



執筆者：
ロハン・レディ
リサーチ担当ディレクター

日付: 2022年11月14日

GLOBAL X ETFリサーチ

QDIV: サイクル後半に適したクオリティ 高配当戦略

特定の特徴を持たせたパッシブ・ポートフォリオ経由の資産クラスへの投資は、ファクター投資として知られていますが、これがますます人気を集めています。クオリティや配当利回りといったファクターは、ポートフォリオのリスクやリターンを説明する上で有用であり、2013年の調査によると、こうしたファクターをポートフォリオ戦略として利用した場合、アクティブ運用ファンドよりも低い年間費用で、市場(例えばS&P 500)よりも優れたリスク調整後リターンを達成することも可能です¹。本レポートでは、クオリティや高配当といったファクターを兼ね備えた企業に注目したクオリティ高配当の投資テーマについて探求します。

世界経済がサイクル終盤に入ったことを示す兆候が見られる中、優良配当株は、こうした市場環境に耐えることのできるセクターや株式にポートフォリオを再配分する機会を投資家に与えてくれます。こうしたことを考えると、インカムやトータルリターン志向の投資家には、「Global X S&P 500クオリティ・デビデンドETF(QDIV)」のような投資商品が適しているのではないかと考えます。

重要なポイント

- それぞれのファクターは、一般的な株式(これまでの高配当利回り株など)とは異なったポートフォリオ特性を投資家に提供することができます。しかし、こうしたファクターはサイクルによってパフォーマンスが変動することがあるため、クオリティや高配当などのファクターを組み合わせることで、ポートフォリオのパフォーマンスを平準化することができます。
- QDIVは、S&P 500クオリティ高配当指数に連動したETFです。S&P 500クオリティ高配当指数は、高水準のクオリティと高配当利回りを兼ね備えたS&P 500構成銘柄のパフォーマンスを測定するよう設計されています。そのため、S&P 500とは異なるセクターウエイトが付与されているほか、より高度なバリュー特性も持っています。

QDIVの投資手法

クオリティには様々な尺度があり、ファクターとしての配当利回りには高利回りや配当成長といった意味を持つことがあるため、クオリティ高配当戦略の属性を理解することが重要です。ここでは、Global X S&P 500クオリティ・デビデンドETF(QDIV)の構築について説明したいと考えます。

QDIVは、商品名が示す通り、時価総額の大きな米国上場企業で構成されるS&P 500採用銘柄に投資します。QDIVが追跡するS&P 500クオリティ高配当指数は、S&P 500の中から予定年間配当利回りで上位200社、クオリティスコアで上位200社を特定しています。クオリティスコアは以下により導き出されます。

- **自己資本利益率:** 企業の当期純利益を株主資本で除した値
- **アクルーアル比率:** 純営業資産の経年変化で測定される値
- **財務レバレッジ:** 負債純資産比率で測定した値

指数は、上位各200社中、両方のファクターを満たす銘柄で構成され(最低構成銘柄数50社)、現在87銘柄が組み入れられています²。セクターや個別企業への集中を抑えるため、構成銘柄は、単一セクターに対する最大ウエイトを25%として、均等加重されています。

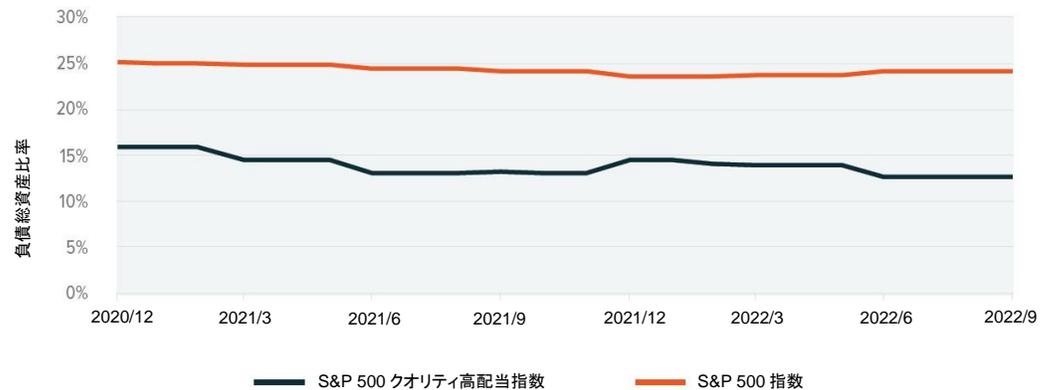


こうした構築方法の結果、セクターの構成はS&P 500と異なったものになっているほか、メガキャップが組み込まれない傾向も見られます。S&P 500の上位5銘柄 (Apple、Microsoft、Amazon、Tesla、Google) はS&P 500の21.92%を占めていますが、現状、QDIVには1社も組み込まれていません³。さらに、QDIVの構成銘柄で時価総額が最大のもは0.4兆ドルであるのに対し、S&P 500では2.5兆ドルとなっています⁴。

