

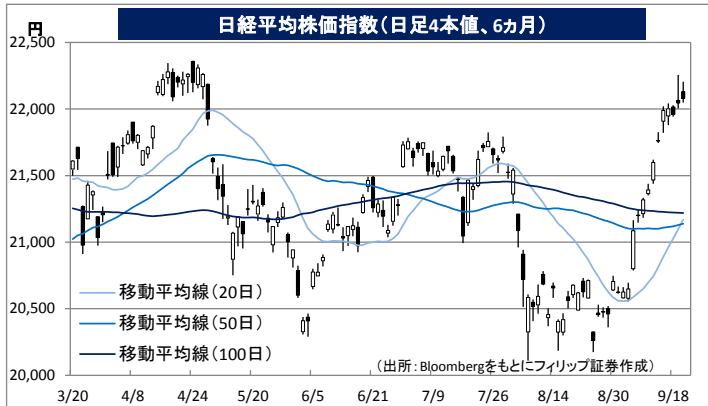
# 投資戦略ウィークリー “ゼロとマイナスの狭間からバリュー株へ？”

リサーチ部 笹木 和弘 増淵 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

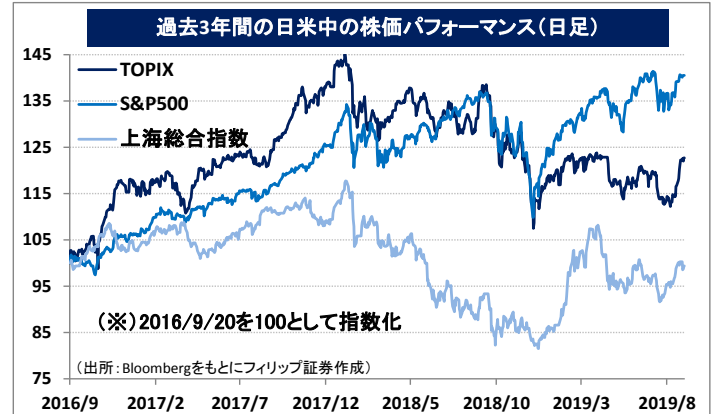
2019年9月24日号(2019年9月20日作成)

## Report type: ウィークリーストラテジー



### ■ゼロとマイナスの狭間からバリュー株へ？

- 9/19の日銀決定会合を前にして三井住友信託銀行の橋本社長より、日銀が追加の金融緩和策として民間銀行からお金を預かる際に年0.1%の手数料を取る「マイナス金利」の深掘りに踏み切った場合、「口座維持手数料」の導入を検討する考えが明らかにされた。個人金融資産のうち現預金が半分以上を占める中、特に高齢者層の中には「減らないならゼロ金利でも構わない」という安定志向の価値観を持つ人も多いだろう。その中で「預金が減るなら話は別」という意識から現預金が他の資産にシフトする構造変化が起きる可能性も否定できない。
- 9/17週の日本株相場は、9/14にサウジアラビアの主要石油施設がドローン攻撃を受けて世界的な原油供給に懸念が生じたことに対し、9月末までに元の生産能力を回復する見込みと伝えられたことから9/17に日経平均株価が22,000円を超えた後は底堅い動きとなった。米FOMCでは9/18に政策金利が0.25%引き下げられ、併せてFRBが超過準備金利を0.3%引き下げたことや資産の拡大を容認する姿勢を示したことが好感された。その一方、日銀政策決定会合では9/19に現行の金融緩和策維持が決められた。今後の円高リスクなどを踏まえて「追加緩和カード」を温存した格好だが、日銀の総資産は2019/7末で5.23兆ドルまで拡大しており、対GDPでは2割弱のFRB、約4割のECBに対して日銀はほぼ100%となっている。これ以上の総資産拡大が困難な立場にあるため、追加金融緩和に動きにくく、米欧が更なる金融緩和を進めた場合に急激な円高を招きやすい立場にあるという面があらう。
- このような背景において、安定した配当を毎年出し続け、株主優待など個人投資家を意識した会社の株価が「1株当たり純資産(BPS)」を大幅に下回っているとすれば、現預金からの資金シフトの受け皿として機能するのではないだろうか。企業の予想利益は変動しやすいが、株主価値である純資産は赤字にならない限りは減ることはなく毎年増加していく性質のものである。その点では株価の割安感の安定性という観点では低PBRのバリュー株のほうが低PER銘柄よりは優れていると言える。ただし、固定資産が多い企業は減損リスクなどを織り込む場合もあり、低PBR銘柄についても注意は必要だろう。(笹木)
- 9/24号では、**クラレ(3405)**、**インフォコム(4348)**、**ストライク(6196)**、**フェローテックHD(6890)**、**日本証券金融(8511)**、**スクウェア・エニックスHD(9684)**を取り上げた。



