

グローバル経済と主要産業の動向

2024年11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11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

勢い欠く来年の世界経済、トランプ政策が波乱要因

◆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。とくに、EVをはじめ中国製品の競争力が強まっていることが先進国の生産を抑える要因に。

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。欧州では、ドイツ製造業の不振が深刻。中国では、政府が景気刺激策を実施していることから、景気は持ち直し。日本でも、所得環境の改善で景気は自律的な回復過程に。

◆トランプ政策で中国経済は停滞

来年の世界景気は米国のトランプ次期政権による政策に左右される展開。世界全体で3%台前半の成長にとどまる予想。大規模な減税や規制緩和への期待が米国の株価や景気を押し上げる一方、対中関税の引き上げで中国経済は減速。中国減速の影響は輸出減などを通じて日本や欧州にも波及。一方、中国からアジア地域への生産移転が進み、台湾やベトナムの成長率は押し上げられる見込み。

仮に、米国政府が「ユニバーサル・ベースライン関税」など、中国以外にも幅広い国・地域に対して関税を引き上げる場合、世界景気は一段と落ち込む可能性も。

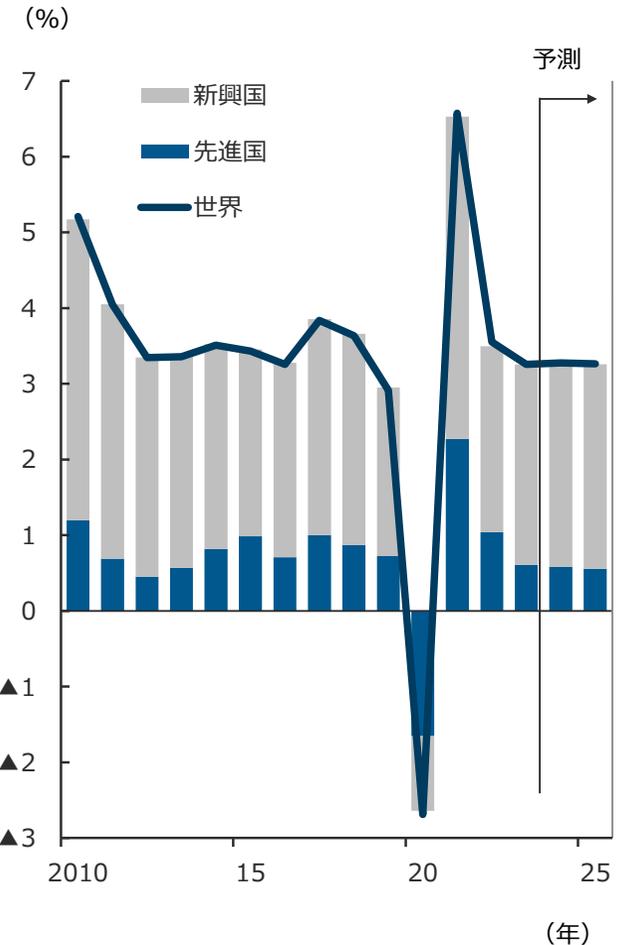
世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)		
	2023年 (見込み)	2024年 (予測)	2025年 (予測)
世界計	3.3	3.3	3.3
先進国	1.6	1.6	1.5
アメリカ	2.5	2.7	1.9
ユーロ圏	0.5	0.8	1.0
イギリス	0.1	0.9	1.0
日本	1.7	▲0.3	1.1
新興国	4.2	4.3	4.2
BRICs	5.5	5.2	4.8
中国	5.2	4.8	4.6
インド	8.2	7.8	6.9
ロシア	3.6	3.6	1.3
ブラジル	2.9	3.0	2.2
NIEs	1.5	2.9	2.5
韓国	1.4	2.3	2.3
台湾	1.3	4.1	3.0
香港	3.3	2.6	2.4
ASEAN5	4.4	5.0	4.9
インドネシア	5.0	5.0	4.8
タイ	1.9	2.9	3.0
マレーシア	3.7	5.3	5.0
フィリピン	5.6	6.0	5.8
ベトナム	5.2	6.5	6.6

(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)。

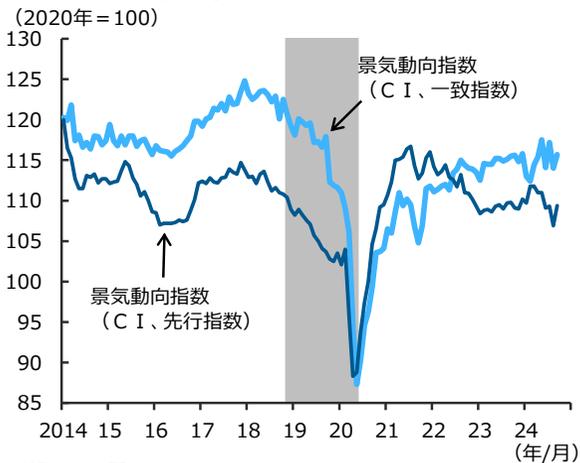
世界の実質GDP成長率の寄与度



(資料) 各国統計、IMFをもとに日本総研作成

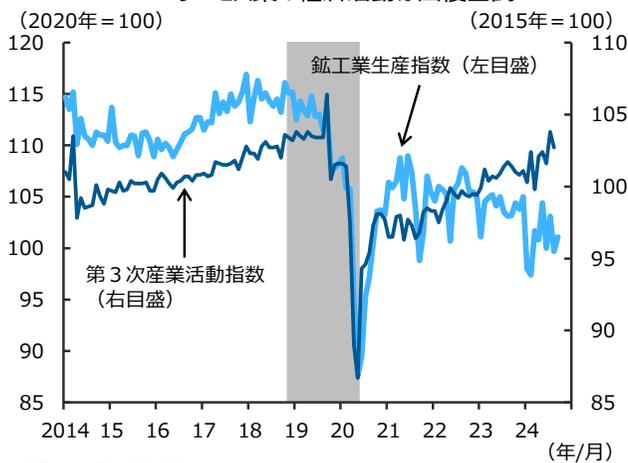
概況：景気は一部で足踏みするも緩やかに回復

景気 景気動向指数は、一致指数は一進一退、先行指数は下げ止まり



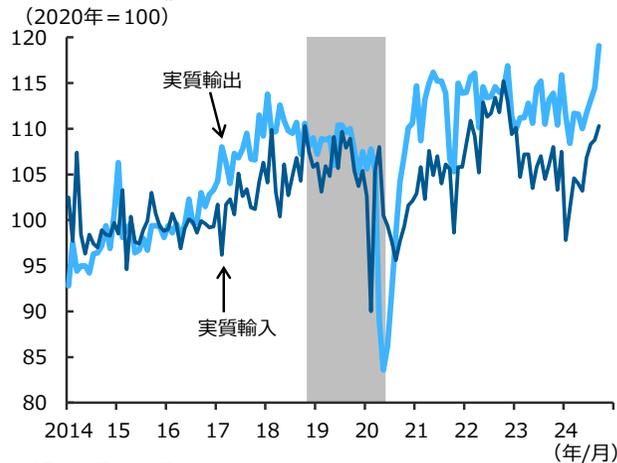
(資料) 内閣府

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



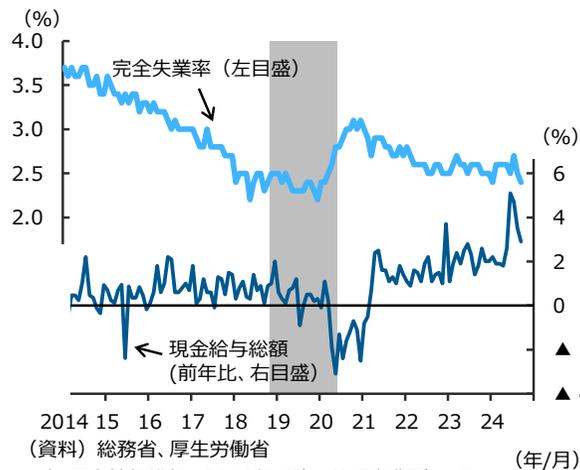
(資料) 経済産業省

外需 輸出、輸入ともに、年初の落ち込みから大きく回復



(資料) 日本銀行

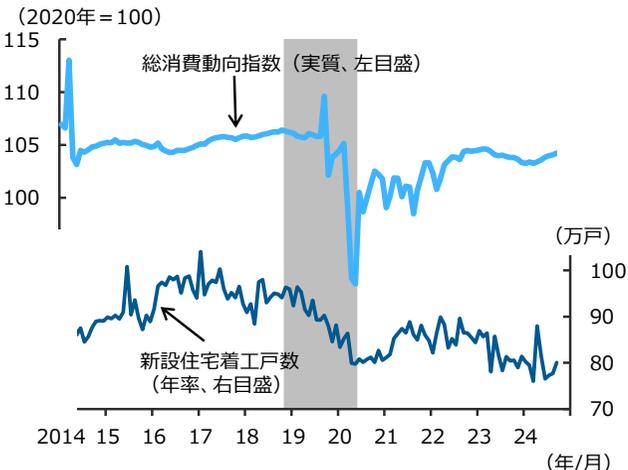
雇用所得 失業率は2%台半ばと横ばい圏で推移
名目賃金の伸びは前年比3%前後で推移



(資料) 総務省、厚生労働省

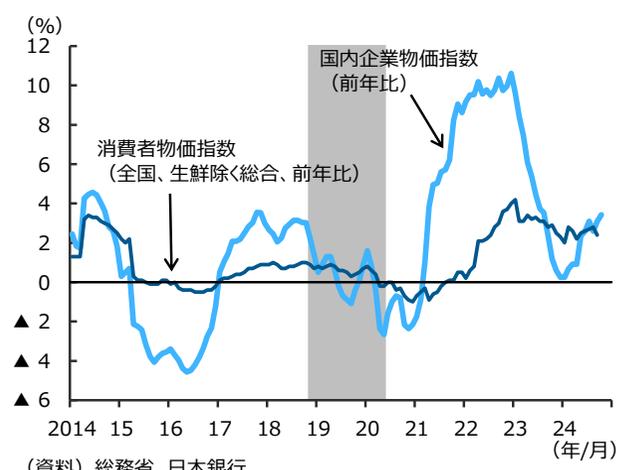
(注)現金給与総額の2016年以降は共通事業所ベース

家計 消費は持ち直しの動き
住宅着工は低水準で推移



(資料) 総務省、国土交通省

物価 企業物価は既往の円安を受けて上昇
消費者物価は前年比2%台半ばで推移



(資料) 総務省、日本銀行

7～9月期の実質GDPは前期比年率+0.9%

◆個人消費が2期連続のプラス

7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+0.9%と、2四半期連続のプラス成長。一部自動車メーカーに対する出荷停止措置の解除や定額減税などの政府支援、所得環境の改善などを背景に、個人消費が回復をけん引。一方、外需が3四半期連続のマイナスとなったほか、設備投資がやや弱含み。

◆製造業の生産活動は一進一退

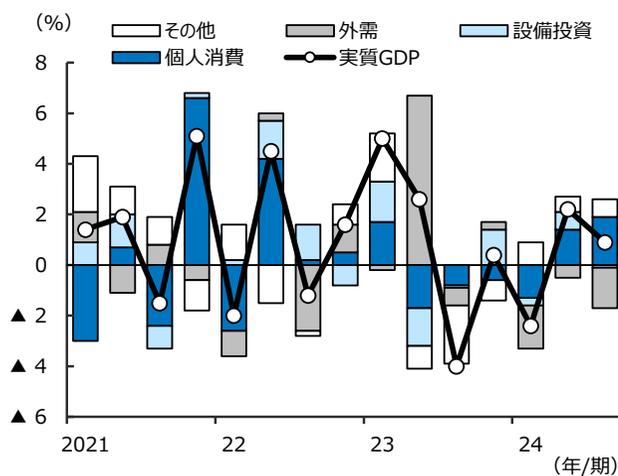
9月の鉱工業生産指数は前月比+1.4%と小幅上昇。8月下旬の大型台風による自動車工場の稼働停止からの反動増などが背景。

先行きの生産計画によると、10月は前月比+8.3%の増産、11月は同▲3.7%の減産を予想。半導体製造装置を中心に生産用機械工業などの生産が増加する見通し。

◆消費者マインドは改善の動きが足踏み

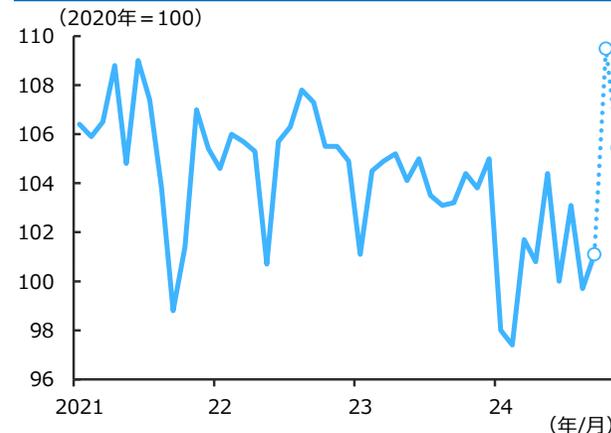
10月の消費者態度指数は小幅に低下。今年春以降、サービス価格や食料品などの価格上昇を受けて、暮らし向きに対するマインド指標などが、水準をやや切り下げ。

実質GDP成長率（前期比年率）



(資料) 内閣府を基に日本総研作成

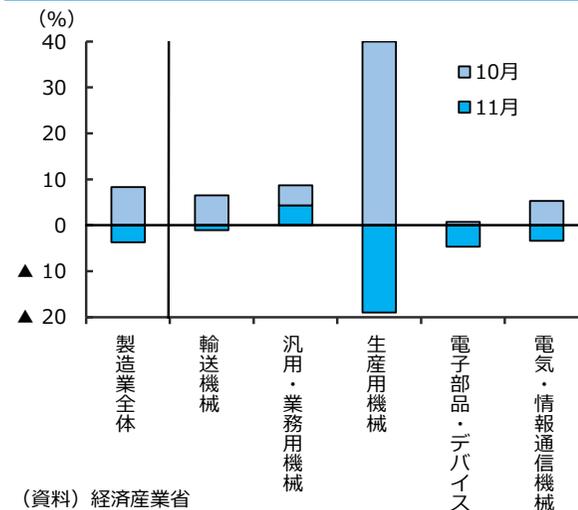
鉱工業生産指数



(資料) 経済産業省

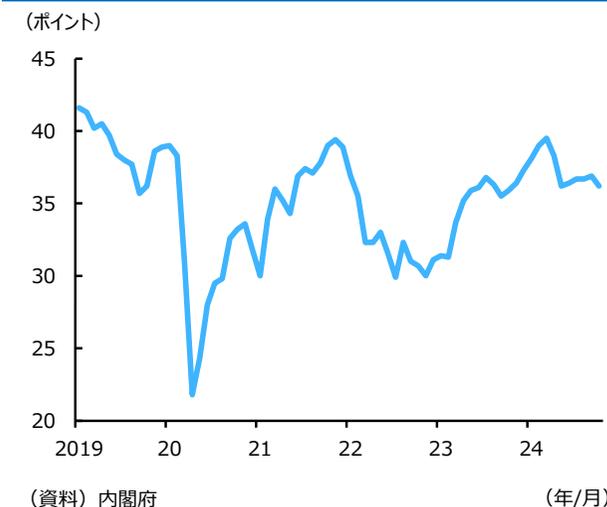
(注) 点線は、製造工業生産予測指数（10、11月）を基に先延ばし。

業種別の生産計画（前月比）



(資料) 経済産業省

消費者態度指数（季調値）



(資料) 内閣府

財輸出の回復が鮮明、インバウンド需要も堅調

◆財輸出は大きく増加

7～9月期の実質輸出は前期比+4.0%と、2四半期連続で増加。輸送機械が伸び悩んだ一方、情報関連財や資本財・中間財が増加。背景には、循環的な財需要の持ち直し。世界的なシリコンサイクルや設備投資循環は回復局面。

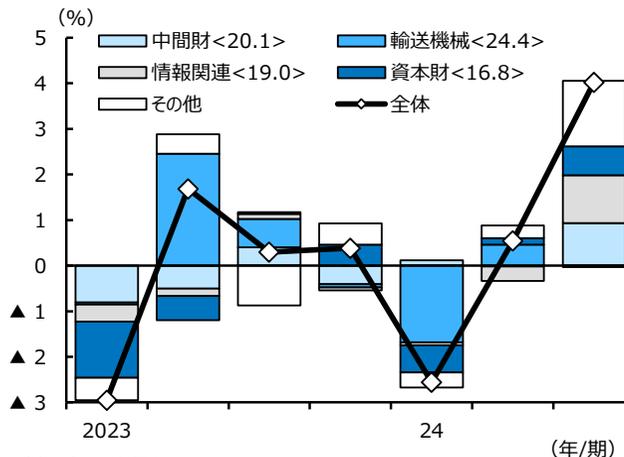
先行きを展望すると、トランプ次期米大統領の政策を受けた中国景気の減速や不確実性の高まりが重石となるものの、情報関連財や資本財を中心に財輸出は緩やかに回復する見込み。世界半導体市場統計（WSTS）によると、AI関連需要の高まりなどを受けて、2025年にかけて半導体市場は堅調に拡大する見通し。加えて、海外の主要な中央銀行が利下げを続けるなか、設備投資循環も当面回復局面が続く見通し。

◆インバウンド需要は堅調

9月の訪日外国人数は287万人と、コロナ禍前を大きく上回って推移。国・地域別にみると、韓国・台湾や米欧からの訪日客数が堅調に推移しているほか、回復が遅れていた中国からの訪日客もコロナ禍前の8割程度まで回復し、全体を押し上げ。

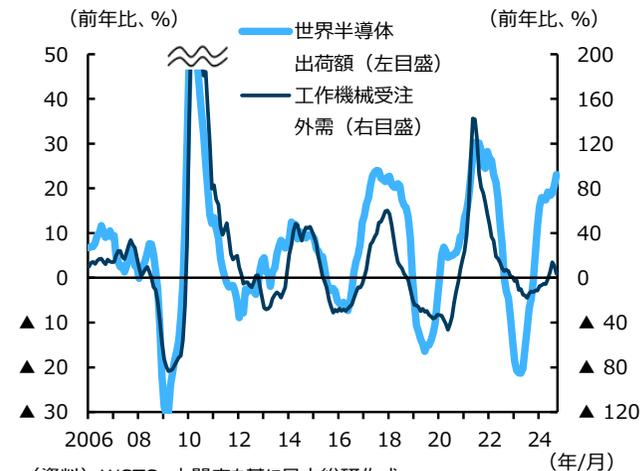
先行きのインバウンド需要もコロナ禍前の水準を上回り、堅調に推移する見通し。為替はコロナ禍前と比べれば依然円安水準にあり、引き続きインバウンド需要の押し上げに寄与する見込み。とりわけ、回復余地が残っている中国人訪日客が全体の押し上げに寄与する公算。ただし、中国景気の停滞が中国人訪日客の回復に水を差すリスクには要注意。

品目別実質輸出（前期比寄与度）



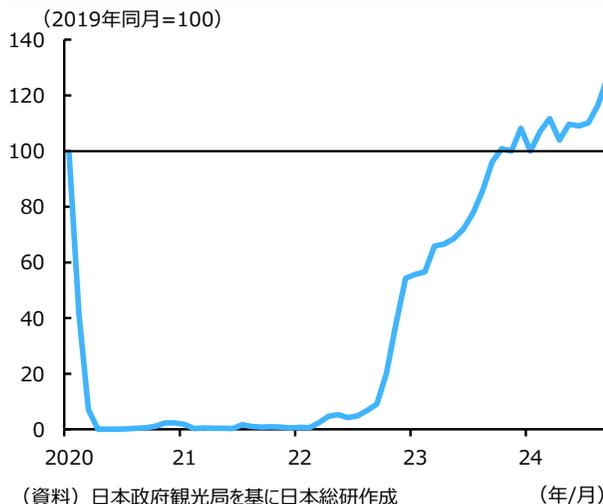
（資料）日本銀行
（注）<>内は、2023年名目輸出全体に占めるシェア。

世界半導体出荷額と工作機械受注外需



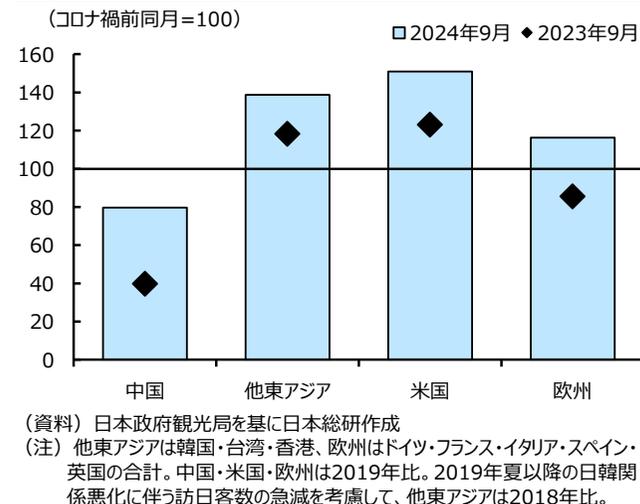
（資料）WSTS、内閣府を基に日本総研作成
（注）後方3ヵ月移動平均。

訪日外国人数



（資料）日本政府観光局を基に日本総研作成

訪日外国人数（国・地域別）



（資料）日本政府観光局を基に日本総研作成
（注）他東アジアは韓国・台湾・香港、欧州はドイツ・フランス・イタリア・スペイン・英国の合計。中国・米国・欧州は2019年比。2019年夏以降の日韓関係悪化に伴う訪日客数の急減を考慮して、他東アジアは2018年比。

