

株式ファクター・レポート

2025 年第 3 四半期：バリューがアウトパフォーム



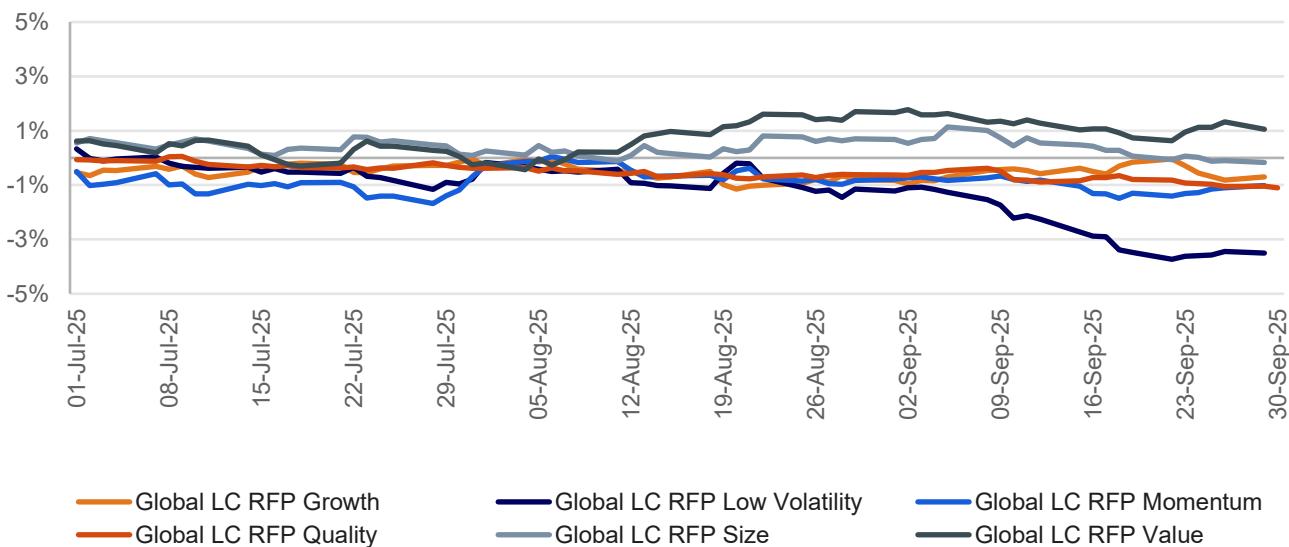
概要

2025 年第 3 四半期、株式指数は引き続き上昇しました。米国では、利下げが見込まれたことで小型株が大型株を上回るパフォーマンスを示し、ラッセル 2000 指数が+12.4%上昇したのに対し、ラッセル 1000 指数は+8%の上昇にとどまりました。大型株は引き続き上昇しましたが、その勢いは前四半期よりやや鈍化しました。この上昇の主な要因は、力強い企業収益の伸びと貿易摩擦の緩和でした。ラッセル 1000 指数と MSCI ワールド（米国を除く）指数のリターンはそれぞれ 8%と 5.4%でした。

ファクターのパフォーマンスにも変化が見られ、バリューがグロースを上回り、第 2 四半期からの逆転現象となりました。リスク選好姿勢（リスクオン）による市場環境の中では、低ボラティリティ戦略のリターンは相対的に低くなりました。一方、モメンタムとクオリティは概ねニュートラルの動きにとどまりました。

図表 1：累積超過リターン

グローバル RFP の MSCI ACWI に対する累積超過リターン



出所：ラッセル・インベストメントおよび MSCI：2025 年 7 月 1 日～2025 年 9 月 30 日のデータ。上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

