

▶ 今まさにスタートライン！ 今後注目の 中国高配当株式

テクノロジー関連株式が常に舞台の中心に立っていたため、中国の高配当株式は見落とされて来ました。高配当株式はバリュエーション（割安度合い）の面でより魅力的になっています。では投資家は何をきっかけに注目し始めるのでしょうか。



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ージャー / アジア配当株戦略チーム

中国の高配当株式は特に過去5年間においてテクノロジー関連株式に劣後してきました（図1参照）。収益の伸びに関する格差がパフォーマンス差の要因であったようにも見えます。

高配当企業の利益成長が年率3.9%であったのに対して、テクノロジー関連企業は同28.6%を記録しました¹。

図1：中国高配当株式は2013年以降テクノロジー関連株式に劣後

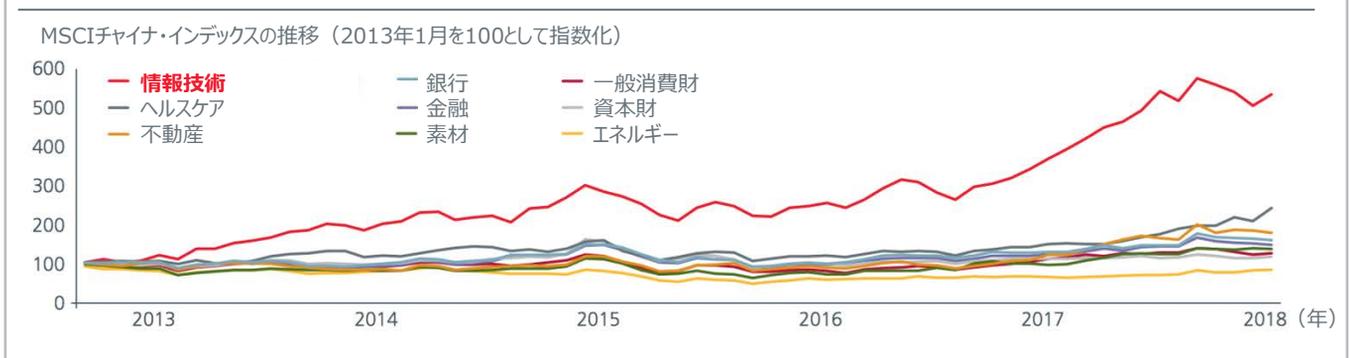


図1：Datastreamのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。2018年5月31日時点、現地通貨ベース、トータルリターン。

○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。

高配当企業はしばしば（たとえ不当であるにせよ）「オールドエコノミー（旧態依然の経営）」と見られがちです。投資家の想像力をかき立てることも、テクノロジーに依存した「ニューエコノミー」企業のような高い評価を得ることも出来ませんでした。

皆が「ホットな」テクノロジー関連株式を追いかけている間、投資家は中国の高配当株式を著しく過小評価して来たという構図が浮かび上がってきます。この構図は変わりはじめているかもしれません。

中国高配当企業は割安かつ確固とした利益成長を見せる

中国のテクノロジー関連企業の予想株価収益率（PER）は27.3倍という高い水準にあります²。これほどまで割高な水準にあつては、企業収益に関してほんの少しの失望も許されません。市場は直近の四半期決算において、どんな下方修正もまったく許容しませんでした。

再開された米中の貿易摩擦論争は（技術開発分野において中国の勢いを削ぐことになりかねないと思われていますが）、投資家を動揺させています。米トランプ大統領が中興通訊（ZTE）、さらには華為技術（Huawei）といったテクノロジー関連企業の知的財産権問題にますます固執するようになり、懸念は高まってきました。

私たちは、この種の不透明感は投資家にとって、銀行やエネルギー企業のような高配当株式の安定性に目を向けさせるきっかけであるべきだと考えます（図2参照）。これらの株式は割安な水準で流動性も高く、インカム（配当）収益も期待できます。

バリュエーション単独で見れば、高配当株式は非常に魅力的に見えます。

銀行や保険を含む金融、エネルギー、不動産や素材などの中国の高配当株式は、PERと株価純資産倍率（PBR）の両方を勘案しても割安な水準で取引されています。より割高な一般消費財業種やテクノロジー関連業種にとって代わるほど魅力的であるように見えます（図3参照）。

