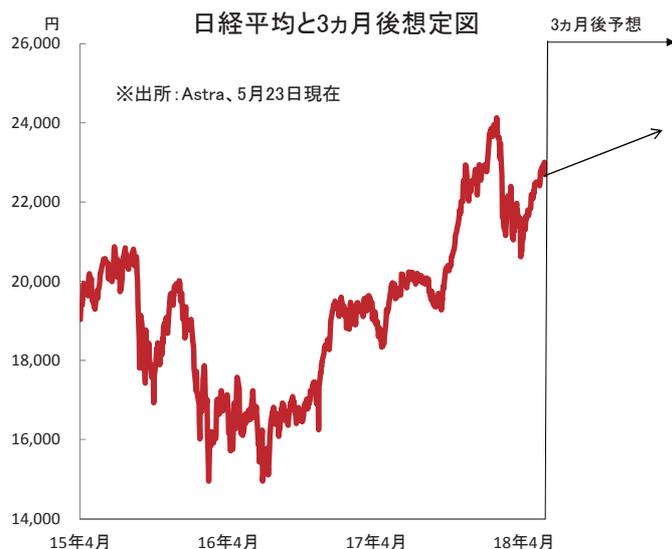


日本株式

- ・ 日本株相場は底堅い展開を想定、米中政治リスクや新興国リスクなどには警戒
- ・ 国内企業の業績悪化懸念後退は追い風、中長期的な上値余地が広がる
- ・ 19/3期も過去最高益の更新が見込まれる企業、「値上げ力」を有する企業などに注目

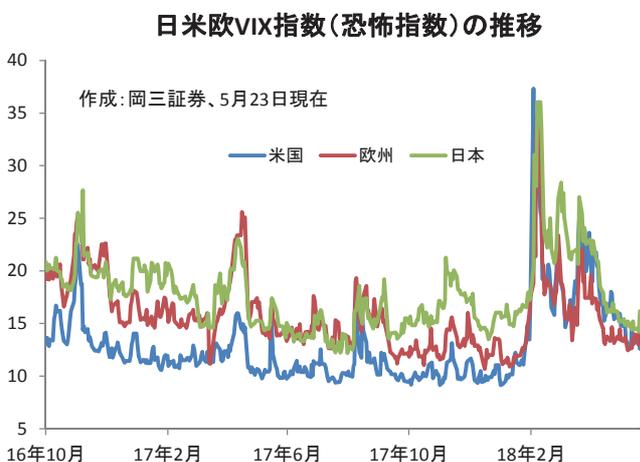


様々な悪材料に対する警戒感が後退

6月の日本株相場は、米中政治リスクなどに対する警戒感はあるが、底堅い展開を想定する。2～3月の調整局面で重しとなっていた様々な懸念材料に対する警戒感が後退しつつあり、地合いの改善が続こう。日経平均が23,000円を上回る場面では戻り待ち売りも出やすいとみられるが、海外投資家の日本株に対するスタンスも変化しており、中長期的な先高観は強まっていると考える。

一方、6月中旬には米連邦公開市場委員会(FOMC)や欧州中央銀行(ECB)理事会など、金融政策面で重要なイベントが相次ぐ。米長期金利の上昇に伴う新興国からの資金流出懸念などもくすぶるなか、ボラティリティが高まる可能性もあり注意を払いたい。なお、6月の日経平均は21,500円～23,800円水準での推移を想定する。

