

アクサIMグループの 株式ファクター・ダッシュボード

2023年11月



Jonathan White
投資戦略責任者
アクサIMコア - 株式QI



Daniel Gradeci
クオンツ・リサーチャー
アクサIMコア - 株式QI

主なポイント:

- 計量的株式投資家は、通常、株式「ファクター」を用いてポートフォリオを構築します。なぜなら、これらのファクターは長期的に見て市場全体よりも高いリターンを提供してきたと考えているからです。
- 異なるファクターが異なる時期に良好なパフォーマンスを示す可能性があるため、複数のファクターを混合してパフォーマンス結果の向上を目指すのが合理的であると見えています。
- ファクターの短期的パフォーマンスは歴史的には様々なマクロやミクロの指標の影響を受けてきました。
- アクサIMグループは、これらの指標の測定を通じてファクターを短期的パフォーマンス予想に基づき計量的にランク付けする「株式ファクター・ダッシュボード」を開発しました。

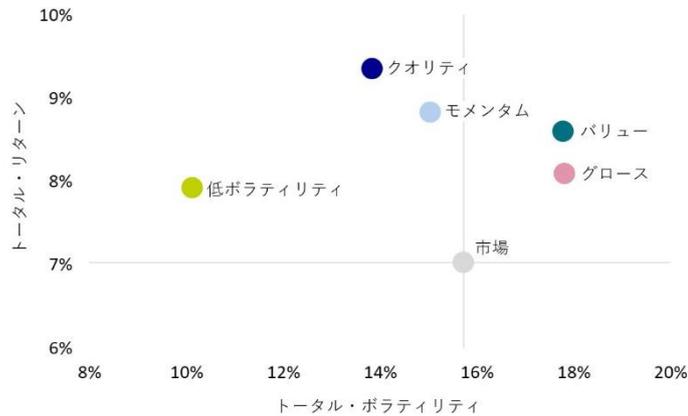
株式投資家は、多くの場合、特定のスタイル、つまり「ファクター」を用いてポートフォリオを構築します。ファクター主導型投資はクオンツ株式運用マネージャーによって最もよく使われています。ファクターは数多く存在しますが、これらは「フェイス・ファイブ(有名な5ファクター)」と呼ばれるバリュウ(割安)、クオリティ(質)、グロース(成長)、モメンタム(相場の勢い)、低ボラティリティ(低変動率)に分類することができます。最も単純化すれば、これらの5ファクターは以下のように定義することができます。

- バリュウ:** 株価収益率、株価純資産倍率、配当などのファンダメンタルズと比べ株価が相対的に割安な企業
- クオリティ:** 収益性(自己資本利益率など)が魅力的な企業。クオリティの尺度として、バランスシート上の情報や利益の安定性が含まれる場合もある
- グロース:** 一般的に複数年にわたって測定される過去の、および/または将来見込まれる売上高成長率または利益成長率が高い企業
- モメンタム:** 一般的に過去12か月間に測定された株価変化が市場よりも大きい企業。モメンタム・ファクターは予想利益の変化を含む場合もある
- 低ボラティリティ:** 株価が市場の動きに対し相対的に敏感でない企業、すなわち株価ベータおよび/または固有リスクが市場よりも低い企業

株式ファクターが重要である理由

これらのファクターが重要なのは、それぞれのファクターが、長期的に見れば(過去のパフォーマンスは将来のリターンへの指針とはならないものの)、リスクの程度は異なりますが株式市場全体よりも高いリターンをもたらしてきたと分析されるからです。

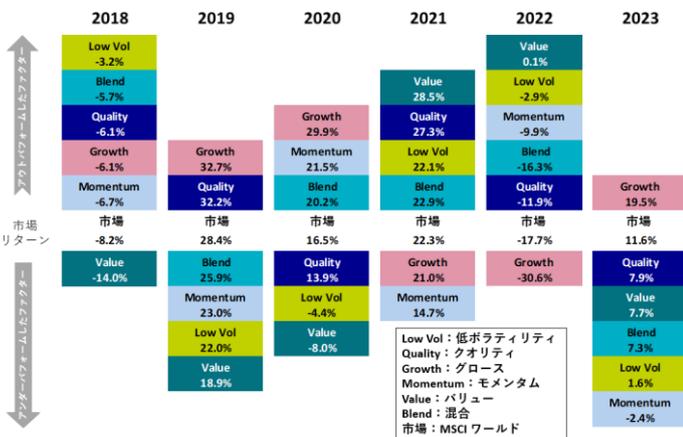
図表 1: グローバル株式ファクター: 長期的リターンとボラティリティ



出所: アクサ IM EQI, MSCI

もちろん、ファクター投資にもそれなりの課題があります。例えば、短期的に、個々のファクターのパフォーマンスが悪くなる場合があります。しかし、幸いなことに、すべてのファクターが同時に不調に陥ることはまれで、1つのファクターが不調なときには他の要因が好調である場合が多く見られます。したがって、より良い短期的な結果を得るために、ファクター投資では多くの場合、ファクターを組み合わせています(図表2参照)。

