

低成長・低金利時代の株式投資戦略 — 注目を浴びる高配当戦略

目次

- I. はじめに
- II. 注目を集める株式配当
- III. 投資尺度としての配当利回りの歴史の変遷
- IV. 安定したパフォーマンスを示す高配当戦略
- V. 高配当戦略における留意点
- VI. まとめ

資産運用部 外国株式クオンツ運用 G ファンドマネージャー 奥本 心
国内株式クオンツ運用 G ファンドマネージャー 浅田 一成

I. はじめに

「失われた 20 年」。

日本経済は、バブル崩壊以降、長期にわたる GDP 成長率の低迷、株価の低迷からそう形容されてきた。将来を見てもデフレ、巨大な政府債務、少子高齢化、新興国との競争激化と問題は山積みであり、日本の成長性を悲観する言葉には事欠かない。昨年 7 月の英エコノミスト誌による「Turning Japanese」（進む日本化）という特集が話題となったように、欧米先進国もまた、リーマンショック後の不動産市場の低迷や国の巨額な債務問題から日本化（Japanification）の懸念が語られることが多い。そんな先進各国の成長期待が低下した時代において、株式投資でどこまで期待したリターンが得られるのかどうか疑問が出てくるのは当然だろう。

しかし、株式から得られるリターンはなにも高成長やインフレにより得られるキャピタルゲインのみではない。インカムゲインである配当もまた重要な要素である。低成長時代であっても、安定的な配当の積み重ねが株式のトータルリターンへ着実に寄与すると考えられる。加えて、現在は株式の配当利回りが長期金利を上回って推移しており、また国の財政悪化による長期金利の上昇懸念が叫ばれる中で、年金財政の期待収益率を達成するために、高配当戦略は長期的に魅力的な利回りを提供できる可能性がある。

本稿では、低成長・低金利時代に高配当戦略が安定的な収益獲得に向けて魅力的な戦略であることを、足元の配当の状況、歴史的見地、シミュレーションによる実証分析から示していく。また、高配当戦略を行うにあたって最も重要な、いかに減配リスクを避けるかについて

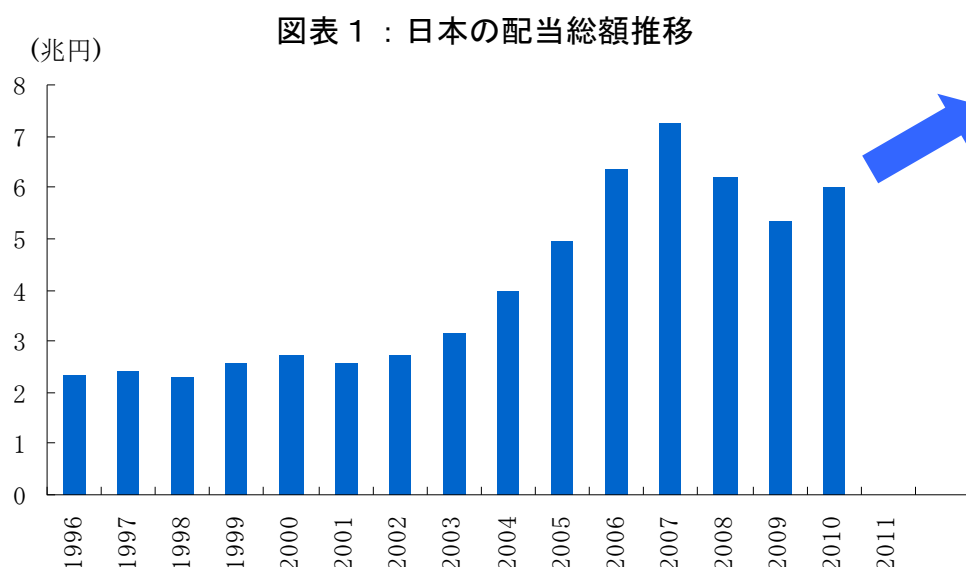
て、その重要性と効果について述べていきたい。

Ⅱ. 注目を集める株式配当

1. 増加基調にある日本の配当

株式のトータルリターンはキャピタルゲインとインカムゲインを足したものである。しかし従来、投資家の多くはキャピタルゲインを重視する傾向にあった。長期で見れば高成長や安定したインフレの中でキャピタルゲインが得られてきたことや、株価のボラティリティが非常に大きいことから、超過収益の獲得可能性が高いように見えるキャピタルゲインを重視してしまうのだろう。