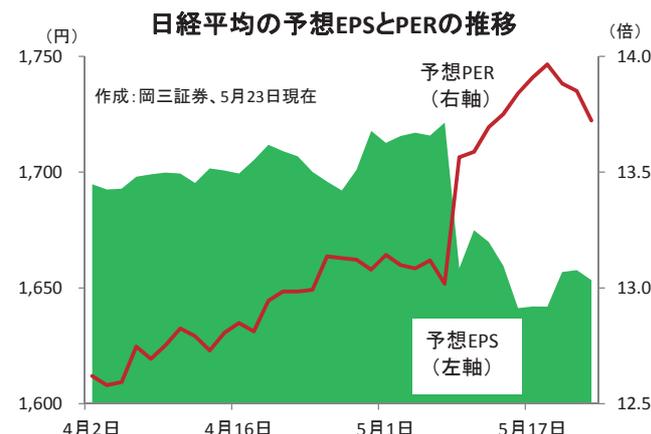
<ボラティリティ指数の低下が株式市場の追い風に>



「見た目」ほどの割高感は乏しいとみる

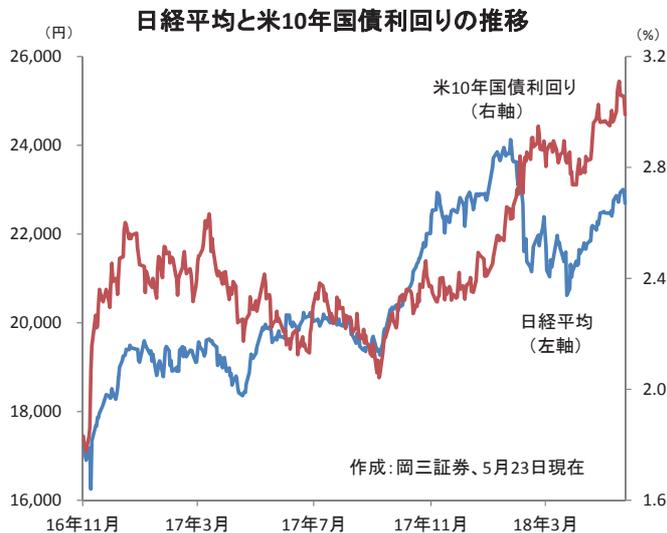
4月以降、日経平均の戻り歩調が強まっている背景には、①米中通商問題、②国内政治リスク、③国内企業の業績懸念という不透明要因が後退している点がある。①では、中興通信(ZTE)に対する制裁措置など依然として課題は山積みだが、米中協議によって過度な懸念が後退している点は前向きに捉えたい。

<日経平均の予想EPSは低下も特殊要因とみる>



また、②では各種世論調査によると安倍政権の支持率が足元でやや持ち直している。当面は外交イベントが目白押しのなか、外交問題が進展すれば国内政治リスクも徐々に後退するだろう。③については、19/3期は18/3期と比較すると経常利益の増益率が鈍化するものの、事前には減益見通しの可能性も意識されており、想定よりは悪くない印象だ。足元で日経平均の予想PERは約13倍後半と決算発表前から上昇しているが、米大型減税による影響の剥落が主な要因であり、見た目ほどバリュエーション面の割高感はないとみる。

<米長期金利の動向には警戒も>

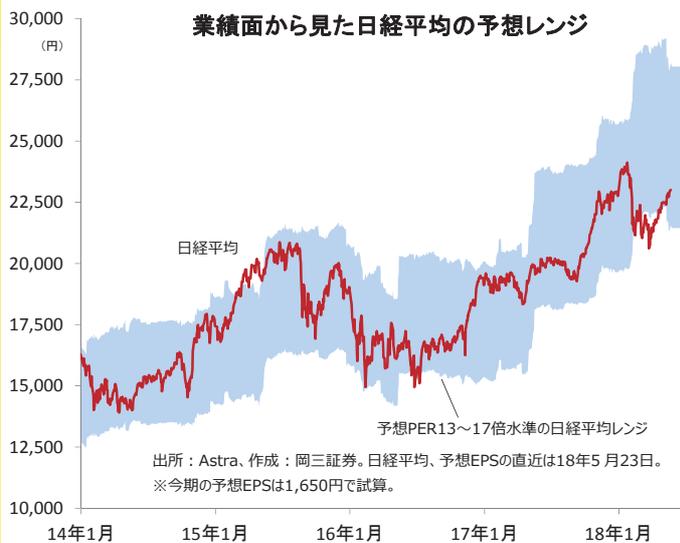


新興国からの資金流出懸念などに警戒

一方、6月中旬に開催予定であった米朝首脳会談の実施に不透明感が強まるなか、北朝鮮リスクが再び意識されている。北朝鮮と中国の接近によって、北朝鮮問題と米中通商問題が複雑に絡み合っている。問題の解決には時間を要するとみられ、日本株相場の上値を抑える要因となりそうだ。また、米国を中心とする通商問題が自動車の関税引き上げなどを通じて日本へと波及する可能性もあり注意を払いたい。

そのほか、米長期金利の動向にも警戒が必要となろう。米長期金利の上昇が顕著となった2月と5月の局面を比較すると、5月はドル高円安となったことが日本株相場の追い風となった。ただ、今後、米長期金利の上昇ピッチが一段と速まる場合、株式市場からの資金流出懸念が高まる可能性がある。とりわけ、足元においては新興国株、通貨に波乱の兆しもみられ、新興国リスクが日本株相場の波乱要因ともなりかねない。日本株相場は外部環境に左右される傾向が強いが、6月はさらに注意を払う必要があるようだ。

