

株式ファクター・レポート

2023年第4四半期



RESEARCH

当レポートは、2024年1月31日にラッセル・インベストメント(米国)のHPに掲載された英文記事を翻訳したものです。内容は作成時点のもので今後市場や経済の状況に応じて変わる可能性があります。また、当見解は将来の結果を保証するものではありません。

金利低下見通しを受けてグローース戦略が反発

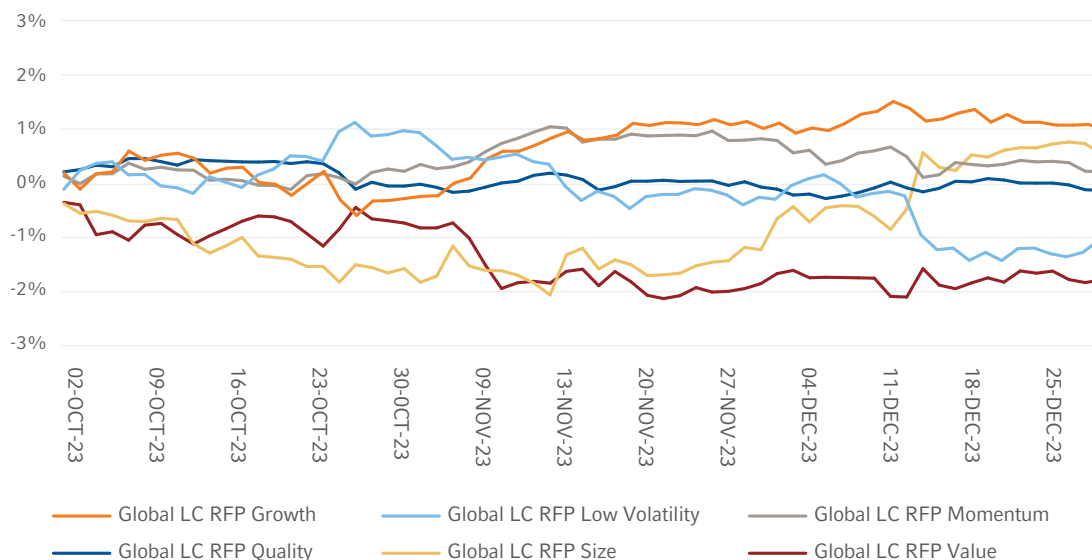
概要

金利低下見通しを受けて、2023年第4四半期のグローバル市場ではテクノロジー銘柄が反発、MSCI ACWI指数は11.2%と大幅に上昇した。当四半期、インフレの脅威は後退し金利低下が近いと、投資家は一層確信するようになった。期が進むにつれ、米連邦準備制度理事会 (FRB) が姿勢を転換するという見通しが定着したことで、「マグニフィセント・セブン (アップル、マイクロソフト、アルファベット、アマゾン・ドットコム、メタ・プラットフォームズ、エヌビディア、テスラ)」が牽引するテクノロジー株が四半期末にかけて上昇した。第3四半期に最も高パフォーマンスだったエネルギー株は当四半期は軟調に推移した。MSCIエマージング・マーケット指数の上昇率 (+7.9%) は米国およびMSCIワールド (除く米国) 指数の上昇率 (それぞれ+12%、+10.6%) より小幅にとどまった。

ラッセル・インベストメントのファクター・ポートフォリオ (RFP) を見ると、グローバル・ラージキャップ・グロース、モメンタム、サイズがMSCI ACWI指数をアウトパフォームし、それぞれ+1%、+0.2%、+0.6%の超過リターンとなった。反対に、グローバル・ラージキャップ・バリュー・ポートフォリオは-1.8%のアンダーパフォームで、低ボラティリティも-1%の超過リターンとなった。グローバル・ラージキャップ・クオリティ・ポートフォリオは第4四半期も指数並みだった。

図表1: グローバル・ラッセル・インベストメント・ポートフォリオのMSCI ACWIに対する累積超過リターン

(2023年10月2日~12月29日)



