

# 主要日本企業の2014年7～9月期決算と株式相場見通し

市場調査部

大塚理恵子

03-3591-1420

rieiko.otsuka@mizuho-ri.co.jp

- 上場企業の2014年7～9月期の決算は増収増益を維持。特に製造業は経常利益が前年同期比12.5%の増益と高い伸び。一方、非製造業は小売業やサービス業等の減益基調が続き小幅な増益に留まった
- 2015年3月期の会社計画は期初から上方修正され、経常利益は全産業で前期比3.5%の増益となり、過去最高益を更新する見込み。但し、円安と国際商品市況の下落の影響を受け業種間格差は拡大
- 製造業を中心とした収益改善を受けて株価は上昇基調を維持。円安傾向が続けば予想利益の水準も切り上がっていく公算

## 1. はじめに

日本の上場企業の収益改善が続いている。2014年7～9月期の法人企業統計によれば、資本金10億円以上の大企業（全産業）で売上高（単体）は前年同期比0.7%の増収、経常利益は同8.5%の増益と4～6月期に続き増収増益を維持した。10月末の日銀の追加緩和以降は急速に進んだ円安を受け、2015年3月期の業績改善期待も高まっている。本稿では、TOPIX採用企業の2014年4～9月期決算の動向と2015年3月期の業績予想について概観した上で、今後の日本の株式相場の見通しについて述べることにしたい。

## 2. 2014年4～9月期決算動向

### (1) 概要

TOPIX採用企業（除く金融・電力、連結優先）のうち、2013年9月期から比較可能な1,288社の2014年4～9月期決算を集計したところ、売上高は全体で前年同期比5.1%の増収となった（図表1）。内訳としては、製造業が4.3%、非製造業が6.2%と4～6月期に続き非製造業の方が高い伸びとなった。米国を中心とした緩やかな世界景気の回復を背景に、海運や空運の増収幅が大きかった他、公共投資がけん引した建設や情報通信、ガス等、一部の内需産業も堅調であった。製造業では、想定レート比円安が進んだことも追い風となり、機械や輸送用機器、電気機器等の加工産業、化学や鉄鋼等、比較的海外売上高比率の高い業種の伸びが目立った。

一方、経常利益の増益率は全体で9.1%、内訳として製造業が12.5%と高い増益率になったが、非製造業は4.7%と4～6月期と同様に収益性の差異が際立つ結果となった。業種別には機械や電気機器が

20%を超える高い増益率となったのを始め、製造業を中心に2桁の伸びとなった業種が多数に及んだ。製造業の売上高経常利益率は前年同期比0.5%pt.改善しており、為替効果のみならず、経営資源の効率的活用による収益性改善が着実に進んでいると言えるだろう。但し、製造業の中でも食料品や医薬品といった国内の売上高比率が高い業種の増益率が小幅に留まった他、国際商品市況の下落に伴い在庫評価損が膨らんだ石油・石炭製品や円安に伴う輸入原価の上昇が重荷となったパルプ・紙は大幅な減益となった。非製造業においては、4月の増税に伴う消費の落ち込みの影響を受けた卸売、小売が10%を超える大幅減益となった他、不動産やサービスも4～6月期から続く減益基調を脱することは出来ず、非製造業全体の足を引っ張った。これらの業種は増収を維持したものの、売上確保のための販売価格抑制が収益をひっ迫したと見られる。但し、小売業や不動産業、サービス業も4～6月期と比べると対前年同期の減益幅を縮小させており、消費が徐々に持ち直していく中で業績も改善に向かうであろう。

## **（2）2015年3月期の経常利益は期初計画から上方修正**

次に足元の業績を踏まえた2015年3月期の決算の会社計画について見ていく。まず、売上高については、直近の計画は全体で前年同期比0.6%の増収であり、期初の計画である前年同期比3.2%の増収から下方修正されている（図表2）。内訳としては、製造業が2.9%の増収から3.3%の増収に0.4%pt.上方修正されている一方、非製造業が3.7%の増収から3.2%の減収と大幅に下方修正されている。卸売やサービスでは10%を超える減収を予想しており、特に卸売は期初の増収計画から大幅に下方修正されている。消費増税による消費の落ち込みが想定よりも長引いたことその他、期中に進んだ国際商品市況の下落に伴い、総合商社を中心に売上高が大幅に減少したことが影響したと見られる。

