

不安定な相場における投資戦略

米中貿易戦争がエスカレートし、金融市場の先行きに対する不透明感が一段と高まってきました。このように不安定な相場は「好配当」戦略が優位性を発揮しやすい環境だと考えられています。

長期金利の低下はFRBに利下げを催促

米中貿易戦争がエスカレートし、金融市場の先行きに対する不透明感が一段と高まってきました。

米国ではこれまで10年金利がFFレートを下回る（長短金利が逆転する）と、程無くして景気後退が始まりました（図表1）。今回も5月末に長短金利の逆転が鮮明となり、市場には近い将来に米国経済が景気後退を迎えるとの観測が高まってきました。足元で急速に低下する長期金利は連邦準備制度理事会(FRB) に対して「早急に利下げしなければ景気後退時期が早まる」と警告を発しているかのようです。「中央銀行を敵に回すな」「強いメッセージを発しているときの債券市場を無視するな」という相場格言があるように、今後数ヵ月間はFRBの金融政策と長期金利の動向を十分注視する必要があると考えています。

不安定な相場における投資戦略

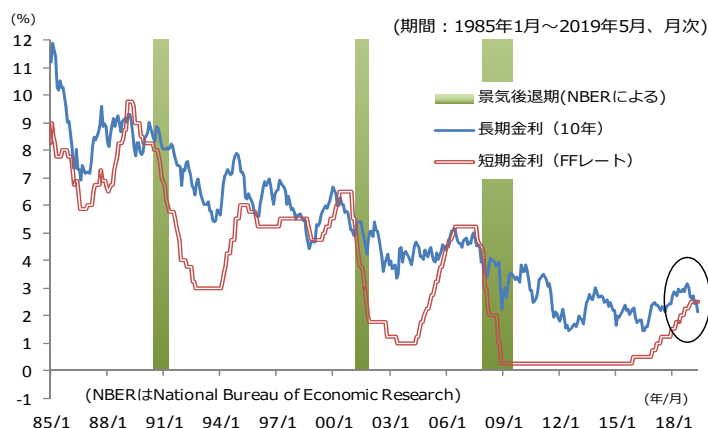
このように不安定なマクロ・相場環境で有効と考えられるのが株式の好配当戦略です。「好配当」とは株式市場のなかでも長期にわたって配当を成長させたり高配当を維持している企業に投資する戦略です。

米国の景気後退が意識され、株価上昇がそれほど期待できない環境では、株価の値上がり益（キャピタルゲイン）よりも配当（インカムゲイン）を狙うことが有効だと考えられます。この投資戦略は日米では「配当貴族指数」（以下“配当指数”）に代表され、リーマン危機（2008年9月）以降、市場全体のパフォーマンスを継続的に上回ってきました（図表2,3）。次頁以降では、FRBの金融政策の各局面で配当指数がどのようなパフォーマンスを示したかを検証し、その配当利回りをリスクフリー・レートと比較しました。

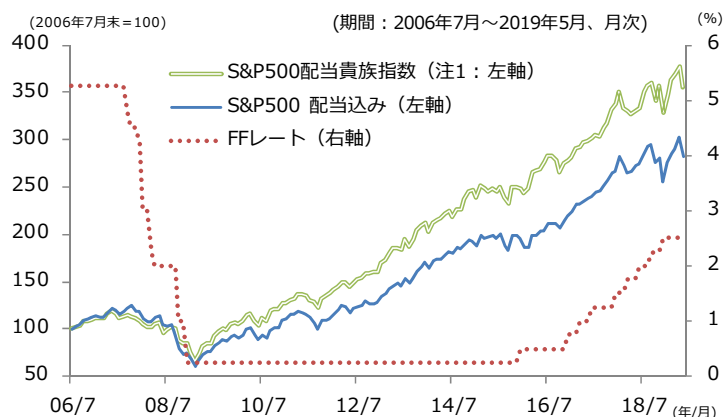
(注1) S&P500配当貴族指数はS&P500指数採用銘柄のうち、過去25年以上連続して増配している銘柄で構成される指数です。

(注2) S&P/JPX配当貴族指数は東証株価指数（TOPIX）採用銘柄のうち10年以上毎年増配しているか、安定的に配当を行っている配当利回りの高い銘柄で構成される指数です。