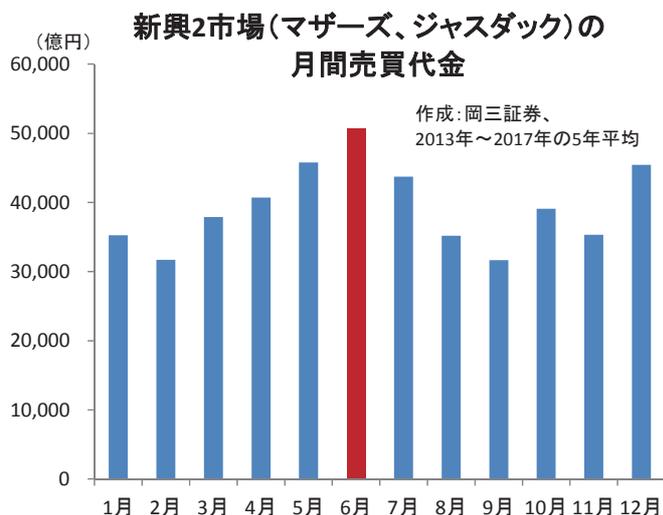
<業績面からみれば日経平均の上値余地は大きい>



波乱場面は押し目買い好機にも

ただ、より長い視点で見れば、一時的な調整場面は押し目買いの好機になるとみている。3月期決算企業の本決算では、電気機器や半導体、電子部品関連企業を中心に、事業の構造改革などによって「稼ぐ力」が高まっていることが確認された。

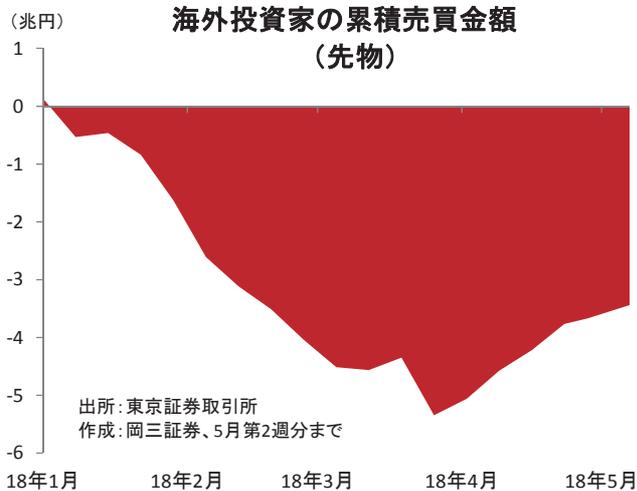
<6月は新興市場の売買が膨らみやすい傾向も>



また、19/3期は想定為替レートを1ドル=105円に設定する企業も多く、為替相場の落ち着きが続けば夏の第1四半期決算や秋の中間決算に向けて、通期計画の上方修正の発表が増えることが見込まれる。業績面からみれば、秋にかけて現状の日経平均の予想EPS(1株当たり利益)1,650円×予想PER(株価収益率)15倍=24,750円水準までの上値余地はあると考える。

なお、6月は新興2市場(マザーズ、ジャスダック)の売買代金が膨らむ季節性がある。中小型株の物色が賑わいをみせれば、相場全体の下支え要因となりそうだ。

＜海外投資家の買い戻し余力は残るとみる＞



海外投資家の買い戻し余力は残ろう

需給面では、海外投資家の動向が引き続きカギを握りそうだ。NT倍率（日経平均/TOPIX）の上昇傾向にみられる様に、4月以降の日本株相場の上昇はヘッジファンドなど短期筋を中心とする海外投資家による指数先物の買い戻しが主導した面が強いと考えられる。

実際に、海外投資家は年初から3月末にかけて株価指数先物を一時約5兆円超売り越していたが、4月以降は約2兆円買い戻している。買い戻しの余力は残るとみられ、海外勢、とりわけ短期筋の動向に左右される展開が続くそうだ。

＜企業の自社株買いも需給面の下支え要因に＞

コード	銘柄	取得上限株数 (万株)	発行済み株式数 に対する割合 (%)
1801	大成建	878	3.9
4188	三菱ケミHD	2,000	1.4
6971	京セラ	720	2.0
7203	トヨタ	5,500	1.9
8306	三菱UFJFG	10,000	0.8
8316	三井住友FG	2,000	1.4
8750	第一生命	3,900	3.3
8801	三井不	750	0.8
9433	KDDI	6,300	2.6

