

ラッセル・インベストメント ウェブ・セミナー

パンデミック・ストレス下の投資スタンス —あらためて株式アクティブ運用の意義を考える—

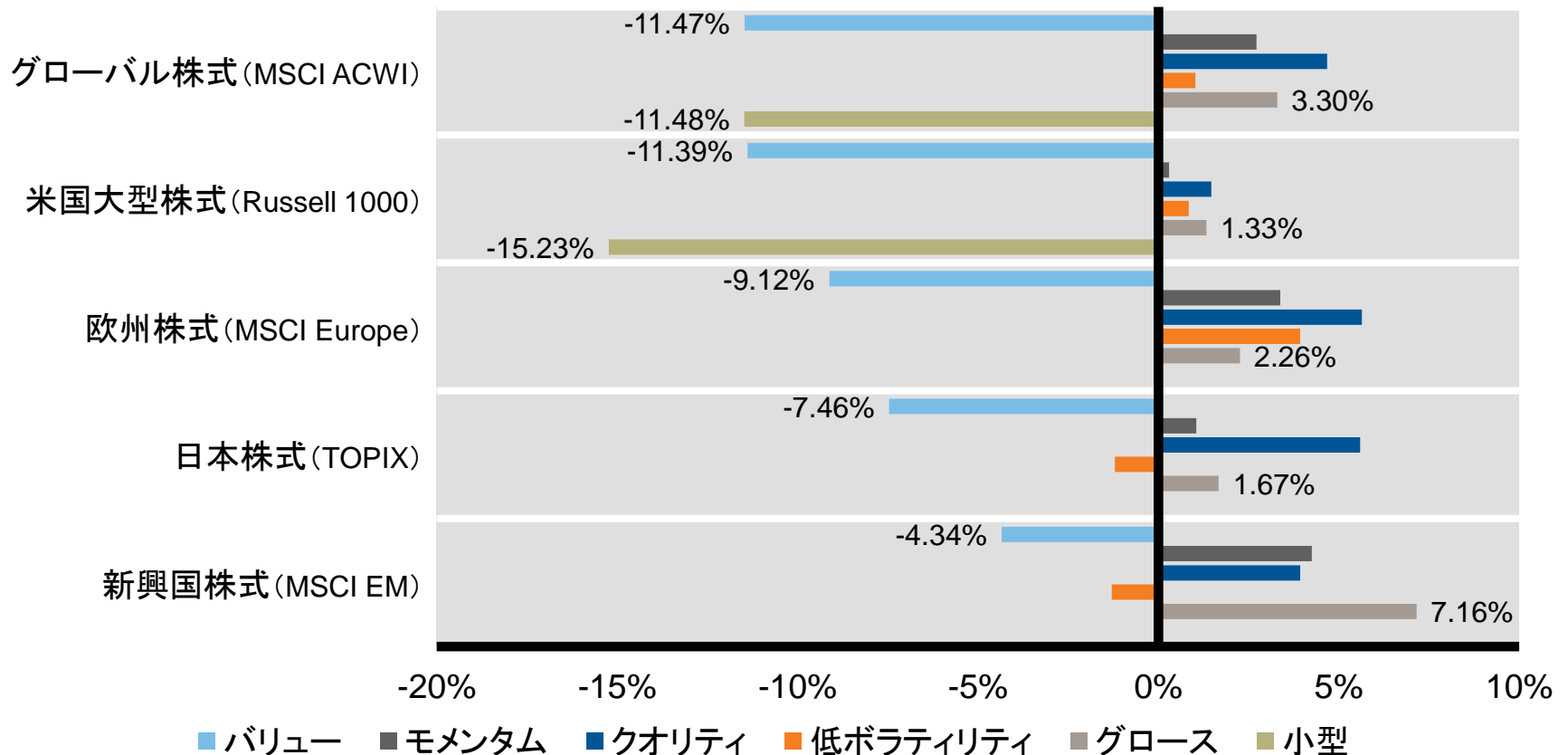


ラッセル・インベストメント株式会社

〒107-0052 東京都港区赤坂7丁目3番37号 プラス・カナダ
TEL: 03-5411-3500 (代表) <https://www.russellinvestments.com/jp>
商号: 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

様々な地域でのファクター別超過リターン

2019年度



2020年3月末時点

グラフの()内に示すインデックス構成銘柄を対象としてラッセル・インベストメントが組成したファクター・ポートフォリオの、上記の各インデックスに対する超過リターンを示したものです。運用成果は過去の実績であり、将来の結果を保証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。

出所: MSCI Inc.、東京証券取引所、ロンドン証券取引所グループに属する会社、ラッセル・インベストメントのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

