

リサーチ部 笹木 和弘 増瀬 透吾  
 DID:03-3666-2101 (内線 244)  
 E-mail: kazuhiro.sasaki@phillip.co.jp

フィリップ証券株式会社

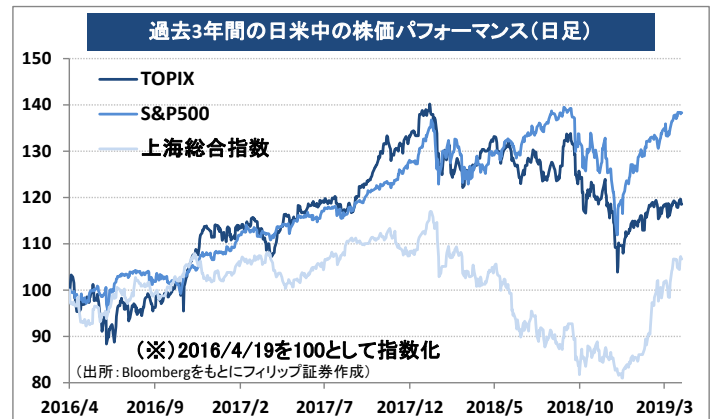
2019年4月22日号(2019/4/19 作成)

### Report type: ウィークリーストラテジー



#### ■信用倍率低すぎ値がさ株の需給相場に注意

- 米国株の1-3月決算発表が本格的に開始したが、金融株を初めて弱気な市場予想を覆す銘柄が出てきたことから米国株価指数が上昇し、週明け4/15の日本株は日経平均が節目の22,000円を超えた。週明けの米国株は個別銘柄決算に一喜一憂する中で株価指数の動きが膠着状態となったが、4/17発表の1-3月 GDP 他中国経済指標が総じて好調だったことも後押しして、日経平均が22,300円を超えた。
- この動きの背景にある需給面を探ると、日経平均株価指数の裁定取引に係る現物買い残推移では、12/28基準日の5,620億円から4/12基準日の1兆1,272億円まで2.0倍増となっているが、直近のピークである昨年9/28基準日の2兆5,628億円に対しては44%の水準、昨年1/5基準日の3兆4,267億円に対しては33%の水準に留まっている。需給面では買い余力がある。
- 一方、東証信用取引残高データによると、日経平均への寄与度が高い値がさ株を中心に信用倍率が低下する銘柄が増加し、3月下旬の配当権利付最終週にかけて信用倍率が1.0倍を大幅に下回る動きが顕著となった。制度信用取引であれば建て日から6か月後に期日が到来するが、信用倍率1.0倍を下回る度合いが大きいほど、期日に向けて転売圧力よりも買戻し圧力が勝ることを意味する。10連休を前にして買戻し圧力が強まる可能性も考慮しておきたい。
- しかも、日銀によるETF(上場投資信託)購入により、3月末時点で上場企業の約半数で日銀が「大株主」(上位10位以内株主)となった。日銀が実質保有株式を売却しないと仮定すれば、ETF 買いとともに時間の経過によって市場の浮動株は減少する。信用売建てを決済するには現物株式を調達する必要があるが、浮動株の減少によって調達が容易でなくなり、決済のために価格関係なく買わざるを得ない「ショート・スクイズ」が発生する懸念も出てこよう。日経平均採用銘柄の場合、現物と先物・オプション裁定取引の関係で同様に決済のために現物を手当てする需要が発生する。これらの相乗効果によって、特に日経平均への寄与度が高く、浮動株比率が低い(安定株主比率が高い)値がさ株は需給要因によって価格が上昇しやすい下地があると言えるだろう。要注意である。(笹木)
- 4/22号では、高砂熱学工業(1969)、WDI(3068)、日本ペイントホールディングス(4612)、京進(4735)、日本電産(6594)、上組(9364)を取り上げた。