所得環境は改善、個人消費は持ち直しへ

◆実質賃金のマイナス幅は縮小

賃金の伸びは拡大基調で推移。9月の一般労働者の所定内給与は前年比+2.5%と、前月から鈍化したものの高い伸びを維持。パートタイム労働者（時給ベース）は同+4.2%と、振れを伴いながらも上昇傾向。実質賃金は同▲0.1%と、2カ月連続での前年比マイナスとなったものの、マイナス幅は縮小。

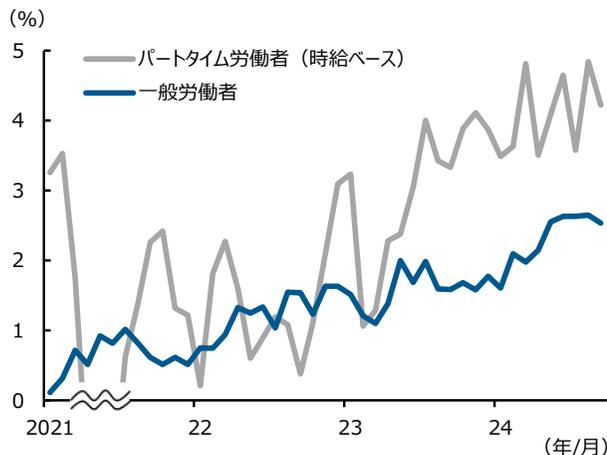
先行き、賃金の伸びは拡大基調が続き、実質賃金は前年比プラスでの推移が定着する見通し。今年の春闘で妥結された賃上げの適用が一巡するなか、一般労働者の所定内給与の伸びは当面現行水準で推移する見込み。一方、人手不足の深刻化を背景にパートタイム労働は引き続き高い賃金の伸びが予想されるほか、景気回復を受けて所定外給与も増加する見込み。好調な企業収益に支えられ、今冬の賞与も夏季に続き大幅な増加が見込まれ、実質賃金の押し上げに寄与する見通し。

◆消費は持ち直しへ

個人消費は持ち直しの動き。サービス消費は緩やかに増加しているほか、自動車などを中心に耐久財も増加。

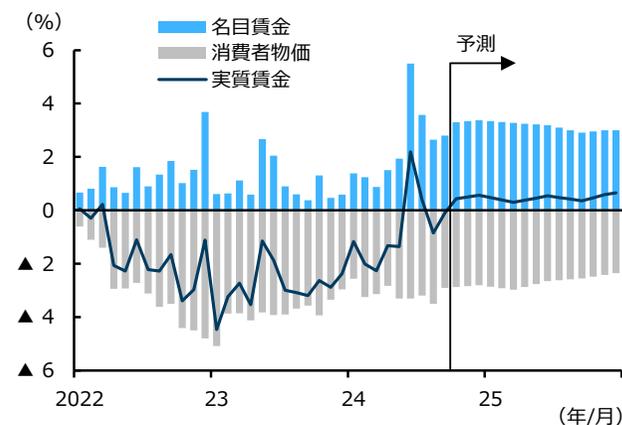
先行きの個人消費は、所得環境の改善に支えられる形で、緩やかに持ち直す見通し。ただし、円安や資源価格の高騰により輸入インフレ圧力が再び強まった場合、実質賃金の下振れを通じて消費が下振れる可能性に注意。

所定内給与（前年比）



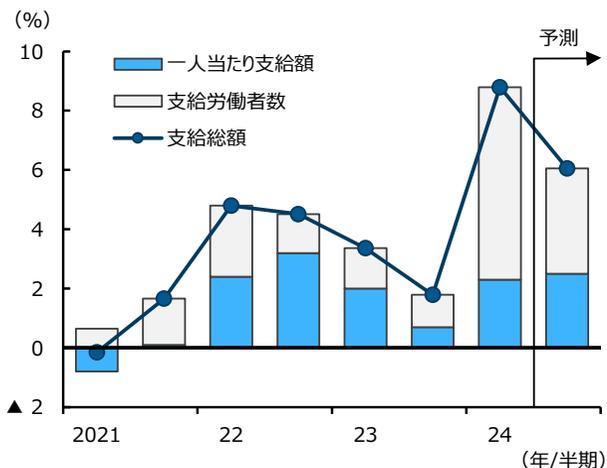
(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成
(注) 調査対象企業の入れ替えで生じたデータの断層を調整。

実質賃金（前年比）



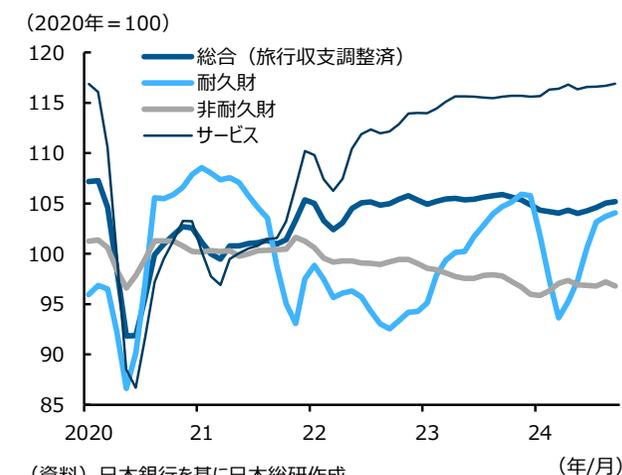
(資料) 厚生労働省、総務省を基に日本総研作成
(注) データの入れ替えに伴う断層調整済み。消費者物価は持家の帰属家賃を除く総合。

賞与の支給総額（前年比）



(資料) 厚生労働省を基に日本総研作成

消費活動指数（季調値）



(資料) 日本銀行を基に日本総研作成
(注) 後方3ヵ月移動平均。

当面のコアCPIは2%近傍で推移

◆物価高対策の再開で物価の伸びは鈍化

9月のコアCPIは前年比+2.4%と、前月から伸びが鈍化。既往の円安などを受けて食料品や財の輸入インフレ圧力が強まった一方、政府による電気・ガス代抑制策の一時再開が全体の伸びを抑制。

当面のコアCPIは2%近傍での推移が続く見通し。政府は年明け以降も電気・ガス代抑制策を継続する方針。これにより、今冬から来春にかけて、エネルギー価格の下落が物価の抑制に作用する公算。一方、為替レートが円安圏で推移していることを受けて輸入物価の上昇圧力が高まっているほか、賃金上昇分を販売価格に転嫁する動きが強まることでサービス価格の上昇幅が拡大していくと予想。

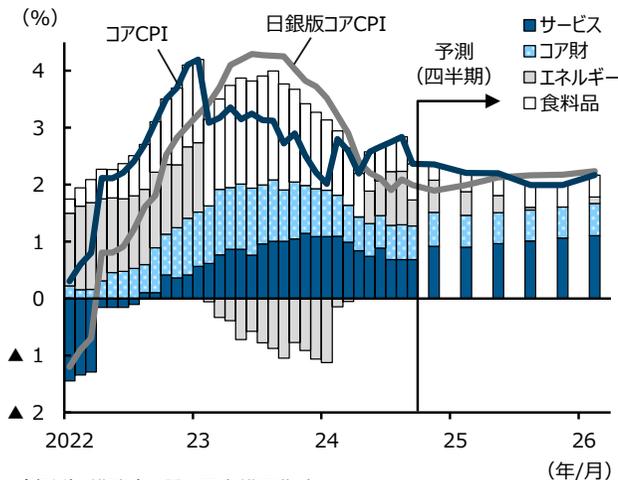
◆日銀は段階的な利上げを継続へ

日銀は、10月末の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定。

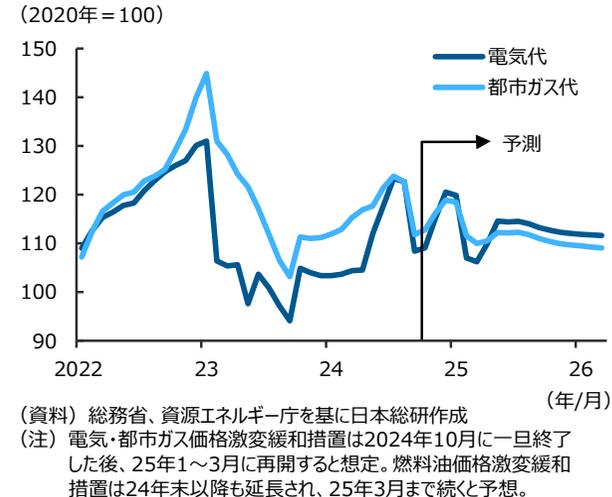
10月の長期金利は、米長期金利の上昇に連動して上旬に上昇した後、衆院選の結果などを受けて月末にかけて小動き。

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や国内景気の回復などを受けて、緩やかな上昇傾向をたどる見通し。

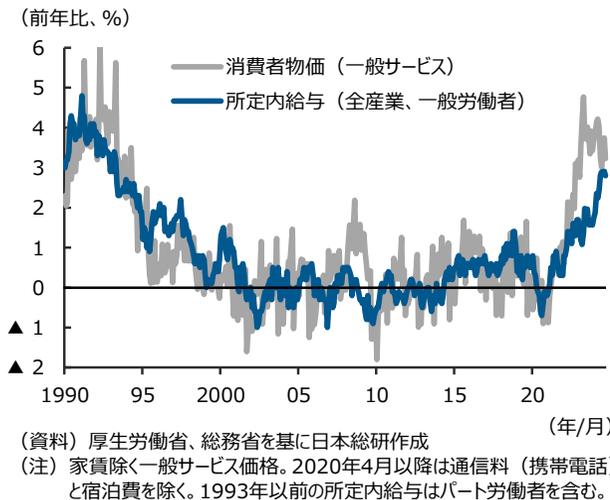
消費者物価指数（前年比）



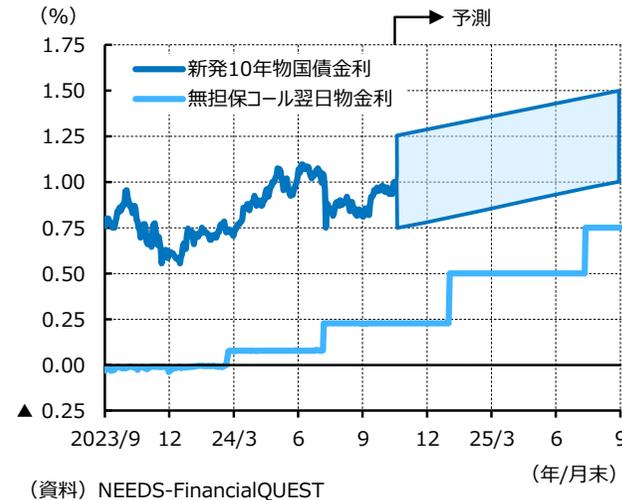
CPI電気・都市ガス代



賃金とサービス価格



わが国主要金利の見通し



トピックス①：トランプ氏再選がわが国経済に与える影響

◆製造業に打撃

11月上旬の米大統領選ではトランプ氏が再選。同氏の掲げる政策は、以下2つの経路でわが国製造業、とくに資本財セクターに打撃を与える見通し。

第1に、関税引き上げによる米中向け輸出の減少。トランプ氏は対中関税を60%へ引き上げとしているほか、その他の国の製品にも10~20%の関税を賦課すると主張。こうした関税政策は、①中国景気の下押し、②米国内でのわが国製品の価格競争力低下、③インフレによる米国景気の下振れ、に作用し、わが国の米中向け輸出を下押し。とりわけ、米中向け売上の多い資本財セクターへの影響が大。

第2に、世界的な設備投資意欲の減退による資本財輸出の低迷。トランプ氏が前任時のように唐突に極端な政策を打ち出すなど政策の予見可能性が低下した場合、世界的に設備投資が手控えられる可能性。この場合、わが国が強みをもつ資本財セクターの需要を下押し。試算では、不確実性の拡大により、各国の製造業では生産が軒並み下押しされ、とりわけわが国の減産幅が大。

◆円安が物価高の再燃を招くリスクも

関税引き上げや減税など、トランプ氏の政策は米国のインフレを助長する政策が多いことから、日米金利差の拡大を通じて再び円安圧力が強まる恐れ。円安が想定以上に進んだ場合、輸入インフレ圧力の強まりが、家計の実質賃金や中小企業の企業収益の下押しに作用。

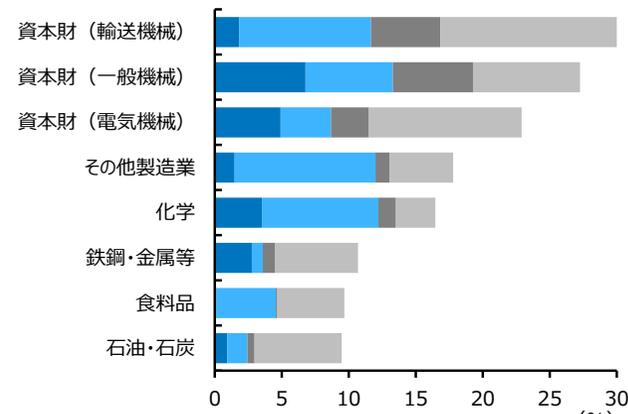
トランプ氏の掲げる政策

項目	政策
通商政策	・関税引き上げ（対中60%、ユニバーサル・ベースライン関税10~20%、メキシコ製自動車100%）
税制	・所得税減税の延長 ・国内で生産する企業などへの法人減税（税率21→15%）
生活支援	・エネルギーコストの低下 ・児童税額控除の拡充
外交	・同盟国へ軍事負担を要求 ・イスラエル支持 ・ウクライナ戦争の停戦
移民	・国境警備の強化 ・不法移民の強制送還
環境	・パリ協定からの離脱 ・EV推進の撤回 ・石油・ガス開発の規制撤廃

（資料）各種報道を基に日本総研作成

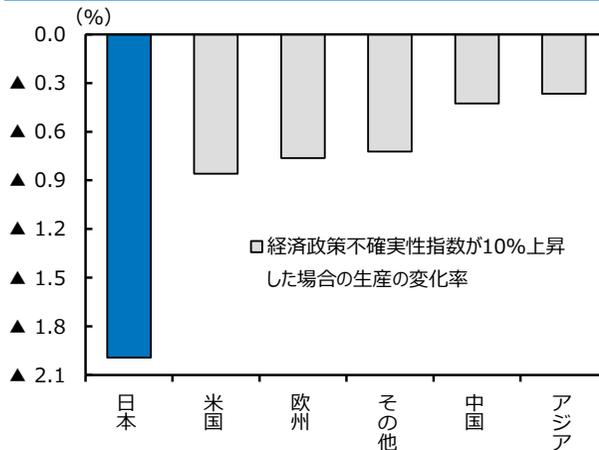
わが国製造業の総売上に占める米中向け割合

■ 米国（輸出） ■ 米国（現法） ■ 中国（輸出） ■ 中国（現法）



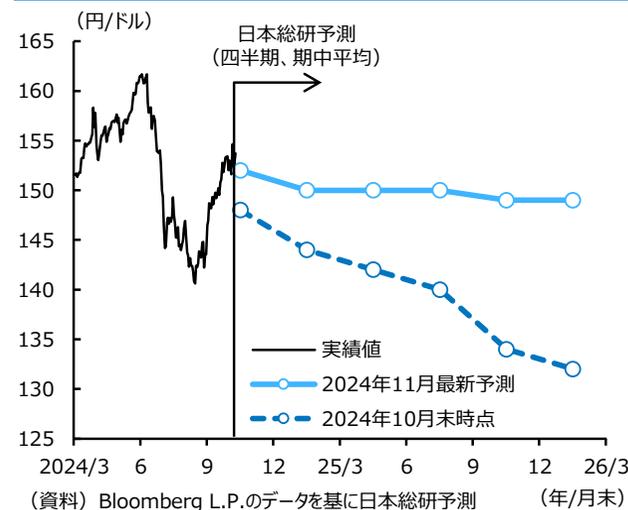
（資料）経済産業省、財務省を基に日本総研作成
（注）2021年。総売上は国内売上と輸出と海外現法売上の合計。

不確実性拡大による生産への影響



（資料）西岡[2024]、「世界経済見通し」、日本総合研究所、JRILビュー、Vol.7、No.118、pp.2-19より抜粋。

為替相場（ドル円）予測



（資料）Bloomberg L.P.のデータを基に日本総研予測（年/月末）

トピックス②：中古住宅需要の広がりが住宅投資を下押し

◆中古住宅の取得が増加

わが国では中古住宅の取得が増加傾向。住宅金融支援機構「フラット35利用者調査」を用いて推計すると、住宅取得に占める中古住宅の割合は、足元で3割超に。とりわけ近年は、地方で顕著に増加。

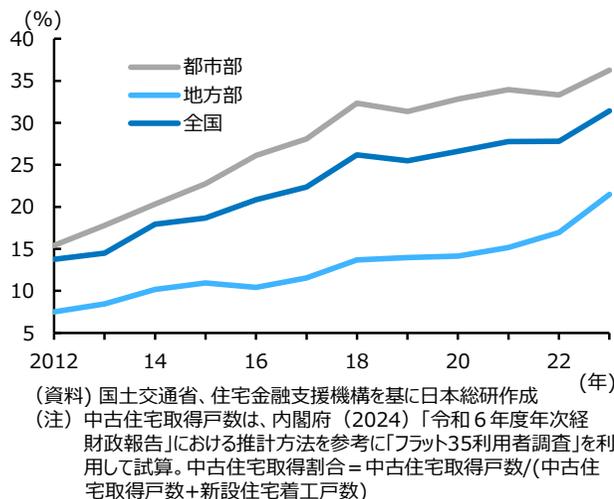
中古住宅の取得増加は、不動産価格の上昇が一因。資材価格や人件費の上昇などにより、足元の不動産価格は過去10年間で約1.4倍まで上昇。住宅取得費用を抑制するため、新築住宅よりも安い中古住宅への需要が強まっている状況。国土交通省のアンケート調査によると、住宅所有希望者のうち、新築住宅を希望する層が減少する一方、新築・中古どちらでもよい、あるいは中古住宅を希望する層が増加。

◆住宅投資は10年で1割減

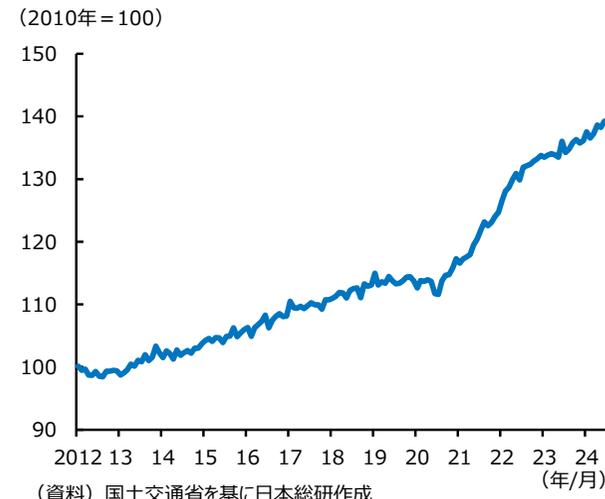
中古住宅の取得増加は、新築住宅への投資減少を通じて、わが国の住宅投資の下押しに作用。試算によると、中古住宅取得割合が1%ポイント上昇すると、住宅投資は1%弱減少。中古住宅需要の広がりにより、この10年間で住宅投資は1割減少した計算に。中古住宅の普及でリフォーム関連の投資が誘発されるものの、住宅投資全体への影響は限定的。

わが国の住宅投資はかねてより減少基調で推移。先行きも、住宅取得能力の低迷や世帯数の減少に加えて、中古住宅の普及も住宅投資を下押しする見通し。

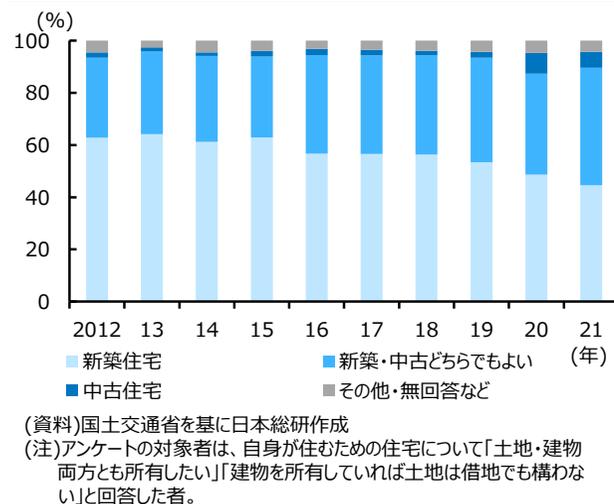
中古住宅取得割合



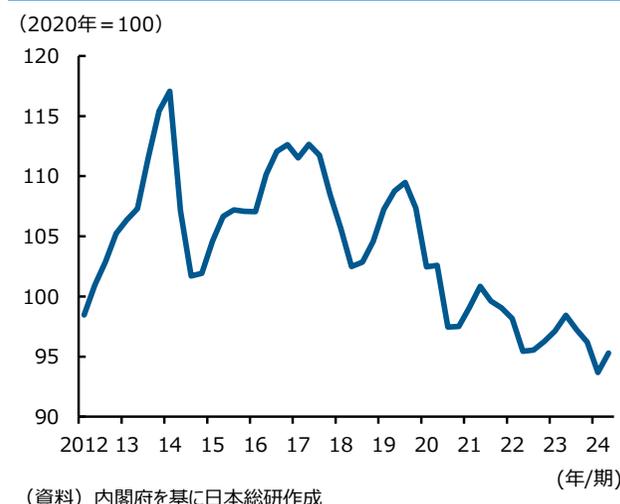
不動産価格指数（季調値）



所有したい住宅の種類



実質民間住宅投資（季調値）



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持ち直す見通し。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、トランプ次期米大統領による経済・外交政策や、それを受けた海外経済の行方に要注意。深刻化する人手不足が景気の回復力を弱める可能性も。

