

月刊銘柄戦略

## 日本株の潮流

2026年6月

2026年5月26日発行

はじめに：当レポートについて 2

## 【第1部：投資魅力度】

市場環境と参考指標の動向	4
今月の投資指標と銘柄選定のポイント	5
MACS上位からの銘柄リスト	7

## 銘柄ピックアップ

鹿島建設(1812)	8
第一三共(4568)	8

## 【第2部：ボトムアップ・セレクト】

今月の「ボトムアップ・セレクト」のポイント	11
「ボトムアップ・セレクト」の銘柄リスト	15

## 銘柄ピックアップ

ソニーグループ(6758)	16
三菱重工業(7011)、スカパーJSAT(9412)	16

## 【解説コーナー】

投資魅力度による銘柄選定、「ボトムアップ・セレクト」の概要	19-26
-------------------------------	-------

インベストメントリサーチ部 投資情報課

はじめに

## 当レポートについて

月刊銘柄戦略  
「日本株の潮流」とは

当レポートは、一般投資家の皆様に、より投資魅力のある旬な銘柄を、できるだけタイムリーに紹介していくものである。銘柄紹介にかかわる運営のコンセプトは、当社の機関投資家向けリサーチで培ってきた知見を取り入れながら、且つ一般投資家の運用ニーズに対応すべく、投資研究員のボトムアップ・リサーチに基づいた旬な銘柄のリストを毎月紹介するものである。したがって、長期のマクロ見通しを基に構築したポートフォリオを推奨するものではなく、また、そのポートフォリオを提供する際に用いる投資戦略（ハウスビュー）に必ずしも基づいたものではないこと、あくまで旬な銘柄の紹介に重点を置いたレポートであることを明示しておきたい。

当レポートで紹介する銘柄リストは以下の二つの運営方針に基づく。

### (1) 定量分析とボトムアップリサーチを組み合わせた旬な銘柄リスト

まず、成長性や収益性、業績モメンタムなどの企業ファンダメンタルズを含む幅広い定量分析に基づき、投資魅力度（MACS：注）の高い銘柄群を抽出。さらに、当社投資研究員によるボトムアップ・リサーチを駆使して最終的に旬な銘柄を選出する。これを毎月紹介すると共に、紹介した銘柄のパフォーマンスをモニタリングすることで、ユーザーの利便性や投資成果の向上を目指す。当方針で紹介される銘柄リストは原則20銘柄に絞り込むこととする。

（注）MUMSS Alpha Capture Scoreの略称

### (2) 投資研究員のボトムアップ・リサーチに基づく旬な銘柄のリスト 「ボトムアップ・セレクト」

投資研究員のボトムアップ・リサーチに基づいた旬な銘柄のリスト。近年の複雑な相場環境に鑑み、経済・金融環境や政策・社会環境変化、当面のイベント・スケジュールなども踏まえつつも、単一テーマに制約されず、各投資研究員のボトムアップの知見を多角的に集約し投票・協議の上銘柄を選定している。当運営ではイベントやタイミング投資にも重きを置いている他、銘柄パフォーマンスを提示することで、選定銘柄群の「旬の度合い」とテーマにおける「相対的な銘柄の魅力度」をモニタリングする。当運営で紹介される銘柄は、概ね15～25銘柄程度とする。

尚、上記二つの運営方針に基づく銘柄リスト間には、特にどちらかの優劣性は設けていない。

### 執筆メンバー

上席投資戦略研究員  
上席投資研究員  
投資研究員

大西耕平、安村和仁  
横山礼文  
松丸修、二宮雅之、菅あずさ、  
千葉未来、柴田真之介

### 次号の発刊予定日

26年7月号速報版の発行は26年6月23日(火)、銘柄選定の詳細なプロセスや当該銘柄リストの注目点を含む詳細版の発行は26年6月30日(火)を予定しております。

## < 第1部 >

### 【投資魅力度】

#### MACS

(MUMSS Alpha Capture Score)

定量分析とボトムアップリサーチ  
を組み合わせた銘柄リスト

投資  
魅力度

市場環境と参考指標の動向

5月の振り返り

5月号の測定期間（4/21-5/18）の日経平均株価は、更なる上値を試す展開が見られた。特に5月に入ってからは、指数寄与度が高い一部のAI・半導体関連銘柄に買いが集中し、5/13には終値で初となる63,000円台に到達した。一時は、物色の偏りが強く、市場全体の盛り上がりは乏しい状態が続いていたが、3月期決算企業の本決算開示が進むにつれて物色の広がりが見られ、TOPIXも2月以来となる3,900pt近辺まで回復した。なお当期間中に開催された日銀金融政策決定会合（4/27-28）とFOMC（米連邦公開市場委員会、現地4/28-29）では、どちらも現状の政策金利が維持された。

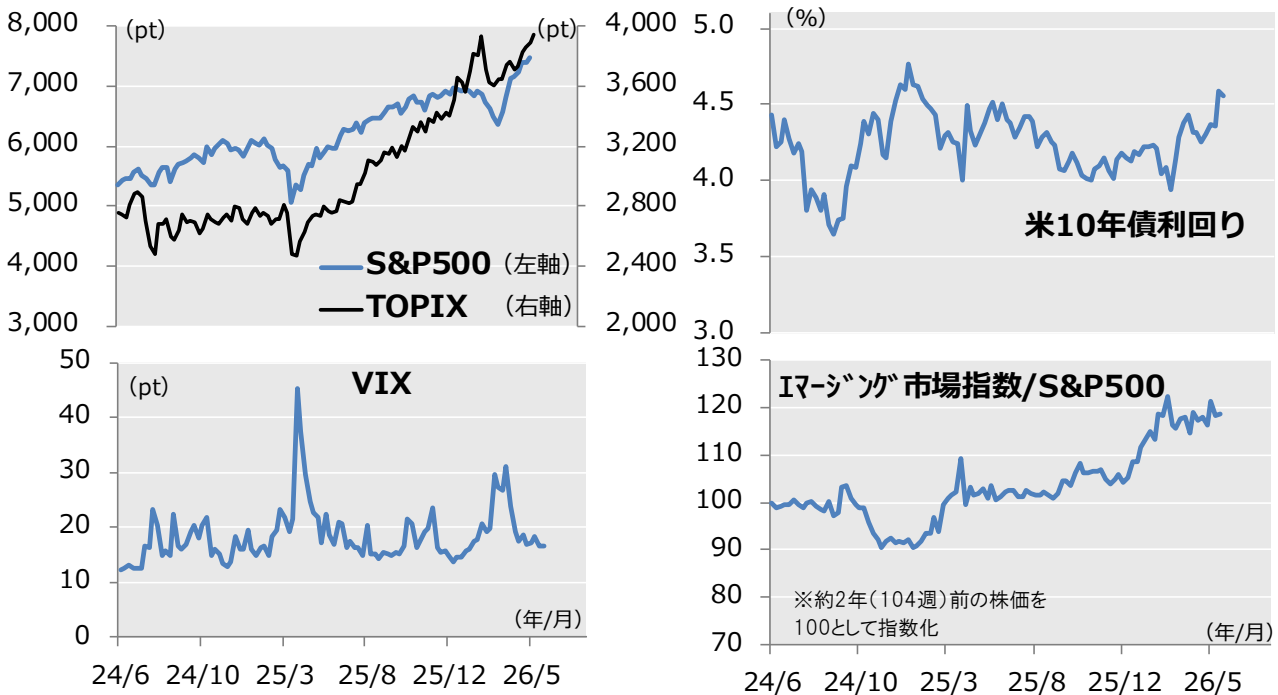
6月の着眼点

6月号の測定期間（5/19-6/22）の日本株市場は、高値圏でボラティリティの高いレンジ相場を想定した。

米国・イランの戦闘終結が近いとの観測が強まり、リスクオン姿勢が優勢となったことで5/25は日経平均株価が65,158.19円、TOPIXが3,942.57ptと、ともに終値ベースで過去最高を更新。一方で、原油価格の高止まりを背景にインフレ懸念が残る中、日米の長期金利には上昇圧力がかかっている。国内では補正予算編成に伴う財政悪化や、日銀のインフレ対応の遅れ（ビハインド・ザ・カーブ）への警戒も意識され、相場の上値を抑える要因となる可能性がある。米国では4月の主要物価統計がインフレ加速を示す内容となり、市場では年内の利上げ路線への転換観測が浮上するなど、金融政策への見方にも変化が生じている。

こうした状況下、期間中には日銀金融政策決定会合（6/15-16）、FOMC（現地6/16-17）が予定されている。前者では早期利上げの可否が焦点となるほか、後者はウォーシュFRB（米連邦準備制度理事会）新議長の主導による初会合となり、結果に加え記者会見の内容に注目が集まろう。

定量分析で利用される主な市場参考指標



注：グラフは26/5/25まで表示（米国市場は26/5/22まで）。

出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

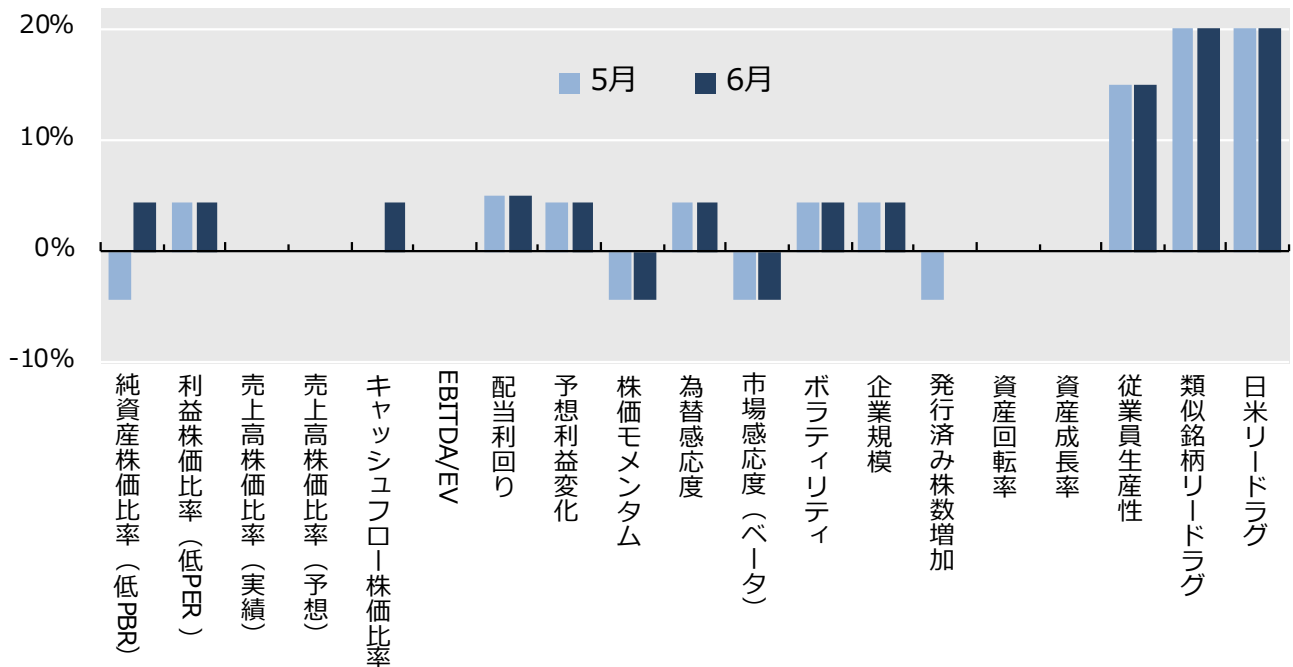
投資  
魅力度

## 今月の投資指標と銘柄選定のポイント

### 6月の投資指標とウエイト

参照期間中は、米国・イスラエルとイランの戦闘終結交渉が難航する一方、世界的なAI・半導体相場を追い風にアジアのハイテク株が上昇を主導し、新興国株市場が米国株市場対比で優勢に推移した。その結果、投資指標では、キャッシュフロー株価比率が新たにプラスで出現した。また、純資産株価比率（低PBR）がマイナスからプラスに転換した。なお、「配当利回り」「従業員生産性」「類似銘柄リードラグ」「日米類似銘柄リードラグ」は従来のウエイトを維持している。

### 定量分析で有効と推計された投資指標とウエイト



注：各指標については巻末解説コーナーの各投資指標の概要を参照ください。投資指標のウエイトは選択の有無と相対的な度合いを示すもので、合計しても100%になるものではありません。出所：当社作成