#### ■主な企業決算の予定

- 4月23日(火): オービック、シマノ、日本電産、ネクステラ・エナジー、コカ・コーラ、ユニテッド・テクノロジーズ、プロクター・アンド・ギャンブル(P&G)、ロッキード・マーチン、ペライゾン・コミュニケーションズ
- 4月24日(水): キッコーマン、花王、サイバーエージェント、日立建機、オムロン、ファンック、キヤノン、大阪瓦斯、中外製薬、エムスリー、キーエンス、LINE、AT&T、パイオジェン、ボーイング、ゼネラル・ダイナミクス、キャタピラー、マイクロソフト、フェイスブック、ペイパル・ホールディングス、ピザ
- 4月25日(木): 松井証券、川崎重工、アステラス製薬、第一三共、ヤフー、富士電機、アドバンテスト、京セラ、日野自動車、大和証券グループ本社、野村ホールディングス、東日本旅客鉄道、関西電力、東海旅客鉄道、東京電力ホールディングス、オリエンタルランド、任天堂、野村総合研究所、ZOZO、アツヴィ、ユニテッド・バーセル・サービ(UPS)、レイセオン、コムキャスト、プリストル・マイヤーズ・スクイブ、3M、アルトリア・グループ、フォード・モーター、インテル、キャピタル・ワン・ファイナンシャル、スターバックス、アマゾン・ドット・コム
- 4月26日(金): トクヤマ、デンソー、川崎汽船、日本郵船、商船三井、日本碍子、ジェイテクト、三菱電機、三井物産、日本通運、三菱倉庫、小田急電鉄、伊藤忠商事、東武鉄道、京成電鉄、東京瓦斯、日本たばこ産業、信越化学工業、日本電気硝子、TOTO、オークマ、小松製作所、日立製作所、日本電気、セイコーエプソン、ソニー、TDK、アルプスアルパイン、東京エレクトロン、京王電鉄、西日本旅客鉄道、ヤマトホールディングス、ANAホールディングス、NTTドコモ、日東電工、豊田通商、中部電力、富士通、MonotaRO、SBIホールディングス、コルゲート・パルモリーブ、エクソンモービル、シェブロン

#### ■主要イベントの予定

- 4月22日(月)
  - ・安倍首相がフランス、イタリア、スロバキア、ベルギー、米国、カナダ訪問へ(29日まで)
  - ・コンビニエンスストア売上高(3月)
  - ・欧州、香港休場
  - ・米中古住宅販売件数(3月)
- 4月23日(火)
  - ・NTTドコモ、KDDI、ソフトバンクがメッセージ機能拡充で会見
  - ・企業向けサービス価格指数(3月)、全国百貨店売上高(3月)、東京地区百貨店売上高(3月)
  - ・米FHFA住宅価格指数(2月)、米新築住宅販売件数(3月)
  - ・ユーロ圏消費者信頼感指数(4月、速報値)
- 4月24日(水)
  - ・ハウテレビジョンが東証マザーズに新規上場
  - ・全産業活動指数(2月)
- 4月25日(木)
  - ・日銀金融政策決定会合、終了後に結果と展望レポートを発表、黒田総裁会見
  - ・トピラスシステムズ、グッドスピードが東証マザーズに新規上場
  - ・対外・対内証券投資(4月14-20日)
  - ・日・EU首脳会議(ブリュッセル)
  - ・中国、一帯一路フォーラム(27日まで、北京)
  - ・米耐久財受注(3月、速報値)、米製造業受注(3月、速報値)、米新規失業保険申請件数(20日終了週)
- 4月26日(金)
  - ・完全失業率(3月)、有効求人倍率(3月)、消費者物価指数(東京都都区部、4月)、鉱工業生産指数(3月)、商業動態統計(3月)、自動車生産台数(2月)、住宅着工件数(3月)
  - ・ロシア中銀、政策金利発表
  - ・米GDP(1Q、速報値)、米シガン大学消費者マインド指数(4月、確定値)
- 4月27日(土)
  - ・中国工業利益(3月)

(Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

■中国の経済指標に注目が集まる

4/17に中国第1四半期GDP成長率、3月小売売上高、3月鉱工業生産、1-3月固定資産投資が発表された。1-3月実質GDP成長率は前年同期比で前10-12月と変わらずの6.4%となり、減速に歯止めがかかったが、その他の経済指標の1-3月四半期で見ると、固定資産投資が前年同期比6.3%増で18年通年5.9%増から加速した一方で、個人消費を表す社会消費品小売総額は同8.3%増で18年通年6.2%増から減速した。

習主席は2020年の「小康社会」（“小康”とは“いくらかゆとりのある”の意）の全面的実現を掲げており、その中で2016-2020年の年平均成長率6.5%以上を最低ラインとしている。来年に向けてなりふり構わない景気対策が必要となる事情も察せられる。（笹木）

■米大手金融機関の1-3月期決算

米国の大手金融機関の1-3月期決算が出揃った。税制改革の影響で軒並み大幅増益となった10-12月期からは鈍化したものの、昨年4回の利上げと堅調な経済を背景に商業銀行業務が好調に推移。JPモルガン・チェース&カンパニー（JPM）などは金利収益を伸ばした。一方、各社とも金融商品の売買を仲介するトレーディング収益は落ち込んだ。市場依存度の高いゴールドマン・サックスG（GS）は5四半期ぶりの減益。

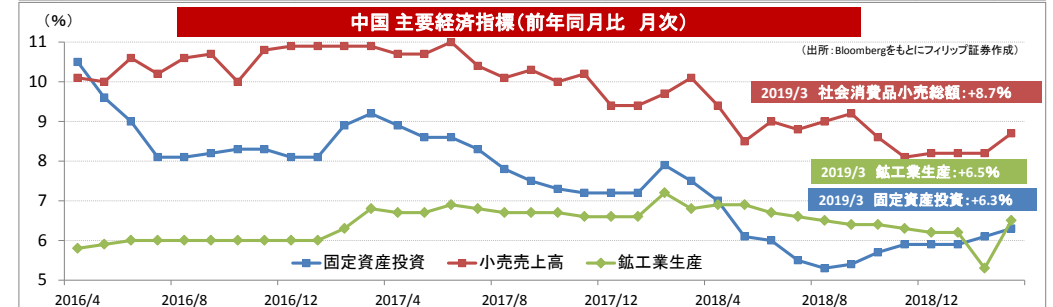
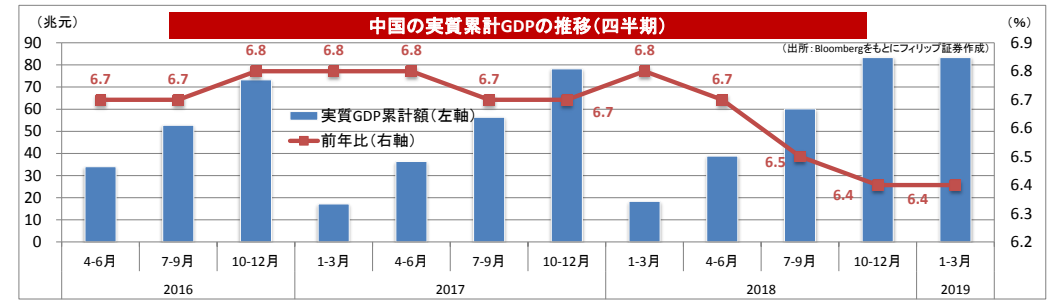
各社は政府機関閉鎖の影響で株式引受を中心に投資銀行業務が妨げられ、複数のIPOに遅れが出たと指摘。今後数カ月の間にウーバー・テクノロジー（UBER）などIPOの大型案件が幾つかの見込まれることなどから、4-6月については楽観視する向きが多い。（増淵）

■値がさ株の信用倍率低下に注意

日経平均株価への寄与度が高い値がさ株の信用倍率推移を見ると、3月下旬にかけて急低下したことが分かる。折しも昨年11月中旬から3月下旬までは海外投資家の売り越しが継続した時期でもある。信用倍率が1.0倍を下回れば売り残が買い残よりも多いことを示し、期日までの買戻し圧力による相場上昇要因になるが、銘柄ごとに特定株主比率などが異なることもあり、買戻し圧力の強弱は一概には語れない面もある。