経常利益は、直近の計画が全体で3.5%増益と、期初の計画である1.7%の増益から上方修正されている。内訳としては、売上高と同様に製造業が期初の4.2%の増益から7.3%の増益まで上方修正され、非製造業は期初の1.8%の減益から直近は2.0%の減益に下方修正されている。但し、非製造業の売上高の下方修正幅に比べ、経常利益の下方修正幅は小幅に留まっており、建設や運輸における資源価格下落による原価低減や、販管費の削減等企業の収益性改善の取り組みが利益の押し下げを限定させていると考えられる。業種別には製造業において増益計画となっている業種が多く、非製造業では水産・農林、倉庫・輸送関連、サービスを除き減益計画となっている。製造業では輸出業種である機械、電気機器、輸送用機器が期初対比計画を大きく切り上げてきている。また、円安による輸入原価上昇以上に資源価格下落に伴う原価低減のメリットの方が大きいと見られる鉄鋼や非鉄金属等の素材産業も計画が上方修正され、10%を超える増益計画となった。他方、製造業でも紙・パルプや石油・石炭製品は利益計画が大幅に下方修正された。非製造業では資源価格下落が重荷となる鉱業、4～9月期の消費回復の遅れが通期の業績を下押しする小売等の業種の利益計画の下方修正が目立つ。

図表1 2014年4~6月期決算概要

業種名	企業社数	売上高 (前年同期比、%)	経常利益 (前年同期比、%)	当期利益 (前年同期比、%)	売上高経常利益率 (%、%pt)	
		14/9期実績	14/9期実績	14/9期実績	14/9期 実績	前年 同期比
<b>全産業</b>	<b>1228</b>	<b>5.1</b>	<b>9.1</b>	<b>8.8</b>	<b>6.3</b>	<b>0.2</b>
<b>製造業</b>	<b>695</b>	<b>4.3</b>	<b>12.5</b>	<b>10.5</b>	<b>6.4</b>	<b>0.5</b>
加工産業	465	4.8	15.2	15.0	7.0	0.6
食料品	47	2.8	3.1	7.2	4.3	0.0
医薬品	32	1.5	0.0	▲ 4.5	13.5	▲ 0.2
ゴム製品	6	7.9	2.7	▲ 14.2	4.9	▲ 0.2
金属製品	27	5.2	▲ 15.1	▲ 18.9	4.1	▲ 1.0
機械	106	8.4	25.1	15.6	9.1	1.2
電気機器	128	4.2	27.3	36.3	5.0	0.9
輸送用機器	61	5.4	11.6	11.1	8.2	0.5
精密機器	23	▲ 1.6	19.2	68.7	7.4	1.3
その他製品	35	0.6	16.3	14.6	5.3	0.7
素材産業	230	3.4	3.7	▲ 4.1	4.9	0.0
繊維製品	27	5.0	16.0	▲ 59.2	4.8	0.5
パルプ・紙	10	0.5	▲ 26.5	▲ 1.3	2.3	▲ 0.9
化学	107	4.7	10.4	3.5	6.9	0.3
石油・石炭製品	7	▲ 3.3	▲ 60.4	▲ 82.2	1.0	▲ 1.4
ガラス・土石製品	26	3.1	33.8	39.1	7.9	1.8
鉄鋼	30	7.2	11.6	▲ 10.8	5.6	0.2
非鉄金属	23	8.8	20.3	56.1	5.6	0.5
<b>非製造業</b>	<b>533</b>	<b>6.2</b>	<b>4.7</b>	<b>6.3</b>	<b>6.1</b>	<b>▲ 0.1</b>
水産・農林業	4	59.3	75.7	123.7	2.1	0.2
鉱業	6	2.7	4.4	6.7	43.3	0.7
建設業	89	6.9	29.9	31.1	4.1	0.7
ガス業	6	6.5	25.5	44.3	7.4	1.1
陸運業	38	2.4	1.2	5.1	9.8	▲ 0.1
海運業	8	7.1	6.6	2.9	2.8	▲ 0.0
空運業	4	6.3	7.7	6.1	8.5	0.1
倉庫・輸送関連業	20	6.4	10.2	▲ 6.6	4.7	0.2
情報・通信業	81	10.8	11.0	13.4	14.5	0.0
卸売業	122	5.6	▲ 11.3	▲ 11.7	2.3	▲ 0.4
小売業	63	2.0	▲ 10.3	▲ 8.9	2.7	▲ 0.4
不動産業	28	0.3	▲ 0.5	1.2	11.1	▲ 0.1
サービス業	64	4.0	▲ 0.2	▲ 2.6	7.6	▲ 0.3