質問1

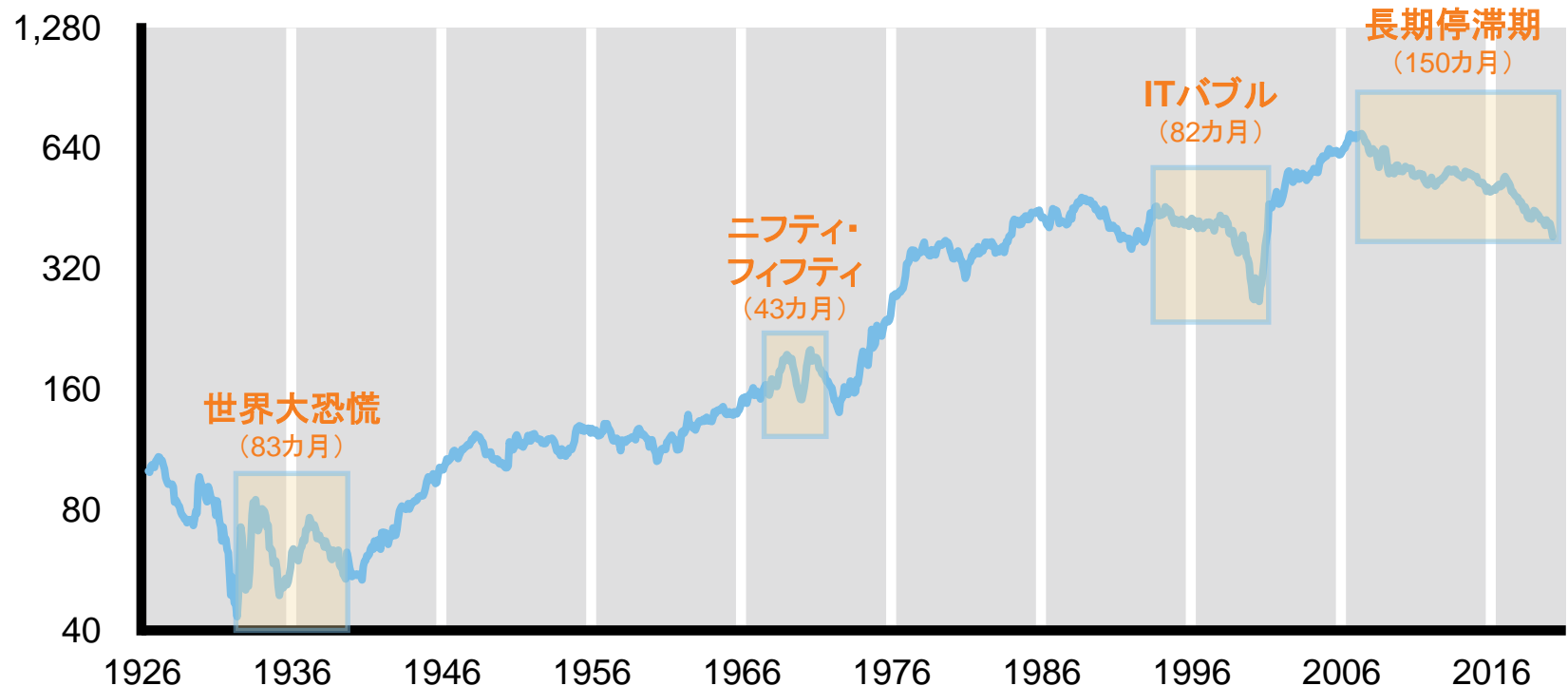
不振が続くバリュー運用について、
引き続き投資する意味があると
考えるか？



バリュー株式の不振は、1926年以降で最長期間

スタイル・インデックス

下記期間では成長株を上回った：
米国株式グロス／バリュー相対リターン・インデックス(対数表示)



2020年2月時点

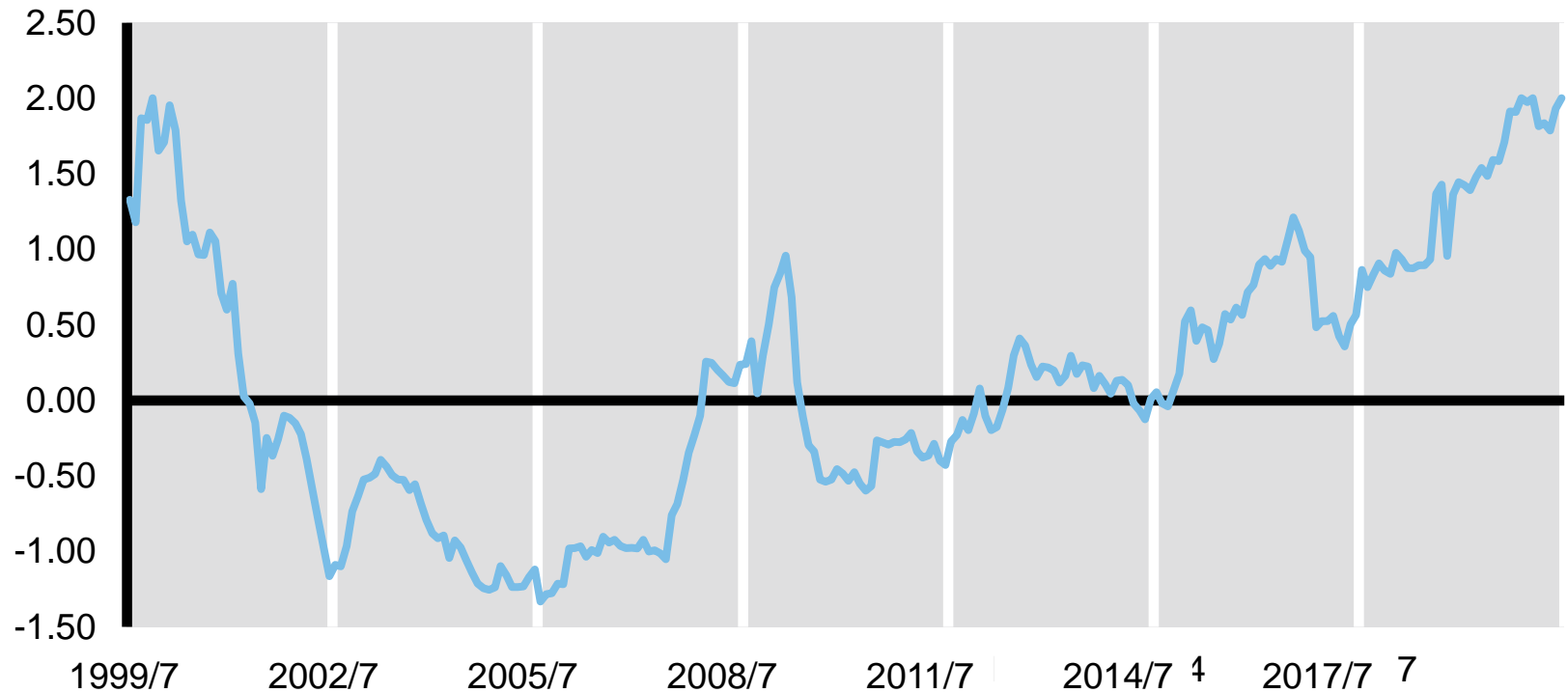
米ドルベース。対Russell 1000 Growth IndexのRussell 1000 Value Index(1979年以降。1979年以前はKenneth Frenchのオンライン・データセットのリターンデータ)。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

出所: Thomson Reuters Datastreamのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

バリュー株式のバリュエーションは過去と比較してかなり割安

グローバルに、バリュー対グロースのバリュエーション格差は過去最大に近い

バリュー・ポートフォリオの市場全体に対するバリュー・スコア



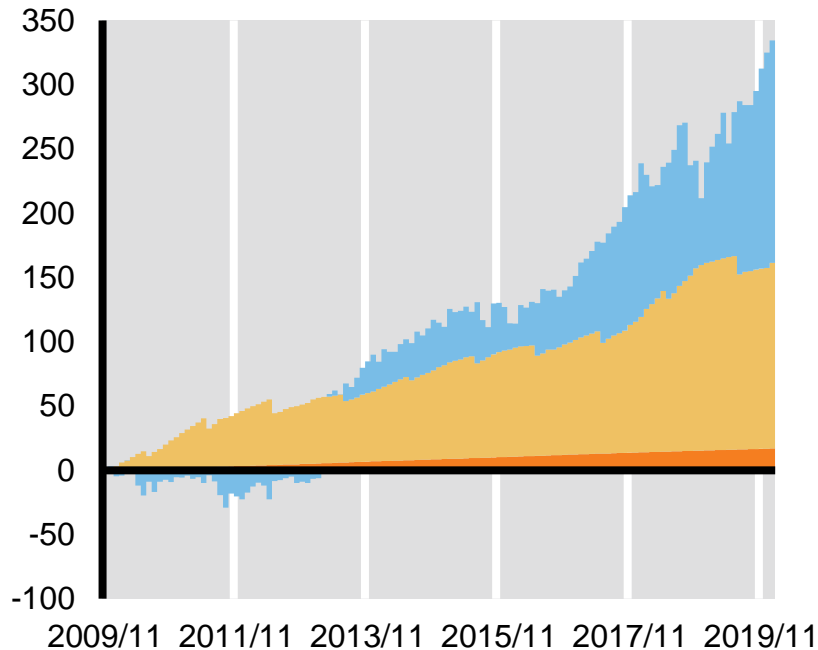
2020年2月時点

Russell Factor Portfolio Valueの市場全体(MSCI ACWI Index)に対するラッセル・インベストメント独自のバリュー指標コンポジット(株価純資産倍率、株価収益率、企業価値(EV)/EBITDA、株価売上高倍率を統合したもの)の推移です。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。

