

グローバル経済と主要産業の動向

2025年7月



CA本部 企業調査部

調査部 マクロ経済研究センター

1. グローバル経済の動向（2025年7月更新）

2

1. 世界経済	… 3
2. 日本経済	… 4
3. 米国経済	…12
4. 欧州経済	…18
5. 中国経済	…23
6. 為替	…28

2. 主要産業の動向（2025年6月更新）

32

1. 鉄鋼	…33	9. 機械	…41	17. 不動産	…49
2. オイル・ガス	…34	10. 自動車	…42	18. アパレル	…50
3. 石油化学	…35	11. 造船	…43	19. 小売(スーパー・ドラッグストア)	…51
4. 紙パルプ	…36	12. 通信	…44	20. 外食	…52
5. 医薬品	…37	13. 海運(外航)	…45	21. レジャー(旅行・ホテル)	…53
6. 食品	…38	14. 空運	…46	22. 電力	…54
7. 電子部品・半導体	…39	15. 陸運	…47	23. 情報サービス	…55
8. 電気機械	…40	16. 建設	…48	産業天気図	…56

- 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

注：本資料は、7/15時点の情報に基づき作成している。
米国の相互関税については以下の前提を置いて作成。

米関税の前提		
	発動中	今後の発動を 織り込み
国別	基本税率（10%） 中国（30%） メキシコ・カナダ（25%）	なし
品目別	自動車（25%） 鉄鋼・アルミ（50%）	半導体・スマホ 医薬品・銅・木材 航空機（25%）

世界経済は依然として予断を許さない状況

◆米国の実効関税率は依然20%超の水準

トランプ政権の関税政策が世界経済を下押し。7月下旬、米国は日本およびEUと貿易交渉で合意に至り、相互関税や自動車への個別関税を引き下げ。もっとも、依然として米国の実効関税率は20%を上回るとみられ、約100年ぶりの高関税率となっている状況は変わらず。相互関税のうち、基本税率の10%を上回る上乗せ部分の発動が全て見送られる想定でも、世界経済の成長率は好不況の分水嶺である+3%近傍に低下する見通し。

国・地域別にみると、米国では関税の価格転嫁が徐々に進むことで物価が上昇、家計や企業のマインド悪化が景気の重石となり、2025年の成長率は1%台前半にとどまると予想。欧州では米関税は引き下げられたものの、ドイツを中心に製造業への悪影響は不可避で、景気全体を押し下げる見通し。日本においても、自動車産業を中心に関税影響は緩和されたものの、先行きの景気は減速する見通し。

◆実体経済への影響は今後顕在化

関税政策を巡る不透明感や世界景気への懸念が緩和したことで、足元の株価は持ち直し。もっとも、輸出企業側の負担や関税発動前の在庫積み上げで抑えられていた米国の輸入物価は今後上昇、米国景気の減速に伴い世界景気も減速する見通し。世界景気の底割れは回避できる見通しながら、依然として予断を許さない状況が続く。

世界の実質GDP成長率見通し

	(暦年、%)		
	2024年 (実績)	2025年 (予測)	2026年 (予測)
世界計	3.3	2.9	3.0
先進国	1.7	1.1	1.3
アメリカ	2.8	1.4	1.4
ユーロ圏	0.9	0.7	1.0
イギリス	1.1	1.0	1.1
日本	0.1	0.6	0.6
新興国	4.3	4.0	4.0
BRICs	5.2	4.7	4.4
中国	5.0	4.7	4.4
インド	6.5	6.3	6.7
ロシア	4.1	1.5	0.9
ブラジル	3.4	2.0	2.0
NIEs	3.0	1.7	2.2
韓国	2.0	0.6	2.1
台湾	4.3	3.1	2.4
香港	2.5	2.4	2.2
ASEAN5	5.0	4.6	4.8
インドネシア	5.0	4.7	4.9
タイ	2.5	2.2	2.2
マレーシア	5.1	4.2	4.5
フィリピン	5.7	5.3	5.6
ベトナム	7.1	6.6	6.8

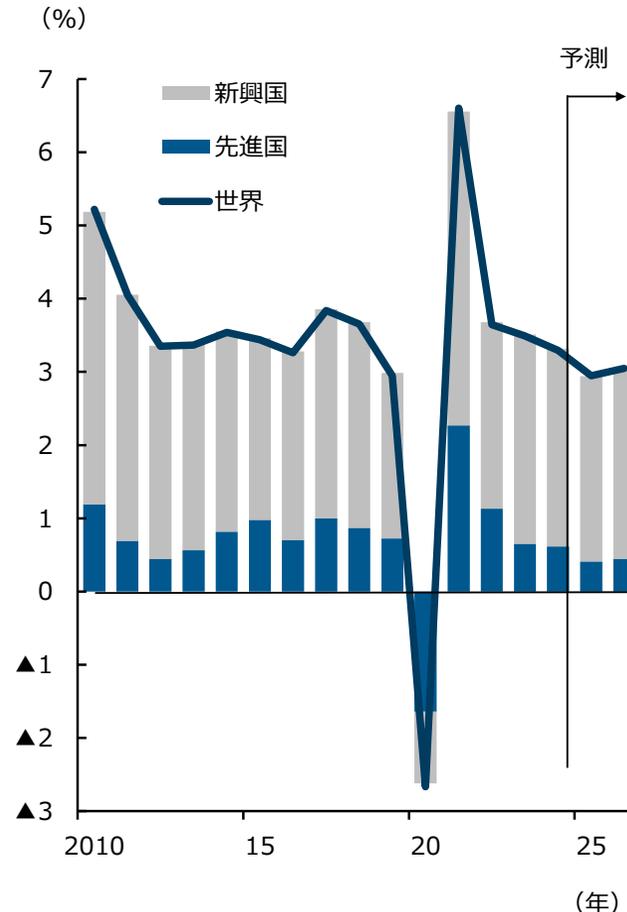
出所：IMF、各国統計を基に弊社作成

注：世界193カ国。先進国は、米・日・ユーロ圏（19カ国）、英・豪・加など35カ国。新興国は先進国以外。

インドのみ年度ベース（当年4月～翌年3月）。

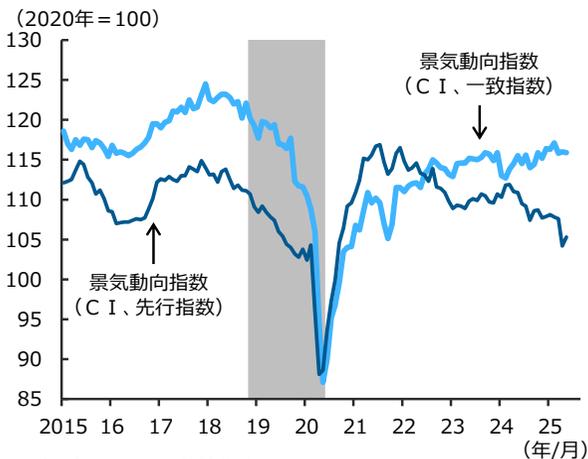
7/15時点の情報に基づき、多くの国が8月以降の米国相互関税率の上乗せを回避し、一律10%の引き上げにとどまる想定で作成。

世界の実質GDP成長率の寄与度



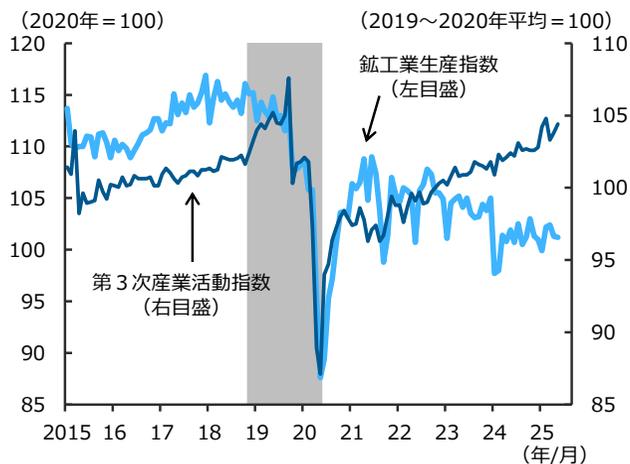
概況：景気は一部で足踏みも緩やかに回復

景気 景気動向指数は一致指数が弱含み、先行指数は小幅反発も低水準



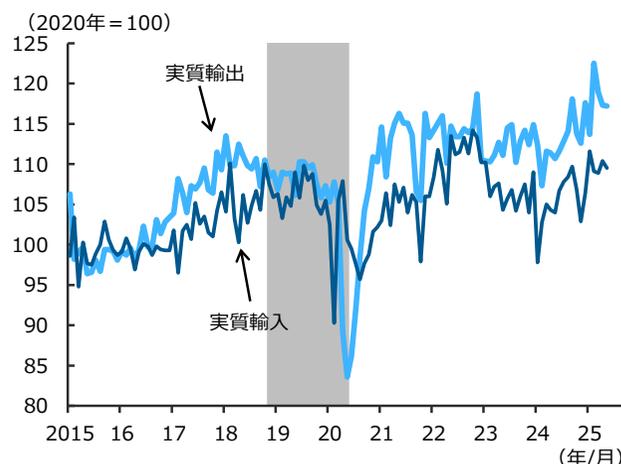
出所：内閣府を基に弊社作成

企業 鉱工業生産は弱い動き サービス業の経済活動は回復



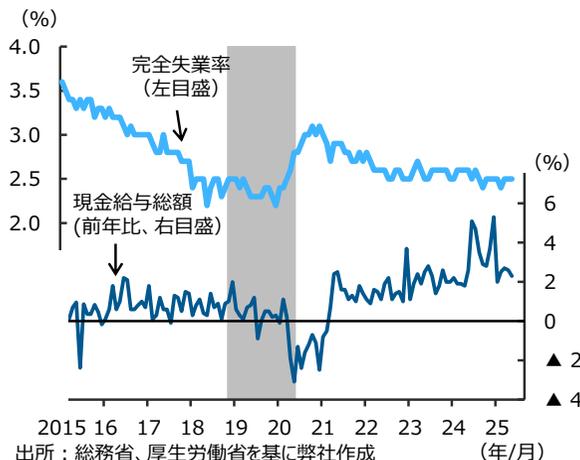
出所：経済産業省を基に弊社作成

外需 輸出は米国向けが減少、全体では横ばい 輸入はエネルギー関連を中心に小幅減少



出所：日本銀行を基に弊社作成

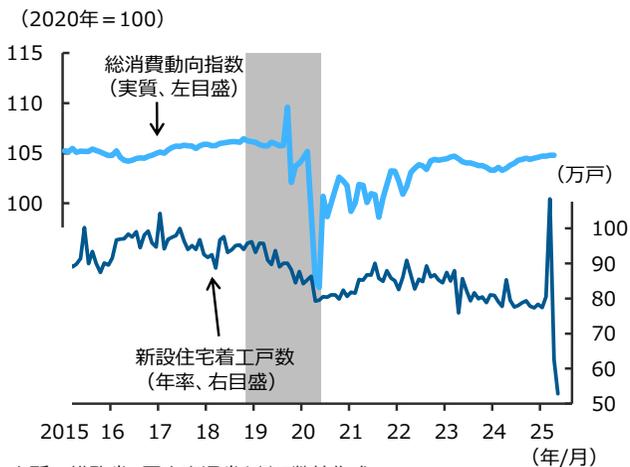
雇用所得 失業率は2%台半ばと低位で推移 名目賃金は2%台と均してみれば堅調に推移



出所：総務省、厚生労働省を基に弊社作成

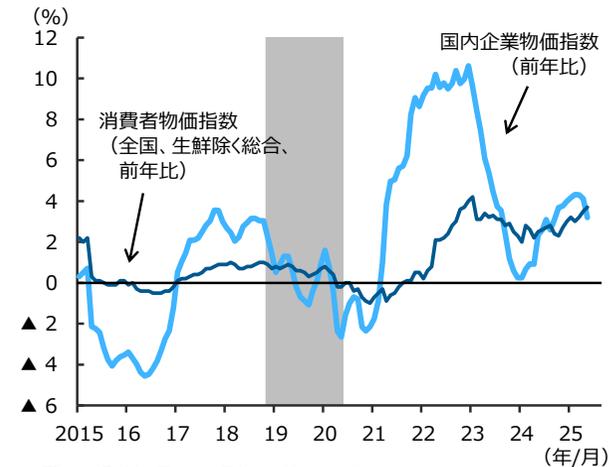
注：現金給与総額の2016年以降は共通事業所ベース

家計 消費は緩やかに持ち直し 住宅着工は駆け込み需要の反動で大幅減



出所：総務省、国土交通省を基に弊社作成

物価 企業物価は石油製品を中心に騰勢鈍化 消費者物価は3%台の高い伸び



出所：総務省、日本銀行を基に弊社作成

企業の景況感は総じて良好

◆ 企業全体の景況感は改善

日銀短観 6月調査によると、大企業・全産業の業況判断D Iは前回調査対比+1%ポイント上昇。業種別にみると、大企業・製造業の業況判断D Iは同+1%ポイント上昇。米関税引き上げにより機械産業が落ち込んだものの、原材料価格の低下により素材産業の業況が押し上げ。

大企業・非製造業は同▲1%ポイント低下するも高水準。物価高により消費関連などが全体を小幅に押し下げた一方、建設や物流などが堅調な受注によって景況感を下支え。

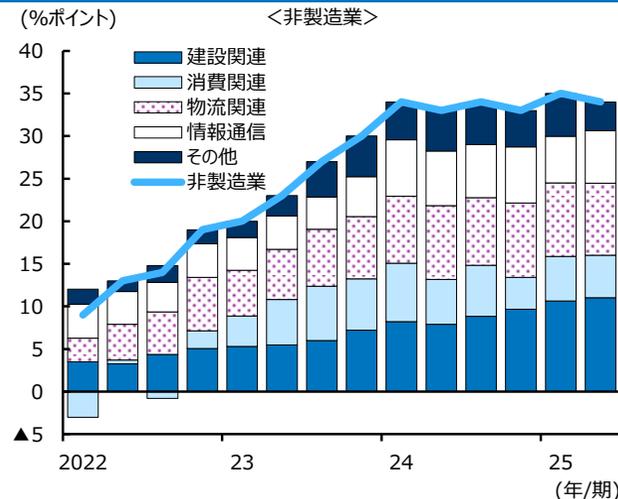
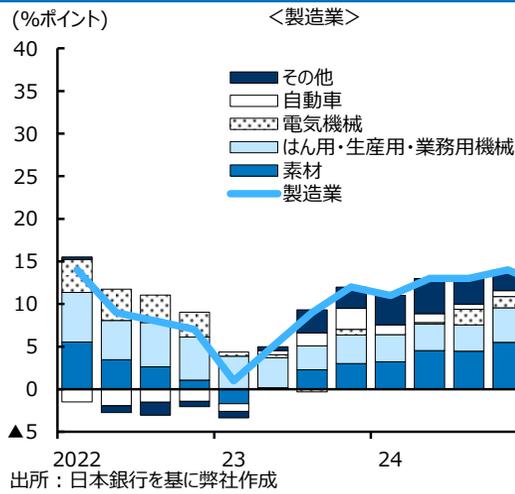
◆ 製造業の生産活動は一進一退

5月の鉱工業生産指数は、前月比▲0.1%と低下。産業別では、生産用機械工業や化学工業の増産が押し上げに寄与したものの、半導体関連の減産を主因とした電子部品・デバイス工業などが全体を押し下げ。先行きの生産計画によると、6月は電気・情報通信機械工業を中心に増産となる一方、7月は輸送機械工業の減産により落ち込む見込み。関税の影響が今後も生産計画に悪影響を及ぼす可能性。

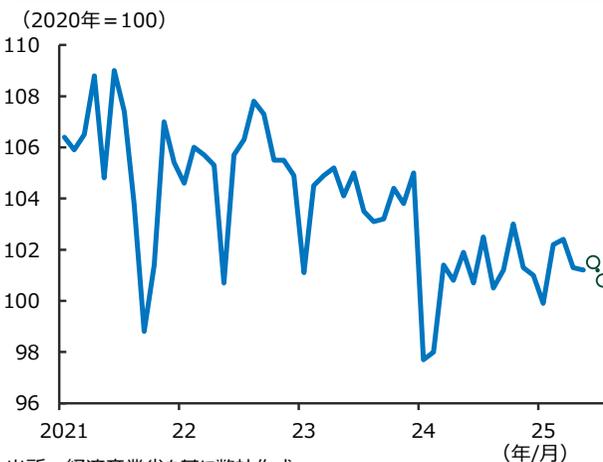
◆ 訪日外客数は回復基調

4～6月期の訪日外客数は2019年同期比+28%と、コロナ禍前を上回る水準で推移。国・地域別にみると、回復が遅れていた中国からの訪日客数がコロナ禍前の水準まで回復したほか、米欧からの訪日客数も堅調に推移し、全体を押し上げ。

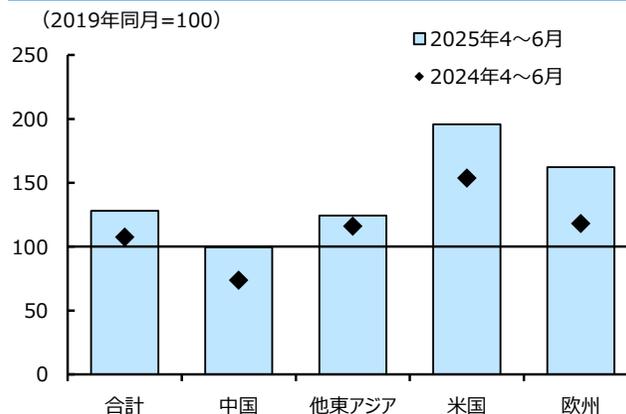
大企業の業況判断D I



鉱工業生産指数（季調値）



訪日外客数（国・地域別）



出所：日本政府観光局を基に弊社作成
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。

財輸出と設備投資は米関税の影響が顕在化

◆米関税引き上げが財輸出を下押し

財輸出は弱含み。米関税引き上げに伴う自動車や半導体などの駆け込み輸出が一巡。国別にみると、アジア向け輸出は底堅く推移する一方、米国向け輸出が減少。5月の北米向け乗用車の輸出価格指数は前年比▲19.4%と、わが国企業が追加関税25%の相当分を負担。米国向け輸出額は数量・価格の両面から減少。

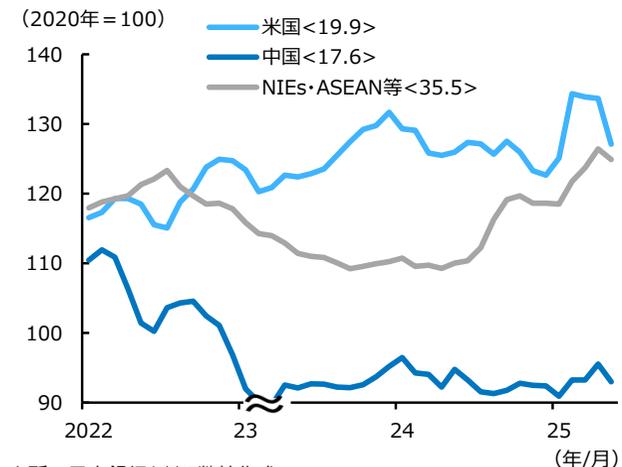
先行きの財輸出も、米関税政策が重石に。わが国の対米輸出の減少に加えて、諸外国の輸出減少による世界景気の減速も外需を下押し。とりわけ、わが国の主要輸出先であるアジア諸国は輸出に占める米国向けの割合が高く、景気への下押し圧力は大きい。米国が多くの子国に対して一段と関税を引き上げる場合、グローバル需要が想定以上に減退し、外需の不振に追い打ちをかける恐れも。

◆設備投資は弱い動き

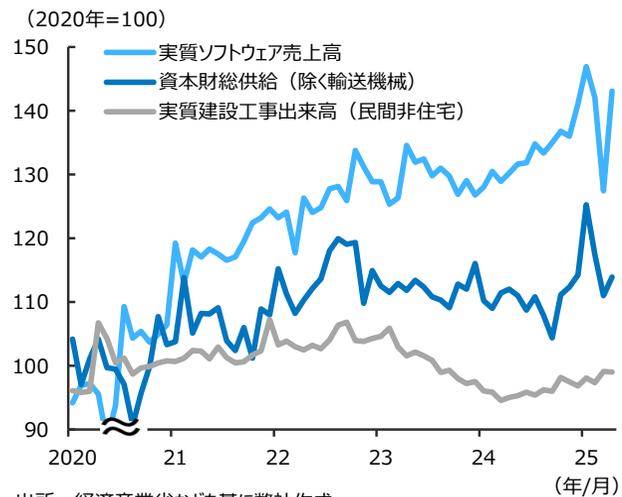
設備投資も弱含み。ソフトウェア投資は振れを伴いながらも高水準で推移する一方、機械投資は減少。新設された半導体工場への装置搬入による押し上げが剥落したことや、米関税政策を巡る不確実性の高まりなどが背景。

先行きの設備投資も、機械投資を中心に弱い動き。日銀短観によると、2025年度の設備投資計画（ソフトウェア含む、土地除く）は前年度比+10.1%と、例年対比で高い伸びになっているものの、不確実性の高まりから計画の見直し自体が先送りされている可能性。今後、企業収益の減少なども重石となり、投資計画の下方修正が本格化する公算。

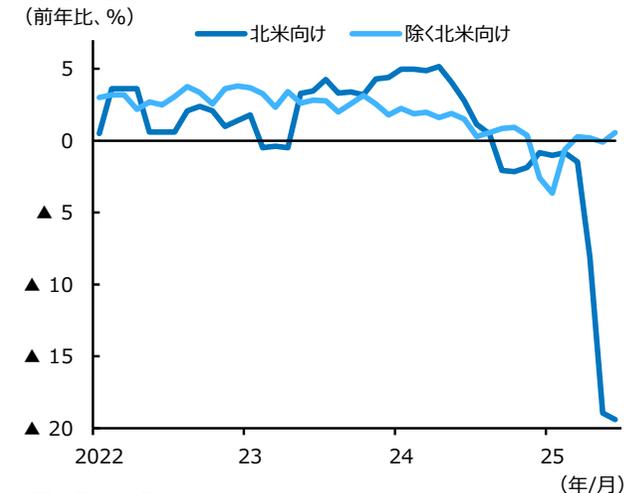
国別実質輸出（季調値）



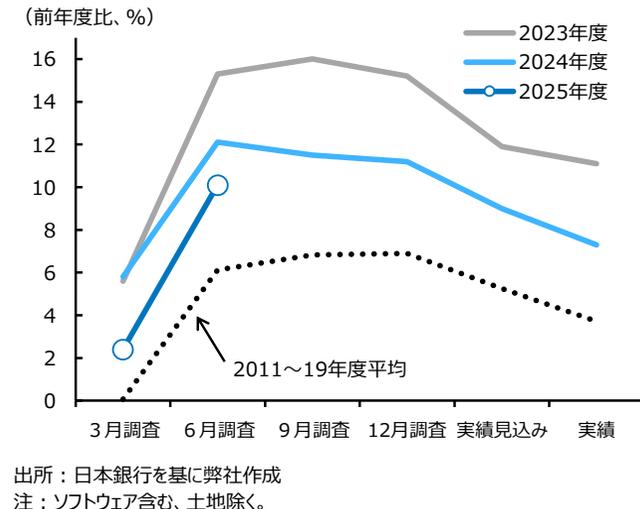
形態別の民間設備投資（季調値）



乗用車の輸出価格指数



設備投資計画（全規模・全産業）



所得環境は改善へ、個人消費は底堅く推移

◆賃金は高めの伸びを維持

5月の所定内給与は、一般労働者で前年比+3.0%、パートタイム労働者で同+3.7%と、いずれも高めの伸びを維持。

先行きも、人手不足などによる強い賃上げ圧力を背景に、賃金は堅調に推移する見通し。2025年の春闘賃上げ率は5.25%と、昨年を上回る高い伸びで妥結。当面は高めの賃上げ率の適用が広がる見込み。春闘の影響が及びにくいパートタイム労働者に関しても、秋ごろに予定される最低賃金の引き上げなどが賃上げの追い風に。

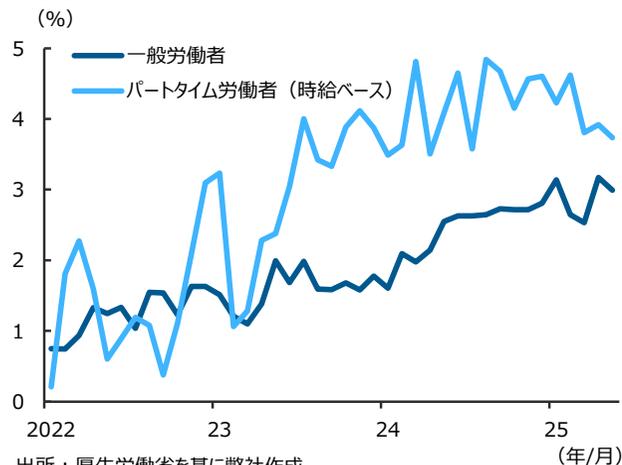
加えて、政府の賃上げ支援も企業の賃上げを後押しする見込み。政府は「賃金向上推進5ヵ年計画」を打ち出し、中小企業を中心とした生産性向上策などで企業の持続的な賃上げをサポートする方針。

◆消費者マインドは底打ち

個人消費は持ち直し。形態別にみると、食料品を中心とした物価高などを受けて、非耐久財は弱い動き。一方、外食を中心にサービス消費が堅調に推移しているほか、工場の稼働停止などにより3月に一時落ち込んだ自動車販売も回復。