出所: MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

ファクター別パフォーマンス

グローバル・ラッセル・ファクター・ポートフォリオ別のパフォーマンス・ダイナミクス

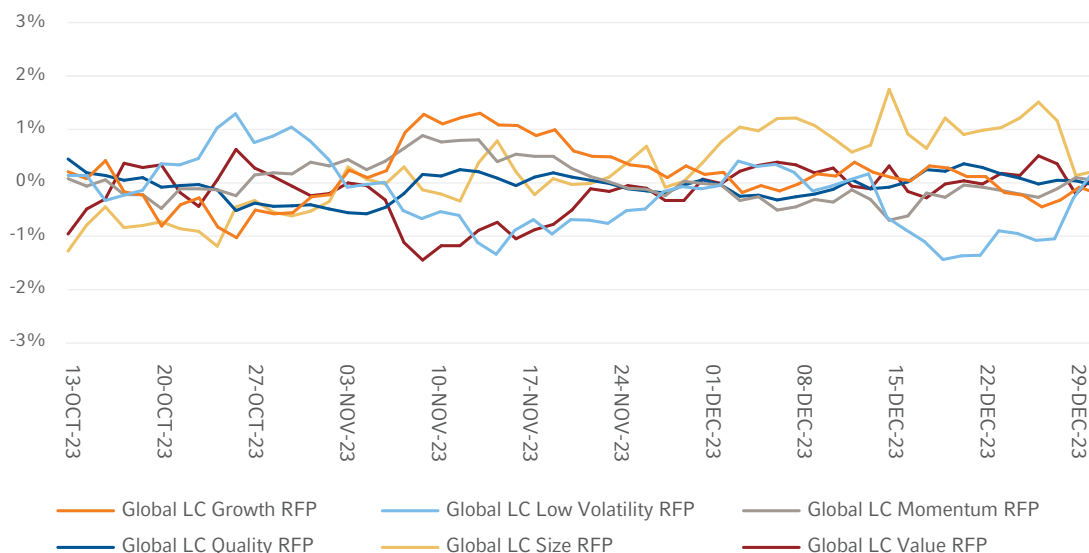
グローバル・ラッセル・ファクター・ポートフォリオ (RFP) について、第4四半期パフォーマンスのばらつきは非常に小さく、11月前半と12月末にかけて若干拡大した。11月、バリューとグロースのパフォーマンスが乖離し、グロースがバリューを+2%アウトパフォーマンスした。サイズ・ファクターは大きなリバーサルを見せた。10月はアンダーパフォーマンスとなったものの、11月と12月にそのトレンドが反転しアウトパフォーマンスした。低ボラティリティは逆に、第4四半期の初めはアウトパフォーマンスしたものの、期が進むにつれ上昇分を吐き出した。モメンタムとクオリティは期を通してばらつきが最も小さかった。

パフォーマンス・ダイナミクス

グローバル・ラッセル・ファクター・ポートフォリオについて、第4四半期パフォーマンスのばらつきは非常に小さく、11月前半と12月末にかけて若干拡大した。11月、バリューとグロースのパフォーマンスが乖離し、グロースがバリューを+2%アウトパフォーマンスした。

図表2: グローバルRFPのMSCI ACWIに対する10日ローリング超過リターン

(2023年10月2日~12月29日)



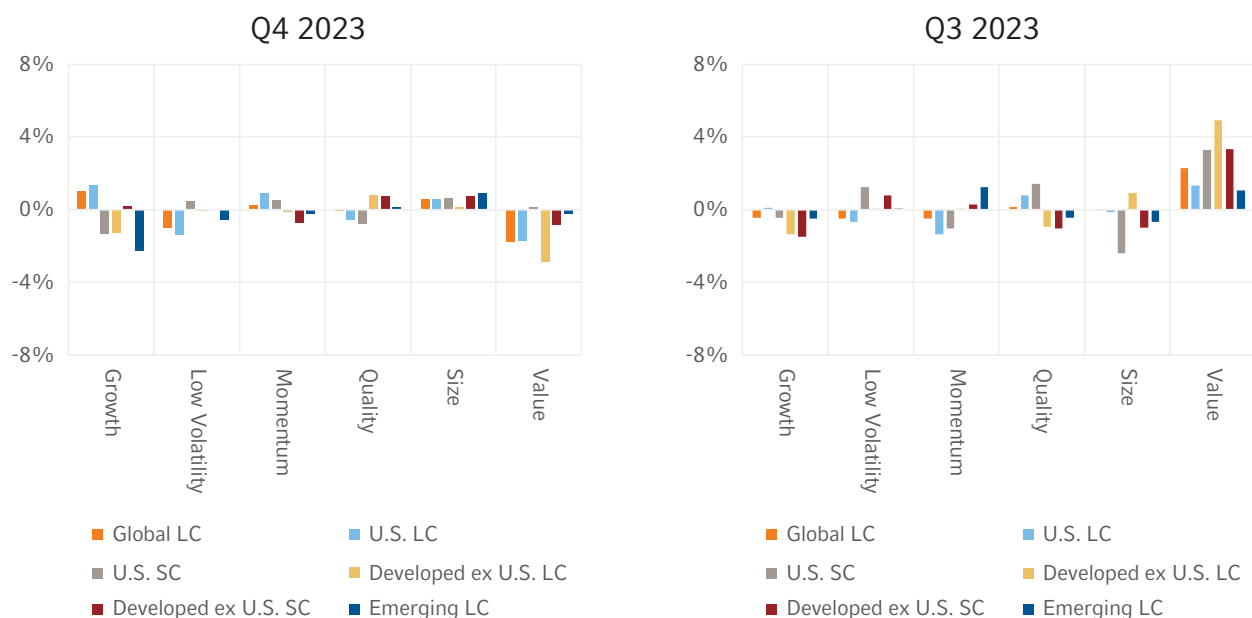
出所: MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

