

# 洛水リサーチ 12月号

## 日本市場月次リサーチレポート

### 概要

洛水株式会社

著者：喬佳木 キョウ カボク

電話： +81-03-6820-9615

E-mail: joseph@rakusui.jp

**マクロ環境：**12月の日本のマクロ環境は「三つの不变と一つの変化」という特徴を示している。すなわち、弱い回復基調という経済の基本構図は不变、インフレの高止まりによる粘着性も不变、政策正常化の方向性も不变である一方、政策運営のペースに対する市場の見方が辺際的に修正され、「短期的な引き締め懸念」から「中期的な緩やかな移行」へと移行している。

**資本市場：**12月の日本株式市場は、前月までの急速な上昇を経て高値圏での消化局面に入り、指数はもみ合いながらも底堅い推移を示した。財政刺激への期待、海外投資家の継続的な資金流入、企業業績見通しの改善が下支えとなり、トレンド的な下落は見られず、セクターの参加度も高水準を維持している。

**セクター：**テクノロジーを中心とする成長主線は高値圏での調整局面に入ったものの、中期的な成長ロジック自体は変わっていない。一方、政策主線は引き続き安定的な下支えを提供し、金融セクターおよびディフェンシブセクターがローテーション受け皿として重要な役割を果たしている。ポートフォリオ構築においては、\*\*「政策主線+金融のバリュエーション修復+ディフェンシブなコアポジション+厳選した成長銘柄」\*\*という四層構造での配分が望ましい。

レポート作成日：

2025年12月

**注目トピック：**三菱重工業株式会社

**今月の読書：**企業ケーススタディ特集

## 一、日本のマクロ経済および政策動向

### 1、主要経済指標の概況

指標	最新値 / 直近の月／四半期	前年比 / 前月比の変動	説明とトレンド解釈
GDP	-0.40% (2025年 Q3、前期比)	年率 -1.8%	2025年第三四半期の日本経済は前期比でマイナス成長となった。輸出と設備投資の低迷が引き続き主な下押し要因であり、第四四半期の改善は財政刺激と外需の限界的な回復により左右される。
失業率	2.6% (10月)	前月比 0.0ppt	労働市場は依然として逼迫しているが、改善ペースは頭打ちとなっており、雇用改善による消費押し上げ効果は限定的である。
CPI (総合)	3.1% (11月)	前月比 +0.1ppt	インフレ率は3%台を維持。サービス価格の粘着性が続き、コアCPIも約3.1%と日銀目標を上回る水準。
PPI / CGPI	2.1% (11月)	前月比 -0.2ppt	上流コストは低下傾向が続くが、下流・最終価格への転嫁は依然として緩慢。
鉱工業生産	103.1 (10月、指数)	前月比 +0.3%	回復基調は継続しているものの、改善の勾配は鈍化。外需回復はなお不安定で、企業の設備投資姿勢は慎重。
小売販売	1.9% (10月)	前年比 +1.9%	消費は緩やかに回復。観光・外食が下支えする一方、実質購買力は物価と所得制約により限定的。
為替(USD/JPY)	149.5 円	11月比で やや円高	ドル安局面により円はテクニカルに反発したが、中期的には依然として円安レンジ。
長期国債利回り (10年JGB)	約 1.30%	前月比 +0.02ppt	金融政策正常化期待を背景に高水準で推移。イールドカーブは引き続きステイプル。

### 2、トレンドと政策背景

12月時点の最新マクロデータを見ると、日本経済は「成長は下押し圧力を受けているが失速には至っていない」「インフレは高水準で粘着的」「政策姿勢

は前倒しだがペースは抑制的」という全体像を示しており、経済と政策の間の緊張関係が一段と明確になっている。

1) 経済動向の面では、第3四半期のGDPが前期比で縮小したことが確認されており、輸出と設備投資の弱さが引き続き主な下押し要因である。鉱工業生産は9~10月にかけて連続的な回復を示したもの、その回復ペースは明確に鈍化しており、外需の改善がなお不安定であること、企業の設備投資姿勢が依然として慎重であることを示唆している。雇用市場は低失業率を維持しているが、改善の勢いは頭打ちとなり、実質賃金の伸び悩みから消費の牽引力は依然として限定的である。総じて、日本経済は「低成長・弱い内需・政策依存度の高い局面」にある。

2) インフレ動向については、11月のCPIが再び3%台に回復し、コアインフレ率も約3.1%と高水準を維持していることから、サービス価格およびコスト転嫁の粘着性が確認される。一方で、PPI/CGPIは継続的に低下しており、上流の投入コスト圧力は緩和しつつある。しかし、その影響が下流や最終価格に波及するスピードは遅く、インフレ低下のプロセスは「緩慢かつ粘着的」な様相を呈している。この構造は、日本が従来の「輸入物価主導の短期的インフレ」から、より「構造的で緩やかなインフレ」局面へ移行しつつあることを示唆している。

3) 政策面では、財政政策と金融政策の役割分担が明確になっている。財政政策については、政府は補助金、投資、産業支援を通じて景気下振れリスクを前倒しで抑制する姿勢を強めており、特にエネルギー安全保障、防衛、半導体、産業高度化分野で政策の方向性は明確である。一方、金融政策では、インフレ率が目標を上回る水準にある中でも、日本銀行は慎重姿勢を維持しており、拙速な引き締めには踏み込んでいない。市場のコンセンサスは次第に「正常化の方向性は不变だが、ペースは後ずれ」という見方へとシフトしており、短期的には現状維持、2025年末または2026年初にかけてデータ次第で調整が行われ

