

2025 年 9 月 1 日
 日本株

 りそなホールディングス 市場企画部
 ストラテジスト 武居 大暉
 渋谷 和樹

日米欧 Market View : 4-6 月期決算と年末までの見通し

要約

- 関税影響もあり TOPIX500 採用企業(直近 20 四半期分のデータが継続的に揃っている企業を集計)について経常利益の前年比を確認すると(図表 1)、全体では▲9.9%、製造業では▲24.5%、非製造業では+3.6%となった
- 2025 年末の日経平均株価は、43,000 円と予想する。日経平均株価は、足元でやや割高な水準で推移しているため 2025 年末までの間の上昇余地は乏しいものの、割高感は解消されていく見通しである
- 短期的には、好材料一服や需給軟化による株価下落に留意

今後一年間のマーケット見通し

	2025年 8月末	2025		2026	
		7-9月期	10-12月期	1-3月期	4-6月期
FF金利	4.50%	4.25%	4.00%	4.00%	3.75%
想定レンジ		3.75% - 4.50%	3.50% - 4.25%	3.50% - 4.25%	3.25% - 4.00%
米10年金利	4.23%	4.30%	4.20%	4.10%	4.00%
想定レンジ		3.60% - 4.60%	3.50% - 4.50%	3.40% - 4.40%	3.30% - 4.30%
SP500	6,460.3 pt	6,400pt	6,800pt	6,800pt	7,000pt
想定レンジ		6,200pt - 6,600pt	6,400pt - 7,000pt	6,400pt - 7,000pt	6,700pt - 7,300pt
日銀 超過準備付利金利	0.50%	0.50%	0.75%	1.00%	1.00%
想定レンジ		0.50% - 0.75%	0.50% - 1.00%	0.75% - 1.25%	0.75% - 1.25%
日10年金利	1.60%	1.60%	1.60%	1.70%	1.70%
想定レンジ		1.40% - 1.80%	1.40% - 1.80%	1.50% - 1.90%	1.50% - 1.90%
ドル円	146.85 円	147円	147円	147円	147円
想定レンジ		138 円 - 153 円	138 円 - 153 円	138 円 - 153 円	138 円 - 153 円
日経平均株価	42,718.5 円	42,000円	43,000円	44,000円	42,000円
想定レンジ		38,500 円 - 44,000 円	39,000 円 - 45,000 円	39,000 円 - 45,000 円	38,500 円 - 44,000 円

出所：Bloomberg

注 1：ドル円の推計は、後述の筆者推計モデルによる

注 2：日銀超過準備振り金利及び日 10 年金利については、弊社佐藤エコノミストの推計値

注 3：その他の数値については筆者推計

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

第一章 2025 年 4-6 月期決算実績：TOPIX500 全体の経常利益は前年比▲9.9%

TOPIX500 採用企業(直近 20 四半期分のデータが継続的に揃っている企業を集計)について、4-6 月期の経常利益の前年比を確認すると(図表 1)、全体では▲9.9%、製造業では▲24.5%、非製造業では+3.6%となった。米国の関税政策発動によって輸出数量の減少もしくは輸出価格の引き下げを余儀なくされた自動車業界をはじめとする製造業の大幅減益が足枷となり、全体でも減益となった。非製造業は増益を維持したものの、卸売業や海運業など貿易関連銘柄での減益が目立ったことから、全体を穴埋めするには至らなかった。

業種別にみると、内需や金融業では増益も、外需やシクリカル、ディフェンシブでは減益が目立った。内需では、インバウンド需要の高止まりが続くなか空運業が大幅増益となったほか、AI 需要旺盛な環境のなか IT 投資案件の増加から情報・通信業が、原材料値上げの価格転嫁が進んだことや国内インフラ老朽化から大型工事の竣工が旺盛な建設業が堅調な推移となった。金融業では、決算報告期間中の日米株価が大きく上昇したことから、証券・商品先物取引業が大幅増益な結果となったほか、保険料率の改定や政策保有株の売却が進んだ保険業の業績が堅調であった。外需では、米国の関税政策の影響を大きく受けた輸送用機器が大幅な減益となった。台数ベースでは昨年を上回る国・地域もあったが、関税に伴って価格を引き下げたことが影響していよう。シクリカルでは、ガラス需要回復やコストダウン効果からガラス・土石製品が大幅増益となった一方、原油価格が軟調な推移となったことから石油・石炭製品が、また、これまで価格転嫁があまり進んでこなかったパルプ・紙が大幅減益となった。ディフェンシブでは、国内の厳しい消費環境が続くなか、原材料や人件費の更なる高騰を受けて食料品が減益となった。