ラッセル・インベストメント・ファクター・ポートフォリオの地域別パフォーマンス

2023年第4四半期、ファクター・ポートフォリオのパフォーマンスは、前期よりも地域差が大きかった。バリュー・ファクターは、0.1%と小幅にアウトパフォーマンスした米国スモールキャップを除き、すべての地域でアンダーパフォーマンスだった。サイズ・ファクターは、すべての地域でアウトパフォーマンスと最も一貫していた。グローバル・グロース・ファクターの1%のアウトパフォーマンスは、主に米国ラージキャップの+1.4%によるものであり、先進国（除く米国）およびエマージング・マーケットはアンダーパフォーマンス（それぞれ-1.3%、-2.3%）した。低ボラティリティ、モメンタム、クオリティのパフォーマンスの方向感はまだまちまちだったが、低ボラティリティのばらつきはモメンタムとクオリティよりも大きかった。最も高いパフォーマンスを見せたのは米国ラージキャップで、グロースとモメンタムがそれぞれ1.4%、0.9%アウトパフォーマンスした。ファクター別で最も低パフォーマンスだったのは先進国（除く米国）ラージキャップで、バリュー・ファクターが-2.9%アンダーパフォーマンスした。

図表3：RFPの対応ベンチマークに対する超過リターン（2023年第4四半期および2023年第3四半期）



出所：FTSE Russell、MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

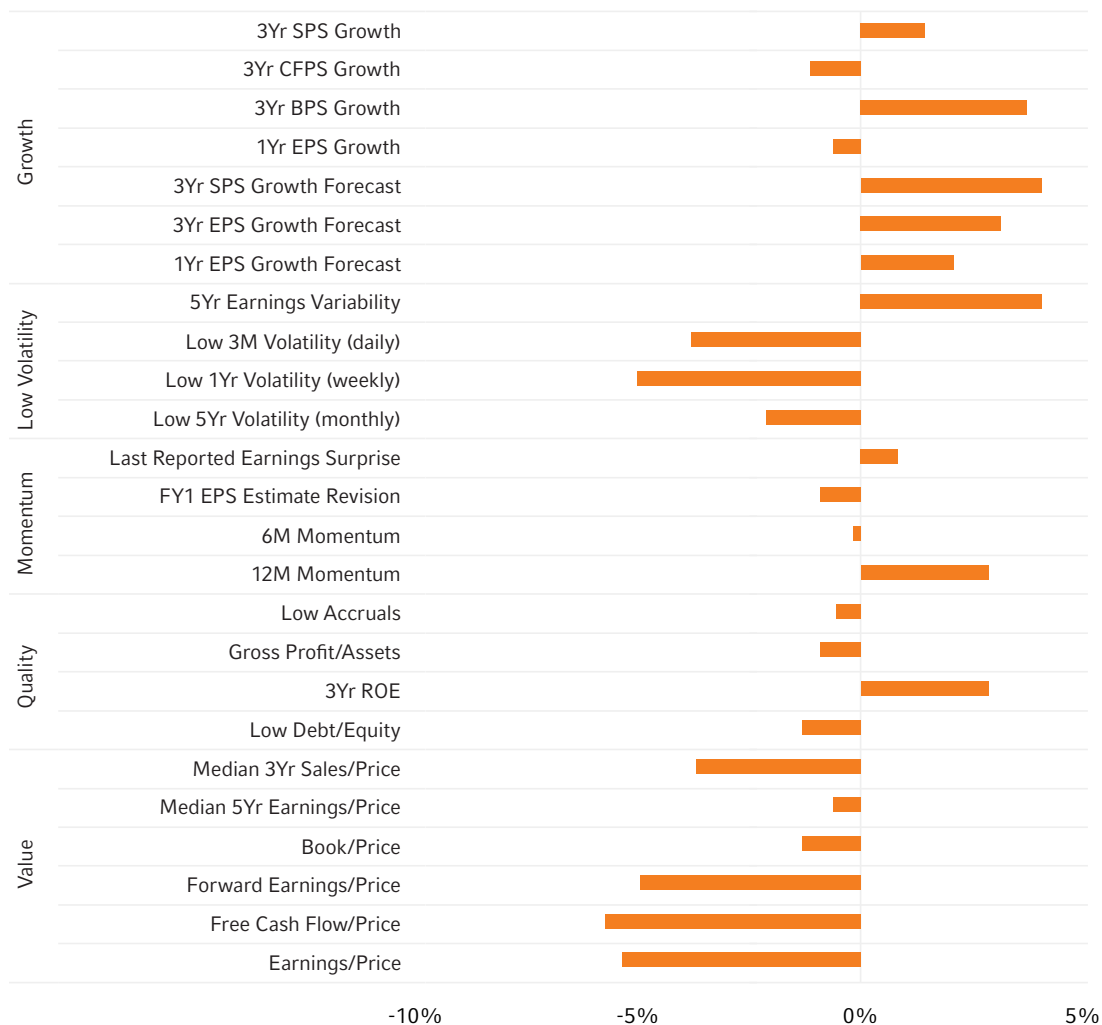
グローバル・ユニバースにおけるサブファクターのパフォーマンス