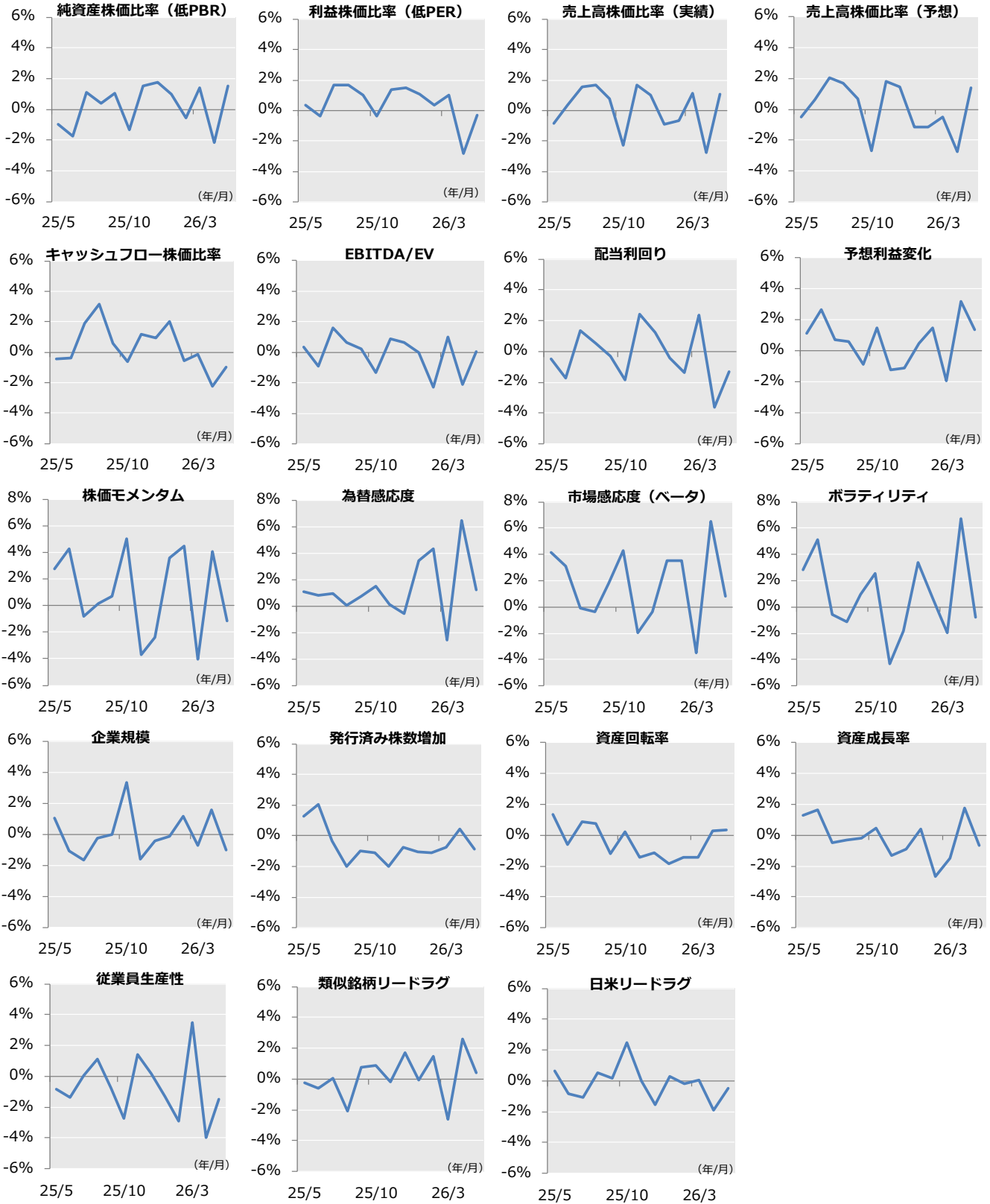
### 6月号の銘柄選定

定量分析で26年6月に有効と推計された投資指標を基に抽出されたMACS上位銘柄（アジア上位20%：142銘柄）のうち、先月号採用は17銘柄。選定20銘柄中5銘柄を入れ替えた。定性判断では地政学リスクの影響等を考慮しつつ、業種や投資テーマのバランスも意識した。

**投資  
魅力度**

**(参考) 定量分析で使用される各投資指標の動向**

**投資指標別の超過リターン** (各投資指標のスコア上位銘柄のベンチマークに対する超過リターン)



※データはMACS銘柄候補確定日の26年5月15日まで  
出所：Bloomberg、QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

投資  
魅力度

## MACS上位からの銘柄リスト

### 今月の銘柄リストと注目点

コード	銘柄	MACS	5/25 株価 (円)	なぜ注目したのか
1812	鹿島建設	1.51	5,656.0	26/3期建設事業受注高は前期比24%増と堅調だった。資材の供給不足や建設コストの上昇があるなかでも、同社は27/3期純利益を1,700億円（前期比4%減）と見込む。これは中期経営計画目標（1,300億円以上）を上回る。
1959	クラフティア	1.18	9,082.0	九州地盤の電気工事会社であり、配電線工事などで諸物価の上昇を反映した価格転嫁が良好に進んでいる。同社は27/3期の売上総利益率に関し、26/3期と同じ18.3%を保つ期初計画としている。
2914	日本たばこ産業	1.30	6,097.0	26/12期Q1の為替一定ベースの調整後営業利益*は前年同期比20.5%増（継続事業ベース）。値上げに加え、加熱式たばこ「Ploom」の数量増やシェア伸長加速も貢献。通期の同利益は前期比8.9%増の会社計画。
3099	三越伊勢丹ホールディングス	1.13	3,250.0	26/3期の営業利益は800億円（前期比5%増）で3期連続過去最高を更新。国内売上の好調が海外顧客売上の低調を補った。4月の月次売上（国内百貨店計）は前年同月比5.6%増と順調な滑り出し（会社側）。
4205	日本ゼオン	1.67	2,143.5	大型テレビ用光学フィルムや蓄電所等向け電池材料などが拡大し、26/3期は前期比24%営業増益になった。中東情勢の影響は未考慮であるが、会社側は27/3期営業利益を前期比4%増と見込んでいる。
4568	第一三共	1.30	2,700.5	会社は一部製品の供給計画を下方に見直したが、抗体薬物複合体利用の抗がん剤の拡大を図り、31/3期営業利益を6,000億円以上（26/3期は2,291億円）とする新たな中期経営計画目標を掲げた。
5713	住友金属鉱山	1.26	9,800.0	銅や金の市況上昇もあり、26/3期税前利益は前期比8.1倍になった。27/3期はこれが同10%減になると会社は予想するが、金・銅・ニッケルの価格は、直近四半期より低くなる前提となっている。
5802	住友電気工業	1.12	12,265.0	データセンター向けの光配線製品等の好調が継続し、26/3期は前期比9.2%増収、同30.4%営業増益となった。新中計では、29/3期の営業利益目標を6,000億円とした（26/3期実績は4,182億円）。
6383	ダイフク	1.18	7,251.0	26/12期Q1は半導体関連等が好調で、受注・売上・各利益が第1四半期として過去最高だった。会社は通期営業利益を前期比4%増（過去最高）と見込む。また、中東情勢による直接影響は限定的としている。
6501	日立製作所	1.08	5,054.0	26/3期末受注残高は日立エナジー事業が9.2兆円（25/3期末比42%増）、モビリティ事業は7.1兆円（同15%増）、DSS事業は1.7兆円（同+11%増）に積み上がった。日米間投資の原発案件などにも参画している。
6758	ソニーグループ	1.25	3,598.0	26/3期はゲーム分野等の好調を背景に営業利益*は過去最高を更新し、27/3期は前期比11%営業増益を計画（会社側）。イメージセンサー分野ではTSMCとの提携に向けた基本合意書を締結したと発表した。
8031	三井物産	1.68	5,465.0	27/3期当期利益を9,200億円（前期比10%増）と計画する（会社側）。同社はこれまでの投資案件が寄与し、米シェールガス（Vaqueroなどが貢献開始）などエネルギー分野が27/3期の増益を牽引すると見込む。
8035	東京エレクトロン	1.64	52,180.0	同社は、27/3期上期業績を、売上高:前年同期比+33%/営業利益:同+42%/EPS:同+37%と見通した。また、同社予想の26-27年の前工程市場は25年比+20%以上の成長と、AI需要の継続が期待されている。
8304	あおぞら銀行	1.69	2,760.5	26/3期純利益は国内資金利益・非資金利益が堅調に推移し前期比25%増。同社は27/3期純利益を同5%増と計画する。また、投資銀行、ネット銀行に加え、大和証券との提携効果も中長期的な成長ドライバーと見込む。
8591	オリックス	1.19	6,286.0	26/3期純利益は前期比27%増と堅調。同社は27/3期純利益を同18%増と見込むが、これは本決算発表時点における投資先の東芝関連の投資損益（キオクシアHDの売却・評価損益）影響を織り込んだものとしている。
8750	第一ライフグループ	1.54	1,666.0	27/3期のグループ修正利益*は5,600億円程度（前期比約100億円増）を見込む（会社側）。同社は国内金利上昇局面での継続的な債券入替により、31/3期の順ざやが26/3期比1,000億円以上増加する見通しとしている。
9104	商船三井	1.07	5,560.0	27/3期は中東情勢に伴う燃料費増や配船影響等により前期比17%営業減益を見込み、ホルムズ海峡周辺の航行は7月に概ね正常化する想定とした（会社側）。同社は27/3期より205円/株を基準とした累進配当を導入する計画。
9432	NTT	1.57	150.7	27/3期会社計画は前期比0.2%営業増益だが、1株あたり年間配当金は5.40円と16期連続増配見込み（株式分割考慮後）のほか、上限14億株（発行済株式総数の1.72%）の自社株買の実施予定を公表している（5/8）。
9602	東宝	1.70	1,208.0	27/3期は中東情勢に伴う燃料費増や配船影響等により前期比17%営業減益を見込み、ホルムズ海峡周辺の航行は7月に概ね正常化する想定とした（会社側）。同社は27/3期より205円/株を基準とした累進配当を導入する計画。
9983	ファーストリテイリング	1.30	75,090.0	26/8期上期営業利益は、海外ユニクロのけん引で前年同期比32%増となった。同社は中東情勢を鑑み、輸送費上昇などを見込みつつも、26/8期営業利益計画を従前比で500億円増額の前期比24%増とした。

（日本たばこ産業）\*調整後営業利益は営業利益（損失）から、買収に伴う無形資産償却費、調整項目（収益・費用）、カナダ訴訟の和解金分割支払に対応する利益を控除・加算して算出

（ソニーグループ）\*「継続事業ベース」

（第一ライフグループ）\*グループ修正利益はグループ各社の修正利益（純利益から会計上の評価損益等を調整して算出した実質的な利益）を合計したものと

注：上記リスト内において本レポート発行時点で空売り規制等に該当する銘柄が含まれる場合は当該銘柄を除外して掲載しております。

出所：QUICK Workstationのデータ、各社資料をもとに当社作成

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いします

投資  
魅力度

## 銘柄ピックアップ

### 鹿島建設(1812・東証プライム)

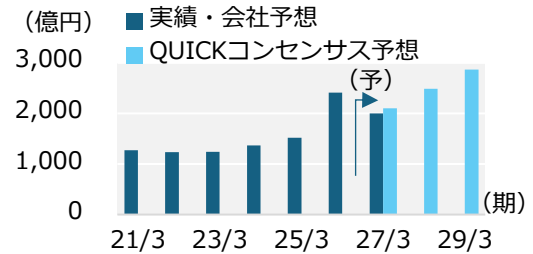
#### 27/3期営業利益の会社計画に対し市場予想は上振れ見込む

26/3期売上高は前期比5%増収、同59%営業増益、建設事業受注高は同24%増となった。同社は26/3期に不動産開発における物件売却など業績押し上げ要因が重なった点、不安定な国際情勢、資材供給不足や建設コスト上昇を踏まえて27/3期を同5%減収、同17%営業減益と見込む。市場予想（QUICKコンセンサス、5/25時点）では、同3%減収、同13%営業減益と会社予想比やや上振れが見込まれている（上段グラフ）。

#### 会社の期初予想と実績、株価の過去の傾向にも注目したい

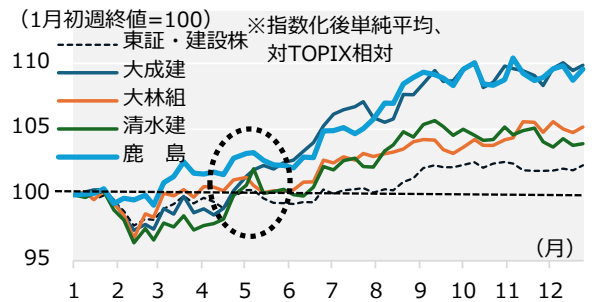
ゼネコン4社は慎重な新年度業績予想を出す傾向がある（鹿島建設の場合は、直近15期で実績が期初予想を10回上振れ、5回下振れ）。工事の進捗度合いに応じて収益を認識する建設業の特性に加え、追加設計変更や原価変動など不確実な要素を期初段階では保守的に織り込む必要がある点が主な理由と考えられる。ゼネコン4社の過去の株価（下段グラフ）を見ると、本決算発表時期の5月前半に慎重な新年度業績予想が嫌気されてかひとまず反落するも、6月以降は堅調に推移する傾向が見られている点は注目しておきたい。

鹿島の営業利益



出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成、予想は会社側、QUICKコンセンサス（5/25時点）

2011-25年 ゼネコン4社の平均株価



出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成、株式併合修正株価ベース

### 第一三共(4568・東証プライム)

#### 会社はADCのけん引による今後の業績拡大を見込んでいる

同社はADC\*に注力しており、上市済の「エンハーツ（乳がんや胃がん等向け）」に続き、「ダトロウエイ（乳がん、肺がん向け）」も立ち上がってきた（上段図左）。この度会社側はADCの供給体制を見直したため、関連費用を26/3期に計上した。この影響もあり26/3期は前期比営業減益になった。27/3期に関し会社は、前期比38%営業増益を見込む（上記関連費用は27/3期も発生する前提）。新しい中期経営計画では31/3期営業利益目標を6,000億円以上に設定した（上段図右）。

\*：抗体薬物複合体…抗体（がん細胞表面の目印に結合）と薬物（がん細胞を殺す）を組み合わせたもの。抗体を替えることで様々なADCを創れる。エンハーツとダトロウエイは標的の目印は異なるが、薬物は同じものを使っている

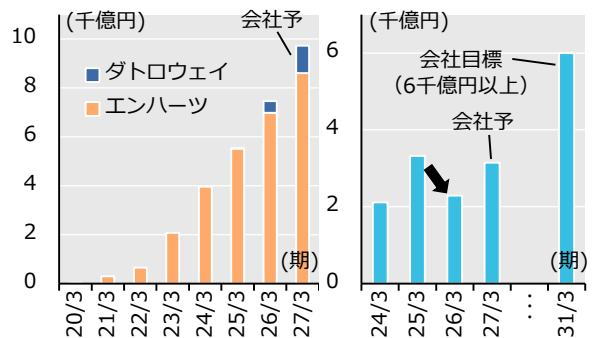
開発関連の注目イベントとしては、ダトロウエイの肺がん向け臨床試験の主要データ入手（26年下半期予定）等がある。