図表 1：TOPIX500 採用企業の経常利益の前年比

	2023/06	2023/09	2023/12	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	2025/06の 変動率と 度分解
TOPIX500	34.4%	-8.6%	33.3%	15.7%	12.8%	13.3%	11.4%	-3.5%	-9.9%	-9.9%pt
除くSBG	9.2%	18.6%	19.9%	15.7%	10.5%	1.5%	19.9%	-7.8%	-12.3%	-12.2%pt
製造業	1.6%	9.5%	28.2%	25.0%	14.0%	-17.9%	15.3%	-15.9%	-24.5%	-11.8%pt
非製造業	90.9%	-23.1%	38.2%	6.2%	11.8%	49.0%	7.8%	11.3%	3.6%	1.9%pt
除くSBG	17.1%	29.8%	12.4%	6.5%	7.4%	21.8%	24.7%	1.6%	-0.7%	-0.4%pt
外需	-6.0%	-17.5%	8.7%	-3.4%	15.8%	9.7%	9.1%	6.8%	-1.3%	-0.1%pt
電気機器	67.3%	70.1%	39.1%	91.2%	5.7%	-46.8%	36.9%	-39.4%	-38.3%	-6.3%pt
輸送用機器	25.8%	-18.8%	36.8%	16.2%	8.6%	21.5%	14.2%	-13.1%	-13.1%	-0.6%pt
機械	-24.5%	-30.3%	-4.2%	-2.0%	21.0%	33.1%	11.5%	8.2%	-2.7%	0.0%pt
精密機器	-30.5%	-17.4%	16.4%	-27.7%	35.5%	-4.9%	37.3%	60.5%	-16.2%	-0.8%pt
シクリカル	-21.6%	-13.1%	-3.3%	7.7%	6.4%	6.4%	8.0%	-4.7%	-12.2%	-1.1%pt
卸売業	-22.4%	6.6%	8.9%	51.3%	-14.1%	-37.6%	-2.4%	-90.1%	赤転	-2.1%pt
鉄鋼	-61.8%	-24.4%	69.3%	41.2%	119.5%	46.0%	-2.6%	14.9%	-7.7%	-0.1%pt
非鉄金属	-30.6%	2.1%	黒転	9.0%	-74.0%	赤転	33.2%	18.5%	306.6%	0.5%pt
ガラス・土石製品	-51.2%	-52.9%	33.5%	赤字縮小	53.4%	赤転	17.6%	赤字拡大	-11.2%	0.0%pt
繊維製品	-77.7%	71.8%	黒転	578.5%	99.7%	-98.9%	6.9%	赤転	-88.8%	-1.3%pt
石油・石炭製品	30.4%	29.5%	19.3%	24.3%	42.6%	-62.8%	-23.0%	-40.8%	-40.2%	-0.5%pt
ゴム製品	-75.4%	-83.3%	-78.1%	-30.3%	35.1%	148.6%	275.8%	-24.5%	-56.8%	-0.9%pt
海運業	2.9%	-2.8%	95.9%	-19.6%	-13.1%	-32.4%	15.0%	-59.9%	-81.6%	-0.1%pt
パルプ・紙	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
鉱業	15.5%	46.2%	22.4%	52.8%	24.8%	4.9%	26.3%	8.9%	3.0%	0.0%pt
内需	70.7%	100.8%	35.4%	24.1%	25.8%	2.4%	12.2%	74.5%	4.7%	0.1%pt
情報・通信業	-4.8%	-9.9%	-7.1%	-20.8%	31.0%	5.8%	72.1%	34.7%	13.3%	0.2%pt
建設業	21.7%	-8.4%	6.3%	11.8%	-27.6%	-28.2%	30.8%	-31.7%	-4.1%	-0.1%pt
その他製品	10.7%	24.7%	-2.8%	24.5%	24.6%	22.7%	42.4%	14.9%	-6.4%	-0.2%pt
サービス業	-28.7%	-15.5%	1.6%	16.9%	13.1%	-7.6%	24.8%	5.3%	-18.5%	-0.1%pt
金属製品	黒転	172.9%	27.7%	-66.4%	-22.8%	-7.5%	12.7%	159.0%	32.3%	0.1%pt
空運業	-14.8%	-4.8%	-4.6%	-16.5%	-4.0%	1.6%	-36.6%	32.6%	7.1%	0.0%pt
倉庫・運輸関連業	-3.2%	21.2%	2.9%	-2.6%	19.8%	-12.0%	29.2%	12.7%	10.3%	0.2%pt
不動産業	39.0%	18.3%	38.9%	27.8%	22.4%	59.6%	36.3%	-11.5%	0.9%	0.1%pt
金融業	25.1%	黒転	34.4%	47.0%	72.2%	309.1%	6.5%	-11.2%	19.6%	0.9%pt
銀行業	131.0%	68.1%	47.3%	89.4%	53.8%	88.5%	102.2%	30.1%	53.1%	0.5%pt
保険業	2.6%	15.1%	9.1%	41.7%	19.3%	21.9%	5.8%	-25.4%	25.0%	0.4%pt
証券・商品先物取引業 その他金融業	10.3%	-22.0%	-33.4%	-15.3%	17.8%	96.0%	-11.4%	49.4%	7.1%	0.2%pt
ディフェンシブ	-1.3%	17.3%	28.8%	27.8%	15.3%	-11.2%	赤転	-10.2%	-21.0%	-0.7%pt
医薬品	7.0%	3.9%	-3.9%	13.2%	2.7%	-34.3%	30.8%	70.4%	-8.8%	0.0%pt
食料品	黒転	黒転	黒転	-53.1%	-42.6%	-42.0%	14.5%	13.7%	0.9%	0.0%pt
水産・農林業 電気・ガス業										

出所：QUICK

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

続いて、売上高経常利益率について考察する。2025 年 4-6 月期は、TOPIX500 採用企業全体では 9.8%、製造業では 7.7%、非製造業では 11.9%となった(図表 2～3)。前年同期との差をみると、全体(除くソフトバンクグループ)では▲1.3%pt、製造業では▲2.4%pt、非製造業(除くソフトバンクグループ)では▲0.1%pt となった。製造業の利益率は、輸送用機器や鉄鋼など米関税の発動を受けて輸出価格の値下げで対応したとみられる業種を中心に大きく悪化したことが影響していよう。非製造業の利益率は、全体では改善が継続したものの、ソフトバンクグループの大幅増益によるところが大きく、同社の影響を除くとほぼ横ばいであった。

