

基礎研 レター

「未定」が広がるのか、それとも見 通しを示すのか？

～関税政策と企業の開示姿勢～

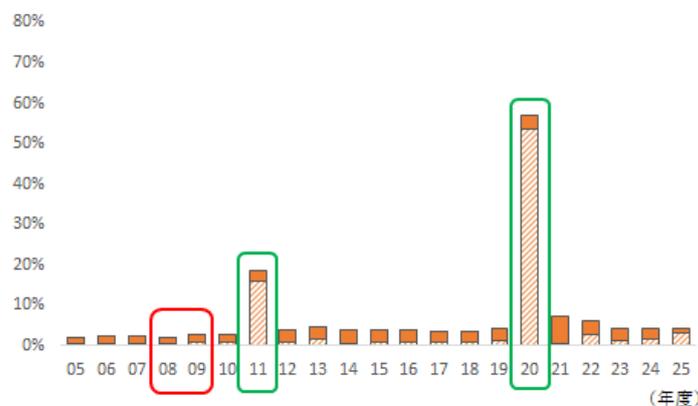
金融研究部 研究員 森下 千鶴
(03)3512-1855 mchizuru@nli-research.co.jp

2025年に入り、トランプ大統領の関税政策の影響により、輸出依存度の高い製造業を中心に企業の先行き見通しは一段と困難な状況にある。特に、2025年2月・3月本決算を迎える企業にとっては、2026年2月・3月期の業績見通しを策定するうえでの前提条件が極めて不透明となっている。過去を振り返ると、東日本大震災(2011年度)や新型コロナウイルス感染拡大(2020年度)といった不確実性が急激に高まった局面では、業績見通しを非開示とする企業が急増した。今回、関税政策を直接の理由とした業績見通しの非開示は現時点(4月17日)では確認されていないものの、本格化する決算発表シーズンにおいては、個別企業の業績のみならず、業績見通しの開示有無やその背景に例年以上に注目が集まる。

■2011年度、2020年度は業績見通しを非開示とする企業が急増

図表1は2月・3月本決算企業(TOPIX構成銘柄)を対象に、期初に業績見通しを非開示とした企業の割合を年度別に集計したものである。

図表1 非開示企業の割合



(注)各年度3月末時点のTOPIX構成銘柄。2月、3月本決算企業のうち5月末までに純利益の期初予想を開示しなかった企業の割合

(資料)QUICK、各社公表資料から作成

過去の事例を確認すると、図表1の緑色で囲んだ2011年度（東日本大震災）および2020年度（新型コロナウイルス感染拡大）に、業績見通しを非開示とする企業の割合が大きく上昇した。いずれも突発的かつ先行き不透明な外部要因に直面したことで、業績見通しの前提条件を設定すること自体が困難となった年である。なお、図表中のオレンジの斜線部分は、非開示企業のうち前年度には業績見通しを開示していたにもかかわらず、当該年度では非開示に転じた企業の割合を示している。2011年度および2020年度は、急激な環境変化を受けて開示を見送った企業が非開示企業の大半を占めていた。

一方、図表1の赤色で囲んだ2008～2009年度のリーマン・ショック期においては、非開示率は相対的に低水準にとどまった。リーマン・ショックは市場発の金融危機であり、信用収縮によって企業活動は縮小したものの、一定の前提に基づいて「悪いなりに見通しを立てる」ことが可能だった企業が多かったと考えられる。

次に、企業の開示姿勢は業種によって変化するのか確認した。図表2は業種別の非開示企業の割合を年度別に集計したものである。

図表2 「輸送用機器」「ゴム製品」「鉄鋼」などの非開示率が上昇

東証33業種	2008年	2009年	2011年	2020年	2024年
水産・農林業	0%	0%	25%	20%	0%
鉱業	0%	0%	0%	50%	0%
建設業	0%	0%	7%	40%	0%
食料品	0%	0%	11%	19%	2%
繊維製品	0%	6%	11%	86%	0%
ハルブ・紙	0%	0%	10%	50%	0%
化学	0%	2%	17%	54%	3%
医薬品	3%	0%	9%	20%	8%
石油・石炭製品	0%	0%	14%	38%	13%
ゴム製品	0%	0%	33%	100%	0%
ガラス・土石製品	0%	8%	27%	60%	4%
鉄鋼	3%	3%	47%	86%	4%
非鉄金属	0%	0%	26%	70%	10%
金属製品	0%	0%	37%	64%	0%
機械	0%	2%	19%	57%	3%
電気機器	2%	3%	22%	68%	2%
輸送用機器	0%	0%	83%	93%	2%
精密機器	4%	9%	13%	64%	8%
その他製品	0%	0%	25%	88%	0%
電気・ガス業	6%	6%	38%	68%	5%
陸運業	0%	0%	15%	85%	5%
海運業	0%	0%	0%	63%	0%
空運業	0%	0%	33%	50%	0%
倉庫・運輸関連業	0%	0%	11%	50%	0%
情報・通信業	3%	3%	4%	47%	8%
卸売業	0%	0%	9%	60%	0%
小売業	0%	0%	7%	63%	3%
銀行業	1%	1%	5%	6%	0%
証券・商品先物取引業	95%	95%	95%	95%	100%
保険業	0%	0%	14%	38%	0%
その他金融業	7%	8%	19%	52%	0%
不動産業	3%	0%	0%	53%	0%
サービス業	2%	2%	17%	66%	8%