しかし、近年、日本の成長期待の低下に伴い、キャピタルゲインへの期待も低下傾向にある。一方で、インカムゲインである配当への注目度は日増しに増している。図表1で示すように、配当総額はこの10年で大きく伸びてきており、リーマンショック後の2008年にいったん減少したものの、その後、急回復しており、今後も伸びが期待できる。



出所：AMSUS より三菱UFJ信託銀行作成

また、配当に対して明確な数値目標を持つ企業も増えてきていることも配当への注目度の高まりを示している。例えば住友商事は有価証券報告書の中で「当社は、株主に対して長年にわたり安定した配当を行うという基本方針のもと、経済環境の変化や投資計画の進捗に柔軟に対応しながら、連結配当性向を20%～30%の範囲で運用することとしております」と配当性向の目標を明示している。

近年、なぜこのように企業側が配当を重視するようになり、配当が増加基調にあるのだろうか。それは日本の株式市場の投資家層の変化にあると考えられる。日本では長らく銀行や事業会社との持ち合い株が多く、株主としての要求をあまり行ってこなかった。しかし、昨今の持ち合い株の解消の動きの中で銀行や事業会社の保有比率が減少していくとともに、要求利回りの高い外国人や個人投資家の保有比率が増加してきた。このような「物言う株主」の台頭が、企業に株主を重視する方向へ舵を切らせたのだと考えられる。

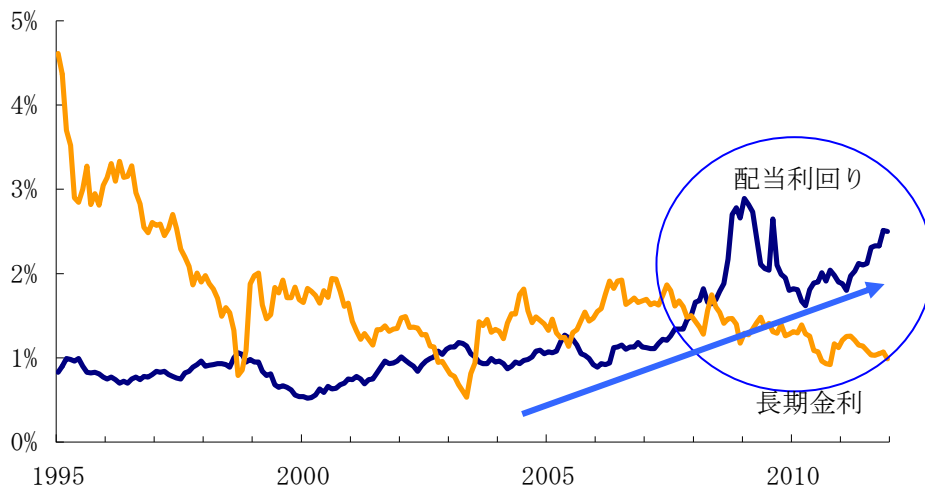
2. 債券と比較した高配当株の魅力

近年、債券の金利と比較しても、株式の配当利回りは非常に魅力が高くなってきている。図表2は日本の配当利回りと長期金利の関係を見たものである。株価が下落したことおよび、近年の株主重視の流れの中で、配当利回りは着実に高まっている。一方、デフレや日銀の金融緩和政策の長期化により長期金利が非常に低い水準にあるため、配当利回りは金利を上回り非常に魅力的な水準となっている。