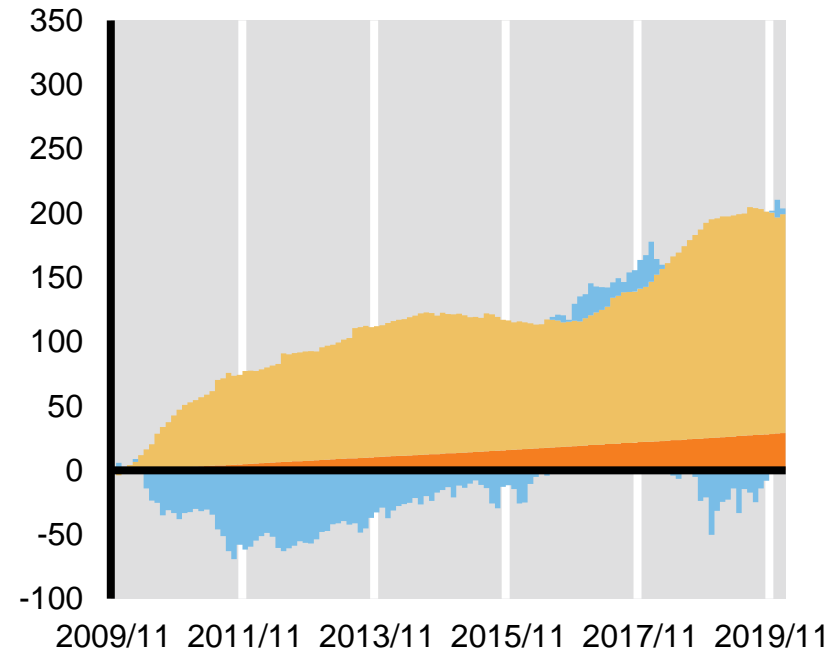
出所: MSCI Inc.、ラッセル・インベストメントのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

グロース株式の好調は、バリュエーション拡大による グロース銘柄が高収益を上げたことが理由ではない

米国大型グロース・インデックス
リターン分解(%)



米国大型バリュー・インデックス
リターン分解(%)



■ 配当

■ 一株当たり利益の伸び

■ PERの変化

2019年12月末時点

米ドルベース。米国大型グロース・インデックスはRussell 1000 Growth Index、米国大型バリュー・インデックスはRussell 1000 Value Index。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。

出所：Thomson Reuters Datastreamのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

現実的なシナリオか？

バリュエーションの前提を確認する

グロース株式

	4月14日の株価	PER (倍)	直近のバリュエーションを正当化するために、今後10年間でどのようなことを想定する必要があるか
Amazon	\$2,283.32	99.3	競合相手や規制環境に変化がなく、毎年30%以上の利益成長が起こる。米国のGDPの5%をAmazonが生み出す
Netflix	\$413.55	100.1	競争が激化し、番組ストリーミング市場が飽和する中、毎年30%超の利益成長が起こる

バリュー株式

	4月14日の株価	PER (倍)	直近のバリュエーションを正当化するために、今後10年間でどのようなことを想定する必要があるか
Bank of America	\$20.00	7.0	資本が充実し、“大きすぎてつぶせない”金融機関であるにも関わらず、毎年4%の減益が続く
Lennar (住宅建設会社)	\$43.02	7.6	人口増が住宅需要を喚起し、歴史的な住宅供給が限られる中で、利益成長が1%以下が続く
BP	£4.00	8.3	世界経済が回復し、前例のない景気刺激策が打たれる中、毎年3%の減益が続く

2020年4月14日時点

FactSetの2段階成長配当割引モデルを使用して算出。当資料の内容は作成時点におけるラッセル・インベストメントの見解および将来の予想であり、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、上記は将来の結果の確実性を保証するものではありません。

出所：FactSet、ラッセル・インベストメントのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

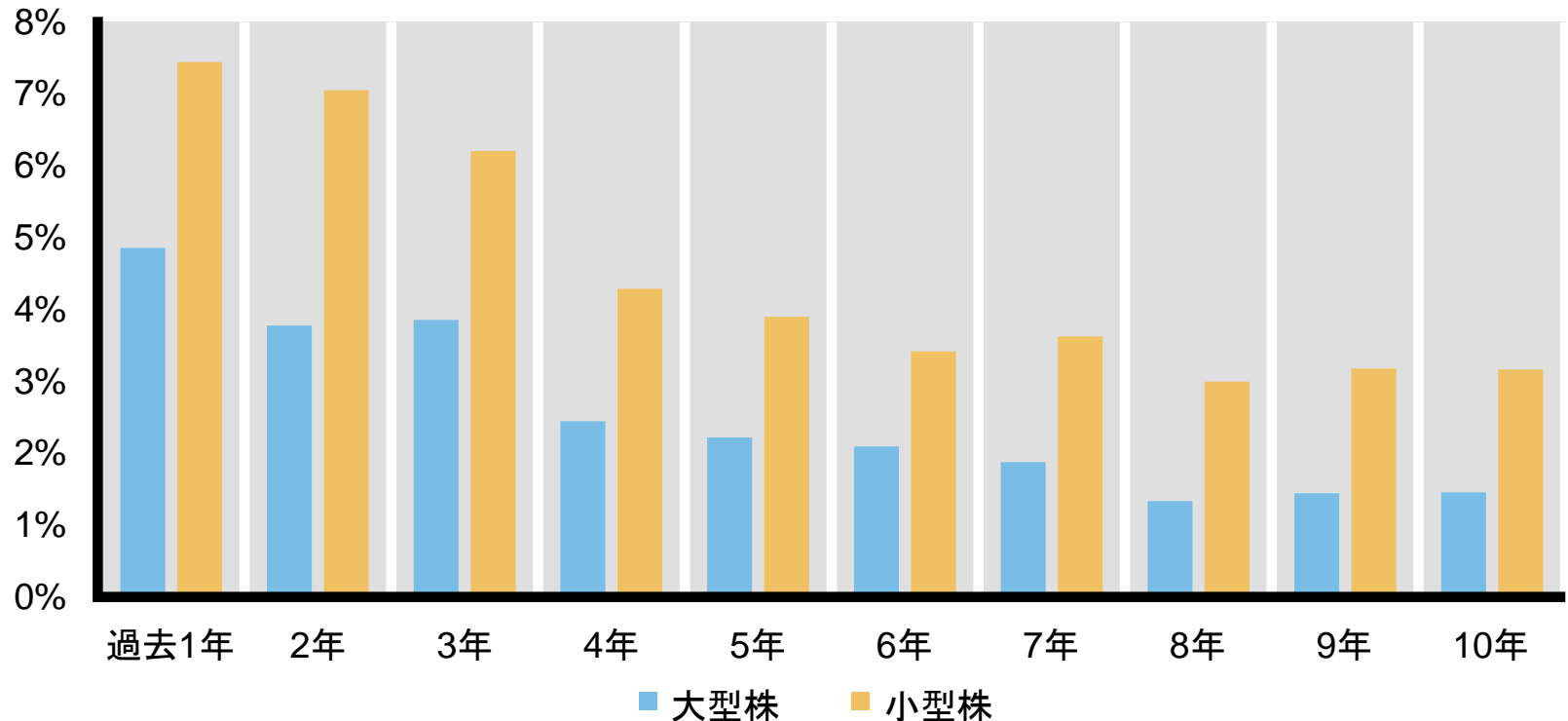
質問2

アクティブ運用は、全般的に中小型に偏りがちと考えるが、これは今後不利にならないか？



米国大型株と小型株の第1四分位の超過収益

過去10年間では、小型株戦略の超過収益が大型株を上回っていた。
小型株の銘柄選択による超過収益獲得機会が大きかったと言える



2020年3月末時点

米ドルベース。ラッセル・インベストメントの米国大型株／小型株ユニバースのうち第1四分位の銘柄群の対ベンチマーク(大型株はRussell 1000 Index、小型株はRussell 2000 Index)の超過収益。過去2年から過去10年は年率換算。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。

