

2015年3月3日
SMBC日興証券株式会社

SMBC日興証券、「2014～2015年度の企業業績見通し」を発表

SMBC日興証券株式会社は、本日、2014～2015年度の企業業績見通しを発表いたしましたのでお知らせいたします。

添付資料

- ・ 2014～2015年度の企業業績見通し(2015年3月)

以 上

2014～2015 年度の企業業績見通し(2015年3月)

<日本株ストラテジーレポート>

円安・原油安・消費増税の影響減退を主因に来期予想を上方修正

◆ 2014、2015 年度業績予想: 両年度とも実質的に上方修正

SMBC日興証券(以下「弊社」)では、2014 年度の業績予想を前回集計時点(2014年11月末)から1.0%下方修正、2015 年度を0.6%上方修正した(経常利益)。2014年度の経常利益を前期比6.6%増益(前回:8.1%増益)、純利益を10.2%増益(前回:10.6%増益)と予想する。2015 年度も高い増益率を維持し、経常利益11.2%増益(前回:9.4%増益)、純利益を11.2%増益(前回:9.6%増益)と予想する。2014 年度予想の下方修正は石油・石炭製品の影響が大きく、同業種を除けば2014 年度が0.9%上方修正、2015 年度が1.2%上方修正である。

◆ 2014 年度 3Q 決算: 資源業種の評価損が大きいだが、過度な懸念は不要

業績見通しの先行きに関するインプリケーションを得るため、日米10～12月期決算の結果を概観したい。TOPIX 採用2・3月決算企業の3Q 累積経常利益は前年同期比7.1%増、純利益は5.1%増となった。通期会社計画に対する3Q 累計の進捗率は80.8%(経常利益)となり、目安となる75%を超えた。通期会社計画は経常利益が-0.6%、純利益が-1.0%下方修正されたが、(1)資源関連業種を除くと経常利益が2.0%、純利益が1.9%上方修正、(2)上方修正件数は昨年度に次ぐ高水準、であることを踏まえれば、過度な懸念は不要と考えられる。

◆ 米国企業 10～12 月期決算: 総じて不振。業績予想リビジョンが大幅悪化

一方、米国企業の2014年10～12月決算は総じて不振な結果であった。S&P500 採用企業のEPSは前年同期比+3.8%となり、4～6月期(+10.3%)、7～9月期(+8.8%)に比べて減速した。予想EPSは直近で切り下がり、業績予想リビジョン・インデックスはリーマン・ショック時以来の大幅悪化となっている。加えてそれに追随する形でマクロ経済指標も悪化しており、米国のマクロ経済サブライズ指数も大幅悪化となっている。米国企業の収益環境は今しばらく慎重に見ておく必要があると捉えられる。日本企業の業績にも今後悪影響を及ぼすリスクがある点には留意が必要であろう。

◆ コンセンサス予想との対比: 除く金融ベースでは弊社予想が強気

弊社の業績予想と直近のコンセンサス予想とを比較すると(経常利益)、弊社予想が2014年度基準では0.1%強気、2015年度基準では0.2%弱気である。除く金融ベースで見ると、弊社予想が2014年度基準で2.0%、2015年度基準で0.6%強気である。

◆ 弊社業績予想に基づく TOPIX-EPS、バリュエーション

NIKKO250 ベースの弊社業績予想を TOPIX に適用し、予想EPSを計算すると、2014年度:92.7、2015年度:103.1となり、連続で過去最高益を更新する見込みである。一方、今回の弊社業績予想に基づく、足元での予想PERは、2014年度予想基準で17.3倍、2015年度予想基準で15.5倍と計算される。現在の日本株は、来期を含めたボトムアップ予想ベースの業績拡大を既に織り込んだ水準と捉えられる。弊社では、今後業績予想が一段と切り上がることで、日本株は上昇基調を強めると判断している。ただし、そうした業績予想上方修正の実現、あるいはその確度が高まるまでは、日本株は一旦頭打ちとなる公算が大きいとみている。

アナリスト名

チーフ株式ストラテジスト	株式ストラテジスト
阪上 亮太	岡本 智
チーフクオンツアナリスト	株式ストラテジスト
伊藤 桂一	坪 正嗣
シニアアナリスト	
大瀧 晃栄	高 祥太郎
クオンツアナリスト	
太田 佳代子	伊藤 直子
ストラテジー	

SMBC日興証券では、2015年2月末時点での弊社株式調査部アナリストによる企業業績予想をとりまとめた。ユニバースは NIKKO250(全上場銘柄の時価総額の7割程度をカバー)、業種分類は東証33業種に準拠した(NIKKO250の詳細はp.20参照)。

図表1: NIKKO250 業績予想要約表

項目	区分	今回予想			前回予想	
		13年度 (実績)	14年度 (予想)	15年度 (予想)	14年度 (予想)	15年度 (予想)
増収率 (前年度比)	NIKKO250	-	-	-	-	-
	除く金融、卸売	12.6%	4.2%	1.9%	4.4%	2.8%
	除く金融、卸売、電気・ガス	12.7%	4.2%	2.0%	4.4%	3.0%
	製造業	12.6%	3.7%	1.7%	4.2%	3.1%
	非製造業、除く卸売	12.6%	5.1%	2.1%	4.8%	2.0%
	除く卸売、電気・ガス	13.0%	5.3%	2.6%	5.2%	2.6%
経常利益 増益率 (前年度比)	NIKKO250	38.9%	6.6%	11.2%	8.1%	9.4%
	除く金融	41.7%	9.6%	13.8%	12.0%	11.2%
	除く金融、電気・ガス	34.4%	7.5%	12.9%	10.5%	10.4%
	製造業	48.8%	10.7%	18.2%	13.1%	15.4%
	非製造業	31.9%	8.1%	7.0%	10.2%	4.5%
	除く電気・ガス	17.0%	2.7%	4.4%	6.4%	2.2%
純利益 増益率 (前年度比)	NIKKO250	66.0%	10.2%	11.2%	10.6%	9.6%
	除く金融	85.7%	13.7%	13.0%	14.5%	11.0%
	除く金融、電気・ガス	58.7%	11.9%	13.6%	15.4%	9.8%
	製造業	93.7%	15.2%	18.6%	19.0%	14.4%
	非製造業	74.4%	11.4%	3.7%	7.4%	5.0%
	除く電気・ガス	21.8%	6.3%	4.5%	9.5%	1.5%

注: 前回は2014年12月2日発表。増収率は卸売業を除いて算出

出所: SMBC日興証券予想

図表2: NIKKO250 業績予想主要前提表

		鉱工業生産 (前年度比、%)	ドバイ原油 (ドル/バレル)	為替レート	
				(ドル/円)	(ユーロ/円)
14年度	(今回予想)	0.0	83.6	108.9	139.0
	(前回予想)	-0.3	90.6	109.0	142.0
15年度	(今回予想)	6.9	60.0	115.0	135.0
	(前回予想)	5.2	82.5	115.0	145.0

注: 前回は2014年12月2日発表。2014年度(今回予想)のドバイ原油および為替レートは、3Qまでの実績値と4Qの予想値を平均して算出した
出所: SMBC日興証券予想

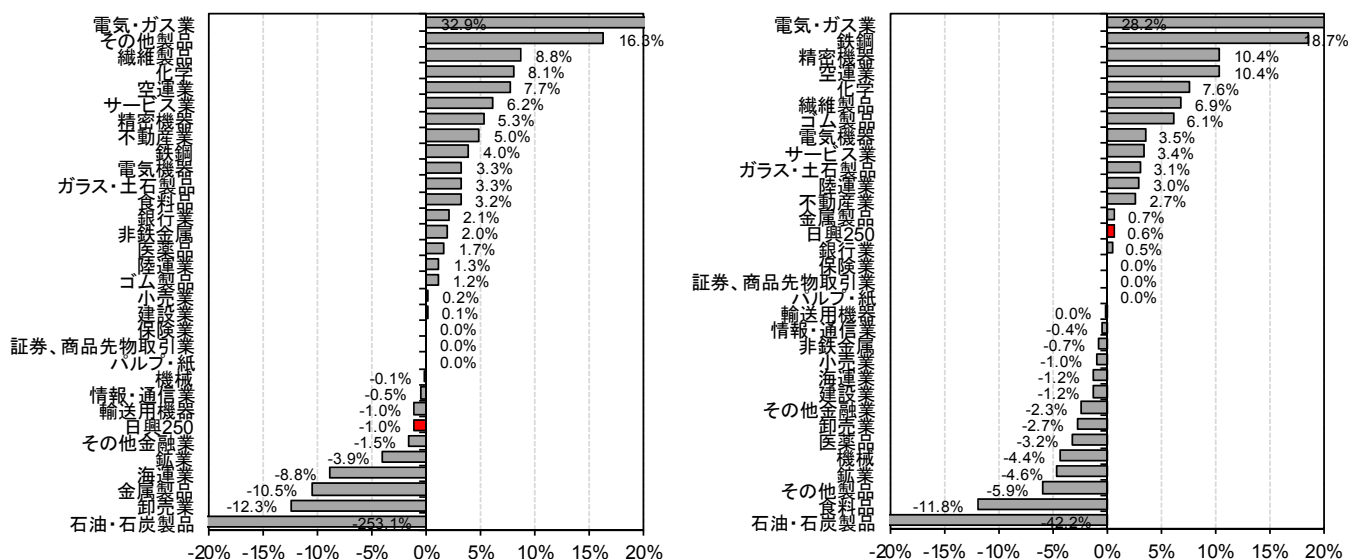
2014、2015年度業績予想：両年度とも実質的に上方修正

弊社では、2014年度の業績予想を前回集計時点(2014年11月末)から1.0%下方修正、2015年度を0.6%上方修正した(図表3)。2014年度の経常利益を前期比6.6%増益(前回:8.1%増益)、純利益を10.2%増益(前回:10.6%増益)と予想する。2015年度も高い増益率を維持し、経常利益を11.2%増益(前回:9.4%増益)、純利益を11.2%増益(前回:9.6%増益)と予想する。2014年度予想の下方修正は原油価格安を受けた石油・石炭製品の下方修正の影響が大きく(2014年度:-253.1%、2015年度:-42.2%)、同業種を除けば2014年度が0.9%上方修正、2015年度が1.2%上方修正である。昨年10月末以降に為替の円安が大幅に進行したこと等を考慮し、特に輸出業種の上方修正が大きい結果となった。

図表3: 弊社業績予想の前回集計時点(2014年11月末)に比べた業種別修正率

2014年度予想(経常利益)

2015年度予想(経常利益)



出所: SMBC日興証券予想

業種別の今期経常増益率を見ると、外需業種、特に加工組立関連が上位に並ぶ形である。電気機器(前期比20.3%増)は、産業用エレクトロニクス分野で社会インフラあるいはb to b分野に注力する総合電機の業績が堅調であることに加えて、民生用エレクトロニクス分野でも、構造改革効果が顕れてきている。電子部品各社も自動車電装化にかかわる企業を中心に総じて業績が好調である。輸送用機器(19.5%増)は、国内やアジアでの販売台数減少を欧米市場の好調さが補う一方、円安効果と原価低

減が業績に寄与している。機械(15.4%増)は、国内設備投資の増勢を背景に工作機械、FA 関連企業を中心に足元の業績が堅調であり、中長期的にも円安水準の定着が各社の受注競争力の大幅改善に寄与すると弊社では見ている。一方、中国市場では回復の兆しが未だ見られないことに加えて、原油価格下落による新興国への悪影響が間接的に欧州景気に波及することが懸念材料である。