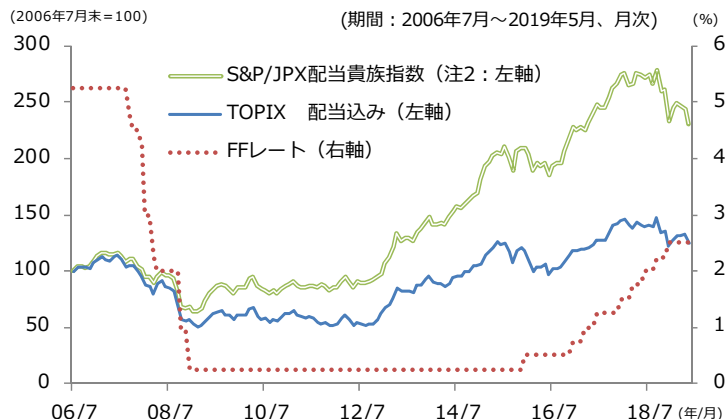
図表1 米国：長短金利と景気後退期



図表2 米国：配当貴族指数・S&P500・FFレート



図表3 日本：配当貴族指数・TOPIX・米FFレート



(図表1-3の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

<本資料に関してご留意いただきたい事項>

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

配当貴族指数のリスク・リターン

FRBの金融政策サイクルを利上げ終了から利下げ終了までの期間（2006/8～2008/12）と利上げが続けられた期間（2015/12～2018/12）に分けて、配当指数と市場全体のリターン（収益率）とリスク（収益率の振れ）を比較しました。日米ともに両期間で配当指数のリスクは市場全体のリスクを下回り、リターンは上回りました（図表4,5）。利上げが続いた期間よりも利上げ終了から利下げ終了までの期間で2指数の差が顕著に表れたことは、経済活動が停滞し株式市場が不安定に推移していた期間に配当指数の優位性が際立っていたことを示しています。

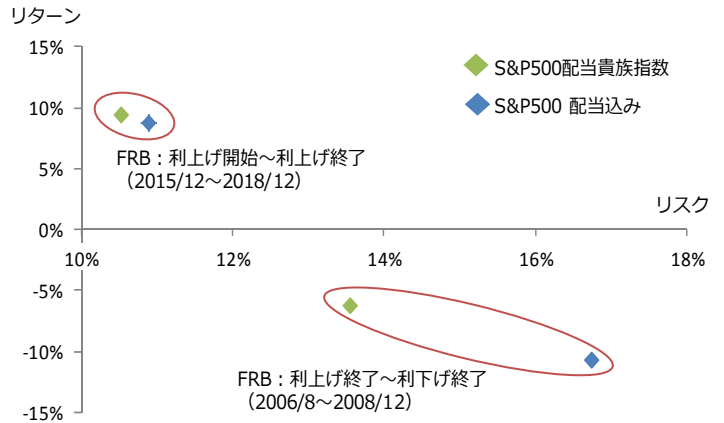
昨年12月にFRBの利上げが一時休止され、足元で債券市場はFRBに利下げを催促しています。米中通商協議が早期に妥結し景気が持ち直せばFRBが利上げを再開することも考えられますが、貿易交渉が決裂し景気への悪影響が表面化してくればFRBは年内にも利下げに転じる可能性があります。いずれのケースでも、配当指数が市場全体をアウトパフォームすることが想定されますが、特に後者のケースで配当指数の相対的な優位性が発揮されそうです。

リスクフリー・レートとの比較

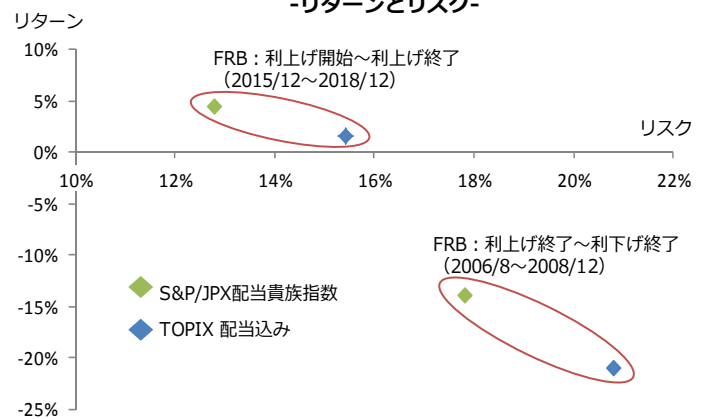
配当指数、市場全体の配当利回りをリスクフリー・レート（短期金利）と比較しました。株値の値上がり期待できないという前提で、もしも株式の配当利回りと同水準であれば、値下がりリスクのある株式よりも値下がりリスクのない短期金融商品に資金を投じることが相対的に賢い選択になると思われます。

