

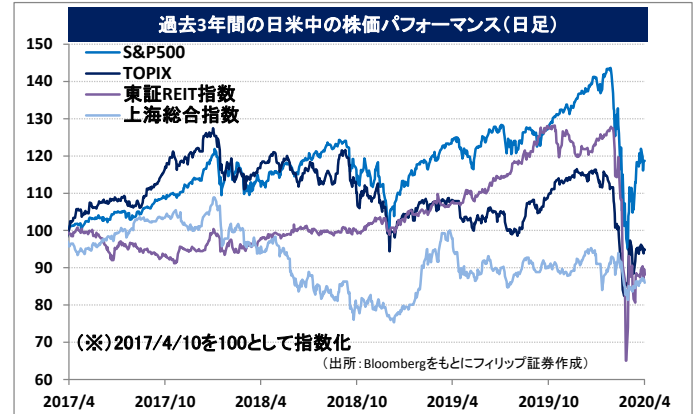
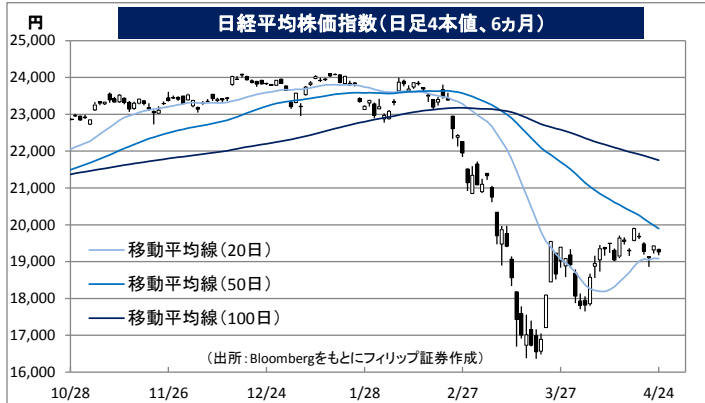
投資戦略ウィークリー “原油安と電力業界の変革に注目”

リサーチ部 笹木 和弘
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

2020年4月27日号(2020年4月24日作成)

Report type: ウィークリーストラテジー



■原油安と電力業界の変革に注目

➤ 4/20にWTI原油先物の5月限価格が終値で1バレル▲37.63ドルの史上初のマイナス価格で引けた。マイナス価格の要因としては以下の2点が重要だろう。①WTI原油先物の最終決済方法は現物受渡しを伴う受渡決済のみであるなか、他の主要な原油の大半が海上や沿海部で受渡しを行えるのに対し、内陸部のオクラホマ州クッシングで貯蔵して受渡しを行うこととなり海上に受渡し拠点を有さない。そのため、コストをかけて自前で保管・処分するよりも原油の買い手にお金を払って現物を引き取ってもらう方が有利な場合が出てきやすい。②原油の現物受渡しを行うことができない金融商品の原油価格連動ETFが、最終期日前に期近物を売却して期先物にロールオーバー(乗り換え)を行わなければならない点もマイナス価格を増幅した面がある。WTI原油価格の今後の動向を予測する上では、先物の期近物と期先物との価格の関係が重要である。スポット価格が下落するほど期近安・期先高(コンタンゴ)の角度が急になり、スポット価格が上昇するほどコンタンゴの角度が緩やかになる傾向が多く見られる。2020/3のVIX指数で見られたようにスポット価格が急激に上昇する場合は先物価格の期近高・期先安(バックワーデーション)の角度が急になり、スポット価格が下落するに伴い、バックワーデーションの角度が緩やかになる傾向があることが重要だろう。WTI原油先物についてもコンタンゴの角度が緩やかになることに伴い、スポット価格や期近物の価格が上昇しやすい面も出てくるのではないだろうか。

