

invested in insights.



A Prudential plc (UK) company

アジア市場で磨くインカム戦略 持続可能な収益源を見極める 視点

**Christina Woon, CFA**

アジア株式インカムチーム・ヘッド
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

**Rong Ren Goh**

ポートフォリオ・マネジャー、債券運用部
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- ▶ 高水準の配当利回りを提供する企業が多数存在し、株主還元を重視する企業文化が一段と浸透するなか、さらに債券の総合利回りも魅力的であることから、アジアはインカムを重視する投資家にとって極めて魅力的な地域である。
- ▶ 株式オプションのアンダーライティングからクロスカレンシーな債券投資機会の活用まで、アクティブ運用者のインカム向上のために採用可能な革新的戦略が存在する。
- ▶ インカムを高める戦術的な機会を追求する際には、リスク管理が極めて重要となる。最終的な投資家にとっては、表面的な利回りの高さだけでなく、そのインカムがどこから生み出されているのかを理解することが不可欠である。

多くの投資家は投資からのインカムを求めるが、そのインカムが「どこで、どのように」生み出されているかが重要です。

アジアには、質が高く持続可能なインカムを投資家に提供し得る独自の特徴があると考えています。世界の他地域と比較して、日本を除くアジア太平洋地域には、

配当利回り3%を超える上場企業が400社以上と最も多く存在しており、株主還元を重視する強固な経営文化が反映されています。アジアの高配当企業は安定成長企業のみならず高成長セクターにも幅広く存在し、投資家にインカムと成長の双方をもたらす可能性があります（次頁、図表1参照）。同時に、アジアでは政府主導によるコーポレートガバナンスや株主還元の改善に向けた取り組みも進展しています。

一方、アジアの債券市場も依然として魅力的な総合利回りを提供しています。インドネシアやインドなどアジアの高利回り債券市場では、国内投資家の参加が増加しており、これが市場のボラティリティ低下にも寄与しています。

アジア経済は、多様で進化を続ける成長エンジンによって支えられています。地域全体で企業収益の上方修正が進み、インドでは国内消費が回復基調を示しています。一方、台湾・韓国・中国は先端技術分野での強みを背景に恩恵を受けており、ASEANは製造能力とテクノロジー周辺領域の成長によって将来性が支えられています。

アクティブ運用者がアジアのインカム優位性を活用するうえでは、インカム向上に貢献する革新的な戦略が存在するものの、リスクを軽視しないことが極めて重要なことがあります。

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ーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュラーンス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

