

# グローバル経済と主要産業の動向

2024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（2024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（2024年6月更新） 30

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

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



# 1. グローバル経済の動向

---

# 先進国の製造業が停滞、中国の内需低迷が一因

## ◆世界経済は持ち直し

世界経済は持ち直し。サービス関連の経済活動は世界的に好調。製造業でも、生成AI需要の拡大などを受けて、生産や貿易は回復。ただし、先進国の生産活動は停滞。これには、中国の内需低迷と輸出攻勢が一因。中国需要の弱さが先進国の輸出の伸び悩みにつながっているほか、EVをはじめ中国製品の競争力が強まっていることも先進国の生産を抑える要因。

国・地域別にみると、米国の景気は引き続き堅調。良好な雇用環境を背景に、個人消費は底堅い動き。FRBの利下げペースが遅くなる可能性も。欧州では景気は持ち直しているものの、ドイツで製造業の不振が深刻に。中国では、景気低迷を受けて政府が景気刺激策を本格的に実施。来年の成長率を0.3%ポイント程度押し上げ。日本では7～9月期もプラス成長が見込まれるなど、内需を中心に回復に向かっている状況。

## ◆米大統領選後の財政悪化には注意

米国では、トランプ氏・ハリス氏いずれの政策でも財政悪化で長期金利が大幅に上昇するリスク。トランプ氏は大規模減税を主張しているほか、ハリス氏も低所得者への多額の支援を公約に。ねじれ議会となる場合、共和党が否定的な増税法案が成立せず、財源が不十分なまま家計への支援が実施される可能性。

## 世界の実質GDP成長率見通し

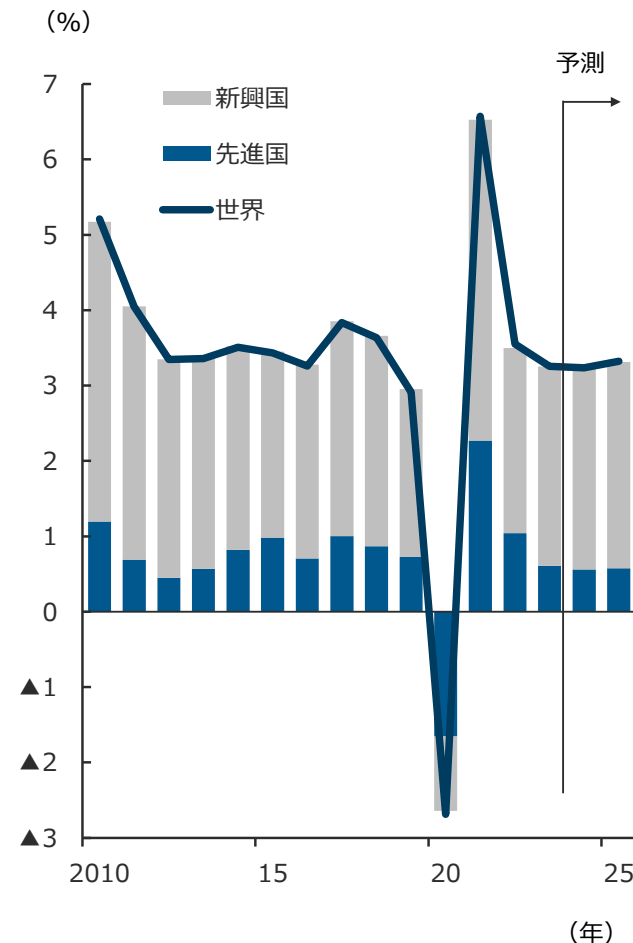
(暦年、%)

	2023年 (見込み)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
世界計	3.3	3.2	3.3
先進国	1.6	1.5	1.6
アメリカ	2.5	2.6	1.8
ユーロ圏	0.5	0.7	1.2
イギリス	0.1	0.9	1.0
日本	1.7	▲0.1	1.4
新興国	4.2	4.2	4.3
BRICs	5.5	5.2	4.9
中国	5.2	4.7	4.8
インド	8.2	7.8	7.0
ロシア	3.6	3.6	1.3
ブラジル	2.9	3.0	2.2
NIEs	1.5	2.9	2.4
韓国	1.4	2.5	2.3
台湾	1.3	3.7	2.4
香港	3.3	2.9	2.4
ASEAN5	4.4	5.0	5.0
インドネシア	5.0	5.0	5.2
タイ	1.9	2.9	2.8
マレーシア	3.7	5.0	4.2
フィリピン	5.6	6.0	6.2
ベトナム	5.2	6.5	6.5

(資料) IMF、各国統計を基に日本総研作成

(注) 世界193カ国。先進国は、米・日・ユーロ圏(19カ国)、英・豪・加など35カ国。新興国は先進国以外。インドのみ年度ベース(当年4月～翌年3月)。

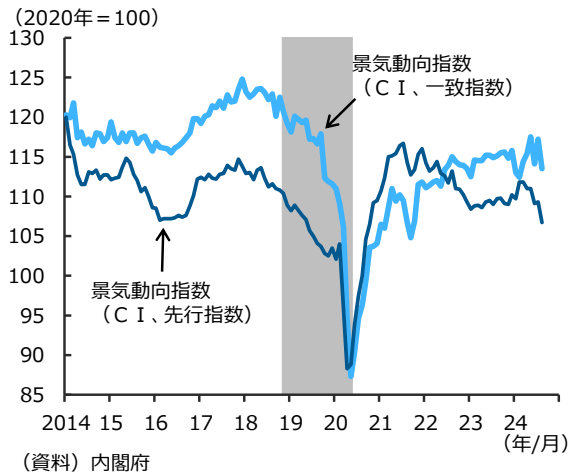
## 世界の実質GDP成長率の寄与度



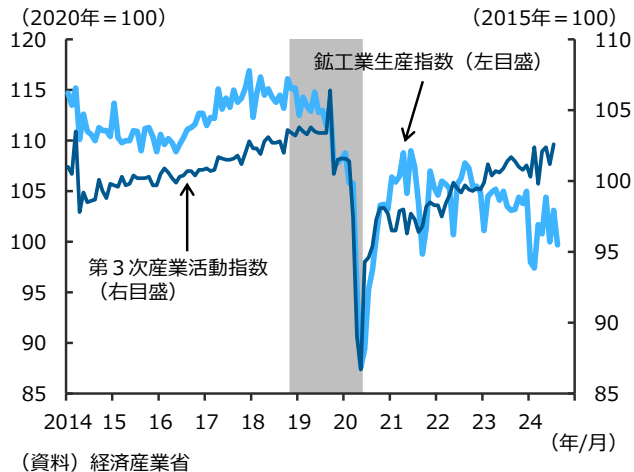
(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

# 概況：景気は一部で足踏みするも緩やかに回復

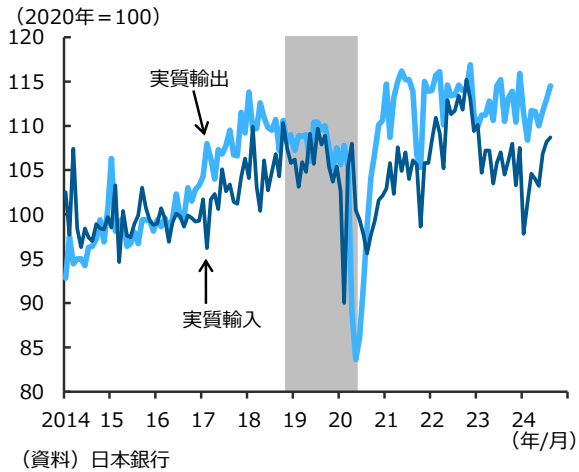
**景気** 景気動向指数は、一致指数、先行指数ともに足元で低下



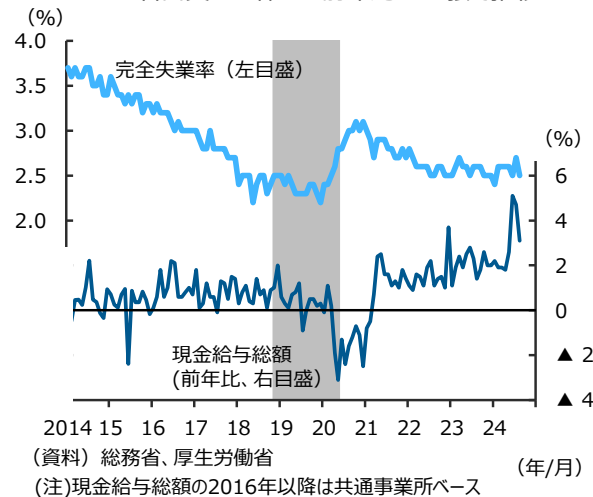
**企業** 鉱工業生産は一進一退 サービス業の経済活動は回復基調



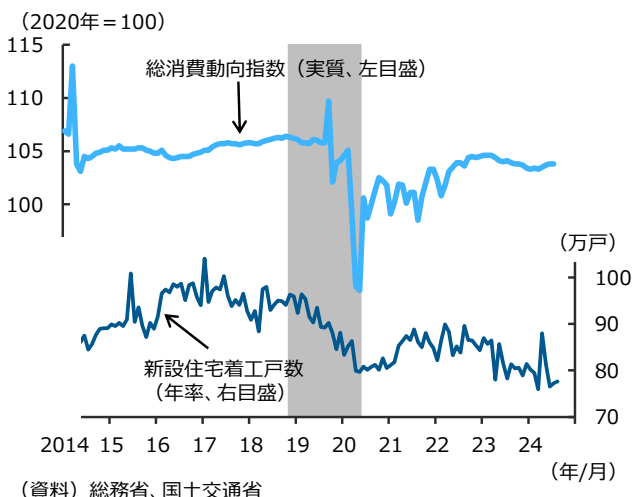
**外需** 輸出は年初の落ち込みから持ち直し 輸入も増加



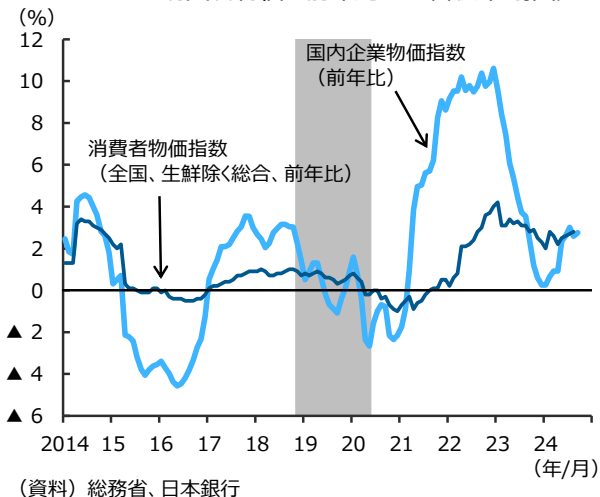
**雇用所得** 失業率は2%台半ばと横ばい圏で推移 名目賃金の伸びは前年比3%強で推移



**家計** 消費は緩やかな増加に転化 住宅着工は低水準で推移



**物価** 企業物価は既往の円安で小幅上昇 消費者物価は前年比2%台後半で推移



# 企業の景況感は総じて良好

## ◆企業の景況感は総じて良好

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は前回調査対比で横ばい。世界的なハイテク需要の高まりなどを受けて電気機械工業の景況感が改善した一方、8月下旬の大型台風で工場が稼働停止した影響などから自動車工業などの景況感が小幅に悪化。

大企業・非製造業は同+1%ポイントと小幅に上昇。好調なインバウンド需要の回復や価格転嫁の進展などを背景に、飲食・宿泊業や小売業などで景況感が小幅改善。デジタル化の進展を受け、情報通信や物流関連の景況感も好調を維持。

## ◆製造業の生産活動は一進一退

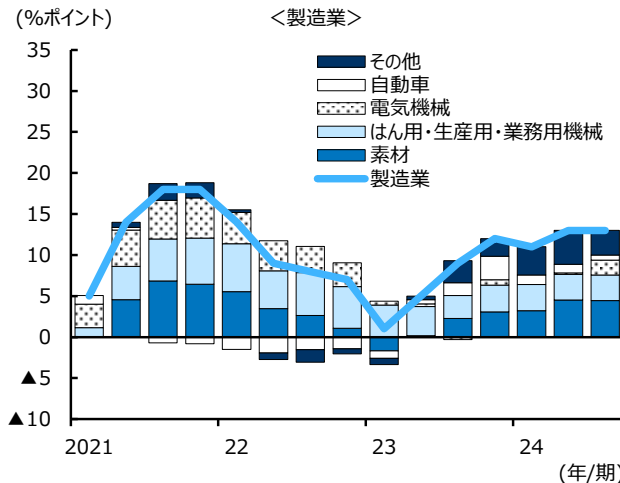
8月の鉱工業生産指数は前月比▲3.3%と低下。大型台風の影響で一部メーカーが工場の稼働を停止したことを受けて、自動車工業などで減産圧力が強まったことが背景。

9、10月の生産計画によると、自動車工業や生産用機械工業を中心に幅広い業種で増産に転じる見通し。

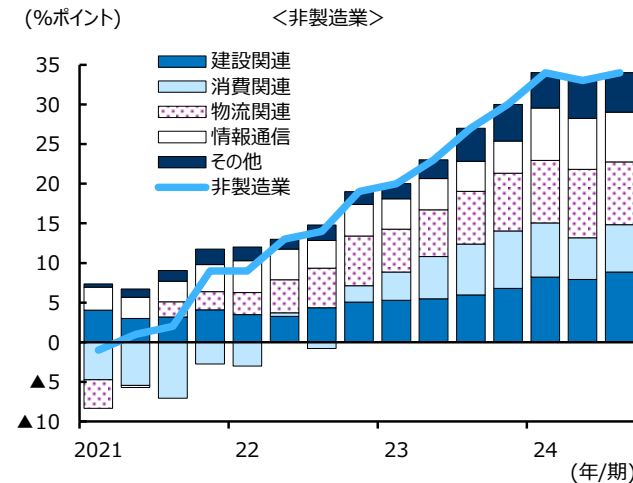
## ◆石破新政権は前政権の経済政策を継承

石破首相は、10月4日に所信表明演説を実施し、今後の政策方針を公表。経済政策の面では、概ね前政権の施策を引き継ぐ構え。最低賃金を2020年代のうちに全国平均1,500円に引き上げるほか、物価高対策として低所得世帯への支援を拡充するといった政策を表明。

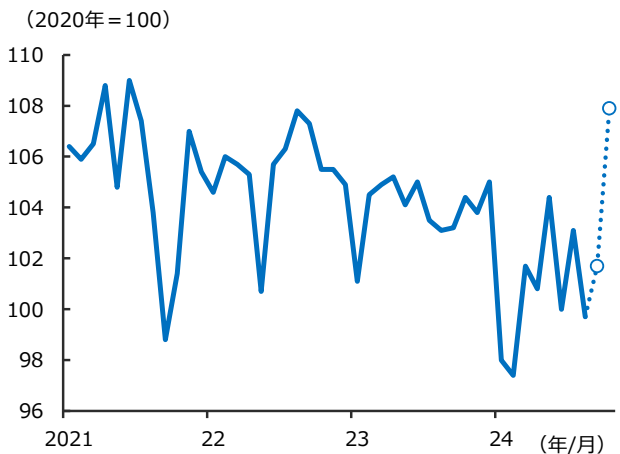
## 大企業の業況判断D I



(資料)日本銀行を基に日本総研作成



## 鉱工業生産指数 (季調値)



(資料) 経済産業省

(注) 点線は、製造工業生産予測指数(9、10月)を基に先延ばし。

## 石破新政権の政策方針

テーマ	主要政策
経済政策	<ul style="list-style-type: none"> <li>最低賃金を2020年代に全国平均1500円へ引き上げ</li> <li>物価高の影響を特に受ける低所得世帯へ支援を実施</li> <li>「資産運用立国」を引き継ぎ、「投資大国」へ</li> </ul>
地方創生	<ul style="list-style-type: none"> <li>地方創生の交付金を当初予算ベースで倍増</li> <li>「新しい地方経済・生活環境創生本部」を創設し、今後10年間集中的に取り組む基本構想を策定</li> </ul>
人口減少	<ul style="list-style-type: none"> <li>短時間勤務の活用や勤務間インターバル制度の導入促進など、働き方改革を推進</li> </ul>
防災	<ul style="list-style-type: none"> <li>防災庁の設置へ準備</li> </ul>
エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> <li>安全を大前提とした原発の利活用</li> </ul>

(資料) 首相官邸、各種報道などを基に日本総研作成

# 外需は回復傾向、設備投資は堅調

## ◆財輸出に持ち直しの動き

外需は持ち直し。8月の実質輸出は前月比+1.3%と、3ヵ月連続で増加。主要財別にみると、輸送機械が弱含む一方、電子部品・デバイスや資本財は底打ちの動き。

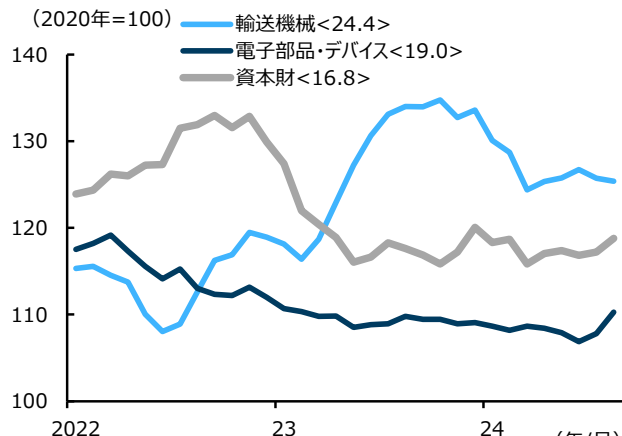
先行き、電子部品・デバイスや資本財を中心に財輸出は回復に向かう見通し。PCやスマートフォンが買い替え時期を迎えていることや、AI関連需要の高まりなどが、世界的な半導体需要を押し上げ。世界半導体市場統計(WSTS)によると、2025年にかけて半導体市場は堅調に拡大する見通し。加えて、海外の主要な中央銀行が利下げに転じつつあるなか、企業の設備投資姿勢は世界的に改善方向。設備稼働率も下げ止まり。これを受けて、国内機械メーカーの海外受注は増勢に転じており、財輸出の押し上げに寄与する見通し。

## ◆設備投資意欲は旺盛

設備投資は、一部に弱い動きがみられるものの、全体として堅調に推移。形態別にみると、機械投資が伸び悩んでいる一方、建設投資が下げ止まりつつあるほか、ソフトウェア投資が高水準で推移。

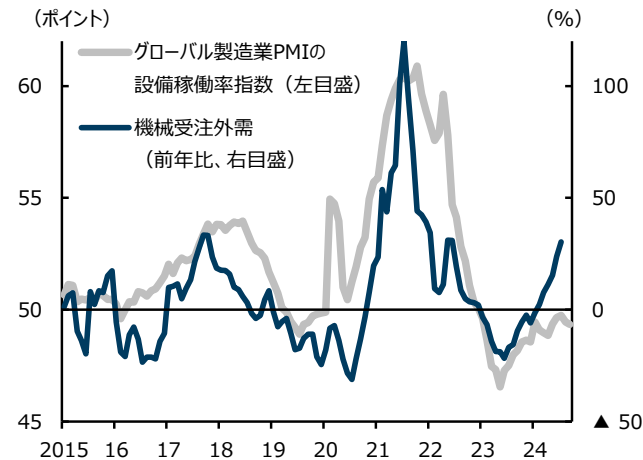
先行きの設備投資も堅調に推移する見通し。日銀短観によると、2024年度の設備投資計画(ソフトウェア含む、土地除く)は前年度比+11.5%と、前年度から伸びは鈍化しているものの、例年対比で高い伸び。人手不足の深刻化やデジタル化の進展などを受けて企業のソフトウェア投資意欲が旺盛であるほか、循環的な海外需要の持ち直しを受けた能力増強投資の回復も設備投資の追い風に。

## 品目別実質輸出(季調値)



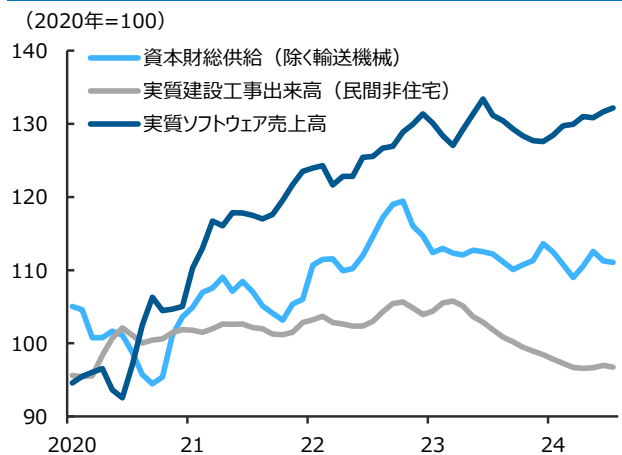
(資料) 日本銀行  
(注) 後方3ヵ月移動平均。<>内は2023年の名目輸出全体に占めるシェア。

## グローバル製造業PMIの設備稼働率と機械受注外需



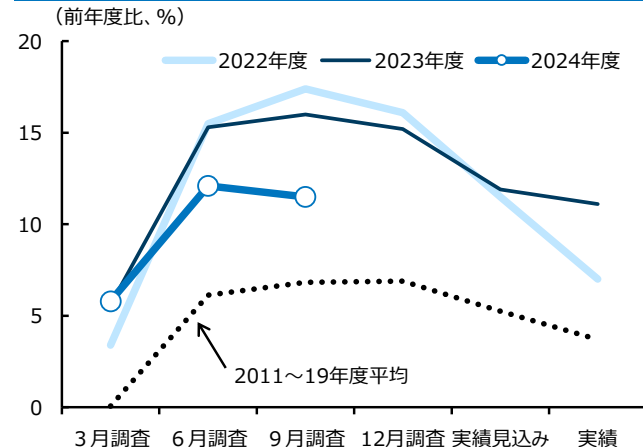
(資料) S&P Global、内閣府を基に日本総研作成  
(注) 機械受注外需は後方3ヵ月移動平均。

## 民間設備投資関連指標(季調値)



(資料) 経済産業省などを基に日本総研作成  
(注) 後方3ヵ月移動平均。

## 設備投資計画(全規模・全産業)



(資料) 日本銀行  
(注) ソフトウェア含む、土地除く。



# 所得環境は改善、個人消費は持ち直しへ

## ◆賃金の伸びは拡大基調を維持

賃金の伸びは拡大。8月の一般労働者の所定内給与は前年比+2.8%と伸びが拡大。パートタイム労働者（時給ベース）は同+4.9%と高い伸びを維持。もっとも、雇用者全体でみた現金給与総額の伸びは物価上昇率を下回り、実質賃金は同▲0.7%と、3ヵ月ぶりの前年比マイナスに。

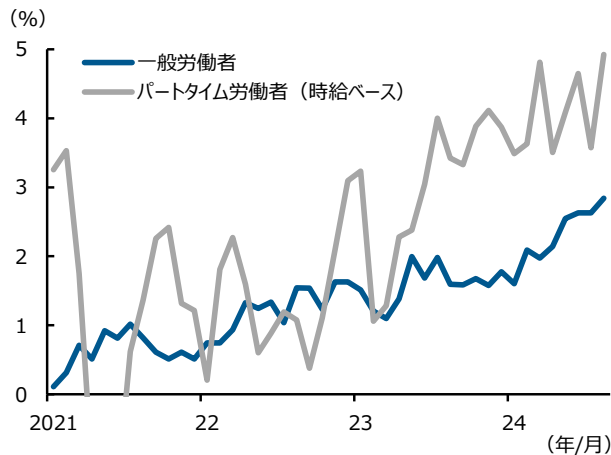
先行き、賃金の伸びは拡大基調が続き、実質賃金は再びプラスに転じる見込み。労働需給のひっ迫などを背景に、名目賃金の伸びは3%超に高まると予想。一方、輸入インフレ圧力が緩和していることや、政府による電気・ガス代抑制策が8～10月にかけて一時再開されることなどから物価の伸びは鈍化が見込まれ、今冬にかけて実質賃金を押し上げる公算。

