

# アナリストの眼

## 採算改善で業績回復が続く建設業界

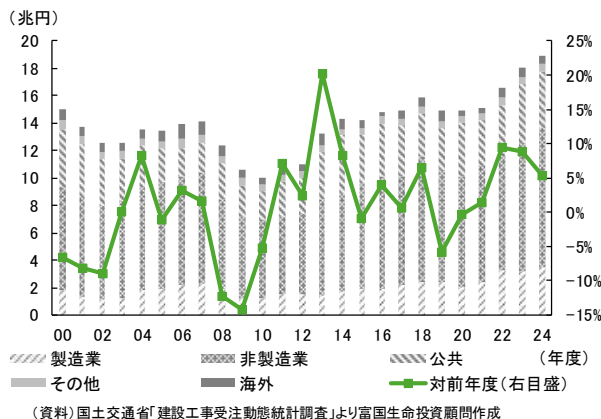
### 【ポイント】

1. 建設受注は民間の設備投資増加を主因に回復局面が続く見込み。
2. 低採算案件の剥落や好採算案件の工事進捗により大手ゼネコンの収益は回復している。当面は受注時採算の改善が継続すると見ており、業績は堅調に推移するであろう。
3. また、持続的な収益性改善のため、建設業界では企業価値向上に向けた取り組みを進めている。特に、ガバナンス改革や人材戦略が重要である。

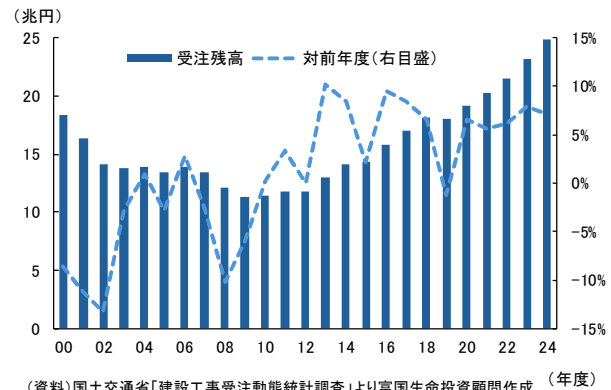
### 1. 建設需要

2024年度の建設大手50社の受注高は民間設備投資の増加を主因に前年度比5.3%増の約19兆円となった。今後も都市再開発や統合型リゾート、製造業等の投資増を主因に回復局面が続くであろう。

図表1. 建設大手50社受注高

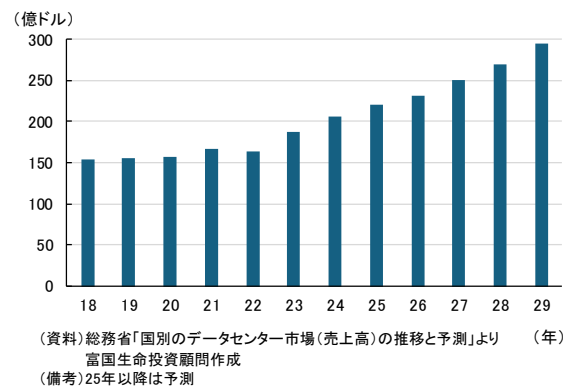


図表2. 建設大手50社受注残高



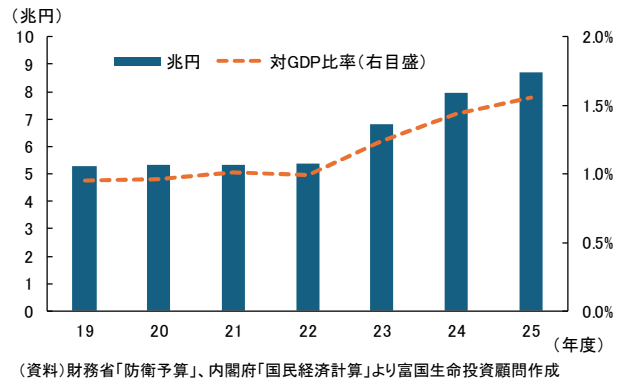
足元ではクラウドサービスの普及や生成AI（人工知能）の需要増加等によりデータセンター関連の建設需要が高まっている。データセンターについては過去の施工実績や技術面、工期管理がオフィスビルや工場の案件以上に重要で収益性は高い。また、データセンターや半導体工場がもたらす電力需要の増加に伴い、「脱炭素電源」として原子力発電が再評価されている。安全確保を前提にエネルギー自給率の引き上げに向け、原子力発電の稼働が推進されるであろう。建設業界への原発再稼働の影響としては、再稼働に伴う建設需要（安全対策工事、防潮堤工事等）の増加が期待される。

