

2020年10月28日

横谷宏史

ステート・ストリート・グローバル・
アドバイザーズ株式会社
運用部
マネージング・ディレクター

今押さえておきたい 株式ファクター投資の視点

株式投資において、「グロース株」や「バリュー株」といったファクターに着目した投資が古くから実践されてきました。ファクターとは、長期にわたって一定のリターンを生み出してきたリターンのドライバーで、その理論的背景についてある程度検証され納得が得られているものを指します。具体的に株式ファクターには図表1のようなものが良く知られています。

(図表1) 代表的な株式ファクターとその理論的背景

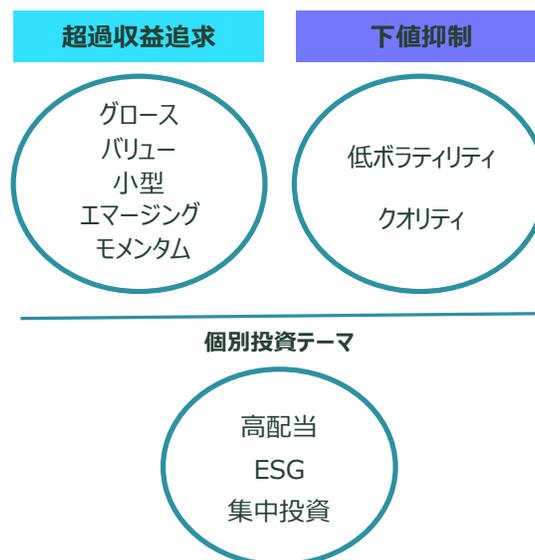
| | 理論的背景 |
|----------|--|
| グロース | 1株あたり利益 (EPS) といった指標でみて収益性の高い企業への投資 |
| バリュー | 株価純資産倍率(PBR)や株価収益率(PER)といった指標でみて割安な株式への投資 (割安株効果) |
| 小型 | 時価総額が小さい企業への投資 (小型株効果) |
| エマージング | 新興国株式への投資 |
| モメンタム | 上昇基調にある株式が継続してアウトパフォームしやすい |
| 低ボラティリティ | リターンのボラティリティの絶対水準が歴史的に低い株式への投資 |
| クオリティ | バランスシートの健全性や自己資本利益率 (ROE) などの収益性から見て健全かつ安定的な成長が見込まれる企業への投資 |

「グロース」、「バリュー」、「小型」、「エマージング」、「モメンタム」といったファクターは市場全体に対して超過収益の追求が期待されるファクターである一方、「低ボラティリティ」や「クオリティ」は市場全体と比較して下値抑制効果のファクターとして知られています。その他、「高配当」、「ESG」、「集中投資」などは株式運用の手法として知られていますが、まだ理論的な裏づけが十分ではなく、ファクターというよりも個別投資テーマとして位置づけられることが多いようです (図表2)。

最近の傾向としては、ここ数年は「グロース」が優位に対する「バリュー」が劣後、コロナショック下で下値抑制効果が見られた「低ボラティリティ」がその後の反発局面で大きく劣後したことが議論されています。図表3は、2001年1月～2020年9月までを対象期間とした各ファクターのパフォーマンス特性です。

超過収益、リスク、MSCI Worldに対するTE(トラッキングエラー)を見ると、「グロース」と「バリュー」はMSCI World (市場全体) に対して高いリスクをとっていないこと、「小型」と「エマージング」は高めのリスクをとる中でこれまで高めの超過収益を達成してきたこと、「低ボラティリティ」と「クオリティ」は相対的にリスクの低いファクターであるものの、「低ボラティリティ」は市場全体に対して大きめのTE (アクティブリスク) をとるファクターであることが分かります。

(図表2) 株式ファクターの類型と個別投資テーマ



(図表3) 株式ファクターのパフォーマンス特性

| | 超過収益平均 | リスク | TE | 上昇相場での超過収益平均 | 下落相場での超過収益平均 |
|------------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| MSCI World | - | 15.33% | - | - | - |
| グロース | 1.04% | 15.89% | 3.67% | 1.84% | -0.10% |
| バリュー | -1.17% | 15.69% | 3.68% | -1.93% | -0.10% |
| 小型 | 3.84% | 18.15% | 7.31% | 7.16% | -0.82% |
| エマージング | 2.23% | 21.51% | 11.75% | 8.75% | -6.95% |
| モメンタム | 4.27% | 15.10% | 7.62% | 1.94% | 7.56% |
| 低ボラティリティ | 1.03% | 10.86% | 7.45% | -12.64% | 20.29% |
| クオリティ | 3.67% | 12.44% | 3.31% | 2.36% | 6.06% |

