.8

出所：Eurostat、ONSなどを基に弊社作成

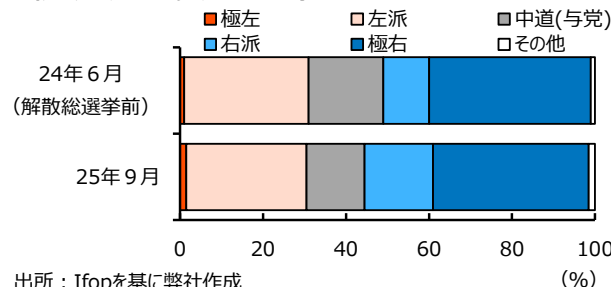
注：シャドーは予測値。

フランスの世論調査

■ 下院の数カ月以内の解散と新たな議会選挙



■ 仮に現在選挙があった場合の投票先



出所：Ifopを基に弊社作成

【ホット・トピック】

◆フランス政治混迷で膠着状態の財政再建

フランスでは政権運営の混乱が継続。前内閣の信任投票否決後、9月に就任したルコルニュ首相は、10月初旬の組閣後、翌日に総辞職。財政健全化を巡り対立する与野党間の協議難航が背景。一方、マクロン大統領はルコルニュ氏に再び組閣を命じ、政権運営は行き詰まりの様相。

政治情勢が混沌とするなか、フランス国内では議会の解散を求める世論が高揚。Ifopの10月調査では、下院解散総選挙への賛成意見が6割を超過。もっとも、解散総選挙が実施されても、いずれの勢力も議席の多数を確保できず、膠着状態が継続する公算。財政再建策を巡る与野党の激しい対立が解消されず、財政不安の高まりから金利の高騰を通じて経済が下押しされる恐れ。

欧州金利見通し：ECBは利下げ終了、BOEは様子見

<ユーロ圏>

◆ ECB：利下げは終盤へ

ECBは9月の理事会で金利の据え置きを決定。インフレ率はすでに目標の2%に到達していることから、利下げサイクルは終了すると予想。今後は、物価や経済情勢を基に政策金利を操作することになるが、財政拡大に支えられた景気回復や、地政学リスクの高まりなどによるエネルギー価格高騰などからインフレ率が上昇する場合、利上げに転じる可能性も。

独10年債利回りは、ECBの利下げ終了と財政拡張を受けて、上昇基調へで推移する見通し。

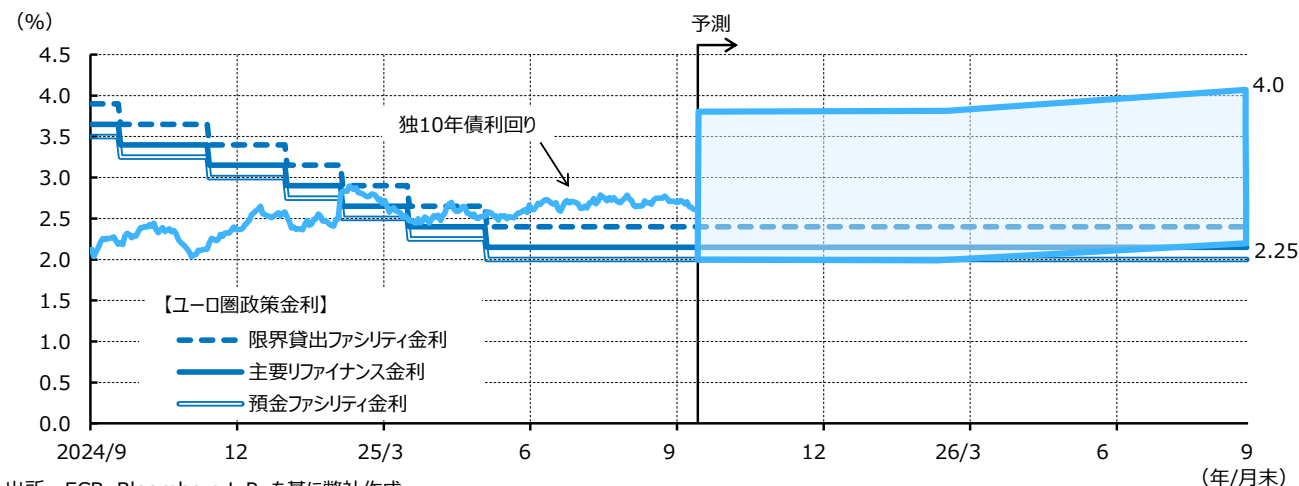
<英国>

◆ BOE：慎重に利下げを判断

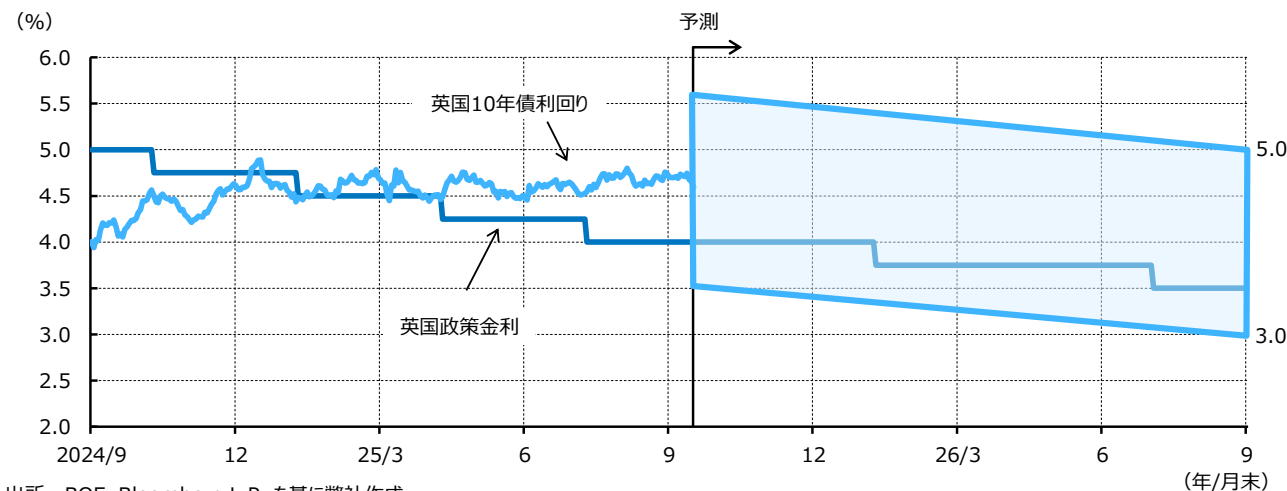
BOEは9月の金融政策委員会で金利を据え置き。足元のインフレ率は目標の2%を大きく上回っていることから、当面は景気とインフレの動向を見極める見通し。名目賃金の緩やかな低下や、労働需給の緩和を受けた景気への下方リスクから、利下げは継続するとみられ、次回は来年入り後となると予想。これにより、政策金利は来年1～3月期には4%を割り込む見通し。

英10年債利回りは、利下げを織り込む動きにより緩やかに低下する見通し。

ユーロ圏金利見通し



英国金利見通し



景気は減速

◆ 内需を中心に景気は減速

中国景気は減速。7～9月期の実質GDP成長率は前年比+4.8%と、政府目標を下回る伸び。名目GDPも同+3.7%と振るわず。名実の差は小幅に縮小するも、依然としてデフレ基調が継続。

内訳をみると、内需の減速が鮮明。消費は、政府による耐久消費財の買い替え補助金の効果がはく落し、伸びが鈍化。投資は引き続き大幅に減少。

①設備更新補助金の効果低減、②過剰生産能力解消に向けた動き、③不動産投資の停滞、④インフラプロジェクトの一巡などの様々な要因が影響。

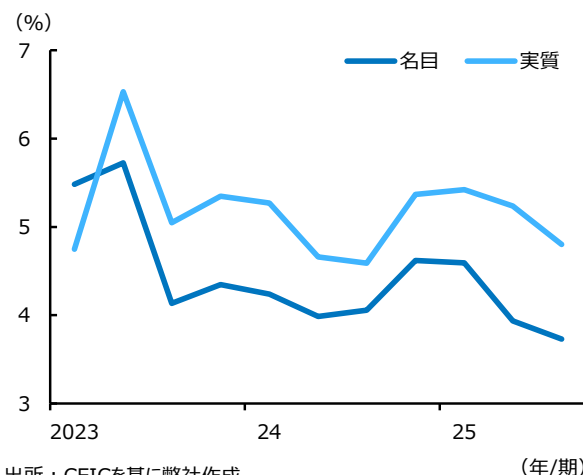
一方、外需は増勢を維持。対米輸出は大幅なマイナスとなるも、米国以外への輸出が増加。4月以降、米国へのコンピューターやスマートフォンなどの供給拠点が中国からASEAN・NIEsへと移っており、中国は同地域へ中間財の供給を増加。

◆ 先行きも景気はさらに減速する見込み

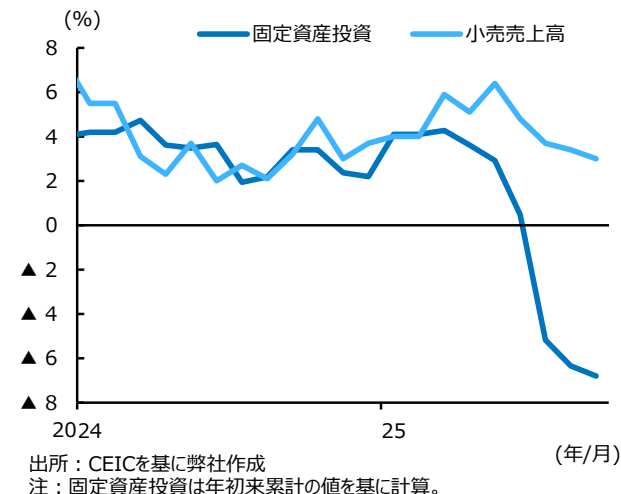
先行きの景気は、内外需ともに減速すると予想。外需は、半導体関税の導入により、ASEAN・NIEsから米国への電子機器の輸出が減速するに向かうことで、中国からアジア地域への輸出も足踏みする見込み。内需は、上記の各種押し下げ要因が継続。

トランプ関税の動向によっては、さらなる下振れリスクも。米国は11月、中国への100%追加関税を警告。仮にこれが実施された場合、中国の対米輸出関税率は50%pt超上昇し、来年のGDP成長率は+3%台へ低下する恐れも。

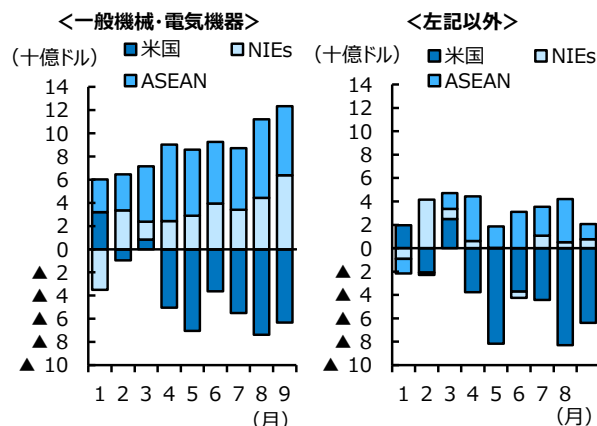
GDP成長率（前年比）



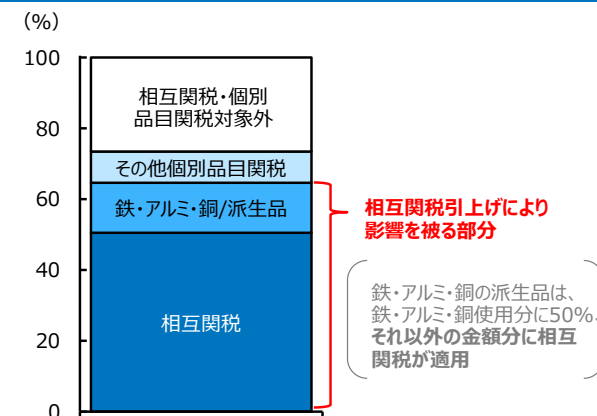
消費・投資関連指標（前年比）



輸出（前年差、2025年）



中国の対米輸出構成（関税種類別）



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：2024年の貿易額を基に試算。デミニス品目は相互関税に分類。上記に加え、全品目に違法薬物対策関税20%も適用。

輸出は減速へ

◆半導体関税、供給網再編が輸出の重石に

9月の輸出は増加基調が継続。対米輸出の大幅減少が続いているものの、米国以外向けの輸出が増加しており、輸出全体では増勢を維持。中国から米国へのコンピューターやスマートフォンなどの輸出をASEAN・NIEsが代替しており、中国は同地域への中間財供給を積み増し。加えて、輸出多角化戦略の下で、EUやアフリカなどへの輸出も増加。

今後、輸出環境は厳しさを増すと予想。製造業の新規輸出受注は依然として低迷しており、外需は力強さを欠く見込み。加えて、半導体関税の発動やグローバルサプライチェーンの再編も逆風。半導体関税の導入は、ASEAN・NIEsによるIT関連製品の対米輸出を減少させることで、同地域へ中間財を供給する中国の輸出にも影響。加えて、貿易環境の不確実性の高まりから、米国のIT大手企業が中間財を含むサプライチェーンをASEANへ移す動きが報じられるなど、米中対立に起因する生産移転も、中国の輸出に対する下振れ要因となる可能性。

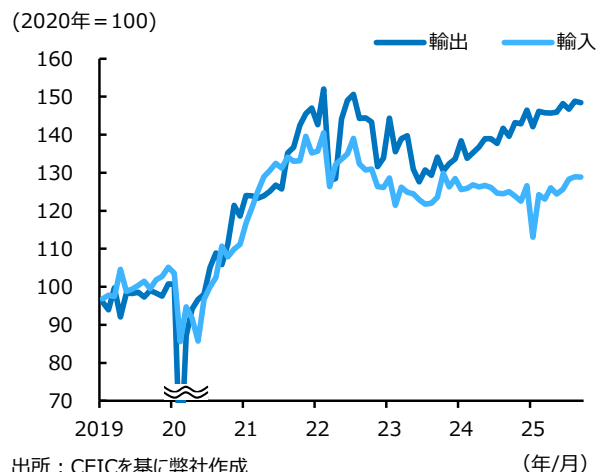
◆輸入は低調となる見込み

輸入は足元で拡大。先行き、内需の減速を背景に輸入も低調に推移する見込み。

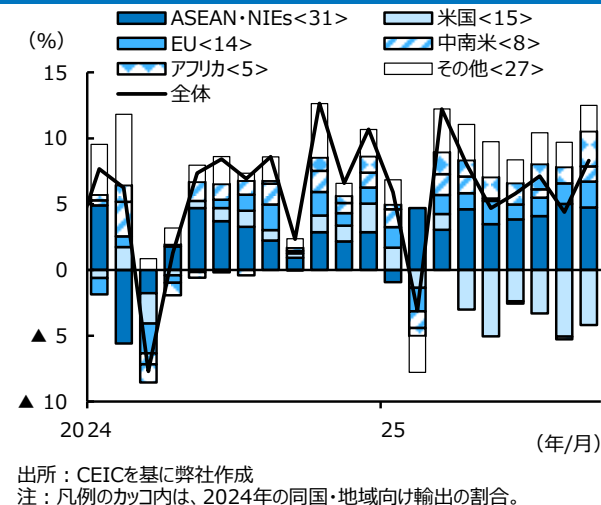
◆直接投資は流出超過が継続

4～6月の直接投資は▲2百億ドルの流出超過。脱中国依存の動き、地場企業との競争激化、不透明な法運用が足かせとなり、対内直接投資が低調に推移。直接投資の流出超過は継続する見込み。

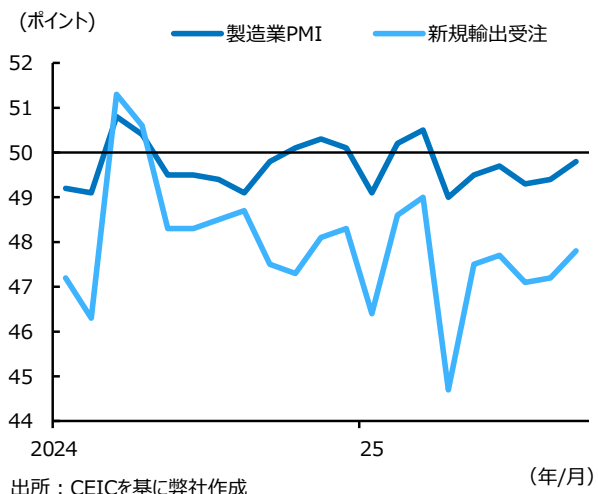
輸出入総額（季調値、ドル建て）



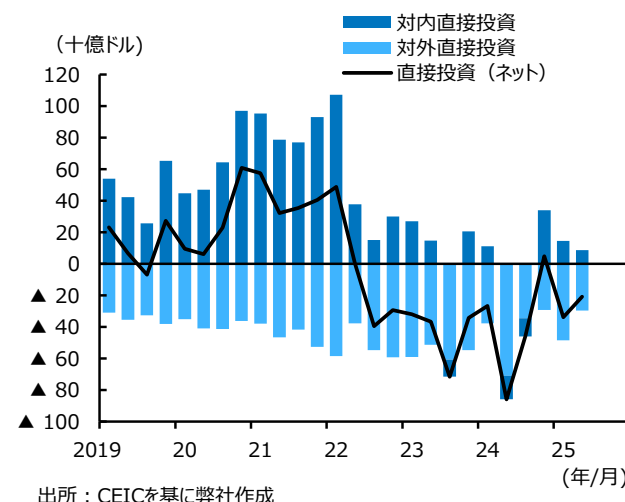
輸出（前年比）



製造業PMI（国家統計局）



直接投資（フロー、ドル建て）



消費は減速、政策効果が息切れ

◆消費は財、サービスともに減速

9月の消費は引き続き減速。財部門では、一時前年比+5割の伸びとなった家電の売り上げが、9月には前年比マイナス圏に転落。政府の補助金政策による買い替え促進効果が縮小。飲食サービスも、政府が共産党関係者や公務員などの接待を対象に倏約令を発動したことから、6月以降の伸びが大幅に鈍化。