図表 2: 年間のファクター・パフォーマンスとファクターの混合



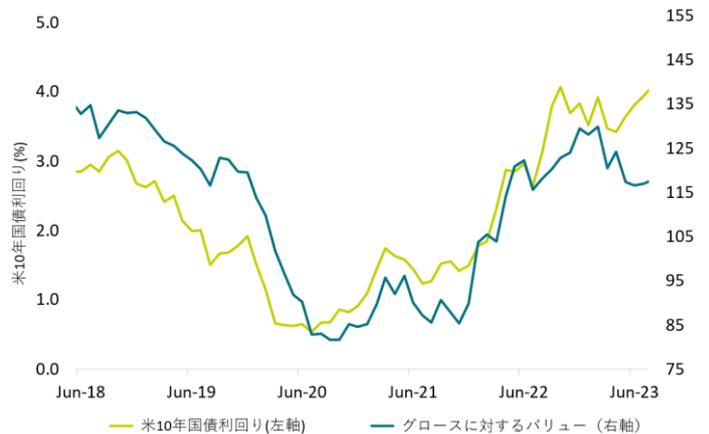
出所: アクサ IM EQI, MSCI。2023 年は同年 10 月末時点

アクサ IM の株式ファクター・ダッシュボード

アクサIMグループとしては、ファクター投資には混合型アプローチで臨むべきであり、かつ、ファクター戦略は長期的な視点で実行されるべきであると、考えています。

とはいえ、個々のファクターの短期的な動きをよりよく理解するために役立つ情報があるとも考えています。例えば、異なるファクターは金利情勢の変化に異なる反応を示します。これが顕著に表れたのは2022年の金融引き締めのおきで、グロース株(成長株)からバリュース株(割安株)へのローテーション(資金移動)が起きました。最近では、政策金利がピークに達したとの見方が市場で広がったときにグロース株が反発しました。

図表 3: グロースに対するバリュース及び米 10 年国債利回り



出所: アクサ IM EQI, レフィニティヴ

金融政策以外にも、ファクターの短期的パフォーマンス見通しについて有用な情報を提供できると考えられる指標があります。これらの指標としては、マクロ経済環境やファクター・バリュエーションに加えて、ボラティリティや(特定のファクターに人気集中し買われすぎていることを示す)ファクター・クラウドイングなどのテクニカル指標があります。

株式ファクター・ダッシュボードは、ファクターのパフォーマンスを動かす要因に関して当社グループが保有するすべての情報を 1 か所にまとめたものです。このダッシュボードは、現在の市場環境を前提として「有名な 5 ファクター」の短期的パフォーマンスの計量的見通しをランク付けして提供します。

アクサ IM 株式ファクター・ダッシュボードの方法論

以下では、ダッシュボードの仕組みについて説明します。以下の 3 つの段階を経てスコアカードが作成されます。

段階 1: 様々な指標に対するファクターの過去の反応を測定: 様々なマクロ経済指標や市場指標に対するファクターの過去のパフォーマンスを評価し、ある指標がその後 6 か月間のパフォーマンスの一因となったかどうかを決定します。この分析は 1995 年から 2022 年までの期間およびクオリティ、グロース、バリュエーション、モメンタム、低ボラティリティという主要なファクター群のすべてを対象としています。

一部のファクターでは、サブ・ファクター・レベルで評価を行う場合があります。たとえば、バリュエーションは株価収益率、株価純資産倍率、配当利回りに、グロースは直近と将来の一定期間の売上成長率に細分化されます。

スコアカードで使用される指標は以下のとおりです。

- **マクロ:** マクロ景気サイクルの段階に基づいて各ファクターのパフォーマンスを測定します。米国経済の状況を示す重要な指標とみなされている米サプライ・マネジメント協会 (ISM) 新規受注指数の水準と方向性に基づき、景気サイクルを 6 段階に分けています。

景気サイクルの段階	米ISM新規受注指数の6か月移動平均
1) 初期加速	前期比増加、46~55
2) 後期加速	前期比増加、55~ピークに至るまで
3) 初期減速	前期比減少、ピーク~55
4) 後期減速	前期比減少、55~46
5) 減少	前期比減少、46未満
6) 回復	前期比増加、底~46