### ■主な企業決算の予定

- 9月24日(火): あさひ、ビックルスコーポレーション、スギホールディングス、オートゾーン、カーマックス、ナイキ、シントス
- 9月25日(水): 西松屋チェーン
- 9月26日(木): クスリのアオキホールディングス、ヒマラヤ、ニイタカ、コナグラ・ブランズ、マイクロン・テクノロジー
- 9月27日(金): ハニーズホールディングス、日本エンタープライズ、DCMホールディングス、スター・マイカ・ホールディングス、ジャステック、ケーヨー、ハイデイ日高、ミチ産業、ハローズ

### ■主要イベントの予定

- 9月23日(月)
    - ・じぶん銀行日本PMI 製造業・サービス業・コンボジット(9月、確報値)
    - ・米ニューヨーク連銀総裁、米セントルイス連銀総裁、講演
    - ・米韓首脳会談(ワシントン)
    - ・国連気候行動サミット(ニューヨーク)
    - ・英 週内の早い時期にも、ジョンソン首相の議会閉鎖は違法かどうか最高裁が判断
    - ・ECB総裁、欧州議会で証言
    - ・華為技術(ファーウェイ)の孟晩舟CFO、出廷
    - ・ユーロ圏総合・製造業・サービス業PMI(9月)
  - 9月24日(火)
    - ・Chatwork、マザーズに新規上場
    - ・桜田・経済同友会代表幹事(SOMPOホールディングス社長)の会見(日本記者クラブ)
    - ・黒田日銀総裁、大阪経済4団体共催懇談会であいさつ
    - ・景気動向指数(7月、速報値)
    - ・国連総会一般討論演説(30日まで)
    - ・米主要20都市住宅価格指数(7月)、米FHFA住宅価格指数(7月)、米消費者信頼感指数(9月)、独IFO企業景況感指数(9月)
  - 9月25日(水)
    - ・日銀金融政策決定会合議事要旨(7月29-30日分)
    - ・日銀の政弁審議員が金融経済懇談会であいさつ・記者会見(三重県津市)
    - ・水素閣僚会議(都内)
    - ・企業向けサービス価格指数(8月)、営業毎月報告(9月20日現在)、スーパーマーケット売上高(8月)
    - ・国連総会の場で日米首脳会談と米側が公表
    - ・米シカゴ連銀総裁、米ダラス連銀総裁、講演
    - ・米新築住宅販売件数(8月)
  - 9月26日(木)
    - ・日本取引所グループの清田CEO定例会見
    - ・麻生財務相と黒田日銀総裁が全国証券大会であいさつ(都内)
    - ・HPCシステムズ、マザーズに新規上場
    - ・LNG産消会議(都内)
    - ・工作機械受注(8月、確報値)
    - ・米ダラス連銀総裁、米セントルイス連銀総裁があいさつ
    - ・米ミネアポリス連銀総裁、カーニー英中銀総裁、講演
    - ・ECB経済報告、ECB総裁講演(フランクフルト)
    - ・米GDP(4-6月、確定値)、米卸売在庫(8月)、米新規失業保険申請件数(9月21日終了週)、米中古住宅販売成約指数(8月)、ユーロ圏マネーサプライ(8月)
  - 9月27日(金)
    - ・ジャパンディスプレイが臨時株主総会を開催
    - ・東京CPI(9月)、対外・対内証券投資(9月15-21日)
    - ・米フィラデルフィア連銀総裁、講演
    - ・米個人所得(8月)、米耐久財受注(8月)、米個人支出(8月)、米シガン大学消費者マインド指数(9月)、ユーロ圏景況感指数(9月)、ユーロ圏消費者信頼感指数(9月)、中国工業利益(8月)
  - 9月29日(日)
    - ・英保守党大会(マンチェスター、10月2日まで)
- (Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