◆ 2024年度の成長率は+0.3%と予想

2024年度は+0.3%、25年度は+1.1%を予想。23年度後半の景気が弱かった影響から、24年度の成長率はゼロ%台前半に減速するものの、25年度は1%強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11月15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	2.2	0.9	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	0.8	0.3	1.1
個人消費	▲ 2.4	2.6	3.6	1.2	0.9	0.8	0.8	0.8	0.9	▲ 0.6	0.9	1.0
住宅投資	▲ 11.0	5.7	▲ 0.4	▲ 0.2	▲ 0.3	▲ 0.3	▲ 0.4	▲ 0.4	▲ 0.4	0.3	▲ 1.6	▲ 0.3
設備投資	▲ 1.6	3.8	▲ 0.7	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4	2.4	0.3	1.9	2.0
在庫投資 (寄与度)	(1.0)	(▲ 0.4)	(0.4)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲ 0.2)	(0.0)	(0.0)
政府消費	1.3	0.3	2.0	0.5	0.3	0.4	0.2	0.4	0.2	▲ 0.5	0.9	0.4
公共投資	▲ 4.3	17.4	▲ 3.6	0.4	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.6	1.5	0.1
純輸出 (寄与度)	(▲ 1.6)	(▲ 0.5)	(▲ 1.7)	(0.0)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(1.4)	(▲ 0.7)	(0.0)
輸出	▲ 16.8	10.7	1.5	2.3	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.8	1.3	2.4
輸入	▲ 9.4	12.2	8.5	2.0	1.7	1.7	1.7	1.8	1.8	▲ 3.2	4.5	2.2
名目GDP	2.5	2.0	2.9	2.3	3.7	2.6	3.0	2.9	3.2	4.9	2.7	2.9
GDPデフレーター	3.4	3.1	2.5	2.1	2.2	1.5	1.9	1.9	2.1	4.1	2.5	1.8
消費者物価指数 (除く生鮮)	2.5	2.5	2.7	2.4	2.2	2.2	2.0	2.0	2.2	2.8	2.4	2.1
(除く生鮮、エネルギー)	3.2	2.2	2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	2.2	2.2	3.9	2.0	2.2
鉱工業生産	▲ 4.0	▲ 3.0	▲ 0.9	▲ 0.8	5.5	2.8	3.6	1.0	0.2	▲ 1.9	0.2	1.9
完全失業率 (%)	2.5	2.6	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.3	2.6	2.5	2.4
経常収支 (兆円)	6.6	6.9	9.0	6.0	7.2	6.6	9.8	6.8	8.1	26.6	29.0	31.3
対名目GDP比 (%)	4.4	4.6	6.0	3.7	4.7	4.3	6.4	4.2	5.1	4.5	4.7	5.0
円ドル相場 (円/1ドル)	148	155	149	152	151	151	150	150	149	145	152	150
原油輸入価格 (1バレル/バレル)	83	87	87	77	75	72	71	72	73	86	82	72

(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	2.7	1.9
ユーロ圏	0.4	0.8	1.0
中国	5.2	4.8	4.6

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
8月号	0.8	0.7	1.2
9月号	0.8	0.6	1.2
10月号	0.8	0.6	1.2

概況：個人消費の増勢は鈍化へ

◆足元の景気は堅調

7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+2.8%と、前期に続いて高めの伸び。需要項目別にみると、住宅投資は減少した一方、個人消費や設備投資が全体を押し上げ。

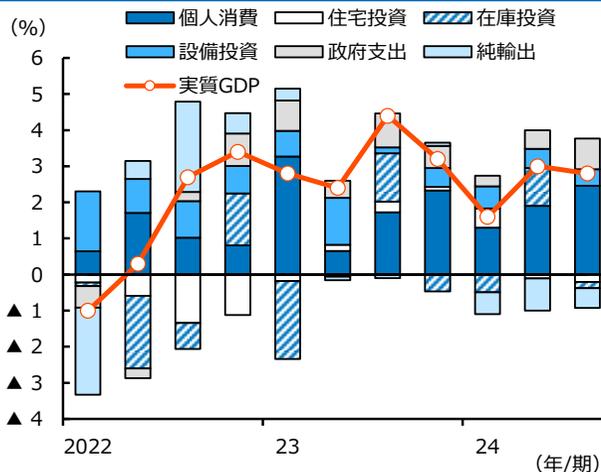
◆低所得層では債務負担が重石に

足元の個人消費は堅調。7～9月期の個人消費は、前期比年率+3.7%と2四半期連続で伸びが加速。内訳をみると、医療などサービス消費は前期と同程度の伸びとなった一方、自動車を中心とした耐久財や衣類などの非耐久財消費が押し上げ。

もっとも、今後の個人消費の増勢は鈍化する見通し。全米小売業協会（NRF）によると、24年11～12月の年末商戦期の売上高は、前年比+2.5～3.5%と、前年（+3.9%）から減速する見込み。背景として、若年層や低所得層の支出余力の低下が指摘可能。

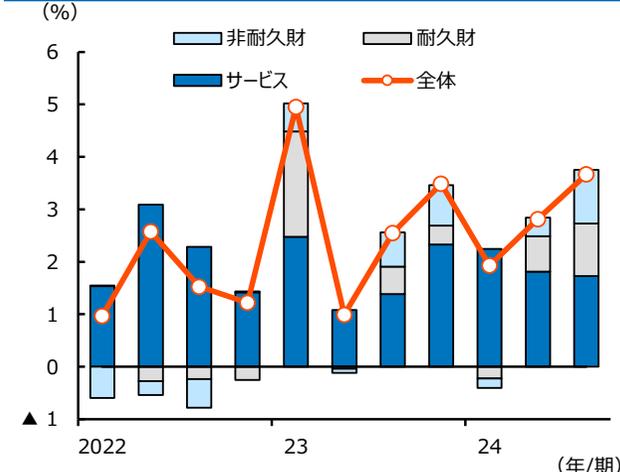
ニューヨーク連銀の9月調査によると、消費者が予想する3ヵ月先の延滞確率は14.2%と4ヵ月連続で上昇。なかでも、所得が5万ドル未満の消費者では延滞予想確率は20%へ上昇。高い金利負担が延滞増の一因。8月のクレジットカード金利は21.8%と、過去最高水準へ上昇しており、借金苦の若年層や低所得層を中心に支出を抑制する動きが強まる可能性。

実質GDP成長率（前期比年率）



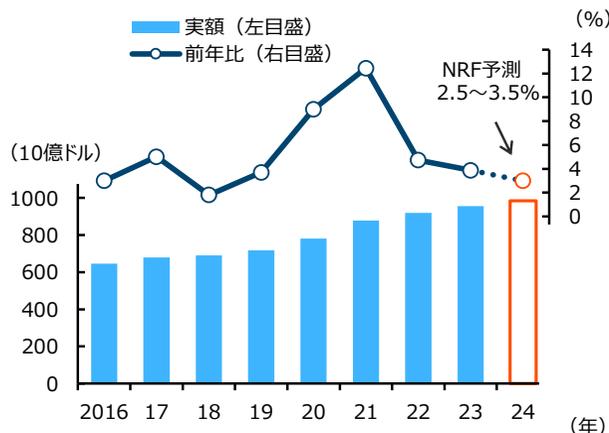
（資料）BEAを基に日本総研作成

実質個人消費（前期比年率）



（資料）BEAを基に日本総研作成

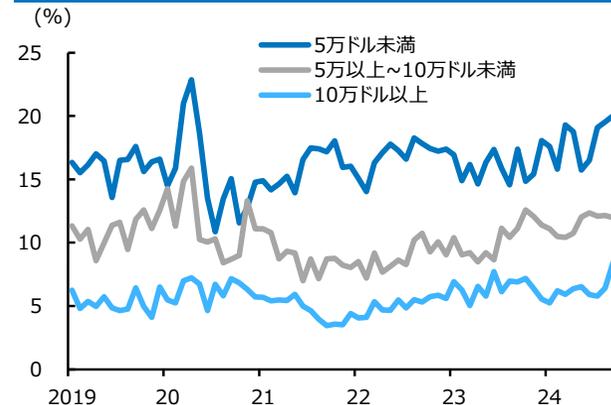
年末商戦の売上見通しと実績



（資料）NRF、U.S. Census Bureauを基に日本総研作成

（注）自動車、ガソリン、外食を除く11月および12月の小売売上高。24年はNRFによる予測レンジの平均値を表示。

消費者の債務延滞予想（所得別、先行き3ヵ月）



（資料）ニューヨーク連銀を基に日本総研作成

（注）消費者が今後3ヵ月間で債務の最低返済額を滞納すると予想する平均確率。

概況：設備投資は減速へ

◆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、10月のISM非製造業景況指数は56.0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、情報、金融・保険など14業種の業況が改善。

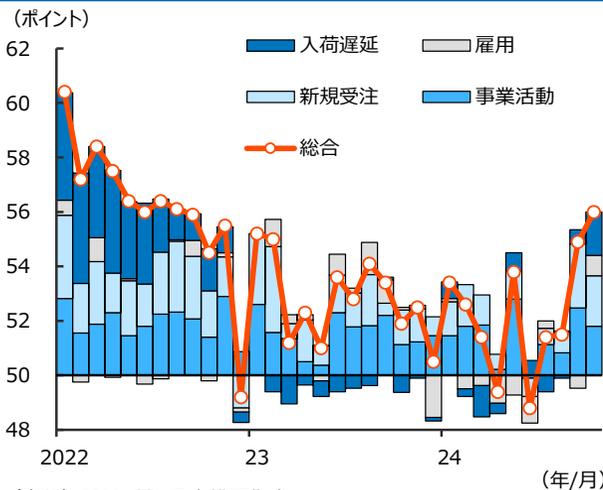
非製造業とは対照的に、製造業の景況感は低調。10月のISM製造業景況感指数は46.5と、7カ月連続で50を下回る水準。大統領選を巡る不透明感などを受けて新規受注、生産活動が低迷。業種別にみると、全18業種のうち、輸送機器、電気製品など11業種の業況が悪化。

◆利下げ打ち止めで設備投資は減速

7～9月期の実質設備投資は前期比年率+3.3%と、底堅く推移。内訳をみると、構築物投資がマイナスに転じたほか、これまで設備投資を下支えていたソフトウェアなどの知的財産投資が低い伸びに。一方、情報処理機械や航空機など機械投資が全体を押し上げ。

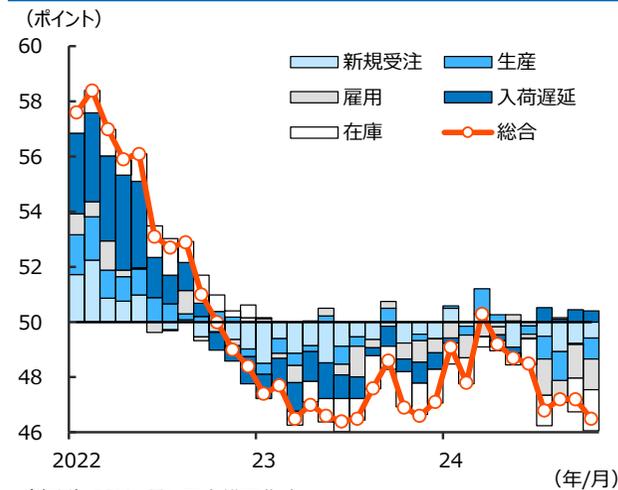
今後の設備投資は減速する見通し。既往の金融引き締めを受けて、コア資本財受注は横ばい圏で推移。トランプ氏の再選を受けたインフレ再燃への警戒感からFRBは来春以降、利下げを停止するとみられ、タイトな金融環境が製造業の投資活動を下押す構図が続く見込み。

ISM非製造業景況感指数



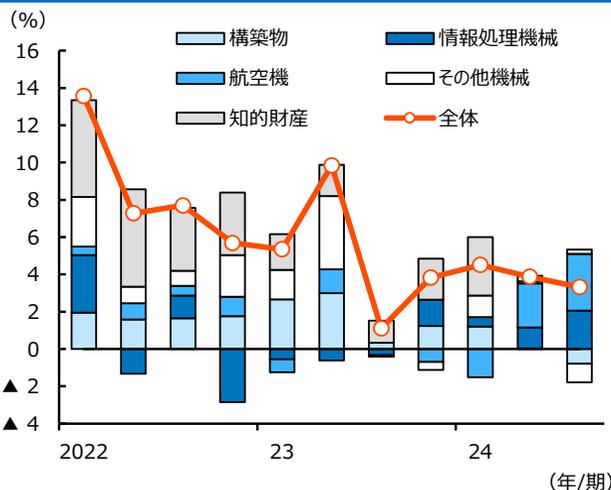
(資料) ISMを基に日本総研作成

ISM製造業景況感指数



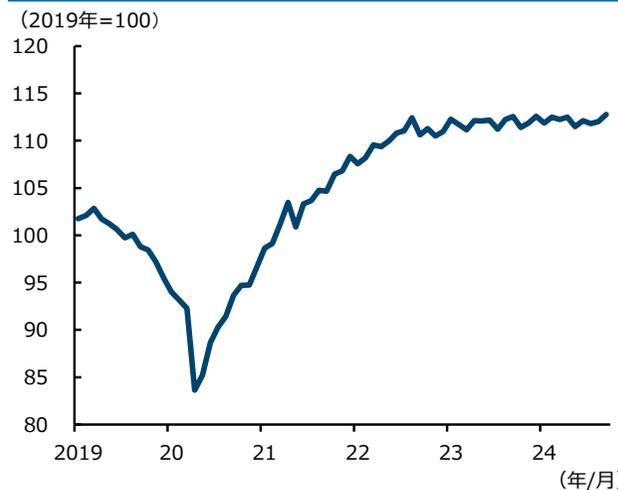
(資料) ISMを基に日本総研作成

実質設備投資（前期比年率）



(資料) BEAを基に日本総研作成

資本財受注（除く国防・航空）



(資料) FRBを基に日本総研作成

トピック：トランプ再選で景気は不安定化へ

◆大統領選でトランプ氏勝利

11月に実施された大統領選挙でトランプ氏が当選。議会選挙では、上院は共和党が過半数を獲得し、下院も共和党が過半数獲得の可能性が濃厚。インフレ高進や不法移民増加などバイデン政権の政策に対する不満がトランプ氏勝利の一因に。

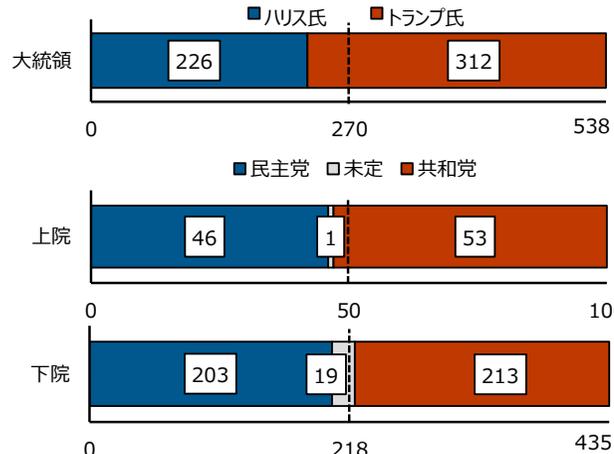
◆景気は不安定化、インフレは高止まりへ

下院も共和党が制し、トリプルレッドとなった場合、インフレが再燃し、米国景気は振幅が大きくなる見込み。トランプ氏が供給を阻害する政策と需要を押し上げる政策をともに掲げていることが背景。

大統領権限で実施が可能である対中関税の引き上げが来年半ばに実施された場合、2025年の米国実質GDP成長率を+1.9%へ減速させる見込み。輸入物価上昇を通じたインフレ圧力の高まりが個人消費を減速させるほか、中国が報復関税など対抗措置をとれば対中輸出の減少が景気の下押し圧力に。

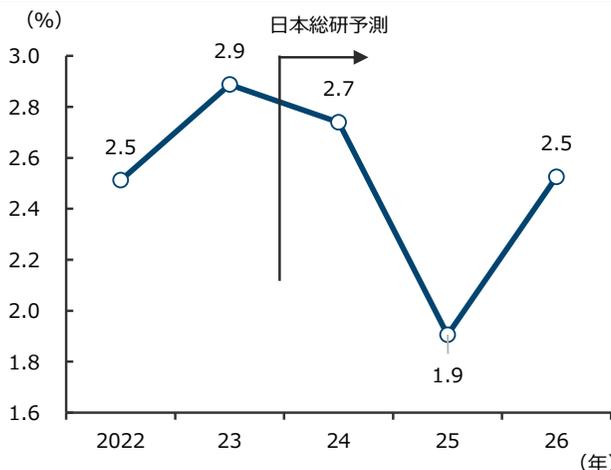
一方、26年には再び2.5%へ成長率が高まる公算。トランプ氏は今後10年間で10兆ドル規模の財政拡大策を実施する見込み。これらの政策は順調に行けば25年中に議会を通過し、26年に実施へ。この間、インフレ率は3%台で下げ渋ると予想。これを受けてFRBは利下げ打ち止めに迫られる見込み。

大統領選挙・議会選挙の暫定結果



(資料) AP通信を基に日本総研作成
(注) 11月11日時点。

実質GDP成長率見通し



(資料) BEAを基に日本総研作成

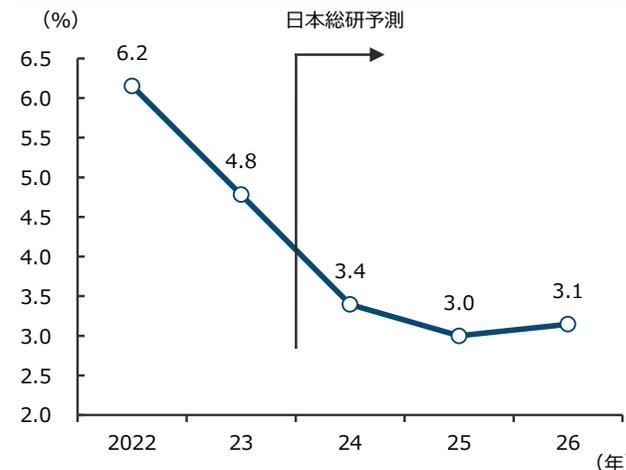
トランプ氏の財政拡大政策

トランプ政策	兆円
トランプ減税延長	▲ 5.4
残業代非課税	▲ 2.0
社会保障給付の非課税	▲ 1.3
国境警備強化	▲ 0.4
チップ非課税	▲ 0.3
法人税引き下げ	▲ 0.2
その他 (国防費増加など)	▲ 0.7
計	▲ 10.2

(資料) 責任ある連邦予算委員会 (CRFB)、日経新聞を基に日本総研作成

(注) 今後10年間 (2026~35年) の財政への影響額の試算。

コアCPI見通し (前年比)



(資料) BLSを基に日本総研作成

Fed Watch：来春で利下げは打ち止めへ

◆FRBは2会合連続で利下げを決定

FRBは、11月のFOMCで政策金利を0.25%ポイント引き下げ。パウエル議長は会合後の記者会見で、今後の金融政策は中立スタンスに向かうとしたものの、利下げペースは決まっておらず、会合ごとに決定するという従来の姿勢を維持。大統領選挙の結果については、新政権や議会の政策が長期的には金融政策決定へ影響を及ぼす可能性に言及。

◆インフレ再燃で利下げは慎重化

先行き、FRBはインフレ率の低下や雇用悪化など景気の状態を確認しながら、来春まで利下げを続ける見込み。その後は、インフレ再燃への警戒感から利下げを停止すると予想。

基調的な物価動向を示すコアPCEデフレーターは、9月に前年比+2.7%と、沈静化に向かっているものの、今後輸入関税賦課などから再び上昇する公算。対中関税が60%へ引き上げられた場合、平均関税率は7.5%と大幅に上昇し、輸入財価格を押し上げる見込み。さらに、26年には大規模減税で消費が過熱し、需要面からもインフレ圧力が強まる見込み。

すでに政策金利は中立金利を上回る水準に達していることから、FRBは金利据え置きでインフレ圧力の緩和を図ると想定しているが、予想以上に物価が上振れる場合、利上げが実施される可能性も。

