

PASSION  
FOR THE  
BEST

## 企業業績見通しと日本株投資戦略

# 米財政政策とワクチン接種進展の ツインエンジンで最高益更新へ

2021年7月

チーフストラテジスト 阿部 健児

03-5555-7284

kenji.abe@daiwa.co.jp

大和証券

Daiwa Securities

この資料は、ミーティング等における投資情報の提供活動に際し補助的資料として作成したもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。  
事前の了承なく複製または転送等を行わないようお願いします。ご利用に際しては、末尾の開示事項の記載もご覧ください。なお、資料中の図表は作成時点の社名が作成者になっていることがありますが、ご了承ください。

## 阿部 健児（あべ けんじ）

大和証券チーフストラテジスト

島根県生まれ、広島育ち、修道高校出身



御参加いただき誠にありがとうございます。  
うございます。

よろしくお願い申し上げます

1998年東京大学経済学部卒業

財務省に入省し大臣官房文書課に配属。内閣府出向時には経済白書や月例経済報告の作成に従事。その後、財務省国際局にて外国為替政策に携わる。

2007年に米ジョンズ・ホプキンス大学にて博士号取得後、10年以上にわたり、日本株投資戦略の立案に従事

受賞等：2021年日経ヴェリタスストラテジー部門6位  
2020年IIストラテジー部門4位  
2019年QUICK月次調査アワード（株式部門）

メディア：日経ヴェリタスコラム「プロのポートフォリオ」等に寄稿

著書：

Macroeconomic Effects of International Capital Flows: Lessons from Japan's Foreign Exchange Policy (2009), Lap Lambert Academic Publishing

趣味：犬の散歩、サッカー観戦

# 要約

---

## ➤ 2020年度実績はコロナ禍にもかかわらず増益

同じく売上高が急減したリーマン・ショック時との違いは

①SBGの大幅増益、②自動車生産急回復、③為替安定

## ➤ コスト構造の改善 + 経済正常化 = 2022年度にかけて最高益更新

最高益更新のドライバーは、①米国景気の本格回復、②市況回復の好影響、

③コスト削減の定着及び構造改革、④対面サービスの復活、⑤デジタル化進展等

## ➤ 株主還元の先行き

配当、自社株買いともに増加。2022年度には過去最高水準へ

## ➤ 2021年度の日本株見通し

2021年度末までに日経平均株価が約33,000円に達する可能性は十分

## ➤ 投資戦略

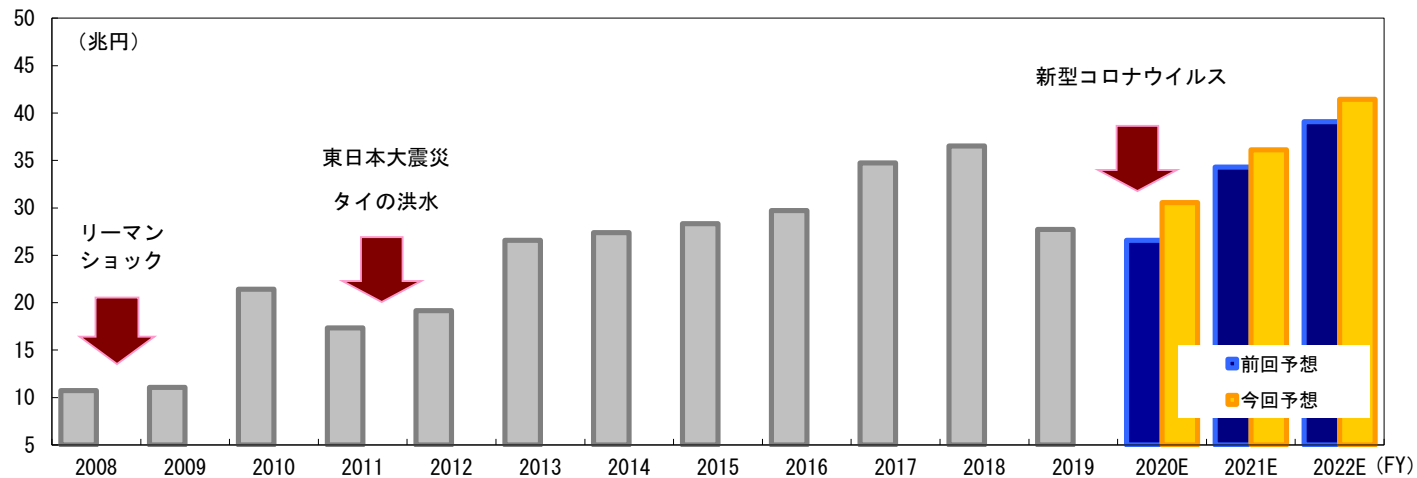
経済再開の恩恵を受けやすい企業、中間決算期に会社計画上方修正の可能性が相対的に高い企業、堅調な米国景気から自動車等に注目。米長期金利が上昇する場合は金融にもアウトパフォームの可能性

# 2020年度実績及び 2021年度～2022年度業績予想集計

# 20年度～22年度連続増益。過去最高益更新へ

- 主要上場企業(除く金融)200社の経常利益は2020年度にコロナ禍の影響があっても前年度比10.1%増益。10-12月決算発表後の同4.2%減益予想から顕著な上方着地。上方着地の理由は①SBGの大幅増益と②事前予想を上回った1-3月期決算
- 経済正常化から2021年度は前年度比18.2%、2022年度は同14.8%経常増益となり、2022年度に過去最高益更新を予想

## 主要上場企業(除く金融)の経常利益推移



# 集計のポイント

- 2020年度は顕著な上方着地。コロナ禍にもかかわらず増益
- 2021年度は米国景気の本格回復、構造改革進展等から大幅増益へ
- 2022年度は経済正常化からコロナ禍前を上回り最高益更新へ
- 直近年度の増額修正は3四半期連続。為替想定を円安方向へ修正したことも影響

## 今回集計のポイント

|       | 2020年度                                                                                                       |   |         |                                                                                     | 2021年度  |   |         |                                                                                                             | 2022年度  |   |         |                    |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---|---------|-------------------------------------------------------------------------------------|---------|---|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------|---|---------|--------------------|
|       | 前回予想                                                                                                         |   | 今回実績    | 乖離額                                                                                 | 前回予想    |   | 今回予想    | 修正額                                                                                                         | 前回予想    |   | 今回予想    | 修正額                |
| 経常利益額 | 26.6兆円                                                                                                       | ➡ | 30.5兆円  | 4.0兆円増額<br>(14.9%増)                                                                 | 34.3兆円  | ➡ | 36.1兆円  | 1.8兆円増額<br>(5.3%増)                                                                                          | 39.1兆円  | ➡ | 41.5兆円  | 2.4兆円増額<br>(6.1%増) |
| 経常増益率 | 4.2%減益                                                                                                       |   | 10.1%増益 |                                                                                     | 29.1%増益 |   | 18.2%増益 |                                                                                                             | 13.9%増益 |   | 14.8%増益 |                    |
| ポイント  | ① ソフトバンクグループの大幅増益<br>(通信)<br>② 自動車生産回復とその波及<br>(自動車、電機、化学、非鉄、機械、鉄鋼等)<br>③ コロナ感染再拡大による業績低迷<br>(旅客輸送、小売、不動産業等) |   |         | ① 米景気本格回復の恩恵<br>(全セクター)<br>② 市況回復の好影響<br>(総合商社、化学、石油、非鉄等)<br>③ 構造改革の成果顕現<br>(全セクター) |         |   |         | ① 経済正常化による対面サービスの回復<br>(旅客輸送、サービス・メディア等)<br>② コロナ追い風の弱まり<br>(小売、食品等)<br>③ 経済正常化後の成長ドライバー<br>(ITシステム、精密、電機等) |         |   |         |                    |

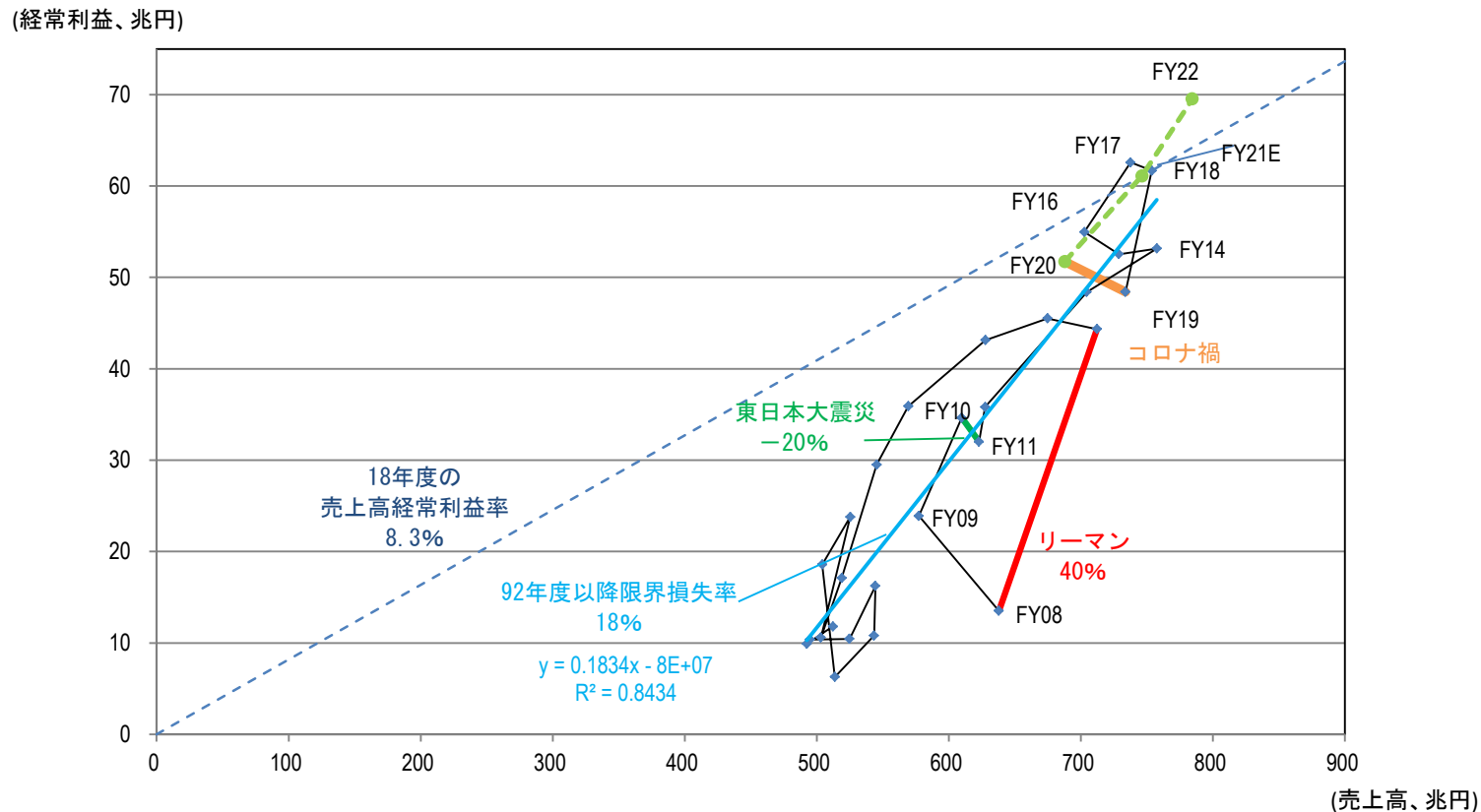
| 前提条件     | 前回   |   | 今回   | 変更幅  | 前提条件        | 前回       |   | 今回       | 変更幅  |
|----------|------|---|------|------|-------------|----------|---|----------|------|
| ドル(4月以降) | 105円 | ➡ | 110円 | 5円円安 | WTI原油(4月以降) | 55ドル/bbl | ➡ | 55ドル/bbl | 変更なし |
| ユーロ(〃)   | 125円 |   | 130円 | 5円円安 |             |          |   |          |      |

# 2020年度実績のポイント リーマン・ショック時と違い増益

# リーマンショックは減収減益、コロナ禍の20年度は減収増益

- リーマン・ショックのあった2008年度は約70兆円の大減収、約30兆円の大減益。限界損失率は40%
- コロナ禍の2020年度は約45兆円の大減収、約3兆円の大減益と大きく異なった

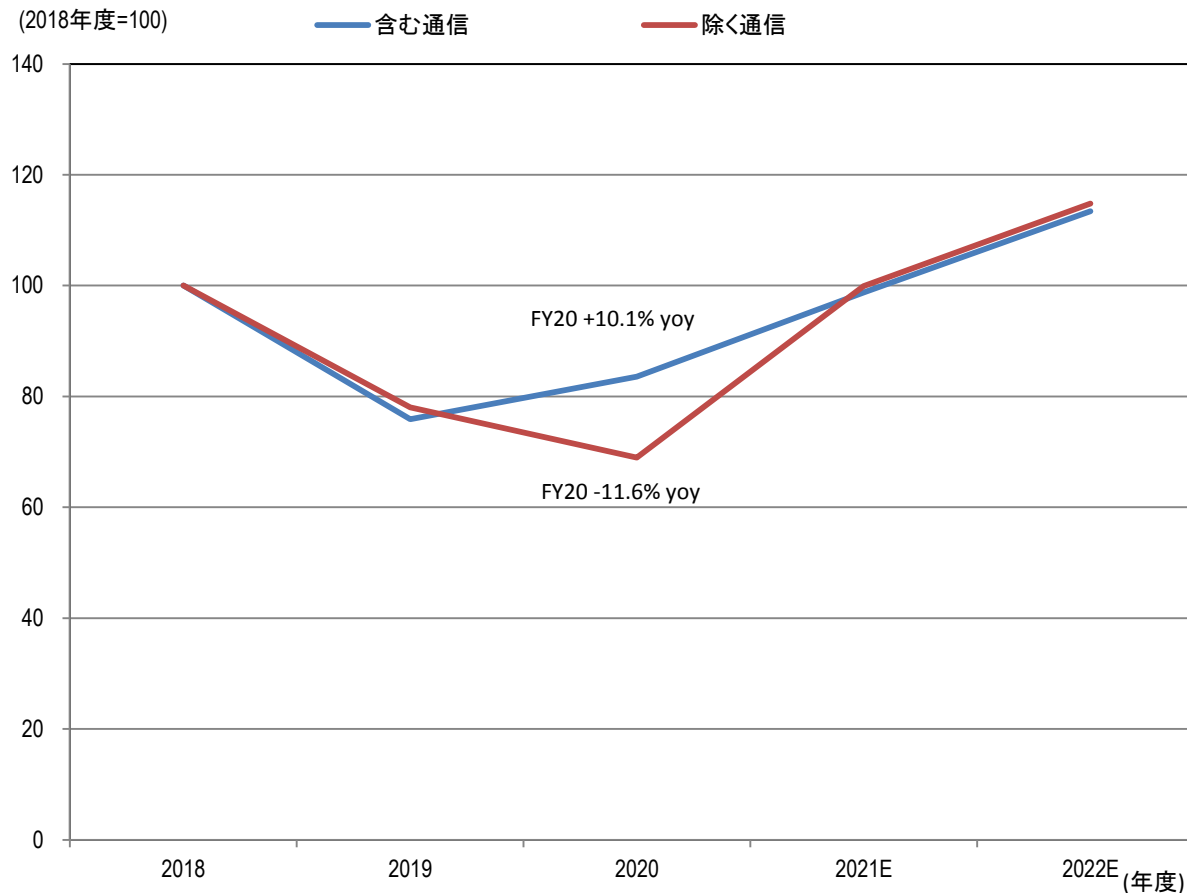
## TOPIX採用企業の売上高 vs 経常利益 (年度、1992年度以降)



# 除く通信では20年度は約12%の減益

- 除く通信では2020年度の経常利益は前年度比11.6%減益。SBGの大幅増益によって経常利益の変化率を20%pt押し上げ
- 除く通信でも2022年度に過去最高益を更新することは変わらず

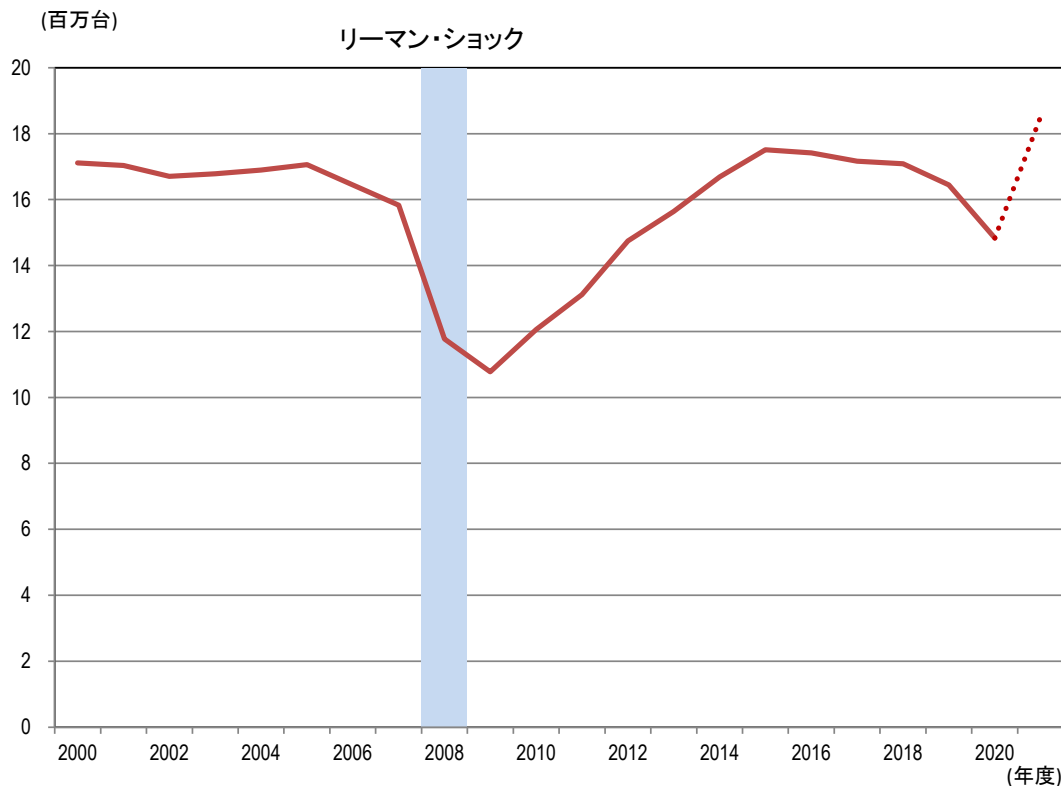
## 含む通信 vs 除く通信 の経常利益



# リーマン・ショック時は自動車販売が大幅減

- リーマン・ショック時は住宅バブル崩壊によりアメリカの家計の購買力低下等から自動車販売も大幅減少
- コロナ禍後は感染リスクの低い手段としての評価、郊外移住や屋外レジャー需要の増加、株価上昇による資産効果、コト消費に対するモノ消費の選好から自動車販売は急回復

## 米国の自動車販売台数



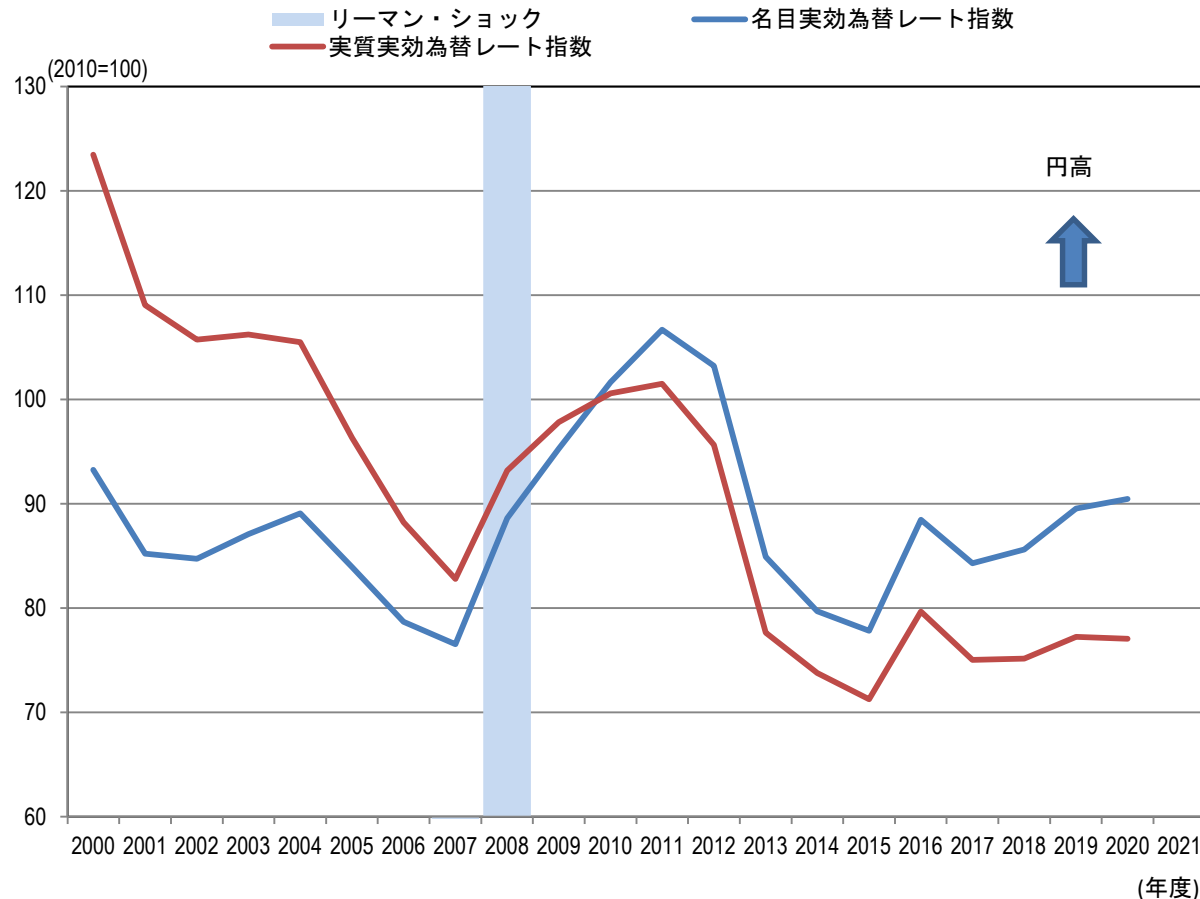
注: 2021年度の数字は4月の  
季節調整済み年率換算値

出所: 大和証券作成

# リーマン・ショック後は円高が大幅に進行

- 名目実効為替レートは2008年度に前年度比16%円高が進行。2007年度から2012年度までに35%上昇
- 2020年度の円高進行は約1%にとどまる

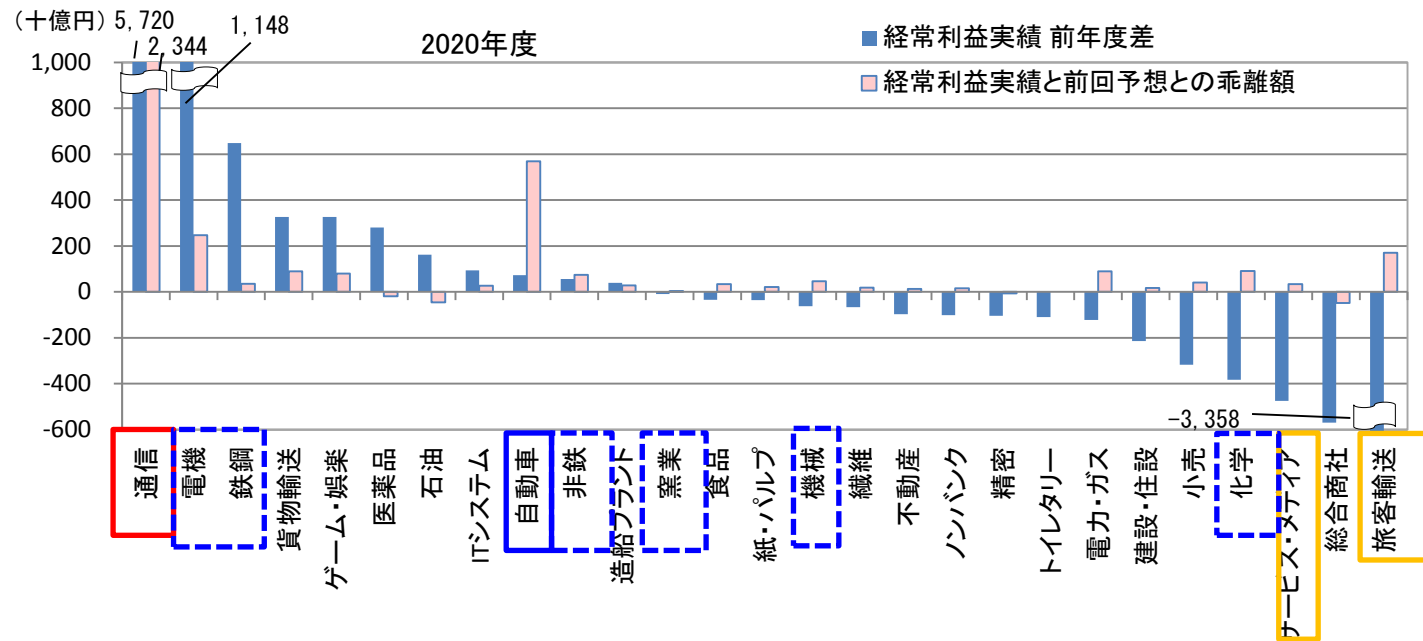
## 名目実効為替レートと実質実効為替レート



# 2020年度経常利益 業種別前年度差と乖離額

- 通信は前年度差と前回予想からの上方乖離額ともに1位
- 自動車は前回2月集計から大幅修正となり黒字転換。自動車生産に用いられる電子部品や素材を供給する電機、鉄鋼、非鉄、窯業、化学等は揃って増額修正。設備投資増加から機械にプラスの波及効果
- コロナ感染再拡大から旅客輸送、サービスメディアは大幅減益

## 2020年度経常利益 業種別前年度差と前回予想からの乖離額



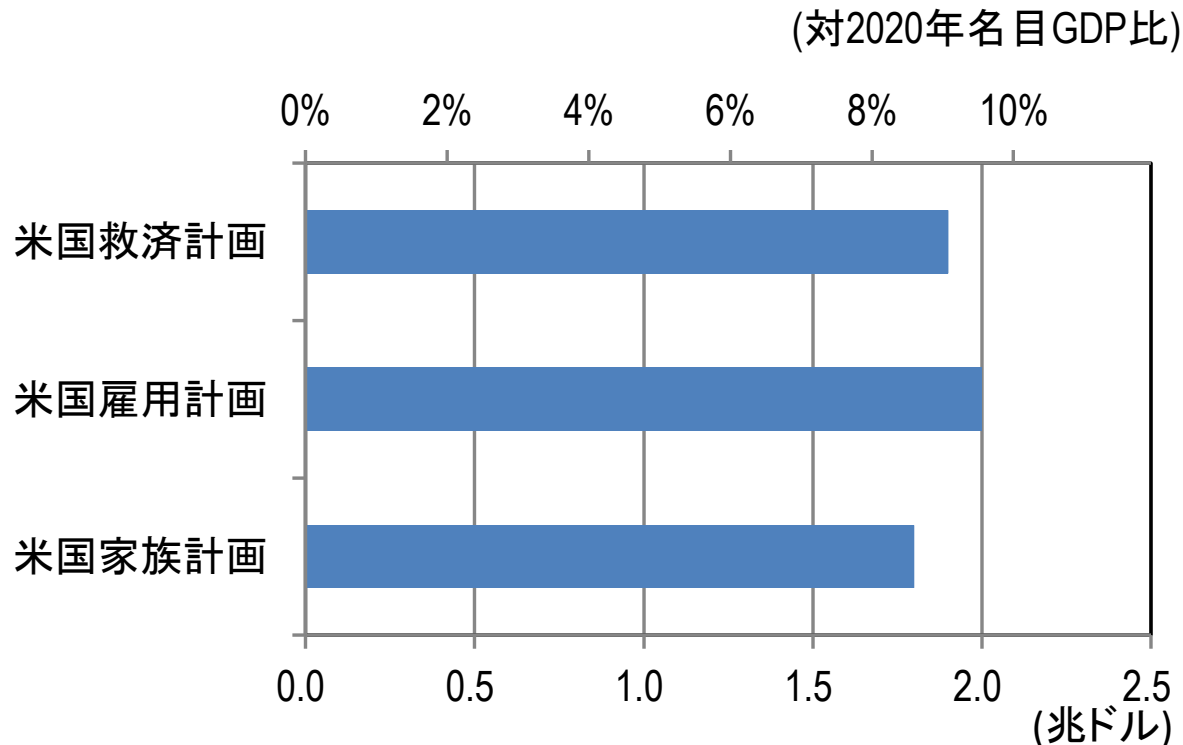
# 2021年度業績予想のポイント

## 米国景気本格回復等から大幅増益

# バイデン政権は大型の財政政策を計画・実施

- バイデン政権は1.9兆ドル規模(名目GDP比約9%)の米国救済計画を成立させ実施
- 米国雇用計画、米国家族計画も提案。22年度の予算教書で6兆ドルの歳出を求める