## ◆消費者マインドは改善

個人消費は足元で弱い動き。8月の消費活動指数は前月比▲0.2%と減少。形態別にみると、食料品など非耐久財で持ち直しの動きがみられる一方、コロナ禍からのリバウンド需要の一巡によりサービス消費が伸び悩んでいるほか、自動車や家電を中心に耐久財消費も減少。

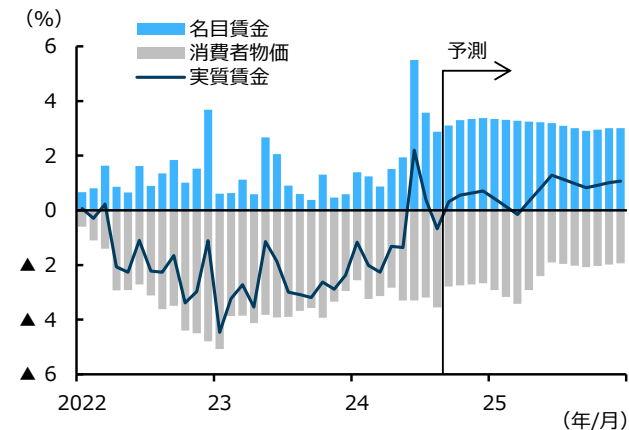
先行きの個人消費は、所得環境の改善に支えられる形で、緩やかに持ち直す見通し。消費者マインドをみても、雇用・所得環境の改善などを受けて今年春ごろから改善傾向が続いており、個人消費回復の支えに。

### 所定内給与（前年比）



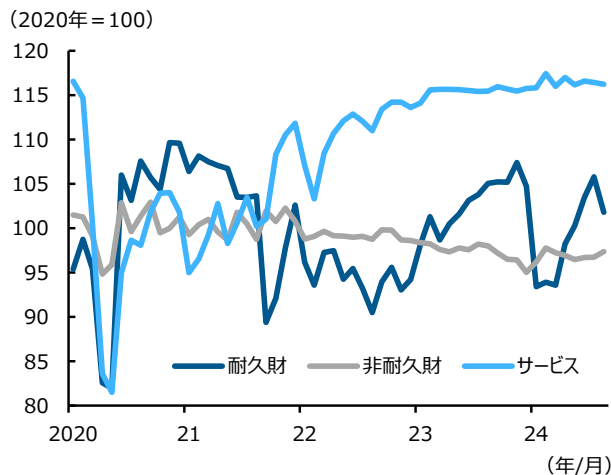
(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成  
(注) 調査対象企業の入れ替えで生じたデータの断層を調整。

### 実質賃金（前年比）



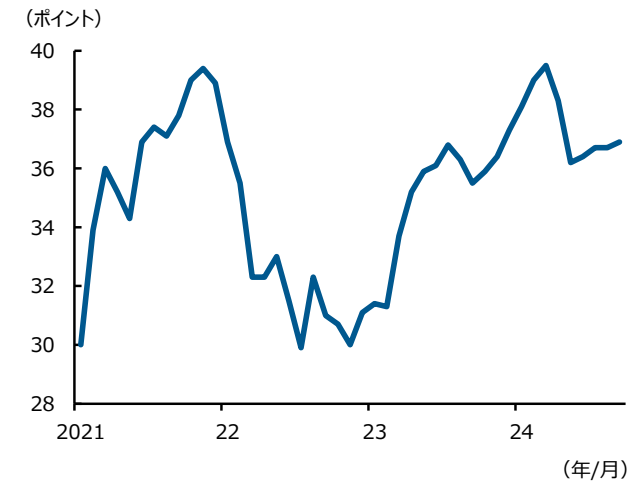
(資料) 厚生労働省、総務省を基に日本総研作成  
(注) データの入れ替えに伴う断層調整済み。消費者物価は持家の帰属家賃を除く総合。

### 消費活動指数（季調値）



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成

### 消費者態度指数（季調値）



(資料) 内閣府を基に日本総研作成



# 当面のコアCPIは2%を上回る伸びが持続

## ◆物価高対策の縮小が物価を押し上げ

8月のコアCPIは前年比+2.8%と、前月から伸びが拡大。政府による電気・ガス代抑制策の一時終了によりエネルギー価格が上昇したほか、市況の高騰や既往の円安を受けてコメやチョコレートなど食料品の値上げが相次いだことが背景。

先行きのコアCPIは、緩やかに鈍化していく見通し。基調的な動きとしては、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圧力が強まると予想。一方、円安基調の一巡により輸入インフレ圧力は緩和に向かうことが見込まれ、足元で増加している食料品の値上げの動きは早晩落ち着く見通し。エネルギー価格の伸びは、政府の物価高対策が終了する来年初にかけて一時的に高まるものの、その後は原油価格の下落による下押し圧力が強まり、低下基調が続く見込み。

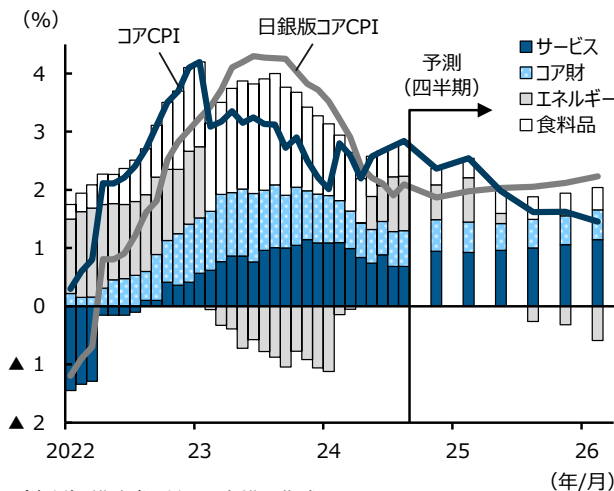
## ◆日銀は段階的な利上げを継続へ

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。

9月の長期金利は、概ね横ばい圏での推移。日銀による年内の利上げ観測が根強い一方、米景気の減速懸念を受けた米長期金利の低下などが金利下押し要因となり、方向感を欠く展開。

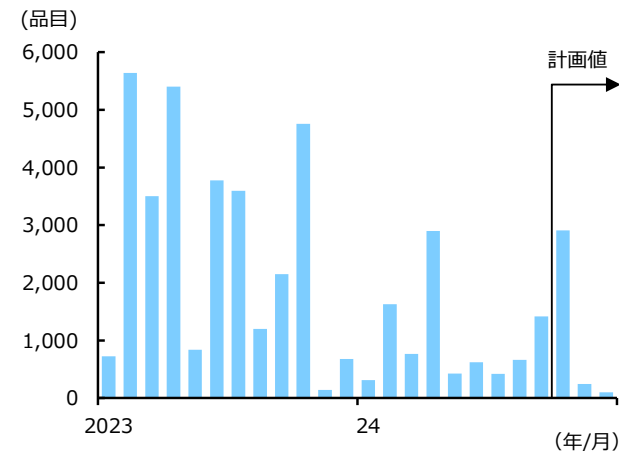
先行き、日銀は金融資本市場の変動が景気に与える影響を注視しつつ、来年初の会合で追加利上げを実施し、その後も段階的に小刻みな利上げを続けると予想。長期金利は、政策金利の引き上げなどを受けて、緩やかな上昇傾向をたどる見通し。

## 消費者物価指数（前年比）



(資料) 総務省を基に日本総研作成

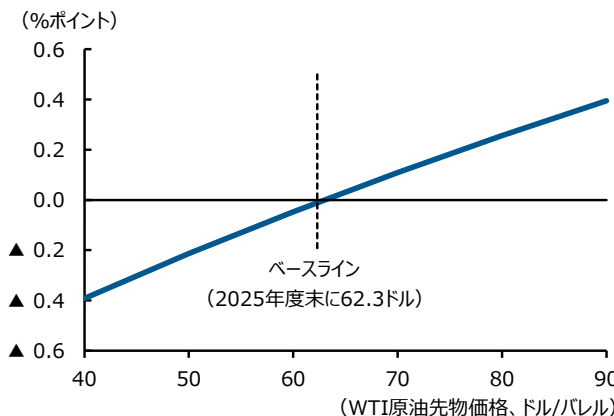
## 食品メーカーの値上げ品目数



(資料) 帝国データバンクを基に日本総研作成

(注) 主要食品メーカー195社の価格改定計画。9月30日時点。

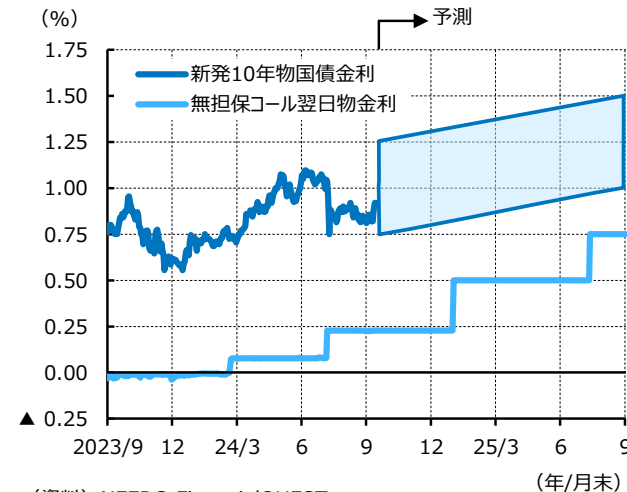
## 原油価格の変動によるコアCPIへの影響



(資料) 日本経済新聞社を基に日本総研作成

(注) NEEDS日本経済モデルを基に試算。WTI原油先物価格の変動によるコアCPIの変動幅。ベースライン（日本総研の予測値）対比。

## わが国主要金利の見通し



(資料) NEEDS-FinancialQUEST

# トピックス①：零細企業の賃金は伸び悩み

## ◆伸び悩む零細企業の賃金

零細企業の賃上げは限定的。財務省「法人企業統計年報」によると、一人当たり人件費は、資本金が1千万円～10億円の中堅・中小企業で増加している一方、資本金が1千万円未満の零細企業では伸び悩み。

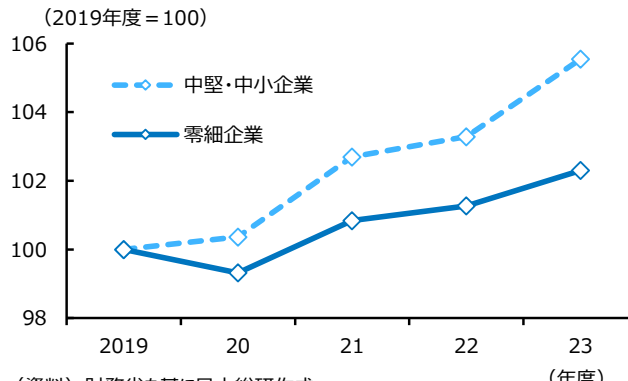
零細企業が賃上げに踏み切れない背景には経営状況の厳しさ。零細企業では労働生産性（労働者一人当たり付加価値額）が低く、より規模の大きい企業に比べ「稼ぐ力」が見劣り。アンケート調査でも、多くの零細企業が、賃上げできない理由として、「物価上昇によるコスト増」や「価格転嫁が困難」と回答。

## ◆収益力・生産性の向上が急務

零細企業では、賃上げ原資の確保に向けた投資も限定的。多くの零細企業が賃金引き上げの対策として、経費削減を挙げる一方、設備導入等による生産性向上を挙げる企業は少数。零細企業の設備投資はキャッシュフローとの対比で低位で推移しており、中堅・中小企業を大きく下回る状況。消極的な投資姿勢が生産性の低迷につながるという悪循環に陥っている可能性あり。

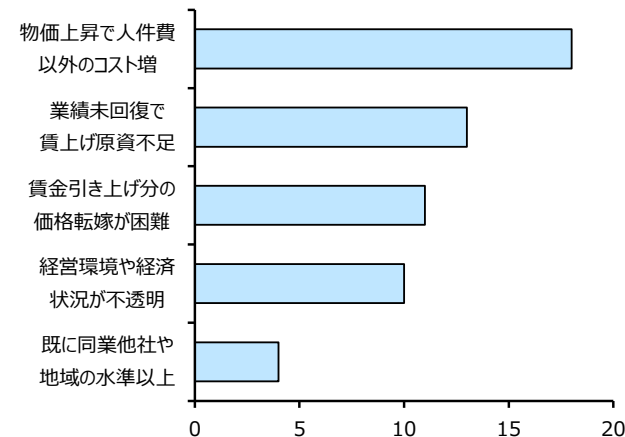
零細企業に従事する労働者は全体の21%を占めるだけに、零細企業の賃上げは「賃金・物価の好循環」を達成するためにも不可欠。賃上げを進めるためには、収益力や生産性の向上が急務。政府においては、適切な価格転嫁の促進や賃上げ・投資支援制度の活用を促す取り組みを一段と進めていくことが重要。

## 一人当たり人件費



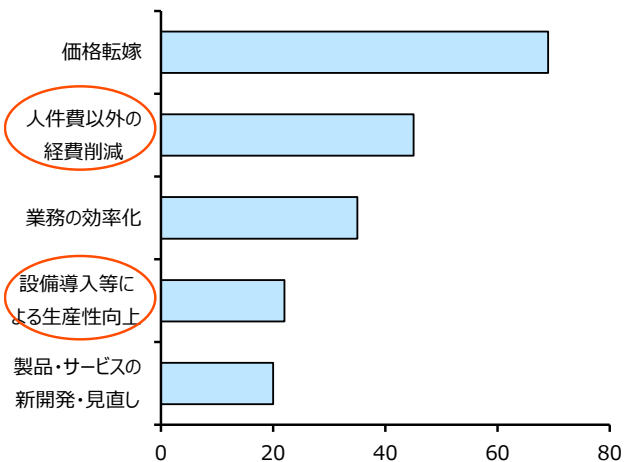
(資料) 財務省を基に日本総研作成  
(注) 全産業（金融・保険業を除く）。中堅企業は資本金1億円以上10億円未満、中小企業は資本金1千万円以上1億円未満、零細企業は資本金1000万円未満。一人当たり人件費 = 人件費 / (役員数 + 従業員数)。人件費は、従業員・役員の給与・賞与の合計に福利厚生費を加えたもの。

## 賃上げしていない理由（上位5項目）



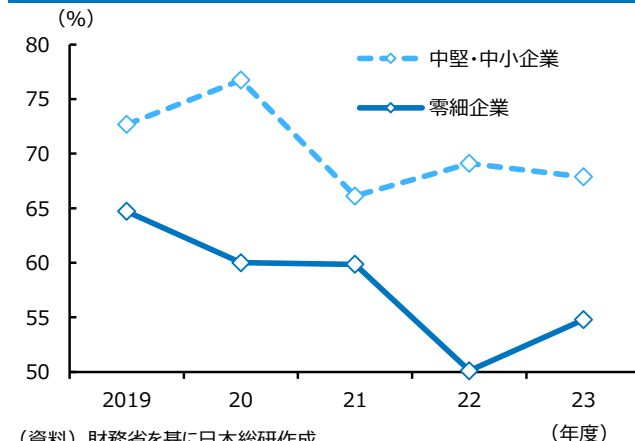
(資料) 全国商工会連合会を基に日本総研作成。  
(注) 回答企業のうち、各項目を選択した企業の割合。

## 賃金引き上げのための対応策



(資料) 全国商工会連合会を基に日本総研作成。  
(注) 回答企業のうち、各項目を選択した企業の割合。複数選択可。

## 設備投資・キャッシュフロー比率



(資料) 財務省を基に日本総研作成  
(注) 全産業（金融・保険業を除く）。比率は、ソフトウェア含む設備投資をキャッシュフローで割ったもの。キャッシュフロー = 当期純利益 - (中間配当額 + 配当金) + 減価償却費。

# トピックス②：サービス業で強まる賃金インフレ圧力

## ◆サービス業で賃上げと価格転嫁が進展

サービス価格の伸びは鈍化傾向。8月の一般サービス価格（政策要因を除く）は前年比+1.3%と、直近ピークの2023年初から低下。この背景として、既往の円安や資源高が一服したことにより、外食など財投入比率の高いサービス業を中心に原材料コストの増加圧力が和らいだことが指摘可能。

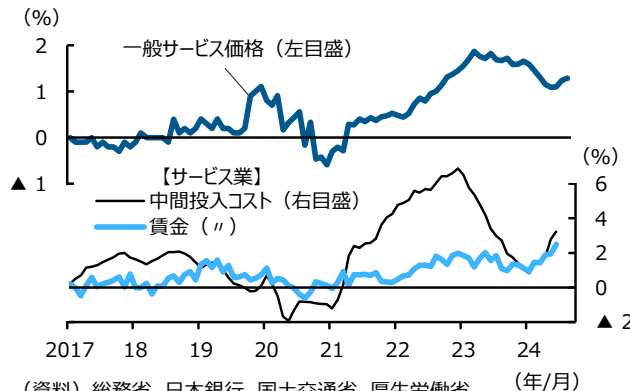
もっとも、先行きのサービス価格は、賃金面からのインフレ圧力が強まることで、再び伸びが高まっていく見通し。人手不足感の強まりなどを背景に、企業は労働力確保に向けた賃上げの動きを積極化。デフレ期に弱まっていた労働需給と賃金の連動性は、足元で再び強まる傾向。今後、景気の回復に伴い労働需給の一段の逼迫が予想されるなか、賃金は高い伸びが続く見通し。

こうした投入コストの増加分を、企業は販売価格に転嫁。日銀短観によれば、サービス業は足元で価格転嫁姿勢を強めており、労働コストの高まりがサービス価格の押し上げに波及しやすい状況。

## ◆企業の中長期的な期待インフレ率も上昇

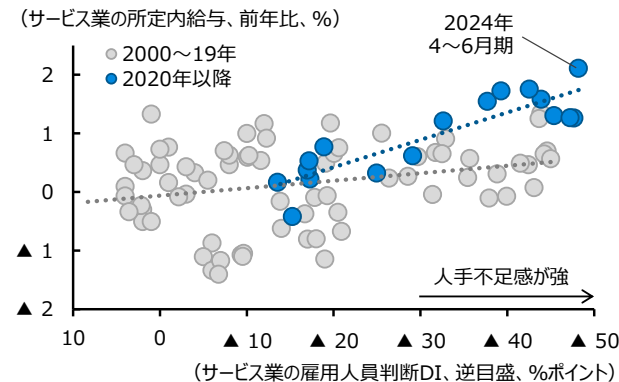
人件費の持続的な増加を見据え、中長期的な販売価格の引き上げを見込む企業も増加。宿泊・飲食サービス業や卸・小売業など、中間投入に占める人件費比率が高い業種を中心に、向こう5年間で販売価格の引き上げを見込んでいる状況。

## サービス価格とサービス業の投入コスト（前年比）



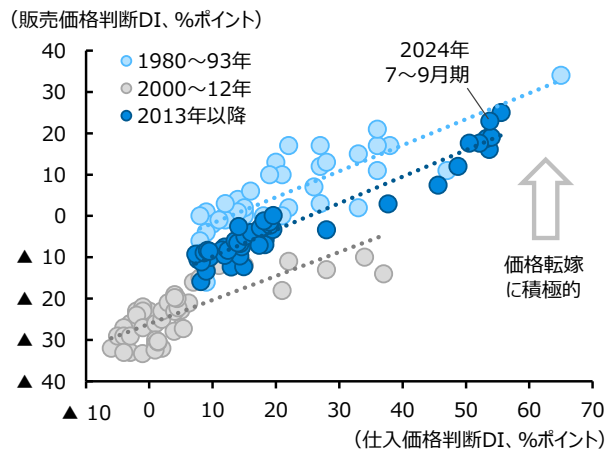
(資料) 総務省、日本銀行、国土交通省、厚生労働省  
(注) 一般サービス価格は、2020年4月以降、政策要因で変動の激しい通信料（携帯電話）と旅行関連を除く。中間投入コストは、産業連関表（2020年基準）の中間投入ウエイトで加重平均。賃金は、サービス業の所定内給与（1999年以前は全常用労働者、2000年以降は一般労働者）。

## サービス業の人手不足と賃金



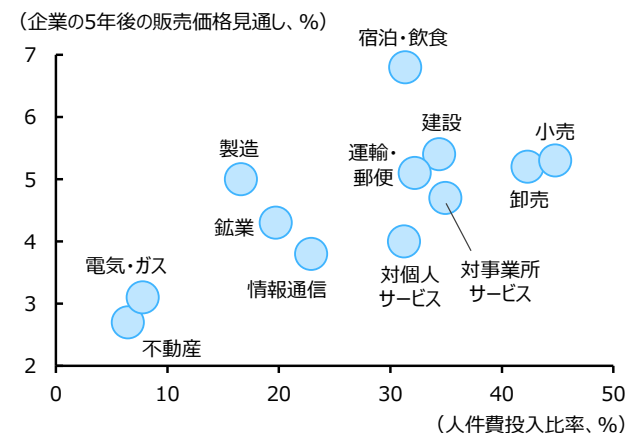
(資料) 日本銀行、厚生労働省を基に日本総研作成  
(注) 所定内給与は、1999年以前は全常用労働者、2000年以降は一般労働者。雇用人員判断DIにおけるサービス業は、2009年までは旧基準、2010年以降は物品賃貸業、対事業所サービス業、対個人サービス業の加重平均。リーマンショック直後の2009年を除く。

## サービス業の価格転嫁姿勢



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成  
(注) 全規模。サービス業のカバレッジは図表右上と同様。

## 人件費投入比率と企業の販売価格見通し



(資料) 日本銀行、総務省を基に日本総研作成  
(注) 人件費投入比率＝雇用者所得/国内生産額、産業連関表（2020年基準）を基に算出。販売価格見通しは日銀短観9月調査の結果。

# 内需主導で緩やかな景気回復へ

## ◆ 好調な企業収益を起点に好循環実現へ

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

雇用・所得環境の改善などを背景に、個人消費は緩やかに回復する見通し。人手不足感の強まりなどを受けて企業は労働者確保に向けた賃上げの動きを強めており、賃金は今後も高い伸びが続く見込み。これを受けて、実質賃金は前年比プラスでの推移が徐々に定着していく見通し。

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

ただし、下振れリスク要因として、中国景気や米大統領選の行方に要注意。深刻化する人手不足が景気回復力を弱める可能性も。

## ◆ 2024年度の成長率は+0.6%

2024年度は+0.6%、25年度は+1.2%を予想。23年度後半の景気が弱かった影響から、24年度は伸びが幾分減速するものの、25年度は1%台の成長ペースとなる見通し。潜在成長率は、足元ではゼロ%台半ばとみられるものの、労働生産性の向上に伴い、25年度末にかけて1%近傍へ上昇していく見込み。