#### 株価は低調な動きが続いてきた。一方で配当は増加傾向

ダトロウエイでの一部適応承認申請取り下げ等もあってか、24年秋頃以降の同社株価は低調な動きとなっている（下段図左）。一方、業績は拡大方向で、前期比増配も続けている（下段図右）。今後株式市場で見直されるかどうか注目される。

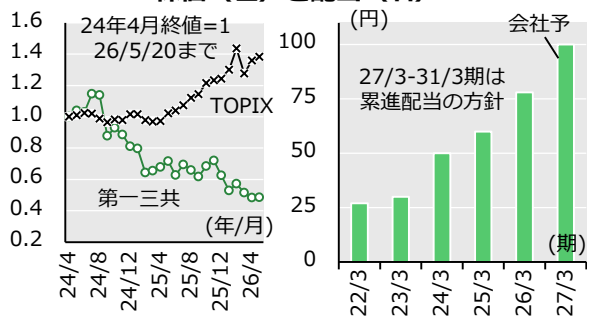
※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いします

#### 一部品目の製品売上（左）と全社営業利益（右）



出所：会社資料をもとに当社作成

#### 株価（左）と配当（右）



出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

投資  
魅力度

## 前月号MACS選定20銘柄のパフォーマンス

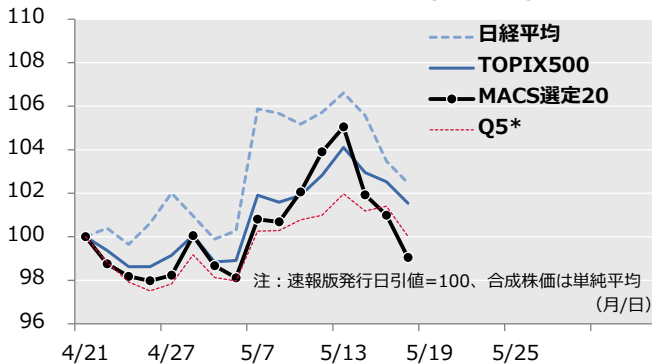
### 26年5月号掲載銘柄のフォローアップ

26年5月号速報版を発行した4/21と比較し、測定期間（4/21～5/18）最終日の日本株式市場は高い水準で終えた。3月の相場の重石となったイラン問題に関し、今後収束に向かうとの楽観的な見方が優勢となったことや、AI関連銘柄の物色が続いたことで、大型連休明け後は日経平均主導の好調な相場展開となった。ただ企業決算発表シーズンを通過した5月後半（5月号測定期間終盤）には、利益確定の動きも見られた。なお、イラン問題の和平交渉の行方は依然として不透明な状況であり、相場の懸念材料として今後改めて意識される可能性は残っている。

4/21⇒5/18の比較で、5月号MACS選定銘柄の合成株価パフォーマンスはベンチマークのTOPIX500を下回った。リスト銘柄選択の元となるMACSスコア上位20%銘柄群（左下の図のQ5）がやや低調だったことに加え、Q5からリスト銘柄を選ぶ過程でもマイナス影響が出た。反発を期待して採用したコンテンツ関連等が軟調だった。

リスト個別銘柄の成績をみると、オリックスが上昇率トップだった。ここにきて金融セクターの一角が物色されている流れにも乗った模様である。AIやFAに関連するダイフク、東エレク、三菱電なども相対的に堅調だった。JTは好実態に加え、6月末配当も意識された可能性もある。ソニーGは5/8発表の26/3期本決算の内容が評価され、その後は株価が大きく上昇した。一方、東宝やバンダイナムは軟調だった。両者とも、25年度本決算発表（及び新年度の業績予想公表）を通過したあとも、特段あく抜けの動きがみられないまま5月号測定期間を終えた。その他、一部製品の供給計画を見直した医薬品の第一三共や、イラン問題の影響が懸念されるトヨタも低調だった。

26年5月号MACS選定20銘柄の合成株価と主要指数の推移（参照期間：4/21～5/18）



\*：MACSスコア上位20%銘柄群（142銘柄）、この中から投資研究員が定性判断をもとに協議し、20銘柄のリストを選んでいる。

### 結果サマリー（4/21⇒5/18の騰落率）

合成株価 や指数の 騰落率	MACS選定20 ①	
	MACS選定20 ①	-0.95%
	Q5 ②	+0.01%
	TOPIX500 ③	+1.54%
	日経平均	+2.47%
相対成績	TOPIX	+1.49%
	MACS20 対 TOPIX500 ①-③	-2.49%pt
	Q5 対 TOPIX500 ②-③	-1.53%pt
	MACS20 対 Q5 ①-②	-0.97%pt

MACS選定20とQ5の騰落率は構成銘柄の等金額投資単純平均

注：MACSはMUMSS Alpha Capture Scoreの略。銘柄リストの選定プロセスおよび詳細は月刊銘柄戦略「日本株の潮流」26年5月号を参照。上記リスト内において本レポート発行時点で空売り規制やリサーチ規制などに該当する銘柄が含まれる場合は当該銘柄を除外して掲載しております。

出所：図表全てQUICK Workstationのデータをもとに当社作成

MACS選定銘柄の騰落率ランキング（5/18時点）

コード	銘柄略称	4/21 株価（円）	5/18 株価（円）	騰落率
8591	オリックス	4,947.0	5,778.0	16.80%
6383	ダイフク	6,407.0	7,076.0	10.44%
2914	J T	5,757.0	6,343.0	10.18%
8035	東エレク	45,780.0	49,260.0	7.60%
6758	ソニーG	3,346.0	3,596.0	7.47%
6503	三菱電	6,028.0	6,350.0	5.34%
101	日経平均	59,349.17	60,815.95	2.47%
8031	三井物	5,780.0	5,883.0	1.78%
175	TOPIX500	2,941.82	2,987.14	1.54%
9432	NTT	152.3	152.4	0.07%
8411	みずほ	6,647.0	6,525.0	-1.84%
9104	商船三井	6,088.0	5,851.0	-3.89%
5803	フジクラ	5,889.0	5,653.0	-4.01%
1959	クラティア	9,352.0	8,950.0	-4.30%
9983	ファーストリテイ	73,750.0	70,190.0	-4.83%
1812	鹿島	6,045.0	5,650.0	-6.53%
5713	住友鋳	10,290.0	9,560.0	-7.09%
6501	日立	5,189.0	4,808.0	-7.34%
7832	バンダイナム	3,914.0	3,623.0	-7.43%
7203	トヨタ	3,280.0	2,954.5	-9.92%
4568	第一三共	2,915.0	2,620.5	-10.10%
9602	東宝	1,456.5	1,289.5	-11.47%

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いいたします

## < 第2部 >

### 【ボトムアップ・セレクト】

投資研究員がボトムアップで個別分析  
を行い投票・協議のうえ選定する銘柄

**ボトムアップ  
・セレクト**

## 今月の「ボトムアップ・セレクト」のポイント

**26年6月号の  
「ボトムアップ・セレクト」  
のポイント**

26年5月号より、第2部は各投資研究員がボトムアップで個別分析を行い投資・協議のうえで選定する「ボトムアップ・セレクト」としている（解説コーナー参照）。6月号の選定銘柄は外需・内需双方の好業績企業を重視しつつ、娯楽関連、半導体素材・製造装置、FA、情報・通信、金融、小売・外食、防衛・宇宙・エネルギーなど幅広い業種から銘柄を選定しバランスを重視した。

3月期企業の本決算発表が足元一巡しており、堅調な業績計画や自社株買い決議を発表した銘柄を中心に選定を行った。6月号測定期間中のイベントとしては、日銀金融政策決定会合が6/15・16に開催、政府が毎年6月頃に閣議決定する「骨太の方針（経済財政運営と改革の基本方針）」などがあり、こうした点にも目配りした。足元の株式相場ではAI・半導体関連に物色の偏りが見られるが、個別企業のファンダメンタルズに改めて目を向け、業種・銘柄・時間分散を心がけたい。

### 6月の「ボトムアップ・セレクト」関連銘柄リスト

コード	銘柄略称	5/25 株価 (円)	今期予想 利益変化率	来期予想 利益変化率	今期決算期 (年/月期)
1332	ニッスイ	1,331.5	1.8%	10.8%	27/3
2914	J T	6,097.0	17.7%	12.3%	26/12
3563	F & L C	10,195.0	34.0%	16.7%	26/9
4004	リナックHD	19,450.0	約3.2倍	33.0%	26/12
4307	N R I	4,612.0	約8.1倍	9.9%	27/3
5332	T O T O	7,057.0	16.0%	18.1%	27/3
6367	ダイキン	24,470.0	5.9%	16.0%	27/3
6479	ミナミアツミ	4,221.0	-12.1%	11.2%	27/3
6503	三菱電	6,560.0	21.3%	11.1%	27/3
6506	安川電	7,481.0	42.4%	15.0%	27/2
6758	ソニーG	3,598.0	17.3%	7.2%	27/3
7011	三菱重	3,908.0	22.0%	19.4%	27/3
7453	良品計画	3,660.0	22.5%	11.2%	26/8
7832	バンダイナム	3,651.0	-1.9%	7.5%	27/3
7936	アックス	4,650.0	21.7%	13.9%	26/12
8035	東エレクト	52,180.0	22.9%	23.5%	27/3
8053	住友商	7,361.0	6.5%	6.6%	27/3
8316	三井住友	6,056.0	11.1%	6.7%	27/3
9412	スカパ-JSA	4,455.0	17.5%	8.4%	27/3
9983	ファーストリテイ	75,090.0	13.5%	11.3%	26/8

注：予想利益は純利益ベース、利益予想はQUICKコンセンサス予想（5/25時点、2社以上）、来期予想利益変化率は来期QUICKコンセンサス予想の対同期予想比。上記リスト内において本レポート発行時点で空売り規制等に該当する銘柄が含まれる場合は当該銘柄を除外して掲載しております。データは5/25時点。  
出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いします

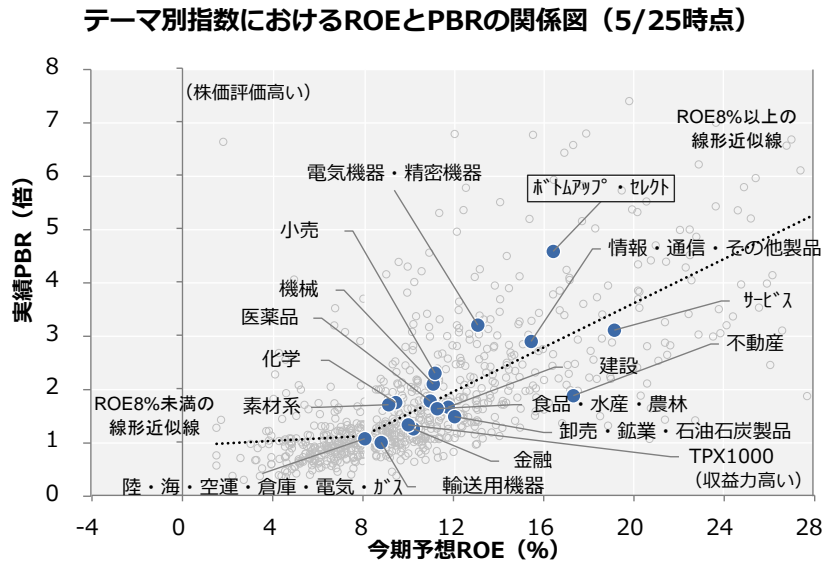
ボトムアップ  
・セレクト

## 参考ツール:収益性とバリュエーション

ROEとPBRの関係から見た  
「ボトムアップ・セレクト」、  
「モニタリング15テーマ」  
のバリュエーション

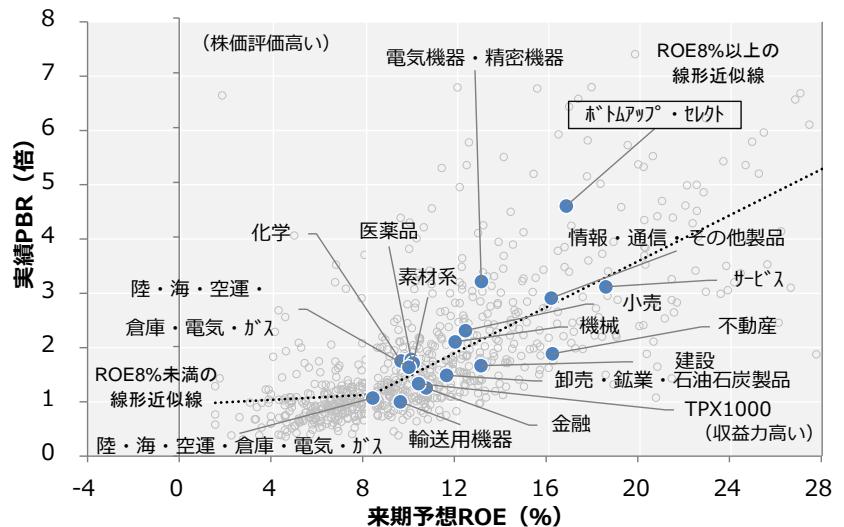
図表1：今期予想ベース

※ 3月決算企業では  
27年3月期予想ベース



図表2：来期予想ベース

※ 3月決算企業では  
28年3月期予想ベース



注：線形近似線はTOPIX1000採用銘柄で集計。予想ROEはQUICKコンセンサス予想。「今期」「来期」はQUICK Workstationのデータ表記に基づく。出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

図表1は今期予想ベースのROEと実績PBRの関係図である（予想はQUICKコンセンサス予想、以下業績予想は同じ）。ROEが市場の要求リターン（資本コスト）とされる8%水準を超えてくると、株価評価としてのPBR（株価純資産倍率）が上昇する傾向（正の相関）が見られる。