るとの見方が優勢になっている。

4) 金融市場はすでにこの政策ミックスを先取りして反映し始めている。12月の長期国債利回りは高水準でのレンジ推移を続け、イールドカーブは引き続きステイプな形状を維持している。これは、将来的な政策正常化への期待が残る一方で、短期的な利上げに対する市場の織り込みが大きく後退していることを示している。為替面では、ドル安局面に伴う円の技術的反発が見られたものの、日米金利差が依然として大きいことから、円相場は中期的には弱含みのレンジにとどまり、輸出や企業収益構造に対して本質的な影響を与える水準には至っていない。

### 3、総括

総合的に判断すると、12月時点の日本のマクロ環境は「三つの不变と一つの変化」という特徴を示している。すなわち、弱い回復基調という経済の基本構図は変わらず、インフレの高水準での粘着性も変わらず、政策正常化の方向性も不变である。一方で、市場の政策ペースに対する見方は、「短期的な引き締めへの警戒」から「中期的な緩やかな移行」へと限界的に調整された。この環境は、リスク資産に対して相対的に安定した政策背景を提供すると同時に、株式市場の焦点を指数主導の一方向的な相場から、より構造的な投資機会へと移行させている。

## 二、日本株市場の概況

### 1、概観

指標	参考水準	説明
TOPIX	3,310	11～12月にかけて高値圏での強含み推移。財政刺激期待、海外資金流入、国内機関投資家の追随が下支え。
日経平均 (Nikkei 225)	49,800	史上高値更新後にテクニカルな調整局面入り。依然として強気レンジを維持。
JPX 日経 400	30,200	ガバナンス改善・安定収益銘柄への資金回帰が続き、質的指標は堅調。

全体的な動きとして、12月の日本株式市場は前月までの急速な上昇を経て、高値圏での消化局面に入っている。指数ベースでは「もみ合いながらも強含み」という展開となっており、財政刺激策への期待、海外資金の継続的な流入、企業収益見通しの改善が相互に支え合う形で、明確なトレンド転換は見られていない。

これまでのテーマ主導型の構造的上昇と比べると、12月は市場の裾野が広がり、金融、エネルギー、公益事業といった安定セクターと、成長志向のテクノロジーセクターがローテーションを通じて市場を支える構図となっている。総じて、日本株式市場は強気基調を維持したまま調整局面にあり、トレンド自体は崩れていないものの、ボラティリティは上昇し、相場は単純な上昇局面から、よりファンダメンタルズと政策期待に依存した構造的な展開へと移行しつつある。

## 2、セクターおよびスタイルのローテーション

セクター区分	バリュエーション状況	説明
AI／半導体／先端製造	高バリュエーション（沈静化）	長期成長軸は不变だが、高値圏で消化局面。
防衛／エネルギー安全保障	中～高	政策確実性が高く、底堅い推移。
金融（銀行・保険）	リレーティング進行中	イールドカーブのステイプル化が追い風。
公益・重厚長大型	割安（修復中）	高配当・安定CFが注目。
医療・医薬	中低位	防御特性が評価。
小型株	システムディスカウント	銘柄間格差が拡大。

## 3、資金フロー分析

12月の資金フローを見ると、日本株式市場の主導構造はここ数ヶ月の流れを引き継ぎつつも、より明確な段階的変化が現れている。市場全体は「海外投資家による一方向的な牽引」から、「海外投資家主導、国内機関投資家が限界的に追随し、資金の内部ローテーションが加速する」局面へと移行しつつある。

### 1) 海外投資家

12月も海外投資家は日本株に対して純流入を維持しているが、そのペースは10～11月に比べて明確に鈍化した。これまでテクノロジー、AI、半導体を中心としたトレンド型の集中買いは高値圏で一服し、代わって構造調整やセクターローテーションを意識した配分行動が増えている。一部では指標高値更新

後の利益確定も見られるが、中長期資金は弱い円、企業ガバナンス改善、政策安定性といった要因から日本市場を引き続き魅力的と評価しており、システムティックな資金流出は確認されていない。

## 2) 国内機関投資家

12月は国内機関投資家の存在感が明確に高まった。年金、保険会社、長期運用資金が高値圏でのもみ合い局面において、受動的な積み増しやポートフォリオ調整を行い、主に金融、公益事業、エネルギー、医療といった高配当・安定キャッシュフローセクターへの配分を強めている。これは、従来指摘されてきた国内機関投資家の関与不足からの限界的改善を示しており、政策の方向性が明確化する中で、リスク許容度が徐々に回復していることを示唆する。ただし、依然としてスタンスは守備的であり、積極的なリスクテイクには至っていない。

## 3) 個人投資家

12月も個人投資家の行動は短期売買とテーマローテーションを中心であった。11月と比べると、高ボラティリティの成長株への追随姿勢は弱まり、防御的セクターや中小型株の局所的な機会に資金が向かっている。全体として、指数を持続的に押し上げるような資金流入は限定的であり、むしろセクター間のローテーション速度を高める要因となっている。

## 4) セクター別資金動向

12月は明確なローテーション構造が確認される。テクノロジー・半導体は前期の集中流入後に資金流入の勢いが低下し、高値消化局面に入った。一方、金融セクターはイールドカーブのステイアップ化とバリュエーション修復を背

景に資金の主要な受け皿となっている。公益事業、エネルギー、医療などの防御的セクターには安定した資金流入が続き、マクロ不確実性へのヘッジとして機能している。ガバナンス改善が進んだ一部の小型株にも関心は向いているが、全体としては依然として高い分化が続いている。

#### 4、バリュエーションとリスクプレミアム

12月時点の日本株式市場は、歴史的に見てやや高水準ながらも過熱には至っていない状態にあり、バリュエーション構造の分化が顕著である。TOPIXおよび日経225の予想PERは、年初の中立的水準から上方へシフトしており、政策の安定性、企業収益見通しの改善、海外資金の継続的な流入が相応に織り込まれている。ただし、今回のバリュエーション上昇は、バブル期のようなセンチメント主導ではなく、利益期待の改善とリスクプレミアムの圧縮による側面が大きい。