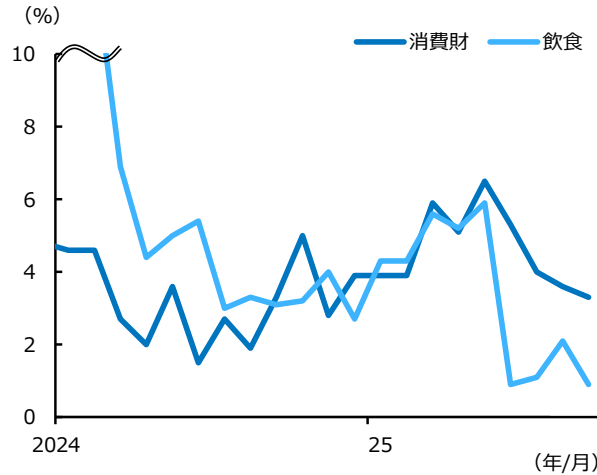
先行き、消費はさらに減速する見込み。政府による買い替え補助金の下期枠分（1,380億円）の配分や消費者向けローンの利子補給、サービス消費の喚起策が下支えするものの、総じてみれば消費押し上げ効果は低下する見込み。軟調な雇用・所得環境が継続するも、消費者マインドは引き続き停滞し、自律的な消費回復には期待できず。

◆住宅市場は長期停滞

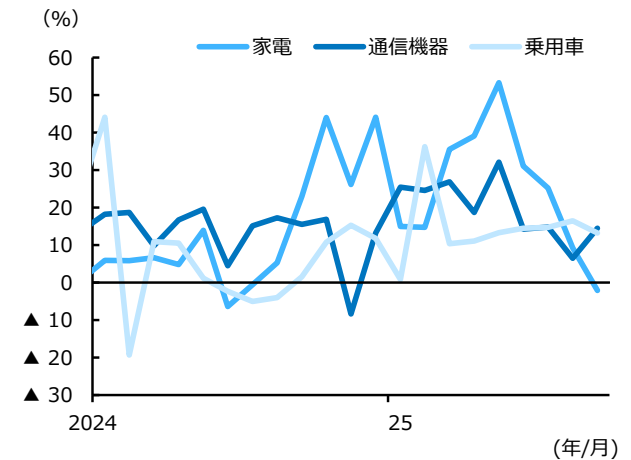
住宅市場は減速感が強まる状況。昨年9月に行われた住宅ローン金利引き下げなどの不動産市場支援策の効果により、昨年後半は住宅販売、住宅価格ともに下落ペースが緩和したもの、2025年入り後、政策効果が薄れるなかで再び悪化。

先行き、住宅市場の停滞は継続する見込み。住宅供給の調整や昨年後半の販売の持ち直しが改善に寄与するも、在庫回転期間は依然として過剰。販売が昨年後半並みまで改善し、現在の在庫圧縮ペースが継続しても、過剰在庫の解消には数年を要するため、住宅価格の下落圧力は継続する公算。

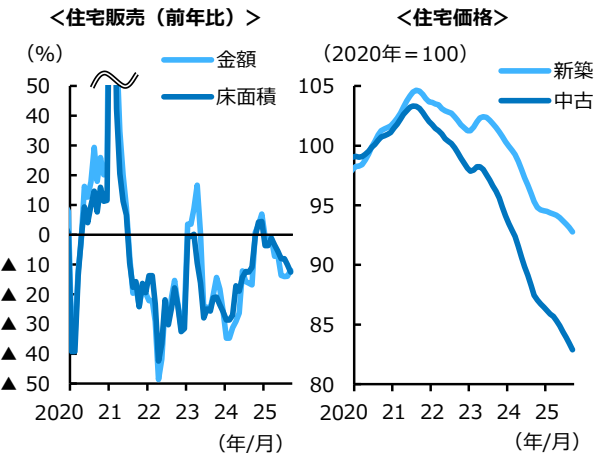
小売販売額（前年比）



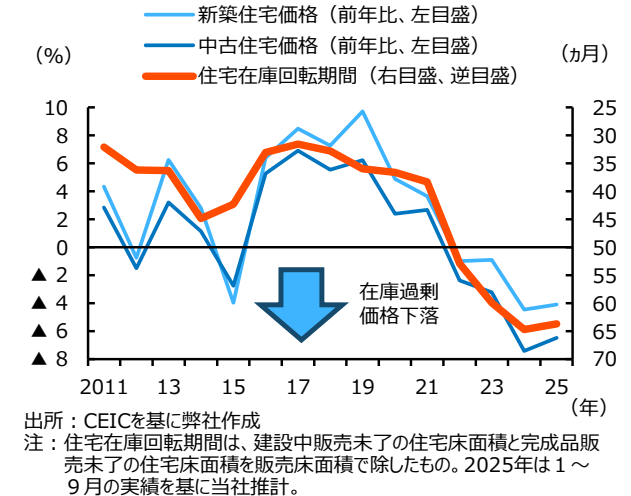
主要耐久消費財販売（実質、前年比）



住宅販売と住宅価格



住宅価格と住宅在庫回転期間



固定資産投資の力強い回復は望めず

◆固定資産投資は急減速

9月の固定資産投資は前年比▲6.8%と、3カ月連続で大幅減。製造業、不動産開発、インフラすべてで前年割れ。

製造業では、米国の関税政策により、対米輸出依存度が高い地域で投資抑制の動きがみられることに加え、政府の設備更新補助金の効果が一巡したことに伴い、設備購入が徐々に減速。また、政府・企業で過剰生産能力を解消する方針が相次いで打ち出されていることも、製造業の投資減速の一因。

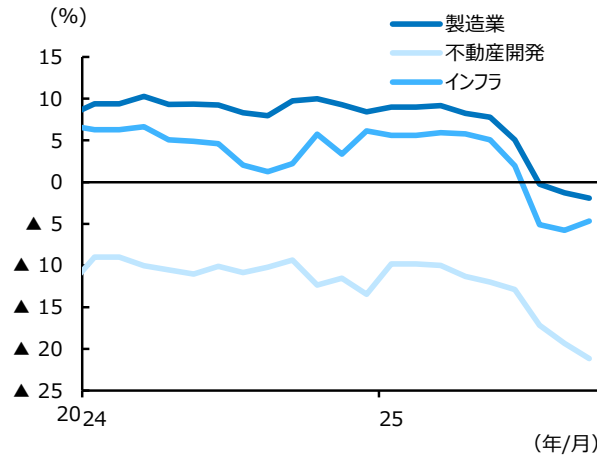
不動産関連投資の低迷は、若年層の減少や過剰在庫の調整圧力が影響。

インフラは、重点プロジェクトによる押し上げ効果のはく落や土地使用権販売収入の低迷による地方財政の制約が下押し。本年入り後、地方特別債の発行ペースが加速しているものの、インフラ用途以外が中心。年前半の経済成長率が好調であったため、景気対策の必要性が小さく、債務圧縮を優先した可能性。

◆先行きも停滞感が強い状況が継続

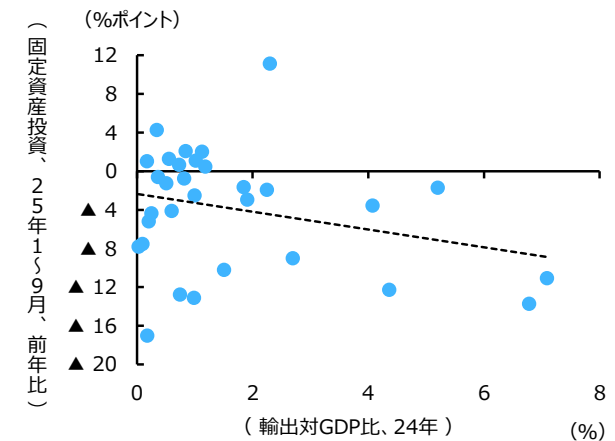
先行き、投資の力強い回復は見込み難い状況。8月に国家の重点プロジェクト（8千億元）がリスト化されたため、インフラ投資は年後半に持ち直す可能性。もっとも、不動産不況、外需の不透明感、過剰生産能力の削減圧力により、製造業の設備投資や不動産開発投資の停滞が継続する見込み。

固定資産投資（前年比）



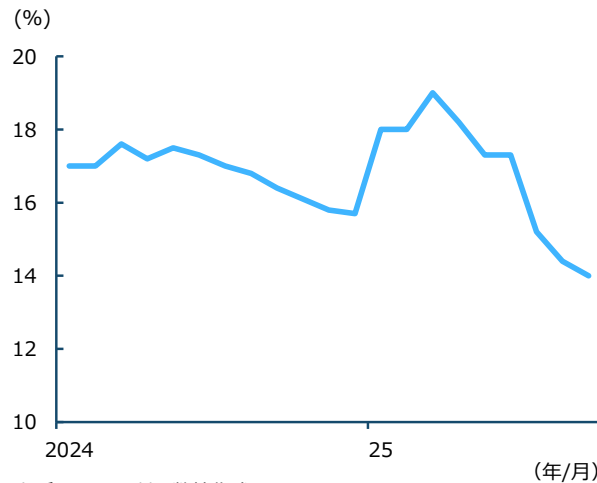
出所：CEICを基に弊社作成
注：不動産開発投資は年初来累計の値を基に計算。

対米輸出（GDP比）と固定資産投資（省別）



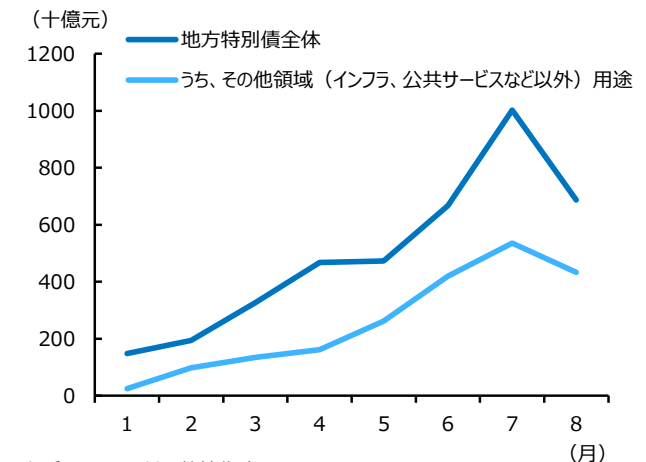
出所：CEICを基に弊社作成
注：固定資産投資は過去3年の同時期平均との差。

設備購入投資（年初来累計、前年比）



出所：CEICを基に弊社作成

地方特別債新規発行額（2025年、前年差）



出所：CEICを基に弊社作成
注：年初来累計。

デフレ圧力は継続

◆インフレ率の持ち直しは続かず

9月のCPI（コア）は前年比+1.0%と、上昇ペースが加速。家電や通信機器などの耐久消費財がCPIの押し上げに寄与しているほか、医療などのサービス価格が安定的に推移。一方、総合ベースのCPIは下落。昨年急騰した豚肉や卵などの食品価格の下落が押し下げに作用。

9月のPPIは前年比▲2.3%と、マイナス幅を縮小。政府が過当競争による価格下落を抑制する方針を打ち出すなか、生産財のマイナス幅が縮小。

先行きのインフレ率は低位にとどまる見込み。CPIを押し上げている耐久消費財では、政策効果のはく落により、需要が鈍化。内需の減速により、デフレ圧力は継続する公算。

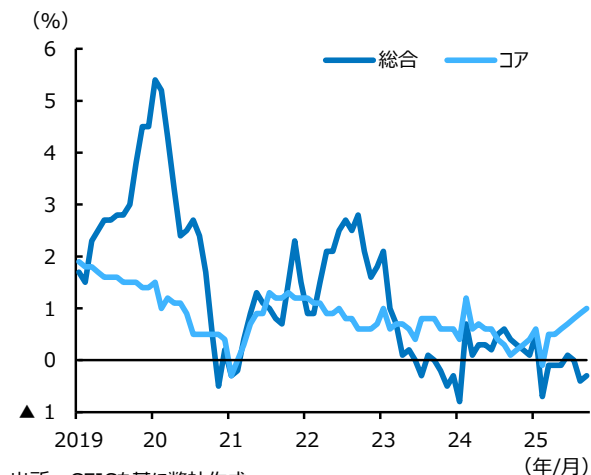
◆対米ドルレートは増価

9月の人民元の対米ドル相場は、小幅に増価。中国株への資金流入や米国の利下げ、人民銀行の元高誘導が背景。先行き、中国では、景気減速により一段の利下げ観測が強まる可能性。増価圧力は弱まり、人民元は横ばい圏で推移する見込み。

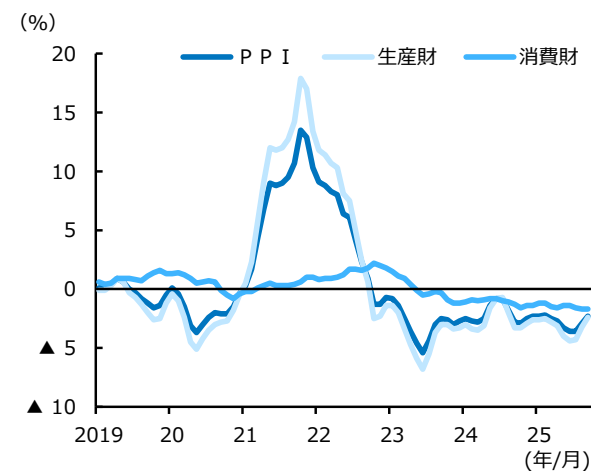
◆株価は上昇

5月以降、株価は上昇。①米中の関税合意、②政府による価格競争抑制への取り組み、③不動産に代わる投資先としての資金流入が背景。先行き、中国景気の減速が重石となるほか、米中交渉を巡る不確実性も高く、上昇ペースは緩やかにとどまる見込み。

CPI（前年比）



PPI（前年比）



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：足元円安進行も、今後は緩やかな円高へ

◆ドル円相場回顧

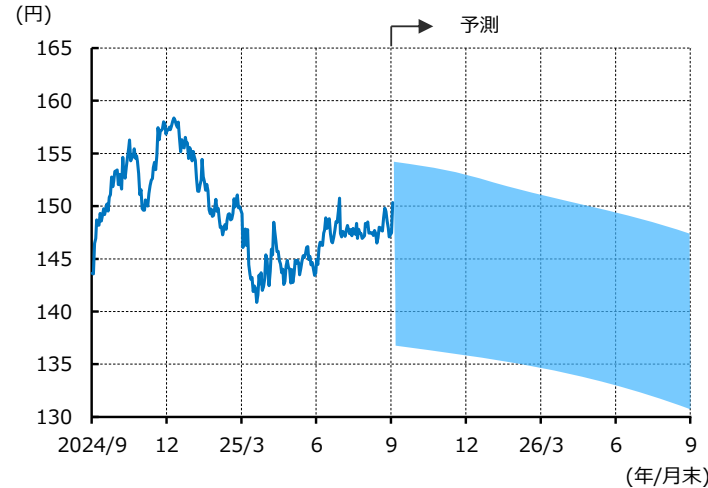
9月のドル円相場は、上下双方向に振れの大きい展開。上旬には、自民党の石破総裁の辞意表明による政局不安の高まりから、投資家の円売り姿勢が強まったことで、一時149円台前半へ円が下落。中旬には、米FOMCで年内の追加利下げが示唆されたことで145円台半ばまでドル安が進行。その後、堅調な米経済指標を背景に、FRBによる連続利下げ観測が後退したことで149円台後半までドルが反発。月末には日銀高官の利上げに前向きな発言などを受けて、147円台後半へドル安・円高が進行。

10月入り後は、146円台後半へ円が続伸。米政府機関の一部が閉鎖したことで、米経済活動の混乱が懸念されたほか、軟調な米経済指標を受けてFRBの利下げ観測が高まったことが背景。その後、自民党総裁選の結果を受けて、日銀の利上げ観測の後退やわが国の財政悪化懸念が意識され、150円台半ばまで円が下落。

◆今後の見通し

先行きのドル円相場は、米日金利差の縮小を背景に緩やかな円高基調で推移する見通し。米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は段階的に利下げを実施する見込み。一方、日銀は米関税政策による企業業績への影響などを見極めたうえで、来年初にも利上げを実施すると予想。

ドル円相場見通し

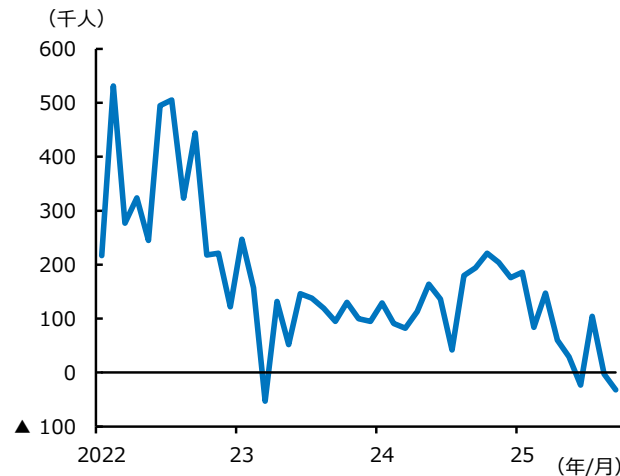


出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

	2025年		2026年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	147.49	145	143	141	140
(高値)	150.92	153	151	149	148
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	142.68	137	135	133	132

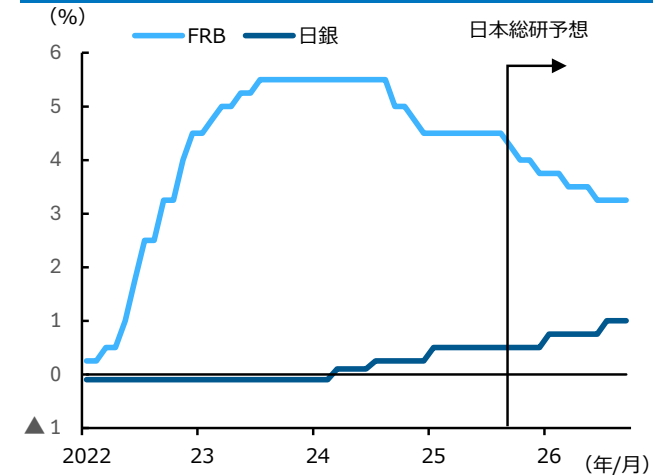
予測

米ADP民間雇用者数（前月差）



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

米日の政策金利見通し



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

9月のユーロドル相場は、中旬にかけて一時1.19ドル台前半までユーロ高・ドル安が進行。ECB理事会後の記者会見で、ラガルド総裁がデシインフレの終焉を明言し、利下げサイクルの終了が意識されたことが背景。その後、堅調な米経済指標を受けて、1.16ドル台半ばへドルが反発。

10月入り後は、米政府機関の一部閉鎖を受けて、投資家のドル売り姿勢が強まり、1.17ドル台前半へユーロが上昇。

対円では、下旬にかけて一時175円台前半へユーロが上昇。日本では、政局不安の高まりから投資家の円売り姿勢が強まったほか、欧州では、ユーロ圏経済指標が市場予想を上回ったことなどが背景。その後、日銀高官のタカ派的な発言などから172円台前半へ円が上昇。10月入り後は、自民党総裁選の結果を受けて176円台前半まで円が下落。