6月号選定の「ボトムアップ・セレクト」は今期・来期（図表1・2）における予想ROEの線形近似線の上方に位置し、株式市場から評価が進んでいると考えられる銘柄群である。

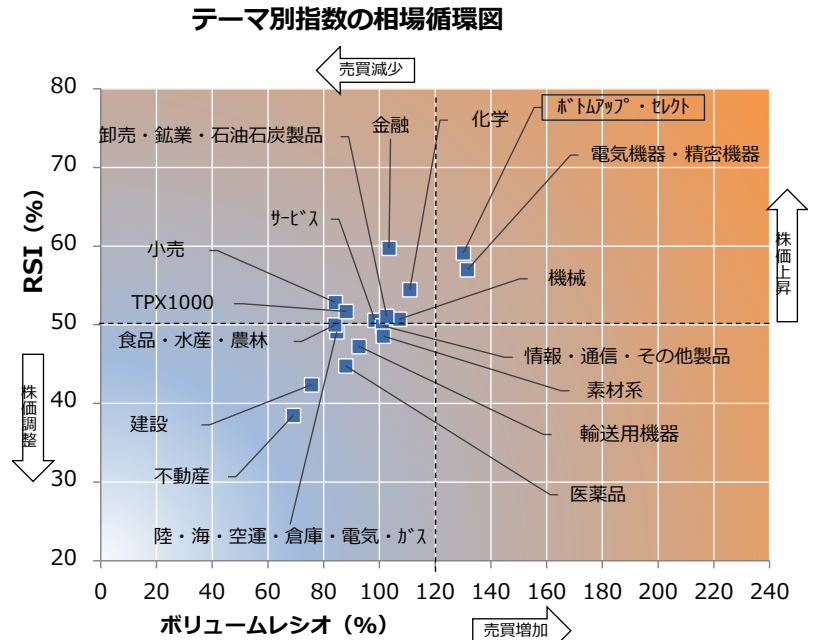
次々ページの通り、今期・来期予想ROEは16.4%→16.9%、今期・来期予想利益変化率（※来期の利益変化率は今期QUICKコンセンサス予想に対する来期同予想比、当期利益額合計の変化率）は前期比+48.9%→同+11.3%となっており、ともに二桁%台の堅調な見通しとなっている。

ボトムアップ  
・セレクト

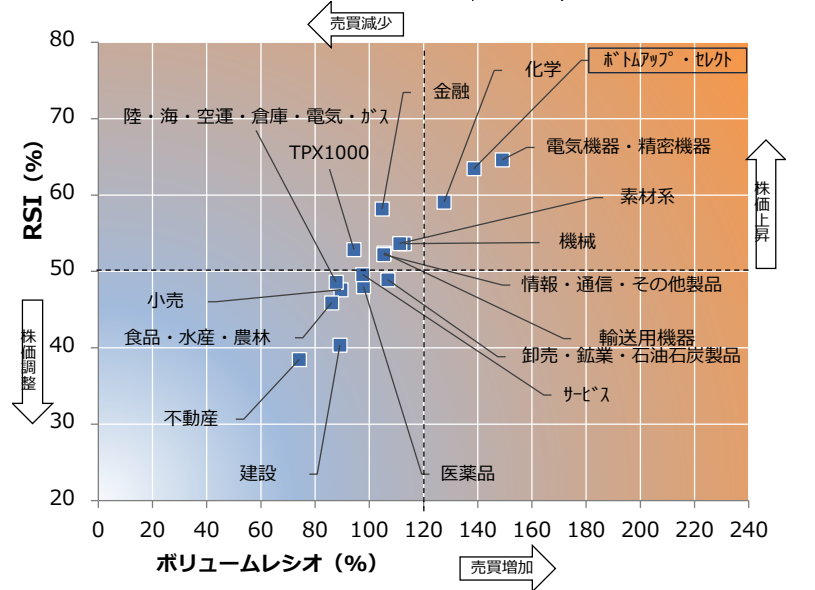
## 参考ツール:テクニカル相場循環図

RSIとボリュームレシオを使った「ボトムアップ・セレクト」、「モニタリング15テーマ」の相場局面図

図表3 : 5/20時点



図表4 : 5/25時点



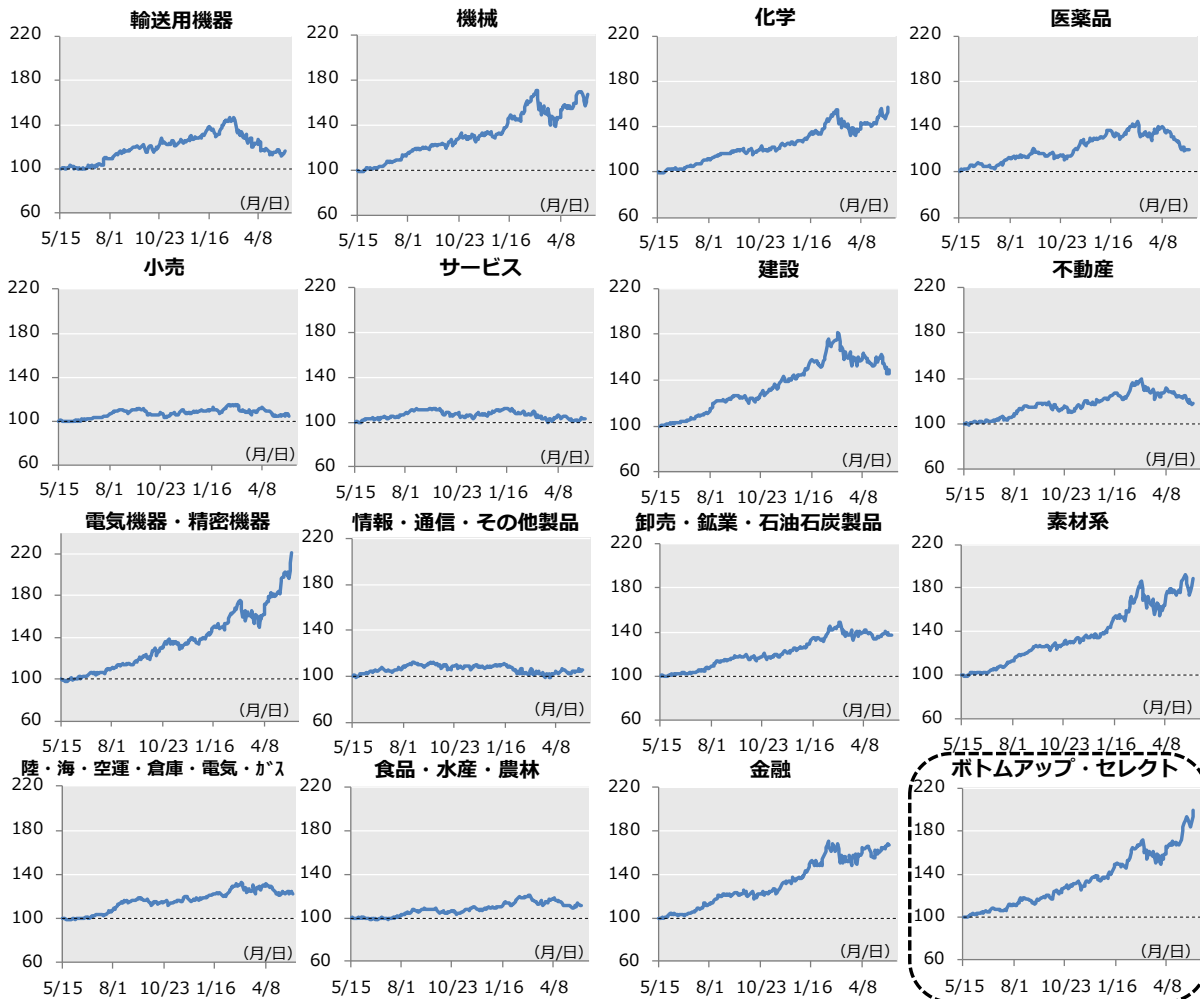
注：RSIの算出期間は14日間、ボリュームレシオは25日間。出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

図表3は6月号速報版発行日の翌日5/20時点、図表4は5/25時点の相場循環図である。「モニタリング15テーマ」では、内需・ディフェンシブ系を中心に循環図の左下方寄りに位置するものが多い様子が窺える。一方で、「ボトムアップ・セレクト」は循環図の右上寄りに位置しており、足元の株式市場の物色動向を比較的良好に捉えた銘柄群と考えられる。

「日本株式ウィークリー」では、この相場循環図と次ページの合成株価指数チャートを、『日本株の潮流』の「ボトムアップ・セレクト」などの動向のページで更新している。こちらも合わせて参考にしたい。

ボトムアップ・セレクト

「ボトムアップ・セレクト」、  
「モニタリング15テーマ」の合成株価、各種指標



注：250営業日前（約1年前）の株価を100とした各テーマ銘柄の単純合成株価指数（5/25時点）。出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

「ボトムアップ・セレクト」、  
「モニタリング15テーマ」構成銘柄の  
各種バリュエーション・利益予想・期間リターン・テクニカル指標

テーマ	今期予想 ROE (%)	来期予想 ROE (%)	実績 PBR (倍)	今期予想 PER (倍)	今期予想 利益変化率	来期予想 利益変化率	6か月 リターン (%)	3か月 リターン (%)	1か月 リターン (%)	ボリュウム レシオ (%)	RSI (%)	ボラティ リティ (%)	対TOPIX ベータ	構成 銘柄数
輸送用機器	8.8	9.6	1.0	9.9	25.4%	26.3%	7.7	-7.5	2.5	105.4	52.4	33.8	1.24	34
機械	11.1	12.0	2.1	17.1	17.4%	17.0%	36.1	2.0	6.6	112.9	53.6	42.7	1.37	74
化学	9.4	9.7	1.7	15.1	26.0%	10.5%	31.4	3.3	10.6	127.6	59.1	36.0	0.81	77
医薬品	11.0	10.1	1.8	15.5	9.2%	12.5%	5.2	-9.2	-2.9	97.9	48.0	36.5	0.40	25
小売	11.2	12.5	2.3	15.6	7.4%	2.8%	-2.4	-7.7	-0.6	89.6	47.6	25.9	0.20	92
サービス	19.1	18.6	3.1	14.6	63.6%	17.4%	-2.2	-0.9	1.3	97.5	49.6	31.5	0.41	56
建設	11.8	13.2	1.7	13.5	-3.8%	3.4%	8.9	-12.7	-2.2	89.2	40.4	34.9	0.85	43
不動産	17.3	16.3	1.9	9.8	8.7%	5.5%	1.8	-11.9	-4.5	74.2	38.5	29.5	0.56	25
電気機器・精密機器	13.1	13.2	3.2	20.4	102.0%	15.4%	56.9	18.0	15.4	149.1	64.6	45.1	1.20	107
情報・通信・その他製品	15.4	16.2	2.9	16.1	36.5%	5.5%	-2.0	4.2	0.5	105.2	52.2	36.7	0.25	101
卸売・鉱業・石油石炭製品	12.0	11.7	1.5	12.9	10.0%	2.5%	15.0	-3.9	2.2	106.8	48.9	31.7	0.57	69
素材系	9.1	10.2	1.7	13.9	21.7%	10.6%	37.1	1.9	6.3	111.2	53.7	40.6	0.94	90
陸・海・空運・倉庫・電気・ガス	8.1	8.4	1.1	13.0	3.4%	7.6%	5.6	-4.2	-0.5	87.8	48.6	27.9	0.37	62
食品・水産・農林	11.3	10.0	1.6	15.2	28.5%	6.6%	3.5	-5.7	-1.1	86.1	45.9	26.1	0.28	44
金融	10.2	10.8	1.2	13.2	1.0%	4.4%	33.2	4.8	6.4	104.7	58.2	36.5	0.78	92
ボトムアップ・セレクト	16.4	16.9	4.6	26.0	48.9%	11.3%	48.4	14.6	14.3	138.6	63.5	42.6	0.99	20
TOPIX1000	10.0	10.4	1.3	14.6	14.1%	9.4%	7.2	-4.1	0.9	94.3	52.9	33.0	0.66	978

【参考】

電気機器・精密機器(材料AHD除く)	11.5	12.5	3.0	20.4	52.1%	14.4%	52.1	16.2	14.7	148.9	64.5	44.6	1.20	106
情報・通信・その他製品(ソフトバンク除く)	15.6	16.4	2.9	16.1	5.8%	7.5%	-2.9	3.5	0.3	104.7	52.1	36.2	0.24	100

注：テーマ別の各数値は各構成銘柄の単純平均、PERのみ中央値、TOPIX1000は全て中央値。利益変化率は当期利益額合計の変化。「今期」「来期」はQUICK Workstationのデータ表記に基づく（3月決算企業では「今期」が27年3月期、「来期」が28年3月期の予想数値）、予想はQUICK Workstationの予想。6か月リターンは過去6か月、対TOPIXベータは過去3年。数値は全て5/25時点。モニタリング15テーマについては解説コーナーを参照。