これは、米国の配当利回りと長期金利の関係で見ても同様である（図表3）。米国においても2008年以降、配当利回りと長期金利はほぼ拮抗しており、魅力的な水準にあると言える。

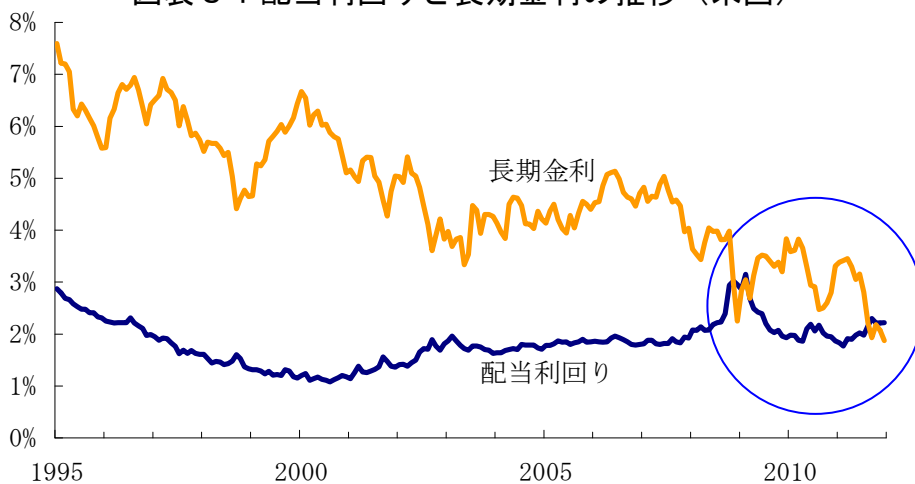
このような配当の増加、配当利回りの魅力的な水準は、高配当戦略の可能性を強力にサポートしていると考えられる。

図表 2 : 配当利回りと長期金利の推移 (日本)



出所 : DATASTREAM より三菱 UFJ 信託銀行作成

図表 3 : 配当利回りと長期金利の推移 (米国)



出所 : DATASTREAM より三菱 UFJ 信託銀行作成

Ⅲ. 投資尺度としての配当利回りの歴史的変遷

現在は配当利回りが長期金利を上回った状況となっているが、今後それが継続するのだろうか。これまで成長株投資が主流であった株式投資において、高配当戦略は傍流であったが、今後は魅力的な戦略になるのだろうか。

ここでは、長期の歴史的見地から高配当戦略の可能性について述べていきたい。

1. 株式＝配当利回りの時代（～1950年頃）

我々が生きてきたこの数十年は世界的な高成長時代であったため忘れ去られているが、1950年頃までは配当利回りが金利を上回るのは世界中で当たり前のことだった（図表4、5）。債券に比べて株式は、元本毀損や配当がゼロになる可能性が高いリスク資産である。そのため、当時は利益が出てさえいれば、金利よりも高い配当が当たり前として企業に期待されていた。

図表4：配当利回りと長期金利の推移（日本）



出所：DATASTREAM より三菱UFJ信託銀行作成、

1986年以前は電電債の金利

図表5：配当利回りと長期金利の推移（米国）



出所：MULTPL ホームページより三菱UFJ信託銀行作成

こうしたインカム重視の時代に株式の投資尺度は配当利回りを用いるのが一般的であった。例えばジェレミー・シーゲルは、19世紀のように、証券取引委員会（SEC）や、財務会計基準審議会（FASB）のような監督、規制機関もなく、凡そ基準がない環境の下で、どのように決算が確かかを示したかという、「昔ながらの方法＝配当を支払うこと」で示していた、と記している。

また、「バリュー投資の父」として有名なベンジャミン・グレアムは、1920年代に書かれた著作において、利益を配当で分配するという基本原則に対し、アメリカではそれと逆の強い潮流もあるものの、海外では「利益全体を配当に充て、事業の拡大は新規の証券発行によってまかなう」のが一般慣行であるとしている。