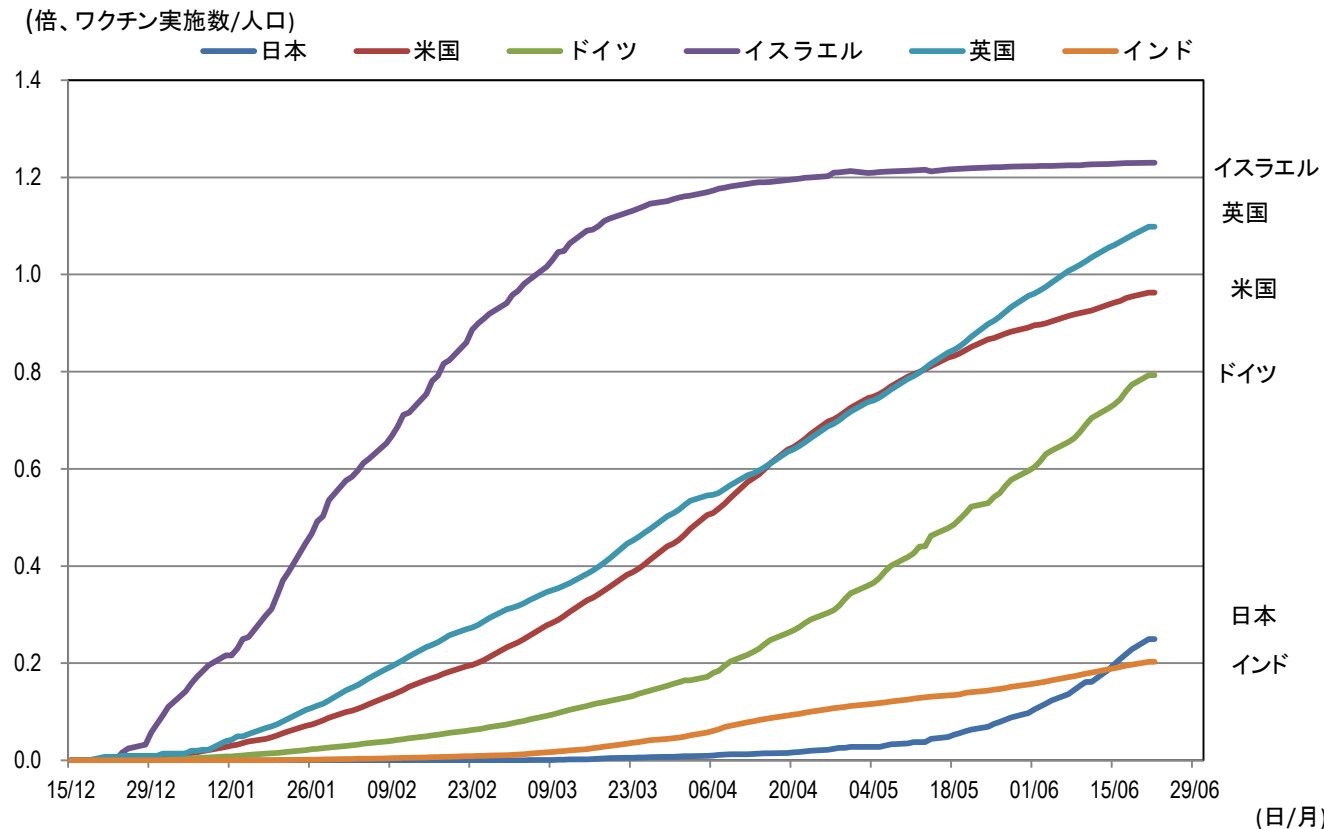
## バイデン政権の財政政策



# 米国のワクチン接種は順調に進展

- 米国でのワクチン実施数/人口比率は1倍付近まで上昇。足元で上昇ペースが鈍化しつつあるが、米国経済再開は着実に進むだろう
- 日本の比率も上昇

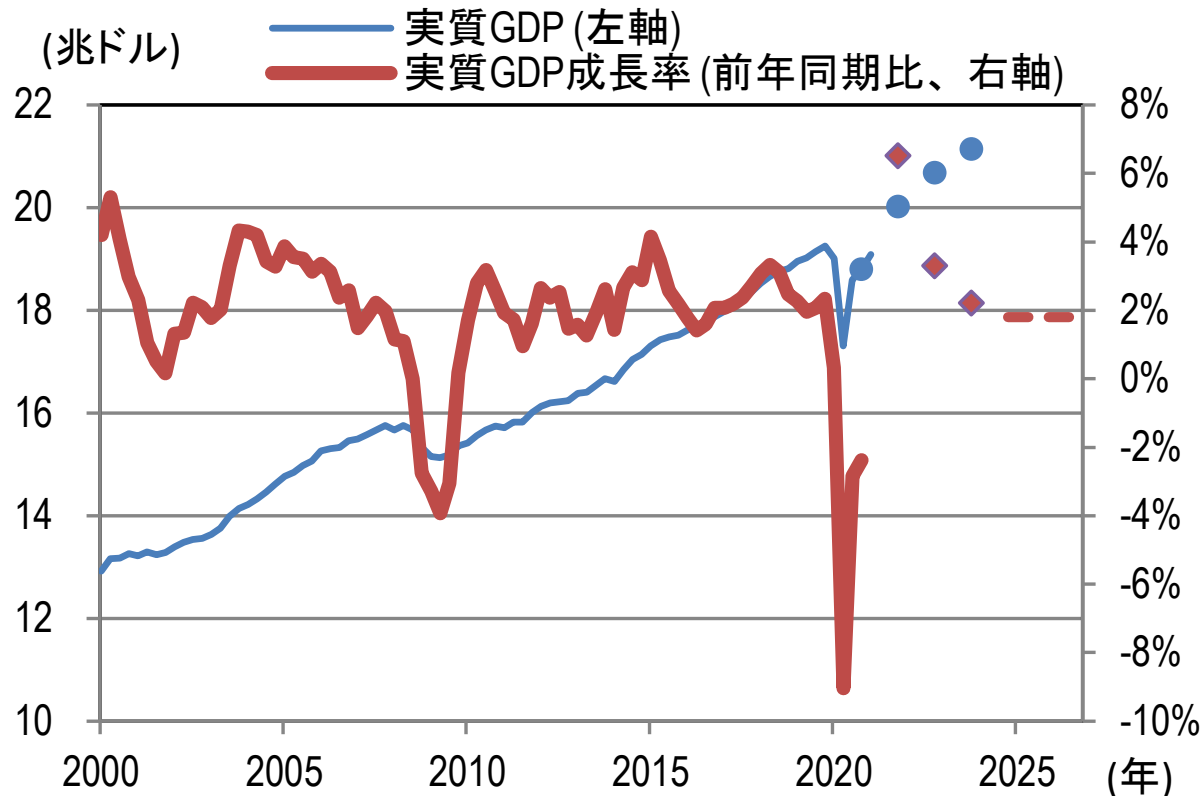
## ワクチン実施数 / 人口



# 米国景気は本格回復

- FOMC参加者による2021年の実質GDP成長率予想の中央値は7%
- 実質GDPは概ねコロナ禍前の成長軌道に戻るとFOMC参加者は予想

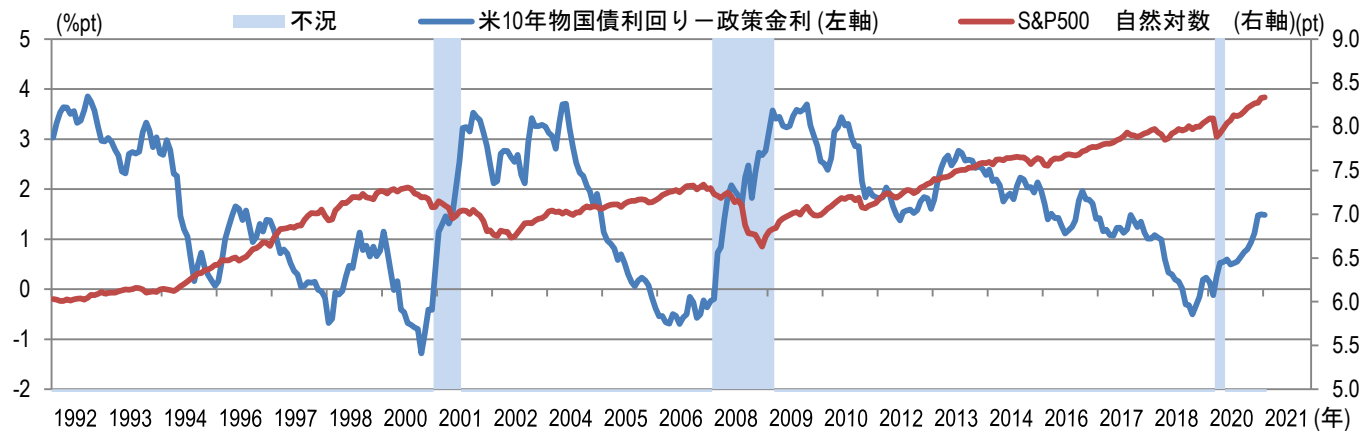
## 米国実質GDP成長率



# 米国景気回復は数年間は続こう①

➤ アメリカの政策金利が長期金利を上回った後に景気は後退する傾向がみられる

## 米国長短金利差と景気後退

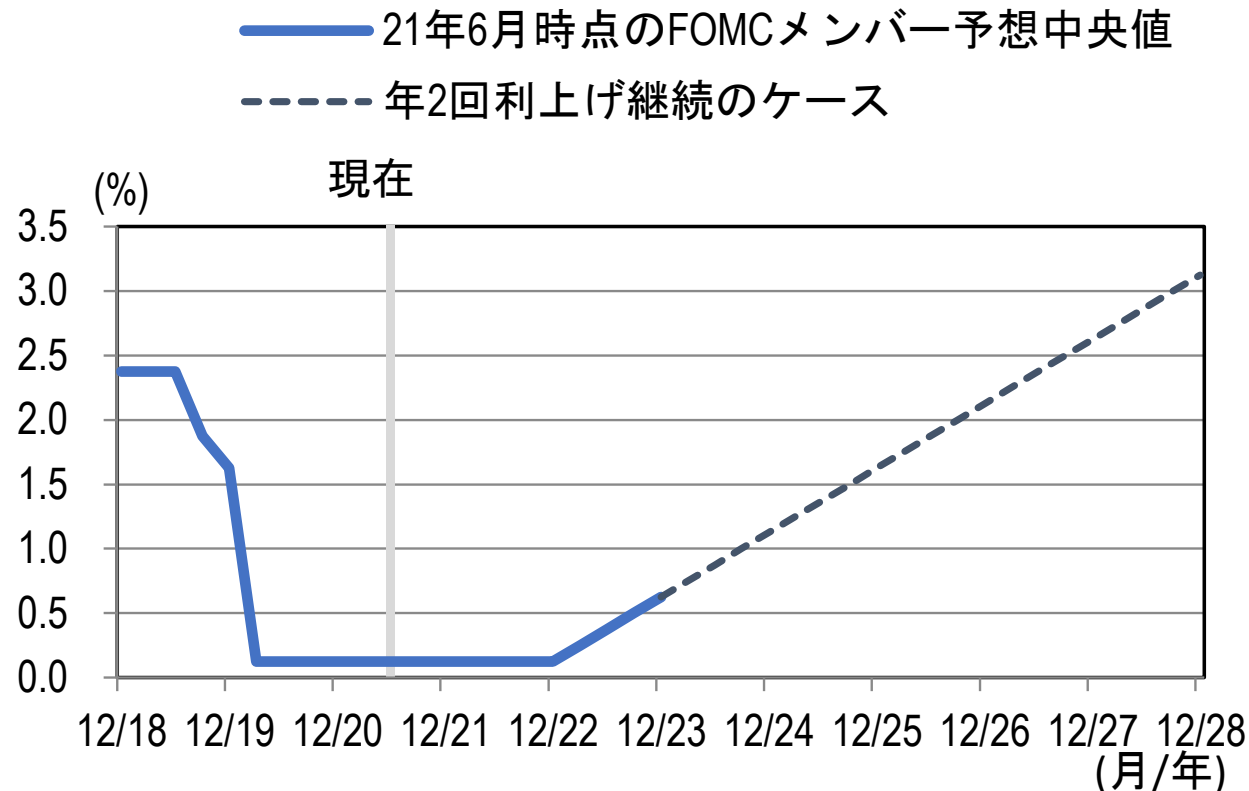


| イベント                       | ITバブル時<br>タイミング<br>差<br>時期<br>(月数) |           | リーマン・ショック時<br>タイミング<br>差<br>時期<br>(月数) |           | コロナ禍時(参考)<br>タイミング<br>差<br>時期<br>(月数) |           |
|----------------------------|------------------------------------|-----------|----------------------------------------|-----------|---------------------------------------|-----------|
|                            | 時期                                 | 差<br>(月数) | 時期                                     | 差<br>(月数) | 時期                                    | 差<br>(月数) |
| 10年物国債利回り-米政策金利レンジ中点のマイナス化 | 2000年4月                            |           | 2006年7月                                |           | 2019年6月                               |           |
| TOPIXピークアウト                | 2000年2月                            | -2        | 2007年6月                                | 11        | 2020年1月                               | 7         |
| S&P500ピークアウト               | 2000年8月                            | 4         | 2007年10月                               | 15        | 2020年1月                               | 7         |
| S&P500 EPS ピークアウト          | 2000年6月                            | 2         | 2008年3月                                | 20        | 2020年3月                               | 9         |
| 米景気後退                      | 2001年4月                            | 12        | 2008年1月                                | 18        | 2020年3月                               | 9         |

## 米国景気回復は数年間は続こう②

- 仮にFOMC参加者の予想の中央値どおり2023年に2回利上げを行い、2023年以降に年2回の利上げを継続し、米長期金利が現在の1.5%で横這いとなっても、政策金利が長期金利を逆転するのは2025年後半以降となる可能性が大きい

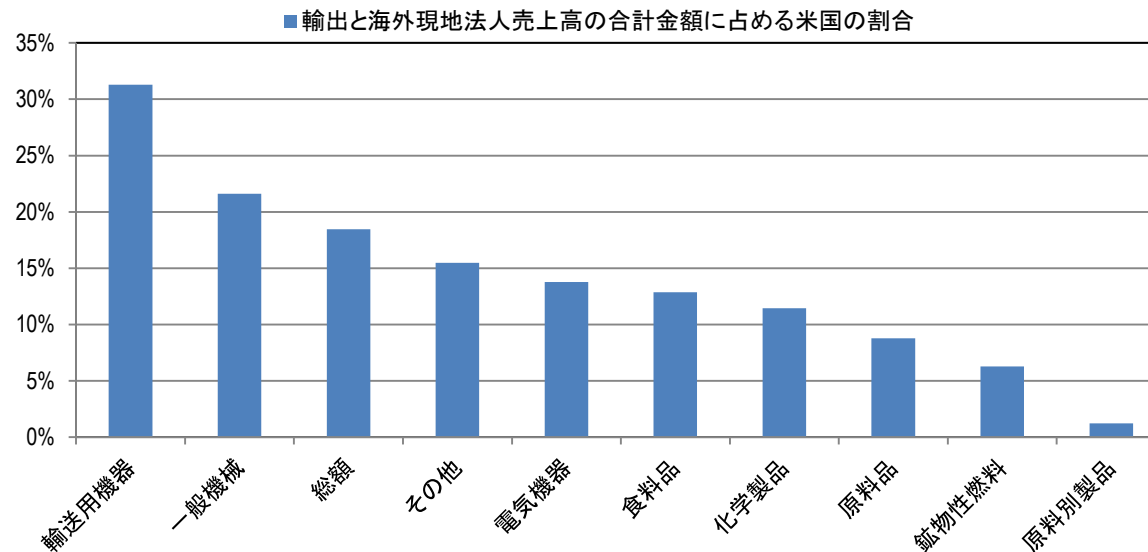
### 米政策金利



# 輸送用機器、一般機械に相対的に恩恵が大きい

- 輸出と海外現地法人売上高の合計額に占める米国の割合が相対的に大きいのは輸送用機器、一般機械。米国景気の本格回復からの恩恵が相対的に大きいだろう

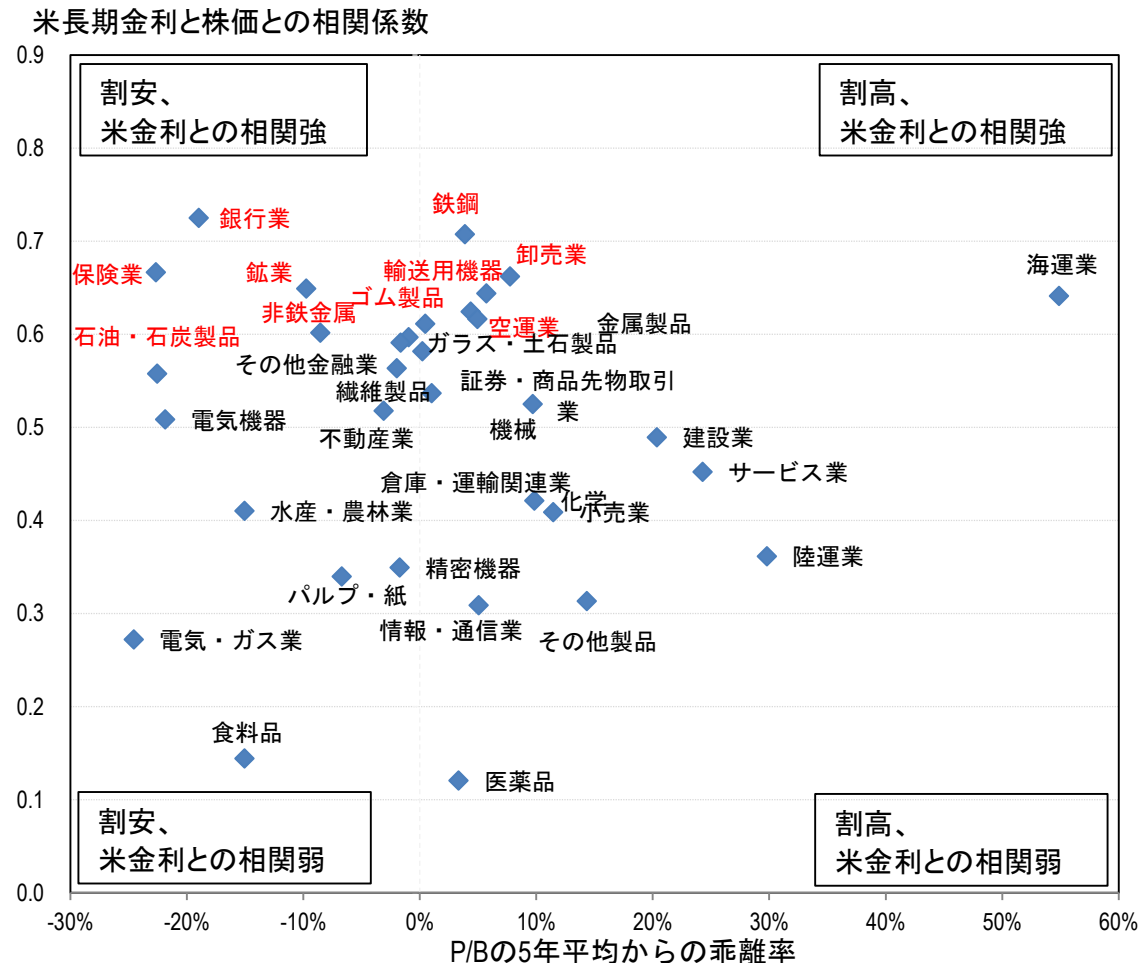
## 輸出と海外現地法人売上高の合計に占める米国の割合



# 輸送用機器は米長期金利との相関も強い

➤ もし米長期金利が上昇すれば銀行業、保険業等がアウトパフォームする可能性

## 業種別の米長期金利との相関係数と割安感



# 北米売上高比率の高い企業に特に恩恵

- 米国景気本格回復は世界景気回復を通じて幅広いセクターに恩恵
- 食品のキッコーマンは新型肺炎の影響もあり海外市場において消費の裾野が広がっている
- 自動車のブリヂストンは北米で高い利益水準を確保し、トヨタ自動車は郊外移住や屋外レジャー需要の増加を背景に販売台数が増加している
- 機械のコマツはアジア市場、北米市場を中心に建設機械等の販売の伸びが見込まれる
- ゲーム・娯楽の任天堂、電機のソニーグループはともに米国でのゲームのハードとソフトの販売が高い水準の業績に寄与

## 北米売上高比率の高く好業績が期待される企業

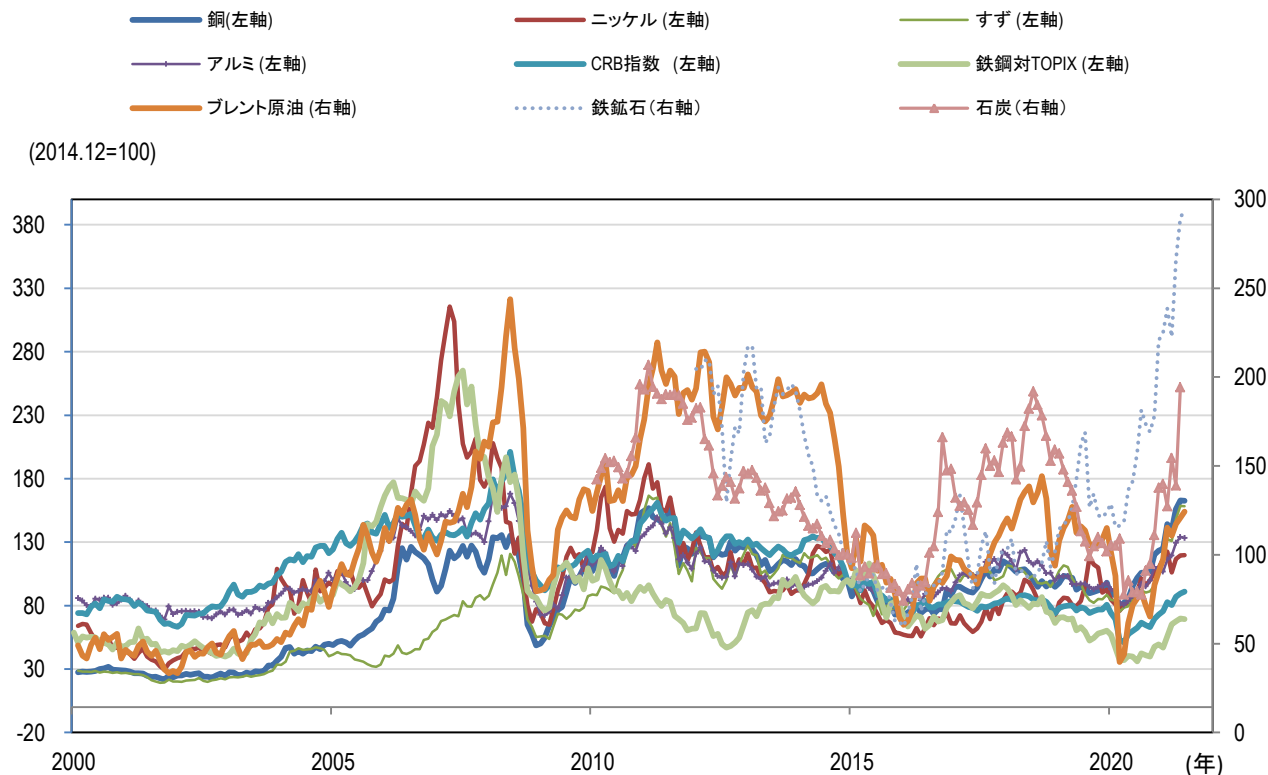
| コード  | 企業名     | 業種    | 株価<br>(6/22、円) | 時価総額<br>(10億円) | 売買代金<br>過去250日<br>平均(百万<br>円) | 標準化P/B | 北米売上<br>高比率 | Qコンセン<br>サス予想<br>経常利益<br>前年度比<br>(今期) | Qコンセン<br>サス予想<br>経常利益<br>前年度比<br>(来期) | 対TOPIX相<br>対騰落率<br>(5月21日⇒<br>6月22日) |
|------|---------|-------|----------------|----------------|-------------------------------|--------|-------------|---------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------|
| 2801 | キッコーマン  | 食料品   | 7,360          | 1,427          | 3,195                         | 1.46   | 43.8%       | 5.9%                                  | 6.0%                                  | 5.5%                                 |
| 5108 | ブリヂストン  | ゴム製品  | 5,125          | 3,658          | 8,100                         | 0.26   | 46.3%       | 943.1%                                | 21.6%                                 | 4.5%                                 |
| 7203 | トヨタ自動車  | 輸送用機器 | 9,960          | 32,499         | 44,691                        | 1.41   | 38.7%       | 22.5%                                 | 7.9%                                  | 11.0%                                |
| 6301 | コマツ     | 機械    | 2,853          | 2,776          | 9,101                         | -0.50  | 36.5%       | 48.5%                                 | 22.5%                                 | -13.5%                               |
| 7974 | 任天堂     | その他製品 | 65,190         | 8,584          | 64,615                        | 0.92   | 32.1%       | -5.6%                                 | -1.2%                                 | -2.2%                                |
| 6758 | ソニーグループ | 電気機器  | 10,870         | 13,708         | 48,776                        | 1.00   | 26.1%       | NA                                    | 11.3%                                 | 0.4%                                 |

注：標準化P/BはP/Bの5年平均からの乖離幅を標準偏差で割って計算。各データ項目の上位又は下位25%を赤字にした  
出所：QUICKより大和証券作成

# 市況回復の好影響

- コロナ禍により資源価格は2020年前半に急落したものの、その後上昇
- CRB指数はコロナ禍前の2019年末の水準を10%以上上回り、コロナ禍前のピーク2018年半ば付近の水準に。2018年半ば対比では鉄鋼対TOPIX相対株価には上昇余地が残ろう

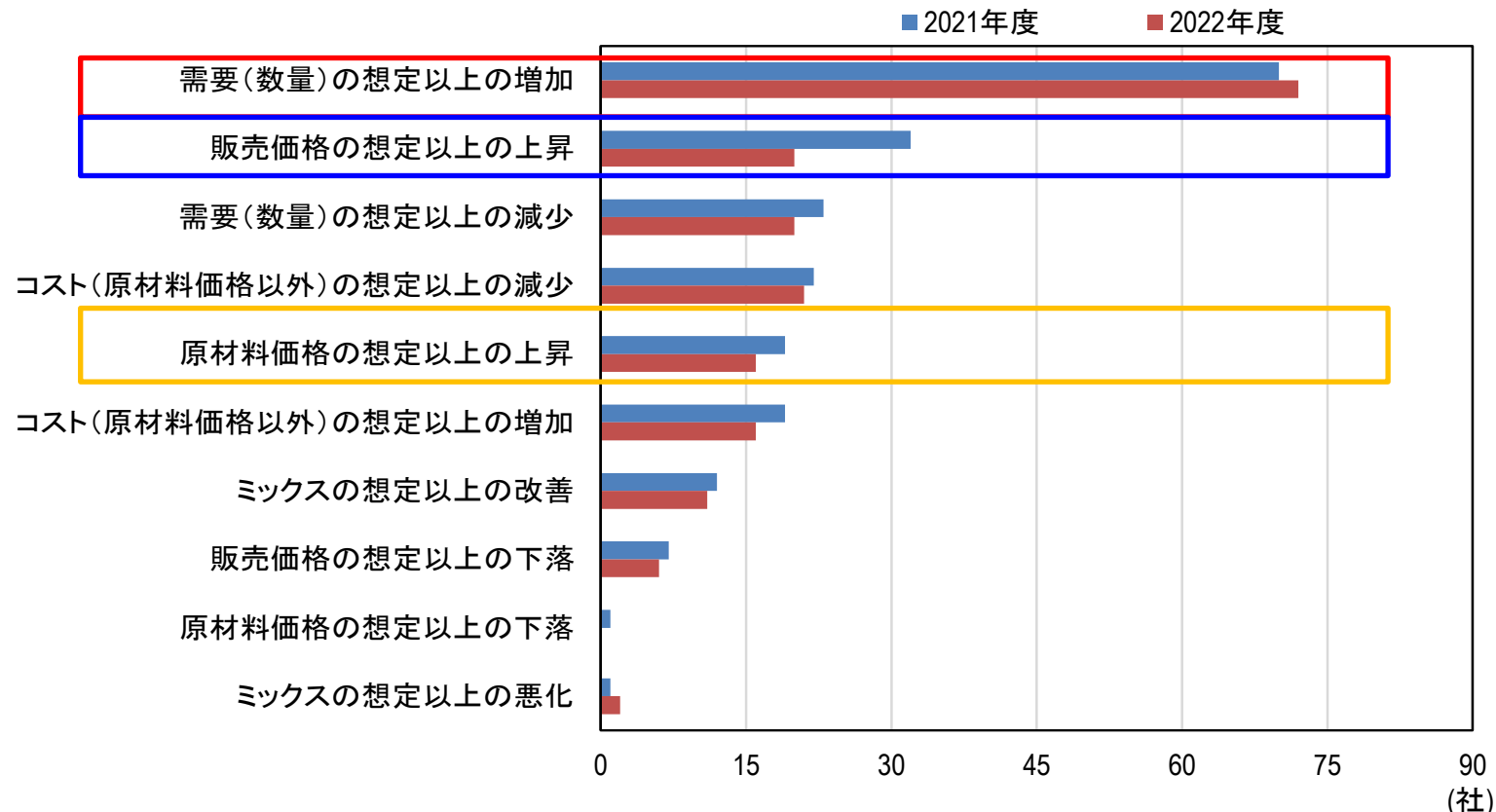
## 資源価格と鉄鋼対TOPIX相対株価



# 需要回復主導のインフレは業績にプラス

- 2021年度、2022年度ともにアナリストは業績予想を上方修正。「需要の想定以上の増加」、「販売価格の想定以上の上昇」という回答が1位、2位。「原材料価格上昇」という回答は少ない
- 現状の需要回復主導のインフレは、数量増と販売価格上昇の業績へのプラス効果が原材料価格上昇の業績へのマイナス効果を上回り、株価にポジティブと解釈