※当資料は、ラッセル・インベストメントが 2025 年 10 月に発行した英文のレポートを抄訳したものです。



Invest without boundaries™

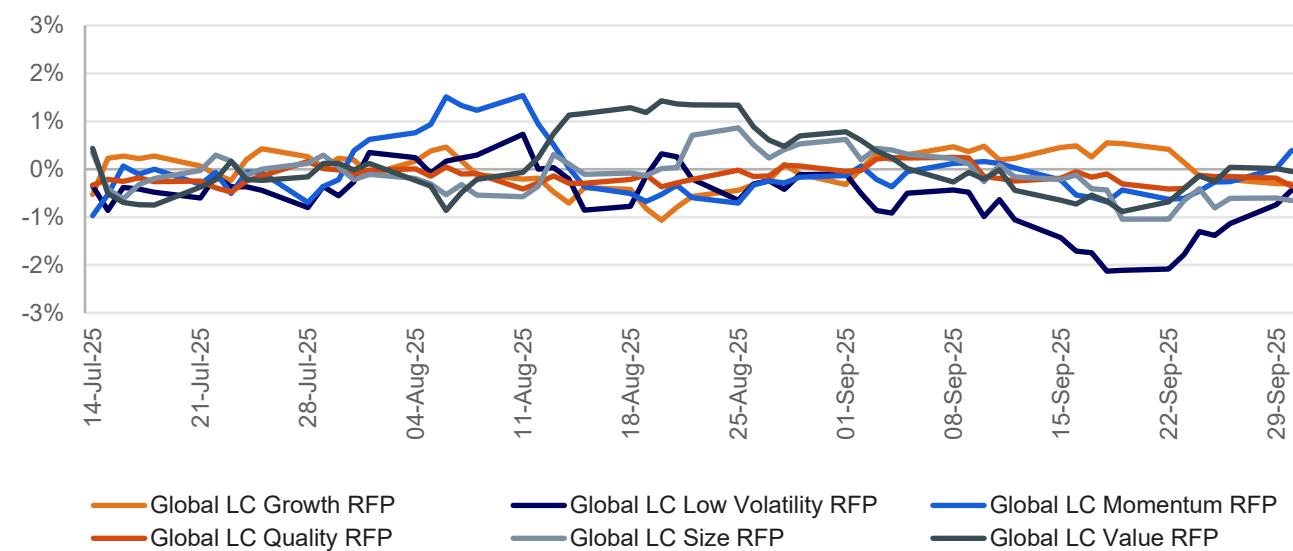
ファクター別パフォーマンス

グローバル RFP のパフォーマンス・ダイナミクス

バリュー・ラッセル・ファクター・ポートフォリオ（RFP）は、第3四半期の前半および前四半期にアンダーパフォームしていたものの、第3四半期の中盤以降に反発しました。第2四半期に好調だったグロース RFP は、今四半期はリターンが鈍化しました。低ボラティティは引き続きアンダーパフォームし、特に第3四半期後半でその傾向が顕著でした。一方、その他のファクターは概ね指数のパフォーマンスに近い水準で推移しました。

図表 2：グローバル RFP の MSCI ACWI に対する

10 日間ローリング超過リターン

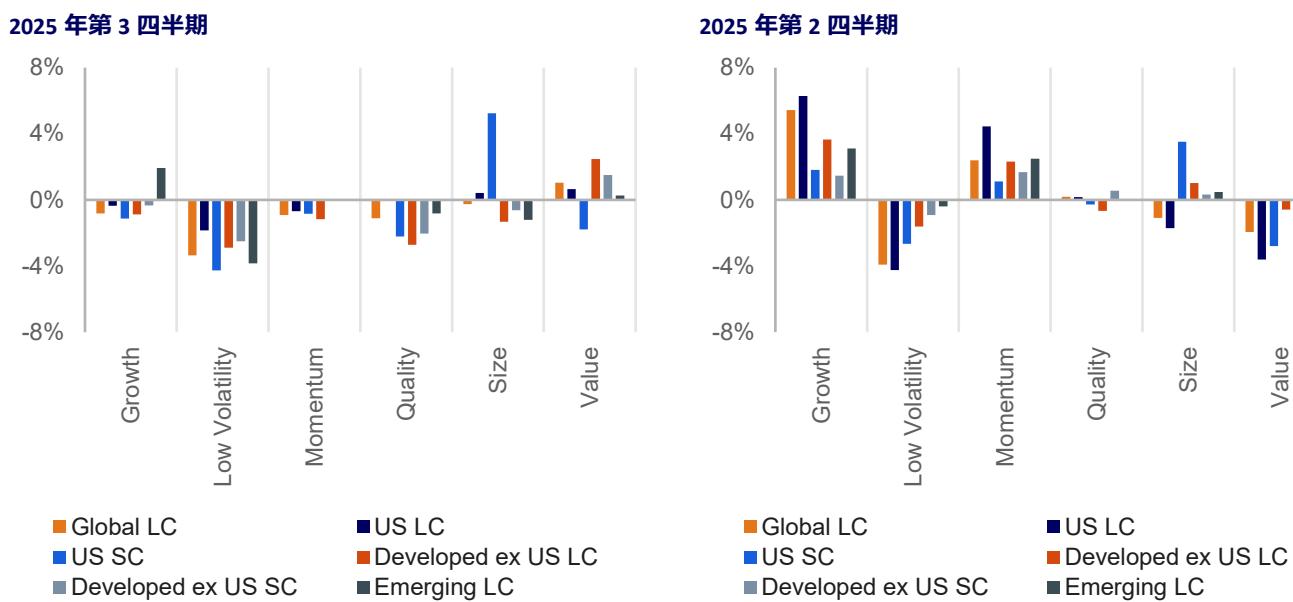


出所：ラッセル・インベストメントおよび MSCI：2025 年 7 月 14～2025 年 9 月 30 日のデータ。上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