➤ 原油安による費用減少の恩恵を受けやすいと見られる電力会社は、2020/4より電気事業者に送配電部門の法的分離が義務付けられた。これにより、再生可能エネルギー事業者などの新規参入企業を含む多くの企業も送配電設備を公平に利用できるような狙いがあり、中立性を維持するため発電・小売りの会社と送配電会社の間の人事や予算についても規制が導入された。今までの電力会社は原発再稼働を再重点課題とし、既に再稼働を果たした関西電力(9503)、九州電力(9508)、四国電力(9507)が電力業界の勝ち組とみなされてきたが、原発再稼働ができず火力発電に依存せざるを得ないその他の電力会社にとっては原油安の進展が干天の慈雨となる面もある。地球温暖化問題の観点からはマイナスの面もあるが、太陽光や風力で発電する再生可能エネルギーの普及を図るために送配電網を増強する投資拡大が必要とされるだろう。そのために電気事業者から分離された送配電会社どうしの再編による企業規模の拡大も期待されよう。

➤ 4/27号では、イトーヨーギョー(5287)、日本郵船(9101)、近鉄エクスプレス(9375)、東北電力(9506)、サイム・ダービー(SIME)を取り上げた。

■主な企業決算の予定

- 4月27日(月): JSR、アンリツ、イビデン、きんでん、コクヨ、スタンレー電気、ルネサスエレクトロニクス、花王、京セラ、松井証券、積水化学工業、相鉄HDS、第一三共、東海旅客鉄道、日東電工、日立化成、日立金属、日立建機
- 4月28日(火): ANAHDS、LINE、NTTドコモ、SBIHDS、SCSK、ZOZO、オークマ、オリエンタルランド、キーエンス、シマノ、タダノ、テクノプロHDS、ヒューリック、ボアール・オルビスHDS、マブチモーター、レーザーテック、九電工、山崎製パン、四国電力、小林製薬、信越化学工業、中国電力、中部電力、東海理化電機製作所、東京瓦斯、東日本旅客鉄道、東邦瓦斯、日本ゼオン、日本通運、日本電気、日本電気硝子、富士通、豊田通商、野村総合研究所、フォード・モーター、スターバックス、アルファベット、モンデリーズ・インターナショナル、メルク、3M、ファイザー、UPS、キャタピラー、ペプシコ
- 4月29日(水): マイクロソフト、フェイスブック、クアルコム、ゼネラル・エレクトリック(GE)、アメリカン・タワー、ゼネラル・ダイナミクス、ボーイング、マスターカード
- 4月30日(木): SGHDS、TOTO、ZHDS、アイカ工業、インフォマート、エス・エム・エス、エプピコ、カゴメ、コーセー、ジェイテック、セイコーエプソン、デンソー、トプコン、トヨタ紡織、ナブテスコ、伊藤忠テクノソリューションズ、京王電鉄、京成電鉄、九州電力、三菱倉庫、商船三井、西日本旅客鉄道、双日、村田製作所、大塚商会、電源開発、東京エレクトロン、東京電力HDS、東武鉄道、東北電力、南海電気鉄道、日本たばこ産業、日本航空、日本取引所グループ、日本電産、豊田合成、豊田自動織機、北海道電力、北陸電力、ピザ、キリアド・サイエンシズ、サザン、Dow Inc.、コムキャスト、クラフト・ハインツ、アップル、マクドナルド、コノフィリップス、アルトリア・グループ、アマゾン・ドット・コム
- 5月1日(金): 協和キリン、八十二銀行、野村不動産HDS、三井物産、アッヴィ、エクソンモービル、チャーター・コミュニケーションズ、シェブロン、ハネウェルインターナショナル