(注) TOPIX採用企業(除く金融、電力)のうち、2013年9月期から比較可能な1,228社を集計(連結優先)。  
(資料)日経FQ

図表 2 2015年3月期業績予想

業種名	企業社数	15/3期売上高 (前年同期比、%)			15/3期経常利益 (前年同期比、%、%pt)			
		① 期初会社予想	② 直近会社予想	③ アナリスト予想	① 期初会社予想	② 直近会社予想	③ アナリスト予想	③-②
<b>全産業</b>	<b>1228</b>	<b>3.2</b>	<b>0.6</b>	<b>4.0</b>	<b>1.7</b>	<b>3.5</b>	<b>7.8</b>	<b>4.3</b>
<b>製造業</b>	<b>695</b>	<b>2.9</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>4.2</b>	<b>7.3</b>	<b>12.9</b>	<b>5.5</b>
加工産業	465	3.0	3.7	4.2	4.5	8.1	14.6	6.5
食料品	47	2.7	2.8	2.6	2.6	1.5	4.4	2.9
医薬品	32	▲ 1.7	▲ 1.9	▲ 1.5	0.5	▲ 2.2	2.4	4.6
ゴム製品	6	5.7	4.8	4.8	4.8	▲ 0.3	▲ 0.3	0.0
金属製品	27	5.4	3.9	4.3	▲ 2.3	▲ 8.0	▲ 6.7	1.3
機械	106	7.0	7.3	7.9	6.8	10.0	15.2	5.2
電気機器	128	2.3	3.0	3.1	11.4	14.7	21.5	6.8
輸送用機器	61	2.8	4.0	5.1	0.3	6.4	14.2	7.8
精密機器	23	2.8	1.6	1.4	11.8	9.7	13.4	3.6
その他製品	35	2.5	2.3	1.5	11.5	11.4	16.1	4.7
素材産業	230	2.8	2.5	2.7	3.4	5.0	7.1	2.2
繊維製品	27	8.4	7.1	6.4	10.4	11.6	12.0	0.5
パルプ・紙	10	2.7	0.9	0.9	5.3	▲ 16.5	▲ 15.3	1.2
化学	107	3.8	3.5	4.7	3.8	5.7	9.9	4.2
石油・石炭製品	7	▲ 2.8	▲ 3.6	▲ 4.1	▲ 16.6	▲ 25.1	▲ 34.3	▲ 9.3
ガラス・土石製品	26	2.2	2.3	2.7	6.0	12.1	14.6	2.5
鉄鋼	30	6.1	5.6	4.7	7.2	11.6	15.2	3.6
非鉄金属	23	5.5	6.6	7.9	7.1	16.3	19.3	3.0
<b>非製造業</b>	<b>533</b>	<b>3.7</b>	<b>▲ 3.2</b>	<b>4.4</b>	<b>▲ 1.8</b>	<b>▲ 2.0</b>	<b>0.6</b>	<b>2.6</b>
水産・農林業	4	52.4	53.3	54.3	23.1	34.0	37.1	3.1
鉱業	6	1.3	▲ 2.5	▲ 1.3	▲ 8.9	▲ 12.8	▲ 15.3	▲ 2.5
建設業	89	3.1	3.7	4.2	▲ 5.9	▲ 0.9	4.1	5.1
ガス業	6	7.8	6.5	5.9	▲ 5.6	▲ 5.0	4.9	9.9
陸運業	38	1.7	1.8	2.3	▲ 2.5	▲ 0.7	1.1	1.8
海運業	8	3.1	3.7	4.5	20.0	0.7	10.0	9.4
空運業	4	5.3	4.3	4.6	▲ 4.4	▲ 1.4	6.3	7.7
倉庫・輸送関連業	20	5.2	5.7	5.2	6.4	9.0	8.6	▲ 0.3
情報・通信業	81	3.6	5.3	6.5	▲ 2.4	▲ 0.1	3.2	3.3
卸売業	122	5.1	▲ 11.1	3.9	1.0	▲ 3.5	▲ 0.7	2.8
小売業	63	4.7	1.7	1.9	3.6	▲ 8.3	▲ 8.3	0.1
不動産業	28	2.1	2.4	2.3	▲ 7.2	▲ 3.7	▲ 2.2	1.6
サービス業	64	▲ 15.5	▲ 15.3	4.1	4.4	4.2	2.5	▲ 1.7