QDIV指数では、低水準の財務レバレッジ比率が適用されており、このことから構成銘柄の負債水準は低いことが予想されますが、レバレッジがどの程度低いかに注目することが重要です。QDIV指数では、負債総資本比率は平均してS&P 500よりも47%低い水準にあります⁵。

クオリティ高配当の負債水準は大幅低位を維持

出所: Global X ETF (Bloomberg, L.P. (日付なし)からの情報を使用して作成)。[S&P 500 クオリティ高配当指数および S&P 500 指数][データセット]。データは 2022 年 9 月 29 日時点のもので、同日 Global X が Bloomberg 端末より取得。



2018年4月23日の指数開始以来、S&P 500との相関は0.908であり、両指数間の関係の強さが示唆されます。こうした強固な相関にもかかわらず、年初来のクオリティ高配当のパフォーマンスは、S&P 500および米国債券指数を大幅に上回っています。

年初来、クオリティ高配当は S&P 500 および米国債券指数をアウトパフォーマンス

出所: Global X ETF (Bloomberg, L.P. (日付なし)からの情報を使用して作成)。[S&P 500 クオリティ高配当トータルリターン指数、S&P 500 トータルリターン指数、ブルームバーグ US 総合トータルリターン指数][データセット]。データは 2022 年 9 月 30 日のもので、Global X が 2022 年 11 月 2 日に Bloomberg 端末より取得。



指数のリターンは説明のみを目的としており、ファンドの実際のパフォーマンスを表すものではありません。指数のリターンには、運用手数料、取引費用、または経費は反映されていません。指数は管理されておらず、指数に直接投資することはできません。過去の運用成績は、将来の成果を保証するものではありません。QDIV のパフォーマンスについては、[こちらをクリックしてください](#)。

クオリティ高配当は、クオリティや高配当と異なる

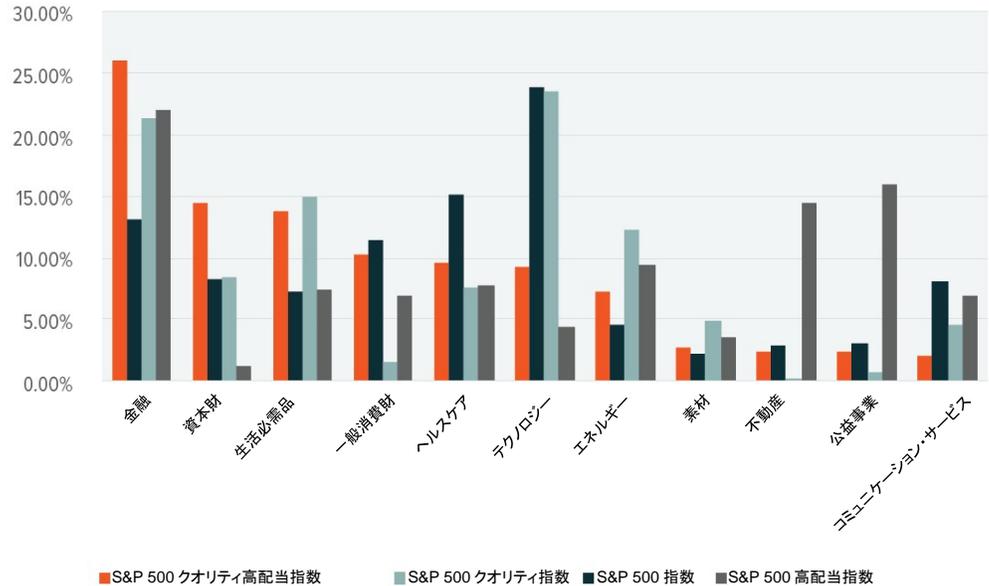
S&Pは財務変数をベースに、明確に定義された測定可能な特性を用いてクオリティを定義しています。その理由は、こうした手法を採用することにより、ポートフォリオの構築に際して、裁量に基づいたアプローチや一貫性に欠ける定義に基づいたアプローチを排除できるだけでなく、定量的なアプローチが確保できるからであり、そのため従来どおりレジリエンスに優れた定義となっています。指数の構築手法は、高利回りを重視しつつも、クオリティ特性も組み入れています。

