

## ▶ アジア高配当株式： 荒波の中での舵取り



マーガレット・ウィアー  
イーストスプリング・インベストメンツ  
(シンガポール) リミテッド  
ポートフォリオ・マネジャー  
アジア配当株式戦略チーム



アジアの株式の配当は過去10年で239%の伸びを見せました。アジアの株式配当がなぜまだ増加する余地があるのか、さらに投資家がアジア株式の魅力的なバリュエーション（割安度）をどのように利用すれば良いかをご説明いたします。

約2年前から始まった世界経済の拡大は落ち着きを見せ始め、また各国間で拡大ペースに差異が生じつつあります。

多くのアナリストは、貿易摩擦懸念、欧州や南米の政治的不透明性の高まりが設備投資や雇用、そして世界全体の成長を鈍らせるとの見方から、いくつかの市場で企業の収益予想を下方修正しています。特に新興国市場は最も大きい打撃を受けており、4月初旬から19週連続で予想の引き下げを行っています（図表1ご参照）。

収益予想が不透明になる時ほど、配当収入が投資家のリターンの安定に寄与します。企業の経営陣は一般に減配や無配といった配当政策の変更をあまり行わない傾向にあります。

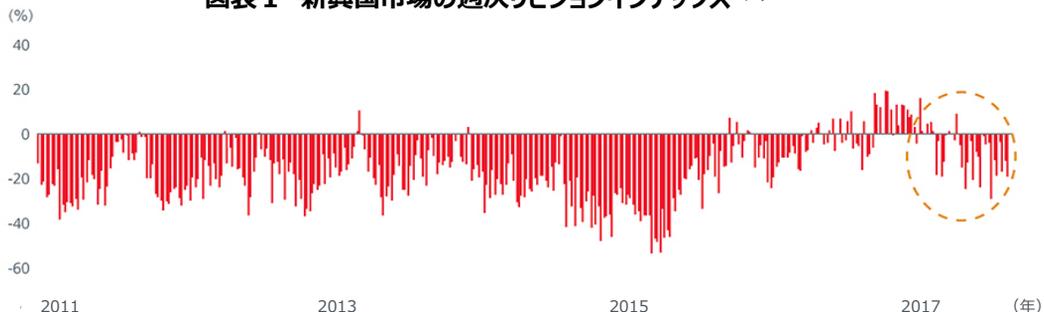
投資家は、配当を企業の業績や財務状況が反映されたものとみなすため、減配や無配は市場で不利なシグナルとなる可能性があります。これとは反対に、配当が支払えるということは事業内容が堅実で、キャッシュフローも安定していることを示すものと捉えられます。

図表2は、歴史的に見てアジアにおける配当が収益よりも安定していることを示しています。

### 高配当株式はまだ上昇傾向か？

高配当株式は、世界金融危機の後、投資家がイールド・ハンティング（高い利回りの投資先を求める動き）に対して強いニーズを示してきたことから恩恵を享受してきました。

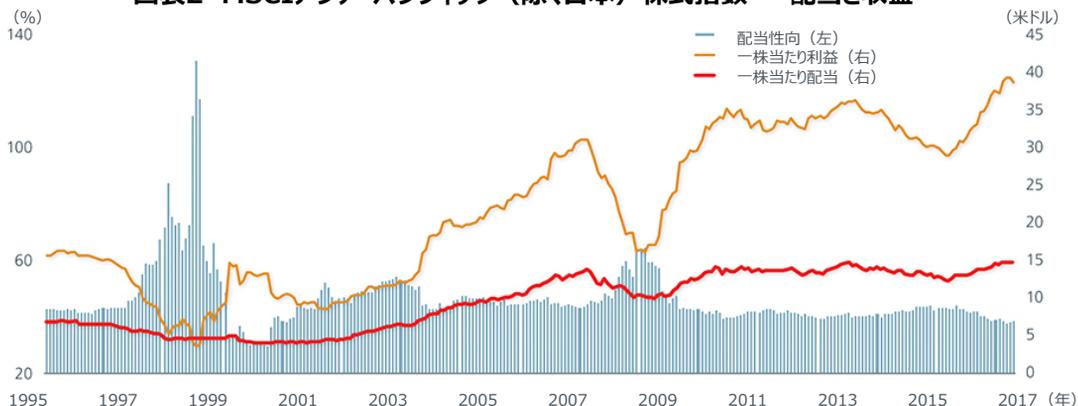
図表1 新興国市場の週次リビジョンインデックス (A) 1



(A) アナリストによる業績予想の上方/下方修正を指数化したもの。上方修正された銘柄の比率が多いほど正の数値が大きくなる。

<sup>1</sup> Factset, Worldscope, MSCI, Citibank, 2018年8月5日時点。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。○英国ブルーデンシャル社はイーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルデンシャル・ファイナンシャル社とは関係がありません。

図表2 MSCIアジア・パシフィック（除く日本）株式指数ー 配当と収益<sup>2</sup>


2019年にかけて米国連邦準備制度理事会（FRB）が利上げを段階的に継続すると予想される中で、金利水準が高くなることは高配当株式のパフォーマンスにとって重石となるのでしょうか。