先行きの個人消費も底堅く推移すると予想。名目賃金が堅調に推移する一方、物価の伸びが鈍化することで、実質賃金は今夏以降、緩やかな上昇に転じる見込み。物価高に対する警戒感の緩和などにより消費者マインドは底打ちしつつあり、実質賃金の回復が個人消費の押し上げに寄与する公算大。

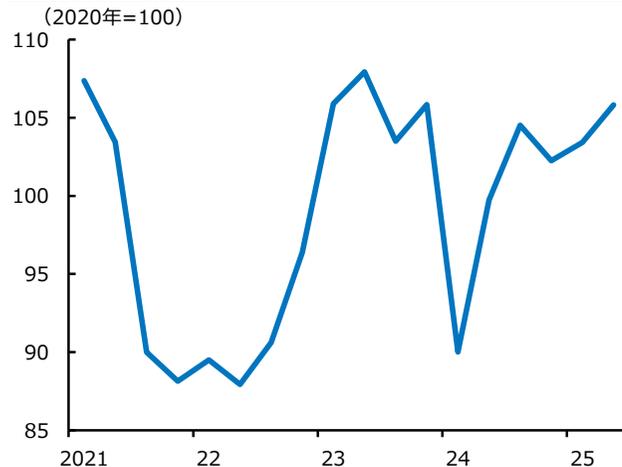
所定内給与（前年比）



出所：厚生労働省を基に弊社作成

注：調査対象企業の入替えにより生じたデータの断層を調整。

新車販売台数（季調値）



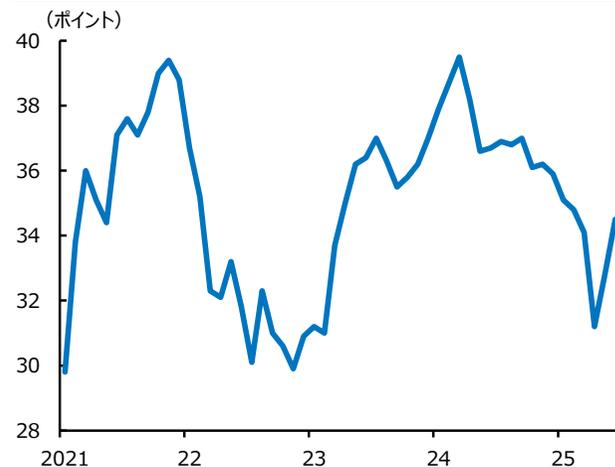
出所：日本自動車販売協会連合会を基に弊社作成

「賃金向上推進5ヵ年計画」の概要

政策目標
<ul style="list-style-type: none"> ・実質賃金1%程度の上昇を、社会通念として定着させる ・最低賃金の「2020年代に全国平均1,500円」の目標実現
① 中小企業を中心とした生産性向上策
<ul style="list-style-type: none"> ・飲食・宿泊・小売など12業種の労働生産性を集中的に引き上げ ・所轄官庁が業種別に「省カ化投資促進プラン」を策定・公表 ・官民合わせて5年間で60兆円の生産性向上投資を実現
② 価格転嫁、取引適正化
<ul style="list-style-type: none"> ・官公需における価格転嫁の促進 ・労務費を含む価格転嫁の商習慣化を社会全体に定着
③ 事業承継・M&Aの支援
<ul style="list-style-type: none"> ・経営者が、事業承継・M&Aも含めて先々の経営判断を計画的に行える事業環境を整備

出所：政府資料を基に弊社作成

消費者態度指数（季調値）



出所：内閣府を基に弊社作成

物価の伸びは鈍化へ

◆コメ価格にピークアウトの兆し

5月のコアCPI（生鮮食品を除く総合）は前年比+3.7%と、3ヵ月連続で加速。コメ価格が高止まりしているほか、農作物の価格上昇が外食・加工食品に波及していることが押し上げに作用。

先行きの物価の伸びは、来年初にかけて鈍化し、その後は2%近傍で推移すると予想。国際的な市況下落や政府の補助などによるエネルギー価格の低下が物価の下押しに作用する見込み。加えて、備蓄米の放出や輸入米の増加などを受けて、コメ価格の騰勢も鈍化する公算大。

一方、サービス価格の伸びが物価全体を下支えする見通し。一般サービスを中心に賃金上昇分を販売価格に転嫁する動きが続くほか、長年据え置かれてきた公共サービス価格も上昇基調に転じる可能性。政府は、「骨太方針2025」で物価上昇に応じて、医療・保育などの公定価格を引き上げる方針を表明。

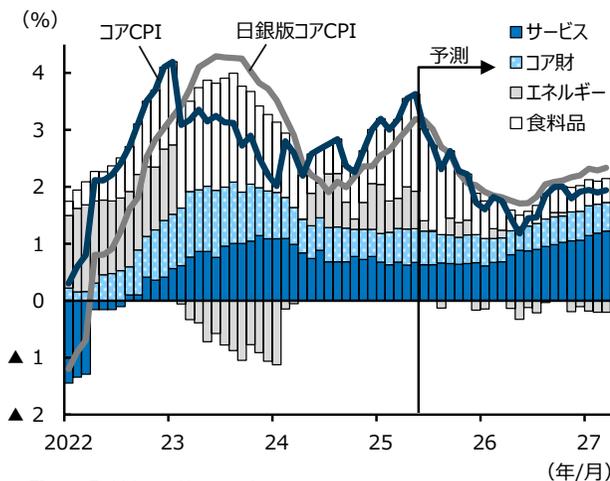
◆日銀は政策金利を据え置きへ

日銀は、6月の金融政策決定会合で、政策金利の据え置きを決定。

7月の長期金利は上昇。米景気の減速懸念が緩和するなか、米長期金利の上昇によるつれ高が金利の押し上げに作用。

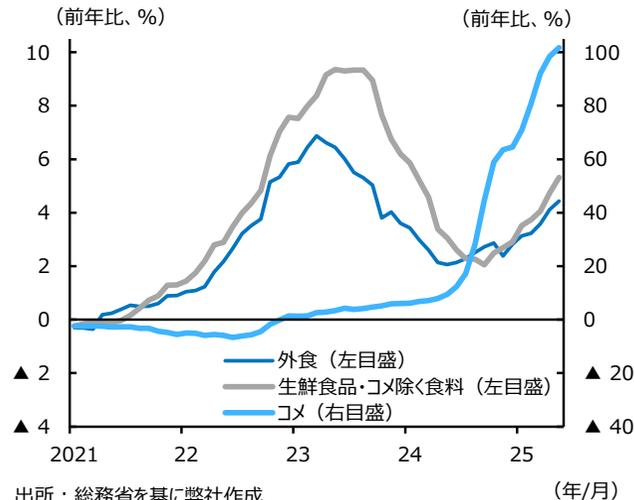
日銀は、米関税政策などを巡る不確実性がくすぶるなか、政策金利を当面据え置き見通し。次回利上げは、2026年3月を予想。長期金利も当面は横ばい圏内で推移した後、日銀の利上げ観測の高まりや財政支出の増加を映じて緩やかな上昇傾向となる見通し。

消費者物価指数（前年比）



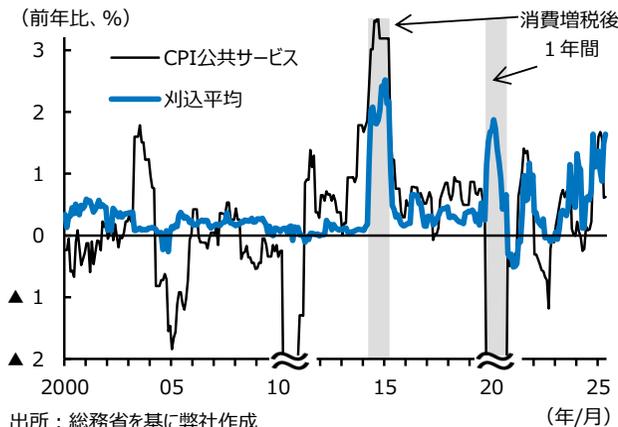
出所：総務省を基に弊社作成

コメと外食・加工食品の消費者物価



出所：総務省を基に弊社作成

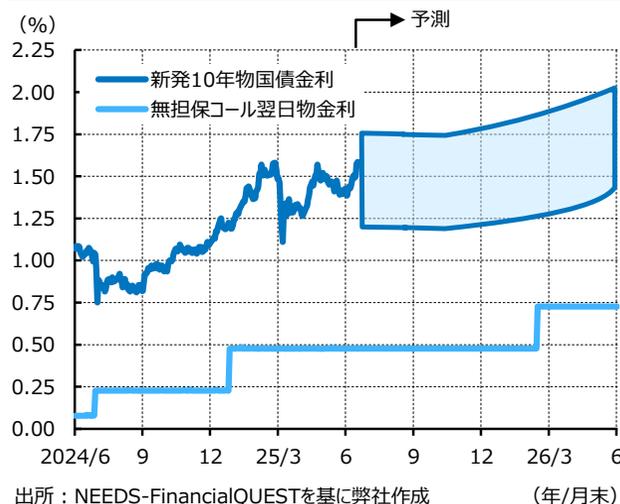
公共サービス価格（消費者物価）



出所：総務省を基に弊社作成

注：公共サービスは水道料を含む一方、エネルギー市況で大きく変動するガス・電気代を含まず。対込平均は、価格変動の激しい上下10%（品目数ベース）を除外することで、極端な変動を除いたインフレ率を算出。

わが国主要金利の見通し



出所：NEEDS-FinancialQUESTを基に弊社作成

トピックス①：日本人国内旅行者数は弱い動き

◆伸び悩む日本人国内旅行者数

わが国の宿泊需要は日本人と外国人で二極化。外国人宿泊者数がコロナ禍前を大きく上回る水準で推移する一方、日本人宿泊者数はコロナ禍前と同程度の水準で停滞。

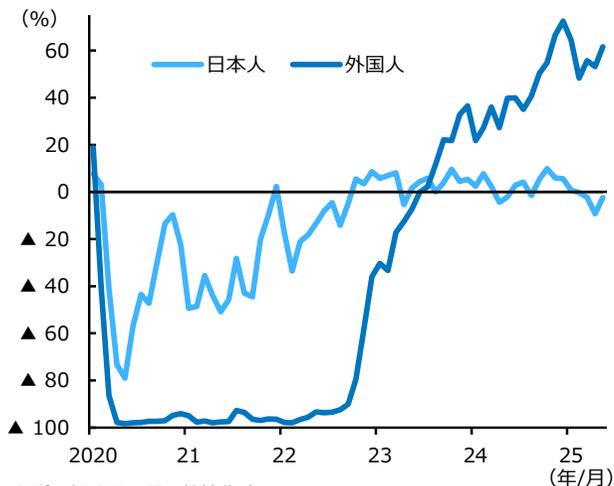
この一因として、宿泊費の高騰を受けた国内旅行需要の減退が指摘可能。インバウンド需要の拡大で宿泊施設の稼働率がコロナ禍前の水準に回復しているほか、宿泊業の人手不足も進行しており、価格が上昇。宿泊費は足元でコロナ禍前の1.3倍近い水準に。宿泊費が前年比マイナスからプラスに転じた局面で日本人国内宿泊者数の伸びが鈍化しており、価格上昇が需要を下押ししている可能性。

◆観光収益の地域格差を助長

先行きも日本人国内宿泊者数は弱い動きが続く見通し。国内家計の所得環境は緩やかに改善すると見込まれるものの、宿泊業の人手不足やインバウンド需要の増加による宿泊費の高騰が引き続き重石に。

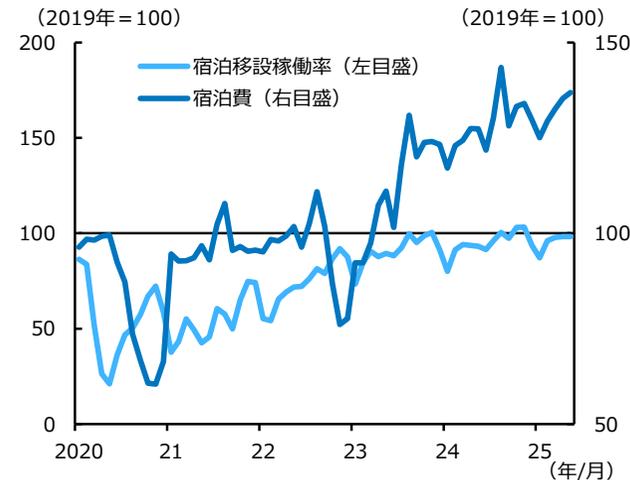
このような日本人国内宿泊者の伸び悩みは、宿泊者に占める日本人の割合が高い地方の観光収益を下押しし、都市部やその近郊との地域格差を助長する恐れ。地域経済の活性化や都市部オーバーツーリズム問題の解消に向けて、広域周遊観光プランなどインバウンド需要を地方に広げる多角的な取り組みが重要に。

延べ宿泊者数の推移（2019年同月比）



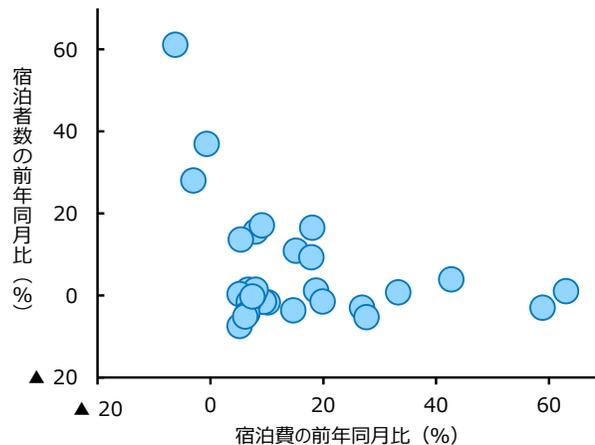
出所：観光庁を基に弊社作成

宿泊施設稼働率と宿泊費の推移



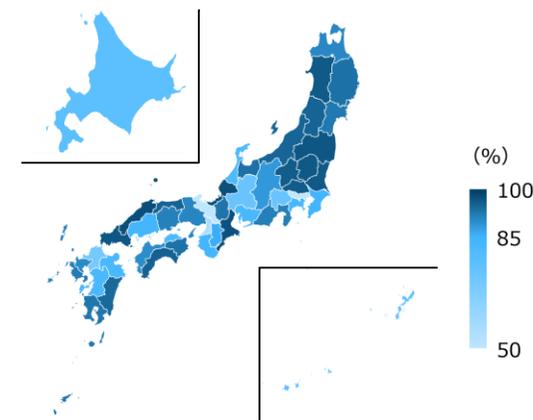
出所：総務省・観光庁を基に弊社作成

宿泊者数と宿泊費の関係



出所：観光庁と総務省を基に弊社作成
注：2023年1月～2025年5月。

日本人宿泊者数の割合が高い都道府県



出所：観光庁を基に弊社作成

トピックス②：製造業の業績悪化で懸念される地方経済の悪化

◆米関税はわが国の内需にも下押し圧力

米関税引き上げにより、わが国製造業の企業収益は悪化する見込み。米国景気の減速に加えて、米国市場での価格競争力の低下が輸出数量を下押しする公算大。わが国企業が価格競争力を維持するために輸出価格を引き下げたとしても、マージンが減少することで企業収益の落ち込みは避けられず。

製造業の収益が減少すれば、賃上げの動きが弱まる恐れも。試算によれば、相互関税率が25%まで引き上げられれば、賃上げ率は前年比+2.0～2.4%まで大幅に減速する計算に。

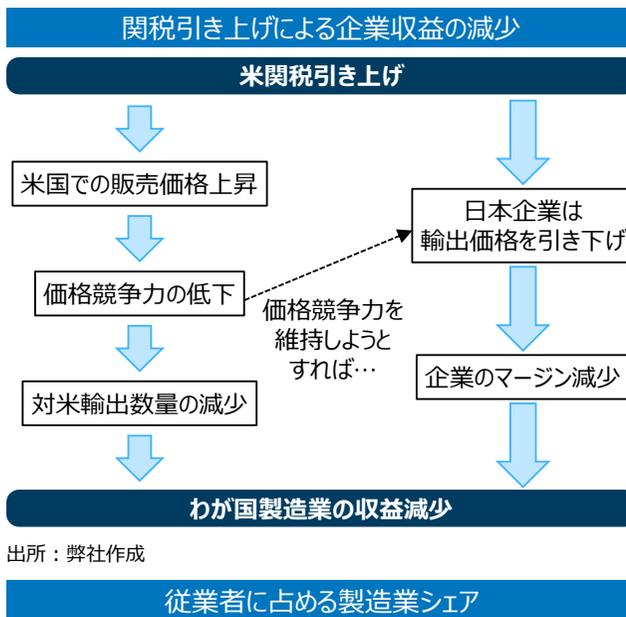
◆地方経済の悪化で人口流出も

製造業の賃上げ鈍化により、地方全体の賃金水準にも悪影響を及ぼす恐れ。北関東・東海など、製造業の就業者が多い地域では、非製造業の賃金は製造業の賃金と高い相関を示す傾向。以下2点の要因から、製造業の賃金低下が非製造業に波及しやすい可能性。

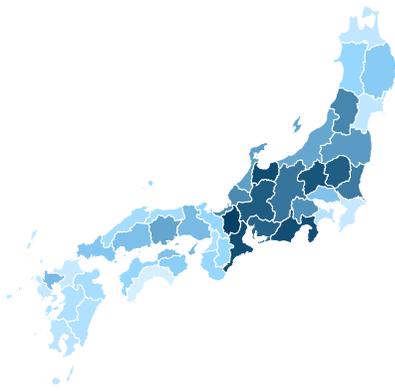
第1に、産業連関構造。製造業が盛んな地域では、製造業と取引を行う企業も多く活動。製造業の業績悪化がこれら企業の業績に波及しやすい傾向。

第2に、地域内消費の減少。製造業が集積する地域では、その就業者の所得環境が地域の消費に及ぼす影響大。製造業就業者の所得環境悪化が、サービス業や小売の業績を下押し。

地方の賃金水準が低下すれば、都市部の良好な雇用環境を求めて、地方の若年層の人口流出が加速する可能性も。地方経済の衰退は日本経済全体の成長基盤を揺るがす恐れ。

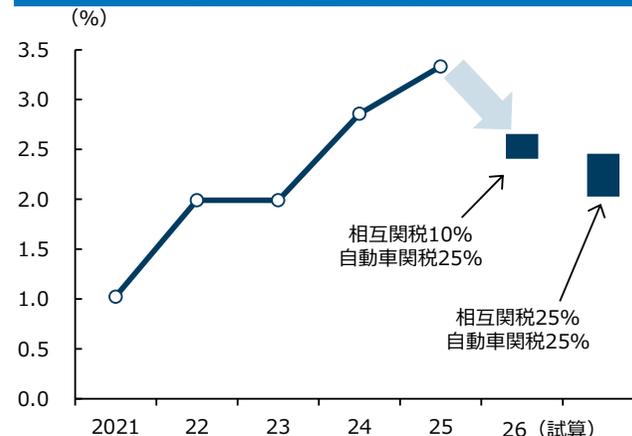


出所：弊社作成



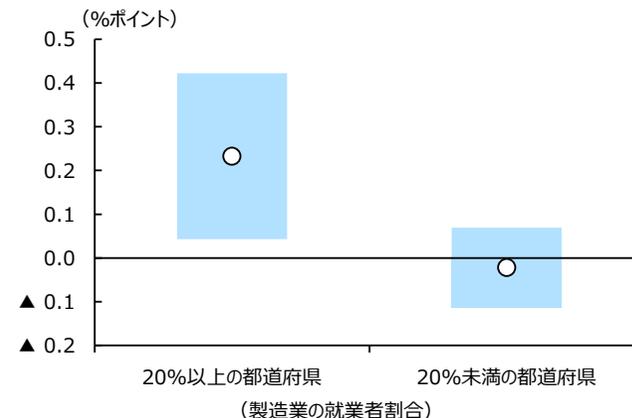
出所：総務省を基に弊社作成
注：地図上の北海道・沖縄県はともに10%未満。

製造業の賃金（前年比）



出所：厚生労働省、財務省を基に弊社作成
注：試算方法は藤本・西岡 [2025]、「トランプ関税が阻害する賃上げ機運」、日本総合研究所、リサーチ・フォーカス、No. 2025-015、を参照。

製造業賃金1%上昇時の非製造業賃金の変動幅



出所：厚生労働省、内閣府、総務省、経済産業研究所を基に弊社作成
注：試算方法は藤本・西岡 [2025] を参照。

米関税政策が景気の下押し圧力に

◆景気は減速へ

先行きのわが国景気は減速する見通し。米関税は、わが国を含む多くの国が8月以降の相互関税率の上乗せを回避し、一律10%の引き上げにとまると想定。

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

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

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

◆2025年度の成長率は+0.2%と予想

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

わが国主要経済指標の予測値（2025年7月16日時点）

	2025年				2026年				2027年	(四半期は前期比年率、%、%ポイント)		
	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	2024年度	2025年度	2026年度
	(実績)	(予測)								(実績)	(予測)	
実質GDP	▲0.2	▲0.3	0.3	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.9	0.8	0.2	0.7
個人消費	0.6	0.2	0.4	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5	0.5	0.8	0.6	0.5
住宅投資	5.6	▲6.2	▲0.1	0.1	▲0.0	0.0	0.0	▲0.1	0.0	▲1.0	▲0.5	▲0.0
設備投資	4.4	▲4.1	0.3	0.2	0.3	0.6	0.9	0.9	1.0	2.4	0.1	0.6
在庫投資 (寄与度)	(-2.1)	(-0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(-0.1)	(-0.3)	(▲0.0)
政府消費	▲2.0	2.2	1.1	1.0	1.1	2.0	1.6	1.5	1.9	1.3	0.7	1.5
公共投資	▲2.5	3.0	1.6	1.4	1.0	1.3	1.7	1.8	1.5	1.3	0.3	1.4
純輸出 (寄与度)	(▲3.5)	(▲0.2)	(▲0.4)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.1)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.0)	(▲0.4)	(▲0.5)	(▲0.1)
輸出	▲2.2	▲4.8	▲1.0	0.5	0.5	0.7	0.9	1.1	1.2	1.7	▲0.6	0.7
輸入	12.7	▲3.6	0.9	1.0	1.0	1.1	1.2	1.2	1.3	3.5	1.5	1.1
名目GDP	5.1	4.7	3.6	3.0	2.9	2.5	3.0	3.2	3.3	3.7	3.5	3.0
GDPデフレーター	3.3	4.1	3.1	3.2	2.7	2.0	2.3	2.4	2.4	2.9	3.3	2.3
消費者物価指数 (除く生鮮)	3.1	3.4	2.6	2.1	1.7	1.4	1.8	1.9	1.9	2.7	2.4	1.7
(除く生鮮、エネルギー)	2.7	3.2	2.8	2.1	1.9	1.7	2.0	2.2	2.3	2.3	2.5	2.0
鉱工業生産	▲0.3	▲0.4	▲2.3	▲0.0	0.1	0.4	0.4	0.1	▲0.0	▲1.4	▲2.2	0.2
完全失業率 (%)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4
経常収支 (兆円)	7.5	7.9	9.2	7.8	9.1	9.0	10.4	8.8	9.9	30.4	34.0	38.1
対名目GDP比 (%)	4.8	5.0	5.9	4.7	5.6	5.6	6.5	5.1	5.9	4.9	5.3	5.8
円ドル相場 (円/ドル)	153	145	145	143	141	138	136	136	136	153	143	137
原油輸入価格 (ドル/バレル)	79	74	73	72	71	70	69	67	66	83	72	68

出所：内閣府、総務省、経済産業省、財務省などを基に弊社作成

米関税の前提		
	発動中	今後の発動を織り込み
国別	基本税率 (10%) 中国 (30%) メキシコ・カナダ (25%)	なし
品目別	自動車 (25%) 鉄鋼・アルミ (50%)	半導体・スマホ 医薬品・銅・木材 航空機 (25%)

出所：各種資料を基に弊社作成

海外経済の前提			
	(前年比、%)		
	2024年	2025年	2026年
	(実績)	(予測)	
米国	2.8	1.4	1.6
ユーロ圏	0.9	0.7	1.0
中国	5.0	4.7	4.4

過去の実質GDP予測値			
	(前年比、%)		
	2024年度	2025年度	2026年度
	(予測)		
4月号	0.8	0.4	0.7
5月号	0.8	0.2	0.7
6月号	0.8	0.2	0.7

概況：個人消費は減少へ

◆支出抑制の動き

足元の個人消費は減速。5月の実質個人消費は前月から減少。内訳をみると、自動車をはじめ財消費が全体を大きく押し下げたほか、飲食・宿泊や輸送などサービス消費も減少。

背景として、社会保障給付など政府からの移転所得の減少を受けた家計の購買力低下が指摘可能。4月にかけて高い水準にあった移転所得が減少したことで、5月の実質可処分所得は大幅に減少。