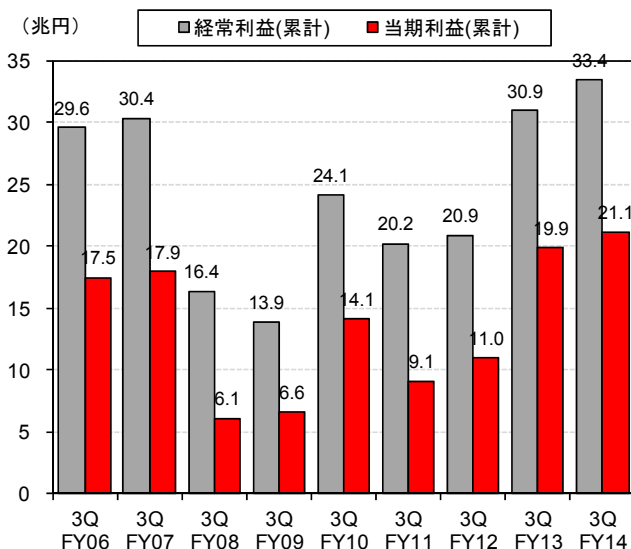
また、原油安メリットを享受する業種の増益率が高いことも特徴として指摘することができる。化学(19.9%増)は、(市況急落に伴う会計上の受払差損拡大には注意を要するが)原油安と円安が石油化学事業等に好影響をもたらすと考えられる。鉄鋼(18.3%増)は、原油安が円安による原材料や資材価格等のコストを一定程度相殺するよう作用するとみられる。また、電気料金が値下がりした場合には電気炉メーカー(電炉各社および特殊鋼各社)への恩恵が大きい。

来期の業績についても、円安水準の定着、資源価格下落の好影響、法人税減税、消費増税の悪影響が減退することによる自律的な景気回復、等支援材料に事欠かない。弊社予想に基づけば、今期に2桁増益に達するのが12業種であるのに対し、来期は18業種と全業種のうち半数超に上る見通しである。円安・原油安が業績に好影響を及ぼす海運業(48.2%増)、鉄鋼(30.9%増)、化学(13.1%増)等が業種別経常増益率の上位に並ぶことに加えて、消費増税の影響が減退する内需業種の増益率が高まり(小売業:前年比12.1%増、サービス業:10.3%増、陸運業:8.5%増等)、業績回復色が全般的に強まるものと予想する。

2014年度3Q決算：資源業種の評価損が大きい、過度な懸念は不要

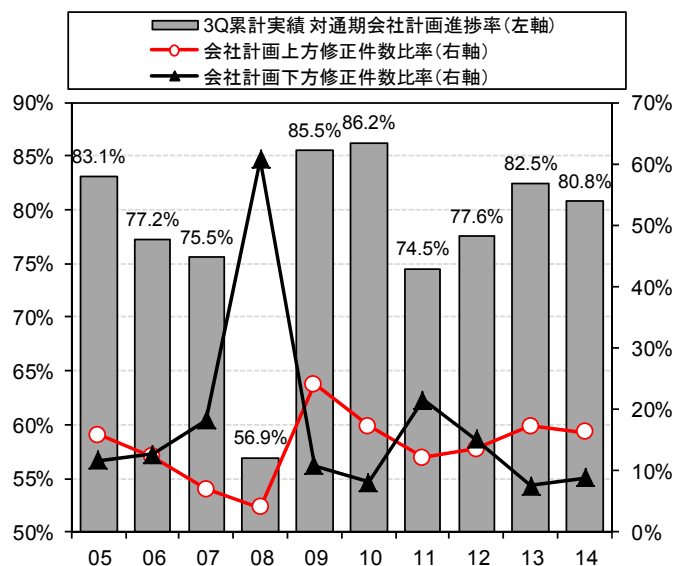
ここからは、業績見通しの先行きに関するインプリケーションを得るため、日米10~12月期決算の結果を概観したい。国内企業の2014年度3Q決算を確認すると、堅調な内容だったと評価することができる。TOPIX採用2・3月決算企業の3Q累積経常利益は前年同期比7.1%増、純利益は5.1%増となった。売上高、営業利益、経常利益、純利益のいずれも過去最高を更新した(3Q累計値、図表4)。通期会社計画に対する3Q実績の進捗率は80.8%(経常利益)となり、目安となる75%を超えた(図表5)。

図表4: 3Qでは全ての利益項目で過去最高を達成
TOPIX 採用銘柄の3Q累計経常利益、当期純利益の推移



注:ユニバースは TOPIX 採用のうち2・3月決算期企業で、2006 年度以降継続的にデータ取得可能な銘柄
出所: QUICK、SMBC日興証券

図表5: 会社計画に対する3Q実績の進捗率は80.8%と高水準
各年度3Q累計の進捗率(対通期会社計画)と3Q時点の会社計画修正企業数



注:ユニバースは TOPIX 構成の2・3月決算企業。データは経常利益で集計
出所: QUICK、SMBC日興証券

なお、通期会社計画は経常利益が-0.6%、純利益が-1.0%下方修正された。ただし、(1)原油安による評価損等が計上された資源関連業種(鉱業、卸売業、石油・石炭業)を除くと、会社計画修正率は経常利益が2.0%、純利益が1.9%上方修正(3Q累積増益率は経常利益が11.6%、純利益が10.4%と2桁増益。図表6)、(2)件数ベースで見ると、上方修正件数比率が昨年度に次ぐ高水準、下方修正件数比率が2005年度以降で最低水準(図表5)、であることを踏まえれば、過度な懸念は不要と考えられる。

図表6: 資源関連業種を除くと、会社計画は上方修正、経常利益は2桁増益

TOPIX 採用銘柄の3Q決算集計

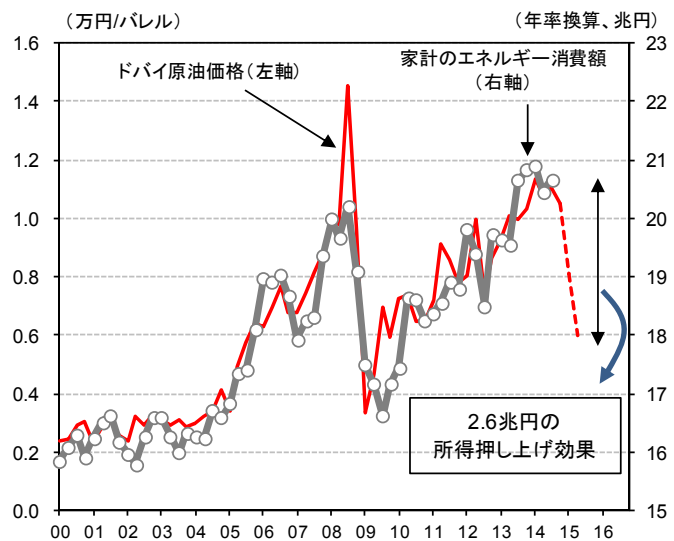
	通期会社予想修正率 2015年3月期 (2015年2月期)				3Q累積実績 増益率(前年同期比) 2013年4-12月期vs2014年4-12月期 (2013年3-11月期vs2014年3-11月期)				通期会社予想 増益率 2014年3月期vs2015年3月期 (2014年2月期vs2015年2月期)			
	売上高	営業利益	経常利益	純利益	売上高	営業利益	経常利益	純利益	売上高	営業利益	経常利益	純利益
TOPIX	0.0%	-1.4%	-0.6%	-1.0%	5.2%	3.8%	7.1%	5.1%	3.9%	4.1%	2.2%	4.1%
除く金融	0.0%	-1.4%	-1.0%	-1.4%	5.2%	3.8%	7.2%	4.1%	3.9%	4.1%	4.0%	6.2%
除く金融、電気・ガス	0.0%	-1.7%	-1.2%	-1.4%	5.2%	2.6%	6.1%	6.9%	3.8%	2.5%	2.5%	4.6%
製造業	0.0%	-1.8%	-0.5%	-0.8%	4.8%	8.6%	11.5%	12.9%	3.4%	8.0%	7.1%	7.9%
非製造業	0.1%	-0.8%	-1.6%	-2.3%	6.0%	-1.7%	1.9%	-6.5%	4.6%	-0.6%	0.0%	3.9%
除く電気・ガス	0.1%	-1.4%	-2.2%	-2.3%	6.1%	-4.6%	-0.5%	-1.2%	4.5%	-4.3%	-3.5%	0.0%
除く 鉱業、石油・石炭製品、卸売業												
TOPIX	0.4%	1.3%	2.0%	1.9%	5.8%	9.0%	11.6%	10.4%	4.6%	8.5%	6.0%	8.2%
除く金融	0.4%	1.3%	2.4%	2.2%	5.8%	9.0%	13.2%	11.0%	4.6%	8.5%	9.2%	11.8%
除く金融、電気・ガス	0.5%	1.1%	2.2%	2.4%	5.8%	7.6%	12.0%	14.5%	4.6%	6.7%	7.4%	10.1%
製造業	0.6%	1.7%	3.1%	3.4%	5.6%	13.4%	16.3%	18.1%	4.6%	12.6%	11.8%	12.8%
非製造業	0.2%	0.7%	1.1%	0.1%	6.1%	2.6%	8.1%	-0.2%	4.8%	2.2%	4.9%	10.1%
除く電気・ガス	0.2%	0.0%	0.4%	0.4%	6.2%	-1.1%	4.9%	8.0%	4.7%	-2.5%	0.2%	5.2%

注: TOPIX 構成銘柄のうち2・3月決算銘柄を対象に集計

出所: QUICK、SMBC日興証券

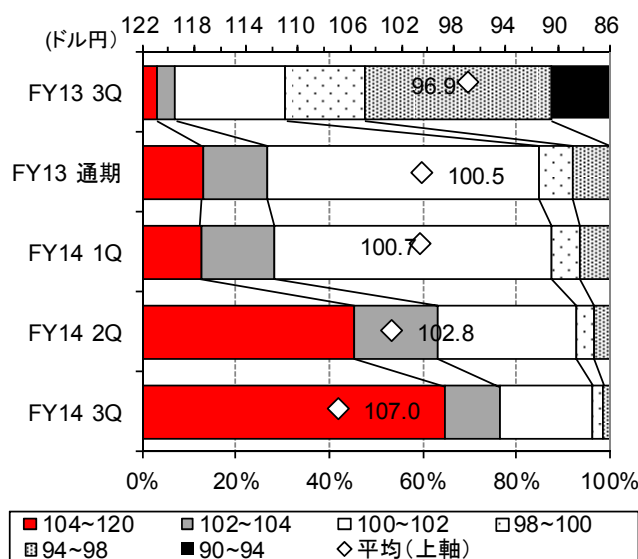
特に(1)の原油安の影響に関しては、4Q以降は資源関連業種の評価損が小さくなることに加えて、家計のエネルギー消費額の減額＝実質的な所得の増加につながることで(図表7)、消費増税後に低迷を余儀なくされた消費全般が刺激され、内需業種中心に業績の押し上げ要因になるとみられる。加えて、会社の想定為替レートが1ドル=107.0円と依然実勢レートに比べて保守的であることも踏まえると(図表8)、本決算にかけての業績上振れ余地は大きいと判断する。

図表7: 家計のエネルギー消費額は原油価格に沿った動き
家計のエネルギー消費額と原油価格



注: エネルギー消費額は、電気、都市ガス、プロパンガス、灯油、ガソリンの消費額。家計調査の消費ウェイトからエネルギー消費額を推計。2015年3月に原油価格50ドル/バレル、ドル/円は120円と想定。ドバイ原油は1期先行。弊社エコノミストチーム試算
出所: 総務省、内閣府、ブルームバーグ、SMBC日興証券推計