株式リスクプレミアム(ERP)を見ると、12月も低水準で推移している。長期金利の上昇により無リスク利回りは押し上げられている一方で、企業利益見通しの改善と政策不確実性の低下がその影響を相殺している。その結果、リスクプレミアムは年央に比べて大きく低下しているものの、歴史的な極端低水準には達しておらず、市場全体は「高評価だがファンダメンタルズで説明可能な水準」にあると評価できる。

#### 5、市場見通し

10~11月と比較すると、市場は「トレンド加速局面」から「高値消化と構造的再均衡」局面へと移行している。指数は高値更新後にもみ合いに入り、上昇の持続には利益の実現と政策の具体化がより重要となっている。短期的には

ボラティリティが上昇する一方で方向感は弱まり、「上値は追いにくいが、下落局面では拾われやすい」という典型的な強気調整相場の様相を呈している。

### 1) 上昇要因

(1) 財政刺激策と産業政策は依然として最も重要な下支え要因である。財政規模や実行ペースが大きく市場予想を下回らない限り、防衛、エネルギー安全保障、半導体、産業高度化といった政策主線は構造的な投資機会を提供し続ける。

(2) 資金環境は引き続きポジティブである。海外投資家の中期的な日本株配置ロジックは崩れておらず、12ヶ月は流入ペースが鈍化したものの、撤退的な流出は見られない。加えて、国内年金・保険資金による高配当・安定キャッシュフロー銘柄への配分増加は、指数の下方弾力性を抑制する。

(3) 企業利益の底堅さも維持されている。円安環境とガバナンス改善は利益見通しを支えており、ガイダンスが大きく悪化しない限り、バリュエーション調整は急落ではなく、時間とローテーションを通じて進む可能性が高い。

### 2) 下落要因

(1) 政策期待との乖離が最も直接的なトリガーとなる。財政刺激策の規模や実行が市場期待を下回れば、テーマ株を中心に調整が起り、指数も一時的に下押しされる可能性がある。

(2) インフレの粘着性と金融政策パスの不確実性も残る。CPIが3%超で推移する中、正常化前倒しやタカ派シフトの可能性は完全には排除されておらず、長期金利が急上昇した場合、高バリュエーション成長株の再評価圧力が高まる。

- (3) 為替の急反転というテールリスクも存在する。ドル安と日本当局の発言強化が重なれば、円が短期的に急騰し、輸出関連の利益期待を圧迫し、スタイル転換を誘発する可能性がある。
- (4) 海外リスク選好の変化も外生要因として無視できない。米国テクノロジー株がバリュエーション調整やマクロ悪化に直面した場合、日本のテクノロジーおよび輸出関連も受動的に調整を迫られる。

総合的に判断すると、12月の市場は11月のような一方向の急騰ではなく、「レンジ内で強含み、構造的機会を中心」という展開となる可能性が高い。投資戦略としては、「トレンド追随」から「ローテーション捕捉と下落耐性確保」への転換が求められる。政策主線および高品質成長への中期配置は維持しつつ、単一テーマへの集中度を引き下げ、金融、公益事業、エネルギー、医療といった防御・価値セクターにベースポジションを構築することでボラティリティに対応する。高バリュエーションのテクノロジー株については、銘柄選別とタイミングを重視し、利益実現や調整局面を利用した分割投資が適切である。全体として、市場トレンドは崩れていないものの、次の上昇加速局面を待つためには、政策の具体化と利益の検証を通じて「時間で調整する」局面が必要と考えられる。

### 三、 本月の注目セクター分析

12月、市場が高値圏でのもみ合いと構造的なリバランス局面に入る中、主軸は「単一テーマ主導」からさらに進化し、「政策主線が下値を支え、金融・ディフェンシブがローテーションの受け皿となり、テクノロジーは高値圏で消化しつつ選別保有する」という組み合わせ型の構造へと移行した。全体として、本月のセクター機会はもはや全面的な強さを特徴とするものではなく、ローテーションのテンポ、バリュエーションと利益の整合性、そして政策の具体化が業況に与える限界的な検証をより重視する局面となっている。

#### 1、AI／半導体／高付加価値製造

中期で最も確度の高い主線である点は変わらないが、12月の重要な変化は「強いトレンドから高値圏での消化局面への切り替え」にある。10～11月に海外投資家の集中配置とバリュエーションの急速な切り上げを経た後、12月のパフォーマンスはより一層、利益の実現と受注ガイダンスに依存し、資金行動も「上昇追随型の増配」から「優良銘柄の選別保有と内部ローテーション」へと転換した。世界的なAI投資サイクルがまだ転換していない中で、日本の半導体製造装置、材料、先端製造は依然としてサプライチェーンの受益側に位置し、長期ロジックは崩れていない。一方で、短期的にはバリュエーションが高水準にあるため、米国テック株の変動、円の短期反発、金利変化による割引率上昇といったバリュエーション面の圧力に対し、市場はより敏感になっている。したがって本月の当該セクター戦略は、「広く薄く」から「確度の高い主力銘柄+割安な二線の出遅れ補完」という構造配置へと移し、単一レーンへの集中度を引き下げつつ、決算およびガイダンスの局面でリスク管理を強化する

