

関税発動下で業績不安が後退する理由

政治と来期業績への確信が日経平均5万円への道をひらく

2025年10月10日

関税は発動されているが、企業業績への前向きな見方が強まる

2026年3月期・中間決算発表が近づいています。政治への期待が高まっていますが、日本株が一段高となるためには、良好な業績モメンタムも重要です。本レターでは、企業業績の状況を点検します。

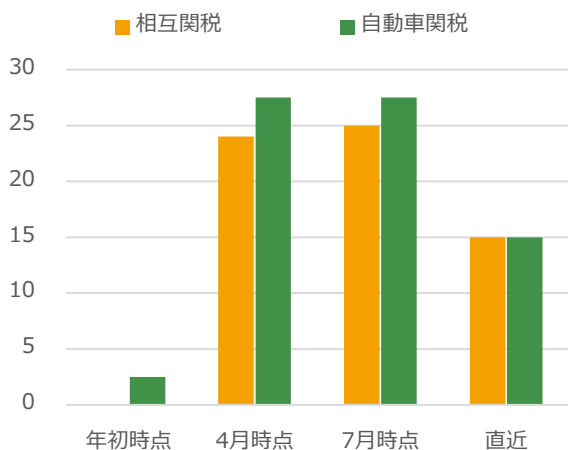
今年の3月下旬から4月上旬を起点として、トランプ関税の影響拡大への懸念から、日本企業の業績見通しは急速に悪化しました。6月末までにTOPIXの25年度予想EPSは約7%下方修正され、株価が4月上旬の急落から復調する中でも、さらなる業績下振れリスクが強く意識されていました。しかし、日経平均・TOPIXが史上最高値を更新し続ける中で、今では業績への懸念はすっかり忘れられたようです。

4月に発表された24%、7月に通告された25%の日本に対する相互関税は、日米関税合意により10%pt引き下げられましたが、依然としてその約6割にあたる15%が課されています。基幹産業である自動車・部品も同様です。日本企業が多くの製造拠点を有する東南アジア諸国への関税率はより高い水準です。

4月に発表された税率よりも低いとはいえ、当時マーケットに大混乱をもたらしたトランプ関税が発動されているにもかかわらず、業績不安が後退しているのは、1) 景気への影響、2) エスカレーション懸念、3) 不確実性、4) 相対優位・劣後、の4つに違いがあるからだと思われます。

日米合意後も引き続き15%の関税が課される

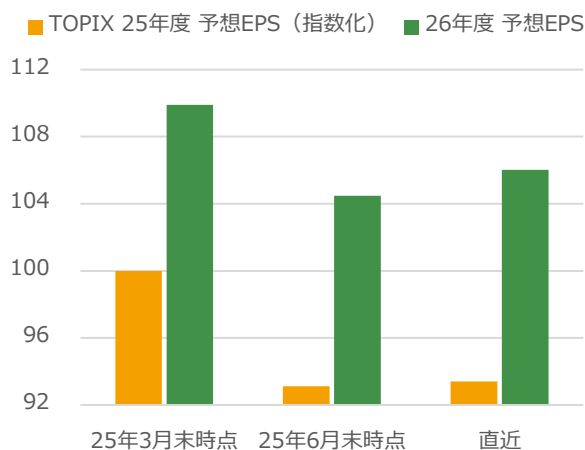
(%)



※米国政府より発表ベース

(出所) 各種資料より大和アセット作成

予想EPSは4-6月に大幅悪化した後、下げ止まって夏以降にやや回復



※予想はファクトセット・コンセンサス、25年3月末時点の25年度予想EPSを100として指数化。直近値は10月8日。

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

当資料のお取扱いにおけるご注意

- 当資料は投資判断の参考となる情報提供を目的として大和アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、勧誘を目的としたものではありません。投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする「投資信託説明書(交付目論見書)」の内容を必ずご確認ください。
- 当資料は信頼できると考えられる情報源から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。運用実績などの記載内容は過去の実績であり、将来の成果を示唆・保証するものではありません。記載内容は資料作成時点のものであり、予告なく変更されることがあります。また、記載する指数・統計資料等の知的所有権、その他一切の権利はその発行者および許諾者に帰属します。
- 当資料の中で個別企業名が記載されている場合、それらはあくまでも参考のために掲載したものであり、各企業の推奨を目的とするものではありません。また、ファンドに今後組み入れることを、示唆・保証するものではありません。

大和アセットマネジメント

関税の直接的な影響は管理可能、一方で景気減速の影響は大きい

米国は日本の最重要貿易相手国の一つであり、TOPIX構成企業の売上高の16%が米国向けです。その動向は業績に無視できない影響を与えます。とはいえ、関税による直接的な業績影響は（25%の税率でも）管理可能と見込まれます。予想EPSへの影響はおそらく1桁台半ば程度と見込まれ、株価の押し下げ要因とはなるものの、日本株の中期的な上昇ストーリーを損なうものではありません。では、4月になぜ株価があれほど急落したのかというと、関税が世界経済の景気後退を引き起こすと懸念されたからです。