米国ではこれまでのFFレートの引上げにより3カ月金利（リスクフリー・レート）は2%を超えてきました。この水準は株式市場全体（S&P500）の配当利回りは上回っていますが配当指数の配当利回りには及びません（図表6）。当面不安定な展開が想定され、株値上昇が期待できない局面では、S&P500や短期金融商品よりも配当指数がより魅力的な投資対象になると思われます。

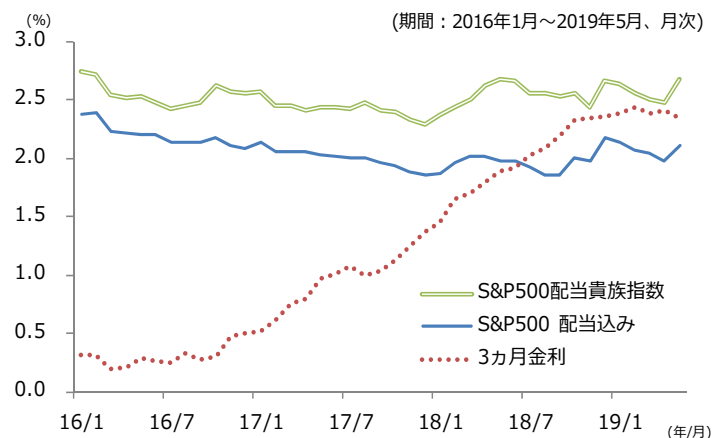
図表4 米国：配当貴族指数とS&P500
-リターンとリスク-



図表5 日本：配当貴族指数とTOPIX
-リターンとリスク-



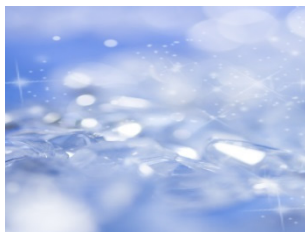
図表6 米国：配当利回りと短期（3カ月）金利



(図表4-6の出所) Bloombergのデータより岡三アセットマネジメント作成

＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものではありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡しますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。



日本でもマイナス金利の短期金融商品よりも株式の方が魅力的だと言えます。配当利回りの観点から、TOPIX（市場全体）よりも配当指数がさらに魅力的と考えられます（図表7）。

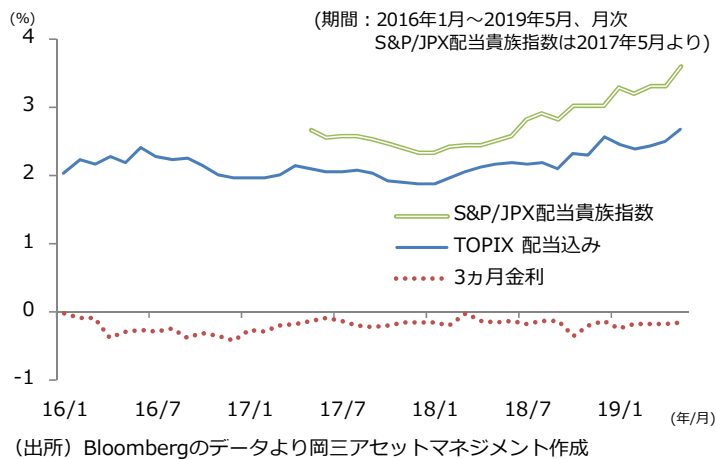
投資戦略としての「好配当」

株式市場の先行きが不透明な環境では、長期間にわたって配当を成長させたり高配当を維持してきた「好配当」企業に資金を投じることが有効な投資戦略になると思われます。足元で米中通商摩擦がエスカレートし米国や日本の景気拡大期間が既に史上最長記録に近づいていることも、この戦略をサポートする材料になりそうです。長期金利が催促するようにFRBは年内にも利下げに転じる可能性があります。過去においてこのような局面で配当指数は相対的に優れたパフォーマンスを示しました。