## アナリストの業績予想修正理由



# 業種別の21年度業績予想修正理由

|        |           | 需要（数量）の想定以上の増加 | 需要（数量）の想定以上の減少 | 販売価格の想定以上の上昇 | 原材料価格の想定以上の上昇 | コスト（原材料価格以外）の想定以上の減少 |
|--------|-----------|----------------|----------------|--------------|---------------|----------------------|
| 主要上場企業 |           | 33.3%          | 11.0%          | 15.2%        | 9.0%          | 10.5%                |
|        | 事業会社      | 35.0%          | 11.5%          | 16.0%        | 9.5%          | 11.0%                |
| 製造業    |           | 46.8%          | 1.8%           | 22.5%        | 16.2%         | 8.1%                 |
|        | 素材        | 51.9%          | 0.0%           | 59.3%        | 22.2%         | 3.7%                 |
|        | 繊維        | 66.7%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 紙・パルプ     | 0.0%           | 0.0%           | 50.0%        | 50.0%         | 0.0%                 |
|        | 化学        | 66.7%          | 0.0%           | 66.7%        | 0.0%          | 11.1%                |
|        | 窯業        | 50.0%          | 0.0%           | 50.0%        | 25.0%         | 0.0%                 |
|        | 鉄鋼        | 100.0%         | 0.0%           | 100.0%       | 100.0%        | 0.0%                 |
|        | 非鉄        | 16.7%          | 0.0%           | 66.7%        | 16.7%         | 0.0%                 |
|        | 加工組立      | 57.7%          | 1.9%           | 11.5%        | 13.5%         | 3.8%                 |
|        | 機械        | 92.3%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 電機        | 46.7%          | 0.0%           | 6.7%         | 13.3%         | 6.7%                 |
|        | 自動車       | 41.7%          | 8.3%           | 41.7%        | 41.7%         | 8.3%                 |
|        | 精密        | 50.0%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | その他製造業    | 25.0%          | 3.1%           | 9.4%         | 15.6%         | 18.8%                |
|        | 食品        | 14.3%          | 0.0%           | 7.1%         | 35.7%         | 35.7%                |
|        | 医薬品       | 25.0%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | トイレタリー    | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 33.3%                |
|        | 石油        | 0.0%           | 33.3%          | 66.7%        | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 造船プラント    | 100.0%         | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
| 非製造業   |           | 20.2%          | 23.6%          | 7.9%         | 1.1%          | 14.6%                |
|        | 建設・住設     | 0.0%           | 23.1%          | 0.0%         | 7.7%          | 0.0%                 |
|        | 総合商社      | 83.3%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 小売        | 18.8%          | 12.5%          | 12.5%        | 0.0%          | 12.5%                |
|        | ノンバンク     | 0.0%           | 50.0%          | 0.0%         | 0.0%          | 50.0%                |
|        | 不動産       | 0.0%           | 25.0%          | 25.0%        | 0.0%          | 25.0%                |
|        | 旅客輸送      | 0.0%           | 100.0%         | 0.0%         | 0.0%          | 100.0%               |
|        | 貨物輸送      | 75.0%          | 0.0%           | 75.0%        | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 電力・ガス     | 0.0%           | 80.0%          | 0.0%         | 0.0%          | 20.0%                |
|        | 通信        | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | ゲーム・娯楽    | 20.0%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | ITシステム    | 25.0%          | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | サービス・メディア | 25.0%          | 18.8%          | 6.3%         | 0.0%          | 6.3%                 |
| 金融     |           | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 銀行        | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 証券        | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |
|        | 保険        | 0.0%           | 0.0%           | 0.0%         | 0.0%          | 0.0%                 |

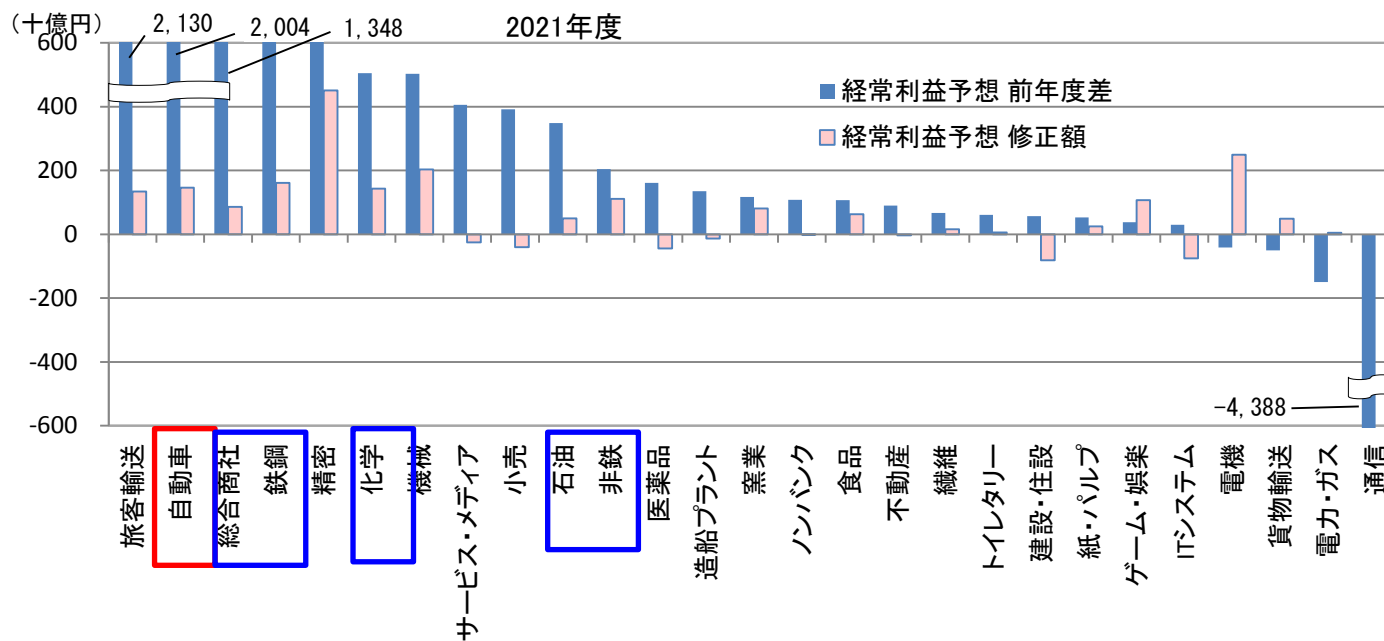
注1: 対象は金融を含む主要上場企業の210社。うち、金融10社を除いた事業会社が200社

注2: 数値は各業種に占める該当回答数の割合  
出所: 大和証券作成

# 2021年度経常利益 業種別前年度差と乖離額

- 総合商社、鉄鋼、化学、石油、非鉄等の市況回復が好影響を及ぼす業種は揃って増額修正
- 三井化学、三菱ケミカルホールディングスは素材市況の好転、INPEXは原油価格上昇から業績改善
- 米本格景気回復は多くのセクターに恩恵。特に自動車

## 2021年度経常利益 業種別前年度差と前回予想の修正額

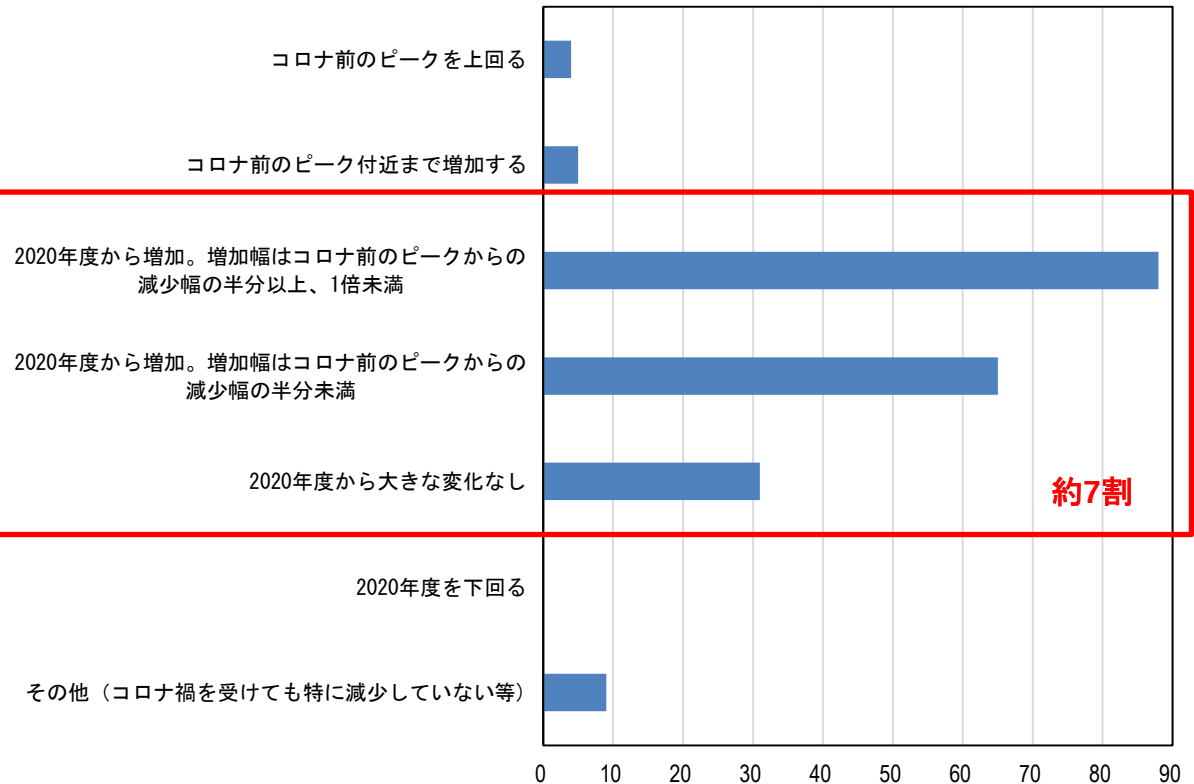
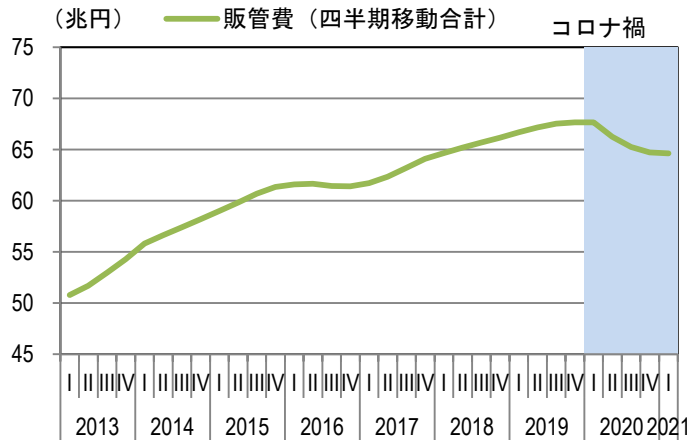


# コロナ禍下のコスト削減は一定程度定着

- コロナ禍を受けて日本企業は出張費、接待費、販売促進費等のコストを削減した。このコストの増加度合いは減少分の半分から1倍未満、半分未満、20年度から大きな変化なしという回答で約7割

## コロナ禍で削減したコストの先行き

### TOPIX採用企業販管費



# 業種別のコスト増加度合

|        |           | コロナ前の<br>ピークを上回<br>る | コロナ前の<br>ピーク付近ま<br>で増加する | 2020年度か<br>ら増加。増加<br>幅はコロナ前<br>のピークから<br>の減少幅の<br>半分以上、1<br>倍未満 | 2020年度か<br>ら増加。増加<br>幅はコロナ前<br>のピークから<br>の減少幅の<br>半分未満 | 2020年度か<br>ら大きな変化<br>なし | 2020年度を<br>下回る | その他(コロ<br>ナ禍を受けて<br>も特に減少し<br>ていない等) |
|--------|-----------|----------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------|-------------------------|----------------|--------------------------------------|
| 主要上場企業 |           | 1.9%                 | 2.4%                     | 41.9%                                                           | 31.0%                                                  | 14.8%                   | 0.0%           | 4.3%                                 |
| 事業会社   |           | 2.0%                 | 2.5%                     | 42.0%                                                           | 31.5%                                                  | 13.5%                   | 0.0%           | 4.5%                                 |
|        | 製造業       | 3.6%                 | 2.7%                     | 42.3%                                                           | 38.7%                                                  | 3.6%                    | 0.0%           | 4.5%                                 |
|        | 素材        | 0.0%                 | 0.0%                     | 29.6%                                                           | 66.7%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 3.7%                                 |
|        | 繊維        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 100.0%                                                 | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 紙・パルプ     | 0.0%                 | 0.0%                     | 100.0%                                                          | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 化学        | 0.0%                 | 0.0%                     | 22.2%                                                           | 66.7%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 11.1%                                |
|        | 窯業        | 0.0%                 | 0.0%                     | 100.0%                                                          | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 鉄鋼        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 100.0%                                                 | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 非鉄        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 100.0%                                                 | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 加工組立      | 5.8%                 | 5.8%                     | 59.6%                                                           | 17.3%                                                  | 1.9%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 機械        | 0.0%                 | 7.7%                     | 92.3%                                                           | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 電機        | 20.0%                | 13.3%                    | 53.3%                                                           | 6.7%                                                   | 6.7%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 自動車       | 0.0%                 | 0.0%                     | 33.3%                                                           | 66.7%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 精密        | 0.0%                 | 0.0%                     | 58.3%                                                           | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | その他製造業    | 3.1%                 | 0.0%                     | 25.0%                                                           | 50.0%                                                  | 9.4%                    | 0.0%           | 12.5%                                |
|        | 食品        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 100.0%                                                 | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 医薬品       | 12.5%                | 0.0%                     | 25.0%                                                           | 25.0%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 37.5%                                |
|        | トイレットリー   | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 0.0%                                                   | 100.0%                  | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 石油        | 0.0%                 | 0.0%                     | 66.7%                                                           | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 33.3%                                |
|        | 造船プラント    | 0.0%                 | 0.0%                     | 100.0%                                                          | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 非製造業      | 0.0%                 | 2.2%                     | 41.6%                                                           | 22.5%                                                  | 25.8%                   | 0.0%           | 4.5%                                 |
|        | 建設・住設     | 0.0%                 | 0.0%                     | 76.9%                                                           | 0.0%                                                   | 7.7%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 総合商社      | 0.0%                 | 0.0%                     | 83.3%                                                           | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 小売        | 0.0%                 | 0.0%                     | 56.3%                                                           | 37.5%                                                  | 6.3%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | ノンバンク     | 0.0%                 | 0.0%                     | 50.0%                                                           | 50.0%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 不動産       | 0.0%                 | 25.0%                    | 0.0%                                                            | 75.0%                                                  | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 旅客輸送      | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 0.0%                                                   | 100.0%                  | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 貨物輸送      | 0.0%                 | 0.0%                     | 100.0%                                                          | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 電力・ガス     | 0.0%                 | 0.0%                     | 40.0%                                                           | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 60.0%                                |
|        | 通信        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 0.0%                                                   | 100.0%                  | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | ゲーム・娯楽    | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 0.0%                                                   | 100.0%                  | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | ITシステム    | 0.0%                 | 12.5%                    | 62.5%                                                           | 12.5%                                                  | 12.5%                   | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | サービス・メディア | 0.0%                 | 0.0%                     | 6.3%                                                            | 56.3%                                                  | 31.3%                   | 0.0%           | 6.3%                                 |
|        | 金融        | 0.0%                 | 0.0%                     | 40.0%                                                           | 20.0%                                                  | 40.0%                   | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 銀行        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 0.0%                                                   | 100.0%                  | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 証券        | 0.0%                 | 0.0%                     | 0.0%                                                            | 100.0%                                                 | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |
|        | 保険        | 0.0%                 | 0.0%                     | 100.0%                                                          | 0.0%                                                   | 0.0%                    | 0.0%           | 0.0%                                 |

注1: 対象は金融を含む主要上場企業の210社。うち、金融10社を除いた事業会社が200社

注2: 数値は各業種に占める該当回答数の割合  
出所: 大和証券作成

# 構造改革効果の顕現

---

- **日本製鉄**は主に19～20年度に実施した固定費圧縮により21年度に黒字転換
- **海運各社**は他社とのコンテナ船事業統合によりコンテナ部門において大幅採算改善を実現
- **三菱重工業**は販売管理費削減や事業/子会社再編等の収益力強化策が着実に実行されつつあり業績は2020年度を底にV字回復すると予想
- **オリンパス**は「Transform Olympus」により企業体質改善に継続的に取り組んでおり、持続的な収益性向上の実現が見込まれる
- **資生堂**は費用の削減・効率化から欧米事業の赤字を縮小させつつある
- **LIXIL**は販管費削減等や生産性向上等により利益率が改善しつつある
- **セブン&アイホールディングス**は米国でコンビニ事業で大型買収に取り組んでいる
- **コマツ**は固定費削減を着実に進める
- **日産自動車**は構造改革(販売の「質」の向上、固定費削減)を進めつつある

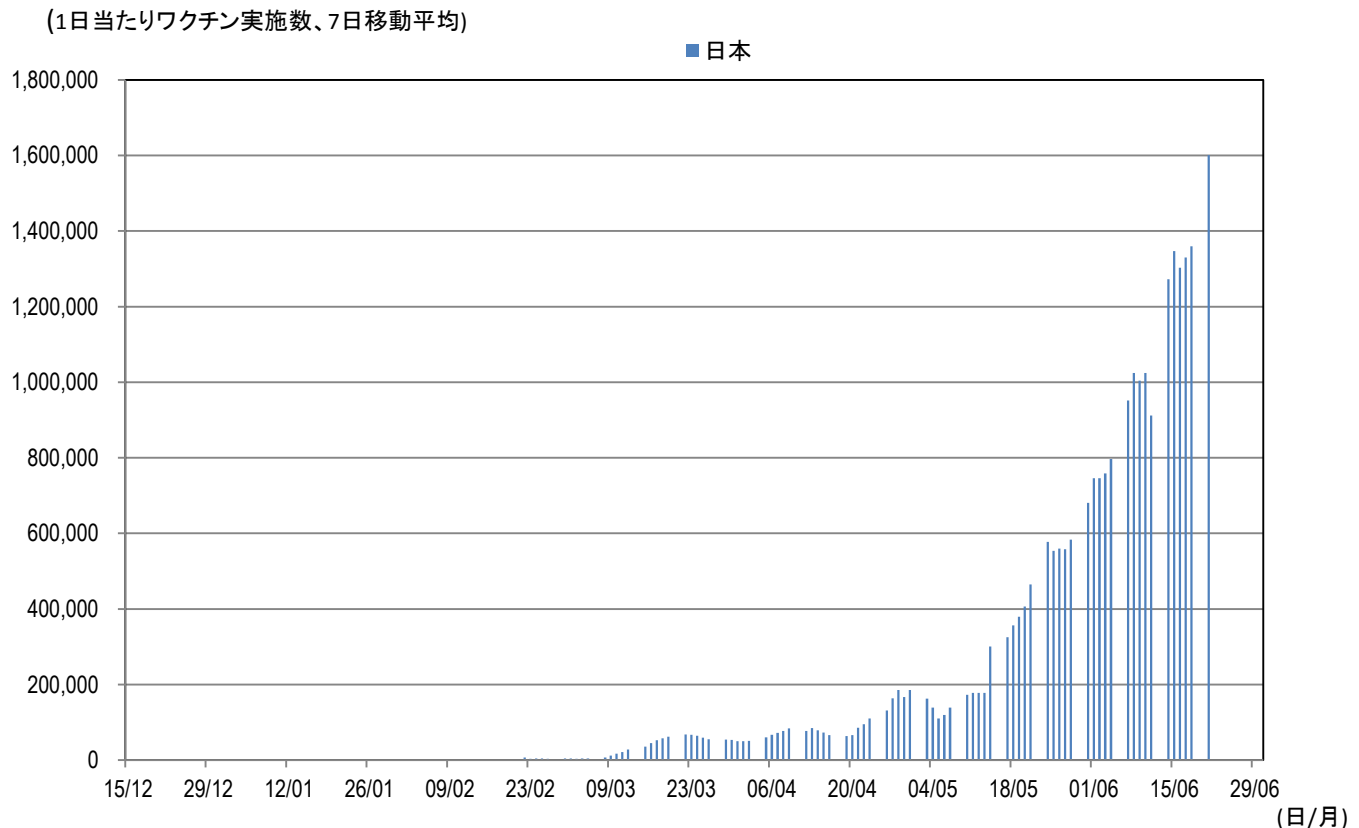
# 2022年度業績予想のポイント

## 経済正常化から対面サービスの回復

# 日本でもワクチン接種が加速しつつある

- 企業や大学でのワクチン接種開始でワクチン接種が加速
- 菅首相が目指す2021年10月、11月までのワクチン接種完了の実現可能性は高いだろう

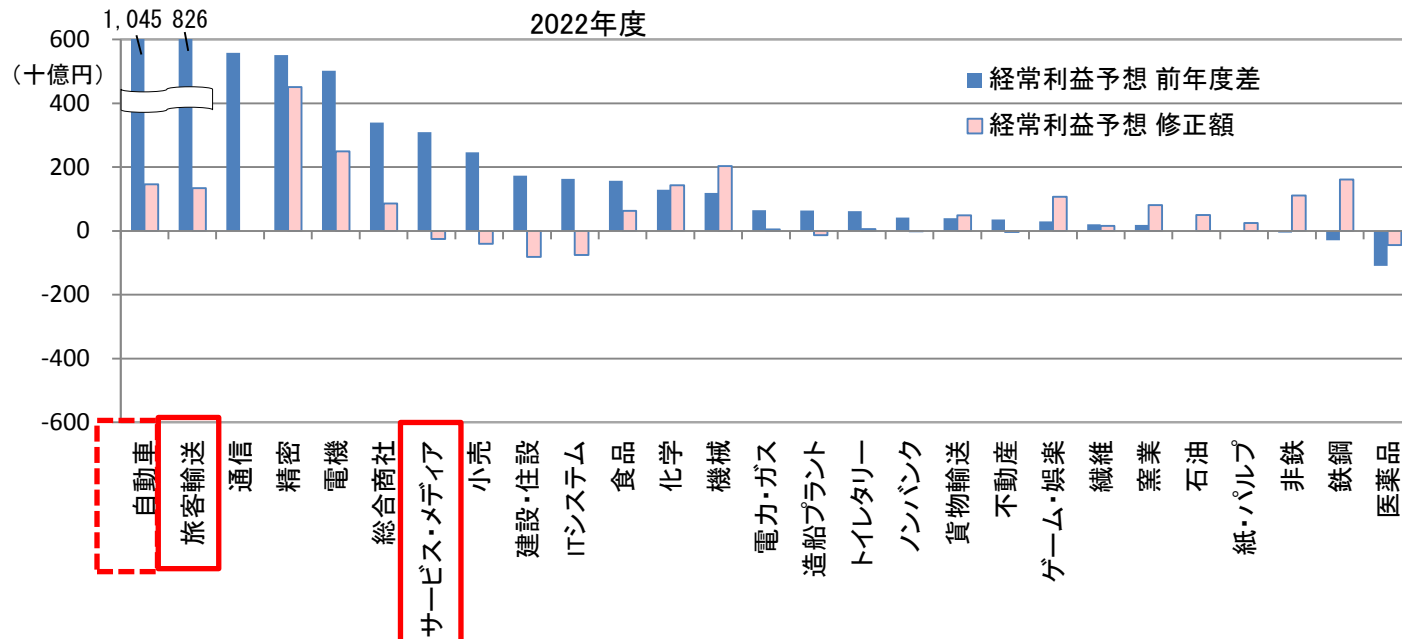
## 1日当たりワクチン実施数



# 2022年度経常利益 業種別前年度差と乖離額

- 旅客輸送業、サービス・メディアの前年度比増益率は上位1位、2位。鉄道会社は揃って増益となり、空運会社はいずれも黒字転換する見通し。サービス・メディアでは**オリエンタルランド**はテーマパークの入場制限の緩和等から、**リクルートホールディングス**は主要顧客である中小サービス業の業況改善等からともに増益が予想される
- インドの感染者数減少からは自動車の**スズキ**も注目される