ラッセル・インベストメント RFP の地域別パフォーマンス

バリューは、米国的小型株を除くすべての地域でアウトパフォームしました。これは前四半期からの変化を示しており、前回好調だったグロースとモメンタムは、本期はおおむね動きが鈍く、アンダーパフォームしました。例外は新興国のラージキャップにおけるグロースで、ここではプラスのリターンを記録しました。一方、低ボラティリティとクオリティは、すべての地域でアンダーパフォームしました。その中で、米国小型株は顕著なアウトパフォームを示し、ラッセル 2000 指数に対して 5.2% の超過リターンを達成しました。

図表 3：RFP のベンチマークに対する超過リターン

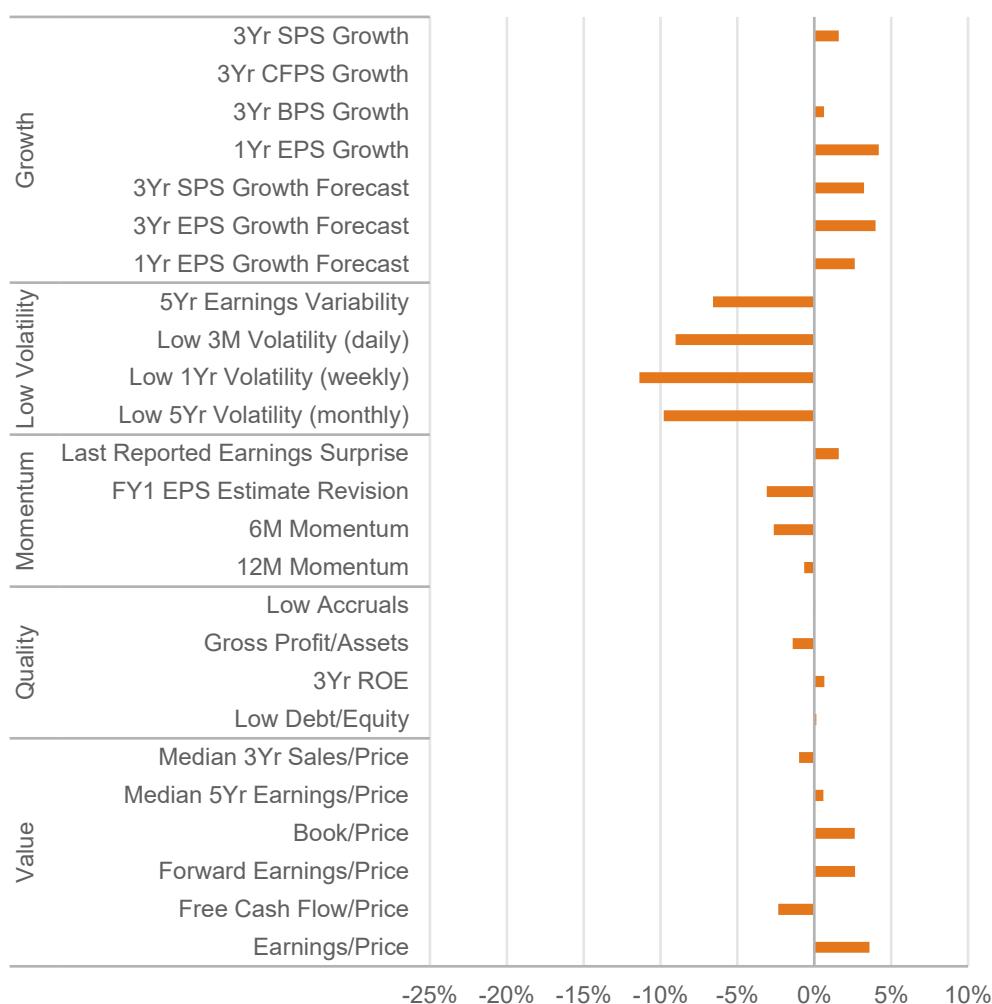


出所：ラッセル・インベストメント、FTSE ラッセル、MSCI 上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは保証するものではありません。インデックスは資産運用管理の対象とはなりません。また、インデックス自体は直接的に投資の対象となるものではありません。インデックスには運用報酬がかかりません。

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

以下の図表 4 は、MSCI ACWI 指数ユニバースにおける各種サブファクターの前四半期最上位 20%（第 1 五分位）のリターンから最下位 20%（第 5 五分位）のリターンを差し引いて算出したリターンの差を示しています。バリューのサブファクターは前四半期よりも好調で、特に益利回り、簿価比率（B/P）、予想益利回りが大きく改善したことが今期のバリュー RFP のパフォーマンス向上に寄与しました。グロースのサブファクターは第 3 四半期もすべてプラスのリターンを示し、前四半期からの好調な流れを継続しました。一方、モメンタムとクオリティのサブファクターは概ね落ち着いた動きで、低ボラティリティのサブファクターは引き続きアンダーパフォームしました。なかでも低ボラティリティ（1 年、週次）は、今四半期最大のマイナスとなり、-11.38% のリターンを記録しました。