下記の図表4は、MSCI ACWIユニバースにおける各種サブファクターの前四半期パフォーマンスを、上位20%のポートフォリオと下位20%のポートフォリオを比較した結果を示している¹。すべてのバリュー・サブファクターが第4四半期にアンダーパフォームし、低ボラティリティ・サブファクターは1つを除きアンダーパフォームした。唯一の例外はEarnings Variability (収益変動率) で、アウトパフォーマンスのほとんどは10月に生じたものだった。各ファクター・グループ内の他のサブファクターのパフォーマンスはまちまちだった。5-year Earnings Variability (5年間収益変動率) が、ファクター別で最も低パフォーマンスだった前四半期から逆転し、最も高パフォーマンス (+4.1%) となった。Free Cash Flow to Price (株価キャッシュフロー倍率) が-5.7%と最も低パフォーマンスだった。

サブファクター別パフォーマンス

すべてのバリュー・サブファクターが第4四半期にアンダーパフォームしたのに対し、低ボラティリティ・サブファクターはアウトパフォームしたものがいくつかあった。各ファクター・グループにおける他のサブファクターのパフォーマンスはまちまちだった。5-Year Earnings Variability (5年間収益変動率) のパフォーマンスが最も高く (+4.1%) で、アウトパフォーマンスのほとんどは10月に生じた。一方、Free Cash Flow to Price (株価キャッシュフロー倍率) が最も低パフォーマンス (-5.7%) だった。

図表4：時価総額加重上位20%マイナス下位20%ポートフォリオのパフォーマンス (2023年第4四半期)



出所：リフィニティブ・データストリーム、MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかります。

¹ 上位20%をロングし下位20%をショートするポートフォリオは投資可能ではなく、RFPの構築に使用されるサブファクターのパフォーマンスを代用するために使用されます。RFPはロングオンリーのポートフォリオです。