マクロに変調が起きた場合のTOPIX EPSへの影響は、関税の直接影響に比べてはるかに大きいです。過去の実績EPS減少局面では、ピークから数十%減少し、赤字に陥るケースさえありました。また、業績が大幅に悪化する中で企業が生き残りを優先するのであれば、資本効率や株主還元は後回しとなり、ガバナンス改革のモメンタムが失われる可能性があります。加えて、国内景況感が悪化する中、企業が賃上げに二の足を踏み、国内インフレの定着が遠のく可能性もありました。つまり、2023年以降、日本株を押し上げてきたマクロ・ミクロの構造変化が失われるリスクに晒されていたのです。

幸い、労働市場に軟化の兆しがみられるものの、米国経済は堅調さを保っているように見え、世界景気も崩れていません。内需も引き続き堅調です。マクロ懸念が後退するのであれば、関税の直接影響は管理可能と考えられるため、関税発動下でも業績への懸念が後退しているわけです。

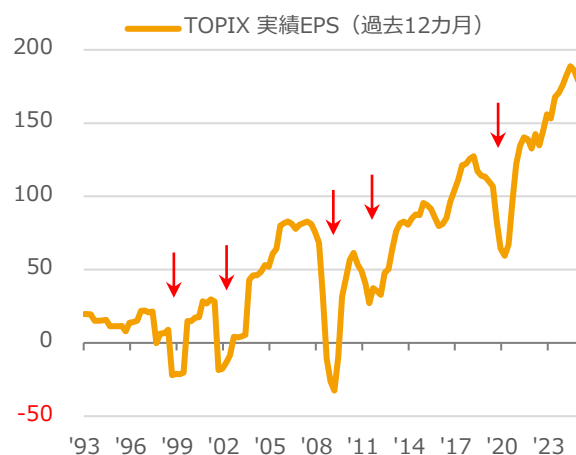
エスカレーションの可能性も低下しました。米国の関税に対して相手国がどのように対応するか、当初は不明で、報復関税の応酬による影響拡大が懸念されていましたが、その後の数カ月で、関税合意に至る国・地域が増え、合意に至っていない国も対応は抑制的です。

不確実性の低下も重要です。関税率の高さもさることながら、その不透明さが企業にとって難題となっていました。経営戦略を考える上での前提が不明確な中では、経営判断を先延ばしせざるを得ませんが、関税合意により、それを前提として前に動き出すことができます。

日本企業にとっては、相对劣後のリスクも後退しました。他国よりも関税率が高ければ、競争力が著しく劣ってしまうため、企業にとっては関税率の絶対水準以上に重要な点と言えるかもしれません。

TOPIXの過去12カ月実績EPS減少局面

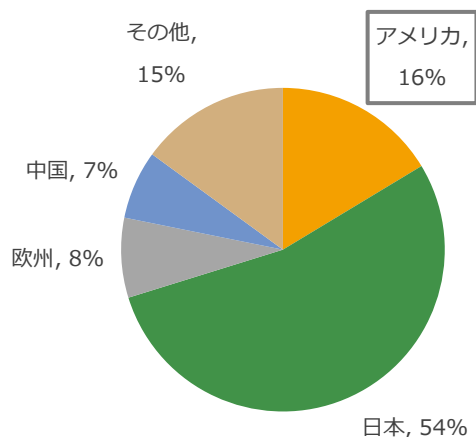
(円)



※直近値は2025年6月末

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

TOPIX構成企業の米国向け売上高比率は16%



※2025年9月末時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

1Q決算が先行き見通しに安心感

夏場に発表された26年3月期・第1四半期決算（以下、1Q決算）は心強いものでした。期初ガイダンスは保守的な印象でしたが、不確実性の高さから関税影響を織り込まなかった企業もあり、1Q決算では新たな関税影響の織り込みによって業績見通しがさらに下振れる可能性もありました。

しかし、関税発動下の4～6月期実績は、前年同期からは経常利益・純利益で8%・12%の減益となったものの、駆け込みでの在庫積み増しや、生産地・調達先のシフトなど、関税影響低減の企業努力もあり、コンセンサスの事前予想を上振れて着地しました。通期会社計画も、下方修正となった企業の割合は3%にとどまり、上方修正の割合（7%）を下回りました。関税の直接影響は、あらかた業績予想や株価に織り込まれたとみてよいと思われます。