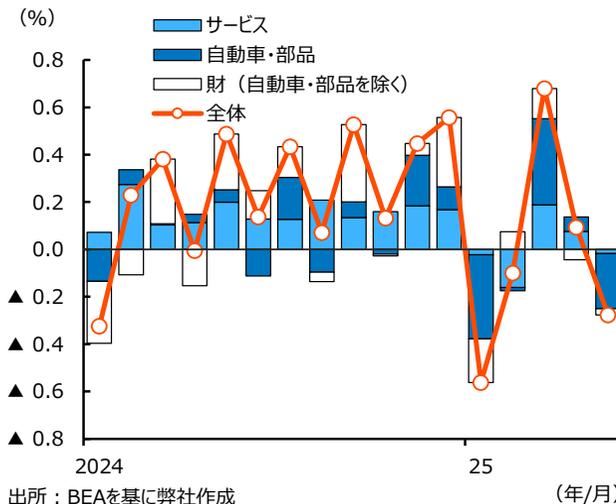
◆先行き個人消費は減少へ

先行きの個人消費は減少を続ける見通し。背景として、以下の2点が指摘可能。

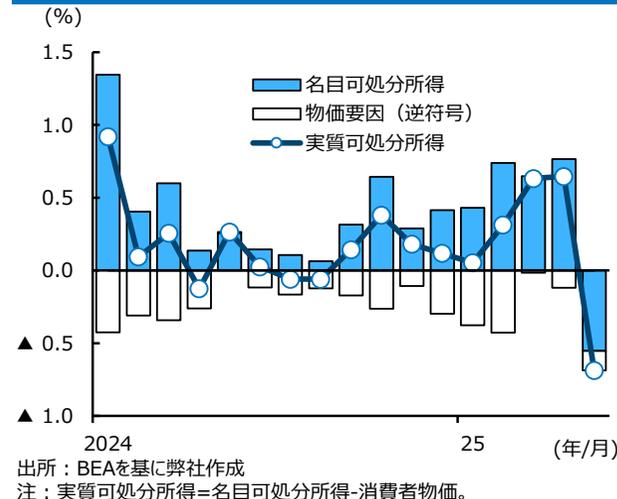
第1に、実質所得の減少。関税によるコスト増が販売価格に転嫁されることで、物価が上昇するほか、雇用情勢の悪化が賃金の騰勢を一段と鈍化させる見通し。6月の非農業部門雇用者数は、州・地方の政府部門で増加した一方、製造業や流通業の低調を背景に、民間部門の伸びが鈍化。民間企業は不確実性の高まりなどから採用活動に慎重な姿勢を示しており、労働市場は減速が続く見込み。

第2に、低所得層の支出抑制。学生ローン返済の再開を背景とする信用状況の悪化や、メディケイドをはじめとする低所得層向け歳出の削減が盛り込まれた減税・歳出法の成立などを受け、購買力の低い消費者を中心に節約志向が一段と強まる見込み。実際、低所得層における先行きの収入に対する不透明感は高所得層と比較して大。

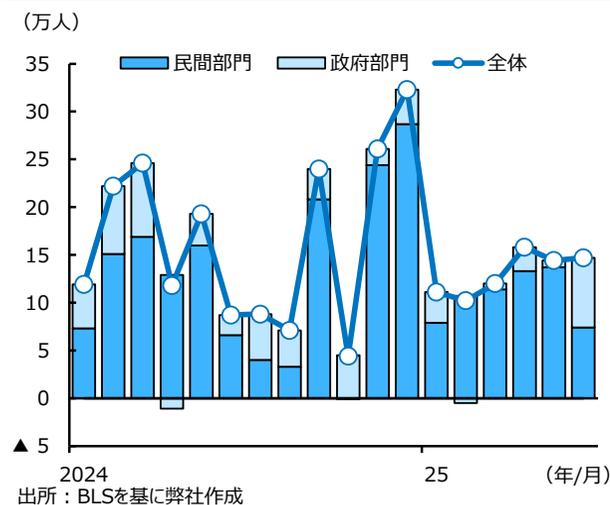
実質個人消費（前月比寄与度）



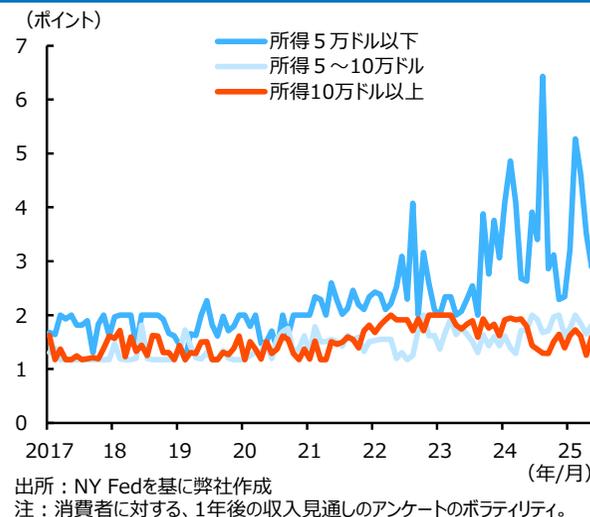
実質可処分所得（前月比寄与度）



非農業部門雇用者数（前月差寄与度）



所得階層別収入見通しの不確実性



概況：設備投資も減少へ

◆企業の経済活動は小幅に改善

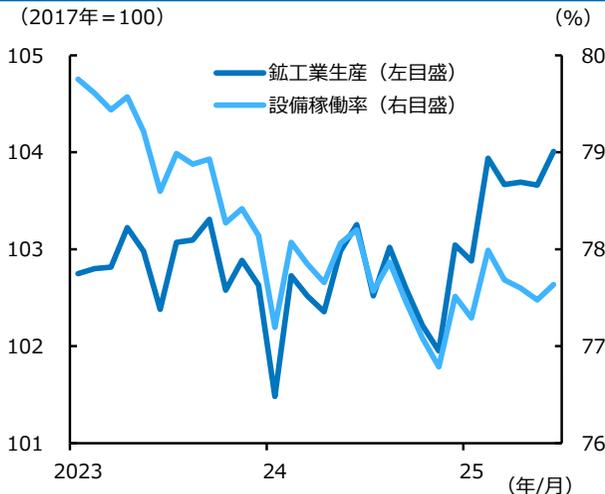
企業の生産活動は小幅に拡大。6月の鉱工業生産は前月から増加。内訳をみると、自動車が増え込んだ一方、電気関連の公益事業の急増に伴い、エネルギーが全体をけん引。これに伴い、設備稼働率も反発。

◆機械や建設投資が減少する公算大

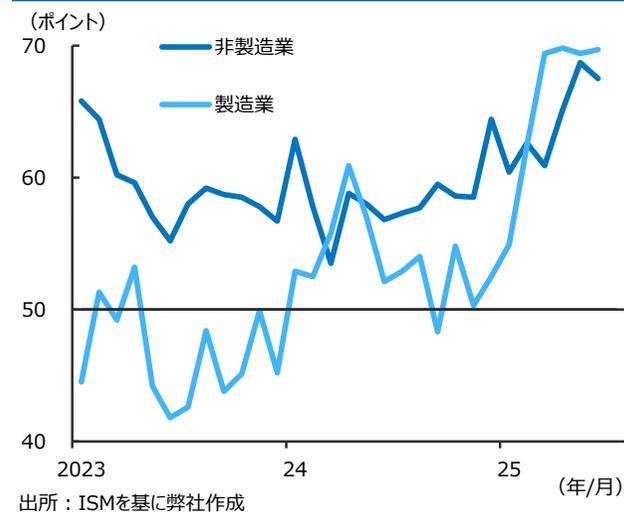
もともと、先行きの生産活動は減少する見通し。内外の需要減や、関税による中間財価格の上昇を受けた企業利益の減少に伴い、設備投資が下押しされることが背景。6月のISM仕入価格指数は製造業・非製造業ともに高水準であり、関税による企業の負担感が高まっている状況。

さらに、不確実性の高い状況が続くことも生産活動の下押し要因に。7月入り後も相次ぐトランプ政権による関税発動を受けて、先行きが見通し難いことから企業が不可逆性の高い設備投資を先送りすると予想。実際、機械投資の先行指標であるコア資本財受注の4～5月平均は、1～3月期対比で減少しているほか、構築物投資の先行指標である民間非住宅建設支出は、旺盛なAI需要を背景に投資が増加しているデータセンターを除いて弱含み。

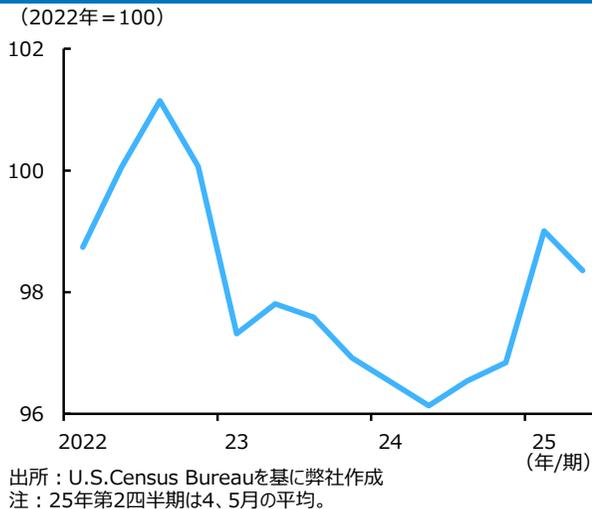
鉱工業生産と設備稼働率



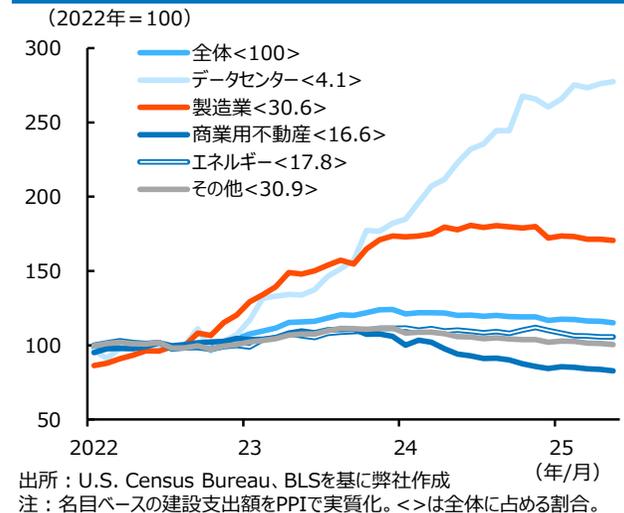
ISM仕入価格指数



コア資本財受注



民間非住宅実質建設支出



トピックス①：住宅市場の低迷は長期化へ

◆住宅市場は足元で低迷

住宅ローン金利の高止まりを背景に不振が続く米国の住宅市場は、足元で一段と減速。5月の住宅販売・着工件数はともに減少。

◆トランプ政策が住宅価格の上昇圧力に

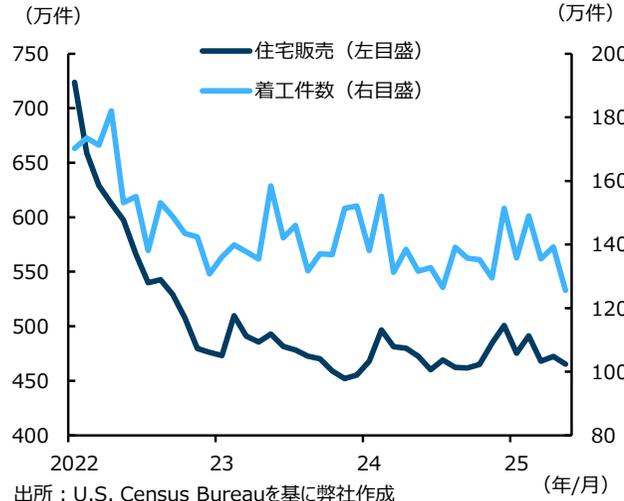
今後も、住宅市場の低迷は続く見通し。この要因として、以下の通りトランプ政策が供給制約を強め、住宅価格を押し上げることが指摘可能

第1に、不確実性の拡大に伴う売り控え。先行き不透明感が強まる局面では、住宅所有者はコスト負担の大きい住宅の売却判断を先送りする傾向。実際、住宅所有者の売却意欲を占める住宅売却判断指数は、不確実性が高まるほど低下。米国では、住宅販売の85%（2024年）が中古住宅であり、売り控えによる住宅供給の減少が価格の上昇圧力に。

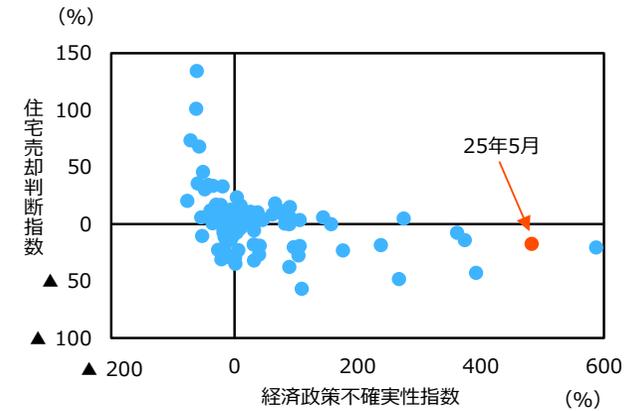
第2に、関税による原材料価格の上昇。米国は、住宅建設に用いられる木材の6割を、10%を超える関税率が適用されているカナダ、中国、メキシコに依存。米国政府は木材に対する品目別関税の導入も検討しており、原材料価格が一段と高騰する恐れ。

第3に、移民規制の強化。建設業は他業種と比較して労働力人口に占める移民の割合が大。トランプ政策が進める移民規制の強化が人手不足を招き、賃金上昇を通じて住宅価格を押し上げる見込み。

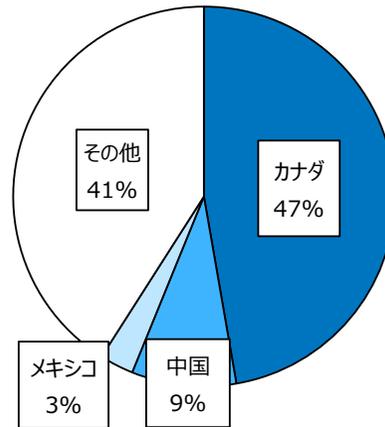
住宅販売・着工件数（年率）



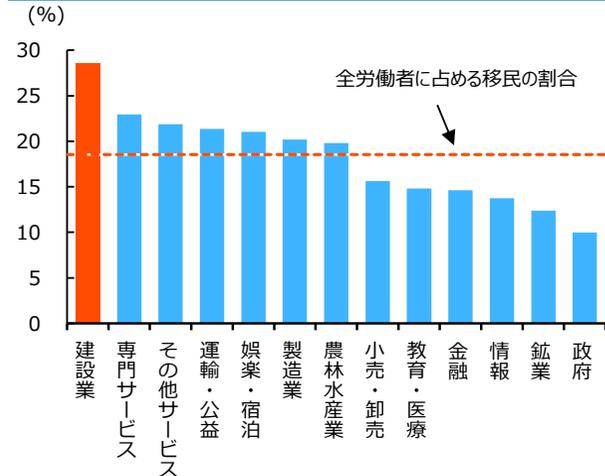
不確実性と住宅売却判断の関係（前年比）



木材・同製品の輸入シェア（2024年）



業種別移民労働者の割合（2023年）



トピックス②：トランプ政策が加速させる格差拡大

◆所得格差の拡大が継続する米国

米国では、所得格差の拡大が継続。所得階層上位20%の高所得層が所得全体の50%を占めており、この割合は年々上昇。

◆低所得層の支出抑制が消費下押し要因に

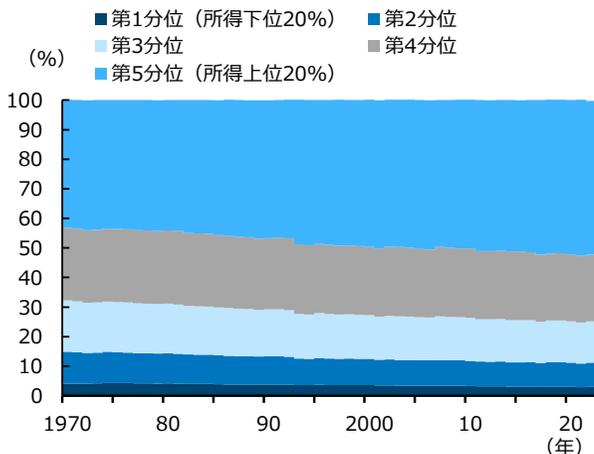
こうした流れの中で、トランプ政策は家計の実質購買力の格差を一段と広げる恐れ。この要因として、以下2点が指摘可能。

第1に、関税引き上げ。トランプ政権による関税発動を受け、米国の平均輸入関税率は足元で20%へ上昇。食料品など生活必需品は価格弾力性が低く、関税コストが価格に転嫁されやすい傾向。低所得層では、生活必需品への支出割合が高所得層と比較して高く、関税による負担が相対的に大。

第2に、財政政策。7月4日に成立した減税・歳出法では、高所得層向け所得減税の延長や州・地方税、相続税の控除上限引き上げが盛り込まれた一方、低所得層向け支出は歳出削減の対象に。

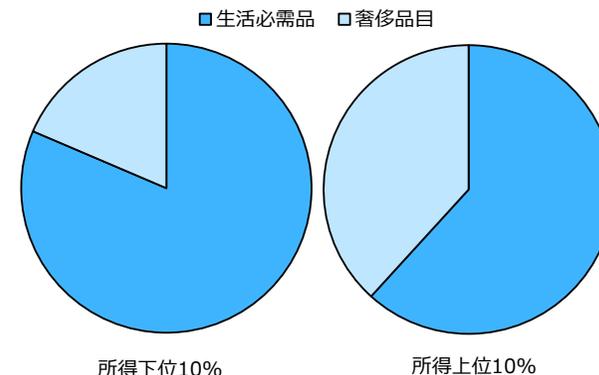
こうしたトランプ政策を受けて、高所得層では減税による所得押し上げ効果が関税による負担増を上回るものの、低所得層では関税影響に加えて公的支援の縮小が負担感を高める公算大。米イェール大学予算研究所の試算によると、今後10年間で上位10%の所得は1.5%押し上げられるのに対し、下位10%は所得対比▲6.6%の負担増。低所得層の所得減が、米国の消費下押し要因となる見込み。

所得階層別の所得全体に占める割合



出所：U.S. Census Bureau, Macrobondを基に弊社作成

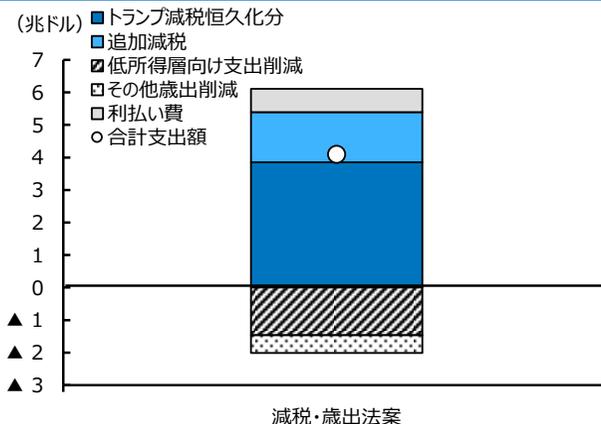
所得階層別支出品目構成（2023年）



出所：Fredを基に弊社作成

注：所得階層を10分位に分けた際の第1分位（所得下位10%）と第10分位（所得上位10%）の支出に占める生活必需品と奢侈品目の比率。生活必需品は、食料品、住宅、輸送、医療で構成。

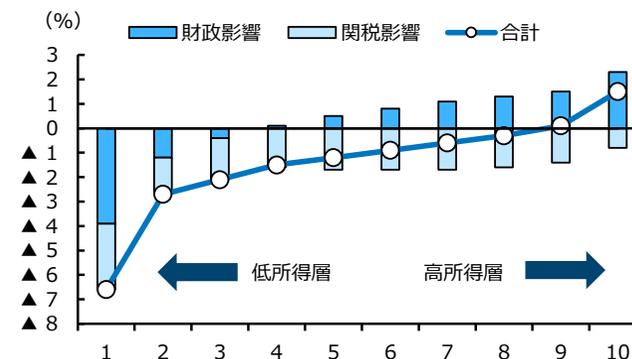
減税・歳出法における支出増減（2025～34年度）



出所：CRFB, CBOを基に弊社作成

注：7月4日に成立した減税・歳出法案を含まない場合の同期間におけるCBOの支出予測対比。

関税と財政政策による所得へのインパクト（2026～34年）



出所：米イェール大学予算研究所を基に弊社作成

注：所得10分位別の、関税による実質的な所得減少効果と減税・歳出法案による所得増減効果の和。関税は2025年6月1日時点の水準。

Fed Watch：秋に利下げ想定も、不確実性が残存

◆FRBは様子見姿勢を維持

FRBは、6月に開催されたFOMCで4会合連続となる政策金利の据え置きを決定。同時に発表されたFOMC参加者の見通しでは、景気は下方修正、物価は上方修正。一方、政策金利は年内2回の利下げ見通しを維持。

景気や物価見通しが修正された背景として、関税政策への警戒感の強まりが指摘可能。6月までに発動されたトランプ政権による関税措置を受けて、米国の平均輸入関税率は足元で20%に上昇するなど、物価上昇圧力が高まっている状況。

◆年後半に利下げ再開想定も、不透明感大

FRBは今秋にも利下げに転じる見通し。関税による物価上昇圧力は今秋以降、緩和に向かうことに加え、雇用情勢の悪化が見込まれることが背景。6月のISM雇用指数は前月から一段と低下するなど、企業の採用意欲は鈍化。

もともと、金融政策の先行きは不確実性が高い状況。米政府は7月にも新たな関税率を各国に通知。これらが適用された場合、米国の平均輸入関税率は現状の20%から30%弱に上振れる見込み。関税政策による物価への影響については、FOMC参加者でも見解が分かれており、2025年中は政策金利の据え置きを支持する参加者が足元で増加。インフレ加速と不透明感の高まりが、利下げを先送りさせる可能性も。

FOMC参加者の経済・政策金利見通し（中央値）

		2025年	2026年	2027年	長期均衡
実質GDP成長率	2025年6月	1.4	1.6	1.8	1.8
	2025年3月	1.7	1.8	1.8	1.8
失業率	2025年6月	4.5	4.5	4.4	4.2
	2025年3月	4.4	4.3	4.3	4.2
PCEデフレーター	2025年6月	3.0	2.4	2.1	2.0
	2025年3月	2.7	2.2	2.0	2.0
コアPCEデフレーター	2025年6月	3.1	2.4	2.1	—
	2025年3月	2.8	2.2	2.0	—
政策金利	2025年6月	3.9	3.6	3.4	3.0
	2025年3月	3.9	3.4	3.1	3.0

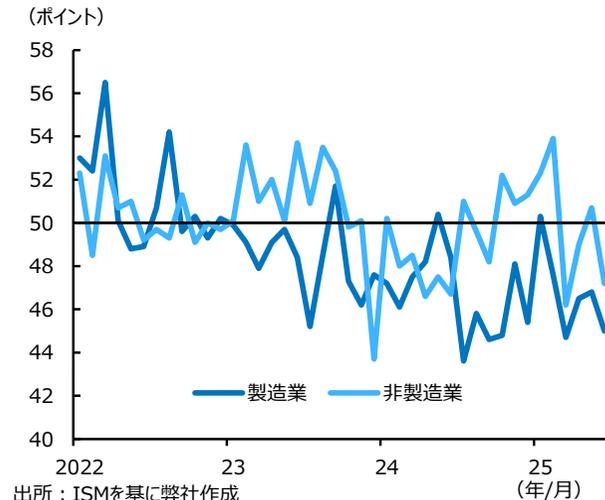
出所：FRBを基に弊社作成
注：赤字は前回からの変更点。

7月に新たに表明された関税率

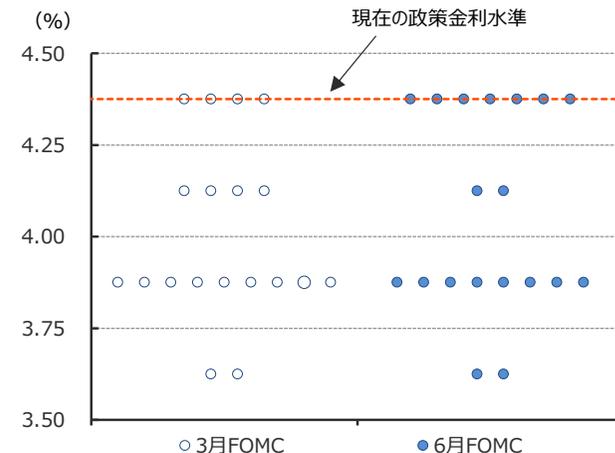
対象	新たな関税率	現状
ブラジル	50%	10%
タイ	36%	10%
カナダ	35%	25%
インドネシア※	32%	10%
EU	30%	10%
メキシコ	30%	25%
南アフリカ	30%	10%
日本	25%	10%
韓国	25%	10%
マレーシア	25%	10%
フィリピン	20%	10%
銅	50%	—

出所：各種報道を基に弊社作成
注：後にインドネシアの関税率は19%で合意。

ISM雇用指数



FOMC参加者の政策金利の見通し



米国景気・金利見通し：景気は減速、長期金利は低下へ

◆関税により景気は減速

当面の米国景気は減速する見通し。関税の想定として、中国に30%、メキシコ、カナダに25%、その他の国・地域に10%、品目別では鉄鋼・アルミニウム・銅に50%、自動車などに25%。その結果、米国内の物価上昇を通じて個人消費や設備投資が下押しされ、2025年通年の実質GDPは1%台前半の伸びにとどまると予想。

2026年に入ると、関税影響の一巡や利下げ効果の波及を受け、景気は緩やかに持ち直しに転じる見通し。

◆長期金利は低下も、上振れリスクあり

F R Bは、関税引き上げの影響を見定めるため、政策金利を当面維持する見通し。その後、関税による物価上昇圧力の緩和や景気減速による雇用情勢の悪化を受けて、年後半から利下げを再開する見込み。もっとも、インフレ圧力が高まる場合、利上げ転換の可能性も。

バランスシートを縮小する量的引き締め（QT）は継続。QTの終了時期は年終盤となる見込み。

長期金利は、景気の減速や年後半以降の利下げが意識され、緩やかに低下する見通し。もっとも、減税・歳出法の成立に伴う、米国財政の持続性に対する懸念の高まりが金利の上昇圧力に。加えて、大幅な関税引き上げや移民規制の強化などを受けてインフレが高進し、F R Bが利上げに転じる場合、長期金利は急騰の恐れも。