■主要イベントの予定

- 4月27日(月)
 - ・日銀金融政策決定会合・終了後に結果と展望レポート発表、黒田総裁会見
 - ・中国工業利益(3月)
 - 4月28日(火)
 - ・エコミックが東証ジャスダックに新規上場
 - ・有効求人倍率(3月)、失業率(3月)
 - ・米FOMC(29日まで)
 - ・米主要20都市住宅価格指数(2月)、消費者信頼感指数(4月)
 - 4月29日(水)
 - ・米FOMC声明発表・議長記者会見、米GDP(1Q)、中古住宅販売成約指数(3月)
 - ・ユーロ圏マネーサプライ(3月)、景況感指数(4月)、消費者信頼感指数(4月)、独CPI(4月)
 - 4月30日(木)
 - ・日銀、当面の長期国債等の買入れについて
 - ・小売売上高(3月)、鉱工業生産(3月)、百貨店・スーパー売上高(3月)、自動車生産台数(2月)、住宅着工戸数(3月)、建設工事受注(3月)、消費者態度指数(4月)
 - ・ECBが政策金利発表・ラガルド総裁記者会見
 - ・香港市場、祝日のため休場(5月1日まで)
 - ・米新規失業保険申請件数(4月25日終了週)、個人所得(3月)、個人支出(3月)、米雇用コスト指数(1Q)
 - ・ユーロ圏GDP(1Q)、CPI(4月)、失業率(3月)、独失業率(4月)
 - ・中国製造業PMI(4月)、非製造業PMI(4月)
 - 5月1日(金)
 - ・東京CPI(4月)、対外・対内証券投資(4月19-25日)、じぶん銀行日本PMI製造業(4月)、自動車販売台数(4月)
 - ・米連邦政府による社会的距離指針が期限切れとなる。実際の経済活動再開時期の判断は各州知事に委ねられる。
 - ・中国市場、祝日のため休場(5日まで)
 - ・OPECプラスの減産開始予定
 - ・米自動車販売(4月)、ISM製造業景況指数(4月)、建設支出(3月)
- (Bloombergをもとにフィリップ証券作成)

※本レポートは当社が取り扱っていない銘柄を含んでいます。



■WTI原油先物の期近安・期先高

WTI原油先物(期近物)は4/20に1バレルマイナス37.63ドルの終値を付けたが、4/22の限月間スプレッドでは大幅な期近安・期先高(コンタンゴ)となった。期近物の価格は2/21から4/22にかけて下落する一方、限月間スプレッドのコンタンゴが大幅に拡大。現物受渡決済を伴う商品先物では、在庫保管コストが掛かることからコンタンゴになりやすい面がある。

ただし、期近物の価格がマイナスになるのは異例。これは、在庫キャパシティが足りなくなった生産業者などの売り方がお金を払ってでも引き取って欲しかっただけでなく、現物の受渡ができないWTI連動型のETFが、最終決済日を前に期近物の売却を余儀なくされた面が大きいと考えられよう。WTIだけでなくTOCOMの原油先物価格などにも注目すべきだろう。

■VIX指数先物の期近高・期先安

米S&P500株価指数のオプション価格を基に算出するVIX指数は先物がCBOE(シカゴ・オプション取引所)に上場されており、4/22の限月間スプレッドは期近高・期先安(バックワーデーション)である。ただし、限月間スプレッドのバックワーデーションは3/23から縮小している。

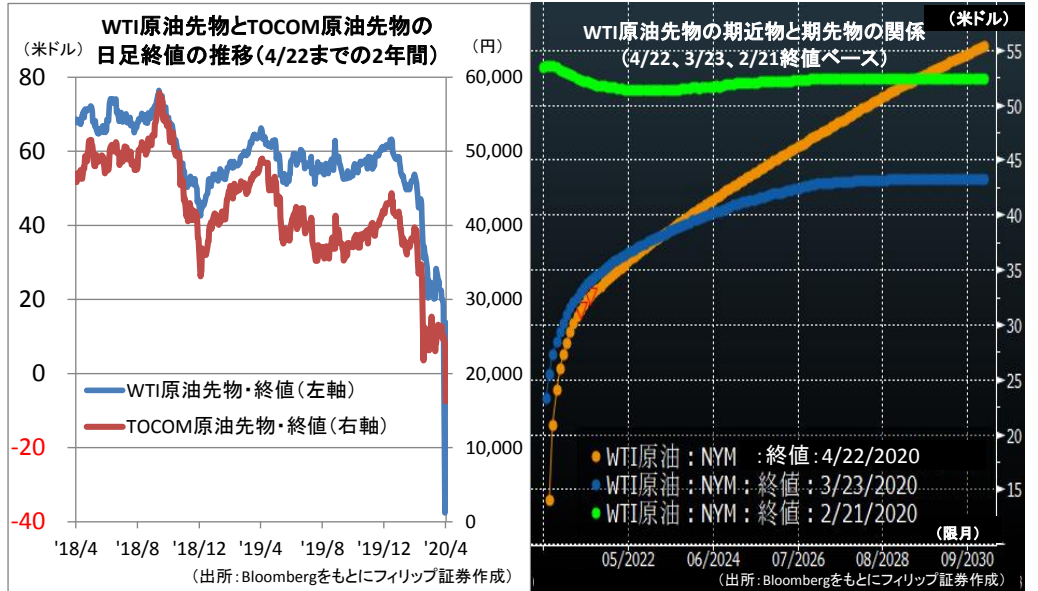
バックワーデーションであれば高価格の期近物から低価格の期先物にロールオーバーする際に利益が発生しやすいと考えられる。しかし、株式投資は一般的に長期のほうが短期よりも価格変動が大きくなりやすいことから、WTI原油先物と同様にコンタンゴの時期の方が相対的に多く、ロールオーバーに費用が発生しやすい。VIX指数先物連動ETFでも2018/12から2019/12頃までの価格推移がVIX指数から乖離が見られる点に要注目。