## わが国主要経済指標の予測値（2024年10月11日時点）

	2024年				2025年				2026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	2023年度	2024年度	2025年度
	(実績)		(予測)							(実績)	(予測)	
実質GDP	▲ 2.4	2.9	1.9	1.6	1.2	1.2	1.2	1.0	1.1	0.8	0.6	1.2
個人消費	▲ 2.3	3.7	2.4	1.7	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	▲ 0.6	1.0	1.1
住宅投資	▲ 10.1	7.1	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.2	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.3	0.3	▲ 1.2	▲ 0.2
設備投資	▲ 1.9	3.1	2.4	2.3	2.1	2.3	2.4	2.4	2.4	0.3	2.3	2.3
在庫投資 (寄与度)	( 1.2)	(▲ 0.5)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	( 0.0)	(▲ 0.2)	(▲ 0.1)	(▲ 0.0)
政府消費	1.1	0.4	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2	▲ 0.3	0.0	▲ 0.5	0.4	0.1
公共投資	▲ 4.4	17.2	▲ 0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.7	2.1	0.2
純輸出 (寄与度)	(▲ 1.7)	(▲ 0.3)	( 0.1)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.2)	( 0.2)	( 1.4)	(▲ 0.4)	( 0.2)
輸出	▲ 17.3	6.1	4.7	3.0	2.7	2.9	3.1	3.2	3.2	2.8	0.8	3.1
輸入	▲ 9.6	6.9	4.0	2.1	1.9	1.9	1.9	2.1	2.0	▲ 3.2	2.3	2.1
名目GDP	2.5	2.1	3.6	3.7	4.7	3.5	2.8	2.4	2.6	4.9	3.5	2.8
GDPデフレーター	3.4	3.2	3.1	3.0	2.7	2.1	1.5	1.3	1.4	4.0	3.0	1.6
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.5	2.5	2.6	2.4	2.5	2.0	1.6	1.6	1.5	2.8	2.5	1.7
(除く生鮮、エネルギー)	3.2	2.2	1.9	1.9	2.0	2.0	2.1	2.1	2.2	3.9	2.0	2.1
鉱工業生産	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 0.8	▲ 0.3	6.0	3.5	4.4	2.0	1.4	▲ 1.9	0.4	2.8
完全失業率 (%)	2.5	2.6	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.6	2.5	2.4
経常収支 (兆円)	6.2	6.4	10.0	7.5	8.3	8.2	11.1	8.4	9.5	25.1	32.3	37.2
対名目GDP比 (%)	4.2	4.3	6.6	4.6	5.3	5.3	7.2	5.1	5.9	4.2	5.2	5.9
円ドル相場 (円/1ドル)	148	155	149	144	141	139	137	135	133	145	147	136
原油輸入価格 (1バレル/バレル)	83	87	86	76	74	72	71	70	68	86	81	70

(資料) 内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に日本総研作成

### 海外経済の前提

	(前年比、%)		
	2023年 (実績)	2024年 (予測)	2025年
米国	2.9	2.6	1.8
ユーロ圏	0.4	0.7	1.2
中国	5.2	4.7	4.4

### 過去の実質GDP予測値

	(前年比、%)		
	2023年度 (実績)	2024年度 (予測)	2025年度
7月号	1.0	0.7	1.2
8月号	0.8	0.7	1.2
9月号	0.8	0.6	1.2

# 概況：個人消費は堅調

## ◆ 7～9月期の個人消費は堅調

個人消費は引き続き堅調。7～8月平均の実質個人消費は4～6月平均対比+0.7%と、高めの伸びを維持。内訳をみると、自動車販売の持ち直しなどにより財消費が増加したほか、娯楽などのサービス消費も増加。9月の小売売上高も前月比+0.4%と、伸びが加速。

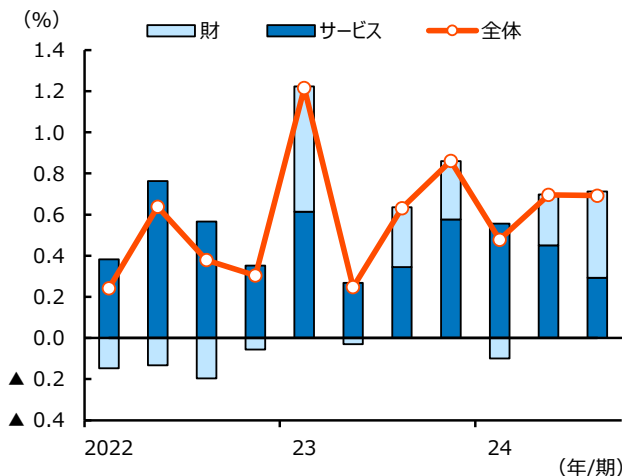
先行きの個人消費も堅調を維持する見込み。雇用・所得環境が引き続き改善していることが消費の追い風。9月の非農業部門雇用者数は前月差+25.4万人と大きく増加。9月の実質賃金上昇率（平均時給ベース）は前年比+1.5%と伸びが高まっている状況。

## ◆ 先行き住宅市場は底打ちへ

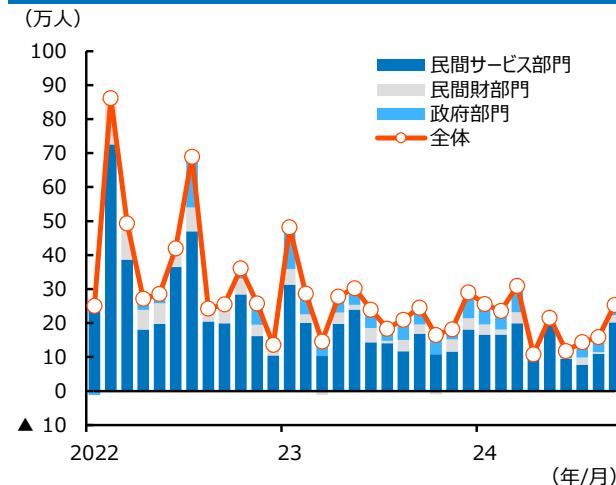
足元の住宅市場は低迷。8月の住宅販売件数は前月比▲2.9%と前月から減少。既往の金融引き締めにより、住宅ローン金利や住宅価格が高止まっていることが背景。需要の低迷を受けて、9月の住宅着工件数も前月から減少。

先行き、住宅投資は金利低下を受けて底打ちする見込み。F R Bの利下げ継続により住宅ローン金利は低下が続き、消費者の住宅購入意欲は持ち直すと予想。

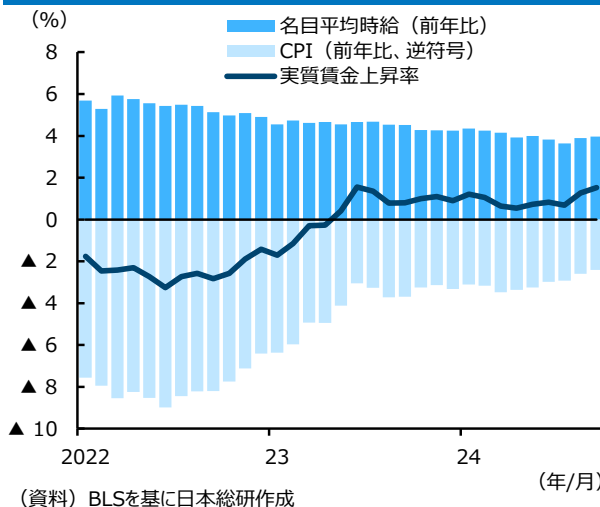
### 実質個人消費（前期比）



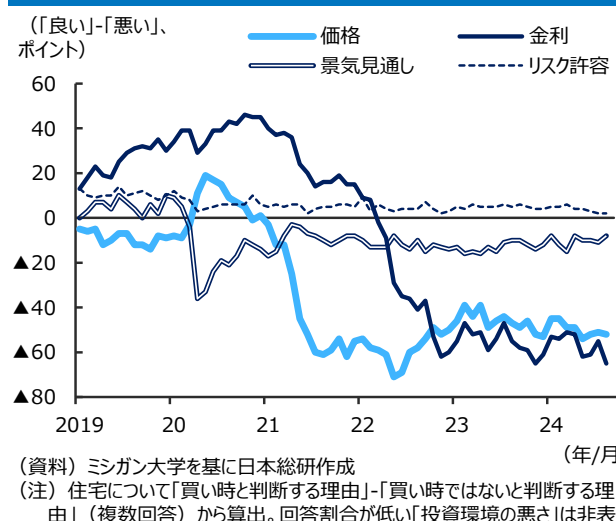
### 非農業部門雇用者数（前月差）



### 実質賃金上昇率（前年比）



### 住宅購入判断に影響する要因





# 概況：設備投資は緩やかな増加へ

## ◆非製造業は好調、製造業は不振

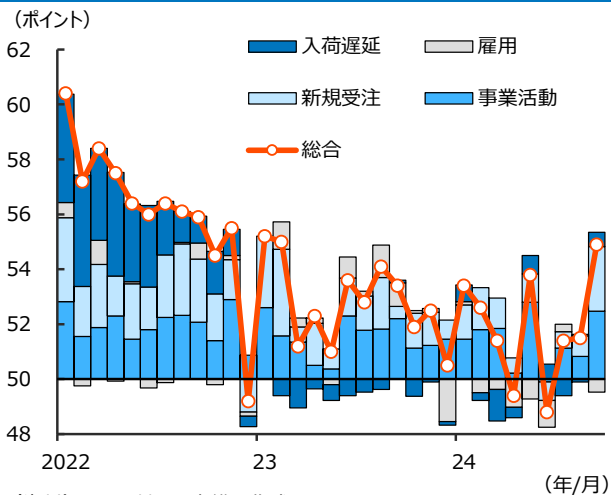
企業の景況感は二極化。非製造業は好調を維持しており、9月のISM非製造業景況指数は54.9と、良し悪しの分かれ目となる50を上回る水準。事業活動や新規受注の増加が全体を押し上げ。業種別では、全18業種のうち、宿泊・外食、金融・保険など12業種の業況が改善。

非製造業とは対照的に、製造業の景況感は低調。9月のISM製造業景況感指数は47.2と、6カ月連続で50を下回る水準。金融環境の引き締めによる財需要の低迷などを受けて新規受注、生産活動が低迷。業種別にみると、全18業種のうち、輸送機器、電気製品など13業種の業況が悪化。

## ◆金融環境の緩和が設備投資を押し上げ

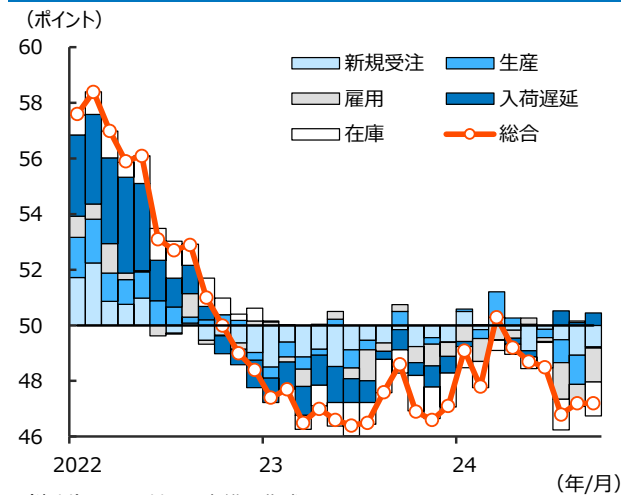
今後は金融環境の緩和を背景に、設備投資は緩やかに増加する見通し。デジタル化の進展でハイテク関連財では増産が継続しており、関連の設備投資が増加する見込み。自動車などの耐久財の生産は金利上昇などの影響で横ばい圏で推移しているものの、今後は緩やかな増加に転じる見通し。FRBによる利下げが続くことで、これまでの金融環境の引き締めを通じた製造業への下押し圧力は緩和する見込み。足元の米銀による企業向け貸出残高は、小幅プラスに転換。今後は貸出が一段と増加し、設備投資を押し上げると予想。

### ISM非製造業景況感指数



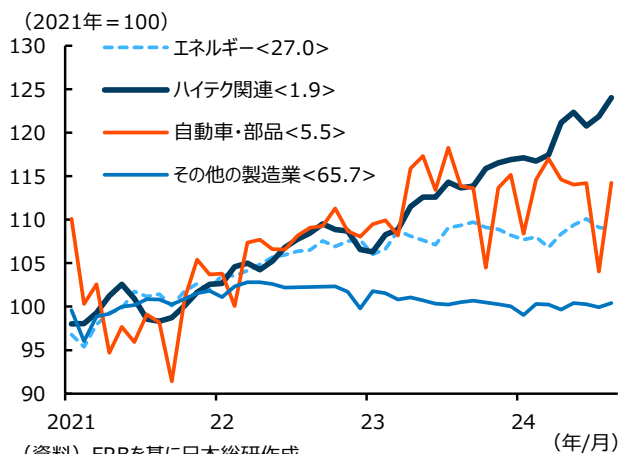
(資料) ISMを基に日本総研作成

### ISM製造業景況感指数



(資料) ISMを基に日本総研作成

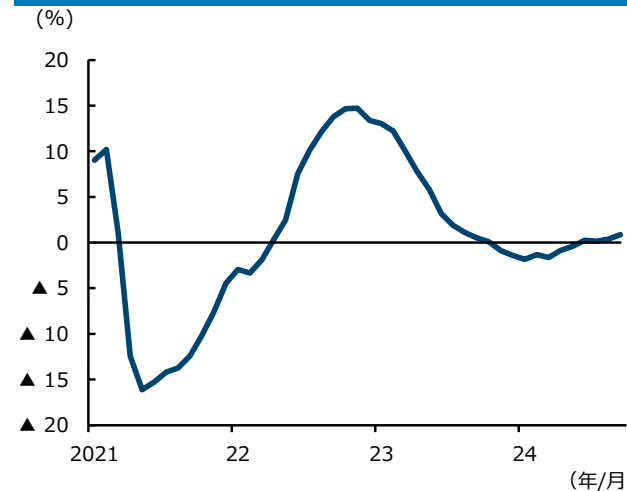
### 鉱工業生産



(資料) FRBを基に日本総研作成

(注) <>内は、指数全体に占めるシェア(2023年)。ハイテク関連は、コンピューター・通信機器・半導体など。

### 商業銀行の企業向け貸出残高 (前年比)



(資料) FRBを基に日本総研作成

# トピック：財政赤字の拡大傾向は選挙後も変わらず

## ◆ 財政赤字が拡大

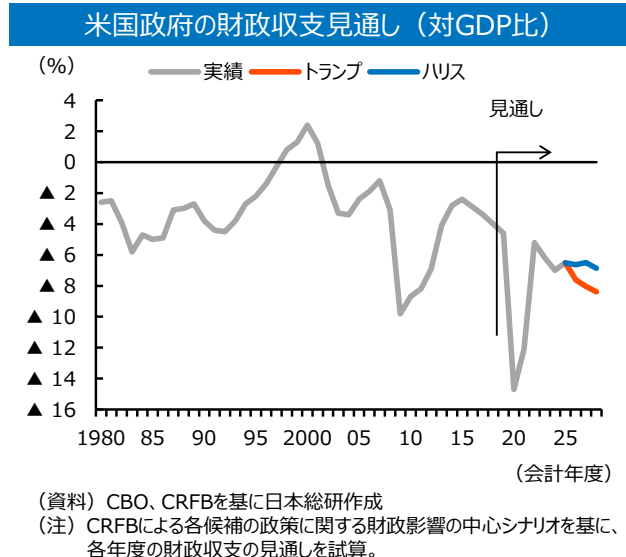
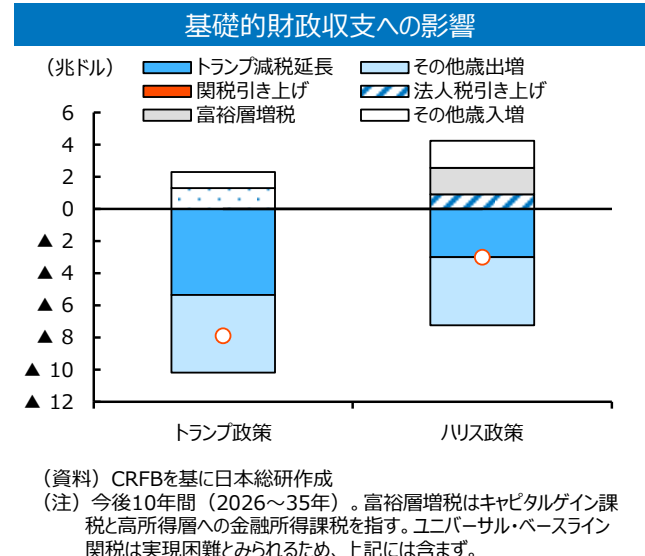
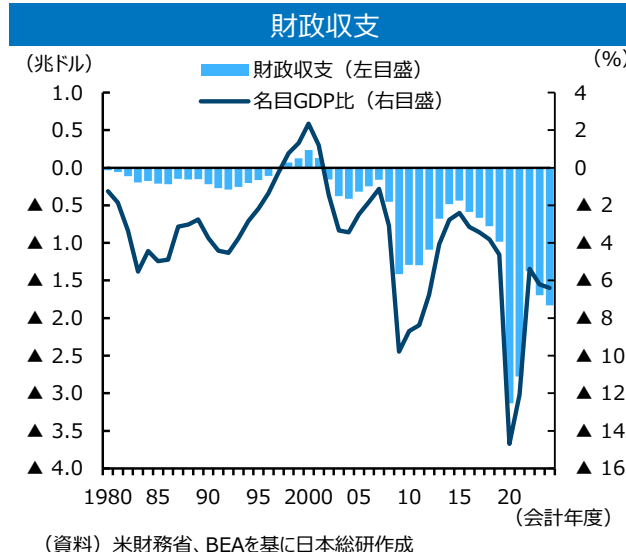
連邦政府の財政収支は悪化。2024年会計年度（23年10月～9月）の財政赤字は対GDP比で6.4%と前年度から拡大。所得税や法人税などの歳入は増加した一方、それを上回るペースで歳出が増加。既往の利上げを受けて、利払い費が増加したほか、高齢化の進展による社会保障費増が歳出を押し上げ。

## ◆ 選挙後は一段と財政が悪化する見通し

今後も、財政収支の悪化は続く公算。11月5日に実施される大統領選挙の候補である民主党のハリス氏と共和党のトランプ氏の政策は、ともに財政拡大が不可避。

とりわけ、トランプ氏が当選した場合、財政赤字は大きく拡大。トランプ氏は減税を拡大する一方、歳入の拡大は関税の引き上げなどにとどまり財政赤字は28年度にGDP比で8.4%に達する公算。ハリス氏の政策による財政赤字の増加額はトランプ氏の半分程度と試算されるものの、低所得層への支援拡大などにより、28年の財政赤字はGDP比6.9%に達する見込み。

財政の持続可能性に対する懸念が高まれば、タームプレミアムの上昇を通じて、長期金利が押し上げられ、景気を下押しするリスク。仮に、80年代と同水準までタームプレミアムが上昇すれば、長期金利は7～8%へ上昇する展開も。





# Fed Watch : 小刻みな利下げが続く見込み

## ◆FRBは大幅利下げを決定

FRBは9月に開催されたFOMCで政策金利を0.5%ポイント引き下げること決定。

大幅な利下げの背景には、雇用下振れリスクの高まり。会合後に公表されたFOMC参加者による経済見通しでは、2024年末の失業率が4.4%と、前回6月会合の4.0%から上昇。

一方、FRBは今後の利下げについて、会合ごとに判断するという従来の見解を変えておらず、利下げを急ぐ状況にはないとの認識を表明。

## ◆今後の利下げは小刻みに

先行き、FRBは景気への影響を確認しながら、11、12月に利下げを行い、その後は、四半期ごとに利下げを続けると予想。小刻みな利下げが続くとみる理由は、以下の2点。

第1に、安定的な雇用情勢。非農業部門雇用者数は底堅く推移しているほか、失業率の上昇も一服。一方、失業者1人あたりの求人件数を示す求人倍率は低下傾向にあり、労働需給は緩やかに緩和する見込み。

第2に、インフレ再燃への警戒感。基調的な物価動向を示すコア消費者物価指数は、9月に前年比+3.3%と、前月から上昇。輸送や医療などのサービスの伸びが加速したことが背景。性急な利下げは需要を過度に刺激し、デマンドプル・インフレを再燃させる恐れ。

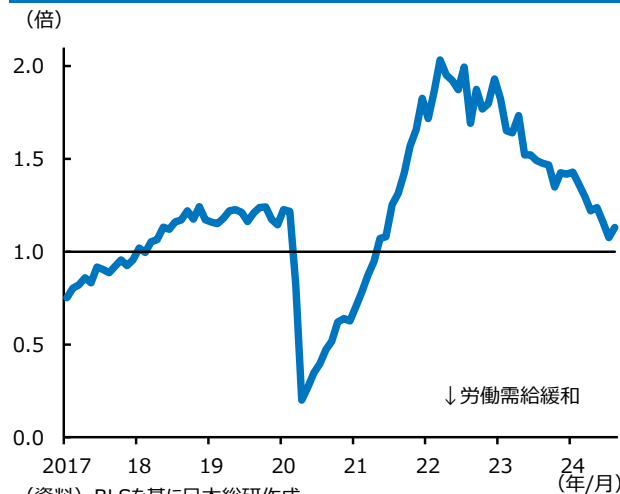
## FOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）

		2024年	2025年	2026年	2027年	長期均衡
実質GDP成長率	2024年9月	2.0	2.0	2.0	2.0	1.8
	2024年6月	2.1	2.0	2.0	-	1.8
失業率	2024年9月	4.4	4.4	4.3	4.2	4.2
	2024年6月	4.0	4.2	4.1	-	4.2
PCEデフレーター	2024年9月	2.3	2.1	2.0	2.0	2.0
	2024年6月	2.6	2.3	2.0	-	2.0
コアPCEデフレーター	2024年9月	2.6	2.2	2.0	2.0	-
	2024年6月	2.8	2.3	2.0	-	-
政策金利	2024年9月	4.4	3.4	2.9	2.9	2.9
	2024年6月	5.1	4.1	3.1	-	2.8

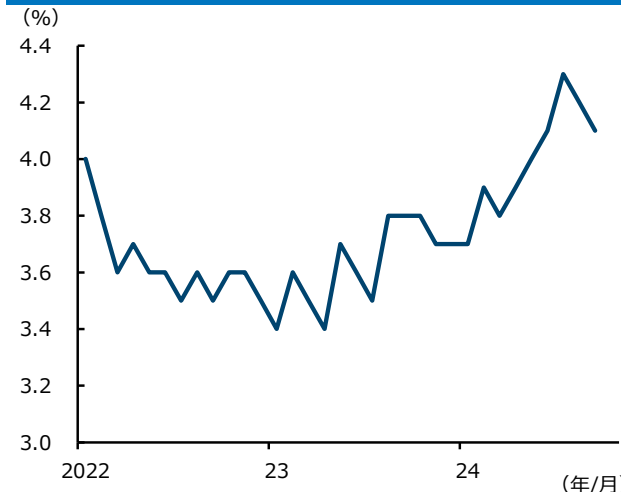
(資料) FRBを基に日本総研作成

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

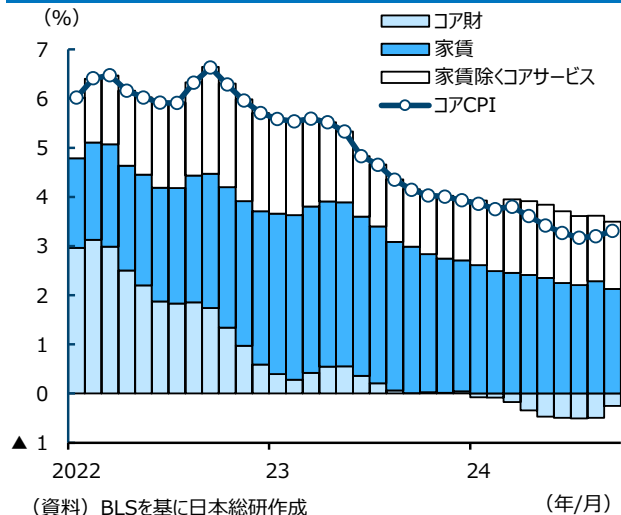
## 求人倍率



## 失業率



## コア消費者物価指数（前年比）



# 米国景気・金利見通し：景気は底堅く推移

## ◆年内の景気は減速

米国景気は底堅く推移する見通し。既往利上げの影響で設備・住宅投資や消費が下押しされ、当面の成長率はやや減速。

その後は、良好な雇用・所得環境などが個人消費を下支えするほか、労働供給も引き続き回復し、成長率は上昇。インフレの沈静化による利下げも景気を後押し。金利が低下するにつれて、企業の設備投資意欲が高まるほか、家計の住宅投資も増加に転化。家具・家電などの住宅関連の消費も増加する見通し。財需要が回復することで製造業の景況感も持ち直すと予想。