相場下落局面で押し目の信用買いで信用倍率が上昇し、戻りとともに買い残減少・売り残増加で信用倍率が低下することはよくあるが、大型優良株で1.0倍を下回る状態が続くのは異例。「異例」から「正常」への回帰があるならば、良い投資機会と見るべきだろう。（笹木）

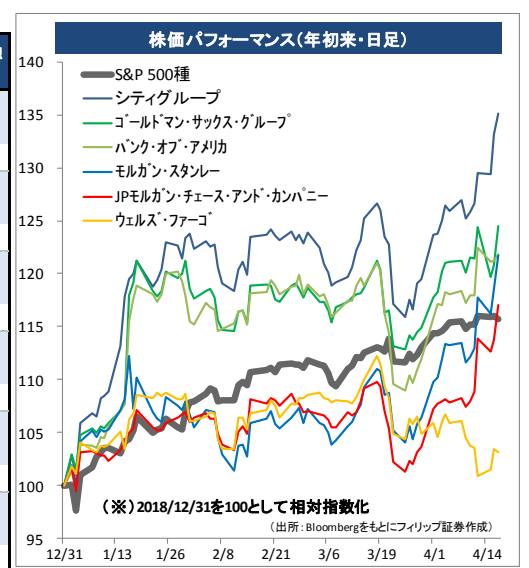
【中国実質 GDP 横ばい維持だが、固定資産投資中心の回復で予断許さず？】



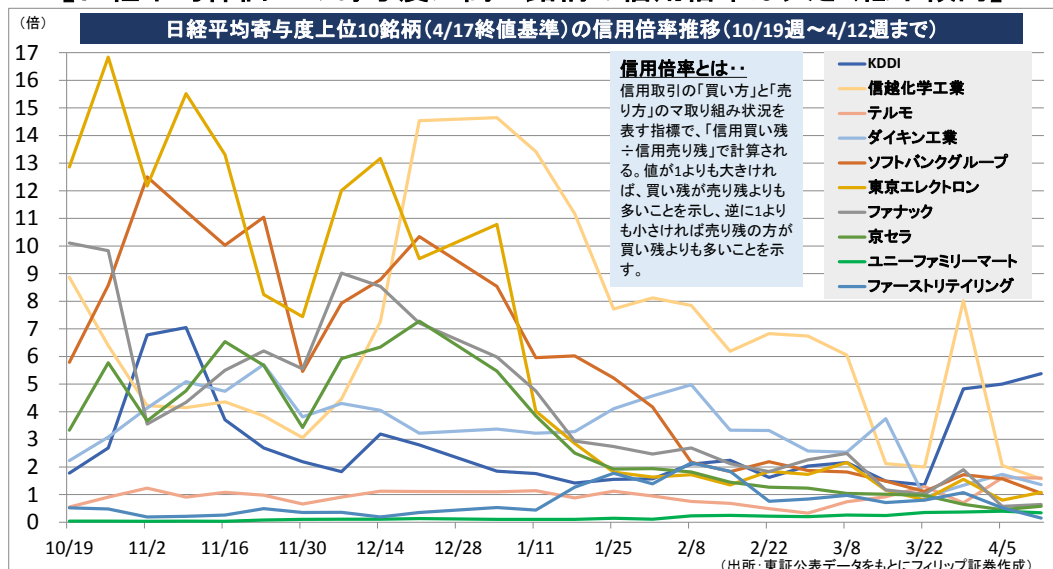
【1-3月期は商業銀行が好調に推移～投資銀行は4-6月期に復調化】

■大手金融機関の2019/12期1Q(1-3月)実績

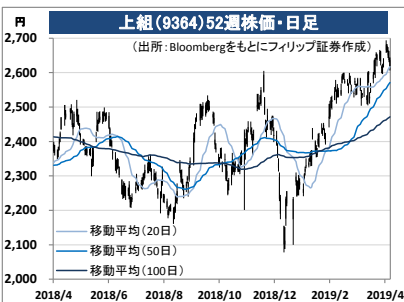
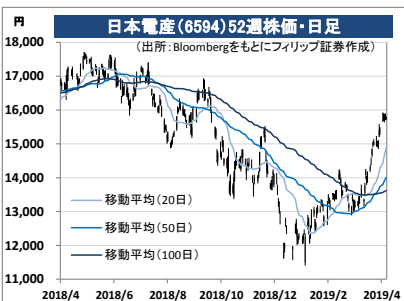
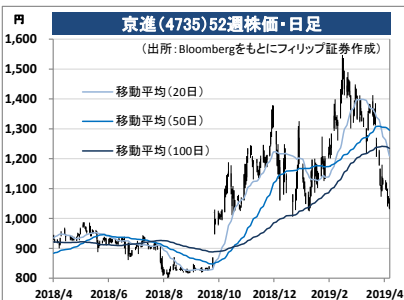
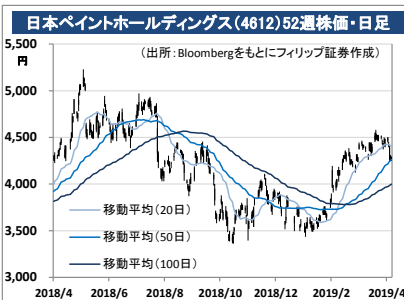
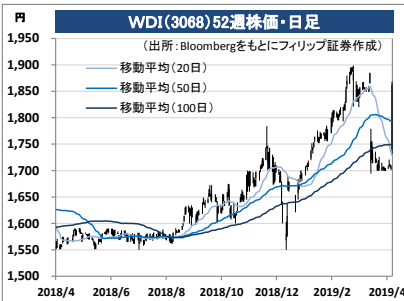
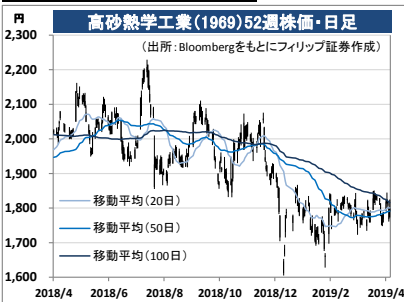
企業名/項目	総収益 (百万USD)	純利益 (百万USD)	EPS (USD)	市場予想 (USD)
JPモルガン・チェース &カンパニー (JPM)	29,123	9,179	2.65	2.33
前年同期比	4.4%	5.4%	サプライズ率 (%)	13.7%
バンク・オブ・アメリカ (BAC)	23,004	6,869	0.71	0.66
前年同期比	-0.3%	5.8%	サプライズ率 (%)	8.2%
シティグループ (C)	18,576	4,710	1.87	1.80