業種別では、内需や金融業で改善した一方、外需やシクリカル、ディフェンシブでは悪化が目立った。背景については、前頁を参照されたい。

図表 2 : TOPIX500 採用企業の売上高経常利益率

	2023/03	2023/06	2023/09	2023/12	2024/03	2024/06	2024/09	2024/12	2025/03	2025/06	前年差 (2025/06- 2024/06)
TOPIX	6.8%	10.2%	9.0%	9.8%	7.4%	10.8%	9.8%	10.4%	6.9%	9.8%	-1.0%pt
除くSBG	7.0%	10.4%	9.4%	9.2%	7.6%	10.8%	9.2%	10.6%	6.8%	9.5%	-1.3%pt
製造業	6.7%	9.5%	9.2%	8.8%	7.9%	10.1%	7.3%	9.8%	6.4%	7.7%	-2.4%pt
非製造業	7.0%	11.0%	8.7%	10.9%	6.8%	11.6%	12.5%	11.1%	7.4%	11.9%	0.4%pt
除くSBG	7.3%	11.4%	9.7%	9.8%	7.2%	11.5%	11.4%	11.5%	7.1%	11.4%	-0.1%pt
外需											
電気機器	9.3%	8.4%	9.0%	10.3%	8.9%	9.6%	9.6%	10.5%	9.6%	9.5%	-0.1%pt
輸送用機器	5.5%	11.3%	10.5%	9.6%	9.3%	10.9%	5.5%	12.8%	5.3%	6.7%	-4.1%pt
機械	9.5%	11.0%	7.8%	9.5%	10.3%	11.0%	8.8%	10.5%	8.7%	9.7%	-1.3%pt
精密機器	14.3%	12.5%	10.9%	14.1%	13.0%	13.4%	13.6%	14.9%	13.0%	13.2%	-0.2%pt
シクリカル											
化学	7.2%	8.6%	8.9%	8.0%	5.1%	10.9%	8.0%	10.5%	7.9%	9.4%	-1.5%pt
卸売業	5.6%	7.5%	6.2%	6.7%	6.0%	7.6%	6.4%	7.1%	5.5%	6.8%	-0.7%pt
鉄鋼	4.1%	9.5%	7.9%	7.9%	6.0%	8.3%	5.0%	8.0%	0.6%	-2.3%	-10.6%pt
非鉄金属	4.2%	3.3%	4.6%	6.6%	5.5%	6.3%	6.1%	5.7%	5.8%	5.9%	-0.4%pt
ガラス・土石製品	5.7%	8.4%	8.9%	8.3%	5.9%	2.1%	7.6%	10.9%	7.0%	8.4%	6.4%pt
繊維製品	0.0%	4.3%	2.0%	4.2%	-3.4%	6.1%	-0.9%	4.9%	-2.5%	5.7%	-0.3%pt
石油・石炭製品	0.2%	2.8%	6.9%	3.3%	2.0%	5.3%	0.1%	3.7%	-1.7%	0.6%	-4.6%pt
ゴム製品	10.0%	10.1%	10.6%	9.1%	11.9%	13.5%	3.9%	6.7%	6.9%	8.2%	-5.3%pt
海運業	19.9%	19.5%	13.5%	7.6%	12.6%	22.8%	29.7%	27.8%	9.0%	10.5%	-12.4%pt
パルプ・紙	4.8%	6.7%	5.3%	4.7%	3.8%	5.5%	3.2%	5.2%	1.3%	1.0%	-4.5%pt
鉱業	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
内需											
小売業	4.1%	6.2%	6.4%	7.2%	5.8%	7.0%	6.2%	8.4%	5.9%	6.8%	-0.2%pt
情報・通信業	6.8%	13.0%	6.3%	21.2%	7.6%	15.3%	21.8%	11.2%	11.4%	17.4%	2.2%pt
陸運業	4.9%	11.4%	11.7%	13.7%	5.8%	13.3%	11.3%	14.4%	8.9%	13.2%	-0.1%pt
建設業	8.6%	5.3%	5.6%	4.7%	6.5%	6.3%	5.7%	7.4%	8.0%	7.0%	0.6%pt
その他製品	12.9%	19.8%	13.8%	12.8%	13.7%	14.9%	9.6%	16.9%	9.4%	11.8%	-3.1%pt
サービス業	4.4%	7.2%	6.9%	6.8%	4.8%	8.7%	8.2%	9.3%	5.6%	7.9%	-0.8%pt
金属製品	4.6%	5.2%	5.5%	6.2%	5.3%	5.7%	4.9%	7.7%	5.4%	4.6%	-1.1%pt
空運業	5.8%	8.9%	14.4%	11.8%	1.7%	6.2%	12.3%	11.9%	4.0%	7.5%	1.4%pt
倉庫・運輸関連業	9.5%	13.0%	10.7%	12.7%	8.4%	12.1%	10.2%	7.2%	10.1%	12.3%	0.2%pt
不動産業	12.4%	14.1%	11.9%	11.7%	11.5%	14.6%	10.2%	13.8%	12.0%	15.1%	0.4%pt
金融業											
銀行業	9.5%	19.3%	15.8%	17.3%	8.4%	19.9%	23.1%	20.0%	7.9%	20.8%	0.9%pt
保険業	5.2%	5.7%	3.9%	9.6%	5.5%	9.7%	15.8%	9.2%	5.5%	12.0%	2.4%pt
証券・商品先物取引業	7.5%	8.6%	7.9%	8.9%	10.2%	10.3%	12.2%	16.3%	13.6%	15.4%	5.1%pt
その他金融業	11.9%	13.6%	13.3%	15.6%	15.3%	15.2%	15.8%	15.5%	11.4%	17.6%	2.4%pt
ディフェンシブ											
医薬品	8.8%	17.7%	10.3%	11.3%	6.8%	18.0%	17.7%	9.2%	9.4%	19.5%	1.5%pt
食料品	7.3%	10.4%	11.9%	7.5%	8.5%	11.0%	10.1%	-0.2%	7.3%	8.6%	-2.5%pt
水産・農林業	1.0%	4.6%	3.7%	4.0%	1.1%	4.5%	2.3%	5.1%	1.8%	4.0%	-0.5%pt
電気・ガス業	6.9%	19.2%	13.9%	6.9%	4.0%	11.7%	8.0%	7.7%	4.2%	12.2%	0.4%pt

出所：QUICK

TOPIX500 採用企業の売上高経常利益率の先行きについては、前年同期比では 7-9 月期以降も厳しい状況が継続しよう。とりわけ、製造業にとっては、前年よりも為替が円高基調であること、グローバルなインフレによって原材料価格や人件費が高騰していること、米関税政策の影響が引き続き重石となろう。米関税政策を受け価格転嫁に踏み切る企業も出てきているものの、値上げによるシェア低下による中長期的な利益の低下よりも、短期的な利益を犠牲にシェアの維持ないし拡大を目指す企業が多い印象である。実際、米国の消費者物価指数をみると加速している様子は見受けられないことは、上記仮説と一定程度整合的であろう。

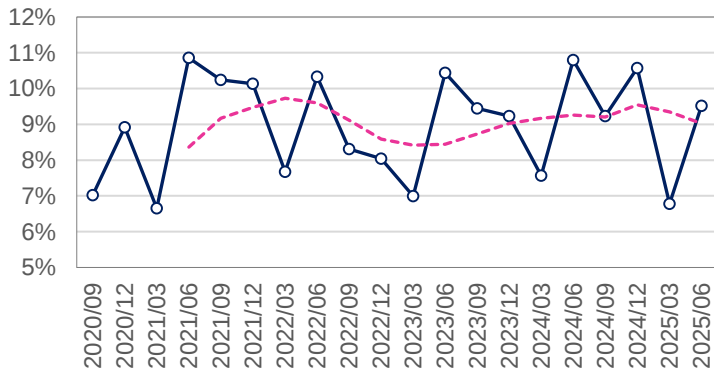
◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