作成：岡三証券、5月に自社株買いを発表した主な企業

また、3月期決算企業のなかには、トヨタ自動車や三井住友FGなどのように、5月の本決算と同時に自社株買いを発表する企業も相次いだ。国内企業は利益水準の高まりに伴い、自社株買いなどの株主還元策に振り向ける資金を豊富に抱えているとみられる。2017年後半にかけての株高によって機会を逸していた面もあり、今後も自社株買いの発表企業数が増加することが見込まれる。企業の自社株買いをはじめ、国内投資家からの資金流入が下値を支える構図になるとみられ、日本株を取り巻く需給環境も改善傾向が続こう。

＜相場上昇で個人投資家は売り越し基調に＞

	信託銀行	事業法人	生損保	個人	外国人	証券自己 (現物)
17/05	-1,532	1,854	-637	-10,821	19,018	2,843
17/06	2,365	2,138	-440	-3,199	-1,814	4,991
17/07	2,836	1,146	-127	-2,622	-3,411	-3,240
17/08	1,009	1,992	-103	-533	-14,244	2,932
17/09	-1,186	89	-502	-9,096	12,079	20,806
17/10	-1,133	-1,077	-421	-18,134	35,931	3,271
17/11	-324	1,599	-807	-1,394	-8,610	8,803
17/12	3,855	1,459	-486	-6,103	-6,759	-163
18/01	2,520	789	-403	349	-21,045	-1,756
18/02	1,820	4,730	-59	12,483	-35,558	-12,532
18/03	320	409	-338	4,048	-23,038	3,452
18/04	-32	236	-481	-7,867	17,863	7,835
18/05	-1,309	648	-243	-3,484	3,258	5,451

※出所：東京証券取引所、2018年5月第2週分まで。 単位：億円

連続最高益企業や値上げ企業などに注目

物色面では、19/3期も連続で過去最高益更新見込みの企業や「値上げ力」を有する企業などに注目したい。

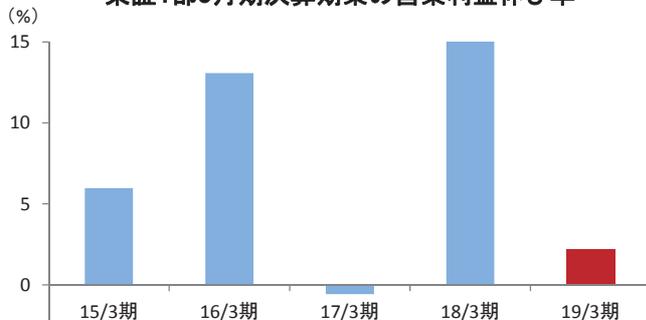
19/3期の好業績見通し企業に関心が高まるとみられるなか、とくに今期も連続して過去最高益を更新する見込みの企業に改めて物色が向かうとみられる。前述の様に、想定為替レートが保守的なだけでなく、「事業の選択と集中」や積極的なM&Aなど企業努力の効果も顕在化しはじめている企業も多く注目だ。

また、原油価格や人件費の上昇によって企業のコスト負担が増すなか、その影響を跳ね除ける企業も注目されよう。とりわけ、商品力などを武器に値上げを断行できる強い企業に注目したい。（小川）

今月の投資テーマ①

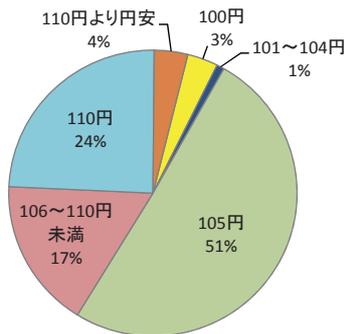
〇2期以上連続で過去最高益更新見込みの企業に注目！

《19/3期は小幅な増益に留まる見通し》
東証1部3月期決算期業の営業利益伸び率



作成：岡三証券、5月23日現在
TOPIX1000採用、14/3期から継続して比較可能な645社が対象。
19/3期(予)は東洋経済。

《約半数の企業が1ドル=105円を想定》
19/3期の企業の想定為替レート分布



※東証1部上場の3月期決算企業のうち、QUICKで集計可能な348社のデータを元に作成。5月23日時点
出所：Astra、作成：岡三証券

●18/3期の営業利益は大幅増益で着地

3月期決算企業の本決算の発表が終了し、18/3期の営業利益は前期比15%増と大きな伸びが確認された。19/3期については前期比2%増と小幅な増益に留まる見通し。ただ、今期は想定為替レートを1ドル=105円で設定している企業が目立つ。足元では米長期金利の上昇によりドル円相場が円安方向に振れており、1ドル=110円程度の水準を維持できれば国内企業の業績は上振れる可能性もあろう。