出所：ロンドン証券取引所グループに属する会社のデータをもとにラッセル・インベストメント作成

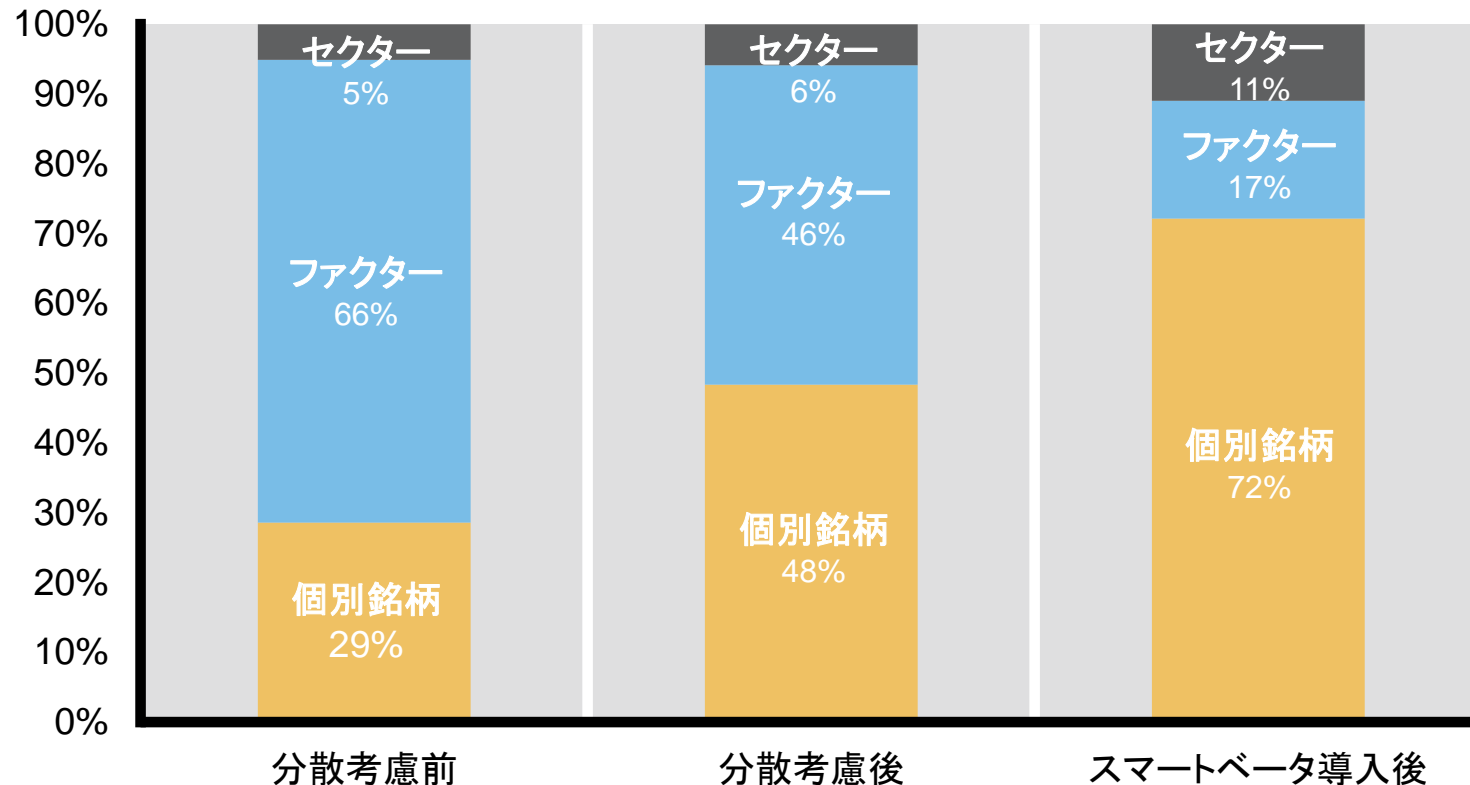
質問3

マルチ・マネージャー運用での
スタイル・ベットのあり方について



アクティブ・リスクの寄与度

銘柄選択効果を50%以上に調整。ファクター・リスクの寄与度は限定的に



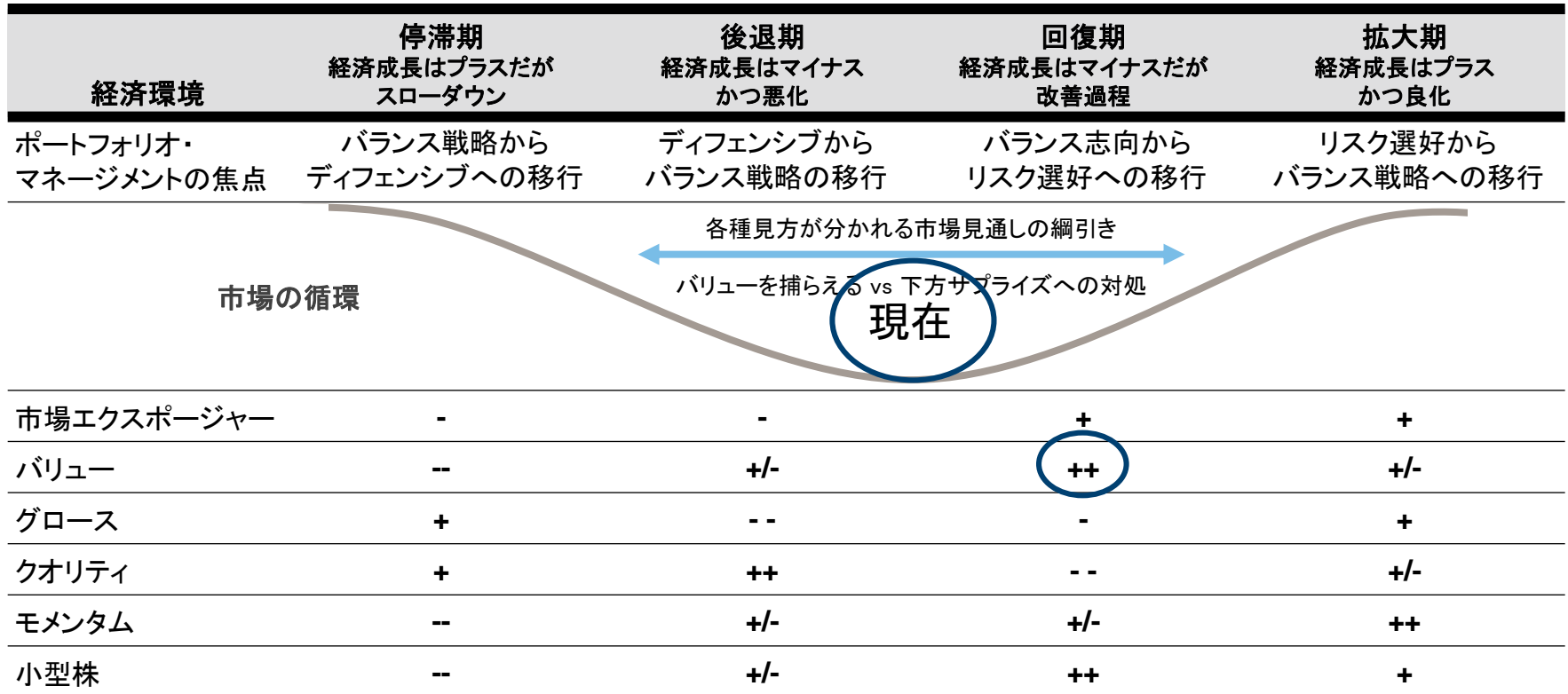
※イメージ図

分散考慮前: 単純にラッセル・インベストメントが付与する採用ランクが高く、リターンの高いマネージャーでポートフォリオを構築。分散考慮後: 異なるスタイルのマネージャーを組み合わせる。スマートベータ導入後: 個別銘柄によるアクティブ・リスクの寄与度を50%以上にするため、スマートベータを導入してファクター・リスクを低下させた結果。上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。

出所: ロンドン証券取引所グループに属する会社のデータをもとにラッセル・インベストメント作成

ファクターと景気サイクル

時間の経過(市場環境の変遷)によるファクターの魅力度の変化のイメージ図



(イメージ図)

2020年6月末時点
 上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
 出所: ラッセル・インベストメント

バリュー株が優位となりやすい市場環境が整い始めている

バリュー株へのエクスポージャーは維持する

- > バリューとグロースのバリュエーション格差
- > コロナショックによるビジネスサイクルの底打ち
- > 急拡大したスプレッドの縮小
- > 財政支出の拡大

2020年6月時点