ことが適切である。

## 2、防衛／エネルギー安全保障セクター

12月も堅調な推移を維持し、政策確度が最も高い方向性の一つである。前期の「イベントドリブン・短期での急速な価格付け」とは異なり、本月の値動きはむしろ「政策主線による下支え＋中高バリュエーションでのトレンド継続」に近い。財政刺激と産業政策への期待は当該セクターの中長期ロジックを支え続けており、とりわけ防衛装備の更新、エネルギー安全保障、重要インフラ投資の分野では、市場の「将来の受注可視性」への認識が継続的に強まっている。同時に、短期の上昇ペースは鈍化し、もみ合いながらの上昇とローテーション受け皿としての値動きが中心となっているため、配置戦略は題材追随から、「受注の確実性、キャッシュフローの質、政策実行のタイミング」を軸にした選別へと転換する必要がある。総じて当該セクターは中期保有に適し、政策イベントの局面や市場ボラティリティが拡大する場面での分割投資が有効である。

## 3、金融（銀行／保険）

12月を代表するローテーション受け皿セクターの一つであり、その主要ドライバーは、イールドカーブのステイプル化、バリュエーション修復、資金選好の変化が重なった点にある。長期金利が高水準でもみ合う中、銀行の利ざや改善と利益見通し上方修正のロジックは市場で価格付けされやすく、保険セクターも金利環境と資産側の再配分余地から恩恵を受ける。高バリュエーションの成長株と比較すると、金融セクターは現局面でより高いバリュエーションの安全余地とリスクプレミアム上の優位性を有しており、海外投資家と国内機関投資家が共に増配する主要方向となっている。戦略面では、金融はポートフォ

リオの「堅実な攻めの枠」として機能し、高値圏での指標もみ合い局面において安定的な収益源を提供するとともに、成長セクターのバリュエーション変動を一部ヘッジする役割を果たす。

#### 4、公益事業／伝統的重資産セクター

12月における存在感が明確に上昇した背景は、高配当と安定キャッシュフローという特性が、ボラティリティ環境下で相対的に希少である点にある。市場がトレンド相場からもみ合い相場へ切り替わるにつれ、機関投資家は防御的なベースポジションの積み増しを志向し、公益、電力・ガス、一部の伝統的重資産企業でバリュエーション修復が加速した。エネルギー安全保障政策と価格転嫁メカニズムの改善も中期的な下支えとなる。強調すべきは、このセクターの機会は主として「リスクプレミアムの再評価」に由来し、高成長期待によるものではない点である。したがって、安定的な配置を基本とし、ガバナンス改善、資本規律の強化、分配方針が明確な企業に注目するのが望ましい。

#### 5、医療／医薬品

本月、医療・医薬品セクターは堅調なディフェンシブ型のパフォーマンスを示し、経済の不確実性上昇と市場ボラティリティ拡大の環境下で質の高い緩衝材となった。需要の強さ、キャッシュフローの安定性、利益変動の小ささにより、高値圏でもみ合う相場環境でも継続的な資金配分を獲得している。加えて、日本の人口構造トレンドと医療支出の長期増加ロジックは中長期的な下支えとなる。公益事業と比べると、医療は「低ボラティリティ+構造的成长」という組み合わせ特性がより強く、ポートフォリオの防御的成長枠として、基準価額の変動を平準化する目的での配置に適している。

## 6、消費（観光／航空／小売）

本月も構造的な機会は残るが、内部の分化は顕著である。インバウンド消費は円安と旅行回復を背景に、ホテル、免税小売、交通・移動といったサブセクターを引き続き支えている一方、国内の裁量消費は実質購買力の制約を受け、相対的に弱い。したがって当該セクターは、本月は「高景気サブセクター+イベントドリブンのタイミング」を中心に、消費全体を一括で配置することは避けるのが適切である。為替が明確に反発する場合には、インバウンド消費の限界的な沈静化によるバリュエーション調整リスクに留意する必要がある。

## 7、小型株

本月も構造的なディスカウント状態にあるが、構造的機会と分化はさらに拡大した。東京証券取引所のガバナンス改革は引き続き、資本効率の改善や株主還元強化を促しており、ガバナンス改善が明確で利益可視性の高い小型銘柄は資金の関心を集めている。ただし、資金が全体として慎重な環境下では、小型株全体の一斉相場を形成するのは難しい。戦略としては、小型株は指數的に参加するよりも、「ボトムアップの選別」によって、ガバナンス改善、ROE 向上、株主還元強化、業績の確実性を軸に銘柄を選ぶのが適している。

総合すると、12月の重点セクター機会の核心的変化は、テクノロジー主線が高値消化局面に入ったものの中長期ロジックは不变であり、政策主線は堅調な下支えを維持し、金融およびディフェンシブがローテーションの受け皿として鍵となった点にある。配置としては、「政策主線+金融修復+防御ベース+選別成長」という四段構造でポートフォリオを構築することを提案する。政策セ

クターが中期の確実性を提供し、金融がバリュエーション修復のリターンを提供し、公益・医療がボラティリティを低減し、テクノロジーは選別とタイミング重視で、利益の実現とバリュエーション消化を待ってから攻撃性を高めるのが望ましい。総じて、本月は全面的な攻勢よりも、構造とテンポを重視する局面である。

SAMPLE

## 四、ホットトピック追跡：三菱重工業株式会社

直近において、三菱重工業株式会社は日本市場の中核的な注目銘柄となっている。その背景には、政策、受注、そして市場期待という三つの要因が同時に共振していることがある。

### 1、注目の背景

まず、日本政府が防衛およびエネルギー安全保障分野における中長期的な投資拡大シグナルを継続的に発信している点が挙げられる。防衛予算の拡大方針は明確であり、関連する政策議論の進展は、防衛装備やシステムエンジニアリング需要が長期化するとの市場認識を一段と強めている。日本における最重要の防衛・高付加価値エンジニアリング請負企業の一つである三菱重工は、「政策実行の最も直接的な受益者」として位置づけられており、その株価動向は政策期待が継続的に織り込まれているかを測る重要な先行指標となっている。