◆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は利下げサイクルを終了するとみられる一方、FRBは利下げを段階的に実施すると予想。加えて、ドイツ政府や欧州委員会による財政拡大が欧州景気を回復させるとの期待から、ユーロが押し上げられる見込み。

対円では、ECBが利下げを停止する一方、日銀は来年初にも利上げを実施すると予想されることから、緩やかな円高基調で推移する見通し。

ユーロ相場見通し



	2025年		2026年		
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
期中平均	1.169	1.18	1.19	1.20	1.20
(高値)	1.192	1.23	1.24	1.25	1.25
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.139	1.13	1.14	1.15	1.15

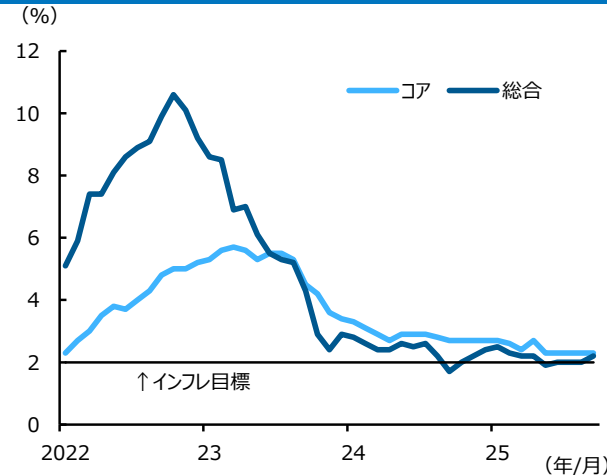
→ 予測



	2025年		2026年		
	7～9	10～12	1～3	4～6	7～9
期中平均	172.35	171	170	169	168
(高値)	175.05	179	178	177	176
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	154.80	163	162	161	160

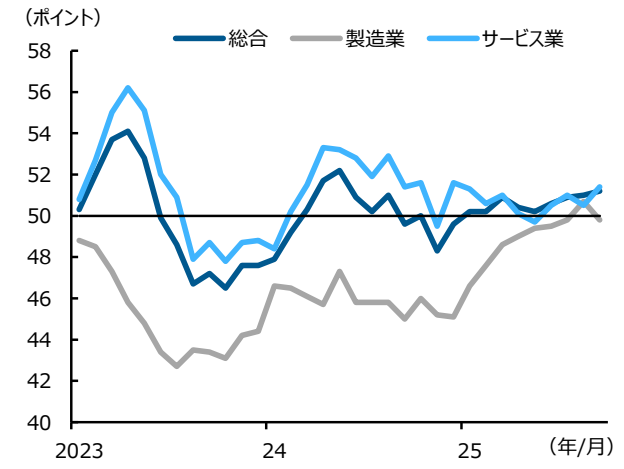
→ 予測

ユーロ圏の消費者物価指数



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

ユーロ圏のPMI



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

トピック：機関投資家による為替ヘッジ需要増加が円買い圧力に

◆米リスクの高まりがドル安圧力に

機関投資家の為替相場への影響力は大。本年9月にB I Sが公表した「世界外国為替市場調査」によると、為替取引における機関投資家の取引シェアは13%にのぼる状況。機関投資家は外貨建て資産への投資に伴う為替リスクを為替スワップ取引等でヘッジするなど、取引形態によって為替相場への影響が変化。

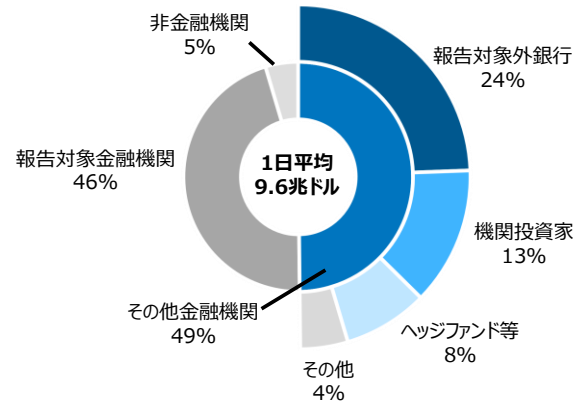
本年4月の米ドル下落時には、一部の機関投資家などが、保有するドル建て資産の価格下落による損失を防ぐため、後付けヘッジ比率を高めたことでドル売り圧力が強まり、ドルの下落圧力が増幅。

◆米日金利差縮小がヘッジ需要を拡大

先行き、米日金利差縮小を受けたヘッジコストの低下により、機関投資家のヘッジ需要が増加し、円買い圧力が高まる可能性。

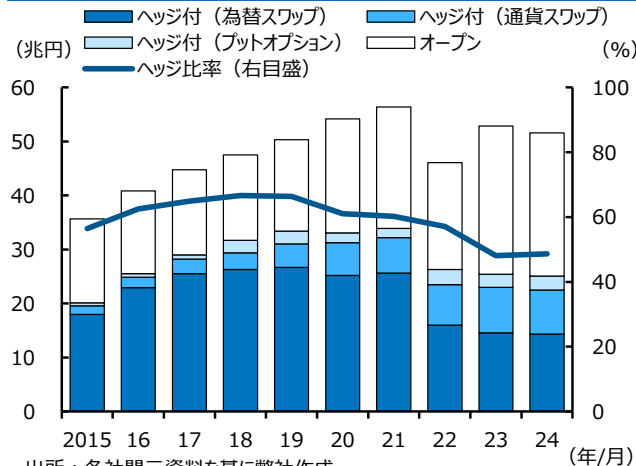
わが国の代表的な機関投資家である主要生保では、2022年以降の為替ヘッジ比率は低下。米国の利上げに伴う米日金利差の拡大を受け、ヘッジコストが急騰したことなどから、既存の為替スワップ取引の解消や、ヘッジ無し新規投資が増加したことが一因。足元では金利差の縮小を受けて、ドル円のヘッジコストは低下基調にあり、ドル建て資産の代表例である米10年国債利回りを下回る水準に。今後さらにヘッジ後利回りが上昇すれば、為替ヘッジ需要は高まり、円買い圧力を強める公算。

報告対象金融機関の取引相手別シェア



出所：BIS「Triennial Central Bank Survey 2025」を基に弊社作成
注：2025年4月中の取引シェア。報告対象金融機関は、インターバンク市場に参加し、公的機関や大手企業など主要な顧客とも活発に取引を行っている大手の商業銀行・投資銀行が中心。

本邦生命保会社の為替ヘッジ比率



出所：各社開示資料を基に弊社作成
注：集計対象は大手4社。

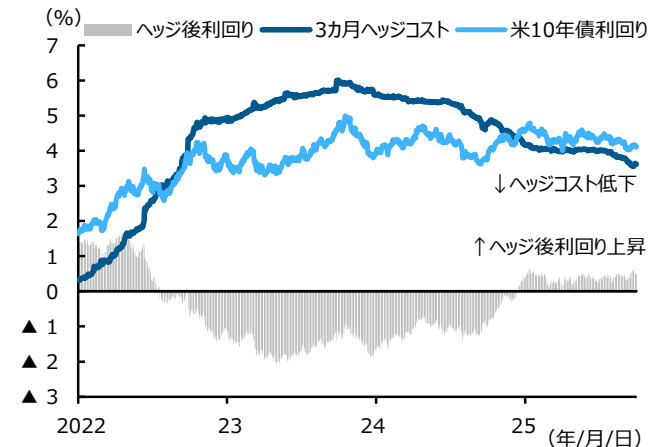
機関投資家の取引形態別の為替フローの例

取引の内容・為替フロー	
①ヘッジ無し新規投資 → ドル高要因	直物市場で手元の円とドルを交換（ドル買い・円売り）
②ヘッジ付き新規投資 → 為替相場への影響なし	為替スワップ市場で「期近のドル買い・円売り（直物レート）と期先のドル売り・円買い（先物レート）」の契約を締結
③既存ヘッジ解消 → ドル高要因	②の取引と反対の契約（期近のドル売り・円買い、期先のドル買い・円売り）を締結してポジション解消。加えて、直物市場で ドル買い・円売り
④保有資産に後付けヘッジ → ドル安要因	②の取引+直物市場で余剰のドルと円を交換（ドル売り・円買い）

出所：弊社作成

注：本邦投資家がドル建て資産に投資する場合、為替ヘッジは為替スワップを想定。為替スワップの取引期間は3、6カ月とすることが多く、これを米資産の投資期間終了まで、ロールオーバーすることが一般的。

米ドル円のヘッジコストと米長期金利



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

注：ヘッジコストは、理論的には対象国通貨と自国通貨の短期金利差を基礎として決定される。



2. 主要産業の動向



1. 鉄鋼

業界動向

海外市場動向～鋼材需要は中国の景気減速による低迷続く

2024年の鋼材需要は、世界全体の需要の約5割を占める中国で景気減速に伴って需要が減少したことを主因に、世界全体でも3年連続減少しました。2025年は、インフラ建設が見込まれるインドをはじめ、新興国の高成長を背景に世界鋼材需要は回復に転じる見通しですが、米トランプ政権の関税強化策により不透明感が高まっています。

国内市場動向～メタルスプレッドは国内高水準、輸出低水準

2024年度の鋼材需要は、人手不足に伴う建設向けの低迷を主因に3期連続で減少しました。2025年度も、内需の回復が見込めないなか、トランプ関税を受けて日本から米国向けの自動車・機械等の製品輸出が減少すれば、鋼材需要がさらに減少する懸念もあります。高炉各社は内需の減少に合わせて生産能力の削減を進めており、国内のメタルスプレッドは堅調に推移している一方、輸出価格は中国の供給過剰に伴い、今後も低水準で推移する見込みです。

今後の見通し

国内メーカーのインド展開～有望市場であるインドへの投資が加速

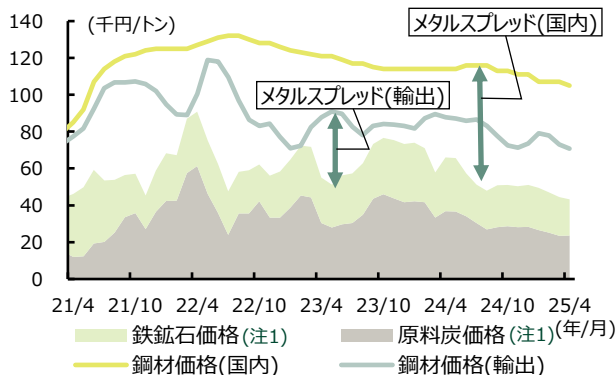
インドの鋼材需要は、インフラ建設向けを中心に、2021～24年にかけて年率+12%で増加しており(World Steel Association)、今後も経済成長に伴う需要増加が見込まれています。日系各社が出資する現地企業も、2030年にかけて粗鋼生産能力を大きく増強する方針です。また、インドにおける今後の高級鋼市場の拡大を見据え、日系各社は、高い技術力を活かして高級鋼の生産基盤の構築を進めています。

国内メーカーの脱炭素戦略～電炉への転換や、高炉の脱炭素化が進む

鉄鋼業界のCO2排出量は国内全体の約1割を占めており、脱炭素化が課題となっています。CO2排出量の多い高炉から鉄スクラップを電気で溶かす電炉への転換に向けて、日本製鉄やJFEホールディングスはそれぞれ8,687億円、3,294億円を投資する方針を2025年に入り公表しています。また、高炉各社では、石炭由来のークスを使わずに天然ガスや水素で鉄鉱石を還元する直接還元鉄(DRI)を用いて、高炉でのCO2排出量を減らす取り組みも着実に進めており、各社はカーボンニュートラルの実現に向けて多様なアプローチを展開しています。

図表1 原材料価格、製品価格推移

～国内鋼材市況は横ばい、海外は低迷続く



図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2024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2)
1	中国宝武鋼鉄集団	中	130	1,586
2	ArcelorMittal	ルクセンブルク	65	2,105
3	鞍鋼集団	中	60	▲1,534
4	日本製鉄	日	44	3,502
5	河北鋼鉄集団	中	42	50
6	江蘇沙鋼集団	中	40	136
7	北京建龍重工集団	中	39	-
8	POSCO	韓	38	1,165
9	首鋼集団	中	32	808
10	Tata Steel	印	31	599

注2：当期純利益は2024年12月実績。なお、河北鋼鉄集団、江蘇沙鋼集団、首鋼集団は2024年9月までの直近12か月の実績。日本製鉄、Tata Steelは2025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 国内メーカーによるインド事業への出資事例

～日本製鉄、JFEHDが現地生産を加速

企業名	AM/NS India	JSW Steel
出資比率	日本製鉄：40%出資 (持分法適用開始：2020年度)	JFEHD：15%出資 (持分法適用開始：2012年度)
粗鋼生産能力	インド国内5位(2023年) 2024年9.6百万t →2030年22百万tを予定	インド国内2位(2023年) 2024年34.2百万t →2031年50百万tを予定
高級鋼生産	建材向けに高耐食めっき供給開始(2024～) 自動車向けに薄板設備を増強(2025～)	変圧器等向けに方向性電磁鋼板の製造販売会社を設立(2027年度フル生産予定)

出所：各社プレスリリース、年次報告書を基に弊社作成



2. オイル・ガス

業界動向

原油・天然ガスの市況動向～中東情勢の悪化で足元急騰

油価は、2025年1月中旬以降、米国やOPECプラスによる増産方針の公表等を受けて下落基調で推移し、4月には、米国トランプ政権の相互関税の発表等を受けてさらに下落しました。一方、6月中旬以降、中東情勢の悪化を背景に、足元で急騰しています。

天然ガス価格は、2024年下期にアジアにおける需要増加やロシアからの供給停止懸念により上昇した後、2025年に入り、EUにおける貯蔵義務緩和や米国の相互関税の発表等を受けて下落が続き、6月中旬以降、油価同様に中東情勢の悪化を受けて反発しています。

国内燃料油市場動向～過去からの需要減少トレンドが続く

2024年度の国内燃料油需要は、ナフサやガソリンの需要減を主因に前年度比▲4.5%減少しました。今後も、乗用車の燃費改善や電動化の進展、石化製品における中国の内製化に伴うナフサの輸出減少等により、長期的に需要減少が継続していく見込みです。

今後の見通し

国内企業動向～脱炭素燃料への取組みを強化

経済産業省が2024年9月にジェット燃料の供給事業者に対して、2030～34年度におけるSAF^(注1)の供給目標^(注2)を設定したことから、石油元売は、SAFの供給体制の構築を急いでいます。例えば、コスモエネルギーホールディングスでは、堺製油所での2025年度におけるSAFの供給開始を公表しました。ただし、SAFの普及にあたっては、原料の安定調達の課題や既存燃料との値差や建設費の高騰等の問題が残されています。

注1：Sustainable Aviation Fuel：持続可能な航空燃料で、従来の航空燃料よりCO2を削減可能

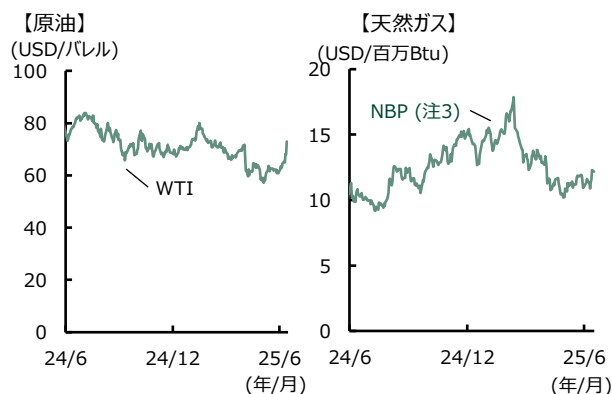
注2：2019年度に日本国内で生産・供給されたジェット燃料によるGHG排出量の5%相当量以上

海外企業動向～エネルギー転換に向けた投資が減速する動きもみられる

各国の石油メジャーは、投資家からの脱炭素要請に伴い、脱炭素投資を継続しています。一方、英・BPが2027年までに計画していたエネルギー転換への投資額を約50億ドル/年削減するとともに、石油・ガス部門への投資額を約100億ドル/年増額する方針を発表する等、低炭素燃料への先行投資負担により悪化した収益性を回復させるため、低炭素燃料への投資を縮小し、既存燃料への投資を再拡大する動きもみられます。

図表1 原油・天然ガス価格の推移

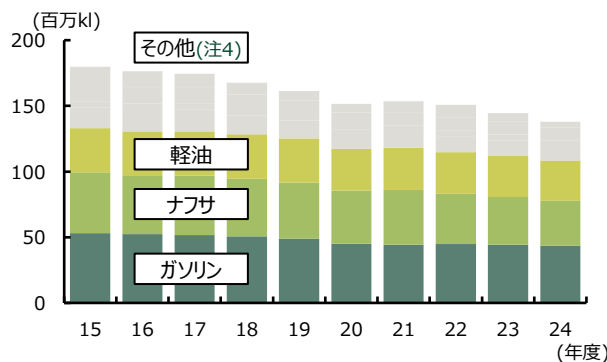
～中東情勢の悪化を受けて価格は急騰・反発



注3：National Balancing Point: ロンドンのインターコンチネンタル取引(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2 国内燃料油の販売量推移

～需要減少トレンドは継続



注4：その他には、灯油、ジェット燃料、重油を含む

出所：経済産業省「石油統計」を基に弊社作成

図表3 国内石油元売の主な脱炭素動向

～SAF<HEFA^(注5)>への取組みを強化

企業名	年/月	取組内容
ENEOS HD	25/2	SAF製造プロジェクトの基本設計へのフェーズ移行を発表(和歌山製油所)
	28年予定	SAFの供給開始(和歌山製油所)
出光興産	24/8	SAF製造プロジェクトの基本設計へのフェーズ移行を発表(徳山事業所)
	28年予定	SAFの供給開始(徳山事業所)
コスモエネルギーHD	25/4	中部国際空港セントレアへのSAFの供給開始(堺製油所)

注5：Hydroprocessed Esters and Fatty Acids。廃食油・獣脂等の脂肪酸エステルを水素化処理することでジェット燃料と同等のSAFを製造する技術。
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～需要低迷・供給過剰状態は継続

エチレンの需給環境は、中国でプラントの増設が続くなか、米国や中国の景気減速に伴う石化製品の需要低迷により、供給過剰が続いています。こうした状況のもと、エチレン価格は、原油価格の上昇により、3月には1,015ドル/トンまで上昇しました。その後、原油価格は下落したものの、7月頃からアジアで一時的に需給がタイト化した結果、エチレン価格の下落幅は限定的となり、900ドル/トン台で推移しました。

国内市場動向～需要低迷・定修増加でエチレン生産量減少

2024年通期のエチレン生産量は、定期修理プラント数の増加および中国の景気減速やプラントの能力増強に伴って中国向け輸出数量が減少したことで、498万トン(前年比-6.3%)と1987年以来37年ぶりに500万トンを下回りました。こうした状況のもと、エチレンプラント稼働率は、同年も好不調の目安とされる90%を下回って約80%で推移し、足元直近12か月平均の稼働率は78.8%まで低下しています。