図表 4：五分位ポートフォリオ（時価総額加重）における第 1 五分位と第 5 五分位のリターン差（2025 年第 3 四半期）



出所：ラッセル・インベストメント、MSCI、LSEG

サブファクターのパフォーマンス

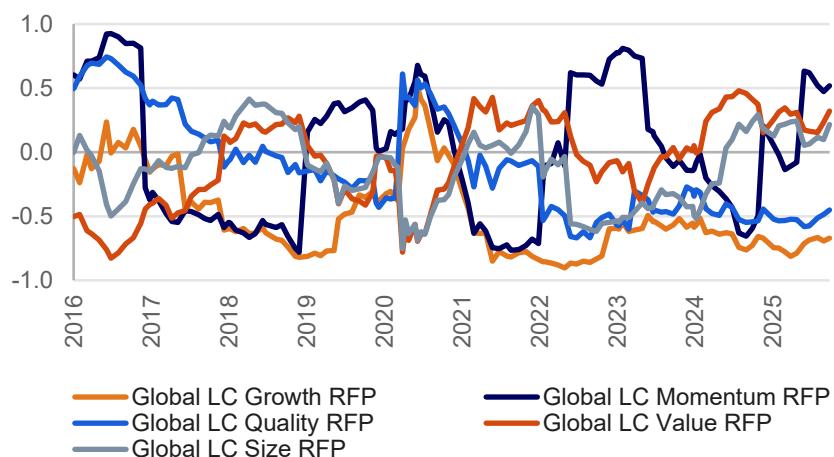
前四半期からの反転となり、バリューのサブファクターは第 3 四半期に良好なパフォーマンスを示しました。グロースのサブファクターはすべてプラスのリターンを記録し、前四半期からの好調な流れを維持しました。一方、モメンタムとクオリティのサブファクターはおおむね落ち着いた動きで、低ボラティリティのサブファクターは引き続きアンダーパフォームしました。

グローバル RFP の推定相関とアクティブリスク

第3四半期において、低ボラティリティバリュー、および低ボラティリティと規模との相関は上昇しましたが、一方で低モメンタムとの相関は低下しました。クオリティとグロースは以下の図表5に示されている通り、安定しています。

推定アクティブリスク水準（図表6に示すように、ファクター・ポートフォリオのアクティブリスクを予測するための尺度）は、当四半期中に低下した低ボラティリティを除き、当四半期を通じて安定した動きとなりました。

図表5：
グローバル LC 低ボラティリティ RFP との推定相関

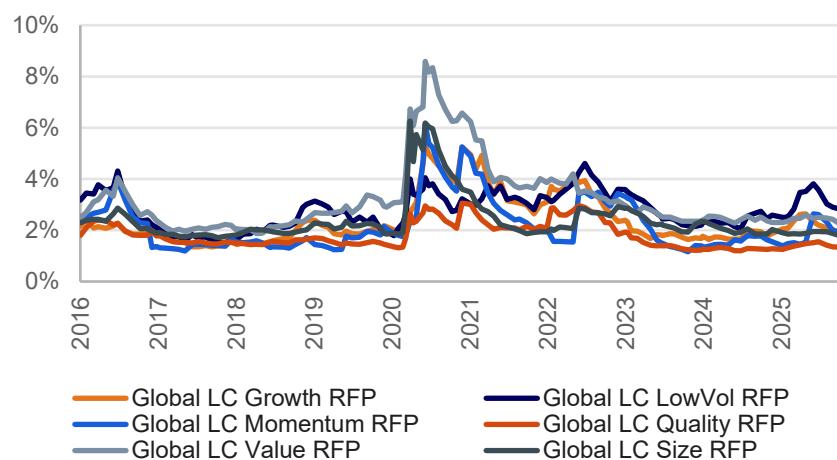


出所：ラッセル・インベストメント、Axioma、MSCI：2016年1月8日～2025年9月30日のデータ。

推定相関とアクティブリスク

モメンタムと低ボラティリティの相関は第3四半期に逆転しましたが、グローバル LC バリューおよび規模 RFP と、グローバル LC 低ボラティリティ RFP との相関は上昇しました。推定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を予測するための尺度）は、引き続き横ばい傾向を示しました。前四半期に上昇していた低ボラティリティは、今期は急激な低下を見せました。