次にエネルギー分野では、日本が「エネルギー安全保障を最優先」とする前提のもとでエネルギー転換を進めており、高効率火力発電、原子力関連設備、水素、炭素回収・貯留（CCUS）といった技術への需要が拡大している。三菱重工はこれらの分野で深い技術蓄積と豊富なプロジェクト経験を有しており、政策・産業両面の議論で頻繁に言及されている。純粋な再生可能エネルギー銘柄とは異なり、三菱重工の強みは「システムレベルのソリューション」を提供できる点にあり、この特性は世界的にエネルギー不確実性が高まる局面において特に際立っている。

最後に資本市場の観点では、日本株式市場が高値圏でのもみ合い局面に入る中、資金が高バリュエーションの成長セクターから、政策確度が高く受注可視

性の高い銘柄へとローテーションしている。その結果、三菱重工は海外投資家と国内機関投資家の双方から注目される中核的な配置対象となり、売買の活発度および資金流入が顕著に高まっている。

## 2、決算サマリー

(単位：百万円)

決算期	売上高	YoY (%)	営業利 益	YoY (%)	経常利 益	YoY (%)	営業 CF	YoY (%)	総資産 増減率 (%)
2021	3,699,946	-8.5	54,081	—	49,355	—	-94,948	—	-3.51
2022	3,860,283	4.3	160,240	196.2	173,684	251.9	285,563	—	6.35
2023	4,202,797	8.8	193,324	20.6	191,126	10	80,888	-71.7	7
2024	4,657,147	10.8	282,541	46.1	315,187	64.9	331,186	309.4	14.27
2025	5,027,176	7.9	383,198	35.6	374,531	18.8	530,459	60.1	6.43
2026 (E)	4,800,000	-4.6	390,000	1.7	370,000	-1.3	—	—	—
2027 (E)	5,488,000	14.3	450,000	15.3	430,000	16.2	—	—	—

## 3、データ分析

売上、利益、キャッシュフローという三つの中核指標を総合的に見ると、三菱重工はすでに初期の「売上回復局面」から、「収益の質が改善する局面」へと段階的に移行していることが確認できる。利益成長率が継続的に売上成長率を上回っていること、営業キャッシュフローが黒字化し拡大していること、そ

して資産拡張のペースが安定化していることは、同社のビジネスモデルが従来型重工業に見られる高ボラティリティ特性から、高付加価値エンジニアリング、防衛、エネルギー・システムを中心とする中長期的に安定した成長モデルへ転換しつつあることを示唆している。

表：日本重工大手の横断的財務比較（MHI／IHI／KHI）

(単位：億円)

会社名	売上高	営業利益	営業利益率	成長・収益特性
三菱重工業 (MHI)	5,027	383	7.60%	規模最大、利益水準が継続的に上昇、 CF改善顕著、受注可視性高
IHI	1,627	144	8.80%	規模は小さいが利益率最高、航空エンジン・防衛が牽引
川崎重工業 (KHI)	2,129	143	6.70%	規模中位、売上成長は安定するが為替・コスト感応度高

横断比較から見ると、三菱重工は日本の重工大手3社の中で最も高い総合的安定性と中長期的確実性を示している。売上規模が大きく、防衛、エネルギー、インフラといった複数の政策主線に受注源を分散しているため、単一産業サイクルへの依存度が低い。加えて、近年は営業利益率と営業キャッシュフローが継続的に改善しており、従来の高変動型重工モデルから、高付加価値システムエンジニアリングを中心とする安定的収益モデルへと移行していることがうかがえる。IHIは規模こそ小さいものの、航空エンジンや防衛分野における高付加価値領域で利益率と弾性に優れ、景気拡大局面での攻撃的配置に適する。

一方、川崎重工は両者の中間的存在であり、売上成長は安定しているものの、為替やコスト変動への感応度が高く、短期的なボラティリティは相対的に大きい。総じて、日本市場がテーマ主導から確実性・構造重視へ移行する現在の局面では、三菱重工は中長期の中核保有に最も適した銘柄であり、IHI や川崎重工は補完的、もしくはタイミングを見た配置が適していると評価できる。

#### 4、日本株式市場への影響

三菱重工の防衛、エネルギー、高度エンジニアリング分野における事業拡大は、日本の産業チェーン全体に明確な波及効果をもたらしている。受益企業は、上流の素材・中核部品、中流の設備・システム統合、下流のエネルギー・インフラ運営まで幅広く及ぶ。これら関連上場企業に共通する特徴は、受注可視性の向上と国家政策方向との高い整合性であり、中期的な配置価値を有する点にある。

表：サプライチェーン受益企業一覧

産業チェーン	上場企業	主な事業・製品	三菱重工との関係	受益形態
上流材料・中核部品	IHI	航空エンジン・航空宇宙	防衛・航空分野での協業	防衛・航空受注増による案件拡大
上流材料・中核部品	川崎重工業	航空宇宙・艦艇・エネルギー	同一防衛・重工体系	防衛・エネルギー投資の共振
上流材料・中核部品	日本製鋼所	高級鋼材・鍛造品	原子力・重工核心材料	原子力・エネルギー案件回復

上流材料・ 中核部品	JFE ホールディ ングス	鋼材・エンジニア リング材	大型インフラ 向け材料	工程案件増加
中流設備・ システム	東京計器	制御・精密機器	防衛・工業シ ステム	軍需・工業受注拡大
中流設備・ システム	SMC	空圧・自動化	装置・自動化 供給	高度製造拡張
中流設備・ システム	横河電機	制御・自動化	エネルギー制 御	インフラ投資恩恵
下流インフ ラ	ENEOS HD	エネルギー供給	エネルギー安 全保障	設備投資増
下流インフ ラ	東京電力 HD	電力・原子力	原子力設備更 新	保守・更新需要
周辺・サー 비스	三菱電機	電力電子・制御	三菱系協業	システム連携
周辺・サー 비스	三菱マテリアル	工業材料	高付加価値材 料	工程需要増