クオリティへのティルトは、それ自体、コスト高で低配当利回りの企業に傾斜する可能性を秘める一方、高利回り重視は景気循環型企業に傾斜する可能性があります。例えば、クオリティスクリーニングを実施しない場合、高配当ポートフォリオは資源関連株へのエクスポージャーが増加し、年によっては高収益で高額配当を実施するが、別の年では低収益で大幅減配になることもあります。

しかし、これらを組み合わせることにより、結果として、高度なクオリティ特性と高利回りを重視したポートフォリオを構築することができます。こうした組み合わせにより、事実上、クオリティや高配当ファクターを別々に対象としたポートフォリオとは違った第3のファクター・ポートフォリオが生まれます。MSCIは、個々のファクターは市場環境に応じて循環的な動きを示すため、ファクターを組み合わせることにより、ポートフォリオのパフォーマンスを平準化できると指摘しています⁶。下図に示すように、戦略によってセクターのウェイトは大きく異なっています。

クオリティ高配当のスクリーニングにより、クオリティまたは高配当指数とは異なったセクターウエイトを達成

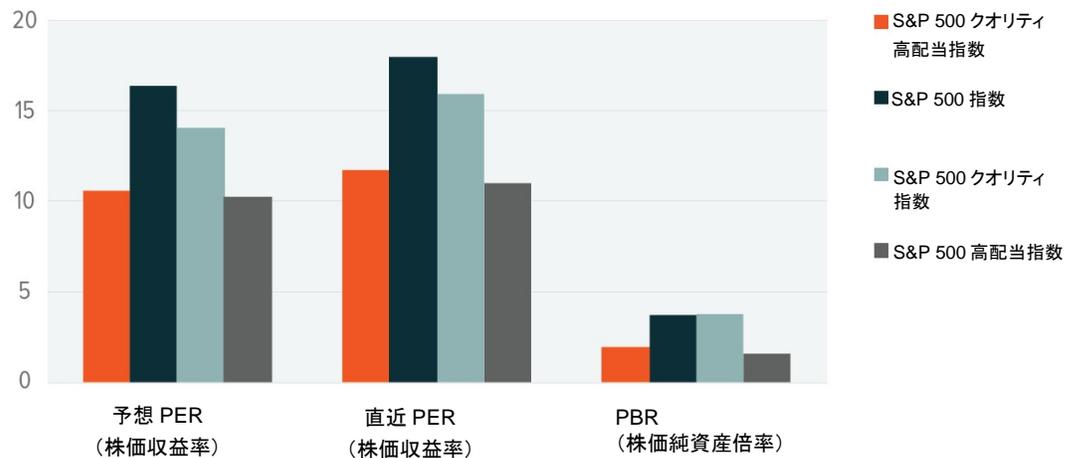
出所: S&P Global(日付なし)。[S&P 500 クオリティ高配当指数、S&P 500 指数、S&P 500 クオリティ指数、S&P 500 高配当指数のセクターウエイト][データセット]。データは 2022 年 9 月 30 日現在のもので、2022 年 10 月 11 日に取得。



さらに、クオリティと高配当の組み合わせることにより、株価収益率や株価純資産倍率がS&P 500より低くなるなど、バリュー特性に傾斜する可能性があります。株価が下落または株価収益率が低下した場合、バリュー志向のポートフォリオでは、スタート時の企業価値の低さゆえに株価倍率が上昇するポートフォリオに比べて、ボラティリティが低くなる可能性があります。