今後数カ月間は投資家にとって今後数年間のパフォーマンスを決する大変重要な局面になる可能性があります。このような局面で「好配当」戦略の魅力をもう一度検討することは無駄なことではないと思われます。

以上（作成：投資情報部）

図表7 日本：配当利回りと短期（3カ月）金利



＜本資料に関してご留意いただきたい事項＞

■本資料は、投資環境に関する情報提供を目的として岡三アセットマネジメント株式会社が作成したものであり、特定のファンドの投資勧誘を目的として作成したものではありません。■本資料に掲載されている市況見通し等は、本資料作成時点での当社の見解であり、将来予告なしに変更される場合があります。また、将来の運用成果を保証するものでもありません。■本資料は、当社が信頼できると判断した情報を基に作成しておりますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。■投資信託の取得の申込みに当たっては、投資信託説明書（交付目論見書）をお渡ししますので必ず内容をご確認のうえ、投資判断はお客様ご自身で行っていただきますようお願いいたします。

ストラテジストの眼

皆様の投資判断に関する留意事項（2019年5月末現在）

【投資信託のリスク】

投資信託は、株式や公社債など値動きのある証券等（外貨建資産に投資する場合は為替リスクがあります。）に投資しますので、基準価額は変動します。従って、投資元本が保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元本を割り込むことがあります。

投資信託は預貯金と異なります。投資信託財産に生じた損益は、すべて投資者の皆様へ帰属します。

【留意事項】

- 投資信託のお取引に関しては、金融商品取引法第37条の6の規定（いわゆるクーリングオフ）の適用はありません。
- 投資信託は預金商品や保険商品ではなく、預金保険、保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。また、登録金融機関が取扱う投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。
- 投資信託の収益分配は、各ファンドの分配方針に基づいて行われますが、必ず分配を行うものではなく、また、分配金の金額も確定したものではありません。分配金は、預貯金の利息とは異なり、ファンドの純資産から支払われますので、分配金が支払われると、その金額相当分、基準価額は下がります。分配金は、計算期間中に発生した収益を超えて支払われる場合があるため、分配金の水準は、必ずしも計算期間におけるファンドの収益率を示すものではありません。また、投資者の購入価額によっては、分配金の一部または全部が、実質的には元本の一部払戻しに相当する場合があります。ファンド購入後の運用状況により、分配金額より基準価額の値上がり小さかった場合も同様です。

【お客様にご負担いただく費用】

- お客様が購入時に直接的に負担する費用
購入時手数料：購入価額×購入回数×上限3.78%（税抜3.5%）
- お客様が換金時に直接的に負担する費用
信託財産留保額：換金時に適用される基準価額×0.3%以内
- お客様が信託財産で間接的に負担する費用
運用管理費用（信託報酬）の実質的な負担
 ：純資産総額×実質上限年率1.991088%（税抜1.8436%）程度

※実質的な負担とは、ファンドの投資対象が投資信託証券の場合、その投資信託証券の信託報酬を含めた報酬のことをいいます。なお、実質的な運用管理費用（信託報酬）は目安であり、投資信託証券の実際の組入比率により変動します。

その他費用・手数料

監査費用：純資産総額×上限年率0.01296%（税抜0.012%）

※上記監査費用の他に、有価証券等の売買に係る売買委託手数料、投資信託財産に関する租税、信託事務の処理に要する諸費用、海外における資産の保管等に要する費用、受託会社の立替えた立替金の利息、借入金利息等を投資信託財産から間接的にご負担いただく場合があります。

（監査費用を除くその他費用・手数料は、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。）

- お客様にご負担いただく費用につきましては、運用状況等により変動する費用があることから、事前に合計金額若しくはその上限額又はこれらの計算方法を示すことはできません。

【岡三アセットマネジメント】

商 号：岡三アセットマネジメント株式会社
 事業内容：投資運用業、投資助言・代理業及び第二種金融商品取引業
 登 録：金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第370号
 加入協会：一般社団法人 投資信託協会／一般社団法人 日本投資顧問業協会

上記のリスクや費用につきましては、一般的な投資信託を想定しております。各費用項目の料率は、委託会社である岡三アセットマネジメント株式会社が運用する公募投資信託のうち、最高の料率を記載しております。投資信託のリスクや費用は、個別の投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前に、個別の投資信託の「投資信託説明書（交付目論見書）」の【投資リスク、手続・手数料等】をご確認ください。