

# SBI Economic Perspectives

## 経済

### ミクロとマクロの企業利益: 連動性は強い

No. 2022-34

2022年5月9日

SBI証券 金融調査部

 チーフエコノミスト  
 松岡 幹裕

株式市場の分析の対象は上場企業が中心である。しかしどの国にも、より多くの（おそらく数千倍の数の）未上場企業が存在し、そのほとんどは中小企業である。大企業・上場企業が買収や合併を繰り返しさらに巨大化することで、株式市場が注目する上場企業（または大企業）の利益と、経済活動の結果としての企業部門全体の利益の間に、乖離が生じるのではないかと、という懸念がある。そこで、日米について、ミクロレベルとマクロレベルの企業利益の関連性について簡単に検討した。

ミクロレベルの企業利益には **S&P500** と **TOPIX** ベースの **EPS** 実績値（予想値ではない）、マクロレベルの企業利益には、以下の指標を用いた。マクロレベルの企業利益は四半期ベースなので、3ヵ月間ずつ同じ値を使って月次ベースに変換した（いずれも季節調整値）。

米国（GDP統計： 4つの指標共に在庫品評価調整と資本減耗調整後）

グローバルでの活動に基づく税引き前利益

米国での活動に基づく税引き前利益

グローバルでの活動に基づく税引き後利益

米国での活動に基づく税引き後利益

日本（法人企業統計）

営業利益（大企業、金融・保険を除く）

経常利益（大企業、金融・保険を除く）

経常利益（全規模企業、金融・保険を除く）

経常利益（大企業、金融・保険を含む）

経常利益（全規模企業、金融・保険を含む）

（大企業は資本金 10 億円以上）

これらの指標を図表 1 に示した（左側の 2 枚が米国、右側の 3 枚が日本）。米国企業の利益はグローバルでの活動または米国内での活動か、税引き前か税引き後か、という 2 つの基準で 4 種類を示した。日本企業の利益は、いずれも財務省「法人企業統計」に基づくので、日本国内での活動のみをカバーし、海外子会社・関連会社の利益は反映されず、税引き前利益よりも定義の広い経常利益または営業利益に基づく。