図2：投資家は2018年初来、高配当株式に回帰

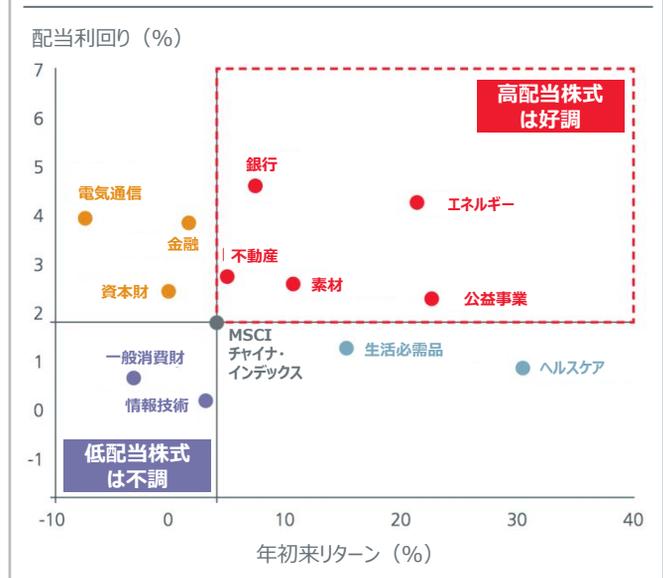


図2：Datastreamのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。年初来リターンは2017年12月31日～2018年5月31日のリターン。配当利回りは2018年5月31日時点の予想配当利回り（12か月）。セクターはすべてMSCIチャイナ・インデックスの各業種指数による。

図3：MSCIチャイナ・インデックスの業種別バリュエーション

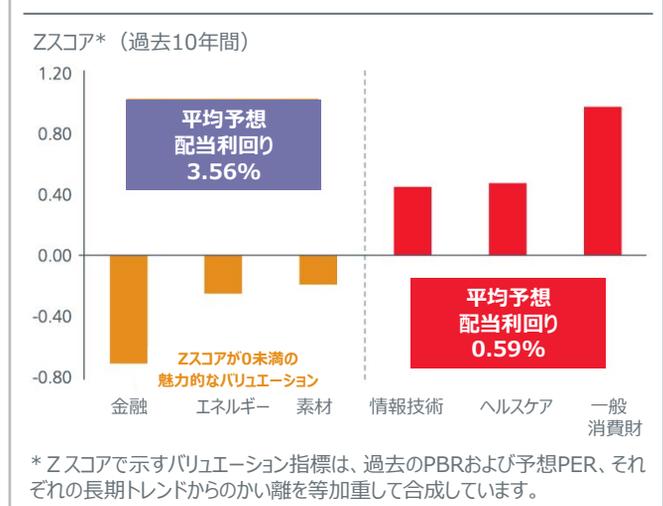


図3：Datastreamのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。2018年5月31日時点。MSCIチャイナ・インデックスの各業種指数のPERとPBRの正規分布に基づき1：1で合成。

最も高配当である業種の一つである金融は、他の業種に比べてかなり割安な水準で取引されていることは図3からも明らかです。

このギャップは主に中国の銀行が、2016年の底値から見ると指数ベースで約50.8%上昇したにも関わらず、割安であることによるものです³。当然、「なぜ割安に放置されたのか」と「今後その環境は変わるのか」という疑問が浮かんできます。割安に放置されてきた理由の大半は、不良債権問題と最適な引当金の水準に関する投資家の不安に起因していると考えられます。シャドーバンキングと銀行のオフバランス（簿外）取引での融資に対する懸念が話を難しくしました。その結果、指数で見ると、中国の銀行は市場平均よりも57%も割安なPBR0.8倍で取引されています（図4参照）。私たちはこの懸念は行き過ぎであると確信しています。

中国銀行株指数は2016年後半以降中国株全体に対して常に4割ほど割安な水準で取引されてきました⁴。不良債権問題など中国銀行セクター特有の懸念材料が割安に放置されてきた要因です。すでにその悪材料を織り込んだ現時点で中国の銀行は魅力的な投資機会を提供してくれそうです。

規制当局の前進は過小評価された中国の銀行にとってポジティブ

シャドーバンキングやその他の金融における構造問題への取り組みに向けた新しい規制手段は着実に進行しており、投資家の信頼は高まっていると思われます。

例えば2017年に導入されたバランスシート拡大を抑制するための新たな規制はシャドーバンキングや債券取引を制限することを狙ったものです。これらの規制が正しく実行されることによって、不良債権とコーポレートガバナンス（企業統治）の問題に対する懸念も軽減されることでしょう。