通年では、2024年の成長率は2%台半ばに達した後、25年は1%台後半にやや低下すると予想。

## ◆長期金利は低下へ

F R Bは、9月の会合で0.5%ポイントの利下げを決定。先行き、F R Bはインフレ率の低下や雇用悪化など景気への影響を確認しながら、利下げを続ける見込み。

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

長期金利は、インフレ再燃への警戒感が上昇圧力となるものの、先行きの利下げ継続が織り込まれることで、緩やかに低下する見込み。大統領選後の積極的な経済政策などで財政が悪化し、長期金利を予想外に押し上げるリスクあり。

## 米国経済・物価見通し

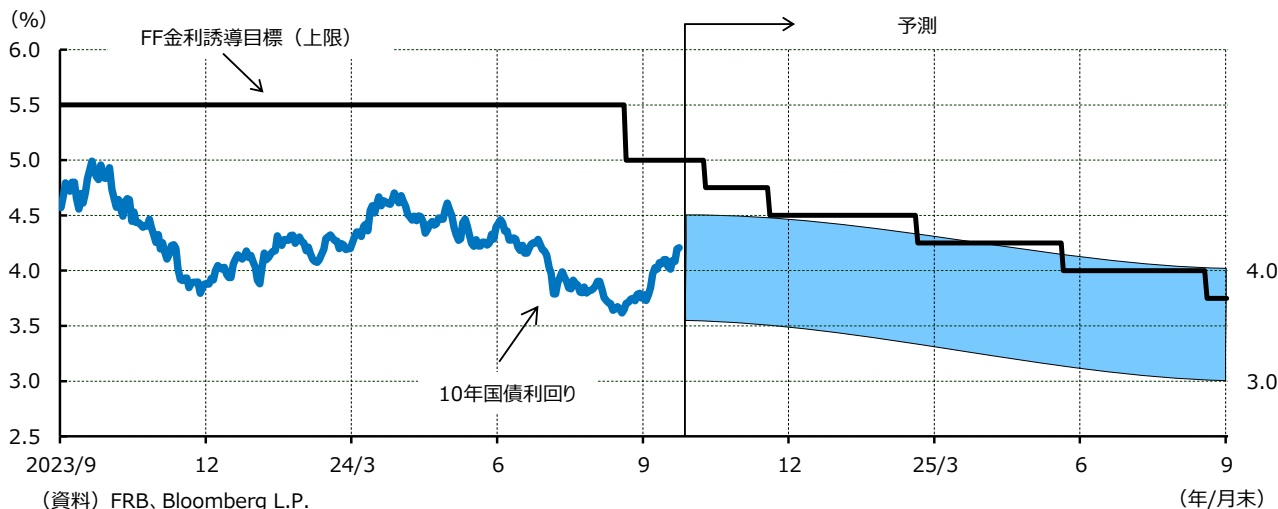
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年		2024年				2025年		2023年	2024年	2025年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
	(実績)		(予測)				(実績)				
実質GDP	4.4	3.2	1.6	3.0	2.2	1.4	1.6	1.8	2.9	2.6	1.8
個人消費	2.5	3.5	1.9	2.8	3.1	1.9	1.8	1.8	2.5	2.5	2.1
住宅投資	7.7	2.5	13.7	▲2.8	▲2.0	▲1.0	0.0	2.0	▲8.3	4.1	0.4
設備投資	1.1	3.8	4.5	3.9	2.0	1.9	2.4	3.0	6.0	3.7	2.6
在庫投資（寄与度）	1.3	▲0.5	▲0.5	1.1	0.0	0.0	0.1	0.1	▲0.4	0.1	0.1
政府支出	5.7	3.6	1.8	3.1	1.6	1.5	1.3	1.2	3.9	2.9	1.4
純輸出（寄与度）	▲0.1	0.1	▲0.6	▲0.9	▲0.5	▲0.4	▲0.3	▲0.2	0.5	▲0.5	▲0.4
輸出	4.9	6.2	1.9	1.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.8	2.5	1.9
輸入	4.7	4.2	6.1	7.6	4.5	4.0	3.5	3.0	▲1.2	4.9	3.7
実質最終需要	3.2	3.8	2.6	2.6	2.5	1.8	1.8	1.9	2.8	2.8	2.0
消費者物価	3.6	3.2	3.2	3.2	2.6	2.4	2.2	2.1	4.1	2.8	2.1
除く食料・I社 <sup>※</sup>	4.4	4.0	3.8	3.4	3.2	2.9	2.5	2.3	4.8	3.3	2.3

(資料) BEA、BLSを基に日本総研作成

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

## 米国金利見通し



(資料) FRB、Bloomberg L.P.

# ユーロ圏景気概況：ドイツ製造業の不振が景気の重石

## ◆足元の景況感は足踏み

ユーロ圏の景気は持ち直しているものの、一部に弱さ。景況感は足踏みしており、9月のコンポジットPMIは49.6ポイントと、7か月ぶりに節目の50を下回る水準に。業種別内訳をみると、サービス業が高めの水準を維持する一方、製造業が一段と低下。

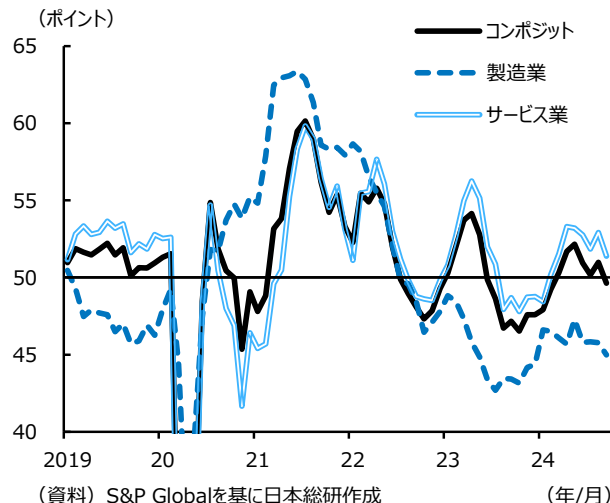
## ◆ドイツ景気は回復に遅れ

低調なドイツ経済がユーロ圏景気の回復の重しに。ユーロ圏の失業率は歴史的な低水準で推移する一方、ドイツでは昨年後半以降、失業率が上昇傾向。背景には製造業の不振。主要輸出先の中国で内需が弱いことや、貿易摩擦の拡大などを受け生産拠点の海外移転が進んでいることを背景に対中輸出が減少しているほか、中国製EVの普及などで自動車生産が下押しされていることなどがドイツ製造業の逆風に。

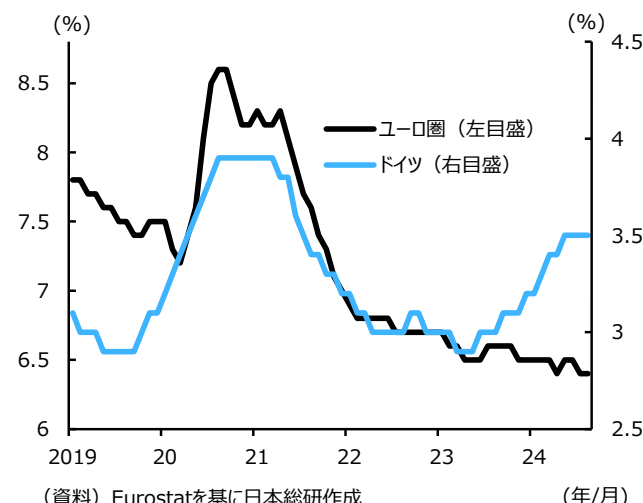
ドイツの製造業では依然として在庫が積み上がり。アンケートによると、在庫が過剰と回答する企業の割合が前年と比べて増加しており、他のユーロ圏諸国を大幅に上回る状況。

この結果、2022年以降、ドイツの製造業の雇用者数は減少基調。2024年4～6月期の製造業雇用者数は、直近のピークの2021年平均対比▲4.2%と減少。

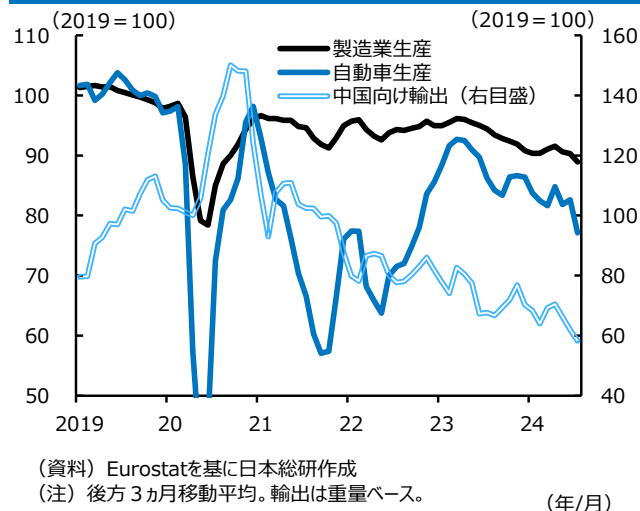
ユーロ圏のPMI



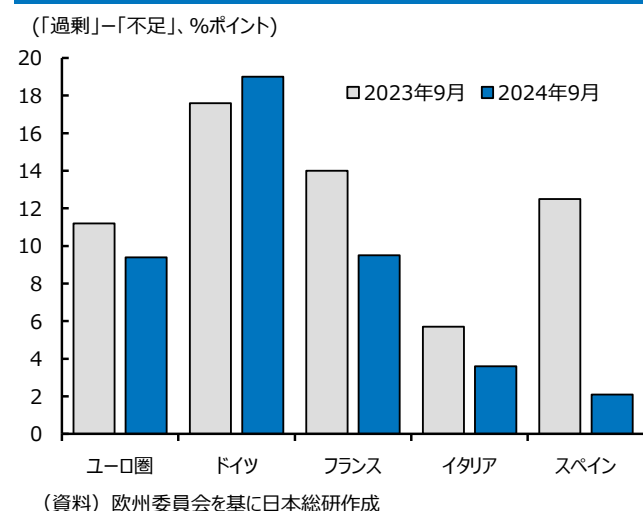
ユーロ圏とドイツの失業率



ドイツの製造業生産と中国向け輸出



ユーロ圏製造業の在庫水準に関するアンケート



# 英国景気概況：緊縮財政が景気の重石に

## ◆企業の景況感は堅調

英国景気は持ち直し。英国企業の景況感は堅調に推移しており、9月のコンポジットPMIは52.6ポイントと、11か月連続で50を上回る水準を維持。業種別の生産高をみても、サービス業で生産活動の改善が進んでいるほか、製造業も底堅く推移。

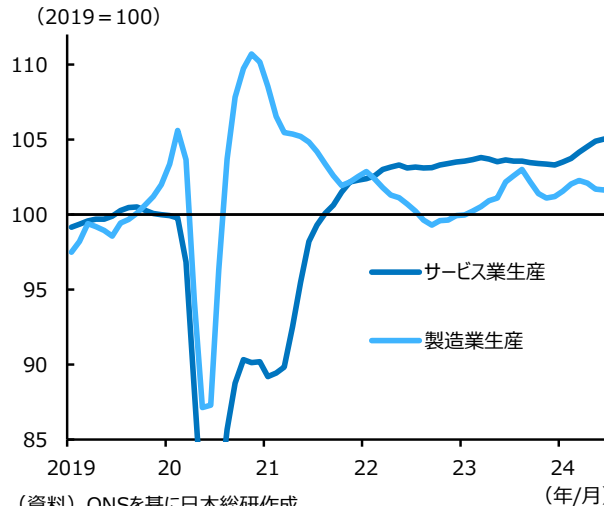
## ◆財政政策への不安で消費者マインド悪化

インフレ圧力の緩和で購買力が回復しているにもかかわらず、足元で消費者信頼感は急低下。背景には財政政策への懸念の高まり。英国政府は支出計画に対し220億ポンドの財源不足に直面しており、その対応として、公共投資の削減や年金受給者に対する冬季燃料手当の支払い廃止を発表。

地方政府の歳出も削減方向。9月初旬に公表された調査では、イングランドだけでも、地方政府の支出計画が見込み歳入を2025年度に34億ポンド、2026年度には累計69億ポンドも上回る見込み。これは、地方自治体協会（LGA）が今年6月に公表した見通しを大幅に上回る水準で、多くの地方自治体が2025年2～3月に行われる予算編成に向けて人員削減やサービスの縮小などを発表。

10月末には英国政府が2025年度の予算案を発表予定。仮に一段と緊縮的な内容が示されれば消費者マインドの冷え込みを通じて、個人消費の回復が遅れる可能性も。

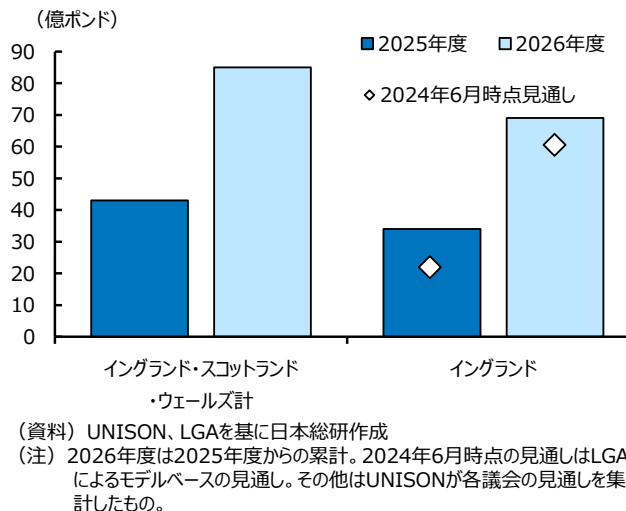
### 英国の業種別生産高



### 英国の消費者信頼感指数



### 英国地方財政の財政不足額の見通し



### 予算編成に向けた支出削減策の例

シュロップシャー州議会	最大540人の雇用削減や、24時間365日の防犯カメラ監視の提供を終了する予定。
ダービーシャー州議会	最大11の高齢者介護施設と8つの高齢者デイセンターの閉鎖を提案中。
ハンブシャー州議会	ウェルビーイングセンターへの助成金を半減。
ノッティンガム市議会	公立図書館4つを閉鎖する計画。
ピーターバラ市議会	認知症リソースセンターへの資金援助を半減。

(資料) UNISONを基に日本総研作成

# 欧州トピック：独VWの工場閉鎖検討で高まる雇用への懸念

## ◆VWがドイツ国内工場の閉鎖検討

独自動車メーカー・フォルクスワーゲン（VW）がコスト削減のため、国内工場の閉鎖を検討。背景には、ドイツの産業拠点として魅力の低減。

ドイツでは、ウクライナ戦争の影響でロシアからの天然ガス供給が激減し、その後代替調達を進めたものの、エネルギー価格は高止まり。非家庭向けのガス代は2019年と比較して2倍近くに。加えて、人件費も大きく上昇し、これらのコスト上昇の影響を受けて競争力が低下。

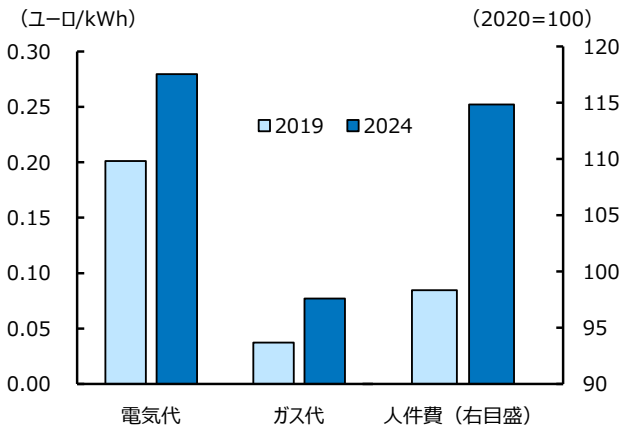
今後も、欧州の自動車業界では中国車を中心に価格競争が続く公算が大きく、低コスト化を図る企業が海外生産を進める動きは変わらない見通し。

足元、EU加盟国が、中国からのバッテリー式電気自動車輸入に相殺関税を課すことを決定したものの、中国メーカーは生産コストが安い東欧での現地生産を拡大しており、欧州内での安価な中国車との競争は不可避。

## ◆工場閉鎖は関連産業の雇用などへも波及

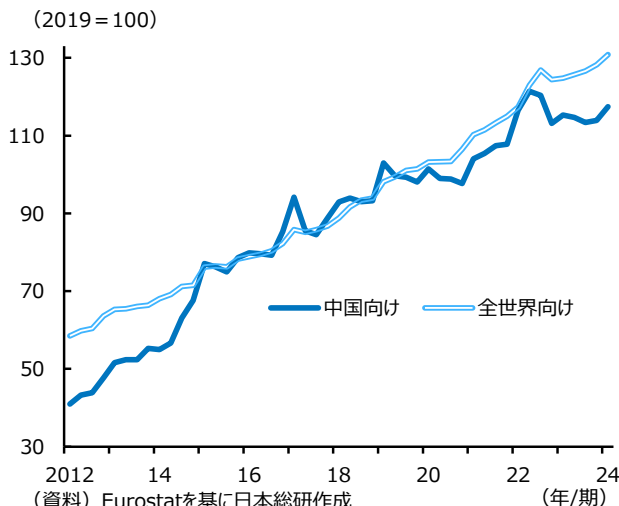
VWは国内2ヵ所以上での工場閉鎖を検討しており、閉鎖の規模によっては、関連産業にも波及し、大規模な失業につながる恐れ。仮に、自動車産業で2万人の失業者が出た場合、自動車整備や、サプライヤー、ビジネスサービスなどへ影響し、10万人近くが失業する見込み。さらに、閉鎖工場の増加や他メーカーにも人員削減の動きが広がり、工場閉鎖規模が10万人となる場合、約40万人に上る雇用者に影響が出る見通し。

## ドイツのエネルギー価格と人件費



(資料) Eurostat、ドイツ連邦統計局を基に日本総研作成  
(注) 2024年は上半期の値。電気代・ガス代は非家庭向け。人件費は製造業の時間当たり人件費指数で、労務費を含む。

## ドイツの対外直接投資ストック



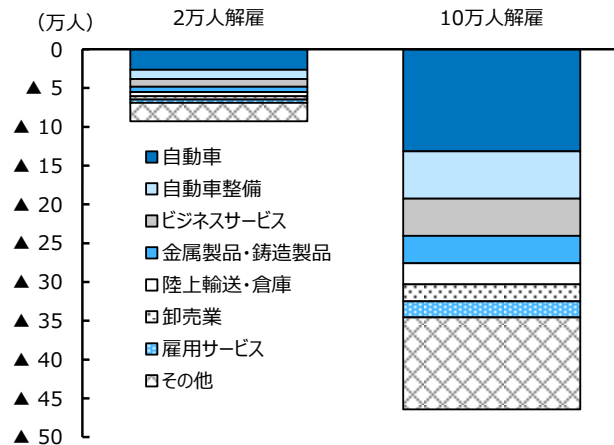
(資料) Eurostatを基に日本総研作成

## VWの国内工場毎の従業員数

工場名	従業員数	時点
ヴォルクスブルク工場 (本社工場)	70,000人	2024年3月
ドレスデン工場	340人	2023年12月
エムデン工場	8,000人以上	2024年3月
ツヴァッカウ工場	10,350人	2023年12月
ハーバー工場	14,200人	不明
オスナブリュック工場	2,300人	2024年4月
カッセル工場	1,550人	2024年3月
ザルツギッター工場	7,500人	2023年
ブラウンシュヴァイク工場	7,400人	2022年
ケムニッツ工場	1,900人	2023年12月
計	123,540人	
VWグループドイツ国内従業員数	296,134人	2023年平均

(資料) VWを基に日本総研作成

## 自動車業界のリストラ波及効果



(資料) ドイツ連邦統計局を基に日本総研作成  
(注) ビジネスサービスは、法律、会計、経営コンサル、警備など。



# 欧州経済見通し：ユーロ圏・英国ともに回復ペースは緩やか

## <ユーロ圏>

### ◆景気は緩やかに回復

ユーロ圏景気は緩やかに回復する見通し。インフレ圧力の緩和を受けた実質所得の増加により、個人消費は緩やかに増加すると予想。各国の財政支援や欧州復興基金による投資支援も設備投資を下支えする見込み。ECBによる利下げも内需の押し上げに寄与する見通し。

もともと、ドイツを中心に製造業の不振は当面続く可能性が高く、サービス業頼みの景気展開を予想。景気回復の勢いは緩やかとなる見通し。

先行きのリスクとして、フランスの財政悪化への懸念。フランス長期金利上昇が周辺国の金利に波及する場合、ユーロ圏全体の景気が押し下げられるリスク。また、米大統領選挙でトランプ氏が再選される場合、関税引き上げなどを通じて貿易や設備投資が下押しされ、景気が後退するリスクも。

## <英国>

### ◆景気は緩やかに回復

英国景気も緩やかに回復する見通し。エネルギー価格や財価格の下落を受けて、家計の購買力が回復し、個人消費が緩やかに増加する見込み。BOEの利下げにより、設備投資や住宅投資への下押し圧力は徐々に緩和していく見通し。もともと、労働供給の回復が鈍く、サービス価格を中心にインフレ懸念が残存するとみられ、金利の下げ渋りが回復の重石となる可能性も。

## 欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整前年同季比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

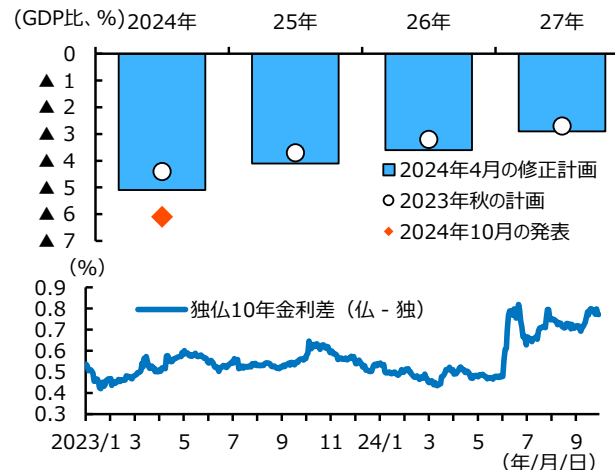
(前年比、%)