## 5、今後 3 年間の財務見通し

中期的視点から見ると、三菱重工の今後 3 年間の財務パフォーマンスは、防衛受注の持続性、エネルギープロジェクトの実行ペース、そして自社の収益構造改善の進展という三つの要因に大きく左右される。

ベースシナリオでは、防衛およびエネルギー関連受注が引き続き売上の安定成長を支え、全体の売上高は年率で中一桁から高一桁の成長を維持する可能性

が高い。より重要なのは、高マージン事業の比率上昇により、利益成長が売上成長を上回る構造が続くと見込まれる点であり、営業利益率にはさらなる改善余地がある。これは、今後3年間にわたり、同社の利益水準がマクロ循環に単純に連動するのではなく、段階的に切り上がっていく可能性を示唆する。

この見通しを支える主な正の要因としては、日本の防衛政策・予算の継続性、エネルギー安全保障テーマの国際的重要性の高まり、そして三菱重工が有するシステムエンジニアリングおよび高付加価値製造分野の技術的障壁が挙げられる。また、円安環境は海外プロジェクト収益の円換算を通じて、利益に対する限界的な押し上げ要因となる。

一方、リスク要因は方向性よりもタイミングに集中している。大型プロジェクトの確定時期が後ずれすれば、特定年度の売上や利益に振れが生じる可能性があるほか、マクロ環境の大きな変化や財政支出ペースの調整が市場期待に影響を与える可能性もある。ただし現行の枠組みでは、これらは短期的な変動要因にとどまり、中長期の成長軌道を根本的に変えるリスクは限定的と考えられる。

総合的に判断すると、三菱重工は政策および産業トレンドを中心ドライバーとする中長期の上昇サイクルに位置している。今後3年間の財務パフォーマンスは、「安定成長+収益の質の継続的改善」という形を示す可能性が高く、従来型重工企業に見られる強い景気循環的変動とは一線を画す。この特性こそが、現在の日本市場環境において、同社を長期配置型の中核資産たり得る存在としている。

## 五、企業ケーススタディ特選

### 1、基本情報

株式会社小野測器 (ONO SOKKI、6858.T) は、主として計測機器の製造・販売を行う企業である。同社は3つの事業セグメントを運営している。計測機器事業では、各種センサー、回転・速度計測機器、寸法・変位計測機器、音響・振動計測機器、トルク計測機器、自動車性能計測機器、ならびにこれら計測機器を組み合わせた解析装置に関するソフトウェアおよびデータの研究・開発・製造・販売を行う。特注試験装置・サービス事業では、研究開発および品質管理向けに、音響・振動分野に関するコンサルティング、同社製品のカスタマーサービスおよびエンジニアリングサービス、ならびに特注試験装置の提供を行う。その他事業には、損害保険代理店業務、土地・建物管理業務などが含まれる。

項目	内容
証券コード	6858.T
会社名	株式会社小野測器
英語名	ONO SOKKI Co., LTD.
所属業種	電気機器
設立日	1954年1月
上場日	1983年8月15日
資本金	神奈川県横浜市西区
所在地	623名

### 2、主要データ

#### 1) 重要指標

JPY

総時価総額	72.96 億円	総株式数	1,220 万株
営業収益	138 億円	株価	598 円
非経常項目前純利益	8 億円	親会社株主に帰属する純利益	5.5 億円
流通株比率	—	PE (TTM)	13.9 倍
予想 PER (2026)	12.72 倍	予想 PER (2027)	15.55 倍
PB (MRQ)	0.4 倍	EBITDA	7.75 億円
配当利回り (2026)	3.34%	配当利回り (2027)	3.48%
ネット D/E レシオ	0.8	EPS (TTM)	52.8 円
予想 EPS (2026)	52.8 円	予想 EPS (2027)	—

## 2) 同業他社比較

市場	企業名	主な事業 領域	時価総額	PER	PBR	バリュエーション評価
日本	小野測器 (6858.T)	音響・振動 (NVH) ／車両試 験	約 70 億円	13	0.4	小型株、低 PBR。利益変動 性により長期的に割安
日本	RION(6823.T)	音響・振 動計測	約 350 億円	20	1.5	ニッチ分野のトップ企業、 安定利益によるプレミアム
日本	横河電機 (6841.T)	工業計測 ・制御	約 8,000 億円	18	2	プラットフォーム型、規模 プレミアム

日本	アンリツ (6754.T)	電子・通信計測	約 4,000 億円	25	2.5	高研究開発・高成長期待、割高評価
米国	Keysight (KEYS)	電子計測 大手	約 400 億 USD	20	6	世界的プラットフォーム、顕著な評価プレミアム
米国	Fortive (FTV)  (Fluke)	工業計測	約 650 億 USD	20	4	安定 CF を持つ複合型工業 プラットフォーム
米国	Emerson (EMR、NI 含む)	自動化+計測	約 550 億 USD	20	3	ソフトウェア・システム統合型プレミアム
中国	普源精電 (688337.SH)	電子計測	約 350 億元	35	4	高成長期待を織り込んだ評価
中国	鼎陽科技 (688112.SH)	電子計測	約 250 億元	30	3	国産代替ロジック、割高水準

横断的なバリュエーション比較から見ると、小野測器の時価総額および評価水準はグローバル同業対比で顕著に低い。国内同業と比べても、時価総額は RION の約 5 分の 1、横河電機の百分の一規模にとどまり、PER は業界下位レンジ、PBR は 1 倍を大きく下回る。これは、利益の安定性および成長性に対する市場の慎重な織り込みを反映している。米国の試験計測大手と比較すると、規模、プラットフォーム化、ソフトウェア化の面で明確な差がある一方で、小野測器のディスカウント幅は単なる規模差だけでは説明しきれない水準にまで広がっている。中国同業に見られる 30~40 倍 PER、3~5 倍 PBR といった