図表6：
グローバル RFP の推定トラッキングエラー



出所：ラッセル・インベストメント、Axioma、MSCI：2016年1月8日～2025年9月30日のデータ。

スポットライト：OAS シグナル

米国クレジット市場のオプション調整後スプレッド（OAS）は、平均回帰的なパターンを示しており、周期的な拡大と縮小の動きが見られます。歴史的に OAS が高水準にある局面は、その後スプレッドが縮小する傾向があり、有望なリターン機会を生み出します。

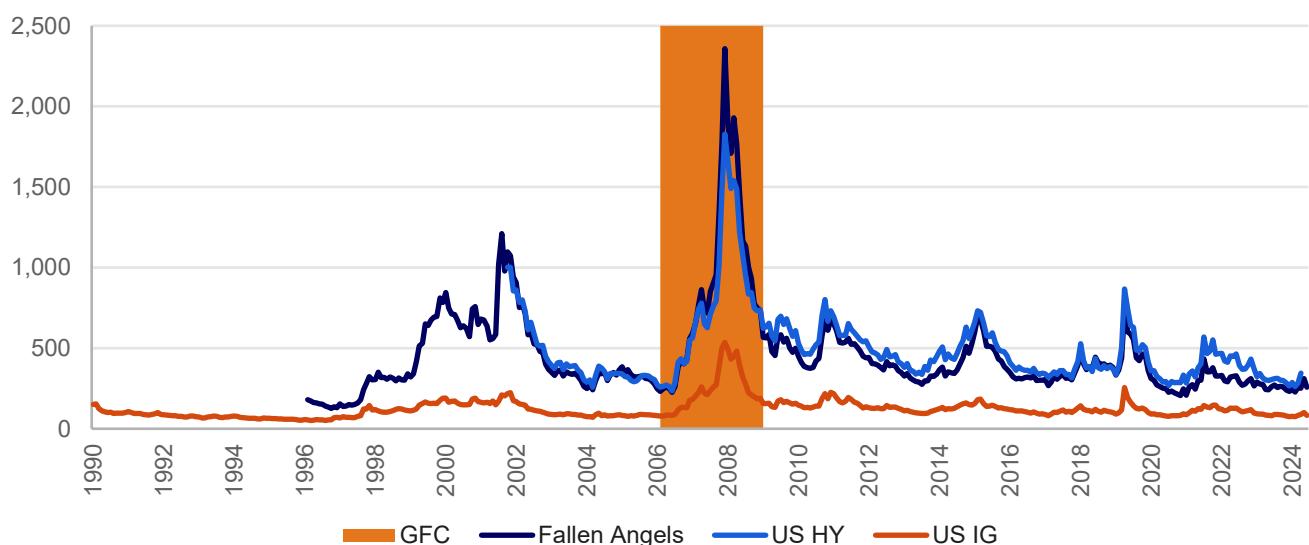
本レポートでは、この指標が株式ファクターのパフォーマンスの転換点を予測する上で有効かどうかを検証します。

調査方法

私たちは、Bloomberg U.S. Credit 指数、Bloomberg U.S. High Yield 指数、および Bloomberg U.S. Fallen Angel 指数のオプション調整後スプレッド（OAS）の月次パーセンタイルランクを、各指数の設定以降の時系列データと比較して計算しました。

分析からは、**世界金融危機（2007 年～2009 年）**の期間を除外しました。これは、この期間の極端な市場の歪みにより結果に大きな歪みが生じるためです。この除外によって、金融危機中の OAS スプレッドの急上昇およびその後の回復フェーズの両方が分析から除かれます。