今後の見通し

事業ポートフォリオの見直し～成長事業に経営資源を集中

三井化学は、2027年ごろまでに石化事業を分社化し、他社連携や統合・再編も含めて検討する方針を発表しました。また、三菱ケミカルグループは、継続した大規模投資が必要な医薬品業界とのシナジーが希薄化してきたことから、2025年度中での田辺三菱製薬の売却を公表しています。このように総合化学メーカーは、厳しい業界環境が継続するなか、事業ポートフォリオを見直し、成長領域に経営資源を集中させています。

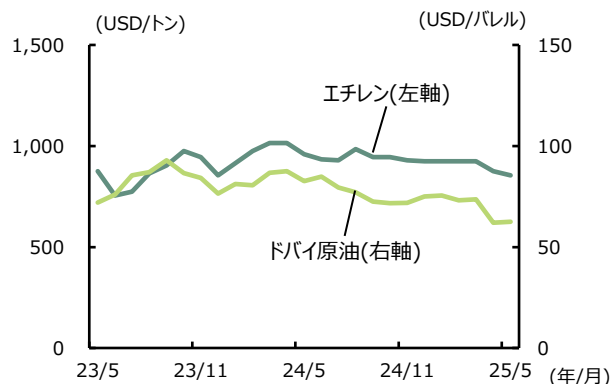
エチレンプラント再編に向けた議論の加速～国内のエチレン生産能力適正化

エチレンプラントの稼働率の長期低迷を受けて、西日本では、三井化学、旭化成、三菱ケミカルグループの3社が、プラントの集約やバイオマス燃料への転換について、2025年度中に方向性を示す方針です。また京葉地区では、住友化学と丸善石油化学、三井化学と出光興産が、それぞれプラントの集約を検討しているほか、川崎地区では、ENEOSがプラントの1基停止を検討しています。実現した場合、国内のエチレン生産能力は616万から490万トン程度へ減少する見込み^(注1)で、プラント稼働率の向上が期待されます。

注1：エチレン生産能力は、定期修理実施年ベース。また、エチレン生産能力の減少分は、京葉地区・川崎地区にて停止検討が公表されているプラント3基の生産能力合計で、西日本地域は除く。

図表1 エチレン価格(アジア市況)の推移^(注2)

～供給過剰状態の継続により、弱含み



注2：月次終値を採用
出所：Bloombergを基に弊社作成

図表2 世界の売上高上位10社ランキング^(注3)

～世界経済の不透明感に伴い減益

	企業名		売上高 (億円)	当期純利益 (億円)
1	BASF	独	106,224	2,113
2	荣盛石化	中	70,322	153
3	Dow	米	67,548	1,755
4	LyondellBasell	蘭	63,363	2,138
5	SABIC	サウジ	58,620	644
6	LG Chem	韓	52,060	▲735
7	恒力石化	中	50,911	1,517
8	三菱ケミカルグループ	日	44,074	450
9	万華化学	中	39,217	2,807
10	Sherwin-Williams	米	36,315	4,216

注3：上場企業のみ対象。決算期は、三菱ケミカルグループのみ25/3期、その他は24/12期

出所：S&P Capital IQ、各社アニュアルレポートを基に弊社作成

図表3 総合化学メーカー各社の事業構造改革

～事業ポートフォリオの見直しが加速

企業名	概要
三菱ケミカルグループ	2025年度に、田辺三菱製薬を米・ベインキャピタル傘下へ約5,100億円で売却することを公表 2024年度から2029年度にかけて約30件(売上高約4,000億円規模)の事業再構築を進め、半導体・車載向け材料へ集中投資する方針
住友化学	2024年度、短期集中の業績改善策として、神東塗料やアルミ地金リセール事業、中国における大型液晶ディスプレイ用偏光フィルム事業等を売却 - 製薬子会社の住友ファーマについて、中国を含むアジア事業、カナダ事業を売却することを公表
三井化学	2027年ごろを目途に石化事業を分社化し、他社との連携、統合・再編を含めた検討を開始

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



4. 紙パルプ

業界動向

国内需要動向～洋紙は需要減が継続、板紙は概ね横這い

2024年度の洋紙の国内出荷量は、ペーパーレス化の進展を受けて、9.8百万トン(前期比▲1.7%)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い控えが継続し、10.6百万トン(同▲0.2%)と微減で推移しました。今後は、洋紙では構造的な需要減に歯止めがかからないほか、板紙では物価高に加えて、過剰包装の是正が進展し、減少幅が拡大する可能性があります。

価格・採算動向～値上げ方針を継続し、大手は黒字を確保

ウクライナ侵攻による原燃料価格の急騰を機に、値上げ方針を打ち出した大手製紙会社は、足元では人件費や輸送費等が上昇するなか、2024年度も値上げを推進し、営業黒字を確保しました。今後も、インフレの進行等を背景に、引き続きコスト上昇が見込まれるなか、大手製紙会社は、採算確保に向けて、値上げ方針を継続するとみられます。

今後の見通し

国内の業界動向～木質由来の新製品の実用化に向けた取り組みが加速

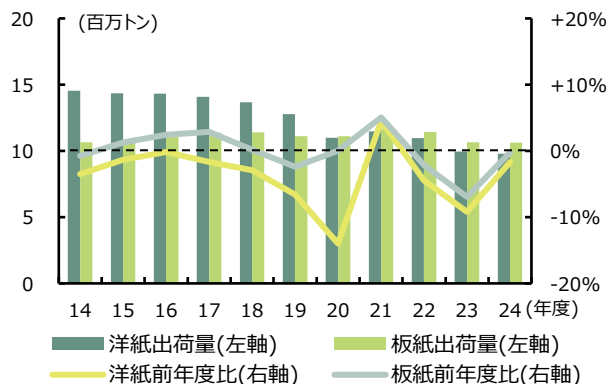
脱炭素社会や循環型社会の実現に向けて、持続可能な航空燃料(SAF)やセルロースナノファイバー(CNF)等の木質由来の新製品が、石油由来製品の代替として注目を集めています。大手製紙会社は、洋紙・板紙ともに需要が減少する可能性があるなか、事業の多角化の一環として、豊富な森林資源を活かして、木質由来の新製品開発に取り組んできました。足元では、大型のパイロットプラントを建設するほか、他業種やスタートアップ企業と連携して商用化を目指す等、大手製紙各社の取り組みが加速しています。

海外の業界動向～板紙では地域を跨いだ大型合併・買収が進展

欧米における板紙需要は、物価高による消費者の買い控え等を受けて、足元では微減傾向で推移しており、世界の製紙大手会社では生産拠点の統廃合等による収益力向上を目指した動きが進められています。こうしたなか、2024年7月に欧州板紙最大手スマフィット・カップと米板紙大手ウエストロックが経営統合したほか、2025年1月に世界二番手の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ミスを買収する等、地域を跨いだ大型合併・買収の事例も見られます。

図表1 洋紙・板紙の国内出荷量

～洋紙は需要減が継続、板紙は横這いが精々



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(2024年度)

～値上げ方針を継続し、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	18,493	677
2	日本製紙	11,824	197
3	レンゴー	9,933	374
4	大王製紙	6,689	98
5	リンテック	3,160	246
6	北越コーポレーション	3,057	197
7	三菱製紙	1,759	46
8	中越パルプ工業	1,110	48
9	特殊東海製紙	948	39
10	巴川コーポレーション(注1)	344	13

注1：2024年1月に巴川製紙所から社名変更

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 木質由来の新素材開発の動向

～大手製紙会社による取組が加速

企業名	各社の取組事例
王子ホールディングス	✓ 2025年5月、米子工場(鳥取県)の敷地内に、木質由来糖液及びバイオエタノールの日本最大級のパイロットプラントを竣工
日本製紙	✓ 2025年3月、バイオエタノール及びバイオケミカル製品の製造に向けて、住友商事及びGreen Earth Institute(GEI)(注2)と合弁会社を設立
レンゴー	✓ 2025年4月、バイオエタノール事業における住友林業との業務提携を公表し、12月目途で合弁会社を設立する予定
大王製紙	✓ GEIと協働でバイオエタノールやバイオケミカル製品の研究開発に取り組み、2025年6月より、バイオエタノールのサンプル品の提供を開始する予定

注2：バイオ由来製品を上市した実績を持つスタートアップ企業

出所：各社IR資料を基に弊社作成



5. 医薬品

業界動向

国内市場動向～諸課題の解消に向けた制度見直しが進む

高齢化等を背景とした医療費の増大が国家財政の大きな負担となる中で、政府は、過去から薬価引き下げや後発医薬品（GE）の使用促進で増大抑制に取り組んでいますが、足元では、創薬力の強化や供給不足の解消等に向けた政策も打ち出しています。2025年度の薬価中間年改定では、医療費抑制の取り組みと同時に、カテゴリ毎にそれぞれの改定範囲を設定する等、軽重をつけた改定が行われました。

事業者の動向～海外売上高が伸長し、決算は堅調

2024年度の大手新薬メーカーの業績は、国内市場に頭打ち感があるものの、為替影響の恩恵を受けつつ、グローバル向け製品を中心に売上を伸長し、堅調に推移しました。他方で、選定療養制度（注1）が2024年10月より施行となり、特許期間が満了した新薬（長期収載品）に依存してきたメーカーの事業環境は厳しさを増しています。

注1：患者がGE発売済み新薬を希望した場合、通常の自己負担分に、追加の費用負担が発生する制度

今後の見通し

新薬メーカーの見通し～進む事業の選択と集中、警戒感が高まるトランプリスク

直近では、兼業メーカーが医薬品事業を売却する事例も見られますが、継続的に新薬を上市することが難しくなる中、事業の選択と集中を目的とした新薬メーカーの再編は進展していく見通しです。また米国では、相互関税制度や最恵国待遇薬価（注2）の導入が検討されており、特に米国売上高の大きい新薬メーカーでは警戒感が高まっています。今後、リスク回避を目的とした米国への製造拠点の移転等も検討されるとみられます。

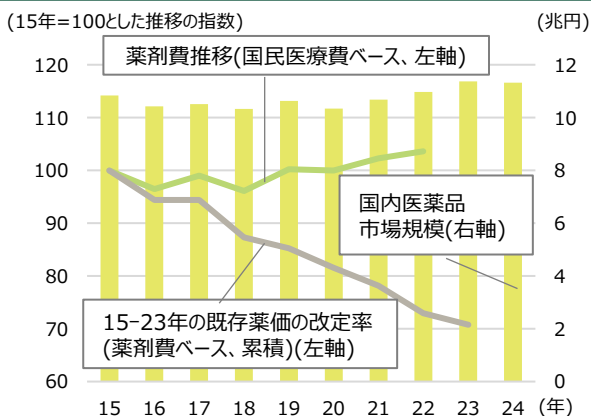
注2：米国の薬価を最も薬価が低い国の水準まで引き下げる制度で、25/5月にトランプ大統領が大統領令に署名した

GEメーカーの見通し～安定供給体制構築へ官民双方の動きが進む

GE業界では、安定供給体制の構築に向けた構造改革が進められており、政府は、今後5年間で集中改革期間として、順次具体的な支援策を打ち出していく方針です。これを受けて、GEメーカー大手各社は、サプライチェーンの強靱化や増産体制の整備等に取り組む方針を公表し、足元では緩やかなアライアンスに踏み出す動きもみられており、今後も、官民双方の動きが注目されます。

図表1 国内医薬品市場（＝薬剤費推移）

～高齢化や高額薬の使用等で市場規模は拡大



図表2 国内売上高上位10社（2024年度実績）

～国内市場は頭打ち、海外事業は堅調に推移

	企業名	決算月	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	武田薬品工業	3	45,816	3,426
2	大塚ホールディングス	12	23,229	3,236
3	アステラス製薬	3	19,123	410
4	第一三共	3	18,863	3,319
5	中外製薬	12	11,706	5,420
6	エーザイ	3	7,894	544
7	協和キリン	12	4,956	954
8	小野薬品工業	3	4,869	597
9	田辺三菱製薬	3	4,604	516
10	塩野義製薬	3	4,383	1,566

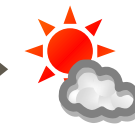
出所：各社決算短信を基に弊社作成

図表3 カテゴリ毎に薬価改定対象範囲を設定

～創薬力の評価、長期収載品は対象範囲拡大

カテゴリ		改定対象	
		25年度	23年度
新薬	新薬導出加算対象	平均乖離率の1.0倍超の品目	平均乖離率0.625倍超
	新薬導出加算対象外	平均乖離率の0.75倍超の品目	
長期収載品		平均乖離率の0.5倍超の品目	
GE、その他		平均乖離率の1.0倍超の品目	

出所：厚生労働省「令和7年度薬価改定の骨子」
<https://www.mhlw.go.jp/content/12404000/001364392.pdf>
 「令和5年度薬価改定の骨子」
<https://www.mhlw.go.jp/content/12404000/001027833.pdf>
 を基に弊社作成



6. 食品

業界動向

国内市場動向～価格転嫁の継続により続伸

2022年以降、食品・外食関連の家計支出額は、原材料・物流費・人件費等の高騰や、円安による輸入価格の上昇を受けた値上げを背景に拡大傾向で推移しています(2024年:前年比+3.9%)。もっとも、物価変動を除いた実質ベースの支出額は2023年対比減少しており、値上げ継続に伴い消費者に買い控えの傾向が見られる点には注意が必要です(同-0.4%)。

食品メーカーの業績動向～価格転嫁・既存事業強化で好調

2024年度は、原材料高や消費低迷等のマイナス要因があったものの、多くの企業が商品の高付加価値化等に注力することでコスト高に対して十分な値上げを実現し、増収増益を達成しました。一方、高付加価値化を図りにくいことに加え、原材料の高騰幅が大きかったため価格転嫁をしきれず、減益となったセクター(食肉、製油、等)も見られます。

今後の見通し

今後の戦略の方向性～持続的成長に向けた投資が活発化

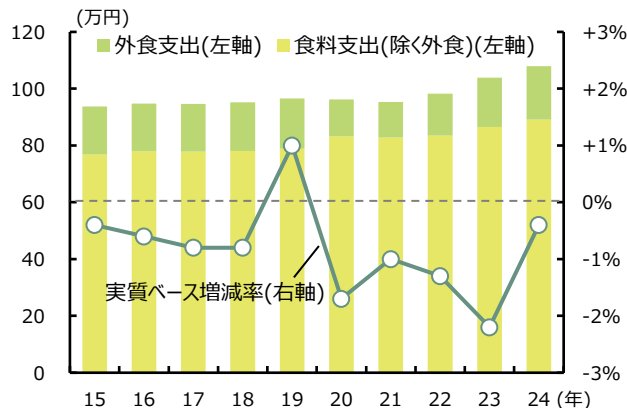
多くの食品メーカーは、コロナ禍や地政学リスク等を背景とした未曾有の事態から回復してきた後、足元では値上げ効果にも一巡感がみられ、ここから先は成長軌道を保ちにくい状況に置かれています。こうした中、業界内では、生産・物流の効率化や海外での生産体制強化に向けた投資のほか、新規事業の探索や企業間連携などの持続的成長に向けた取組みが活発化する見通しです。

食料安全保障の確保～政府の食品産業政策への貢献と自社成長の実現

足元では、米の供給不足や米国の関税政策のほか、食料・農業・農村基本法の改正を受けて、食料安全保障の確保が注目されています。2024年に改正された同法は、食品メーカー・卸・小売を含むサプライチェーン全層を対象に、持続可能な産業基盤の確立を目指すものとなっており、輸入の安定化(輸入相手国の分散・多様化、相手国への投資)や輸出促進等の重点施策に対して、食品メーカーはどのように関与・貢献できるかを考え、自社の成長と経済の好循環に繋げることが求められます。

図表1 食料品・外食関連家計支出(2人以上世帯)

～食料品・外食ともに価格転嫁に伴い増加基調



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(2024年度実績)

～価格転嫁によりコスト高を吸収

	企業名	決算期	売上高 (億円)	営業利益 (億円)(注)	前期比
1	サントリーHD	24/12	34,179	3,039	+43
2	アサヒグループHD	24/12	29,394	2,851	+214
3	麒麟HD	24/12	23,384	2,100	+95
4	味の素	25/3	15,306	1,593	+116
5	日本ハム	25/3	13,706	425	-24
6	山崎製パン	24/12	12,445	519	+99
7	明治HD	25/3	11,541	847	+4
8	マルハニチロ	25/3	10,786	304	+38
9	伊藤ハム米久HD	25/3	9,888	196	-28
10	コカ・コーラボトラーズ ジャパンHD	24/12	8,927	129	+97

注：サントリーHD、アサヒグループHD、麒麟HD、味の素、日本ハム、コカ・コーラボトラーズジャパンHD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 持続的成長に向けた各社の事業計画

～国内外で成長投資が活発化する見込み

企業名	事業計画
アサヒグループHD	既存事業の安定成長による利益創出と新規事業の探索・育成の循環、及び外部との連携強化による物流効率化や調達機能の強化を目指す
ニッスイ	3年間で約1,100億円の成長投資を計画。国内では、個食・簡便・健康ニーズに応える商品開発力を強化するほか、スマートファクトリー化を含めた生産体制の構築を進める方針。海外では、北米・欧州での生産能力増強、アジア・グローバルサウスの開拓によりマーケットの拡大を目指す
森永乳業	牛乳類等の安定的かつ効率的な生産供給体制の構築を目的とした新工場の建設を計画。ECや海外輸出等の新規需要を獲得することで、収益性の向上を図る

出所：各社をニュースリリース、決算説明資料を基に弊社作成



7. 電子部品・半導体

業界動向

市場動向～AIサーバー向けは急成長も、その他は軟調

2024年の電子部品・半導体(メモリ除く)市場は、産業機械・民生機器(家電)・自動車向け分野を中心に、中国での景気後退や、自動車販売の不調等の影響を受け、軟調に推移しました。一方、AI技術の普及を見越した投資が活況なサーバー向け等の先端分野では大幅な需要拡大がみられ、市場全体でみればプラス成長に転じています。

メモリ半導体市場は、主要搭載先の需要縮小や、需給悪化に伴う単価下落を受け2023年に大きく縮小しましたが、その後、大手メモリメーカーの減産や、セットメーカーによる在庫調整が一巡したことで需給バランスが回復。AI用サーバー向けのDRAM^(注1)(HBM)の需要拡大も相まって、2024年は市場回復局面を迎えました。

注1：Dynamic Random Access Memory。メモリの一種であり、高速読み書きが可能ながら、電源を切ると情報が失われる揮発性を特徴とする。このうち高速性を高めてAIサーバー用途に使われるものはHBM(High Bandwidth Memory)と呼ばれる