興味深いことに、1927年から2015年までの米国高配当株式の推移を分析すると、政策金利水準が低い時は、金利上昇局面の方が低下局面より良好なパフォーマンスを示しています<sup>3</sup>。

アジア株式について、1999年以降のFRBの利上げサイクルを5つの期間に分けて見てみましょう（図表3ご参照）。アジア・オセアニアの高配当株式<sup>(B)</sup>は、ITバブル後の反落に見舞われた1999年5月から2000年4月の1%の下落は例外として、FRBの政策金利が6%以下にとどまった期間にはプラスのリターンとなっています。

(B) MSCIアジア・パシフィック（除く日本）高配当株式指数

FRBが金融政策の正常化を継続するのであれば、今後18ヵ月にわたって米国の短期金利は75-80ベースポイント上昇すると予想します。

一方でアジア各国においては、利上げはより緩やかなものになると予想しています。

### アジア高配当株式の魅力

高配当株式は長期にわたって市場平均をアウトパフォームしています。特に市場の下落局面においては株価の下落を配当が補う効果があります。

2008年や2011年の市場の調整局面において、アジア・オセアニアの高配当株式は、アジア・オセアニアの株式<sup>(C)</sup>を、それぞれ7.3%、10.7%アウトパフォームしました。

(C) MSCIアジア・パシフィック（除く日本）株式指数

MSCIの調査によると、1998年12月から2015年の8月まで、新興国の高配当株式は先進国の高配当株式より良好なパフォーマンスとなりました。投資家が安定した配当を重視し、高配当株式を現地経済や通貨のリスクに対する安全な資金逃避先とみなしたためと考えられます<sup>3</sup>。

 図表3 FRBの利上げサイクルの中でのアジア高配当株式指数のトータルリターン（1999-2018年）<sup>4</sup>

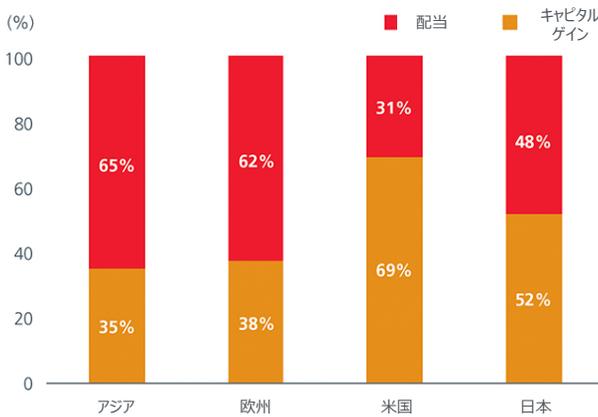
期間	MSCIアジア・パシフィック（除く日本）高配当株式指数リターン	FRBの政策金利引き上げ幅	FRBの政策金利水準
1999年5月から2000年4月	-1%	1.25%	3-6%
2000年4月から2000年12月	-1%	0.50%	6%以上
2004年6月から2005年4月	+27%	1.50%	3%以下
2005年5月から2007年8月	+81%	2.25%	3-6%
2015年12月から2018年6月	+30%	1.50%	3%以下

<sup>2</sup> Morgan Stanley Research、2018年2月28日時点。

<sup>3</sup> Harvesting Equity Yield – Understanding Factor Investing. Zhen Wei, Chin-Ping Chia, Saurabh Katiyar、2016年12月。

<sup>4</sup> Bloomberg、2018年7月30日時点。

図表4 トータルリターン要因分解  
(2008年7月-2018年6月)<sup>5</sup>



アジアの企業が相対的に多くの配当を支払っていることは注目に値します。トータルリターンを分解すると、2008年から2018年にかけて支払われた配当は、アジア株式全体のパフォーマンスの65%に上ります。その前の10年間では39%でした。

このアジア株式の65%という結果は、米国の31%、日本の48%といった先進国市場をしのいでいます。欧州は2番目に高い62%となっています(図表4ご参照)。

アジア株式の配当が増加傾向にあるのは、力強いキャッシュフローや健全なバランスシートによるものです。2001年に2.6倍だったアジアの純有利子負債/EBITDA<sup>(D)</sup>倍率は、2017年には1.96倍まで低下しています(図表5ご参照)。

(D) 利払い前・税引き前・減価償却前利益 (Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)

同期間中、アジアの一株当たりの配当は239%増となりました。アジアの純有利子負債/EBITDA倍率は2019年には1.7倍までさらに低下すると予想されており<sup>6</sup>、配当に関する見通しは明るいと思われます。有利子負債比率(ネットD/ELシオ)<sup>(E)</sup>は、日本除くアジアでは29%と、先進国の56%と比較しても大幅に低い水準です<sup>7</sup>。

(E) 純有利子負債を自己資本で割った企業財務の健全性を示す指標。低い方が安全性が高いと言われる。

また、世界中の投資家にとってアジアの高配当株式は安定した配当収入をもたらすだけでなく、より良い分散効果をもたらします。アジアの高配当株式は先進国市場の高配当株式とは異なる特性を持っているためです。