(注1) TOPIX採用企業(除く金融、電力)のうち、1,228社を集計(連結優先)。  
(注2) 会社予想がない企業は、東洋経済予想を採用。  
(注3) アナリスト予想は12月1日時点の日経QUICKコンセンサス予想を集計。  
(注4) 網掛けは直近会社予想が期初会社予想から下方修正された業種。  
(資料) 日経FQ、QUICK

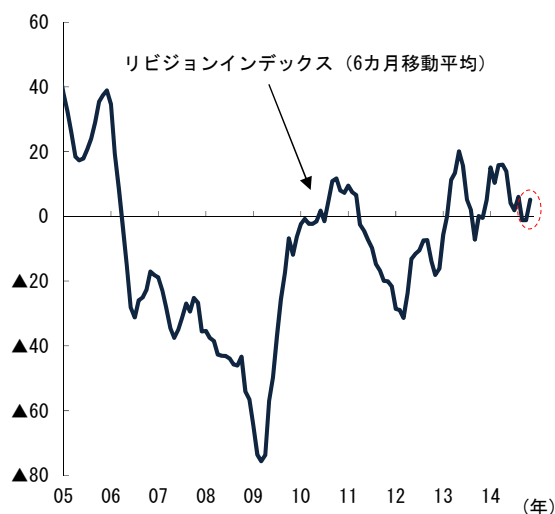
### (3) 一部業種で会社計画よりも大幅増益を見込むアナリスト予想

経常利益の直近の会社計画が増益率3.5%であることから、過去最高益を更新した2014年3月期に続き2015年3月期も最高益を更新する可能性が高いが、9月末以降さらに円安、原油安が進行していることから、これらを一部織り込んだ12月1日時点のアナリスト予想は全体で7.8%の経常利益増益と増益幅がさらに大きくなっている。アナリストの業績予想が修正された銘柄のうち、上方修正された銘柄が下方修正された銘柄を上回る割合を示す、リビジョンインデックス（6カ月移動平均）も2014年度に入ってから下落傾向であったのが、足元で上昇に転じている（図表3）。会社計画と比較し、特に上方にかい離している業種は、製造業では機械、電気機器、輸送用機器、非製造業ではガス、海運、空運である。前者は円安、後者は原油安による業績改善期待が織り込まれている。一方、下方にかい離したのは資源価格下落を受けた石油・石炭製品や鉱業、サービス業であった。円安によるデメリットが大きいと考えられる製造業の素材産業や非製造業の多くの業種では、資源価格下落による輸入原価低減等のメリットが円安のデメリットを相殺することもあり、会社計画を上回る利益が予想されている。

9月の日銀短観で大企業（製造業）の2014年度想定ドル円相場が100円73銭<sup>1</sup>、9月末のドル円相場が109円65銭であり、4～9月期の決算では輸出業種を中心に評価益の増加等を通して円安は業績を押し上げたと考えられるが、日銀による追加緩和や2015年10月の消費増税延期と衆議院の解散総選挙決定を受けて、一段と円安は進み、足元では一時1ドル=121円台をつけている。年度末に向けて円安のペースが一服し、短期的な調整を挟む可能性はあるが、日米の金融政策の違い等を背景に円安基調は維持され、ドル円レートは現在の水準以下で推移する公算が高く、製造業を中心にアナリスト予想を上回る水準の業績は視野に入ってくるであろう。中長期的に円安が定着すれば資産や利益の為替換算評価益のみならず、販売現地での価格引き下げによる輸出数量伸長等の企業行動に変化をもたらし、製造業の収益を底上げするだろう<sup>2</sup>。実際、9月と10月の貿易統計では輸出数量指数が2カ月連続で増加しており、数量増加の兆しが見られている。また、原油安もOPECによる減産が見送られたこと等から上昇基調に転じることは考えにくい。

2015年3月期決算は円安と資源価格下落によるメリットを享受する業種と両者のメリットとデメリットが相殺される業種、デメリットの方が大きい業種によって明暗が分かれる結果となるだろう。尚、今回集計した企業の2015年3月期のアナリスト予想の当期利益と2014年9月末時点の自己資本を用いてROEを算出すると、8.8%となり、米国やドイツなどの10%を超える水準には及ばないものの、2014年3月期のROE7.6%から1%pt.

