

日本株式

配当の質に注目する

2019年8月7日

Chief Investment Office GWM

小林千紗、アナリスト; 居林通、日本株リサーチヘッド; 青木大樹、日本地域CIO(最高投資責任者)

- 日本株式市場の平均配当利回りは2.6%と、非常に高水準であると同時に、日本国債とのスプレッドは過去にないほど拡大しており、魅力的な投資機会を提供している。
- この投資テーマは、配当の継続性と安全性に注目する。過去15年間一度も減配していない企業から厳選した銘柄は、バリュエーションが魅力的であると我々はみており、世界経済の先行き不透明感が高まる中で有望な投資先となるだろう。
- 我々は、日本の株式市場が2019年末にかけて回復に向かうと予想しており、グローバルな資産配分で日本株をオーバーウェイトとしている。日本市場が反転するにともない、配当の質の高い銘柄には特に注目が集まるだろう。



出所: Gettyimages

我々の見解

日本の株式市場の現在の配当利回りは平均で2.6%と、非常に高い水準にある。同時に、2年国債利回りとのスプレッドは過去にないほど拡大している(図表1参照)。国債利回りがマイナス圏にあるなかで、日本株の配当利回りは投資家から過小評価されているように見える。さらに、高配当銘柄は、この2年近く市場をアンダーパフォームしてきた。その理由として考えられるのは、世界経済と貿易問題をめぐる不透明感が高まる中、投資家が将来の配当予想を信用しなくなってきたからだろう。投資家は、世界的な不透明感の高まりによって、企業収益が悪化し、減配されるのではないかと懸念している。そうした環境下で、安定した配当を維持しながら、株価水準が依然として割安な銘柄があると我々はみている。過去のデータと企業の配当政策の分析を元に、我々は安定した配当を継続し(減配リスクが小さく)、魅力的なバリュエーションで取引されている銘柄を見つけ出す銘柄選定モデルを考案した。

「配当の質」とは?

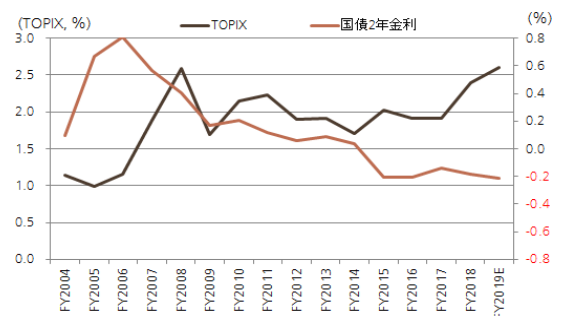
我々は、配当の質に注目する投資戦略を、過去15年間(つまり2008年の世界金融危機や2011年の東日本大震災などの市場混乱時も含め)減配していない企業(もしくは減配1度)に注目する投資戦略と定義する。日本株式市場の配当利回りは過去最高水準にあり、今後も果たして続くのかと疑問視する投資家もいるため、我々は特に配当の継続性と安全性に注目する。銘柄選定プロセスでは、まず過去の配当の継続性(過去の配当支払い実績)と将来の配当支払いの安全性を、定性分析を通じて綿密に検討する。次に、配当の質が高い企業の母集団から、次の3条件のいずれかを満たす銘柄を選別する。1) バリュエーションがここ数年で割安になっている。2) 今後2年間の予想増益率(年平均成長率)が5%を超えている。3) 配当利回りが2.6%を上回っている。

配当の質が高い企業は、継続的に自社の利益見通しに対する自信を示し、株主への高いコミットメントを有していると我々は考えている。さらに、過去15年間継続した配当方針を貫いてきた企業は、現在の配当方針を今後も維持したいと考えるだろう。これらの企業は、世界金融危機の時点においても1株当たりの配当を維持し、減配しなかったという事実は注目に値する。

ベンチマーク/主要予想/投資テーマ

- CIOのベンチマークはMSCIジャパン指数である。
- 米中貿易摩擦の悪影響はあるが、日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は1%増益、2020年度(2021年3月期)の当期利益は3%増益を予想する。
- 現在の日本企業の株価水準は割安であるとみている。日本企業の利益の伸びは、今後2~3四半期で回復に向かうと予想する。
- 短期的な悪材料は概ね織り込み済みと考える。