前年同期比	-1.6%	1.9%	サプライズ率 (%)	4.0%
ウェルズ・ファーゴ (WFC)	21,609	5,507	1.20	1.14
前年同期比	-1.5%	16.4%	サプライズ率 (%)	5.3%
ゴールドマン・サックス・グループ (GS)	8,807	2,182	5.71	5.03
前年同期比	-12.6%	-20.3%	サプライズ率 (%)	13.5%
モルガン・スタンレー (MS)	10,286	2,336	1.39	1.17
前年同期比	-7.1%	-9.3%	サプライズ率 (%)	18.8%



【日経平均株価への寄与度が高い銘柄の信用倍率は大きく低下傾向】



## 銘柄ピックアップ



### ◇ 高砂熱学工業(1969) 1,795円(4/19終値)

- ・1923年に高砂煖房工事として創業。空調設備工事や機器の製造・販売を行う。1932年にわが国初のヒートポンプ暖房設備を導入。東京駅丸の内駅舎、東京ドームなどの空調設備を手掛けた。
- ・2/8発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前期比8.8%増の2,205.16億円、営業利益が同3.4%減の105.47億円、純利益が同1.8%減の73.15億円。都市部再開発案件の進展や生産施設投資が活性化するなど、建設需要が堅調に推移。一方、労務費など工事原価の増加により減益。
- ・4/18に通期計画を上方修正。売上高を前期比10.0%増の3,190億円(従来計画3,000億円)、営業利益を同5.1%増の172億円(同165億円)、当期利益を同5.9%増の125億円(同118億円)とした。首都圏の大型再開発工事が進捗したほか、産業設備工事が増加した。大都市圏の再開発や設備投資が活発化したことを受け、受注高見通しも2,800億から3,300億円に引き上げた。(増測)