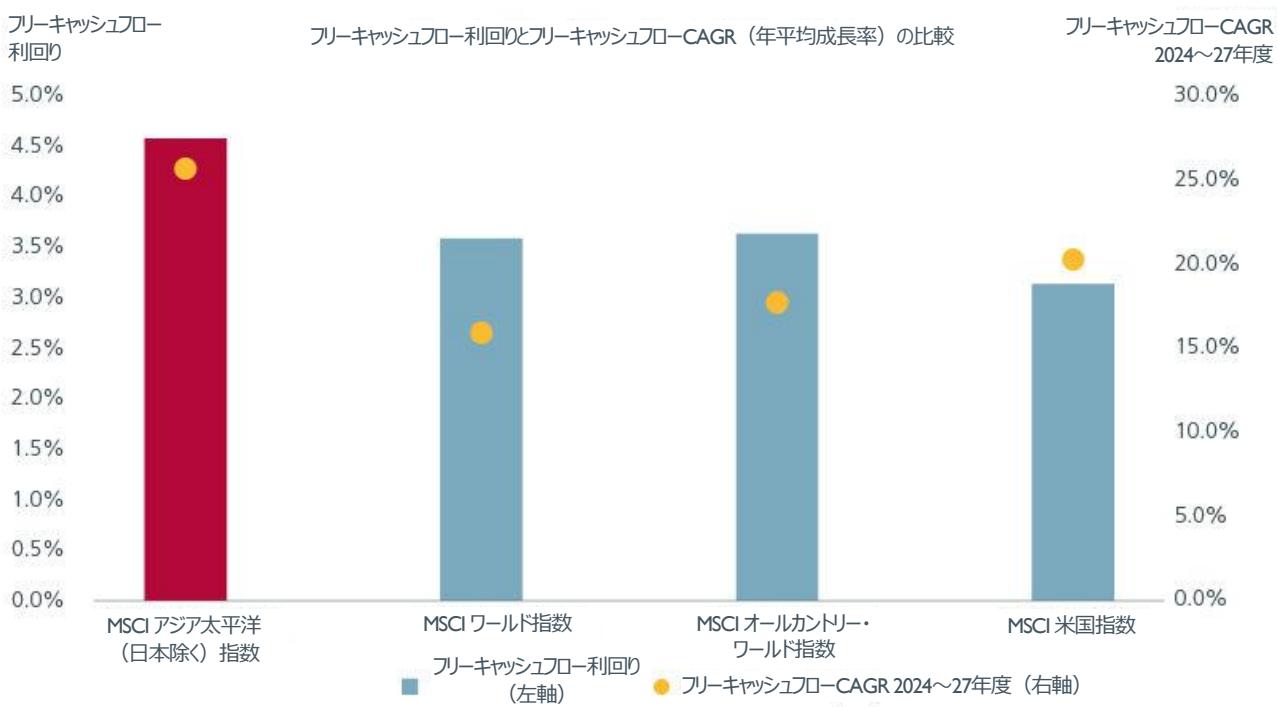
イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商） 第379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

260218(02)

invested in insights.

図表1. キャッシュフロー指標でアジア企業の優位性が示されている



出所： Bloomberg（2024年12月31日時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメント（シンガポール）作成。
指標を資産クラス／セクターの過去のパフォーマンスの代理として用いることには限界があります。過去の実績は将来または将来の見込みを必ずしも示すものではありません。

Q. 今日の市場環境において、どのようにインカム向上に取り組んでいますか？

Christina : 私たちのアプローチは、長期的なポジショニングと、厳選した戦術的な機会を組み合わせたものです。中核となるのは、事業の質、健全なバランスシート、キャッシュフローの持続性等のファンダメンタルズに着目した、インカム創出型株式の長期保有です。そのうえで、機動的な運用戦略を積み上げています。これには、配当落ち日に向けたポジション調整による配当取り戦略や、市場が十分に織り込んでいないと判断した場合の大型特別配当に先回りした選択的なポジショニングが含まれます。また、既存保有株のコールオプションを売却するカバードコールも活用し、追加的なインカム獲得を図っています。

Rong Ren : 私たちは、再現性が高く、相関の低い戦略によってインカムを強化することに注力しています。その一つがオプションのアンダーライティングです。ここでは、特定の通貨ペアにおいて、インプライド・ボラティリティと実現ボラティリティの乖離を収益化するため、短期的なアウト・オブ・ザ・マネーのFXオプションを売却します。アジア通貨は一般的にボラティリティが管理されやすいため、方向性のある為替リスクを大きく取ることなく、ボラティリティ・プレミアムの獲得を目指します。

さらに、クロスカレンシー・ベースの機会を活用することもあります。資金調達の歪みが生じた際には、米ドルと現地通貨のスワップを行うことで、追加的なキャリーの確保が可能になります。ただし、取引コストを明確に上回る効果が見込める場合に限定して実行します。

インカムの向上を図る際、どのようにリスク管理を考えていますか？

Christina : リスク管理は中心的な要素であり、特に長期的なポジションと、より戦術的な戦略を組み合わせる場合には一層重要となります。私たちは保有銘柄に関連する潜在的なカタリストを緻密に把握しており、戦略の期間が短期化したり、より戦術的な性質を帯びるほど、その重要性は高まります。例えば、カバードコールを活用する場合、タイミングが極めて重要です。決算発表といった事前に分かっているイベントの前にオプションを売却すると、オプションがイン・ザ・マネーとなり、プレミアムを上回るコストが発生するなど、意図しない結果を招く可能性があります。

これに比べると、配当取り戦略や特別配当を見据えたポジショニングなどは、私たちのコアであるファンダメンタル分析の強みとの親和性がより高いと言えます。これらの

invested in insights.