●連続で過去最高益を見込む企業も

こうしたなか、外部要因に頼ることなく業績拡大を続ける企業もある。長期的な需要拡大期、いわゆる“スーパーサイクル”が到来しているとの見方が強い半導体関連や、自動運転車の普及に向けた動きが活発化している自動車部品関連、また、新興国における中間層の拡大が追い風となる医療関連企業などが注目できよう。事業環境の良好さに加えて、事業の選択と集中や積極的なM&Aなど企業努力の効果も顕在化しはじめている。為替の動向や各国の通商政策の行方などに左右されず、力強い成長を続ける企業に投資妙味がありそうだ。(山家)

《2期以上連続で営業利益が過去最高を更新する見込みの主な企業》

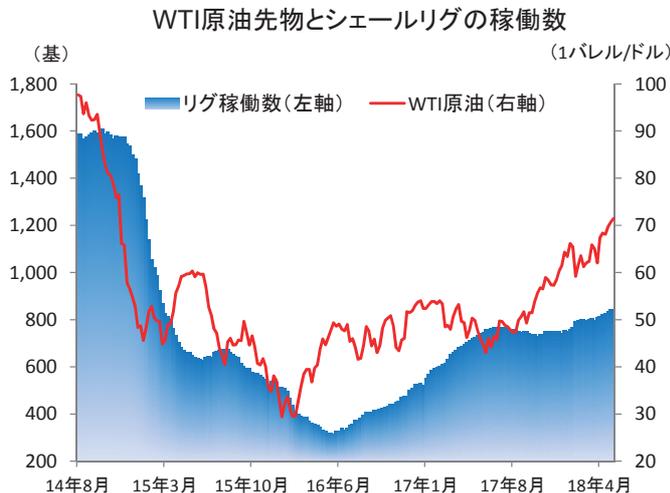
銘柄名	18/3期		19/3期	
	営業利益 (百万円)	増益率 (%)	予想営業利益 (会社計画、百万円)	予想増益率 (%)
7735 スクリン	42,725	26.7	53,000	24.0
7013 IHI	72,267	52.5	85,000	17.6
9962 ミスミG	34,848	28.5	39,700	13.9
6594 日電産	167,637	20.3	190,000	13.3
7951 ヤマハ	48,833	10.2	55,000	12.6
6367 ダイキン	253,739	10.0	270,000	6.4
6908 イリソ電子	8,426	26.5	8,900	5.6
4543 テルモ	108,552	23.7	114,500	5.5
7701 島津製	42,822	15.5	45,000	5.1
6501 日立	714,630	21.7	750,000	4.9
6504 富士電機	55,962	25.2	58,500	4.5
6436 アマノ	14,350	9.0	15,000	4.5
6273 SMC	192,428	36.4	200,000	3.9
4507 塩野義	115,219	6.5	119,000	3.3
4183 三井化学	103,491	1.3	106,000	2.4
4527 ロート	19,087	23.5	19,500	2.2

※東証一部上場の3月期決算企業から抽出。想定為替レートは日電産が1ドル=100円、その他は105円。
※作成：岡三証券、5月23日時点。

今月の投資テーマ②

○コスト負担増に打ち勝つ「値上げ力」を有する企業に注目

《シェールガスのリグは増加傾向》

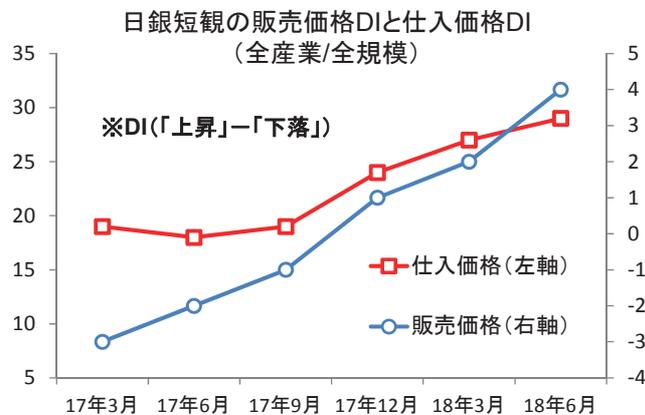


●原油価格は3年半ぶりに70ドル台を回復

WTI原油先物が2014年11月以来の1バレル70ドル台を回復している。エネルギー資源の大部分を輸入に頼る日本にとり原油価格の上昇はマイナスだ。燃料や素材、物流費などのコスト負担増で幅広い業種に影響が出ている。