### ◇ WDI(3068) 1,723円(4/19終値)

- ・1954年設立。レストランの経営および運営受託、ブライダル企画・運営を行う。ブランドを多数マネジメントするマルチブランド戦略を採用しており、「カプリチオーザ」「ハードロックカフェ」「エッグスレンジングス」「サラバス」「巨牛荘」「Wolfgang's Steakhouse」「トニーローマ」などを展開している。
- ・2/12発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前年同期比3.5%増の224.43億円、営業利益が同30.7%増の13.47億円、純利益が同82.7%増の5.31億円。国内新業態として点心専門店「Tim Ho Wan」を出店したほか、国内初のロックショップ単独出店も実施。フランチイズ店も6店舗増えた。
- ・食材原価が想定を下回ったことから、4/18に通期計画を上方修正。売上高を前期比3.6%増の297.83億円(従来計画298.00億円)と引き下げた一方、営業利益を同26.0%増の16.87億円(同15.00億円)、当期利益を同5.5倍の3.94億円(同2.50億円)とした。TPP 発効の恩恵に期待。(増測)

### ◇ 日本ペイントホールディングス(4612) 4,280円(4/19終値)

- ・1881年にわが国塗料・顔料製造業の始祖として創業。自動車用塗料・汎用塗料・工業用塗料などの塗料事業及びファインケミカル事業を行なう。塗料の売上高は国内1位、世界4位(2018/12)。
- ・3/28発表の2018/12通期(IFRS)は、売上高が前期比2.8%増の6,276.70億円、営業利益が同1.3%増の865.42億円、当期利益が同8.0%減の453.51億円。アジアでの事業拡大や米 DUNN-EDWARDS CORPORATION の連結化により増収だが、米国の税制改正の効果が剥落し最終減益。
- ・2019/12通期計画は、売上高が前期比2.0%増の6,400億円、営業利益が同11.0%減の770億円、当期利益が同14.0%減の390億円。4/17に豪州・ニュージーランド(ANZ)で塗料・DIY用品の製造・販売を行うDuluxを3,005億円で買収すると発表。DuluxはANZの塗料市場で市場シェア首位。2018/12期の売上高の42%を中国が占めていたが、買収により34%に下がる見込み。(増測)

### ◇ 京進(4735) 1,050円(4/19終値)

- ・1981年設立。学習塾事業、語学関連事業、保育・介護事業から成る。語学関連事業にて日本最大規模の外国人留学生向け日本語学校である「京進ランゲージアカデミー」を運営している。
- ・4/4発表の2019/5期3Q(2018/6-2019/2)は、売上高が前年同期比10.9%増の152.79億円、営業利益が同7.8%増の10.46億円、純利益が同6.7%増の6.12億円。主力の学習塾事業が夏の悪天候が響いて減益だったが、語学関連事業の利益が前期▲4,100万円から1,000万円へ黒字転換。
- ・2019/5通期計画は、売上高が前期比8.0%増の193.59億円、営業利益が同34.3%増の5.50億円、当期利益が同20.2%増の5.93億円。1月に東京の日本語学校を10.51億円で買収し、日本語学校国内10校(海外1校)へ。改正出入国管理法の施行により外国人労働者の増加が見込まれ、外国人への日本語教育および国際人材交流の重要性が高まることが業績を後押ししよう。(笹木)