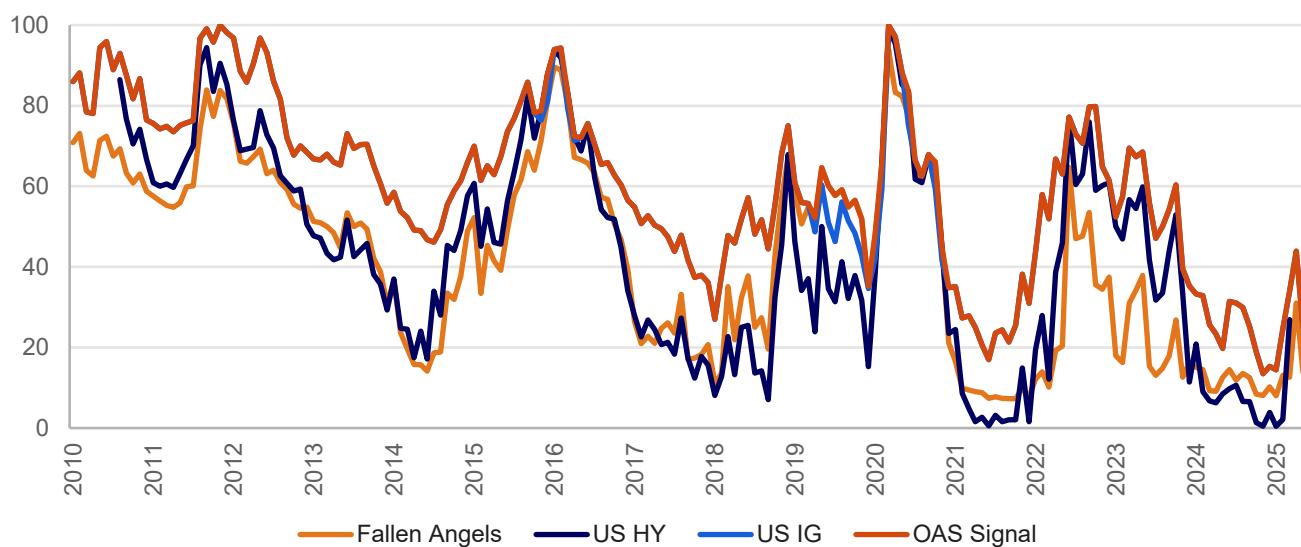
図表 7：債券 OAS



出所：ブルームバーグ、バンクオブアメリカ・メリルリンチ 1991 年 1 月～2025 年 5 月のデータ

OAS パーセンタイルシグナルは、これら 3 指数のパーセンタイルの最大値として定義します。シグナルは、過去 12 カ月以内に初めて 90 パーセンタイルに達した場合に点灯いたします。利用可能なデータに基づくと、この条件は 4 回確認されました：2010 年 5 月、2011 年 8 月、2016 年 1 月、そして 2020 年 3 月です。下の図表は、3 つの指数が同期した動きを示しており、上昇・下降のトレンドが同時に発生していることを示しています。

図表 8：OAS シグナル



出所：ブルームバーグ、バンクオブアメリカ・メリルリンチ 2010 年 1 月～2025 年 5 月のデータ

まず、OAS シグナルによって示される回復のタイミングを株式指数のパフォーマンスと比較します。ほとんどの場合、シグナル発動後の最初の数ヶ月間に株式市場は強い、あるいは一貫したプラスリターンを示さず、信用スプレッドの正常化と株式市場の回復との間にタイムラグが存在することを示唆しています。例外は 2020 年のケースで、この時はシグナル発動後すぐに市場が反発しました。これは、パンデミック時に実施された前例のない規模とスピードの政策介入を反映しています。

図表 9a : シグナル発動後の回復時期

ベースインデックス: ラッセル 1000

年月	ベースインデックス・リターン	シグナル発動後の月数	成長	低ボラティリティ	モメンタム	クオリティ	規模	バリュー
2010 年 5 月	-7.9%	0	2	1	4	5	6	3
2010 年 6 月	-5.6%	1	3	1	6	2	5	4
2010 年 7 月	6.9%	2	4	6	1	5	3	2
2010 年 8 月	-4.5%	3	5	1	6	2	4	3
2011 年 8 月	-5.8%	0	6	1	4	2	5	3
2011 年 9 月	-7.5%	1	6	1	5	2	4	3
2011 年 10 月	11.2%	2	2	6	1	5	3	4
2011 年 11 月	-0.3%	3	6	1	5	2	3	4
2016 年 1 月	-5.4%	0	6	1	3	2	4	5
2016 年 2 月	0.0%	1	5	4	6	3	2	1
2016 年 3 月	7.0%	2	4	3	6	5	1	2
2016 年 4 月	0.5%	3	5	3	4	6	1	2
2020 年 3 月	-13.2%	0	2	4	3	1	5	6
2020 年 4 月	13.2%	1	2	6	5	4	1	3
2020 年 5 月	5.3%	2	1	4	2	3	5	6
2020 年 6 月	2.2%	3	2	6	3	4	1	5

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。



図表 9b : シグナル発動後の回復時期

ベースインデックス: ラッセル 2000

年月	ベースインデックス・リターン	シグナル発動後の月数	成長	低ボラティリティ	モメンタム	クオリティ	規模	バリュー
2010 年 5 月	-7.6%	0	3	1	4	2	6	5
2010 年 6 月	-7.8%	1	3	1	5	2	6	4
2010 年 7 月	6.9%	2	3	6	1	5	4	2
2010 年 8 月	-7.4%	3	3	1	4	2	6	5
2011 年 8 月	-8.7%	0	5	1	4	2	6	3
2011 年 9 月	-11.2%	1	5	1	6	2	4	3
2011 年 10 月	15.1%	2	2	6	1	4	5	3
2011 年 11 月	-0.4%	3	5	1	3	4	6	2
2016 年 1 月	-8.8%	0	5	1	4	3	6	2
2016 年 2 月	0.0%	1	4	3	6	2	5	1
2016 年 3 月	8.0%	2	4	3	6	5	1	2
2016 年 4 月	1.6%	3	3	5	4	6	1	2
2020 年 3 月	-21.7%	0	4	3	2	1	5	6
2020 年 4 月	13.7%	1	3	6	4	5	1	2
2020 年 5 月	6.5%	2	1	6	2	3	5	4
2020 年 6 月	3.5%	3	2	6	4	5	1	3