（2 ページに続く）

#### テーマ性レポートのタイトル

日本の SBI 景気先行指数 (SBI-JPCLI): 3 月は 4 カ月ぶりに前月比上昇(+1.1%) 5月2日

主要先進国のインフレ率の特徴: 4 月 27 日  
 主要品目別比較

円安の円建て輸出価格への転嫁 4 月 22 日  
 率

米国の SBI 景気先行指数 (SBI-USCLI): 3 月は前月比-1.5%で 3 カ月連続低下、潜在成長率低下再検討 4 月 20 日

米国金融引締め景気減速効果 4 月 14 日  
 の試算

3 月のサーベイ指数は欧州で大幅低下、先進国全体では前月比横ばい 4 月 7 日

日本経済見通し: ロシアのウクライナ侵攻を反映し、2022 年 GDP 成長率を下方修正 3 月 28 日

金融ストレス指数 (SBI-FSI): 構成要素の変更・追加 3 月 22 日

ロシアの対外債権債務と金融システム不安 3 月 22 日

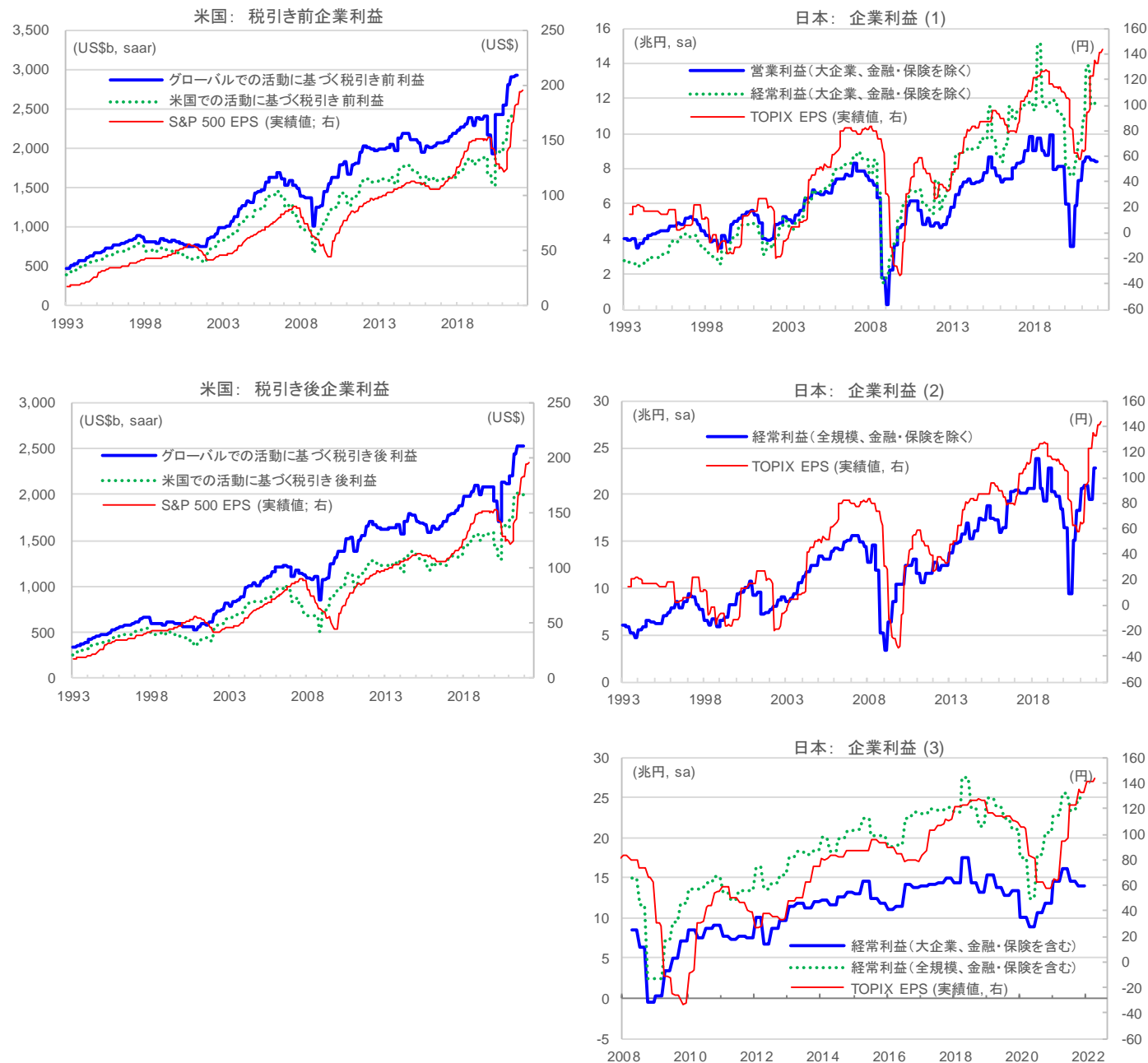
金融不均衡指数 4Q 2021: 前期比上昇したが、2021 年 4-6 月期にピークの可能性高い 3 月 14 日

ロシアのウクライナ侵攻と世界経済: パンデミック+金融引締め+ロシアショック=パーフェクトストーム 2 月 28 日

ミクロベースの利益はマクロベースの利益に2~4 四半期遅行する

図表1で真っ先に気づくのは、日米ともに、ミクロベースの利益(S&P500のEPS、TOPIXのEPS、いずれも実績値)がマクロベースの利益に対して明確に遅行する傾向である。この遅行・先行の関係を除くと、ミクロとマクロの利益の変動にはかなり強い連動性がみられる。

