

岡三証券 投資戦略部
日本株式戦略グループ
ストラテジスト 福嶋 祥歩



建設業界に春到来 ゼネコン&サブコンに注目

▶3つの点から注目したいゼネコンとサブコン

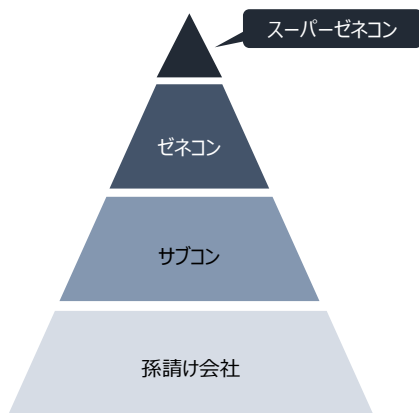
有望セクターの一つとして、ゼネコンとサブコンに注目したい。**ゼネコン**は建築や土木工事のプロジェクト全体を請け負う総合建設会社を指す。日本では、特に規模の大きい5社を**スーパーゼネコン**と呼び、大成建設、大林組、清水建設、鹿島の4社が上場している（竹中工務店は非上場）。他方、**サブコン**は主にゼネコンの建設プロジェクトにおいて、電気や空調などの専門工事を請け負う建設業者を指す（図表1）。ゼネコンやサブコンを投資対象として注目する理由は、①**トランプ関税の影響を受けづらい**、②**技術力の高さ**、③**業績拡大期待**、の3点だ。

①トランプ関税の影響を受けづらい

足元ではトランプ関税による世界経済への影響や米景気減速への懸念など、相場の先行き不透明感が根強い。建設業は、内需セクターの中でも海外売上高比率が比較的低く、外部環境が国内工事へ及ぼす影響は限定的と考えられる（図表2）。また、後述する要因から業績拡大期待も高いため、日本株が不安定な中でも相対的に強い株価推移となっていると考えられる（図表3、6）。

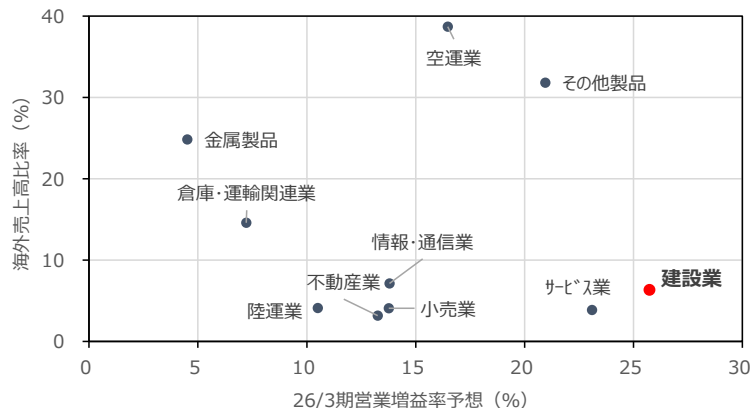
図表1.サブコンはゼネコンから工事を受注

重層下請け構造のイメージ図



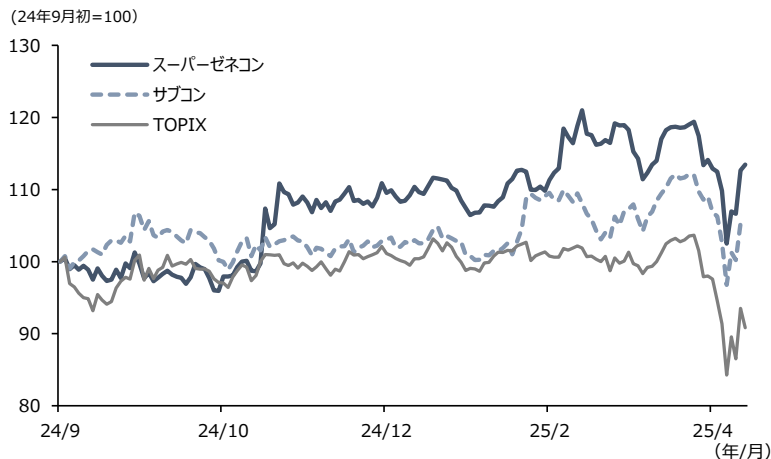
出所：各種資料 作成：岡三証券

図表2. 建設株は海外売上高比率が小さく、予想増益率が高い
内需株セクターの海外売上高比率と26/3期の予想増益率（業種別平均）



出所：QUICK 作成：岡三証券 営業増益比率は東洋経済予想 4月14日現在

図表3. 日本株が不安定な中でも強い株価推移が続く
ゼネコン、サブコンバスケットの推移（日次）



出所：QUICK 作成：岡三証券 日次 4月11日現在 等金額投資
※スーパーゼネコン、サブコンは図表6に記載した銘柄

②技術力の高さ

近年は建築物の高層化や複雑化に加え、環境性能など要求水準が高まっており、実績の多さや高い技術力を持った企業が強みを有すると考えられる。加えて、3月のミャンマー地震の発生や、南海トラフ地震の新たな被害想定公表などをきっかけに、防災や減災に強みを持つ企業への注目度も高まりそうだ。また、サブコンでも近年、半導体工場のクリーンルームや蓄電池工場のドライルームなど、今後も高い技術が要求される工事が増加していくとみられる。ゼネコンやサブコンが持つ高い技術力へのニーズは中期的に高まっていく可能性が高いとみる。