成長株型の評価と比べると、小野測器はより「資産型+循環（プロジェクト）型」に近い評価フレームに置かれている。

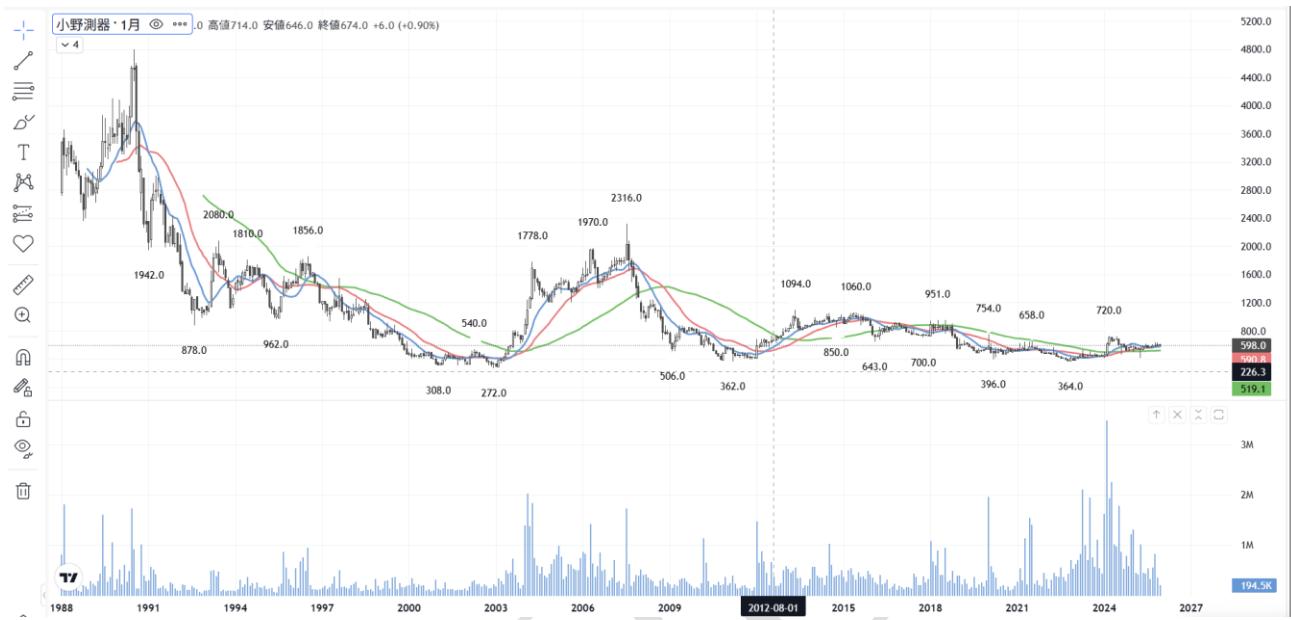
### 3、ファンダメンタルの注目点

- 1) 事業ロジックが明確で、主力事業のコア競争力が強い。小野測器は大手デジタル計測機器メーカーであり、回転計、音響計測機器、振動計の分野で業界をリードしている。顧客は自動車業界が中心で、アジア市場への展開も積極的に進めている。
- 2) 財務構造は堅実で、資産・負債のバランスも健全である。上期はアジア向け計測機器販売が想定を下回った一方、特注試験装置は手持ち受注の消化により出荷が大きく増加した。HEV（ハイブリッド車）向けモータ試験装置の受注は高水準を維持し、空調試験向けの音響・振動センサー販売も堅調であった。下期には業績が明確に回復し、営業利益の大幅な増加につながった。HEVモータ試験装置、空調システムのNVH試験、ADAS機能評価といった新規需要は、同社製品の技術含量と案件単価を押し上げ、中期的な収益改善を支える。
- 3) 1954年創業で歴史が長く、産業・金融サイクルを通じた耐性があり、防御性が高い。

総合すると、小野測器は明確なPBRの“低位（PBの窪地）”を有し、計測というニッチ領域で長期的な技術蓄積を持ち、自動車産業の高度化の恩恵を深く受け得る一方、なお「小型・専門特化・低評価」段階にあるプロフェッショナル型企業と位置づけられる。4、チャート分析（自主開発モデルのテスト結果）