今後の見通し

市場見通し～中長期的には緩やかな回復

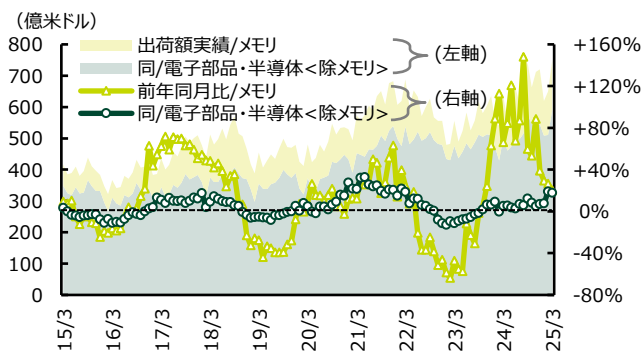
今後も、市場全体では活発なAIサーバーへの投資が成長を牽引する見通しです。製品分野別では、車載・産業機器向け部品・半導体は足元で最終製品需要の回復時期が不透明な状況下、短期的には調整局面が続くとみられますが、中長期的には自動車電動化や工場自動化を背景に拡大に転じるとみられます。

AI関連需要動向～活況なAI関連需要の国内への取り込みが必要

AI関連分野では、今後もGPU(AIサーバーのコア部品)市場でシェア9割を有するNVIDIAのほか、グローバル大手DRAMメーカーやファウンドリが業容を拡大していくとみられます。一方日本では、レガシー分野の半導体・電子部品メーカーが大半を占める中、上記分野の成長を国内に取り込んでいないことが課題となっています。このような環境下、経済産業省は、AI・先端半導体分野の事業者育成を目的に、2024年11月、「AI・半導体産業基盤強化フレーム」として2030年度までに10兆円(官民合計では10年間で50兆円)を拠出すると発表。今後は、政府からの後押しを受けて、民間でもAI・先端半導体分野への投資が加速することが期待されます。

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2025年3月迄)

～24年度は大きく回復



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

(2024年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

	企業名		売上高 (百万USD)	営業利益 (百万USD)
1	NVIDIA	米	130,497	81,453
2	TSMC	台	90,214	41,206
3	Intel	米	53,101	▲4,708
4	Broadcom	米	51,574	14,996
5	SK Hynix	韓	48,547	17,211
6	Qualcomm	米	38,962	10,071
7	BOE	中	27,645	1,268
8	AMD	米	25,785	2,086
9	Micron	米	25,111	1,246
10	TCL	中	22,988	312
12	ニデック	日	17,099	1,575

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 国内半導体産業への政府支援額

	これまで	AI・半導体産業基盤強化フレーム
官民投資額	2030年までに12兆円超	今後10年間で50兆円超
政府支援額	約3.8兆円 (注2)	10兆円超 (注3)

計約14兆円(AI分野含む)の支援を行う旨を発表

注2：特定半導体基金(直近3年度の予算:計1.7兆円)、半導体サプライチェーンの強靱化支援(同0.8兆円)、ポスト5G基金(同1.3兆円)の合計

注3：AI分野での支援額との合計

出所：内閣官房「石破内閣総理大臣記者会見」
(https://www.kantei.go.jp/jp/103/statement/2024/1111_kaiken.html)を基に弊社作成



8. 電気機械

業界動向

BtoC市場動向～APAC地域の普及拡大が市場を支える

民生向け市場は、近年、ロシア・ウクライナ紛争や最大需要地の中国での不動産不況などにより縮小基調にありましたが、インド・東南アジア等での普及率上昇が続く中、2024年度は中国政府の補助金政策(注1)もあって前年比微増となりました。2025年度は、トランプ関税など不透明要素はあるものの、APAC地域での普及拡大や端末・機器へのAI搭載による需要喚起に支えられ、緩やかな増加が見込まれます。

注1：中国では2024年3月に自動車や家電の買替促進を目的とする補助金を導入。2025年1月にはスマートフォンなど対象製品を拡大しており、中国での民間消費回復に繋がっています

BtoB市場動向～AIサーバーの需要が急拡大

企業向け市場は、AI技術の発展により高単価なAIサーバー需要が急拡大している他、Windows OSの更新需要(注2)がPC市場を一時的に押し上げており、2025年度も拡大基調で推移する見通しです。

注2：Windows 10のサポートが2025年10月に終了予定であることから、Windows 11へ対応したPCへの買替需要が徐々に高まっています

今後の見通し

技術動向～エッジAIに注目

米・OpenAIの「GPT」に代表されるAIモデルの登場以降、AIの普及拡大を見据えたデータセンター投資が活況ですが、電力逼迫が供給制約となりつつある中、端末・機器にAI機能を実装するエッジAI技術が注目されています。データセンター(クラウド)を介さないことで、①情報漏洩リスクの低減、②処理速度の向上、③通信・電力コストの低下、などのメリットがあり、各社がエッジAIを搭載した端末・機器の開発・市場投入を進めています。

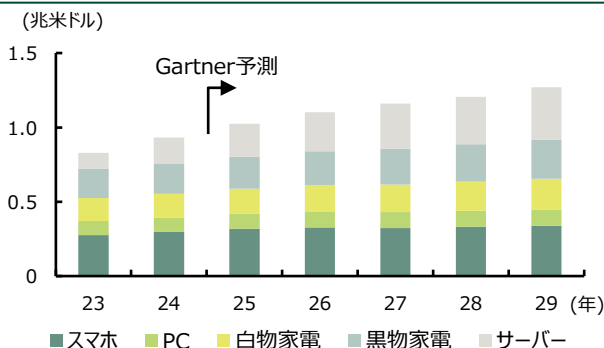
国内動向～2025年度は不悪だが、雲行きは晴れず

日本国内をみると、2025年度は2024年度に引続きGIGAスクール構想(注3)に用いられるPCの買替需要や、電気代高騰をきっかけとした省エネ家電への買替需要が見込まれ、市場は一時的に押し上がるとみられます。もっとも、国内ではAIサーバーを除けば既に成熟市場の位置づけにあるうえ、品質・性能向上が進む外資系メーカーの安価な製品が徐々に消費者に受け入れられていることもあり、国内市場を主力の事業基盤とする日系電気機械メーカーの業績見通しは楽観できない状況です。

注3：全国の義務教育課程の児童・生徒に、1人1台ずつのPCと、高速インターネット環境を整備する文部科学省の取組み

図表1 世界電気機械市場規模推移

～24年はサーバー市場が急増、他製品も小幅に回復



出所：グラフはGartner®リサーチを基に弊行作成。
Gartner, Forecast: Semiconductors and Electronics, Worldwide, 2023-2029, 1Q25 Update, Rajeev Rajput et al., 11 April 2025, Factory Production Units basis. (スマホ=Smartphone, PC=PCs, 白物家電=Appliances, 黒物家電=Consumer Electronics except Appliances, サーバー=Servers). 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.

図表2 電気機械メーカー売上高上位10社

(2024年度)～スマホ・PCメーカーが上位を占める

	企業名		売上高 (百万USD)	営業利益 (百万USD)
1	Apple	米	391,035	123,216
2	サムスン電子	韓	220,791	24,016
3	鴻海	台	213,542	6,245
4	ファーウェイ	中	119,842	10,723
5	Dell	米	88,425	6,059
6	LGエレクトロニクス	韓	64,378	2,509
7	パナソニック	日	58,859	2,571
8	Lenovo	香港	56,864	1,993
9	美的集団	中	56,600	5,363
10	Cisco	米	53,803	13,074

出所：各社IR資料を基に弊行作成

図表3 エッジAIの活用事例

～スマートフォン・PC・家電の機能強化に活用

企業名	内容
Apple	スマートフォンやPCに自社開発のエッジAI技術である「Apple Intelligence」を搭載。「Siri」によるタスク処理の性能向上に活用する他、通知やメールの要約・画像の編集などの機能を実装している。
Microsoft	自社開発のエッジAI技術を搭載したWindows PCである「Copilot+PC」をリリースし、AIとのチャットを通じた文章の要約や画像の生成などに活用。PCメーカー各社が同技術搭載のPCを展開している。
シャープ	自社開発のエッジAI技術である「CE-LLM」を家電に搭載し、「AIパートナー」との自然で速やかな会話を通じ、家電のコントロール等の機能に活用している。

出所：各社プレスリリースを基に弊行作成



9. 機械

業界動向

海外市場動向～政府支援を受けて中国で需要持ち直し

建設機械は、北米の在庫調整や欧州の景気低迷の影響で振るわなかったものの、工作機械や産業機械は、買替支援策により中国の更新需要が喚起されたほか、経済成長が続く新興国の需要が拡大していることから、2024年度の3機種合計受注額は前年度をわずかに上回りました。今後は、トランプ政権が発足し先行き不透明感が強まっていることから、投資意欲が減退し、受注額も弱含む可能性があります。

国内市場動向～国内の設備投資意欲は弱含み

日本は輸出への依存度が高く、米国大統領選挙の動向など世界の景気の先行きが不透明な中で設備投資の様子見姿勢が強まったほか、建設機械は、人手不足や資材価格の上昇により工事需要が減少した影響を受けたことから、2024年度の受注額は3機種全てで前年度を下回りました。今後も、米国の通商政策を巡る不透明感が拭えず、国内においても設備投資の手控えが続く可能性があります。

今後の見通し

トランプ関税と機械産業～設備投資意欲の減退など間接的な影響も懸念

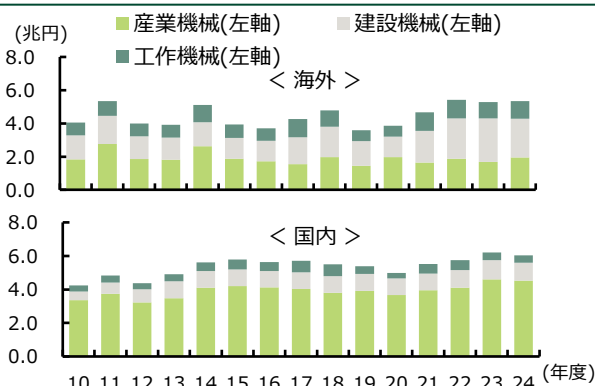
日本の対米輸出において、機械産業は自動車産業に次ぐ位置付けにあります。機械メーカーは、完成品輸出だけでなく、米国工場に基幹部品を輸出しているケースも少なくないため、これら輸出品に対するトランプ関税の直接的な影響はもちろんのこと、景況感の悪化や米金利引き下げの遅れによる設備投資意欲の減退など、間接的な影響も懸念されます。販売価格への転嫁やコスト削減による関税影響の吸収、サプライチェーンの見直しなど、各社は様々な対策を講じていくとみられ、今後の動向が注目されます。

注目が集まる宇宙ビジネス～宇宙戦略基金の設立と新規参入拡大への期待

近年、安全保障や産業育成の観点から宇宙ビジネスに対する関心が高まっています。2024年には、JAXAの新型ロケットおよび民間企業による小型ロケットの打ち上げなどが注目を集めたほか、政府も、複数年にわたる1兆円規模の産業支援策として「宇宙戦略基金」を創設するなど宇宙ビジネスの育成・支援を加速させています。同基金の第1期公募で採択された企業は、宇宙関連ベンチャーのみならず幅広い業種に及んでおり、今後も、宇宙ビジネスへの新規参入の拡大が期待されます。

図表1 機械受注額推移(注1)

～外需は回復も内需は停滞が続く



注1：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社作成

図表2 世界業種売上高(注2)上位10社(2024年度)

～米日企業が上位に並ぶ

	企業名		業種売上高 (兆円)
1	Caterpillar	建設機械 米	9.3
2	Deere & Co	建設機械 米	7.7
3	Robert Bosch	産業機械 独	5.3
4	小松製作所	建設機械 日	3.8
5	Eaton Corporation	産業機械 米	3.3
6	CNH Industrial	農業機械 英	2.8
7	豊田自動織機	産業車両 日	2.7
8	クボタ	農業機械 日	2.6
9	China National Material	産業機械 中	2.4
10	Liebherr Group	建設機械 スイス	2.4

注2：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 宇宙戦略基金 第1期採択企業(抜粋)

～大手、ベンチャー、学校等様々な分野から採択

実施機関名	分野	概要
三菱重工業 清水建設	輸送	宇宙輸送機の革新的な軽量・高性能化及びコスト低減技術
日本郵船	輸送	再利用機体回収に関する地上基盤技術開発
インターステテクノロジズ 東京大学 名古屋大学	衛星	高精度衛星編隊飛行技術
トヨタ自動車	探査	再生型燃料電池システム
Space BD	探査	低軌道汎用実験システム技術

出所：JAXA宇宙戦略基金HPを基に弊社作成



10. 自動車

業界動向

市場動向～トランプ関税が自動車需要の重石となる恐れ

2024年の世界自動車市場は、完成車メーカー（以下、OEM）が販売奨励金の積み増しに動いた米国や、買替補助金の再開を受け需要が持ち直した中国を中心に販売台数が伸長し、88.5百万台と前年比+2.1%の増加となりました。もっとも、景気が低迷する欧州では足元で販売台数が減少していることに加え、今後はトランプ関税による米国でのインフレ再燃や主要国の経済成長の鈍化が世界の主要市場における自動車需要を下押しする可能性があります。

各社業績～販売奨励金や原価の上昇が利益を圧迫

2024年度の日系OEM各社^{（注1）}の業績は、円安の恩恵を受けつつも、中国やASEANでの競争激化等を背景とする販売台数の減少に加え、米国等での販売奨励金の積み増しや、材料費や労務費等の原価上昇等の影響が大きく、主要7社中6社が前期比で営業減益となりました。 注1：トヨタ（ダイハツ含む）、ホンダ、日産、スズキ、マツダ、SUBARU、三菱自

今後の見通し

米国通商政策～自動車サプライチェーンに及ぼす影響

日系OEMは米国に約270万台の完成車を輸出している他、世界各地域から様々な部材を米国内工場に輸入しています。トランプ政権の自動車関税が及ぼす甚大な影響の緩和に向け、米国への生産移管を検討するOEMもみられる等、中長期的な供給網の見直し等が進む可能性もあります。また、米国への対抗措置として中国がレアアースの輸出管理を強化したことで、生産停止に追い込まれる工場も出ています。米国が日本に要求している自動車に関する非関税障壁の撤廃は、国内自動車販売への影響も懸念されるだけに、各国と交渉を続ける米国の通商政策の行方が注目されます。

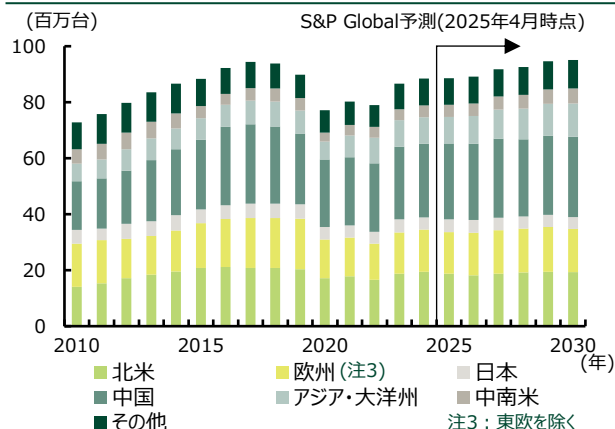
電動化～BEV^{（注2）}販売の減速や規制見直しを受けた各社の戦略に注目

ア－リーアダプター層による購入の一巡や各国の購入補助金削減等を受けて、2024年の世界BEV販売比率は13.1%（前年比+0.8%p）にとどまり、欧米を中心にBEV普及の停滞感が強まっています。更に足元では、米国や英国で厳格な環境規制を緩和する動きもみられる中、OEM各社は製品開発や投資計画をはじめとする電動化戦略の修正を求められる可能性があります。

注2：BEV(Battery EV)の略。電力のみを動力とする電気自動車

図表1 世界の新車販売台数動向

～中長期では新興国が牽引役となり台数増が期待



出所：国際自動車ニュース、マークラインズ、S&P Global Mobility(“Includes content supplied by S&P Global Mobility; copyright ©S&P Global Mobility,2025. All right reserved”) を基に弊行作成

図表2 世界の新車販売台数上位10位(2024年)

～各社の中国市場における苦戦が鮮明に

	企業名		販売台数 (百万台)	前年比
1	トヨタ	日	10.4	▲4.3%
2	Volkswagen	独	8.6	▲2.0%
3	現代自動車	韓	6.7	▲2.2%
4	Stellantis	蘭	5.6	▲7.8%
5	GM ^{（注4）}	米	4.4	▲10.0%
6	BYD	中	4.1	43.0%
7	Ford	米	4.0	2.0%
8	ホンダ	日	3.7	▲4.5%
9	日産	日	3.2	▲1.1%
10	スズキ	日	3.1	6.1%

注4：上海通用五菱汽車を除く

図表3 完成車メーカー各社の関税対応方針^{（注5）}

～一部で生産移管や値上げの動きがみられる

企業名	関税による追加コスト	関税への対応方針
トヨタ	1,800億円 (4,5月影響見込のみ)	関税導入後も当面は値上げを行わない方針
ホンダ	最大6,500億円 (二輪車を含む)	シビックの生産を一部米国移管
日産	最大4,500億円	ローグの生産を一部米国移管
GM	最大50億ドル	カナダ工場でシフト数を削減、米国工場で生産能力を引上げ
Ford	25億ドル	メキシコ生産の3車種を値上げ
現代自	-	ツーソンの生産を一部米国移管

注5：各社の発表に基づく



11. 造船

業界動向

市場動向～新造船受注は堅調も、国内の建造能力はひっ迫

海上荷動き量の増加等を背景に、大手を中心とする船主が積極的に発注したことから、2024年における世界の新造船受注量は前年比+45%の187百万DWTと大幅に増加しました。国内でも、高水準の受注により各社平均の受注残は3年超に達しており、期近な船台は既に完売状態にあります。もっとも、過去10年以上受注シェア首位を維持している中国は、更なる建造能力の拡大並びに受注確保を進めており、2024年の受注シェアは7割弱に至っています。

各社業績～円安効果もあって業績は好調に推移

日系造船各社では、高船価船の建造が本格化していることに加え、円安進行による輸出採算の改善も追い風となって、2024年度は総じて堅調な業績となった模様です。もっとも今後については、資機材価格や労務費等の建造コストの上昇や為替の円高反転等が利益の下押し要因となる可能性があります。