■9月のFOMCでは0.25ptの利下げ

FOMCは9/17-18の定例会合で、FF金利誘導目標を0.25pt引き下げ1.75-2.00%とした。利下げはこれで2会合連続。声明文では、家計支出は力強く伸びたものの設備投資および輸出は弱まっており、インフレ圧力も抑制されていると指摘。投票権を持つボードメンバー10名のうち、パウエル議長・ウィリアムズ副議長を含む7名が賛成票を投じた。

パウエル議長は、景気拡大の維持には「穏やかな」政策変更で十分との認識を示した。ドットチャートによると、年内の金利据え置きがFOMCのコンセンサス。ただ、会合参加者17人の意見は割れており、7人が年内1回の追加利下げを見込むが、5人は据え置き、5人は1回の利上げを予想。政策判断の分断が今後の火種となる可能性も。(増淵)

■中東情勢悪化で原油が乱高下

サウジアラビアの国営サウジアラムコの石油施設が9/14、ドローン攻撃を受け570万バレル/日の生産が停止。これを受け、9/16の原油相場は急反発。WTI原油先物は前営業日比14.7%高の62.90ドル/バレルとなり、5/21以来の高値を付けた。一方、サウジのアブドルアジズ・エネルギー相が9月末に1,100万バレル/日の生産能力を回復すると述べたことで、9/17は反落。WTI原油は同5.7%安の59.34ドル/バレルとなった。

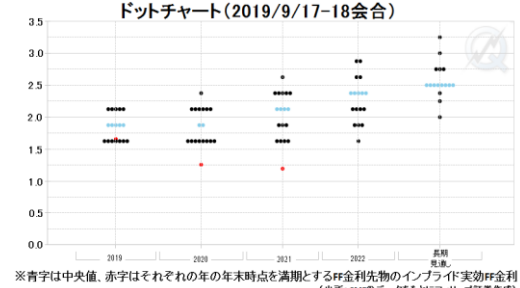
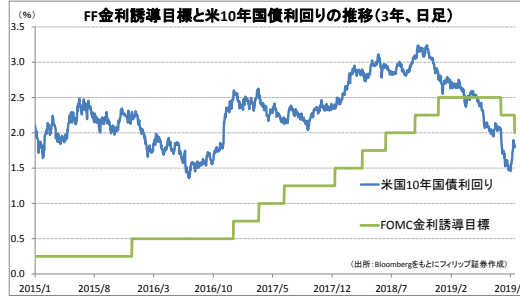
トランプ大統領が9/15に戦略石油備蓄の放出を許可したこともあり、原油相場も一服となる。ただ、イエメンの武装組織フーシ派は今後もサウジの石油施設を標的にすると表明。OPECプラスは全加盟国に減産を行うよう求めており、原油相場は底堅く推移しそう。(増淵)

■米国S&P500構成企業の利益予想

米国株は、9/19現在ダウ工業株30種平均(NYダウ)で27,094ドルと7/16に付けた過去最高値27,398ドルに接近している。ファクトセットが公表している米国S&P500構成企業の利益予想によれば2019年2Q(4-6月)の予想利益が6月末時点で前年同期比▲2.7%に対し、8月末時点の実績値は同▲0.4%と市場予想を上回ったことが米国株の上昇に貢献した面が大きいと考えられる。

2019年3Q(7-9月)の予想利益については、6月末時点で同▲0.7%に対して9/13時点では同▲3.7%と見通しが悪化している。9/3発表のISM製造業景況指数(8月)が50を下回るなど製造業の景況感が悪化する中、足元で堅調な小売・消費・住宅関連でどこまで巻き返せるかに注目が集まる。(笹木)