図表1: 日本の配当利回りは2.6%と高水準にあり、国債利回りとのスプレッドは記録的な水準に拡大



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

日本株式

相場下落時にはこの戦略はどう機能したか？

過去のデータを見てみると、配当の質が高い企業のパフォーマンスは、過去15年間で東証株価指数(TOPIX)を167%ポイント上回った(図表2参照)。しかし、さらに重要な点として、この銘柄群は、世界金融危機、中国ショック(2015年の人民元切り下げ)など、市場が大混乱に陥った時でさえも底堅さを示していた(図表3参照)。例えば、TOPIXが2007年の天井から2009年の底まで60%近く下落した時、優良配当企業の下落率は20%未満に留まった。また、TOPIXが15%下落した2016年の下落率はわずか3%だった。一方で、市場が上昇している時にも、TOPIX並みか、ときにはそれを上回るパフォーマンスを見せている。これは、投資家が、底堅い事業経営と、堅調な(必ずしも非常に高いわけではないが)配当利回りを評価しているためだと我々は考える。継続性は、株価パフォーマンスだけでなく、投資家の選好にとっても重要な要素なのだ。

過去15年間で減配が1回のみ企業のトータルリターンも、ベンチマーク(TOPIX)を大幅に上回っている。しかし、2回以上減配を行った企業は投資家の失望を招き、株価パフォーマンスはTOPIX並に留まった。

安定したキャッシュフロー創出能力が質の高い配当を支える

我々の分析によると、配当の質が高い企業は、1株当たり利益(EPS)の伸びとキャッシュフローが比較的安定しており、結果、配当方針を維持することが可能であることが分かった(図表5参照)。さらに、配当性向(当期純利益のうち配当として株主に分配した比率)の平均は37%と、TOPIXの32%を若干上回る程度で、配当を増額する余地も残されている。

日本企業の経営者は自社株買いよりも配当を好む

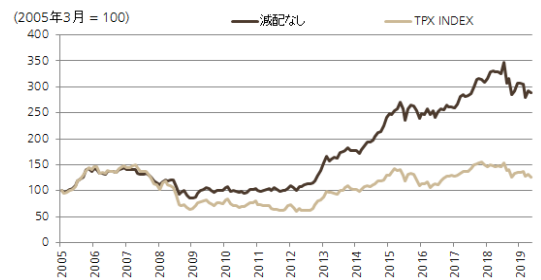
ここ数年、日本企業の自社株買いは増加しており、2019年には総額5兆5,000億円と前年比10%増加することが予想される。しかし、日本企業の経営者は依然として自社株買いよりも配当支払いを好むと我々はみている。2018年では、日本企業の株主還元額に占める配当の比率は72%であるのに対し、自社株買いの比率はわずか28%だった。一方、米国S&P500種株価指数企業を見てみると、株主還元額に占める配当の比率は37%、自社株買いは63%だった(図表6参照)。米国企業はここ数年、負債比率を上昇させ自社株買いを増やしてきたが、日本企業はキャッシュ・ポジションを高め、純負債(有利子負債から現預金を差し引いた金額の純資産に占める割合)比率を低下させてきた。これは、超低金利環境にもかかわらず借入金を増やそうとしない日本企業の経営者の姿勢を反映している。また、日本企業は自社株買いを一過性の還元、配当を長期的な株主還元とみなしていることが多い。

加えて、日本企業独特の株式の持ち合い構造も、日本企業が自社株買いに対して消極的である背景として考えられる。持ち合い株式を売らないかぎり、自社株買いを実施すれば株式の流動性が低下してしまうからだ。以上から、日本市場では、継続的で安全な配当政策が投資家に好まれると我々はみている。しかも、配当の質が高い企業は自社株買いも積極的に実施している。過去5年間における配当の質が高い企業の総還元性向の平均は55%と、TOPIXの44%を上回る。

配当の質が高い企業の中からの選別

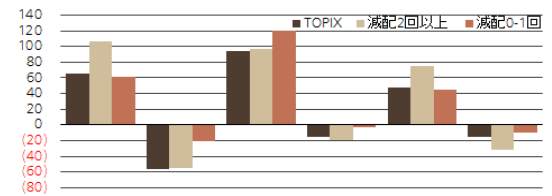
配当の質が高い企業の平均配当利回りは現在2.4%と、TOPIXの2.6%を下回っている。これは、一部の銘柄の株価が適正バリュエーションまで上昇した結果である。上述した3つの条件に基づいて銘柄を慎重に選択し、定性分析も行った上で、我々は安定した配当支払いと一貫した配当政策を有しているにも関わらず、現在は割安な水準で取引されている質の高い配当銘柄を見出した。