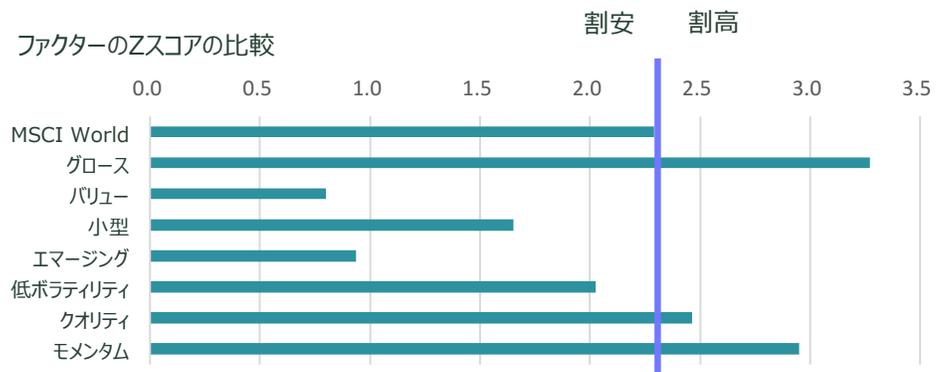
収益やリスクは全て年率
2020年9月末現在（計算期間は2001年1月～2020年9月）、各ファクターはMSCI Worldファクター指数
（出所）MSCI、ブルームバーグのデータよりSSGA作成

次に上昇／下落相場における超過収益の様子を見ると、「グロース」と「バリュー」は相場の方向性による特徴があまり見られない一方、「小型」と「エマージング」は上昇相場で非常に強い様子が分かります。「低ボラティリティ」と「クオリティ」は下落相場で下値抑制効果が見られますが、下値抑制効果が非常に大きかった「低ボラティリティ」は上昇相場で大きく劣後してきました。「低ボラティリティ」は市場全体に対して大きめのアクティブリスクをとって下値をしっかり抑制しますが、上昇相場では逆に大きく劣後するリスクを内包しているようです。

図表4は、Zスコアという指標を用いて、各ファクターの過去の平均的な水準に対する割高感／割安感を相対比較したものです。これを見ると、超過収益追求型のファクターにおいては「グロース」の割高、「バリュー」の割安が顕著で、「小型」と「エマージング」も割安感があります。一方で下値抑制型のファクターである「低ボラティリティ」と「クオリティ」の間にはあまり割高感／割安感が見られません。

筆者は株式市場について、各国金融／財政政策の強力なサポートの下、コロナショックからのマクロ経済や企業収益の回復に伴って基本的には上昇と見ていますが、コロナショック前の株価水準を回復した今、期待が実現できなかった際の下方リスクにも注意が必要です。株式ファクター投資においては、割高感／割安感が顕著な超過収益追求型のファクターの活用には慎重に考えたい一方、水準感に歪みが少ない下値抑制型のファクターの積極活用は有効と考えています。中でも、「低ボラティリティ」に上昇相場への追従もある程度期待できる「クオリティ」を組み合わせるのは有効な戦略の1つではないかと思われます。

(図表4) 株式ファクターの割高感／割安感



Zスコアとは、各ファクター指数の水準が計算期間の平均から何標準偏差乖離しているか表したもので、計算期間は2001年1月～2020年9月、クオリティのみ2013年1月～2020年9月
2020年9月末現在、各ファクターはMSCI Worldファクター指数
（出所）MSCI、ブルームバーグのデータよりSSGA作成

ご留意事項

- ・本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- ・本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- ・本資料は2020年10月28日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- ・なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- ・本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- ・弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発実例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- ・本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- ・本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。
- ・本資料の記載内容は2020年10月時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第345号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権© 2020 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製
Tracking Number: 3305159.1.1.APAC.RTL, Exp. Date: 10/31/2021