

## ファンドマネージャーの眼

ファンドマネージャー独自の視点で市況を分析



### 『下期の業績 V 字回復は本物か？』

2016 年 11 月 18 日

エクイティ運用部

3 月期決算企業の 16 年度上期業績の発表がほぼ一巡したので集計してみた。集計対象は TOPIX500 構成銘柄(除く金融)の 1 月、2 月、3 月期決算企業で前年比較及び 16 年度、17 年度のコンセンサス取得が可能な 370 社(データソースは Bloomberg)。主要企業に 2 月期決算が多い小売業のカバレッジを広げるため、3 月期決算以外の企業も集計対象とした。発表する調査機関やメディアごとに企業業績の集計結果が若干異なるのは、主に集計対象やデータソースの違いによるものをご理解いただきたい。

今回集計した結果は下表のとおり、上期の経常利益は全産業(除く金融)ベースで前年同期比 11.6%の減益。製造業が 18.6%の減益、非製造業も 4.4%の減益だった。第 1 四半期と第 2 四半期に分けてみると、全産業ベースでは第 1 四半期の 15.5%減益に対し、第 2 四半期は 7.5%減益と減益幅が縮小した。

#### 企業業績動向(経常利益)

|      | 16年度  |       |       |      | 17年度<br>通期予 |      |
|------|-------|-------|-------|------|-------------|------|
|      | 上期    |       | 下期予   | 通期予  |             |      |
|      | 第1四半期 | 第2四半期 |       |      |             |      |
| 全産業  | -15.5 | -7.5  | -11.6 | 16.0 | -0.1        | 11.2 |
| 製造業  | -22.6 | -14.2 | -18.6 | 16.7 | -2.8        | 13.8 |
| 非製造業 | -8.1  | -0.7  | -4.4  | 15.0 | 3.1         | 8.4  |

注: 経常利益の前年同期比増減率(%)、米国会計基準、IFRS適用企業は税前利益で集計

16 年度通期は全産業ベースで 0.1%減益(製造業 2.8%減益、非製造業 3.1%増益)、17 年度は全産業ベースで 2 ケタ増益の見通しとなっている(11/16 時点)。16 年度通期予想から上期実績を差し引いて計算した下期は全産業ベースで 16.0%の増益となる。上期の 11.6%減益から一転して 2 ケタ増益と数字上はまさしく V 字回復が予想されている。

新聞報道等では、上期の実績と通期見通しを取り上げられることが多く、下期だけの予想を目にすることはあまりない。しかし、こうして上期と下期に分けてみると、通期見通しでは見落とししかねないものが見えてくる。上期の 11.6%減益から下期の 16.0%増益という大きな段差を見て、最初は集計ミスではないかと思い、集計

#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、あくまで情報提供を目的としたものであり、一部主観及び意見が含まれています。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、ファンドマネージャー等の実際の運用等に何ら制限を加えるものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

結果を見直した。間違いが見当たらなかったなので、次に業種ごとに異常値がないか見直したところ大幅増益の理由が見つかった。前年度（15年度）下期にリストラ関連や資源関連で大きな減損損失を計上した企業が属する電気機器と卸売業がその反動から大幅な増益予想となっていたのだ。

今回のケースのように一時的な費用や固定資産売却益などの一時的な利益を集計上どのように扱うかは頭の痛い問題である。ちなみに、今回の集計対象から減損影響の大きい電気機器と卸売業を除いて再計算すると、下期の経常利益は1%程度の減益となり、16%増益とは全く別の世界が見えてくる。下期の企業業績はV字回復というよりは緩やかな回復といった方が実体に近いのではないだろうか？

1990年に新卒で調査部に配属され、初めての仕事が決算集計だった。インターネットが普及するはるか前の話で、東証まで決算短信を取りに行くのが新人アナリストの仕事だった。持ち帰ってきた短信の数字をオフコンに手入力し、プリンターで打ち出して入力ミスがないか読み合わせ作業をした。決算発表がピークを迎えると新人アナリストは東証まで1日何往復もし、他社よりも早く集計結果を発表しようと部長以下、全部員で集計作業にあっていた。決算集計は調査部にとって半期に一度（当時は幸いにも半期決算だった）の一大イベントだった。

現在では企業が発表した決算数値は、瞬時にBloombergなどの情報端末を通じてダウンロードできるようになった。ダウンロードするフォームを事前に作成しておけば、集計作業自体はあっという間に完了する。大変簡単な作業に思えるかもしれないが、集計作業の前段階にあたる対象企業の選定とフォームの作成には頭を悩ませている。企業統合、会計基準のIFRS（国際会計基準）への移行、コード番号や決算期の変更等に対応して修正を加えなければ、#N/Aだらけの結果が表示されることもある。また、集計結果をうのみにせず、チェックすることも欠かせない。数式の入力ミスや技術的な理由で数値が正しくダウンロードできていないことも起こりうるからだ。

今話題のAI（人工知能）なら私よりもっと上手く効率的にやってくれるかもしれない。当部にAIアナリストが配属されたら、とりあえず集計作業は彼（彼女？）に任せることとしよう。私と同じように新人アナリスト最初の仕事として、先ずはお手並み拝見である。

#### <本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、あくまで情報提供を目的としたものであり、一部主観及び意見が含まれています。最終的な投資判断は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また、ファンドマネージャー等の実際の運用等に何ら制限を加えるものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。