図表8: 会社の想定為替レートは1ドル=107.0円と依然保守的
想定為替レート(対ドル)水準ごとの企業数の分布



注: 全上場銘柄のうちデータの取得が可能な銘柄を対象に集計
出所: QUICK、SMBC日興証券

米国企業 10~12月決算: 総じて不振。業績予想リビジョンが大幅悪化

一方、米国企業の2014年10~12月決算は総じて不振な結果であった。S&P500採用企業のEPSは前年同期比+3.8%となり(図表9)、直前予想(+2.4%)を上回ったものの、4~6月期(+10.3%)、7~9月期(+8.8%)に比べて減速した。業種別で見ると、エネルギー(-18.0%)や金融(-8.5%)、公益(-1.4%)等の減益を、ヘルスケア(+22.0%)や情報テクノロジー(+12.4%)等の大幅増益が補った形だが、決算発表を受けて両業種ともリビジョン・インデックスのマイナス幅が拡大している(図表10)。また、S&P500採用企業の増益率を、除く金融(+6.9%)、除くエネルギー(+6.4%)で見ても前期に比べて減速している。

米国企業の決算が不振となった背景は、資源価格の大幅下落に加えて、ドル高の悪影響を指摘する企業が多いようである。例えば、P&Gは1月、2015年6月期(通期)決算で足元のドル高が利益を12%押し下げる見込みと発表した。ジョンソン&ジョンソンは昨年10月、ドル高が利益に及ぼす悪影響を15~20セントと試算していたが、直近では「今年1月の為替水準が続いた場合、42セントに跳ね上がる」と発表した。実際、S&P500採用企業のEPSは、昨年末時点で1~3月期が前年比+3.6%、4~6月期が+3.3%と予想されていたのに対し、直近では1~3月期-4.2%、4~6月期-2.6%と大幅に下方修正されている。仮にEPSがマイナス成長に陥った場合、リーマン・ショック後の2009年10~12月期以来のことである。

このように、資源価格安やドル高の影響で米国株の予想EPSは直近で切り下がり、業績予想リビジョン・インデックスはリーマン・ショック時以来の大幅悪化となっている(図表11)。加えてそれに追随する形でマクロ経済指標も悪化しており、米国のマクロ経済サプライズ指数も大幅悪化となっている(図表12)。米国企業の収益環境は今しばらく慎重に見ておく必要があると捉えられる。日本企業の業績にも今後悪影響を及ぼすリスクがある点には留意が必要であろう。

図表9: 米国企業の10~12月決算は総じて不振な結果

S&P500 セクター別 EPS (前年同期比)

	14/4Q	15/1Q	予想				
			15/2Q	15/3Q	FY14	FY15	FY16
S&P 500	3.8%	-4.2%	-2.6%	0.8%	5.2%	2.4%	13.0%
S&P 500(非金融)	6.9%	-5.3%	-3.4%	0.4%	5.5%	1.7%	13.5%
S&P 500(除くエネルギー)	6.4%	3.3%	4.6%	7.3%	6.0%	8.7%	11.3%
耐久消費財	6.6%	6.5%	9.4%	14.5%	3.9%	11.5%	15.4%
自動車・部品	17.9%	42.3%	28.1%	32.8%	-7.8%	27.9%	13.5%
消費者向け耐久財・アパレル	4.0%	3.4%	6.4%	8.1%	6.8%	10.0%	12.8%
消費者サービス	-3.5%	-5.7%	6.7%	7.6%	2.0%	10.8%	15.7%
メディア	6.7%	-1.5%	1.1%	13.3%	8.0%	10.8%	15.6%
小売	6.1%	9.8%	11.6%	13.8%	5.9%	5.1%	17.3%
非耐久消費財	-0.6%	-0.4%	0.7%	3.0%	2.4%	0.8%	8.8%
食品小売	3.0%	4.6%	5.0%	8.6%	0.2%	4.0%	9.4%
食品・飲料・タバコ	-0.6%	0.2%	-1.0%	0.5%	3.8%	0.6%	8.3%
日用品	-6.3%	-9.6%	-0.9%	1.6%	1.8%	-3.7%	9.1%
金融	-8.5%	0.6%	0.5%	2.7%	3.9%	5.6%	10.7%
銀行	-20.0%	-1.1%	-2.9%	0.9%	3.1%	5.2%	11.7%
総合金融	5.0%	2.5%	2.0%	4.3%	7.7%	6.6%	12.6%
保険	-5.9%	-2.0%	2.0%	-0.1%	-1.9%	3.4%	7.8%
不動産	13.5%	8.9%	9.0%	13.0%	12.8%	9.6%	8.1%
ヘルスケア	22.0%	8.5%	5.3%	8.5%	14.5%	10.5%	13.0%
ヘルスケア機器・サービス	16.3%	6.2%	6.4%	6.4%	4.3%	9.8%	11.9%
医薬・バイオ	24.8%	9.7%	4.8%	9.6%	20.2%	10.9%	13.6%
工業	10.5%	3.4%	3.8%	8.5%	4.9%	8.3%	9.7%
資本財	9.5%	-2.6%	-0.1%	6.0%	6.2%	2.3%	8.5%
商業サービス	8.3%	3.2%	5.4%	5.6%	4.3%	15.8%	10.3%
運輸	15.0%	32.9%	17.5%	18.6%	0.1%	32.4%	13.4%
情報テクノロジー	12.4%	5.1%	8.2%	10.5%	4.5%	15.5%	11.2%
半導体	34.6%	20.2%	10.5%	5.7%	23.2%	15.3%	12.3%
ソフトウェア&サービス	0.7%	-2.0%	6.9%	12.0%	2.0%	12.3%	13.8%
ハイテク機器	22.4%	10.1%	9.1%	10.7%	3.2%	19.7%	7.8%
エネルギー	-18.0%	-60.5%	-59.6%	-52.4%	-1.1%	-50.7%	44.1%
素材	4.6%	-3.9%	6.9%	-0.3%	6.9%	2.2%	19.8%
通信サービス	20.9%	6.7%	3.8%	5.6%	20.5%	7.8%	4.3%
公益	-1.4%	-5.8%	3.8%	4.5%	6.0%	2.2%	4.1%

注: ブルームバーグ集計、データは2月20日時点

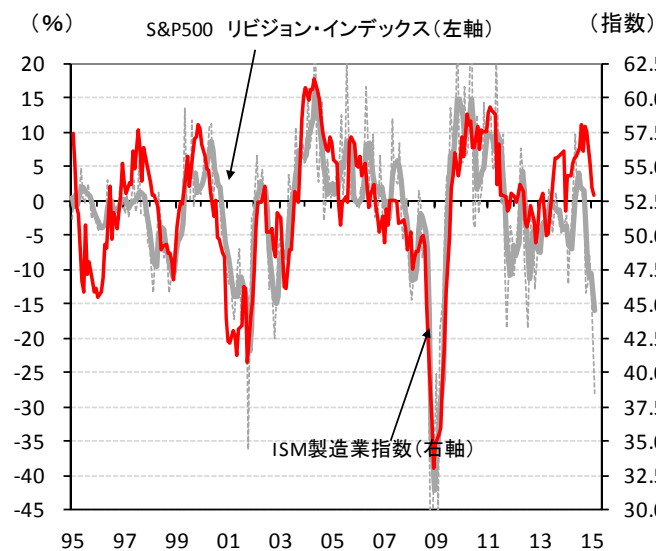
出所: ブルームバーグ、SMBC日興証券

図表10: 決算発表を受けて、米国のリビジョン・インデックスのマイナス幅は拡大
業種別の米国株のリビジョン・インデックス

セクター	14年1月	14年2月	14年3月	14年4月	14年5月	14年6月	14年7月	14年8月	14年9月	14年10月	14年11月	14年12月	15年1月	15年2月	1月-2月の 変化(ppf)
S&P500	-2.2	-12.2	-5.5	-2.9	9.8	0.4	2.1	3.9	-1.6	-13.3	-12.0	-7.7	-12.3	-27.9	-15.6
素材	-3.9	-22.8	-9.5	-4.8	3.8	1.7	-2.6	-3.3	-5.0	-15.6	-28.3	-2.8	-11.8	-25.8	-14.1
公益事業	-0.6	-6.0	4.5	6.1	21.1	5.4	0.0	6.3	1.4	3.0	6.8	1.1	-6.2	-18.5	-12.4
電気通信サービス	-3.3	-1.7	-8.5	15.8	-11.9	-15.1	-8.5	-5.8	-7.9	-9.7	-44.0	-27.5	-12.1	-9.0	3.1
情報技術	3.7	-6.8	0.4	2.8	18.8	9.2	3.1	8.2	5.8	-7.3	-5.4	2.5	-4.3	-21.1	-16.8
資本財・サービス	2.4	-15.6	-3.0	1.6	15.3	3.9	4.4	9.9	2.5	-12.8	-6.0	-4.8	-9.0	-35.3	-26.3
ヘルスケア	-0.5	-1.1	1.8	6.2	2.4	-2.0	5.3	21.2	-0.8	-6.3	7.3	3.3	-9.4	-11.1	-1.7
金融	6.9	-5.1	-7.2	-11.0	9.3	-2.3	3.6	4.2	0.6	-10.2	-9.6	-0.9	-11.9	-26.5	-14.6
エネルギー	-12.5	-29.4	-6.4	-7.2	16.9	1.5	9.7	-8.7	-20.1	-37.2	-51.2	-61.5	-46.5	-58.2	-11.7
生活必需品	-8.4	-31.6	-8.7	-2.8	-6.1	-6.9	-2.7	-11.6	-7.7	-20.6	-15.3	-9.2	-12.8	-36.3	-23.5
一般消費財・サービス	-10.6	-13.8	-14.8	-10.2	4.3	-5.0	-3.6	1.0	0.6	-12.9	-10.2	-0.9	-5.0	-22.2	-17.2

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券

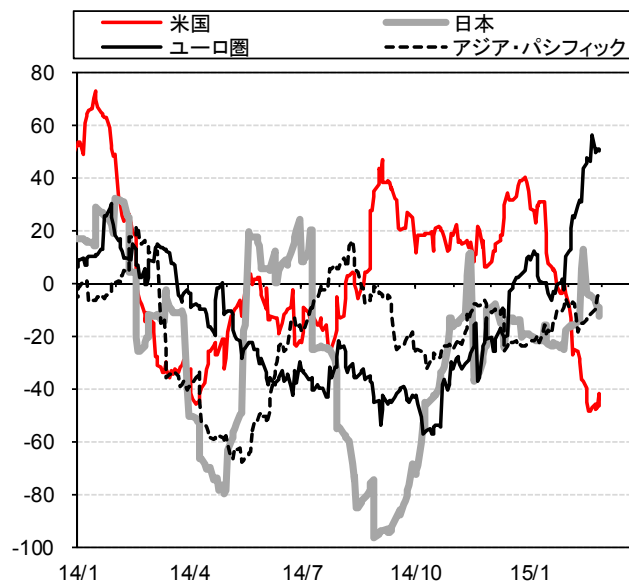
図表11: 米国株の業績予想リビジョン・インデックスは大幅悪化
米国の業績予想リビジョン・インデックスと ISM 製造業指数



注: リビジョン・インデックスはI/B/E/S コンセンサスの12ヵ月先予想EPSベース(実線は3ヵ月移動平均値、破線は原数値)

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券

図表12: 米国のマクロ経済サプライズ指数も大幅悪化
主要国・地域のマクロ経済サプライズ指数



出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券

コンセンサス予想との対比：除く金融ベースでは弊社予想が強気

経常利益についての弊社の業績予想と直近のコンセンサス予想(2月27日時点の QUICK コンセンサス)とを比較すると、弊社予想が2014年度基準では0.1%強気、2015年度基準で0.2%弱気ある。除く金融ベースで見ると、弊社予想が2014年度基準で2.0%、2015年度基準で0.6%強気である。