③業績拡大期待

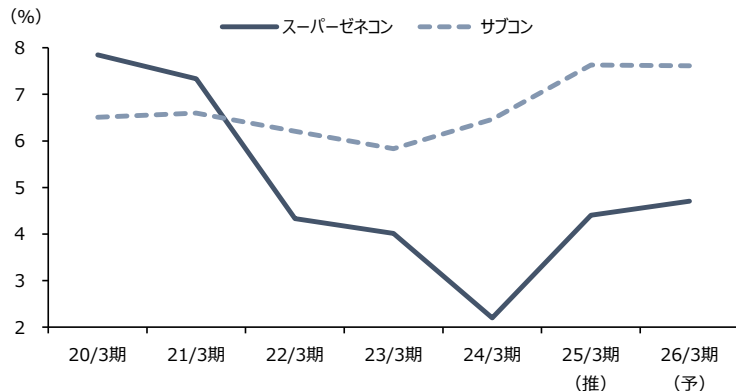
ゼネコン各社は、これまで「請負(うけまけ)」と自嘲するほど、工事を発注する施主が優位な関係にあった。ただ、近年は、旺盛な受注に対して、人手不足や建築費の高騰を理由に、ゼネコン各社は採算性が健全なプロジェクトを選ぶ「選別受注」を進めている。強気の選別受注によって、ゼネコンの業績は建設工事の完成工事利益率と歩調を合わせ、回復基調を辿っている。

「選別受注」の効果はサブコンにも波及している。サブコンも人手不足が続く一方で、高い専門技術が求められる半導体関連やデータセンターの工事が増加している。また、バブル期前後に建てられたビルの、建て替えや改装の需要が拡大しているためだ。

こうした流れから、ゼネコン、サブコン共に利益率は緩やかな改善基調が続く見込みだ(図表4)。また、3月調査の日銀短観(4月1日公表)では、建設業の業況判断DIは大企業が39と、前回調査から6ポイント改善するなど、景況感も良好である(図表5)。ゼネコン、サブコンは不安定な環境下で堅調な業績が期待できる数少ないセクターとして注目できそうだ。

図表4. 営業利益率は回復基調

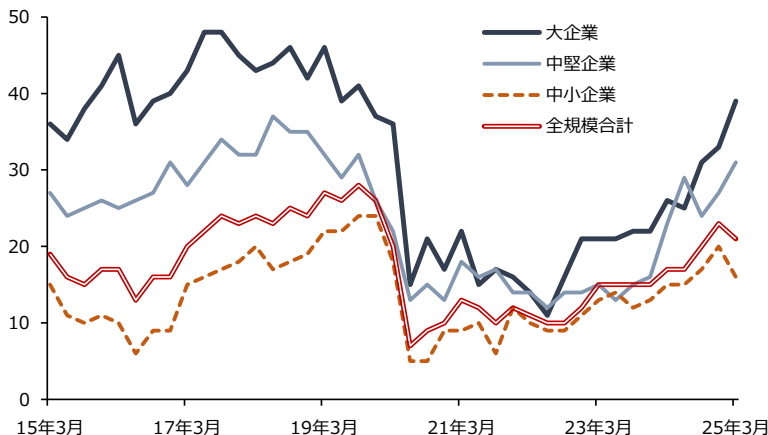
スーパーゼネコン、サブコンの営業利益率の推移(平均)



出所：会社資料 作成：岡三証券 25/3期(推定)、26/3期(予想)は東洋経済予想
※スーパーゼネコン、サブコンは図表6に記載した銘柄

図表5. 建設業の業況感は改善基調にある

日銀短観 業況判断DI (建設業)



出所：QUICK 作成：岡三証券 最新は2025年3月調査分

▶主な関連銘柄

前述した3つの点から注目したい主な関連銘柄を図表6に示した。清水建（1803）は、25/3期は工事の利益率改善で営業黒字に転じる見込み。スーパーゼネコンの中でも特に業績回復幅が大きい銘柄として期待できよう。

また、関電工（1942）は、データセンターや国内の再開発に伴う電気設備の受注が好調で25/3期会社計画を上方修正した。再エネや送配電の増強工事など、電力関連の新規受注高も増加傾向にあるとしており、業績拡大への期待が続くとみる。