■原油安メリット銘柄の相対株価推移

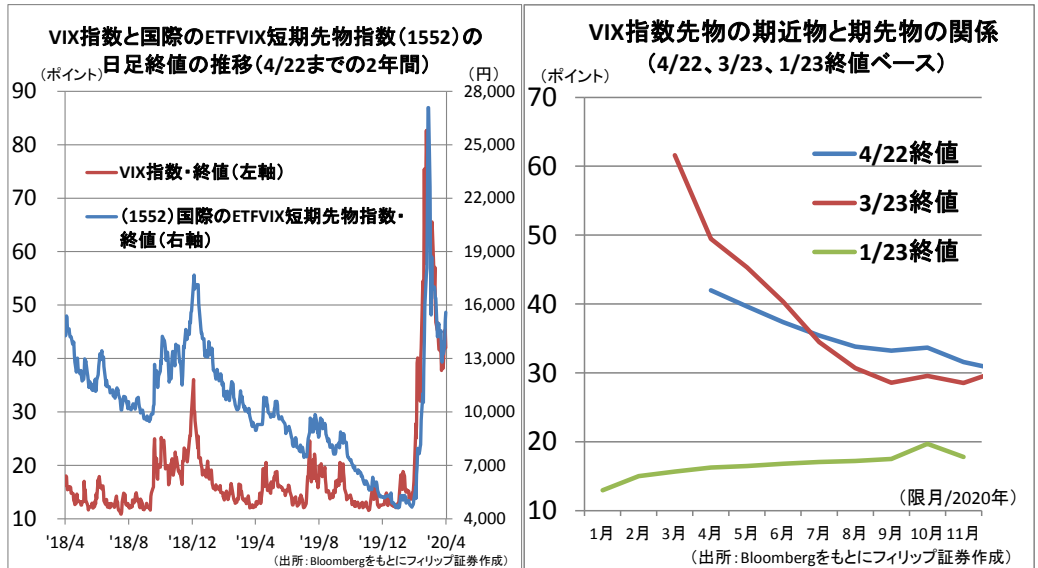
原油価格下落によるコスト安の恩恵を受けやすいと見られる主要な銘柄につき、昨年末終値を基準として原油価格が下落傾向である期間における株価の推移を相対指数で見ると、電力株の中でも銘柄毎の跛行色が強いこと、および宅配便を扱う陸運関連が相対的に堅調であることが分かる。電力株は4/1に実施の送配電部門の分社化を含む電力システム改革への対応、および原発稼働状況などが反映している可能性もある。また、新型コロナウイルスの影響に伴う医薬品・食品・日用品の供給に直結した運送会社が恩恵を受けやすい面もある。