		2023年	2024年				2025年			2023年	2024年	2025年
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)	(予測)	(予測)
		(実績)				(予測)				(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.3	1.3	0.8	0.9	1.0	1.2	1.4	1.3	0.4	0.7	1.2
	消費者物価指数	2.7	2.6	2.5	2.2	2.3	2.1	2.1	2.0	5.5	2.4	2.1
ドイツ	実質GDP	▲1.5	0.9	▲0.3	0.4	0.7	1.0	1.0	0.9	▲0.3	0.1	0.8
	消費者物価指数	3.0	2.7	2.6	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0	6.1	2.4	2.0
フランス	実質GDP	1.8	1.0	0.7	1.1	0.9	1.2	1.2	1.3	0.9	1.1	1.2
	消費者物価指数	4.2	3.0	2.5	2.1	2.0	1.9	2.0	1.9	5.7	2.4	1.9
英国	実質GDP	▲1.3	2.8	1.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.3	0.3	0.9	1.0
	消費者物価指数	4.2	3.5	2.1	2.3	2.6	2.6	2.5	2.5	7.4	2.7	2.5

(資料) Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドローは予測値。

## フランスの財政収支見通しと独仏10年利回り差



(資料) 仏政府、ル・モンド紙、Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

## 【ホット・トピック】

### ◆フランスは財政悪化懸念で金利急騰

バルニエ首相は、10月1日の施政方針演説で、2024年度の財政赤字がGDP比で6%超になる可能性があると発言。これを受けてフランス国債の対ドイツ利回り差は拡大。

フランスは今年5月に、IMFとの4条協議で財政健全化の勧告を受けたほか、格付け機関による国債の格下げが行われ、財政健全性への懸念が高まりやすい状況。

バルニエ首相は財政再建に向けた支出削減や増税などの予算案を提出する見通しであるものの、仏下院はどの政党も過半数に達しておらず、審議が難航する公算大。金利高騰は景気の下押しや金融市場の混乱に波及しかねず、今後も要注目。

# 欧州金利見通し：ECB・BOEともに利下げ局面入り

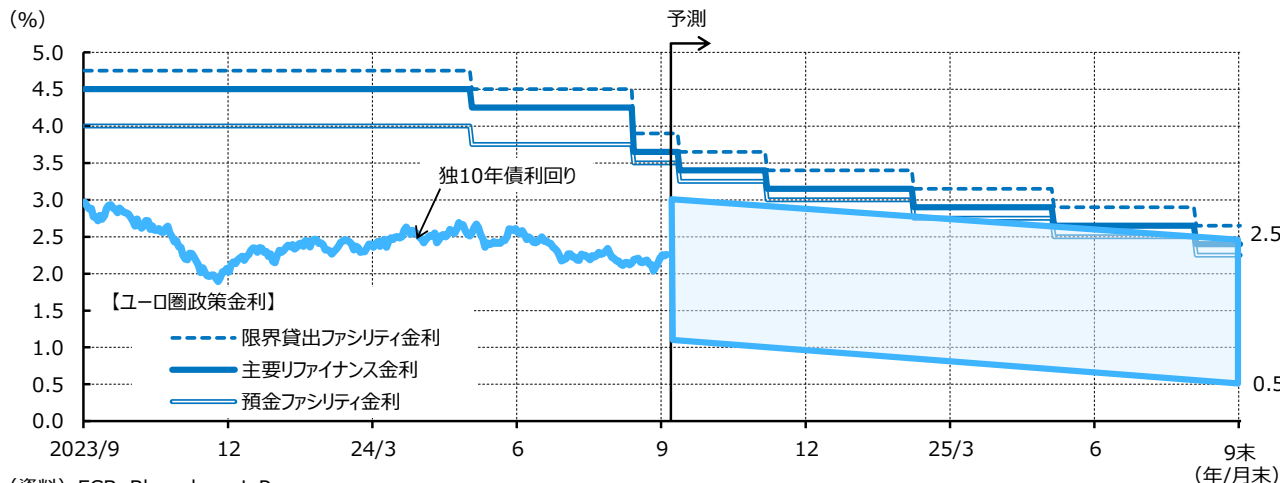
## <ユーロ圏>

### ◆ ECB：追加利下げへ

ECBは9月の会合で利下げを実施。インフレ率の低下や、足元のユーロ圏景気減速への警戒から、ECBは10月、12月の会合で小刻みな追加利下げに踏み切ると予想。その後は、インフレの動向を慎重に見極めながら、概ね3カ月に1回のペースで利下げを実施すると予想。これにより、政策金利は来秋にかけて2.5%前後へ低下する見込み。

独10年債利回りは、利下げ局面に入ったことで、ECBの利下げペースをにらみつつ、先行き緩やかに低下する見込み。

## ユーロ圏金利見通し



(資料) ECB, Bloomberg L.P.

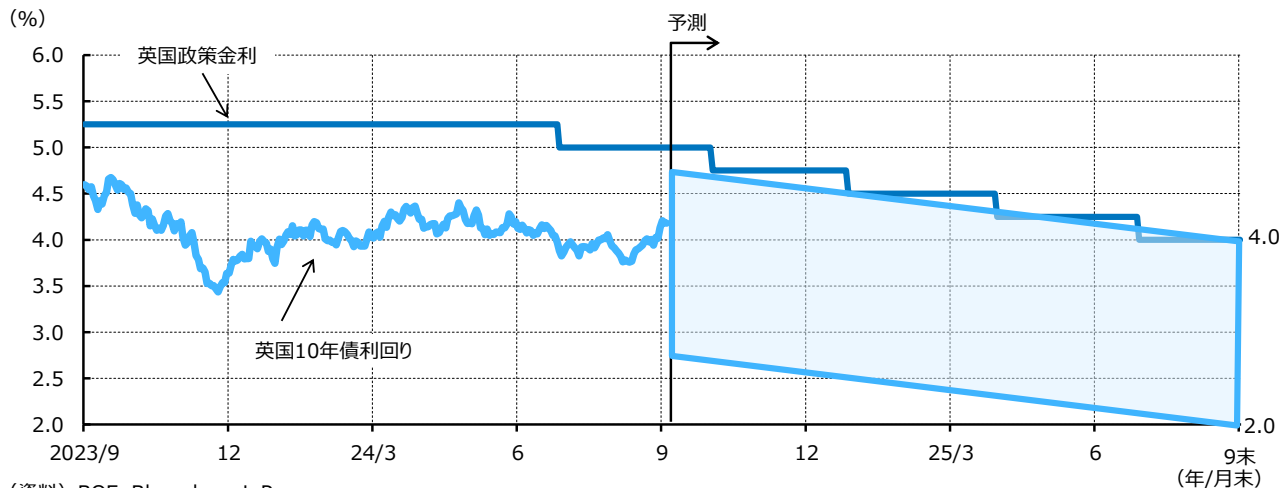
## <英国>

### ◆ BOE：慎重に利下げ判断

BOEは9月の金融政策委員会で金利を据え置き。今後は、インフレの動向を見極めながら、概ね3カ月に1回のペースで利下げを実施すると予想。これにより、政策金利は来秋にかけて4%前後へ低下する見込み。

英10年債利回りは、利下げを織り込む動きにより、緩やかに低下する見込み。

## 英国金利見通し



(資料) BOE, Bloomberg L.P.



# 足元でやや改善するも景気の急回復は期待薄

## ◆景気改善の主因は輸出

中国景気は、足元で好調な輸出に支えられ、若干の改善。中国製のIT関連製品やEVに対する海外需要の増加、米国の対中制裁関税の実施延期が、足元の輸出増をけん引。

一方、内需は総じて停滞。企業の景況感は低迷しており、8月のPMIは、製造業で4カ月連続の50割れ。非製造業は前月並みの低水準。

需要項目別にみると、固定資産投資は政府の方針表明を受け、国有企業が設備更新を推進したほか、不動産開発投資のマイナス幅がわずかながら縮小。結果、8月の固定資産投資は大幅に落ち込んだ前月から増加。8月の小売売上高も7月より若干持ち直したものの、家計の節約志向が根強く、消費は勢いに欠ける展開が継続。

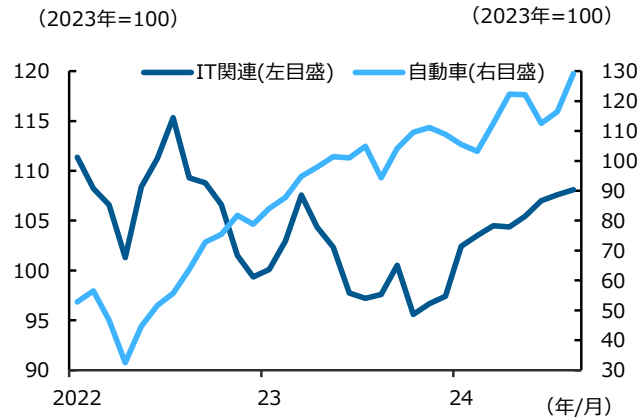
## ◆内需の低迷は当面続く見通し

年末にかけ、IT関連やEVの輸出は堅調が見込まれ、地方債の発行増により、インフラ投資は回復が期待。しかし、これらの要因は減速ペースを弱めるにとどまり、景気の押し上げには至らず。

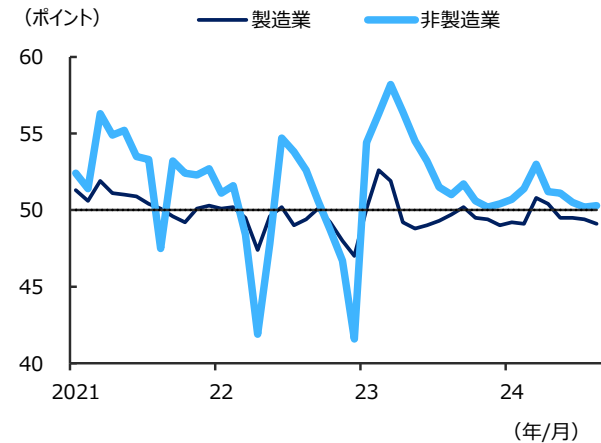
家計の消費マインドの冷え込みや不動産市場の悪化は深刻で、政府の対策による押し上げ効果は限定的にとどまり、内需の停滞は続く見通し。

政府の財政規律重視のスタンスが転換されない限り、大規模な追加支援策は打ち出されず、2024年の経済成長率は+4.7%と、政府目標（+5%前後）を下回ると予想。

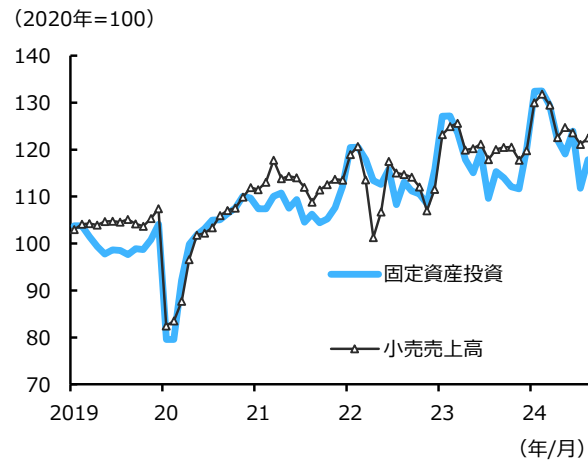
## 財別輸出（季調値）



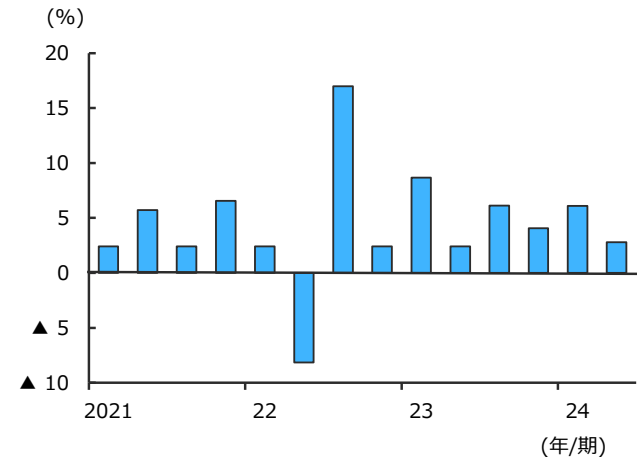
## 購買担当者景気指数（PMI）



## 投資・消費関連指標（季調値）



## 実質GDP成長率（前期比年率）



# 輸出は好調

## ◆輸出は当面堅調

自動車やIT関連製品のグローバルな需要回復を背景に、輸出は足元で増加。自動車では、新興国向けのEV輸出台数が急拡大。

米国政府の対中関税引き上げが2度延期される間に対象製品の駆け込み輸出も生じている模様。9月27日から順次、米国の対中制裁関税が実施されるものの、中国のIT関連製品やEVへの根強い需要を背景に、輸出は堅調に推移する公算は大。

## ◆輸入は横ばい

輸入は総じて横ばい圏で推移。先行きも、内需の停滞が続くとみられることから、横ばい圏で推移する見込み。

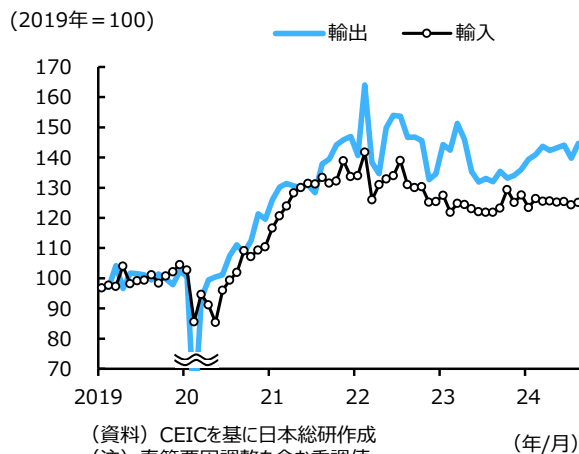
## ◆対中直接投資は大幅減

2024年1～8月の対中直接投資（ドル建て）は、前年比▲30.5%の大幅な減少。

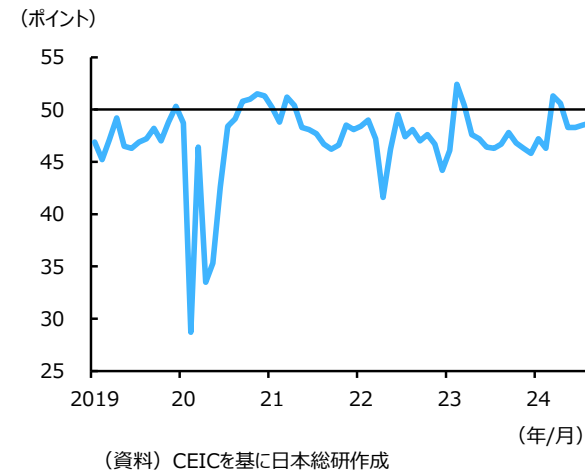
中国政府は、外資企業の国内誘致を積極化するとともに、参入規制の緩和や事業展開上の懸念払しょくに取り組む姿勢をアピール。一例として、本年11月1日施行の外資企業の投資禁止・制限分野を示した新ネガティブリストは、製造業の参入禁止・制限項目がゼロに。

もっとも、多くの外資企業は慎重姿勢を堅持。西側各国は中国依存度の引き下げを主目的にグローバルなサプライチェーン再編を進めているため、対中直接投資は減少が続く公算大。

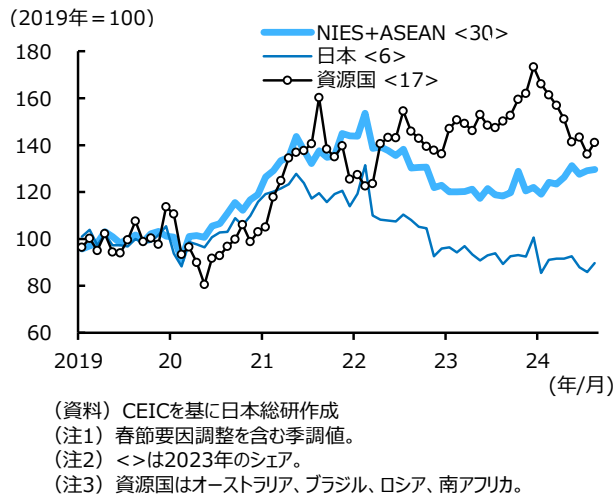
## 輸出入総額（季調値、ドル建て）



## 新規輸出受注指数（製造業PMI）



## 輸入額（季調値、ドル建て）



## 対中直接投資（年初来累計、前年比）



# 個人消費は弱い動き

## ◆小売売上は若干の持ち直し

消費は弱い動き。8月の小売売上高は前月より若干持ち直したものの、趨勢は2月をピークに減少傾向。金融機関や外資系企業による大規模リストラ、若年層の就職難などを背景に、消費マインドは悪化しており、個人消費の低迷が当面続く見込み。

## ◆乗用車販売は前年割れ

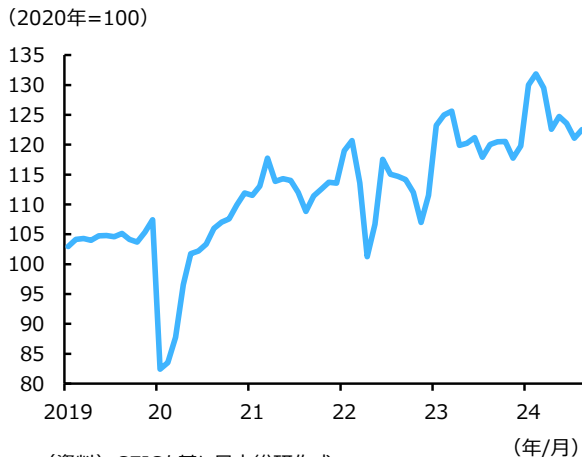
8月の乗用車販売台数は、3カ月連続で前年割れ。メーカーの値下げ競争が販売を押し上げてきたものの、足元では息切れ感が強まっている状況。

政府は、6月初めに自動車買い替え補助策を打ち出したものの、その規模は112億元と小さく、需要喚起効果は小。超長期特別国債で調達した資金を補助策に割り当てる金額も小さく、乗用車販売を押し上げる効果は限定的となる見込み。

## ◆住宅販売は不振

住宅着工床面積は低迷。2024年に入り、一部の大都市などが購入規制の緩和を実施。5月には、中国人民銀行（中央銀行）などが、①住宅ローンの頭金比率の引き下げ、②住宅ローン下限金利の撤廃、③地方政府主導で買い取った住宅を手頃な価格で再販売、といった対策を発表。もっとも、買い取りに向けた金融支援が少額にとどまるなど、需要喚起効果は限定的。財政状況の悪化を懸念する多くの地方政府が不動産対策に慎重になっていることもあり、住宅販売の早期回復は見込み薄。

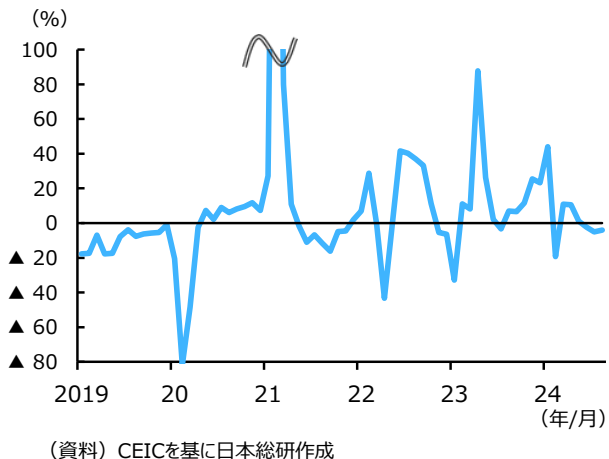
### 小売売上高（季調値）



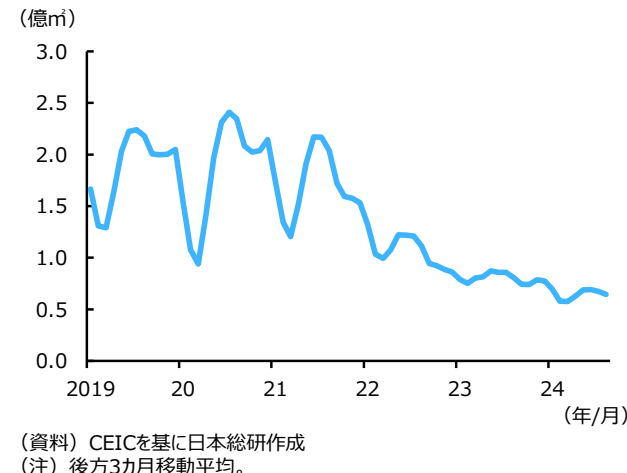
### 消費者信頼感指数



### 乗用車販売台数（前年比）



### 住宅着工床面積



# 投資は低迷

## ◆投資の急回復は見込み薄

8月の固定資産投資は前年同月比+2.2%と、前月（同+1.9%）より伸びが拡大したものの、依然として低位で推移。小幅に持ち直したのは、不動産開発投資の減少率の縮小が主因。景気浮揚の観点から期待されたインフラ投資はむしろ増勢鈍化。

今後、地方債の発行加速によるインフラ投資の回復や金融緩和が押し上げ要因となるものの、以下の2点が重石となるため、投資全体の早期回復は見込み薄。

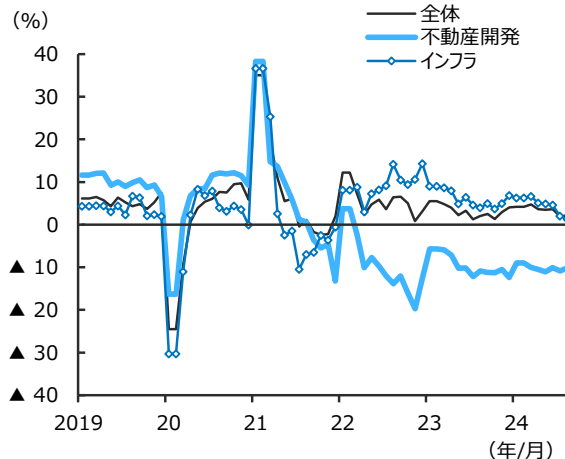
第1に、民間企業の投資意欲の低迷。近年の政府による事業規制強化や国有企業重視の産業政策が、民間企業の投資意欲を削ぐ方向に作用。政府は、これまでに民間企業向けに投資発展奨励策を再三打ち出してきたものの、民間投資の拡大ペースはなお緩慢。

第2に、建設投資の低迷。需要の落ち込みや住宅在庫の処理を背景に、不動産開発投資の低迷は長引く見通し。また、地方政府によるインフラ整備の主要財源である土地販売収入の減少が続き、資金難で工事の進捗が遅れるリスクが残存。

## ◆不動産価格は下落

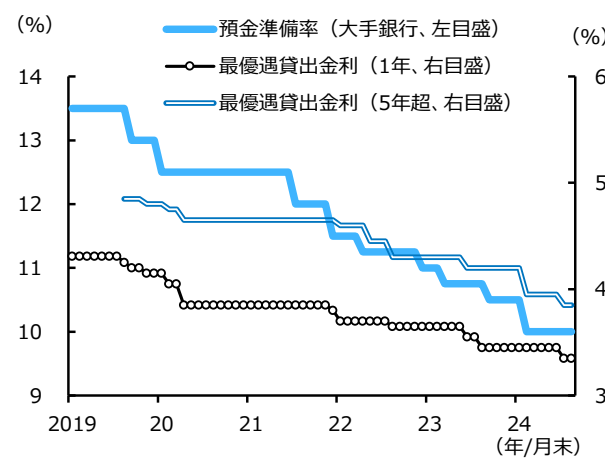
不動産市況は低迷。主要70都市の新築住宅平均価格は下落に歯止めがかからず。8月の下落都市数は67と、前月より1都市増加。住宅在庫の解消には時間がかかることから、住宅価格の下落は当面続く見通し。