図表6をご覧ください。高配当株式といえば力強いキャッシュフローはあるものの成長性は乏しいと思われがちなセクター(例: 公益事業、電気通信サービス)が連想されますが、アジアでは必ずしもその通りではありません。私たちのようなアクティブマネジャーは、テクノロジーや資本財などの成長が期待できるセクターの中にも高配当株式を見出しています。

## 更なる配当増加の余地

アジアにはさらなる配当の増加余地があります。理由としてまずはじめに、2017年のアジアの1株当たりの配当の伸びが、米国の7%や欧州の4%を上回る14%だったにも関わらず、配当性向でみると、42%と先進国の割合(50%以下)を下回る水準にあることが挙げられます<sup>8</sup>。

図表5 アジアの純有利子負債・EBITDA倍率<sup>8</sup>



<sup>5</sup> Bloomberg, MSCI Asia Pacific ex Japan Index, 2018年7月時点。

<sup>6</sup> Bloomberg, 2018年7月30日時点。

<sup>7</sup> Citi Research Gems Strategy, 2018年5月24日時点。

<sup>8</sup> Bloomberg, 2018年7月30日時点。

○この資料の最終ページにご留意いただきたい事項を記載しております。必ずご確認ください。

図表6 高配当指数の上位3セクター<sup>9</sup>

アジアの上位3セクター		欧州の上位3セクター		米国の上位3セクター	
セクター	指数に占める割合	セクター	指数に占める割合	セクター	指数に占める割合
金融	32.7%	金融	27.4%	生活必需品	19.4%
情報技術	10.3%	公益事業	18.1%	ヘルスケア	18.6%
素材	9.7%	一般消費財	16.2%	情報技術	15.3%

次に、配当の増加を加速させる構造的な要因があります。

私たちは韓国、台湾、香港、シンガポールにおいて、2050年までに60歳以上の高齢者の割合が4割を超え、全年齢層（0～14歳、15～24歳、25～59歳、60歳以上）の中で最も高くなると見込んでいます。高齢者の退職金に適した分散の効いた投資先が必要となるため、高配当株式の需要は下支えされると考えています。

また、韓国では韓国国民年金運用（NPS）が7月にスチュワードシップコードを採用しました。これには、機関投資家にコーポレートガバナンスの問題に対し、より積極的な対話を促す狙いがあり、この動きが企業に多くの配当を支払うよう働きかけるようになる可能性があります。

他の機関投資家もNPSの対応に従えば、韓国の経営者は更なる増配の圧力を受けるでしょう。今後10年にわたり、コーポレートガバナンスは韓国だけでなくアジアでますます重要となるでしょう。

中国でも改革が進められており、私たちは、中国企業が株主のリターン向上という明確な目標を持って、経営を行ってくださると期待しています。最近では国有企業の中でも従業員向けのストックオプション制度を備えている企業も見受けられるようになり、株主のリターン向上や配当見通しの改善を経営者に動機づける一因になると考えられます。

<sup>9</sup> MSCI、2018年7月29日時点。

<sup>10</sup> MSCI、2018年7月時点。

## 要点

株価純資産倍率（PBR）は、現在米国が3.4倍、欧州は1.8倍であるのに対し、アジア株式は1.6倍と、相対的に割安であることがわかります<sup>10</sup>。

過去の例に照らしてみると、バリュエーションがこの程度の水準であれば、アジア株式市場は今後1～5年にかけて良好なパフォーマンスとなることが見込まれます。

成長の鈍化や収益の低下といった投資家の懸念が現実となるかどうかはまだわかりません。それにもかかわらず、市場は様々なニュースや2018年の残りの経済指標の発表に敏感になっており、このことは株式市場のボラティリティ（変動性）がより一層高まることを示唆しています。

割安な水準にあるアジアの高配当株式への投資は、投資家にとって長期的なリターンを提供し、さらに投資家のポートフォリオのディフェンシブ性にも貢献すると考えています。

しかし、配当性向が持続できないほど高い企業や不安定な分配方針を採る企業への投資は避ける必要があります。

私たちのようなアクティブマネジャーは、企業が配当を行うための本質的なドライバーになっているものは何かを調査し、安定的な配当と配当成長を持続できる質の高い企業を選別することで、投資家が「高利回りの罠」に陥るのを防ぐことができます。

○当資料はイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッドが作成した資料を基に、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が一部抄訳・作成したもので、情報提供のみを目的とするものであり、特定の金融商品等の勧誘・販売を目的とするものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示資料でもありません。○当資料は信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料には、現在の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、事前の通知なくこれらを変更したり修正したりすることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。○投資信託は、預貯金および保険契約ではなく、預金保険機構および保険契約者保護機構の保護および補償の対象ではありません。また、登録金融機関で取扱う場合、投資者保護基金の補償対象ではありません。○投資信託は、株式、公社債等の値動きのある有価証券（外貨建資産には為替変動リスクもあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。したがって、ご購入時の価額を下回ることもあり、投資元本が保証されているものではありません。これらに伴うリスクおよび運用の結果生じる損益は、すべて投資者のみなさまに帰属します。