グローバル・ラッセル・インベストメント・ ファクター・ポートフォリオの推定相関および アクティブ・リスク

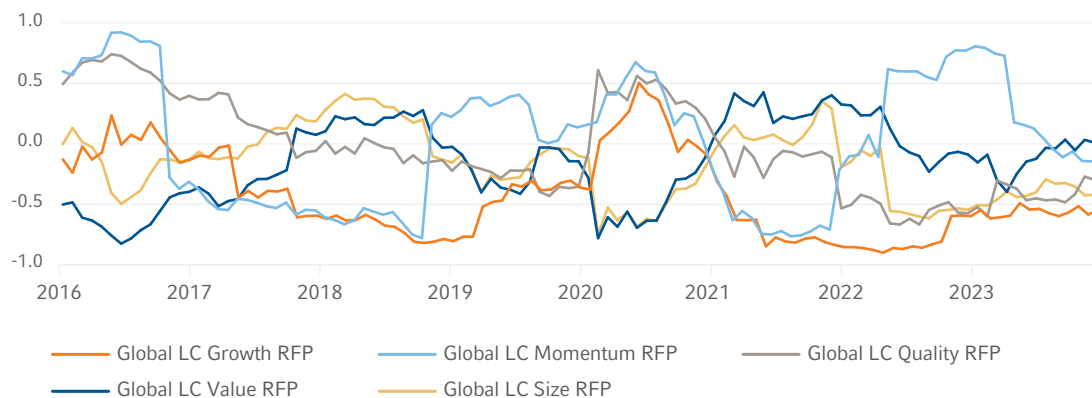
推定相関とアクティブ・リスク

下記の図表5で示すとおり、2023年9月以降、相関構造に重大な変化はない。サイズと低ボラティリティの間のトレンドにわずかな変化が見られるが、全体としてはかなり小さい。モメンタムは年初の正の相関から無相関へ向かうトレンドが続いている。残りの推定相関値はおおむね安定しており、大きな変化はない。前四半期、サイズ・ファクターの推定アクティブ・リスク水準（図表6で示すファクター・ポートフォリオのアクティブ・リスクの予測値）は上向いたが、他のファクターは一貫して低下基調であり、それらのポートフォリオのアクティブ・リスクが通常的水準に回帰する兆候を引き続き示している。

グローバルラージキャップ (LC) モメンタムRFPとグローバルLC低ボラティリティRFP間の相関が低下し続けているが、これは低ボラティリティ・ファクターの相対パフォーマンスが変化していることを示している。他の推定相関値は前四半期から安定している。前四半期、事前アクティブ・リスク水準（ファクター・ポートフォリオのアクティブ・リスクの予測値）は、サイズ・ファクターが上向いたものの、一貫して低下基調であり、それらのポートフォリオのアクティブ・リスクが通常的水準に回帰する兆候を引き続き示している。

図表5: グローバルラージキャップ (LC) 低ボラティリティRFPとの推定相関値

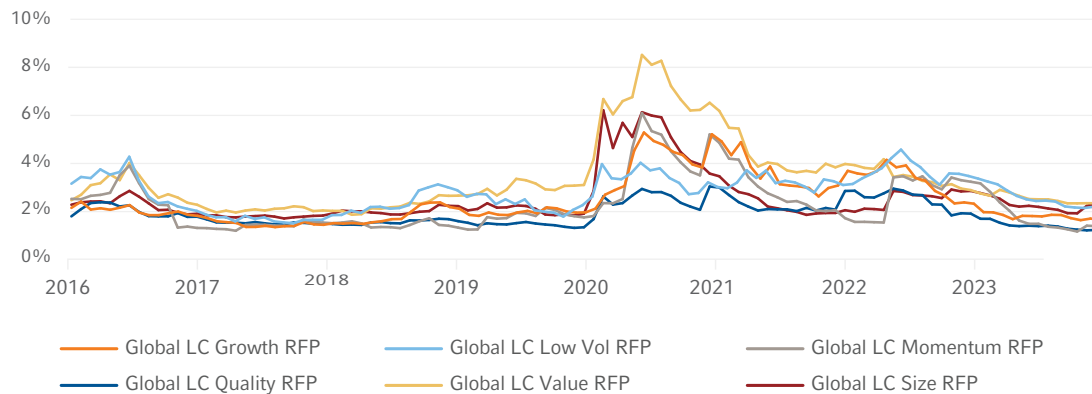
(2016年1月~2023年12月)



出所: Axioma, MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成
インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

図表6: グローバルRFPの推定トラッキングエラー

(2016年1月~2023年12月)



出所: Axioma, MSCIのデータを元にラッセル・インベストメント作成
インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

スポットライト:異なる金利環境下でのファクター別パフォーマンス

11月と12月、金融引き締めが終了するという楽観論と2024年における利下げ可能性を受けて市場は上昇した。この上昇の期間、市場のリーダーシップがバリューストックからグロース戦略に移った。投資家が予想する通り、政策金利が実際にピークに達し、2024年に金融緩和が実現した場合、それら異なる環境でファクター・パフォーマンスにどのような影響があるだろうか。当社は、過去の異なる金利環境期間について調査し、それら各期間直後のファクター・パフォーマンスについて検証した。下記の表は、当社が得た所見を示している。