### 固定資産投資（前年比）



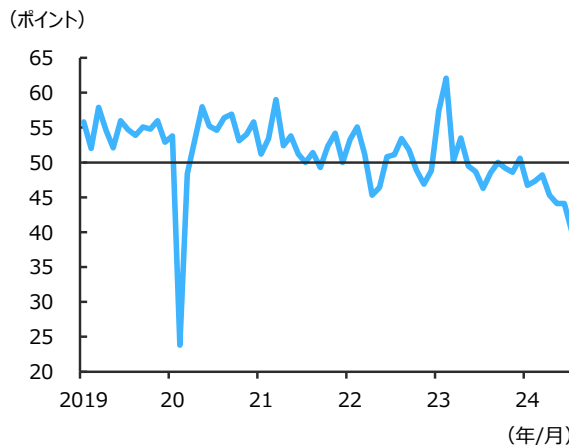
(資料) CEICを基に日本総研作成

### 政策金利と預金準備率



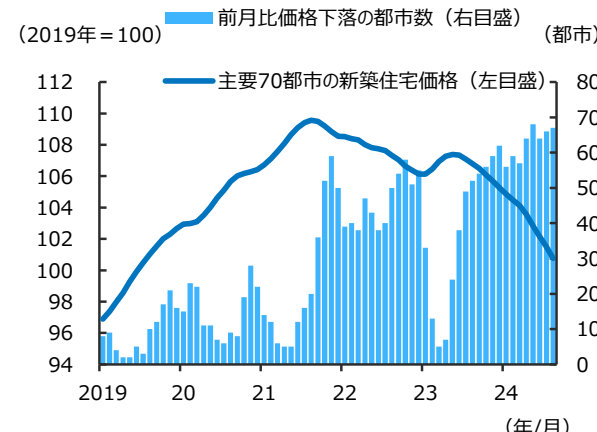
(資料) CEICを基に日本総研作成

### 建設業のPMI新規受注指数



(資料) CEICを基に日本総研作成

### 住宅価格と価格下落都市数



(資料) CEICを基に日本総研作成

# 高まるデフレリスク

## ◆コア消費者物価の伸びが鈍化

8月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲1.8%と、マイナス幅が拡大。内訳をみると、需要不足や国際商品価格の下落を受け、生産財価格が同▲2.0%と急落。一方、消費財価格は同▲1.1%と、前月とほぼ同じ下落幅。

8月のCPIは前年同月比+0.6%と、生産調整が進んだ豚肉の価格上昇で伸び率は小幅拡大。一方、食品・エネルギーを除いたコアCPIは同+0.3%と、2021年3月以来の低い上昇率。

個人消費の低迷を勘案すると、先行きもCPIの伸びは低位で推移し、デフレ転落懸念が持続。

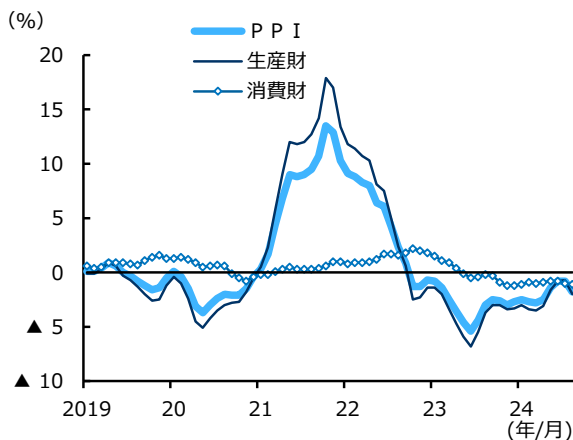
## ◆為替レートは横ばい圏で推移

人民元の対米ドルレートは横ばい圏で推移。米国の利下げ観測による元高圧力と、国内景気の低迷による元安圧力が拮抗。米国が利下げを実施した後もこうした状況が続き、対米ドルレートは引き続き横ばい圏で推移する見込み。

## ◆株価は下落傾向

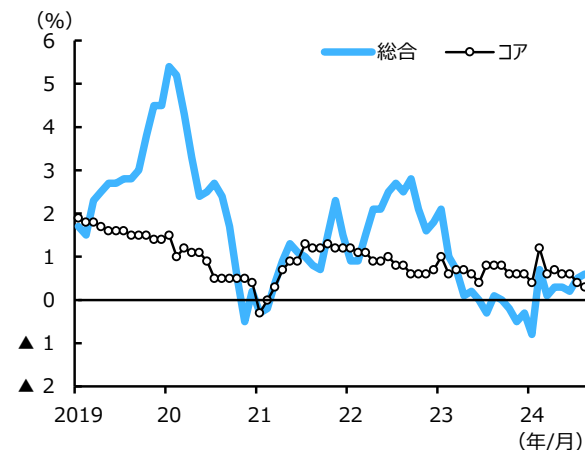
株価は、政府の株価対策などが奏功し、年初からいったん上昇したものの、春先から再び下落傾向。7月の三中全会を終え、産業支援策が期待される一部業種が反発したものの、その勢いは続かず、全体として下落傾向が持続。先行きも内需の不振が続くと見込まれることから、株価は当面軟調な展開となる見通し。

### PPI（前年比）



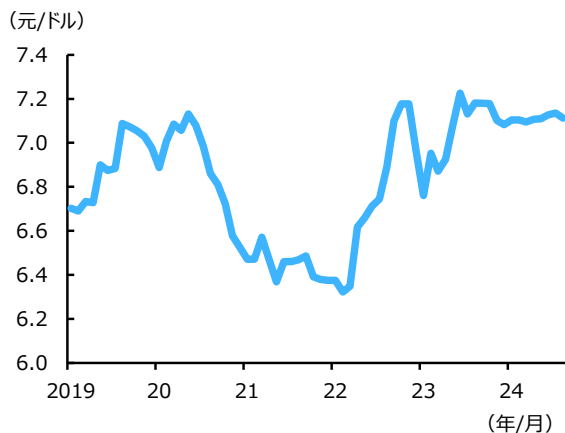
(資料) CEICを基に日本総研作成

### CPI（前年比）



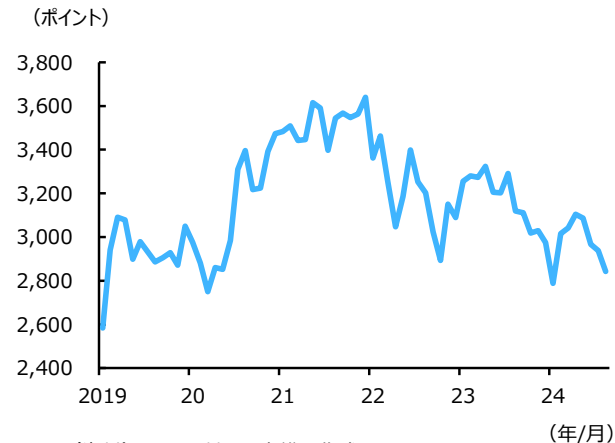
(資料) CEICを基に日本総研作成

### 人民元の対米ドルレート



(資料) CEICを基に日本総研作成

### 上海総合株価指数



(資料) CEICを基に日本総研作成



# ドル円相場見通し：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、上旬に139円台半ばヘドルが下落。米経済指標が相次いで市場予想を下回り、F R Bによる大幅利下げ観測が強まったことが背景。その後、パウエル議長が利下げを急がない姿勢を示したことから、下旬にかけて146円台前半ヘドルが反発。月末には、自民党総裁選の結果を受けて日銀が利上げを進めやすくなるとの見方が強まり、141円台後半へ円高・ドル安が進行。

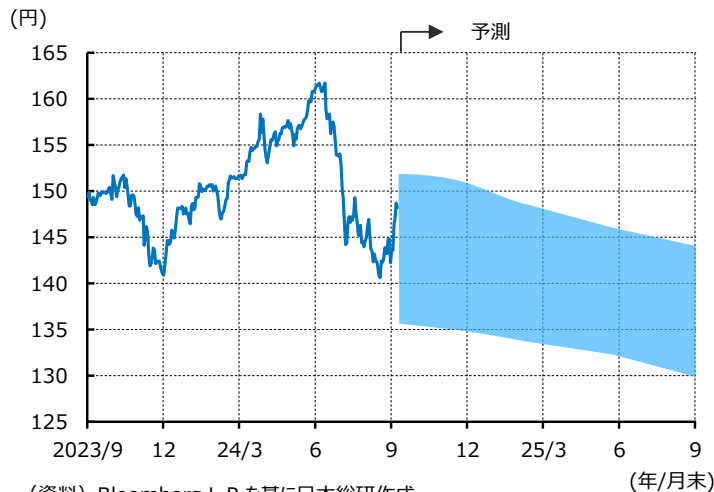
10月入り後は、石破首相が就任前とは一転して利上げに慎重な姿勢を示したほか、市場予想を上回る米雇用統計を受けてF R Bによる大幅利下げ観測が後退し、一時149円台前半ヘドル高・円安が急進行。

## ◆今後の見通し

先行きのドル円相場は、大きな流れとしてドル安・円高基調が続く見通し。米国のインフレ沈静化や、日本の持続的な賃金・物価上昇の確度が高まるにつれて、F R Bによる利下げ観測と日銀による利上げ観測がともに強まり、米日金利差は縮小へ。

ただし、米日の中央銀行がともに金融政策の判断を急がない姿勢であるほか、以下の為替需給面からも、ドル安・円高進行ペースは緩やかにとどまる見込み。中東での地政学的リスクを受けた資源高の影響で、わが国の貿易収支の改善には時間を要する見通し。加えて、わが国では新N I S Aによる海外投資が増加しており、恒常的な円の下押し圧力に。

## ドル円相場見通し

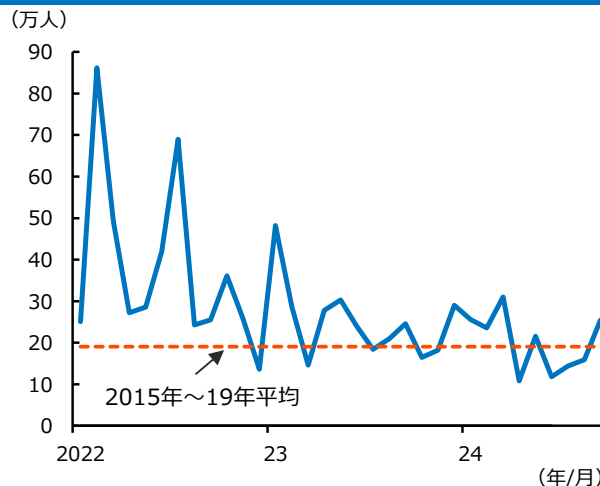


(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	149.20	144	141	139	137
(高値)	161.95	151	148	146	144
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	139.58	137	134	132	130

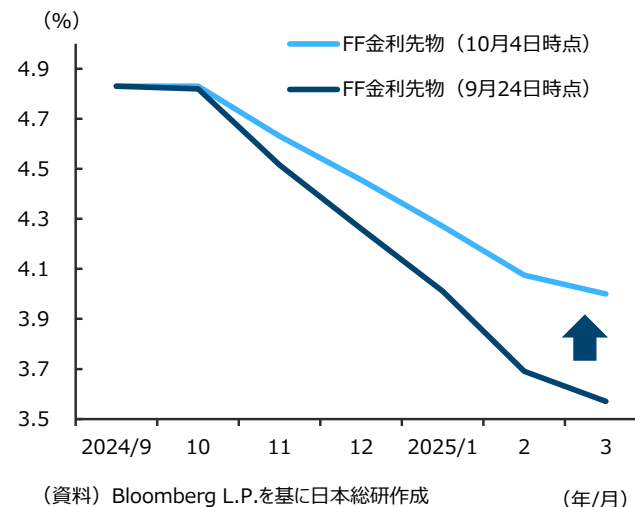
→ 予測

## 米国の非農業部門雇用者数 (前月差)



(資料) BLSを基に日本総研作成

## 米国政策金利の市場予想



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

# 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、月初に、軟調な米経済指標を受け、1.11ドル台前半へユーロ高・ドル安が進行。中旬にかけて、ユーロ圏の経済指標が相次いで市場予想を下回ったことから、1.10ドル台前半へユーロが下落。その後は、米FRBの大幅利下げなどを背景に1.12ドル台前半までユーロ高・ドル安が進行。

10月入り後は、ECB高官のハト派的な発言が相次いだことなどから、1.10ドル台前半へユーロ安・ドル高が進行。

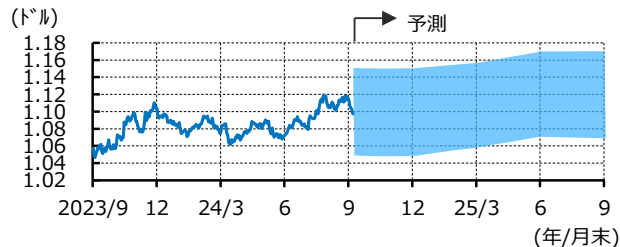
対円では、9月上旬に、市場予想を下回るドイツの経済指標などを背景に155円台前半へユーロが下落。中旬以降は、植田日銀総裁のハト派的な発言などから一時163円台半ばまでユーロ高・円安が進行。月末には、自民党総裁選の結果を受けて、日銀による金融政策の正常化が進むとの見方が強まり、159円台後半へ円が反発。

## ◆今後の見通し

ユーロドル相場は、緩やかなユーロ高傾向となる見込み。先行き、米FRBの利下げや、ユーロ圏の景気回復期待に加え、貿易収支の改善など実需面からのユーロ買い圧力も徐々に高まる公算。

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

## ユーロ相場見通し



	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.099	1.10	1.11	1.12	1.12
(高値)	1.121	1.15	1.16	1.17	1.17
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.071	1.05	1.06	1.07	1.07

予測



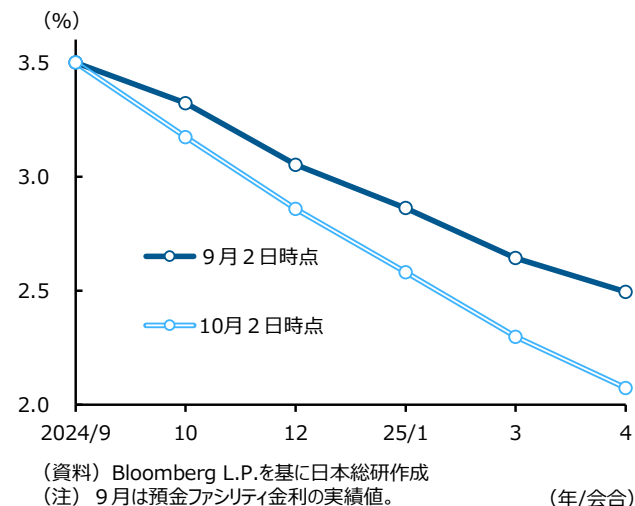
	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	163.86	158	157	156	153
(高値)	175.43	168	167	166	163
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	154.42	150	149	148	145

予測

## ドイツ・フランスの鉱工業生産指数



## 市場によるECBの政策金利予想 (OISベース)





# トピック：円安進行余地は限定的

## ◆市場の米利下げ観測の修正は一巡

ドル円相場は10月入り後から、ドルが騰勢を強める展開に。市場予想を上回る米雇用統計を受けて、市場で織り込まれていた大幅利下げ観測がはく落し、米日金利差が拡大したことが主因。最近では、市場における年内の米利下げ幅予想は0.50%ポイントとの見方が大勢を占めており、FOMC参加者の政策金利見通しと一致。利下げ観測の修正による米金利の上昇圧力は小さく、円安の進行余地は限定的。

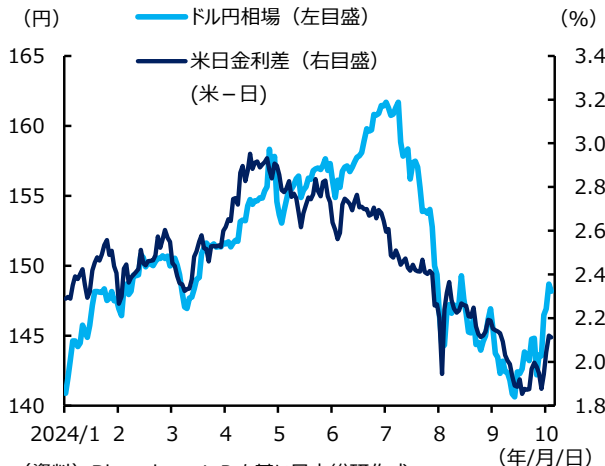
## ◆円高進行ペースは緩やかに

先行きのドル円相場は、米日金利差の縮小とともにドル安・円高基調への回帰が見込まれるものの、当面の円高進行は緩やかにとどまる見込み。

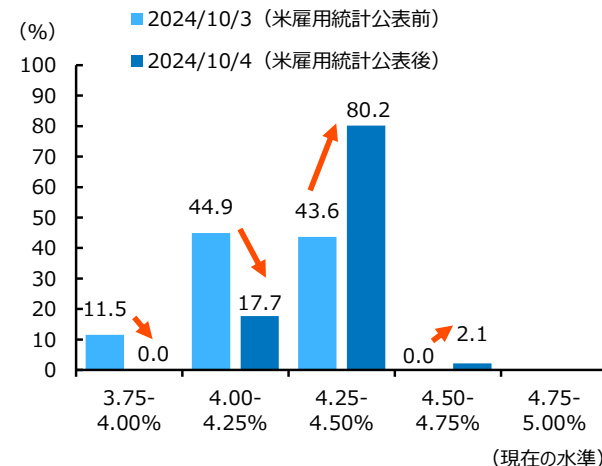
米日の中央銀行がともに金融政策の判断を急がない姿勢を示していることが背景。米国では、底堅い雇用環境を背景に、パウエル議長が利下げを急ぐ必要はないと強調。日本では、植田総裁が政策判断のための時間的余裕があると発言。8月の実質賃金が3ヵ月ぶりにマイナスに転じたことで、日銀は持続的な賃金上昇を慎重に見極める見通し。

加えて、為替需給面からの円安圧力も。中東での地政学的リスクを受けた資源高の影響で、わが国の貿易収支の改善には時間を要する見通し。

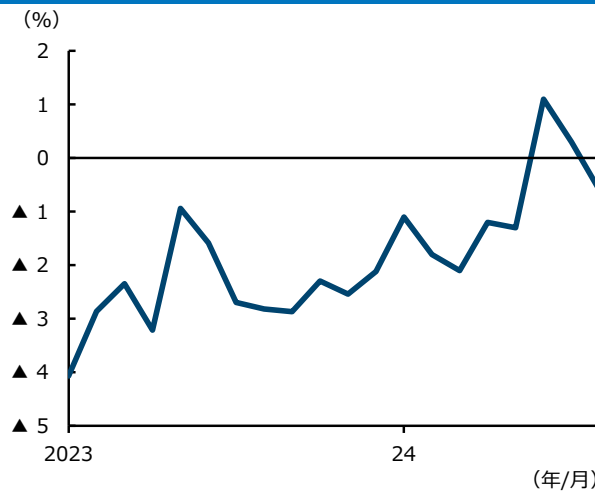
## ドル円相場と米日10年実質金利差



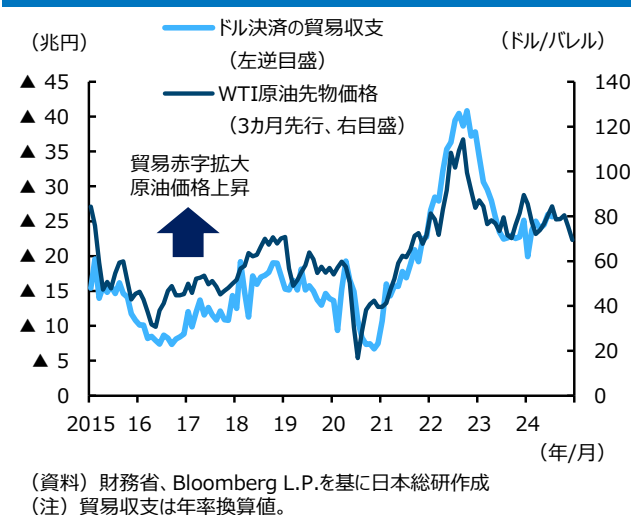
## 12月FOMC後の米国政策金利の市場予想確率



## わが国の実質賃金 (前年比)



## わが国の貿易収支と原油価格





## 2. 主要産業の動向

---



# 1. 鉄鋼

## 業界動向

### 海外市場動向～鋼材需要は印で増加、中国で低迷続く

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

### 国内市場動向～国内市況は高水準、輸入増の懸念残る

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

## 今後の見通し

### 脱炭素に関する動向(国内)～日系高炉3社による脱炭素投資が加速

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

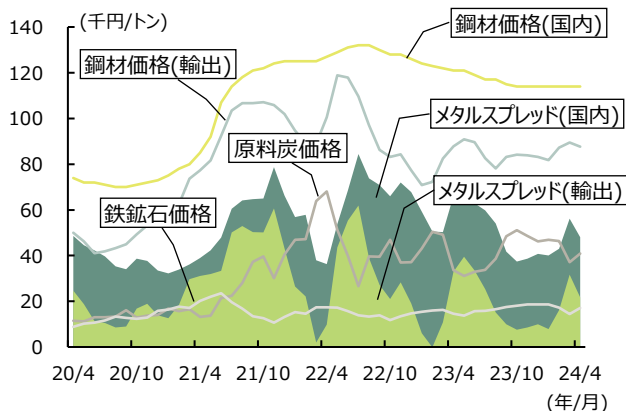
### 脱炭素に関する動向(海外)～欧州中心にグリーンスチール採用が進展

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

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

図表1 原材料価格、製品価格推移

～鋼材市況は、国内では高水準、海外では低迷



出所：鉄鋼新聞、Bloomberg、財務省「貿易統計」より弊社作成

図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2023年)