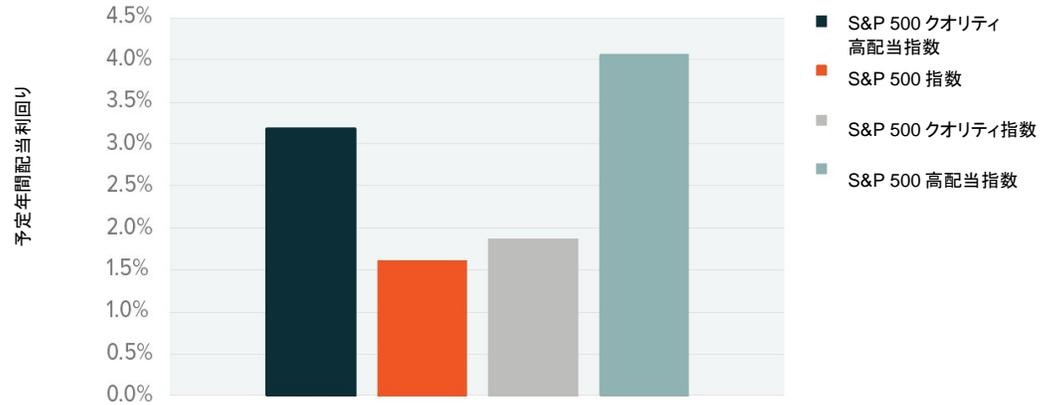
クオリティ高配当は、市場一般よりもバリュー特性が優れている

出所: S&P Global(日付なし)。[S&P 500 クオリティ高配当指数、S&P 500 指数、S&P 500 クオリティ指数、S&P 500 高配当指数の株価収益率(PER)および株価純資産倍率][データセット]。2022 年 9 月 30 日時点の予想 PER、2022 年 10 月 11 日に検索した 2022 年 9 月 30 日時点の株価純資産倍率と直近の PER データ。



クオリティ高配当は、市場一般よりもバリュー特性に優れている

出所: S&P Global (日付なし)。[S&P 500 クオリティ高配当指数、S&P 500 指数、S&P 500 クオリティ指数、S&P 500 高配当指数と比較したクオリティ高配当のバリュー特性][データセット]。データは 2022 年 9 月 14 日現在で同日に取得。

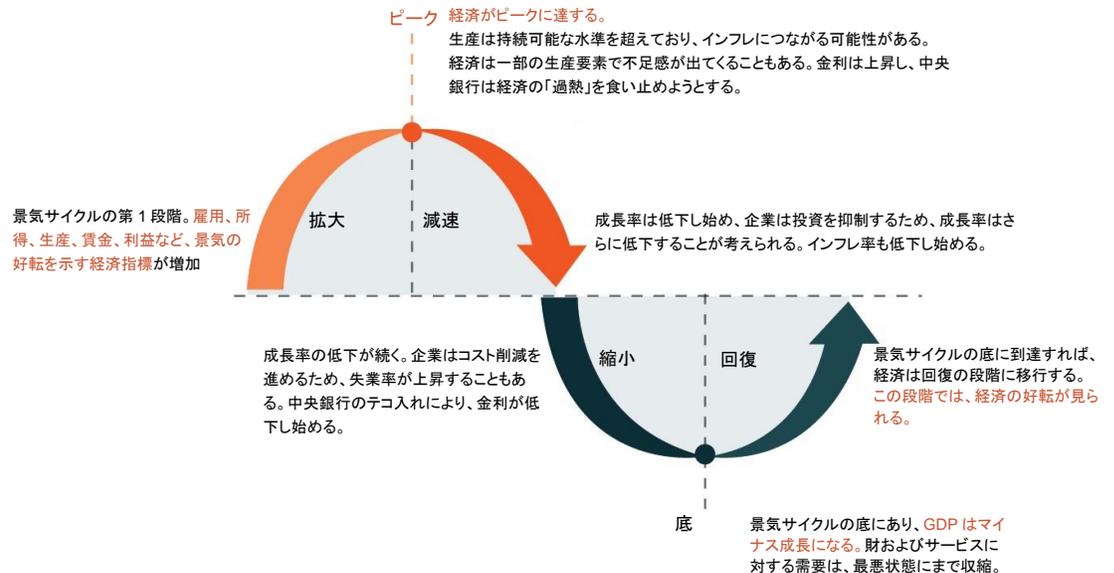


サイクル後半の景気動向は、クオリティ高配当銘柄にとって追い風

景気サイクルは、すべての変数がサイクルの特定局面に完全に整合したものと成って、箱の中にきれいに収まるとは言い切れません。しかし、下図に示すように、主要な景気・マクロ経済変数から見て、現在の状況は景気サイクルの後半段階(すなわち減速段階)にあると分類することができます。インフレ率は上昇しており、FRB(連邦準備理事会)の目標を上回っています。その結果、金利も上昇しています。S&P 500 構成銘柄の利益率は、2021 年 12 月に 13.1%(20 年平均は 8.1%)を記録しましたが、9 月 30 日現在、11.76%に低下するなど、今サイクルはピークに達したと思われます。また、2022 年第 1 四半期および第 2 四半期の GDP(年率換算)が縮小するなど、経済成長は鈍化しつつあります。