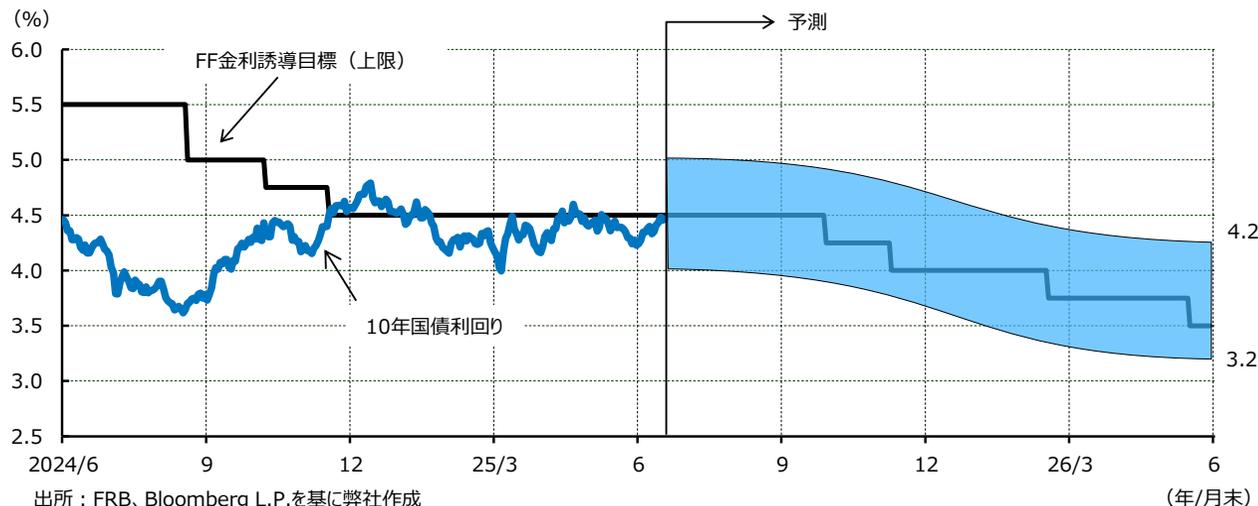
米国経済・物価見通し

(四半期は季調済前期比年率、%、%ポイント)

	2024年		2025年				2026年		2024年	2025年	2026年
	7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6			
	(実績)		(予測)				(実績)	(予測)			
実質GDP	3.1	2.5	▲ 0.5	2.5	▲ 0.2	0.2	1.4	2.0	2.8	1.4	1.4
個人消費	3.7	4.0	0.5	1.2	▲ 1.0	0.0	1.1	1.6	2.8	1.6	0.9
住宅投資	▲ 4.3	5.5	▲ 1.3	▲ 1.0	▲ 1.5	▲ 0.2	0.8	1.2	4.2	▲ 0.4	0.5
設備投資	4.0	▲ 2.9	10.3	▲ 6.3	▲ 0.3	▲ 0.2	0.7	1.2	3.6	1.4	0.3
在庫投資（寄与度）	▲ 0.2	▲ 0.8	2.6	▲ 1.0	▲ 0.2	▲ 0.1	0.0	0.0	0.0	0.3	▲ 0.1
政府支出	5.1	3.1	▲ 0.6	0.8	0.4	▲ 0.1	1.6	2.4	3.4	1.4	1.3
純輸出（寄与度）	▲ 0.6	0.3	▲ 5.1	4.0	0.7	0.4	0.3	0.3	▲ 0.4	▲ 0.5	0.6
輸出	9.6	▲ 0.2	0.4	▲ 1.0	1.5	1.5	2.9	3.5	3.3	1.4	2.6
輸入	10.7	▲ 1.9	38.0	▲ 22.0	▲ 3.5	▲ 1.2	0.1	0.4	5.3	4.4	▲ 2.0
実質最終需要	4.3	2.6	1.5	▲ 0.1	▲ 0.5	0.1	1.3	1.8	3.1	1.5	1.0
消費者物価	2.6	2.7	2.7	2.4	3.5	3.4	3.0	3.0	2.9	3.0	2.7
除く食料・エネルギー	3.2	3.3	3.1	2.8	3.7	3.6	3.4	3.3	3.4	3.3	3.1

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

米国金利見通し



ユーロ圏景気概況：景気は減速へ

◆ 輸出は減少

ユーロ圏の輸出は減速。米国向け輸出の減少幅が特に大きく、4～5月平均は1～3月対比▲18%減少。米関税引き上げを見越した駆け込み需要の剥落が背景。中国向け輸出も同国の景気減速などから減少。

◆ 生産も減少へ

生産活動は持ち直し。4月の製造業生産は大きく減少したものの、5月は反発。財別にみると、医薬品が大幅に増加。5月に米トランプ大統領が医薬品への追加関税に言及したことから、駆け込み需要が強まった可能性。

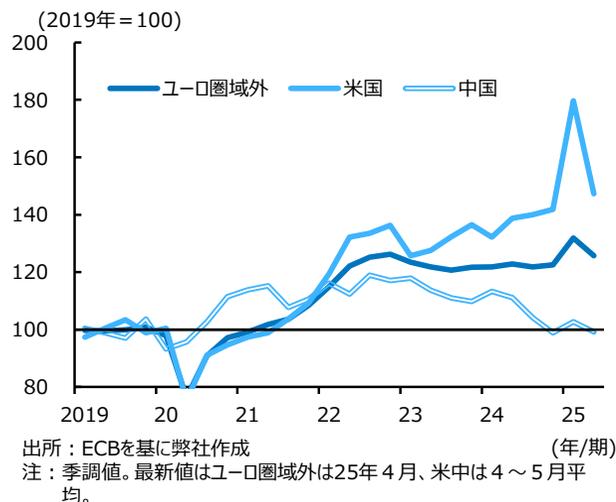
先行きの生産は減速する見込み。受注在庫バランスをみると、ユーロ圏では生産が回復した一方で受注が減少していることから、在庫が増加。今後、需要減を受けた在庫調整を背景に生産が抑制される見通し。

◆ 個人消費が下支え

個人消費は底堅く推移。小売売上は足元で増勢を維持。4～5月の小売売上高の平均は、1～3月対比で1%超の伸び。国別にみると、観光業が好調なスペインや、デysinフレが進行しているフランスなどが押し上げ。

先行きも、賃金の上昇とインフレ圧力の低下により、個人消費は底堅さを維持し、景気の底割れは回避される見込み。

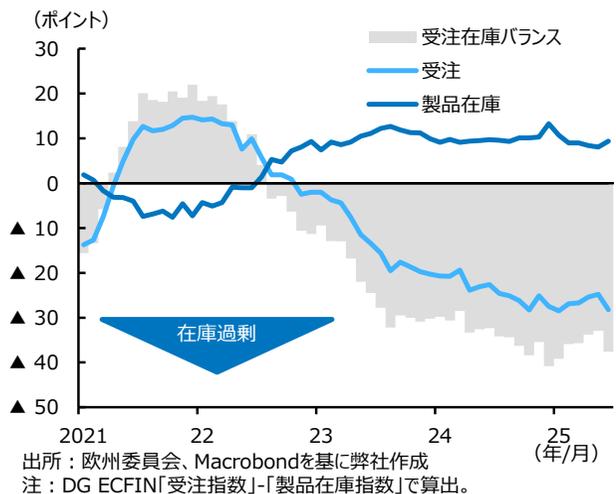
ユーロ圏の輸出



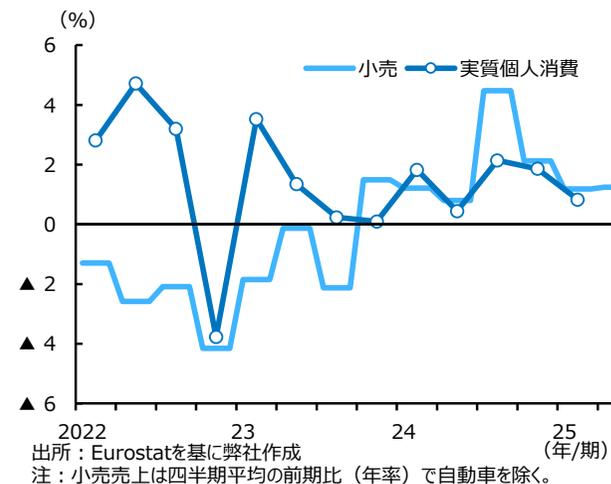
ユーロ圏の製造業生産



ユーロ圏の受注在庫バランス



ユーロ圏の小売売上と個人消費（前期比年率）



英国景気概況：景気は持ち直し

◆サービス業がけん引、製造業も底堅く

英国景気は持ち直し。業種別の月次GDPをみると、サービス業が全体をけん引しているほか、製造業も底堅く推移。4月には米関税引き上げ前の駆け込み輸出による景気押し上げ効果が剥落したものの、減産幅は限定的。米国向け輸出が比較的小さいことや、米国との関税交渉の進展が背景。

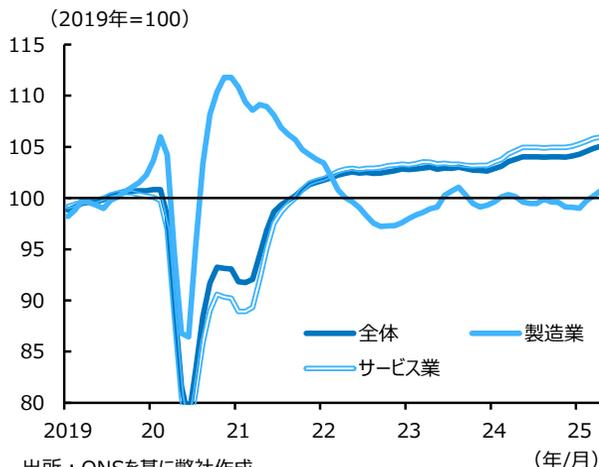
◆緩和に向かうインフレ圧力

物価は足元で下げ渋っているものの、先行き緩やかに騰勢が鈍化する見通し。背景は以下の2点。

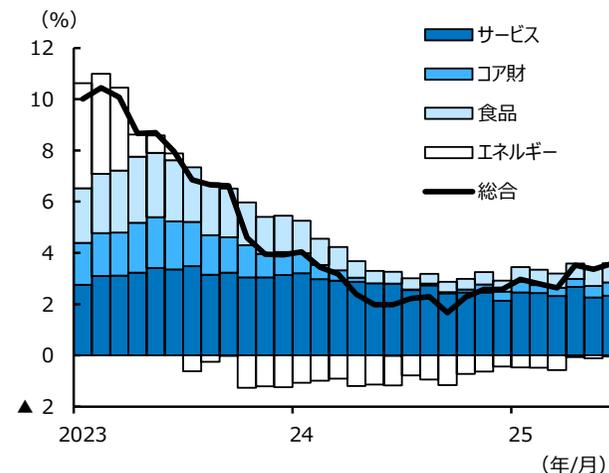
第1に、サービス価格の騰勢鈍化。コロナ後にひっ迫した労働需給が緩和傾向にあり、賃金上昇圧力が減退。欠員数は、すでにコロナ前を割り込む水準へ減少。

第2に、エネルギー価格の低下。英ガス・電力市場局（Ofgem）は6月に、7～9月期のエネルギー価格上限の引き下げを決定。価格に反映されるコストの内訳を見ると、卸売調達コストが減少。先行きも、主要産油国による原油増産などを受けて原油価格の下落が続く見込み。

英国の業種別GDP



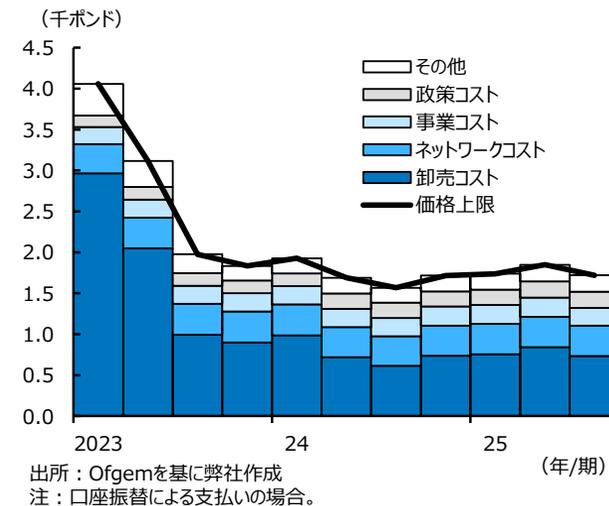
英国の消費者物価（CPI前年比）



英国の欠員数



英国のエネルギー価格上限



欧州トピック：社会保障問題に揺れる英国の財政

◆ 社会保障費は財政を圧迫

英国では、膨張する社会保障費が財政を圧迫。本国では高齢化のみならず、現役世代の長期療養者の増加も社会問題に。OBRの試算によれば、現役世代の健康問題は、労働力の減少を通じて税収を▲89億ポンド減少させ、医療費の増加を通じて政府支出を68億ポンド押し上げ。

◆ 社会保障費の削減を撤回

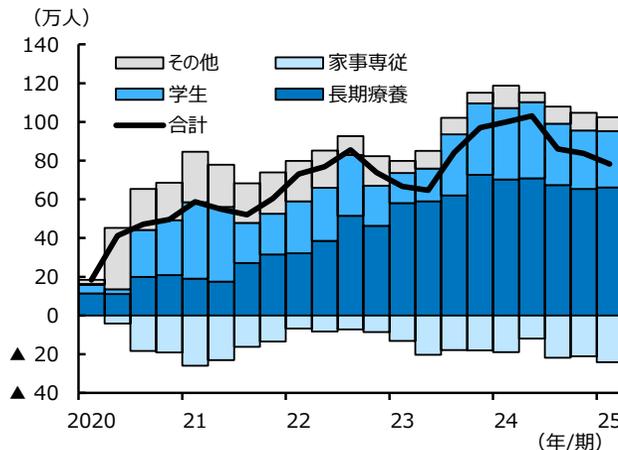
歳出削減が必要であるにもかかわらず、スターマーズ政権は冬季暖房費と障がい者向けの個別自立給付（PIP）の削減方針を撤回。この背景として、社会福祉関連費用の削減方針への反発を受けて、5月の地方選挙で与党の労働党が大敗したことが指摘可能。

25年3月時点の財政見通しでは、29年度にはこれらの支出を約▲60億ポンド削減する計画であったが、これを撤回したことでGDP比0.2%の財政負担増。

◆ 高まる金利高騰リスク

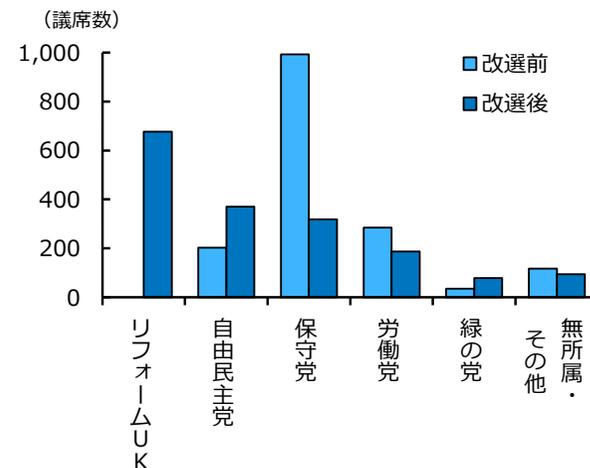
こうした歳出圧力の強まりで金利高騰リスクが上昇。英国では政府債務対GDP比率がOECD諸国の中で5番目に高く、財政悪化懸念を招きやすい状況。7月初旬に財政規律派のリーブス財相の辞任観測が浮上すると、英国の長期金利は急騰。政府の利払い負担は22年以降高水準で推移しており、金利の高騰が利払い費の増加を通じさらなる財政悪化につながるリスク。

英国の非労働力人口増の内訳（2020年比）



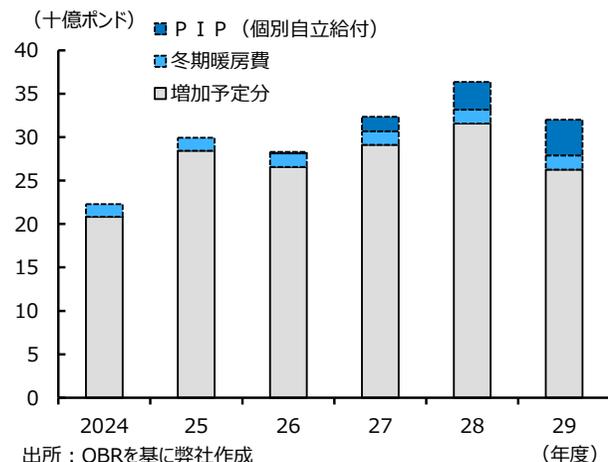
出所：OBR、ONSを基に弊社作成
注：生産年齢人口のみ。

2025年5月英国地方選挙の結果



出所：BBCを基に弊社作成

英国政府の政策による財政支出の増加見通し



出所：OBRを基に弊社作成
注：2024年3月の財政見通し時点から25年3月までの政策変更による政府支出増加に、暖房費・PIPの支出増加分を上乗せ。

英国の長期金利と利払い負担



出所：ONS、Macrobondを基に弊社作成
注：利払い費対政府支出は後方12ヶ月移動平均。

欧州経済見通し：ユーロ圏は当面減速、英国は回復の足取り重く

<ユーロ圏>

◆景気は当面減速

ユーロ圏の景気は当面減速する見込み。米国の関税政策はドイツを中心とした製造業の不振を一層悪化させ、景気全体を押し下げると予想。当面は堅調なスペイン経済や個人消費が下支えし、来年入り後にはドイツの財政拡張やユーロ圏の防衛費増額が景気を押し上げる見通し。

先行きのリスクは、域内の政治情勢や米国の経済政策を巡る不確実性の増大。ドイツ・フランスなどでは、与党の議席数が単独過半数を割るなか、政権運営が難航し、家計・企業マインドの悪化を招く恐れ。さらに、米国政府との貿易摩擦が激化すれば、輸出の減少などを通じて景気後退に陥るリスクも。

<英国>

◆企業負担増で回復の足取り重く

英国景気は緩やかに回復する見通し。米国向け輸出が少ないことから米関税の影響は限定的。また、BOEの利下げにより、設備投資や住宅投資への下押し圧力は徐々に緩和。政府による財政政策も、政府消費や公共投資の増加で成長を後押しする見込み。

もっとも、最低賃金や国民保険料の引き上げで企業収益が圧迫されることから、景気回復の足取りは重い見込み。

欧州各国の経済・物価見通し

(実質GDPは季節調整済前期比年率、消費者物価指数は前年同期比、%)

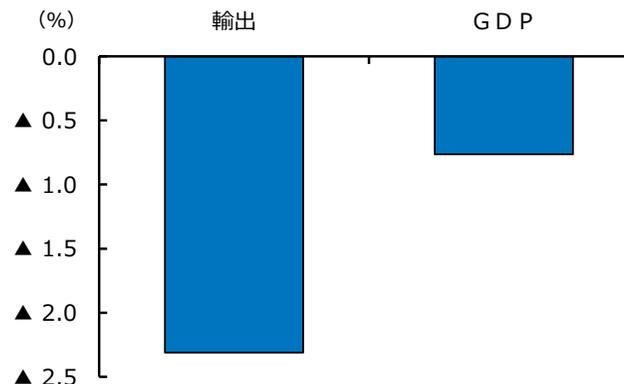
(前年比、%)

		2024年		2025年			2026年		2024年	2025年	2026年	
		7~9	10~12	1~3	4~6	7~9	10~12	1~3				4~6
		(実績)			(予測)						(実績)	(予測)
ユーロ圏	実質GDP	1.6	1.2	2.5	▲1.8	▲0.2	0.3	1.2	1.7	0.9	0.7	1.0
	消費者物価指数	2.2	2.2	2.3	2.0	2.0	2.0	1.9	2.1	2.4	2.1	2.0
ドイツ	実質GDP	0.4	▲0.8	1.7	▲0.9	▲0.1	0.4	1.2	1.7	▲0.2	0.1	1.1
	消費者物価指数	2.2	2.5	2.6	2.1	2.2	2.0	2.0	2.0	2.5	2.2	2.0
フランス	実質GDP	1.5	▲0.3	0.5	0.0	0.1	0.2	0.8	0.9	1.2	0.3	0.7
	消費者物価指数	2.1	1.7	1.2	0.8	1.0	1.0	1.3	1.3	2.3	1.0	1.3
英国	実質GDP	0.0	0.4	3.0	0.0	0.2	0.7	1.2	1.5	1.1	1.0	1.1
	消費者物価指数	2.1	2.5	2.8	3.5	3.2	2.7	2.5	2.2	2.5	3.0	2.2

出所：Eurostat、ONSなどを基に弊社作成

注：シャドーは予測値。

30%関税がユーロ圏経済に与える影響



出所：Eurostat、IMF、U.S. Census Bureau、Boehm et al.(2023)を基に弊社作成

注：全ての品目に一律30%の関税が賦課される前提。輸出弾性値はBoehm et al.(2023)の値を用いて試算。

【ホット・トピック】

◆米国、EUに対30%関税を表明

米トランプ政権は、8月よりEUへの関税を30%とする書簡を送付。5月に表明した50%よりも税率は低いものの、4月に公表された相互関税の上乗せ分20%に比べて高い水準であることから、EU側は反発。8月に向けて交渉が継続している状況。

EUから米国に対する輸出品に30%関税が賦課された場合、EU全体の輸出は▲2.3ポイント下押しされ、GDPを▲0.8ポイント弱下押しする見込み。

さらに、交渉が決裂した場合、EU側の報復措置発動や、それに反発した米国によるさらなる関税賦課などの恐れ。こうした貿易摩擦の激化が欧米経済の景気後退を招く可能性も。

欧州金利見通し：ECB・BOEともに利下げ

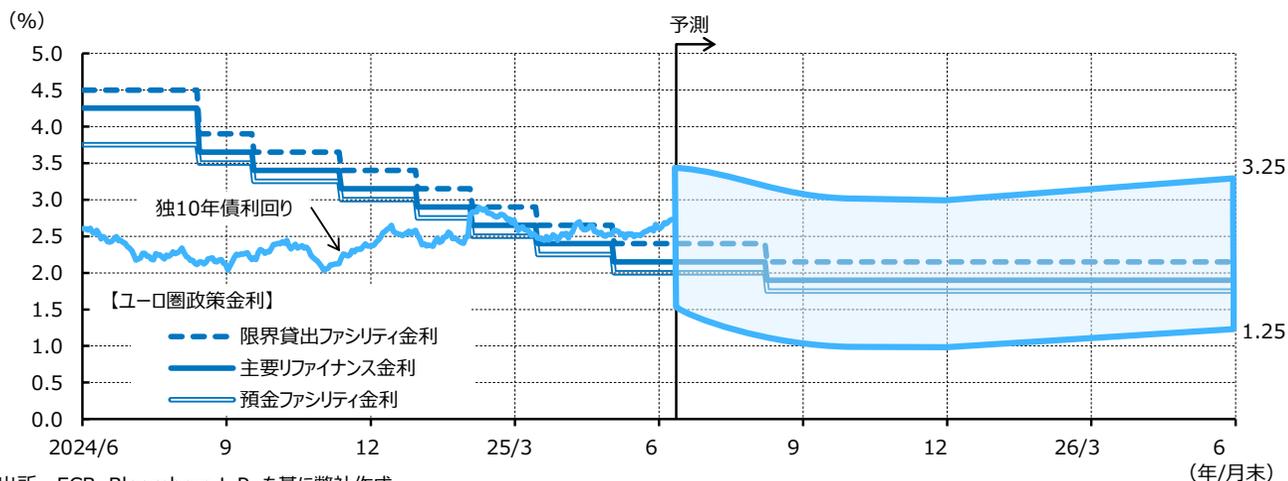
<ユーロ圏>

◆ ECB：利下げは終盤へ

ECBは6月の理事会で0.25%の利下げを決定。先行き、インフレ率の緩やかな低下や、ユーロ圏景気の減速への警戒から、ECBは年後半に0.25%の利下げを実施し、その後は据え置くと予想。

独10年債利回りは、ドイツ経済の弱含みやECBの利下げを受けて、当面は緩やかな低下が見込まれるも、来年入り後には財政拡張を受けて上昇基調へ転じる見通し。

ユーロ圏金利見通し



出所：ECB、Bloomberg L.P. を基に弊社作成

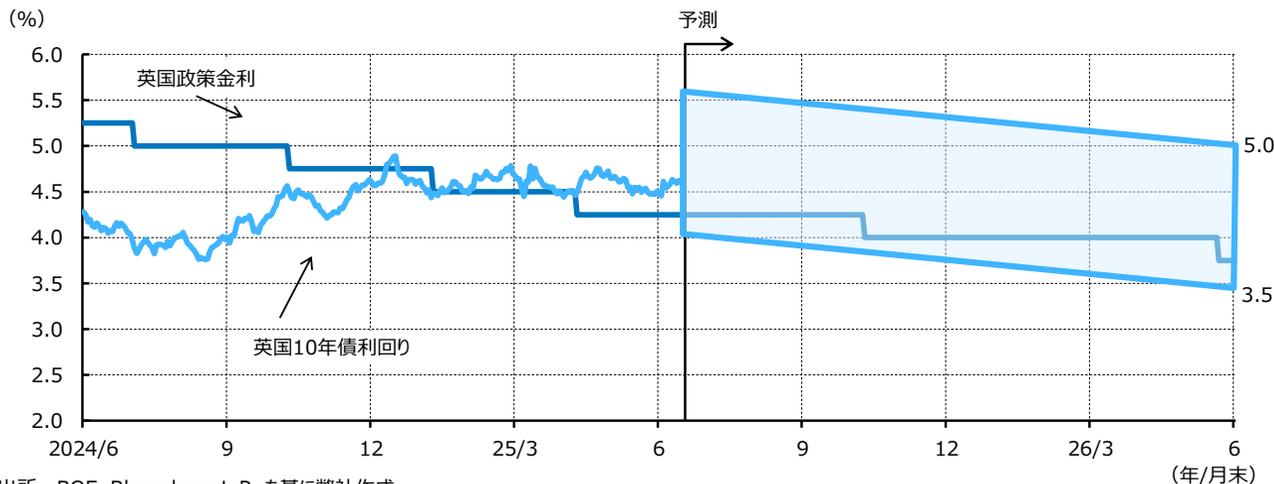
<英国>

◆ BOE：慎重に利下げを判断

BOEは6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、概ね半年に1回のペースで利下げを実施すると予想。これにより、政策金利は年末にかけて4%へ低下する見通し。