図表2: 配当の質が高い企業は過去15年間TOPIXをアウトパフォームしている



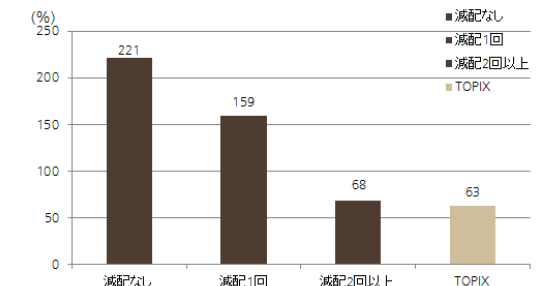
出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

図表3: 減配していない会社のパフォーマンスは市場の変動局面でも底堅さを発揮している(%)
株価パフォーマンス



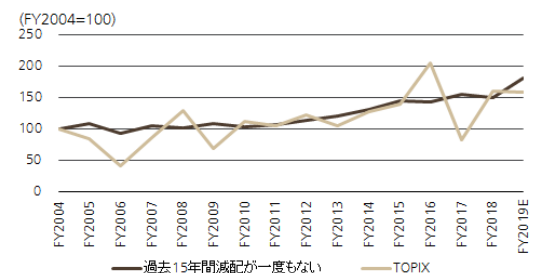
出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

図表4: 過去15年間で減配なしもしくは1回の企業のトータルリターンはTOPIXをアウトパフォームしている
株価パフォーマンス(2014年度=0)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

図表5: 配当の質が高い企業のキャッシュフローは相対的に安定して推移



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

日本株式

ESG 投資家にも魅力的

配当の質が高い企業は、10年以上にわたって配当を維持または増額することで、株主にコミットしてきたと言えます。これらの企業は、株主リターンを高めるために、株主との対話も効果的に行ってきたと我々は考えている。その結果、MSCI ESG リサーチによると、この銘柄群は ESG (環境・社会・ガバナンス) 格付けで日本株式全体と比較して、高い評価を受けている。格付けが A 以上の企業は配当の質が高い企業全体の 46% を占めており、日本株式の平均 33% を大きく上回る (図表 7 参照)。グローバルと比較すると、日本企業のガバナンス (G) に関するスコアはグローバル企業の平均を下回っている。外国人投資家からも、日本のガバナンスの弱さは指摘されている。配当の質が高い企業は、配当重視の投資家だけでなく、ESG を重視する外国人投資家の注目を集めると我々は考える。

日本株式の回復の波に乗る

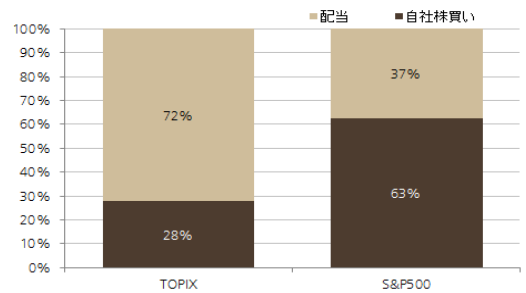
我々は、グローバル資産配分で日本株式をオーバーウェイトとしている。日本企業は、2019 年度 (2020 年 3 月期) の下期から増益に転じる可能性が高い (図表 8 参照) と我々は予想している。現在のところ、外国人投資家は、米中貿易問題をめぐる不透明感を警戒しており、企業利益の低迷を理由に日本株を避けている。しかし、企業業績が年末にかけて増益に転じれば、外国人投資家も日本株市場に戻ってくると予想する。外国人投資家は、2018 年に約 12 兆円の日本株を売り越した。年初からもポジションを減らし続けており、日本株持株比率は相対的に低下している模様で、その揺り戻しはかなり大きいと予想される。配当の質が高い企業は、市場が回復基調にあるときには買いが集まりやすいとみられる。米連邦準備理事会 (FRB) のハト派傾斜と、日銀の金融緩和スタンスも、日本の優良配当株投資戦略の追い風になるだろう。