2015年度経常利益について、弊社がコンセンサス予想に対して強気予想を見立てている主な業種は、小売業(弊社予想とコンセンサス予想の乖離率は+5.2%)、鉄鋼(+4.2%)、海運業(+2.9%)、医薬品(+2.2%)、陸運業(+1.9%)等である。一方、弱気予想を見立てているのは、石油・石炭製品(-28.2%)、電気・ガス業(-13.3%)、その他製品(-9.3%)、情報・通信業(-3.8%)、食料品(-2.7%)等である。

図表13には、NIKKO250採用銘柄で、2014年度10~12月期決算後に弊社アナリストが業績予想を見直したもののうち、2015年度営業利益についての弊社予想がコンセンサス予想を2%以上上回り、かつ投資評価「1」を付与している銘柄を掲載した。

図表13: 2015年度営業利益弊社予想がコンセンサス予想対比で強気かつ投資評価「1」の銘柄群

コード	銘柄	業種	時価総額 (十億円)	2015年度営業利益予想(十億円)		弊社予想とコンセンサスの乖離率 (%)
				弊社予想	コンセンサス	
9507	四国電力	電気・ガス業	343	32.6	26.6	22.7
2432	ディー・エヌ・エー	サービス業	216	29.0	24.8	17.1
6326	クボタ	機械	2,431	243.5	213.3	14.1
9987	スズケン	卸売業	355	17.5	15.5	13.0
1812	鹿島建設	建設業	599	46.0	42.5	8.2
6758	ソニー	電気機器	3,993	426.0	399.2	6.7
7202	いすゞ自動車	輸送用機器	1,474	215.0	203.7	5.5
4508	田辺三菱製薬	医薬品	1,131	73.0	69.4	5.1
7011	三菱重工業	機械	2,236	317.5	302.0	5.1
7012	川崎重工業	輸送用機器	948	107.8	102.6	5.1
4768	大塚商会	情報・通信業	450	40.0	38.2	4.7
9104	商船三井	海運業	515	55.0	52.6	4.5
7203	トヨタ自動車	輸送用機器	27,559	3340.0	3208.0	4.1
1802	大林組	建設業	589	50.0	48.1	4.0
7261	マツダ	輸送用機器	1,533	252.0	242.6	3.9
2502	アサヒグループホールディングス	食料品	1,788	140.0	135.7	3.2
5947	リンナイ	金属製品	440	34.5	33.5	3.0
9613	エヌ・ティ・ティ・データ	情報・通信業	1,384	108.0	105.2	2.7
7205	日野自動車	輸送用機器	1,047	138.0	134.7	2.5
8802	三菱地所	不動産業	3,884	155.0	151.3	2.4

注: ユニバースはNIKKO250採用銘柄。コンセンサス予想はQUICKコンセンサス。スクリーニング条件は、(1)2015年度の弊社営業利益予想がコンセンサス予想を2%以上上回る、(2)弊社投資評価「1」、(3)2014年度10~12月期決算発表後に弊社が業績予想を見直した銘柄、あるいは決算速報レポートにて弊社予想を据え置くと発言がある銘柄。弊社予想とコンセンサスの乖離率の降順。乖離率は(SMBC日興証券の予想値-QUICKコンセンサスの予想値)÷QUICKコンセンサス予想の絶対値。データは2月27日時点

出所: QUICK、SMBC日興証券予想

弊社業績予想に基づく TOPIX-EPS、バリュエーション

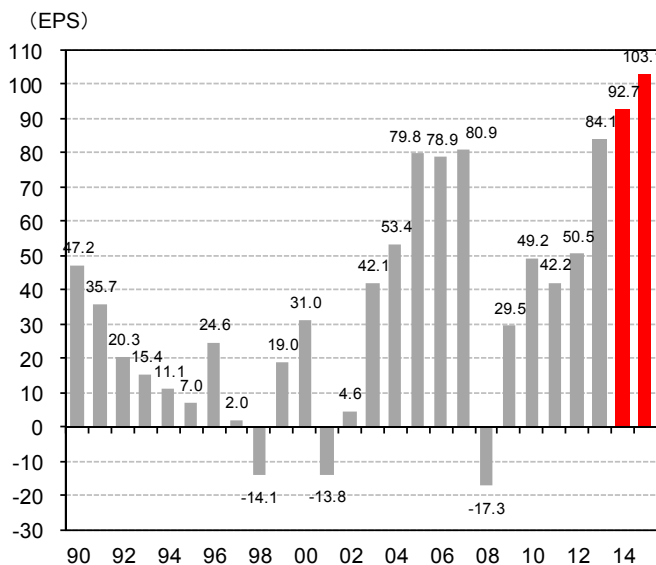
NIKKO250ベースの弊社業績予想をTOPIXに適用し、予想EPSを計算すると、2014年度:92.7、2015年度:103.1となる。連続で過去最高益を更新する見込みであり(図表14)、他国と比べても高めの増益率となっている(図表15)。なお、弊社業績予想に基づけば、TOPIX採用企業の増益率は4年連続で世界株(MSCI AC World)を上回る見込みである。これは1990年度以降で見て初のことであり(震災翌年の2012年度を除いた3年連続でも初)、日本企業の収益構造が変化しつつあることを示唆する結果と捉えられる。

一方、今回の弊社業績予想に基づくと、足元でのNIKKO250ベースの予想PERは、2014年度予想基準で17.3倍、2015年度予想基準で15.5倍と計算される。2013年以降の日本株の予想PERが14~15倍の範囲で推移してきた点を踏まえると(図表16)、現在の日本株は、来期を含めたボトムアップ予想ベースの業績拡大を既に織り込んだ水準と捉えられる。また前述の通り、米国企業の収益状況やマクロ経

済環境に鈍化の兆候が窺える中、米国株の12ヵ月先予想PERはリーマン・ショック前のレンジ上限を超える17.2倍に達しており(図表15)、米国株の調整が目先いつ起きてもおかしくないようにも見受けられる。弊社では、(円安・原油安の定着、国内経済環境の復調等を背景に)今後業績予想が一段と切り上がることで、日本株は上昇基調を強めると判断している。ただし、そうした業績予想上方修正の実現、あるいはその確度が高まるまでは、日本株は一旦頭打ちとなる公算が大きいとみている。

図表14: 2014年度、2015年度のTOPIX-EPSは連続で過去最高を更新する見込み

TOPIX-EPSの長期推移



注: 2014、2015年のEPSは弊社のボトムアップ予想
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券予想

図表15: 日本企業の増益率は他国と比べても高めの水準

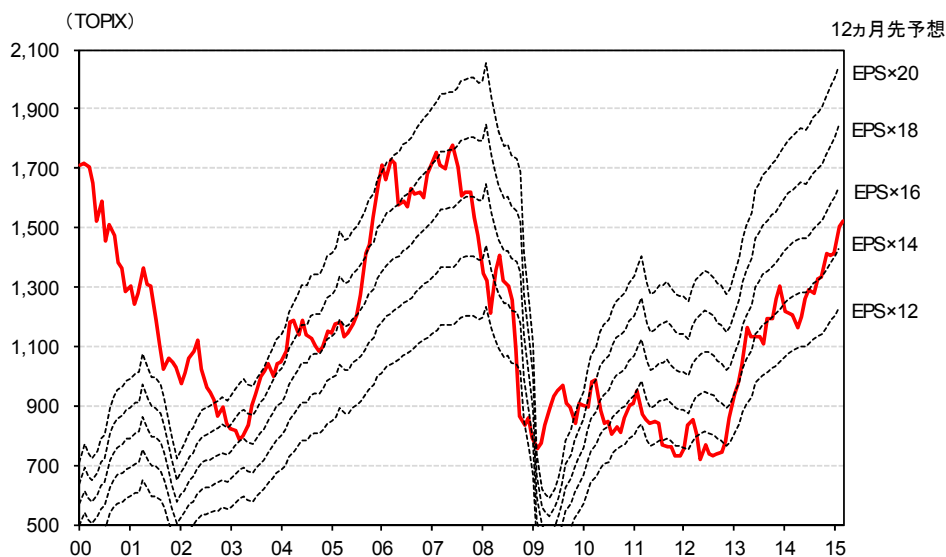
主要指数のEPS増減率、予想PER

	EPS (前年度比、%)			PER (倍)			
	FY14	FY15	FY16	FY14	FY15	FY16	12ヵ月先
MSCI AC World	5.0	3.8	12.5	16.9	16.2	14.4	15.9
MSCI AC EUROPE	-14.5	2.7	12.7	15.8	15.4	13.6	15.0
MSCI AC Asia-ex-Japan	9.4	9.8	10.3	13.4	12.2	11.1	12.0
MSCI EMERGING	-1.8	8.3	11.9	12.8	11.8	10.6	11.6
S&P 500	13.6	2.1	13.0	18.0	17.7	15.6	17.2
DAX	-3.8	8.8	10.2	15.3	14.1	12.8	13.8
CAC40	-12.3	11.9	13.6	17.3	15.4	13.6	15.1
FTSE100	-4.3	-6.8	13.3	14.6	15.6	13.8	15.3
MSCI CHINA	11.2	5.2	12.6	10.7	10.2	9.0	10.0
TOPIX(弊社予想)	10.2	11.2	-	17.3	15.5	-	-

注: TOPIXは弊社のボトムアップ予想、それ以外はI/B/E/Sコンセンサス予想(2月27日時点)
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券予想

図表16: 2013年以降のTOPIXは予想PER14~15倍の範囲で推移

12ヵ月先予想EPSのパスとTOPIX



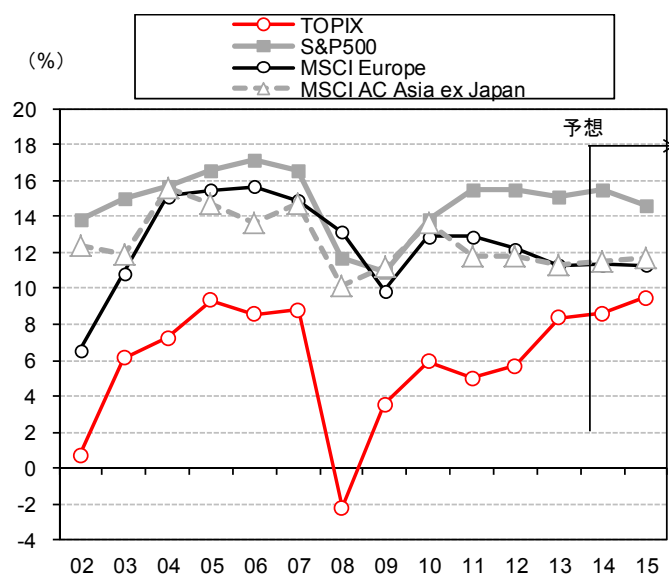
注: 予想はI/B/E/S コンセンサス 12ヵ月先ベース

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券

弊社業績予想に基づく予想ROEは、2014年度基準で8.6%、2015年度基準で9.5%である。日本企業の予想ROEは他国に比べればまだ低い水準にあるが、2002年度以降でみると最も縮小している(図表17)。一方、世界株に対するBPR格差は「アベノミクス」相場が始まった以降縮小傾向にあるものの、ROE格差の水準に比べて依然修正余地が残されているように見受けられる(図表18)。この観点から、中長期的に見て日本株のアウトパフォーマンス余地は残されていると考えられる。