## 4、テクニカル分析

### 1) 過去の株価推移

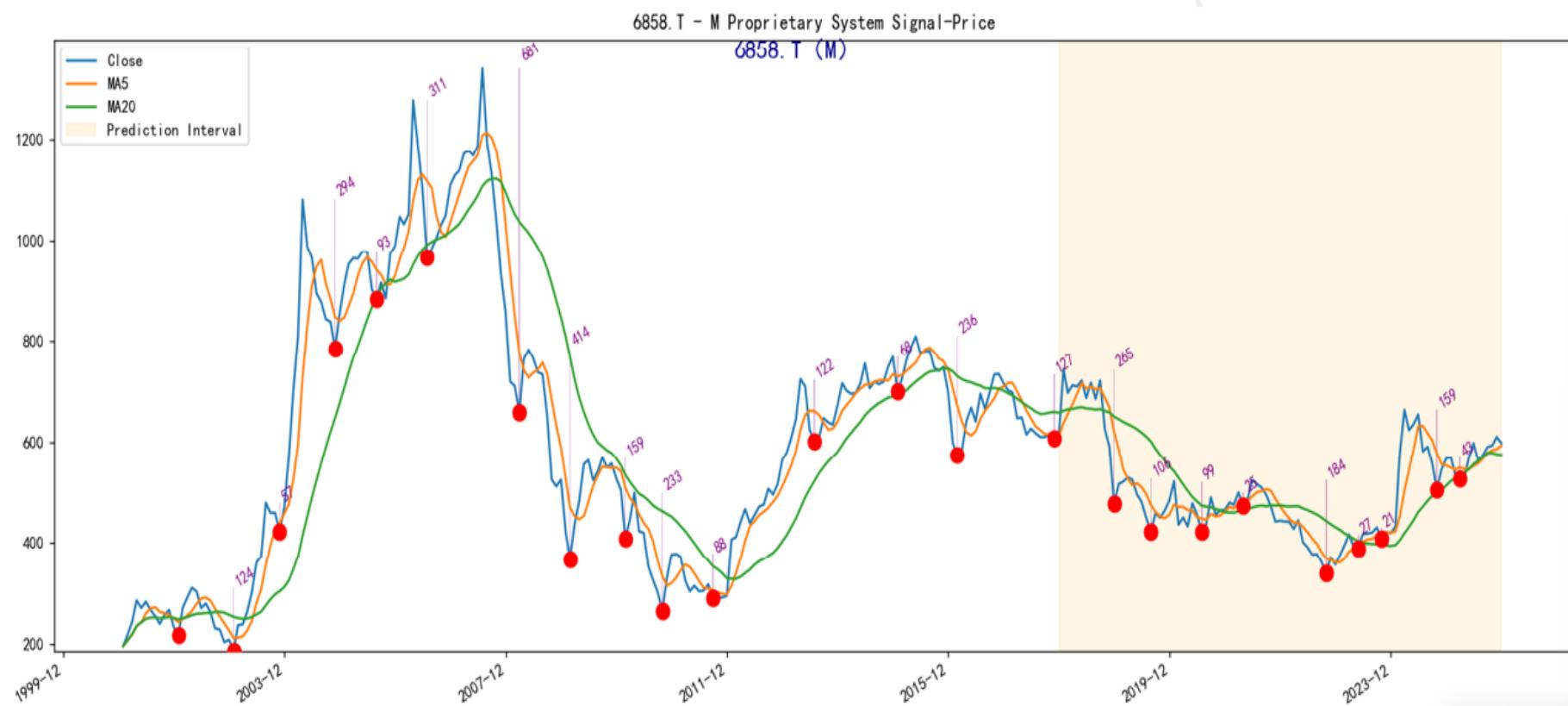


データ出所：四季報

## 2) 定量モデル

洛水 自主開発モデルのテスト結果

図：月足チャート（上場以来）



## 5、結論

小野測器は、音響・振動計測（NVH）分野で長期の技術蓄積を有する専門型の計測機器企業であり、回転計、騒音計、振動計などの主要製品で日本国内トップクラスの地位を持つ。創業が早く技術ロードマップが明確で、自動車性能試験領域において高い専門障壁を形成している。売上の約7割が自動車業界向けであることから、完成車メーカーが進めるパワートレイン、電動化、知能化の過程における試験・検証工程に深く関与できる。

事業構造の観点では、同社の中核的優位性は汎用計測器にとどまらず、完成車メーカー向けのカスタム大型試験装置およびシステムソリューションにより強く表れている。車両レベルの実験設備の整備と試験システム統合能力の強化を通じて、単なる機器サプライヤーから「高付加価値の試験ソリューション提供者」へと段階的に進化している。この転換は、EV／HEVモータ試験、空調システムNVH試験、ADAS機能評価といった新需要の取り込みを可能にし、案件価値と顧客粘着性の向上にも寄与する。

財務特性としては、プロジェクト型・季節性が強い点が挙げられる。カスタム試験装置は納期が長く、出荷時期が特定四半期に集中しやすいため、四半期ベースでは業績が変動しやすい。ただし中期的には、受注残の消化と高付加価値装置の比率上昇が利益弹性を高める可能性がある。近年の実績でも、高付加価値装置の出荷が進む局面で営業利益の改善幅が大きく、収益力が事業ミックス変化に高感応であることが示されている。

バリュエーション面では、同社は明確な割安圏にある。国内外の試験計測同業と比べて時価総額が小さく、PERは業界下位レンジ、PBRは長期的に1倍

を下回って推移しており、利益の安定性、事業集中度、海外展開力に対する市場の慎重姿勢がうかがえる。この評価は「資産型＋循環型」に近く、NVH 領域での技術優位性と中長期需要の論理が十分に反映されているとは言い難い。リスクとしては、自動車業界への依存度が高いことから、完成車メーカーの設備投資や開発スケジュールに業績が左右されやすい点がある。また、海外（特にアジア）市場の拡大はなお途上で、短期的な寄与は限定的である。さらに、特注装置事業のプロジェクト特性により業績変動が完全に解消されにくいくことが、長期的に評価が抑制される要因にもなっている。

総合判断として、小野測器は「小型・専門特化・技術志向で、なお割安に放置されているニッチ領域銘柄」の典型例といえる。

## 免責事項

本レポートに記載された情報は、すべて公開資料に基づいて作成されたものであり、著者はその正確性および完全性についていかなる保証も行いません。また、記載された情報や見解、助言の内容が将来にわたって変更されないことを保証するものではありません。

本レポートは特定の顧客との情報共有および意見交換を目的としており、文中で言及される有価証券、債券、為替、デリバティブ等の具体的な投資対象は、あくまで分析手法の例示であり、いかなる投資勧誘または投資助言を構成するものではありません。

著者は内容の客観性・公正性を確保するよう努めていますが、記載された見解・結論・提案はあくまで参考情報に過ぎません。本レポート中の情報および意見は、記載された株式、債券、デリバティブ等の売買の申込みまたは勧誘を意図するものではありません。本レポートに基づいて投資判断を行う場合、その結果生じたいかなる損失についても当社および著者は一切の責任を負いません。投資にあたっては、市場リスクの存在に十分ご注意ください。