出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いいたします

ボトムアップ  
・セレクト

## 「ボトムアップ・セレクト」の銘柄リスト

### 「ボトムアップ・セレクト」の銘柄リスト

コード	銘柄	5/25 株価 (円)	業種	当該銘柄に関する注目点
1332	ニッスイ	1,331.5	水産・農林業	26/3期は水産部門の養殖（国内や南米）の好調等で営業最高益になった。27/3期は水産部門に加え、ファインケミカル部門（医薬品原料等）の拡大もあり、営業利益は前期比5%増へ（会社予想）。
2914	日本たばこ産業	6,097.0	食料品	26/12期Q1の為替一定ベースの調整後営業利益*は前年同期比20.5%増（継続事業ベース）。値上げに加え加熱式たばこ「Ploom」の数量増やシェア伸長加速も貢献。通期の同利益は前期比8.9%増の会社計画。
3563	FOOD & LIFE COMPANIES	10,195.0	小売業	26/9期上期の営業利益は、中国大陸を中心とした海外スロー事業のけん引で前年同期比44%増。同社は上期決算を踏まえ、通期の営業利益計画を従前比80億円増額の485億円（前期比34%増）とした。
4004	レゾナック・ホールディングス	19,450.0	化学	半導体材料の伸びなどにより、26/12期のコア営業利益*は前期比28%増になると会社は予想している。ただ、Q1決算発表時点で会社側は、上期分の同利益予想を期初から40%増額修正している。
4307	野村総合研究所	4,612.0	情報・通信業	26/3期営業利益は海外事業の減損損失で583億円（前期比57%減）だが同影響を除くと1,567億円と会社計画を超える同増益。同社は新中期経営計画（27/3-29/3期）の最終年度目標を営業利益2,000億円とした。
5332	TOTO	7,057.0	ガラス土製品	26/3期連結(調整額前)営業利益の51%がセラミック事業(半導体製造装置部品材など)。同社は住設事業で中東情勢影響があるも、セラミック事業の堅調継続を見込み27/3期連結営業利益を前期比12%増と計画する。
6367	ダイキン工業	24,470.0	機械	会社は27/3期営業利益を前期比5%増と予想している。26/3期に流通在庫調整の影響を受けた米住宅用空調を含め、日欧米アジア等で売上増を見込むほか、コストダウンも推し進める。
6479	ミネベアミツミ	4,221.0	電気機器	27/3期は売上高、営業利益(金融資産の評価替えを除く)ともに4期連続過去最高更新を見込む(会社側)。AIサーバーや人型ロボット等の成長分野において、同社の超精密技術の引き合い領域が拡大しているとした。
6503	三菱電機	6,560.0	電気機器	26/3期受注高はインフラ事業が前期比3%増、インダストリー・モビリティ事業(FA)が同22%増。同社は27/3期調整後営業利益(営業利益-事業・資産売却損益-減損損失等その他損益)を同18%増と計画する。
6506	安川電機	7,481.0	電気機器	27/2期はAI・半導体関連分野等の需要拡大により前期比27%営業増益を計画。新中計では高収益化とフィジカルAI新市場創出を掲げ、30/2期に営業利益1,000億円(27/2期会社予想:600億円)を目指すとした。
6758	ソニーグループ	3,598.0	電気機器	26/3期の営業利益*は過去最高を更新し、27/3期は前期比11%営業増益を計画(会社側)。イメージセンサー分野ではTSMCとの提携に向けた基本合意書を締結したと発表した。
7011	三菱重工業	3,908.0	機械	エネルギー・防衛などの中長期テーマの関連銘柄として注目したい。27/3期事業利益*の会社計画はGTCCや原子力、防衛航空機や飛行体の寄与を見込み、前期比25%増とされた（継続事業ベース）。
7453	良品計画	3,660.0	小売業	26/8期上期の営業利益は、生産体制の内製化による原価低減や値下げ抑制などが寄与し、前年同期比25%増となった。同社は26/8期営業利益見通しを従前比100億円増額し、前期比21%増とした。
7832	バンダイナムコホールディングス	3,651.0	その他製品	26/3期は売上高と全利益において過去最高を更新。27/3期は前期比2%営業減益を計画するが、トイホビー事業はIPライナップなどの拡大を進め、9期連続の過去最高業績更新を目指す計画とした(会社側)。
7936	アシックス	4,650.0	その他製品	26/12期Q1の営業利益は前年同期比37%増。通期計画1,710億円（前期比20%増）に対する進捗率は36%と高水準だが同社は中東情勢の影響を注視し同計画を据え置いた（5/13時点では影響は軽微とした）。
8035	東京エレクトロン	52,180.0	電気機器	同社は、27/3期上期業績を、売上高:前年同期比+33%/営業利益:同+42%/EPS:同+37%と見通した。また、同社予想の26-27年の前工程市場は25年比+20%以上の成長と、AI需要の継続が期待されている。
8053	住友商事	7,361.0	卸売業	長年の懸案であったマダガスカルでのニッケルプロジェクトの撤退を発表した（5/1付）。同社はこれに伴う事業譲渡損失の見込み額約850億円を織り込んだうえで、27/3期当期利益に関し前期比5%増を見込む。
8316	三井住友フィナンシャルグループ	6,056.0	銀行業	26/3期純利益は前期比34%増と堅調。同社は27/3期純利益を同7%増、引き続き金利上昇による資金利益の増加、収益構造改善による非金利収益の拡大を見込む。
9412	スカパーJSAT	4,455.0	情報・通信業	26/3期の営業収益の約5割を占める宇宙事業に注目。「宇宙」の安全保障上の重要性が高まる中で、同社も防衛省の衛星コンステレーション構築事業を手掛けるなど、安全保障領域の事業拡大を目指している。
9983	ファーストリテイリング	75,090.0	小売業	26/8期上期営業利益は、海外ユニクロのけん引で前年同期比32%増となった。同社は中東情勢を鑑み、輸送費上昇などを見込みつつも、26/8期営業利益計画を従前比で500億円増額の前期比24%増とした。

(日本たばこ産業) \*調整後営業利益は営業利益(損失)から、買収に伴う無形資産償却費、調整項目(収益・費用)、カナダ訴訟の和解金分割支払に対応する利益を控除・加算して算出

(レゾナック・ホールディングス) \*コア営業利益は営業利益から非経常的な要因により発生した損益を除いたもの

(ソニーグループ) \*「継続事業ベース」

(三菱重工業) \*事業利益は売上収益から売上原価と販管費及びその他の費用を控除し、持分法による投資損益とその他の収益を加えたもの

注:上記リスト内において本レポート発行時点で空売り規制等に該当する銘柄が含まれる場合は当該銘柄を除外して掲載しております。

出所:QUICK Workstationのデータ、各社資料をもとに当社作成

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくをお願いします

ボトムアップ  
・セレクト

## 銘柄ピックアップ

### ソニーグループ (6758・東証プライム)

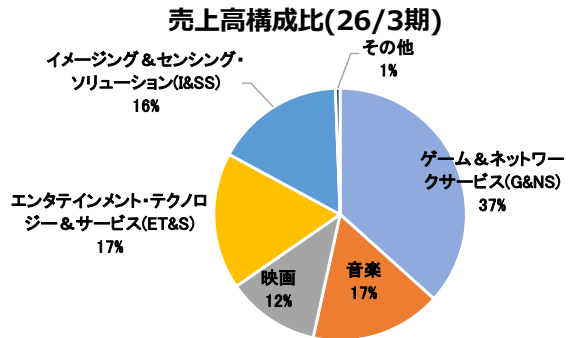
#### 26/3期営業利益\*は過去最高を更新

\*継続事業ベース

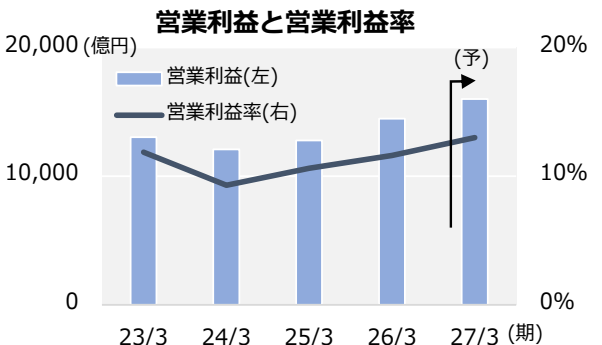
同社は、近年経営の軸をゲーム、音楽、映画を中心としたエンタテインメントにシフトし、同関連3分野の売上高は全体の6割強を占める(26/3期時点)。26/3期通期決算は、ゲーム(G&NS)やイメージセンサー(I&SS)分野などがグループ全体の利益成長を牽引し、営業利益\*は過去最高を更新した。同社は、ゲーム分野ではゲーム機の販売台数は減少したものの、3月の月間アクティブユーザー数は過去最高を更新するなど、ユーザーエンゲージメントは堅調に推移しているとした。

#### 27/3期は前期比営業増益を計画、TSMCとの提携も発表

メモリ不足による価格高騰等が懸念されているものの、同社の27/3期営業利益は前期比11%増を計画。G&NS分野では、自社制作ゲームソフトウェア販売増等を背景に同30%営業増益を見込む(会社側)。また、26/3期決算と同時に上限5,000億円とする自社株買いに加え、TSMCと次世代イメージセンサーの開発・製造に関する戦略的提携の基本合意を締結したと発表した。同提携により車載やロボティクス等フィジカルAI応用分野における新たな機会の探索・対応を進め、更なる技術発展に向けた基盤を確立することを目指す方針を示している。



出所：会社資料をもとに当社作成、注：全社調整前、エンタテインメント関連3分野は、G&NS、音楽、映画分野



出所：会社資料より当社作成、予想は会社側、注：23/3期はIFRS17号適用ベース遡及値、\*25/3期と26/3期は継続事業ベース

### 三菱重工業 (7011・東証プライム)、スカパーJSAT (9412・東証プライム)

#### 官民の取り組みが進む宇宙産業

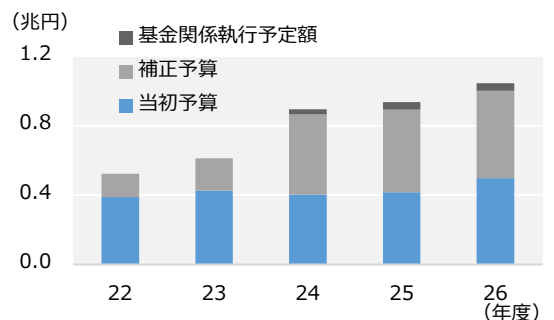
政府は、国内宇宙産業の市場規模を2020年時点の4兆円から2030年代早期に8兆円へ拡大するべく関係予算を拡充しており、関連企業に追い風となる可能性がある。例えば、宇宙産業の基盤となる輸送分野では、基幹ロケット「H3」をJAXAと三菱重(7011)が中心となり開発している。三菱重が機体開発の統括およびエンジン開発を担うほか、誘導ソフトウェアを三菱電(6503)、ターボポンプをIHI(7013)が担当するなど、多数の国内企業が参画している。

#### 安全保障の観点からも注目される人工衛星

スカパーJSA(9412)は、計17機の静止軌道衛星を保有する衛星事業者で、宇宙事業(26/3期営業収益の約5割)を中心に業績は拡大傾向にある。同社は中長期では安全保障領域の拡大を目指す。足元では、政府がスタンド・オフ防衛能力(脅威圏外からの対処能力)の確立を重視する中、衛星通信の重要性が高まっている。同社は三菱電や三井物(8031)などと共に、防衛省の衛星コンステレーション\*構築事業を受注し、取り組む計画としている。\*中・低軌道に打ち上げた多数の小型非静止衛星を連携させ一体的に運用するシステム

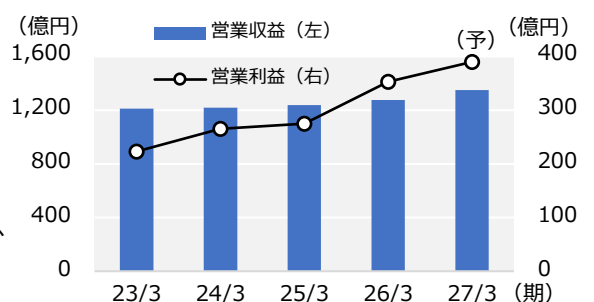
※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いします

#### 政府の宇宙関係予算



出所：内閣府のデータをもとに当社作成

#### スカパーJSA 業績推移



出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成、予想は会社側

ボトムアップ  
・セレクト

## 前月号ボトムアップ・セレクトのパフォーマンス

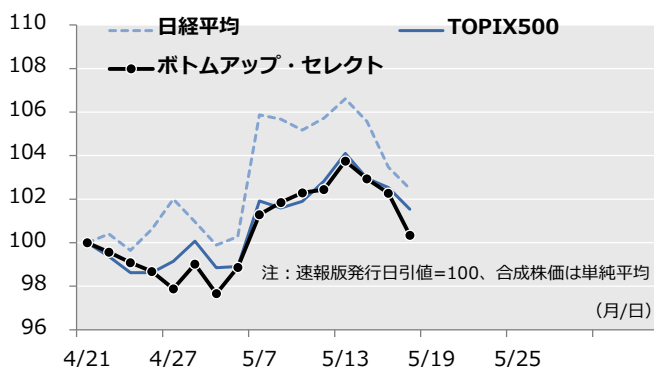
### 26年5月号ボトムアップ・セレクト選定銘柄のフォローアップ

26年5月号から、従来のテーマ関連銘柄に代わり、ボトムアップ・セレクト選定銘柄のリストを紹介することになった。投資研究員による個別分析を行い、投票・協議のうえで銘柄を選定するものである。5月号では、外需・内需双方の好業績企業を重視しつつ、幅広い業種から銘柄を選定し、バランスを重視した構成とした。

4/21⇒5/18の比較で、ボトムアップ・セレクト選定銘柄の合成株価パフォーマンスは、ベンチマークのTOPIX500を下回った。コンテンツや小売りなど内需・ディフェンシブ系の一部が低調だった。一方でAI半導体やFAに関連する銘柄で大きく伸びたものがあり、合成株価を下支えする展開となった。