当資料の内容は作成時点におけるラッセル・インベストメントの見解であり、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、上記は将来の結果の確実性を保証するものではありません。

出所：ラッセル・インベストメント

バリュー株式が優位となりやすい市場環境

バリュー株式に追い風となる市場環境の下地ができつつある

バリュエーション・スプレッド
急上昇後のバリュー株式の
アウトパフォーマンス

1933年以降
10回

平均相対リターン:9.6%
アウトパフォーマンス率:90%

景気循環の谷の後の
バリュー株式の
アウトパフォーマンス

1927年以降
15回

平均相対リターン:7.3%
アウトパフォーマンス率:73.3%

ハイイールド債のスプレッド
下落時のバリュー株式の
アウトパフォーマンス

1987年以降
29回

平均相対リターン:16%
アウトパフォーマンス率:74%

政府支出増加時の
バリュー株式の
アウトパフォーマンス

1969年以降
43回

平均相対リターン:9.6%
アウトパフォーマンス率:63%

2020年3月末時点

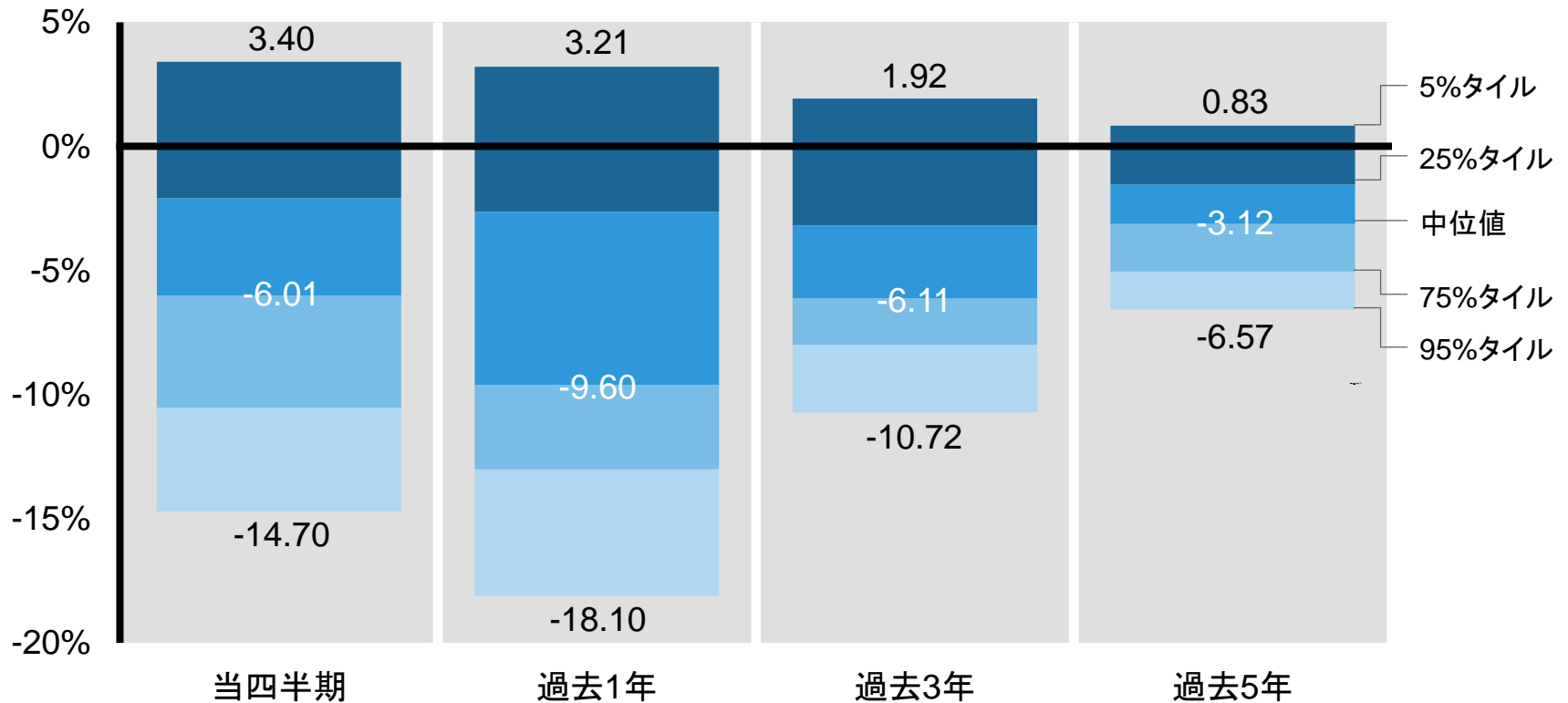
米ドルベース。Kenneth FrenchのHigh Minus Low(HML)の米国バリュー・ファクター株式データ(Webで公開されているFama/French Factorを反映したリターン・データ、報酬控除前)をもとに算出。平均相対リターンは上記のシナリオにおいて米国株式市場でバリュー株式がグロース株式をアウトパフォーマンスした平均幅。アウトパフォーマンス率は上記のシナリオにおいて米国株式市場でバリュー株式がグロース株式をアウトパフォーマンスする確率。上記は過去の実績であり、将来の投資収益等の示唆あるいは保証をするものではなく、またその結果の確実性を表明するものではありません。