感染者数の増加ペースが落ち着き、経済活動再開への期待が高まれば、海運や空運などの業種の銘柄への原油安メリットの恩恵がより一層注目されよう。

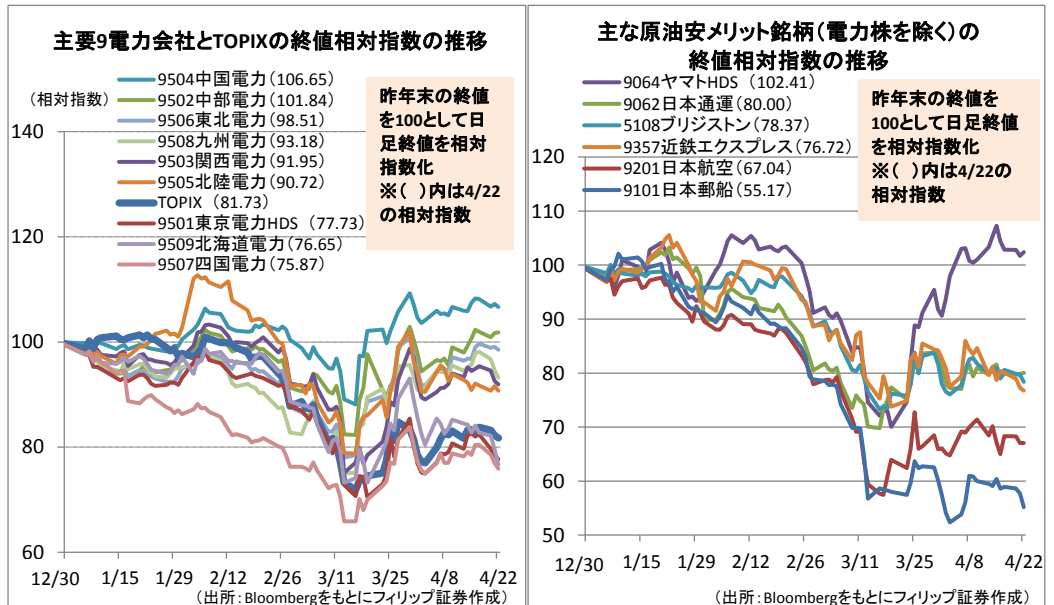
【WTI原油先物の期近安・期先高～買い方ロールオーバーのコストに要注意】



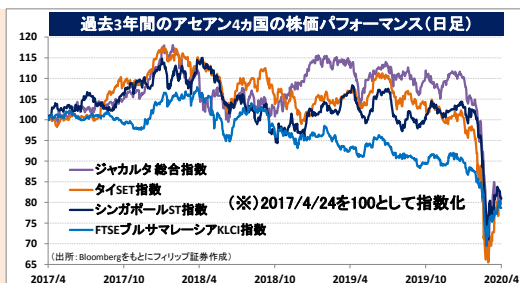
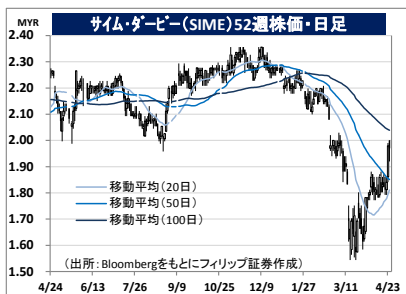
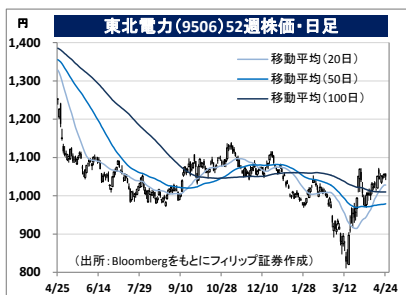
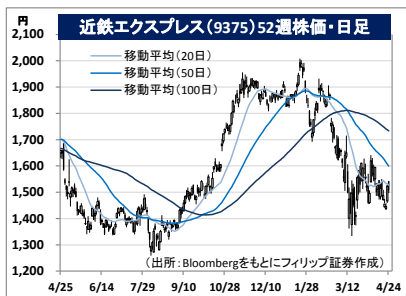
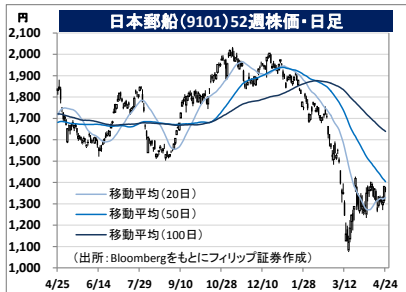
【VIX指数先物の期近高・期先安～買い方ロールオーバーは有利なのか?】