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

私たちは、各株式ファクター・ポートフォリオの将来の超過リターンを、以下の 2 つの期間で計算しました：シグナルが発動した月の直後の最初の 3 カ月間（1~3 カ月目）、さらにその後の追加 12 カ月間（4~16 カ月目）。各リターンの観測値については、ファクター間での順位も算出しました。3 カ月の期間は、OAS の平均回帰期間の開始時点における短期シグナル（以下の図表で短期と表示されています）を捉えます。12 カ月の期間は、平均回帰のフェーズが進行した段階での中期シグナル（中期と表示）を反映します。

図表 9 に示されている通り、ラッセル 1000 において、クオリティファクターは短期的にプラスの超過リターンを示し、すべての事例において一貫して上位のパフォーマンスを示すファクターにランクインしました。この傾向は、景気後退期の底付近でクオリティが報われやすいという一般的な傾向と一致しています。この時期、市場は最大のストレス下にあり、投資家はより強固で耐性のあるファンダメンタルを持つ企業へのエクスポージャーを重視するためです。

低ボラティリティファクターは、最初の 3 回のシグナル発動時に強い超過リターンを示しました。これは、不確実またはストレスのかかった市場環境において、防御的な特性が報われた結果です。しかし、2020 年 3 月のシグナル発動後は大きくアンダーパフォームしました。これは、急速な市場回復とリスク選好のセンチメントにより、防御的なエクスポージャーの魅力が低下したためです。これに対して、モメンタムと規模のファクターは、



初期のシグナル発動時には低迷しましたが、2020年3月以降は強くアウトパフォームしました。これは、市場の状況が変化し、景気循環志向および高ベータのエクスポートイヤーが、流動性の急増とリスク選好の回復によって、選好されるようになったことを反映しています。この結果は、前述の観察と一致しており、2020年のシグナル発動後は急速な市場回復が続いたのに対し、他の3回はそうでなかったことを示しています。

図表 10：ラッセル 1000 短期超過リターンファクターパフォーマンス

ファクター	超過リターン（年率換算）				順位			
	2010 年 5 月	2011 年 8 月	2016 年 1 月	2020 年 3 月	2010 年 5 月	2011 年 8 月	2016 年 1 月	2020 年 3 月
成長	4.3%	-7.1%	-1.5%	11.8%	3	6	4	2
低ボラティリティ	19.2%	24.8%	10.8%	-27.6%	1	1	2	6
モメンタム	-4.5%	-6.3%	-2.8%	3.7%	5	5	6	4
クオリティ	9.4%	10.1%	7.7%	6.2%	2	2	3	3
規模	-9.9%	-5.3%	-2.0%	23.6%	6	4	5	1
バリュー	-1.4%	6.3%	11.4%	-1.4%	4	3	1	5

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

以下の表は、**ラッセル 1000** における**中期パフォーマンス**の概要を示しています。**低ボラティリティ**ファクターは、4回のシグナル発動すべてにおいて一貫してアンダーパフォームしました。これは、景気回復の中盤において防御的なエクスポートイヤーへの投資家の選好が低下することを反映しています。対照的に、小型株を選好する**規模**ファクターは、概ねプラスのパフォーマンスを示しました。これは、平均回帰期間の中盤において、小型株の優位性が持続することを示しています。

図表 11：ラッセル 1000 中期超過リターンファクターパフォーマンス

ファクター	超過リターン（年率換算）				順位			
	2010 年 5月	2011 年 8月	2016 年 1月	2020 年 3月	2010 年 5月	2011 年 8月	2016 年 1月	2020 年 3月
成長	3.5%	2.0%	-2.7%	6.8%	2	3	5	1
低ボラティリティ	-7.1%	-6.5%	-2.0%	-7.7%	6	6	3	6
モメンタム	4.2%	-0.7%	-3.5%	2.6%	1	5	6	2
クオリティ	0.0%	-0.3%	-2.4%	0.2%	4	4	4	3
規模	0.4%	3.7%	1.6%	-0.8%	%	1	1	4
バリュー	-2.0%	2.2%	0.4%	-4.6%	5	2	2	5

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

図表 12 に示されている通り、短期間のラッセル 2000 では、低ボラティリティとクオリティの両ファクターが概ねアウトパフォームしました。例外は 2020 年で、この期間を除けば、景気後退期の底で防御的かつ耐性のある特性が報われる傾向を反映しています。