## 2022年度経常利益 業種別前年度差と前回予想からの乖離額



# 出遅れ業績改善企業：鉄道、空運、不動産、ビール、百貨店

| コード  | 企業名                | 業種      | 株価<br>(6/22、円) | 時価総額<br>(10億円) | 売買代金<br>過去250日<br>平均(百万<br>円) | 標準化P/B | 2019年末<br>時点株価と<br>6月10日時<br>点株価の<br>乖離率(自<br>然対数で<br>計算) | コロナ禍か<br>らの株価回<br>復率(6月10<br>日時点株<br>価使用) | 経常利益<br>対18年度<br>比変化幅<br>(FY20⇒<br>FY22) | 対TOPIX相<br>対騰落率<br>(5月21日⇒<br>6月22日) |
|------|--------------------|---------|----------------|----------------|-------------------------------|--------|-----------------------------------------------------------|-------------------------------------------|------------------------------------------|--------------------------------------|
| 9024 | 西武ホールディングス         | 陸運業     | 1,360          | 440            | 2,277                         | -0.19  | 22.4%                                                     | 66.6%                                     | 123.1%                                   | 15.6%                                |
| 4516 | 日本新薬               | 医薬品     | 9,160          | 643            | 1,530                         | -0.10  | 11.0%                                                     | 69.9%                                     | 28.0%                                    | 15.3%                                |
| 3289 | 東急不動産ホールディングス      | 不動産業    | 718            | 517            | 2,245                         | 0.00   | 3.2%                                                      | 94.9%                                     | 34.0%                                    | 12.6%                                |
| 9202 | A N Aホールディングス      | 空運業     | 2,769.5        | 1,341          | 10,626                        | 0.39   | 23.0%                                                     | 57.6%                                     | 321.9%                                   | 10.1%                                |
| 9005 | 東急                 | 陸運業     | 1,583          | 989            | 2,340                         | -0.59  | 21.5%                                                     | 60.4%                                     | 93.1%                                    | 9.5%                                 |
| 9022 | 東海旅客鉄道             | 陸運業     | 17,550         | 3,615          | 10,389                        | -1.00  | 18.7%                                                     | 67.1%                                     | 106.8%                                   | 9.0%                                 |
| 9201 | 日本航空               | 空運業     | 2,568          | 1,123          | 12,594                        | 0.14   | 22.7%                                                     | 68.8%                                     | 279.2%                                   | 8.9%                                 |
| 1605 | I N P E X          | 鉱業      | 833            | 1,218          | 6,279                         | -0.39  | 33.3%                                                     | 60.3%                                     | 56.2%                                    | 8.5%                                 |
| 9020 | 東日本旅客鉄道            | 陸運業     | 8,276          | 3,128          | 11,197                        | -0.12  | 14.6%                                                     | 75.2%                                     | 186.7%                                   | 8.0%                                 |
| 9021 | 西日本旅客鉄道            | 陸運業     | 6,676          | 1,277          | 6,736                         | 0.46   | 30.7%                                                     | 59.1%                                     | 253.9%                                   | 6.4%                                 |
| 5991 | ニッパツ               | 金属製品    | 906            | 221            | 335                           | -0.59  | 10.3%                                                     | 80.9%                                     | 62.3%                                    | 5.6%                                 |
| 4272 | 日本化薬               | 化学      | 1,100          | 195            | 710                           | -1.13  | 26.0%                                                     | 52.1%                                     | 23.0%                                    | 5.0%                                 |
| 2501 | サッポロホールディングス       | 食料品     | 2,341          | 184            | 682                           | -0.05  | 9.0%                                                      | 79.6%                                     | 267.8%                                   | 4.8%                                 |
| 9142 | 九州旅客鉄道             | 陸運業     | 2,560          | 403            | 2,862                         | NA     | 28.0%                                                     | 50.3%                                     | 79.7%                                    | 4.4%                                 |
| 7912 | 大日本印刷              | その他製品   | 2,418          | 767            | 1,907                         | -0.70  | 21.3%                                                     | 57.2%                                     | 14.7%                                    | 2.5%                                 |
| 3099 | 三越伊勢丹ホールディングス      | 小売業     | 831            | 329            | 2,080                         | -0.37  | 12.8%                                                     | 82.2%                                     | 114.1%                                   | 2.2%                                 |
| 7459 | メディカルホールディングス      | 卸売業     | 2,185          | 534            | 1,109                         | -0.92  | 10.1%                                                     | 70.5%                                     | 16.8%                                    | 2.1%                                 |
| 2587 | サントリー食品インターナショナル   | 食料品     | 4,190          | 1,295          | 1,921                         | -1.17  | 7.1%                                                      | 71.4%                                     | 21.2%                                    | 1.7%                                 |
| 2670 | エービーシー・マート         | 小売業     | 6,310          | 521            | 1,283                         | -0.97  | 14.1%                                                     | 69.6%                                     | 39.9%                                    | 1.6%                                 |
| 1332 | 日本水産               | 水産・農林業  | 539            | 168            | 869                           | -1.15  | 17.6%                                                     | 63.9%                                     | 5.9%                                     | 1.6%                                 |
| 2331 | 総合警備保障             | サービス業   | 5,120          | 522            | 868                           | -1.64  | 15.7%                                                     | 60.0%                                     | 16.2%                                    | 0.9%                                 |
| 2503 | キリンホールディングス        | 食料品     | 2,231          | 2,039          | 5,291                         | -1.11  | 3.8%                                                      | 85.1%                                     | 35.8%                                    | -0.3%                                |
| 8130 | サンゲツ               | 卸売業     | 1,594          | 97             | 138                           | -1.26  | 27.8%                                                     | 37.3%                                     | 35.1%                                    | -0.4%                                |
| 9072 | ニッコンホールディングス       | 陸運業     | 2,433          | 166            | 269                           | -1.02  | 14.0%                                                     | 69.3%                                     | 15.3%                                    | -0.5%                                |
| 5019 | 出光興産               | 石油・石炭製品 | 2,650          | 789            | 3,087                         | -0.83  | 11.7%                                                     | 67.8%                                     | 32.6%                                    | -0.5%                                |
| 7211 | 三菱自動車工業            | 輸送用機器   | 300            | 447            | 3,851                         | -0.59  | 36.8%                                                     | 58.7%                                     | 130.5%                                   | -0.5%                                |
| 8570 | イオンフィナンシャルサービス     | その他金融業  | 1,320          | 285            | 1,252                         | -1.20  | 24.8%                                                     | 68.2%                                     | 30.3%                                    | -0.9%                                |
| 9861 | 吉野家ホールディングス        | 小売業     | 2,082          | 136            | 935                           | 1.52   | 32.3%                                                     | 33.9%                                     | 2138.7%                                  | -1.0%                                |
| 2914 | 日本たばこ産業            | 食料品     | 2,202.5        | 4,405          | 10,653                        | -0.91  | 10.6%                                                     | 64.0%                                     | 4.6%                                     | -1.5%                                |
| 7458 | 第一興商               | 卸売業     | 4,355          | 238            | 601                           | 0.26   | 24.7%                                                     | 69.2%                                     | 73.0%                                    | -1.8%                                |
| 7011 | 三菱重工業              | 機械      | 3,357          | 1,133          | 4,857                         | -0.49  | 21.2%                                                     | 68.0%                                     | 63.9%                                    | -2.3%                                |
| 3086 | J. フロント            | リテイリング  | 1,090          | 295            | 1,766                         | -0.41  | 27.4%                                                     | 70.2%                                     | 133.3%                                   | -2.7%                                |
| 2579 | コカ・コーラ ボトラーズジャパン   | 食料品     | 1,780          | 367            | 1,331                         | -0.93  | 41.4%                                                     | 35.2%                                     | 160.2%                                   | -3.0%                                |
| 2269 | 明治ホールディングス         | 食料品     | 6,840          | 1,044          | 3,231                         | -1.50  | 8.8%                                                      | 47.2%                                     | 1.0%                                     | -3.5%                                |
| 2206 | 江崎グリコ              | 食料品     | 4,280          | 293            | 819                           | -1.64  | 12.3%                                                     | 49.8%                                     | 12.9%                                    | -4.0%                                |
| 1333 | マルハニチロ             | 水産・農林業  | 2,427          | 128            | 434                           | -1.31  | 12.1%                                                     | 69.2%                                     | 18.5%                                    | -4.2%                                |
| 4502 | 武田薬品工業             | 医薬品     | 3,752          | 5,922          | 19,583                        | -1.05  | 14.0%                                                     | 65.2%                                     | 55.7%                                    | -4.5%                                |
| 4665 | ダスキン               | サービス業   | 2,579          | 132            | 282                           | -0.90  | 15.6%                                                     | 45.3%                                     | 11.7%                                    | -4.9%                                |
| 1883 | 前田道路               | 建設業     | 2,196          | 196            | 502                           | 1.12   | 18.6%                                                     | 60.2%                                     | 10.9%                                    | -5.7%                                |
| 3101 | 東洋紡                | 繊維製品    | 1,339          | 119            | 675                           | -1.26  | 20.7%                                                     | 62.9%                                     | 16.4%                                    | -7.8%                                |
| 3863 | 日本製紙               | パルプ・紙   | 1,250          | 145            | 744                           | -2.15  | 36.5%                                                     | 26.5%                                     | 49.9%                                    | -10.1%                               |
| 7189 | 西日本フィナンシャルホールディングス | 銀行業     | 656            | 105            | 257                           | NA     | 25.4%                                                     | 54.3%                                     | 4.2%                                     | -12.8%                               |
| 9435 | 光通信                | 情報・通信業  | 19,740         | 919            | 2,263                         | -2.07  | 27.6%                                                     | 49.6%                                     | 22.1%                                    | -16.1%                               |

注：5月26日付レポート  
「日本株ストラテジー  
オーバービュー(21/5)」  
図表70に掲載した企業

同レポートでは、12月～  
3月決算のTOPIX500採  
用企業をユニバースに、  
①2022年度QUICKコン  
センサス予想の経常利  
益の対2018年度比が  
2020年度経常利益対  
2018年度比を上回っ  
ている、②コロナ禍前  
の2019年12月末以降の株  
価下落を2021年5月21  
までに何%回復したかを  
示す回復率(2019年末  
以降の最低株価から5月  
21日までの上昇率を  
2019年末から同時点以  
降の最低値までの株価  
変化率の絶対値で割っ  
て計算。株価変化率は  
自然対数の差で計算)  
が下位100位以内、③直  
近1か月にTOPIXをアウ  
トパフォーマンス(割安修正  
が始まっている可能性  
がある)、の3つの条件を  
満たす企業をスクリーニ  
ング

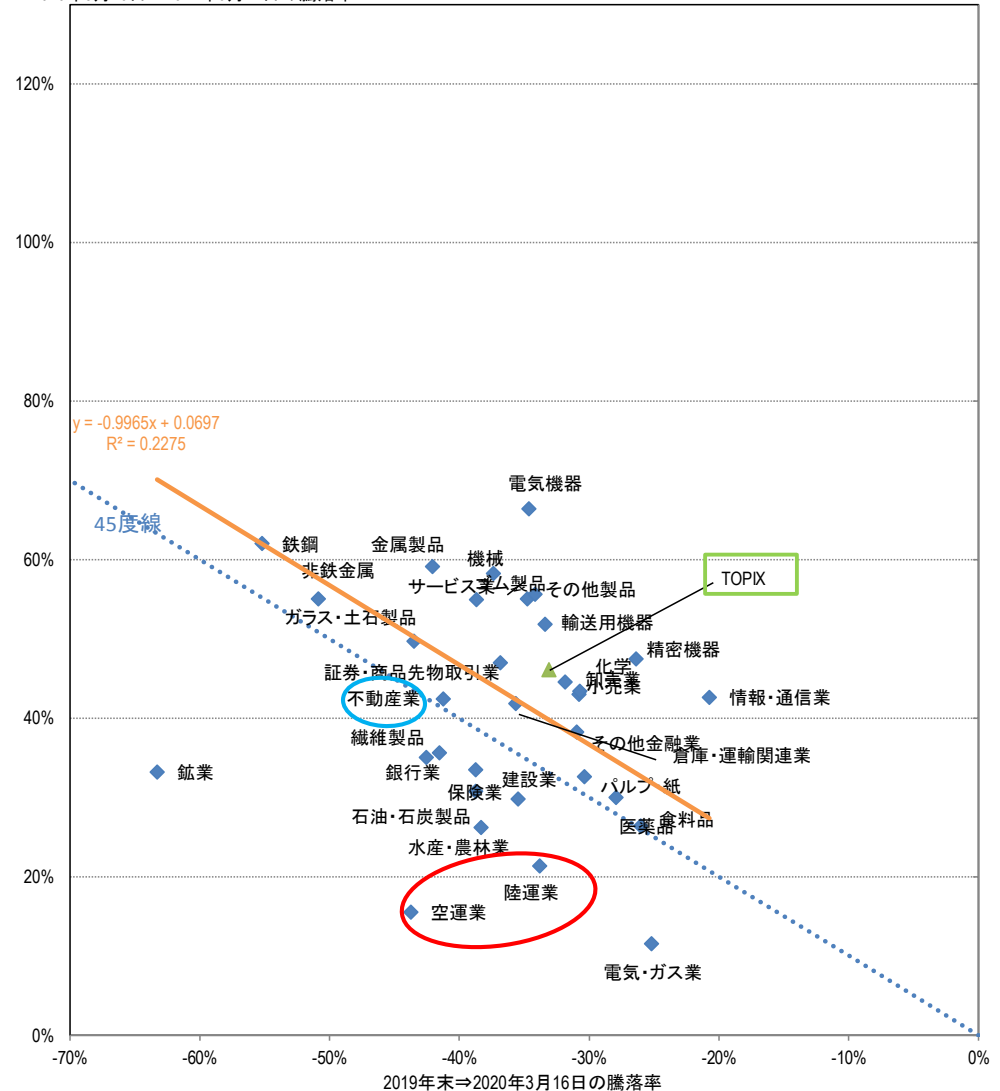
出所：大和証券作成

# 経済再開恩恵企業の株価上昇余地

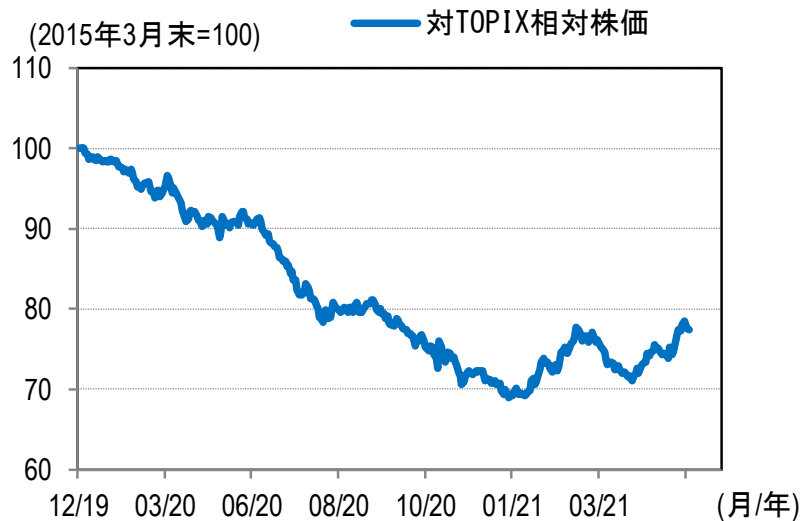
- 出遅れ業績改善企業の株価は2019年末の水準を大きく下回る。株価の上昇余地は大きい
- 陸運業、空運業も2019年末の水準からは依然遠い

## コロナ禍による株価下落の回復

2020年3月16日⇒2021年6月22日の騰落率



## 出遅れ業績改善企業対TOPIX株価

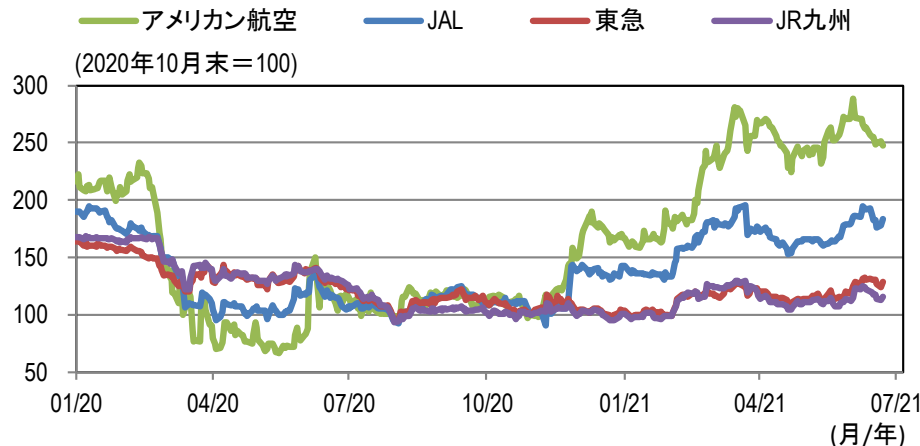


注: 左下図は前ページの企業群の対TOPIX相対株価推移  
出所: 各種資料より大和証券作成、予想は大和証券

# 旅客輸送業の日米時価総額推移比較

- 出張の構造的な減少等から旅客輸送業の需要はコロナ前に戻るとは考えにくい
- コロナ禍前の2019年末から有力なワクチン開発ニュース前の2020年10月末まで時価総額の減少を直近の2021年6月までにどれだけ回復したかを回復率として計測
- 先行して回復した米国空運大手3社の平均は約8割。日本の空運大手は増資もありその水準を上回る。鉄道企業の回復は総じて遅れている。空運業よりも陸運業の方が上昇余地が大きいとみる

## 旅客輸送業の日米企業時価総額推移



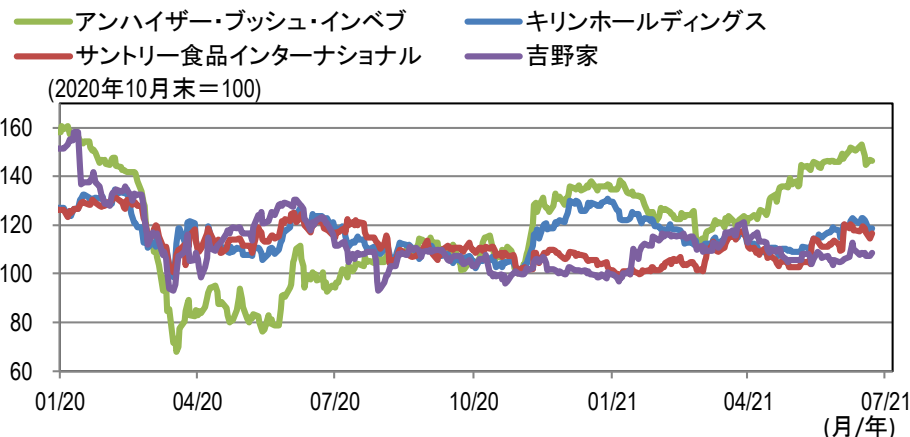
## 旅客輸送業の時価総額回復率 日米比較

|              | 2019年末<br>19/12/31 | ワクチン<br>開発前<br>20/10/30 | 直近値<br>21/6/22 | 回復率    |
|--------------|--------------------|-------------------------|----------------|--------|
| アメリカン航空      | 219.0              | 100.0                   | 247.2          | 123.7% |
| デルタ航空        | 193.6              | 100.0                   | 148.5          | 51.9%  |
| ユナイテッド航空     | 226.2              | 100.0                   | 181.2          | 64.3%  |
| 上記の米国の空運3社平均 |                    |                         |                | 80.0%  |
| JAL          | 190.3              | 100.0                   | 183.3          | 92.2%  |
| ANA          | 160.4              | 100.0                   | 169.5          | 115.1% |
| 上記の日本の空運2社平均 |                    |                         |                | 103.6% |
| 東日本旅客鉄道      | 180.6              | 100.0                   | 151.7          | 64.1%  |
| 西日本旅客鉄道      | 211.7              | 100.0                   | 149.7          | 44.5%  |
| 東急           | 163.5              | 100.0                   | 128.2          | 44.4%  |
| 西武ホールディングス   | 177.1              | 100.0                   | 130.5          | 39.6%  |
| 東海旅客鉄道       | 174.8              | 100.0                   | 139.5          | 52.7%  |
| 九州旅客鉄道       | 167.3              | 100.0                   | 115.4          | 22.8%  |
| 上記の日本の鉄道企業平均 |                    |                         |                | 44.7%  |

# ビール、外食の日米時価総額推移比較

- 欧米のビール大手2社の回復率の平均は約110%。日本のビール、飲料3社の平均は約7割。上昇余地があると考えられる
- 外食で米国のデニーズの回復率は約8割。吉野家やすかいらーくの上昇余地は大きいように見受けられる

## ビール、外食企業の日米企業時価総額推移



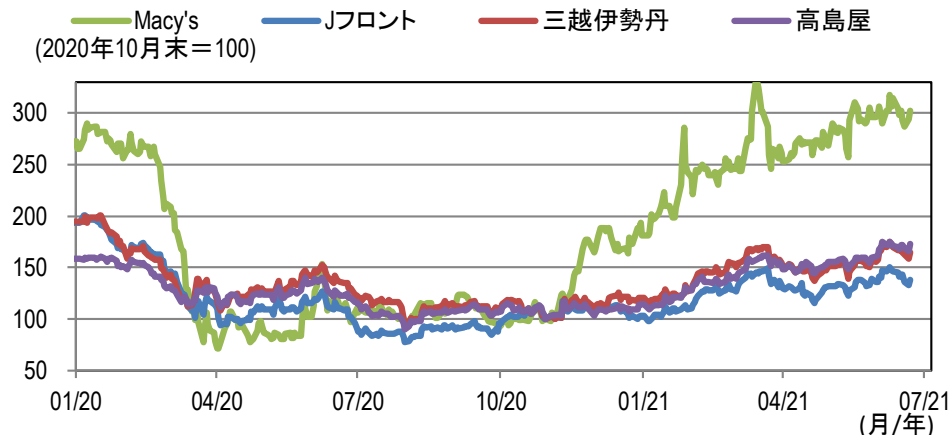
## ビール、外食企業の時価総額回復率 日米比較

|                  | 2019年末<br>19/12/31 | ワクチン<br>開発前<br>20/10/30 | 直近値<br>21/6/22 | 回復率    |
|------------------|--------------------|-------------------------|----------------|--------|
| アンハイザー・ブッシュ・インベプ | 158.0              | 100.0                   | 146.3          | 79.8%  |
| ハイネケン            | 124.6              | 100.0                   | 133.1          | 134.6% |
| 上記の海外のビール2社平均    |                    |                         |                | 107.2% |
| キリンホールディングス      | 127.2              | 100.0                   | 118.7          | 68.9%  |
| サッポロホールディングス     | 151.7              | 100.0                   | 137.7          | 72.9%  |
| サントリー食品インターナショナル | 126.3              | 100.0                   | 116.4          | 62.4%  |
| 上記の日本のビール、飲料3社平均 |                    |                         |                | 68.1%  |
| 米デニーズ            | 205.5              | 100.0                   | 188.6          | 84.0%  |
| 吉野家              | 151.5              | 100.0                   | 108.7          | 16.9%  |
| すかいらーく           | 143.6              | 100.0                   | 119.1          | 43.9%  |
| サイゼリヤ            | 147.4              | 100.0                   | 146.7          | 98.6%  |
| ロイヤルホールディングス     | 139.6              | 100.0                   | 147.0          | 118.8% |
| 上記の日本の外食4社平均     |                    |                         |                | 69.6%  |

# 百貨店の日米時価総額比較

- Macy'sの回復率は約120%
- J.フロント リテイリング、三越伊勢丹ホールディングス等の上昇余地は大きいように見受けられる

## 百貨店の日米企業時価総額推移



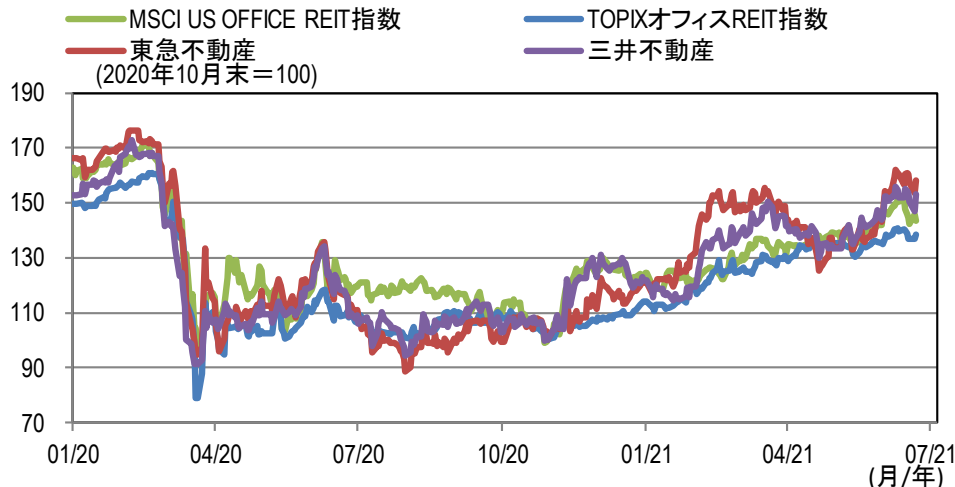
## 百貨店の時価総額回復率 日米比較

|                | 2019年末<br>19/12/31 | ワクチン<br>開発前<br>20/10/30 | 直近値<br>21/6/22 | 回復率    |
|----------------|--------------------|-------------------------|----------------|--------|
| Macy's         | 272.6              | 100.0                   | 301.9          | 117.0% |
| J. フロント リテイリング | 193.4              | 100.0                   | 137.8          | 40.5%  |
| 三越伊勢丹ホールディングス  | 194.7              | 100.0                   | 164.6          | 68.3%  |
| 高島屋            | 158.2              | 100.0                   | 172.7          | 124.8% |
| 上記の日本の百貨店3社平均  |                    |                         |                | 77.8%  |

# REIT、不動産の日米時価総額比較

- MSCI US OFFICE REIT Indexの回復率は約7割
- 三菱地所は出遅れているものの、他の企業の回復率は総じて高い

## 不動産、REITの日米企業時価総額推移



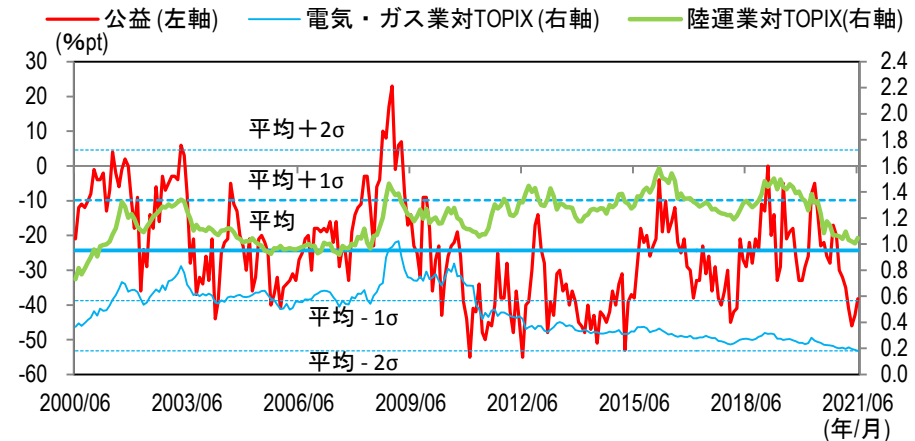
## 不動産、REITの時価総額回復率 日米比較

|                           | 2019年末<br>19/12/31 | ワクチン<br>開発前<br>20/10/30 | 直近値<br>21/6/22 | 回復率    |
|---------------------------|--------------------|-------------------------|----------------|--------|
| MSCI US REIT Index        | 127.8              | 100.0                   | 138.2          | 137.4% |
| MSCI US OFFICE REIT Index | 162.8              | 100.0                   | 143.4          | 69.1%  |
| 上記の2つUS REIT Index 平均     |                    |                         |                | 103.3% |
| TSE REIT指数                | 131.2              | 100.0                   | 131.1          | 99.7%  |
| TSE Office REIT指数         | 149.6              | 100.0                   | 138.5          | 77.6%  |
| 三井不動産                     | 152.8              | 100.0                   | 152.9          | 100.4% |
| 三菱地所                      | 134.4              | 100.0                   | 122.7          | 66.0%  |
| 住友不動産                     | 136.8              | 100.0                   | 148.3          | 131.4% |
| 東急不動産                     | 166.3              | 100.0                   | 158.1          | 87.7%  |
| 上記の日本のREIT指数、不動産企業の平均     |                    |                         |                | 93.8%  |

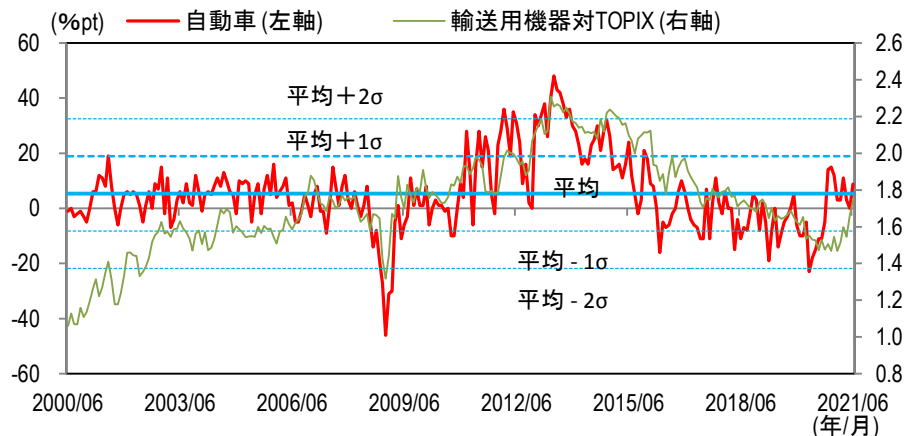
# 公益セクターへの投資判断は上昇も平均-1標準偏差付近

- 空運業、陸運業、電気ガス業が含まれる公益セクターへの国内機関投資家の投資判断は6月まで2ヵ月連続上昇。過去平均-1標準偏差付近。ワクチン接種加速を考慮すると上昇余地がある
- 自動車セクターの投資判断は過去平均なみ。米国景気の本格回復、円安の可能性を考慮すると上昇余地あり

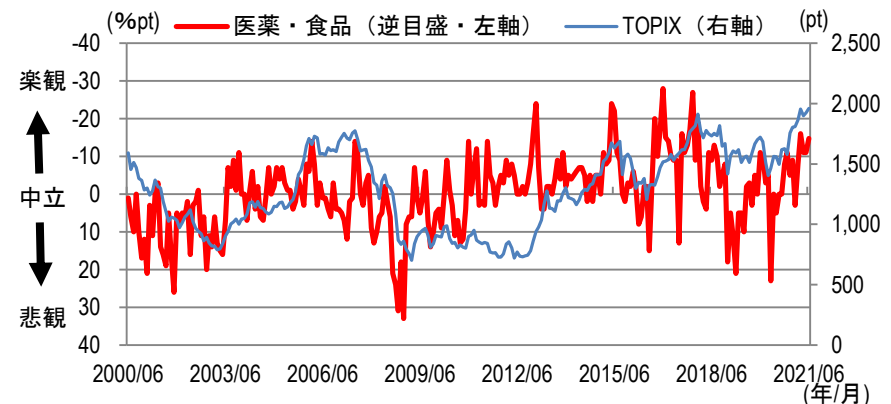
## 公益セクターの投資判断



## 自動車セクターの投資判断



## 医薬・食品の投資判断とTOPIX



# 経済正常化後の成長ドライバー

- 主要上場企業の経常利益合計は2018年度にコロナ前のピークに達した
- 2022年度経常利益予想と2018年度経常利益実績の比率が大きいのは**貨物輸送(291%)**、**ゲーム・娯楽(205%)**、**ITシステム(189%)**、**精密(147%)**、**医薬品(140%)**、**自動車(134%)**等であった
- 中長期的な経済活動のデジタル化の可能性からは**ITシステム**、**精密**等が成長性を有しよう
- カーボン・ニュートラル実現に役立つ**再生エネルギー関連**の企業も中長期的な成長が期待される