図表17: 日本企業の世界に対するROE格差が縮小

主要国・地域のROE

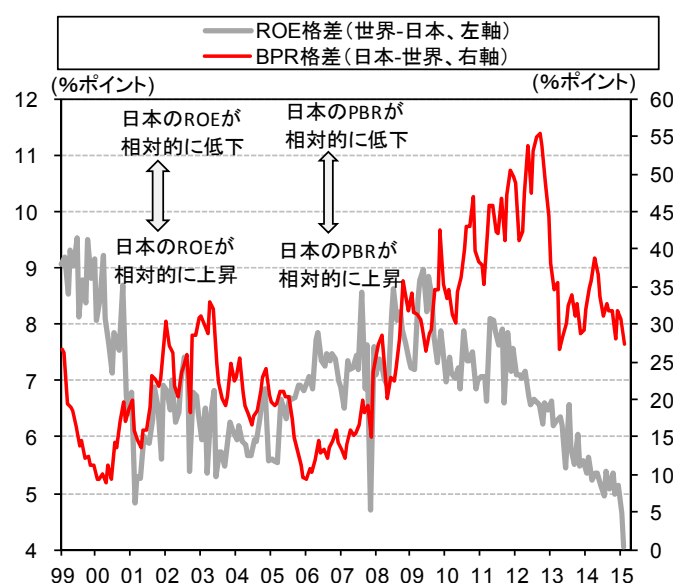


注: 2013年度までは実績、2014年度以降はTOPIXが弊社予想、それ以外がI/B/E/Sコンセンサス予想

出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券予想

図表18: 世界と日本のROE格差の水準に照らせば、BPR格差の縮小はまだ十分ではない

TOPIXとMSCI AC WorldのROE格差、BPR格差



注: ROEはI/B/E/Sコンセンサス12ヵ月先予想

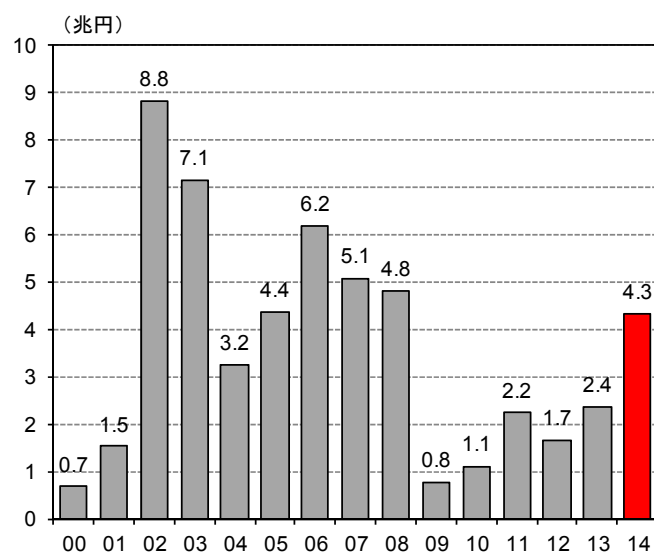
出所: トムソン・ロイター・データストリーム、SMBC日興証券

■ 自社株買いは 2015 年も重要なテーマに

業績の改善に加えて、日本企業の株主還元意識の変化が、ROE の一段の上昇に資する点にも注目しておきたい。特に、昨年から自社株買いの増加が顕著である。2014 年の自己株式取得枠は 4.3 兆円に達し、前年に比べて 84% 増加した(図表 19)。また、最近の特徴として(1)ここ数年自社株を実施してこなかった企業からの発表が増えていることや(図表 20)、(2) 自社株買いの実施率(発表した自社株買い設定枠に対して実際に実施された自社株買いの比率)が上昇傾向にあること(図表 21)、等が挙げられる。その結果、自社株買い発表後のアウトパフォーマンス期間が長期化し、その度合いが高まっていることが(図表 22)、更なる自社株買いの実施の誘因になっている側面があると考えられる。

図表19: 2014年の自社株買いは4.3兆円、前年比+84%

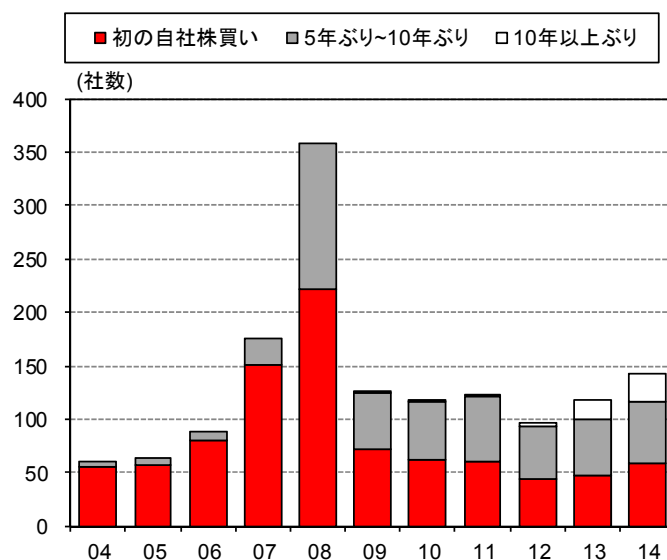
自己株式取得枠設定金額の推移



注: ユニバースは TOPIX 構成銘柄
出所: QUICK、SMBC日興証券

図表20: ここ数年自社株買いを実施してこなかった企業の発表が増加

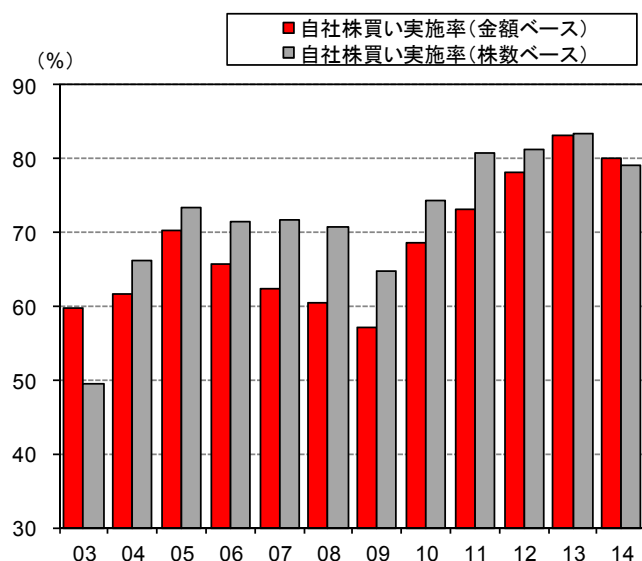
自社株買い発表社数の推移



注: ユニバースは TOPIX 構成銘柄
出所: QUICK、SMBC日興証券

図表21: 自社株買いの設定枠に対する実施率は上昇傾向

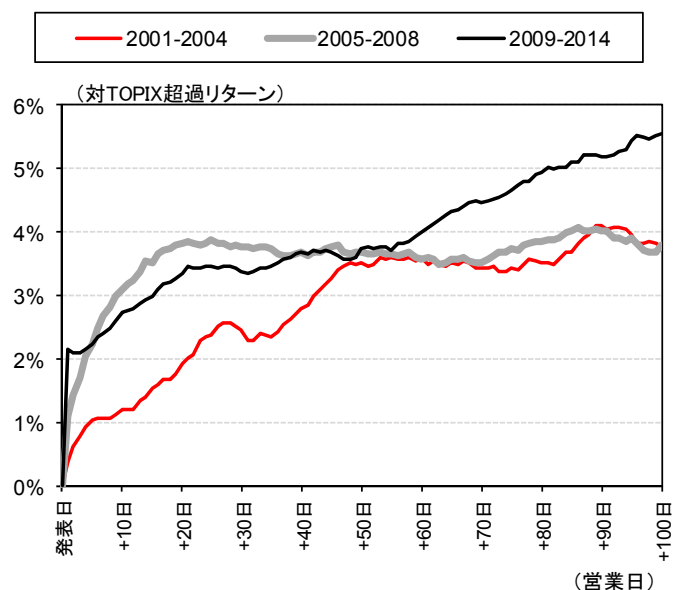
自社株買いの設定枠に対する実施率



注: 東証 1 部構成銘柄で自社株買いを発表した企業。自社株買い発表時の設定枠に対する実施率。1ヶ月未満で終了した場合は除外
出所: QUICK、SMBC日興証券

図表22: 近年では自社株買い発表後、アウトパフォームする期間が長期化し、その度合いも高まっている

自社株買い発表後の株価トレンド



注: ユニバースは TOPIX 構成銘柄で自社株買いを発表した企業。自社株買い発表日を基準として 100 営業日までの対 TOPIX 超過リターン
出所: QUICK、SMBC日興証券

昨年は、5月にアマダが表明した自社株買いが最も注目を集めたが(2年間の利益を全額自社株買いと配当に配分)、総合商社(2月に三井物産が初の自社株買いを発表したことに続き、5月に三菱商事、7月に伊藤忠商事が発表)やメガバンク(11月に三菱UFJフィナンシャル・グループ)等が自社株買いを発表した。今年に入ってから14年度3Q決算発表に合わせて自社株買いの発表が相次ぎ、1月28日には富士フイルムホールディングスが500億円、2月3日にはSANKYOが300億円の自己株式取得枠を設定し、株価はそれぞれ翌日に前日比3.8%、11.5%上昇した。

今後に関しては、2月から議決権行使助言大手のインスティテューショナル・シェアホルダー・サービシーズ(ISS)が「ROE5%基準」を導入(「過去5期の平均ROEが5%を下回る企業」(ただし、直近でROEが改善傾向にある場合は除く)の取締役選任議案への反対を推奨)、5月1日の改正会社法施行、6月1日の「コーポレートガバナンス・コード」適用等、コーポレートガバナンス及び資本効率の改善を促す施策が相次いで導入される。2015年は昨年以上に自社株買いの発表が増加し、市場の関心を集めることになると見込まれる。

図表23: NIKKO250 主要業種別業績予想要約(売上高)

区分	増収率(前年度比、%)				
	13年度 (実績)	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)
NIKKO250	-	-	-	-	-
除く金融、卸売	12.6%	4.2%	1.9%	4.4%	2.8%
除く金融、卸売、電気・ガス	12.7%	4.2%	2.0%	4.4%	3.0%
製造業	12.6%	3.7%	1.7%	4.2%	3.1%
非製造業、除く卸売	12.6%	5.1%	2.1%	4.8%	2.0%
除く卸売、電気・ガス	13.0%	5.3%	2.6%	5.2%	2.6%
水産・農林業	-	-	-	-	-
鉱業	9.7%	3.6%	4.5%	9.9%	5.7%
建設業	12.9%	4.7%	3.5%	4.8%	3.5%
食料品	6.0%	6.3%	-3.1%	6.3%	-1.1%
繊維製品	15.4%	12.3%	7.9%	12.1%	5.3%
パルプ・紙	7.3%	1.6%	2.8%	1.6%	2.8%
化学	11.1%	6.4%	6.8%	6.6%	5.2%
医薬品	9.9%	0.2%	-0.6%	-0.3%	-0.5%
石油・石炭製品	12.4%	-8.1%	-23.1%	-0.4%	-1.1%
ゴム製品	14.9%	3.8%	8.5%	6.9%	4.5%
ガラス・土石製品	12.9%	2.5%	2.7%	2.0%	3.1%
鉄鋼	20.6%	5.5%	2.8%	0.4%	2.2%
非鉄金属	13.1%	6.9%	2.9%	7.0%	3.2%
金属製品	11.8%	1.8%	10.5%	2.4%	1.5%
機械	17.4%	8.1%	5.1%	7.6%	5.9%
電気機器	10.3%	2.8%	2.7%	2.1%	2.5%
輸送用機器	15.6%	6.5%	5.9%	6.7%	5.1%
精密機器	2.4%	0.0%	5.1%	-0.1%	5.4%
その他製品	1.3%	3.4%	-1.3%	2.7%	-1.2%
電気・ガス業	11.3%	4.5%	0.4%	3.2%	-0.2%
陸運業	5.6%	1.6%	1.7%	1.5%	1.8%
海運業	16.5%	6.9%	6.8%	4.9%	5.7%
空運業	6.9%	4.8%	0.6%	4.7%	3.3%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-
情報・通信業	21.3%	9.6%	0.7%	9.5%	0.6%
卸売業	-	-	-	-	-
小売業	10.5%	3.2%	3.7%	3.2%	3.8%
銀行業	-	-	-	-	-
証券・商品先物取引業	-	-	-	-	-
保険業	-	-	-	-	-
その他金融業	-	-	-	-	-
不動産業	8.4%	4.2%	1.7%	3.3%	1.6%
サービス業	13.8%	4.5%	9.0%	3.8%	4.9%

注:増収率は前年度から当年度への変化幅を前年度の絶対値で除した値。前回は2014年12月2日発表、増収率は卸売業を除いて算出

出所: SMBC日興証券予想

図表24: NIKKO250 主要業種別業績予想要約(営業利益)

区分	営業利益増益率(前年度比)				
	13年度 (実績)	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)
NIKKO250	-	-	-	-	-
除く金融	35.9%	7.5%	16.4%	10.6%	12.8%
除く金融、電気・ガス	29.4%	5.3%	15.8%	9.1%	12.2%
製造業	40.9%	9.5%	19.9%	15.1%	14.4%
非製造業	29.0%	4.3%	10.8%	3.7%	10.3%
除く電気・ガス	14.7%	-1.4%	8.3%	-0.5%	8.3%
水産・農林業	-	-	-	-	-
鉱業	5.8%	-13.7%	-1.4%	-10.2%	-0.9%
建設業	27.1%	8.3%	11.2%	8.9%	11.7%
食料品	14.7%	3.9%	-5.8%	2.2%	8.8%
繊維製品	26.1%	21.6%	20.3%	18.8%	15.2%
パルプ・紙	18.4%	4.8%	23.8%	4.8%	23.8%
化学	23.2%	16.5%	19.5%	12.3%	15.1%
医薬品	3.0%	10.2%	0.5%	10.4%	3.4%
石油・石炭製品	3.8%	-225.4%	138.9%	-45.4%	86.2%
ゴム製品	41.0%	9.0%	13.6%	10.2%	8.3%
ガラス・土石製品	45.7%	0.7%	15.4%	1.8%	10.9%
鉄鋼	578.0%	17.0%	34.6%	13.8%	14.5%
非鉄金属	16.3%	26.1%	12.1%	24.2%	12.3%
金属製品	41.8%	-23.6%	50.5%	-8.7%	15.1%
機械	45.1%	13.3%	10.2%	15.4%	13.3%
電気機器	45.3%	22.0%	21.6%	20.4%	20.0%
輸送用機器	53.0%	16.7%	16.4%	20.3%	13.0%
精密機器	44.8%	-2.3%	20.3%	2.1%	11.7%
その他製品	12.0%	81.7%	-0.8%	103.6%	-5.2%
電気・ガス業	157.0%	151.9%	35.6%	111.4%	35.2%
陸運業	9.0%	1.0%	6.4%	0.0%	4.6%
海運業	5061.1%	-15.2%	95.9%	-0.1%	68.6%
空運業	-22.2%	13.8%	9.4%	7.8%	6.4%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-
情報・通信業	18.5%	-5.1%	9.6%	-4.0%	8.9%
卸売業	24.0%	-1.0%	1.4%	3.9%	4.4%
小売業	4.6%	5.4%	13.0%	5.2%	14.4%
銀行業	-	-	-	-	-
証券、商品先物取引業	-	-	-	-	-
保険業	-	-	-	-	-
その他金融業	-	-	-	-	-
不動産業	16.9%	0.4%	3.9%	-2.9%	5.6%
サービス業	12.2%	-2.3%	12.3%	-1.1%	14.0%

注:増益率は前年度から当年度への変化幅を前年度の絶対値で除した値。前回は2014年12月2日発表

出所: SMBC日興証券予想

図表25: NIKKO250 主要業種別業績予想要約(経常利益)

区分	経常利益増益率(前年度比)				
	13年度 (実績)	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)
NIKKO250	38.9%	6.6%	11.2%	8.1%	9.4%
除く金融	41.7%	9.6%	13.8%	12.0%	11.2%
除く金融、電気・ガス	34.4%	7.5%	12.9%	10.5%	10.4%
製造業	48.8%	10.7%	18.2%	13.1%	15.4%
非製造業	31.9%	8.1%	7.0%	10.2%	4.5%
除く電気・ガス	17.0%	2.7%	4.4%	6.4%	2.2%
水産・農林業	-	-	-	-	-
鉱業	4.4%	-18.3%	-1.5%	-14.9%	-0.8%
建設業	24.7%	3.5%	10.1%	3.4%	11.6%
食料品	16.1%	4.2%	-5.9%	1.0%	10.1%
繊維製品	25.4%	22.9%	14.0%	13.0%	16.0%
パルプ・紙	28.9%	-19.7%	28.3%	-19.7%	28.3%
化学	22.1%	19.9%	13.1%	10.9%	13.7%
医薬品	5.6%	9.1%	-1.6%	7.3%	3.3%
石油・石炭製品	8.0%	-186.8%	164.2%	-43.3%	70.1%
ゴム製品	40.5%	6.7%	14.0%	5.5%	8.7%
ガラス・土石製品	35.9%	4.7%	19.1%	1.4%	19.3%
鉄鋼	414.7%	18.3%	30.9%	13.7%	14.7%
非鉄金属	18.7%	21.8%	6.1%	19.4%	9.0%
金属製品	34.7%	-21.5%	29.7%	-12.3%	15.3%
機械	45.7%	15.4%	8.0%	15.5%	12.8%
電気機器	107.1%	20.3%	27.4%	16.4%	27.1%
輸送用機器	55.0%	19.5%	13.8%	20.7%	12.7%
精密機器	29.6%	17.2%	14.3%	11.3%	9.1%
その他製品	8.4%	58.3%	-22.6%	36.1%	-4.3%
電気・ガス業	111.1%	553.0%	49.6%	391.3%	55.1%
陸運業	13.4%	2.2%	8.5%	0.9%	6.6%
海運業	1147.0%	0.5%	48.2%	10.2%	36.8%
空運業	-23.7%	18.2%	12.2%	9.7%	9.5%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-
情報・通信業	19.6%	11.0%	-8.9%	11.6%	-9.0%
卸売業	23.7%	-2.3%	14.6%	16.6%	3.2%
小売業	4.3%	3.9%	12.1%	3.6%	13.4%
銀行業	23.6%	-4.2%	-1.4%	-6.1%	0.2%
証券、商品先物取引業	67.8%	-22.0%	5.7%	-22.0%	5.7%
保険業	34.5%	-1.0%	5.4%	-1.0%	5.4%
その他金融業	39.8%	3.8%	4.0%	5.4%	4.9%
不動産業	23.5%	-1.3%	4.2%	-5.9%	6.5%
サービス業	13.6%	-0.3%	10.3%	-1.4%	13.2%

注:増益率は前年度から当年度への変化幅を前年度の絶対値で除した値。前回は2014年12月2日発表
出所: SMBC日興証券予想

図表26: NIKKO250 主要業種別業績予想要約(純利益)

区分	純利益増益率(前年度比)				
	13年度 (実績)	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)
NIKKO250	66.0%	10.2%	11.2%	10.6%	9.6%
除く金融	85.7%	13.7%	13.0%	14.5%	11.0%
除く金融、電気・ガス	58.7%	11.9%	13.6%	15.4%	9.8%
製造業	93.7%	15.2%	18.6%	19.0%	14.4%
非製造業	74.4%	11.4%	3.7%	7.4%	5.0%
除く電気・ガス	21.8%	6.3%	4.5%	9.5%	1.5%
水産・農林業	-	-	-	-	-
鉱業	0.4%	-18.9%	-14.1%	-2.6%	-11.2%
建設業	36.6%	9.3%	8.8%	10.9%	10.3%
食料品	23.2%	5.1%	-5.2%	3.3%	9.8%
繊維製品	23.0%	42.6%	8.2%	17.4%	17.9%
パルプ・紙	32.0%	-11.2%	35.0%	-11.2%	35.0%
化学	58.9%	47.0%	-4.0%	35.9%	-5.9%
医薬品	-0.8%	7.3%	2.9%	6.2%	7.4%
石油・石炭製品	-14.7%	-257.5%	138.5%	-30.1%	47.0%
ゴム製品	17.6%	39.9%	12.4%	41.0%	9.4%
ガラス・土石製品	48.7%	7.7%	26.2%	7.0%	22.2%
鉄鋼	559.4%	9.7%	25.3%	1.2%	11.9%
非鉄金属	23.5%	10.7%	14.5%	19.8%	9.2%
金属製品	57.5%	-27.0%	32.3%	-8.0%	13.3%
機械	49.1%	1.7%	15.6%	3.5%	17.6%
電気機器	381.6%	45.4%	32.4%	38.8%	33.8%
輸送用機器	66.9%	16.0%	14.4%	18.7%	12.3%
精密機器	-9.3%	35.0%	16.7%	28.8%	8.9%
その他製品	-29.5%	146.3%	-24.9%	106.0%	-6.8%
電気・ガス業	129.8%	92.1%	-3.6%	-25.0%	85.7%
陸運業	18.5%	2.0%	11.2%	3.1%	7.2%
海運業	156.5%	-13.8%	56.4%	-8.2%	50.6%
空運業	-13.8%	1.0%	10.2%	-4.9%	10.2%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-
情報・通信業	30.5%	19.0%	-8.4%	20.2%	-8.9%
卸売業	7.2%	-4.1%	16.6%	7.0%	2.7%
小売業	7.8%	-1.1%	16.3%	-0.2%	17.9%
銀行業	8.5%	-4.8%	1.6%	-5.7%	2.0%
証券・商品先物取引業	112.6%	-22.5%	-0.7%	-22.5%	-0.7%
保険業	30.4%	14.4%	19.5%	14.4%	19.5%
その他金融業	38.3%	15.1%	-3.5%	17.8%	-1.7%
不動産業	24.5%	38.1%	-17.9%	32.3%	-15.6%
サービス業	15.8%	4.8%	5.2%	-3.1%	14.8%

注:増益率は前年度から当年度への変化幅を前年度の絶対値で除した値。前回は2014年12月2日発表
出所: SMBC日興証券予想

図表27: SMBC日興証券予想とコンセンサス予想との比較(経常利益)

区分	経常利益増益率(前年度比)					SMBC日興証券予想と コンセンサスの乖離率		SMBC日興証券予想と 会社予想の乖離率
	(SMBC日興証券予想)		(コンセンサス予想)		(会社予想)	14年度	15年度	14年度
	14年度	15年度	14年度	15年度	14年度			
NIKKO250	6.6%	11.2%	6.4%	11.6%	2.6%	0.1%	-0.2%	3.8%
除く金融	9.6%	13.8%	7.5%	15.4%	4.2%	2.0%	0.6%	5.3%
除く金融・電気・ガス	7.5%	12.9%	5.6%	13.8%	2.6%	1.9%	1.1%	4.8%
製造業	10.7%	18.2%	10.6%	18.2%	6.6%	0.1%	0.1%	3.8%
非製造業	8.1%	7.0%	2.7%	10.8%	0.4%	5.2%	1.6%	7.6%
除く電気・ガス	2.7%	4.4%	-2.1%	6.2%	-3.6%	5.0%	3.2%	6.6%
水産・農林業	-	-	-	-	-	-	-	-
鉱業	-18.3%	-1.5%	-29.2%	-27.0%	-26.5%	15.4%	55.6%	11.3%
建設業	3.5%	10.1%	4.2%	8.7%	0.3%	-0.6%	0.7%	3.2%
食料品	4.2%	-5.9%	4.0%	-3.1%	2.8%	0.2%	-2.7%	1.4%
繊維製品	22.9%	14.0%	20.8%	11.2%	20.2%	1.8%	4.3%	2.3%
パルプ・紙	-19.7%	28.3%	-30.8%	31.2%	-28.9%	16.1%	13.5%	13.0%
化学	19.9%	13.1%	16.6%	13.3%	14.3%	2.8%	2.7%	4.9%
医薬品	9.1%	-1.6%	7.8%	-2.5%	5.8%	1.2%	2.2%	3.1%
石油・石炭製品	-186.8%	164.2%	-173.3%	206.0%	-182.7%	-18.5%	-28.2%	-5.0%
ゴム製品	6.7%	14.0%	6.7%	14.7%	6.7%	0.0%	-0.6%	0.0%
ガラス・土石製品	4.7%	19.1%	3.8%	20.8%	1.3%	0.9%	-0.6%	3.4%
鉄鋼	18.3%	30.9%	19.4%	24.5%	16.4%	-0.9%	4.2%	1.6%
非鉄金属	21.8%	6.1%	20.3%	5.8%	17.3%	1.3%	1.6%	3.8%
金属製品	-21.5%	29.7%	-21.4%	31.8%	-22.6%	-0.1%	-1.7%	1.4%
機械	15.4%	8.0%	14.5%	8.2%	8.0%	0.9%	0.6%	6.9%
電気機器	20.3%	27.4%	22.5%	25.9%	16.1%	-1.8%	-0.6%	3.6%
輸送用機器	19.5%	13.8%	18.6%	13.6%	15.1%	0.7%	0.9%	3.9%
精密機器	17.2%	14.3%	15.4%	13.9%	10.0%	1.5%	1.9%	6.6%
その他製品	58.3%	-22.6%	48.5%	-9.0%	40.9%	6.6%	-9.3%	12.4%
電気・ガス業	553.0%	49.6%	499.2%	87.9%	407.4%	9.0%	-13.3%	28.7%
陸運業	2.2%	8.5%	2.5%	6.1%	0.8%	-0.4%	1.9%	1.4%
海運業	0.5%	48.2%	2.7%	41.0%	-0.4%	-2.1%	2.9%	0.9%
空運業	18.2%	12.2%	16.1%	17.0%	9.2%	1.8%	-2.3%	8.2%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-	-	-	-
情報・通信業	11.0%	-8.9%	9.0%	-3.5%	4.2%	1.9%	-3.8%	6.5%
卸売業	-2.3%	14.6%	-14.9%	21.9%	-15.4%	14.7%	7.9%	15.4%
小売業	3.9%	12.1%	-4.6%	16.1%	0.6%	8.9%	5.2%	3.2%
銀行業	-4.2%	-1.4%	0.5%	-5.9%	-5.9%	-4.7%	-0.1%	1.9%
証券・商品先物取引業	-22.0%	5.7%	-16.3%	7.8%	-12.3%	-6.7%	-8.5%	-11.0%
保険業	-1.0%	5.4%	18.1%	1.9%	14.5%	-16.1%	-13.2%	-13.5%
その他金融業	3.8%	4.0%	15.0%	8.3%	11.4%	-9.7%	-13.3%	-6.8%
不動産業	-1.3%	4.2%	-1.3%	5.1%	-2.9%	0.0%	-0.9%	1.7%
サービス業	-0.3%	10.3%	-1.3%	12.2%	-0.4%	1.0%	-0.7%	0.1%

注: QUICKコンセンサス(2月27日時点)はNIKKO250と同一ユニバースで集計。乖離率は(SMBC日興証券の予想値-QUICKコンセンサスの予想値または会社予想値)÷QUICKコンセンサス予想または会社予想の絶対値

出所: 会社資料、QUICK、SMBC日興証券予想

図表28: NIKKO250 主要バリュエーション指標

区分	PER(倍)				PBR(倍)		ROE			
	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	今回 (実績)	前回 (実績)	今回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)	前回予想 14年度 (予想)	15年度 (予想)
NIKKO250	17.3	15.5	15.9	14.5	1.48	1.44	8.6%	9.5%	9.1%	9.9%
除く金融	18.4	16.3	16.9	15.3	1.66	1.61	9.0%	10.2%	9.5%	10.5%
除く金融、電気・ガス	18.7	16.4	16.7	15.2	1.69	1.64	9.0%	10.3%	9.8%	10.8%
製造業	19.2	16.2	17.3	15.1	1.73	1.70	9.0%	10.7%	9.8%	11.3%
非製造業	17.1	16.5	16.3	15.5	1.54	1.46	9.0%	9.3%	9.0%	9.4%
除く電気・ガス	17.8	17.0	15.7	15.5	1.61	1.53	9.0%	9.5%	9.7%	9.9%
水産・農林業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
鉱業	13.9	16.2	10.3	11.6	0.68	0.63	4.9%	4.2%	6.2%	5.5%
建設業	17.3	15.9	16.2	14.7	1.60	1.59	9.3%	10.1%	9.8%	10.8%
食料品	23.1	24.4	22.5	20.5	2.46	2.45	10.6%	10.1%	10.9%	12.0%
繊維製品	19.1	17.6	21.7	18.5	1.79	1.79	9.4%	10.2%	8.2%	9.7%
パルプ・紙	17.9	13.3	14.8	10.9	0.87	0.78	4.9%	6.6%	5.3%	7.2%
化学	19.4	20.2	18.4	19.5	1.80	1.70	9.3%	8.9%	9.3%	8.7%
医薬品	30.1	29.2	26.4	24.5	2.01	1.81	6.7%	6.9%	6.9%	7.4%
石油・石炭製品	-	19.1	14.9	10.1	0.83	0.69	-	4.3%	4.7%	6.8%
ゴム製品	11.9	10.6	10.5	9.6	1.67	1.59	14.0%	15.8%	15.2%	16.6%
ガラス・土石製品	20.9	16.6	19.9	16.3	1.48	1.47	7.1%	8.9%	7.4%	9.0%
鉄鋼	13.1	10.5	13.1	11.7	1.11	1.06	8.5%	10.6%	8.1%	9.1%
非鉄金属	13.0	11.3	11.6	10.6	1.00	1.03	7.7%	8.8%	8.8%	9.7%
金属製品	28.3	21.4	20.8	18.3	1.14	1.08	4.0%	5.3%	5.2%	5.9%
機械	19.1	16.5	19.1	16.3	1.79	1.93	9.4%	10.8%	10.1%	11.8%
電気機器	24.6	18.6	24.6	18.4	1.99	2.00	8.1%	10.7%	8.2%	10.9%
輸送用機器	13.2	11.5	12.0	10.7	1.55	1.53	11.7%	13.4%	12.8%	14.4%
精密機器	26.2	22.5	25.3	23.2	2.51	2.49	9.6%	11.2%	9.9%	10.7%
その他製品	27.4	36.5	33.2	35.6	1.20	1.32	4.4%	3.3%	4.0%	3.7%
電気・ガス業	11.6	12.0	28.9	15.6	0.98	0.93	8.5%	8.1%	3.2%	6.0%
陸運業	21.5	19.3	18.2	16.9	1.97	1.73	9.2%	10.2%	9.5%	10.2%
海運業	14.4	9.2	12.3	8.2	0.76	0.72	5.3%	8.2%	5.8%	8.8%
空運業	13.2	12.0	13.0	11.8	1.61	1.51	12.2%	13.4%	11.6%	12.8%
倉庫・運輸関連業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
情報・通信業	15.3	16.7	14.3	15.7	1.73	1.67	11.3%	10.4%	11.7%	10.6%
卸売業	9.7	8.4	7.9	7.7	0.79	0.78	8.1%	9.4%	9.9%	10.1%
小売業	28.9	24.8	26.1	22.1	2.19	2.08	7.6%	8.8%	8.0%	9.4%
銀行業	10.8	10.7	10.0	9.9	0.82	0.80	7.6%	7.7%	8.0%	8.1%
証券、商品先物取引業	15.1	15.2	14.8	14.9	1.15	1.19	7.6%	7.5%	8.0%	8.0%
保険業	18.5	15.5	16.5	13.8	0.84	0.85	4.6%	5.4%	5.2%	6.2%
その他金融業	14.8	15.3	13.4	13.7	1.35	1.30	9.2%	8.8%	9.7%	9.5%
不動産業	28.1	34.3	29.1	34.4	2.18	2.23	7.7%	6.4%	7.7%	6.5%
サービス業	32.1	30.5	31.7	27.6	3.51	3.15	10.9%	11.5%	9.9%	11.4%

注: 前回は2014年12月2日発表

出所: SMBC日興証券予想

NIKKO250 について

定義

業績予想を集計するにあたり、ユニバースとして代表的な大型株を選定することを考えた。

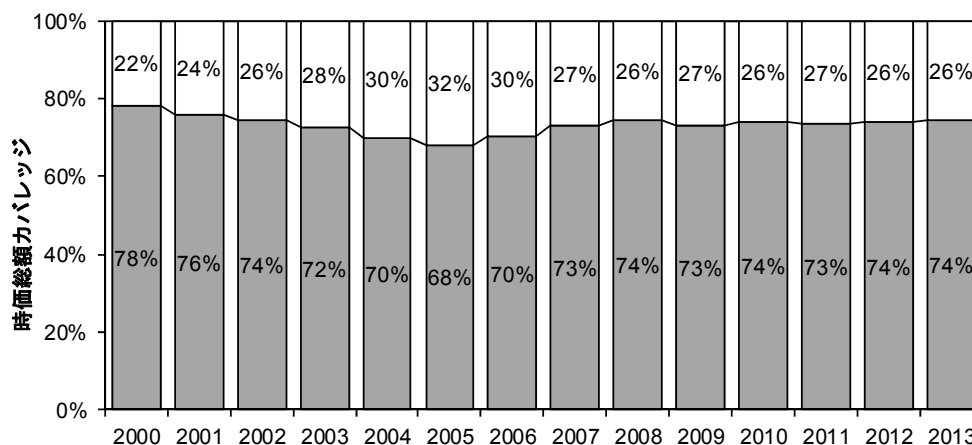
全上場銘柄について、2013年1年間の日次平均時価総額を計算し、上位250銘柄を選定した。

特徴

時価総額で全銘柄の7割程度を安定的にカバーしており、業種別に見ても広くカバーされている。

NIKKO250銘柄選定のルール(1年間の日次平均時価総額上位250銘柄)に従って2000年以降のNIKKO250銘柄のカバレッジを各年末で計算した。結果、NIKKO250銘柄で全銘柄の時価総額のうち、70~80%程度を安定的にカバーできることが確認された。