FOMC声明文とパウエル議長会見の概要

金融政策	<ul style="list-style-type: none"> 政策はより中立的なスタンスに向かっている。 政策は会合ごとに決定。 政権や議会の政策が影響を及ぼす可能性。
物価	<ul style="list-style-type: none"> インフレは2%の物価目標へ進展したが、依然としてやや高止まり。 インフレ率は2%に向けて低下する軌道にある。
労働	<ul style="list-style-type: none"> 労働市場は総じて緩和しており、失業率は上昇したものの、依然として低水準。 労働市場が大幅に悪化すれば、対応する。
景気	<ul style="list-style-type: none"> 景気下振れリスクは減少。

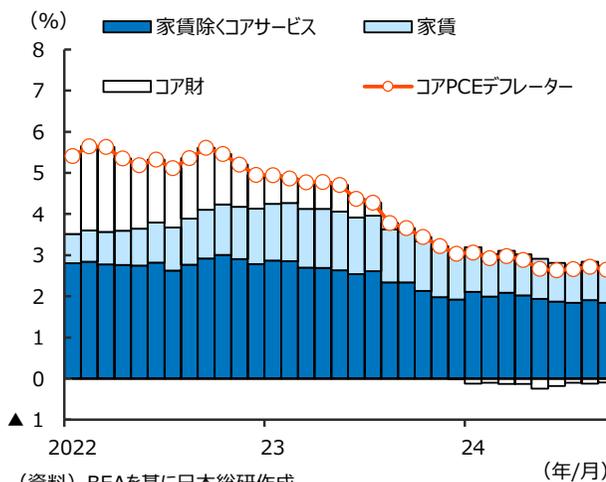
(資料) FRBを基に日本総研作成

トランプ氏が掲げる政策

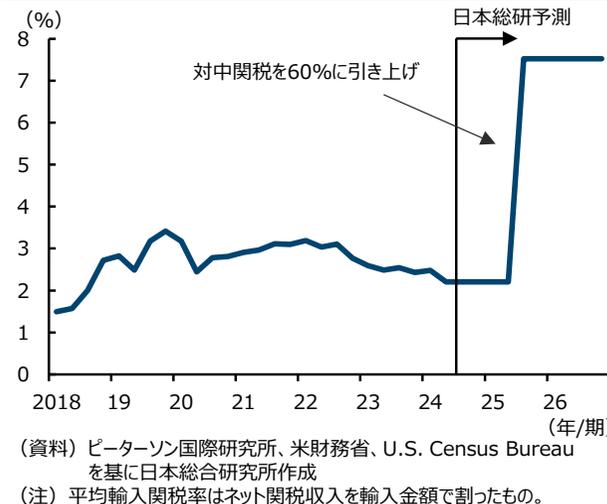
項目	政策
税制	<ul style="list-style-type: none"> トランプ減税恒久化、残業代やチップ収入の非課税化 国内で生産する企業などへの法人減税（税率21→15%）
通商・産業政策	<ul style="list-style-type: none"> 対中関税を60%へ引き上げ ユニバーサル・ベースライン関税の導入（10～20%）
外交	<ul style="list-style-type: none"> 同盟国へ軍事負担を要求 イスラエル支持 ウクライナ戦争の停戦
移民	<ul style="list-style-type: none"> 国境警備の強化 不法移民の強制送還
環境・エネルギー	<ul style="list-style-type: none"> パリ協定からの離脱 EV推進の撤回 石油・天然ガスの増産

(資料) 各種報道などを基に日本総研作成

コアPCEデフレーター（前年比）



平均輸入関税率



米国景気・金利見通し：当面の景気は緩やかに減速

◆高金利や物価高が景気を抑制

当面の米国景気は緩やかに減速する見通し。これまでの物価高や高金利の影響で低所得者層の消費が弱まるほか、建設投資や住宅投資の増勢も鈍化する見込み。さらに、トランプ次期大統領は来年にも対中関税を60%に引き上げると予想され、物価上昇を通じて個人消費が下押しされる見込み。

一方、大規模減税や規制緩和への期待が株価を押し上げ、景気を下支え。結果として2025年通年の実質GDPは2%付近の伸びを確保すると予想。

◆長期金利は緩やかな上昇へ

F R Bは、インフレ率の低下や雇用悪化など景気の状態を確認しながら来春まで利下げを続ける見込み。その後は、トランプ氏による対中関税の引き上げを受けてインフレが再燃し、利下げを停止する見込み。

バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）は継続。QT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見込み。トランプ氏による積極的な経済政策などで財政が悪化し、タームプレミアムの上昇によって長期金利が予想外に上振れるリスクあり。

米国経済・物価見通し

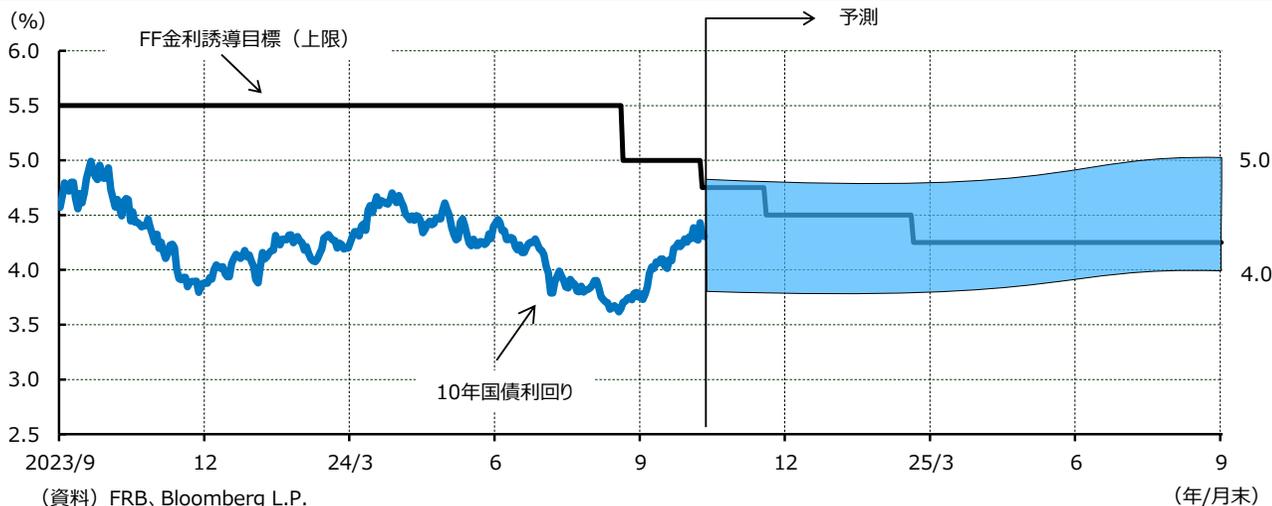
(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2023年	2024年				2025年				2023年	2024年	2025年
	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	(実績)			
	(実績)	(予測)							(実績)	(予測)		
実質GDP	3.2	1.6	3.0	2.8	2.0	1.6	1.5	1.4	2.9	2.7	1.9	
個人消費	3.5	1.9	2.8	3.7	2.8	1.9	1.4	1.3	2.5	2.7	2.2	
住宅投資	2.5	13.7	▲2.8	▲2.0	▲1.0	0.0	0.0	0.0	▲8.3	4.1	▲0.6	
設備投資	3.8	4.5	3.9	3.3	1.9	1.9	1.7	1.5	6.0	3.8	2.1	
在庫投資（寄与度）	▲0.5	▲0.5	0.9	▲0.2	0.0	0.1	0.1	0.1	▲0.4	0.1	0.1	
政府支出	3.6	1.8	3.1	5.0	1.5	1.3	1.2	1.1	3.9	3.3	1.8	
純輸出（寄与度）	0.1	▲0.6	▲1.0	▲0.7	▲0.4	▲0.3	▲0.0	0.1	0.5	▲0.5	▲0.3	
輸出	6.2	1.9	1.0	8.9	5.0	4.5	1.0	0.5	2.8	3.5	3.4	
輸入	4.2	6.1	7.6	11.2	6.0	5.0	1.0	0.0	▲1.2	5.9	4.4	
実質最終需要	3.8	2.6	2.6	4.1	2.6	2.0	1.3	1.2	2.8	3.0	2.2	
消費者物価	3.2	3.2	3.2	2.6	2.6	2.2	2.2	2.7	4.1	2.9	2.6	
除く食料・I社*	4.0	3.8	3.4	3.2	3.1	2.8	2.8	3.1	4.8	3.4	3.0	

(資料) BEA, BLSを基に日本総研作成

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

米国金利見通し



ユーロ圏景気概況：ユーロ圏景気は緩やかな回復へ

◆7～9月期はプラス成長

ユーロ圏景気は持ち直し。7～9月期の実質GDP成長率は前期比年率+1.5%と、プラス成長を維持。国別にみると、イタリアが若干のマイナスとなったものの、ドイツが前期のマイナスからプラス成長に転化。スペインは3%台と高めの伸びを維持。

◆景況感は二極化

企業の景況感は二極化しており、10月のPMIは、サービス業が51.6ポイントと高めの水準で推移する一方、製造業は46.0ポイントと低迷が持続。ユーロ圏景気は製造業の不振をサービス業がカバーする構図。

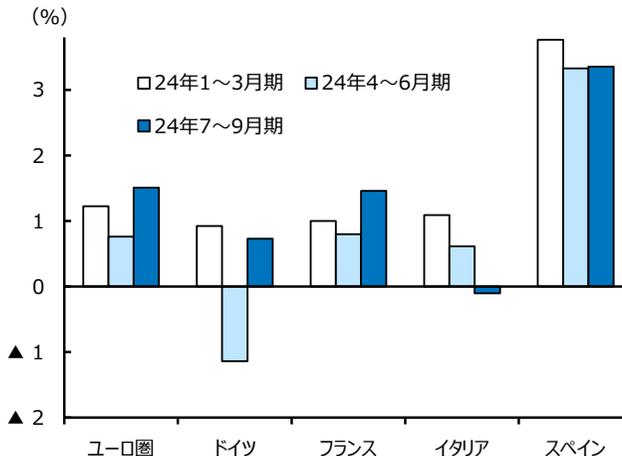
先行き、循環的な在庫調整の進展により製造業への下押し圧力は和らぐ見込み。在庫は2四半期連続で減少。受注在庫バランスも緩やかな改善方向にあり、今後の増産を示唆。

◆個人消費は回復へ

ユーロ圏の10月の消費者物価（総合）は前年比+2.0%と、エネルギー価格のマイナス幅が縮小し、前月（同+1.7%）から小幅上昇したものの、年初から低下傾向が持続。

インフレ率の低下を背景に、実質雇用者報酬は前年比プラスで推移。家計の購買力回復で消費者マインドも改善しており、先行きの個人消費は回復に向かう公算。

ユーロ圏の実質GDP成長率（前期比年率）



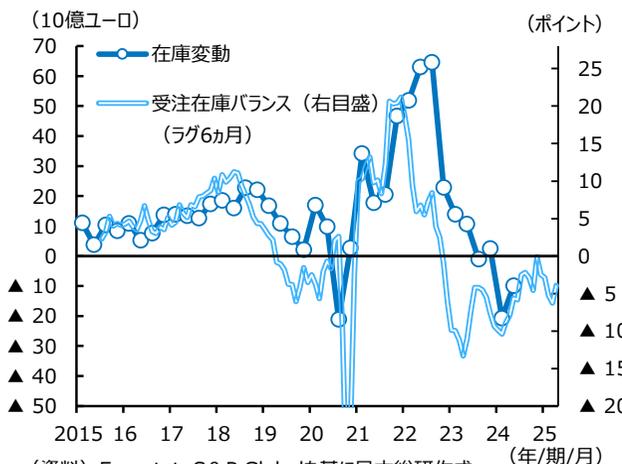
(資料) Eurostatを基に日本総研作成

ユーロ圏の業種別PMI



(資料) S&P Globalを基に日本総研作成

ユーロ圏の受注在庫バランスと在庫変動



(資料) Eurostat, S&P Globalを基に日本総研作成
(注) 受注在庫バランスは「新規受注指数」-「完成品在庫指数」で計算。

ユーロ圏の実質雇用者所得と消費者マインド



(資料) 欧州委員会、ECBを基に日本総研作成

英国景気概況：英国景気は緩やかな回復へ

◆企業の生産は底堅く

英国景気は持ち直し。月次のGDP成長率は、7・8月平均で前期比年率+0.4%と、高い伸びとなった24年上半期の後もプラス成長を維持。好調なサービス業が景気をけん引。

◆インフレ率の低下で個人消費は持ち直し

9月の消費者物価（総合）は前年比+1.7%と、前月（同+2.2%）から鈍化。エネルギー価格の下落に加え、サービス価格も低下したことが背景。

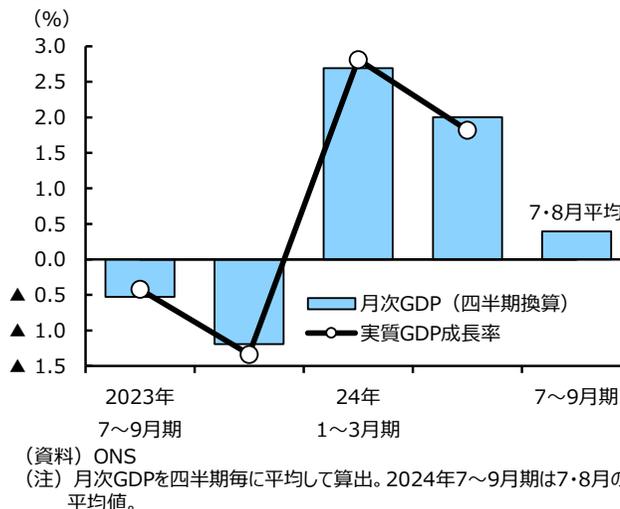
インフレ率の低下により、実質賃金は増勢を維持。家計の購買力回復を受けて小売売上高も増加基調へ。

◆財政政策は短期的にGDPを押し上げ

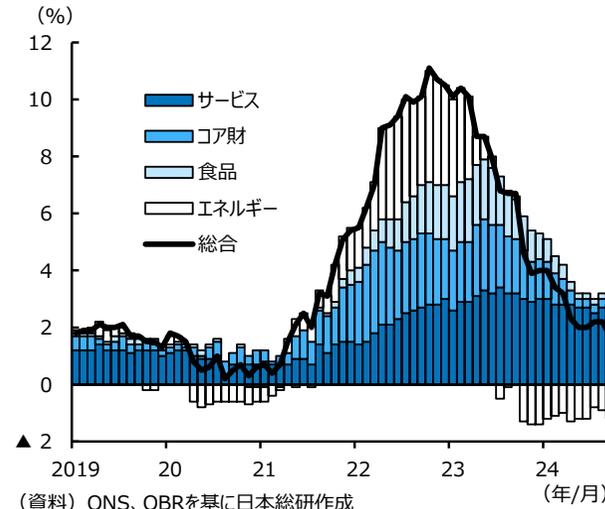
英国政府は10月30日に秋季予算案を発表。700億ポンドの歳出拡大と400億ポンドの歳入増加策が盛り込まれ、主な歳出は国民保健サービス（NHS）の再構築や公共投資。歳入増の内訳は国民保険料の企業負担の増加が半分以上。

英予算責任局（OBR）は、政府消費や公共投資の増加で2025年度のGDPが0.6%押し上げられると予想。押し上げの大部分は政府消費の増加。その一方で企業の負担増による企業収益減少により設備投資が下押しされるほか、キャピタルゲイン課税の税率引き上げなどから個人消費も下振れ。

英国の月次GDP成長率（前期比年率）



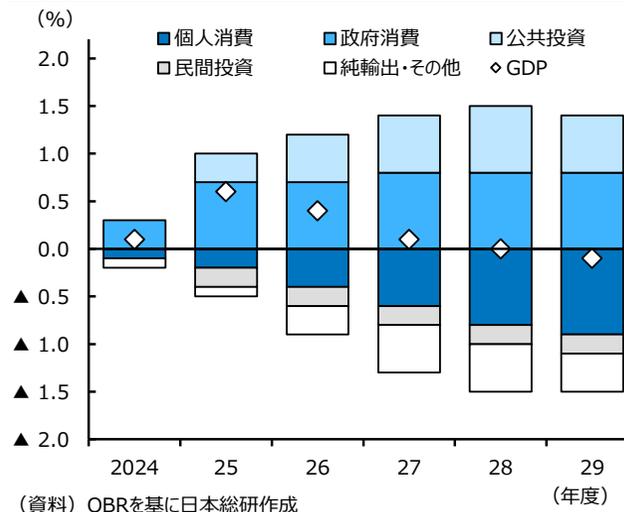
英国の消費者物価（前年比）



英国の実質賃金と小売売上高



英国の財政政策のGDP押し上げ効果



欧州トピック：トランプ氏再選で欧州景気に暗雲

◆高まる欧州景気の下振れリスク

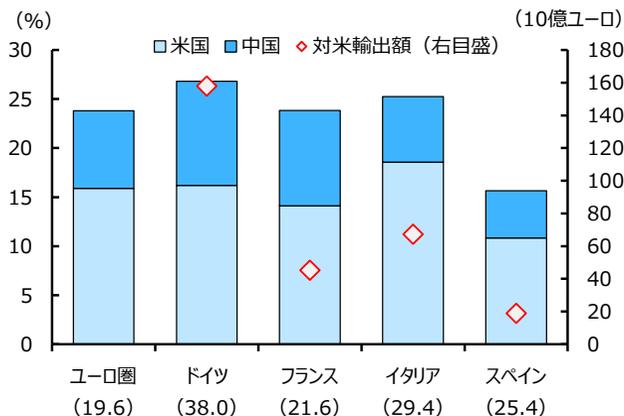
米国の大統領選は、トランプ氏が再選。同氏は大胆な政策を公約に掲げており、公約が実現すれば、欧州経済に大きな影響を及ぼす見込み。

とりわけ、トランプ氏が掲げる関税賦課によりユーロ圏の輸出が下押しされるリスクに要注意。ユーロ圏の中国向け輸出が振るわないなか、米国による対中関税の引き上げは中国の景気を一段と悪化させることが確実。さらに、普遍的関税が導入された場合、米国向け輸出も腰折れする公算大。ユーロ圏の域外向け輸出に占める米国の割合は約16%と、中国向けの2倍弱。IMFによれば、米中欧が相互に10%の関税を賦課した場合、28年のユーロ圏成長率は▲0.35%ポイント下振れる見込み。

◆財政悪化懸念が強まる恐れも

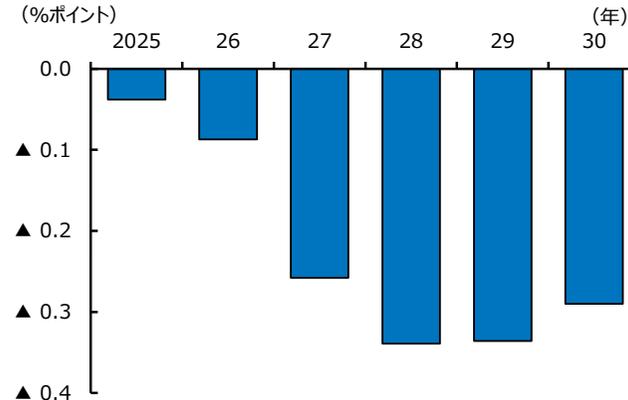
ユーロ圏の財政悪化懸念が金利上昇につながる可能性も。ユーロ圏各国は自国の安全保障を少なからず米国に依存しており、軍事支出は2010年代半ばまで一貫して減少基調で推移。足元では各国独自の防衛強化を背景に増加基調にあるものの、冷戦期のEU平均を下回る水準。トランプ氏はかねてよりNATO加盟国への防衛費負担の拡大を求めており、各国はさらなる支出増を余儀なくされる可能性も。さらに、ウクライナ支援の負担増も懸念。これまで米国がウクライナ支援をリードしてきたものの、トランプ氏は支援継続に否定的で、欧州は米国の穴埋めを強いられる恐れ。

ユーロ圏主要国の米中向け輸出割合



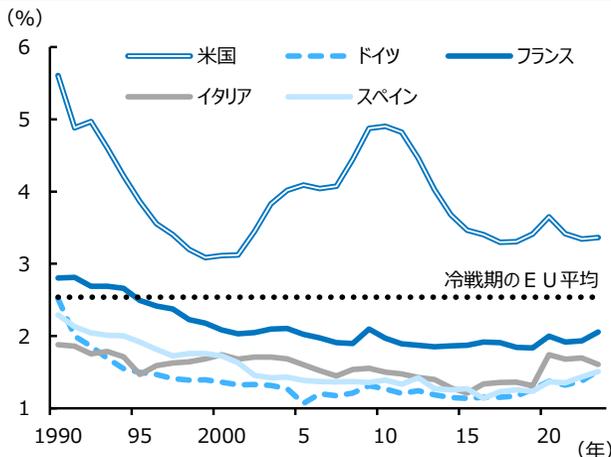
(資料) 各国統計を基に日本総研作成
(注) ユーロ圏各国は域外向け輸出に占める割合。中国向けは香港を含む。凡例のカッコ内は輸出依存度 (輸出÷GDP×100)。