今後の見通し

米国海事産業の再興を目指すトランプ政権～国内造船業への影響にも注目

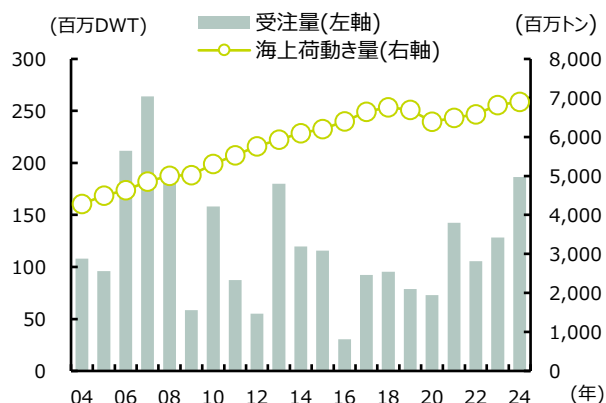
米トランプ政権は、米国における海事産業の再興を目的とした政策を打ち出しています。連邦議会においても、米国籍商船の増強や海自安全信託基金の設立等を掲げたSHIPS法案や、同盟国造船所での艦艇建造を条件付きで認める法案等が提出されています。2024年6月の韓・ハンファによる米・フリー造船所の買収など、造船業における他国間協力において韓国が先行する中、日米間でも、サプライチェーンの強靱化や修繕能力の拡大、艦艇分野における技術連携などに向けた動きが注目されます。

次世代船分野における協業体制の確立～競争力の向上に向けて

次世代船分野においても、国からの支援も受ける形で中韓造船所の存在感が高まる中、日系各社の競争力向上に向けて、「オールジャパン」体制の推進が急務となっています。2024年に海運大手3社と造船4社が液化二酸化炭素運搬船の開発に向けた共同検討を開始した他、2025年に川崎重工業と今治造船、ジャパンマリンユナイテッドの3社が液化水素運搬船の量産に向けた協業を開始しており、今後も次世代船の研究開発から生産までを共同で取り組む動きが一段と加速するとみられます。

図表1 世界の新造船受注量と船腹需給の推移

～新造船受注は引き続き堅調



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

図表2 世界の新造船竣工量上位10社(2024年)

～中韓造船所の存在感は依然として大きい

	企業名		竣工量 (万DWT)	竣工量 YoY	シェア
1	中国船舶集団(CSSC)	中	1,638	+2%	18%
2	現代重工業G	韓	1,085	-0%	12%
3	COSCO造船G	中	645	+30%	7%
4	三星重工業G	韓	515	+11%	6%
5	揚子江船業G	中	499	+7%	6%
6	今治造船G	日	486	-6%	5%
7	江蘇新時代造船	中	425	+15%	5%
8	ハンファG	韓	372	-7%	4%
9	ツネイシHD	日	282	-5%	3%
10	大島造船所G	日	232	-21%	3%

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

図表3 米国における主な海事関連法案

～米国海事産業の復興に向けた動きが加速

法案	主な内容
SHIPS for America Act <審議待ち(注)>	✓ 今後10年で米国籍商船を250隻(現状比+170隻)に増強 ✓ 米国造船所及び船用機器産業への25%の税額控除 ✓ 海事安全信託基金の設立 ✓ 造船所・船員向け採用・訓練・定着支援を拡充
Ensuring Naval Readiness Act <審議待ち(注)>	✓ NATO加盟国又はインド太平洋地域の同盟国造船所での海軍艦艇又は艦隊・上部構造主要部品の建造を条件付きで許可

注：2025年5月末時点

出所：Whitehouse.gov、U.S. Congressを基に弊社作成



12. 通信

業界動向

国内市場動向～高付加価値サービスの動向に注目

固定通信市場は、家庭用インターネットの普及で既に頭打ちの状態です。移動体通信市場は、需要が一巡したスマートフォン向けの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。

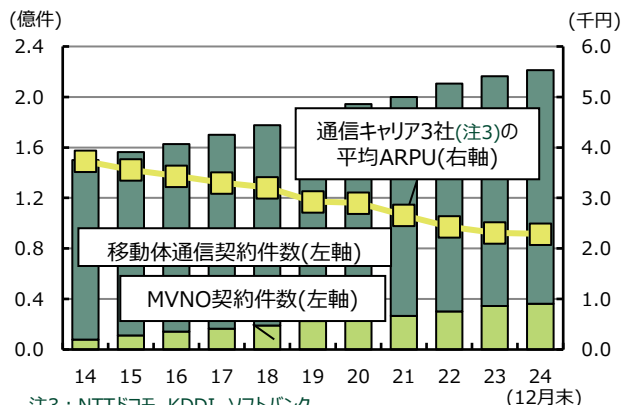
一方、ARPU(注2)は過去から下落傾向が続いており、各社が安価なサブブランドを提供開始した2021年以降下落幅は更に拡大していましたが、2023年以降は各社がメインブランドへの集客を強化していることから、下げ止まりの兆しが見え始めています。短期的には安価なサブブランドへのユーザー流出は続くと思われますが、各社が大容量プランのサブスクリプションコンテンツ拡充や高速通信の優先権付与といった高付加価値サービスをバンドルすることでARPUの反転を狙っており、中長期的には1人当たりデータ使用量の増加もあり、高単価な大容量プランへの移行が進むと期待されます。

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

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



図表2 国内売上高上位企業(2024年度)

	企業名	主事業	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	NTT (うち移動通信事業)	固定 移動体	137,047 (62,131)	16,496 (10,205)
2	ソフトバンク	固定 移動体	65,443	9,890
3	KDDI	固定 移動体 CATV	59,180	11,187
4	楽天グループ (うち移動体通信事業)	移動体	22,792 (4,407)	530 (▲2,089)
5	TOKAIホールディングス	CATV	2,435	168
6	スカパーJSAT ホールディングス	衛星	1,237	275

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 金融機関との連携の強化

～経済圏への取り込みに向けた競争激化

企業名	年/月	内容
NTTドコモ	23/10	マネックス証券を連結子会社化
	25/5	住信SBIネット銀行をTOB
KDDI	25/1	auじぶん銀行を完全子会社化
ソフトバンク	25/5	三井住友FGと業務提携
	25/5	PayPayと三井住友カードが業務提携
楽天グループ	23/11	みずほ証券が楽天証券ホールディングスに追加出資
	24/11	みずほFGが楽天カードに出資

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

市場動向～コンテナ船・バルカーは下落トレンド

コンテナ船の運賃は、2023年末から続く紅海情勢悪化を受け、スエズ運河を回避する動きから船腹需給がタイト化した他、欧米向けの前倒し出荷が増加したこと等により、2024年半ばにかけて急騰しました。その後は、荷動きがピークアウトして下落傾向で推移してきた中、2025年4月にはトランプ政権の追加関税発動により、輸送需要が大きく落ち込んだものの、船社の供給調整が働き、市況の更なる下落は避けられました。

バルカーは、中国経済の低迷による鉄鉱石・石炭在庫の増加を背景に、2024年11月以降下落傾向にありましたが、中国の旧正月終了後の需要回復を受けて一時的に上昇。その後は、港湾在庫の増加に伴い輸送需要が低迷し、市況は再び下落トレンドに転じています。

タンカーは、2024年11月以降、暖冬に伴う需要低迷により一時下落したものの、2025年に入ると、米国によるロシア制裁強化等を背景に底堅く推移しています。

今後の見通し

トランプ大統領の政策による市況への影響～荷動きの鈍化につながる可能性

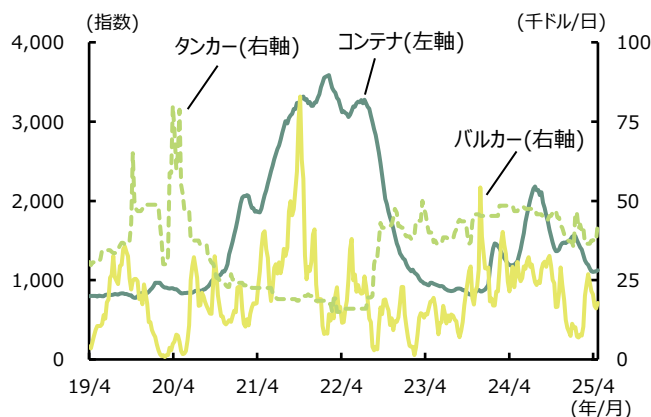
トランプ政権の関税政策を巡り、コンテナ船では、中国-北米航路を中心に貨物量が一時的に落ち込みましたが、2025年5月に入り、米中間で関税率の引下げに合意すると、荷動きの急増により船腹量の確保が追い付かず、市況は一転高騰しました。また、バルカーやLPG船等でも先行き不透明感が強まる中で市況に影響が出始めている他、今後、自動車船についても、関税措置に伴い販売価格が上昇し、消費活動が低迷すれば、荷動きも停滞する可能性がある等、幅広い船種に影響が及ぶことが想定されます。

加えて、2025年10月からは、中国船社の船舶や中国建造船の他、米国外で造船された自動車船に対して入港料を課徴する方針が打ち出されており、自動車船や中国建造船のシェアが高いコンテナ船を中心に、輸送コストの上昇は避けられないとみられます。

更に、今後は、コンテナ船・自動車船ともに、新造船の竣工増加が見込まれる中、船腹需給の軟化によって市況が下落するとみられる他、紅海での航行が再開されれば、供給過剰感が一段と増す可能性がある等、各社の業績への下押し圧力が強まることが想定されることから、今後の動向には注視が必要です。

図表1 海運市況の推移

～コンテナ・バルカーは下落傾向、タンカーは堅調



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(25年4月時点)

～3大アライアンスのシェアは6割超

3大アライアンス	アライアンス/企業名		シェア
	Ocean Alliance	CMA CGM	12.4%
		COSCO	10.4%
		Evergreen	5.6%
		合計	28.4%
	Gemini Cooperation	Maersk	14.2%
		Hapag-Lloyd	7.4%
		合計	21.6%
	Premier Alliance	ONE	6.2%
		HMM	3.0%
		Yang Ming	2.3%
	合計		11.5%
単独運航		MSC	20.2%

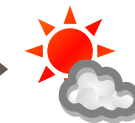
出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」
を基に弊社作成

図表3 トランプ政権による港湾課徴金(注)措置

～中国船や自動車運搬船が対象

中国籍の運航船	中国の船舶運航者及び所有者に対する最大140ドル/トンの段階的課徴金（純トン数基準）
中国建造船	最大33ドル/純トン、又は、250ドル/コンテナの段階的課徴金（純トン又はコンテナの何れが高い方）。米国船発注で免除可
外国建造の自動車船	150ドル/CEUの課徴金。3年以内の米国造船引き渡し契約で免除可

注：課徴金の適用開始は25年10月予定
出所：Whitehouse.gov、U.S. Congress を基に弊社作成



14. 空運

業界動向

海外市場動向～旺盛な旅客需要を背景に好調に推移

2024年の航空旅客輸送量^(注1)は、旺盛な旅客需要を背景に2023年比で+10%増加し、コロナ禍前の2019年比では+4%増加する等、好調に推移しています。また、ロードファクター(有償座席利用率)も84%まで上昇し、通期ベースで過去最高を記録しています。

国内市場動向～国内線・国際線ともにコロナ禍前を上回る

国内線は、需要喚起を目的とした割引セールの実施に加え、円安の進行によって海外旅行から国内旅行へのシフトが進んだこともあり、2024年初以降、コロナ禍前を上回る水準で推移しています。

国際線についても、円安の後押しもありインバウンド需要が旺盛である他、日本発のビジネス需要も順調に回復していることから、2025年初以降はコロナ禍前の水準を上回って推移しており、本格的な回復の兆しがみられます。

注1：RPK:有償旅客数×輸送距離(キロ)

今後の見通し

旅客需要の見通し～2025年の国際旅客数は過去最高を更新見込み

国際航空運送協会(IATA)では、2025年の国際旅客数は49.9億人(前年比+4%)と過去最高を更新するとの見方を示しています。もっとも、米国トランプ政権の関税政策を背景に先行き不透明な状況にある中、足元の旅客需要に大きな変化はみられないものの、世界経済の停滞や地政学リスクの高まりによる需要の変動には注意が必要です。

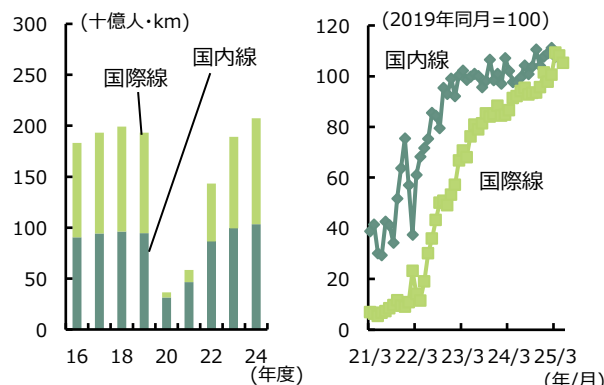
航空大手の戦略～国際線:拡大強化、国内線:需給適合

ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)は、需要拡大が期待される国際線の強化に向けて北米路線を中心に大型機材の投入を進める一方、国内線では、ユニットレベニュー^(注2)の改善を図るため、中小型機にシフトしつつ需給適合を目指す方針です。こうした中、航空機メーカー最大手の米ボーイング社は、品質問題や労働組合のストライキにより生産体制に支障を来していることに加え、足元ではトランプ政権との関税・通商交渉の有力な材料として各国が大量発注を進めていることもあり、航空機材の納入が遅れ、世界的な機体の供給制約に繋がる懸念があります。

注2：座席キロ当たりの収入単価。イールド(旅客1人を輸送した際に得る収入単価)×有償座席利用率

図表1 日本の航空旅客輸送量

～国際線・国内線ともコロナ禍前の水準を上回る



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3)

～ANA・JALのシェアが低下傾向

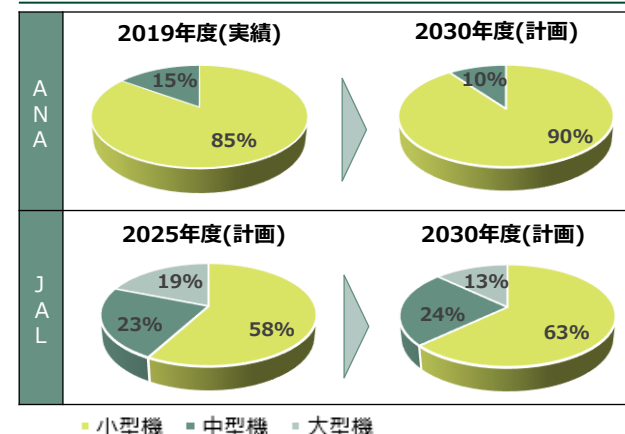
	企業名	シェア
1	United Airlines 米国	5.0%
2	Delta Air Lines 米国	4.5%
3	American Airlines 米国	4.4%
4	Emirates アラブ首長国連邦	3.3%
5	Southwest Airlines 米国	2.6%
6	Ryanair アイルランド	2.6%
7	Qatar Airways カタール	2.2%
8	Turkish Airlines トルコ	2.1%
9	China Southern Airlines 中国	2.0%
10	China Eastern Airlines 中国	2.0%
27	ANA 日本	0.9%
33	JAL 日本	0.7%

注3：有効座席キロベース。2025年5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社における国内線の機材構成

～中小型機へのシフトによる需給適合



■ 小型機 ■ 中型機 ■ 大型機

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



15. 陸運

業界動向

国内市場動向～大口貨物は減少傾向、小口貨物は底打ち

2024年度における営業・自家用合計の自動車貨物輸送量は、建設関連貨物の荷動きが低調に推移したことから、前年度をやや下回りました。一方、宅配便取扱個数については、物価高を背景に個人消費の低迷が続く中でも、法人向け小口貨物の荷動きが堅調に推移したことにより、増加トレンドに転じています。

大手10社業績～事業者間で収益格差が拡大

日系物流大手10社の2024年度業績は、堅調な荷動きとコスト転嫁による値上げ等により概ね増収となりました。損益面をみると、企業の物流効率化ニーズの高まりを背景に、3PL^(注1)や総合物流を展開する企業が増益を確保した一方、実運送を主に手掛ける宅配・特積み企業では、慢性的なドライバー不足により人件費や外注費が上昇し、価格転嫁だけでこれを吸収できず減益となっており、事業者間で収益格差が拡大している状況です。注1：荷主に代わって、物流業務(輸送・保管・流通加工等)を代行する事業者。

今後の見通し

業界再編の進展～各社の生き残りを掛けた事業戦略に注目

物流業界では、2024年4月以降、トラックドライバーの時間外労働に上限規制が適用されたことを受け、輸送能力の確保に向けた業界再編の動きが活発化しています。今後についても、人手不足や物流コスト低減を目的に、業界・業種の垣根を超えた業務提携の動きが増加するとみられる他、省人化・新技術の獲得を狙ったベンチャー投資も見込まれる等、各社の生き残りを掛けた事業戦略に注目が集まっています。

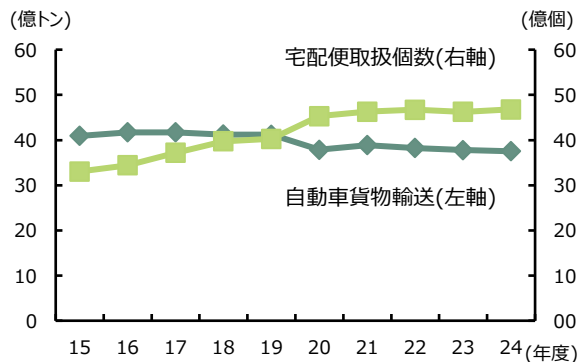
改正物流関連二法の施行～業界構造の見直しが本格化

2025年4月、政府は「改正物流関連二法」を施行しています。具体的には、全ての物流事業者・荷主に対して、荷待ち・荷役等時間の短縮や積載効率の向上等に取り組むべき措置について努力義務が課された他、一定規模以上の事業者には物流統括管理者(CLO^(注2))の選任が義務付けられています。こうした状況下、業界全体で、多重下請構造の是正や商慣行の見直しに向けた取組みが本格化し、持続的な成長の促進が期待されています。

注2：Chief Logistics Officerの略。物流の適正化・生産性の向上に向けた取組の責任者として、販売部門・調達部門等、他部門との交渉・調整を担う

図表1 荷動きの推移

～大口貨物は減少傾向、小口貨物は底打ち



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2024年度業績

～3PL/総合物流と宅配・特積みの収益に差

	企業名	売上高 (億円)	前期比	営業利益 (億円)	前期比
1	日本郵便	34,423	+4%	35	-28
2	NXHD ^(注3)	25,776	+15%	491	-110
3	ヤマトHD	17,627	+0%	142	-259
4	SGHD	14,792	+12%	878	-14
5	センコーグループHD	8,546	+10%	349	+50
6	セイノーHD	7,374	+15%	299	+65
7	山九	6,068	+8%	439	+87
8	SBSHD ^(注3)	4,481	+4%	177	-20
9	鴻池運輸	3,450	+10%	214	+48
10	福山通運	3,025	+5%	74	-31