中間決算への高い期待に応えられるか？

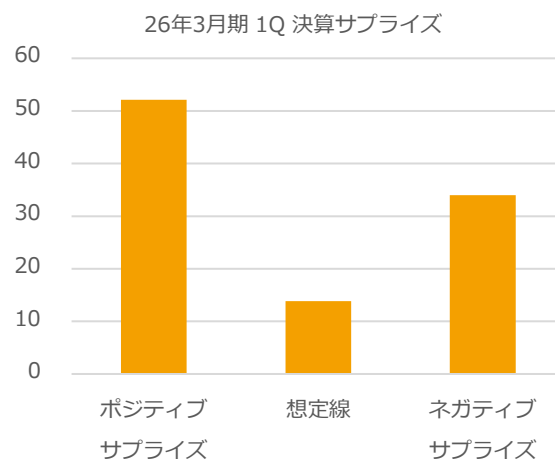
強い1Q決算や日米関税合意を受け、アナリストは業績予想を幅広く上方修正しており、収益リビジョン・インデックスは急回復しました。

夏以降の株高と、アナリストによる上方修正の度合いを考えると、中間決算に向けた期待値は随分と高いように見えます。関税影響が想定以上に広がりを見せていた場合や、企業が不透明感から様子見姿勢を続け、上方修正が第3四半期決算に後ずれした場合には、失望となる可能性もありますので一定の注意が必要です。

コンセンサスは2Q経常利益・純利益を前年同期比+8・+3%と見込んでいます。業績がボラタイルで影響の大きいソフトバンクグループを除くと、それぞれ+15・+13%です（10月7日時点）。前年度2Qが円高などの影響で低調だったので、超えるべきハードルが低いというテクニカルな要因もありますが、コンセンサスが見込む高い利益成長率が実現された場合には、日本株式市場に前向きな投資家を勇気づけるでしょう。

1Q業績はコンセンサス比で上振れ

(%)

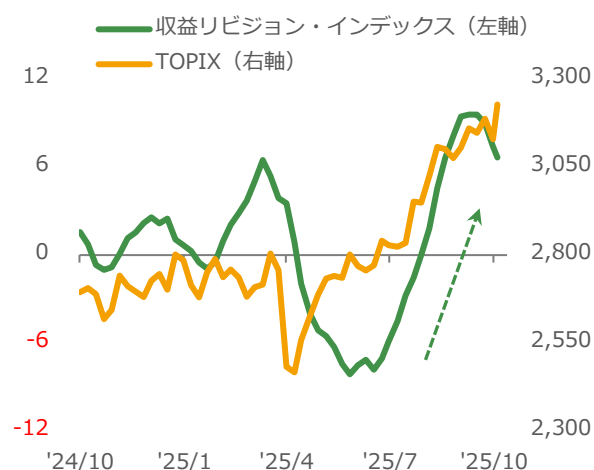


※TOPIX3月決算企業のうち、ポジティブ・サプライズ、想定線、ネガティブ・サプライズとなった比率

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

アナリストは業績予想を幅広く上方修正

(%)



※収益リビジョン・インデックスのユニバースはTOPIX、直近値は10月7日。

（出所）ファクトセットより大和アセット作成

来期業績への期待が日経平均5万円への道をひらく

関税の影響により、TOPIXの25年度業績は軟調と見込まれています。コンセンサスの売上成長率は横ばいの予想で、純利益成長率も1%にとどまる見込みです。増加する自社株買いなどにより、EPS成長率は純利益成長率に比べて2%ptほど高い成長率が予想されています。関税影響の大きい自動車・輸送機のほか、海運、商社、鉄鋼、エネルギーなどのマイナス寄与が目立ちます。

関税影響が一巡する26年度のTOPIX業績は一転して力強く、4%の売上成長と13%のEPS成長が見込まれています。25年度の業績悪化から回復する自動車・輸送機や鉄鋼のプラス寄与が大きいですが、同様に寄与が大きいのは、25年度から引き続き業績が良好な電機・精密や銀行、サービス、医薬品などです。

関税影響や、指数の利益成長率の低さから、足元の業績は精彩を欠くとの印象が強いですが、実際にはAI（人工知能）関連や競争力の高いグローバルセクターの一角、そして金融と内需は良好な収益モメンタムが続いています。国内インフレによる名目GDPの高成長、堅調な内需に加え、ガバナンス改革の進展を背景とした政策保有株の売却加速などが、金融・内需の利益水準を押し上げています。海外景気や米政策には不透明感が残るものの、国内での構造改革が進展し、業績の追い風となっているのは心強い状況です。

コンセンサス予想は6月末を底に下げ止まり、1Q決算では下振れリスクが後退しました。中間決算で会社計画の上方修正が増えれば、25年度業績には上振れの可能性もあり、26年度業績への期待も高まります。月初来、為替市場で急速に進んでいる円安も業績の追い風となっています。