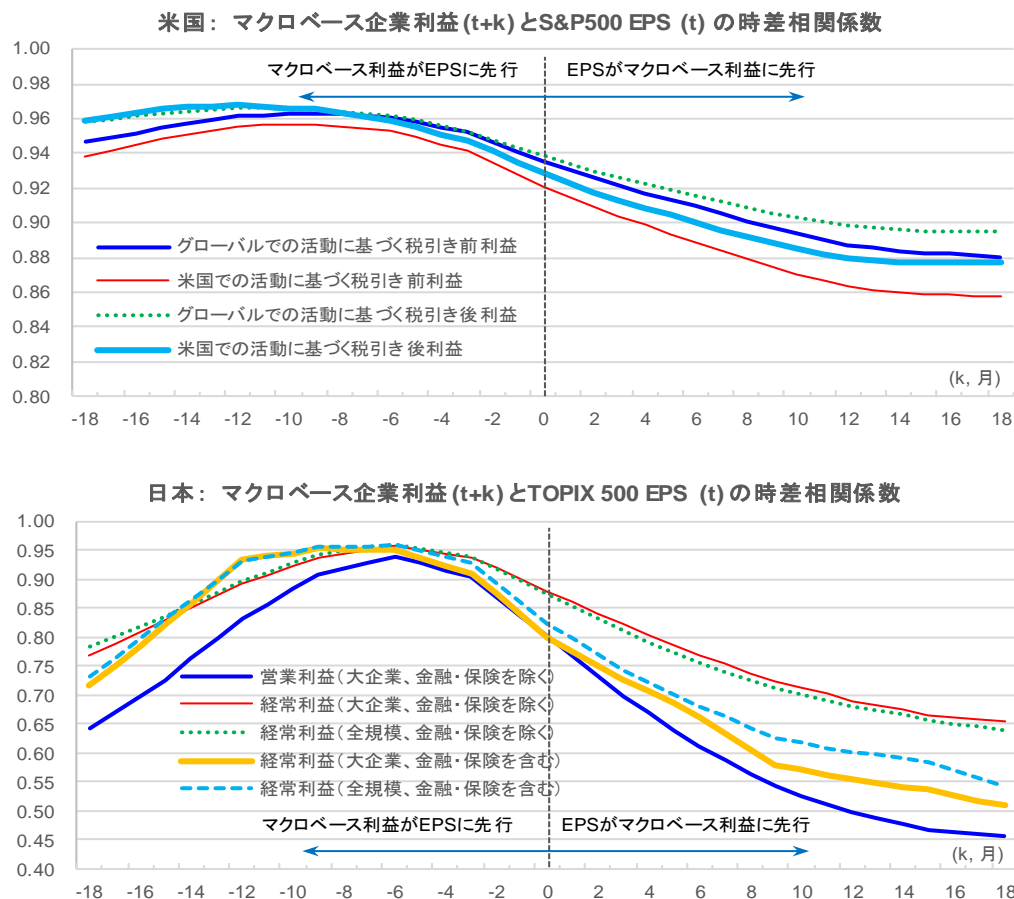
図表 1: ミクロベースとマクロベースの企業利益の比較



出所: CEIC Database, Bloomberg, US BEA, 財務省, SBI証券

図表2には、ミクロベースの利益とマクロベースの利益(米国は4種類、日本は5種類)の時差相関係数を、図表3には時差相関係数がピークとなる時期を示した。時差相関係数はt期のEPSとt+k期のマクロベースの利益から求めた。図表3によれば、時差相関係数のピークはいずれも0.9を超え、米国ではk=-9またはk=-12で、日本ではk=-6またはk=-9で、時差相関係数がピークとなる。つまり、米国ではマクロベースの利益がEPS実績値に9~12ヵ月先行し、日本ではマクロベースの利益がEPS実績値に6~9ヵ月先行する。そして、日米ともに、時差相関係数の高さから、ミクロとマクロの利益の連動性は強いと判断される。

図表 2: ミクロベースの利益とマクロベースの利益の時差相関係数



出所: CEIC Database, Bloomberg, US BEA, 財務省, SBI証券

図表 3: (t+k)期の利益とt期EPSの時差相関係数の最大値とその時期

	時差相関係数最大値	k(月)
<b>US: S&amp;P 500</b>		
世界 税引き前利益(在庫品評価と資本減耗調整後)	0.963	-9
米国内 税引き前利益(在庫品評価と資本減耗調整後)	0.957	-9
世界 税引き後利益(在庫品評価と資本減耗調整後)	0.966	-12
米国内 税引き後利益(在庫品評価と資本減耗調整後)	0.968	-12
<b>日本: TOPIX</b>		
営業利益(大企業、金融・保険を除く)	0.938	-6
経常利益(大企業、金融・保険を除く)	0.957	-6
経常利益(全規模企業、金融・保険を除く)	0.960	-6
経常利益(大企業、金融・保険を含む)	0.954	-9
経常利益(全規模企業、金融・保険を含む)	0.959	-6