## 2022年度予想対2018年度実績

| 経常利益<br>(単位:十億円) | 2022年度 |      |      |
|------------------|--------|------|------|
|                  | 大和予想   | 比較①  | 比較②  |
| 事業会社             | 41,465 | 113% | 113% |
| 製造業              | 23,968 | 119% | 119% |
| 素材               | 3,401  | 87%  | 106% |
| 繊維               | 247    | 86%  | 95%  |
| 紙・パルプ            | 148    | 103% | 104% |
| 化学               | 1,455  | 90%  | 90%  |
| 窯業               | 331    | 95%  | 119% |
| 鉄鋼               | 646    | 39%  | 131% |
| 非鉄               | 574    | 88%  | 140% |
| 加工組立             | 16,104 | 126% | 129% |
| 機械               | 1,848  | 109% | 109% |
| 電機               | 4,270  | 122% | 122% |
| 自動車              | 7,776  | 116% | 134% |
| 精密               | 2,211  | 121% | 147% |
| その他製造業           | 4,463  | 102% | 102% |
| 食品               | 1,471  | 100% | 103% |
| 医薬品              | 1,324  | 99%  | 140% |
| トイレタリー           | 403    | 99%  | 99%  |
| 石油               | 945    | 72%  | 75%  |
| 造船プラント           | 321    | 77%  | 95%  |
| 非製造業             | 17,497 | 106% | 106% |
| 建設・住設            | 1,628  | 101% | 102% |
| 総合商社             | 3,313  | 108% | 108% |
| 小売               | 1,744  | 123% | 123% |
| ノンバンク            | 489    | 100% | 111% |
| 不動産              | 812    | 110% | 110% |
| 旅客輸送             | 967    | 55%  | 55%  |
| 貨物輸送             | 514    | 82%  | 291% |
| 電力・ガス            | 650    | 57%  | 87%  |
| 通信               | 4,531  | 104% | 104% |
| ゲーム・娯楽           | 921    | 177% | 205% |
| ITシステム           | 945    | 168% | 189% |
| サービス・メディア        | 984    | 82%  | 82%  |

注: 比較①は過去ピークとの比較、比較②は2018年度実績との比較  
出所: QUICK より大和証券作成

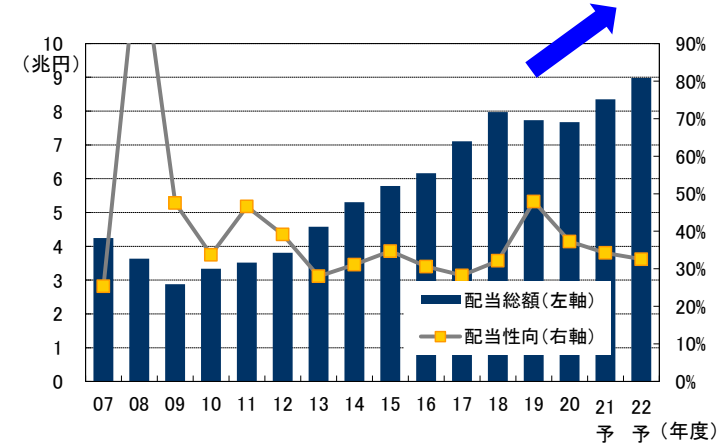
# 株主還元、ROE、設備投資の先行き

# 20年度配当総額は微減、21年度は約9%増配

## 業種別の配当総額、配当性向

| 配当金総額<br>(単位:十億円) | 社数  | 2019年度 |        |      | 2020年度 |        |       | 2021年度 |        |      | 2022年度 |       |      |
|-------------------|-----|--------|--------|------|--------|--------|-------|--------|--------|------|--------|-------|------|
|                   |     | 実績     | 前年比    | 配当性向 | 実績     | 前年比    | 配当性向  | 大和予想   | 前年比    | 配当性向 | 大和予想   | 前年比   | 配当性向 |
| 事業会社              | 200 | 7,729  | -3.0%  | 48%  | 7,675  | -0.7%  | 37%   | 8,347  | 8.8%   | 34%  | 8,979  | 7.6%  | 33%  |
| 製造業               | 111 | 4,629  | -7.4%  | 53%  | 4,474  | -3.4%  | 42%   | 5,011  | 12.0%  | 34%  | 5,429  | 8.4%  | 33%  |
| 素材                | 27  | 523    | -20.9% | 137% | 488    | -6.7%  | 57%   | 694    | 42.1%  | 32%  | 708    | 2.1%  | 32%  |
| 繊維                | 3   | 52     | -3.9%  | 48%  | 38     | -26.8% | 91%   | 50     | 32.2%  | 35%  | 53     | 6.4%  | 34%  |
| 紙・パルプ             | 2   | 18     | 20.5%  | 26%  | 19     | 0.0%   | 35%   | 18     | -0.1%  | 24%  | 18     | 0.0%  | 23%  |
| 化学                | 9   | 294    | -6.2%  | 41%  | 281    | -4.6%  | 69%   | 300    | 6.9%   | 36%  | 311    | 3.5%  | 34%  |
| 窯業                | 4   | 60     | -3.1%  | 77%  | 53     | -11.1% | 40%   | 64     | 21.3%  | 32%  | 65     | 1.0%  | 30%  |
| 鉄鋼                | 3   | 21     | -84.5% | -    | 19     | -10.2% | -     | 142    | 662.1% | 29%  | 186    | -4.1% | 30%  |
| 非鉄                | 6   | 79     | -5.8%  | 81%  | 80     | 1.3%   | 32%   | 119    | 49.5%  | 30%  | 125    | 5.2%  | 32%  |
| 加工組立              | 52  | 2,671  | -12.0% | 43%  | 2,567  | -3.9%  | 34%   | 2,860  | 11.4%  | 29%  | 3,213  | 12.3% | 29%  |
| 機械                | 13  | 355    | -31.9% | 38%  | 340    | -4.2%  | 41%   | 391    | 14.9%  | 33%  | 445    | 13.9% | 35%  |
| 電機                | 15  | 598    | 8.4%   | 32%  | 605    | 1.1%   | 21%   | 656    | 8.5%   | 25%  | 711    | 8.4%  | 24%  |
| 自動車               | 12  | 1,275  | -13.9% | 48%  | 1,230  | -3.5%  | 40%   | 1,433  | 16.5%  | 30%  | 1,610  | 12.3% | 30%  |
| 精密                | 12  | 443    | -7.7%  | 57%  | 393    | -11.4% | 55%   | 381    | -3.0%  | 31%  | 447    | 17.5% | 28%  |
| その他製造業            | 32  | 1,436  | 10.2%  | 68%  | 1,418  | -1.2%  | 66%   | 1,457  | 2.7%   | 52%  | 1,508  | 3.5%  | 52%  |
| 食品                | 14  | 483    | 4.3%   | 57%  | 497    | 2.9%   | 61%   | 465    | -6.3%  | 53%  | 474    | 1.9%  | 48%  |
| 医薬品               | 8   | 617    | 21.2%  | 69%  | 641    | 4.0%   | 59%   | 660    | 2.9%   | 61%  | 678    | 2.7%  | 67%  |
| トイレットリー           | 3   | 103    | 13.7%  | 39%  | 103    | -0.6%  | 61%   | 114    | 11.0%  | 45%  | 121    | 6.2%  | 44%  |
| 石油                | 3   | 163    | -1.0%  | -    | 142    | -12.9% | 381%  | 162    | 14.4%  | 37%  | 168    | 3.8%  | 39%  |
| 造船プラント            | 4   | 70     | -7.7%  | 49%  | 36     | -48.6% | 68%   | 56     | 54.8%  | 34%  | 68     | 21.2% | 33%  |
| 非製造業              | 89  | 3,099  | 4.2%   | 42%  | 3,201  | 3.3%   | 32%   | 3,336  | 4.2%   | 35%  | 3,550  | 6.4%  | 32%  |
| 建設・住設             | 13  | 353    | 0.8%   | 33%  | 340    | -3.8%  | 36%   | 351    | 3.2%   | 36%  | 370    | 5.4%  | 34%  |
| 総合商社              | 6   | 663    | 1.5%   | 43%  | 655    | -1.1%  | 59%   | 698    | 6.6%   | 34%  | 735    | 5.3%  | 32%  |
| 小売                | 16  | 273    | 5.6%   | 37%  | 271    | -0.8%  | 68%   | 291    | 7.3%   | 32%  | 329    | 13.1% | 34%  |
| ノンバンク             | 2   | 103    | -1.3%  | 32%  | 103    | -0.3%  | 45%   | 102    | -0.8%  | 34%  | 102    | 0.0%  | 31%  |
| 不動産               | 4   | 125    | 7.8%   | 23%  | 127    | 1.5%   | 27%   | 133    | 5.0%   | 25%  | 143    | 7.7%  | 26%  |
| 旅客輸送              | 7   | 172    | -16.2% | 20%  | 104    | -39.6% | -     | 104    | -0.2%  | 68%  | 123    | 19.2% | 19%  |
| 貨物輸送              | 4   | 45     | 30.2%  | 43%  | 86     | 91.2%  | 25%   | 86     | -0.3%  | 21%  | 93     | 8.0%  | 26%  |
| 電力・ガス             | 5   | 130    | 2.6%   | 30%  | 131    | 0.8%   | 23%   | 132    | 0.8%   | 31%  | 136    | 2.9%  | 28%  |
| 通信                | 3   | 702    | 9.0%   | 132% | 739    | 5.3%   | 11%   | 758    | 2.6%   | 33%  | 788    | 3.9%  | 29%  |
| ゲーム・娯楽            | 5   | 181    | 12.6%  | 49%  | 315    | 74.3%  | 53%   | 297    | -5.9%  | 47%  | 312    | 5.2%  | 48%  |
| ITシステム            | 8   | 145    | 17.0%  | 30%  | 161    | 11.1%  | 28%   | 193    | 19.7%  | 37%  | 222    | 14.8% | 35%  |
| サービス・メディア         | 16  | 207    | 5.7%   | 49%  | 168    | -18.8% | 1406% | 192    | 13.8%  | 55%  | 197    | 2.7%  | 34%  |

## 配当総額、配当性向

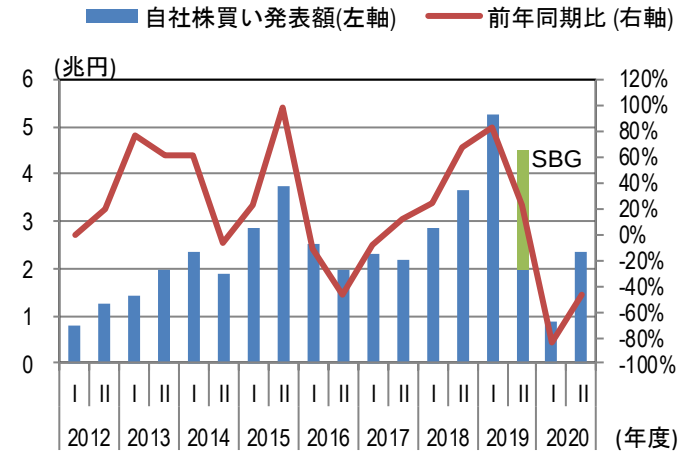


前回2月調査では20年度は前年度比4.6%減予想、  
21年度は同9.8%増予想

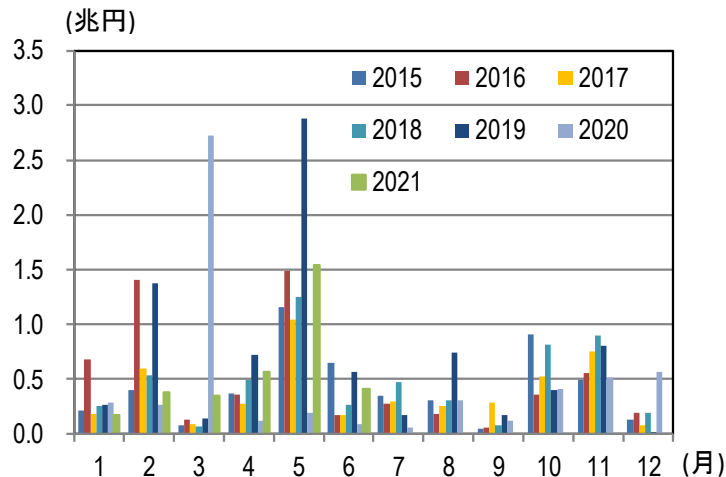
# 自社株買いの正常化が進展

- 2020年度上半期の自社株買い発表額は前年同期比約8割減。しかし同年度下半期には2017年度下半期を上回り、2021年4月～5月は2018年の同時期を上回る。自社株買いに正常化の動き
- 2021年度上半期は2018年度上半期を上回ろう。2022年度には過去最高水準まで増加と予想

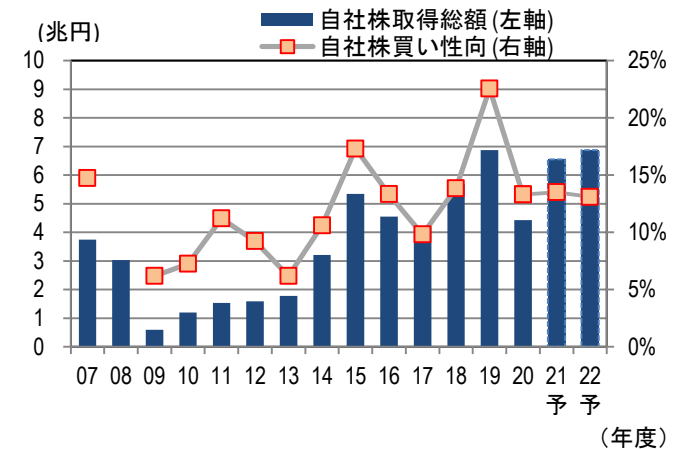
## 半期別の自社株買い発表額



## 月別の自社株買い発表額

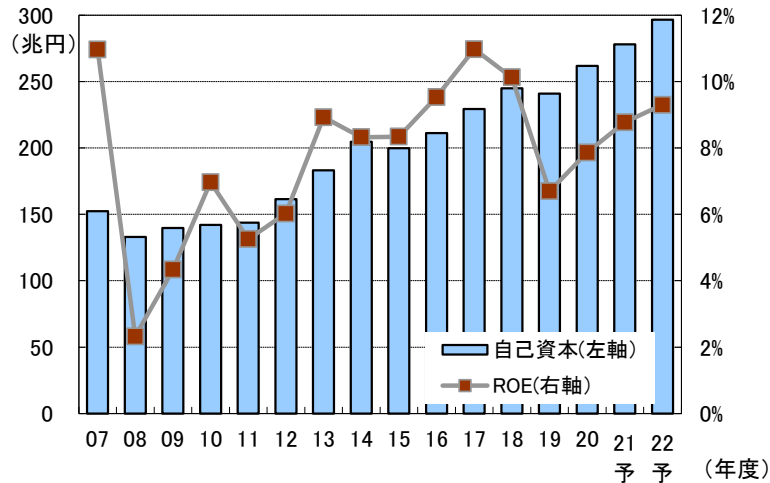


## TOPIX採用企業の自社株買い

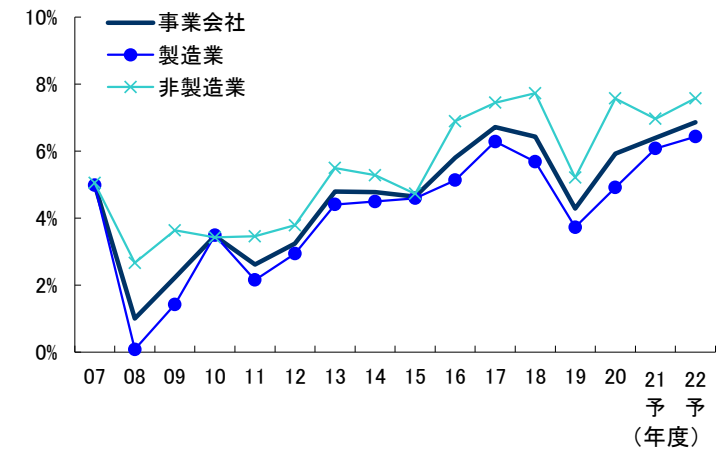


# 利益率改善によりROEは9%台を回復しよう

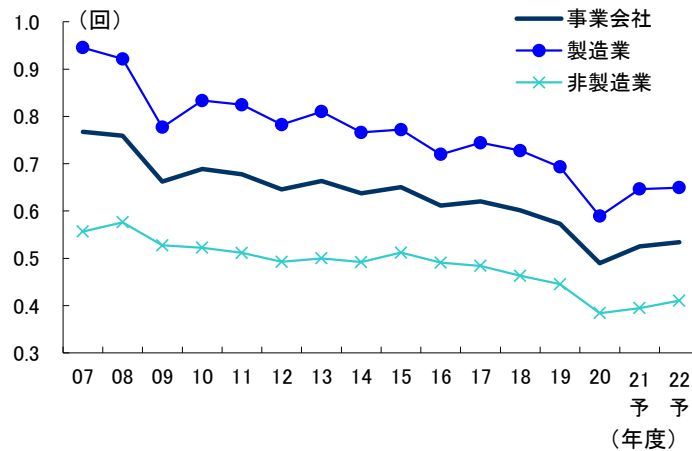
## ROEと自己資本



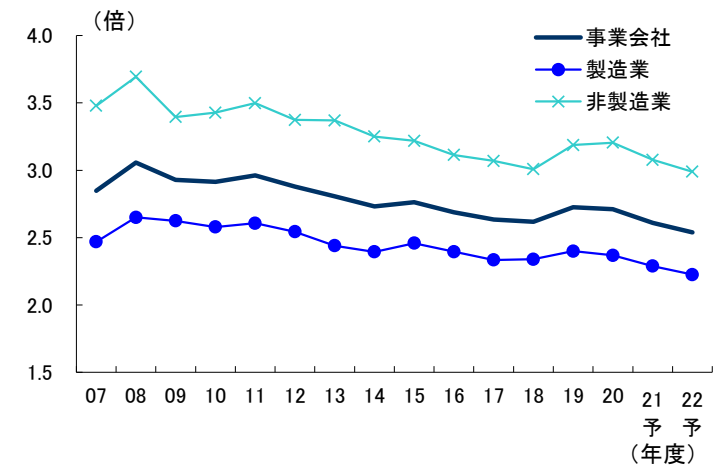
## 売上高当期利益率



## 総資産回転率



## 財務レバレッジ



注: ROEは期末自己資本を用いて計算。2020～2021年度の期末自己資本は、前期末自己資本+予想税引利益-予想配当金総額  
出所: 各種資料より大和証券作成、予想は大和証券

# 20年度設備投資は14%減、21年度は8%増

## 業種別の設備投資

| 設備投資額<br>(単位:十億円) | 2018年度 |      | 2019年度 |      | 2020年度 |      | 2021年度 |       | 2022年度 |     |
|-------------------|--------|------|--------|------|--------|------|--------|-------|--------|-----|
|                   | 実績     | 伸び率  | 実績     | 伸び率  | 実績     | 伸び率  | 大和予想   | 伸び率   | 大和予想   | 伸び率 |
| 事業会社              | 26,820 | 11%  | 27,047 | 1%   | 23,345 | -14% | 25,179 | 8%    | 25,361 | 1%  |
| 製造業               | 13,700 | 11%  | 13,894 | 1%   | 10,232 | -26% | 13,174 | 29%   | 13,276 | 1%  |
| 素材                | 3,273  | 14%  | 3,531  | 8%   | 4,240  | 20%  | 3,255  | -23%  | 3,328  | 2%  |
| 繊維                | 304    | 18%  | 314    | 3%   | 290    | -8%  | 310    | 7%    | 320    | 3%  |
| 紙・パルプ             | 116    | -13% | 159    | 37%  | 492    | 209% | 135    | -73%  | 135    | 0%  |
| 化学                | 1,045  | 16%  | 1,074  | 3%   | 890    | -17% | 1,219  | 37%   | 1,236  | 1%  |
| 窯業                | 453    | 30%  | 399    | -12% | 1,056  | 164% | 365    | -65%  | 331    | -9% |
| 鉄鋼                | 904    | 13%  | 1,112  | 23%  | 364    | -67% | 820    | 125%  | 830    | 1%  |
| 非鉄                | 451    | 6%   | 472    | 5%   | 1,147  | 143% | 406    | -65%  | 476    | 17% |
| 加工組立              | 7,673  | 10%  | 7,681  | 0%   | 3,744  | -51% | 7,276  | 94%   | 7,337  | 1%  |
| 機械                | 616    | 17%  | 638    | 4%   | 1,460  | 129% | 596    | -59%  | 584    | -2% |
| 電機                | 2,224  | 4%   | 2,316  | 4%   | 1,133  | -51% | 2,148  | 90%   | 2,218  | 3%  |
| 自動車               | 4,231  | 14%  | 4,041  | -4%  | 643    | -84% | 3,920  | 510%  | 3,934  | 0%  |
| 精密                | 603    | 9%   | 686    | 14%  | 508    | -26% | 612    | 20%   | 601    | -2% |
| その他製造業            | 2,754  | 8%   | 2,682  | -3%  | 2,248  | -16% | 2,643  | 18%   | 2,611  | -1% |
| 食品                | 743    | 2%   | 725    | -2%  | 1,339  | 85%  | 776    | -42%  | 782    | 1%  |
| 医薬品               | 437    | 17%  | 599    | 37%  | 419    | -30% | 602    | 44%   | 575    | -4% |
| トイレットリー           | 289    | 78%  | 302    | 4%   | 151    | -50% | 235    | 56%   | 229    | -3% |
| 石油                | 1,029  | 3%   | 778    | -24% | 57     | -93% | 780    | 1257% | 780    | 0%  |
| 造船プラント            | 257    | -8%  | 279    | 9%   | 283    | 1%   | 250    | -12%  | 245    | -2% |
| 非製造業              | 13,120 | 11%  | 13,153 | 0%   | 13,113 | -0%  | 12,005 | -8%   | 12,084 | 1%  |
| 建設・住設             | 693    | 5%   | 891    | 29%  | 1,925  | 116% | 760    | -61%  | 760    | 0%  |
| 総合商社              | -      | -    | -      | -    | -      | -    | -      | -     | -      | -   |
| 小売                | 1,484  | 17%  | 1,171  | -21% | 880    | -25% | 1,246  | 42%   | 1,292  | 4%  |
| ノンバンク             | 594    | -12% | 501    | -16% | 114    | -77% | 510    | 348%  | 510    | 0%  |
| 不動産               | 1,113  | -4%  | 1,372  | 23%  | 262    | -81% | 1,440  | 450%  | 1,340  | -7% |
| 旅客輸送              | 2,296  | 22%  | 2,413  | 5%   | 1,920  | -20% | 2,185  | 14%   | 2,310  | 6%  |
| 貨物輸送              | 512    | 26%  | 330    | -36% | 778    | 136% | 380    | -51%  | 370    | -3% |
| 電力・ガス             | 1,783  | 8%   | 1,687  | -5%  | 387    | -77% | 1,430  | 269%  | 1,430  | 0%  |
| 通信                | 3,755  | 11%  | 3,654  | -3%  | 3,005  | -18% | 3,046  | 1%    | 3,046  | 0%  |
| ゲーム・娯楽            | 106    | -10% | 139    | 32%  | 276    | 98%  | 78     | -72%  | 78     | 0%  |
| ITシステム            | 225    | -3%  | 250    | 11%  | 75     | -70% | 337    | 350%  | 356    | 5%  |
| サービス・メディア         | 559    | 24%  | 745    | 33%  | 3,491  | 369% | 593    | -83%  | 594    | 0%  |

前回2月調査では20年度は前年度比10%減予想、  
21年度は同4%増予想

# アナリストへのアンケート調査

# アンケート調査のポイント

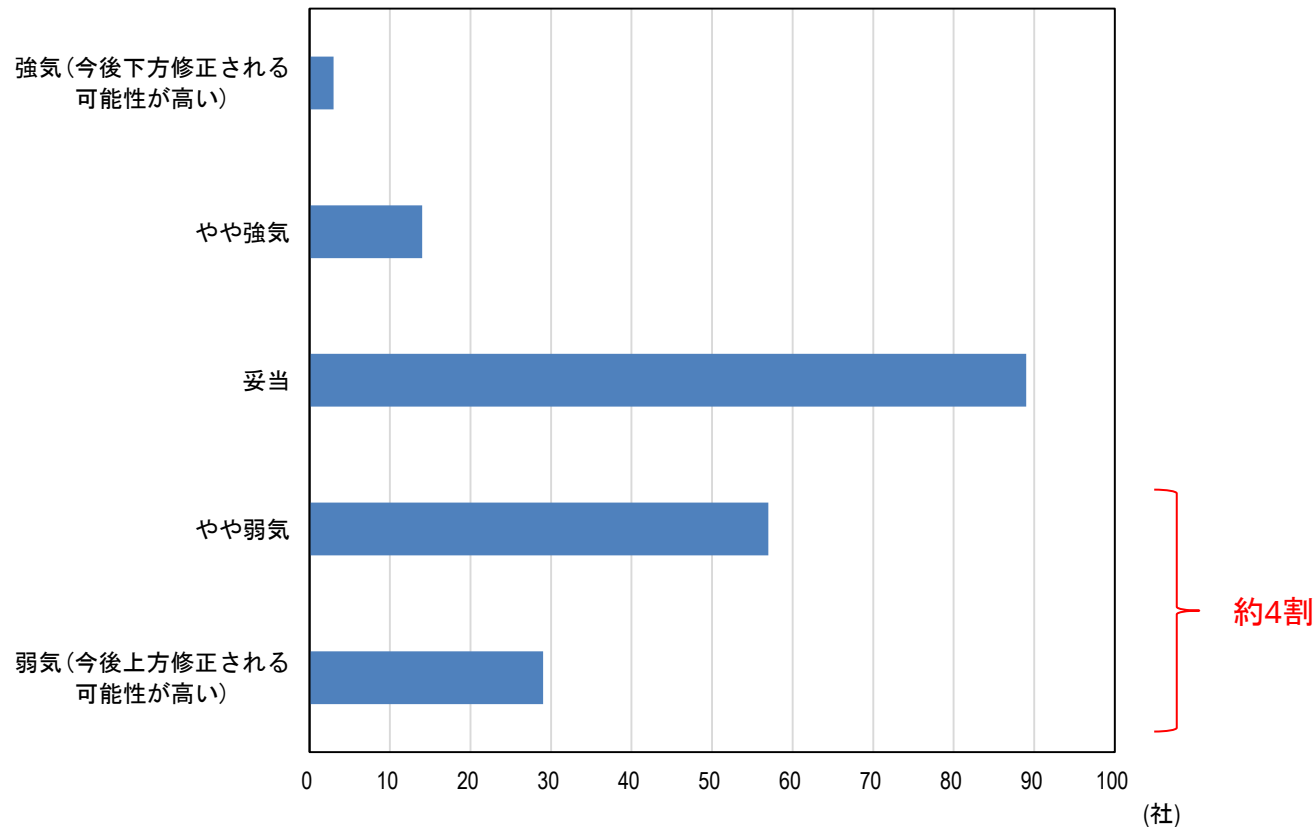
---

- 会社計画については**弱気**(今後、上方修正される可能性が高い)との見方が多い
- コーポレートガバナンス・コード改訂、東証市場再編による企業行動の変化は「**環境リスクに関する情報開示の拡充**」という回答が最多
- 2021年度の業績に関するリスクは、コロナ感染再拡大、コモディティ価格変動、ワクチン接種による経済正常化等
- 業績予想修正理由は**需要の上振れ**が最多。原材料価格上昇との回答は多くない
- 日本企業がコロナ禍を受けて**削減したコストは元の水準に戻らない**可能性が高い