図表7:金利上昇期の累積パフォーマンス

期間	マーケットリターン・ マイナス・リスク フリーレート	SMB (サイズ)	HML (バリューストック)	RMW (収益性)	CMA (投資)	MOM (モメンタム)	QMJ (クオリティ)
1965年9月から1966年11月	-7.3%	13.3%	3.6%	-3.1%	-2.3%	24.0%	-0.5%
1967年10月から1969年8月	-5.0%	13.9%	7.9%	-3.9%	6.3%	17.3%	7.3%
1972年2月から1974年7月	-35.5%	-26.7%	40.0%	-1.0%	25.6%	56.6%	19.5%
1977年1月から1980年3月	-5.5%	59.3%	6.0%	4.3%	5.3%	70.8%	-1.7%
1980年7月から1981年1月	11.2%	11.0%	-15.0%	9.5%	-7.4%	16.0%	6.7%
1983年2月から1984年7月	-5.3%	1.6%	29.3%	13.8%	16.1%	-2.0%	18.5%
1988年3月から1989年4月	11.7%	2.8%	10.0%	1.2%	7.9%	10.4%	0.7%
1993年12月から1995年4月	7.5%	-5.4%	2.3%	8.3%	3.5%	6.0%	15.0%
1999年1月から2000年7月	12.2%	11.5%	-19.5%	-26.6%	-0.4%	41.4%	0.4%
2004年5月から2006年7月	13.7%	6.1%	27.1%	8.8%	-5.9%	16.9%	-1.3%
2015年11月から2019年1月	36.5%	1.4%	-7.2%	1.8%	-4.1%	-9.0%	20.1%
2022年3月から2023年7月	1.5%	-1.2%	-5.6%	13.1%	0.9%	-6.4%	13.8%
平均リターン	3.0%	7.3%	6.6%	2.2%	3.8%	20.2%	8.2%
プラス・ヒット率	56.6%	50.9%	56.6%	52.8%	53.6%	63.4%	55.1%

出所: Fama French website、AQRのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

金利上昇期間について、モメンタム (MOM) が最も高パフォーマンスで、リターンが+20.2%、ヒット率は63%だった。クオリティ (QMJ)、サイズ (SMB)、バリューストック (HML) がそれに続き、それぞれ+8.2%、+7.3%、+6.6%とプラスのパフォーマンスだった。投資 (CMA、コンサバティブ・マイナス・アグレッシブ) と収益性 (RMW) のパフォーマンスはそれらを大きく下回り、リターンはそれぞれ+3.8%、+2.2%だった。

図表8:金利低下期の累積パフォーマンス

期間	マーケットリターン・ マイナス・リスク フリーレート	SMB (サイズ)	HML (バリュウ)	RMW (収益性)	CMA (投資)	MOM (モメンタム)	QMJ (クオリティ)
1966年12月から1967年4月	17.9%	17.4%	-3.3%	7.0%	-9.4%	-0.6%	-3.3%
1970年3月から1971年2月	3.3%	-3.0%	14.1%	0.0%	17.4%	-13.1%	4.5%
1974年8月から1975年5月	15.6%	6.5%	-2.0%	-6.9%	5.3%	-5.1%	-3.1%
1980年4月から1980年6月	12.8%	4.6%	0.7%	-1.9%	-1.3%	0.0%	-3.8%
1981年7月から1983年1月	0.8%	4.7%	17.0%	-0.6%	16.1%	33.2%	10.5%
1984年8月から1986年8月	56.6%	-10.7%	13.5%	19.3%	1.4%	28.7%	17.8%
1989年5月から1992年8月	18.1%	-14.2%	-6.5%	28.8%	-0.4%	50.6%	35.5%
2000年12月から2001年12月	-13.7%	30.3%	23.8%	18.7%	16.4%	-4.4%	12.0%
2007年9月から2008年12月	-38.3%	-0.1%	-4.5%	26.4%	1.0%	40.5%	39.1%
2019年8月から2020年3月	-14.4%	-13.4%	-22.8%	-3.0%	-2.0%	8.7%	0.7%
平均リターン	5.9%	2.2%	3.0%	8.8%	4.4%	13.9%	11.0%
プラス・ヒット率	55.6%	50.3%	51.0%	63.6%	49.0%	62.9%	66.2%

出所: Fama French website、AQRのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

興味深いことに、金利低下期でも金利上昇期と同じファクターが最も高いパフォーマンスを示している。金利が低下した期間、モメンタム (MOM) とクオリティ (QMJ) が最も高パフォーマンスで、リターンはそれぞれ+13.9%、+11%だった。しかし、収益性 (RMW) ファクターのパフォーマンスが変化、金利上昇期のわずか+2.2%から+8.8%のプラス・リターンとなった。バリュウとサイズ・ファクターはその反対で、パフォーマンスは最も低く、平均リターンはそれぞれ金利上昇期から-3.6%、-5.1%低下した。投資 (CMA) は、2つの環境の間で大きな変化はなかった。