### ◇ 日本電産(6594) 15,775円(4/19終値)

- ・1973年設立。精密小型モーター、車載・家電・商業・産業用モーター、機器装置、電子・光学部品、その他の開発・製造・販売を行う。HDD用モーターなど世界シェアNo.1の製品を多く保有する。
- ・1/23発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前年同期比4.4%増の1兆1,543億円、営業利益が同2.5%増の1293.67億円、純利益が同9.8%増の1,032.14億円。3Qとして売上高、営業利益、純利益ともに過去最高。車載用コントロールバルブや産業用モーター、発電機などの販売が伸びた。
- ・1/17に通期計画を下方修正。売上高を前期比2.6%減の1兆4,500億円(従来計画1兆6,000億円)、営業利益を同13.1%減の1,450億円(同1,950億円)、当期利益を同14.4%減の1,120億円(同1,470億円)とした。4/16にオムロンの子会社で車載電装部品を手掛けるオムロンオートモーティブエレクトロニクスを買収すると発表。買収により、自動運転のセンサー製品群がほぼ揃う。(増測)

### ◇ 上組(9364) 2,619円(4/19終値)

- ・1867年に神戸港の上方に職場を持つ組として創業。港湾運送、倉庫業、自動車運送業などの「国内物流事業」、国際輸送業・海外での輸送などの「国際物流事業」、「その他事業」から成る。
- ・2/8発表の2019/3期3Q(4-12月)は、売上高が前年同期比5.8%増の2,079.71億円、営業利益が同1.6%増の179.07億円、当期利益が同4.3%減の133.85億円。中核の国内物流が人件費と外注費の増加により減益だったが、その他事業が重量貨物運搬据付け増などにより営業増益に寄与。
- ・2019/3通期計画は、売上高が前期比3.3%増の2,700億円、営業利益が同1.4%増の233億円、当期利益が同0.5%増の180億円。決算発表では中期経営計画の2020/3期の売上高3,000億円、経常利益300億円目標の修正有無に要注目。大阪・関西万博および統合リゾート(IR)誘致で注目を集める大阪夢洲に約4万平米の物流用地を保有しており、万博関連銘柄として期待。(笹木)



**フィリップ証券株式会社**

Member of PhillipCapital Group

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第127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

#### 【留意事項】

- 上場有価証券等のお取引の手数料は、国内株式の場合は約定代金に対して上限1.242%(消費税込)(ただし、最低手数料2,160円(消費税込)、外国取引の場合は円換算後の現地約定代金(円換算後の現地約定代金とは、現地における約定代金を当社が定める適用為替レートにより円に換算した金額をいいます。)の最大1.08%(消費税込)(ただし、対面販売の場合、3,240円に満たない場合は3,240円、コールセンターの場合、1,944円に満たない場合は1,944円)となります。
- 上場有価証券等は、株式相場、金利水準等の変動による市場リスク、発行者等の業務や財産の状況等に变化が生じた場合の信用リスク、外国証券である場合には為替変動リスク等により損失が生じるおそれがあります。また新株予約権等が付された金融商品については、これらの権利を行使できる期間の制限等があります。
- 国内金融商品取引所もしくは店頭市場への上場が行われず、また国内において公募、売出しが行われていない外国株式等については、我が国の金融商品取引法に基づいた発行者による企業内容の開示は行われていません。
- 金融商品ごとに手数料等及びリスクは異なりますので、お取引に際しては、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書又はお客様向け資料をよくお読みください。

#### 【免責事項】

- この資料は、フィリップ証券株式会社(以下、「フィリップ証券」といいます。)が作成したものです。
- 実際の投資にあたっては、お客様ご自身の責任と判断においてお願いいたします。
- この資料に記載する情報は、フィリップ証券の内部で作成したか、フィリップ証券が正確且つ信頼しうると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性又は完全性を保証したものではありません。当該情報は作成時点のものであり、市場の環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。この資料に記載する内容は将来の運用成果等を保証もしくは示唆するものではありません。
- この資料を入手された方は、フィリップ証券の事前の同意なく、全体または一部を複製したり、他に配布したりしないようお願いいたします。

WEB