出所: Thomson Reuters Datastreamのデータをもとにラッセル・インベストメント作成

ラッセル・インベストメント ウェブ・セミナー

パンデミック・ストレス下の投資スタンス
ーあらためて株式アクティブ運用の意義を考えるー

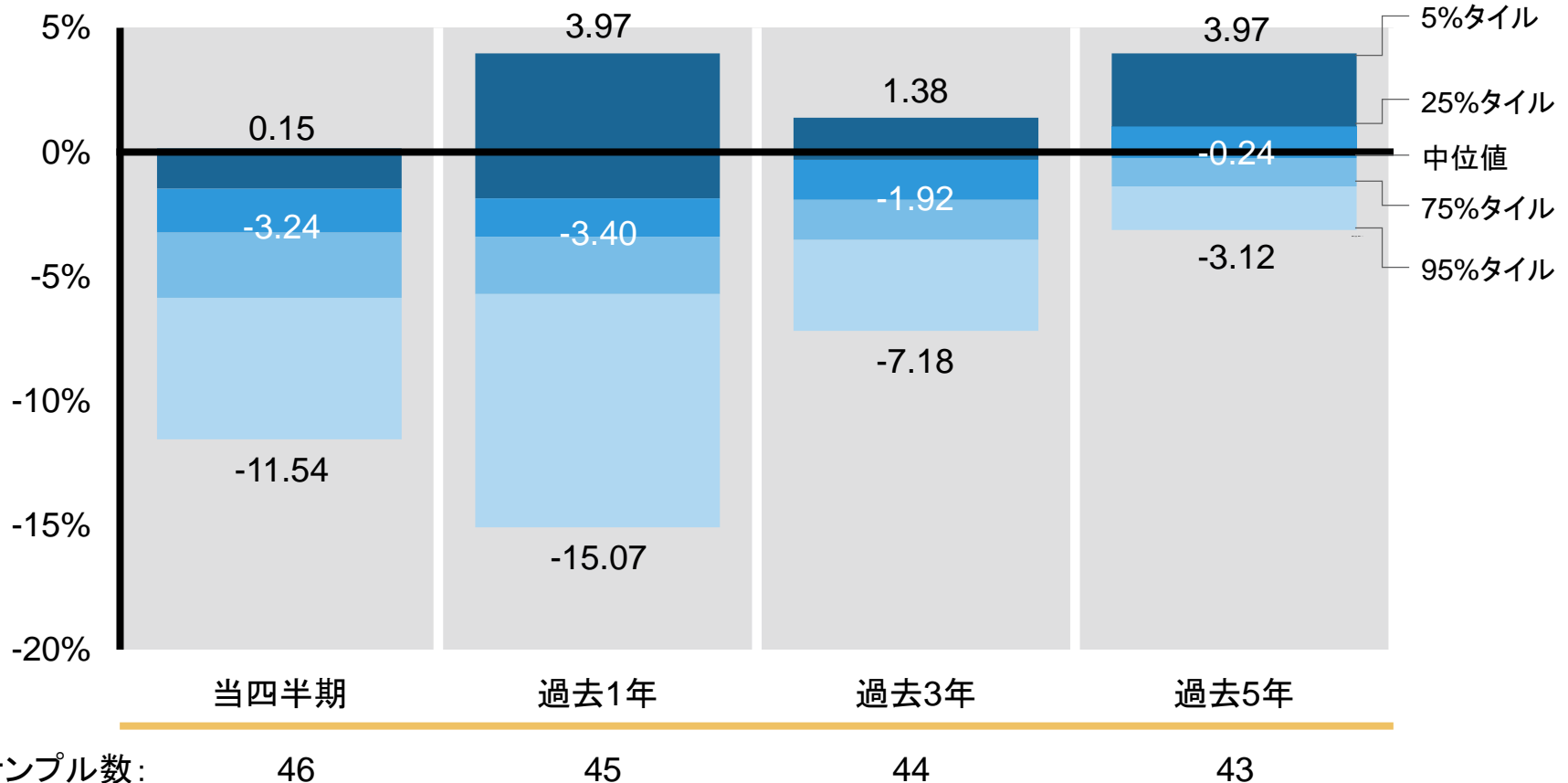
グローバル・バリュー株式のユニバース運用実績推移



サンプル数: 当四半期 70, 過去1年 70, 過去3年 67, 過去5年 65

2020年3月末時点
 ラッセル・インベストメントのグローバル・バリュー株式のユニバース(ベンチマークはMSCI World Index)の超過収益。円ベース。報酬控除前。期間1年以上の数値は年率。運用成果は過去の実績であり、将来の結果を保証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。
 出所: ラッセル・インベストメント

国内バリュース株式のユニバース運用実績推移



2020年3月末時点

ラッセル・インベストメントの国内バリュース株式のユニバース(ベンチマークはTOPIX)の超過収益。円ベース。報酬控除前。期間1年以上の数値は年率。運用成果は過去の実績であり、将来の結果を保証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。

出所: ラッセル・インベストメント

質問4

定性評価が高い運用会社について、
定量実績が悪くても評価を変えない
理由
また、あるべき評価期間は



マネージャー評価の見直しについて

採用マネージャーの何を評価してきたのか

- > パフォーマンスについてはスタイルを考慮した期待値との差に着目
 - > どのようなマーケット環境で超過収益が見込める運用スタイルなのか
 - > ラッセル・インベストメントでも米国株・グローバル株ではスタイル・インデックス対比で評価