関税賦課によるユーロ圏GDPの下振れ幅



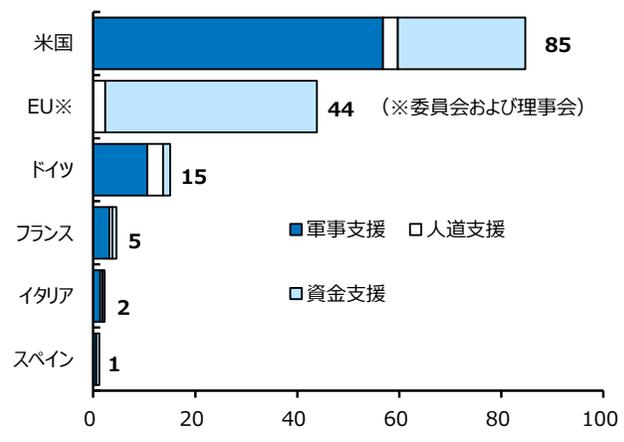
(資料) IMF “World Economic Outlook (October 2024)” を基に日本総研作成
(注) 米中欧が相互に10%の関税を賦課した場合。IMFのベースラインシナリオからの乖離。

ユーロ圏主要国と米国の軍事支出 (GDP比)



(資料) ストックホルム国際平和研究所を基に日本総研作成
(注) 冷戦期のEU平均は1960～1989年のデータ取得可能な14カ国の平均。

ウクライナへの支援額



(資料) キール経済研究所を基に日本総研作成
(注) 2022年～2024年8月までの支援額。

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。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。もっとも、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。

先行きのリスクは、財政悪化への懸念による金利上昇。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、米トランプ次期大統領による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。政府の財政政策も、政府支出や公共投資の増加で成長を後押しする見込み。もっとも、増税等の影響で民間の設備投資や個人消費には下押し圧力。

欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整前同期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

(前年比、%)

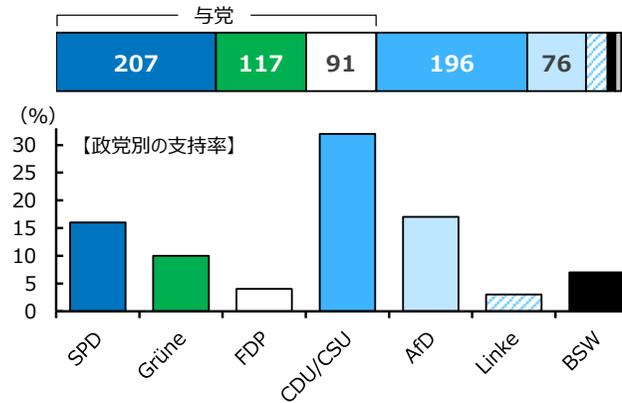
		2023年					2024年			2025年		
		10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	2023年	2024年	2025年
		(実績)					(予測)			(実績)	(予測)	
ユーロ圏	実質GDP	0.2	1.2	0.8	1.5	0.7	1.0	1.1	1.0	0.4	0.8	1.0
	消費者物価指数	2.7	2.6	2.5	2.2	2.3	2.2	2.0	2.0	5.5	2.4	2.0
ドイツ	実質GDP	▲1.5	0.9	▲1.1	0.7	0.1	0.6	0.7	0.8	▲0.3	▲0.1	0.5
	消費者物価指数	3.0	2.7	2.6	2.2	2.3	2.2	2.1	2.0	6.1	2.4	2.1
フランス	実質GDP	1.8	1.0	0.8	1.5	0.7	1.0	1.1	1.2	0.9	1.2	1.1
	消費者物価指数	4.2	3.0	2.5	2.1	1.7	1.6	1.7	1.8	5.7	2.3	1.7
英国	実質GDP	▲1.3	2.8	1.8	0.7	0.8	0.8	1.1	1.1	0.3	0.9	1.0
	消費者物価指数	4.2	3.5	2.1	2.0	2.2	2.4	2.4	2.3	7.4	2.5	2.3

(資料) Eurostat, ONSなどを基に日本総研作成

(注) シャドーは予測値。

ドイツ連邦議会の議席数と政党別支持率

【現在の政党保有議席数】 ※総数は 733 議席



(資料) Bundestag, POLITICOを基に日本総研作成

(注) 政党別支持率は24年11月4日時点の連邦議会投票の世論調査。

【ホット・トピック】

◆連立政権の崩壊で強まる政局の不透明感

ドイツのシュルツ首相は11月6日、自由民主党(FDP)のリントナー財務相を解任し、連立政権が崩壊。背景には財政運営を巡る意見の違い。25年度予算を巡り、シュルツ首相は経済再生のため、ドイツ独自の財政規定を緩和すべきと主張したものの、リントナー氏はこれを拒否。

連立崩壊を受け、世論や野党からは早期解散を求める声が拡大。シュルツ首相は信任投票の年内実施を辞さない姿勢を示しており、総選挙が2月に前倒しになる公算大。

支持率をみると、キリスト教民主・社会同盟(CDU/CSU)が第一党となる見込み。ただし、同党が単独で過半数を確保する公算は小さく、連立政権の組閣協議の難航など、政局混乱が続く可能性。

欧州金利見通し：ECBは利下げペースを加速

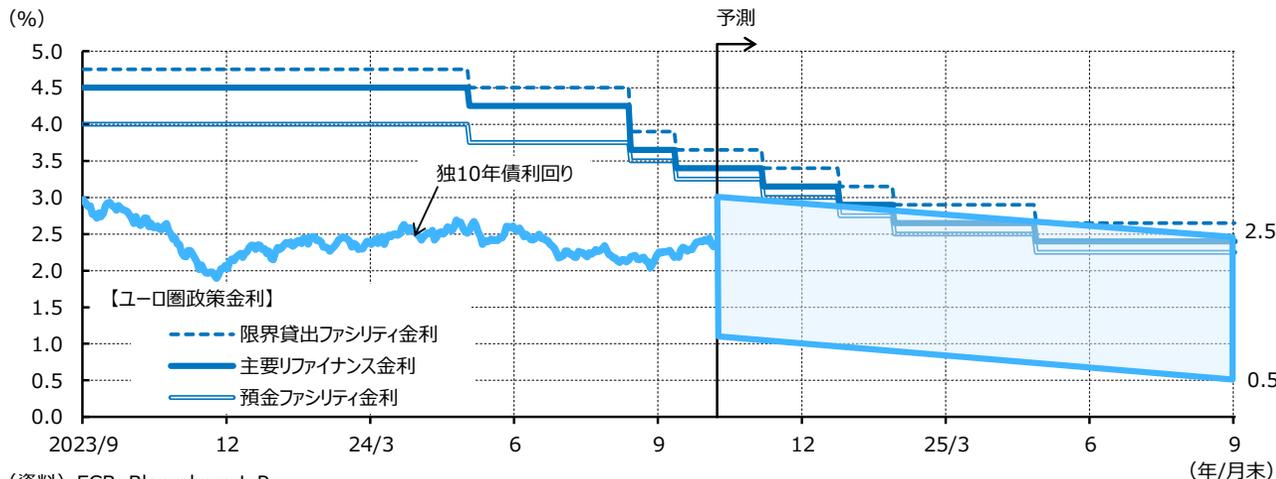
<ユーロ圏>

◆ ECB：追加利下げへ

ECBは10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は来年前半にかけて小刻みな追加利下げを継続すると予想。これにより、短期金利を変動させる預金ファシリティ金利は来秋にかけて2.25%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



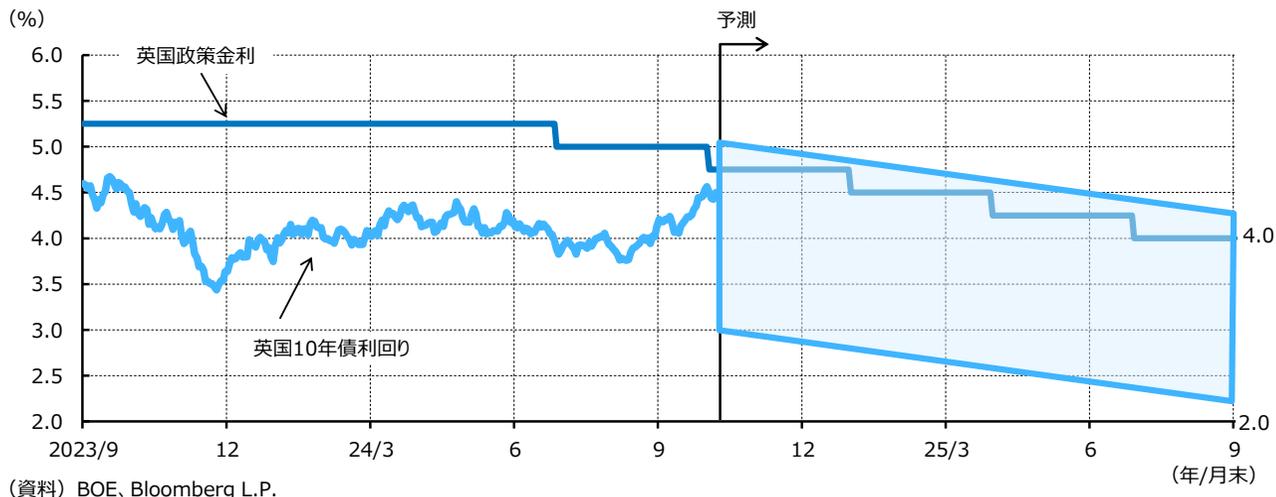
<英国>

◆ BOE：慎重に利下げ判断

BOEはインフレ率の鈍化を受け、11月の金融政策委員会で利下げを実施。今後は、インフレの動向を見極めながら、概ね3ヵ月に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



景気の浮揚は一時的で本格回復に至らず

◆ 内需を中心に景気低迷

中国景気は弱い動きが継続。7～9月期の実質GDP成長率は前年同期比+4.6%と、前期から低下。企業の景況感も悪化方向。

景気減速の主因は内需。とりわけ固定資産投資の低迷が顕著。不動産開発投資の大幅減に加え、インフラ投資の伸び悩みが投資全体を押し下げ。

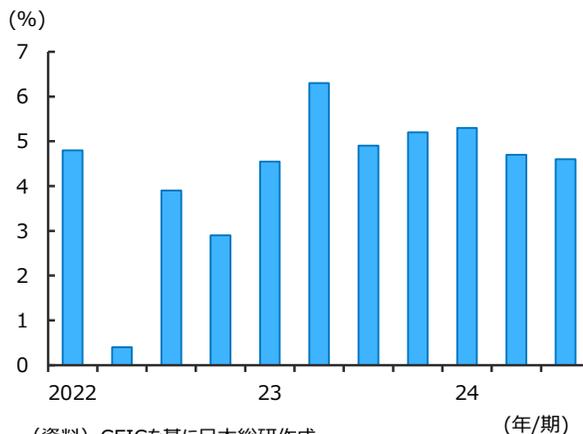
個人消費も力強さを欠いており、小売売上高は減少基調に歯止めかからず。家計の根強い節約志向が消費の抑制要因に。

◆ 経済対策の効果は一時的

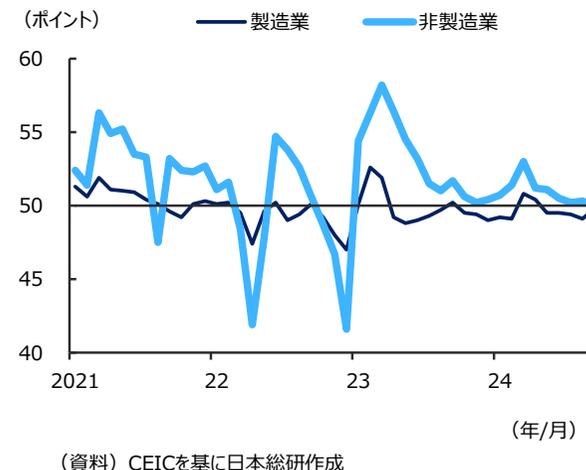
深刻な内需低迷を受け、政府は9月下旬以降、金融・財政の両面で景気刺激策を相次いで発表。さらに、報道によると、政府は3年間で6兆元（年間GDPの約5%）の国債増発により財政支出拡大を図る計画。こうした政策は来年の成長率を少なくとも0.3%ポイント押し上げる見込み。6兆元対策の内容次第では一段の上振れも。

もともと、いまの中国経済の不振は、循環的な需要不足に加え、不動産市場の低迷や家計（特に若年層）の将来不安といった構造問題に起因。中国経済の本格回復には、構造問題の解決に取り組む改革が不可欠。

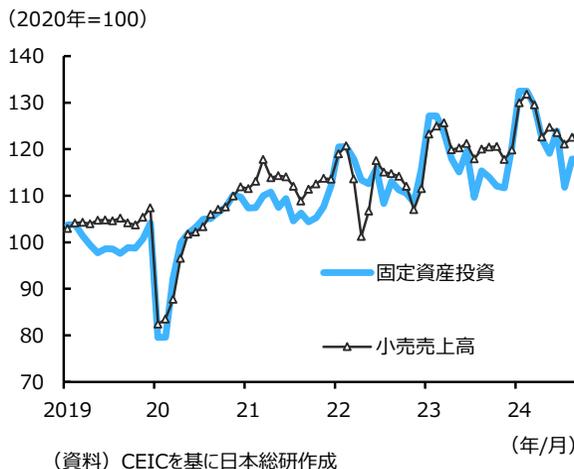
実質GDP成長率（前年同期比）



購買担当者景気指数（PMI）



投資・消費関連指標（季調値）



中国の景気刺激策（9月下旬以降）

発表時期	実施内容/確認事項
9月24日	預金準備率と政策金利の引き下げ 住宅ローン金利の引き下げと頭金比率の調整 安定した株式市場の発展を支援
9月26日	超長期特別国債や地方特別債の発行と活用 資本市場の活性化、中小投資家支援
10月8日	来年の政府投資1,000億元の前倒しを国家発展改革委員会主任（トップ）が発言
10月12日	藍仏安財政相は記者会見で、国債発行を「大幅に増やす」と発表、低所得者への補助金支給や不動産市場支援、国有商業銀行の資本補充に充て、低迷する経済成長の回復を後押しすることを示唆

(資料) 各種報道を基に日本総研作成

輸出は足元堅調も、先行き減速へ

◆ 先行きの輸出は減速

輸出は堅調に推移。自動車や I T 関連製品のグローバルな需要回復が背景。米国による対中制裁関税実施前の駆け込みも輸出を下支え。

今後、関税引き上げを前にした駆け込みの上振れはく落する見込み。新規輸出受注も低迷。中国の I T 関連製品や E V への根強い需要を勘案しても、輸出の減速は避けられない見込み。

◆ 輸入は今後持ち直す可能性

輸入は総じて横ばい圏で推移。先行きは、景気刺激策による設備投資の増加で、資本財を中心に持ち直す可能性。

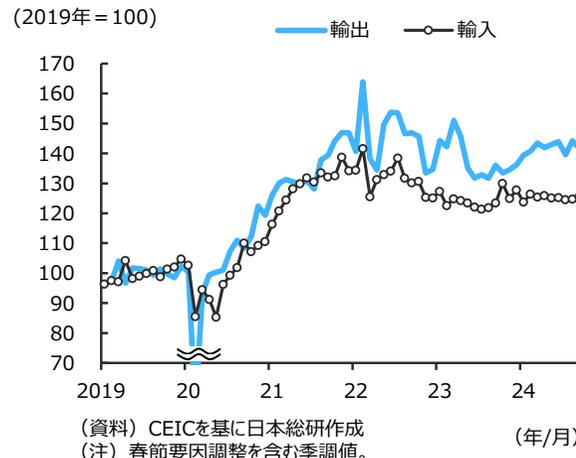
◆ 対中直接投資は大幅減

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では、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推進。中国政府の対応がなお不十分と考える外資企業は多く、対中直接投資は引き続き減少する見込み。

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）



個人消費は力強さを欠く展開

◆小売売上高は弱い動き

小売売上高は、趨勢としては本年2月をピークに減少傾向。若年層を中心とする厳しい雇用環境を背景に、消費マインドは低迷。家計の節約志向が強まっており、個人消費は引き続き低迷する見込み。

◆乗用車販売は伸び悩む見込み

9月の乗用車販売台数は、4カ月ぶりに前年比プラス。8月に出された自動車買い換え促進策が奏功。

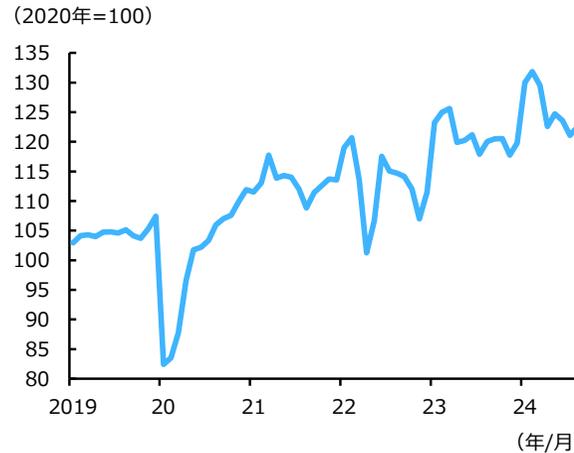
当面、買い換え促進策による販売押し上げ効果が期待されるものの、消費者の根強い節約志向がネックとなり、乗用車販売は緩やかな増加にとどまる見込み。

◆住宅販売の持ち直しは一時的

住宅販売は低迷。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。

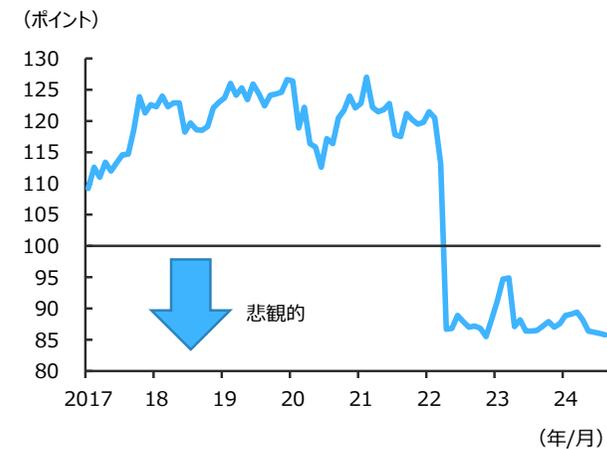
9月下旬には、主要都市での住宅購入規制の緩和や住宅ローン金利の引き下げなどの追加策を実施。これにより一時的な販売回復は期待できるものの、地方都市の在庫の積み上がり等を勘案すれば、本格回復には力不足。

小売売上高（季調値）



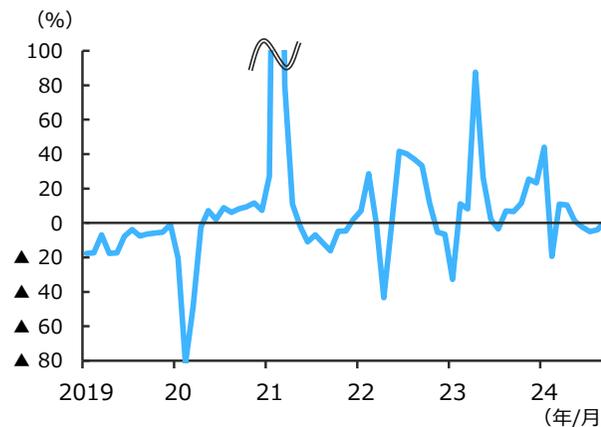
(資料) CEICを基に日本総研作成

消費者信頼感指数



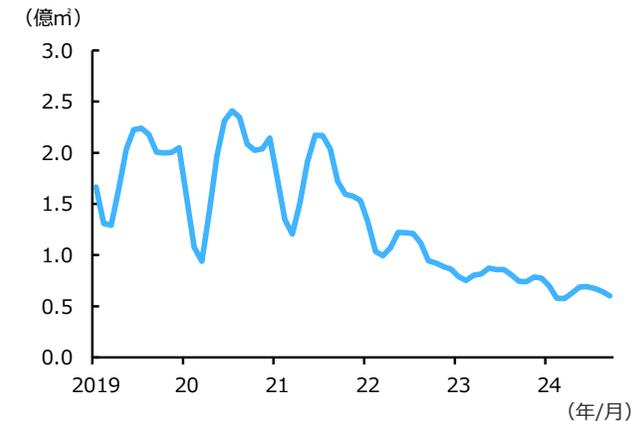
(資料) CEICを基に日本総研作成

乗用車販売台数（前年比）



(資料) CEICを基に日本総研作成

住宅着工床面積



(資料) CEICを基に日本総研作成
(注) 後方3カ月移動平均。

投資は低迷続く

◆投資の大幅回復は見込み薄

9月の固定資産投資は前年同月比+3.4%と、前月（同+2.2%）より伸びが拡大したものの、依然として低調。不動産開発投資は同▲10%前後の大幅減が継続。景気浮揚の観点から期待されたインフラ投資も伸び悩み。

今後、政策金利を含む各種金利や預金準備率の引き下げ、政府による公共投資の前倒し実施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、投資全体の本格回復はなお見込み薄。