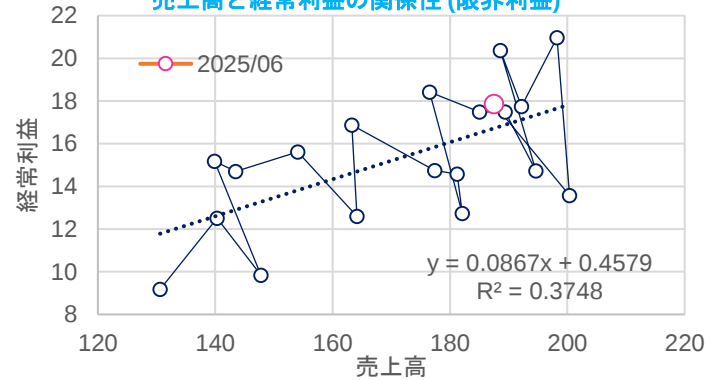
かかる状況下、主要製品のシェアが独占ないし寡占状態にある企業を除けば、価格転嫁の進捗以上に、AIの活用による工場の生産性向上やデータ解析業務の効率化等による限界利益率の改善が重要となろう。図表4は、TOPIX500採用企業の四半期ベースの売上高と経常利益の関係を示したものである。2025年4-6月期は、傾向線の情報に位置しており、ヒストリカルには限界利益が改善していることを意味する。今後は、この傾向線をどれだけ上回ることができるか注目している。

図表3：TOPIX500採用企業の売上高経常利益率の推移



出所：QUICK

図表4：TOPIX500採用企業の売上高と経常利益の関係性(限界利益)



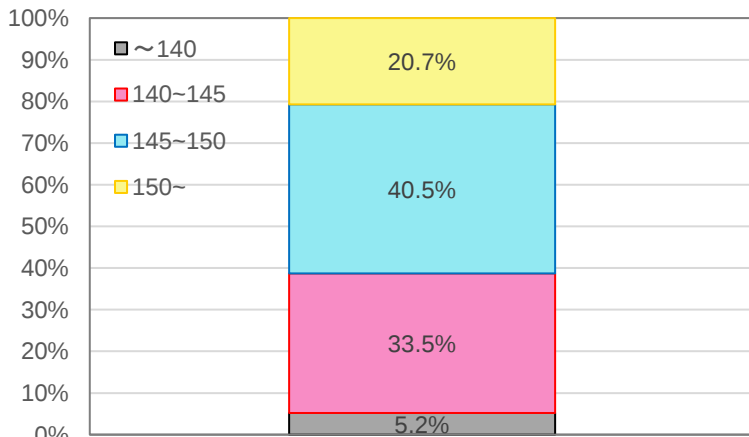
出所：QUICK

最後に、企業の為替前提について整理する。筆者の推計によると(図表6～8)、ドル円147円程度を中心として、高止まりする公算が大きい。TOPIX採用企業のドル円全体は、7割以上が140円～150円を想定しており、平均値は145円程度のため、2025年度は外需企業を中心に2～3円程の為替差益を享受する見通しである。また、TOPIX全体としては、1円円安が進行すると経常利益が0.7%～0.8%程増益するため、1.5%～2.5%程、為替要因で利益が上振れる公算が大きい。

リスク要因は、トランプ大統領がFRBへの介入を強めることである。米国のターミナル金利は、概ね3.0%～3.5%程度の間に位置しているとみているが、トランプ大統領の介入観測で理論値以上に利下げするとの見通しが支配的となれば、円高要因であり、130円台後半までの下落を警戒する必要がある。

(社数)

図表5：日本企業の為替前提



出所：QUICK

図表6：ドル円の想定値

		日米中長期インフレ率差						
		0.60	0.70	0.80	0.90	1.00	1.10	1.20
日米ターミナル金利差	2.40	149.8	149.7	149.6	149.5	149.5	149.4	149.3
	2.30	149.3	149.2	149.1	149.1	149.0	148.9	148.8
	2.20	148.8	148.7	148.7	148.6	148.5	148.4	148.4
	2.10	148.3	148.3	148.2	148.1	148.0	148.0	147.9
	2.00	147.9	147.8	147.7	147.6	147.6	147.5	147.4
	1.90	147.4	147.3	147.2	147.2	147.1	147.0	146.9
	1.80	146.9	146.8	146.8	146.7	146.6	146.5	146.5
	1.70	146.4	146.4	146.3	146.2	146.1	146.1	146.0
	1.60	146.0	145.9	145.8	145.7	145.7	145.6	145.5

出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

なお、推計にあたっては、日米の2年先1ヵ月金利、日米のブレイクイーブンインフレ率を説明変数とした状態空間モデルを用いた(図表7～8)。

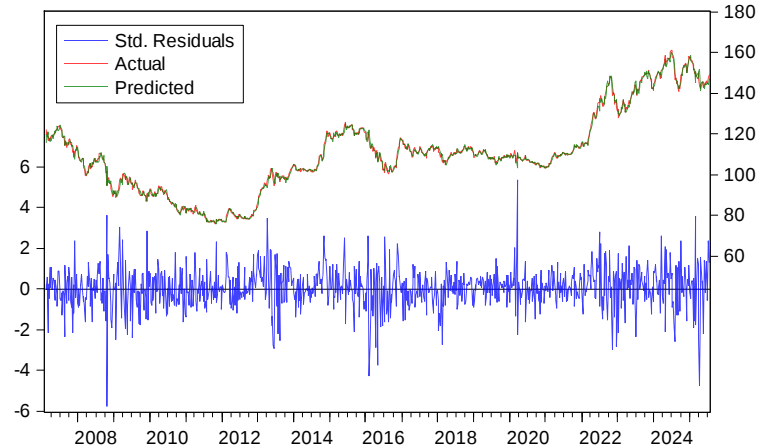
図表7：モデルに使用した変数

変数名	金利への影響
日米ターミナル金利差	+
日米インフレ率差	-
IMMポジション前週差(対数化)	-
定数項	NA

出所：Bloomberg

図表8：ドル円推計モデルと誤差

One-step-ahead USDJPY



出所：Bloomberg

第二章 会社計画修正状況：会社計画は下方修正傾向も、コンセンサス予想は上方修正傾向

4-6月期決算を経て、TOPIX500採用企業(3月決算企業かつ期初計画を発表済みの企業)では、会社計画は小幅に減額修正された(図表9)。もっとも、会社計画は保守的であるとの評価が優勢で、全体のコンセンサス予想は、+1.0%と直近予想対比でやや上方修正された。なお、製造業では同▲0.1%、非製造業では同+1.8%と製造業よりも非製造業で上方修正が優勢であった。