図表3. データセンター市場（売上高）



防衛関連も予算増加が見込まれることから建設需要が増加する見込みである。ロシア・ウクライナ戦争や中東情勢、台湾海峡の緊張など世界中で地政学リスクが高まっており、各国が軍事予算を増やしている。日本政府も2027年度までに防衛費をGDP比2%とする方針を2025年度中に前倒しする予定となっている。このうち建設業界に主に関連するのは基地対策経費（地元自治体への支援）と施設整備費で防衛費の約10～20%となっている。自衛隊施設は老朽化が進み、新耐震基準を満たしていない施設が約40%と多い。今後も耐震強化等の工事を行う必要があり、建設需要の増加につながろう。

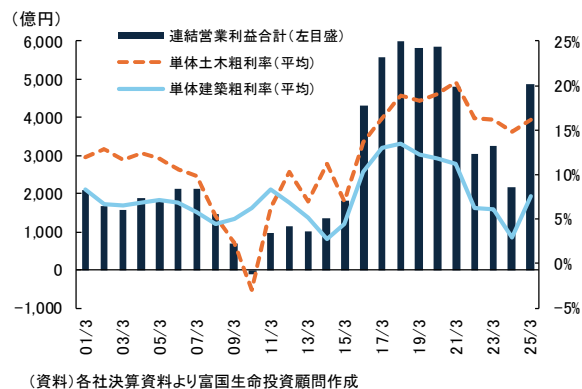
図表4. 防衛関係予算（当初予算ベース）



## 2. 収益状況

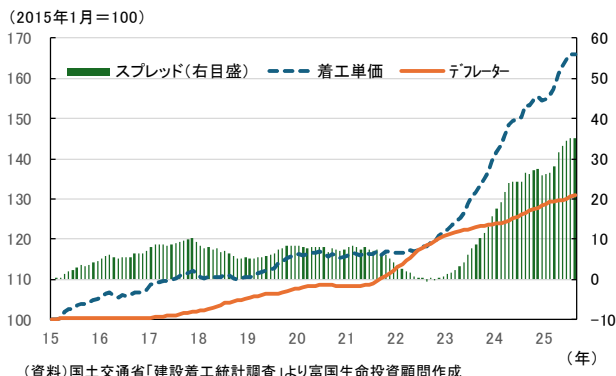
工事量の増加や採算の向上で大手ゼネコンの収益改善が進んでいる。2025年3月期の大手ゼネコン4社合計の連結営業利益は前期比2.2倍の4,865億円となった。2021年の東京オリンピック後に受注した低採算案件の減少や好採算案件の工事が進捗する中で粗利率が改善している。なお、ここ数年は建設需要が増加する中で施工能力に応じた厳格な受注活動が行われているため、価格競争とはなっていない。

図表5. 大手ゼネコン業績推移

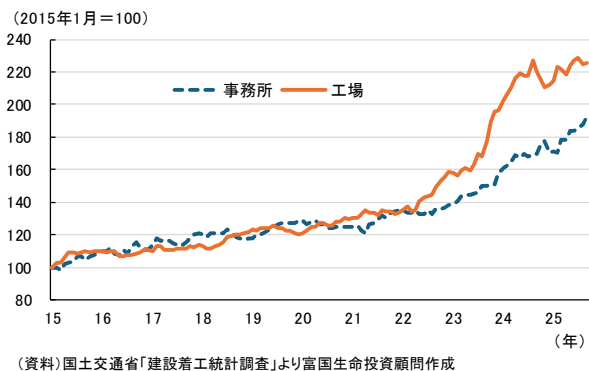


受注時採算を推定する目安として建設着工単価と建設工事費デフレーターのスプレッドの動きに注目している。2023年を底に足元でスプレッドが広がっており、収益改善が継続していることがわかる。受注から工事売上計上は平均して1～2年のタイムラグがあり、2026年3月期以降も営業増益基調は継続するであろう。

図表6. 建設着工単価とデフレーター



図表7. 用途別建設着工単価



建設市場で堅調な需要を支えている主要な用途は再開発（事務所等）と工場である。このうち、工場案件は2023年後半以降、建築着工単価の上昇幅が大きく、受注時採算の改善に貢献している。再開発案件は工場に比べると工事単価の上昇が緩やかだったが、