原油価格上昇の背景には、産油国による高値維持の思惑やイラン情勢を材料にした短期筋の動向などの側面が強いが、シェールオイル増産でエネルギー政策を推し進める米国は、原油高はプラスとみられ、米国株への影響も限定的となっている。原油価格は目先、強含みの展開が続きそうだ。

《仕入れ・販売ともに上昇中》



●値上げの流れが浸透へ

昨年秋からの原油価格の上昇に加えて、昨今の人手不足による人件費高騰で、企業によってはダブルパンチとなって業績への影響が出始めている。

化学業界では原料のナフサ(粗製ガソリン)価格の上昇を受けて主要製品を値上げしたほか、その他の業種でも製品やサービス価格の値上げに踏み切る企業も多い。原油高による値上げの流れが浸透しており、価格転嫁が進んでいる。

値上げは取引先や消費者の反発を招く可能性もあるが、高い商品力やサービスを有している企業は売上の落ち込みが少なく、値上げを断行できる強い企業として注目できよう。(山本)

《2017年10月以降に製品・サービス価格の値上げを発表した主な銘柄》

銘柄	内容	銘柄	内容
2264	森永乳 アイスcreamの「ピノ」など4商品(3/1~)	4118	カネカ 樹脂改質剤(5/1~)
2502	アサヒ 輸入・国産ワイン15ブランド87品目(4/1~)	4188	三菱ケミHD フィルム製品3種類など(5/1~)
2503	麒麟HD ビール系飲料など(4/1~)	4203	住友ベ 積層板など(4/9~)
3002	グンゼ 収縮フィルム(5/1~)	4206	アイカエ 店舗などの内装材に使う化粧板(7月~)
3193	鳥貴族 焼き鳥含む全品(2017/10/1~)	5201	旭硝子 建築用ガラス(4/1~)
3401	帝人 ナイロン繊維とポリエステル繊維(2月~)	5202	板硝子 建築用ガラス(3/1~)
3402	東レ 高機能樹脂PBT(5月~)	5301	東海力 国内向け黒鉛電極(4月~)
3405	クラレ ポリビニルアルコール繊維など(4/1~)	7947	エフピコ 食品トレー(4/1~)
4005	住友化 メタクリル樹脂シート(5/15~)	7984	コクヨ オフィス家具製品の一部(1/1~)
4063	信越化 塩化ビニール樹脂(4月~)	9064	ヤマトHD 個人・法人向け宅配サービス

重要な注意事項

免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証する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、岡三証券が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されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

地域別の開示事項

日本：

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」（もしくは目論見書及びその補完書面）または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,240円（税込み）の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,240円（税込み）の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいたしません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,480円（税込み）を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

<株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金（単価×数量）に対し、最大1.242%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.242%（税込み）の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
 - ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.35%（税込み）の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭（仕切り）取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します（外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません）。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
 - ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
 - ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

<債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。

- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

<個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます（直前2回分の各利子（税引前）相当額×0.79685）。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ではありますが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

<転換社債型新株予約権付社債（転換社債）>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.08%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

<投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。
お申込時に直接ご負担いただく費用：お申込手数料（お申込金額に対して最大3.78%（税込み））
保有期間中に間接的にご負担いただく費用：信託報酬（信託財産の純資産総額に対して最大年率2.2312%（税込み））
換金時に直接ご負担いただく費用：信託財産留保金（換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%）
その他の費用：監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません（外国投資信託の場合も同様です）。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者（或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社）の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.242%（税込み）（手数料金額が2,700円を下回った場合は2,700円（税込み））の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 平成49年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第53号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

香港：

本レポートは、香港証券先物委員会（SFC）の監督下にある岡三国際（亜洲）有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家（PI）に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際（亜洲）有限公司にお願いします。

米国：

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみ配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しブローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して執行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・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。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構（FINRA）規則の適用の対象ではありません。

その他の地域：

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複製、複製、配布することを禁じます。

(2017年7月改定)