戦略は一般的にオプション特有のリスクへのエクスポージャーが低いものの、依然としてポートフォリオ全体の大枠な下落につながり得る潜在的なカタリストには常に注意を払っています。

Rong Ren : Christina と同様、ポートフォリオ運用においてリスク管理は最優先事項です。オプションのアンダーライティングでは、急激な価格変動による損失（ギャップリスク）や、価格の変化率に敏感になるリスク（ガンマリスク）を抑えるため、満期を短期に設定し、常にアウト・オブ・ザ・マネーの権利行使価格のみを用い、デルタと想定元本（ポジション規模）も上限を設けて管理しています。これにより、潜在的な損失を限定的に抑えることができます。また、主要なマクロイベント前後の執行は避け、ポートフォリオの耐性を検証するためにストレステストも定期的に実施しています。

クロスカレンシー・ベース取引については、通貨の動きがテクニカルな資金フローに起因する場合にのみ活用します。選好するのは流動性の高い短期から中期の満期であり、ポートフォリオのボラティリティが過大となるないようにポジションサイズも適切に調整します。また、明確な事前の出口基準を設けることが重要です。さらに、流動性ニーズとの整合性を確保することで、ベースキャリーが方向性リスクを取るものではなく、あくまで追加的な収益源として機能するようにしています。

「良い」インカムと「悪い」インカムは存在するのでしょうか？

Christiana : 私の考えでは「良い」「悪い」というインカムの区別ではなく、あるのは“正しく理解されていないインカム”がどうかという区別だけです。例えば、長期保有を目的に高配当株を購入したにもかかわらず、その高配当が一時的な要因によるもので、翌四半期に株価が急落するような場合、短期的にインカムは得られても、銘柄の本質を誤って理解しており、過度なキャピタルリスクを負ったことになります。一方、同じ高配当株であっても、特別な状況に起因して高配当になっていることを見極め、短期的に戦術的な配当取りを行い、適切なポジションサイズで臨むのであれば、キャピタルリスクを効果的に管理しながらインカムを得ることができます。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメント（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメント株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○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。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社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、将来予告なく変更されることがあります。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。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。

Rong Ren : 私にとって「良い」インカムとは透明性が高く、ボラティリティ・プレミアムやベース・プレミアムといった、よく理解された構造的なプレミアムから得られるものです。通常はプレーンバニラの金融商品を用い、エクスポージャーが明確で、テールリスクが限定的であることが特徴です。また、再現性が高く、規模を拡大しても機能することも重要です。

これに対し、「悪い」インカムは表面的には魅力的に見えるものの、深いテールリスクや過度なレバレッジ、あるいは複雑で不透明なパス依存構造を内包している場合が多いです。流動性リスクをともなうケースも多く、市場ストレス時に容易に出口が塞がれたり、単一のマクロ要因の的中に依存してしまうことが「悪い」インカムを生む典型的な特徴です。

Q. インカム投資を行う際、最終投資家が留意すべき点は何でしょうか？

Christina : 注意深く、見極める姿勢を持つことが重要です。見た目上の高い利回りに惹かれてしまうと、その利回りが持続不可能な場合には大きなリスクになります。資本価値とインカムの双方に配慮した運用を行なうマネジャーを選ぶべきです。

Rong Ren : 追加的なインカムが「どこから生み出されているのか」、そして「最悪のケースではどのような結果になり得るのか」を理解することが重要です。機関投資家であれば、インカム向上戦略がポートフォリオのリスク予算や流動性プロファイルに無理なく収まるものであるべきであり、特に市場ストレス時にはその点が一層重要です。これらの戦略は、ポートフォリオ全体のレジリエンスを高めるものであり、新たな脆弱性を生むものであってはなりません。