2. 第二次世界大戦後（1950年代～）の利回り革命

その後、第二次世界大戦後の1950年代に入り、世界中で金利が配当利回りを上回る「利回り革命」が起こる。配当利回りが金利を上回る局面は、戦後、一時的には何回か経験された。しかし、戦後しばらくして金利が配当利回りを上回る環境が恒常化するに及んで、「利回り革命」といわれることとなった。

配当利回りが金利を下回った理由は、戦後の恒常的な経済成長への期待を前提とした株価の大幅な上昇にある。ソ連など社会主義国との冷戦を背景に、資本主義国は経済への介入の度合を強め、ケインズ型のマクロ経済政策によって経済を安定させることに成功した。また、世界的にベビーブーマー（日本では団塊世代）が成長し人口が急増する人口ボーナス効果のなかで高度経済成長が実現したことも株価上昇に大きく寄与した。

それまで株式といえば高配当銘柄を買うということが一般的であった。しかし、株価上昇により配当利回りが低下する一方、高い経済成長や高インフレ等の環境の下、高い成長性を示す企業が現れた。成長企業に投資するという「Growth Stock」（成長株）という概念はこのころ生みだされた。株式にインフレヘッジ機能があるということも、インフレが恒常化したこの当時に生み出された概念である。

このような配当よりも利益成長、キャピタルゲイン重視の時代に、株式の投資尺度はPER等の利益を基準とした指標が主流になり、配当利回りは次第にその利用範囲を狭めていった。

3. 世界で起こる逆利回り革命（2008年～）

そして現在、日本では98年の大手金融機関の破綻や景気悪化による金利急低下時や、03年の不良債権処理で起こった金融不安による金利低下時に、一時的な配当利回りと金利の再逆転「逆利回り革命」を何度か経験してきた。これは50年代の「利回り革命」とのときと同様で、成長に対する楽観論と悲観論の交錯が引き起こしたものである。その後、08年のリーマンショック時に大きな景気後退を迎え成長期待が大きく低下したことで、配当利回りが金利を上回る状態が恒常化することとなった。

欧米先進国でも08年以降、配当利回りが金利を上回る状況が相次いだ。リーマンショック後の欧米先進国の住宅バブル崩壊、巨額の政府債務によりこれまでの高成長期待の剥落が金利低下と配当利回りの上昇を招いたためである。今後は、日本と同様に、成長期待と期待剥落を行き来しながら何度か配当利回りと金利の逆転を繰り返しながら、高い成長率とインフレ率を維持できなくなれば、配当利回りが金利を上回る状況が常態化することになるだろう。

このような世界的な低金利下において、日本では既に無くなりつつあるキャピタルゲインへの期待喪失感が、欧米先進国でも大きくなっていくかもしれない。1950年代までと同様に高リスク資産に対しては高い配当利回りを要求する時代が再び到来したとすれば、株式の主な投資尺度として配当利回りが復活した可能性が高いと言えるだろう。

IV. 安定したパフォーマンスを示す高配当戦略

金利低下とともに魅力が増している配当利回りを利用した、高配当戦略のパフォーマンスとその特徴について、実際の運用に近い形での有効性検証としてバックテストを紹介する。