【原油安メリット銘柄の相対株価推移～電力のほか、陸運・海運・空運】



銘柄ピックアップ



◇ イトーヨーギョー(5287) 988 円(4/24終値)

- ・1950年設立。コンクリート二次製品およびゴムジョイント等を取り扱うコンクリート関連事業、空調設備を中心とする建築設備関連機器の販売・施工を行う建築設備機器関連事業を主な事業とする。
- ・1/31発表の2020/3期3Q(4-12月)は、売上が前年同期比19.7%増の22.61億円、営業利益が前年同期の▲1,744万円から6,564万円へ黒字転換。コンクリート関連事業における環境対策製品「ヒュームセプター」および災害対策製品の残存型枠「プロテックピラス」の販売が堅調に推移した。
- ・通期会社計画は、売上が前期比5.1%増の30億円、営業利益が同44.6%増の8,000万円。東京都は災害に強い街づくりを目指し、無電柱化を進めるため小規模な戸建て住宅の開発事業を対象に最大1,000万円を助成することを4/17に発表。台風による停電回避のため無電柱化製品の販売増が期待される。需給面で昨年の高値を付けた2019/10の信用期日明けである点も好材料だろう。

◇ 日本郵船(9101) 1,365 円(4/24終値)

- ・1885年に郵便汽船三菱会社と共同運輸会社の合併により設立。一般貨物輸送事業(定期船事業、航空運送事業、物流事業)、不定期専用船事業、その他事業(不動産業など)を展開する。
- ・1/31発表の2020/3期3Q(4-12月)は、売上が前年同期比9.5%減の1兆2,532億円、営業利益が同7.1倍の324.69億円。前年同期に計上した定期コンテナ船事業終了に伴う一時的費用の反動増、および不定期専用船事業における自動車輸送部門の配船効率化などが増益に寄与した。
- ・通期会社計画は、売上が前期比9.3%減の1兆6,600億円、営業利益が同3.3倍の370億円。原油先物相場が急速に下落するなか、原油安の恩恵を受けやすい面が注目されよう。また、米国で積み上がった原油在庫の貯蔵手段として大型タンカーの需要増が見込まれるほか、新型コロナウイルスの影響により停滞した経済活動が再開される場合の輸送需要の立ち上がりも期待されよう。

◇ 近鉄エクスプレス(9375) 1,507 円(4/24終値)

- ・1970年に近畿日本ツーリストから航空貨物事業部が分離・独立して設立。近鉄グループ HDS (9041)を親会社とし、貨物運送事業(航空、海上、鉄道)を中心に国際物流サービスを提供する。
- ・2/7発表の2020/3期3Q(4-12月)は、売上が前年同期比8.3%減の4,103.78億円、営業利益が同0.8%増の156.21億円。世界経済の不透明感を背景に航空・海上貨物運送ともに減少したが、シンガポールの完全子会社 APLL が営業利益率の改善に努めたことにより営業増益を確保した。
- ・通期会社計画は、売上が前期比7.9%減の5,450億円、営業利益が同11.0%減の185億円。APLLの基幹業務システムに係る減損損失の計上に伴い、3/24に当期利益予想を70億円から25億円へ下方修正。2015年にロジスティクス事業を主力とするAPLLを買収。同事業が航空輸送、海上輸送と並ぶ主力事業に成長。原油安のほか世界的な輸送需要回復による恩恵が期待されよう。

◇ 東北電力(9506) 1,050 円(4/24終値)