英10年債利回りは、利下げを織り込む動きにより緩やかに低下する見通し。

英国金利見通し



出所：BOE、Bloomberg L.P. を基に弊社作成

景気は年後半から減速へ

◆4～6月期は景気持ち直しが持続

中国景気は持ち直し。4～6月の実質GDP成長率は前年同期比+5.2%と、政府目標（+5.0%）を上回る伸び。

需要項目別では、政策効果で個人消費が好調に推移。耐久消費財の買い替え補助金が奏功し、4～6月の小売売上高は前年同期比+5.4%と、前期（同+4.6%）から加速。一方、固定資産投資には減速感。その背景として、米国の関税政策を巡る不確実性の高まりや、6月の天候不順による建設工事の遅れが指摘可能。

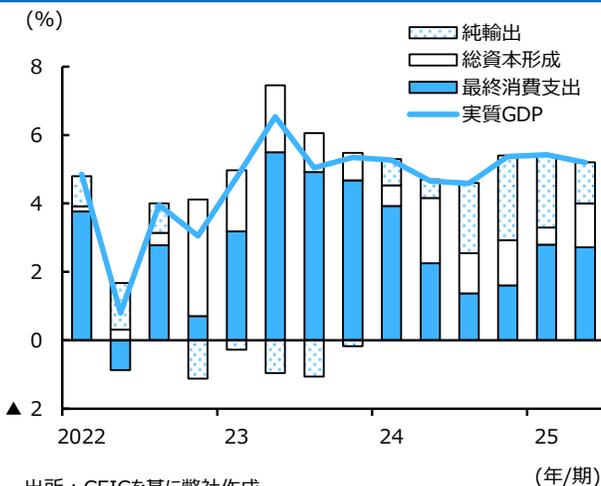
外需は、減速しつつも深刻な落ち込みは回避。4～6月期の対米輸出は前年同期比▲23.9%の大幅減となったものの、輸出全体では同+6.2%と増加。米国による各国への上乗せ相互関税の延期期限を前に、ASEANなどへの駆け込み輸出が発生した模様。

◆年後半は内外需とも増勢が鈍化

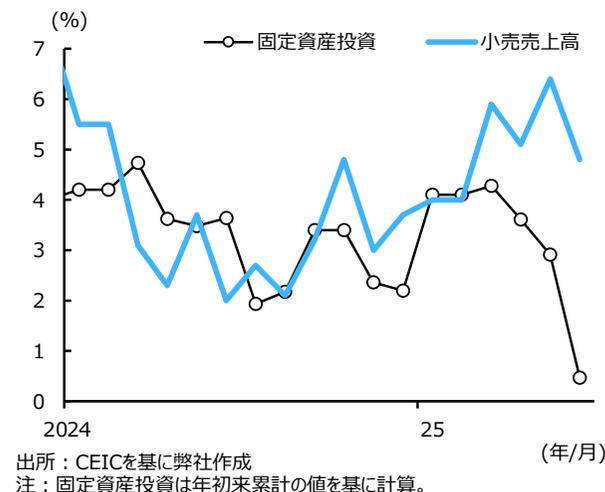
年後半の景気を展望すると、個人消費は、買い替え補助金の効果逡減などにより、増勢が鈍化する見込み。投資は、貸出金利の引き下げによる下支えが期待できる半面、企業の設備投資意欲や不動産市場の低迷を背景に、力強い回復は見込み薄。

外需も、ASEANなどへの駆け込み輸出の反動減や対米輸出の減少により減速。米国が対中高関税を再び発動し、景気の下振れリスクが高まった場合、政府は追加の景気刺激策を講じると予想。

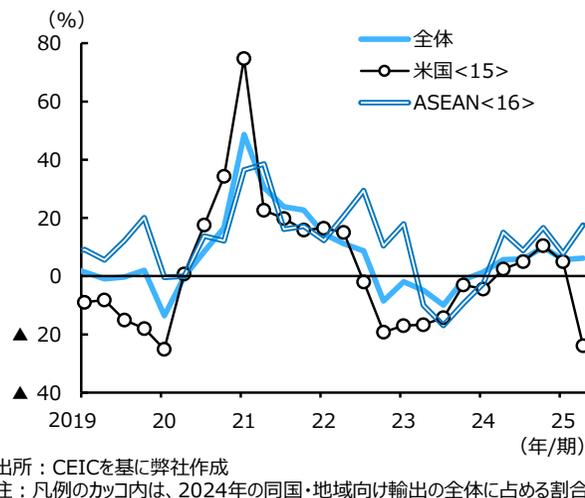
実質GDP成長率（前年同期比）



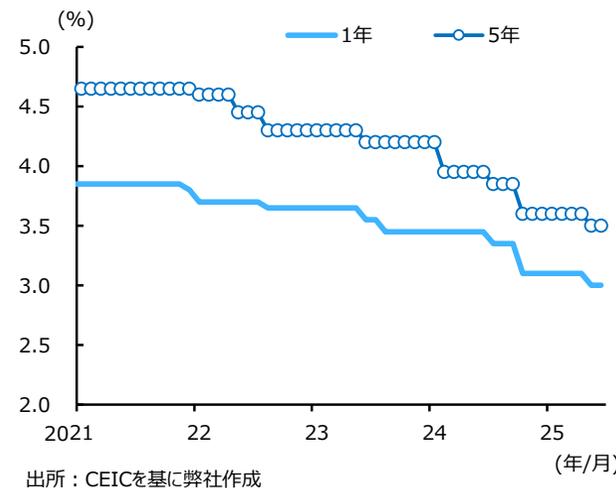
消費・投資関連指標（前年同月比）



中国の輸出増減率（前年同期比）



ローンプライムレート



輸出の大幅減は回避される見込み

◆年後半は輸出下押し要因が増加

6月の輸出総額は増勢が加速。その理由は、以下の3点。

第1に、対米輸出の減少幅の縮小。5月の対中関税引き下げを受け、一部受注品の出荷が再開。

第2に、ASEANや台湾への輸出拡大。米国による各国への上乗せ相互関税延長期限を前に、米国向け最終製品用の原材料・部品の駆け込みが発生した模様。

第3に、輸出市場の多角化戦略。中国政府の支援の下、EUやアフリカ向け輸出が増加。

今後、輸出環境は厳しさを増すと予想。現行の関税率下での対米輸出の減少が続くほか、ASEANなどへの駆け込み輸出の反動減も年後半の輸出を下押し。一方、EUやアフリカへの輸出は増勢を維持し、輸出全体では横ばいか微減で推移する見通し。

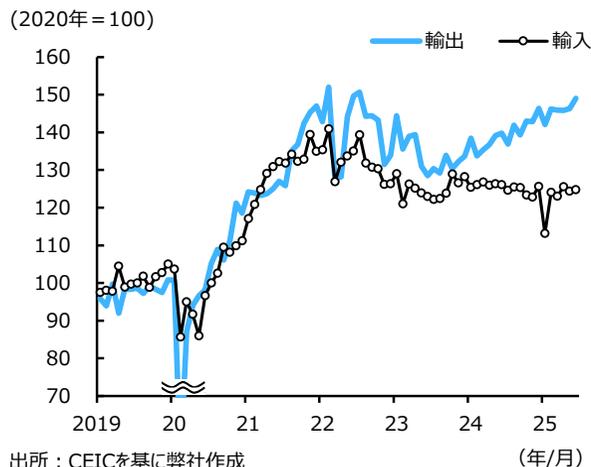
◆輸入は低調な推移

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

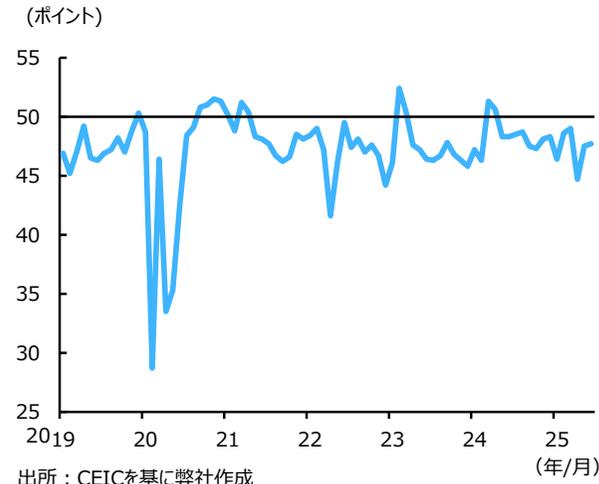
◆対中直接投資は低迷が続く見込み

1～5月の対中直接投資（ドル建て）は前年同期比▲14.2%の減少。中国政府は、サービス分野の一層の対外開放などをアピール。もっとも、グローバル・サプライチェーンにおける脱中国依存の動き、地場企業との競争激化、不透明な法運用などが足かせとなり、多くの外資企業は中国事業に慎重姿勢を崩さず、対中投資の低迷は続く見込み。

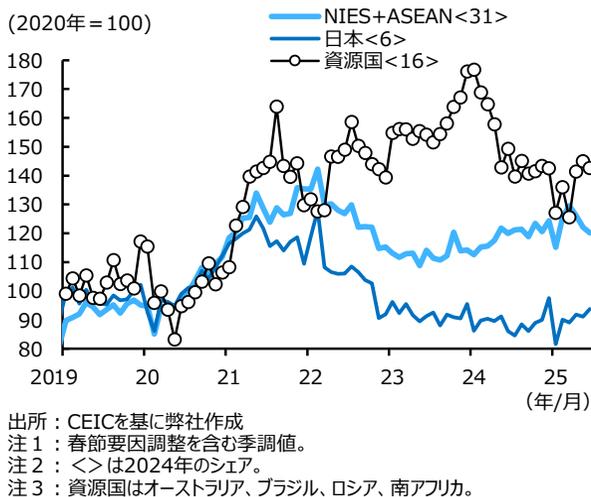
輸出入総額（季調値、ドル建て）



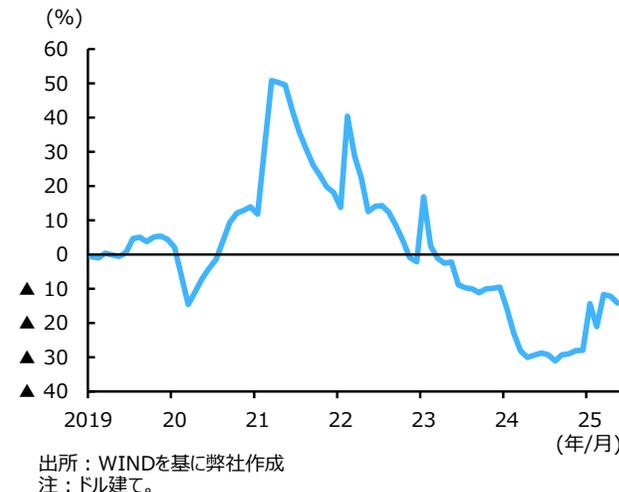
新規輸出受注指数（製造業PMI）



輸入額（季調値、ドル建て）



対中直接投資（年初来累計、前年比）



消費は先行き減速へ

◆年後半の個人消費は増勢鈍化

6月の小売売上高は前月より減速するも、拡大傾向は継続。好調の主因は政策効果。耐久消費財の買い替えに対する補助金が奏功し、家電や自動車を中心に高い伸び。

年後半を展望すると、買い替え補助金の下期枠分（1,380億円）の配分やサービス消費の喚起策による下支え効果が生じる見込み。しかし、全体で見れば、消費者マインドの停滞が続くほか、補助金などの政策効果は次第に低減し、消費の増勢は鈍化する見込み。政府機関や公務員に対する「俸給令」の強化が消費の新たな抑制要因となる恐れも。マインドの回復に向けては、社会保障の充実や若者への就職支援の強化など、将来不安の解消につながる対策に本腰を入れることが不可欠。

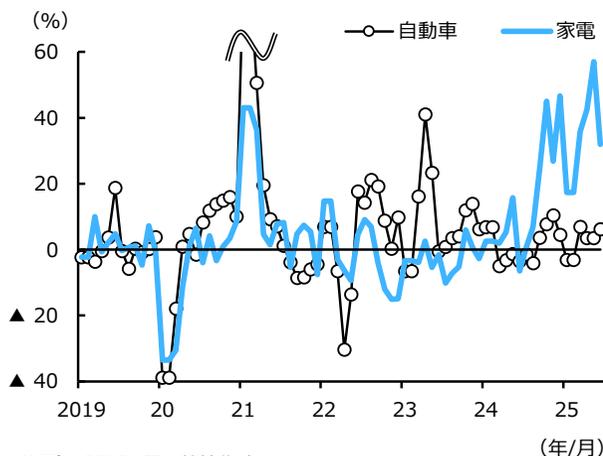
◆乗用車販売は先行き増勢鈍化

6月の乗用車販売台数は、買い替え補助金の効果で増勢加速。ただし先行きは、補助金効果のはく落により、増勢は鈍化すると予想。

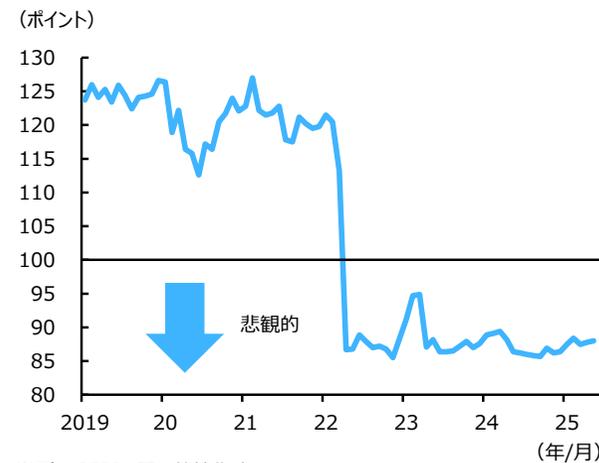
◆住宅販売は減少トレンドが続く見通し

政府の不動産市場対策により、2024年後半以降、一部主要都市の住宅販売に持ち直しの動き。もっとも、大半の都市では減少が継続し、全体で見れば減少トレンドに歯止めがかからず。主たる購入層である若年層の人口減という構造問題も抱えていることから、住宅販売は長期低迷が不可避な情勢。

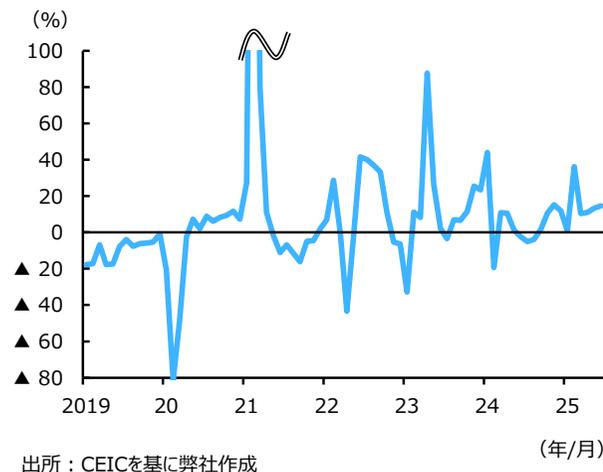
家電・自動車販売額（前年同月比）



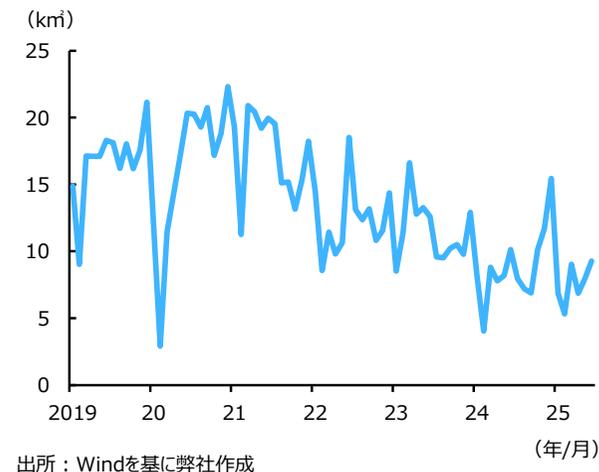
消費者信頼感指数



乗用車販売台数（前年同月比）



主要30都市の分譲住宅取引床面積



固定資産投資の力強い回復は望めず

◆ 足元の大幅減速は解消に向かう見込み

6月の固定資産投資は前年同月比+0.5%と、5月（同+2.9%）に比べて大幅に鈍化。天候要因（高温多雨）により、一部の地域でインフラ・不動産工事が遅れたことが主因。米国の関税政策による不確実性の高まりを背景に、製造業で投資を先送りする動きが強まり、設備更新補助金の押し上げ効果を上回ったことも減速に拍車。

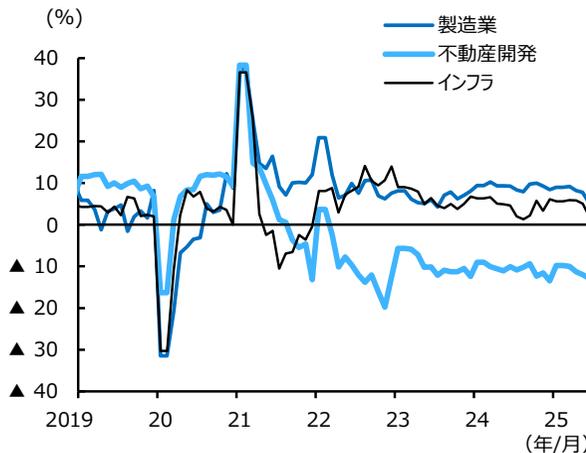
天候要因による押し下げは一時的にとどまり、今後解消に向かう公算大。地方特別債の前倒し発行によるインフラ工事も下支えとなり、足元の大幅な減速は解消に向かう見込み。もっとも、トランプ関税による企業の設備投資意欲の停滞や不動産市場の低迷を背景に、固定資産投資全体の力強い回復は見込み薄。

目下、政府は、ハイテク製造業の強化に注力しており、製造業の投資が上振れる可能性も。しかし、過度な投資増は消費が弱いなかで過剰生産の問題を深刻化させ、デフレ基調を長引かせる可能性。

◆ 住宅価格は下落

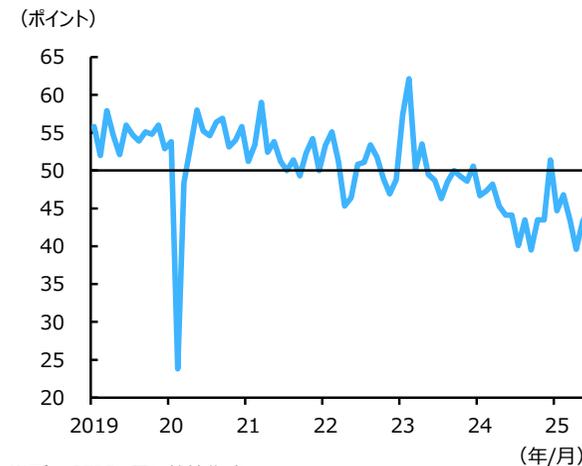
6月の主要70都市の新築住宅平均価格は、5月を下回る水準。前月から価格が下落した都市数は56と、5月より3都市増加。2024年後半からの不動産市場対策の効果がはく落したこと、住宅需要が長期低迷期に入っていることから、先行きの住宅価格は軟調地合いが続く見通し。

固定資産投資（前年同月比）



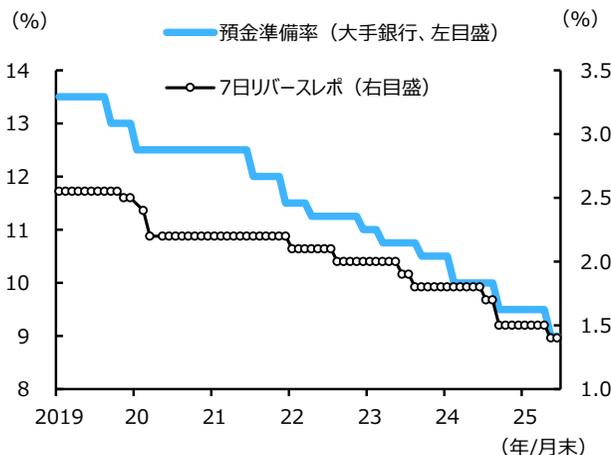
出所：CEICを基に弊社作成
注：不動産開発投資は年初来累計の値を基に計算。

新規受注指数（建設業PMI）



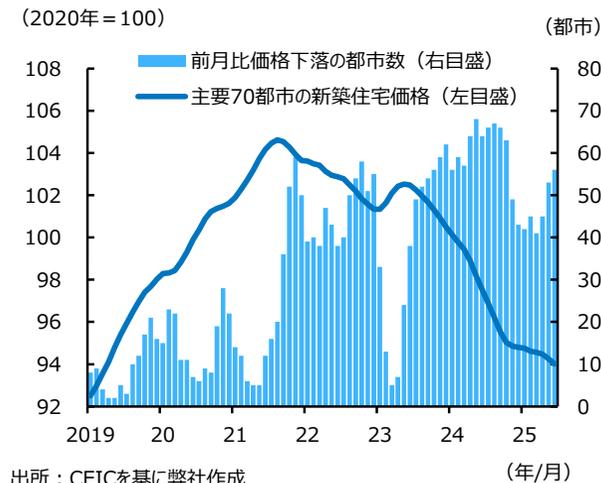
出所：CEICを基に弊社作成

政策金利と預金準備率



出所：CEICを基に弊社作成

住宅価格と価格下落都市数



出所：CEICを基に弊社作成

デフレ圧力は継続

◆CPIはプラス転換するもゼロ%台

6月のCPIは前年同月比+0.1%と、5カ月ぶりのプラス。衣類などが上昇に転じたほか、ガソリンなどの燃料価格の下落幅が縮小。ただし、厳しい企業間競争を背景に、自動車やスマホは下落。

6月のPPI（工業生産者出荷価格）は前年同月比▲3.6%と、33カ月連続のマイナス。内訳をみると、生産財価格の下落が顕著。過剰設備が押し下げ要因。

先行き、消費の減速を受け、物価はデフレ基調で推移すると予想。

◆対米ドルレートは横ばい圏

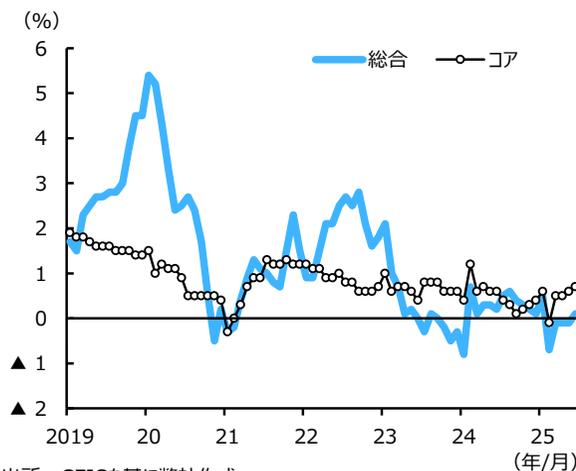
6月の人民元の対米ドル相場は、前月から横ばい圏で推移。7月入り後も、中国人民銀行が合理的で均衡のとれた水準で為替を安定させるとの方針を示したことから、横ばい圏での推移が持続。

先行きも横ばい圏での推移を予想。当局が輸出下支えのために元安を許容する可能性はあるものの、海外への資金流出防止策により急激な元安を抑制する見込み。

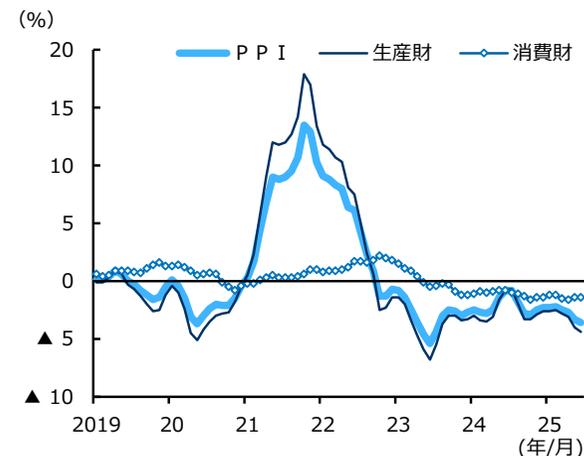
◆株価は大台を回復

景気対策が本格化した昨年後半以降、株価は緩やかな上昇基調。足元でも、米中貿易摩擦の緩和期待を背景に、株価は3,500ポイントの大台を回復。先行きの景気減速で上値は重いものの、追加景気対策への期待などが押し上げ要因となり、株価は緩やかな上昇が続く見通し。