注: 推計期間は米国が1994年7月-2020年6月、日本(金融・保険を除く)が1995年1月-2020年6月

日本(金融・保険を含む)は、2009年10月-2020年6月

kのマイナスの値は、利益がEPSに先行することを示す

出所: CEIC Database, Bloomberg, US BEA, 財務省, SBI証券

### ミクロベースの利益とマクロベースの利益の連動性は強い

両者の連動性の高さでミクロベースの利益がマクロベースの利益に遅行することを用いて、ミクロベースの利益をマクロベースの利益で説明する単純な OLS 推計式を求めると、やはり決定係数は 0.9 前後と高い(図表 4: 米国は説明変数と被説明変数をいずれも自然対数に変換して推計した。日本は、利益にマイナスの値が入るために、自然対数ではなく実数水準で推計した)。米国の係数は 1.0 前後であるため、ミクロベースの利益とマクロベースの利益の変動はほぼ 1:1 である(マクロベースの利益が x% 変動すると、ミクロベースの利益も x% 変動する)。

図表 4: 各種のマクロレベル企業利益による EPS 推計結果

	係数	t-値	Adj. R-sq	s.e. regression	s.d. dependent variable	推計期間
<b>被説明変数: LN (S&amp;P500 EPS)</b>						
<b>説明変数 (米国)</b>						
世界 税引き前利益(在庫品評価と資本減耗調整後) [-9]	1.087	76.6	0.945	0.122	0.520	1993/10 - 2022/3
米国内 税引き前利益(在庫品評価と資本減耗調整後) [-9]	1.149	74.9	0.943	0.125	0.520	1993/10 - 2022/3
世界 税引き後利益(在庫品評価と資本減耗調整後) [-12]	0.948	70.9	0.937	0.128	0.509	1994/1 - 2022/3
米国内 税引き後利益(在庫品評価と資本減耗調整後) [-12]	0.992	76.4	0.945	0.119	0.509	1994/1 - 2022/3
<b>被説明変数: TOPIX EPS</b>						
<b>説明変数 (日本)</b>						
営業利益(大企業、金融・保険を除く) [-6]	21.460	44.1	0.849	16.5	42.5	1993/7 - 2022/3
経常利益(大企業、金融・保険を除く) [-6]	13.067	56.2	0.902	13.3	42.5	1993/7 - 2022/3
経常利益(全規模企業、金融・保険を除く) [-6]	8.201	53.9	0.894	13.9	42.5	1993/7 - 2022/3
経常利益(大企業、金融・保険を含む) [-9]	10.062	31.8	0.865	14.8	40.2	2009/1 - 2022/3
経常利益(全規模企業、金融・保険を含む) [-6]	6.963	41.2	0.913	11.7	39.8	2008/10 - 2022/3

注: LN は自然対数。[-6] は 6 ヶ月前を表す。日本の利益概念は国内利益のみ、海外での利益は含まず。

日本の利益にはマイナスの値があるので、自然対数を使わず実数で推計した。利益の単位は兆円。

出所: CEIC Database, Bloomberg, US BEA, 財務省, SBI証券

### EPS 実績値は頭打ちまたは低下へ

執筆時点では、日米共にマクロベースの利益は 2021 年 10-12 月期まで公表されている。米国のマクロベースの利益は、2021 年 7-9 月期、10-12 月期がほぼ横ばいに止まっており利益の伸びが明確に止まりつつある。日本のマクロベースの利益（大企業、金融・保険を除く）は、営業利益が 2021 年 1-3 月期以降ほぼ横ばいに止まっており、経常利益は 4-6 月期に明確なピークをつけている。過去のミクロベースとマクロベースの利益の連動性の強さと先行・遅行関係によれば、このようなマクロベースの利益の横ばい傾向またはピークをつけた傾向は、2-4 四半期の遅れを伴ってミクロベースの利益（EPS 実績値）に反映される可能性が高いと考えられる。

このレポートでは、ミクロベースの利益（EPS の実績値）とマクロベースの利益（企業の集合体としての利益）の間の安定的な関係の有無について簡単な検証を行った。これによれば、両者には安定的な関係があると結論づけてよい。また、マクロベースの利益がミクロベースの利益に 2-4 四半期程度先行する傾向も確認された、これは意外に思う人が多いだろう。したがって、実体経済の変動によって企業利益がミクロベースでもマクロベースでも強い連動性をもって変動するという（至極当然の）判断は今後も成立すると考えてよいだろう。EPS 予想値や valuation の分析は筆者の管轄外となるので、ここでは触れない。