- > 当初の評価ポイントに変化はないのか
 - > ポートフォリオ・マネージャーのスキル・熱意
 - > リサーチ力
 - > 経営サイドのコミットメントなど

- > 評価期間の妥当性

質問5

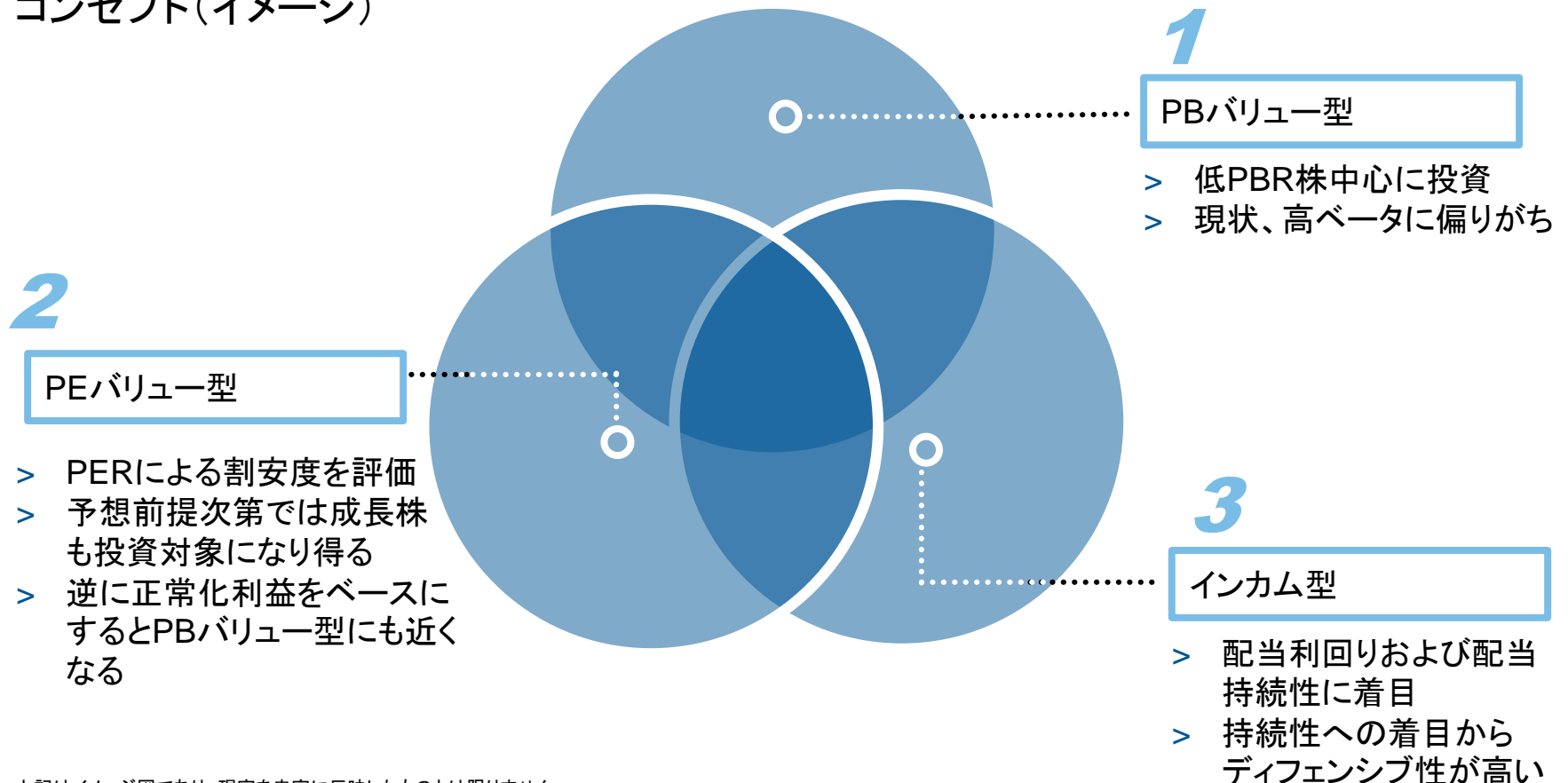
バリュー運用をさらに細分類して
捉えるべきではないか？



バリュー運用の種類

着目するバリュー指標によってスタイルは異なり得る
また各アプローチの中でもリスク許容度・ターゲットリターンは異なる

コンセプト(イメージ)