【9月のFOMCでは2会合連続で利下げを決定～先行きの見方には分断も】



■0.25%の利下げに反対票を投じたボードメンバー  
金利の据え置きを求めて、反対票を投じた2名

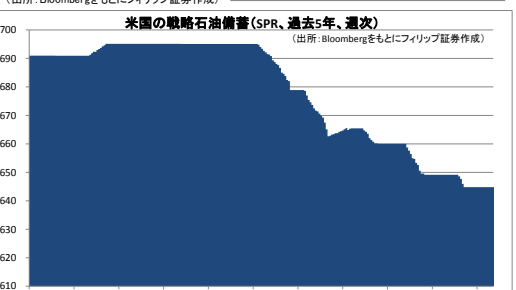
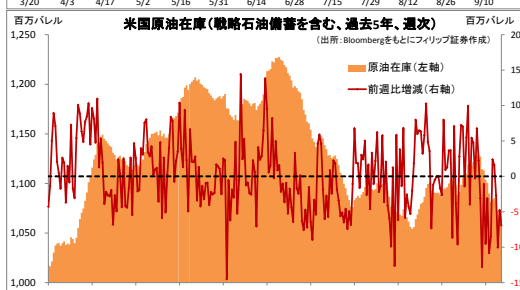
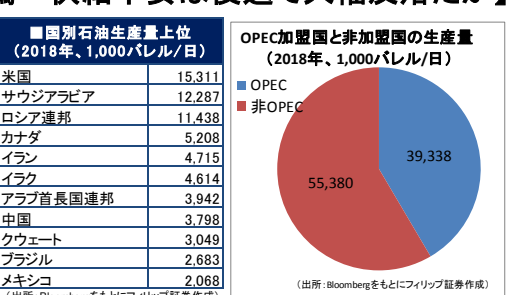


一方、ブラード総裁は0.5%の利下げにあたる1.5-1.75%への引き下げを求めて反対票を投じた

FF金利先物に織り込まれている政策金利の実現確率(9/19時点)  
現状のFF金利誘導目標: 1.75-2.00(%)

FOMC会合の日時	0.50%	0.75%	1.00%	1.25%	1.50%	1.75%
	~0.75%	~1.00%	~1.25%	~1.50%	~1.75%	~2.00%
2019/10/30			0.0%	44.9%	55.1%	
2019/12/11		0.0%	0.0%	11.9%	47.6%	40.5%
2020/1/29	0.0%	0.0%	4.2%	24.6%	45.1%	26.1%
2020/3/18	0.0%	0.9%	8.7%	29.1%	40.9%	20.3%
2020/4/29	0.2%	2.4%	12.7%	31.4%	36.9%	16.4%

【サウジ石油施設への攻撃で原油急騰～供給不安は後退で大幅反落だが】



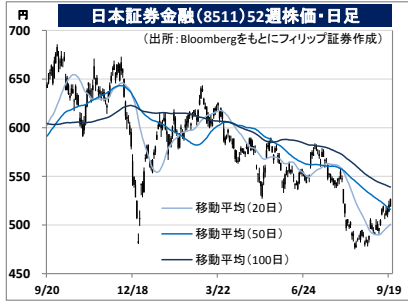
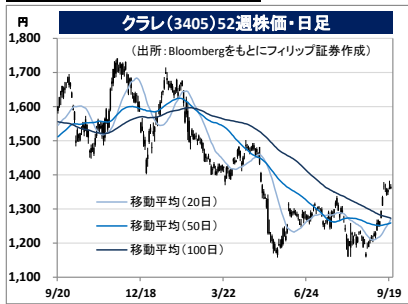
【米国 S&P500 構成企業の利益予想～2Q は市場予想を上回ったが 3Q は？】

ファクトセット「Earnings Insight」の「Key Metrics」(日本語訳)