リスト個別銘柄の成績をみると、TOTOが大幅に上昇した。衛生陶器の大手として知られるが、直近では半導体製造装置用部材の利益寄与の大きさが注目されており、4/30の26/3期決算発表の後で買いを集めた。レゾナックHDは半導体用材料やハードディスクなどAI関連の川上分野で活躍する銘柄として注目されている。フィジカルAI関連として注目が集まるファナックも、主に4/24の26/3期本決算発表後に買われる展開となった。一方、良品計画は下落した。5月号測定期間中には決算発表がなく、特段月次売上が厳しかったということもないのだが、原油市況が上昇に転じた4月半ばごろから軟調な値動きが目立つようになった。警備のALSOKは26/3期に大阪・関西万博等の需要も取り込んで営業最高益を記録し、会社側は27/3期も前期比営業増益を見込んでいるが、5/12の26/3期本決算発表前まで下落していたため、リストの中では相対的にやや低調な成績となった。

26年5月号ボトムアップ・セレクト選定銘柄の合成株価と主要指数の推移（参照期間：4/21～5/18）



### 結果サマリー（4/21⇒5/18の騰落率）

合成株価 や指数の 騰落率	ボトムアップ・セレクト ①	
	ボトムアップ・セレクト ①	<b>+0.34%</b>
	TOPIX500 ②	+1.54%
	日経平均	+2.47%
相対成績	TOPIX	+1.49%
	ボトムアップ・セレクト 対 TOPIX500 ①-②	<b>-1.20%pt</b>

ボトムアップ・セレクト選定銘柄の騰落率は構成銘柄の等金額投資単純平均

注：詳細は「日本株の潮流」26年5月号を参照。上記リスト内において本レポート発行時点で空売り規制やリサーチ規制などに該当する銘柄が含まれる場合は当該銘柄を除外して掲載しております。

出所：図表全てQUICK Workstationのデータをもとに当社作成

ボトムアップ・セレクト選定銘柄の騰落率ランキング（5/18時点）

コード	銘柄略称	4/21 株価（円）	5/18 株価（円）	騰落率
5332	TOTO	5,384.0	6,929.0	28.70%
4004	レゾナックHD	13,330.0	16,690.0	25.21%
6954	ファナック	6,478.0	7,966.0	22.97%
6367	ダイキン	21,630.0	24,020.0	11.05%
2914	J T	5,757.0	6,343.0	10.18%
8035	東レ	45,780.0	49,260.0	7.60%
8316	三井住友	5,471.0	5,732.0	4.77%
1605	INPEX	3,830.0	3,934.0	2.72%
101	日経平均	59,349.17	60,815.95	2.47%
175	TOPIX500	2,941.82	2,987.14	1.54%
8604	野村HD	1,334.5	1,248.0	-6.48%
3086	Jフロント	2,475.0	2,307.5	-6.77%
5713	住友鋳	10,290.0	9,560.0	-7.09%
7832	バンダイナム	3,914.0	3,623.0	-7.43%
3003	ヒューリック	1,862.5	1,722.5	-7.52%
4307	NR I	4,988.0	4,561.0	-8.56%
8252	丸井G	3,025.0	2,761.5	-8.71%
7011	三菱重	4,522.0	4,102.0	-9.29%
2331	ALSOK	1,237.0	1,114.5	-9.90%
4568	第一三共	2,915.0	2,620.5	-10.10%
9602	東宝	1,456.5	1,289.5	-11.47%
7453	良品計画	3,785.0	3,293.0	-13.00%

以下の会社等による株券（優先出資証券、外国株預託証券及び外国株信託受益証券を含む。）、新株予約権証券又は新株予約権付社債券の募集若しくは売出し又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に関し、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社が主幹事会社（金融商品取引業等に関する内閣府令第147条第3号に規定する主幹事会社をいう。）となり、当該募集若しくは売出しに係る有価証券届出書、発行登録追補書類若しくは有価証券通知書の提出日又は特定投資家向け取得勧誘若しくは特定投資家向け売付け勧誘等に係る特定証券情報の提供若しくは公表が行われた日から1年間経過しておりません。丸井グループ

※銘柄選定は最終的にはお客さまご自身で行っていただくようお願いいたします

## < 解説コーナー >

### 投資魅力度による銘柄選定

- ・ 銘柄選定のプロセスとMACSの概要
- ・ 過去パフォーマンスの検証と銘柄選定の実際
- ・ 投資指標「従業員生産性」に関する解説
- ・ 投資指標「類似銘柄リードラグ」に関する解説
- ・ 投資指標「日米リードラグ」に関する解説
- ・ 各投資指標の定義と概要

### 「ボトムアップ・セレクト」による銘柄選定

- ・ 「ボトムアップ・セレクト」の概要

解説  
コーナー

## 銘柄選定のプロセスとMACSの概要

### 銘柄選定のプロセス

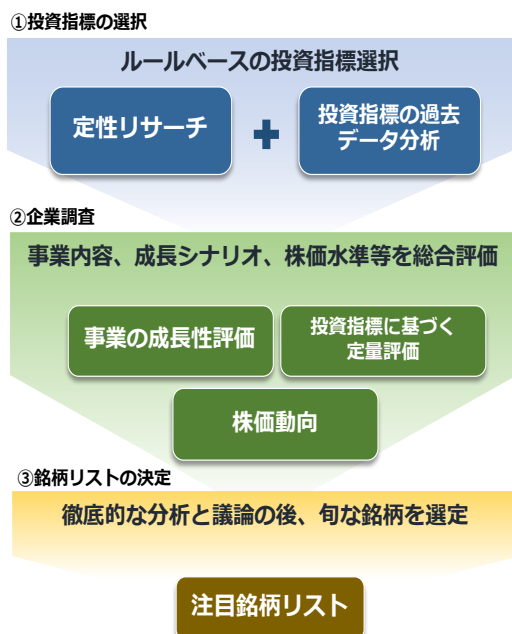
投資魅力度による銘柄運営では、注目銘柄リストを作成するにあたり、投資指標に基づくルールベースの銘柄評価と投資研究員の調査分析能力を統合するアプローチを採用している。投資指標を利用する場合は、多くの銘柄を統一的に比較することが可能であり、相対的に割安と判断される銘柄や成長性の高い銘柄を見つけ出す際に有用だが、海外需要の動向、新商品の投入或いは不祥事など、企業に関する重要な定性情報を取り込みにくいという短所がある。一方、投資研究員による調査においては、セクター毎の事業環境、或いは個別企業の特殊事情等を踏まえた深い分析が可能だが、同じ評価基準を用いた統一的な銘柄比較や、複数の評価基準を一つに統合した上での銘柄選択を行う際には困難が伴う。両者の短所を補い長所を活かすため、定量情報による「投資指標の選択」と、定性情報による「銘柄リストの決定」によって、包括的且つきめ細やかな選定を行った。(図表1)

### 有望な投資指標を選択しMACSを算出

純資産株価比率など多くの投資指標の有効性は足元の投資家センチメント等に依存することが多いため、投資指標に関する過去の傾向を調査し、最も有効性が高いと期待される投資指標を選択した。この選択プロセスにおいては、過去データを利用した分析結果に加えて足元の投資家センチメントの状況等を踏まえ、過去データに含まれていない新しい市場環境に対応できるよう配慮した。(図表2)

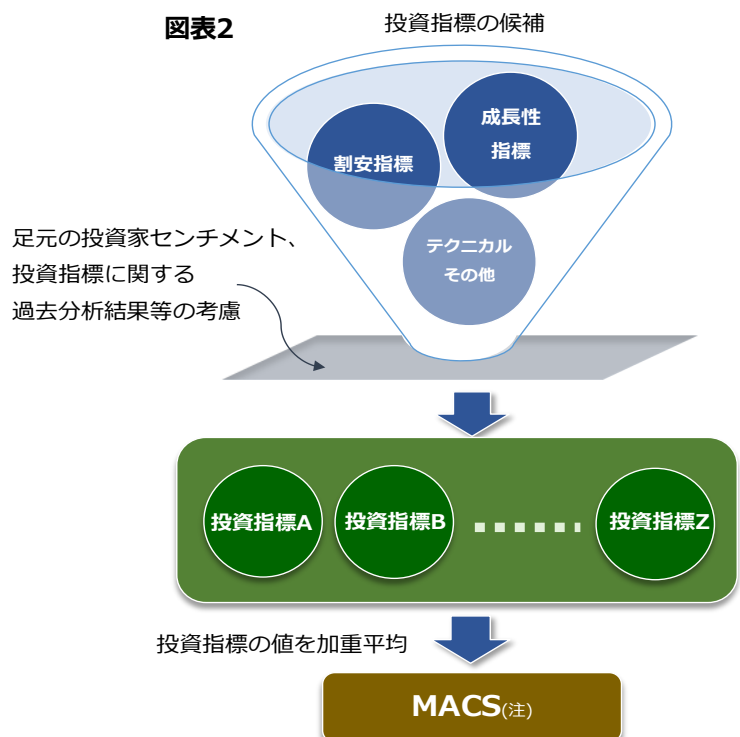
更に、企業の投資魅力度を総合的に測る尺度として、上述のプロセスで選択された投資指標の値を加重平均し、MUMSS Alpha Capture Score(MACS)として定義した。注目銘柄リストを作成する際には、このMACSをベースにしつつ投資研究員による知見を積極的に取り込み、旬な銘柄の発掘を目指している。(図表2)

図表1



出所：当社作成

図表2



注：MACSはMUMSS Alpha Capture Scoreの略称。

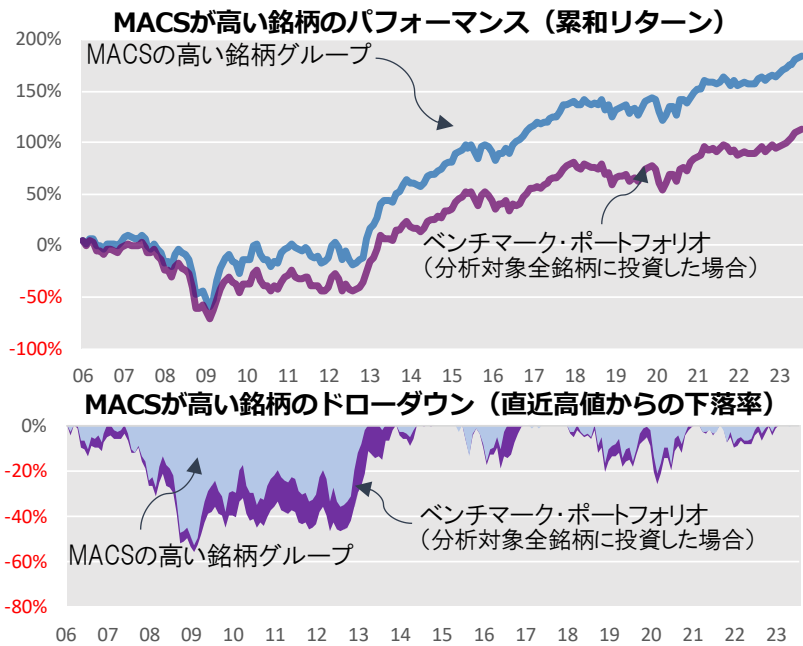
出所：当社作成

解説  
コーナー

## 過去パフォーマンスの検証と銘柄選定の実際

### 過去パフォーマンスの検証

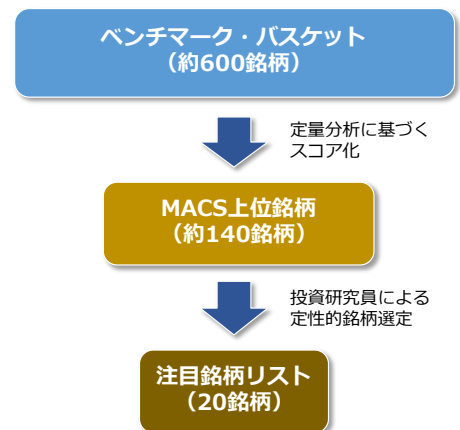
注：全上場銘柄のうち流動性上位約600銘柄を分析対象とした。毎月末に対象銘柄をMACSに基づき5分割し、それぞれについて等金額バスケットを仮定して月次リターンを算出。MACSの最も高いグループのベンチマークに対する相対リターンを図示した。ベンチマークは分析対象銘柄全銘柄に関する等金額バスケットを仮定した。計算期間：2006年1月～2023年8月



上図は当運営に関する過去のパフォーマンスを見たもの。過去時点において投資研究員が提供する定性情報は利用できないため、簡易的にMACSのみに基づいて過去パフォーマンスの検証を行った。これは将来のパフォーマンスを保証しないが、2008年のリーマンショック以降MACSが高い銘柄群はベンチマーク（分析対象全銘柄に等金額で投資した場合に相当）に対して高いパフォーマンスを示しており、欧州債務危機(2010年-2012年)及びチャイナショック(2015年)等を経た後も状況に大きな変化はないことが分かる。またドロウダウンのグラフから、MACSの高い銘柄群がリーマンショックの際に被った損失はベンチマークに比較して小さく、また回復スピードも早いことが確認できる。リーマンショック或いはチャイナショック等の大きなイベントが発生した場合、個人投資家は勿論、国内外の機関投資家の行動パターンに変化が生じることが多い。このため、割安指標の固定的な採用など、一部投資指標の杓子定規な利用はリスクが高く、機動的な指標選択及び銘柄選択が安定的なパフォーマンスの実現に不可欠であると考えている。

### 銘柄選定の実際

実際の銘柄選定に際して、当運営では全上場銘柄のうち流動性上位約600銘柄を分析対象としており、これをベンチマーク・バスケットとしている。前月までの市場参考指標の変化から、定量分析により翌月に有効と推計された各投資指標を基に各銘柄のMACSを算出。抽出されたMACS上位銘柄（スコア上位20%：約140銘柄）の中から、当社投資研究員のボトムアップ・リサーチによって最終的に20銘柄を注目銘柄リストとして紹介している。