図表9: 金利横ばい期の累積パフォーマンス

期間	マーケットリターン・ マイナス・リスク フリーレート	SMB (サイズ)	HML (バリュー)	RMW (収益性)	CMA (投資)	MOM (モメンタム)	QMJ (クオリティ)
1963年7月から1965年8月	23.6%	2.5%	14.1%	1.1%	3.0%	16.7%	-0.7%
1967年5月から1967年9月	4.7%	16.3%	3.6%	-1.4%	2.4%	6.8%	2.1%
1969年9月から1970年2月	-7.7%	-0.9%	-3.6%	3.3%	2.0%	7.6%	8.5%
1971年3月から1972年1月	7.3%	2.6%	-7.1%	8.2%	-3.7%	8.7%	5.8%
1975年6月から1976年12月	17.2%	12.6%	28.8%	-7.0%	13.3%	6.6%	-10.7%
1981年2月から1981年6月	-0.3%	8.8%	8.9%	-2.3%	4.0%	-3.8%	1.2%
1986年9月から1988年2月	-1.6%	-8.5%	0.9%	8.4%	14.1%	-10.1%	12.1%
1992年9月から1993年11月	14.8%	13.1%	13.8%	-5.7%	9.1%	29.6%	-12.6%
1995年5月から1998年12月	101.0%	-29.1%	11.0%	24.2%	0.3%	61.1%	33.5%
2000年8月から2000年11月	-12.1%	-4.0%	25.5%	23.0%	20.1%	0.6%	21.5%
2002年1月から2004年4月	1.6%	29.2%	14.0%	10.4%	31.6%	1.6%	2.8%
2006年8月から2007年8月	12.1%	-1.9%	-9.6%	0.8%	1.3%	-0.5%	3.4%
2009年1月から2015年10月	169.9%	7.3%	-14.7%	8.5%	4.5%	-34.2%	6.4%
2019年2月から2019年7月	9.4%	-5.9%	-7.2%	3.0%	-3.1%	8.2%	2.6%
2020年4月から2022年2月	75.9%	16.7%	27.1%	25.2%	16.2%	-15.9%	2.4%
平均リターン	27.7%	3.9%	7.0%	6.7%	7.7%	5.5%	5.2%
プラス・ヒット率	64.9%	53.1%	53.1%	56.4%	54.8%	61.3%	51.8%

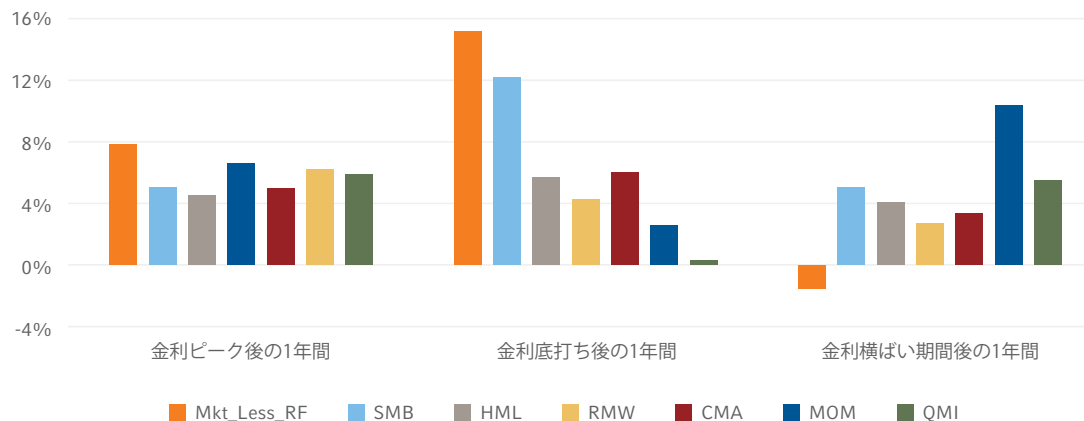
出所: Fama French website、AQRのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

当然ながら、市場は、金融政策が安定している時期に最もパフォーマンスが高く、+27%と高リターンだった。それらの期間中、投資(CMA)、バリュー(HML)、収益性(RMW)が最も高パフォーマンスとなった。一方、モメンタム(MOM)、クオリティ(QMJ)、サイズ(SMB)が最も低パフォーマンスだった。

モメンタム(MOM)とクオリティ(QMJ)は、金利上昇期と低下期両方で最も高パフォーマンスだった。金利が横ばいで、市場が回復局面の期間は、収益性(RMW)、バリュー(HML)、投資(CMA)が最も高パフォーマンスだった。サイズは金利上昇期のみ高パフォーマンスで、他の環境下では最も低パフォーマンスだった。