こうした市場の評価については、概ね妥当とみられる。4-6月期実績について、会社予想対比での進捗率を確認すると(図表10)、27%と25%を上回っている。1Q進捗率と4Q進捗率を比較すると(図表11)、1Q時点で27%の進捗率であれば4Qの進捗率は107%程度となる見通しである。期初予想を上振れる見通しであり、会社計画が小幅に下方修正傾向であるにもかかわらず、コンセンサス予想が小幅に上方修正傾向であることは、過去の傾向からは妥当な反応であろう。

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

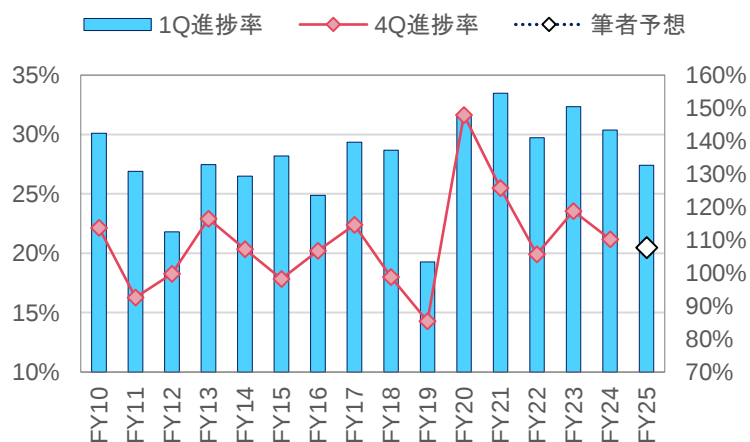
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表9：TOPIX500 採用企業の経常利益予想修正率

		コンセンサス修正率	会社計画修正率
TOPIX		1.0%	-0.5%
製造業		-0.1%	-1.6%
非製造業		1.8%	0.6%
外需	電気機器	-0.1%	1.3%
	輸送用機器	1.3%	-4.3%
	機械	-0.9%	-2.3%
	精密機器	-1.7%	-5.2%
シクリカル	化学	-1.6%	-0.8%
	卸売業	0.3%	0.4%
	鉄鋼	-9.7%	-3.2%
	非鉄金属	5.9%	5.5%
	ガラス・土石製品	-4.6%	-6.8%
	繊維製品	-1.6%	0.0%
	石油・石炭製品	3.7%	0.0%
	ゴム製品	-0.5%	4.0%
	海運業	9.6%	3.9%
	パルプ・紙	-2.5%	0.0%
	鉱業	4.2%	18.4%
内需	小売業	0.3%	0.0%
	情報・通信業	5.7%	-0.2%
	陸運業	0.6%	-0.6%
	建設業	-0.2%	-1.7%
	その他製品	-0.5%	0.7%
	サービス業	-0.2%	1.3%
	金属製品	-1.0%	0.0%
	空運業	0.8%	0.0%
	倉庫・運輸関連業	0.5%	0.0%
	その他金融業	1.4%	0.0%
ディフェンシブ	医薬品	2.0%	0.1%
	食料品	-1.8%	-6.9%
	水産・農林業	0.3%	4.9%
	電気・ガス業	0.9%	0.0%

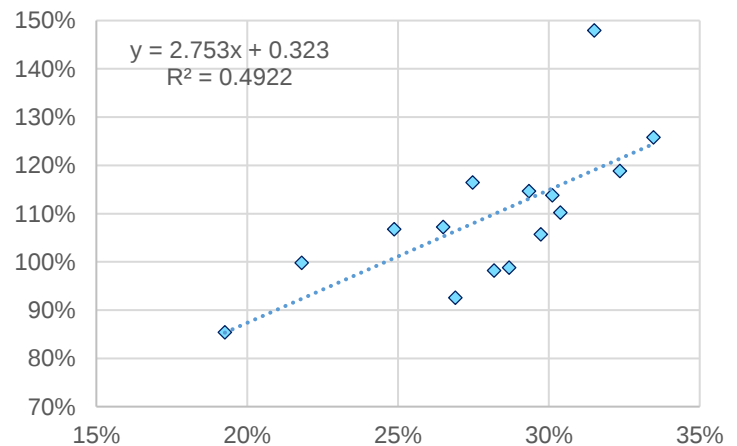
出所：QUICK

図表10：1Q進捗率と4Q進捗率(期初予想対比)



出所：QUICK

図表11：1Q進捗率と4Q進捗率の関係性(期初予想比)



出所：QUICK

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

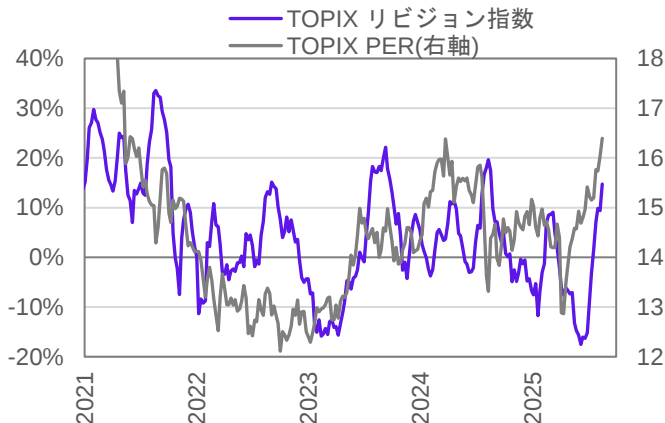
お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

以上の整理のもとに、業種別のリビジョン指数動向について考察する。リビジョン指数は、予想経常利益の「(上方修正件数－下方修正件数)/(上方修正件数＋下方修正件数)」で計算される。例えば、リビジョン指数の改善は、予想利益の上方修正の勢いが下方修正よりも優勢であることを意味する。