規制を効果的に監督するため、2018年3月下旬の全国人民代表大会では、銀行、保険の監督当局を統合し⁵、中国人民銀行（中央銀行）に対して立案権限の委任をより強化することを決定しました。金融業界における、この国の歴史上最大の機構改革は監督強化と安定に向けた確かな一歩と言えます。

図4：PBRから見た銀行セクターのバリュエーション

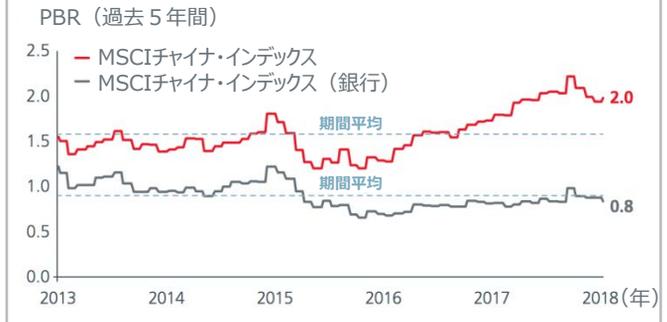


図4：Datastreamのデータを基にイーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）リミテッド作成。2018年5月31日時点。

この戦略的な動きは、特にシャドーバンキングに端を発する銀行業務、保険業務、証券業務の境界線を曖昧にするような理財商品や地方政府主導のインフラプロジェクトにおける資金調達手段など様々な問題に取り組むことを目的としています。

結果として、金融業界におけるファンダメンタルズとガバナンス基準の改善は、足元の確固たる収益改善見通しおよび持続可能な配当支払いに反映されています。中国の銀行に投資を行うに際しては、流動性と長期成長の源泉となる現金については言うまでもなく、銀行の質についてもさらに深い調査を行い、理解を深めることが大切です。

全ての銀行がしっかりしたファンダメンタルズを有していると言うわけではありません。

預金獲得における優位性と質の高い貸出債権を保有している銀行は、銀行間取引では貸し手となっており、現在の環境下では最も恩恵を享受できる位置にあります。

さらに、大手国有銀行は他の銀行と比較してバランスシートの質の面で優れており、シャドーバンキングには僅かな関与しかありません。

私たちが必ず避けなければならない配当の罠

もちろん、これは決して簡単なことではありません。持続可能なビジネスを保有しておらず、配当利回りが高いことが「投資機会」ではなく「危険信号」であるような高配当企業に投資したいと思う人はほとんどいないでしょう。投資すべき高配当企業を見極める際に、必ず避けなければならない落とし穴です。

これは中国の高配当株式投資においては特に重要な問題です。バリュエーションの面では魅力的に見えますが、「配当の罠」を避けることは簡単ではありません。明らかに忍耐と厳格な調査が必要となります。

構造改革が進められる限り、より多くの中国企業が株主へのリターン改善という明確な目標に向かって事業を運営すると期待できるでしょう。近年では国有企業の中でさえも、従業員に対するストックオプション制度を備えている企業も見られるようになりました。ストックオプション制度は株主へのリターン向上を目指す経営陣のインセンティブと従業員のそれが一致していることとなります。こういった改善傾向は、持続可能な配当を支払うという目標と共に、明らかにポジティブな進展です。

中国の高配当株式は、今まさにスタートラインに立ったところなのです。

¹Thomson Reuters Datastream MSCI, from 31 May 2013 to 31 May 2018, represented by the 12-month-forward earnings per share (MSFI). Annualised average growth: MSCI China Financials, Telecom Services, Industrials, Energy, Materials, Utilities, Real Estate, Banks indices.

²Thomson Reuters Datastream MSCI, data as at 31 May 2018.

³Bloomberg, the MSCI China Banks index, total returns in US dollars with dividend re-invested, from 31 December 2015 to 31 May 2018.

⁴Thomson Reuters Datastream, MSCI, 12-year rolling PE-Growth ratios of MSCI China Banks versus average of MSCI China, as at 24 May 2018.

⁵The regulators include China Banking Regulatory Commission (CBRC), China Securities Regulatory Commission (CSRC), and China Insurance Regulatory Commission (CIRC).

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。

○当資料は情報提供のみを目的とするもので、特定の金融商品等の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。○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。