景気サイクルを理解する

出所: Global X ETF



経済成長がピークの段階から減速し、企業の収益成長も大幅に低下した時点で、収益と財務の健全性を維持できる企業が優良企業であることが分かります。負債比率が低く、収益力に優れた企業は、利払い負担の上昇にそれほど影響されず、投資機会を追求し続けるための資金調達への依存度も低いと考えられます。その一例として、新型コロナウイルスの感染再拡大から2022年9月30日に至るまでのS&P 500クオリティ高配当指数と比較した不採算ハイテク企業のパフォーマンスを挙げることができます。2020年から2021年初頭の新型コロナウイルス感染再拡大に至る期間、不採算企業の株価は金融緩和政策により大きく上昇しました。しかし、2022年にFRBが大幅利上げに踏み切ったことで、投資家が財務体質の強固な高収益企業へと投資先を変更したことから、クオリティ高配当銘柄がアウトパフォーマンスしました。

新型コロナウイルスの感染再拡大以降、クオリティ高配当が不採算ハイテク株をアウトパフォーマンス

出所：Global X ETF (Bloomberg, L.P. (日付なし)からの情報を使用して作成)。[UBS赤字ハイテク株指数およびS&P 500クオリティ高配当指数のパフォーマンスデータ][データセット]。データは2020年5月18日から2020年9月30日までのもので、Global Xが2022年11月2日にBloomberg端末より取得。



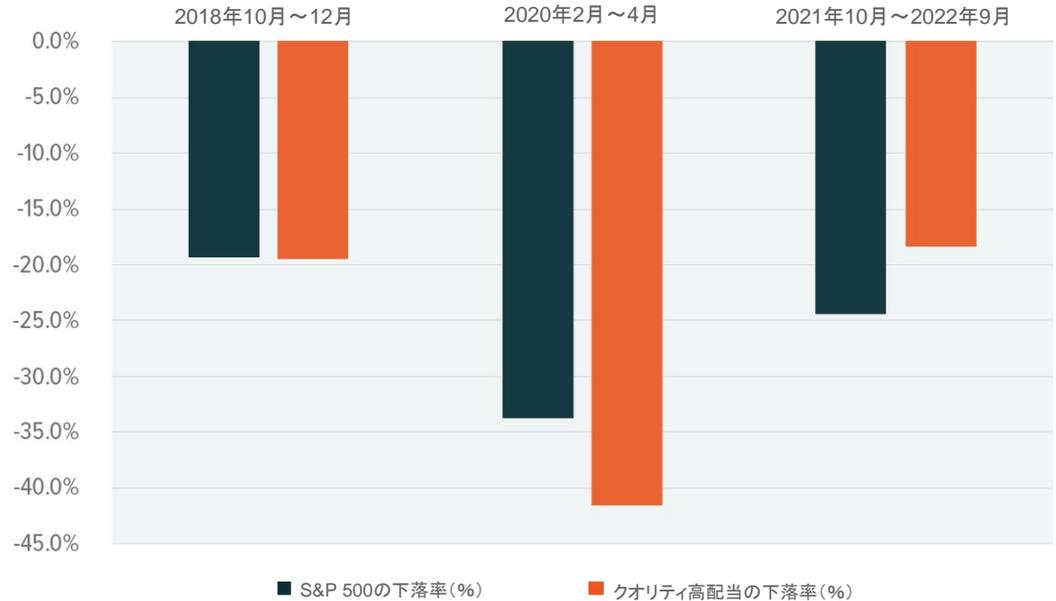
クオリティ高配当戦略は、一定のダウンサイドプロテクションを提供

サイクル後半には、投資家心理の変化に伴い、リターンが横ばい状態に陥ったり、不安定になることがあります。S&P 500全般と対比したクオリティ高配当銘柄の過去のパフォーマンスデータは限られていますが、クオリティ高配当銘柄がいつ、どの程度アウトパフォーマンスするかについての知見を得ることは可能です。

下図はピークから底に達するまでのドロウダウンを示したもので、新型コロナウイルスで株価が下落した2020年はS&P 500がアウトパフォーマンスし、2021年後半に始まった株価下落局面ではクオリティ高配当がアウトパフォーマンスしています。