2025年に入り上昇幅が拡大している。これは、不動産賃貸市場の業況改善（オフィス空室率の低下と賃料上昇）が背景にあり、デベロッパー等発注者側の工事費上昇に対する受け入れ余力が増しているためである。

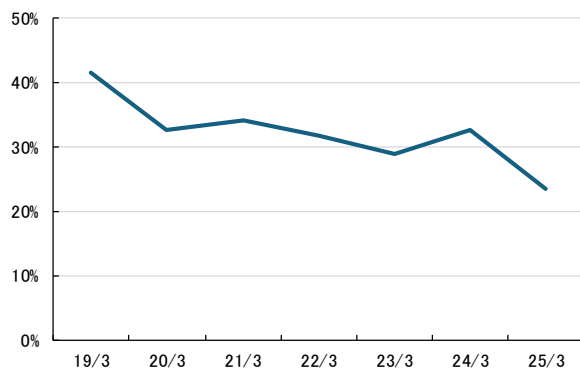
### 3. 企業価値向上に向けた取り組み

持続的な収益性改善のため、建設業界では企業価値向上に向けた取り組みを進めている。特にガバナンス改革や人材戦略が重要である。

ガバナンス改革の面では、建設業界の場合、政策保有株式の削減が課題となっている。政策保有株式の保有については、過去は工事受注につながるような取引先との関係強化を目的とするものが多かった。一方で、ここ数年はコーポレートガバナンス改善の一環で政策保有株式の売却を進めている。因みに大手ゼネコン4社はいずれも中期的に連結純資産の20%未満へと政策保有株式を削減する目標を掲げている。政策保有株式の売却で回収した資金は株主還元の拡充や成長投資に振り向けられる見込みである。

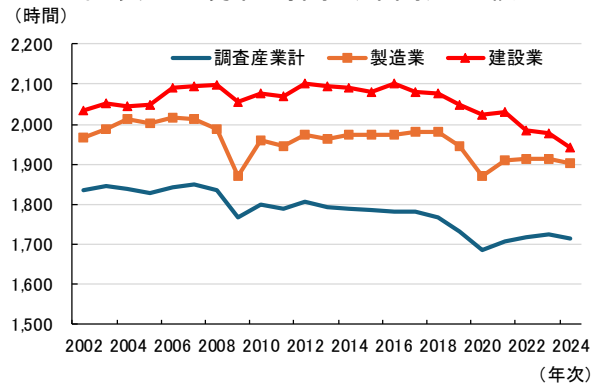
このような状況下、成長投資の一環としてM&Aを検討する会社が増えている。大手ゼネコンの場合、技術的な補完や施工キャパシティの拡大に向けて専門工事会社（電気工事や空調工事会社）や土木工事会社（海上土木等）を買収するメリットは大きい。

図表 8. 大手ゼネコン政策株対純資産比率



（資料）各社決算資料より富国生命投資顧問作成

図表 9. 労働時間（年間）比較



（資料）厚生労働省「毎月勤労統計調査」より富国生命投資顧問作成

人材戦略の面では、人材確保と生産性向上が課題となっている。建設業界は高齢化が進んでおり、中期的な人手不足の解消や将来の担い手確保の目処はたっていない。また、海外での受注も増えてきていることからグローバル人材の獲得も重要である。

業界としては「働き方改革」を進めており、労働時間はここ数年減少傾向にある。一方で、他産業に比べると依然として労働時間が長い状況は変わっていない。2024年4月より建設業でも労働基準法の改正に伴う時間外労働時間の上限規制が導入され、ゼネコン各社は土日の閉所の導入を積極的に進めている。若年層の採用確保のためにも今後の改善に期待したい。

また、労働環境が良くないことも採用難につながっており、建設現場の生産性向上も重要である。生産性向上の取り組みとしてはデジタル技術を活用した施工管理や「部材のモジュール化」を進めている。「部材のモジュール化」とは部材の規格（サイズ等）を標準化し、プレキャスト製品（工場製作物）を利用することである。このような取り組みを進めていけば、コスト削減（工期短縮や省人化）につながり、持続的な収益性改善が可能となろう。

（富国生命投資顧問（株）チーフアナリスト 橋本 浩）