注3：NXHDとSBSHDは24/12月期通期決算

出所：各社決算短信(日本郵便は日本郵政IR資料)を基に弊社作成

図表3 物流事業者・荷主のアライアンス事例

～物流効率化を目的とする再編機運の高まり

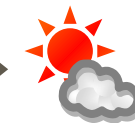
【物流事業者】

年/月	企業名	内容
25/2	日本郵便グループ	事業環境の変化に対応した物流網維持・拡大を目的にトナミHDを買収
24/12	ヤマトHD	3PL事業の強化等を目的にナカノ商会を買収
24/7	SGHD	低温物流網の補完・強化を目的にC&FロジHDを買収

【荷主】

年/月	企業名	内容
25/3	西武HD、オリックスグループ	両社傘下のホテル事業で物流倉庫を共通化し、近隣の施設に配送
24/8	日本製紙、麒麟ビバレッジ、スギ薬局、アスクル、YKK AP	物流データの共有システム基盤を用いて共同配送を開始

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

国内市場動向～民間が牽引し、受注高は前年度を上回る

2024年度の国内大手ゼネコン50社の国内受注高をみると、官公庁工事は、インフレや財政難に伴う入札の不調・不落により、市区町村からの工事が減少したことで、前年度比-4.1%と3年ぶりに減少しました。一方、民間工事では、データセンターや都市再開発等の大型案件の引き合いが強く、物価高騰による工事価格の上昇も相まって、同+8.9%と堅調に推移しています。

国内市場動向～価格転嫁・選別受注による採算改善が進む

ゼネコン各社は、手持工事高の積み上がりによる施工体制の逼迫や建築コストの高騰を背景に、選別受注を強化しつつ、物価上昇分の価格転嫁を進めてきたことから、採算は改善傾向にあります。もっとも、今後については、人手不足に伴う労務費の上昇や工期の長期化等が懸念されるため、労働力確保・生産性維持向上への取組みが事業者の競争力を左右するとみられます。

今後の見通し

成長が期待されるアセット～データセンター・半導体関連工場・ホテル

生成AIやクラウドサービスの普及によるデータ流通量の急増を背景に、データセンターの新設や建替・改修ニーズが拡大するとみられる他、政府による国内半導体関連産業への巨額の支援(注1)を背景に、半導体関連工場への投資が拡大することが想定されます。また、2024年の訪日外国人数が3,600万人を超え過去最高を記録する中、更なるインバウンドの増加を見据えて、都市部を中心にホテルの新規開業が相次いで計画されており、これらのアセットへの投資需要は今後も堅調に推移するとみられます。

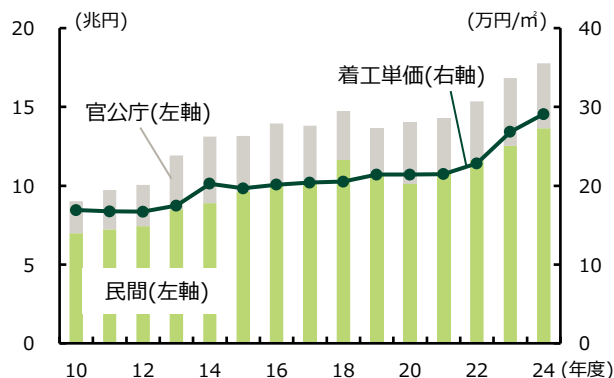
注1：政府は2030年度までに半導体・AI分野に10兆円の公的支援を掲げている

効率化・省人化に向けた取組み～オープンイノベーションの活用

建設業界では、2024年4月から適用された労働時間の上限規制を受け、労働力不足が深刻さを増しています。こうした状況下、大手・準大手ゼネコンを中心に、AI・ICTやロボット技術等、最新技術を活用して建設現場の省人化・効率化を図るため、スタートアップへの出資を進めており、生産性向上を企図したオープンイノベーションの活用が一段と加速することが期待されています。

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高・着工単価ともに前年度を上回る水準



出所：国土交通省「建築工事受注動態統計調査報告」を基に弊社作成

図表2 ゼネコン売上高上位10社

～大手・準大手ゼネコンの採算改善が進む

	企業名	2024年度業績		
		売上高 (億円)	営業利益率	
				前期比
1	鹿島建設	29,118	5.2%	+0.1%p
2	大林組	26,201	5.5%	+0.7%p
3	大成建設	21,542	5.6%	+2.2%p
4	清水建設	19,444	3.7%	+0.8%p
5	竹中工務店	16,001	3.3%	+1.0%p
6	長谷工コーポレーション	11,774	7.2%	-1.6%p
7	インプロニア・ホールディングス	8,475	5.6%	-0.1%p
8	五洋建設	7,275	3.0%	+2.2%p
9	戸田建設	5,867	4.5%	+2.0%p
10	熊谷組	4,986	2.9%	+0.0%p

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・準大手ゼネコンのスタートアップ出資

～省人化・効率化に向けた技術の取込み

出資者	被出資者	目的
清水建設	PicoCELA	高性能無線技術によるICT基盤の高度化
鹿島建設 竹中工務店	Boston Dynamics	四足歩行ロボット技術の活用による省人化
戸田建設	SORABITO	建機や資材の発注・管理アプリの活用による生産性向上
コベルコ建機、 金融系VC他	ジザイエ	映像圧縮伝送技術による遠隔地からの建機操作の実現
JR東日本スタートアップ、他	DataLabs	BIM/CIMモデル(注2)を活用した配筋検査の効率化

注2：構造物の形状や構造に関する三次元情報と部材や部品に関する属性情報、二次元図面の捕捉情報を組合わせて活用する情報モデル
出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



17. 不動産

業界動向

国内市場動向(住宅)～住宅着工は駆け込み需要で増加

2024年度の住宅着工戸数は、地価・建築費の高騰を背景に販売価格が高値圏で推移する中、消費者需要の低迷が続いていましたが、「改正建築物省エネ法・建築基準法(2025年4月施行)^(注)に伴う規制強化前の駆け込み需要により、3月の持家・貸家が大幅に増加したことから、3年ぶりに増加に転じました。

注：建築物の省エネ対策の加速を目的に、原則全ての新築建築物の省エネ基準への適合を義務化する改正法。これにより、従前届出・報告義務のみに留まっていた住宅や小規模非住宅も基準適合が必須となった。

国内市場動向(オフィス)～空室率・賃料ともに改善傾向

オフィスビル賃貸市場(東京都心5区)では、テレワークから出社回帰の動きが本格化する中、人材確保に向けたオフィス拡充・アップグレード移転の需要拡大により、大型物件の供給が続く状況でも空室率・賃料ともに改善傾向で推移しています。2025年度についても、港区を中心に新規物件の大量供給が予定されていますが、テナント内定率は高く、引き続き市況は底堅く推移するとみられます。

今後の見通し

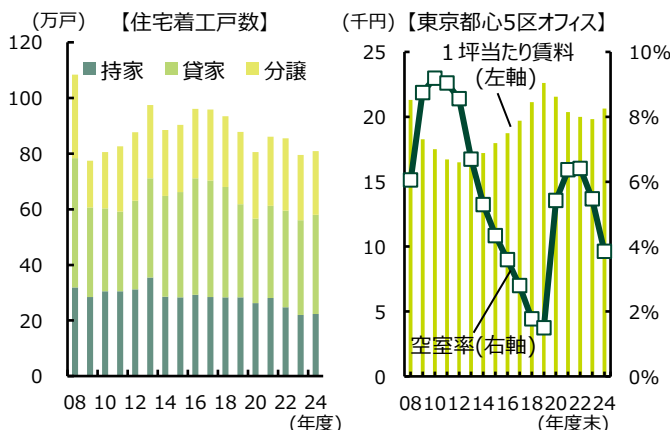
トランプ政権下の米国市場～長期的な視点での投資戦略に注目

日系デベロッパーの注力マーケットである米国では、金利の高止まりやトランプ政権への交代による不確実性の高まりから、住宅を中心に需給が弱含んでいます。また、追加関税措置に伴う輸入価格の上昇や不法移民抑制策による人手不足を背景に、建築コスト高騰・工期長期化が懸念される等、当面は先行き不透明な状況が続く見通しです。もっとも、長期的には、人口増加を背景に住宅をはじめとする不動産需要は底堅く推移するとみられることから、各社の長期的な視点での投資戦略に注目が集まります。

不動産の2025年問題～地方を中心に空き家が増加

2025年以降、団塊世代が後期高齢者となり、防災性の低下や景観の悪化等、社会問題を抱える空き家の増加ペースが加速していくと見込まれます(いわゆる「2025年問題」)。特に、少子高齢化の進行ペースが早い東北や中・四国など地方都市を中心として、この傾向が顕著となり、各地の不動産価値が下落することが懸念されます。一方、空き家を活用したリノベーションや高齢者住宅の需要拡大も見込まれることから、新たなビジネスチャンスの創出に加えて、地方創生の観点でも各社の取組みが期待されています。

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



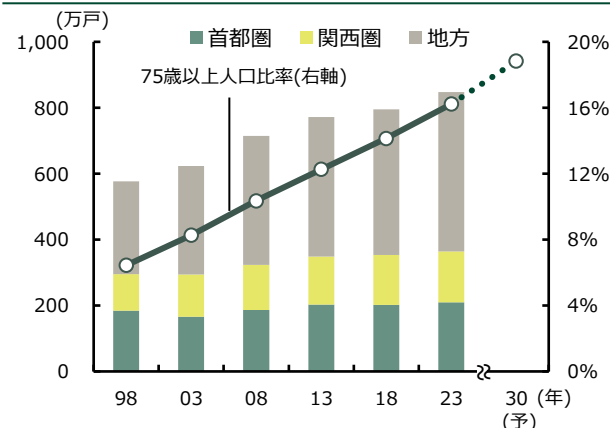
図表2 国内総合デベロッパー・戸建住宅開発の2024年度売上高上位4社

総合デベロッパー・企業名	売上高 (億円)	当期利益 (億円)
1 三井不動産	26,254	2,488
2 三菱地所	15,798	1,894
3 東急不動産ホールディングス	11,503	776
4 住友不動産	10,142	1,917

戸建住宅開発・企業名	売上高 (億円)	当期利益 (億円)
1 大和ハウス工業	54,348	3,251
2 積水ハウス	40,586	2,177
3 住友林業	20,537	1,165
4 飯田グループホールディングス	14,596	536

出所：決算短信を基に弊社作成

図表3 エリア別空き家数・75歳以上人口比率推移
～地方を中心に空き家の増加ペースが加速





18. アパレル

業界動向

国内市場動向～夏までは回復、秋以降弱含みで推移

2024年度のアパレル関連市場は、夏頃まで円安や原材料高騰に伴うコスト増の価格転嫁も進展する等、コロナ禍後の落ち込みから緩やかな回復基調にありましたが、秋口以降、物価高による消費マインドの低迷を背景に弱含みで推移しました。こうした中、節約志向を背景に低価格帯商品が堅調に推移した他、インバウンドによる高額消費も堅調であり、価格帯による需要の二極化が続いています。

企業業績～増収増益ながら気候・トレンド変化への対応に違い

2024年度は、賃金引上げに伴い、人件費負担が増大したものの、販売価格の見直しの他、在庫適正化、店舗運営の効率化を通じた各種コスト削減により、増収増益となった企業が多くみられます。しかし、全体として利益改善が進んだ中においても、気候変化に対応したシーズンレス商品の拡充やリードタイムの短縮化といった商品戦略の巧拙により、企業間の収益力格差が拡大しつつあります。

今後の見通し

今後の見通し～コスト削減やトレーサビリティ強化から垂直統合の動きが加速

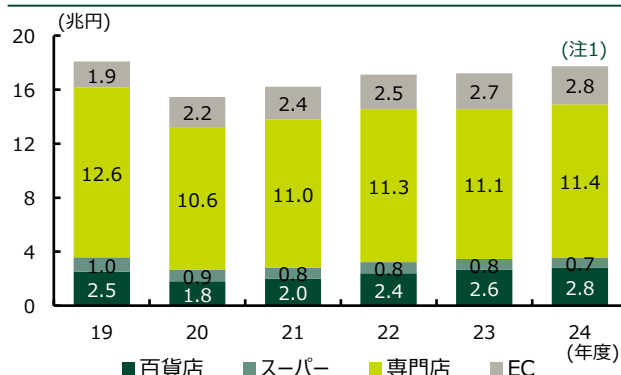
価格帯による需要の二極化が進む中、中価格帯を主力とする事業者は新たな収益の柱の構築を目的に、雑貨やデジタル等、非アパレル分野への投資をする動きがみられます。また、コスト削減やトレーサビリティ強化の観点から商社機能の「内製化」や商社を介さずに直接貿易をする「直質化」の動きも加速しています。今後も、生産コスト増が見込まれるほか、人権問題の観点からサプライチェーンの透明化が求められることから、自社で商流管理を強化する動きや垂直統合の動きは拡大する見通しです。

アパレル業界のDX戦略～AI活用とデータ連携が鍵

コロナ禍でEC化率が高まり、データ蓄積が進展したことでAIを用いたデータ活用の取り組みが高度化しています。需要分析においては、素材や色などの定性データと店舗に蓄積された定量データを組み合わせてAIが分析を行い、商品開発に活用する事例がみられます。さらに、データの連携を深め、生産・物流・販売計画等、バリューチェーン全体に活かすことで輸送時間の短縮や在庫最適化を実現する動きもみられます。

図表1 チャネル別のアパレル関連市場規模の推移

～緩やかな回復傾向ながら秋以降弱含みで推移



注1：2024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(2024年度実績)

～増収増益を確保した企業が多くみられる

	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	24/8	31,038	+12.2%	2,485
2	しまむら	25/2	6,654	+4.8%	592
3	良品計画	24/8	6,617	+13.8%	561
4	イービーシー・マート	25/2	3,722	+8.1%	626
5	アダストリア	25/2	2,931	+6.4%	155
6	ワールド	25/2	2,257	+11.5%	170
7	青山商事	25/3	1,948	+0.6%	126
8	ワコールHD	25/3	1,739	-7.1%	33
9	ワークポートHD	25/2	2,084	+9.9%	102
10	パルグループHD	25/2	2,078	+7.9%	237

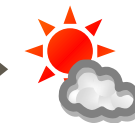
注2：IFRSにつき、事業利益
注3：IFRSにつき、コア営業利益
出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 アパレル各社のデータ活用

～AIを用いたデータ活用の高度化が進展

企業名	内容
アダストリア	- R&D本部内に情報分析チームを発足 - トレンドに関連する定性データと店舗の定量データを組み合わせてAIが分析し、商品企画に反映
ファーストリテイリング	- RFIDタグの活用で、商品の位置や店頭欠品率がリアルタイムで把握可能に - 生産・物流・販売等のデータ連携によりサプライチェーン全体の最適化に着手

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



19. 小売(スーパー・ドラッグストア)

業界動向

スーパー ～物価上昇により、市場は拡大

2024年度は、米類を筆頭に食料の値上げが相次ぎ、食料物価は前年度比+5%増加しました。これに伴い市場の拡大が続いているものの、節約志向の高まりにより客数や買上点数は減少傾向にあります。損益面では、人件費や水道光熱費等のコスト負担が増加している一方で、PB商品の販売強化による粗利率引き上げや、DX化等の経費削減に取り組んでいる企業は、高い収益性を維持できています。

ドラッグストア ～食品・化粧品・調剤医薬品が成長を牽引

2024年度は、引き続き旺盛な出店と食品の値上げを主因として、市場規模は9兆円(前年度比+6%)^(注1)に拡大しました。更に、インバウンド需要の伸長等による化粧品売上の増加や、各社で調剤薬局の併設が進んだことによる調剤医薬品売上の増加等も市場拡大を後押ししました。

注1：商業動態統計ベース

今後の見通し

スーパー ～省力化に向けた施策がポイント

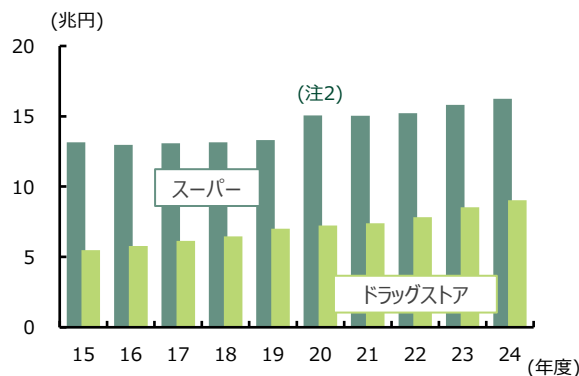
2025年度の税制改正により、住民税および所得税に関連する年収の壁が引上げられ、労働力不足は一時的に解消するとみられます。一方、人材獲得競争は依然激しく、賃金上昇も続くと予想されるため、継続的に省力化へ取り組むことが重要とみられます。近年は、AIを活用した自動発注システムの導入で、業務効率化を図りつつ需要予測の精度を向上させたり、顧客自身で商品のバーコードをスキャンさせるスマートショッピングカートにリアルタイム広告を表示させたりと、省力化と売上拡大の両方を狙う動きもみられます。

ドラッグストア ～各社の戦略強化に向けたM&Aに注目

2025年内にツルハHDとウエルシアHDの経営統合が完了し、売上高2兆円、店舗数5,600店舗超の巨大ドラッグストア企業が誕生予定です。このような大手同士の連携や中堅・中小ドラッグストアの買収等、スケールメリット拡大に向けた動きは今後も続くと考えられます。更に、生鮮食品や惣菜の取扱いを強化するための食品スーパーの買収や、調剤市場におけるシェアアップを目指した調剤薬局の買収等、業界の垣根を超えたM&Aにも注目が集まっています。

図表1 スーパー・ドラッグストアの市場規模

～スーパー・ドラッグストアともに拡大



注2：2020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」を基に弊社作成

図表2 食品スーパー・ドラッグストア売上高上位5社

～2024年度・国内ランキング

	食品スーパー企業名	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	ライフコーポレーション	8,505	253
2	U.S.M.H	8,113	60
3	ヤオコー	8,089	130
4	アークス	6,083	159
5	パロー	4,899	195

	ドラッグストア企業名	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	ウエルシアHD	12,850	364
2	マツキヨココカラ&カンパニー	10,616	821
3	コスモス薬品 (注3)	10,370	316
4	スギHD	8,780	426
5	ツルハHD (注4)	8,456	379