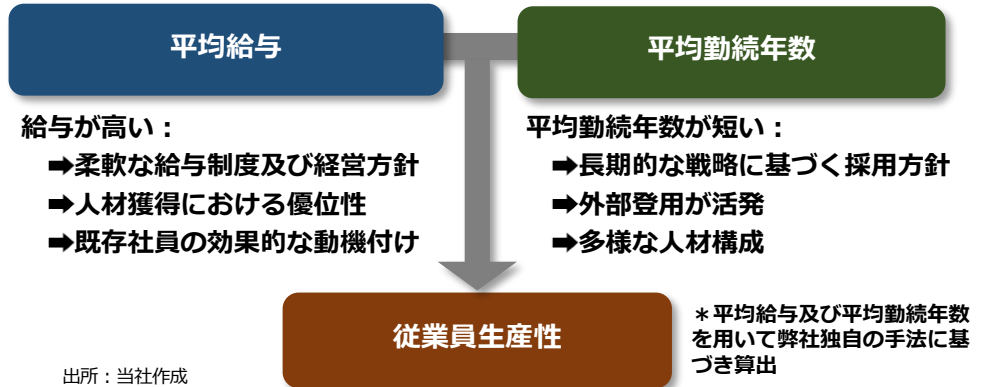


出所：当社作成

**解説  
コーナー**

**投資指標「従業員生産性」に関する解説**

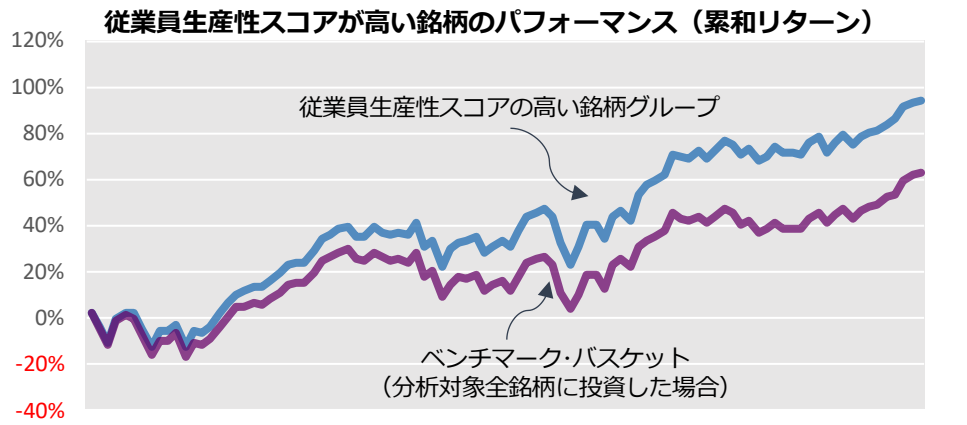
平均給与及び勤続年数を通じて従業員の生産性を推定



近年多くの企業において給与制度改革とともに外部人材の登用が活発になっているが、これはデジタルトランスフォーメーション（DX）等、企業を取り巻く外部環境の変化に対応したものである。特にIT・AI関連では専門人材を確保するために必要な給与水準が高くなる傾向があり注目されやすいが、漸減する15-64歳人口を背景に、年功序列に基づく硬直的な給与体系では人材獲得において他社に遅れをとるとの危機感が広く共有されているものと考えられる。

外部人材の登用や人事制度全般に関する企業の取組みを外部から推し量ることは容易ではないが、企業の平均給与及び平均勤続年数からその一端を伺い知ることが可能だ。例えば高い給与水準は企業の中途採用における競争優位性を担保し、また既存社員の動機付けにも寄与しているものと推測される。また相対的に短い平均勤続年数は、積極的な中途採用を可能とする長期的な人材戦略や中途採用者を包摂するオープンな企業文化の存在を示唆するだろう。

以上の認識を踏まえ、平均給与及び平均勤続年数を用いて独自の手法に基づき「従業員生産性」の投資指標を定義し、企業評価への応用可能性について検証した。分析の結果、下グラフから示唆される通り「従業員生産性」スコアの高い銘柄グループは市場平均リターンを安定的に上回っていることが確認された。また、MACSを構成する既存投資指標との相関も低いため、パフォーマンスに寄与するとともにリスク分散効果も期待されるものと考えられる。



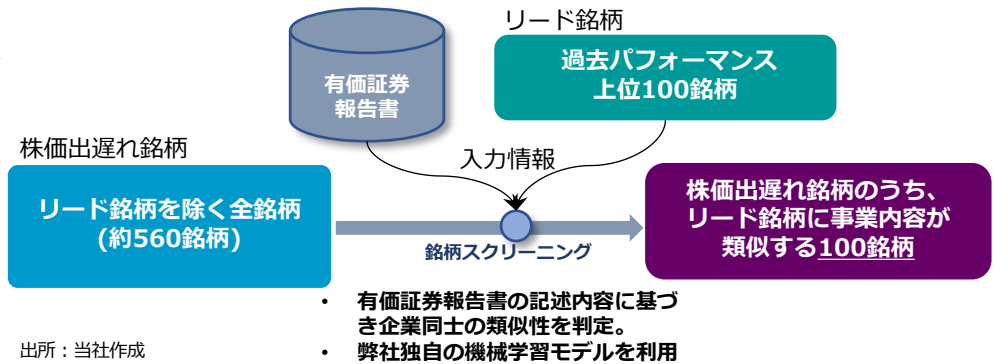
注：全上場銘柄のうち流動性上位約600銘柄が分析対象。毎月末に対象銘柄を従業員生産性スコアに基づき5分割し、それぞれについて等金額バスケット仮定して月次リターンを算出。従業員生産性スコアの最も高いグループのベンチマークに対する相対リターンを図示した。ベンチマークは分析対象銘柄全銘柄に関する等金額バスケットを仮定した。計算期間：2015年7月～2023年8月

出所：Bloomberg、QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

**解説  
コーナー**

## 投資指標「類似銘柄リードラグ」に関する解説

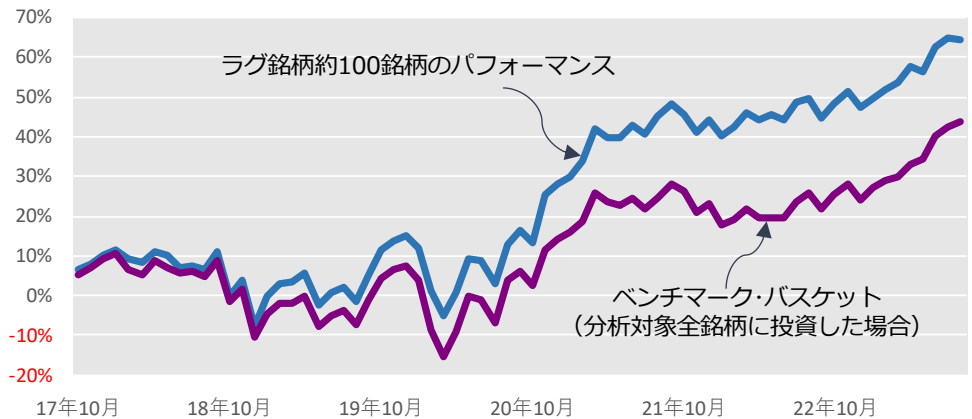
過去リターンの高い企業に  
事業内容が近い株価出遅れ  
銘柄に着目



マクロ経済や技術革新に関する新たな情報が明らかになった場合、同じ情報であったとしても銘柄によって株価の反応速度が異なるが、この現象は「リードラグ効果」として知られている。一般的には大型株が先行して新情報に反応しそれに遅れて中小型株に情報が波及すると考える場合が多いが、これは大型株に比較して中小型株では時価総額が小さく流動性が低いため、投資家の売買を通じた株価への情報の織り込みが相対的に遅れると考えられるためだ。

今回採用した新投資指標においては、このリードラグ効果をより精緻に取り扱うことで銘柄選択に活用した。具体的には、過去の業種相対パフォーマンスが高かった銘柄グループをリード銘柄として定義する一方、リード銘柄を除く株価出遅れ銘柄グループ（ラグ銘柄）の中でも特に「リード銘柄と事業内容が類似した企業」の期待リターンが高いと考えた。これは、仮にリード銘柄の株価に大きな影響を及ぼす情報が公開された際に、リード銘柄の事業内容と類似した企業であればこそ、流動性或いは知名度等の理由から株価が出遅れている場合でも、時間の経過とともにリード銘柄に追随して株価が上昇する可能性が高いと考えられるためだ。この「類似銘柄リードラグ」の定義に該当する約100銘柄の過去パフォーマンスを分析した結果、下グラフに示されている通り市場平均リターンを安定的に上回っていることが確認された。また、既存MACSのパフォーマンスに対する分散効果も高いことから、より安定的な銘柄選択に寄与するものと考えられる。

類似銘柄リードラグのパフォーマンス（累和リターン）



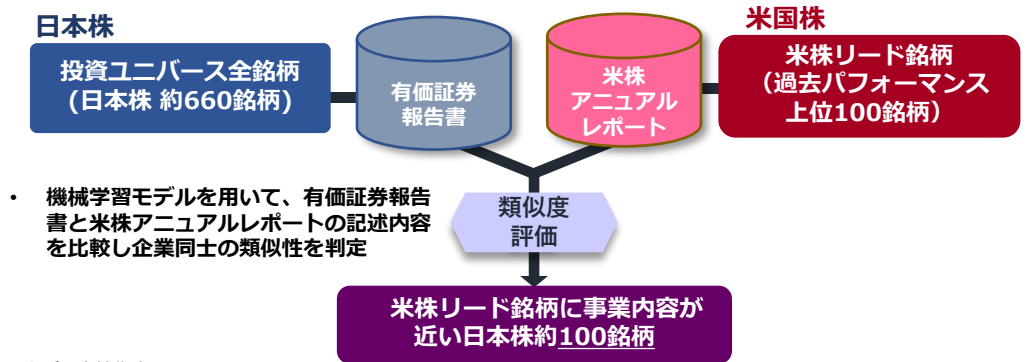
注：全上場銘柄のうち流動性上位約660銘柄が分析対象。毎月末に株価パフォーマンスの高い100銘柄（リード銘柄）に事業内容の類似する約100銘柄を抽出し、等金額バスケットを仮定して翌月リターンを算出（銘柄は毎月末に見直し及び入替え）。ベンチマークは分析対象銘柄全銘柄に関する等金額バスケットを仮定した。計算期間：2017年10月～2023年8月

出所：Bloomberg、QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

**解説  
コーナー**

## 投資指標「日米リードラグ」に関する解説

株価パフォーマンスの高い米株式と事業内容の類似する国内銘柄に着目



出所：当社作成

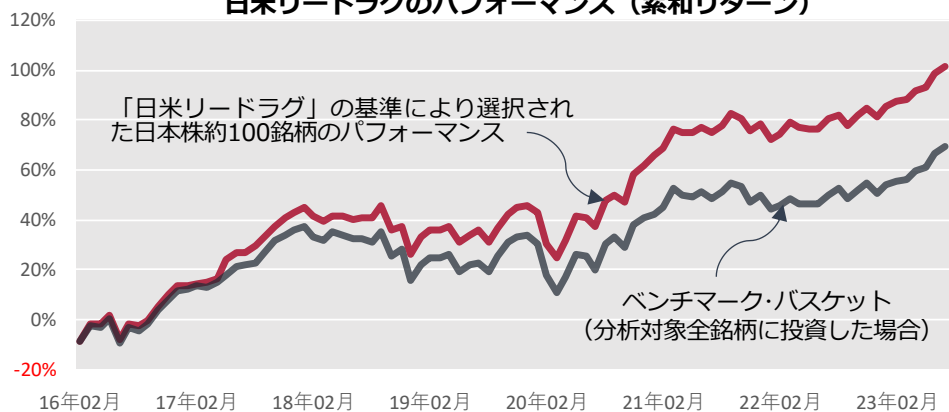
日本株市場の動向は米株市場の影響を強く受けていることが良く知られているが、これは米国内における市場環境の変化のみならず、グローバルな情勢変化やイノベーションに関する情報が投資家によって咀嚼され、一定のコンセンサスが形成される場として米株市場が機能しているためであると解釈できる。

従って、投資家に高く評価されている米国企業の事業内容に近い国内企業を発掘することは、競合他社に対する優位性或いはバリュエーション等から国内企業を評価する伝統的な手法に対して新たな視点を提供し、より高いパフォーマンスを獲得するための源泉となる可能性があるものと考えられる。

本レポートから新たにMACSに追加した投資指標「日米リードラグ」においては、米国大型株約1000銘柄の中から株価リターンの高い100銘柄（米株リード銘柄）を選択し、米株リード銘柄と事業内容の近い国内企業約100社を抽出した。日米企業に関する事業内容の類似性評価においては、米株アニュアルレポートと国内企業が発行する有価証券報告書を対象に日英文章を総当たり方式で比較し、意味内容が近い文章の数が多いほどその日米企業ペアの類似度が高いものと判定した。

「日米リードラグ」に基づき抽出した約100銘柄の過去パフォーマンスを検証した結果、市場平均リターンを安定的に上回って推移していることが確認された（下図表参照）。また、MACSを構成する既存ファクターとの相関も低く、戦略分散としての効果も確認されたため、パフォーマンスの安定にも寄与するものと期待される。

日米リードラグのパフォーマンス（累和リターン）



注：全上場銘柄のうち流動性上位約660銘柄が分析対象。株価パフォーマンスの高い米株100銘柄（米株リード銘柄）に事業内容の類似する国内株約100銘柄を毎月末に抽出し、等金額バスケットを仮定して翌月リターンを算出（銘柄は毎月末に見直し及び入替え）。ベンチマークは分析対象銘柄全銘柄に関する等金額バスケットを仮定。計算期間：2016年1月31日～2023年7月31日