(注)各年度3月末時点のTOPIX構成銘柄。2月、3月本決算企業のうち5月末までに純利益の期初予想を開示しなかった企業の割合

(資料)QUICK、各社公表資料から作成

業種別にみると、「輸送用機器」「ゴム製品」「鉄鋼」などの業種で、2011年度および2020年度ともに前年度から非開示に転じた企業の割合が上昇していた。これらの業種は、外部要因の影響を受けやすく、見通しの策定が相対的に困難であろうと考えられる。

一方で「食料品」や「医薬品」などの業種は、非開示に転じた企業の割合に大きな変化は見られなかった。これらの業種は、需要の安定性や予測可能性が比較的高く外部環境の変化に対しても影響を受けにくいとして、開示した可能性があったと推察される。

■関税政策を直接の理由とした業績見通しの非開示は現時点では確認されず

図表3は、2025年4月17日時点で決算発表を行った2月・3月本決算企業（TOPIX構成銘柄）を対象に、2026年度の業績見通しの開示状況をまとめたものである。

図表3 業績見通しの開示状況

	企業数 (①)	開示 (②)	非開示 (③)	③のうち 前期開 示、今期 非開示 (④)	③のうち 前期、今 期とも非 開示 (⑤)	非開示企 業の割合 (③/①)	うち今期 のみ非開 示企業の 割合(④/ ①)
全体	93	88	5	3	2	5%	3%
2025年3月	1	1	0	0	0	0%	0%
2025年4月	92	87	5	3	2	5%	3%

(注)2月、3月本決算企業のうち2026年度期初予の純利益想を開示した企業の割合(2025年4月17日時点、2025年3月末時点のTOPIX構成銘柄、2025年度本決算期変更企業は除く)

(資料)QUICK、各社公表資料から作成

この時点で決算発表を行った企業のうち、業績見通しを非開示とした企業は5社あった。そのなかでも、前期には業績見通しを開示していたが今期は非開示に転じた企業は3社あった。ただし、いずれも経営統合や完全子会社化に伴う上場廃止予定といった個別要因によるものであり、非開示の直接的な理由が米国の関税政策によるものであるとは確認されなかった。その一方で、業績見通しを開示した企業のなかには、利益計画に米国の関税政策の影響を織り込めていない企業も散見された。特に2月本決算企業は内需型の企業が多いことや、米国による相互関税や自動車輸入に関する関税発表といった動きが顕在化したのが3月下旬以降であったことを踏まえると、景気悪化懸念や貿易摩擦リスクの一段の高まりを決算発表時点で業績見通しに反映させることは難しかったと考える。

今回も、コロナ禍と同様に企業にとって先行きが見通しにくい状況にある。ただし、コロナ禍が突発的かつ世界的な自然由来の事象であったのに対し、今回は米国の通商政策という政策変更に伴う先行き不透明感であり、かつその方針が二転三転することで、不確実性がより複雑化している点が異なる。

こうした状況下では、非開示率は例年よりやや高まる可能性もあるものの、開示する企業においても、関税政策をどの程度織り込むかについて判断が分かれることが予想される。政策の発動時期や対象品目、実効性が依然として流動的であるため、織り込みが不十分であれば保守的、逆に織り込み過ぎれば不確実性を前提とした過度な見積もりにもなりかねず、企業側は非常に難しい判断を迫られている。

とはいえ、不確実性を前提としつつも一定のシナリオを立てたうえで、上場企業としての判断や前提条件を示すことは、投資家との対話や市場の予見可能性の確保するうえで極めて重要である。そのうえで、見通しの開示有無にとどまらず、自社の地域別・商品セグメント別の状況などを踏まえて、関税政策の影響について市場と丁寧に対話していく姿勢が、今後ますます求められるだろう。

以上