図表 12：ラッセル 2000 短期超過リターンファクターパフォーマンス

ファクター	超過リターン（年率換算）				順位			
	2010 年 5月	2011 年 8月	2016 年 1月	2020 年 3月	2010 年 5月	2011 年 8月	2016 年 1月	2020 年 3月
成長	0.0%	-0.6%	-3.1%	19.8%	3	6	5	2
低ボラティリティ	9.6%	5.8%	1.1%	-32.9%	1	2	4	6
モメンタム	-2.7%	0.9%	-7.9%	5.4%	5	5	6	3
クオリティ	2.4%	6.6%	2.2%	-0.3%	2	1	3	5
規模	-7.7%	0.9%	6.5%	21.8%	6	4	2	1
バリュー	-2.2%	4.2%	8.5%	2.7%	4	3	1	4

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

以下の表は、ラッセル 2000 における中期パフォーマンスを示しています。低ボラティリティファクターは顕著なアンダーパフォームを示しました。これは、リスクオン環境下で防御的エクスポートへの需要が低下したことを反映しています。一方、規模ファクターは、ベース指数に対して一貫してアウトパフォームしました。これは、平均回帰期間の中盤において、小型株の優位性が持続することを示しています。

図表 13：ラッセル 2000 中期超過リターンファクターパフォーマンス

ファクター	超過リターン（年率換算）				順位			
	2010 年 5 月	2011 年 8 月	2016 年 1 月	2020 年 3 月	2010 年 5 月	2011 年 8 月	2016 年 1 月	2020 年 3 月
成長	3.8%	0.6%	-2.4%	4.0%	1	3	4	1
低ボラティリティ	-6.3%	-2.6%	-2.7%	-10.2%	6	6	5	6
モメンタム	2.9%	-1.6%	-3.0%	-0.4%	2	5	6	3
クオリティ	0.9%	-0.4%	-2.1%	-1.9%	3	4	3	5
規模	0.8%	2.5%	0.4%	1.6%	4	1	1	2
バリュー	-1.6%	1.1%	-0.4%	-0.5%	5	2	2	4

出所：FTSE ラッセル、ラッセル・インベストメント

上記は過去の実績であり、将来の運用成果等を示唆あるいは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。

まとめ

ラッセル 1000 とラッセル 2000 の両指標において、私たちは OAS シグナルによって特定されたシグナル発動後のファクター・パフォーマンスを、**短期(最初の 3 カ月)**と**中期(最大 12 カか月)**の期間で分析しました。

4 回のシグナル発動の中で、**2020 年**は特異なケースとして際立っています。このときの市場崩壊は、通常の景気後退による信用スプレッドへの圧迫ではなく、世界的なパンデミックによって引き起こされたためです。ラッセル 1000 およびラッセル 2000 両指標において、一般的に以下の傾向が見られます。景気後退の底直後、つまり市場が依然として高いデフォルト確率を織り込んでいる段階では、**クオリティ**および**低ボラティリティ**のファクターが**短期的に**アウトパフォームする傾向があります。その後、回復が進み、市場が改善を織り込み始める段階では、小型株を選好する**規模**ファクターがアウトパフォームし、一方で**低ボラティリティ**は通常アンダーパフォームします。

このように、**クオリティ**や**低ボラティリティ**といったディフェンシブ系ファクターは、景気後退の底打ち過程で報われやすく、一方で**規模**ファクターは市場が改善局面に移行する中で存在感を増す傾向があります。OAS シグナルは、景気後退期の底打ちの始まりを効果的に示すものであり、**ファクタータイミング戦略**に有益な指標群に加える価値のあるものといえます。もっとも、シグナルの発動回数が限られていること、および 2020 年のような特異な事例が含まれていることを考慮すると、これらの結果を一般化する際には慎重さが求められます。

結論

今四半期は、ファクターのトレンドが反転し、前期には出遅れていたバリューがグロースを上回りました。低ボラティリティ戦略は、リスク選好が強まった環境ではリターンがやや軟調となり、一方モメンタムとコアリティのファクターは比較的安定した動きを示しました。

第3四半期には低ボラティリティとの相関関係にも変化が見られ、バリューおよび規模との相関が強まる一方、モメンタムとの相関は低下しました。

お問い合わせ先

機関投資家営業部

03-6203-0280

EMAIL: RUSSELL_TOKYO_CLIENTSERVICES@RUSSELLINVESTMENTS.COM

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無く、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、その確実性および完結性を MSCI INC.は如何に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。

ブルームバーグ（BLOOMBERG）は、ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピー（BLOOMBERG FINANCE L.P.）の商標およびサービスマークです。ブルームバーグ・ファイナンス・エル・ピーおよびその関係会社（以下「ブルームバーグ」と総称します。）またはブルームバーグのライセンサーは、ブルームバーグインデックス（BLOOMBERG INDICES）に対する一切の独占的権利を有しています。

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。

©2025 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本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。