出所：Bloomberg、QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

解説  
コーナー

## 各投資指標の定義と概要

### 割安度

純資産株価比率	1株あたり株主資本を株価で除した値(PBRの逆数)
利益株価比率	1株あたり当期利益を株価で除した値(PERの逆数)
売上高株価比率 (実績・予想)	1株あたり売上高(実績・予想)を株価で除した値 (PSRの逆数)
キャッシュフロー 株価比率	1株あたりキャッシュフローを株価で除した値
EBITDA/EV	税・減価償却・利払い前利益を事業価値(株式時価総額+ 純有利子負債)で除した値
配当利回り	1株当たり配当金額を株価で除した値

### 利益・株価モメンタム

予想利益変化	予想営業利益・予想経常利益・予想当期利益に関する短期・中期変化率を合成した値
株価モメンタム	株価変化率(3年)

### その他

為替感応度	株価リターンのドル円変化率に対する連動度
市場感応度	株価リターンのTOPIX変化率に対する連動度
ボラティリティ	月次株価リターンの標準偏差
企業規模	株式時価総額
発行済み株式数増加	発行済み株式数の変化率(1年)
総資産回転率	売上高を総資産で除した値
資産成長率	総資産の変化率(値が低い方が魅力度が高いと評価)
従業員生産性	平均給与及び平均勤続年数から推定される従業員の生産性
類似銘柄リードラグ	高株価リターン銘柄に事業内容の近い株価出遅れ銘柄
日米リードラグ	株価リターンの高い米国株式に事業内容の近い国内銘柄

注：表に記載されたファクターは今後追加・修正・除外される可能性があります。また、一部のファクターは市場環境に応じて機動的にファクタースコアを反転させて利用する場合があります。(例：市場感応度のスコアを反転させ、市場感応度の低い銘柄の魅力度を高いと評価)

出所：当社作成

解説  
コーナー

## 第2部「ボトムアップ・セレクト」の概要①

### 「ボトムアップ・セレクト」の概要

「日本株の潮流」第2部は26年5月号より、各投資研究員が個別分析を行い投票・協議のうえで選定する「ボトムアップ・セレクト」としている。26年4月号以前の第2部は16のモニタリングテーマ・銘柄から各号ごとにテーマと銘柄を選び直す「テーマ株」としていたが、近年の複雑な相場環境に鑑み、特定のテーマをトップダウンで選び難いとみてボトムアップ分析にフォーカスした「ボトムアップ・セレクト」がふさわしいと考えて運用するケースが多くなっていた。

「ボトムアップ・セレクト」のメリットは、セクターごとの事業環境、或いは個別企業の重要な定性情報、特殊事情等を踏まえた深い分析と協議により柔軟な銘柄選定が可能な点にある。つまり、経済・金融環境や政策・社会環境変化、当面のイベント・スケジュールなども踏まえつつ、単一テーマに制約されず、各投資研究員の知見を多角的に集約できる。「ボトムアップ・セレクト」系のテーマ採用時に「日本株の潮流」各号の測定期間における選定銘柄群の絶対パフォーマンス、各種株式指数に対する相対パフォーマンスは概ね良化傾向がみられ、各投資研究員の知見の蓄積や銘柄選定の精度向上が窺われる（図表1）。

なお、各号の「ボトムアップセレクト」選定銘柄に加え、TOPIX1000採用銘柄をもとにして東証33業種を15のモニタリングテーマに再編し、収益指標やバリュエーション、テクニカル指標等のモニタリングを継続する（図表2）。計16テーマの株価チャートに加え、次ページに示す「相場循環図」も、「日本株式ウィークリー」にも引き続き掲載するため、併せてご活用頂けると幸甚である。

図表1：「ボトムアップ・セレクト」系テーマ採用時の各号測定期間の成績（2023-25年度の「日本株の潮流」）

年度	ボトムアップ・セレクト系テーマ採用時の成績(2023-25年度)				
	回数	絶対パフォーマンス	相対パフォーマンス		
			対日経平均	対TOPIX	対TOPIX500
2023-25年度	上昇/アウトパフォーム	15	11	10	10
	下落/インパフォーム	8	12	13	13
2023年度	上昇/アウトパフォーム	1	2	1	1
	下落/インパフォーム	2	1	2	2
2024年度	上昇/アウトパフォーム	6	5	3	3
	下落/インパフォーム	4	5	7	7
2025年度	上昇/アウトパフォーム	8	4	6	6
	下落/インパフォーム	2	6	4	4

出所：当社作成

図表2：「ボトムアップ・セレクト」および「モニタリング15テーマ」の概要と関連企業の特徴

テーマ	テーマ概要と関連企業の特徴（1～15は東証33業種とTOPIX1000採用企業を利用）
輸送用機器	輸送用機器に分類されるTOPIX1000採用企業。自動車および二輪メーカー、部品関連企業など
機械	機械に分類されるTOPIX1000採用企業。FA、工作機械、重工など
化学	化学に分類されるTOPIX1000採用企業。。生活用品や化粧品なども含む広義の化学産業に属す企業
医薬品	医薬品に分類されるTOPIX1000採用企業。
小売	小売に分類されるTOPIX1000採用企業。外食企業も多く含まれる
サービス	サービスに分類されるTOPIX1000採用企業。
建設	建設に分類されるTOPIX1000採用企業。
不動産	不動産に分類されるTOPIX1000採用企業。
電気機器・精密機器	電気機器、精密機器に分類されるTOPIX1000採用企業。半導体製造装置や電子部品、医療機器など幅広く包含
情報・通信・その他製品	情報・通信、その他製品に分類されるTOPIX1000採用企業。ネットやゲーム、コンテンツ関連など多岐にわたる
卸売・鉱業・石油石炭製品	卸売、鉱業、石油石炭製品に分類されるTOPIX1000採用企業。商社やエネルギー関連の企業など
素材系	鉄鋼、非鉄金属、金属製品、ガラス・土石製品、ゴム製品、繊維製品、パルプ・紙に分類されるTOPIX1000採用企業
陸・海・空運・倉庫・電気・ガス	陸運、海運、空運、倉庫運輸関連、電気・ガスに分類されるTOPIX1000採用企業。産業・生活インフラ関連
食品・水産・農林	食品、水産・農林に分類されるTOPIX1000採用企業
金融	銀行、証券商品先物、保険業、その他金融に分類されるTOPIX1000採用企業
ボトムアップ・セレクト	個別の業績・株価動向などボトムアップリサーチを重視してセレクトした企業

出所：当社作成

解説  
コーナー

## 第2部「ボトムアップ・セレクト」の概要②

### 「ボトムアップ・セレクト」の運営に用いる判断指標

「ボトムアップ・セレクト」の運営では、各号の銘柄を選定するにあたり、経済・社会情勢に加えて、株価動向や構成銘柄のバリュエーション指標、予想利益の変動、各種テクニカル指標などを総合的に判断して活用している。中でも特にキーとなる指標の組み合わせとして、ROEとPBRの関係による中長期的なバリュエーションの魅力度と、RSIとボリュームレシオの関係によるテクニカル面から見た短期的な相場局面の把握を重視している。

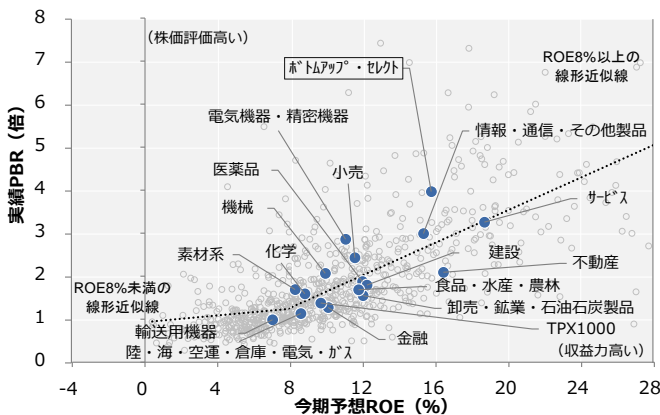
### ROEとPBRの関係から見たバリュエーション

近年、コーポレート・ガバナンスへの意識向上で資本効率の改善に努める企業が増加しており、特にROE（株主資本利益率）が市場の要求リターン（資本コスト）とされる8%水準を超えてくると、株価評価としてのPBR（株価純資産倍率）が上昇する傾向（正の相関）が見られる。ただ、相場局面によっては買われ過ぎたり、売られ過ぎたりする場面があるほか、業績予想の変化により割高感、割安感が出ることもある。ROEとPBRの線形近似線から上方に乖離しているテーマほど市場評価が高いと考えられる一方、下方に乖離しているテーマほど市場評価が低いと見ることができる（図表3）。

### RSIとボリュームレシオを使った相場局面把握

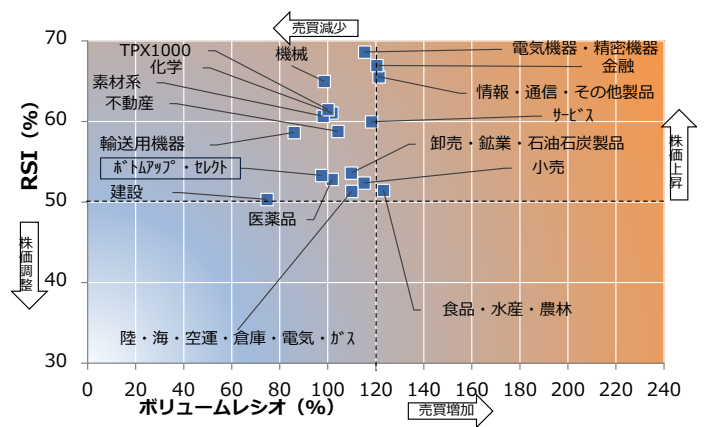
オシレーター指標などを活用して、テクニカル面から各テーマの大まかな相場局面を測ることができる。一定期間における株価上昇の度合いを表すRSIと、一定期間における株価上昇日と下落日の出来高比率を表すボリュームレシオとを組み合わせると精度は増すとされ、視覚的に捉え易くしたのが下段の相場循環図である。ここでは右上方に位置するほど相場は過熱、左下方に位置するほど沈静化していると見ることができる。また、売買高は株価に先行して拡大する傾向があり、相場局面は概ね反時計回りで循環する動きがみられる。一方、RSIとボリュームレシオの中間線が交差する図の中心部に近い場合は相場が膠着状態にあることが多い（図表4）。相場循環図は「日本株式ウィークリー」にも掲載され、とりわけ、RSIが機能しやすいレンジ相場においては参考となろう。

図表3：「ボトムアップ・セレクト」とモニタリング15テーマのROEとPBRの関係図



注：線形近似線はTOPIX1000採用銘柄で集計。予想ROEはQUICKワカガシ予想。図表は2026年4月17日時点のテーマと指標例。出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

図表4：「ボトムアップ・セレクト」とモニタリング15テーマの相場循環図



注：RSIの算出期間は14日間、ボリュームレシオは25日間。図表は2026年4月17日時点のテーマと指標例。出所：QUICK Workstationのデータをもとに当社作成

## 【重要な注意事項】

### (本資料使用上の留意点について)

- 本資料は三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、当社)が信頼できると考える情報ベンダーから取得したデータをもとに作成されておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。ここに示したすべての内容は、当社の現時点での判断を示しているに過ぎません。本資料は、お客さまへの情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券の売買あるいは特定の証券取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料にて言及されている投資やサービスはお客さまに適切なものであるとは限りません。また、投資等に関するアドバイスを含んでおりません。当社は、本資料の論旨と一致しない他のレポートを発行している、或いは今後発行する可能性があります。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料の作成過程でAI技術を利用する場合があります。当社は細心の注意を払っておりますが、AI技術の特性上、その正確性、完全性、信頼性を保証するものではありません。また、本資料の利用に際しては、お客さまご自身の判断により意思決定を行っていただきますようお願い申し上げます。

### (利益相反情報について)

- 当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります。今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。
- 当社の役員(会社法に規定する取締役、執行役、監査役又はこれらに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼任しております。:LINEヤフー、三菱UFJフィナンシャル・グループ、ふくおかフィナンシャルグループ、福岡銀行、東京海上日動火災保険

### (外国株に関する注意事項について)

- 外国株式に関する資料は、Form 10-K等当該外国法に基づく「有価証券報告書」と同等の公的書類、年次報告書(Annual Report)、四半期報告書、アーニングリリース等の会社発表による公開情報をもとに作成しております。当社によるレーティング、投資判断、業績予想等は含みません。また、データの取得・入力時期の違い等により、本資料と外国証券情報の数値等が異なる場合があります。
- 本資料で取り上げられている外国証券は、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示は行われておりません(金融商品取引法上の情報開示銘柄を除く)。当該外国証券の開示情報は、主要取引所の所在する国の開示基準に基づいています。

### (リスク情報について)

- 本資料で直接あるいは間接に採り上げられている有価証券又は金融商品は、当該価格及び連動する指数等の変動、発行者の経営・財務状況の変化やそれらに関する外部評価の変化、金利・為替・不動産・商品市況の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。**

### (手数料について)

- 国内株式の売買取引には、約定代金に対し最大1.43%(税込)の売買手数料をいただきます[ただし、約定代金が193,000円以下の場合最大2,750円(税込)]。株式は、株価の変動等により、損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式を委託取引で売買する際は、現地委託手数料と国内取次手数料の両方がかかります。現地委託手数料等は、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、その金額等をあらかじめ記載することはできません。詳細はお取引のある部店までお問合せください。国内取次手数料は、約定代金に対して最大1.1%(税込)の手数料が必要となります。外国株式を国内店頭取引で売買する際は、対価のみの受払いとなります。外国株式は、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。
- 非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、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。

### (著作権について)

- 本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。
- 日経平均株価は日本経済新聞社の著作物です。

Copyright © Mitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co.,Ltd. All rights reserved.

〒100-8127 東京都千代田区大手町一丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

(商号等) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会) 日本証券業協会、一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本STO協会

# 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

東京都千代田区大手町1-9-2  
大手町フィナンシャルシティ グランキューブ