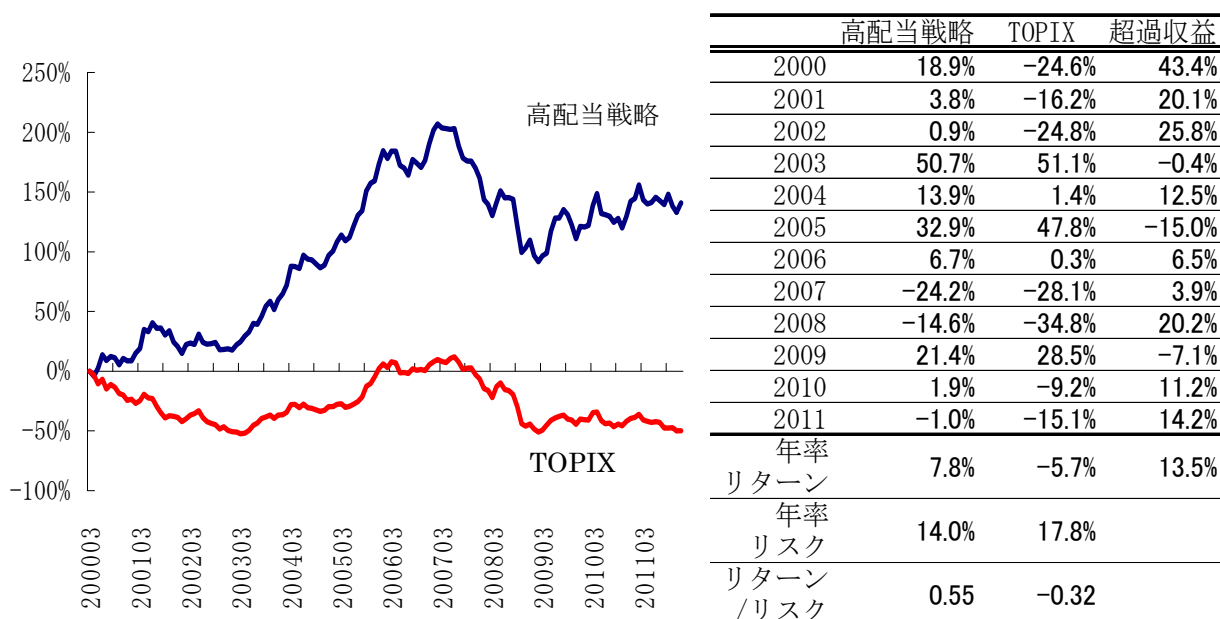
バックテストでは、一定のルールに従って実際のファンド運用に近い形でポートフォリオを作り、これを一定期間毎にリバランスを行う。そしてこれらのポートフォリオのリターンを時点毎に計測することによって、戦略の有効性を測るものである。

尚、当バックテストにおいては、財務指標等を用い、減配リスクが高いと考えられる銘柄を除外してポートフォリオを構築した（減配リスクに関しては、「V. 高配当戦略における留意点」を参照）。

1. 日本株の高配当戦略パフォーマンス

まず日本株のバックテスト結果のグラフを見ると、TOPIXのリターンがマイナスに落ち込み低迷するなか、高配当戦略は長期で見ると安定したパフォーマンスを獲得できていることが分かる（図表6）。さらにリスクはTOPIXを下回っており、結果としてリスク当たりリターンは非常に高い。また、年度別では、2008年、2010年などの株価下落時において、大きなダウンサイド抑制効果がみられることも特筆すべき点である。財務健全性が高く、内需中心で円高リスクにも強いクオリティの高い銘柄を中心としたポートフォリオとなるため、このようなダウンサイド抑制効果がみられると考えられる。