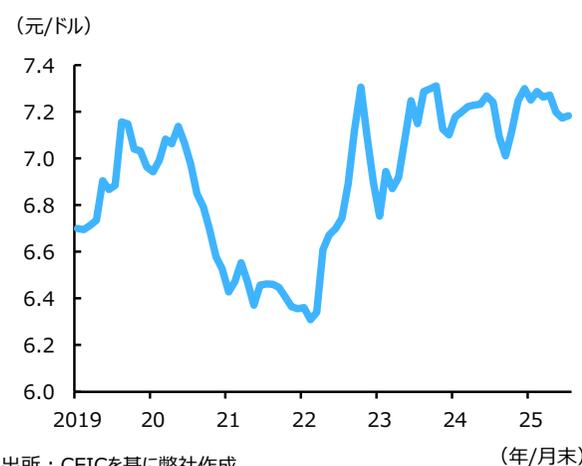
CPI（前年同月比）



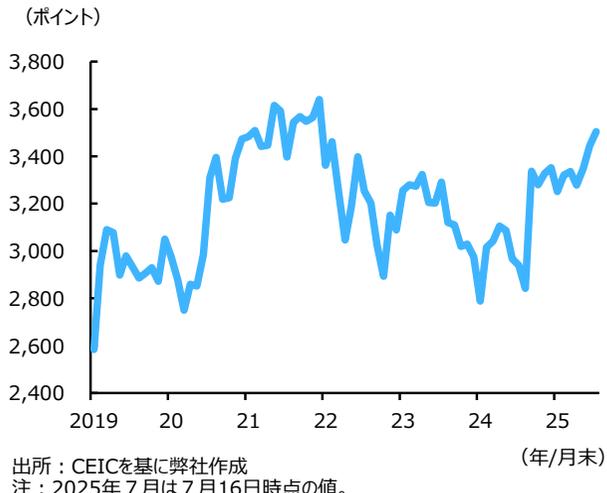
PPI（前年同月比）



人民元の対米ドルレート



上海総合株価指数



ドル円相場見通し：年後半から緩やかな円高へ

◆ドル円相場回顧

6月のドル円相場は、下旬にかけて、一時148円台前半までドル高・円安が進行。中東情勢の緊迫化を受けて投資家によるリスク回避姿勢が強まったことがドルを押し上げ。

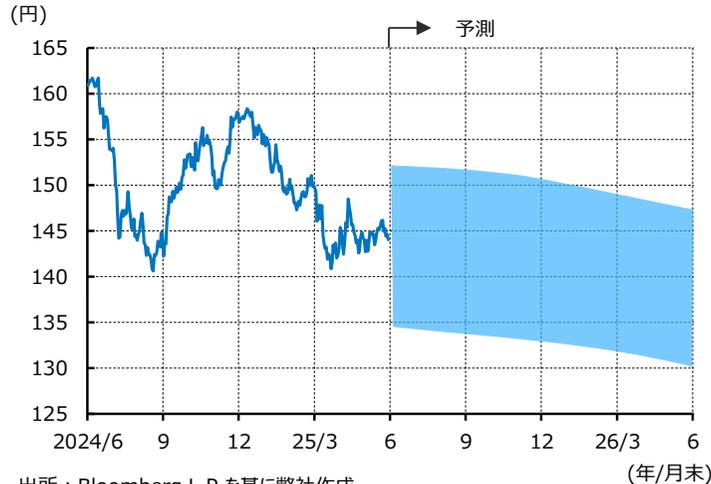
月末には、144円台前半へドル安・円高が進行。米国の仲介によりイスラエルとイランが停戦に合意したことを受けてリスク回避によるドル買い圧力が弱まったほか、金融緩和を要望するトランプ大統領が緩和に慎重なパウエル議長の後任を選出する意向を示したことで、FRBの早期利下げ観測が高まったことが背景。

◆今後の見通し

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

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

ドル円相場見通し

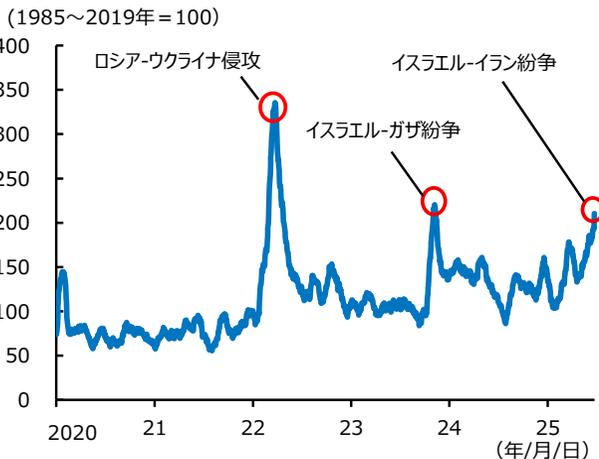


出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

	2025年			2026年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	144.54	145	143	141	138
(高値)	150.49	153	151	149	146
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	139.89	137	135	133	130

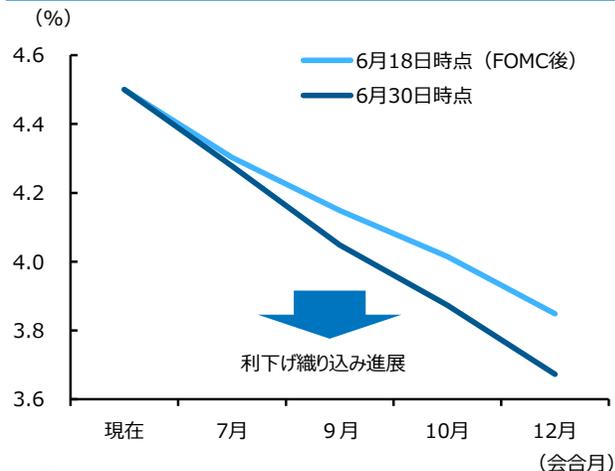
出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

地政学リスク指数（30日移動平均）



出所：https://www.matteociacoviello.com/gpr.htm (6月30日にダウンロードしたデータ)を基に弊社作成

市場によるFRBの政策金利予想



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：先物ベース。

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

6月のユーロドル相場は、月末にかけて一時1.17ドル台前半へユーロ高・ドル安が進行。E C Bの利下げ停止が視野に入る一方、米F R Bの早期利下げ観測が高まったことが背景。欧州では、6月のE C B理事会後の会見でラガルド総裁が利下げ打ち止めが近いことを示唆した一方、米国では、トランプ大統領がパウエル議長の後任を選出する意向を示唆。

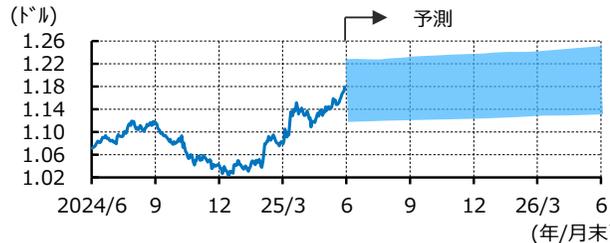
対円では、植田日銀総裁が6月の金融政策決定会合後の会見でハト派的な姿勢を示した一方、独景況感指数が市場予想を上回ったことなどを背景に、月末には一時169円台後半へユーロ高・円安が進行。

◆今後の見通し

先行きのユーロドル相場は、緩やかなユーロ高基調で推移する見通し。E C Bは早晚利下げを停止するとみられる一方、F R Bは利下げを段階的に実施すると予想。その後は、ドイツ政府や欧州委員会による財政拡大が欧州景気を回復させるとの期待が高まり、ユーロが押し上げられる見込み。

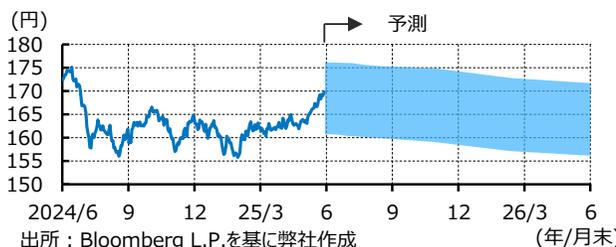
対円では、E C Bの利下げ停止が視野に入る一方、日銀は来春にも利上げを実施すると予想されることから、緩やかな円高基調で推移する見通し。

ユーロ相場見通し



	2025年			2026年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	1.134	1.16	1.17	1.18	1.19
(高値)	1.179	1.21	1.22	1.23	1.24
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	1.078	1.11	1.12	1.13	1.14

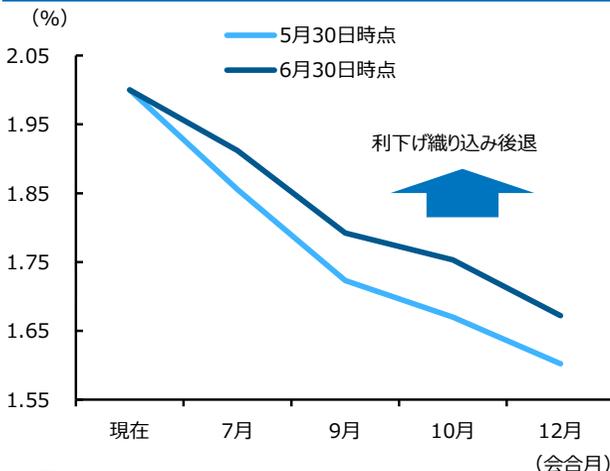
出所：予測



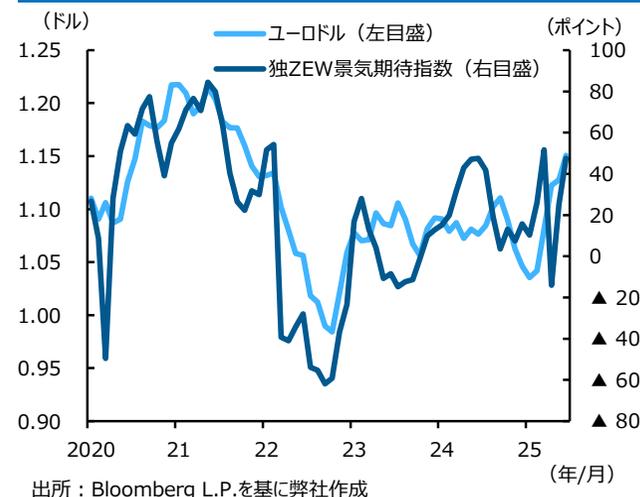
	2025年			2026年	
	4~6	7~9	10~12	1~3	4~6
期中平均	163.90	168	167	166	164
(高値)	169.86	176	175	174	172
レンジ	∩	∩	∩	∩	∩
(安値)	158.30	160	159	158	156

出所：予測

市場によるECBの政策金利予想



独ZEW景気期待指数とユーロドル相場



トピック①：中東情勢緊迫化で強まるドル高圧力

◆中東情勢激化でドル高が進行

6月中旬のイスラエルによるイランの核施設攻撃を契機に、両国間の攻撃の応酬が激化するなど、中東情勢が緊迫化。これを受けて、為替市場では投資家によるリスク回避姿勢が強まり、一時ドル全面高の展開。とりわけ、日本円は主要通貨の中で、対米ドル下落率が最大に。

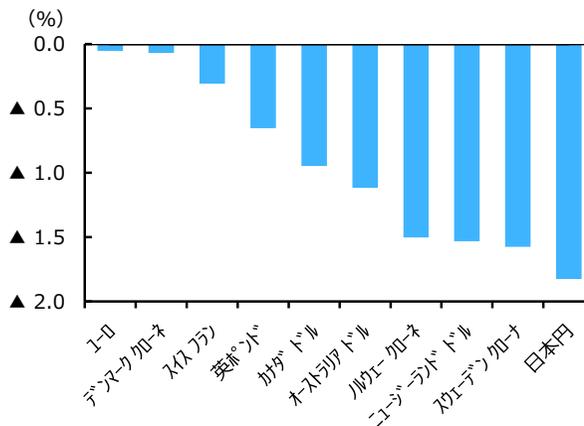
◆原油急騰がドル高・円安圧力に

ドル高・円安が進行した背景として、中東情勢緊迫化を受けた原油価格の急騰が指摘可能。原油価格の上昇はドル高圧力を強める一方、円に対しては下押し圧力に作用。

米国では、シェールオイルの増産に伴い、近年は原油輸出が拡大しており、足元の原油の貿易収支は黒字化。これを受けて、原油価格とドルの相関関係は強まっており、原油価格の上昇はドルの押し上げ圧力に。

一方、原油を輸入に依存しているわが国では、原油高による貿易赤字の拡大が警戒され、円の下押し圧力に。2月以降、投機筋による円の買い持ち額は大きく増加したことから、中東情勢の緊迫化を受けて、リスク回避姿勢を強めた投資家が円売りを強めた可能性も。

G10通貨の対米ドル騰落率



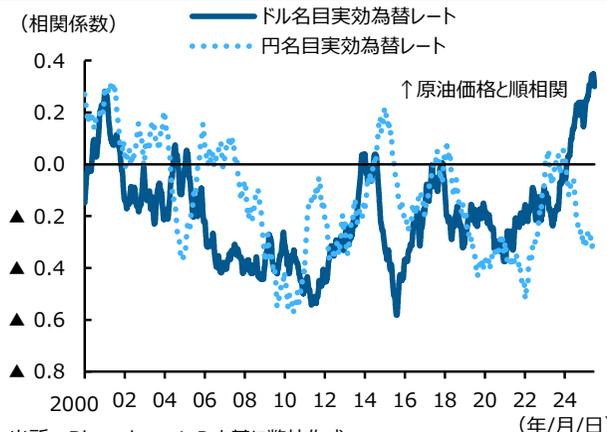
出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：期間は、6月12日（イスラエルによるイラン攻撃の前日）から23日（停戦合意の前日）。

米日の原油収支（貿易収支内訳）



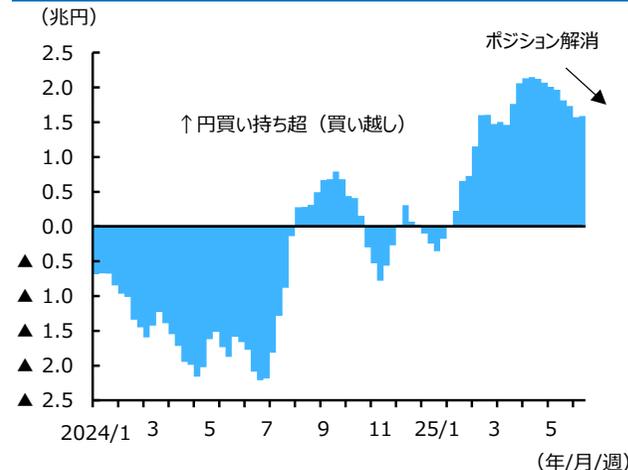
出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：日本は鉱物性燃料の収支、米国は原油及び粗油の収支を使用。

原油価格と名目実効為替レートの相関性



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：実効為替レートはBIS公表のNarrowベース。1カ月間ウィンドウのローリング相関係数の1年後方移動平均。原油価格はWTI原油先物価格を使用。

シカゴ I M M・円ポジション（非商業部門）



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成

トピック②：くすぶる米政権による為替政策リスク

◆日本は監視リスト対象国に

6月上旬に、米財務省が主要貿易相手国の為替政策を分析した為替政策報告書を公表。報告書では、「為替操作国」に該当する国はないと結論付けられた一方、中国、日本などの9カ国を為替政策の監視対象国に指定。日本は、対米貿易黒字と経常黒字の二項目が監視対象基準に抵触。

◆円高誘導リスクは残存

さらに、米財務省は同報告書の中で、日本について以下2点を指摘。

第1に、金融政策。日銀による金融引き締めは、円安修正をもたらすもので、継続すべきと指摘。もともと、足元の日銀は、米関税政策の影響を見極めるため、利上げを一時停止。さらに、政策金利からインフレ率を引いた日本の実質政策金利は依然としてマイナス圏にあることから、今後、米政権がわが国の利上げを要求する可能性あり。

第2に、公的年金基金の運用。公的年金基金は、為替相場を目的に海外投資を行うべきでないと指摘。近年の年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合の増加を、円安誘導と暗に批判しているとの見方も。

今後、トランプ政権は対外不均衡を是正するため、通商政策に加えて為替誘導に踏み切る可能性があり、急速な円高進行リスクには警戒が必要。

為替報告書における監視対象国の評価

	対米貿易黒字が150億ドル超（十億ドル）	経常黒字が対GDP比3%超（%）	為替介入による外貨買いが対GDP比2%超（%）	為替介入による外貨買いが12か月中8か月超
中国	264	2.3	0.0	No
ベトナム	122	6.1	▲ 1.8	No
ドイツ	89	5.7	0.0	No
台湾	74	14.2	▲ 2.1	No
日本	64	4.8	▲ 2.5	No
韓国	55	5.3	▲ 0.6	No
アイルランド	25	17.2	0.0	No
スイス	17	5.0	0.1	No
シンガポール	▲ 30	17.5	5.3	Yes

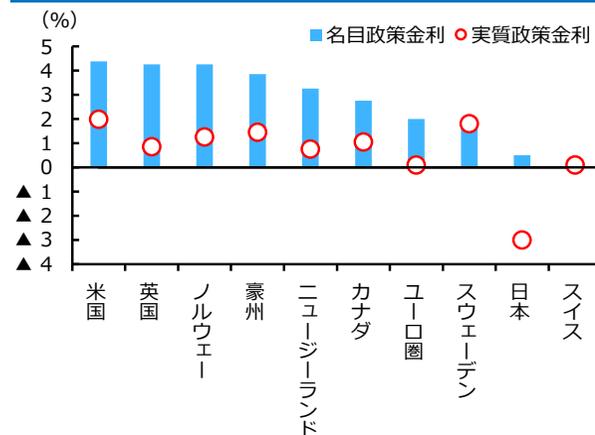
出所：米財務省「為替報告書」（2025年6月5日）を基に弊社作成
注：赤色が基準抵触項目。「監視リスト」に指定された9カ国を抜粋。

為替報告書での日本に対する指摘内容（抜粋）

【原文①】 BoJ policy tightening should continue to proceed in response to domestic economic fundamentals including growth and inflation, supporting a normalization of the yen's weakness against the dollar and a much-needed structural rebalancing of bilateral trade.
【邦訳①】 日銀の金融引き締め政策は、経済成長率とインフレ率を含む日本経済のファンダメンタルズに応じて継続すべきであり、ドルに対する円の弱さの正常化と、日米間の貿易の構造的な再均衡をサポートする。
【原文②】 Treasury also stresses that government investment vehicles, such as large public pension funds, should invest abroad for risk-adjusted return and diversification purposes, and not to target the exchange rate for competitive purposes.
【邦訳②】 大規模な公的年金基金などの政府系投資機関は、競争上の目的で為替レートを標的とするのではなく、リスク調整後リターンと分散投資の目的で海外に投資すべき。

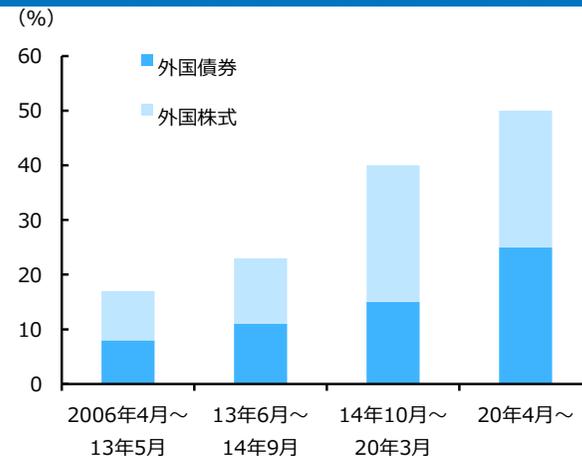
出所：米財務省「為替報告書」（2025年6月5日）を基に弊社作成

G10通貨圏の政策金利



出所：Bloomberg L.P.を基に弊社作成
注：実質政策金利は、6月末時点の政策金利から5月のCPI総合（前年比）を差し引いたもの。

GPIFの基本ポートフォリオにおける外貨建て資産の割合



出所：GPIFを基に弊社作成



2. 主要産業の動向



1. 鉄鋼

業界動向

海外市場動向～鋼材需要は中国の景気減速による低迷続く

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

国内市場動向～メタルスプレッドは国内高水準、輸出低水準

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

今後の見通し

国内メーカーのインド展開～有望市場であるインドへの投資が加速

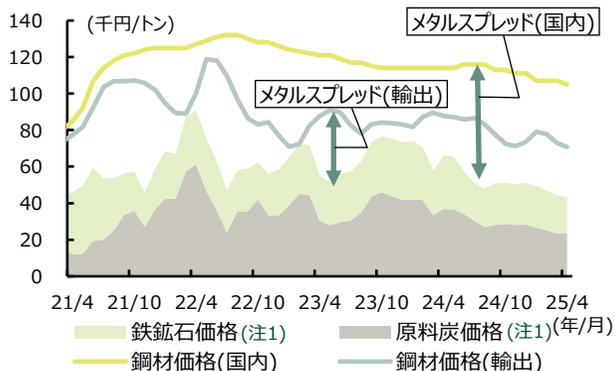
インドの鋼材需要は、インフラ建設向けを中心に、2021～24年にかけて年率+12%で増加しており(World Steel Association)、今後も経済成長に伴う需要増加が見込まれています。日系各社が出資する現地企業も、2030年にかけて粗鋼生産能力を大きく増強する方針です。また、インドにおける今後の高級鋼市場の拡大を見据え、日系各社は、高い技術力を活かして高級鋼の生産基盤の構築を進めています。

国内メーカーの脱炭素戦略～電炉への転換や、高炉の脱炭素化が進む

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

図表1 原材料価格、製品価格推移

～国内鋼材市況は横ばい、海外は低迷続く



注1：鉄鉱石価格、原料炭価格はそれぞれ1.7、0.9を乗じて粗鋼1トンあたりの使用量に換算済。鋼材価格と主原料価格の差をメタルスプレッドとして表示
出所：日刊産業新聞、Bloomberg、財務省「貿易統計」を基に弊行作成

図表2 粗鋼生産量世界ランキング(2024年)

～中国メーカーが引続き上位の過半数を占める

	企業名		粗鋼生産量 (百万トン)	当期純利益 (億円)(注2)
1	中国宝武鋼鉄集団	中	130	1,586
2	ArcelorMittal	ルクセンブルク	65	2,105
3	鞍鋼集団	中	60	▲1,534
4	日本製鉄	日	44	3,502
5	河北鋼鉄集団	中	42	50
6	江蘇沙鋼集団	中	40	136
7	北京建龍重工集団	中	39	-
8	POSCO	韓	38	1,165
9	首鋼集団	中	32	808
10	Tata Steel	印	31	599

注2：当期純利益は2024年12月実績。なお、河北鋼鉄集団、江蘇沙鋼集団、首鋼集団は2024年9月までの直近12か月の実績。日本製鉄、Tata Steelは2025年3月期実績を採用
出所：World Steel Association、各社プレスリリースを基に弊行作成

図表3 国内メーカーによるインド事業への出資事例

～日本製鉄、JFEHDが現地生産を加速

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

出所：各社プレスリリース、年次報告書を基に弊行作成



2. オイル・ガス

業界動向

原油・天然ガスの市況動向～中東情勢の悪化で足元急騰

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

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

国内燃料油市場動向～過去からの需要減少トレンドが続く

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

今後の見通し

国内企業動向～脱炭素燃料への取組みを強化

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

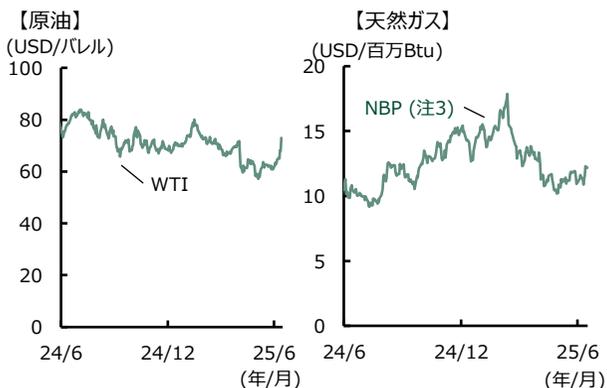
注1：Sustainable Aviation Fuel：持続可能な航空燃料で、従来の航空燃料よりCO2を削減可能
注2：2019年度に日本国内で生産・供給されたジェット燃料によるGHG排出量の5%相当量以上

海外企業動向～エネルギー転換に向けた投資が減速する動きもみられる

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

図表1 原油・天然ガス価格の推移

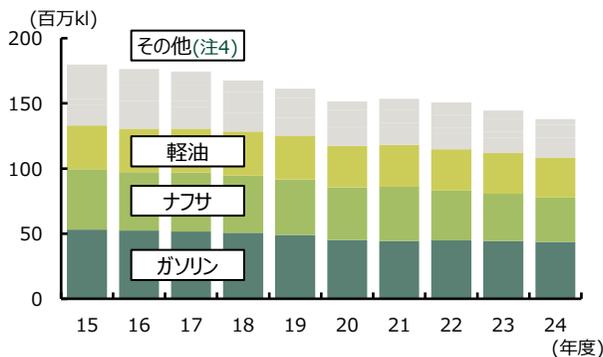
～中東情勢の悪化を受けて価格は急騰・反発



注3：National Balancing Point：ロンドンのインターコンチネンタル取引(ICE)で取引される天然ガス価格
出所：Bloombergを基に弊社作成

図表2 国内燃料油の販売量推移

～需要減少トレンドは継続



注4：その他には、灯油、ジェット燃料、重油を含む

出所：経済産業省「石油統計」を基に弊社作成

図表3 国内石油元売の主な脱炭素動向

～SAF<HEFA^(注5)>への取組みを強化

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

注5：Hydroprocessed Esters and Fatty Acids。廃食用油・獣脂等の脂肪酸エステルを水素化処理することでジェット燃料と同等のSAFを製造する技術。
出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