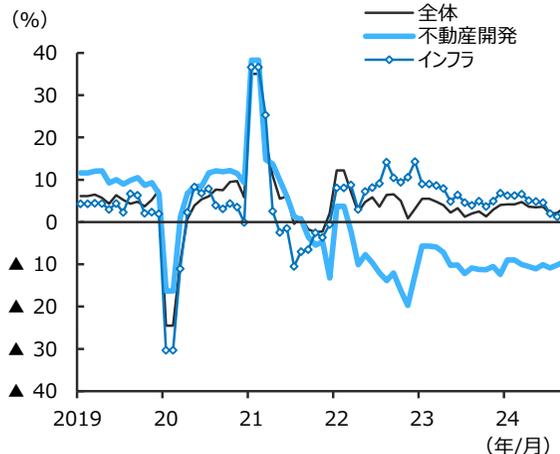
第1に、民間企業の投資意欲の低迷。近年の政府による事業規制強化や国有企業重視の産業政策が、民間企業の投資意欲を削ぐ方向に作用。政府は、これまでに民間企業向けに投資発展奨励策を再三打ち出してきたものの、月次の民間投資は前年比横ばい圏で推移。

第2に、建設投資の低迷。需要の落ち込みや膨大な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、地方政府の主要財源である土地販売収入が減少し、資金難で工事の進捗が遅れる可能性も。

◆不動産価格は下落

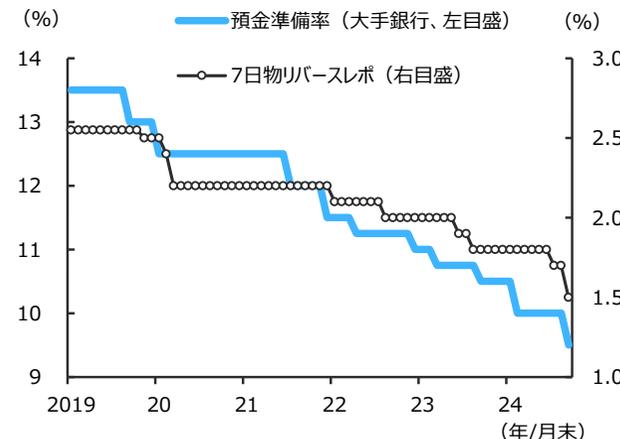
不動産市況は低迷。主要70都市の新築住宅平均価格は下落に歯止めがかからず。政策効果により住宅価格が短期的に持ち直す可能性はあるものの、住宅の過剰在庫が引き続き重石となり、価格の下落基調は続く見通し。

固定資産投資（前年比）



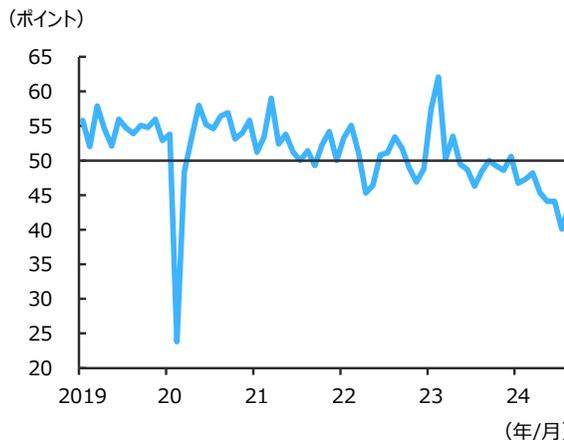
(資料) CEICを基に日本総研作成

政策金利と預金準備率



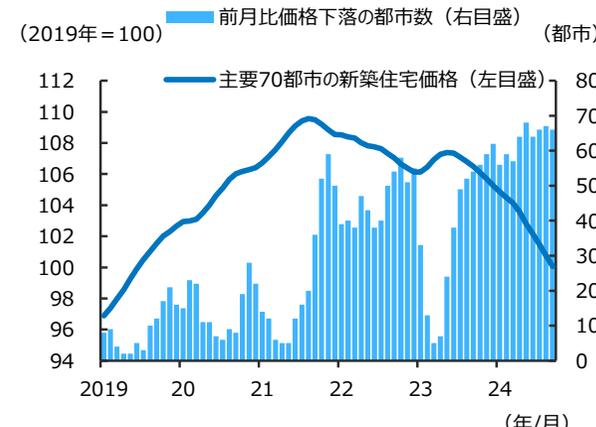
(資料) CEICを基に日本総研作成

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鈍化

9月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲2.8%と、マイナス幅が拡大。内訳をみると、需要不足を背景に、生産財価格が同▲3.3%と急落。消費財価格も同▲1.3%と引き続き下落。

9月のCPIの伸びは前年同月比+0.4%と、8月（同+0.6%）から鈍化。内訳をみると、交通通信や居住関連が下落。食品・エネルギーを除いたコアCPIは同+0.1%と、ゼロ%近傍まで低下。

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、デフレに転じる可能性も。

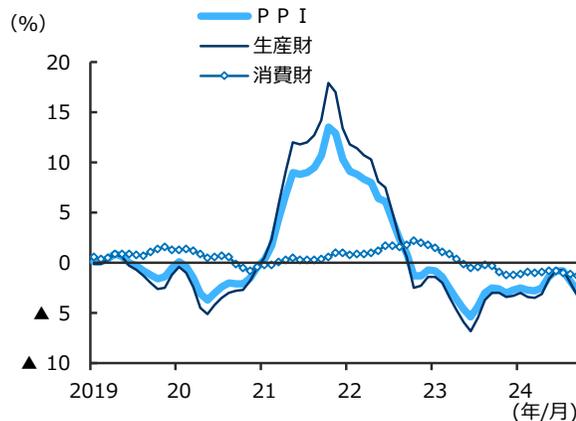
◆為替レートは元高

人民元の対米ドルレートは、①米国の利下げ観測が高まっていること、②景気刺激策が発表されたこと、等から元高が進行。市場の景気回復期待は根強く、短期的に対米ドルレートは元高に振れる可能性。

◆株価は9月末に急騰

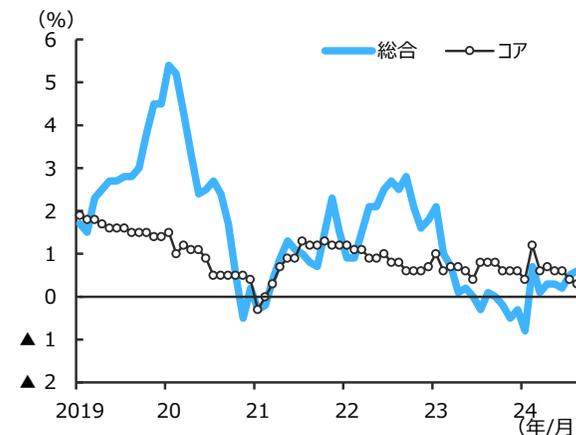
株価は9月下旬の金融緩和および株価対策（自社株買い支援など）の発表を機に急騰。その後は、国慶節の大型連休を挟み、急騰は一服。当面、経済対策効果への期待を支えに株価は底堅く推移する見通し。

PPI（前年比）



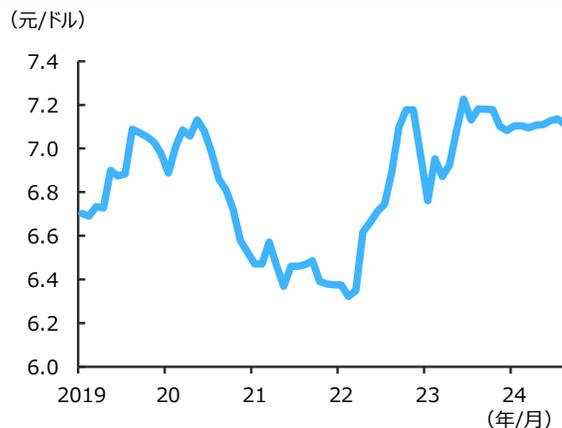
(資料) CEICを基に日本総研作成

CPI（前年比）



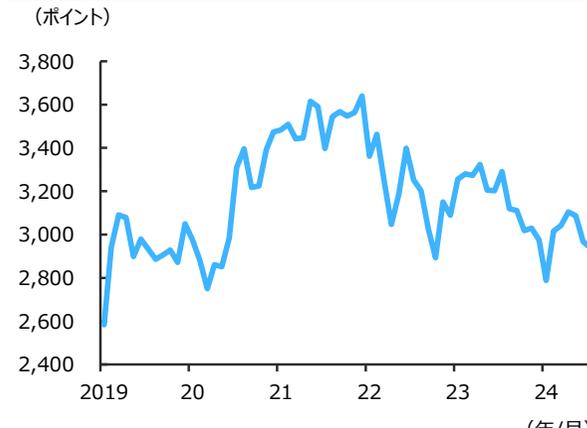
(資料) CEICを基に日本総研作成

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：米大統領選、ハリス氏当選なら緩やかな円高

◆ドル円相場回顧

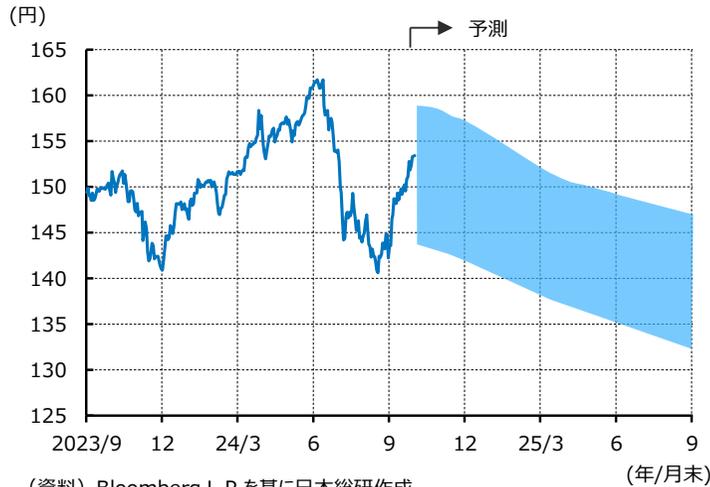
10月のドル円相場は、月末にかけて153円台後半へドル高・円安が進行。その背景として、①市場予想を上回る米経済指標が相次いだこと、②米大統領選でトランプ氏が優勢との見方が強まったこと、③衆議院選の与党過半数割れを受けた政局混乱で日銀が追加利上げに動きにくくなったとの観測が強まったこと、などが指摘可能。

◆今後の見通し

先行きのドル円相場は、米国の大統領選の結果に大きく左右される見込み。仮に、ハリス氏が就任する場合、ドル安・円高基調となる見通し。ハリス政権下では米国経済はソフトランディングに向かい、インフレが沈静化する見込み。FRBによる利下げ、日銀による利上げの観測がともに強まることで、米日金利差は縮小し、右上図のとおり緩やかな円高に転じると予想。

一方、トランプ氏が再選された場合、経済政策を巡る思惑から大幅なドル高・円安が進行するおそれ。トランプ氏は大規模減税や関税引き上げなどの政策を掲げており、財政赤字の拡大やインフレ再燃への警戒感が米長期金利の押し上げ圧力に。米日金利差の拡大で、ドル高・円安が進む見込み。

ドル円相場見通し

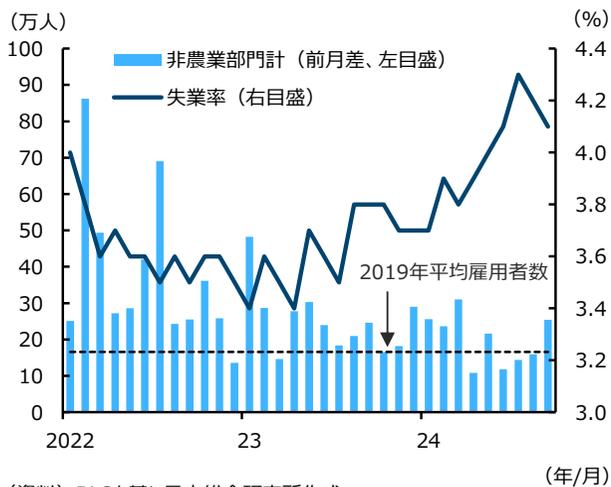


(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	149.20	148	144	142	140
(高値)	161.95	157	151	149	147
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	139.58	143	137	135	133

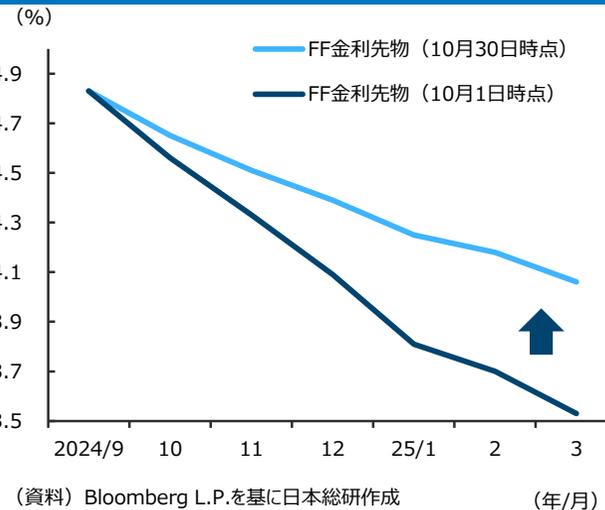
▶ 予測

米国の非農業部門雇用者数と失業率



(資料) BLSを基に日本総合研究所作成

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

10月のユーロドル相場は、月末にかけて1.07ドル台半ばへユーロ安・ドル高が進行。米FRBの大幅利下げ観測が後退した一方、ECBの利下げ加速への思惑が強まったことが背景。米国では、雇用統計が市場予想を上回る内容であったことなどから、景気下振れ懸念が後退。一方、欧州では、景気減速への懸念が高まり、10月にECBは2会合連続となる政策金利の引き下げを決定。

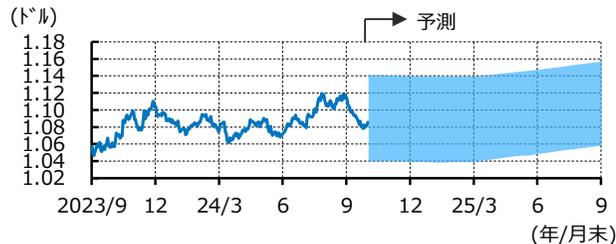
対円では、10月上旬に、日銀高官などからハト派的な発言が相次ぎ、163円台半ばまでユーロ高・円安が進行。下旬には、植田日銀総裁が追加利上げを慎重に判断する考えを示したことを受けて日銀の利上げ観測が後退し、一時165円台前半へユーロ高・円安が進行。

◆今後の見通し

ユーロドル相場は、早晩緩やかなユーロ高に向かう見込み。先行き、米FRBの利下げに加え、貿易収支の改善など実需面からのユーロ買い圧力が徐々に高まる公算。

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・円高基調に回帰する見通し。

ユーロ相場見通し

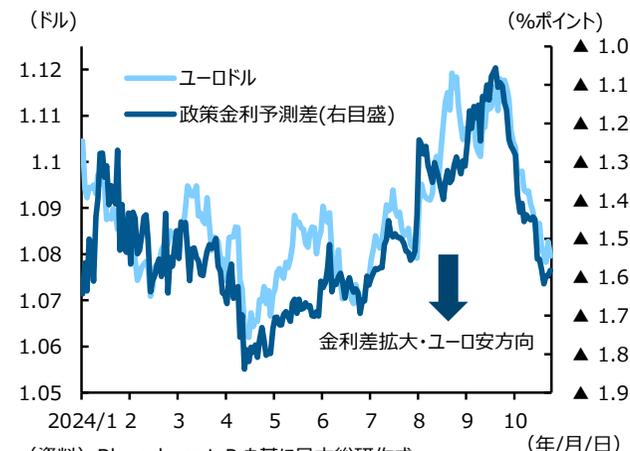


	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	1.099	1.10	1.10	1.11	1.12
(高値)	1.121	1.14	1.14	1.15	1.16
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.071	1.04	1.04	1.05	1.06



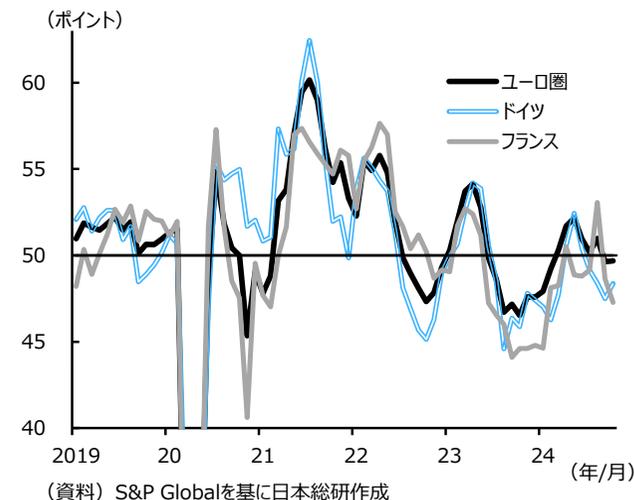
	2024年		2025年		
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9
期中平均	163.86	163	158	158	157
(高値)	175.43	173	168	168	167
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	154.42	155	150	150	149

ユーロドル相場と市場の欧米政策金利予測差



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成
(注) 政策金利予測差は、24年12月のECB政策金利予測 (OISベース) - 米政策金利予測 (FF金利先物ベース)。

ユーロ圏のコンポジットPMI



(資料) S&P Globalを基に日本総研作成

トピック：トランプ氏再選ならドル高・円安へ

◆インフレ再燃懸念で米長期金利上昇

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経済指標が相次いだことや米大統領選挙後の財政拡大を見据えて、インフレが再燃するとの見方が強まったことが主因。さらに、トランプ氏が優勢と報じられると、財政悪化への思惑が一段と強まったことで、タームプレミアムが上昇し、米長期金利を押し上げ。

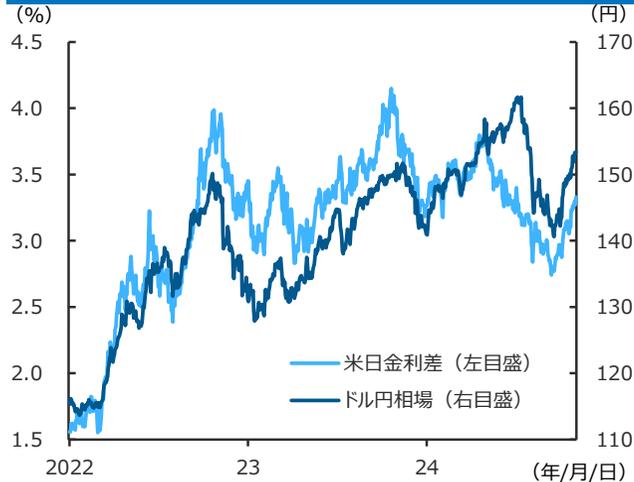
◆トランプ再選で160円超の円安進行リスク

米大統領選でトランプ氏が再選された場合、経済政策を巡る思惑から大幅な円安が進行する可能性。トランプ氏は大規模減税や関税引き上げを公約に掲げており、インフレの再燃や財政赤字の拡大を招く可能性。CRFBによると、トランプ氏が掲げる財政政策で財政支出は今後10年間で10.2兆ドル増加する試算。これはハリス政策の7.3兆ドルを大幅に上回る規模。

トランプ政策によるインフレの再燃は、利上げを通じて長期金利を押し上げる可能性。さらに財政悪化への懸念が一段と高まる場合、タームプレミアムも上昇。仮に米長期金利が5%まで上昇した場合、米日金利差の拡大で165円を上回って円安が進行する可能性も。

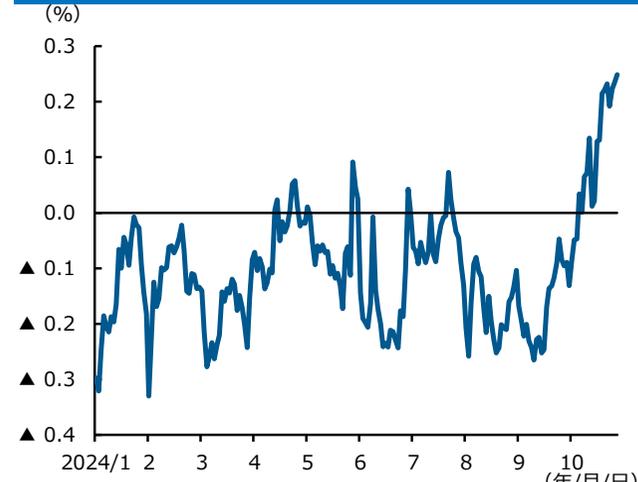
過去の大統領選後の動きをみても、選挙後に円安が進行する傾向。選挙後に新政権による経済政策への期待が高まりやすいことが一因。

ドル円相場と米日10年債金利差



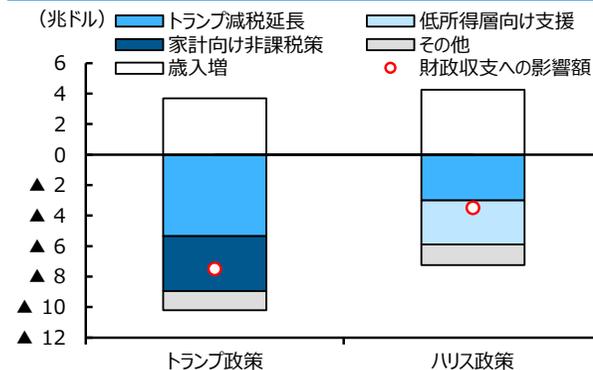
(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成