TOPIX 全体としては、7 月末以降もリビジョン指数は改善基調であった。シクリカルを除く幅広い業種でリビジョンが改善した(図表 12～15)。もっとも 7 月末以降の改善のペースは、5 月末～7 月末までに比べると外需や内需ではやや鈍化傾向であった。

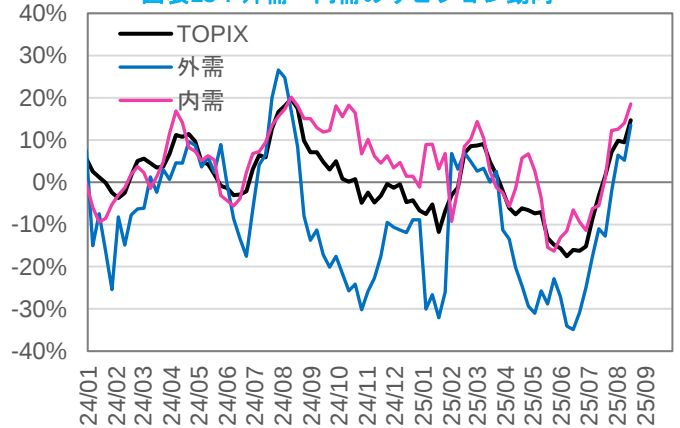
直近のリビジョン指数の変動は、4-6 月期決算が反映されたものとみられるが、5 月以降、過度に悲観的に織り込まれた米関税政策の影響の上方修正が先んじて進んでいたために、決算発表後の外需のリビジョン改善は限定的であった。同様のことが内需にも言える。インバウンドの好況やインフラ老朽化に伴う建設特需等の影響は既に織り込まれたようだ。金融業やディフェンシブについては、上述のマクロ要因の影響を受けにくい業種なこともあり、リビジョン指数が出遅れていたため、決算をポジティブに評価し、大きくリビジョン指数の改善が進んだようだ。一方で、シクリカルは素材関連企業を中心に決算が期待を下回るものが多かったため、8 月に入ってからリビジョン指数が低下傾向である。