# 会社計画は弱気との見方が多い

- **弱気**(今後、上方修正される可能性が高い)とやや弱気との回答の合計数は強気(今後、下方修正される可能性が高い)とやや強気の回答数合計の5倍以上

## 会社計画に対する印象



# 業種別の会社計画印象

|        |           | 強気(今後下方修正される可能性が高い) | やや強気  | 妥当     | やや弱気   | 弱気(今後上方修正される可能性が高い) |
|--------|-----------|---------------------|-------|--------|--------|---------------------|
| 主要上場企業 |           | 1.4%                | 6.7%  | 42.4%  | 27.1%  | 13.8%               |
| 事業会社   |           | 1.5%                | 7.0%  | 41.0%  | 28.0%  | 14.5%               |
| 製造業    |           | 1.8%                | 3.6%  | 43.2%  | 27.0%  | 18.0%               |
|        | 素材        | 0.0%                | 3.7%  | 40.7%  | 44.4%  | 3.7%                |
|        | 繊維        | 0.0%                | 0.0%  | 66.7%  | 33.3%  | 0.0%                |
|        | 紙・パルプ     | 0.0%                | 0.0%  | 50.0%  | 50.0%  | 0.0%                |
|        | 化学        | 0.0%                | 0.0%  | 44.4%  | 22.2%  | 11.1%               |
|        | 窯業        | 0.0%                | 25.0% | 50.0%  | 25.0%  | 0.0%                |
|        | 鉄鋼        | 0.0%                | 0.0%  | 0.0%   | 100.0% | 0.0%                |
|        | 非鉄        | 0.0%                | 0.0%  | 33.3%  | 66.7%  | 0.0%                |
|        | 加工組立      | 1.9%                | 1.9%  | 38.5%  | 23.1%  | 28.8%               |
|        | 機械        | 0.0%                | 0.0%  | 53.8%  | 38.5%  | 7.7%                |
|        | 電機        | 0.0%                | 6.7%  | 60.0%  | 20.0%  | 13.3%               |
|        | 自動車       | 0.0%                | 0.0%  | 25.0%  | 16.7%  | 41.7%               |
|        | 精密        | 8.3%                | 0.0%  | 8.3%   | 16.7%  | 58.3%               |
|        | その他製造業    | 3.1%                | 6.3%  | 53.1%  | 18.8%  | 12.5%               |
|        | 食品        | 0.0%                | 0.0%  | 85.7%  | 14.3%  | 0.0%                |
|        | 医薬品       | 12.5%               | 25.0% | 12.5%  | 12.5%  | 12.5%               |
|        | トイレタリー    | 0.0%                | 0.0%  | 33.3%  | 33.3%  | 33.3%               |
|        | 石油        | 0.0%                | 0.0%  | 0.0%   | 33.3%  | 66.7%               |
|        | 造船プラント    | 0.0%                | 0.0%  | 75.0%  | 25.0%  | 0.0%                |
| 非製造業   |           | 1.1%                | 11.2% | 38.2%  | 29.2%  | 10.1%               |
|        | 建設・住設     | 0.0%                | 7.7%  | 23.1%  | 38.5%  | 30.8%               |
|        | 総合商社      | 0.0%                | 0.0%  | 50.0%  | 33.3%  | 0.0%                |
|        | 小売        | 0.0%                | 6.3%  | 68.8%  | 18.8%  | 0.0%                |
|        | ノンバンク     | 0.0%                | 50.0% | 0.0%   | 50.0%  | 0.0%                |
|        | 不動産       | 0.0%                | 25.0% | 0.0%   | 50.0%  | 0.0%                |
|        | 旅客輸送      | 14.3%               | 0.0%  | 57.1%  | 14.3%  | 0.0%                |
|        | 貨物輸送      | 0.0%                | 0.0%  | 25.0%  | 25.0%  | 50.0%               |
|        | 電力・ガス     | 0.0%                | 0.0%  | 20.0%  | 40.0%  | 20.0%               |
|        | 通信        | 0.0%                | 0.0%  | 100.0% | 0.0%   | 0.0%                |
|        | ゲーム・娯楽    | 0.0%                | 0.0%  | 20.0%  | 60.0%  | 0.0%                |
|        | ITシステム    | 0.0%                | 0.0%  | 37.5%  | 37.5%  | 25.0%               |
|        | サービス・メディア | 0.0%                | 37.5% | 25.0%  | 18.8%  | 0.0%                |
| 金融     |           | 0.0%                | 0.0%  | 70.0%  | 10.0%  | 0.0%                |
|        | 銀行        | 0.0%                | 0.0%  | 75.0%  | 25.0%  | 0.0%                |
|        | 証券        | 0.0%                | 0.0%  | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%                |
|        | 保険        | 0.0%                | 0.0%  | 100.0% | 0.0%   | 0.0%                |

注1: 対象は金融を含む主要上場企業の210社。うち、金融10社を除いた事業会社が200社

注2: 数値は各業種に占める該当回答数の割合  
出所: 大和証券作成

# 会社計画の上方修正及び6月末～11月末までのアウトパフォーム期待が 相対的に大きい企業

## 期初会社計画を保守的に策定し、6月末から11月末にかけてアウトパフォームしてきた企業

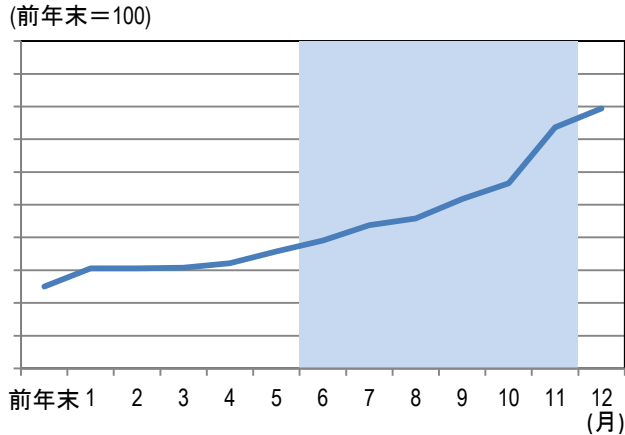
| コード  | 企業名                 | 業種     | 株価<br>(6/22、円) | 時価総額<br>(10億円) | 売買代金<br>過去250日<br>平均(百万<br>円) | 標準化P/B | 実績の対<br>期初計画<br>勝率 | 6月末⇒11<br>月末の株<br>価騰落率<br>対TOPIX勝<br>率 | 6月末⇒11<br>月末の対<br>TOPIX相対<br>騰落率中<br>央値 | 会社計画と<br>QUICKコン<br>センサス予<br>想乖離率 |
|------|---------------------|--------|----------------|----------------|-------------------------------|--------|--------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------|-----------------------------------|
| 1860 | 戸田建設                | 建設業    | 770            | 248            | 321                           | -0.86  | 100.0%             | 80.0%                                  | 14.1%                                   | -11.3%                            |
| 1944 | きんでん                | 建設業    | 1,841          | 378            | 640                           | -0.83  | 100.0%             | 80.0%                                  | 6.5%                                    | -11.3%                            |
| 4021 | 日産化学                | 化学     | 5,390          | 776            | 2,583                         | -0.26  | 100.0%             | 100.0%                                 | 12.0%                                   | -2.6%                             |
| 4183 | 三井化学                | 化学     | 3,770          | 771            | 2,450                         | 0.45   | 80.0%              | 100.0%                                 | 9.2%                                    | -2.0%                             |
| 4684 | オービック               | 情報・通信業 | 20,870         | 2,079          | 4,263                         | 1.45   | 100.0%             | 80.0%                                  | 1.5%                                    | -4.5%                             |
| 6302 | 住友重機械工業             | 機械     | 3,135          | 385            | 1,809                         | -0.75  | 80.0%              | 80.0%                                  | 10.3%                                   | -11.9%                            |
| 6367 | ダイキン工業              | 機械     | 21,230         | 6,223          | 15,552                        | 1.11   | 100.0%             | 80.0%                                  | 1.3%                                    | -4.8%                             |
| 6383 | ダイフク                | 機械     | 9,770          | 1,237          | 6,205                         | 0.71   | 100.0%             | 80.0%                                  | 9.1%                                    | -6.7%                             |
| 6995 | 東海理化電機製作所           | 輸送用機器  | 1,736          | 164            | 353                           | -1.30  | 100.0%             | 80.0%                                  | 2.8%                                    | -5.0%                             |
| 7276 | 小糸製作所               | 電気機器   | 6,860          | 1,103          | 2,630                         | -0.57  | 100.0%             | 80.0%                                  | 7.8%                                    | -40.4%                            |
| 7476 | アズワン                | 卸売業    | 14,180         | 293            | 774                           | 1.28   | 80.0%              | 80.0%                                  | 9.8%                                    | -9.3%                             |
| 7735 | S C R E E Nホールディングス | 電気機器   | 10,770         | 547            | 5,450                         | 0.56   | 80.0%              | 80.0%                                  | 18.8%                                   | -9.0%                             |
| 8056 | 日本ユニシス              | 情報・通信業 | 3,275          | 359            | 1,451                         | -0.02  | 80.0%              | 80.0%                                  | 10.9%                                   | -2.5%                             |
| 8111 | ゴールドウイン             | 繊維製品   | 6,540          | 310            | 967                           | 0.01   | 100.0%             | 80.0%                                  | 21.3%                                   | -13.3%                            |
| 9031 | 西日本鉄道               | 陸運業    | 2,766          | 220            | 351                           | 0.51   | 80.0%              | 80.0%                                  | 3.9%                                    | -3.0%                             |

注1: 6月17日付レポート「会社計画の上方修正が期待される企業」の図表4に掲載した企業。次の3条件スクリーニング。条件①会社計画がQUICK コンセンサス予想を2%以上下回る、条件②コロナ禍前の5年間(2014年度～2018年度)に実績の期初計画に対する勝率が80%以上(保守的な会社計画を策定する傾向がある)、条件③コロナ禍前の5年間(2014年度～2018年度)の6月末⇒11月末の株価の対TOPIX勝率が80%以上。

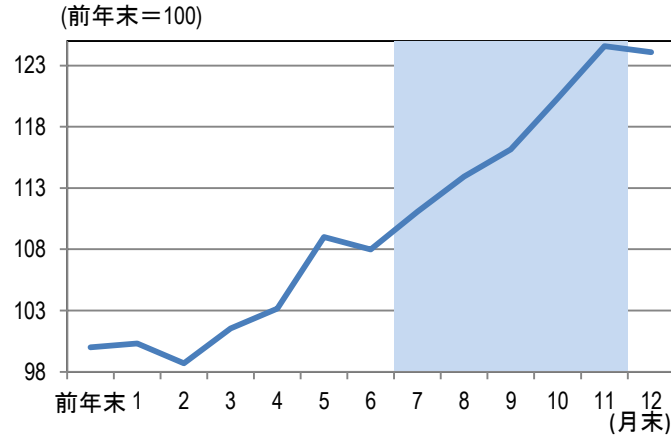
注2: 実績の対期初計画勝率、6月末⇒11月末の株価騰落率対TOPIX勝率は100%、他のデータ項目は上位又は下位25%を赤字とした

# コロナ禍前5年間の対TOPIX相対株価平均推移

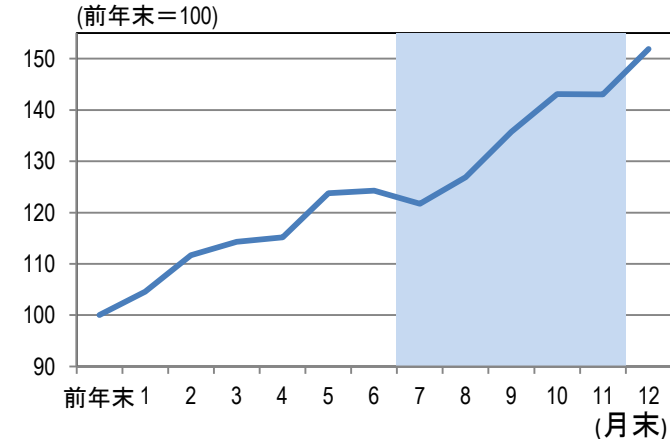
平均



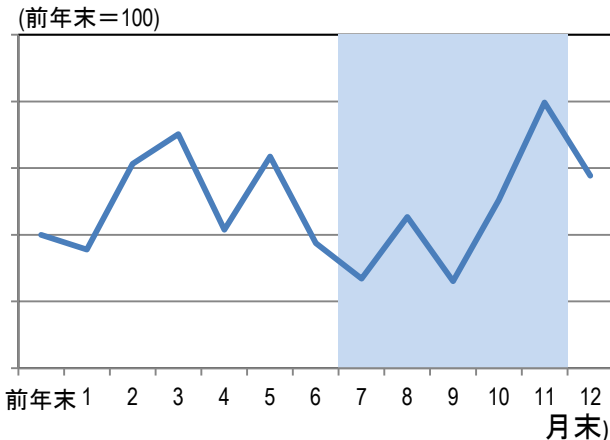
日産化学



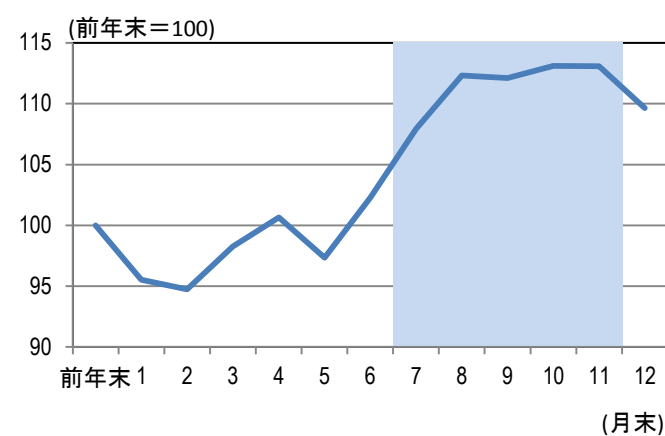
ゴールドウイン



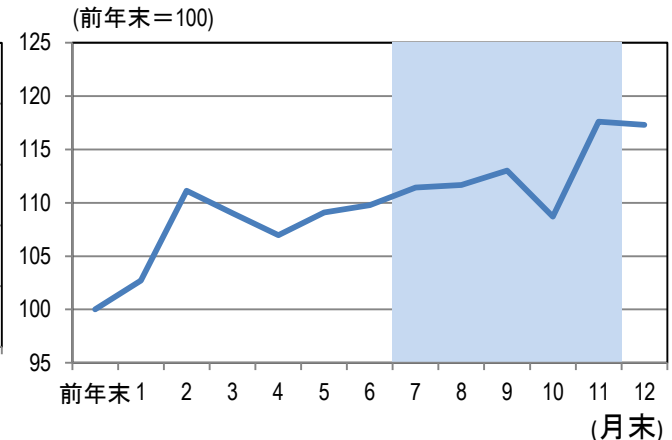
SCREENホールディングス



戸田建設



日本ユニシス



注: 過去5年間の平均推移。影は6月末から11月末を示す  
出所: QUICKより大和証券

# 会社計画の下方修正及び6月末～11月末までのアンダーパフォーム懸念が相対的に大きい企業

期初会社計画を楽観的に策定し、6月末から11月末にかけてアンダーパフォームしてきた企業

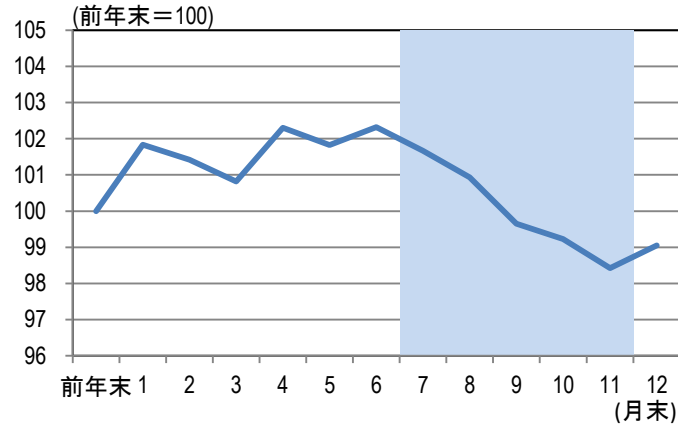
| コード  | 企業名          | 業種    | 株価<br>(6/22、円) | 時価総額<br>(10億円) | 売買代金<br>過去250日<br>平均(百万<br>円) | 標準化P/B | 実績の対<br>期初計画<br>勝率 | 6月末⇒11<br>月末の株<br>価騰落率<br>対TOPIX勝<br>率 | 6月末⇒11<br>月末の対<br>TOPIX相対<br>騰落率中<br>央値 | 会社計画<br>とQUICKコ<br>ンセンサ<br>ス予想乖<br>離率 |
|------|--------------|-------|----------------|----------------|-------------------------------|--------|--------------------|----------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------------------|
| 2229 | カルビー         | 食料品   | 2,597          | 348            | 1,510                         | -1.71  | 20.0%              | 40.0%                                  | -6.5%                                   | 0.2%                                  |
| 2270 | 雪印メグミルク      | 食料品   | 2,154          | 152            | 400                           | -1.48  | 40.0%              | 40.0%                                  | -2.3%                                   | 2.6%                                  |
| 3101 | 東洋紡          | 繊維製品  | 1,339          | 119            | 675                           | -1.26  | 0.0%               | 0.0%                                   | -11.2%                                  | 0.9%                                  |
| 5463 | 丸一鋼管         | 鉄鋼    | 2,699          | 254            | 793                           | -1.11  | 20.0%              | 20.0%                                  | -13.2%                                  | 3.5%                                  |
| 5471 | 大同特殊鋼        | 鉄鋼    | 5,460          | 237            | 466                           | 0.05   | 40.0%              | 40.0%                                  | -5.8%                                   | 1.1%                                  |
| 5714 | DOWAホールディングス | 非鉄金属  | 4,310          | 267            | 962                           | -0.11  | 40.0%              | 40.0%                                  | -8.4%                                   | -5.7%                                 |
| 7912 | 大日本印刷        | その他製品 | 2,418          | 767            | 1,907                         | -0.70  | 40.0%              | 20.0%                                  | -12.3%                                  | 1.2%                                  |
| 7947 | エフピコ         | 化学    | 4,150          | 351            | 694                           | 0.90   | 40.0%              | 40.0%                                  | -2.6%                                   | 0.1%                                  |
| 9831 | ヤマダホールディングス  | 小売業   | 512            | 495            | 2,148                         | -1.48  | 20.0%              | 40.0%                                  | -1.7%                                   | 15.4%                                 |

注1: 6月17日付レポート「会社計画の上方修正が期待される企業」の図表12に掲載した企業。次の3条件スクリーニング条件①会社計画がQUICKコンセンサス予想を上回る、条件②コロナ禍前の5年間(2014年度～2018年度)に実績の期初計画に対する勝率が40%以下(楽観的な会社計画を策定する傾向がある)、条件③コロナ禍前の5年間(2014年度～2018年度)の6月末⇒11月末の株価の対TOPIX勝率が40%以下。

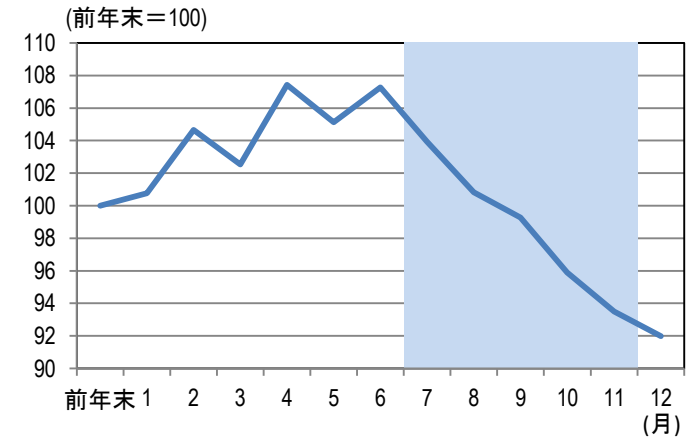
注2: 標準化P/BはP/B5年平均からの乖離幅を標準偏差で除して計算。会社計画とのQUICKコンセンサス予想との乖離率は(会社計画－QUICKコンセンサス予想)/(両者の絶対値の平均)で計算。実績の対期初計画勝率、6月末⇒11月末の株価騰落率対TOPIX勝率は100%、他のデータ項目は上位又は下位25%を赤字とした

# コロナ禍前5年間の対TOPIX相対株価平均推移

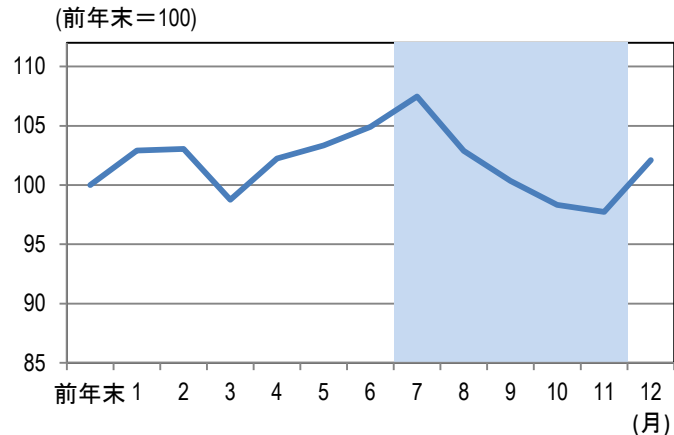
## 平均



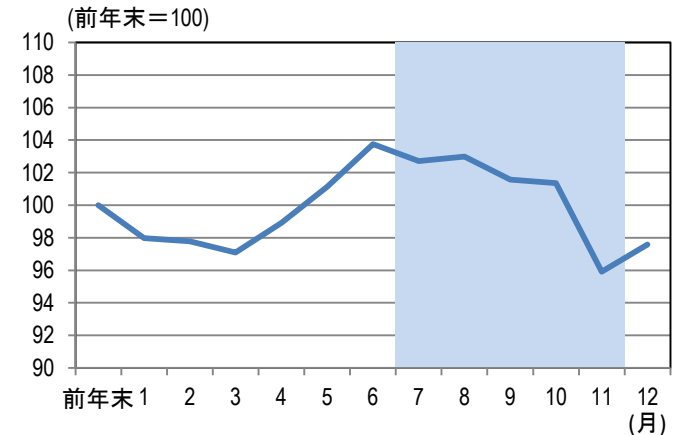
## 東洋紡



## 丸一鋼管



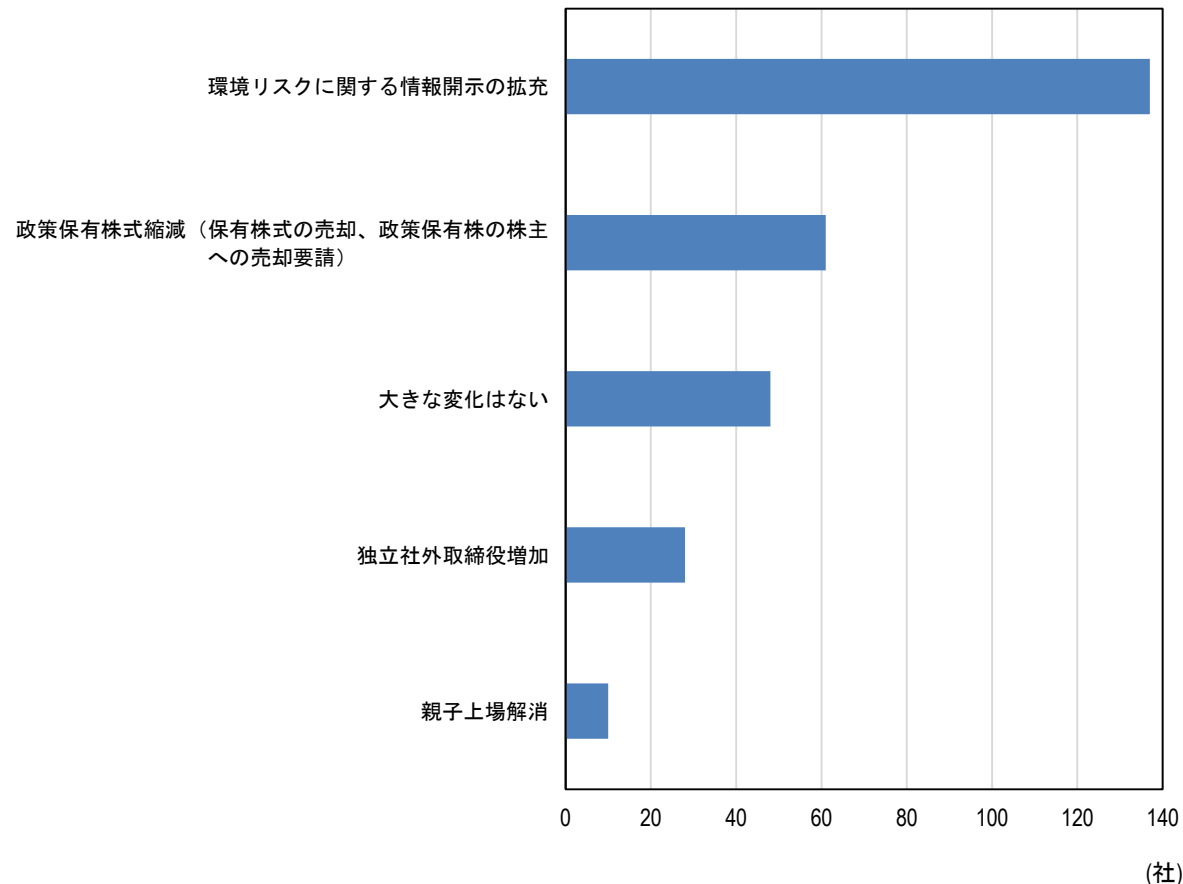
## 大日本印刷



# CGコード改訂、東証市場再編が企業行動に与える影響

- 「環境リスクに関する情報開示の拡充」との回答が最多となった。次いで多かったのが「政策保有株式縮減」、その次が「大きな変化はない」であった。

## CGコード改訂、東証市場再編が企業行動に与える影響



# 業種別 CGコード改訂、東証市場再編が企業行動に与える影響

|        |           | 政策保有株式縮減（保有株式の売却、政策保有株の株主への売却要請） | 親子上場解消 | 独立社外取締役増加 | 環境リスクに関する情報開示の拡充 | 大きな変化はない | その他（自由記載） |
|--------|-----------|----------------------------------|--------|-----------|------------------|----------|-----------|
| 主要上場企業 |           | 29.0%                            | 4.8%   | 13.3%     | 65.2%            | 22.9%    | 14.8%     |
| 事業会社   |           | 27.0%                            | 4.5%   | 14.0%     | 64.0%            | 24.0%    | 15.5%     |
| 製造業    |           | 20.7%                            | 4.5%   | 9.0%      | 63.1%            | 28.8%    | 8.1%      |
|        | 素材        | 40.7%                            | 0.0%   | 18.5%     | 66.7%            | 29.6%    | 22.2%     |
|        | 繊維        | 0.0%                             | 0.0%   | 33.3%     | 66.7%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 紙・パルプ     | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 0.0%             | 100.0%   | 100.0%    |
|        | 化学        | 22.2%                            | 0.0%   | 0.0%      | 66.7%            | 22.2%    | 0.0%      |
|        | 窯業        | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 25.0%            | 100.0%   | 100.0%    |
|        | 鉄鋼        | 100.0%                           | 0.0%   | 100.0%    | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 非鉄        | 100.0%                           | 0.0%   | 16.7%     | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 加工組立      | 15.4%                            | 1.9%   | 3.8%      | 69.2%            | 34.6%    | 0.0%      |
|        | 機械        | 0.0%                             | 0.0%   | 7.7%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 電機        | 13.3%                            | 6.7%   | 0.0%      | 66.7%            | 13.3%    | 0.0%      |
|        | 自動車       | 50.0%                            | 0.0%   | 8.3%      | 100.0%           | 41.7%    | 0.0%      |
|        | 精密        | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 8.3%             | 91.7%    | 0.0%      |
|        | その他製造業    | 12.5%                            | 12.5%  | 9.4%      | 50.0%            | 18.8%    | 9.4%      |
|        | 食品        | 7.1%                             | 14.3%  | 0.0%      | 28.6%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 医薬品       | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 25.0%            | 75.0%    | 0.0%      |
|        | トイレタリー    | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 100.0%    |
|        | 石油        | 100.0%                           | 66.7%  | 100.0%    | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 造船プラント    | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
| 非製造業   |           | 34.8%                            | 4.5%   | 20.2%     | 65.2%            | 18.0%    | 24.7%     |
|        | 建設・住設     | 38.5%                            | 0.0%   | 7.7%      | 53.8%            | 30.8%    | 0.0%      |
|        | 総合商社      | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 83.3%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 小売        | 25.0%                            | 0.0%   | 50.0%     | 68.8%            | 0.0%     | 62.5%     |
|        | ノンバンク     | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 不動産       | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 25.0%            | 100.0%   | 25.0%     |
|        | 旅客輸送      | 100.0%                           | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 100.0%    |
|        | 貨物輸送      | 100.0%                           | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 100.0%    |
|        | 電力・ガス     | 80.0%                            | 20.0%  | 60.0%     | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 通信        | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 0.0%             | 100.0%   | 0.0%      |
|        | ゲーム・娯楽    | 0.0%                             | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | ITシステム    | 25.0%                            | 25.0%  | 50.0%     | 87.5%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | サービス・メディア | 31.3%                            | 6.3%   | 12.5%     | 25.0%            | 31.3%    | 0.0%      |
| 金融     |           | 70.0%                            | 10.0%  | 0.0%      | 90.0%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 銀行        | 100.0%                           | 0.0%   | 0.0%      | 75.0%            | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 証券        | 0.0%                             | 50.0%  | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |
|        | 保険        | 75.0%                            | 0.0%   | 0.0%      | 100.0%           | 0.0%     | 0.0%      |