最近のドローダウン: S&P 500とクオリティ高配当

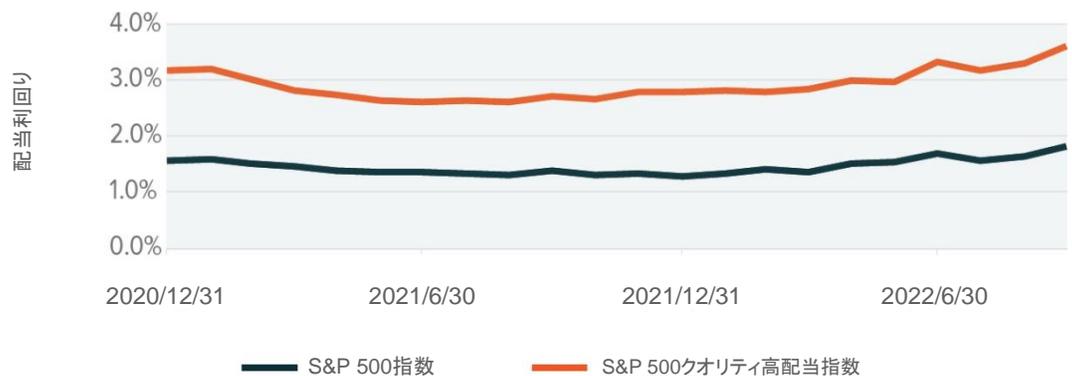
出所: Global X ETF (Bloomberg, L.P. (日付なし)からの情報を使用して作成)。[S&P 500指数およびS&P500クオリティ高配当指数のドローダウン][データセット]。データは2022年9月30日時点のもので、同日Global XがBloomberg端末より取得。



また、配当利回りが高ければ、リターンが長期間にわたり横ばいまたはマイナスで推移しても、パフォーマンスは相対的に堅調を維持する可能性があります。なぜなら、トータルリターンはプライスリターンと期間中に受け取る配当金で構成されていますが、その配当金はどちらかと言えば常にプラスを維持するからです。金利が上昇する局面においては、債券価格は金利上昇によりマイナスの影響を直接受けるため、投資家は債券投資を敬遠しますが、一方でインカム目的で高配当株を物色するようになります。

クオリティ高配当は、魅力的な利回りを提供

出所: Global X ETF (Bloomberg, L.P. (日付なし)からの情報を使用して作成)。[S&P 500指数とS&P 500クオリティ高配当指数の配当利回り][データセット]。データは2022年9月30日時点のもので、Global Xが2022年10月1日にBloomberg 端末より取得。



一般的に債券を発行した場合、発行体にはクーポンの支払義務が発生します。しかし、配当であれば、デフォルトを引き起こすことなく、減配または支払いを遅らせることができます。こうした対応は、財務的ストレス状態にある局面では有用ですが、投資家が受け取るインカムに影響が及びます。収益が安定し、強固なバランスシートを持つ優良企業は、こうした局面にあっても配当を維持することが可能です(もともと保証の限りではありません)。

結論: サイクル後半に適した魅力的な組み合わせの可能性

現在の金利上昇と高インフレで、多くの株式指数がマイナスのリターンを計上する中、投資戦略としてのファクター、特にETFを通じたファクターの活用は、今後増加すると思われます⁷。さらに、Global Xの「米国の消費者とマクロ経済マネタリービュー調査」によると、多くの投資家が、株式指数における少数の超大型企業の集中度にやや懸念を抱いているようです⁸。Global X S&P 500クオリティ・ディビデンド ETFは均等加重のポートフォリオ構築法を採用していることから、これを利用することにより、こうした懸念を和らげることが可能です。

多くの投資家は、景気サイクルの後半においてもアウトパフォームする投資対象を探し求めています。クオリティ高配当戦略は、強靱な財務基盤を持つ企業で構成される分散化された高利回りポートフォリオを提供できるとGlobal Xは考えています。また、こうしたポートフォリオは、景気サイクルの後半段階においても、市場全般よりも相対的に優れたパフォーマンスを上げる可能性があり、一部投資家にとっては中期的な戦術的投資対象になり得ます。