	8/30時点	9/13時点
<b>Earnings Growth (利益成長)</b>	2019年2Q(4-6月)のS&P500構成企業に係る利益実績は前年同期比 <b>マイナス0.4%</b>	2019年3Q(7-9月)のS&P500構成企業に係る予想利益は前年同期比 <b>マイナス3.7%</b>
<b>Earnings Revision (利益予想の修正)</b>	6/30時点ではS&P500構成企業に係る、2019年2Qの予想利益は <b>同マイナス2.7%</b> だった。 (8/30時点の実績は、11業種中6業種が6/30時点の利益予想を上回った。)	6/30時点では、S&P500構成企業に係る <b>2019年3Q</b> の予想利益は <b>同マイナス0.7%</b> だった。 (9/13時点の予想は、全11業種が6/30時点の利益予想を下回った。)
<b>Earnings Guidance (利益のガイダンス)</b>	<b>2019年3Q</b> について、S&P500構成企業のうち、 <b>79社</b> がEPS <b>下方修正</b> ガイダンス(見直し)を発表し、 <b>30社</b> がEPS <b>上方修正</b> ガイダンスを発表した。	<b>2019年3Q</b> について、S&P500構成企業のうち <b>80社</b> がEPS <b>下方修正</b> ガイダンス(見直し)を発表し、 <b>30社</b> がEPS <b>上方修正</b> ガイダンスを発表した。
<b>Valuation (評価)</b>	S&P500に係る <b>12ヵ月先のフォワードPER(P/Eレシオ)</b> は <b>16.6倍</b> である。 (このPERは5年平均の16.5倍、および10年平均の14.8倍を上回る。)	S&P500に係る <b>12ヵ月先のフォワードPER(P/Eレシオ)</b> は <b>17.0倍</b> である。 (このPERは5年平均の16.5倍、および10年平均の14.8倍を上回る。)
<b>Earnings Scorecard (利益のスコアカード)</b>	既に実際に <b>2019年2Q</b> の決算発表を行ったS&P500構成企業(99%)のうち、 <b>75%</b> が2Qの会社計画EPSを <b>上方修正</b> し、 <b>56%</b> が <b>売上高を上方修正</b> した。	<b>2019年3Q</b> の決算発表は行われていない。

(出所: FactSetのウェブサイトをもとにフィリップ証券作成)

## 銘柄ピックアップ



### ◇ クラレ(3405) 1,360円(9/20終値)

・1926年にレーヨンの企業化を目的に設立。ポパールやEVOHの樹脂・フィルム、インブレン系化学品・ファインケミカル、耐熱性ポリアミド樹脂、熱可塑性エラストマー、メタクリル樹脂、炭素材料、ビニロン・人工皮革などを手掛けている。エパールや光学用ポパールフィルムでは世界シェアトップ。  
・8/8発表の2019/12期1H(1-6月)は、売上高が前年同期比4.6%減の2,874.19億円、営業利益が同23.0%減の279.21億円、純利益が同41.3%減の132.54億円。景気減速により、ポパール樹脂の販売数量が減少。EVOH樹脂も自動車ガソリンタンク用途が自動車生産台数減少の影響を受けた。  
・通期会社計画は、売上高が前期比0.5%減の6,000億円、営業利益が同1.8%増の670億円、当期利益が同13.2%増の380億円。日経新聞社によると、同社は生分解性プラスチック事業の売上高を2026年までに2019年見通しの5倍にあたる1億ドルに引き上げる計画。9/19に報じた。(増淵)

### ◇ インフォコム(4348) 2,474円(9/20終値)

・1983年に日商岩井の子会社として設立。企業、医薬・医療機関、介護事業者や公共、教育研究機関に、情報システムの企画・開発・運用・管理などのITサービスを提供する。また国内最大級の電子コミック配信サービス「めちャコミック」をはじめ、デジタルコンテンツ配信サービスも手掛ける。  
・7/30発表の2020/3期1Q(4-6月)は、売上高が前年同期比21.2%増の126.87億円、営業利益が同83.1%増の12.40億円、純利益が同79.4%増の8.59億円。電子コミック配信サービスが好調に推移。6月では初となるテレビコマースや明治神宮野球場の座席広告など広告強化が寄与した。  
・通期会社計画は、売上高が前期比10.2%増の570億円、営業利益が同13.2%増の78億円、当期利益が同8.7%増の52億円。同社の子会社で、完全Web-ERPの開発・販売を行うGRANDITは9/13、クラウド基盤としてMicrosoft Azureに加えAmazon Web Services(AWS)の提供を開始した。(増淵)