米国10年債のタームプレミアム



(資料) ニューヨーク連銀を基に日本総研作成

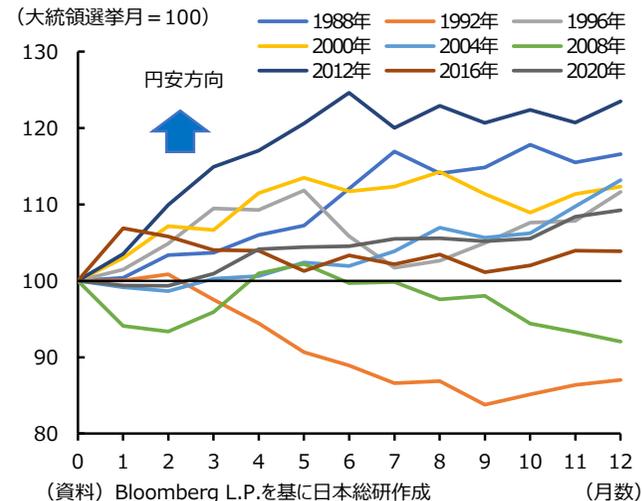
基礎的財政収支への影響



(資料) CRFBを基に日本総研作成

(注) 今後10年間(2026~35年)。低所得層向け支援は児童税額控除拡大、教育費助成拡大、オバマケア拡充、住宅建設補助を指す。家計向け非課税策は残業代、社会保障給付金、チップの非課税化を指す。

大統領選後のドル円



(資料) Bloomberg L.P.を基に日本総研作成



2. 主要産業の動向



1. 鉄鋼

業界動向

今後の見通し

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。

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。

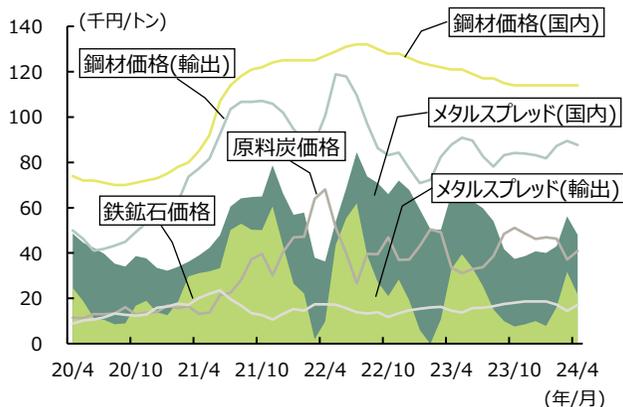
脱炭素に関する動向(海外)～欧州中心にグリーンスチール採用が進展

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

出所：各社プレスリリースより弊社作成



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。

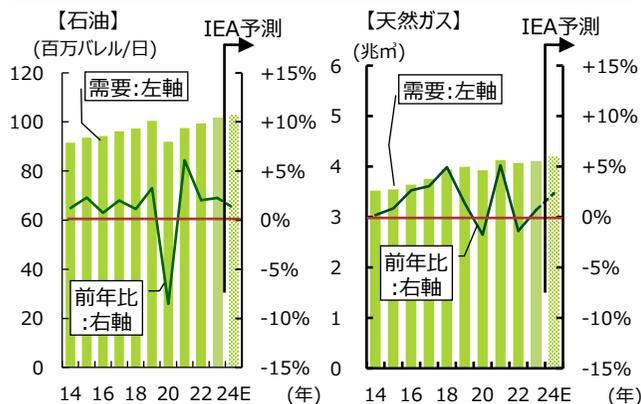
国内企業動向～SAF量産化に向けた取組みが加速

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

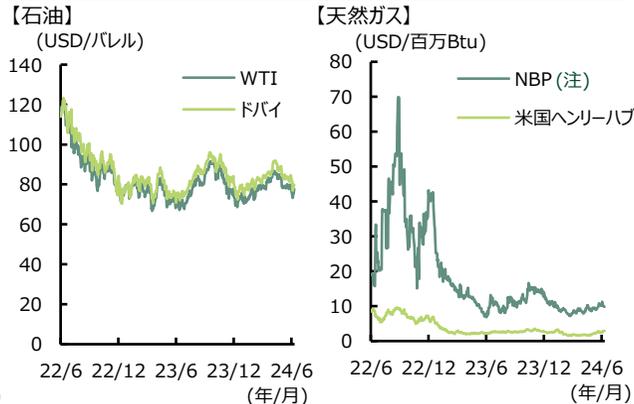
～新興国の経済成長に伴い需要増は継続



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。

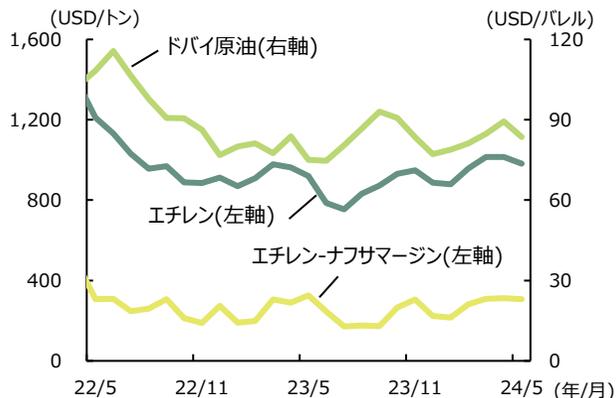
2050年カーボンニュートラルに向け、企業間連携が加速

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	荣盛石化	中	64,630	230
3	Dow	米	62,900	830
4	LG Chem	韓	60,058	1,454
5	LyondellBasell	蘭	57,945	2,980
6	SABIC	サウジ	53,206	▲1,042
7	恒力石化	中	46,683	1,373
8	三菱ケミカル	日	43,872	1,196
9	万華化学	中	34,860	3,343
10	Sherwin-Williams	米	32,494	3,367

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

出所：各社アナリアルレポートより弊社作成

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」^(注)への対応に伴うコスト増が見込まれるため、更なる値上げが進む可能性があります。

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

今後の見通し

国内の業界動向～生産・輸送体制の再構築

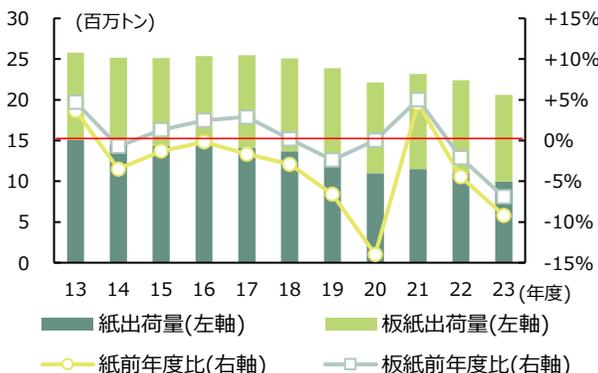
製紙会社は、「物流の2024年問題」に対応するために、大手同士での共同輸送や荷物管理効率化等、輸送面の業務提携を進めています。また、デジタル化の進展に伴って紙需要が減少するなか、生産拠点の集約や長期的に底堅い需要が見込まれる板紙への転換等により紙の生産能力の削減を進めています。しかしながら、紙の供給能力には依然過剰感がみられるため、紙パルプ業界では、将来的に輸送面の業務提携にとどまらず、生産能力の適正化に向けて、国内での業界再編が進む可能性があります。

世界の業界動向～板紙ではグローバルでの大型再編が進展

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

図表1 紙・板紙の国内出荷量

～値上げ・物価高を受けて紙・板紙ともに減少



出所：経済産業省「生産動態統計」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)

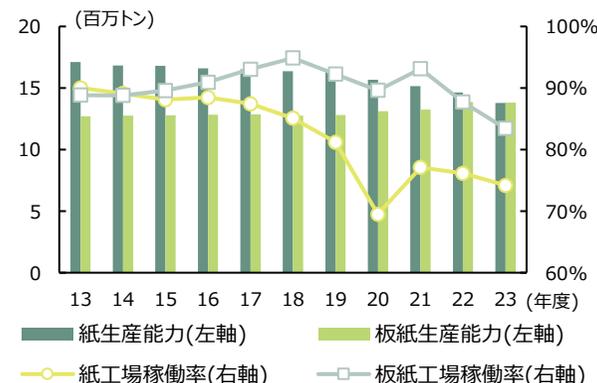
～値上げの浸透により大手は営業黒字を確保

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

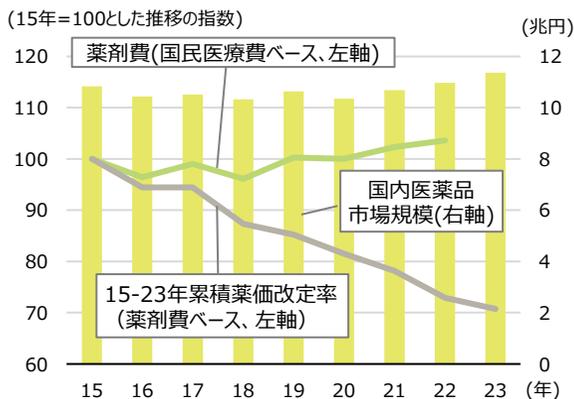
政府は、2023年7月より毎月開催されてきた「後発医薬品の安定供給等の実現に向けた産業構造のあり方に関する検討会」に関する報告書を2024年5月に公表、今後5年間を集中改革期間として、GEの供給不安解消等に向けて官民連携で取り組むべき4つのテーマを示しました。その一つとして、企業間の連携・協力の推進についても言及しており、今後、業界内で再編機運が高まっていくことも想定されます。

事業者における戦略の方向性～土台を固めつつ、引続き「効率極大化」がガキに

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)

順位	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。

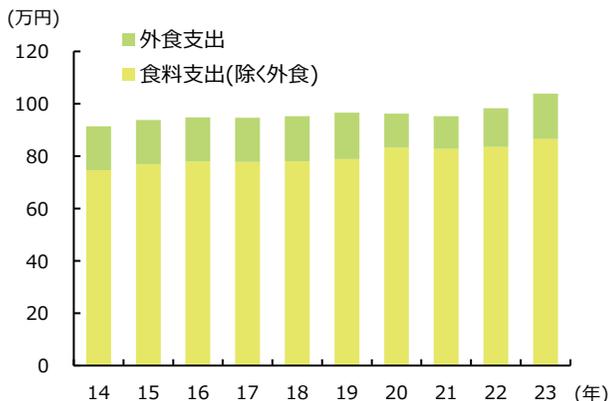
戦略の方向性～新たな成長機会の捕捉に注力

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。

今後の見通し

市場見通し～緩やかな回復が継続

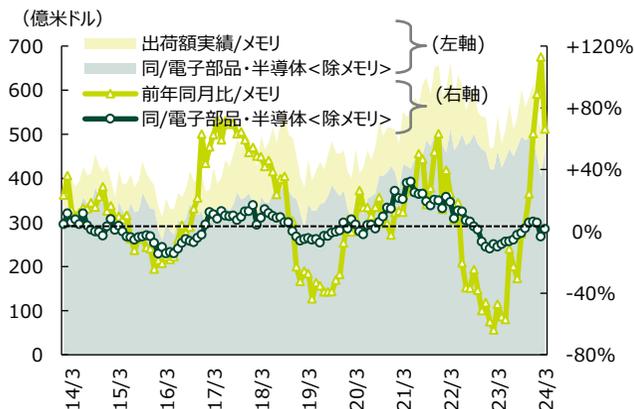
IT機器向けは、高機能化に向けた最終製品1台当たりの搭載量増加を背景に、需要拡大が継続するとみられます。加えて、足元で軟調な車載や産業機器向けも、在庫調整収束後には電動化の進展や工場自動化投資の回復等を背景に、拡大に転じることが見込まれ、総じて市場規模は拡大傾向で推移する見通しです。

需要動向～ AI関連需要が急伸長

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

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2024年3月迄)

～23年度は市場縮小



出所：WSTS・JEITA・台湾電子部品メーカープレスリリースより弊社作成

図表2 電子部品・半導体メーカー売上高上位10社

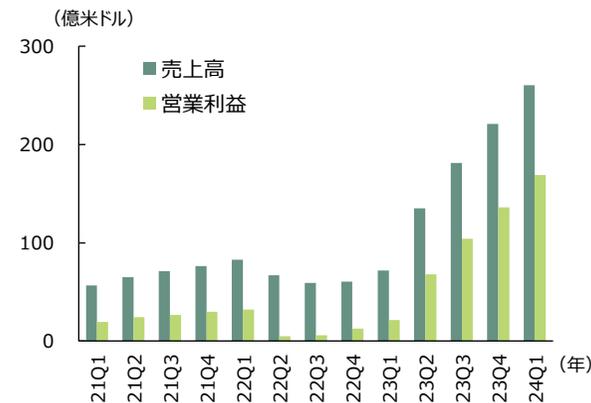
(2023年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

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

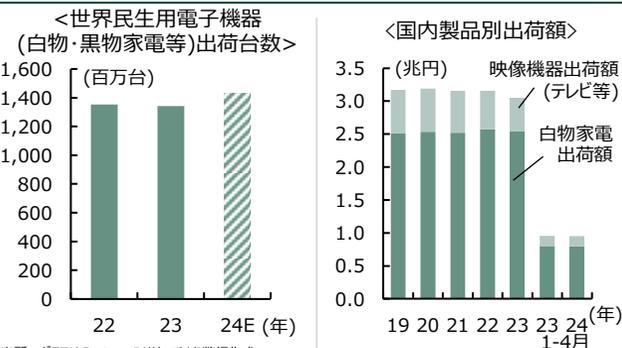
持続可能な社会の実現を目指し、従来の大量生産・大量消費・大量廃棄を前提とする「リニアエコミー(線形経済)」から、製品の再利用やリサイクル等、資源の循環を促し、環境負荷を低減する経済システム「サーキュラーエコミー(循環経済)」への移行が国際的に期待されています。家電業界においても、家電メーカーがリサイクル企業と提携し、廃棄製品の回収・再利用や再生プラスチック等への再資源化を行う事例がみられる等、今後、環境意識の高まりに応じてメーカー各社によるサーキュラーエコミー実現に向けた取組が更に本格化していくことが想定されます。

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

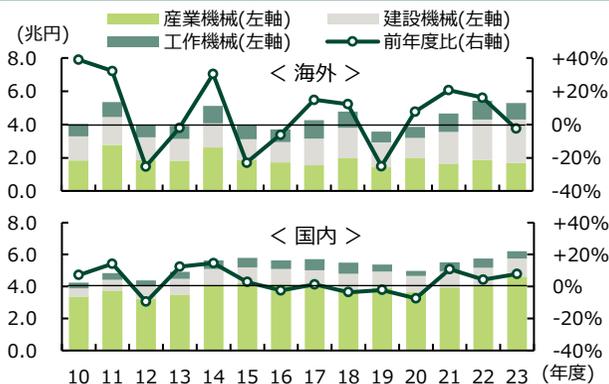
米国では、米中対立激化やコロナ禍におけるサプライチェーンの混乱等を背景に、政府が国内製造業への投資を呼びかけるなか、米国や近隣国に工場を新設する動き(ニアショアリング^(注))が活発化しています。新たな設備投資は機械メーカーにとって収益機会となりますが、2024年11月に予定される大統領選挙で共和党が勝利した場合には、関税率の引き上げをはじめ保護主義的な政策が強まるおそれもあることから、米国向け輸出へのマイナス影響も懸念されます。
注：本拠地や最終消費力地理的に近い国や地域に事業・工場を移転すること

日本政府の新戦略案～国産旅客機への再挑戦

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

図表1 機械受注・出荷額推移^(注)

～外需は値上げ・円安影響も前期並みに止まる



注：建設機械のみ出荷額

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

図表2 世界業種売上高^(注)上位10社(2023年度)

～米日企業が上位に並ぶ(単位：兆円)

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

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

市場動向～半導体不足解消等を背景に販売台数は回復

2023年の世界自動車販売台数は、サプライチェーン正常化に伴う繰越需要や半導体不足の解消等を背景として前年を上回る水準で推移し、通年では前年比+9.6%増の86.6百万台となりました。すべての地域において販売台数が前年対比増加していますが、中でも、搭載する電子デバイス数の多いモデルの構成比が高く、半導体不足の影響を強く受けていた日米欧での回復が目立ちました。

各社業績～生産台数の回復や円安を背景に増収増益

2023年度の国内乗用車メーカー各社(注)の業績については、半導体等の部品・部材不足解消による生産台数の回復に加え、海外を中心とした価格改定の効果や円安を追い風として、全社とも増収増益となりました。原材料価格や人件費等のコスト上昇圧力が強まるなかで複数社が過去最高益を計上する等、総じて好調な決算となりました。

注：トヨタ(ダイハツ含む)、ホンダ、日産、スズキ、SUBARU、マツダ、三菱自

今後の見通し

市場見通し～販売台数は拡大も、物価高騰等による下振れリスクに留意

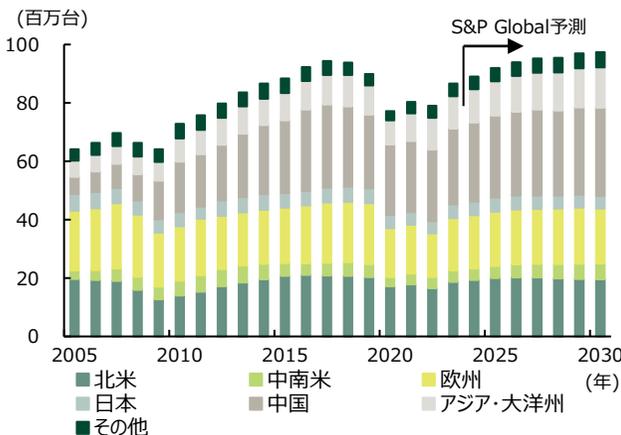
政府による買換需要を促進する施策が相次いで打ち出されている中国や、HEVを含む電動車の需要が旺盛な北米に牽引される格好で、2024年の自動車販売台数は89.1百万台と前年比+2.8%の増加が予測されています。もっとも、インフレの動向や各国の金利政策のほか、電動化に伴う車両価格の上昇などが消費者の購買力へ与える影響には留意が必要です。

BEV販売動向～販売台数は続伸する伸び率は鈍化

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

図表1 世界の新車販売台数動向

～半導体不足解消等を背景に23年は増加



図表2 世界の新車販売台数上位10位(2023年)

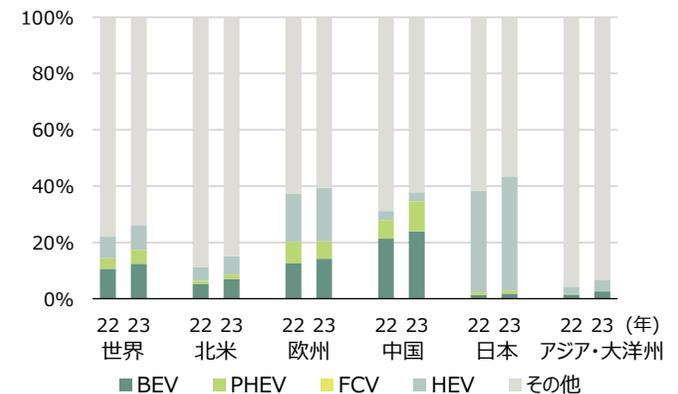
～各社販売台数が増加

	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

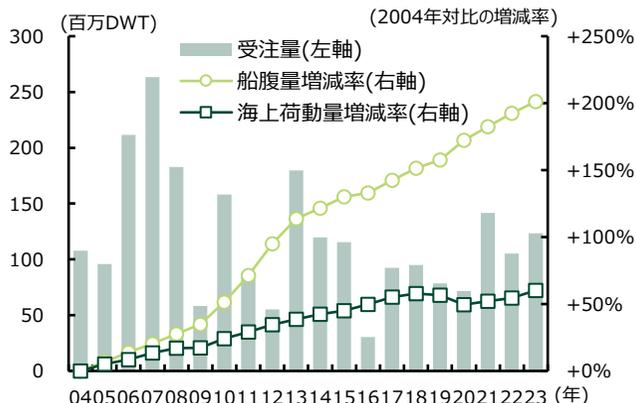
コロナ禍における物流網混乱や、ロシアによるウクライナ侵攻などの地政学要因を背景とした傭船料の上昇に加え、日中韓における船舶建造能力の不足と鋼材価格の高止まり等を受け、船種を問わず船価の上昇が続いています。今後についても、環境対応船の発注増加が見込まれるなか、船用機器調達を含めた建造コストが上昇すること、および重油燃料船に比べて建造期間が長期化すること等が船価に対する上昇圧力になるとみられ、高騰する船価が船主の発注戦略に与える影響が注目されます。

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へ新造船を発注する事例も出てきています。

図表1 世界の造船受注量と船腹需給の推移

～足元受注は回復



図表2 世界の造船竣工量上位10社(2023年)

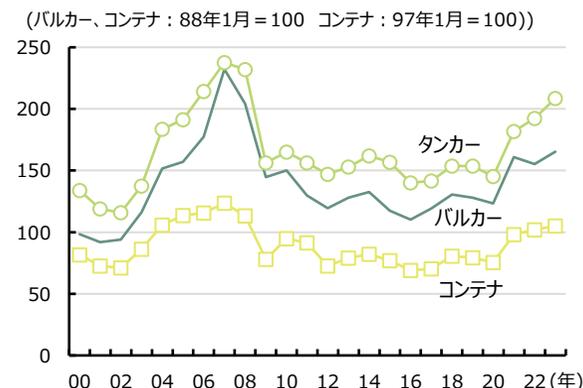
～中韓造船所が上位

順位	企業名	国籍	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





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見られます。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。