図表6. 利益率の改善が見られるスーパーゼネコン、サブコンに注目

主な関連銘柄

コード	銘柄名称	時価総額 (億円)	会社概要	営業利益率 (%)			年初来株価騰落率 (%)
				24/3期	25/3期 (推)	26/3期 (予)	
ゼネコン	1801 大成建	11,952	国内外の大型工事に実績多数	1.5	4.5	4.7	-1.7
	1802 大林組	14,582	都市開発型の大型建設工事に多数の実績	3.4	5.1	5.5	-3.4
	1803 清水建	9,564	民間建築工事に強み	-1.2	3.0	3.6	6.5
	1812 鹿 島	15,918	大型土木工事や高層建築などに強み	5.1	5.0	5.1	4.5
サブコン	1934 アテック	1,138	東北や新潟地盤。電力設備や土木建築工事を行う	4.3	6.3	6.6	5.6
	1941 中電工	1,907	中国地方地盤。電気工事や空調管工事を営む	5.9	8.5	8.4	-2.1
	1942 関電工	5,421	電気設備工事で2強の一角。発電所や送配電に強み	6.8	8.6	8.6	14.0
	1944 きんでん	6,598	電気設備工事で2強の一角。電気設備、土木設備が主力	6.5	7.5	7.5	8.7
	1946 トーエチ	869	中部地盤。電気設備工事や通信工事を手掛ける	6.3	5.5	5.6	-8.7
	1949 住電設	1,673	電気工事や情報通信工事を国内外で手掛ける	6.8	8.3	8.1	-5.5
	1950 日本電設	1,240	鉄道電気工事におけるリーディングカンパニー	6.9	7.2	7.1	1.1
	1959 九電工	3,234	九州地盤の電気工事会社。発電事業への投資も進める	8.1	9.4	9.0	-11.8
	TOPIX						-11.4

出所：QUICK、各種資料 作成：岡三証券 4月11日現在 25/3期（推定）、26/3期（予想）は東洋経済予想

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(<https://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

<有価証券や金銭のお預かりについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預かりする場合は、口座管理料をいただきません。外国証券(円建て債券および国内の金融商品取引所に上場されている海外ETFを除きます。)をお預かりする場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、電子交付サービスを契約している場合には、口座管理料は1年間に2,640円(税込み)とします。なお、当社が定める条件を満たした場合は外国証券の口座管理料を無料といたします。上記以外の有価証券や金銭のお預かりについては料金をいただきません。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6,600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(株式・ETF・J-REITなど)の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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1.265%(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1.518%(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。
- ・REITは、運用する不動産の価格や収益力の変動、発行者である投資法人の経営・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価格や分配金の変動し、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。なお、取引価格には、販売・管理等に関する役務の対価相当額が含まれております。
- ・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1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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3.85%(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2.254%(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。

<ファンドラップ>

手数料等の諸費用について

ファンドラップにおいて、直接お支払いいただく費用は、保有する、当社が運用方針に則して選定した国内公募投資信託(以下「投資対象ファンド」といいます。)の時価評価額に対して最大1.65%(年率・税込み)となります。投資対象ファンドは、ほかの投資信託を投資対象とするファンド・オブ・ファンズとなっており、実質的な費用は、投資対象ファンドの信託報酬に最終投資先の運用管理費用(信託報酬)等を加算した費用を間接的にご負担いただきますが、運用状況等により変動するため、事前に料率・上限額等を示すことはできません。詳しくは投資信託説明書(交付目論見書)をご確認ください。

主な投資リスクについて

投資一任契約とは、当事者の一方が、相手方から、金融商品の価値等の分析に基づく投資判断の全部または一部を一任されるとともに、当該投資判断に基づき当該相手方のための投資を行うのに必要な権限を委任されることを内容とする契約です。

- ・投資対象ファンドは、実質的に国内外の値動きのある有価証券等により運用を行いますので、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組入れ有価証券の値動き等に伴い、投資対象ファンドの基準価額も変動します。これらの要因により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資対象ファンドに実質的に組み込まれた株式や債券等の発行者の倒産や信用状況等の悪化により投資対象ファンドの基準価額が下落し、損失が生じるおそれがあります。

<信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%（税込み）（手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750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賃料をいただきます。委託保証金は、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、委託保証金の約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保証金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

○2037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。

○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。ファンドラップの申込みの際には「投資一任契約書（兼契約締結時交付書面）」「サービス約款」等で契約内容をご確認ください。

○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。

【日本以外の地域における本レポートの配布】

・香港における本レポートの配布：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（亞洲）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（亞洲）有限公司にお願いします。

・米国内における本レポートの配布：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に配信されたものです。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。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、資格も有しておりません。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。

・その他の地域における本レポートの配布：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写、複製、配布することを禁じます。

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

（2025年1月改定）