### ◇ ストライク(6196) 2,840円(9/20終値)

・1997年設立。公認会計士・税理士が経営主体となり、全国の中堅・中小企業向けにM&A(企業合併、企業買収、企業間の資本提携等)の仲介を行っている。インターネット上でのマッチングサイト「M&A市場 SMART」も展開。デュアリジェンス、企業評価、コンサルティングなども提供する。  
・6/28発表の2019/8期3Q(2018/9-2019/5)は、売上高が前年同期比21.1%増の34.13億円、営業利益が同12.9%増の11.99億円、純利益が同11.7%増の8.01億円。案件の大型化が進んだ影響で成約組数は伸び悩んだものの、大型案件4組の計上や全体的な成約単価上昇により増収増益。  
・9/17に通期会社計画を上方修正。売上高を前期比35.6%増の50.77億円(従来計画:45.45億円)、営業利益を同39.5%増の18.86億円(同:13.52億円)、当期利益を同46.0%増の13.42億円(同:10.66億円)とした。併せて増配も発表。年間配当予想を11.00円から14.50円へ増額。(増淵)

### ◇ フェロテックホールディングス(6890) 893円(9/20終値)

・1980年設立。世界シェア6割を占める主力の真空シールのほかマテリアル製品や石英坩堝などの半導体等装置関連、サーモモジュールやパワー半導体用基板などの電子デバイスを手掛ける。  
・8/14発表の2020/3期1Q(4-6月)は、売上高が前年同期比7.4%減の210.02億円、営業利益が同22.6%減の20.94億円。パワー半導体用基板や自動車温調シート向け以外の用途のサーモモジュールは堅調だったが、主力の真空シールは半導体の設備投資が調整局面を迎えて伸び悩んだ。  
・通期計画は、売上高が前期比2.8%増の920億円、営業利益が同0.2%増の88億円。太陽電池関連は自社製品販売から撤退してOEMに特化することで利益率を高めている。半導体メモリーの在庫調整が進む中、市況入れに期待がかかる。景気敏感株の側面だけでなく、前期末1株当たり純資産が1,391円であり、低PBRのバリュー株としての側面を併せ持つことは要注目だろう。(笹木)

### ◇ 日本証券金融(8511) 519円(9/20終値)

・1927年に東株代行として設立。金融商品取引業者や個人投資家、機関投資家に金銭や有価証券を貸付ける証券金融業のほか、信託銀行業および不動産賃貸業を行う。  
・7/29発表の2020/3期1Q(4-6月)は、営業収益が前年同期比22.4%増の76.12億円、経常利益が同8.6%減の17.33億円。有価証券貸付料や現先取引収益などにより増収だったが、6月末時点の外貨取引に係るデリバティブ評価損計上によって営業費用が同47.4%増となり経常減益となった。  
・会社の通期業績予想は非開示だが、貸借取引残高等の前提条件のもとに算出した会社試算値は、経常利益が44.00億円(前期:50.46億円)、当期利益が32.00億円(前期:37.65億円)。9/5以降に株式売買代金が増加に転じたことが業績に寄与すると期待される。会社予想の1株当たり年間配当金は22円、前期末1株当たり純資産は1,508円。割安銘柄の株価水準訂正の動きに期待。(笹木)

### ◇ スクウェア・エニックス・ホールディングス(9684) 4,690円(9/20終値)

・1975年設立。スクウェア・エニックス、タイトーという国際的ブランドのもと上質なエンターテインメント・コンテンツ/サービスを提供する。自社IPの代表作には「ドラゴンクエスト」シリーズ、「ファイナルファンタジー」シリーズ、「トゥームレイダー」シリーズ、「スペースインベーダー」シリーズなどがある。  
・8/6発表の2020/3期1Q(4-6月)は、売上高が前年同期比19.1%増の533.29億円、営業利益が同85.8%増の71.89億円、純利益が同26.3%減の41.22億円。「ファイナルファンタジーXIV」の拡張パッケージや「ロマンシング サガリ・ユニバース」が好調に推移。一方、為替の影響により最終減益。  
・通期会社計画は、売上高が前期比0.5%減の2,700億円、営業利益が同2.6%減の240億円、当期利益が同13.3%減の168億円。同社は9/19、スマホ向け位置情報RPG「ドラゴンクエストウォーク」のダウンロード数が500万を突破したと発表。App Storeのセールスランキングで1位を獲得。(増淵)



**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