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所: ラッセル・インベストメント

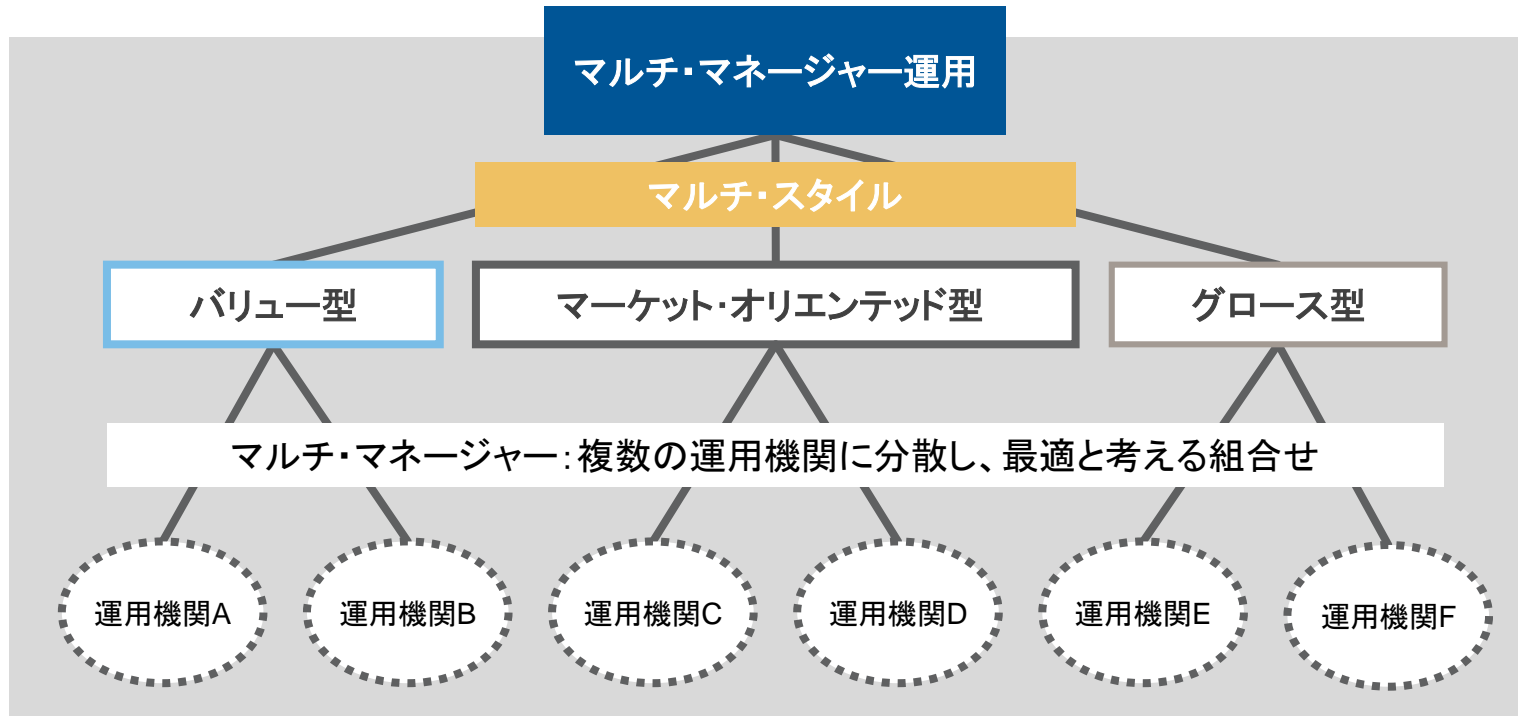
質問6

マルチ・マネージャー運用の中で
どのように運用会社を入れ替えて
いるか？



マルチ・マネージャー・ファンドの基本構造

コンセプト



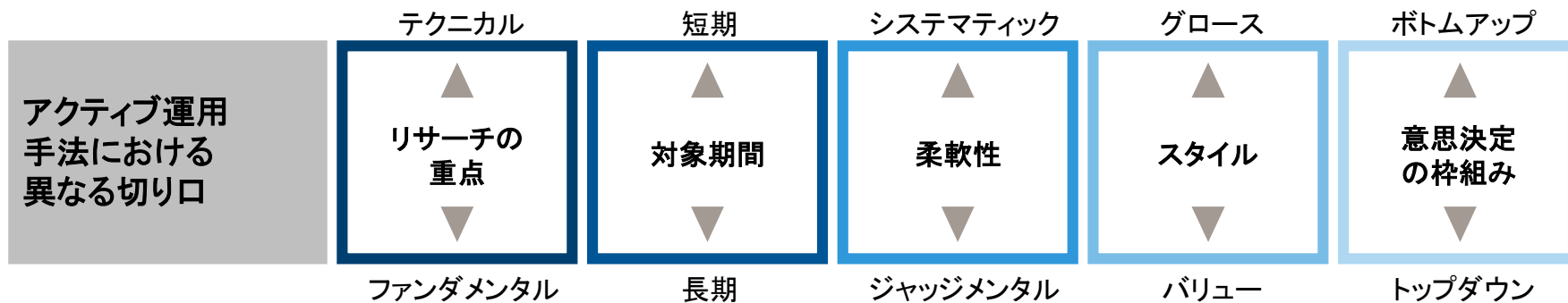
※イメージ図

上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所: ラッセル・インベストメント

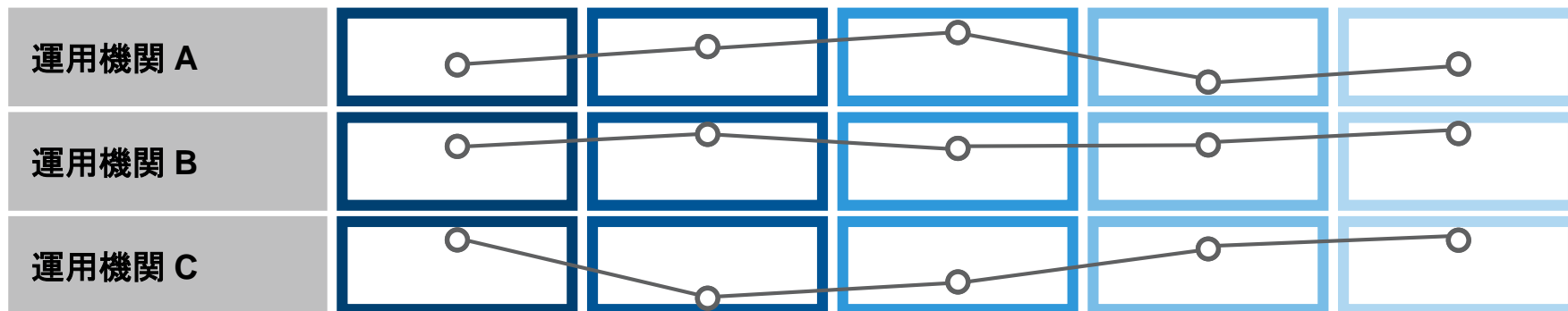
運用スタイル

キーポイント:スタイル分散、プロセス分散

運用機関により異なる運用プロセス



運用アプローチにおいて相互補完性の高い運用機関の組み合わせ



上記はイメージ図であり、現実を忠実に反映したものとは限りません。
出所:ラッセル・インベストメント

※イメージ図

質問7

アクティブ運用を行う意味とは？
また、超過収益を期待できる運用機関
を選ぶ際のポイントは？



アクティブ運用の意義

マネージャーを適切に選べば十分にアルファ獲得の可能性はある

アルファ獲得機会は高まっている可能性も

- > セルサイド・カバレッジの低下
- > 日本においてはコーポレート・ガバナンス改善への期待

アルファの出るマネージャーの傾向とは？

- > インベスターへの正しいインセンティブ付け(会社としてのコミットメントを含む)
- > 高いリサーチ力
- > 適切なリスクテイク

スチュワードシップ活動の推進

- > エンゲージメントの深化

Thank you.

Any questions?



ラッセル・インベストメント ブログ Knowledge Channel



ソリューション

リソース

リサーチ

会社情報

ナレッジ・チャンネル

ウィークリー・マーケット・レビュー
グローバル・マーケット・アウトLOOK
コミュニケ (日本版)
オルタナティブ投資状況調査

ナレッジ・チャンネル

ナレッジ・チャンネル～あなたの資産運用、サポートします～では、資産運用に関わる身近なテーマを採り上げ、ラッセル・インベストメントの視点による考察をお届けいたします。

新着案内

2020年6月2日 (火)

パンデミック・ストレス状況下における投資スタンス：ダイレクトレンディング編

2020年5月26日 (火)

パンデミック・ストレス状況下における投資スタンス：保険戦略編

[最新版はこちら](#)



費用について

- > 投資一任契約に基づく運用に係る直接または間接にご負担いただく手数料または報酬は、締結される契約の種類や契約資産額により、また投資信託に投資するか個別資産に直接投資するかにより異なりますので、当資料において一律に記載することはできません。具体的な手数料または報酬の金額・計算方法に関しましてはそれぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面、契約書およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

リスクについて

- > 投資一任契約において、当社の投資判断者がその運用指図により投資を行うまたは行う可能性がある実質的な投資対象は、主に国内外の株式、債券、証券化商品、証券投資信託、不動産投資信託、商品先物取引等の値動きのある金融商品・金融派生商品であり、それらの価格は、各国の政治・経済・社会情勢、組入有価証券の発行体の経営や財務状況の変化による信用力等の影響、金利・通貨の価格・金融商品市場における相場動向、不動産市況動向、現物商品の市況状況・商品指数の相場動向、その他の指標の変動等により損失が生じ、投資元本を下回るおそれがあります。相対取引の場合、カウンター・パーティーの信用力低下により損失が生じる場合があります。また、当該金融商品等にクローズド期間が付されている場合および流動性が充分でない場合等には、売買の機会が制限を受け、直接・間接の原因として損失を生じ、投資元本を割り込むことがあります。さらに、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。
- > 上記は主な投資リスクであり、投資一任契約に基づく運用に関する全てのリスクを網羅したものではありません。それぞれの契約についてお客様に交付されます(または交付済みの)契約締結前交付書面およびこれを補足するため交付されるかもしれない(または交付済みの)その他の開示書面(目論見書等)をよくお読みいただき、その内容をご確認ください。

ご注意

- > Copyright© 2020. Russell Investments. All rights reserved.
- > 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少数持分所有者のレバレンス・キャピタル・パートナーズとラッセル・インベストメントの経営陣から構成されています。
- > 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本的関係を有しません。
- > 当資料は、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。
- > 当社による事前の書面による許可がない限り、資料の全部又は一部の複製、転用、配布はいかなる形式においても ご遠慮下さい。
- > 当資料は、一般的な情報の提供を目的としたものであり、特定の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。また金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。
- > 当資料で表示した分析は、一定の仮定に基づくものであり、その結果の確実性を表明するものではありません。
- > 当資料において記載されている数値、データ等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ありません。
- > 当資料に記載の目標数値はあくまで目標であり、将来の結果を保証するものではありません。
- > 特段記載の無い限り、当資料に記載されているデータの出所は、ラッセル・インベストメントです。
- > 当資料内におけるシミュレーションは過去のデータによる試算であり、当資料のいかなる記述も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。

インデックスについて

- > TOPIXは、株式会社東京証券取引所の知的財産であり、株価指数の算出、公表、利用などTOPIXに関するすべての権利およびTOPIXの商標に関するすべての権利は株式会社東京証券取引所が所有しています。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はありませんが、株式会社東京証券取引所はその確実性および完結性に責任を負うものではありません。
- > ラッセル・インデックスに関連するトレードマーク、サービスマークおよび著作権は、ロンドン証券取引所グループに属する会社に帰属します。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。
- > 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。
- > 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。