～中国メーカーが引き続き上位の過半数を占める

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

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

出所：World Steel Association、各社プレスリリースより弊社作成

図表3 グリーンスチールの採用動向

～欧州自動車メーカーを中心に採用拡大

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

出所：各社プレスリリースより弊社作成



## 2. オイル・ガス

### 業界動向

#### 原油・天然ガスの動向～需要増加継続、価格動向は不透明

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

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

### 今後の見通し

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

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

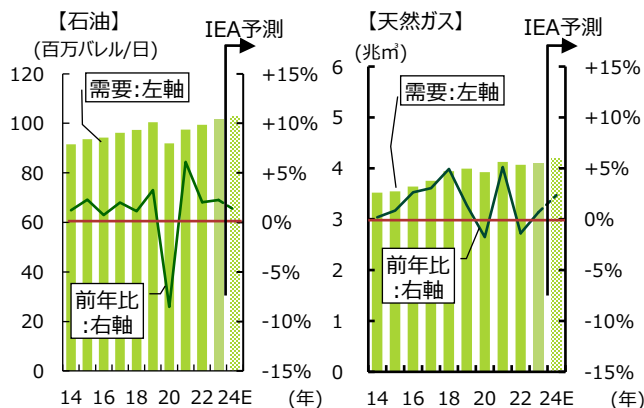
#### 国内企業動向～SAF量産化に向けた取組みが加速

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

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

図表1 世界の原油・天然ガス需要

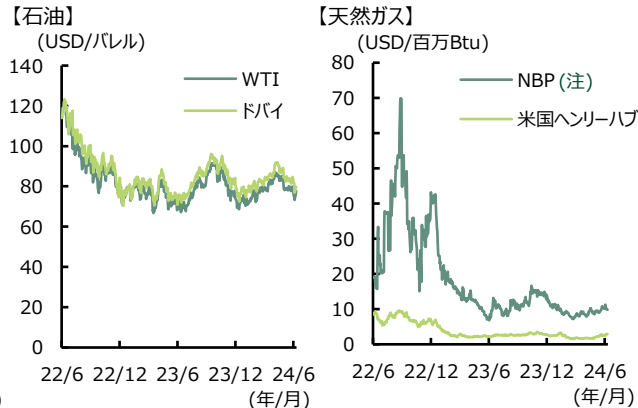
～新興国の経済成長に伴い需要増は継続



出所：IEA「World Energy Outlook」、Oil Market Report、「Gas Market Report」より弊社作成

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より弊社作成

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より弊社作成





### 3. 石油化学

#### 業界動向

##### アジア市場動向～依然として厳しい事業環境が継続

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

##### 国内市場動向～中国需要・内需低迷でエチレン生産量減少

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

#### 今後の見通し

##### 事業構造改革の取組～石油化学事業を縮小、高付加価値化へシフト

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

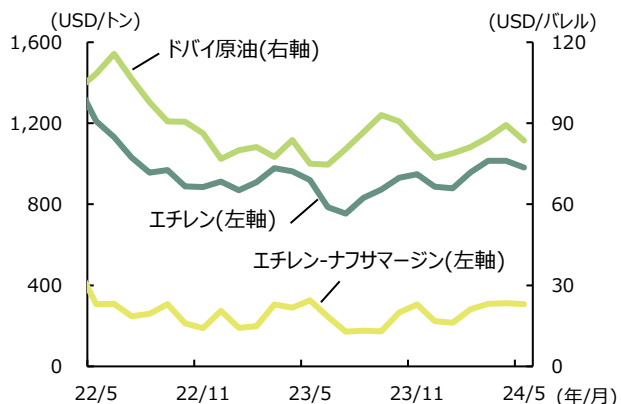
##### 2050年カーボンニュートラルに向け、企業間連携が加速

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

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

図表1 エチレン価格(アジア市況)の推移

～供給過剰により上値は重い状況



出所：Bloombergより弊社作成

図表2 世界の売上高上位10社(ランキング)(注)

～中国、欧州の需要低迷を受け減益

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

注：上場企業のみ対象。決算期は、三菱ケミカルのみ24/3期、その他は23/12期

出所：各社アナリアルレポートより弊社作成

図表3 2050年カーボンニュートラルに向けた取組

～企業間連携の活発化

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より弊社作成



# 4. 紙パルプ

## 業界動向

### 国内需要動向～値上げ・物価高を受けた出荷量の減少

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

### 価格・採算動向～値上げが浸透し、大手は営業黒字確保

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

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

## 今後の見通し

### 国内の業界動向～生産・輸送体制の再構築

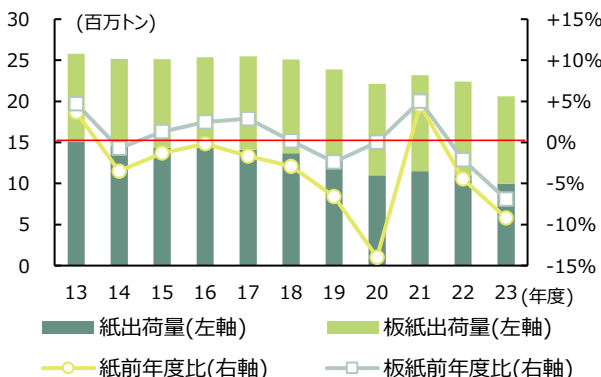
製紙会社は、「物流の2024年問題」に対応するために、大手同士での共同輸送や荷物管理効率化等、輸送面の業務提携を進めています。また、デジタル化の進展に伴って紙需要が減少するなか、生産拠点の集約や長期的に底堅い需要が見込まれる板紙への転換等により紙の生産能力の削減を進めています。しかしながら、紙の供給能力には依然過剰感がみられるため、紙パルプ業界では、将来的に輸送面の業務提携にとどまらず、生産能力の適正化に向けて、国内での業界再編が進む可能性があります。

### 世界の業界動向～板紙ではグローバルでの大型再編が進展

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

図表1 紙・板紙の国内出荷量

～値上げ・物価高を受けて紙・板紙ともに減少



出所：経済産業省「生産動態統計」より弊社作成

図表2 国内製紙会社売上高ランキング(23年度)

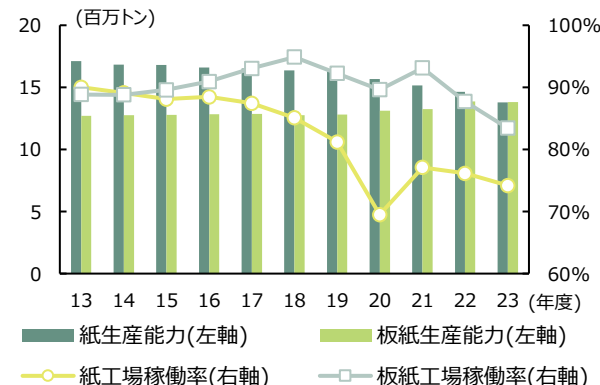
～値上げの浸透により大手は営業黒字を確保

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

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

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」より弊社作成



# 5. 医薬品

## 業界動向

### 国内市場動向～足元の諸課題、政策にも反映

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

### 事業者の動向～事業の選択と集中、体制強化に注力

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

## 今後の見通し

### 国内市場の見通し～GE産業のあり方について議論が進む

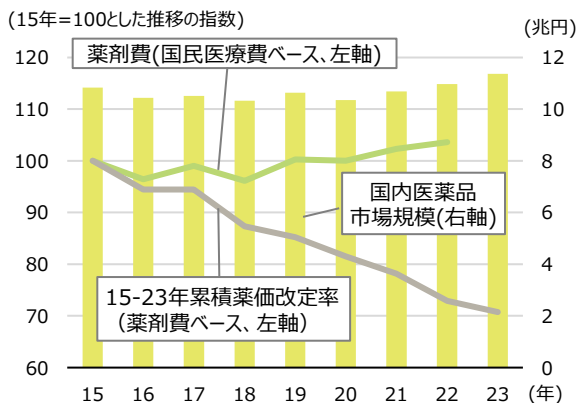
政府は、2023年7月より毎月開催されてきた「後発医薬品の安定供給等の実現に向けた産業構造のあり方に関する検討会」に関する報告書を2024年5月に公表、今後5年間を集中改革期間として、GEの供給不安解消等に向けて官民連携で取り組むべき4つのテーマを示しました。その一つとして、企業間の連携・協力の推進について言及しており、今後、業界内で再編機運が高まっていくことも想定されます。

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

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

図表1 国内医薬品市場(≒薬剤費推移)

～高額な抗がん剤の使用増等で市場規模は拡大



出所：厚生省資料、IQVIA医薬品市場統計より弊社作成

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：各社決算短信より弊社作成

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：厚生労働省資料より弊社作成





# 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。

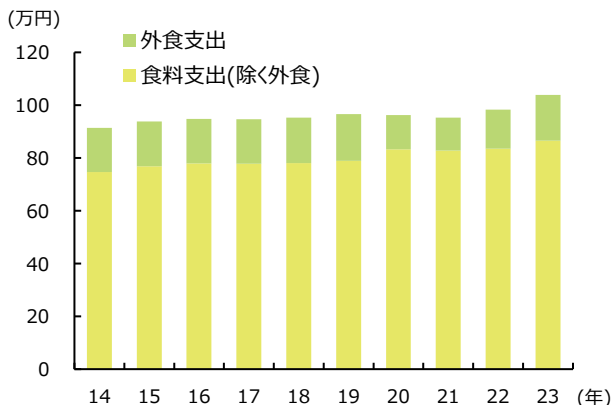
### 戦略の方向性～新たな成長機会の捕捉に注力

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」より弊社作成

図表2 売上高上位10社(2023年度実績)

～価格転嫁によりコスト高を吸収

(単位: 億円)

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

注：味の素、日本ハムは事業利益  
出所：各社有価証券報告書より弊社作成

図表3 食品企業におけるM&A、アライアンス事例

～新規事業領域や海外市場の獲得を企図

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

出所：各社プレスリリースより弊社作成



# 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。

## 今後の見直し

### 市場見直し～緩やかな回復が継続

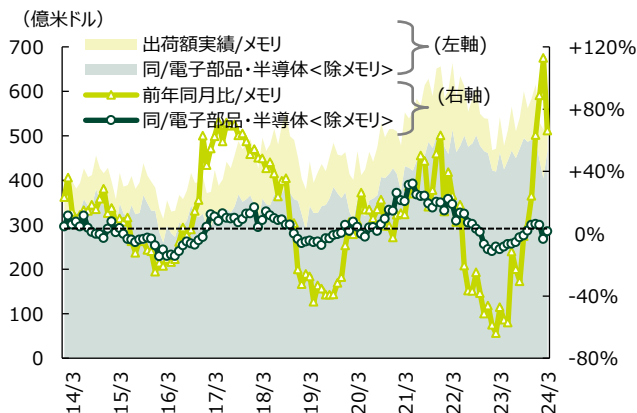
IT機器向けは、高機能化に向けた最終製品1台当たりの搭載量増加を背景に、需要拡大が継続するとみられます。加えて、足元で軟調な車載や産業機器向けも、在庫調整収束後には電動化の進展や工場自動化投資の回復等を背景に、拡大に転じることが見込まれ、総じて市場規模は拡大傾向で推移する見直しです。

### 需要動向～ AI関連需要が急伸長

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

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2024年3月迄)

～23年度は市場縮小



出所：WSTS・JEITA・台湾電子部品メーカープレスリリースより弊社作成

図表2 電子部品・半導体メーカー売上高上位10社

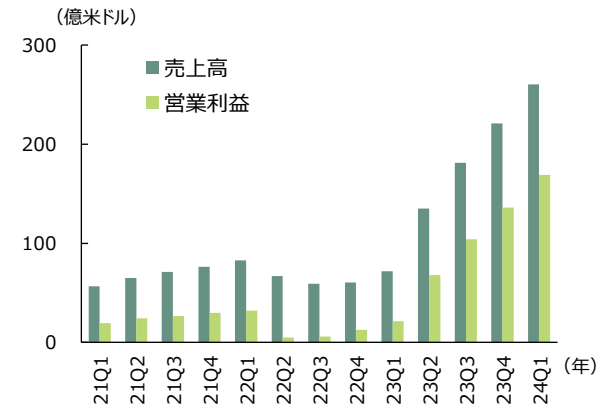
(2023年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

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

出所：各社IR資料より弊社作成

図表3 NVIDIA四半期業績推移

～AI関連需要が急拡大



出所：IR資料より弊社作成



# 8. 家電

## 業界動向

### 海外市場動向～インドを中心に需要増加

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

### 国内市場動向～高機能家電・美容家電が下支え

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

## 今後の見通し

### 企業の動向～家電メーカーによるサーキュラーエコミーへの取組が本格化

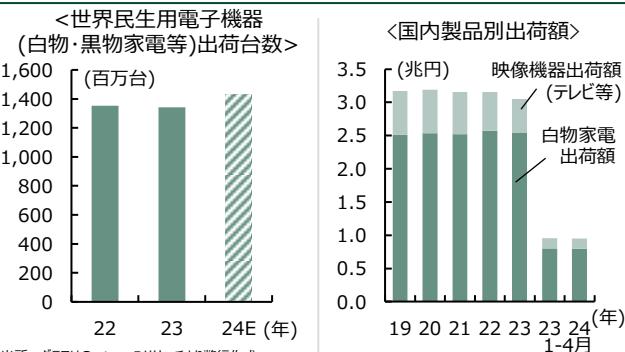
持続可能な社会の実現を目指し、従来の大量生産・大量消費・大量廃棄を前提とする「リニアエコミー(線形経済)」から、製品の再利用やリサイクル等、資源の循環を促し、環境負荷を低減する経済システム「サーキュラーエコミー(循環経済)」への移行が国際的に期待されています。家電業界においても、家電メーカーがリサイクル企業と提携し、廃棄製品の回収・再利用や再生プラスチック等への再資源化を行う事例がみられる等、今後、環境意識の高まりに応じてメーカー各社によるサーキュラーエコミー実現に向けた取組が更に本格化していくことが想定されます。

### 市場動向～美容家電が好調、市場拡大が続く

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

図表1 家電市場推移

～世界市場はインドを中心に増加、国内は23年並みで推移



出所：グラフはGartner®リサーチより弊社作成。  
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より弊社作成

図表2 世界の家電売上高上位10位(2023年度)

～中韓メーカーが上位を占める

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

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

出所：各社アナニュアルレポートより弊社作成

図表3 サーキュラーエコミーに向けた取組事例

～メーカー各社による取組が本格化

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

出所：各社プレスリリースより弊社作成





# 9. 機械

## 業界動向

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

### 国内市場動向～火力発電設備の更新が寄与

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

## 今後の見通し

### 米中対立・米国大統領選挙の影響～機械メーカーにおける機会と脅威

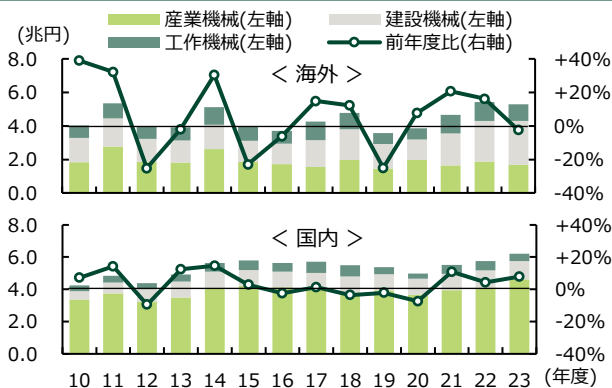
米国では、米中対立激化やコロナ禍におけるサプライチェーンの混乱等を背景に、政府が国内製造業への投資を呼びかけるなか、米国や近隣国に工場を新設する動き(ニアショアリング<sup>(注)</sup>)が活発化しています。新たな設備投資は機械メーカーにとって収益機会となりますが、2024年11月に予定される大統領選挙で共和党が勝利した場合には、関税率の引き上げをはじめ保護主義的な政策が強まるおそれもあることから、米国向け輸出へのマイナス影響も懸念されます。  
注：本拠地や最終消費力地理的に近い国や地域に事業・工場を移転すること

### 日本政府の新戦略案～国産旅客機への再挑戦

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

図表1 機械受注・出荷額推移<sup>(注)</sup>

～外需は値上げ・円安影響も前期並みに止まる



注：建設機械のみ出荷額

出所：日本工作機械工業会、日本産業機械工業会、日本建設機械工業会より弊社作成

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

～米日企業が上位に並ぶ(単位：兆円)

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

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

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より弊社作成



# 10. 自動車

## 業界動向

## 今後の見通し

### 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

### 市場見通し～販売台数は拡大も、物価高騰等による下振れリスクに留意

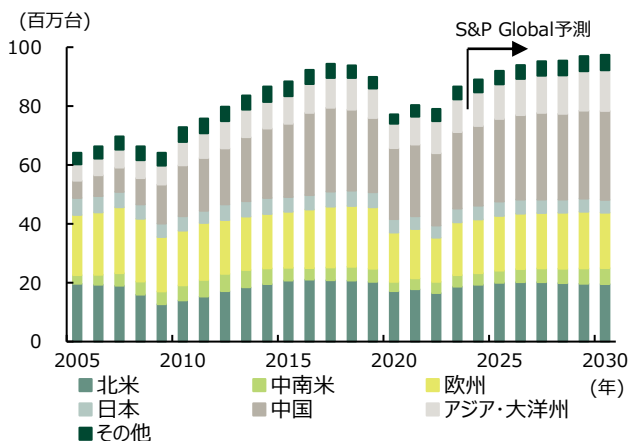
政府による買換需要を促進する施策が相次いで打ち出されている中国や、HEVを含む電動車の需要が旺盛な北米に牽引される格好で、2024年の自動車販売台数は89.1百万台と前年比+2.8%の増加が予測されています。もっとも、インフレの動向や各国の金利政策のほか、電動化に伴う車両価格の上昇などが消費者の購買力へ与える影響には留意が必要です。

### BEV販売動向～販売台数は続伸する伸び率は鈍化

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

図表1 世界の新車販売台数動向

～半導体不足解消等を背景に23年は増加



図表2 世界の新車販売台数上位10位(2023年)

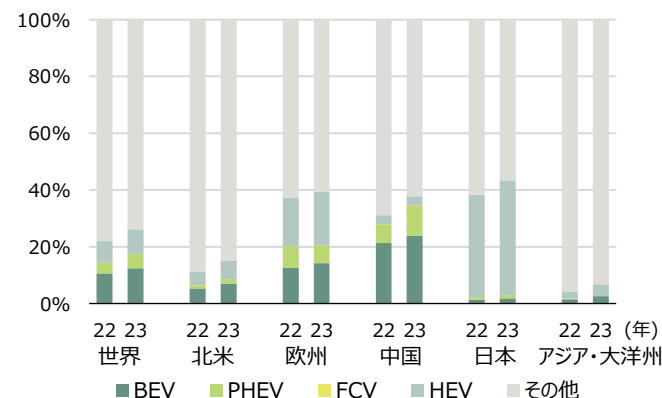
～各社販売台数が増加

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

注：上海通用五菱汽車除く

図表3 各地域のパートレイン別販売構成比(注)

～BEVの販売比率が増加



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

出所：MarkLinesより発行作成

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





# 11. 造船

## 業界動向

### 市場動向～足元受注は回復も先行きは不透明

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

### 各社業績～船価改善と為替効果で業績回復の兆し

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

## 今後の見通し

### 新造船価の動向～船種を問わず上昇

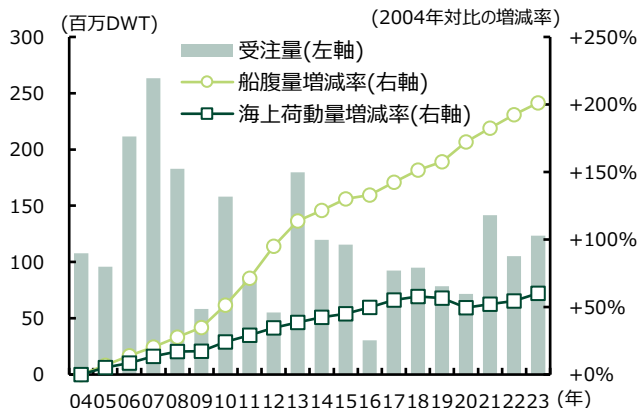
コロナ禍における物流網混乱や、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学要因を背景とした傭船料の上昇に加え、日中韓における船舶建造能力の不足と鋼材価格の高止まり等を受け、船種を問わず船価の上昇が続いています。今後についても、環境対応船の発注増加が見込まれるなか、船用機器調達を含めた建造コストが上昇すること、および重油燃料船に比べて建造期間が長期化すること等が船価に対する上昇圧力になるとみられ、高騰する船価が船主の発注戦略に与える影響が注目されます。

### 中国系造船会社の動向～建造能力の引き上げに向けた動き

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

図表1 世界の造船受注量と船腹需給の推移

～足元受注は回復



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」より発行作成

図表2 世界の造船竣工量上位10社(2023年)

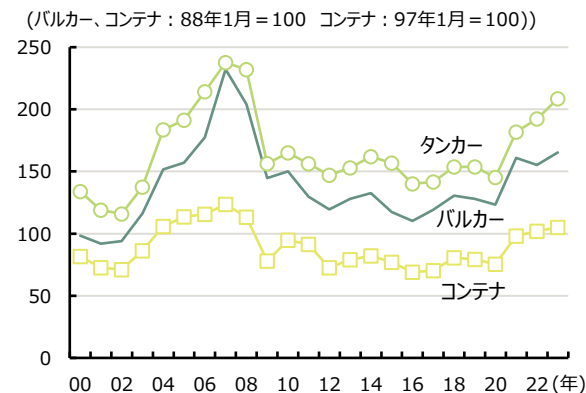
～中韓造船所が上位

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

出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」より発行作成

図表3 新造船価(各年12月末時点)の推移

～船種を問わず上昇



出所：Clarksons Research「Shipping Intelligence Network」より発行作成



# 12. 通信

## 業界動向

### 国内市場動向～ARPU反転上昇に向けた取り組みに注目

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

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

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

## 今後の見通し

### 非通信領域の強化～経済圏ビジネスでユーザーを囲い込み

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

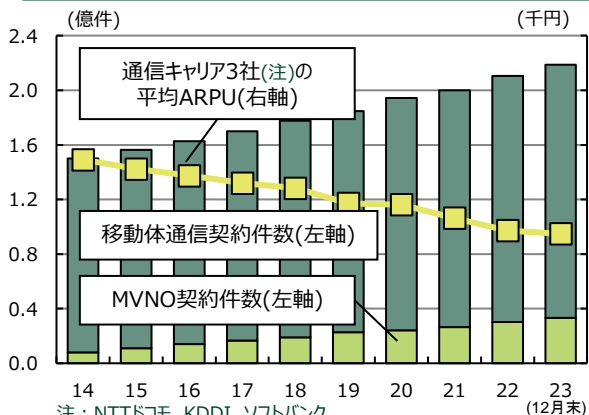
### 先端技術の研究開発～次世代通信や情報処理基盤の強化に向けた動き

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

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

図表1 国内移動体通信契約件数・ARPU推移

～契約件数は増加基調も、ARPU低下が継続



注：NTTドコモ、KDDI、ソフトバンク

出所：総務省、各社決算説明会資料より弊社作成

図表2 国内売上高上位企業(2023年度)

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

出所：各社IR資料より弊社作成

図表3 非通信領域の強化

～非通信事業に関わる資本提携が活発化

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

出所：各社IR資料・プレスリリースより弊社作成



# 13. 海運(外航)

## 業界動向

## 今後の見通し

### 海外市場動向～足元の市況は全船種で堅調推移

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

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

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

### 2大チョークポイントの動向～航海距離・日数長期化で市況に上昇圧力

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

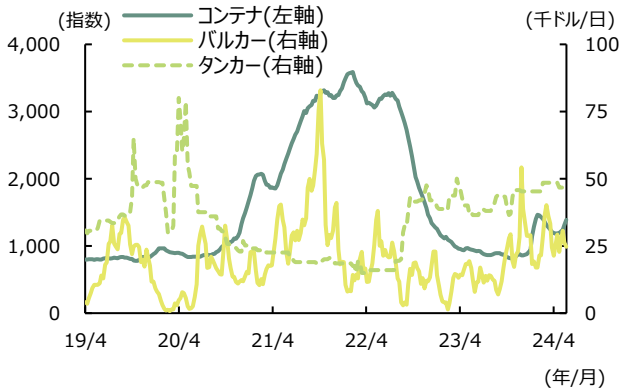
パナマ運河では、2023年5月以降、歴史的な干ばつが続いてガトゥン湖(注)の水位が低下したことから、通航可能隻数が大幅に減少しているほか、スエズ運河でも、イエメンの親イラン武装組織フーシによる船舶攻撃を受けて、各国の海運業者が航路の回避を余儀なくされています。このように、2大運河が同時に混乱を抱えるなか、代替ルートとして南アフリカ共和国の喜望峰を迂回する動きが広がり、航海距離・日数の長期化によって全船種で船腹需給が引き締まっていることから、運賃・傭船料には上昇圧力がかけられました。