図表10: 各期間終了後1年間の平均累積パフォーマンス



出所: Fama French website、AQRのデータを元にラッセル・インベストメント作成

上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

最後に、各期間終了後1年間の各ファクターのパフォーマンスについて検討した。金利ピーク後のリターンには大きな差がなく、バリュー (HML) が最も低パフォーマンス (+4.5%) で、収益性 (RMW)、モメンタム (MOM)、クオリティ (QMJ) が最も高パフォーマンス (それぞれ+6.5%、+6.2%、+5.8%) だった。市場回復局面では、金利底打ち後の1年間、サイズ (SMB) が最も高パフォーマンス (+12%) で、投資 (CMA) とバリュー (HML) がそれに続き、それぞれリターンは+6.0%、+5.6%だった。

金利横ばい期間後の1年間は、市場が回復局面から拡大局面へと変化したのが特徴だった。同期間、市場のリーダーシップは移動し、モメンタム (MOM) とクオリティ (QMJ) が最も高パフォーマンスで、リターンはそれぞれ+10.3%、+5.4%だった。サイズ (SMB) とバリュー (HML) がそれに続き、リターンはそれぞれ+5%、+4%だった。投資 (CMA) と収益性 (RMW) が、+3.3%と+2.7%のリターンで最も低パフォーマンスだった。

結論

- 当四半期ラッセル・インベストメントのグローバル・ラージキャップ・グロース、モメンタム、サイズ・ファクター・ポートフォリオがMSCI ACWIをアウトパフォームする一方で、グローバル・ラージキャップ・バリューおよび低ボラティリティはアンダーパフォームした。グローバル・ラージキャップ・クオリティ・ファクター・ポートフォリオはベンチマーク並みだった。
- グローバルLCモメンタムRFPとグローバルLC低ボラティリティRFP間の相関は引き続き低下、他の推定相関値は前四半期から安定したままである。
- 過去の例を見ると、金利低下期、モメンタム (MOM) とクオリティ (QMJ) ファクターが最も高パフォーマンスだった。

ご留意事項

当資料に掲載されているすべての情報の出所は、特に明記されていない限り、ラッセル・インベストメントです。当資料に示された意見などは、特に明記されていない限り、当資料作成日現在の当社の見解を示すものです。当社が信頼できると判断した情報に基づき作成しておりますが、その情報の正確性や完全性についてこれを保証するものではありません。記載されている内容はラッセル・インベストメントの見解であり、事実を示すものではなく、変更する可能性があります。また投資アドバイスを行うものではありません。すべての投資は、投資元本の潜在的な損失を含め、リスクが伴います。通常、収益率は均一ではなく、損失を被る可能性があります。また、収益の確保、または損失の防止を保証するものではありません。

MSCIインデックスに関する著作権及びその他知的財産権はすべてMSCI Inc.に帰属しており、その許諾なしにコピーを含め電子的、機械的な一切の手段その他、あらゆる形態を用い、インデックスの全部または一部を複製、配付、使用することは禁じられています。またこれらの情報は信頼のおける情報源から得たものでありますが、その確実性および完結性をMSCI Inc.は何ら保証するものではありません。

“FTSE™”はロンドン証券取引所株式会社及びフィナンシャル・タイムズ・リミテッドの商標であり、FTSEのライセンスのもとで使用される商標です。

インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。またインデックス自体は、直接投資の対象となるものではありません。

Copyright ©2024. Russell Investments. All rights reserved.

ラッセル・インベストメントは世界中の拠点を通じて事業を展開しています。当資料中「ラッセル・インベストメント」は、ラッセル・インベストメントグループの会社の総称です。ラッセル・インベストメントの所有権は、過半数持分所有者のTA アソシエーツおよび相当の少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズから構成されています。ラッセル・インベストメントの従業員およびハミルトン・レーン・アドバイザーズ・エル・エル・シーもまた、少数非支配持分所有者です。フランク・ラッセル・カンパニーは、当資料におけるラッセルの商標およびラッセルの商標に関連するすべての商標権の所有者で、ラッセル・インベストメントグループの会社がフランク・ラッセル・カンパニーからライセンスを受けて使用しています。ラッセル・インベストメントグループの会社は、フランク・ラッセル・カンパニーまたは「FTSE RUSSELL」ブランド傘下の法人と資金的関係を有しません。当資料は、一般的な情報の提供を目的としており、特定の運用商品の推奨等の投資勧誘を目的としたものではありません。当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部または一部の複製、転用、配布はいかなる形式においてもご遠慮ください。

ラッセル・インベストメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第196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