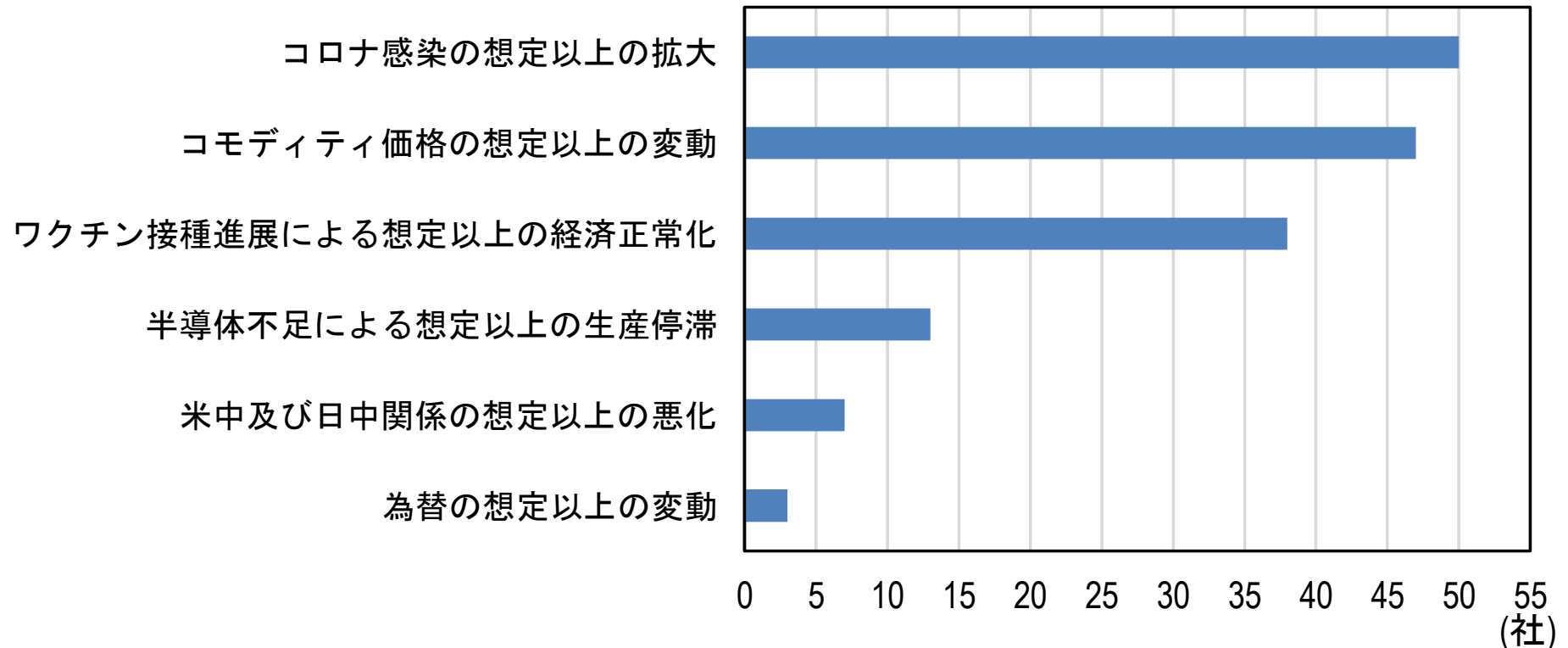
注1：対象は金融を含む主要上場企業の210社。うち、金融10社を除いた事業会社が200社

注2：数値は各業種に占める該当回答数の割合  
出所：大和証券作成

# 2021年度業績のリスク要因

- 「コロナ感染の想定以上の拡大」との回答が最多。次いで多かったのが「コモディティ価格の想定以上の変動」との回答、3つ目に多かったのは「ワクチン接種進展による想定以上の経済正常化」との回答

## 21年度業績のリスク要因



# 業種別 2021年度業績のリスク要因

|           | コロナ感染の<br>想定以上の<br>拡大 | ワクチン接種<br>進展による想<br>定以上の経<br>済正常化 | 半導体不足<br>による想定以<br>上の生産停<br>滞 | 米中及び日<br>中関係の想<br>定以上の悪<br>化 | コモディティ<br>価格の想定<br>以上の変動 | 為替の想定<br>以上の変動 | その他（自由<br>記載） |
|-----------|-----------------------|-----------------------------------|-------------------------------|------------------------------|--------------------------|----------------|---------------|
| 主要上場企業    | 23.8%                 | 18.1%                             | 6.2%                          | 3.3%                         | 22.4%                    | 1.4%           | 18.6%         |
| 事業会社      | 24.5%                 | 17.0%                             | 6.5%                          | 3.5%                         | 23.5%                    | 1.5%           | 17.0%         |
| 製造業       | 11.7%                 | 7.2%                              | 9.9%                          | 6.3%                         | 36.9%                    | 2.7%           | 20.7%         |
| 素材        | 0.0%                  | 3.7%                              | 7.4%                          | 0.0%                         | 85.2%                    | 0.0%           | 0.0%          |
| 繊維        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 紙・パルプ     | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 化学        | 0.0%                  | 11.1%                             | 11.1%                         | 0.0%                         | 66.7%                    | 0.0%           | 0.0%          |
| 窯業        | 0.0%                  | 0.0%                              | 25.0%                         | 0.0%                         | 75.0%                    | 0.0%           | 0.0%          |
| 鉄鋼        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 非鉄        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 加工組立      | 23.1%                 | 7.7%                              | 17.3%                         | 13.5%                        | 3.8%                     | 1.9%           | 25.0%         |
| 機械        | 0.0%                  | 7.7%                              | 0.0%                          | 15.4%                        | 0.0%                     | 0.0%           | 76.9%         |
| 電機        | 20.0%                 | 13.3%                             | 40.0%                         | 20.0%                        | 0.0%                     | 0.0%           | 6.7%          |
| 自動車       | 16.7%                 | 8.3%                              | 25.0%                         | 16.7%                        | 16.7%                    | 0.0%           | 16.7%         |
| 精密        | 58.3%                 | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 8.3%           | 0.0%          |
| その他製造業    | 3.1%                  | 9.4%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 50.0%                    | 6.3%           | 31.3%         |
| 食品        | 0.0%                  | 14.3%                             | 0.0%                          | 0.0%                         | 85.7%                    | 0.0%           | 0.0%          |
| 医薬品       | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 25.0%          | 75.0%         |
| トイレタリー    | 33.3%                 | 33.3%                             | 0.0%                          | 0.0%                         | 33.3%                    | 0.0%           | 0.0%          |
| 石油        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 造船プラント    | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 100.0%        |
| 非製造業      | 40.4%                 | 29.2%                             | 2.2%                          | 0.0%                         | 6.7%                     | 0.0%           | 12.4%         |
| 建設・住設     | 61.5%                 | 0.0%                              | 15.4%                         | 0.0%                         | 7.7%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| 総合商社      | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| 小売        | 100.0%                | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| ノンバンク     | 0.0%                  | 100.0%                            | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| 不動産       | 0.0%                  | 100.0%                            | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| 旅客輸送      | 0.0%                  | 100.0%                            | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| 貨物輸送      | 0.0%                  | 50.0%                             | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 50.0%         |
| 電力・ガス     | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 100.0%                   | 0.0%           | 0.0%          |
| 通信        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 100.0%        |
| ゲーム・娯楽    | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 100.0%        |
| ITシステム    | 100.0%                | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |
| サービス・メディア | 25.0%                 | 68.8%                             | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 6.3%          |
| 金融        | 10.0%                 | 40.0%                             | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 50.0%         |
| 銀行        | 25.0%                 | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 75.0%         |
| 証券        | 0.0%                  | 0.0%                              | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 100.0%        |
| 保険        | 0.0%                  | 100.0%                            | 0.0%                          | 0.0%                         | 0.0%                     | 0.0%           | 0.0%          |

注1：対象は金融を含む主要上場企業の210社。うち、金融10社を除いた事業会社が200社

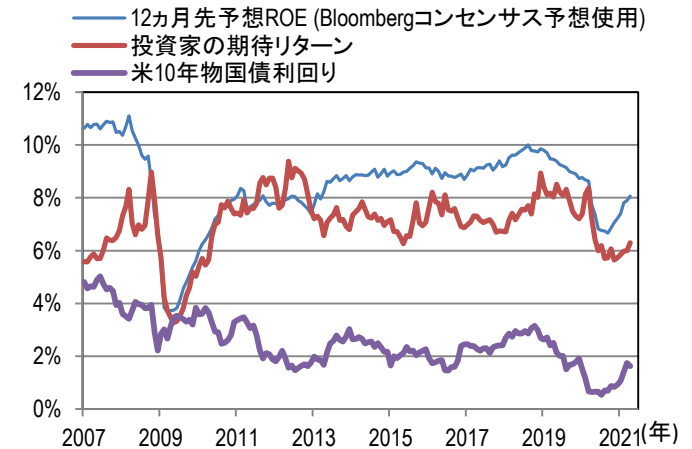
注2：数値は各業種に占める該当回答数の割合  
出所：大和証券作成

# 2021年度の日本株見通し

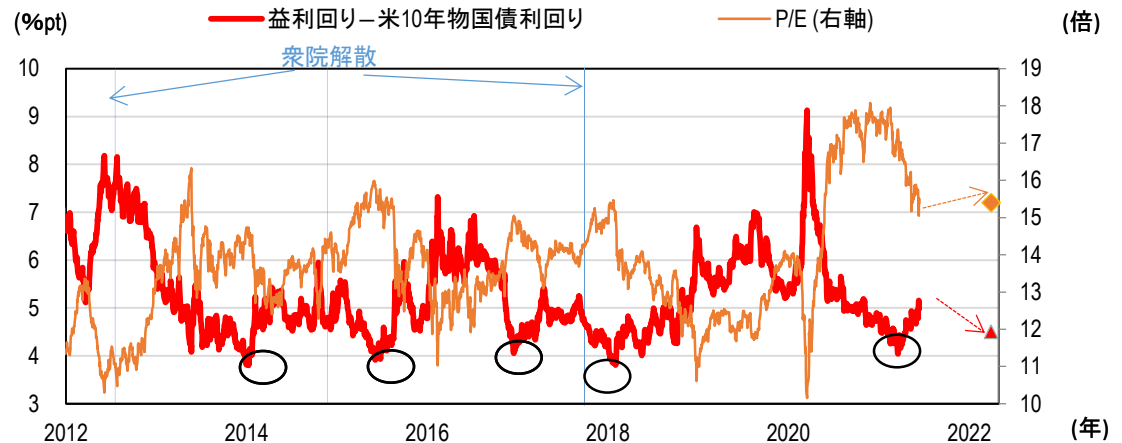
# 期待リターン・利回りギャップで割高感は後退

- 予想ROEをP/Bで割って計算される投資家の株式に対する期待リターンから米10年物国債利回りを引いた期待リターン・利回りギャップで割高感を判断
- 期待リターンが米10年国債利回りの低下で説明できる以上に低下し、同ギャップが低水準になるほど日本株は割高になっていると思料
- 2012年以降は4%付近で下げ渋る傾向。3月19日に4.04%に低下。足元は5%付近まで上昇し割高感の後退

## 期待リターンと米長期金利



## 期待リターン・利回りギャップ



# 2021年度末日経平均33,000円の可能性は十分

- マクロ環境は良好。TOPIXへの期待リターン-米利回りギャップは低水準で推移し4.5%とすると、米長期金利が2%に上昇してもP/Eは15.4倍
- TOPIX EPS140.18とするとTOPIXは約2,160pt、NT倍率15.25倍で日経平均株価は約33,000円に上昇

## 米長期金利、期待リターンギャップとP/E

22年3月末のP/E(12ヵ月先予想)

|                               |       | 米長期金利 |       |       |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|
|                               |       | 1.50% | 1.75% | 2.00% |
| 期待リターン-<br>米10年物国債<br>利回りギャップ | 5.00% | 15.4  | 14.8  | 14.3  |
|                               | 4.75% | 16.0  | 15.4  | 14.8  |
|                               | 4.50% | 16.7  | 16.0  | 15.4  |
|                               | 4.25% | 17.4  | 16.7  | 16.0  |

## TOPIX目途

22年3月末のTOPIX (22年度予想EPS=140.18)

|                               |       | 米長期金利   |         |         |
|-------------------------------|-------|---------|---------|---------|
|                               |       | 1.50%   | 1.75%   | 2.00%   |
| 期待リターン-<br>米10年物国債<br>利回りギャップ | 5.00% | 2,156.7 | 2,076.8 | 2,002.6 |
|                               | 4.75% | 2,243.0 | 2,156.7 | 2,076.8 |
|                               | 4.50% | 2,336.4 | 2,243.0 | 2,156.7 |
|                               | 4.25% | 2,438.0 | 2,336.4 | 2,243.0 |

## 日経平均株価目途

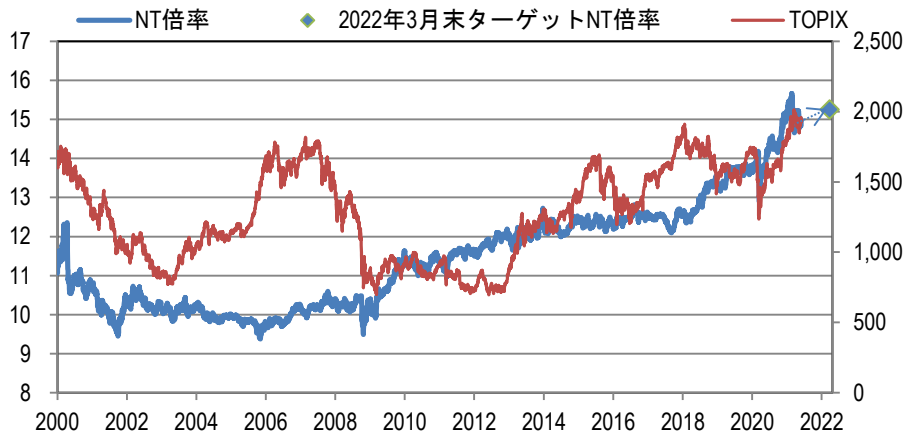
22年3月末の日経平均株価 (NT倍率 15.25倍)

|                               |       | 米長期金利    |          |          |
|-------------------------------|-------|----------|----------|----------|
|                               |       | 1.50%    | 1.75%    | 2.00%    |
| 期待リターン-<br>米10年物国債<br>利回りギャップ | 5.00% | 32,889.4 | 31,671.3 | 30,540.2 |
|                               | 4.75% | 34,205.0 | 32,889.4 | 31,671.3 |
|                               | 4.50% | 35,630.2 | 34,205.0 | 32,889.4 |
|                               | 4.25% | 37,179.4 | 35,630.2 | 34,205.0 |

# NT倍率は長期的な上昇トレンドに回帰しよう

- NT倍率は2021年2月に15.7倍まで上昇。その後、日銀のETF買入のTOPIX一本化に伴い、15倍前後に低下
- 2006年以降、長期的な上昇トレンドにあり、2021年末には15.25倍程度まで回復する可能性は十分あろう

## NT倍率とTOPIX



## 日経平均TOPIXウェイト差大

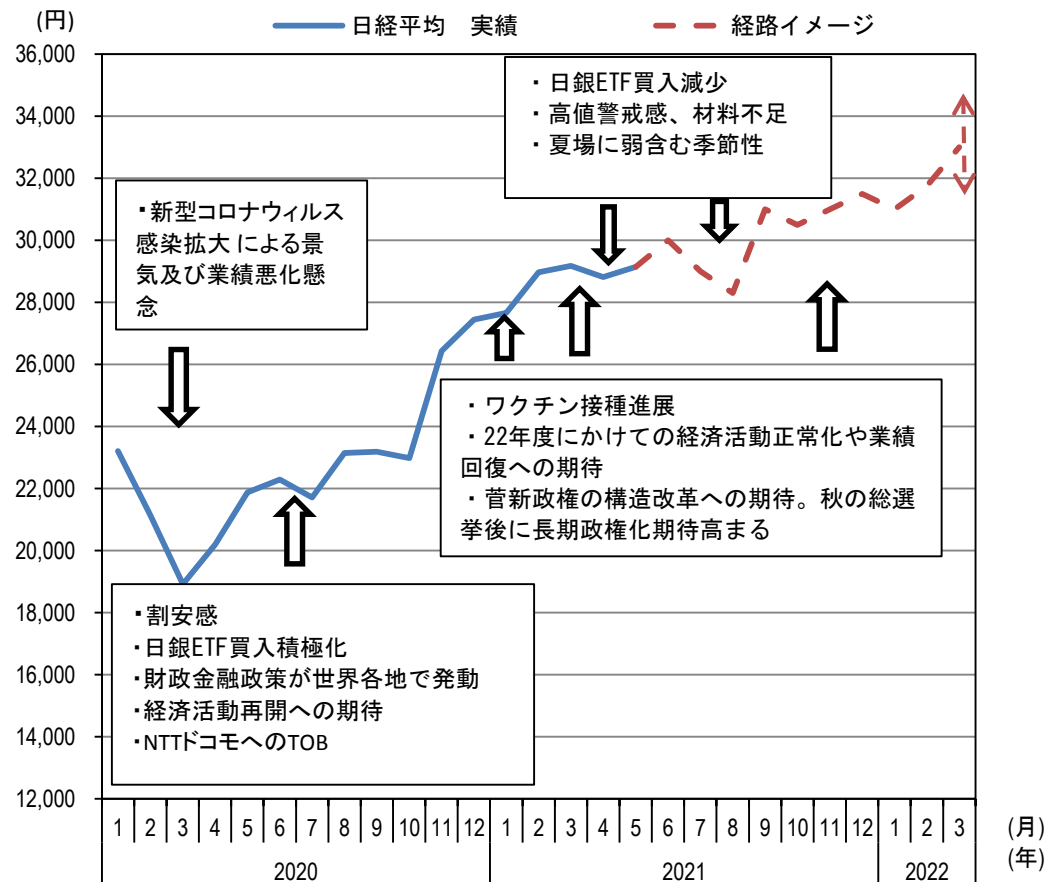
| コード | 企業名              | ウェイト差<br>(日経-TOPIX) | 対TOPIX相<br>対騰落率<br>(21年2月25<br>日⇒21年3月<br>22日) |
|-----|------------------|---------------------|------------------------------------------------|
| 1   | 9983 ファーストリテイリング | 10.6%               | -24.0%                                         |
| 2   | 8035 東京エレクトロン    | 4.9%                | -12.5%                                         |
| 3   | 9984 ソフトバンクグループ  | 4.0%                | -8.2%                                          |
| 4   | 6954 ファナック       | 2.3%                | -10.2%                                         |
| 5   | 6857 アドバンテスト     | 2.1%                | -7.4%                                          |
| 6   | 2413 エムスリー       | 1.7%                | -17.0%                                         |
| 7   | 9433 KDDI        | 1.7%                | -0.2%                                          |
| 8   | 6367 ダイキン工業      | 1.6%                | -1.1%                                          |
| 9   | 4543 テルモ         | 1.6%                | -9.3%                                          |
| 10  | 6762 TDK         | 1.5%                | -8.3%                                          |
| 中央値 |                  | 1.9%                | -8.8%                                          |

|     |                      |       |        |
|-----|----------------------|-------|--------|
| 1   | 7203 トヨタ自動車          | -2.3% | 1.0%   |
| 2   | 6861 キーエンス           | -2.0% | -9.8%  |
| 3   | 8306 三菱UFJフィナンシャル・グル | -1.5% | 11.8%  |
| 4   | 7974 任天堂             | -1.4% | -11.2% |
| 5   | 6758 ソニーグループ         | -1.2% | -4.3%  |
| 6   | 6594 日本電産            | -1.1% | -9.1%  |
| 7   | 9432 日本電信電話          | -1.1% | 2.5%   |
| 8   | 7741 HOYA            | -1.1% | -2.8%  |
| 9   | 8316 三井住友フィナンシャルグループ | -1.0% | 9.6%   |
| 10  | 6981 村田製作所           | -0.9% | -8.8%  |
| 中央値 |                      | -1.2% | -3.6%  |

# 日本株は秋以降上昇加速へ

- 9月～11月に予想される衆院選、中間決算での会社計画修正が日本株の秋以降の上昇加速を後押し

## 日経平均株価の予想経路イメージ

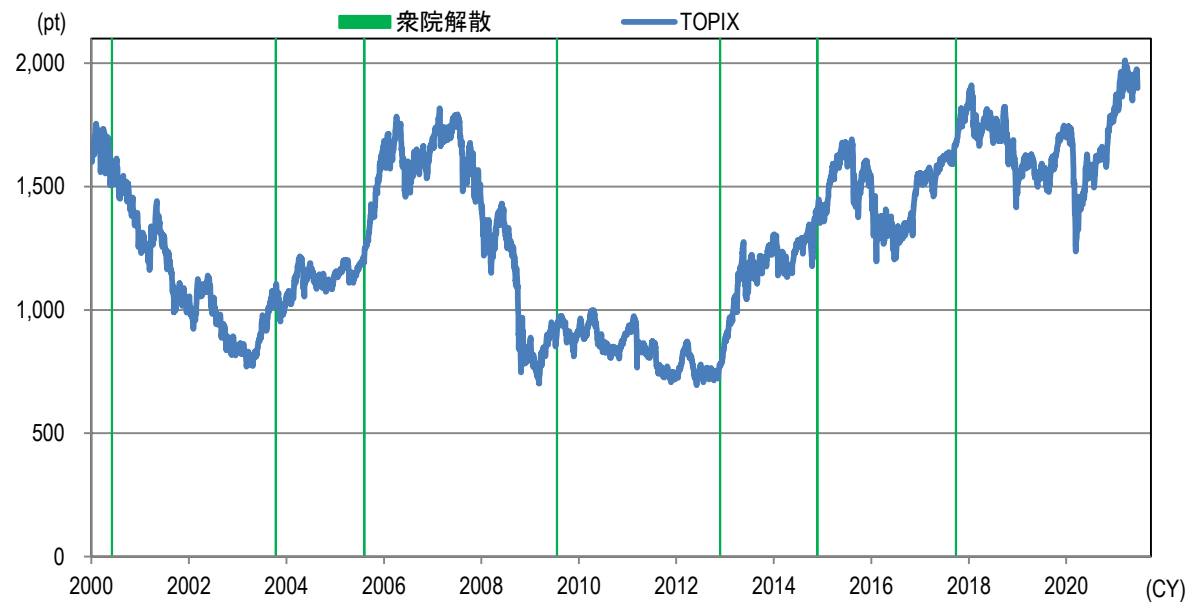


# 衆院選前後の日本株は上昇する傾向

- 9月～11月に予想される衆院選、中間決算での会社計画修正が日本株の秋以降の上昇のきっかけになると予想

## 衆院解散前後のTOPIX

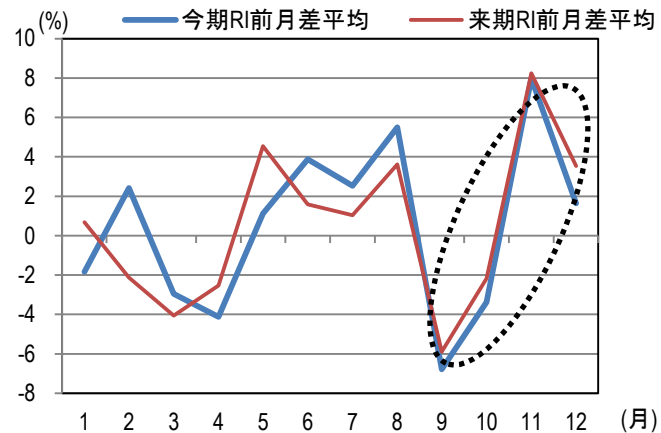
| 衆院解散日      | 衆院解散通称   | 解散60営業日前から60営業日後までの株価変化率 |
|------------|----------|--------------------------|
| 2000/06/02 | 神の国解散    | -7.6%                    |
| 2003/10/10 | マニフェスト解散 | 10.0%                    |
| 2005/08/08 | 郵政解散     | 33.4%                    |
| 2009/07/21 | 追い込まれ解散  | 10.1%                    |
| 2012/11/16 | 近い内解散    | 25.9%                    |
| 2014/11/21 | アベノミクス解散 | 17.3%                    |
| 2017/09/28 | 国難突破解散   | 13.7%                    |
| 平均         |          | 14.7%                    |
| 中央値        |          | 13.7%                    |
| 上昇確率       |          | 85.7%                    |



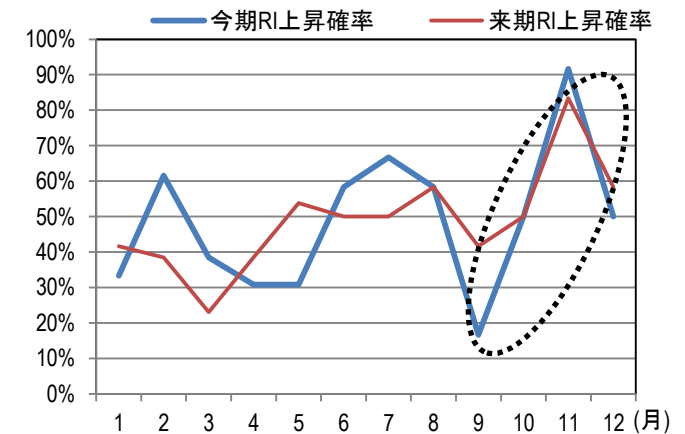
# リビジョン・インデックスの季節性

- リビジョン・インデックスの前月差、対前月比上昇確率ともに9月が最も低く、11月に最も高いという傾向がみられる

## 月別の前月差平均



## 月別の対前月比上昇率



# リスク

---

- 米国での法人増税、富裕層に対するキャピタルゲイン課税の強化
- 中国の景気減速
- コロナウイルスの変異
- ワクチン供給の遅れ
- 米金利の上昇によるバリュエーション下押し
- インフレ率の上昇による金融政策の転換
- エクイティファイナンス
- 債務急増から信用コスト上昇
- 株価バブル

# 要約

---

## ➤ 2020年度実績はコロナ禍にもかかわらず増益

同じく売上高が急減したリーマン・ショック時との違いは

①SBGの大幅増益、②自動車生産急回復、③為替安定

## ➤ コスト構造の改善 + 経済正常化 = 2022年度にかけて最高益更新

最高益更新のドライバーは、①米国景気の本格回復、②市況回復の好影響、

③コスト削減の定着及び構造改革、④対面サービスの復活、⑤デジタル化進展等

## ➤ 株主還元の先行き

配当、自社株買いともに増加。2022年度には過去最高水準へ

## ➤ 2021年度の日本株見通し

2021年度末までに日経平均株価が約33,000円に達する可能性は十分

## ➤ 投資戦略

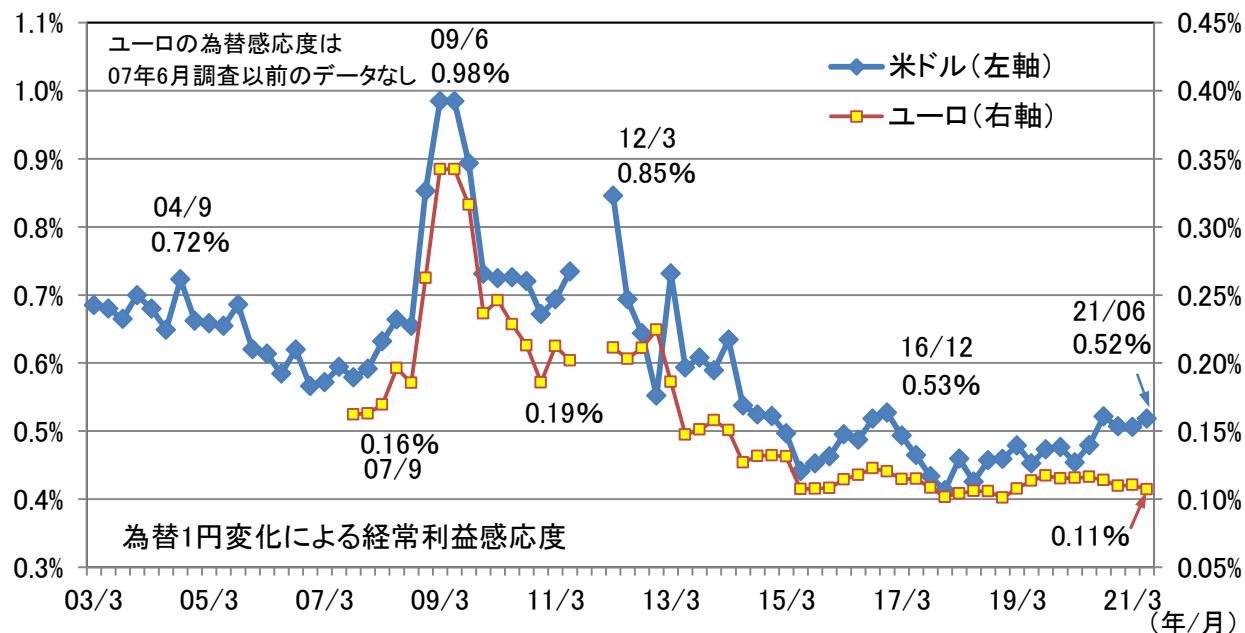
経済再開の恩恵を受けやすい企業、中間決算期に会社計画上方修正の可能性が相対的に高い企業、堅調な米国景気から自動車等に注目。米長期金利が上昇する場合は金融にもアウトパフォームの可能性

# その他資料

# 対米ドル、対ユーロの1円円安で0.6%経常増益

- 平均為替レートが対ドルで1円円安が進行したときの経常利益への影響は0.5%増益。  
対ユーロで1円円安が進行したときの経常利益への影響は0.1%増益
- 日米金利差拡大とリスクオンセンチメントから円安進行すると業績は更に上振れ