3. 石油化学

業界動向

アジア市場動向～需要低迷・供給過剰状態は継続

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

国内市場動向～需要低迷・定修増加でエチレン生産量減少

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

今後の見通し

事業ポートフォリオの見直し～成長事業に経営資源を集中

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

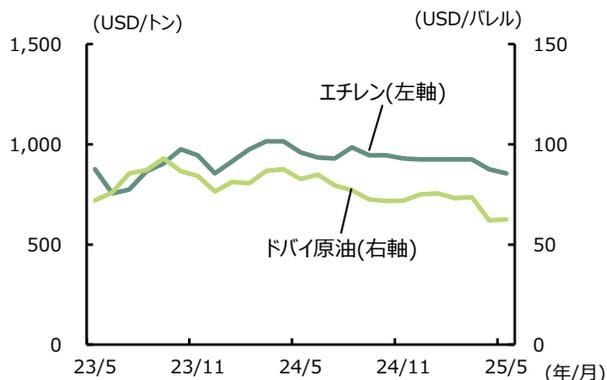
エチレンプラント再編に向けた議論の加速～国内のエチレン生産能力適正化

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

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

図表1 エチレン価格(アジア市況)の推移(注2)

～供給過剰状態の継続により、弱含み



注2：月次終値を採用
出所：Bloombergを基に弊社作成

図表2 世界の売上高上位10社ランキング(注3)

～世界経済の不透明感に伴い減益

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

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

出所：S&P Capital IQ、各社アニュアルレポートを基に弊社作成

図表3 総合化学メーカー各社の事業構造改革

～事業ポートフォリオの見直しが加速

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

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



4. 紙パルプ

業界動向

国内需要動向～洋紙は需要減が継続、板紙は概ね横這い

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

価格・採算動向～値上げ方針を継続し、大手は黒字を確保

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

今後の見通し

国内の業界動向～木質由来の新製品の実用化に向けた取り組みが加速

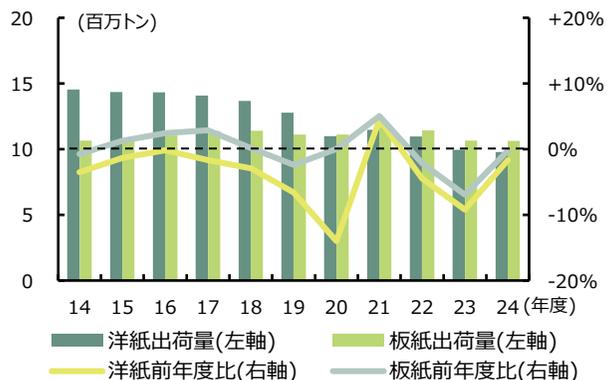
脱炭素社会や循環型社会の実現に向けて、持続可能な航空燃料(SAF)やセルロースナノファイバー(CNF)等の木質由来の新製品が、石油由来製品の代替として注目を集めています。大手製紙会社は、洋紙・板紙ともに需要が減少する可能性があるなか、事業の多角化の一環として、豊富な森林資源を活かして、木質由来の新製品開発に取り組んできました。足元では、大型のパイロットプラントを建設するほか、他業種やスタートアップ企業と連携して商用化を目指す等、大手製紙各社の取り組みが加速しています。

海外の業界動向～板紙では地域を跨いだ大型合併・買収が進展

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

図表1 洋紙・板紙の国内出荷量

～洋紙は需要減が継続、板紙は横這いが精々



出所：経済産業省「生産動態統計」を基に弊社作成

図表2 国内製紙会社売上高ランキング(2024年度)

～値上げ方針を継続し、営業黒字を確保

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

注1：2024年1月に巴川製紙所から社名変更

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 木質由来の新素材開発の動向

～大手製紙会社による取組が加速

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

注2：バイオ由来製品を上市した実績を持つスタートアップ企業

出所：各社IR資料を基に弊社作成



5. 医薬品

業界動向

国内市場動向～諸課題の解消に向けた制度見直しが進む

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

事業者の動向～海外売上高が伸長し、決算は堅調

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

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

今後の見通し

新薬メーカーの見通し～進む事業の選択と集中、警戒感が高まるトランプリスク

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

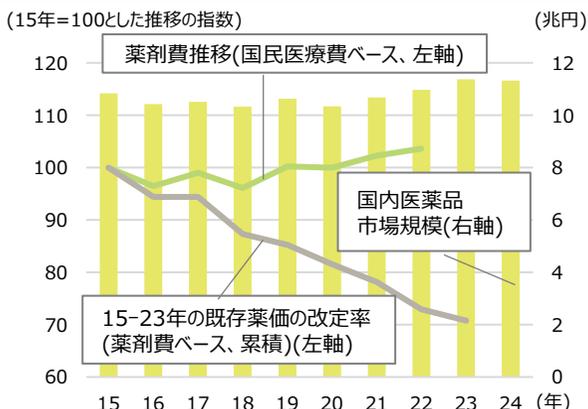
注2：米国の薬価を最も薬価が低い国の水準まで引き下げる制度で、25/5月にトランプ大統領が大統領令に署名した

GEメーカーの見通し～安定供給体制構築へ官民双方の動きが進む

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

図表1 国内医薬品市場(≒薬剤費推移)

～高齢化や高額薬の使用等で市場規模は拡大



出所：厚生労働省「医薬品価格調査」、IQVIA医薬品市場統計を基に弊行作成

図表2 国内売上高上位10社(2024年度実績)

～国内市場は頭打ち、海外事業は堅調に推移

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

出所：各社決算短信を基に弊行作成

図表3 カテゴリ毎に薬価改定対象範囲を設定

～創薬力の評価、長期収載品は対象範囲拡大

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

平均乖離率 0.625倍超

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



6. 食品

業界動向

国内市場動向～価格転嫁の継続により続伸

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

食品メーカーの業績動向～価格転嫁・既存事業強化で好調

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

今後の見通し

今後の戦略の方向性～持続的成長に向けた投資が活発化

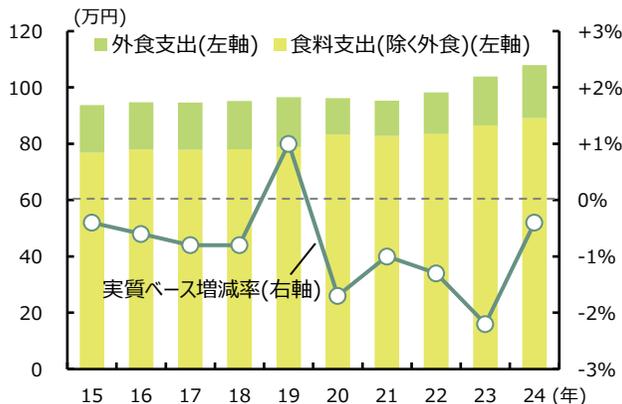
多くの食品メーカーは、コロナ禍や地政学リスク等を背景とした未曾有の事態から回復してきた後、足元では値上げ効果にも一巡感がみられ、ここから先は成長軌道を保ちにくい状況に置かれています。こうした中、業界内では、生産・物流の効率化や海外での生産体制強化に向けた投資のほか、新規事業の探索や企業間連携などの持続的成長に向けた取組みが活発化する見通しです。

食料安全保障の確保～政府の食品産業政策への貢献と自社成長の実現

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

図表1 食料品・外食関連家計支出(2人以上世帯)

～食料品・外食ともに価格転嫁に伴い増加基調



出所：総務省「家計調査」を基に弊行作成

図表2 売上高上位10社(2024年度実績)

～価格転嫁によりコスト高を吸収

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

注：サントリーHD、アサヒグループHD、麒麟HD、味の素、日本ハム、コカ・コーラボトラーズジャパンHDは事業利益

出所：各社有価証券報告書を基に弊行作成

図表3 持続的成長に向けた各社の事業計画

～国内外で成長投資が活発化する見込み

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

出所：各社をニュースリリース、決算説明資料を基に弊行作成



7. 電子部品・半導体

業界動向

市場動向～AIサーバー向けは急成長も、その他は軟調

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

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

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

今後の見通し

市場見通し～中長期的には緩やかな回復

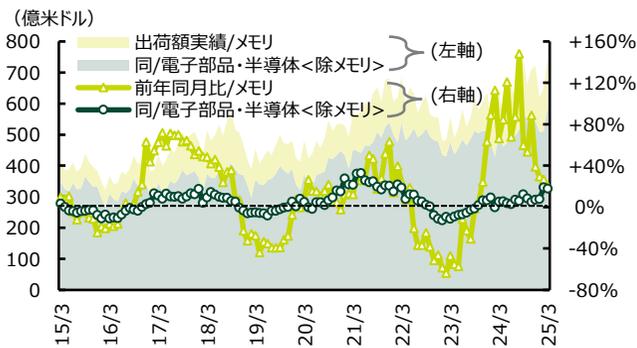
今後も、市場全体では活発なAIサーバーへの投資が成長を牽引する見通しです。製品分野別では、車載・産業機器向け部品・半導体は足元で最終製品需要の回復時期が不透明な状況下、短期的には調整局面が続くとみられますが、中長期的には自動車電動化や工場自動化を背景に拡大に転じるとみられます。

AI関連需要動向～活況なAI関連需要の国内への取り込みが必要

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

図表1 電子部品・半導体出荷動向(2025年3月迄)

～24年度は大きく回復



図表2 電子部品・半導体メーカー売上高上位10社

(2024年度)～大手半導体メーカーが上位を占める

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

出所：各社IR資料を基に弊行作成

図表3 国内半導体産業への政府支援額

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

計約14兆円(AI分野含む)の支援を行う旨を発表

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

注3：AI分野での支援額との合計

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



8. 電気機械

業界動向

BtoC市場動向～APAC地域の普及拡大が市場を支える

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

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

BtoB市場動向～AIサーバーの需要が急拡大

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

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

今後の見通し

技術動向～エッジAIに注目

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

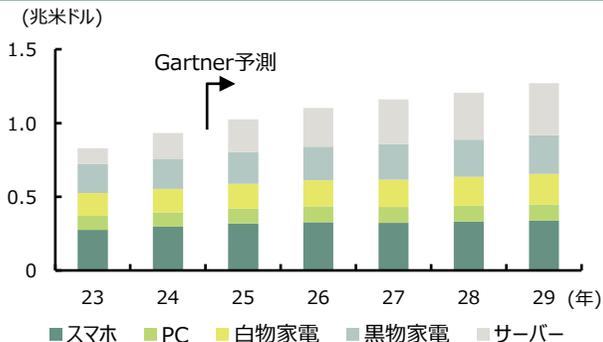
国内動向～2025年度は不悪だが、雲行きは晴れず

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

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

図表1 世界電気機械市場規模推移

～24年はサーバー市場が急増、他製品も小幅に回復



出所：グラフはGartner®リサーチを基に弊社作成。
Gartner, Forecast: Semiconductors and Electronics, Worldwide, 2023-2029, 1Q25 Update, Rajeev Rajput et al., 11 April 2025, Factory Production Units basis. (スマホ=Smartphone, PC=PCs, 白物家電=Appliances, 黒物家電=Consumer Electronics except Appliances, サーバー=Servers). GARTNERは、Gartner Inc.または関連会社の米国およびその他の国における登録商標およびサービスマークであり、同社の許可に基づいて使用しています。All rights reserved.

図表2 電気機械メーカー売上高上位10社

(2024年度)～スマホ・PCメーカーが上位を占める

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

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 エッジAIの活用事例

～スマートフォン・PC・家電の機能強化に活用

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

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



9. 機械

業界動向

海外市場動向～政府支援を受けて中国で需要持ち直し

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

国内市場動向～国内の設備投資意欲は弱含み

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

今後の見通し

トランプ関税と機械産業～設備投資意欲の減退など間接的な影響も懸念

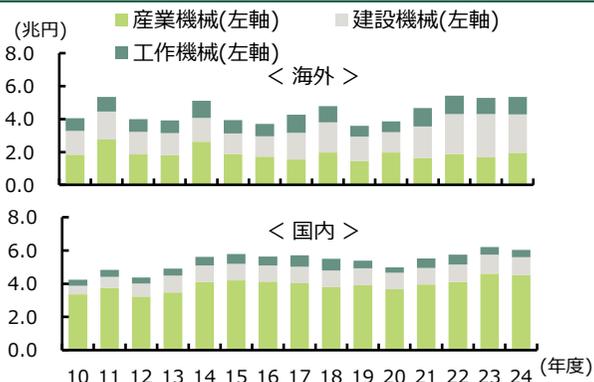
日本の対米輸出において、機械産業は自動車産業に次ぐ位置付けにあります。機械メーカーは、完成品輸出だけでなく、米国工場に基幹部品を輸出しているケースも少なくないため、これら輸出品に対するトランプ関税の直接的な影響はもちろんのこと、景況感の悪化や米金利引き下げの遅れによる設備投資意欲の減退など、間接的な影響も懸念されます。販売価格への転嫁やコスト削減による関税影響の吸収、サプライチェーンの見直しなど、各社は様々な対策を講じていくとみられ、今後の動向が注目されます。

注目が集まる宇宙ビジネス～宇宙戦略基金の設立と新規参入拡大への期待

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

図表1 機械受注額推移(注1)

～外需は回復も内需は停滞が続く



注1：建設機械のみ出荷額

出所：日本工作機械工業会、日本産業機械工業会、日本建設機械工業会を基に弊社作成

図表2 世界業種売上高(注2)上位10社(2024年度)

～米日企業が上位に並ぶ

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

注2：業種売上高は機械に関する売上高を指し全社売上高とは異なる

出所：Bloombergを基に弊社作成

図表3 宇宙戦略基金 第1期採択企業(抜粋)

～大手、ベンチャー、学校等様々な分野から採択

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

出所：JAXA宇宙戦略基金HPを基に弊社作成



10. 自動車

業界動向

市場動向～トランプ関税が自動車需要の重石となる恐れ

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

各社業績～販売奨励金や原価の上昇が利益を圧迫

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

今後の見通し

米国通商政策～自動車サプライチェーンに及ぼす影響

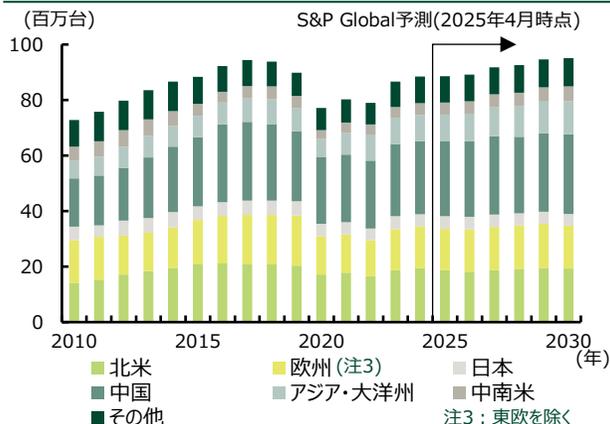
日系OEMは米国に約270万台の完成車を輸出している他、世界各地域から様々な部材を米国内工場に輸入しています。トランプ政権の自動車関税が及ぼす甚大な影響の緩和に向け、米国への生産移管を検討するOEMもみられる等、中長期的な供給網の見直し等が進む可能性もあります。また、米国への対抗措置として中国がレアアースの輸出管理を強化したことで、生産停止に追い込まれる工場も出ています。米国が日本に要求している自動車に関する非関税障壁の撤廃は、国内自動車販売への影響も懸念されるだけに、各国と交渉を続ける米国の通商政策の行方が注目されます。

電動化～BEV(注2)販売の減速や規制見直しを受けた各社の戦略に注目

アーリーアダプター層による購入の一巡や各国の購入補助金削減等を受けて、2024年の世界BEV販売比率は13.1%(前年比+0.8%p)にとどまり、欧米を中心にBEV普及の停滞感が強まっています。更に足元では、米国や英国で厳格な環境規制を緩和する動きもみられる中、OEM各社は製品開発や投資計画をはじめとする電動化戦略の修正を求められる可能性があります。注2：BEV(Battery EV)の略。電力のみを動力とする電気自動車

図表1 世界の新車販売台数動向

～中長期では新興国が牽引役となり台数増が期待



図表2 世界の新車販売台数上位10位(2024年)

～各社の中国市場における苦戦が鮮明に

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

注4：上海通用五菱汽車を除く

図表3 完成車メーカー各社の関税対応方針(注5)

～一部で生産移管や値上げの動きがみられる

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

注5：各社の発表に基づく

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



11. 造船

業界動向

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

各社業績～円安効果もあって業績は好調に推移

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

今後の見通し

米国海事産業の再興を目指すトランプ政権～国内造船業への影響にも注目

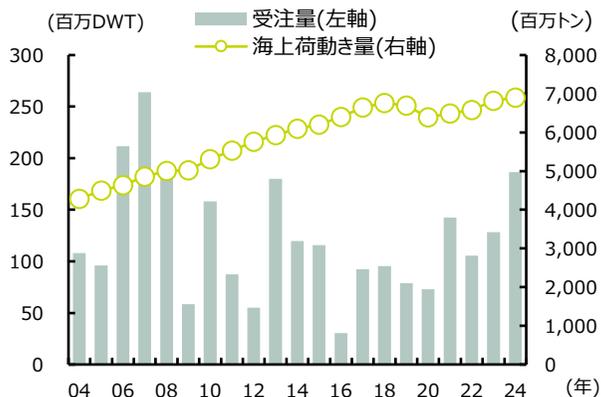
米トランプ政権は、米国における海事産業の再興を目的とした政策を打ち出しています。連邦議会においても、米国籍商船の増強や海自安全信託基金の設立等を掲げたSHIPS法案や、同盟国造船所での艦艇建造を条件付きで認める法案等が提出されています。2024年6月の韓・ハンファによる米・フリー造船所の買収など、造船業における他国間協力において韓国が先行する中、日米間でも、サプライチェーンの強靱化や修繕能力の拡大、艦艇分野における技術連携などに向けた動きが注目されます。

次世代船分野における協業体制の確立～競争力の向上に向けて

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

図表1 世界の造船受注量と船腹需給の推移

～新造船受注は引き続き堅調



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

図表2 世界の造船竣工量上位10社(2024年)

～中韓造船所の存在感は依然として大きい

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

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

図表3 米国における主な海事関連法案

～米国海事産業の復興に向けた動きが加速

法案	主な内容
SHIPS for America Act <審議待ち(注)>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 今後10年で米国籍商船を250隻(現状比+170隻)に増強 ✓ 米国造船所及び船用機器産業への25%の税額控除 ✓ 海事安全信託基金の設立 ✓ 造船所・船員向け採用・訓練・定着支援を拡充
Ensuring Naval Readiness Act <審議待ち(注)>	<ul style="list-style-type: none"> ✓ NATO加盟国又はインド太平洋地域の同盟国造船所での海軍艦艇又は艦隊・上部構造主要部品の建造を条件付きで許可

注：2025年5月末時点
出所：Whitehouse.gov、U.S. Congressを基に弊社作成



12. 通信

業界動向

国内市場動向～高付加価値サービスの動向に注目

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

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

注1：Machine-to-Machineの略。人が介在せず機械同士が相互に情報をやり取りすること

注2：加入件数1件あたりの月間通信料金

今後の見通し

金融領域の強化～通信×金融サービスによる経済圏の強化

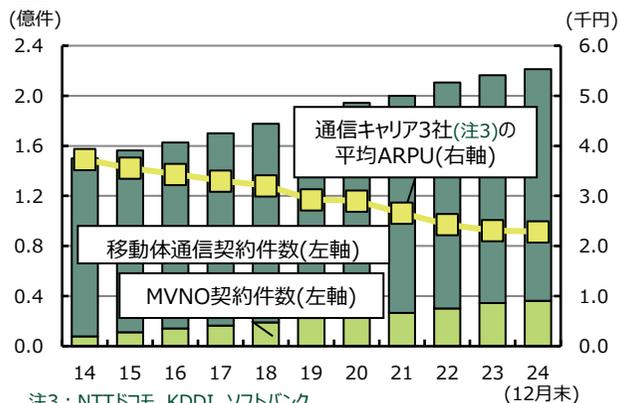
コンシューマー向けビジネスでは、移動体通信市場が既に成熟していることから、各社は非通信領域に注力しています。足元では特に、顧客定着率を向上させるべく金融事業の強化を進めており、NTTドコモは2025年5月に住信SBIネット銀行を買収、KDDIは2025年1月にauじぶん銀行を完全子会社化、ソフトバンクは2025年5月に三井住友FGとの業務提携を発表しました。今後は、通信と金融サービスを掛け合わせた各社の「経済圏」による顧客獲得競争が熾烈化していくことが想定されます。

先端技術の研究開発～AIデータセンターへの投資が加速

通信事業者各社は、生成AIの普及拡大を成長機会ととらえ、データセンター(以下、DC)ビジネスに注力しています。NTTは2025年5月に海外DC事業を有するNTTデータグループを完全子会社化した他、ソフトバンク及びKDDIは昨年シャープ堺工場の跡地を取得。更にソフトバンクGは米国におけるAIインフラへの投資を表明しています。今後もAI普及に伴うビジネスチャンス捕捉が期待される一方、成長投資に向けた投資負担はかさんでいくものとみられます。

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3：NTTドコモ、KDDI、ソフトバンク

出所：総務省「電気通信サービスの契約数及びシェアに関する四半期データ」、各社決算説明会資料を基に弊社作成

図表2 国内売上高上位企業(2024年度)

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

出所：各社IR資料を基に弊社作成

図表3 金融機関との連携の強化

～経済圏への取り込みに向けた競争激化

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

出所：各社IR資料・プレスリリースを基に弊社作成



13. 海運(外航)

業界動向

市場動向～コンテナ船・バルカーは下落トレンド

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

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

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

今後の見通し

トランプ大統領の政策による市況への影響～荷動きの鈍化につながる可能性

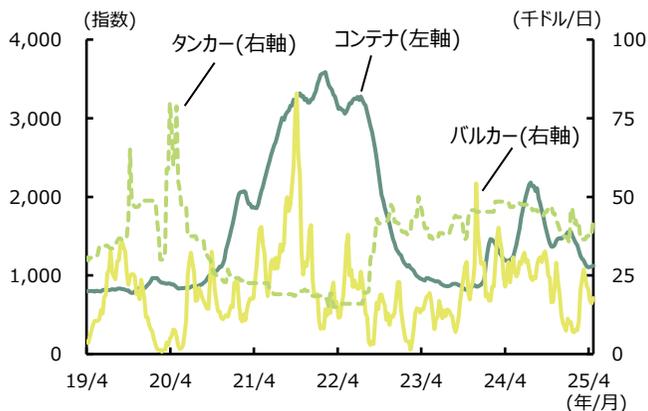
トランプ政権の関税政策を巡り、コンテナ船では、中国-北米航路を中心に貨物量が一時的に落ち込みましたが、2025年5月に入り、米中間で関税率の引下げに合意すると、荷動きの急増により船腹量の確保が追い付かず、市況は一転高騰しました。また、バルカーやLPG船等でも先行き不透明感が強まる中で市況に影響が出始めている他、今後、自動車船についても、関税措置に伴い販売価格が上昇し、消費活動が低迷すれば、荷動きも停滞する可能性がある等、幅広い船種に影響が及ぶことが想定されます。

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

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

図表1 海運市況の推移

～コンテナ・バルカーは下落傾向、タンカーは堅調



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

図表2 コンテナ船社の船腹量シェア(25年4月時点)

～3大アライアンスのシェアは6割超

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

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

図表3 トランプ政権による港湾課徴金(注)措置

～中国船や自動車運搬船が対象

中国籍の運航船	<ul style="list-style-type: none"> 中国の船舶運航者及び所有者に対する最大140ドル/トンの段階的課徴金(純トン数基準)
中国建造船	<ul style="list-style-type: none"> 最大33ドル/純トン、又は、250ドル/コンテナの段階的課徴金(純トン又はコンテナの何れが高い方)。米国船発注で免除可
外国建造の自動車船	<ul style="list-style-type: none"> 150ドル/CEUの課徴金。3年以内の米国造船引き渡し契約で免除可

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



14. 空運

業界動向

海外市場動向～旺盛な旅客需要を背景に好調に推移

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

国内市場動向～国内線・国際線ともにコロナ禍前を上回る

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

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

注1：RPK(有償旅客数×輸送距離(キロ))

今後の見通し

旅客需要の見通し～2025年の国際旅客数は過去最高を更新見込み

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

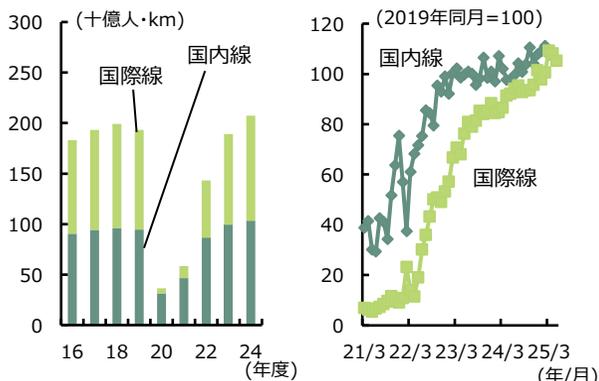
航空大手の戦略～国際線:拡大強化、国内線:需給適合

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

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

図表1 日本の航空旅客輸送量

～国際線・国内線ともコロナ禍前の水準を上回る



出所：国土交通省「航空輸送統計(年報及び速報)」を基に弊社作成

図表2 世界航空会社ランキング(注3)

～ANA・JALのシェアが低下傾向

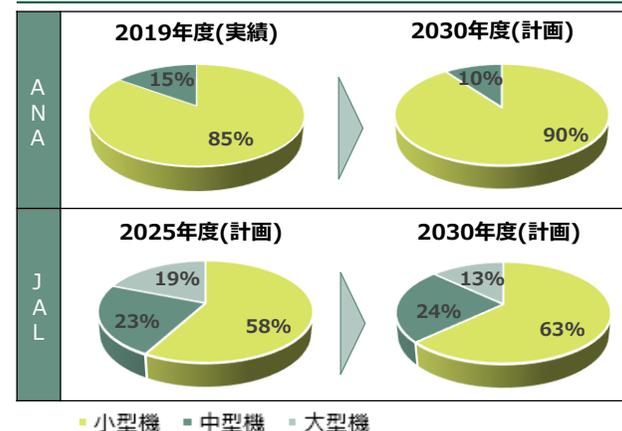
	企業名		シェア
1	United Airlines	米国	5.0%
2	Delta Air Lines	米国	4.5%
3	American Airlines	米国	4.4%
4	Emirates	アラブ首長国連邦	3.3%
5	Southwest Airlines	米国	2.6%
6	Ryanair	アイルランド	2.6%
7	Qatar Airways	カタール	2.2%
8	Turkish Airlines	トルコ	2.1%
9	China Southern Airlines	中国	2.0%
10	China Eastern Airlines	中国	2.0%
27	ANA	日本	0.9%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