図表6：日本株 高配当戦略のパフォーマンス

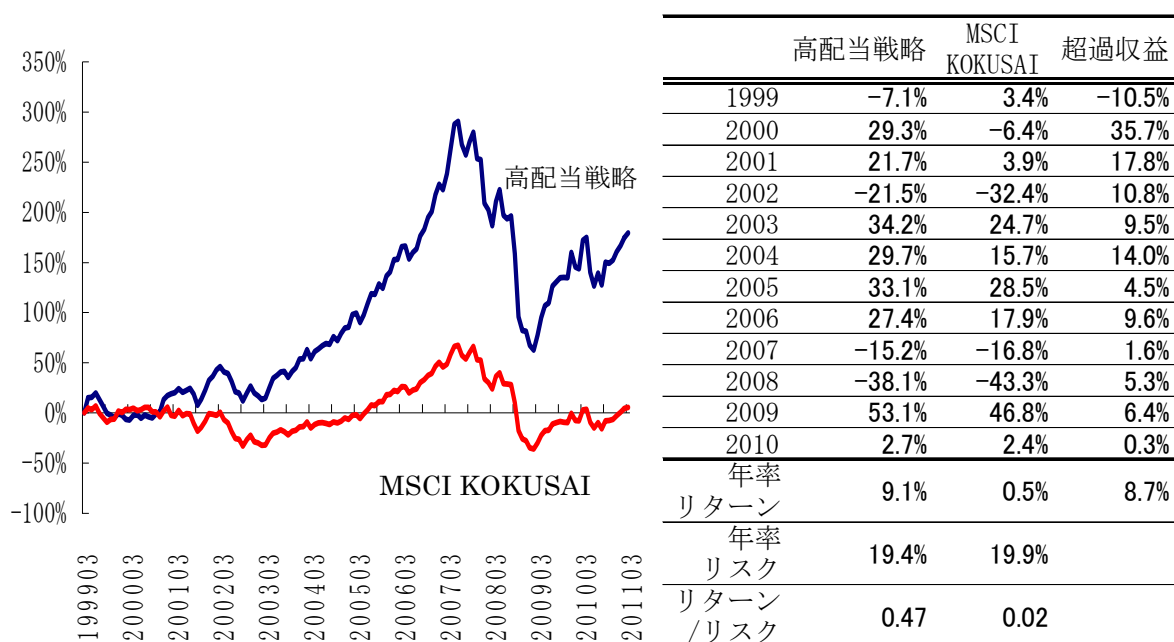


出所：三菱UFJ信託銀行作成

2. 外国株の高配当戦略パフォーマンス

外国株のバックテスト結果のグラフを見ると、ベンチマークが低迷する中で、日本株同様に長期で安定したパフォーマンスを獲得できていることが分かる（図表7）。これは、日本株同様に、財務体質が健全で、利益の安定した銘柄を中心にポートフォリオを構築しているためであると考えられる。

図表7：外国株 高配当戦略のパフォーマンス



出所：MSCIより三菱UFJ信託銀行作成

MSCI KOKUSAIは配当込み・税引き前・円ベース

3. 高配当戦略のパフォーマンスが高い理由

高配当戦略が、日本株でも外国株でも同じように安定した絶対収益を獲得でき、TOPIX や MSCI KOKUSAI に対しても超過収益が獲得できているのは、どのような背景があるのだろうか？

それは高配当が、コーポレートガバナンスの強さを表し、規律の高い経営により高い利益率を維持しているからと考えられる。

では高配当が維持できる企業の条件とは何だろうか。

そこには2つの要素がある。1つは高い配当を安定的に支払い続けられるために高いキャッシュフローを生み出し続ける能力。もう1つは配当を支払い続ける経営陣の意思（配当政策）である。これら2つの条件が揃った高配当企業は、高い配当を支払うことにより、内部留保を必要最小限の水準で維持しながら、高いキャッシュフローを創出し続けることで、高い利益率を維持し、株主価値を高めることができているのである。

例えば、高配当で有名なローソンはアニュアルレポートのなかで以下のように記述し、配当政策を含めた高度な資本政策のもとで高い利益率を追求している。「ローソンは、株主に対する利益還元を経営の最重要政策のひとつと位置づけており、投資家の当社に対する収益期待を反映した資本コストの水準を意識して経営を行っています。（中略）当社が適正と考える資本構成に基づき、利益配当や自己株式取得及び消却を実施し、最適な資本効率を追求し、中長期的に ROE15～20%の達成を目指しています。」