銘柄選択

配当の質が高い企業群の中では、上述の 3 条件に基づいて銘柄を選別し、現在は大幅に割安な水準で取引されているながらも利益見通しが堅実な銘柄、言い換えれば将来も継続的かつ安全に配当を実施できると思われる銘柄を特定した。

このサブグループの配当利回りは、TOPIX と同水準の 2.6% だが、配当の予測可能性と安全性が高い。我々の日本株選好リスト (EPL) の今後 2 年間の利益成長見通し (年率平均で 8%) は、市場ベンチマーク (同 2%) よりも高く、したがって、EPL の株価はベンチマークを上回ると予想している。EPL のセクターは分散されており、持続的な配当政策と安定したキャッシュに支えられて、上昇局面ではベンチマークを上回り、下落局面では底堅く推移すると考えられる。詳細は最新の EPL でご確認いただきたい。

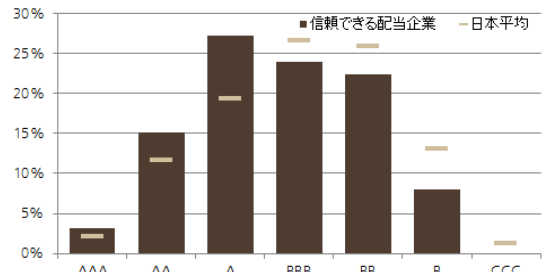
図表6: 日米企業の総還元額における、配当と自社株買いの内訳



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

図表7: 配当の質が高い企業はESGスコアで日本市場の平均よりも高く評価されている

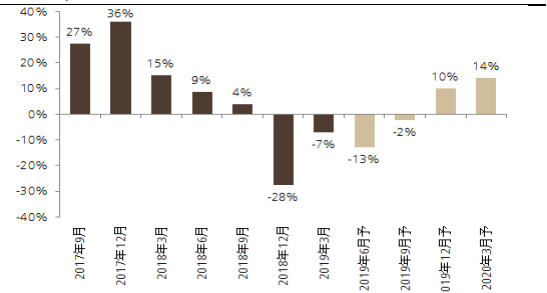
格付け A 以上の銘柄は日本株式市場全体では 33% を占めるのに対し、配当の質が高い企業では 46% を占める



出所: MSCI ESG Research、UBS、2019年8月6日現在

図表8: 日本の企業利益は2019年度後半から増益に転じると予想する

TOPIXの純利益の伸び率(前年同期比、金融とソフトバンクを除く)



出所: ブルームバーグ、UBS、2019年8月6日現在

Appendix

免責事項と開示事項

本レポートは、UBS チーフ・インベストメント・オフィス(UBS AG またはその関連会社)が作成したりサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社 が作成したものです。なお、本レポートは、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)のほか、その業務委託先である UBS 銀行東京支店を通じて配布されることがあります。本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。UBS AG(以下、「UBS」)および UBS グループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本レポートで言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人として取引したりすることがあります。あるいは、本レポートで言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、また、過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。当社は、お客様固有の投資目的、財務状況、ニーズを考慮に入れることはできません。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS 証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第 2633 号

加入協会:日本証券業協会、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

一般社団法人日本投資顧問業協会

UBS 証券株式会社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して、最大 1.00%(税抜)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.25%(税抜)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。国内株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されます。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。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。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債、等)を当社が相手方となりお買い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。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料として申込手数料があり、申込代金に対して上限 3.00%(税抜)です。間接的にご負担いただく手数料として運用報酬(信託報酬)があり、各ファンドの平均純資産額の年率 2.34%(上限)(ファンドごとに異なりますので、各ファンドの目論見書または販売用資料をご覧ください。)およびその他費用がある場合があります。その他の費用は、保有期間等によりご負担が異なりますので、表示することができません。投資信託は組み入れた有価証券の価格や為替相場などの変化により価格が変動し、損失が生じるおそれがあります。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの 1%または 1 円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの 2%を上限とします。

本レポートは、資産クラスや市場に関する参考情報の提供を目的としており、特定の商品の取引を想定したものではありません。本レポートに記載されている資産クラスや商品群には、当社または業務委託先である UBS 銀行東京支店で取り扱っていないものも含まれています。

金融商品仲介等業務を行う登録金融機関

商号等:ユービーエス・エイ・ジー(銀行)東京支店、登録金融機関: 関東財務局長(登金)第 605 号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

© 2019 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBS は、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。