脚注

1. Bender, J., Briand, R., Melas, D., & Subramanian, R. A. (2013年12月) *ファクター投資の基礎*. MSCI. https://www.msci.com/documents/1296102/1336482/Foundations_of_Factor_Investing.pdf/004e02ad-6f98-4730-90e0-ea14515ff3dc
2. Global X ETF、2022年9月30日時点のデータ。
3. Bloomberg L.P. (日付なし)。[S&P 500 Index][データセット]。データは2022年9月30日時点のもので、Global Xが2022年11月2日にBloomberg端末より取得。
4. Bloomberg L.P. (日付なし)。[S&P 500ではApple、QDIVではJohnson & Johnson][データセット]。データは2022年9月30日時点のもので、Global Xが2022年10月11日にBloomberg端末より取得。2022年9月30日現在、Johnson & JohnsonのQDIVにおけるウエイトは1.20%。
5. Bloomberg L.P. (日付なし)。[負債総資産比率は、2020年12月31日(ブルームバーグから入手可能な最も古い日付)から2022年9月30日までの月次データポイントを用いて測定][データセット]。データは2022年11月2日時点のもので、同日Global XがBloomberg端末より取得。
6. Bender, J., Briand, R., Melas, D., & Subramanian, R. A. (2013年12月) *ファクター投資の基礎*. MSCI. https://www.msci.com/documents/1296102/1336482/Foundations_of_Factor_Investing.pdf/004e02ad-6f98-4730-90e0-ea14515ff3dc
7. Axthelm, M., & Haghbin, M. (2021年) *インベスコ・グローバル・ファクター・インベスティング・スタディ*. Invesco. <https://www.invesco.com/us-rest/contentdetail?contentId=c02fe5a1-914a-4271-96ad-fbbbd6a1ea8e&audienceType=Institutional>
8. De, M. (2022年7月28日) *Global X ETFサーベイ: Global X ETFサーベイ: 米国の消費者とマクロ経済マネタリービュー*. Global X. <https://www.globalxetfs.com/global-x-etfs-survey-american-consumers-and-macroeconomic-monetary-views/>

用語集

予定年間配当利回り: 直近の配当金に毎年の配当支払回数を通じ、現在の株価で除すことにより算出される将来予測的な尺度。



相関:2つの証券が相互の関係でどのように動くかを示す計測値。相関が1であれば、同じ値動きをすることを意味します。相関が0の場合、2つの証券は完全に別の値動きを示します。相関が-1の場合、証券は互いに同じ大きさで反対方向に動きま

配当利回り:企業の株価に対する毎年の配当支払額の割合を示す財務比率。

UBS赤字ハイテク株指数:UBS赤字ハイテク株バスケットは、まだ通年で黒字化していない新興高成長ハイテク企業およびハイテク関連企業のパフォーマンスを追跡しています。2020年5月18日に運用を開始したこのバスケットは、当初ウエイトの上限を4%に設定するなど、流動性を高めるための最適化がなされています。

本資料は特定の一時点における市場環境の評価であり、今後の出来事を予測することを意図しておらず、今後の成果を保証するものではありません。この情報は、特定のファンドまたは株式に関する調査または投資助言として読者が依拠すべきものではありません。保有ETFは変化することがあります。

投資は元本が毀損する可能性などのリスクを伴います。配当金が支払われる保証はありません。企業は、いつでも配当金を減額または停止することができます。ポートフォリオの分散化によって、利益が確保されるわけでも損失が保証されるわけでもありません。

ETFの証券は市場価格(NAVではありません)で売買され、当ファンドが個別に償還することはありません。投資リターンは、仲介手数料により減少します。

投資を実際に行う前に、ファンドの投資目標、リスク要因、手数料、費用について慎重にご検討ください。この情報およびその他の情報はファンドの完全な目論見書または要約目論見書に掲載されています。目論見書はglobalxetfs.comからご入手いただけます。投資を行う前に、十分注意して目論見書をお読みください。

Global X Management Company LLCはGlobal Xファンドのアドバイザーです。当ファンドは、SEI Investments Distribution Co.(SIDCO)が販売しています。SIDCOはGlobal X Management Company LLCあるいはMirae Asset Global Investmentsの関連会社ではありません。Global Xファンドは、Standard & Poorsがスポンサー、保証、発行、販売、宣伝しているわけではなく、ICE Data Indices, LLCはGlobal X ファンドへの投資の是非についていかなる表明も行っておりません。SIDCO、Global X、Mirae Asset Global Investmentsのいずれも、Standard & Poor'sの関連会社ではありません。