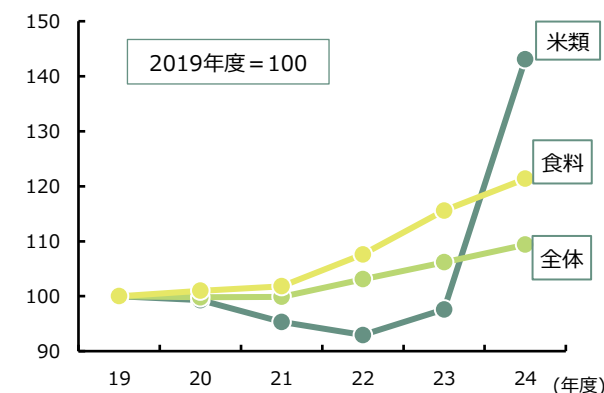
注3：2024年度業績予想

注4：決算期変更に伴い、9.5ヶ月決算

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 消費者物価指数の推移

～米類が食料物価の伸びを助長



出所：総務省「消費者物価指数」を基に弊社作成



20. 外食

業界動向

国内市場の動向～値上げ戦略が奏功し、規模拡大

外食産業の2024年市場規模は、コロナ禍前の2019年を上回る水準に達したとみられます。各事業者は、各種コスト高を受けてメニュー改定やダイナミックプライシング(深夜帯料金など)導入等も行いながら客単価の引き上げを継続的に進めている他、客数についても国内消費者の人流回復と訪日外国人客の取込みを背景として緩やかに増加しており、市場規模は堅調に推移しています。

業績動向～コスト増に対して攻守両面に対応

大手外食企業の2024年度業績をみれば、上記の値上げ戦略や、海外展開の強化等を通じて売上を伸ばすと共に、サプライチェーン・店舗運営の効率化等のコスト削減にも取り組み、原材料費の高騰や人件費の上昇等が逆風となる中でも、多くの企業が増益にて着地しました。2025年度計画においても、国内・海外事業の伸長による堅調な業績を見込んでいます。

今後の見通し

国内市場の見通し～高付加価値化やコスト削減の巧拙で優勝劣敗が鮮明化

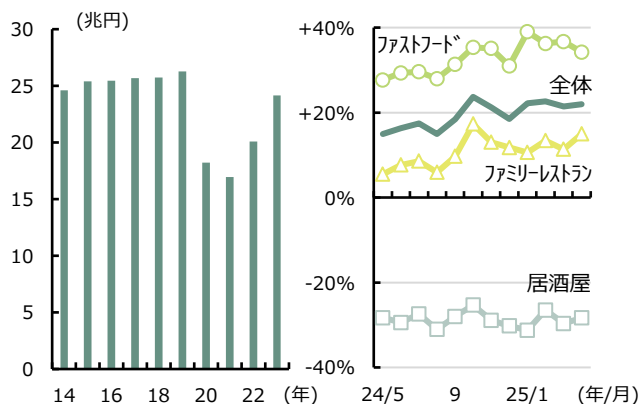
長引く物価高で消費者の生活防衛意識が強まる中で、相対的に安価なファストフード業態が堅調に推移している一方、昨今の値上げに見合った価値を訴求できていない事業者においては客足が遠のきつつあります。足元では小規模事業者の倒産件数が増加していますが、今後もメニュー・ブランド戦略による高付加価値化や店舗運営の効率化等によるコスト削減の巧拙で優勝劣敗は鮮明になっていく見通しであり、それらの対応に必要な店舗網・企業体力を有する大手に集約が進んでいくことが想定されます。

今後の戦略と方向性～省人化、海外市場の開拓、事業多角化

中長期的にみれば、国内市場は人口減少と高齢化による需要縮小が避けられない中で、外食事業者は、①省人化への取組を通じて、コスト抑制と人材不足の解消を図ること、競争力の維持・向上を目指しています。また、新たな成長機会を狙う事業者は、②事業多角化や、③海外市場の開拓にも積極的に取り組んでいます。このほか、近年は、環境意識の高まりから、通常は廃棄されがちな食材を活用したメニュー開発等の食品ロスへの取り組みを通じて、ブランドイメージの向上を図る企業も増えています。

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)(注)

～大手企業の業績は堅調に推移

	企業名	決算期	売上高		営業利益	
			(億円)	前期比	(億円)	前期比
1	ゼンショーHD	25/3	11,367	+1,709	751	+214
2	日本マクドナルドHD	24/12	4,055	+235	480	+71
3	すかいらーくHD	24/12	4,011	+463	243	+78
4	FOOD & LIFE COMPANIES	24/9	3,611	+594	255	+104
5	コロワイド	25/3	2,692	+279	93	+6
6	トリドールHD	25/3	2,682	+363	182	+39
7	くら寿司	24/10	2,350	+235	57	+32
8	サイゼリヤ	24/8	2,245	+413	149	+76
9	吉野家HD	25/2	2,050	+175	73	-7
10	グレイト・レストランツHD	25/2	1,564	+106	102	+6

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、決算短信を基に弊社作成

図表3 外食各社の各種戦略

～新業態の獲得や海外進出、省人化に注力

目的	企業名	内容
省人化	サイゼリヤ	セルフレジの全店導入が完了した他、QRコードを使った注文方式の導入を進めている(2025年8月までに全店導入予定)。業務効率化を通じて販管費増加を抑制し、収益力の底上げを図る。
海外進出	ロイヤルHD	米国外食市場への参入を目的として、銚子丸・双日との3社合併にて現法を設立。各社の強みを活かし、差別化を図る。
事業多角化	すかいらーくHD	「資さんうどん」を買収し、自社ブランド同士の競合解消を図る。

出所：各社IR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～国内旅行消費額が増加

2025年1～3月の日本人の国内旅行消費額は、円安に伴う海外旅行の割高感を受けて旅行先を海外から国内へ変更する動きや、宿泊費をはじめとした1人当たり旅行費用の増加により、過去最高だった2019年を更新し、同期比+34%増加しています。一方、2025年1～3月の主要日系旅行業者の海外旅行取扱高は、海外旅行の割高感から、コロナ禍前の2019年同期比約8割に留まっています。

ホテル業界～旺盛な宿泊需要を背景にRevPARは上昇傾向

2025年1～3月のインバウンド(訪日外客数)は、円安によって幅広い国々からの旅行者が増加した他、コロナ禍での落ち込みから回復が遅れていた中国人旅行者数の持ち直しもあって、2019年同期比+31%増加し、過去最多を記録しています。2025年1～3月のRevPARは、旺盛な宿泊需要を背景とする客室単価の上昇によって、2019年同期比+29%、前年同期比でも+11%上昇しています。

今後の見通し

旅行業界～増加するインバウンドに対してオーバーツーリズム対策も進む

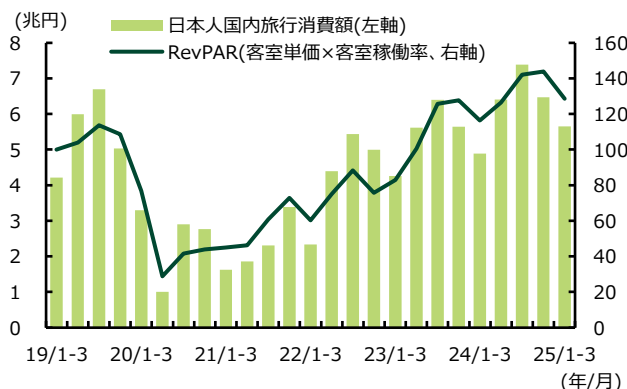
2025年のインバウンドは、大阪・関西万博の開催や日系大手航空会社の国際線増便等によって、過去最多だった2024年を上回る見通しです。一方で、インバウンドが多く訪れる都市部では観光客が過度に集中して地域住民の生活に悪影響を及ぼすオーバーツーリズムが問題視されています。こうした問題に対処するため、一部の自治体では観光施設の整備にあたっての財源として宿泊税を導入する動きがみられる他、政府が掲げている地方部の観光地に旅行者を分散させる「地方誘客」の取り組みにも注目が集まっています。

ホテル業界～宿泊需要は旺盛ながら客室供給増による需給緩和には留意

旺盛な宿泊需要を背景に、外資系ホテル事業者による投資が増加している他、異業種からの新規参入が相次いでいます。ただし、新設投資や新規参入にあたっては、RevPARが上昇する一方で建築費や人件費などのコストも増加傾向にあり、投資回収期間が長期化する懸念がある点や、客室供給の増加によって需給バランスが緩和する恐れがある点には留意が必要です。

図表1 旅行・ホテル業界関連指標

～RevPARは上昇傾向(注1)



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2)

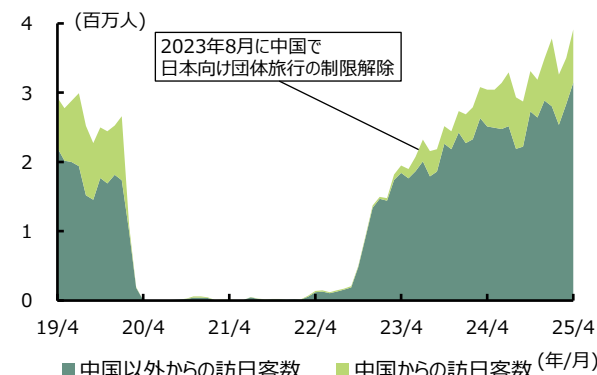
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,121	1 ルートインホテルズ	349	62
2 日本旅行	3,606	2 東横イン	338	72
3 エイチ・アイ・エス	3,596	3 アパホテルズ&リゾーツ	280	68
4 阪急交通社	3,340	4 スーパーホテル	173	20
5 KNT-CTホールディングス	3,339	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	157	23

注2：旅行取扱高は2024年4月～2025年3月、ホテル軒数は2025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」、OTAアプリケーションズ「月刊HOTERES」を基に弊社作成

図表3 インバウンド(訪日外客数)の推移

～訪日外客数は2024年に過去最多を更新



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

業界動向

国内市場動向～大口の新電力シェアが増加

2024年度は、燃料価格、及び、卸電力価格が比較的低位で推移したことから、市場連動型プランを推進する新電力の攻勢が強まり、特に同事業者の大口(特別高圧・高圧)シェアが高まりました。こうした中、一部の大手電力会社は特別高圧・高圧向けの基本料金や電力料単価の値下げを検討しており、競争は激しさを増すことが想定されます。

大手電力会社の業績～2024年度は減益ながら好決算

2024年度の手電力会社10社の業績は、燃料費調整制度における期ズレ差益(注1)の縮小により、東京・四国・沖縄を除く7社で減益となったものの、冷暖房需要の増加等により販売電力量が伸長したことから、前期に次ぐ過去2番目の水準を確保しました。2025年度は、気温影響の反動による販売電力量の減少に加え、物価高に伴うコスト上昇圧力が強まること等から、減益での着地を見込んでいます。

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

今後の見通し

政策動向～第7次エネルギー基本計画の方針の具体化が進む見込み

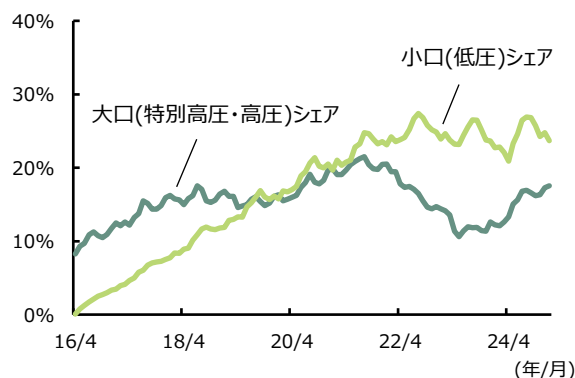
2025年2月、2040年に向けた脱炭素化や経済政策の方向性を定める「GX2040ビジョン」の前提として、第7次エネルギー基本計画が閣議決定されました。

第7次エネルギー基本計画では、データセンター分野の進展や脱炭素化を企図した電化シフトにより増加が見込まれる国内の電力需要を賄うため、脱炭素電源の増強が不可欠とされています。また、2040年の電源構成として「再エネ40～50%、原子力20%、火力30～40%」が示され、「再エネ・原子力を共に最大限活用する」方向性が打ち出されました。もっとも、従来型の太陽光パネルや風力発電の適地は不足しつつある他、停止中の原子力の再稼働のみでは、上記目標の達成は困難とされています。このため、ペロブスカイト太陽電池や浮体式洋上風力といった次世代再エネの推進に加え、新設・リプレースを見据えた次世代革新炉などの技術開発を急ピッチで進めていく必要があります。

こうした状況下、政府は、脱炭素電源や送配電網の増強に必要な投資、及び、ファイナンスを促すための制度見直しに本格的に着手しており、今後の動向に注目が集まっています。

図表1 新電力事業者のシェア推移(2025年1月)

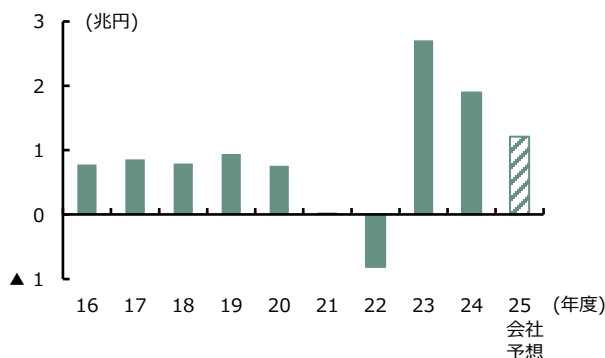
～大口(特別高圧・高圧)の新電力シェアが上昇



出所：資源エネルギー庁「電力需要実績」を基に弊社作成

図表2 大手電力会社10社の合算経常損益(注2)

～期ズレ差益縮小で減益ながら前期に次ぐ高水準

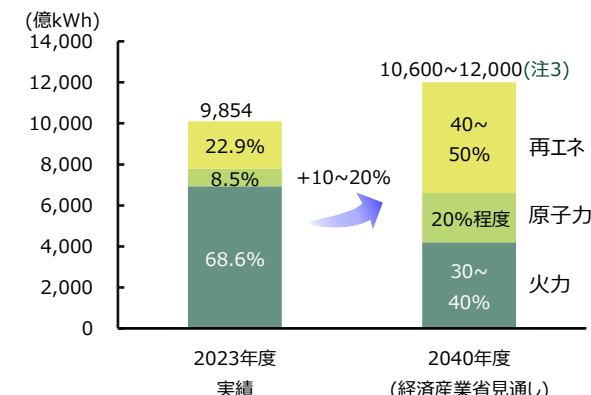


注2：大手電力会社10社の連結ベース経常利益を合算。尚、東京電力ホールディングスの2025年度予想は非開示につき、不算入

出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 2040年度のエネルギーミックス見通し

～増加する電力需要に対して脱炭素電源を拡充



注3：再エネ・次世代燃料・CCS等の進展度合い別に提示された4シナリオのレンジ
出所：経済産業省「2040年度におけるエネルギー需給の見通し」を基に弊社作成



23. 情報サービス業

業界動向

国内市場動向～市場は堅調に推移

足元の国内情報サービス産業の需要動向は、企業・官公庁による業務DX化意欲が高く、旺盛なIT投資が継続されています。今後はこれに加えて、既存システムのクラウド化やAI技術の導入支援等がドライバーとなり、引き続き需要は好調に推移する見通しです。

一方で、旺盛な需要に対して、供給面を支えるIT人材の不足が深刻度を増している状況です。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。

事業者は、こうした人材不足の解消に加えて、生成AI等技術革新に伴う今後の顧客ニーズ高度化・複雑化への対応が求められており、提携や買収等を通じた体制構築の動きが活発化しています。

今後の見通し

国内で相次ぐ企業提携・買収～ファンド参加による再編加熱

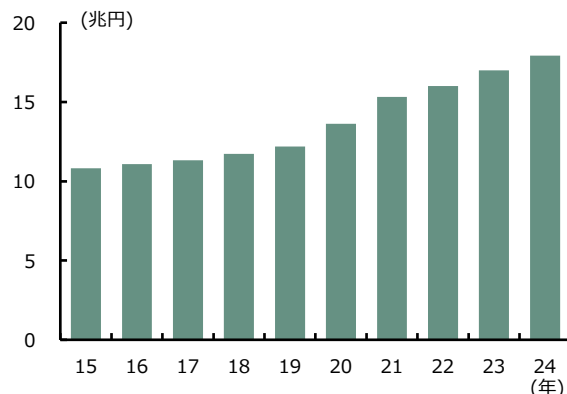
国内ITの黎明期に創業されたオーナー企業の事業承継等を企図したM&Aや株式非公開化が相次いでいる中で、近年は、今後の市場成長を見込んだファンドによるIT企業への資本参加や買収の動きも目立っており、今後も業界再編の動きは活発化することが予想されます。

生成AI事業の活発化～加速するAI関連投資及び開発

ChatGPTをはじめとした生成AI技術は、企業の業務効率化やデータ活用による経営管理高度化、新たなコンテンツやサービスの創出等、幅広い業務分野で導入検討が進んでいます。今後のユースケース増加による、生成AI関連需要の更なる拡大が期待されている中で、事業者による独自のアプリケーション開発やモデル開発、こうした開発を支えるデータセンター等の計算基盤への投資が一段と活発化することが想定されます。

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 ファンドによる国内IT企業買収売却事例(注)

～業界再編の動きが活発化

時期		概要
23年	5月	米・ベインキャピタルが、IDAJを買収
	11月	米・ベインキャピタルが、システム情報を買収
	12月	スウェーデン・EQTが、HRBrainを買収
24年	1月	米・Blackstoneが、ソニーペイメントを買収
	7月	米・KKRがSmartHRに出資
25年	1月	米・Blackstoneが、インフォコムの一部事業を売却
	3月	アントキャピタルパートナーズがテクノスジャパンを買収
	3月	米・カーライルが、カオナビを買収
	5月	米・KKRが、富士ソフトを買収

注：買収金額100億円以上
出所：各社プレスリリースを基に弊社作成

図表3 生成AI関連事業の動向

～事業者による積極的な開発がみられる

事業領域	企業名	概要
ケー ア シ ョ ン	NTTデータ	2025年5月、業務特化型のAIエージェント「LITRON Marketing」の提供開始を発表
	オービック	2025年4月、既存の「奉行クラウド」に対するAI作業支援機能の追加を発表
モ デ ル	リコー	2025年4月、東京科学大が開発したモデルをベースとした、大規模言語モデルを発表
	楽天	2025年2月、日本語に最適化した大規模言語モデル「Rakuten AI 2.0」の提供を発表
計 算 基 盤	富士通	次世代データセンター向けCPU「MONAKA」の開発を2027年に完了させる予定
	さくらインターネット	2025年6月、JERAの火力発電所構内におけるデータセンターの建設を発表

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	
	24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測
1 鉄鋼			7 電子部品・半導体			13 海運(外航)			19 小売 (スーパー・ドラッグストア)		
2 オイル・ガス			8 電気機械			14 空運			20 外食		
3 石油化学			9 機械			15 陸運			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		

出所：弊社作成