高配当戦略は、逆に言えばコーポレートガバナンスの視点で、安定したダウンサイドリスクに強いパフォーマンスを獲得できているとも言える。例えば配当を支払わず内部留保に積極的な企業の中には、華美な自社ビル建設や証券投資など利益率の低い投資や本業とは直接関係の無い投資を行う企業もある。そうした企業を排除して、安定したキャッシュフローから配当を積極的に支払い、規律高く経営を行っている企業に投資することが、安定した高いパフォーマンスに繋がるのであろう。

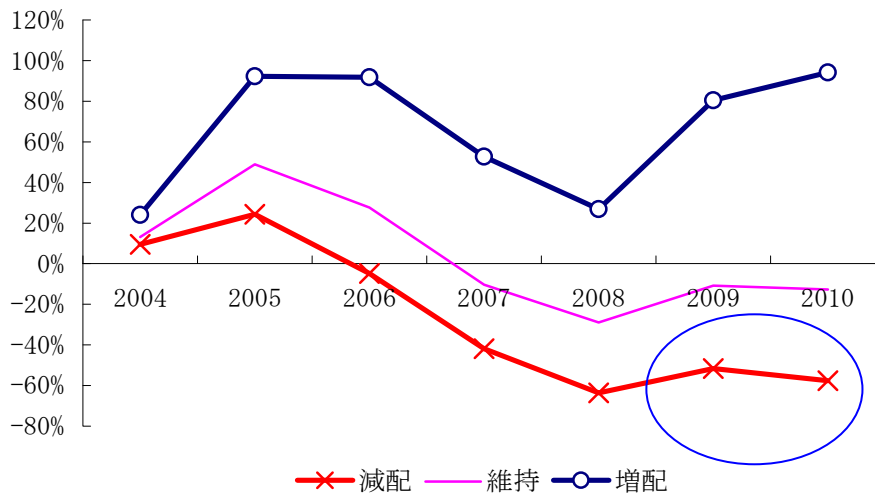
V. 高配当戦略における留意点

1. 減配リスク

高配当戦略で重要なことは、高い配当が本当に支払われるかどうか、つまり投資先企業の減配リスクの精査である。

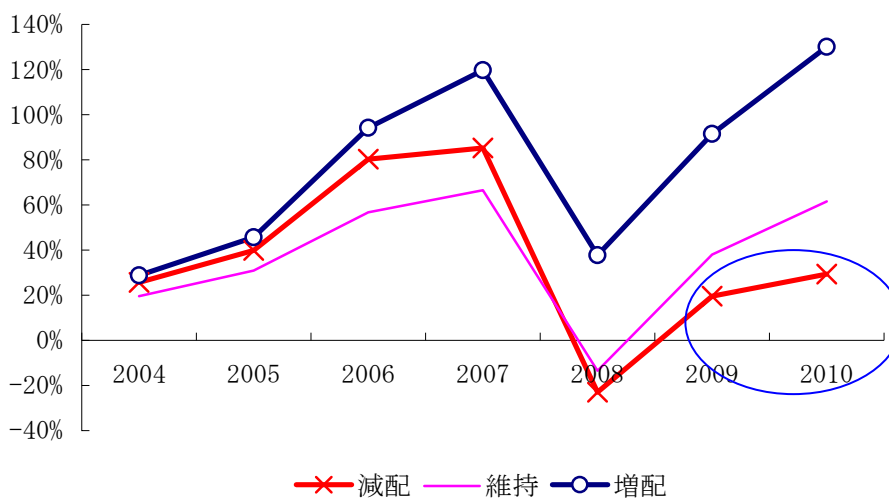
高配当利回りの銘柄の中には、業績悪化等により減配リスクが高くなったことで株価が下落した結果、高配当利回りとなった銘柄も存在する。では、そうした銘柄で実際に減配した銘柄のリターンはどのようなのだろうか？それを見たものが図表8、9である。配当を維持、もしくは増配した銘柄に比べ、減配する銘柄のリターンは非常に低い。これをいかに避けるかが高配当戦略の肝となろう。