## 本レポートに関するご注意事項

本レポートは株式会社 SBI 証券により、株式会社 SBI 証券及び、又はその関連会社の顧客への情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄その他関連する金融商品の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本レポートは、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したのですが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本レポートの内容には、本文中に記載されている株式会社 SBI 証券のアナリストや従業員、又は1社若しくは複数の株式会社 SBI 証券の関連会社によって単独又は共同で作成された資料が含まれます。また、本レポートの内容は作成時点のものであり、当社は本レポートに記載される情報及び投資判断等の見解を更新する義務を負うものではありません。本レポートに記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。万一、本レポートに基づいてお客さまが損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本レポートは著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。本レポート内の情報は一般的な性質のものであり、お客さまの個別の投資その他の目的、財務状況又はニーズを考慮することなく作成されています。お客さまは、ご自身の投資判断に対して単独で責任を負っていただく必要があります。お客さまは、ご検討中の証券に関する一切の契約又は書類を締結されるに先立ち、すべての書類を慎重にお読みいただき、最終的な投資判断を行われる前に、提供されたその他一切の関連書類を慎重にお読みいただく必要があります。

### 【日本:金融商品取引法における表示事項(手数料及びリスク情報等)】

株式会社 SBI 証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により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、外国為替保証金取引、取引所 CFD(くりっく株 365)では差し入れた保証金・証拠金(元本)を上回る損失が生じるおそれがあります)。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、株式会社 SBI 証券の WEB サイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社 WEB サイト(日本語ページのみ)をご参照ください。

(URL: [https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbisec.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html))

商号等:株式会社 SBI 証券 金融商品取引業者

登録番号:関東財務局長(金商)第 44 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の配布先は、「機関投資家」のみを対象としています。「機関投資家」の定義は国・地域ごとに異なります。本レポート、又は本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、募集の申込みもしくは引受けに関するいかなる契約の締結の申込み又は誘引を目的としたものではありません。本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致します。

**英国:**本レポートは以下(i)~(iii)に該当する者(これらの者をまとめて「関係者」という。)のみに配布されたものです。

(i) 2000 年金融サービス市場法 2005 年金融販売令(その後の改正を含む。)(「金融販売令」)第 19 条に従い投資に関する専門的経験を有する者

(ii) 金融販売令第 49 条(2)(a)乃至(d)に該当する者(純資産額の大きい企業や法人格のない団体等)

(iii) その他、本レポートを適法に配布できる者

本レポートは、関係者のみを対象とし、関係者のみに利用可能なものであり、関係者以外の者がそれに基づき行為し又は依拠することはできません。本レポートに関係するいかなる投資又は投資活動も関係者のみが利用し関与できるものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、英国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**欧州経済地域:**欧州経済領域外からの本レポートの配布は各国の監督庁に届出されたものではありません。また、本レポートは投資推奨、投資戦略推奨その他の投資サービス又は投資関連サービスに関する欧州法域の法令に準拠して作成されたものではありません。本レポートは欧州経済領域のプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**米国:**本レポートは株式会社 SBI 証券が、1934 年米国証券取引所法(その後の改正を含む。)に基づく規則 15a-6 に従い、同規則に定義される米国主要機関投資家(major U.S. institutional investors)のためにもみ作成したものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、米国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、米国における登録証券業者ではありません。また、本レポートの作成に関与したアナリストは、金融取引業規制機構(FINRA)によりリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。過去の実績は将来の業績を示唆するものではありません。

**香港:**本レポートは株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Hong Kong) Limited(本社: Suite 1101, Ocean Centre, Harbour City, 5 Canton Road, Tsimshatsui, Hong Kong、以下「SBIHK」という。)により香港証券先物条例に定義されるプロ投資家(professional investors)のみに配布されます。SBIHK は香港証券先物条例に基づき、Type 1 - 証券取引及び Type 4 - 証券取引に関わる助言を行うライセンスを取得しており、香港証券先物取引委員会の規制を受けています。本レポートは香港証券先物条例に定義されるプロ投資家のみを配布対象として作成され、これに該当しない香港の公衆に対して配布、入手又は閲覧されてはなりません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、香港において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。