図表3 TOPIXのリビジョンインデックス



(注)リビジョンインデックス=(上方修正銘柄数-下方修正銘柄数) / 修正銘柄数。  
(資料) IBES

以上の着実な改善が見込まれる。

### 3. 株式相場の動向と今後の見通し

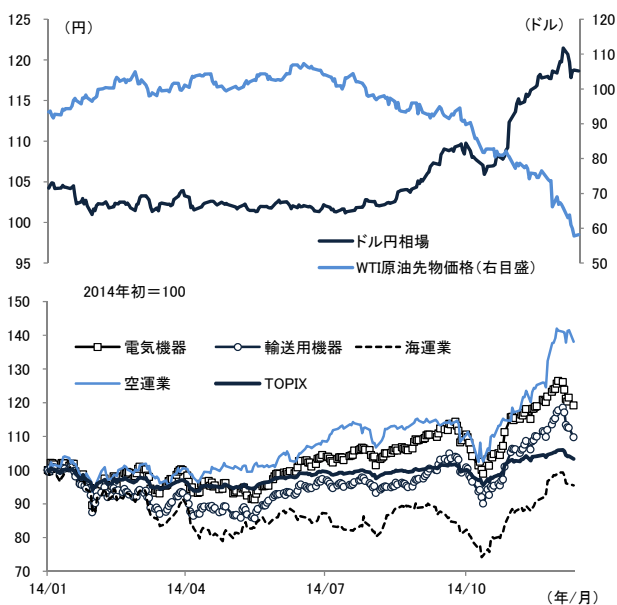
#### (1) 2014年10月以降上昇基調を強めた株式相場

下期に入ってから国内株式相場の動向を見てみると、10月上旬にユーロ圏をはじめとする世界経済の先行きへの不透明感等から米国株が調整したことを受け、日本株も大幅に下落した。日経平均は14,000円台半ばまで急落し、調整幅は10%超に及んだ。しかし、米国株が好調な企業決算をきっかけに上昇基調に復す中で日本株も上昇に転じ、10月31日に日銀が追加緩和を決定すると円安・株高が急速に進んだ。11月中旬に政府が2015年10月の消費増税の見送りと衆議院の解散・総選挙を決定し、さらに総選挙で与党勝利の公算が高まったことも株式市場では好材料として捉えられ上昇基調は強まった。特に海外投資家の11月の買い越し金額は、2013年12月以来となる1兆円を超えた。日経平均は足元ではグローバルな景気への警戒感の高まりや米株安をうけて下落し上昇幅を縮小したものの、2007年7月から約7年4カ月ぶりの18,000円近傍で上値を試す展開となった。業種別には、前述の通り円安と原油安の追い風を受けて業績改善期待が高まっている機械、電気機器、輸送用機器、非製造業ではガス、海運、空運の上昇が顕著である(図表4)。ブルームバーグが2014年11月に行った海外投資家向けのアンケート調査によると、各国の指導者が投資環境に与える影響を楽観的に見ている割合について、米国やドイツと比べると日本の安倍首相が最も高くなっている(図表5)。12月14日に行われた衆議院選挙の与党大勝に伴い、デフレ脱却や構造改革に向けた政策の着実な推進に不可欠である安倍政権の求心力が高まったことを好感し、日本株への投資スタンスも積極化すると予想される。

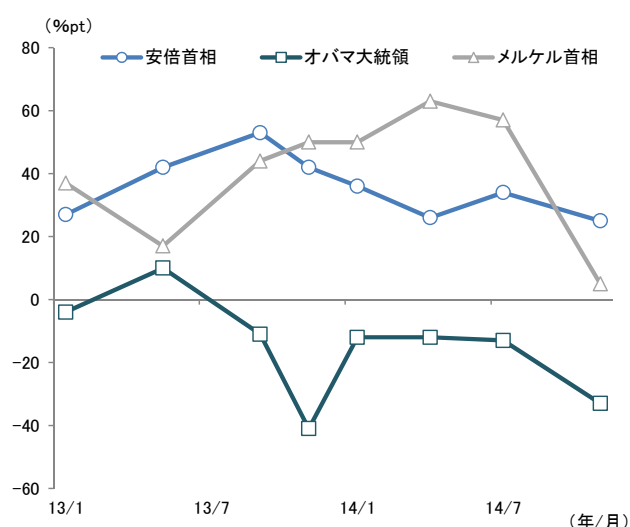
#### (2) 上昇余地を残す日本株

今後の年度末に向けた株式相場は業績改善に沿って緩やかに上昇すると見込まれる。バリュエーション面から日本の株価の上昇余地を検証してみる。11月末時点のTOPIXの12カ月先予想1株当たり