図表8：日本株での増減配銘柄の株式リターン推移



出所：AMSUS より三菱UFJ信託銀行作成

図表9：外国株での増減配銘柄の株式リターン推移



出所：FACTSET より三菱UFJ信託銀行作成

2. 減配リスクの抑制手法

では、減配リスクが高い銘柄をどのように見つけ出すのか。重要なことは3つである。

高配当を支払い続ける余地があるかどうかを見るため、バランスシートの健全性とキャッシュフローの創出能力、そして配当を支払い続ける経営者の意思が今後も変わらないかどうかである。これらを厳格に精査するために、定量的な調査・分析はもちろん企業の配当への考え方を確認する定性的な調査・分析が非常に重要となってくるであろう。

VI. まとめ

バブル崩壊後の日本のデフレ、成長性低下の長期化により日本株への期待が低下してきている。欧米先進国でも住宅バブル崩壊と巨大な政府債務問題で、日本と同じ道を歩む可能性が懸念されている。そうした中、足元の配当利回りの水準は、長期金利と比べて先進各国で非常に魅力的な水準にある。また、歴史的に見ると、キャピタルゲイン狙いの株式投資は戦後の高度成長時代のものであり、1950年より以前のような配当利回りが金利を上回り高成長が継続しない時代には、配当利回りを投資尺度として利用することが一般的となるだろう。

実際、成長期待の低下した日本市場で実証分析を行うと、高配当戦略はダウンサイドリスクに強く、長期的に安定したパフォーマンスを示している。外国株式においても、リーマンショック後の成長期待が低下してくる中で、日本株同様に安定したパフォーマンスを示している。このような高配当戦略は高いコーポレートガバナンスで経営されている企業へ投資することで実現されている。ただし、見せかけだけの高配当企業は減配リスクが高く危険を伴うため、減配リスクの有無を厳格に見極めることが非常に重要となる。

高配当戦略は分かりやすい戦略であることから、年金基金にとっても透明性の高い運用手法であると言える。低成長・低金利時代においても株式投資を悲観しすぎること無く、高配当戦略が一つの答えになりうる可能性を本稿では示すことができたのではないだろうか。今後の議論をさらに促す事ができれば幸いである。

(2012年3月15日記)

※本稿中で述べた意見、考察等は、筆者の個人的な見解であり、筆者が所属する組織の公式見解では無い。

【参考文献】

- ・ 石川博行(2007), 『配当政策の実証分析』 中央経済社
- ・ 小林和子(1995), 『株式会社の世紀—証券市場の120年』 日本経済評論社
- ・ ジェレミー・シーゲル著／瑞穂のりこ訳(2005), 『株式投資の未来 永続する会社が本当の利益をもたらす』 日経 BP 社
- ・ ベンジャミン・グレアム著／山本章子訳 (2009) 『ベンジャミン・グレアムの投資の王道 バリューストック投資の父が明かす不朽の教訓』 日本実業出版社

本資料について

- 本資料は、お客さまに対する情報提供のみを目的としたものであり、弊社が特定の有価証券・取引や運用商品を推奨するものではありません。
- ここに記載されているデータ、意見等は弊社が公に入手可能な情報に基づき作成したのですが、その正確性、完全性、情報や意見の妥当性を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら保証するものではありません。
- 本資料に記載している見解等は本資料作成時における判断であり、経済環境の変化や相場変動、制度や税制等の変更によって予告なしに内容が変更されることがありますので、予めご了承下さい。
- 弊社はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等について、賠償責任を負うものではなく、投資家の弊社に対する損害賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。
- 本資料の著作権は三菱 UFJ 信託銀行に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。
- 本資料で紹介・引用している金融商品等につき弊社にてご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等には相場変動等による損失を生じる恐れや解約に制限がある場合があります。なお、商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読み下さい。

編集発行：三菱UFJ信託銀行株式会社 投資企画部

東京都千代田区丸の内1丁目4番5号 Tel. 03-3212-1211（代表）