図表12：リビジョン動向とPER



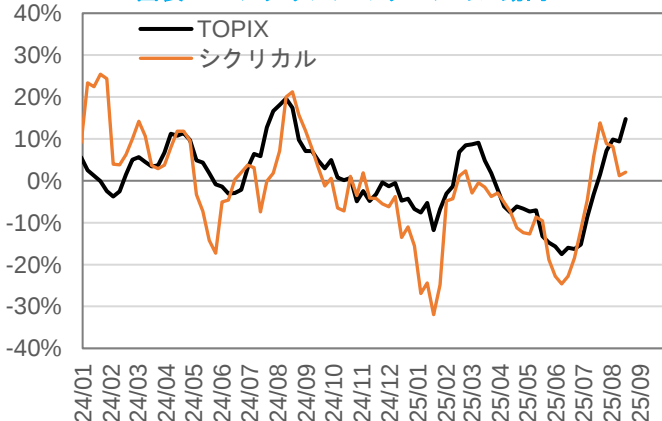
出所：QUICK

図表13：外需・内需のリビジョン動向



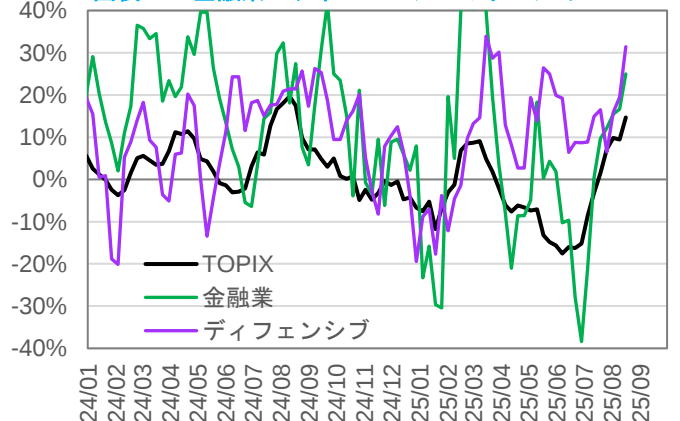
出所：QUICK

図表14：シクリカルのリビジョン動向



出所：QUICK

図表15：金融業・ディフェンシブのリビジョン



出所：QUICK

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

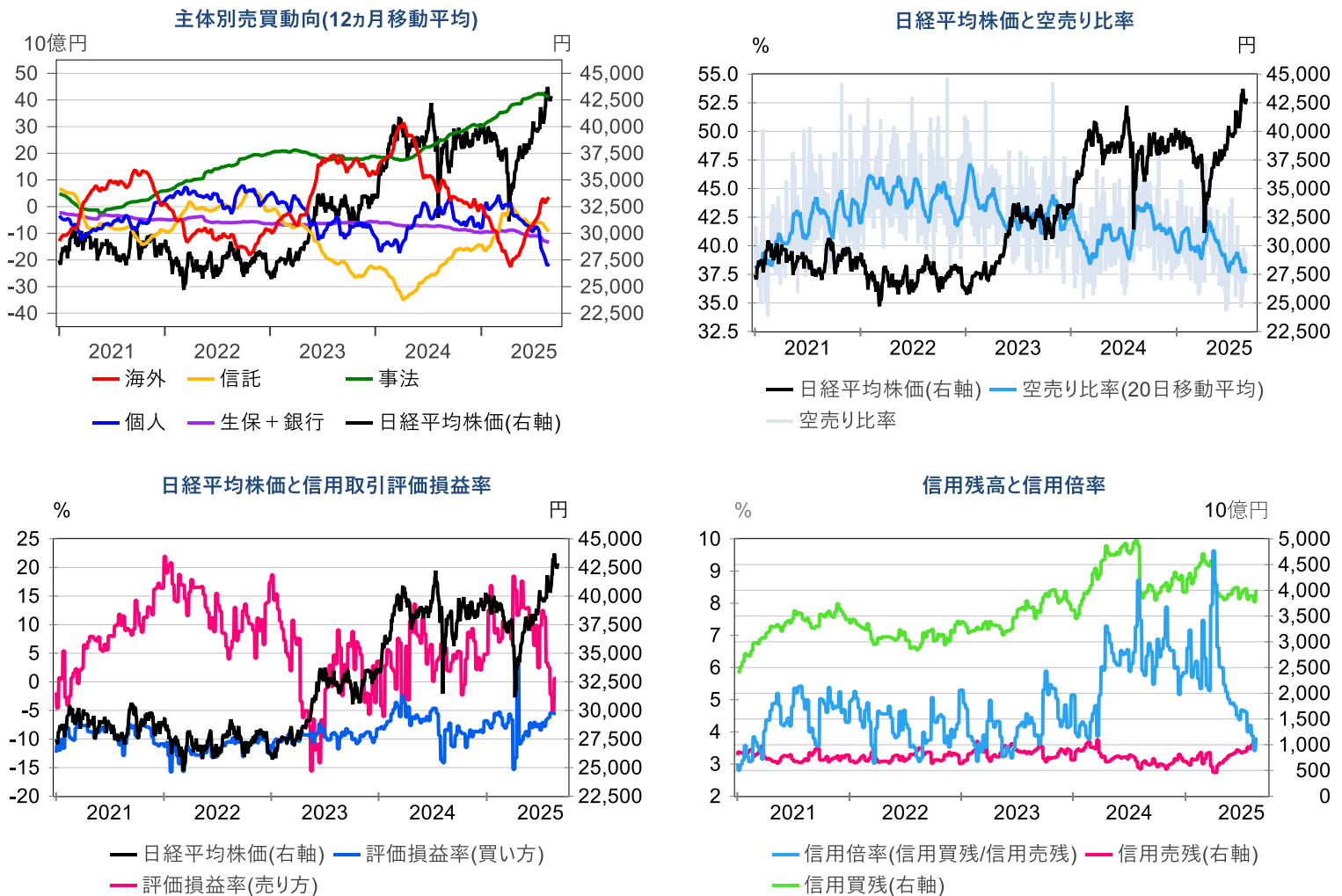
第三章 バリュエーション：年末にかけて割高感が和らぎ、日経平均株価 43,000 円が正当化

本章では、日本株のバリュエーションについて議論する。結論を先述すると、2025 年末の日経平均株価は、43,000 円と予想する。日経平均株価は、足元でやや割高な水準で推移しているため 2025 年末までの間の上昇余地は乏しいものの、割高感は解消されていく見通しである。

前章でリビジョン指数を考察した様に、TOPIX 全体及び業種別でも、リビジョン指数は概ね高値圏にある。好材料を一通り織り込んだことを示唆しており、短期的な上昇余地には乏しい。また、短期的にリビジョン指数が低下傾向を辿るとすると、バリュエーションが縮小し、日本株全体として上値が重くなる可能性が高い。その場合は、需給環境の悪化にも留意する必要があるだろう。

足元の株価上昇はファンダメンタルズの改善以上に、需給要因によるところが大きい(図表 16)。7 月以降、米国と各国の関税交渉等が早期に進展したことで株価が急上昇したことが、空売りや信用売りのショートカバーに繋がったとみている。仮に、今後バリュエーションの縮小に伴って株価が下落する場合には、信用買い勢の利益確定売りや空売りが空売りと呼ぶ様なこれまでの逆回転が生じる可能性に留意したい。

図表 16：株式需給の重要指標まとめ



出所: Bloomberg、マクロポンド

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

もっとも、短期的に株価が調整したとしても、年末にかけて日経平均株価は 43,000 円程度がフェアバリュートとなるため、再び上昇に転じる可能性が高いとみている。主因は、①日本株の EPS には季節性があり、年後半にかけて上昇する傾向にあること、②市場が織り込む予想 EPS が徐々に先々のものに置き換わっていくこと、③米国の「大きくて美しい法案」によって資産の即時減価償却や研究開発費の即時費用計上が認められたことによる米国の設備投資増加 の 3 点である。

まず①については、日本企業が期初は保守的に会社計画を公表するため、3 月決算企業を中心に、中間決算期の 11 月以降、会社計画の上方修正が進みやすい季節性があるためである。前述の様に、2025 年度についても、期初計画を 7% 程度上回る見通しであるため、この季節性が今年も期待できる。②について、図表 18～19 に示した様に、バリュエーション判断に用いられる 12 カ月先予想 EPS は時間の経過で、徐々に今年から来年の利益を織り込むようになる。米経済の深刻なリセッション等の不足の事態が発生しない限りは緩やかな増益基調を辿るといのがコンセンサスであるため、時間の経過で EPS 水準は切り上がりやすい。③については、とりわけ半導体製造装置や非鉄金属等の業種にポジティブである。指数ウェイトの大きい銘柄が多いため、指数全体を押し上げよう。

以上から、2025 年度末の日経平均株価は 43,000 円と予想する。12 カ月先予想 EPS は、足元の CY26 の EPS を参考に推計した。PER については 15.5 倍とした。やや高めの水準であるが、上述の理由から企業のファンダメンタルズが良好であれば正当化されると考えている。ただし、需給軟化等の影響が長引く様な状況であれば 15 倍程度が妥当値となり、その場合は 41,500 円程度が目標株価となろう。

図表 17：株式需給の重要指標まとめ

■ TOPIX の予想 EPS 動向

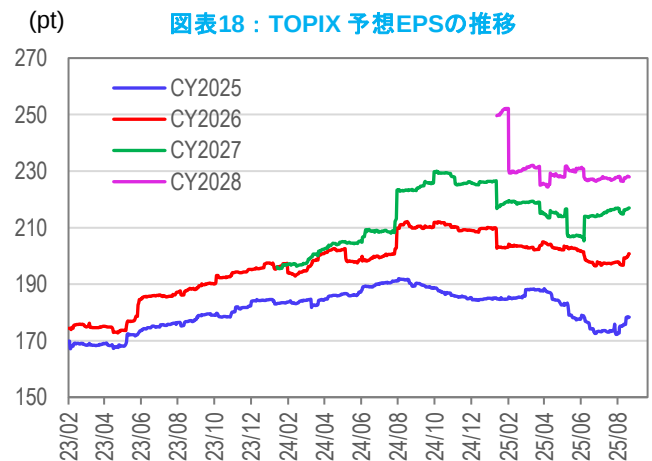
		TOPIX 予想EPS	YoY	MoM
直近値	CY25	178.3	-6.3%	2.9%
	CY26	200.7	-4.6%	1.8%
	12ヵ月先予想	192.9	4.3%	3.4%
25/12	12ヵ月先予想	200.0	8.1%	-