## 本レポートに関するご注意事項

**シンガポール:**シンガポールにおいては、株式会社 SBI 証券のグループ会社である SBI Securities (Singapore) Pte. Ltd.(本社:1 Raffles Place, #39-02, One Raffles Place Tower 1, Singapore 048616、電話番号:+65 6305 8599、以下「SBI Singapore」という。)又は、株式会社 SBI 証券により機関投資家(institutional investors)、適格投資家(accredited investors)及び専門投資家(expert investors)(それぞれ、金融アドバイザー規則(Financial Advisers Regulation)で定義される。)のみに配布されます。シンガポールで本レポートを受領した者は、本レポートから生じる、又は本レポートに関する事項について連絡する場合は、SBI Singapore にご連絡ください。SBI Singapore は、シンガポール金融管理局(Monetary Authority of Singapore)により発行された、資本市場商品である証券の取引、有価証券保管サービスの提供を行うための資本市場サービス免許を有しており、金融アドバイザー法(Financial Advisers Act)第 23 条第 1 項(d)に基づく免除金融アドバイザーです。株式会社 SBI 証券は、シンガポールで規制行為又は金融アドバイザーサービスの提供を行うための免許を有していませんが、SBI Singapore との取り決めに基づき、シンガポールの適用法令に基づき課される条件に従ってのみ、規制行為及び金融アドバイザーサービスの提供を行うことができます。

本レポートの交付を受けたいかなる者も、シンガポールにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**オーストラリア:**本レポートはオーストラリア 2001 年会社法に定義されるホールセール顧客(wholesale clients)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、オーストラリアにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。株式会社 SBI 証券は、オーストラリアにおいて同国の金融サービス業ライセンス(以下「AFSL」という。)を保有していませんが、ASIC クラスオーダー03/824 に従って AFSL 保有義務を免除されています。

**中国(上海):**本レポートは適格国内機関投資家による海外証券投資の管理のための試行法に定義される適格国内機関投資家(Qualified Domestic Institutional Investors)のみへの配布を目的として作成されたものです。本レポートの交付を受けたいかなる者も、中国(上海)において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**台湾:**台湾域外からの本レポートの配布は台湾当局のライセンスや承認を得たものではありません。本レポートの交付を受けたいかなる者も、台湾において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**韓国:**本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、また、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。本レポートに含まれる内容につき、自身、自身の代理人若しくは自身の管理若しくは受託する口座による又はそれらを代理しての投資判断のための、ビジネス、財務、投資、ヘッジ、取引、法令、規制、税務又は会計上の助言と解してはならず、また投資判断の主要な根拠としてはなりません。本レポートの韓国への配布は「機関投資家」のみを対象とし、それらの者からの要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、韓国において、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

**スイス:**本レポートは機関投資家のみには配布されたものであり、本レポートの交付を受けた者は、スイスにおいて、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートはスイスにおいて、いかなる証券の投資勧誘を構成し、また、その基礎となるものではありません。スイス連邦金融サービス法に従い、本レポートは投資助言その他の金融サービスの提供とみなされてはなりません。

### その他の国・地域:

本レポートは情報提供のみを目的として作成されております。本レポートは目録見書その他の募集書面を構成せず、証券の勧誘行為が認められていない国・地域において、いかなる証券についての販売の申し出又は購入の申し出の勧誘を意図するものではありません。また、本レポートはプロ投資家(professional investors)、若しくはこれと同等の投資家に対し、原則として要請に応じて配布されます。本レポートの交付を受けたいかなる者も、本レポートを交付、回覧もしくは配布してはならず、又は他の何人に対しても、本レポートを複製し、付与し若しくは閲覧に供してはなりません。

### 【英語版レポートの免責事項】

株式会社 SBI 証券が提供するアナリスト・レポートは日本語版がオリジナルの正規版となります。本レポートは、株式会社 SBI 証券に在籍するアナリストが日本語で執筆したアナリスト・レポートを英語に翻訳したものです。英語版作成にあたっての翻訳は、当社が契約するアプリケーション・サービス・プロバイダー(ASP)が提供する自動翻訳ソフトを利用しています。当該ソフトを利用して翻訳された英語版レポートの内容は、アナリスト・レポートの執筆を担当するアナリストが確認していますが、株式会社 SBI 証券、情報発信元及び ASP 業者は、その情報の正確性、最新性、完全性、有用性等いかなる保証をするものではありません。