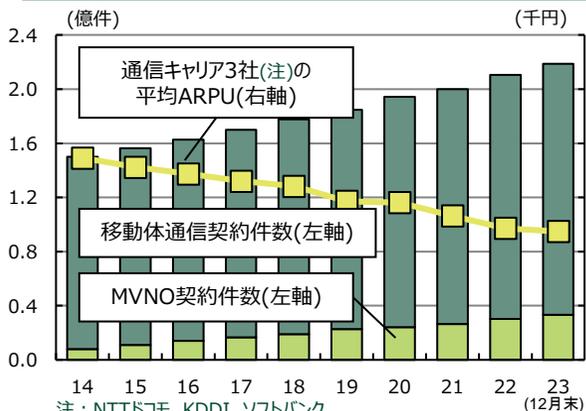
先端技術の研究開発～次世代通信や情報処理基盤の強化に向けた動き

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見られます。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。

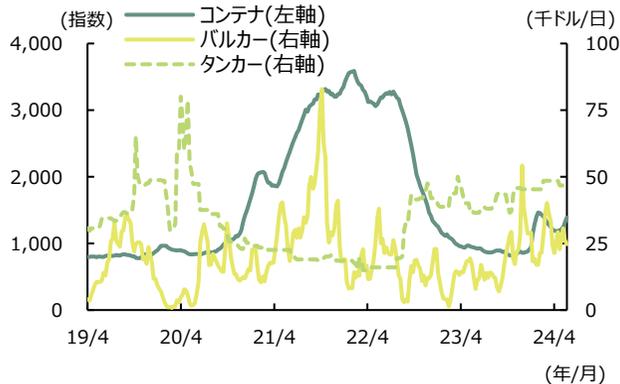
パナマ運河では、2023年5月以降、歴史的な干ばつが続いてガトゥン湖(注)の水位が低下したことから、通航可能隻数が大幅に減少しているほか、スエズ運河でも、イエメンの親イラン武装組織フーシによる船舶攻撃を受けて、各国の海運業者が航路の回避を余儀なくされています。このように、2大運河が同時に混乱を抱えるなか、代替ルートとして南アフリカ共和国の喜望峰を迂回する動きが広がり、航海距離・日数の長期化によって全船種で船腹需給が引き締まっていることから、運賃・傭船料には上昇圧力がかけられました。

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)

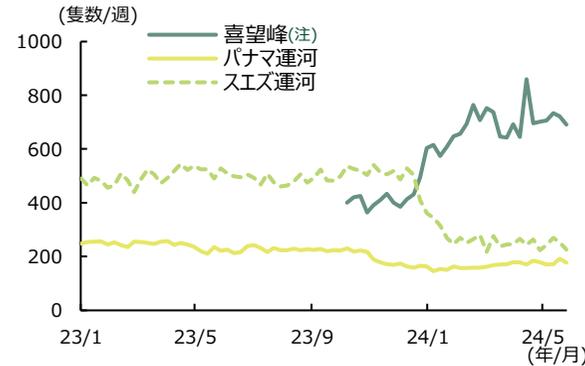
～ONE(注)のシェアがEvergreenを逆転

	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

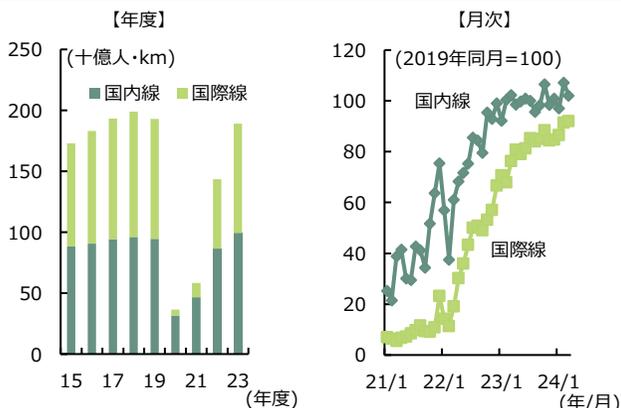
ANAホールディングス(以下、ANA)、及び、日本航空(以下、JAL)の2023年度における国際線のイールド(注)は、海外発便の旺盛な需要に加えて、中東情勢の緊迫化や産油国の自主減産を背景とした燃料価格上昇に伴う燃油サーチャージの高騰もあり、大幅に伸長しています。

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)」より弊行作成

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より弊行作成

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行作成



15. 陸運倉庫

業界動向

今後の見通し

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

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。

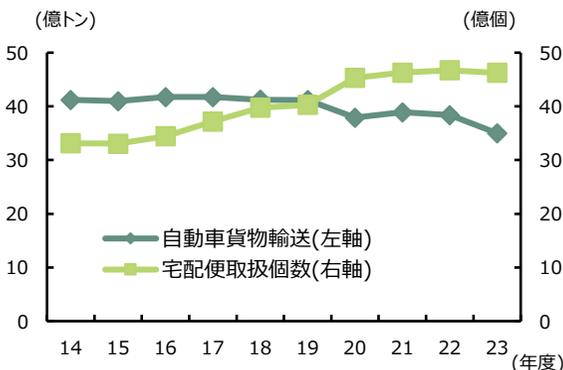
こうしたなか、物流各社は、共同配送や配送効率の向上に資する中継地点の新増設のほか、環境負荷低減にも繋がるモーダルシフト(注)に取組んでおり、従来の枠組みを超えた荷物の混載等、同業・異業種との連携を強化しています。2024年5月には、日本郵便グループとセイノーグループが長距離の幹線輸送における共同運行に向けた業務提携を発表する等、各社の事業戦略に注目が集まっています。

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

	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

国内市場の動向～官民ともに受注高は堅調に推移

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

国内事業者の動向～好採算案件への工事入替は途上

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

今後の見通し

「2024年問題」への対応～官民ともに生産性向上への取り組みが加速

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

選別受注の機運の高まり～旺盛な建設需要と労働力不足から取り組み強化

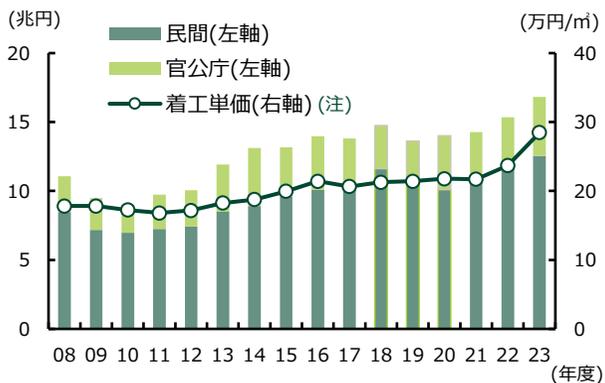
大型工事主体に建設投資意欲は依然旺盛な一方、2024年問題を受けて設備工事業者を中心に労働力不足が深刻化していることから、ゼネコン各社の手持工事は高水準で推移しています。こうしたなか、施工能力を踏まえた受注調整に舵を切る動きが増えており、適正工期の確保や利幅の厚い案件の選別受注を更に強化していくとみられます。

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

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

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高は資材高等により前年度を上回る水準



注：着工単価は直近3ヶ月分の平均値

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

図表2 ゼネコン売上高上位10社

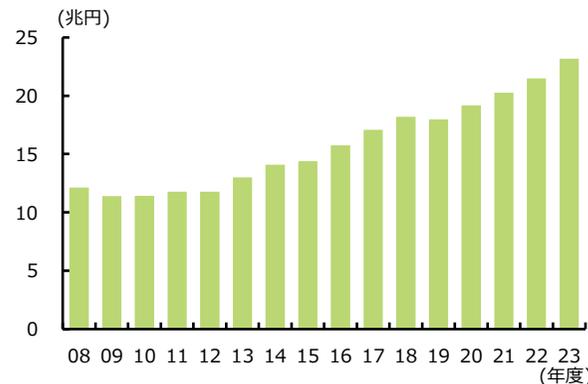
～営業利益は未だ低調な企業が目立つ

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

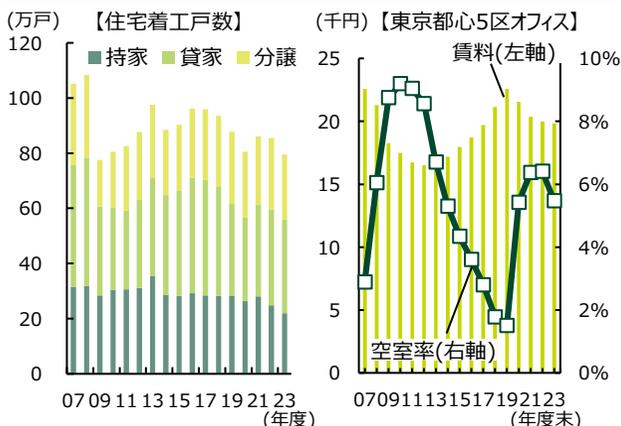
物流施設の市況見通し(東京圏)～新築物件はリーシング動向に要注意

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

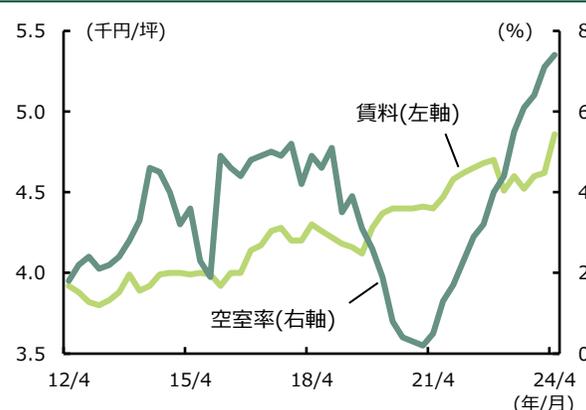
総合ディベロッパー・企業名		売上高	当期利益
1	三井不動産	23,833	2,246
2	三菱地所	15,047	1,684
3	東急不動産ホールディングス	11,030	646
4	住友不動産	9,677	1,772

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

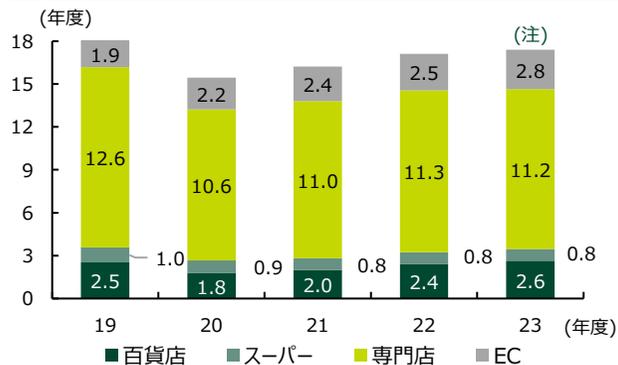
今後も、中国人を中心に訪日外国人客の増加が予想されるため、市場は緩やかに回復していくとみられます。もっとも、物価高を背景とした節約志向の高まり等により、低価格帯ブランドの需要シフトは堅調に推移するとみられる一方、上記のインバウンド需要の拡大により、引き続き高価格帯ブランドの販売が増加する等、価格帯による需要の二極化が進展するとみられ、アパレル各社は、こうした状況を踏まえて、価格帯でメリハリをつけたブランド戦略の推進等が益々重要になると考えられます。

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

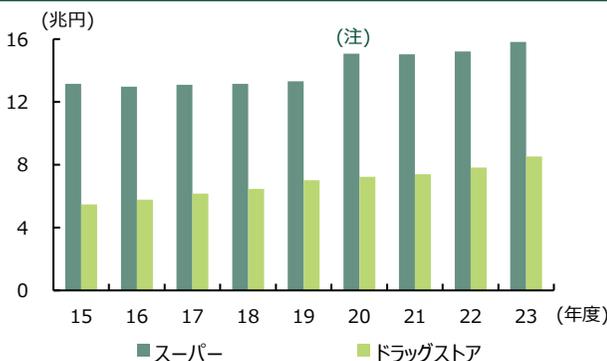
今後は、1人あたりの買上点数が減少傾向にある等、物価高騰に伴う節約志向が顕在化しつつあり、市場は緩やかな縮小に転じるとみられます。こうした中、更なる食品価格の引き上げに対して、従来の様な販売価格への転嫁は困難との声も多いうえ、人手不足を背景とする人件費負担の増大や水道光熱費の高騰等、販売管理費の負担も増していくとみられ、収益性の低下を余儀なくされる可能性が高い点には留意が必要です。

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

	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

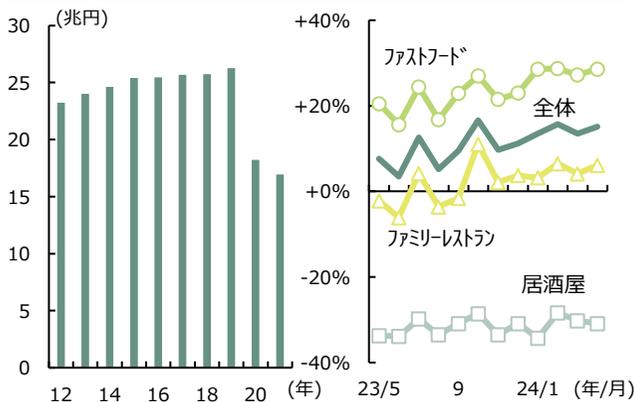
足元の外食需要は堅調に推移している一方、実質賃金のマイナスが継続する中で、消費者の生活防衛意識は高まりつつあり、今後は外食控えや相対的に低価格なスーパーの弁当・惣菜等への需要シフトが生じる懸念があります。一部ブランドでは、質の向上を伴わない安易な値上げにより客離れを引き起こす事例もみられることから、メニュー戦略やサービス面も含めた体験価値創出の巧拙が、各社の優勝劣敗を分ける鍵になります。

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)	
			前年比	前年比	前年比	前年比
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

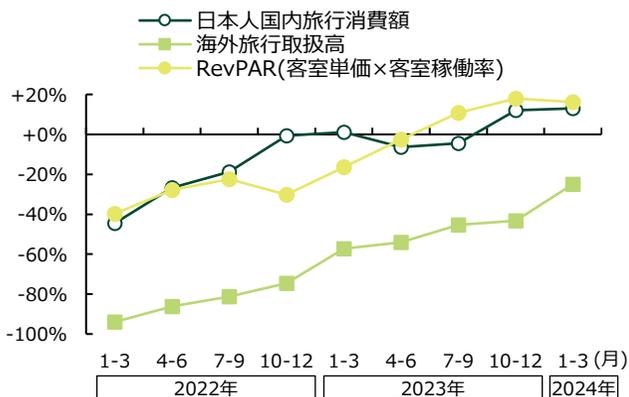
足元の円安傾向を踏まえれば、日本人の海外旅行の急回復は見込みがたい。国内旅行も、節約志向の高まりによる旅行控えも想定され、国内の旅行会社大手の業績回復は一服する可能性が高いとみられます。一方で、インバウンド(訪日旅行者数)については、2023年8月の日本向け団体旅行の解禁以降徐々に増加してきた中国からのインバウンドが引き続き回復していくことで、今後も増加傾向で推移する見通しです。

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)

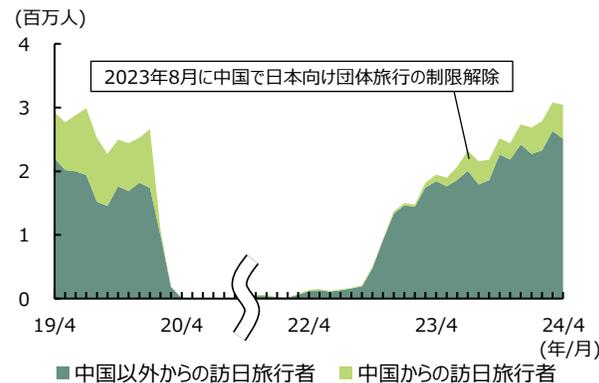
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高(億円)	ホテル事業者	軒数	客室(千室)
1 JTB	13,887	1 ルートインホテルズ	341	59
2 日本旅行	3,666	2 東横イン	335	71
3 KNT-CTホールディングス	3,239	3 アパホテルズ&リゾート	273	64
4 エイチ・アイ・エス	3,203	4 スーパーホテル	172	20
5 阪急交通社	2,722	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	151	22

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。

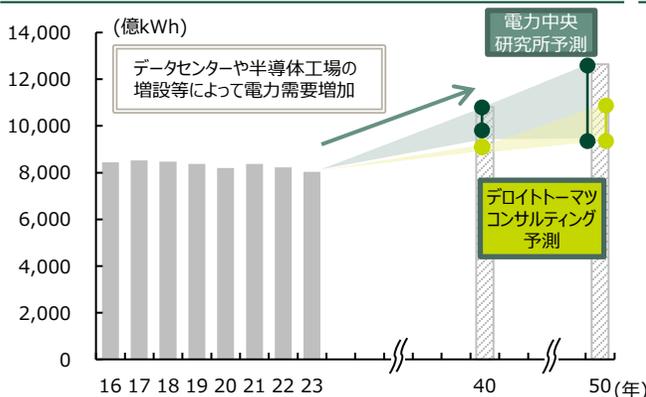
第6次計画(2021年策定)では、GHG削減目標(2030年度に2013年度比△46%削減)との整合を図り、再エネの活用に加えて原発再稼働を進めるとの目標が設定されました。もっとも、原発に対する安全審査や送配電網の整備に相応の時間とコストを要することから、現時点で達成の目途はついていない状況です。

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)

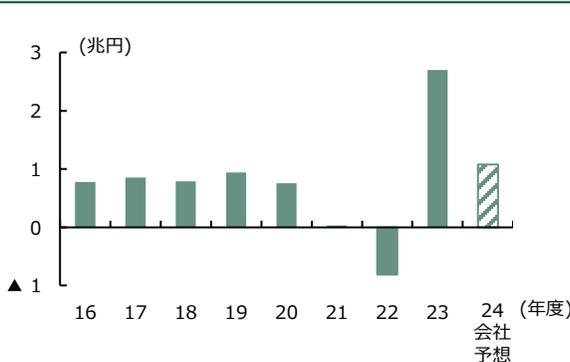
～電力需要は増加の見込み



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)

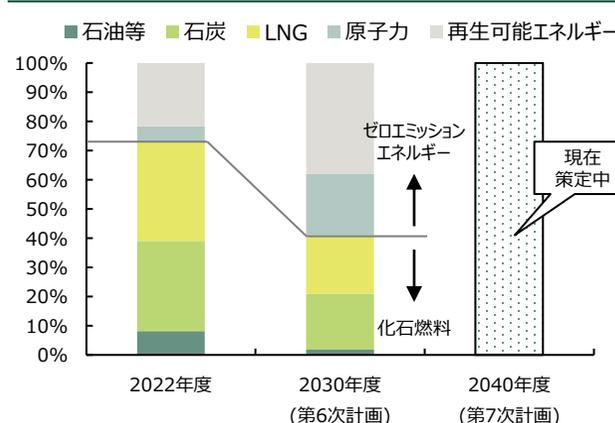
～2023年度は期ズレ差益で好決算



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。

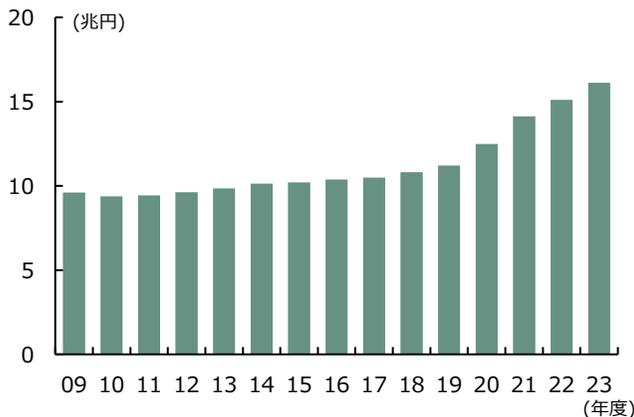
また、人材不足の拡大は、案件単価の上昇につながる一方、人材獲得競争の激化が懸念されます。受託開発事業者の一部では、人件費や採用費、外注費の増加が収益を下押しするケースがみられ、収益環境が厳しくなる懸念があります。

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

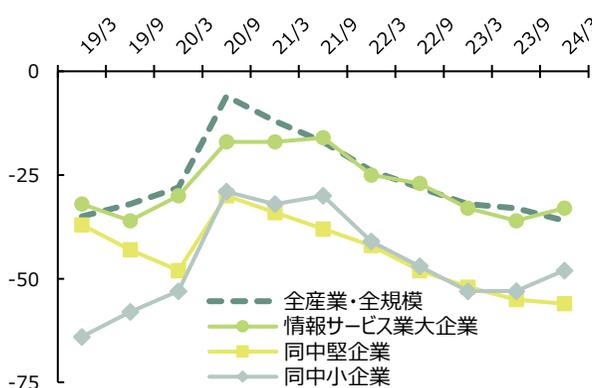
～国内情報サービス市場は堅調に推移



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			凡例 不況 ← → 好況		