自民党総裁選で高市早苗氏が新総裁に選出されたことを受け、政治の変化を背景に日本株式市場への期待が一段と高まっています。もしも、現時点では見通しがやや不透明な政治・政策が着実に進展する中で、26年度業績の成長加速に対する確信が強まれば、レンジ上限でやや割高にも見える予想PERは正当化され、株価の一段高も見込めます。このシナリオが実現すれば、日経平均の5万円超えも現実的になってきます。

もっとも、連立の枠組みに関してはどうなるのか不透明で、さまざまな報道がなされています。良好な需給を踏まえるとダウンサイドはそれほど心配する必要はないと思われ、また日本株の中長期的な上昇ストーリーは不変ですが、最近の株価の大幅上昇が、さらなる株価上昇の助走なのか、それとも今後数カ月の上昇を先取りしてしまっただけなのか、政治と業績の見極めが重要な局面が続きます。

（執筆：調査部 建部和礼）

TOPIXの今期・来期業績の見通し（コンセンサス）

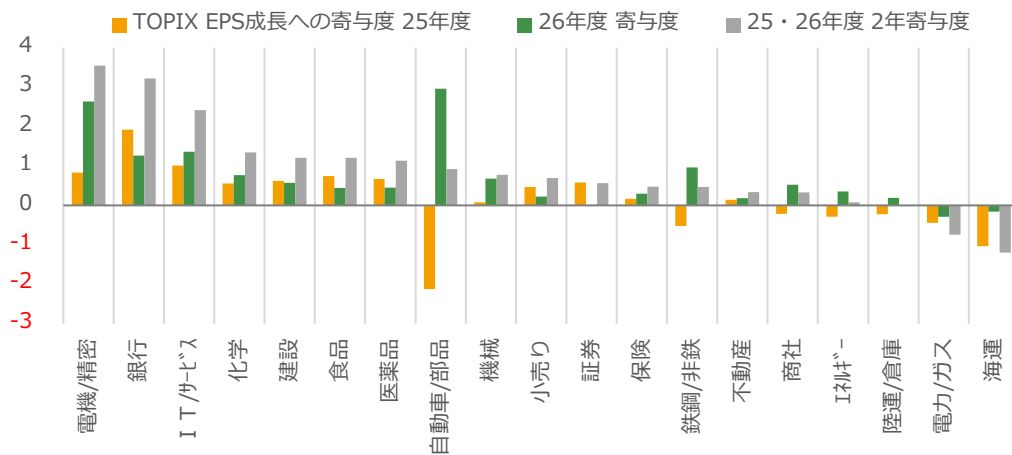
(%)	売上 成長率			EPS 成長率		
	24年度	25年度	26年度	24年度	25年度	26年度
TOPIX	5	1	4	10	3	13
TOPIX（金融除く）	5	1	4	6	0	15
製造業	4	0	4	-2	2	22
非製造業	5	2	3	17	-2	6
金融	6	-1	6	32	14	7

※24年度は実績、25年度および26年度はファクトセット・QUICKコンセンサス。10月8日時点。

（出所）ファクトセット、QUICKより大和アセット作成

金融や内需、競争力の高いグローバルセクターの一角は良好な利益成長が続く

(%)

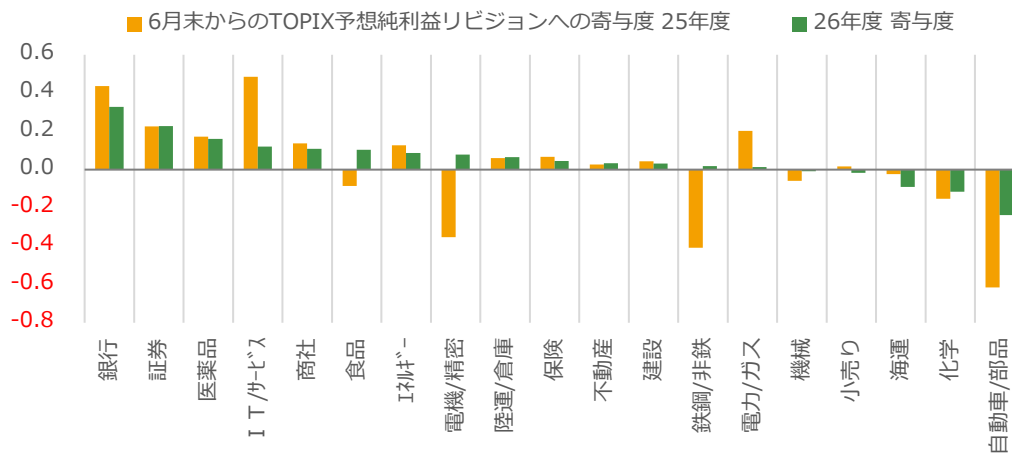


※TOPIX構成企業、10月8日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成

TOPIX予想純利益リビジョンへのセクター別寄与度

(%)



※TOPIX構成企業、10月8日時点

(出所) ファクトセットより大和アセット作成