図表4 ドル円相場・原油価格と業種別指数



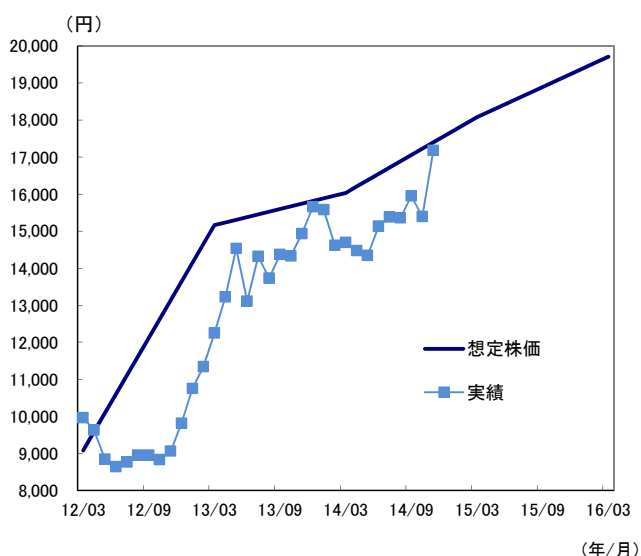
図表5 各国指導者信頼感に関するアンケート結果



利益（EPS）から予想株価収益率を15倍、NT倍率を12倍と仮定して算出した想定株価に対し10月末以降の急上昇を受け、11月末時点で株価実績がほぼ想定株価と同水準になっており、割安感は後退している（図表6）。今期予想PERも11月末時点で15.6倍と米国S&P500指数の17.2倍は下回るものの、ドイツDAX指数の14.0倍、英国FTSE100の14.1倍と比較するとやや割高となっている。しかし、現在の円安の水準が定着し、業績予想に織り込んでいく中でEPSが上昇していけば、割高感は薄れていくだろう。また、国内景気は10～12月期以降、個人消費や設備投資が持ち直すと予想され、原油安も追い風となって景気改善が企業業績を底上げすると見込まれる。ダウ平均株価と日本の鉱工業生産指数、ドル円相場から日経平均株価を推計すると、現在のダウ平均株価とドル円相場の水準では上昇余地があると考えられる（図表7）。急速に円安が進んだことも一因となり、円安による輸出数量伸長等のメリットが未だ出ていないものの、ドル円相場の円安傾向が継続すれば推計される株価に近づいていくだろう。

リスク要因は、米国株の割高感が今期予想PERに見られるように強まっている中で、早期の利上げ観測の高まりによる米金利上昇による米国株の調整である。但し、需給面において下値では日銀によるETFの購入や年金資金の流入が期待され、下げ幅は限定されるだろう。

**図表6 日経平均の予想PER15倍の  
想定株価と実績**



(注1) 想定株価はTOPIXの12カ月先予想EPSから逆算したPER15倍、NT倍率12倍のケース。  
(注2) 12カ月先予想EPSは9月末時点のデータ  
(資料) Datastream、Bloomberg

**図表7 為替と米国株価から試算される  
日経平均水準**

(単位:円)

		ダウ平均(ドル)					
		15,000	16,000	17,000	18,000	19,000	20,000
ドル円相場(円)	105	14,942	15,194	15,434	15,664	15,884	16,096
	110	16,260	16,533	16,795	17,045	17,285	17,516
	115	17,693	17,991	18,276	18,548	18,809	19,060
	120	19,254	19,578	19,887	20,183	20,468	20,741
	125	20,951	21,304	21,641	21,963	22,272	22,570
	130	22,799	23,182	23,549	23,900	24,236	24,560
	135	24,809	25,227	25,625	26,007	26,373	26,726

(注)以下の推計式より算出。推計期間:2005.01~2014.10adj-R2:0.96 ()内はt値。  
 $LN(TOPIX)=0.51+0.26*LN(ダウ平均)+0.52*(鉱工業生産)+0.02*ドル円相場$   
 (1.4) (8.6) (6.7) (34.5)  
 (資料)経済産業省、Bloomberg

<sup>1</sup> 12月日銀短観の大企業（製造業）の想定レートは103円36銭

<sup>2</sup> 『円安悪玉論』の検証と為替の政治学」（みずほ総合研究所『みずほインサイト』2014年10月21日）

●当レポートは情報提供のみを目的として作成されたものであり、商品の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、当社が信頼できると判断した各種データに基づき作成されておりますが、その正確性、確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることもあります。