

決算発表通過で上昇した日経平均の EPS

3 月期の決算発表がほぼ出そろった。日本経済新聞社の調べによると、上場企業の前期の経常利益は約 1%減り、4 年ぶりの減益決算となった（除く金融・電力）。資源安の影響で商社や石油、非鉄が多額の損失を計上したほか新興国景気の減速で建機や鉄鋼も大幅減益となった。

今期はこうした要因がなくなることに加えて、小売りや通信など非製造業が増益となる。一方、自動車や電子部品、機械など製造業は円高によって業績が落ち込む。ドル円相場の想定レートを 1 ドル 110 円とする企業が多く、為替次第で 2 期連続の減益となるリスクもあるが、現段階では上場企業全体で 3%程度の経常増益が見込まれている。

日経平均構成企業の当期純利益で見ると増益幅は約 9%に拡大する。これを日経平均の 1 株当たり利益に換算すると約 1,200 円になる。平均的な株価収益率 15 倍で評価すれば 1 万 8000 円だ。今期の予想利益からみれば現在の株価は割安といえるだろう。

と、さらっと書いたが、これまで「日経平均の 1 株当たり利益」というものを、あまり注釈せずに使ってきたが、良い機会なので今回は詳細に述べてみたい。

当たり前のことだが、日経平均は株価指数であって、「日経平均」という会社があるわけではないのだから、「日経平均の 1 株当たり利益」というものは厳密に言えないわけである。では、これは日経平均を構成する 225 銘柄の個別 EPS を平均したものか、と言えばそれもまた違う。

日経新聞に、日経平均や TOPIX の PER が掲載されている。それをもとに割り返して求めた疑似的な EPS である。例えば、昨日の日経平均の終値は 16,466 円だった。今朝の日経新聞に掲載されている日経平均の予想 PER は 13.75 倍。よって、

$$16,466 \text{ 円} \div 13.75 \text{ 倍} = 1,197 \text{ 円}$$

1,197 円が日経平均の EPS というわけだ。

では、日経新聞に載っている PER はどのように求めるのか。以下の手順による。

- ①まず日経平均を構成する 225 銘柄の普通株ベースの時価総額の合計を求める。時価総額は個別銘柄の終値を、自己株を除いた発行済み株数にかけて計算する。
- ②次に各銘柄の予想純利益を合計する。
- ③時価総額の合計を予想純利益の合計で割る。

ちなみに以上は加重平均ベースの PER の算出方法だが、それとは別に単純平均の PER というものも計算されている。

単純平均の場合は、

- ①まず日経平均を構成する 225 銘柄について、(株価 × (売買単位 ÷ 1,000)) という計算をして売買単位を揃えた株価を算出しそれを 225 銘柄分合計する。
- ②次に予想純利益を、自己株を除いた普通株式数で割って各銘柄の予想 1 株当たり利益を算出する。
- ③続いて (予想 1 株当たり利益 × (売買単位 ÷ 1,000)) の計算をして売買単位を揃えた予想 1 株当たり利益を算出しそれを 225 銘柄分合計する。
- ④株価の合計 ÷ 予想 1 株当たり利益の合計を行う。

書いている当人もこんがらがりそうな方法で、ちっとも「単純な平均」ではないが、なんのためにこんな複雑な計算をするかといえば、赤字企業も含めることができるからだ (単純に個別銘柄の PER を足して 225 で割るという方法では、赤字の場合 PER が計算できない)。

直感でわかる通り、この単純平均の PER は不適當であろう。だからこそ、日経新聞もこちらではなく加重平均ベースの PER を使っているのだらうと推察される。

しかし、ここでこういう反論が予想される。日経平均株価の算出自体は単純平均でなされるのに、PER の計算が加重平均ではちぐはぐになってしまうのではないか？

その答えは、「加重平均」と捉えるからおかしいのであって、実際は「合計」なのである。「日経平均」という会社があるわけではないと前述したが、ここではあたかも「日経平均株式会社」という企業があると考えてほしい（持ち株会社みたいなものを想像してもらえばいい）。そして、その傘下に 225 の事業会社がぶらさがっている。「日経平均株式会社」という企業の利益は、傘下の 225 の事業会社が稼ぐ利益の総額（赤字も含む）であり、「日経平均株式会社」の企業価値（時価総額）は 225 の事業会社の時価総額の合計に等しい。よって「日経平均株式会社」という企業の PER は 225 の事業会社の時価総額の合計を 225 の事業会社の利益の合計で割ったものになる。

そのようにして求めた PER で日経平均株価を割って求めたものが、これまで注釈なしで使ってきた「日経平均の 1 株当たり利益」というものである。さて、その推移を見ると、昨年 12 月ごろまでは 1,200 円程度だったが業績下方修正とともに低下し 4 月下旬にはついに 1,100 円を割り込む水準となった。ところが 5 月 6 日をボトムに上昇に転じ、決算発表が佳境を迎えた先週を通じて約 100 円も増加した。EPS が 100 円違えば PER15 倍で 1,500 円の開きが出る。わずか 1 週間で 1,500 円も理論値が高まったと言える。この背景はなんだろう。

冒頭で述べた通りのことが背景である。つまり自動車等の為替敏感企業の業績は悪化するが、前期に巨額損失を出した商社等資源関連企業の業績改善で相殺されたということである。

表に具体的な増額修正・減額修正を記載したので確認いただきたい。例えば、一時は「トヨタショック再来か？」とまで懸念されたトヨタの減益決算があった 11 日。トヨタの今期（17 年/3 月期）の予想純利益は 1 兆 5000 億円と、決算が発表されるまでの今期（16 年/3 月期）の予想純利益 2 兆 2700 億円（実額は 2 兆 3126 億円と上振れて着地）から 7700 億円の減額となった。ところが同日発表された JX は前期の減損がなくなるため 4550 億円の増額となった。このため、「日経平均株式会社」という企業の利益総額は 2672 億円の減額で済んでいる。その前日の 10 日は商社の決算を受けて 9500 億円を超える増額となっている。

このように「日経平均株式会社」という企業の利益総額の推移を見ると、トヨタ等の減額修正を含めても、EPS がボトムをつけた 6 日からちょうど 1 週間後の 13 日の間に 1 兆 3500 億円も増加した。

決算発表を通過し、今期の業績をもとに改めて株価評価を行った結果、上値余地をじわりと市場が見出す結果となった。それが足元の相場堅調の背景である。

	5月2日			5月6日			5月9日			5月10日		
	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)
上方 前日 修正	7733	オリンパス	9,000	8001	伊藤忠	20,000	7011	三菱重	66,000	8058	三菱商	400,000
							8053	住友商	30,000	8031	三井物	400,000
							2282	日ハム	9,300	8002	丸紅	70,000
							1333	マルハニチロ	2,000	5541	大平金	33,987
							2531	宝HLD	680	7013	IHI	28,500
									4502	武田	20,000	
									8801	三井不	18,000	
									6367	ダイキン	10,000	
									6767	ミツミ	7,300	
									9766	コナミHD	5,500	
前日変化額 総計 (百万円)	3,200			19,000			107,980			955,287		
下方 前日 修正	2282	日ハム	-5,800	3401	帝人	-1,000				7269	スズキ	-27,000
										2802	味の素	-10,500
										6479	ミネベア	-9,000
										6326	クボタ	-5,000
										6841	横河電	-5,000
										1721	コムシスHD	-1,000
										5714	DOWA	-1,000

	5月11日			5月12日			5月13日			5月16日		
	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)	銘柄コード	銘柄名	変化額 (百万円)
上方 前日 修正	5020	JX	455,000	6502	東芝	570,000	9432	NTT	95,000	5631	日製鋼	25,000
	4503	アステラス	25,000	4043	トクヤマ	120,000	1925	ハウス	65,000	8729	ソニーFH	2,700
	5706	三井金	22,500	9433	KDDI	50,000	5202	板硝子	55,000			
	4507	塩野義	12,000	5707	東邦鉛	20,300	8750	第一生命	36,000			
	8802	菱地所	11,000	5713	住友鋳	18,000	4188	三菱ケミHD	34,500			
	2432	ディーエヌエ	10,200	3402	東レ	15,000	3863	日本紙	17,000			
	1803	清水建	6,500	8035	東エレク	13,000	5901	洋缶HD	15,000			
	3289	東急不HD	5,000	8830	住友不	9,000	3861	王子HD	13,000			
	6361	荏原	3,557	5233	太平洋セメ	5,000	4183	三井化学	13,000			
	5801	古河電	2,500	7912	大日印	4,500	8253	クレセゾン	10,500			
前日変化額 総計 (百万円)	-267,243			467,700			92,400			-80,000		
下方 前日 修正	7203	トヨタ	-770,000	8031	三井物	-130,000	7267	ホンダ	-135,000	8306	三菱UFJ	-100,000
	6471	日精工	-26,000	7270	富士重	-121,000	8316	三井住友FG	-60,000	4324	電通	-7,700
	8303	新生銀	-10,000	5711	三菱マ	-29,000	6501	日立	-40,000			
	6976	太陽誘電	-9,000	1963	日揮	-25,000	8411	みずほFG	-30,000			
	7202	いすゞ	-5,000	8308	りそなHD	-15,000	4523	イーザイ	-20,800			
	4272	日化薬	-3,500	4568	第一三共	-10,000	1812	鹿島	-10,000			
	2269	明治HD	-3,500	7201	日産自	-10,000	1801	大成建	-7,000			
	8331	千葉銀	-2,000	1605	国際石開帝石	-9,000	8795	T&D	-5,000			
	3099	三越伊勢丹	-1,000	3436	SUMCO	-5,000	4041	日曹達	-4,800			

(出所) QUICKデータよりマネックス証券作成



ご留意いただきたい事項

マネックス証券(以下当社)は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金(当初元本)を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第165号
加入協会: 日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会