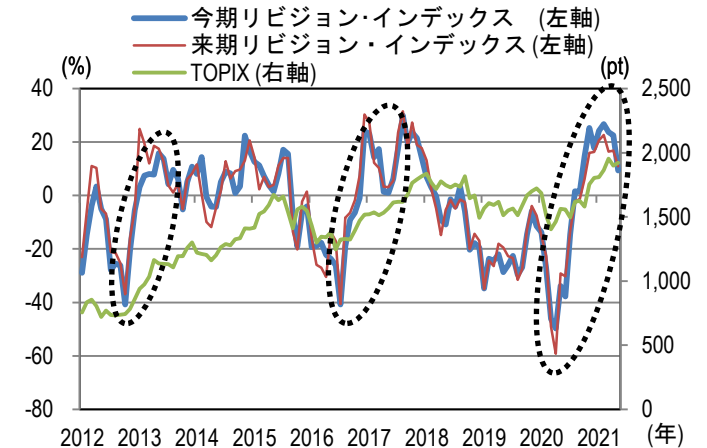
## 集計対象企業の為替感応度の推移



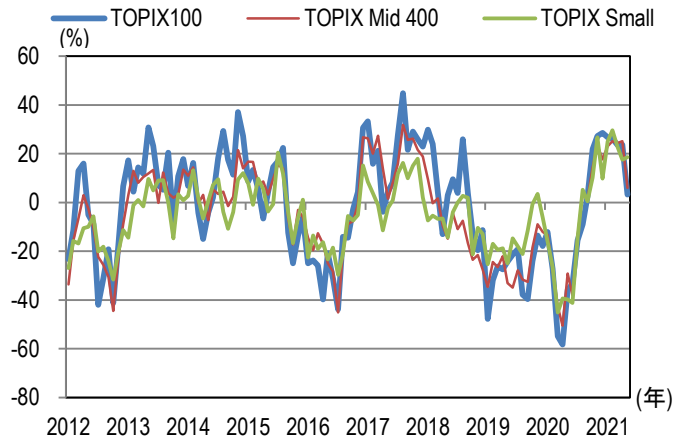
# リビジョンはピークアウトも当面プラス圏で推移

- リビジョンはピークアウト
- 現状と類似した動きをみせたアベノミクス初期、トランプラリー時を踏まえるとプラス圏での推移は続く可能性が高い
- サイズ別では小型が優位。5大セクター別ではディフェンシブが劣位

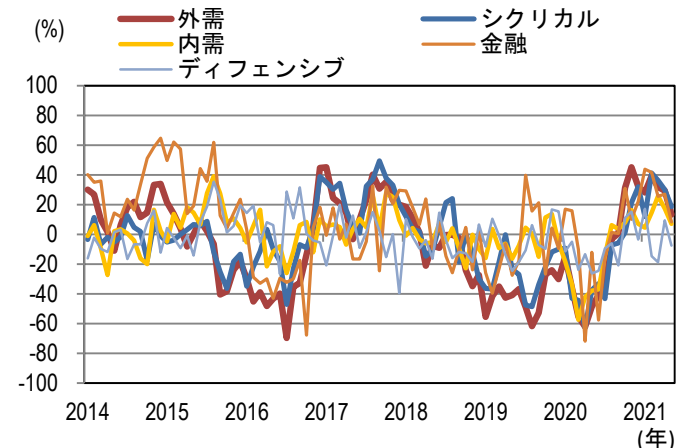
## TOPIXリビジョン



## サイズ別

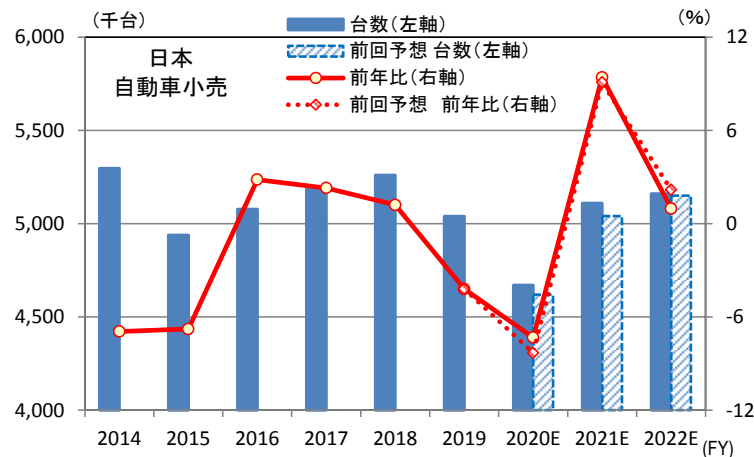


## 5大セクター別

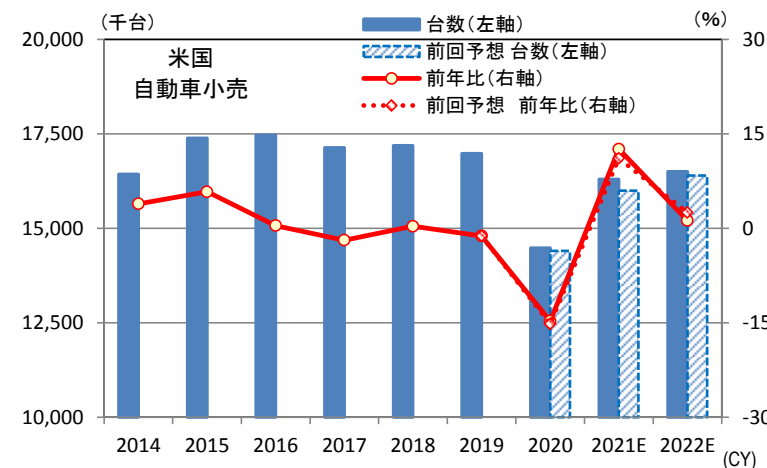


# 自動車販売台数の回復：米中日欧で上方修正

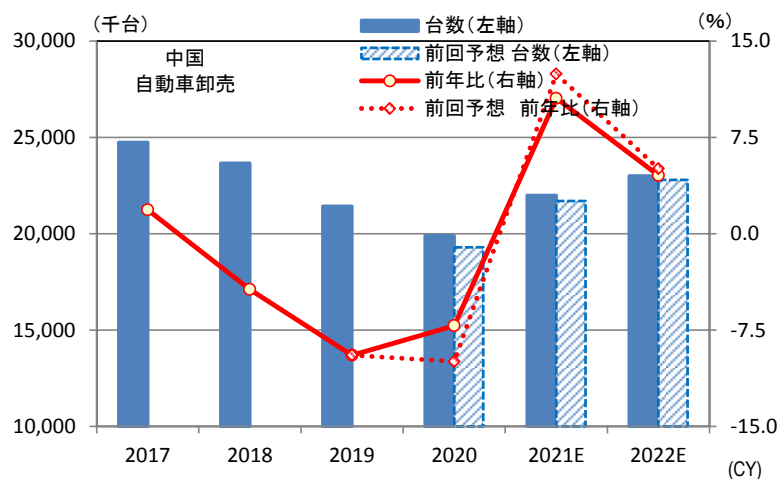
## 日本



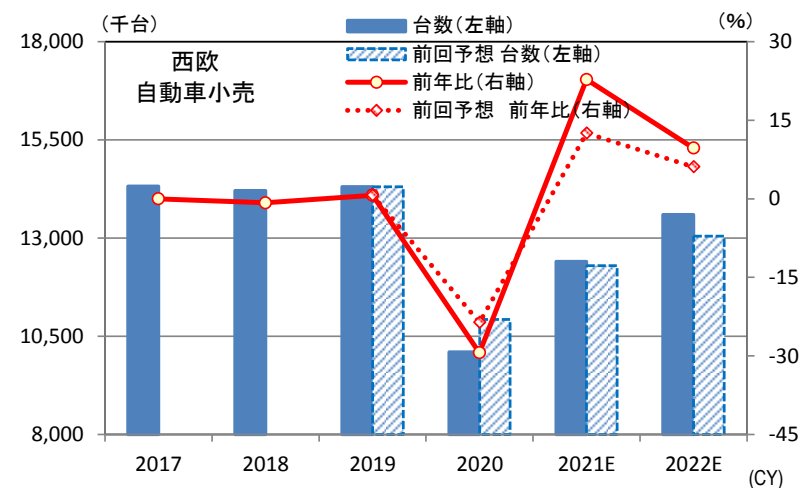
## 米国



## 中国

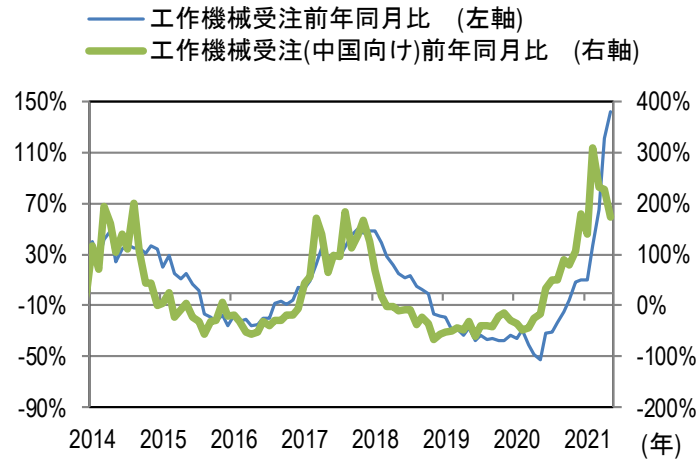


## 西欧

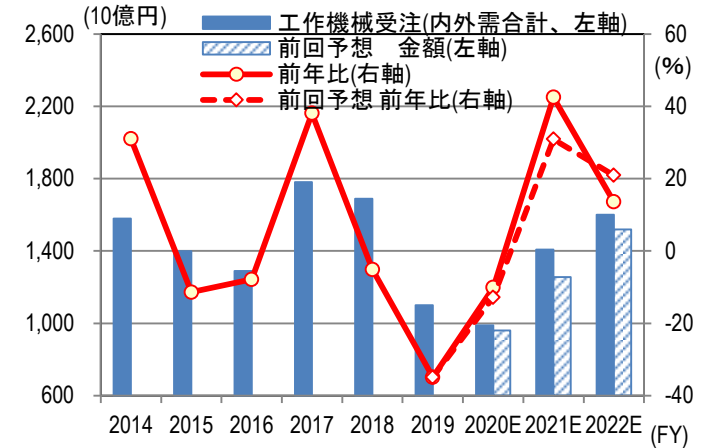


# 自動車関連を中心に世界各地で設備投資回復

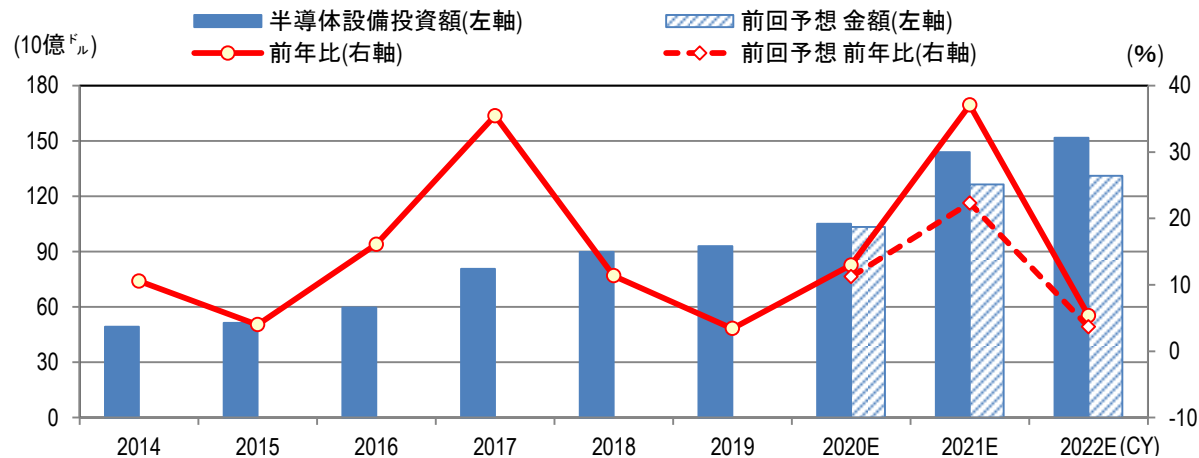
## 工作機械受注（月次）



## 工作機械受注（年度）

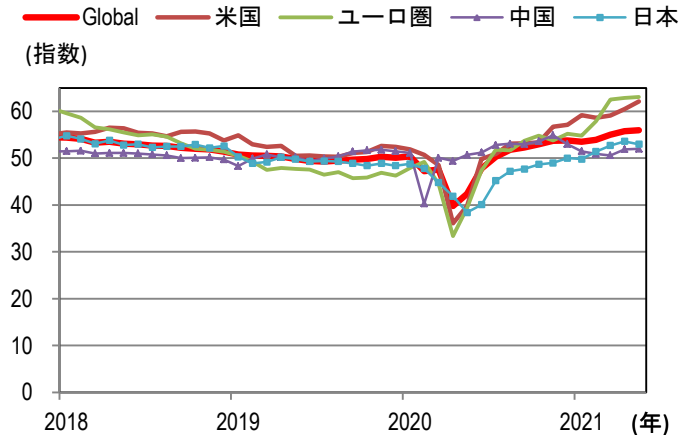


## 半導体製造装置投資額

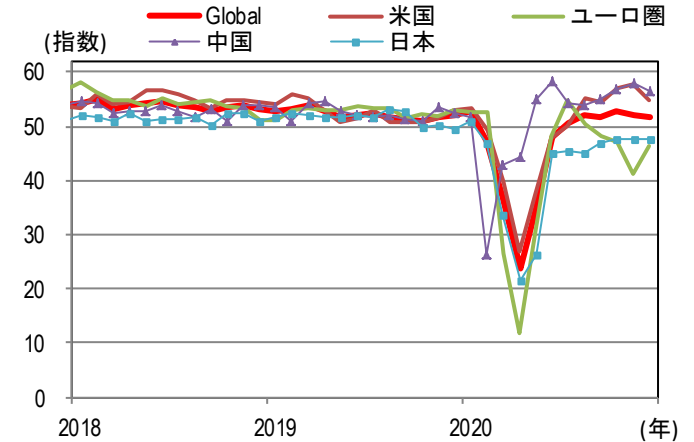


# 米財政政策とワクチン接種進展で世界景気は好調

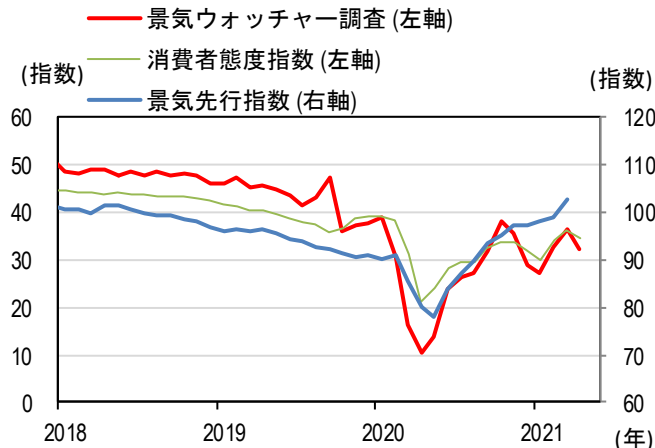
## 製造業PMI



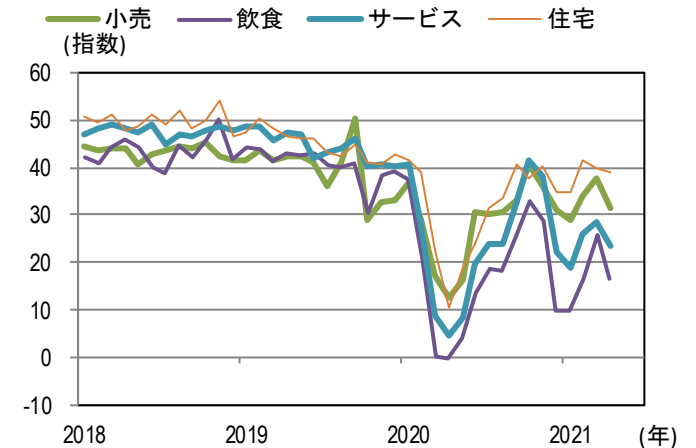
## 非製造業PMI



## 日本の景気先行指数



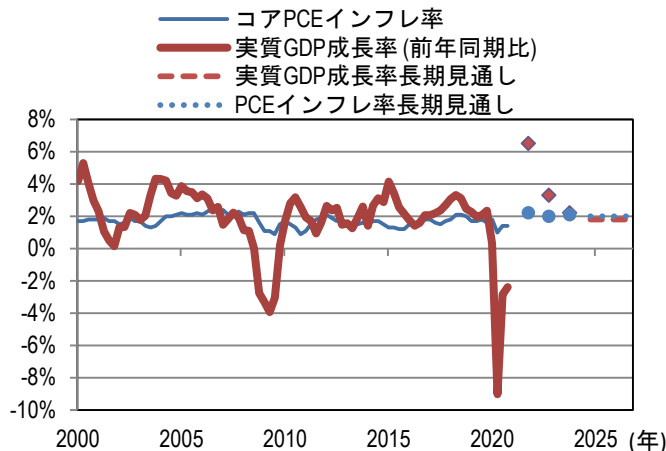
## 景気ウォッチャー業種別



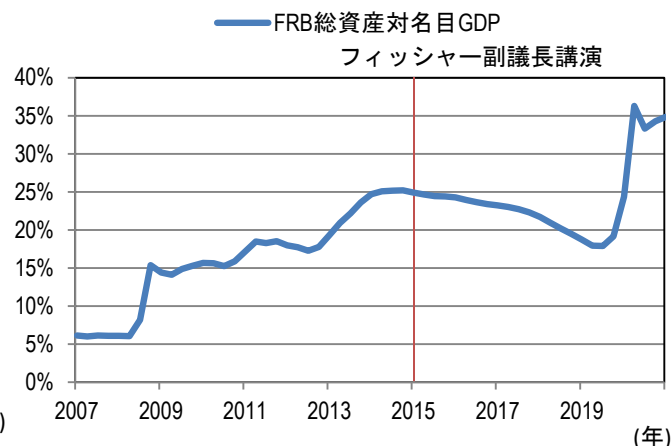
# 米長期金利の妥当レンジは1.5%～2.5%

- 米国の潜在成長率、中長期的なインフレ率がともに1.5%～2%とすると米長期金利のファンダメンタルズは3%～4%
- フィッシャーFRB元副議長は2015年にFRBの総資産の対GDP比が25%で米長期金利を110bp引き下げと分析。コロナ禍後の量的緩和によりFRBの総資産のGDP比は約35%に拡大。約150bp米長期金利を押し下げと推計
- FRBのバランスシート拡大の影響で、米長期金利は1.5%～2.5%程度が経済正常化後の妥当水準と考える。2021年度末までに米長期金利は2%付近に上昇する可能性があるだろう

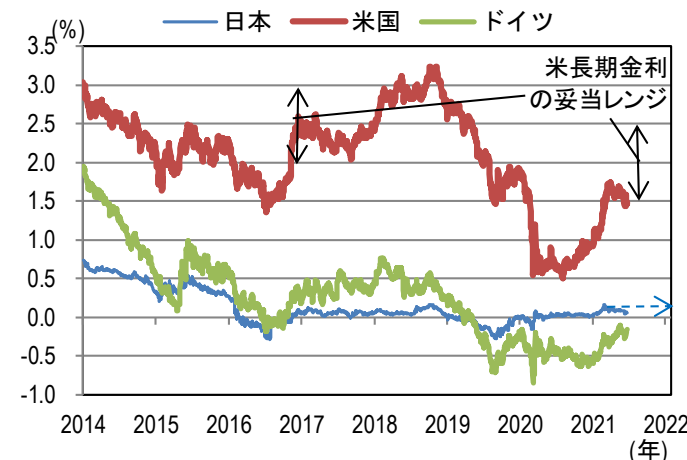
## 米潜在成長率、インフレ率



## FRBの総資産対GDP比率



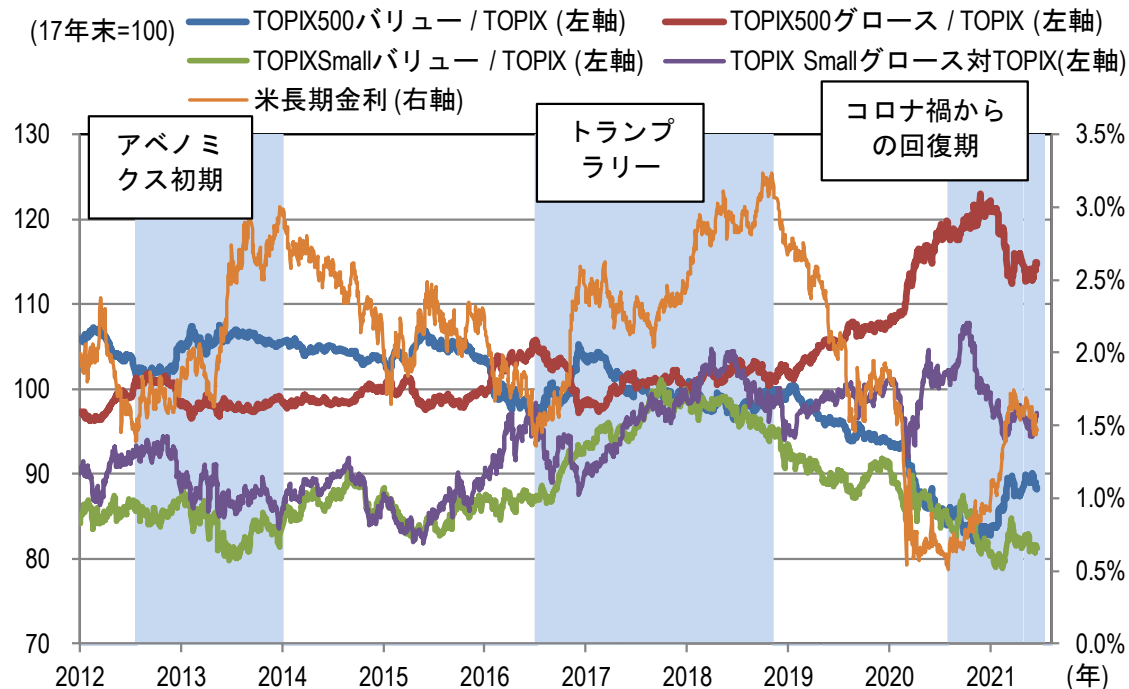
## 日米独の長期金利



# 2021年以降、TOPIX500バリュースがアウトパフォーム傾向

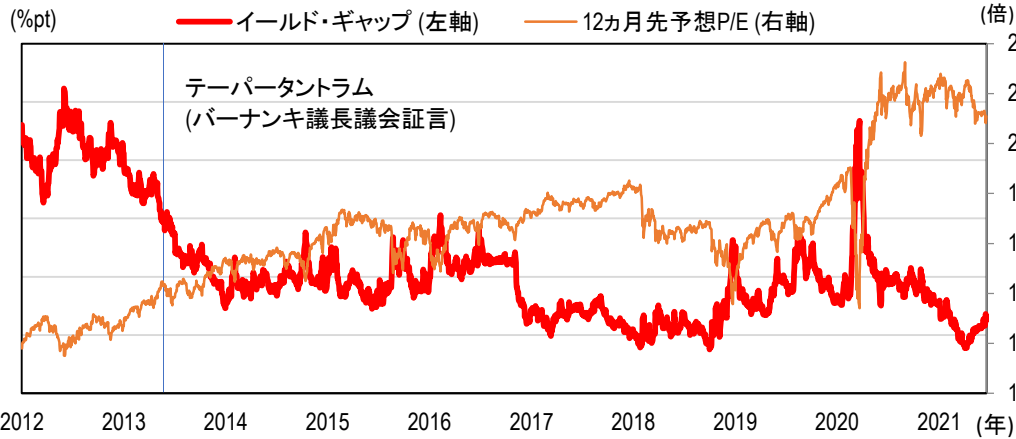
- 景気回復前半の米長期金利上昇期にはTOPIX500バリュースがアウトパフォーム
- 2021年に入りTOPIX500はTOPIXをアウトパフォーム

## TOPIX500 及び TOPIX Smallのバリュース、グロース対TOPIX相対株価



# S&P500のイールド・ギャップ

## イールドギャップ



## イールドギャップと金利とS&P500 (現在の12ヵ月先予想EPS使用)

|           |       | リスク・プレミアム |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       | 3.8%      | 3.5%  | 3.3%  | 3.0%  | 2.8%  | 2.6%  |
| 米長期<br>金利 | 1.00% | 4,174     | 4,452 | 4,709 | 5,009 | 5,272 | 5,565 |
|           | 1.25% | 3,967     | 4,218 | 4,447 | 4,714 | 4,947 | 5,204 |
|           | 1.46% | 3,806     | 4,037 | 4,246 | 4,489 | 4,699 | 4,931 |
|           | 1.50% | 3,780     | 4,007 | 4,214 | 4,452 | 4,659 | 4,886 |
|           | 1.80% | 3,578     | 3,780 | 3,963 | 4,174 | 4,355 | 4,553 |
|           | 2.00% | 3,454     | 3,643 | 3,813 | 4,007 | 4,174 | 4,355 |

## イールドギャップと金利とS&P500 (2022年 予想EPS使用)

|           |       | リスク・プレミアム |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       | 3.5%      | 3.3%  | 3.3%  | 3.0%  | 2.8%  | 2.6%  |
| 米長期<br>金利 | 1.25% | 4,437     | 4,632 | 4,679 | 4,959 | 5,204 | 5,474 |
|           | 1.46% | 4,246     | 4,425 | 4,467 | 4,722 | 4,944 | 5,187 |
|           | 1.50% | 4,215     | 4,391 | 4,433 | 4,684 | 4,901 | 5,140 |
|           | 1.75% | 4,014     | 4,173 | 4,211 | 4,437 | 4,632 | 4,845 |
|           | 2.00% | 3,832     | 3,977 | 4,011 | 4,215 | 4,391 | 4,582 |
|           | 2.30% | 3,634     | 3,764 | 3,794 | 3,977 | 4,133 | 4,301 |

## イールドギャップと金利とS&P500 (2023年予想EPS使用)

|           |       | リスク・プレミアム |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |       | 3.5%      | 3.3%  | 3.3%  | 3.0%  | 2.6%  | 2.4%  |
| 米長期<br>金利 | 1.25% | 4,910     | 5,126 | 5,177 | 5,488 | 6,058 | 6,390 |
|           | 1.46% | 4,699     | 4,896 | 4,943 | 5,225 | 5,740 | 6,037 |
|           | 1.50% | 4,664     | 4,859 | 4,905 | 5,183 | 5,688 | 5,980 |
|           | 1.75% | 4,442     | 4,618 | 4,660 | 4,910 | 5,361 | 5,620 |
|           | 2.00% | 4,240     | 4,400 | 4,438 | 4,664 | 5,070 | 5,300 |
|           | 2.50% | 3,887     | 4,021 | 4,053 | 4,240 | 4,573 | 4,760 |

## 開示事項

### 【株式レーティング記号について】

株式レーティング記号は、今後12ヶ月程度のパフォーマンスがベンチマークとする株価指数の騰落率と比べ、以下の通り判断した事を示します。

1（買い）=15%以上上回る      2（アウトパフォーマンス）=5%～15%上回る      3（中立）=±5%未満      4（アンダーパフォーマンス）=5%～15%下回る      5（売り）=15%以上下回る

各国におけるベンチマークは以下の通りです。

日本：TOPIX、米国：S&P 500、欧州：STOXX Europe 600、香港：ハンセン指数、シンガポール：ストレイト・タイムズ指数、韓国：韓国総合指数、台湾：加権指数、オーストラリア：S&P ASX200指数

### 【目標株価について】

目標株価は、アナリストによる当該企業の業績予想をもとに算出しています。目標株価に達しないリスク要因は、当該企業の業績動向の急激な変化や、想定を超えたマクロ環境の変化等です。

### 【その他の留意事項】

このレポートは、投資の参考となる情報提供を目的としたもので、投資勧誘を意図するものではありません。投資の決定はご自身の判断と責任でなされますようお願い申し上げます。レポートに記載された内容等は作成時点のものであり、正確性、完全性を保証するものではなく、今後予告なく修正、変更されることがあります。内容に関する一切の権利は大和証券にあります。事前の了承なく複製または転送等を行なわないようお願いします。

### 【当社に関するディスクロージャー】

利益相反関係の可能性、保有株式等、主幹事を担当した会社、個別銘柄に関するその他の開示事項、（株）大和証券グループ本社の現地法人等が主幹事等を担当した会社につきましては、[https://lzone.daiwa.co.jp/l-zone/disclaimer/j\\_disclaimer.pdf](https://lzone.daiwa.co.jp/l-zone/disclaimer/j_disclaimer.pdf)をご参照ください。本件につき情報が必要な方は、大和証券リサーチ・プロダクション部までお問合せ下さい。

### 【お取引にあたっての手数料等およびリスクについて】

手数料等およびリスクについて

- ・株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行なう場合、約定代金に対して最大1.26500%（但し、最低2,750円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては約定代金に対して最大0.99000%の国内取次手数料（税込）に加え、現地情勢等に応じて決定される現地手数料および税金等が必要となります。
- ・株式等の売買等にあたっては、価格等の変動（裏付け資産の価格や収益力の変動を含みます）による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- ・信用取引を行なうにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行なうことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- ・債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失が生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された購入時手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失が生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- ・取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- ・外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行なわれていないものもあります。

商号等：大和証券株式会社 / 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会