注3：有効座席キロベース。2025年5月時点

出所：CAPA-Centre for Aviation and OAGを基に弊社作成

図表3 国内大手2社における国内線の機材構成

～中小型機へのシフトによる需給適合



■ 小型機 ■ 中型機 ■ 大型機

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成



15. 陸運

業界動向

国内市場動向～大口貨物は減少傾向、小口貨物は底打ち

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

大手10社業績～事業者間で収益格差が拡大

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

今後の見通し

業界再編の進展～各社の生き残りを掛けた事業戦略に注目

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

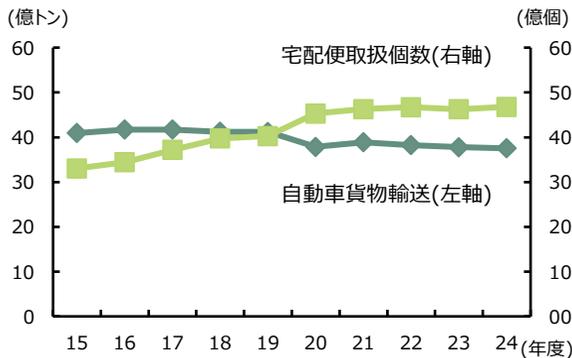
改正物流関連二法の施行～業界構造の見直しが本格化

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

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

図表1 荷動きの推移

～大口貨物は減少傾向、小口貨物は底打ち



出所：国土交通省「月例経済」「自動車輸送統計」を基に弊行作成

図表2 物流上場企業の2024年度業績

～3PL/総合物流と宅配・特積みの収益に差

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

注3：NXHDとSBSHDは24/12月期通期決算
出所：各社決算短信(日本郵便は日本郵政IR資料)を基に弊行作成

図表3 物流事業者・荷主のアライアンス事例

～物流効率化を目的とする再編機運の高まり

【物流事業者】		
年/月	企業名	内容
25/2	日本郵便グループ	事業環境の変化に対応した物流網維持・拡大を目的にトナミHDを買収
24/12	ヤマトHD	3PL事業の強化等を目的にナカノ商会を買収
24/7	SGHD	低温物流網の補完・強化を目的にC&FロジHDを買収
【荷主】		
年/月	企業名	内容
25/3	西武HD、オリックスグループ	両社傘下のホテル事業で物流倉庫を共通化し、近隣の施設に配送
24/8	日本製紙、麒麟ビバレッジ、スギ薬局、アスクル、YKK AP	物流データの共有システム基盤を用いて共同配送を開始

出所：各社ニュースリリースを基に弊行作成



16. 建設

業界動向

国内市場動向～民間が牽引し、受注高は前年度を上回る

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

国内市場動向～価格転嫁・選別受注による採算改善が進む

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

今後の見通し

成長が期待されるアセット～データセンター・半導体関連工場・ホテル

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

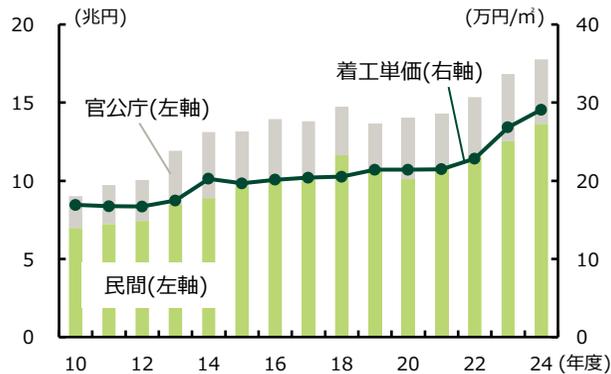
注1：政府は2030年度までに半導体・AI分野に10兆円の公的支援を掲げている

効率化・省人化に向けた取組み～オープンイノベーションの活用

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

図表1 大手50社国内工事受注高・建築着工単価

～受注高・着工単価ともに前年度を上回る水準



出所：国土交通省「建築工事受注動態統計調査報告」を基に弊社作成

図表2 ゼネコン売上高上位10社

～大手・準大手ゼネコンの採算改善が進む

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

出所：各社決算短信、プレスリリースを基に弊社作成

図表3 大手・準大手ゼネコンのスタートアップ出資

～省人化・効率化に向けた技術の取込み

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

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



17. 不動産

業界動向

国内市場動向(住宅)～住宅着工は駆け込み需要で増加

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

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

国内市場動向(オフィス)～空室率・賃料ともに改善傾向

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

今後の見通し

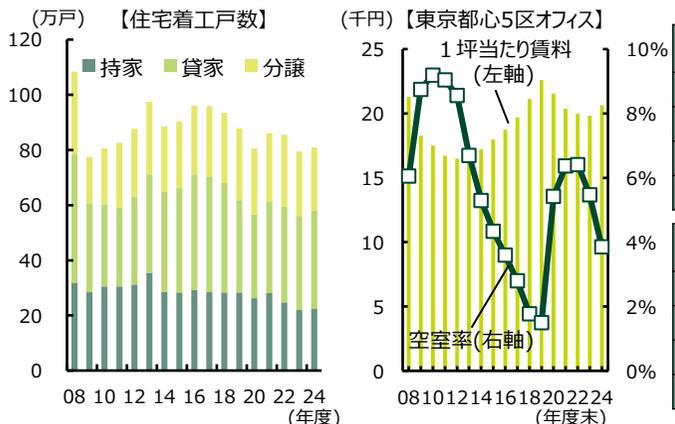
トランプ政権下の米国市場～長期的な視点での投資戦略に注目

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

不動産の2025年問題～地方を中心に空き家が増加

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

図表1 住宅着工戸数・東京都心5区オフィス募集賃料・空室率推移



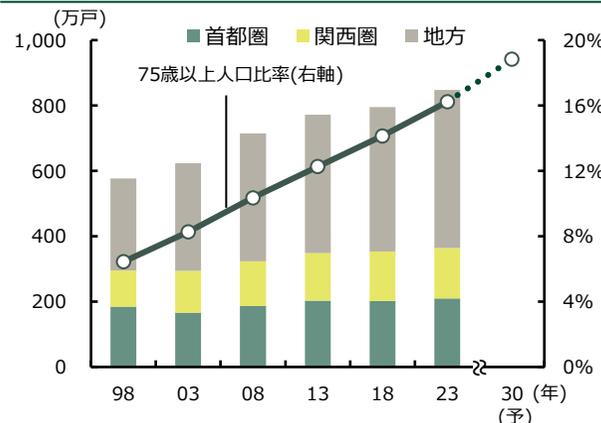
図表2 国内総合デベロッパー・戸建住宅開発の2024年度売上高上位4社

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

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

出所：決算短信を基に弊行作成

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



出所：国土交通省「住宅・土地統計調査」、国立社会保障・人口問題研究所「将来推計人口」を基に弊行作成



18. アパレル

業界動向

国内市場動向～夏までは回復、秋以降弱含みで推移

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

企業業績～増収増益ながら気候・トレンド変化への対応に違い

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

今後の見通し

今後の見通し～コスト削減やトレーサビリティ強化から垂直統合の動きが加速

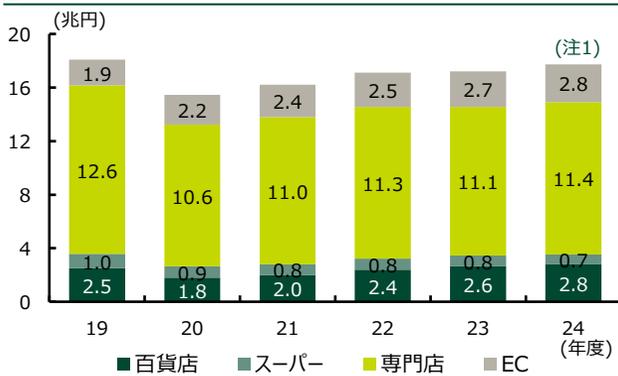
価格帯による需要の二極化が進む中、中価格帯を主力とする事業者は新たな収益の柱の構築を目的に、雑貨やデジタル等、非アパレル分野への投資をする動きがみられます。また、コスト削減やトレーサビリティ強化の観点から商社機能の「内製化」や商社を介さずに直接貿易をする「直質化」の動きも加速しています。今後も、生産コスト増が見込まれるほか、人権問題の観点からサプライチェーンの透明化が求められることから、自社で商流管理を強化する動きや垂直統合の動きは拡大する見通しです。

アパレル業界のDX戦略～AI活用とデータ連携が鍵

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

図表1 チャネル別のアパレル関連市場規模の推移

～緩やかな回復傾向ながら秋以降弱含みで推移



注1：2024年度のEC市場規模は家計消費状況調査を基にした弊行推計値
出所：経済産業省「商業動態統計」、「電子商取引に関する市場調査」、
総務省「家計消費状況調査」を基に弊行作成

図表2 国内売上高上位10社(2024年度実績)

～増収増益を確保した企業が多くみられる

	企業名	決算(年/月)	売上高(億円)	前期比(%)	営業利益(億円)
1	ファーストリテイリング	24/8	31,038	+12.2%	2,485.3
2	しまむら	25/2	6,654	+4.8%	592
3	良品計画	24/8	6,617	+13.8%	561
4	イービシー・マート	25/2	3,722	+8.1%	626
5	アダストリア	25/2	2,931	+6.4%	155
6	ワールド	25/2	2,257	+11.5%	170
7	青山商事	25/3	1,948	+0.6%	126
8	ワコールHD	25/3	1,739	-7.1%	33
9	ワコトHD	25/2	2,084	+9.9%	102
10	パルグループHD	25/2	2,078	+7.9%	237

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

図表3 アパレル各社のデータ活用

～AIを用いたデータ活用の高度化が進展

企業名	内容
アダストリア	<ul style="list-style-type: none"> R&D本部内に情報分析チームを発足 トレンドに関連する定性データと店舗の定量データを組み合わせることでAIが分析し、商品企画に反映
ファーストリテイリング	<ul style="list-style-type: none"> RFIDタグの活用で、商品の位置や店頭欠品率がリアルタイムで把握可能に 生産・物流・販売等のデータ連携によりサプライチェーン全体の最適化に着手

出所：各社プレスリリースを基に弊行作成



19. 小売(スーパー・ドラッグストア)

業界動向

スーパー ～物価上昇により、市場は拡大

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

ドラッグストア ～食品・化粧品・調剤医薬品が成長を牽引

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

注1：商業動態統計ベース

今後の見通し

スーパー ～省力化に向けた施策がポイント

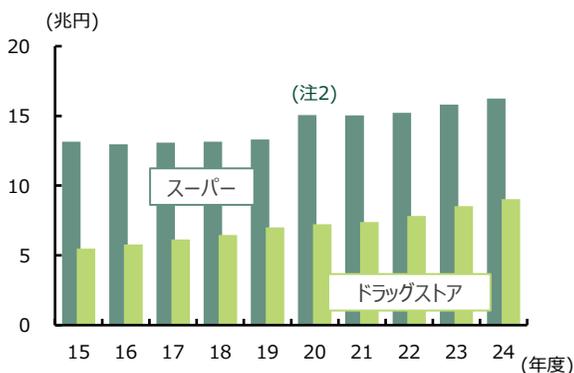
2025年度の税制改正により、住民税および所得税に関連する年収の壁が上げられ、労働力不足は一時的に解消するとみられます。一方、人材獲得競争は依然激しく、賃金上昇も続くと予想されるため、継続的に省力化へ取り組むことが重要とみられます。近年は、AIを活用した自動発注システムの導入で、業務効率化を図りつつ需要予測の精度を向上させたり、顧客自身で商品のバーコードをスキャンさせるスマートショッピングカートにリアルタイム広告を表示させたりと、省力化と売上拡大の両方を狙う動きもみられます。

ドラッグストア ～各社の戦略強化に向けたM&Aに注目

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

図表1 スーパー・ドラッグストアの市場規模

～スーパー・ドラッグストアともに拡大



注2：2020年3月分より調査対象事業者を変更
出所：経済産業省「商業動態統計」を基に弊行作成

図表2 食品スーパー・ドラッグストア売上高上位5社

～2024年度・国内ランキング

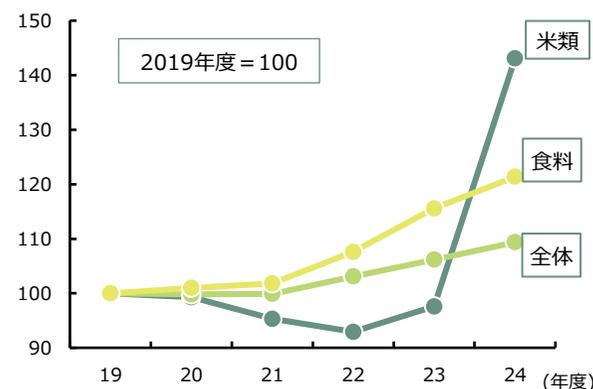
	食品スーパー企業名	売上高 (億円)	営業利益 (億円)
1	ライフコーポレーション	8,505	253
2	U.S.M.H	8,113	60
3	ヤオコー	8,089	130
4	アークス	6,083	159
5	パロー	4,899	195

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

注3：2024年度業績予想
注4：決算期変更に伴い、9.5ヶ月決算
出所：各社IR資料を基に弊行作成

図表3 消費者物価指数の推移

～米類が食料物価の伸びを助長



出所：総務省「消費者物価指数」を基に弊行作成



20. 外食

業界動向

国内市場の動向～値上げ戦略が奏功し、規模拡大

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

業績動向～コスト増に対して攻守両面で対応

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

今後の見通し

国内市場の見通し～高付加価値化やコスト削減の巧拙で優勝劣敗が鮮明化

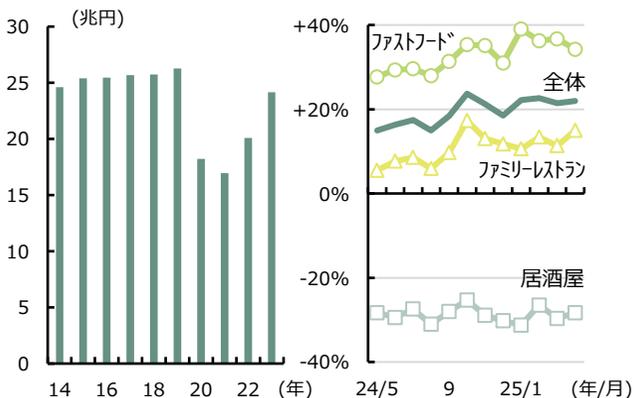
長引く物価高で消費者の生活防衛意識が強まる中で、相対的に安価なファストフード業態が堅調に推移している一方、昨今の値上げに見合った価値を訴求できていない事業者においては客足が遠のきつつあります。足元では小規模事業者の倒産件数が増加していますが、今後もメニュー・ブランド戦略による高付加価値化や店舗運営の効率化等によるコスト削減の巧拙で優勝劣敗は鮮明になっていく見通しであり、それらの対応に必要な店舗網・企業体力を有する大手に集約が進んでいくことが想定されます。

今後の戦略と方向性～省人化、海外市場の開拓、事業多角化

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

図表1 外食売上高の年次推移(左図)

/業態別売上高の2019年同月比(右図)



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

図表2 売上高上位10社(直近決算期実績)(注)

～大手企業の業績は堅調に推移

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

注：IFRS適用先は「売上高-売上原価-販管費」にて算出
出所：各社有価証券、決算短信を基に弊社作成

図表3 外食各社の各種戦略

～新業態の獲得や海外進出、省人化に注力

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

出所：各社IR資料を基に弊社作成



21. レジャー(旅行・ホテル)

業界動向

旅行業界～国内旅行消費額が増加

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

ホテル業界～旺盛な宿泊需要を背景にRevPARは上昇傾向

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

今後の見通し

旅行業界～増加するインバウンドに対してオーバーツーリズム対策も進む

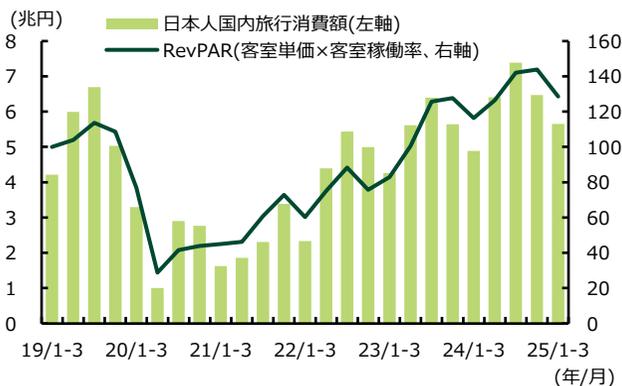
2025年のインバウンドは、大阪・関西万博の開催や日系大手航空会社の国際線増便等によって、過去最多だった2024年を上回る見通しです。一方で、インバウンドが多く訪れる都市部では観光客が過度に集中して地域住民の生活に悪影響を及ぼすオーバーツーリズムが問題視されています。こうした問題に対処するため、一部の自治体では観光施設の整備にあたっての財源として宿泊税を導入する動きがみられる他、政府が掲げている地方部の観光地に旅行者を分散させる「地方誘客」の取り組みにも注目が集まっています。

ホテル業界～宿泊需要は旺盛ながら客室供給増による需給緩和には留意

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

図表1 旅行・ホテル業界関連指標

～RevPARは上昇傾向(注1)



注1：2019年1-3月を100とする指数

出所：観光庁「旅行・観光消費動向調査」、「宿泊旅行統計」、総務省「消費者物価指数」を基に弊社作成

図表2 旅行・ホテル事業者ランキング

～旅行取扱高・ホテル軒数順の国内上位5社(注2)

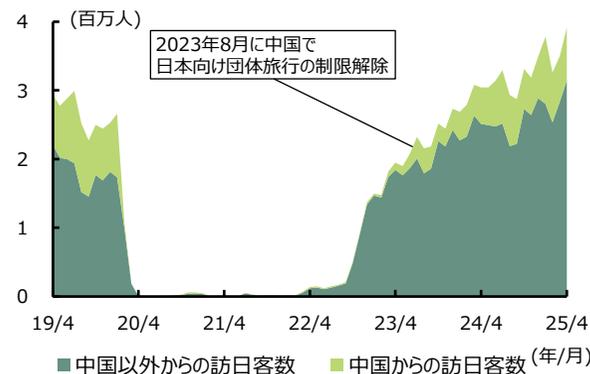
【旅行取扱高】		【ホテル軒数】		
旅行事業者	取扱高 (億円)	ホテル事業者	軒数	客室 (千室)
1 JTB	13,121	1 ルートインホテルズ	349	62
2 日本旅行	3,606	2 東横イン	338	72
3 エイチ・アイ・エス	3,596	3 アパホテルズ&リゾート	280	68
4 阪急交通社	3,340	4 スーパーホテル	173	20
5 KNT-CTホールディングス	3,339	5 マイステイズ・ホテル・マネジメント	157	23

注2：旅行取扱高は2024年4月～2025年3月、ホテル軒数は2025年1月1日時点の業務提携先を含まない国内ホテルの軒数

出所：観光庁「主要旅行者の旅行取扱状況」、オータブ리케이션ズ「月刊HOTERES」を基に弊社作成

図表3 インバウンド(訪日外客数)の推移

～訪日外客数は2024年に過去最多を更新



出所：日本政府観光局「訪日外客統計」を基に弊社作成



22. 電力

業界動向

国内市場動向～大口の新電力シェアが増加

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

大手電力会社の業績～2024年度は減益ながら好決算

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

注1：燃料費の変動は、販売単価に転嫁されるまでに通常3～5か月を要する

今後の見通し

政策動向～第7次エネルギー基本計画の方針の具体化が進む見込み

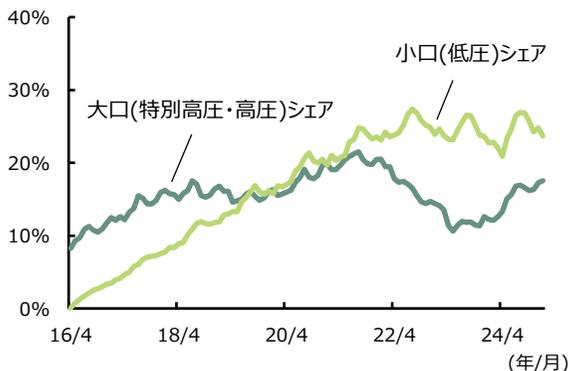
2025年2月、2040年に向けた脱炭素化や経済政策の方向性を定める「GX2040ビジョン」の前提として、第7次エネルギー基本計画が閣議決定されました。

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

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

図表1 新電力事業者のシェア推移(2025年1月)

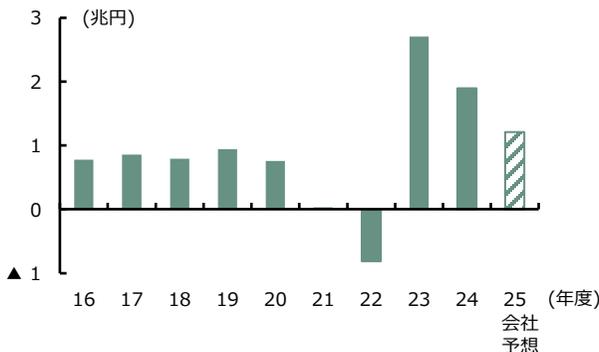
～大口(特別高圧・高圧)の新電力シェアが上昇



出所：資源エネルギー庁「電力需要実績」を基に弊社作成

図表2 大手電力会社10社の合算経常損益(注2)

～期ズレ差益縮小で減益ながら前期に次ぐ高水準

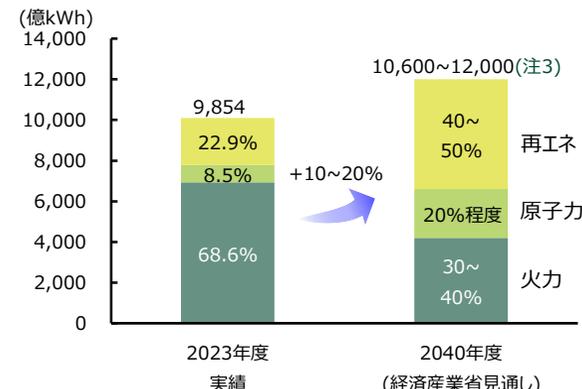


注2：大手電力会社10社の連結ベース経常利益を合算。尚、東京電力ホールディングスの2025年度予想は非開示につき、不算入

出所：各社有価証券報告書を基に弊社作成

図表3 2040年度のエネルギーミックス見通し

～増加する電力需要に対して脱炭素電源を拡充



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



23. 情報サービス業

業界動向

国内市場動向～市場は堅調に推移

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

一方で、旺盛な需要に対して、供給面を支えるIT人材の不足が深刻度を増している状況です。こうした需給ギャップの拡大に伴い、システムソフトウェア開発単価は上昇傾向にあります。

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

今後の見通し

国内で相次ぐ企業提携・買収～ファンド参加による再編加熱

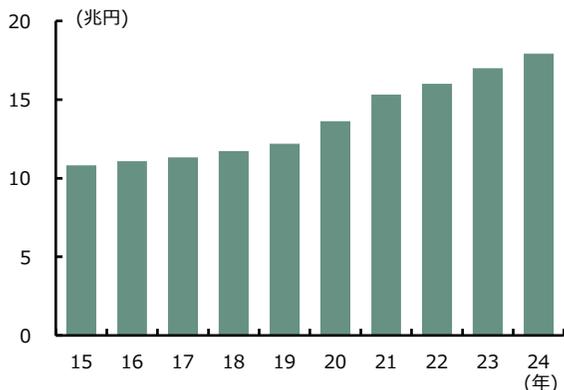
国内ITの黎明期に創業されたオーナー企業の事業承継等を企図したM&Aや株式非公開化が相次いでいる中で、近年は、今後の市場成長を見込んだファンドによるIT企業への資本参加や買収の動きも目立っており、今後も業界再編の動きは活発化することが予想されます。

生成AI事業の活発化～加速するAI関連投資及び開発

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

図表1 国内情報サービス売上高推移

～国内情報サービス市場は堅調に推移



出所：経済産業省「特定サービス産業動態統計調査」を基に弊社作成

図表2 ファンドによる国内IT企業買収売却事例(注)

～業界再編の動きが活発化

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

注：買収金額100億円以上
出所：各社プレスリリースを基に弊社作成

図表3 生成AI関連事業の動向

～事業者による積極的な開発がみられる

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

出所：各社プレスリリースを基に弊社作成

産業天気図

業種	景況感		業種	景況感		業種	景況感		業種	景況感	
	24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測		24年度実績	25年度予測
1 鉄鋼			7 電子部品・半導体			13 海運(外航)			19 小売(スーパー・ドラッグストア)		
2 オイル・ガス			8 電気機械			14 空運			20 外食		
3 石油化学			9 機械			15 陸運			21 レジャー(旅行・ホテル)		
4 紙パルプ			10 自動車			16 建設			22 電力		
5 医薬品			11 造船			17 不動産			23 情報サービス		
6 食品			12 通信			18 アパレル			凡例 不況 ← → 好況		

出所：弊社作成