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

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

図表1 海運市況の推移

～全船種で堅調推移



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

図表2 コンテナ船社の船腹量シェア (2024年4月)

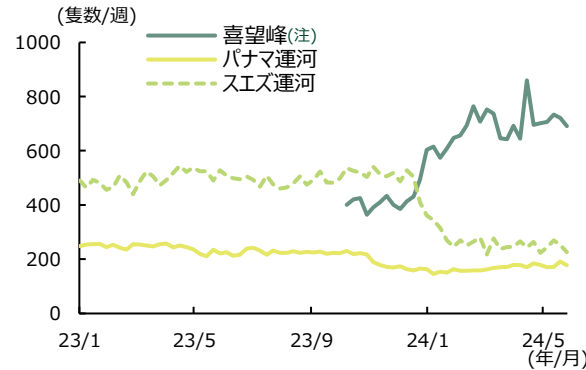
～ONE(注)のシェアがEvergreenを逆転

	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」より弊社作成

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」より弊社作成



# 14. 空運

## 業界動向

## 今後の見通し

### 海外市場動向～回復が遅れていたアジアも堅調推移

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

### 国内市場動向～国内線・国際線とも概ね正常化

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

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

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

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

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

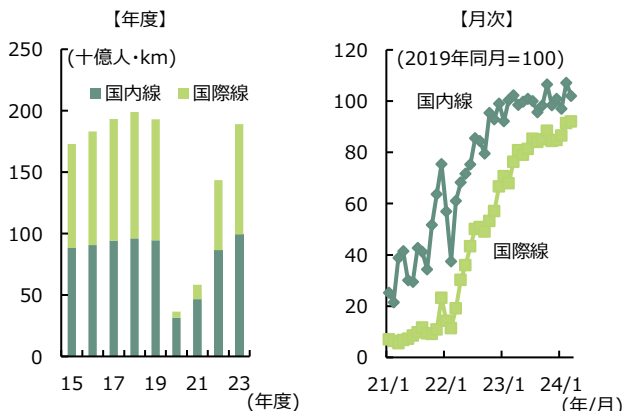
ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)の2023年度における国際線のイールド(注)は、海外発便の旺盛な需要に加えて、中東情勢の緊迫化や産油国の自主減産を背景とした燃料価格上昇に伴う燃油サーチャージの高騰もあり、大幅に伸長しています。

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

注：旅客1人を1キロ輸送した際に得る収入単価

図表1 日本の旅客需要(RPK)

～国内線・国際線とも概ね正常化



出所：国土交通省「航空輸送統計(年報及び速報)」より弊社作成

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より弊社作成

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より弊社作成





# 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。

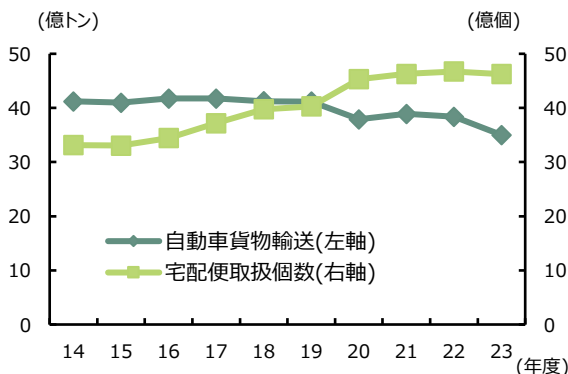
こうしたなか、物流各社は、共同配送や配送効率の向上に資する中継地点の新増設のほか、環境負荷低減にも繋がるモーダルシフト(注)に取組んでおり、従来の枠組みを超えた荷物の混載等、同業・異業種との連携を強化しています。2024年5月には、日本郵便グループとセイノーグループが長距離の幹線輸送における共同運行に向けた業務提携を発表する等、各社の事業戦略に注目が集まっています。

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」より弊社作成

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

順位	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)より弊社作成

図表3 物流業界におけるM&A、アライアンス事例

～2024年問題を受けた再編機運の高まり

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

出所：各社ニュースリリースより弊社作成





# 16. 建設

## 業界動向

## 今後の見通し

### 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。

### 「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。

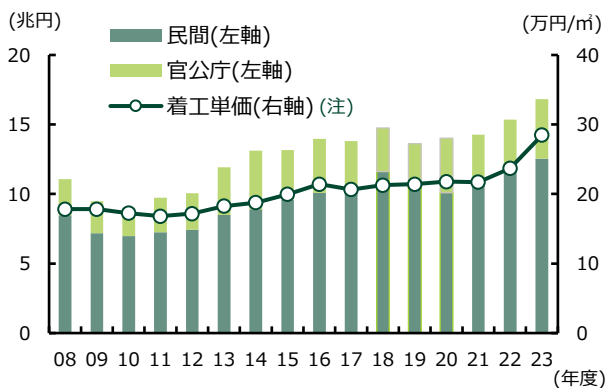
### 選別受注の機運の高まり～旺盛な建設需要と労働力不足から取り組み強化

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)より発行作成

図表2 ゼネコン売上高上位10社

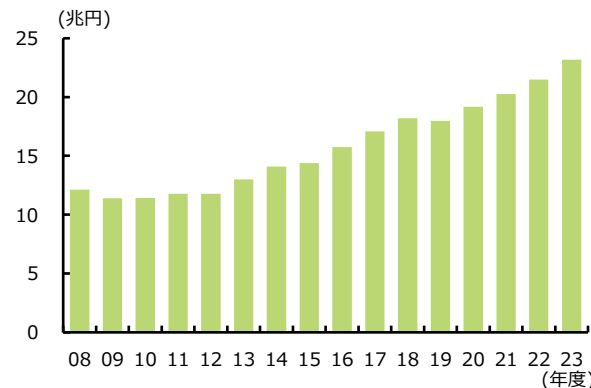
～営業利益は未だ低調な企業が目立つ

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

出所：各社決算短信、プレスリリースより発行作成

図表3 大手50社ゼネコン各社の手持工事高推移

～手持工事は高水準で推移



出所：国土交通省「建築工事受注動態統計調査報告(大手50社調査)より発行作成



# 17. 不動産

## 業界動向

### 国内市場動向(住宅)～住宅着工は減少傾向

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

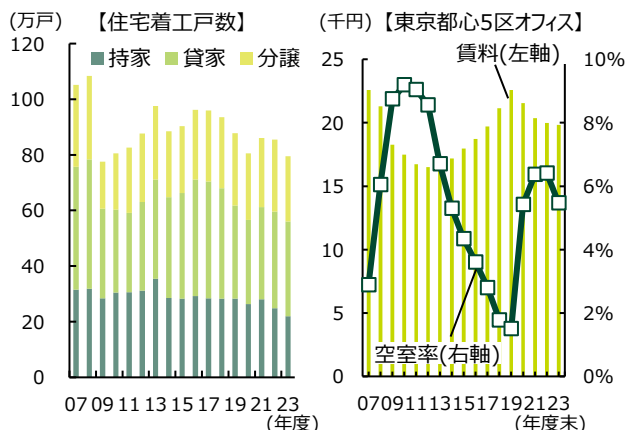
### 物流施設の市況見通し(東京圏)～新築物件はリーシング動向に要注意

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」より弊社作成

図表2 国内総合ディベロッパー・戸建住宅開発の2023年度売上高上位4社

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

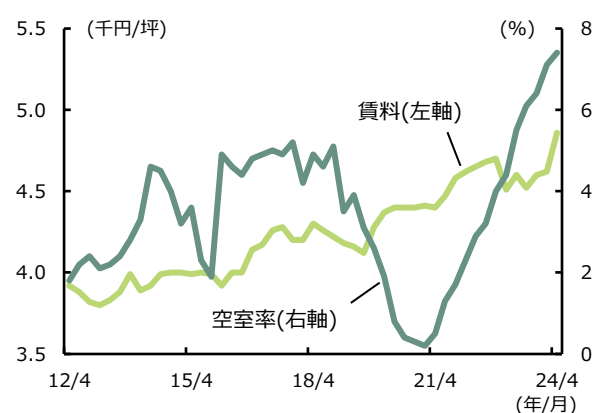
  

戸建住宅開発・企業名		売上高	当期利益
1	大和ハウス工業	52,029	2,988
2	積水ハウス	31,072	2,023
3	住友林業	17,332	1,025
4	飯田グループホールディングス	14,392	349

出所：決算短信より弊社作成

図表3 物流施設の募集賃料・空室率推移

～新規供給が重なり空室率は上昇基調



出所：一五不動産「物流施設の賃貸マーケットに関する調査」より弊社作成



# 18. アパレル

## 業界動向

### 国内市場動向～販売チャネルによって回復に差がみられる

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

### アパレル企業業績～増収増益を確保した企業が多くみられる

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

## 今後の見通し

### 今後の見通し～価格帯による需要の二極化への対応が重要

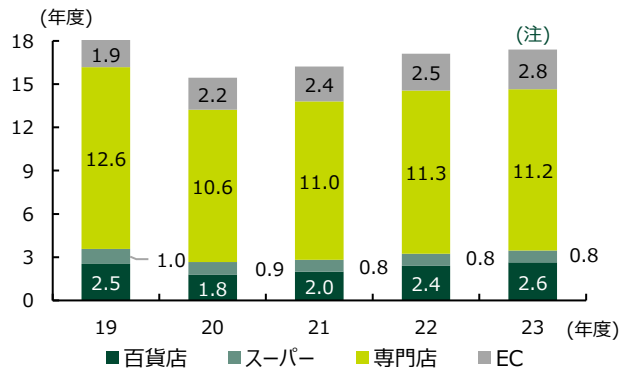
今後も、中国人を中心に訪日外国人客の増加が予想されるため、市場は緩やかに回復していくとみられます。もっとも、物価高を背景とした節約志向の高まり等により、低価格帯ブランドの需要シフトは堅調に推移するとみられる一方、上記のインバウンド需要の拡大により、引き続き高価格帯ブランドの販売が増加する等、価格帯による需要の二極化が進展するとみられ、アパレル各社は、こうした状況を踏まえて、価格帯でメリハリをつけたブランド戦略の推進等が益々重要になると考えられます。

### アパレル生産拠点の脱中国加速～東南アジアへの移転や国内回帰の動き

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

図表1 チャネル別のアパレル関連市場規模の推移

～コロナ禍すぎるも力強さに欠ける



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」より弊社作成

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 エーピーシー・マート	24/2	3,442	+18.7	557
5 アダストリア	24/2	2,756	+13.6	180
6 ワールド*	24/3	2,023	-5.6	(注2) 136
7 青山商事	24/3	1,937	+4.4	119
8 パルグループHD	24/2	1,925	+17.1	186
9 ワールドHD	24/2	1,896	+7.7	113
10 コールHD	24/3	1,872	-0.7	▲95

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

図表3 生産拠点移転に関する各社取り組み事例

～生産地集中を解消する動きは鮮明に

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

出所：各社プレスリリースより弊社作成



# 19. スーパー・ドラッグストア

## 業界動向

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

### ドラッグストア ～コロナ特需を超える伸び率を記録

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

## 今後の見通し

### スーパー ～収益性の低下に留意

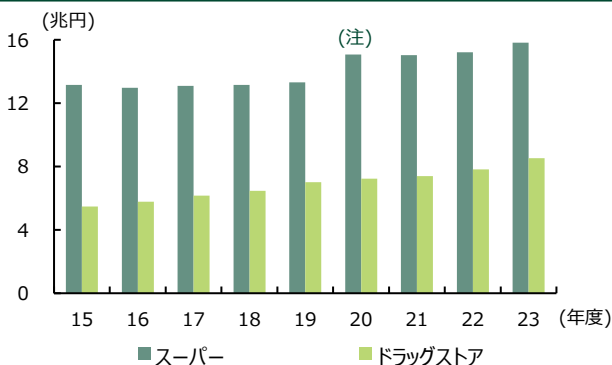
今後は、1人あたりの買上点数が減少傾向にある等、物価高騰に伴う節約志向が顕在化しつつあり、市場は緩やかな縮小に転じるとみられます。こうした中、更なる食品価格の引き上げに対して、従来の様な販売価格への転嫁は困難との声も多いうえ、人手不足を背景とする人件費負担の増大や水道光熱費の高騰等、販売管理費の負担も増していくとみられ、収益性の低下を余儀なくされる可能性が高い点には留意が必要です。

### ドラッグストア ～業界トップ2が経営統合を発表、再編機運高まる

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

図表1 スーパー・ドラッグストアの市場規模

～スーパー・ドラッグストア共に拡大



注：2020年3月分より調査対象事業者を変更  
出所：経済産業省「商業動態統計」より弊社作成

図表2 食品スーパー・ドラッグストア売上高上位4社

(2023年度・国内ランキング)

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

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

注1：アークスのみ売上高を記載 注2：2023年度業績予想  
出所：各社IR資料より弊社作成

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シ堂HDを買収
2024/3	クスリのアオキHDが、愛媛県で食品スーパーを展開するママイを買収
2024/4	マツモトキヨシHDが、東京都でドラッグストア・調剤薬局を展開するケイポートを買収
2024/8 (予定)	スギHDが、全国に調剤薬局を展開するI&Hを買収

出所：各社プレスリリースより弊社作成





# 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促したコンビニ・スーパー等による中食商品のラインアップ拡充を受けて、一人当たりの外食機会は減少している可能性が指摘されます。

### 業績動向～コスト高騰も、多くの先で黒字確保

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

## 今後の見通し

### 短中期見通し～安易な値上げが客離れを引き起こす懸念

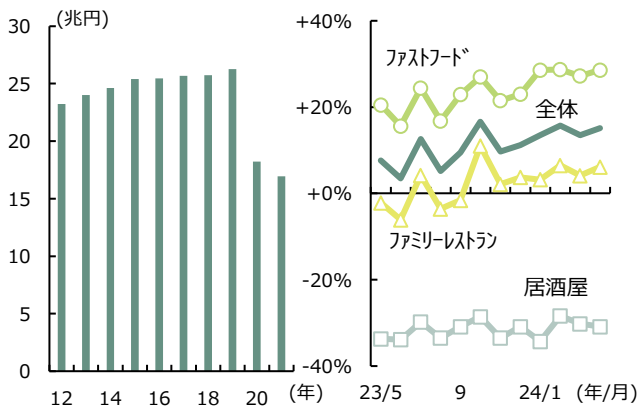
足元の外食需要は堅調に推移している一方、実質賃金のマイナスが継続する中で、消費者の生活防衛意識は高まりつつあり、今後は外食控えや相対的に低価格なスーパーの弁当・惣菜等への需要シフトが生じる懸念があります。一部ブランドでは、質の向上を伴わない安易な値上げにより客離れを引き起こす事例もみられることから、メニュー戦略やサービス面も含めた体験価値創出の巧拙が、各社の優勝劣敗を分ける鍵になります。

### 今後の戦略と方向性～海外市場の開拓、事業領域の多角化

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

図表1 外食売上高の年次推移(左図)

/業態別売上高の2019年同月比(右図)



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

図表2 売上高上位10社(直近決算期実績)

～上位10社は全社が営業黒字を確保

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

注：IFRS適用先は「売上高・売上原価・販管費」にて算出

出所：各社有価証券報告書、決算短信より弊社作成

図表3 外食各社の成長戦略

～海外市場の開拓や事業領域の多角化に注力

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

出所：各社ニュースリリース、決算説明資料より弊社作成





# 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

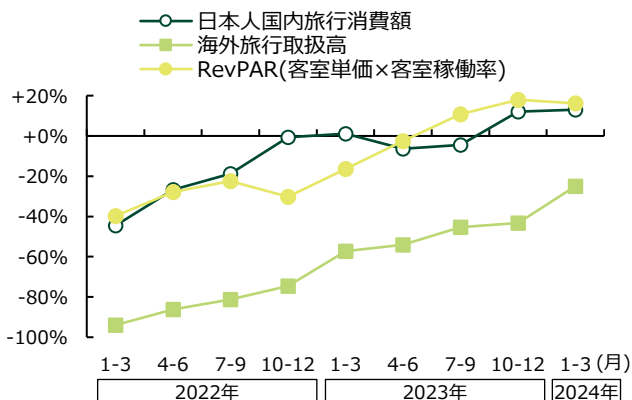
足元の円安傾向を踏まえれば、日本人の海外旅行の急回復は見込みがたい。国内旅行も、節約志向の高まりによる旅行控えも想定され、国内の旅行会社大手の業績回復は一服する可能性が高いとみられます。一方で、インバウンド(訪日旅行者数)については、2023年8月の日本向け団体旅行の解禁以降徐々に増加してきた中国からのインバウンドが引き続き回復していくことで、今後も増加傾向で推移する見通しです。

### 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」より弊社作成

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)

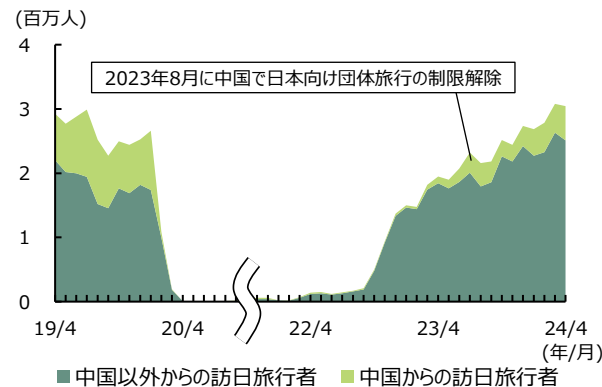
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,887	1 ルートインホテルズ	341	59
2 日本旅行	3,666	2 東横イン	335	71
3 KNT-CTホールディングス	3,239	3 アパホテルズ&リゾート	273	64
4 エイチ・アイ・エス	3,203	4 スーパーホテル	172	20
5 阪急交通社	2,722	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	151	22

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

出所：観光庁「主要旅行業者の旅行取扱状況」、オータパブリケーションズ「月刊HOTERES」より弊社作成

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」より弊社作成



# 22. 電力

## 業界動向

### 国内市場動向～電力需要は増加の見込み

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

### 大手電力会社の業績～2023年度は期ズレ差益で好決算

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

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

## 今後の見通し

### 第7次エネルギー基本計画の策定～脱炭素化と安定供給の両立に注目

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

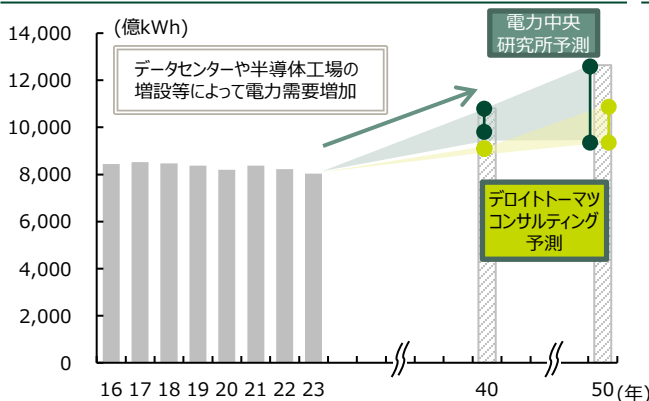
第6次計画(2021年策定)では、GHG削減目標(2030年度に2013年度比△46%削減)との整合を図り、再エネの活用に加えて原発再稼働を進めるとの目標が設定されました。もっとも、原発に対する安全審査や送配電網の整備に相応の時間とコストを要することから、現時点で達成の目途はついていない状況です。

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

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

図表1 国内電力需要の実績と見通し(注)

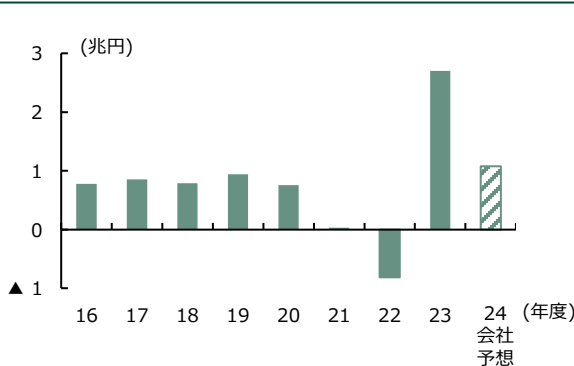
～電力需要は増加の見込み



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

図表2 大手電力会社10社の合算経常利益(注)

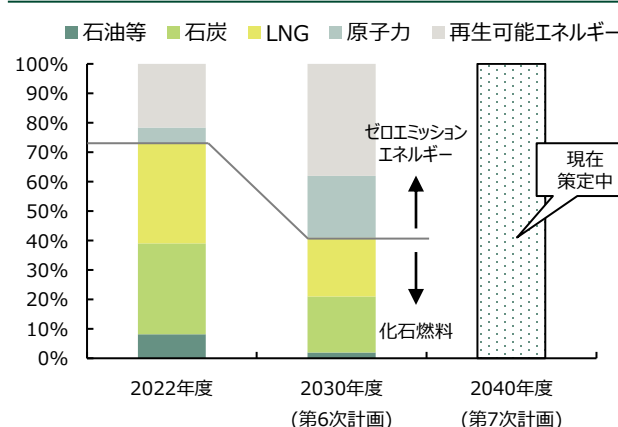
～2023年度は期ズレ差益で好決算



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より弊社作成

図表3 日本の電源構成

～第7次計画は脱炭素化と安定供給の両立に注目



出所：経済産業省「第6次エネルギー基本計画」より弊社作成



# 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。

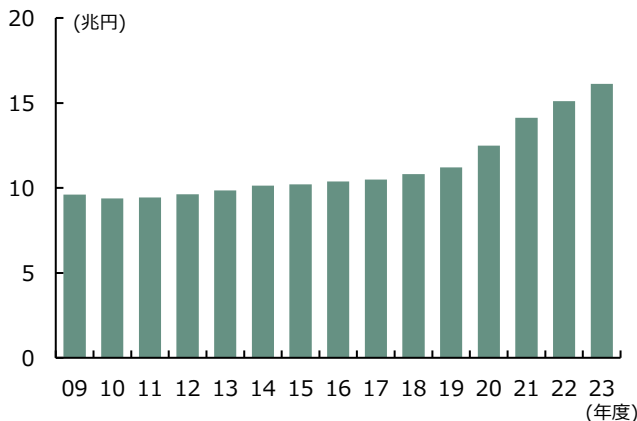
また、人材不足の拡大は、案件単価の上昇につながる一方、人材獲得競争の激化が懸念されます。受託開発事業者の一部では、人件費や採用費、外注費の増加が収益を下押しするケースがみられ、収益環境が厳しくなる懸念があります。

### 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

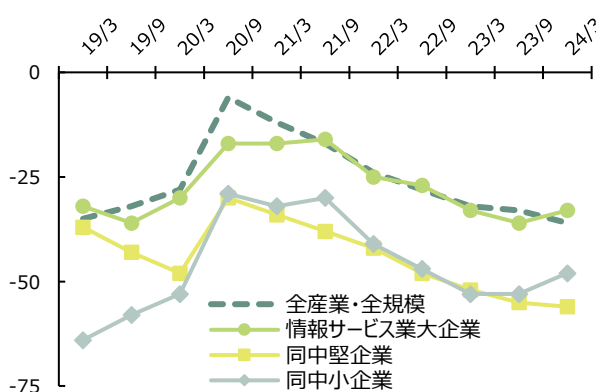
～国内情報サービス市場は堅調に推移



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」より弊行作成

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」より弊行作成

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より弊行作成

# 産業天気図

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