- ・1951年に東北6県並びに新潟県を電気の供給区域として設立。2016/4に首都圏における一般家庭向けの電力販売に参入。2020/4より同社の送配電部門が「東北電力ネットワーク」として分社化。
- ・1/29発表の2020/3期(4-12月)は、売上が前年同期比3.8%増の1兆6,426億円、営業利益が同2.2倍の919.35億円。電力小売全面自由化に伴う競争激化により小売り販売は減少したが、エリア外への卸売販売が増加したことが増収に寄与。また、生産性・効率性の向上が営業増益に貢献。
- ・通期会社計画は、売上が前期比6.5%増の2兆3,900億円、営業利益が同7.6%増の900億円。停電を起こさない系統(ネットワーク)運用のため送電広域化が求められるなか、日本では電気の周波数が東西で分割されている。傘下の東北電力ネットワークは同じ周波数50ヘルツ帯で事業を営む東電パワーグリッドとの結びつきを強める展開が予想され、業界再編の契機として注目されよう。

◇ サイム・ダービー(SIME)市場:マレーシア 1.98 MYR(4/23終値)

- ・1910年にスコットランドの冒険家ウィリアム・サイム、イングランドの銀行家ヘンリー・ダービーにより天然ゴム栽培企業として設立。現在はインダストリアル事業や自動車事業を主とする4事業を営む。
- ・2/26発表の2020/6期1H(7-12月)は、売上が前年同期比7.8%増の196.85億MYR、純利益が同2.6%減の5.28億MYR。PBIT(税引き前・金融収支控除前利益)は同20.9%増の8.27億MYRだった。インダストリアル事業のオーストラリア、および自動車事業の中国・香港・マカオ・台湾が貢献した。
- ・インダストリアル事業は新型コロナウイルスの影響により建設機械やその部品供給が滞る懸念が残るものの、2019/12末受注残高が前四半期末比15.4%増と堅調に推移しており業績を下支えしよう。自動車事業も新型コロナウイルスの影響による中国の販売台数の落ち込みが懸念されるが、長期的には同社がターゲットとする富裕層向けの高級車需要が堅調に推移するものと見込まれよう。

■アセアン株式ウィークリー・ストラテジー(4/27号「タイ5G通信の始動」)

タイでは2月に5G向けの電波オークションが実施され、56枠のうちアドバンスト・インフォ・サービ(ADVANC)が最多の23枠、チャロン・ボカバン系のトゥルー・コーポレーションが17枠を獲得。同社はタイ政府が当初目標としていた7月に先駆け、3月に5Gサービスを導入した。タイではまだ5G対応スマホを保有している人は限られているものの、中国のファーウェイやオッポ、および韓国のサムスンの5G対応スマホを利用できる。足元では新型コロナウイルス感染拡大に伴う外出自粛や3月以降の商業施設や娯楽施設の閉鎖に伴い、「ショッピング」や「ラザダ」といったネット通販、LINEのようなソーシャルメディア、および「ユーチューブ」のような動画サイトなどの利用が急拡大し、1人当たりの平均通信量が急増。高まる通信需要が高速・大容量を特徴とする5G普及の追い風となる。

【レポートにおける免責・注意事項】

本レポートの発行元: フィリップ証券株式会社 〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町4番2号

TEL: 03-3666-2101 URL: <http://www.phillip.co.jp/>

本レポートの作成者: 公益社団法人 日本証券アナリスト協会検定会員、国際公認投資アナリスト 笹木和弘

当資料は、情報提供を目的としており、金融商品に係る売買を勧誘するものではありません。フィリップ証券は、レポートを提供している証券会社との契約に基づき対価を得ております。当資料に記載されている内容は投資判断の参考として筆者の見解をお伝えするもので、内容の正確性、完全性を保証するものではありません。投資に関する最終決定は、お客様ご自身の判断でなされるようお願いいたします。また、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。当資料の一切の権利はフィリップ証券株式会社に帰属しており、無断で複製、転送、転載を禁じます。

<日本証券業協会自主規制規則「アナリスト・レポートの取扱い等に関する規則 平14.1.25」に基づく告知事項>