■ 日本株の25年末予想値

	指数値	EPS	PER
TOPIX	3,100	200	15.5
日経平均株価	43,400	-	-

出所：Bloomberg

図表 18：TOPIX 予想EPSの推移



出所：Bloomberg

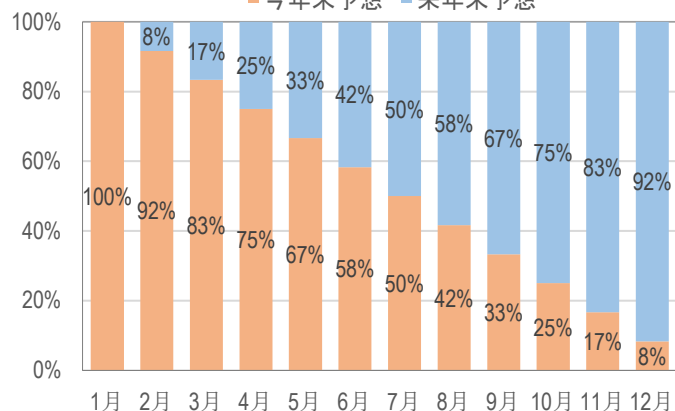
◎ 注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

図表19：12ヵ月先予想EPSへの配分割合の変化

■ 今年末予想 ■ 来年末予想



出所：Bloomberg

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。

■バックナンバー(直近発行レポート 30 本)

No	発行日	テーマ	タイトル
208	2025/5/26	欧州経済	25 年第 1 四半期ユーロ圏賃金動向
209	2025/5/28	コモディティ	25 年 4・5 月 WTI 原油先物価格
210	2025/5/29	米国株, 日本株	エヌビディアの決算とマーケットへの影響 FY2026 1Q
211	2025/5/30	日本株	日本株需給(5 月 19 日～5 月 23 日)
212	2025/6/3	日本株	日本株 5 月セクター動向と 6 月見通し
213	2025/6/3	米国経済	5 月 ISM 製造業景況感指数
214	2025/6/4	欧州経済	25 年 5 月ユーロ圏物価動向
215	2025/6/5	米国株	米国株 5 月レビューと 6 月見通し
216	2025/6/6	日本株	日本株需給(5 月 26 日～5 月 30 日)
217	2025/6/6	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
218	2025/6/10	米国経済	5 月雇用統計
219	2025/6/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 6 月)
220	2025/6/13	日本株	日本株需給(6 月 2 日～6 月 6 日)
221	2025/6/13	米国経済	5 月米 CPI
222	2025/6/19	米国経済	6 月 FOMC
223	2025/6/19	豪州経済	25 年 6 月豪州概況
224	2025/6/20	日本株	日本株需給(6 月 9 日～6 月 13 日)
225	2025/6/24	米国株, 日本株	ROE 分解から見える米ハイテク株の優位性
226	2025/6/26	コモディティ	25 年 5・6 月 WTI 原油先物価格
227	2025/6/27	日本株	日本株需給(6 月 16 日～6 月 20 日)
228	2025/7/1	日本株	日本株 6 月セクター動向と 7 月見通し
229	2025/7/2	米国経済, 米国株	6 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
230	2025/7/2	欧州経済	25 年 6 月ユーロ圏物価動向
231	2025/7/4	米国経済	6 月雇用統計
232	2025/7/4	日本株	日本株需給(6 月 23 日～6 月 27 日)
233	2025/7/11	日本株	日本株需給(6 月 30 日～7 月 4 日)
234	2025/7/16	米国経済	6 月米 CPI
235	2025/7/17	豪州経済	25 年 7 月豪州概況
236	2025/7/18	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly (2025 年 7 月)
237	2025/7/18	日本株	日本株需給(7 月 7 日～7 月 11 日)
238	2025/7/25	欧州経済	ECB<欧州中央銀行>理事会
239	2025/7/25	日本株	日米関税交渉と日本株バリュエーション
240	2025/7/28	日本株	日本株需給(7 月 14 日～7 月 18 日)
241	2025/7/30	コモディティ	25 年 6・7 月 WTI 原油先物価格
242	2025/7/31	欧州経済	25 年第 2 四半期ユーロ圏 GDP 統計
243	2025/7/31	米国経済	7 月 FOMC
244	2025/8/1	欧州経済	日本株の 7 月セクター動向と 8 月見通し
245	2025/8/1	日本株	日本株需給(7 月 22 日～7 月 25 日)
246	2025/8/4	欧州経済	25 年 7 月ユーロ圏物価動向
247	2025/8/4	米国経済, 米国株	7 月 ISM 製造業景況感指数と米国株見通し
248	2025/8/4	米国経済	7 月雇用統計
249	2025/8/8	日本株	日本株需給(7 月 28 日～8 月 1 日)
250	2025/8/13	米国経済	7 月米 CPI
251	2025/8/13	半導体, 日本株, 米国株	半導体市場 Monthly(2025 年 8 月)
252	2025/8/14	豪州経済	25 年 8 月豪州概況
253	2025/8/18	日本株	日本株需給(8 月 4 日～8 月 8 日)
254	2025/8/22	日本株	日本株需給(8 月 12 日～8 月 15 日)
255	2025/8/25	欧州経済	25 年第二四半期ユーロ圏賃金動向
256	2025/8/28	コモディティ	25 年 7・8 月 WTI 原油先物価格
257	2025/8/28	半導体, 日本株, 米国株	エヌビディアの決算 FY2026 2Q

◎注意事項

当資料に記載された情報は信頼に足る情報源から得たデータ等に基づいて作成しておりますが、その内容については明示されていると否にかかわらず、弊社がその正確性、確実性を保証するものではありません。また、ここに記載された内容が事前の連絡なしに変更されることもあります。また、当資料は情報提供を目的としており、金融商品等の売買を勧誘するものではありません。取引時期などの最終決定はお客様ご自身の判断でなされるようお願い致します。

お問い合わせは、取引店の担当者までご連絡ください。