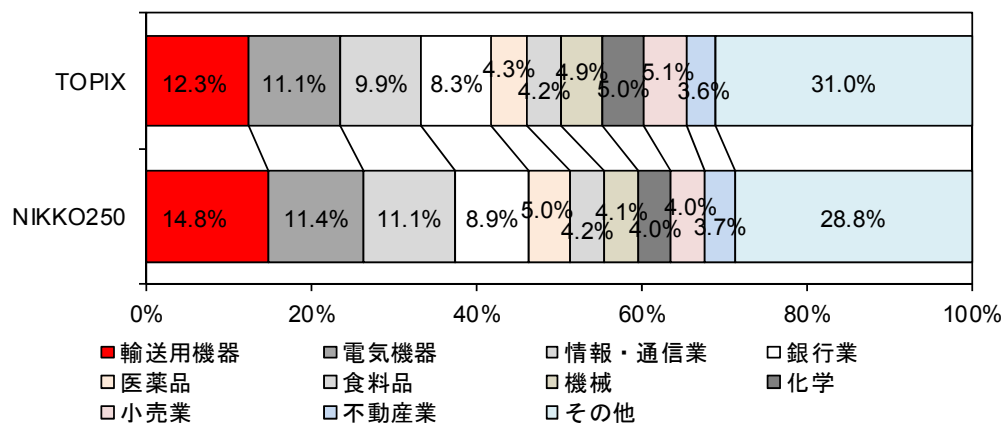
図表29: NIKKO250の時価総額カバレッジ



注: 全上場銘柄の時価総額に対するNIKKO250構成銘柄の比率を示す

出所: SMBC日興証券

図表30: NIKKO250の業種別時価総額構成比



出所: SMBC日興証券

補 足

【アナリストによる証明】

SMBC日興証券株式会社(以下「弊社」といいます)が発行する本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの作成および内容に関して主な責任を負います。当該アナリストは、本調査レポートで表明されている見解が調査対象会社やその証券に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また、当該アナリストは、過去、現在、将来にわたり、本調査レポートで特定の見解を表明することに対して直接的または間接的に報酬を一切受領していないこと、また、受領する予定もないことをここに証明します。

【重要な開示情報】

重要な開示情報の項目1～11につきましては、以下のリンクにあるWEBディスクロージャーをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

12. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストは、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています: 該当なし
13. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストの家族は、本調査レポートの対象会社の役員、顧問に就任しています: 該当なし
14. 本調査レポートの表紙に記載されたアナリストまたはその家族は、本調査レポートの対象会社の有価証券(普通株式、社債、転換社債型新株予約権付社債など)を保有しています: 該当なし

目標株価は、弊社のアナリストが今後6～12か月の期間に達すると予想している株価水準です。

各銘柄には当該会社を含むアナリストまたはそのチームがカバーする業種における相対的な投資評価が付されています。

投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。

- 1(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を上回ると判断する場合。
 - 2(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値と同程度と判断する場合。
 - 3(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンの中央値を下回ると判断する場合。
- NR: 投資評価を実施しない場合。
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

また、本調査レポートの業種分類において、中小型株・成長株に分類された銘柄の投資評価の定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- A(アウトパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
 - B(中立): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
 - C(アンダーパフォーム): 弊社のアナリストが予想する個別銘柄の投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。
- NR: 投資評価を実施しない場合。
RS: 一時的に投資評価を停止する場合。

業種格付けの定義は、以下の通りで、対象期間は今後6～12か月です。日本については市場平均は東証株価指数(TOPIX)を基準としています。

- 強気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を上回ると判断する場合。
- 中立: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均と同程度と判断する場合。
- 弱気: 弊社のアナリストが予想する担当業種のカバレッジ・ユニバースの投資リターンが、市場平均を下回ると判断する場合。

アナリストの報酬は、投資銀行業務収益を含む弊社全体の収益に基づき支払われています。

投資評価の分布、本調査レポートで言及された会社の株価チャートと投資評価の推移については、以下のリンクにあるWEBディスクロージャーをご参照ください。 <https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/disclosure/disclosure.php>

その他の重要な開示情報については、以下の宛先、またはお取引部店までお問い合わせください。

〒100-6519 東京都千代田区丸の内1-5-1 SMBC日興証券株式会社 株式調査部

テクニカルレポートにおける個別会社の評価及び株価予想は、過去の株価パフォーマンスやポジション分析などテクニカル分析の手法に基づくもので、当該会社のファンダメンタルズ分析に基づくものではありません。したがって、テクニカル分析に基づく個別会社の評価及び株価予想は、当該会社の調査を担当する弊社のセクターアナリストがファンダメンタルズ分析に基づいて行う評価ならびに同分析から算出する目標株価とは一致しない場合があります。

【免責事項】

本調査レポートは証券その他の投資対象の売買の勧誘ではなく、弊社が情報の提供を目的に作成したものです。本調査レポートは、弊社が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成していますが、これらの情報が完全、正確であるとの保証はいたしかねます。情報が不完全または要約されている場合もあります。本調査レポートに記載する価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。かかる価格、数値等は予告なしに変更することがありますので、予めご了承くださいませよう願っています。本調査レポートは将来の結果をお約束するものではありませんし、本調査レポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、お客様の判断と責任において使用されるものであり、本調査レポートにある情報の使用による結果について、弊社及び弊社の関連会社が責任を負うものではありません。本調査レポートは、本調査レポートを受領される特定のお客様の財務状況、ニーズ又は投資目的を考慮して作成されているものではありません。本調査レポートはおお客様に対して税金・法律・投資上のアドバイスを提供する目的で作成されたものではありません。投資に関する最終決定は、契約締結前交付書面、上場有価証券等書面、目論見書、お客様向け資料等をよくお読みになり、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。弊社及び弊社の関連会社のリサーチ部門以外の部門が本調査レポートで推奨されている投資や見解と整合しない又は矛盾するコメントを顧客又は自己勘定部門に対して行う場合があります。弊社及び弊社の関連会社はかかるコメントを参考に投資決定を行うことがあります。弊社並びに弊社の関連会社及びこれらの役職員は、本調査レポートで言及されている証券、その派生商品又は本調査レポートの対象会社の別の証券の売買を行う可能性があります。本調査レポートは、弊社又は弊社の関連会社から配布しています。本調査レポートに含まれる情報は、提供されましたお客様限りでご使用ください。本調査レポートは弊社の著作物です。本調査レポートのいかなる部分についても電子的または

機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願いいたします。本調査レポートに関するお問い合わせは、弊社の営業担当者までお願いいたします。追加情報をご希望の場合にはご連絡ください。

本調査レポートに記載された会社名、商品名またはサービス名等は、弊社または各社の商標または登録商標です。

【金融商品取引法第37条(広告等の規制)に関する留意事項】

【手数料等について】

本調査レポートの記載の内容に従ってお取引をされる場合、各商品等に所定の手数料等をご負担いただく場合があります。例えば、店舗における日本国内の金融商品取引所に上場する株式等(売買単位未満株式を除く。)の場合は約定代金に対して最大1.242%(ただし、最低手数料5,400円)の委託手数料をお支払いいただきます。債券、株式等を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみをお支払いいただきます(債券の場合、購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。)。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、又は異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて弊社が決定した為替レートによるものとします。上記手数料等のうち、消費税が課せられるものについては、消費税分を含む料率又は金額を記載しております。

【リスク等について】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況(財務・経営状況を含む)の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ(元本欠損リスク)、または元本を超過する損失を生ずるおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、信用取引またはデリバティブ取引等(以下「デリバティブ取引等」といいます)を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額(以下「委託保証金等の額」といいます)を上回る場合があると同時に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。また、店頭デリバティブ取引については、弊社が表示する金融商品の売付けの価格と買付けの価格に差がある場合があります。資産担保証券については、利金、配当または償還金等の額が、一定の資産の状況の変化によって影響を受ける場合があります。これによって、中途売却、償還時点において、損失を被ることがあります。

上記の手数料等およびリスク等は商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料等をよくお読みください。なお、目論見書等のお問い合わせは弊社各店舗までお願いいたします。

【弊社の商号等】

SMBC日興証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2251号

【弊社の加入協会】

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

国別・地域別の開示事項

日本国外へのレポート配布先は機関投資家のみとされています。機関投資家の定義は国により異なります。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。

[米国] 本調査レポートはFINRAに登録されているSMBC Nikko Securities America, Inc.(以下「SI社」といいます)の米国外関連会社である弊社のアナリストが作成したものです。本調査レポートの作成に部分的、全体的に関わったアナリストは米国を拠点としておらず、FINRAには登録していません。本調査レポートを作成した米国外アナリストは会員会社に所属しないため、NASD Rule 2711の対象会社とのコミュニケーション、パブリックアピエランス、アナリスト本人の売買口座の規制に該当しない場合があります。本調査レポートは米国における機関投資家向けにのみ配信を想定しています。本調査レポートを受領した投資家は当該レポートを第三者に転送、譲渡しないことに合意したものとみなされます。本調査レポートで言及された有価証券に関する取引を希望される米国投資家はSI社までお問い合わせください。

[カナダ] 本調査レポートは証券の売買を勧誘するものではありません。本調査レポートは証券の一般的な利点とリスクについて記載しているのみで、特定のお客様の要望や状況に合わせたものではありません。本調査レポートは特定の有価証券、サービス、商品の購入を推奨するものではないことをご承知ください。

[香港] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Hong Kong) Limitedにより配布されます。香港では、本調査レポートはSecurities and Futures Ordinance及びその下位立法に定める専門投資家に対してのみ配布しています。

[中国] 本調査レポートは、Chinese Securities and Regulatory Commissionの免許や承認を受けて配布されるものではありません。本調査レポートは、中華人民共和国在住の投資家に直接、間接を問わず配布されることを目的としていません。ただし、適用法・規則に従い、一定の中華人民共和国在住の投資家には、要望により本調査レポートを送付いたします。中国の投資家が対外投資を行う際には、中国の外国為替関連規制における届出・認可手続きと対外投資に関する認可手続きの対象となる場合があります。

[台湾] 台湾以外からの本調査レポートの配布は台湾当局の認可・承認を得たものではありません。

[シンガポール] 本調査レポートはSMBC Nikko Securities (Singapore) Pte. Ltd.(以下「NKSG社」といいます)によって、Financial Advisers Act, Cap.110において定義される機関投資家、適格投資家、専門投資家に対してのみ配布されるものです。本調査レポートまたは本調査レポートに含まれる情報のいずれも、有価証券の取得、売却、募集の申込み、引受けに関する取引契約の締結またはその申込みの勧誘を目的としたものではありません。本調査レポートを受領したお客様は自身が機関投資家、適格投資家、専門投資家であることおよび前述の制限事項に拘束されることに同意したことになります。本調査レポートに起因する事項及び本調査レポートの情報に関するお問合せはNKSG社までお願いします。

[EU、中東およびアフリカ] 本調査レポートや第三者から提供された付属資料は、SMBC Nikko Capital Markets Limited(以下「CM社」といいます)がEU、中東およびアフリカ内で配布します。執筆時点の筆者の見解が含まれますが、CM社の見解とは必ずしも一致しません。CM社は、本調査レポート内で言及された有価証券を保有している可能性があります。その場合でも当該有価証券の保有を継続することを表明するものではありません。SMBC Nikko Capital Markets Limited(所在地: One New Change, London EC4M 9AF, 電話番号: +44 (0)20 3527 7000、イングランドにおいて登録済み(No.02418137))は、金融行動監視機構(Financial Conduct Authority, 所在地: 25 The North Colonnade, Canary Wharf, London E14 5HS)の認可を受け、監督下にあります。弊社の利益相反ポリシーについては以下のリンクをご参照ください。

<https://researchdirect.smbcnikko.co.jp/pdf/coidisclosure.pdf>

アラブ首長国連邦: 本調査レポートは、アラブ首長国連邦(the Dubai International Financial Centreを含む)における有価証券や金融商品の発行や

販売あるいは取得の申込みの勧誘を構成するものではなく、そのようなものとして解釈されてはなりません。加えて、本調査レポートにかかる法人や有価証券がthe UAE Central Bank、Emirates Securities and Commodities Authority、Dubai Financial Services AuthorityまたはUAEの他の認可当局や政府機関の承認、認可あるいは登録を受けていないことをお客様が了解されていることを前提に本調査レポートは利用可能とされています。本調査レポートの内容はthe UAE Central BankまたはDubai Financial Services Authorityの認可や登録を受けておりません。