

# 日本株式

## 配当の質に注目するーアップデート

2020年1月28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;

- 2020年も超低金利が続く見通しである。こうした状況下では、質の高い安定的な配当を継続的に分配する企業に引き続き投資家の注目が集まるだろう。
- 過去4カ月に渡る株価上昇にもかかわらず、日本株式市場の長期配当利回りは2.4%と高水準を維持している。国債利回りとのスプレッドも過去最高水準にまで拡大しており、魅力的な投資機会を提供していると考えられる。
- 配当の質に注目する我々の投資戦略は、投資家に安定的なキャッシュ・フローを提供し、相場変動が大きい局面ではベンチマークを上回るパフォーマンスが期待できるディフェンシブな投資スタイルである。



出所: Gettyimages

### 我々の見解

米中の貿易摩擦は落ち着きを見せているが、経済活動は依然として低調で、地政学的な不透明性は高い状況が続いている。2020年も超低金利が続く公算が大きく、投資家による「イールド・ハンティング(利回り追求)」は今年も続くと考えられる(図表1参照)。配当の質に注目する我々の投資テーマでは、配当の継続性と安定性を重視する。世界経済を取り巻く不透明性を踏まえると、過去15年間安定した配当政策を維持している厳選した質の高い銘柄は、ベンチマークをアウトパフォームするだろう。こうした企業の多くは、業績やキャッシュ・フローが安定しており、バランスシートが健全である。

### 配当の質に注目する戦略のパフォーマンス

過去のデータを見てみると、配当の質が高い企業の株価パフォーマンスは、たとえば2008年の世界金融危機や中国ショック(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た(図表2参照)。TOPIXが2007年の天井から2009年の底まで60%近く下落した時にも優良配当企業の下落率は20%未満にとどまった。また、TOPIXが15%下落した2016年も、下落率はわずか3%だった。一方で、(ここ数カ月の上昇局面のように)株価が上昇基調にある場合はTOPIXと同様か、時にはそれ以上のパフォーマンスを上げている。2019年は、特に米中貿易懸念が後退した年後半にかけても、このユニバースはTOPIXを上回った。これは、業績の底堅さに加え、安定した(必ずしも非常に高いわけではないが)配当利回りを継続している点が、超低金利環境の現代において投資家に評価されているからだと考えられる。この傾向は2020年も続くものとみている。

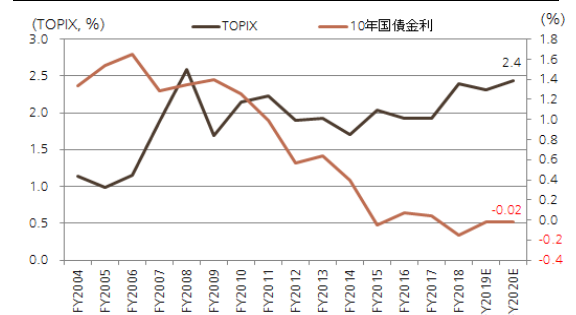
### 銘柄選択

我々は、配当の継続性と安全性に注目しており、過去15年間減配していない(もしくは減配が1回)企業を選好している。我々の投資テーマの配当利回りは、TOPIXの2.4%をやや上回る2.5%と魅力的でありながら、配当の見通しと安全性が高い。我々の日本株推奨リスト(EPL)の今後2年間の利益成長見通しは、市場ベンチマークよりも高く、1株当たり利益(EPS)成長率の中央値は12%と、市場全体の3%を凌ぐと予想される。このことから、EPLの株価はベンチマークを上回るだろう。EPLのセク

### 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。
- 日本企業の2019年度(2020年3月期)の当期利益は3%の減益、2020年度(2021年3月期)は、米中貿易摩擦の悪影響は考えられるものの、3%増益を予想する。日本企業の利益は、今後2~3四半期で回復に向かうと見込んでいる。
- 我々はグローバル戦術的資産配分において、バリュエーションが魅力的な日本株式をユーロ圏株式に対しオーバーウェイトとしている。しかし、過去4カ月にわたり上昇相場が続いたため、目先の上昇余地は限定的とみる。

図表1: 日本の配当利回りは2.4%と長期的な高水準であると同時に、日本国債利回りとのスプレッドは過去最大に拡大



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月27日現在

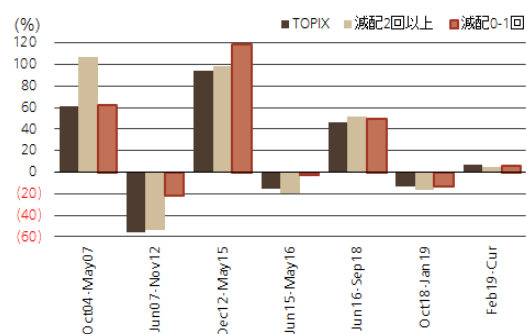
## 日本株式

ターは分散されているため、継続的な配当政策と安定したキャッシュ・フローに支えられて、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みられる。

### リスク

この投資テーマのリスクは、世界的なリスクオフ・ムードから円高が進み、これが企業利益見通しと配当見通しに悪影響を及ぼすことである。また、貿易摩擦と地政学的な衝突も懸念材料である。

**図表2: 配当の質が高い企業は市場の低迷局面でも強い耐久性を示してきた**



出所: ブルームバーグ、UBS、2020年1月27日現在

## 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・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AG またはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS 証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、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なく、金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものでもありません。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。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

UBS 各社(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、本人または代理人等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。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

当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 1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大 1.375%(税込)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(店頭取引やト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、お申込み金額に対して最大 3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大 0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大 5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(最大 2.34%(税込・年率))のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、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。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ので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS 投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大 1.76%(税込)の運用報酬をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

# 日本株式

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。

UBS 銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

© UBS 2020 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。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者

商号等: 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第 649 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

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者

商号等: UBS SuMi TRUST ウェルス・アドバイザーズ株式会社 関東財務局長(金仲)第 898 号