出所: 米供給管理協会、アクサIM

景気サイクルの段階に加えて、市場インプライド・ボラティリティ (VIX) の水準に関しても、各ファクターのその後のパフォーマンスを測定します。

- **金利:** 米国債 10 年物と 2 年物の利回り変化に対する各ファクターの反応 (ベータ) を測定します。両方を調べることで、金利の方向性や 10 年債と 2 年債に基づくイールドカーブの傾きの変化に関する市場の情報を把握することができます。
- **バリュエーション:** ファクター・バリュエーションがその後のパフォーマンス結果を説明するのに有用かどうかを評価します。ファクター・バリュエーションは、過去一定期間の株価純資産倍率と株価収益率および予想株価収益率に基づいて測定します。将来のパフォーマンス結果を、絶対的評価と当該ファクターの過去平均との相対的評価に関して調査します。

- **テクニカル:** 以下のテクニカル指標を評価し、それらがその後のパフォーマンス結果を説明するのに役立つかどうかを評価します: (i) ファクター・クラウディング。特定のファクターにおける株式のリターンを分散を測定し、リターンの変動率が低い場合は、そのファクターへの集中、つまり買われ過ぎている可能性があることを示しています。(ii) 短期的ファクター・ボラティリティ、(iii) ファクター相関性。次に、各テクニカル指標がその後のパフォーマンスを説明するのに役立つかどうかを測定します。

段階 2: 現在の状況に基づきファクター・スコアを割り当て: 上記の指標について現在の状況を測定し、歴史的にみて、その後のパフォーマンス結果を説明する上でその指標がどの程度重要であったかの評価 (すなわち、段階 1 で実施した評価) に基づいて、各ファクターにスコアを割り当てます。指標が将来のアウトパフォーマンスを示す場合には正のスコアを割り当て、指標がアンダーパフォーマンスを示す場合には負のスコアを割り当てます。段階 1 の分析が予想結果についてより高い確信を示している場合には、より高い、またはより低いスコアが割り当てられます。

割り当てられるすべてのスコアは、過去のパフォーマンス結果の客観的な定量的評価に基づいています。これは、指標がファクターの将来の結果と関連しない場合、スコアが付与されないファクターがあることを意味します。当社グループのリーサーチで、一般的な投資の見方に反するケースがいくつか明らかになりました。例えば、クオリティが割高な場合でも、それがその後の 6 か月間でクオリティの結果にマイナスの影響を及ぼしたことはありませんでした。

段階 3: ファクター総合スコアのランク付け: 最後のステップでは、各ファクター (またはサブ・ファクター) のスコアをすべての指標 (マクロ、金利、バリュエーション、テクニカル) にわたって合計し、現在の状況における各ファクターの最終的なスコアを算出します。最も高いスコアのファクターは、短期的 (次の 6 か月) に最高のパフォーマンスが見込まれるファクターであり、最も低いスコアのファクターは、短期的に最低のパフォーマンスが見込まれるファクターです。

2019 年 5 月と 2022 年 3 月の株式ファクター・ダッシュボードの例を以下に示します。

図表 4：株式ファクター・ダッシュボード：2019年5月

ファクター	総合スコア	前四半期からの変化	指標のグループ分け			
			マクロ	金利	バリュエーション	業種
グロース	✓	↗	×-1	✓3	-0	✓1
クオリティ	-	→	-0	-0	✓1	-0
モメンタム	-	↗	✓1	-0	-0	×-1
バリュー	-	→	-0	×-2	✓1	✓1
低ボラティリティ	×	→	✓1	×-2	×-1	×-1

出所：アクサ IM EQI

2019年5月はフォワード金利予想が下落し、マクロ景気サイクルの初期減速局面でした。この時点では、グロースが金利とテクニカルスコアでプラスだったため、ダッシュボード上で最高のスコアを持つファクターでした。

図表 5：株式ファクター・ダッシュボード：2022年3月

ファクター	総合スコア	前四半期からの変化	指標のグループ分け			
			マクロ	金利	バリュエーション	業種
バリュー	✓✓	↗	✓2	✓3	-0	✓1
低ボラティリティ	✓	→	-0	✓3	×-1	-0
クオリティ	-	↘	-0	-0	-0	×1
モメンタム	-	↘	-2	-0	✓2	-0
グロース	×	→	×-1	×-3	✓1	×-1

出所：アクサ IM EQI

2022年3月は中央銀行による金融引き締めが進行中で、フォワード金利はさらなる引き締めを織り込んでいました。この時点では、バリューが金利、マクロ、テクニカルスコアでプラスだったため、ダッシュボード上で最高ランクのファクターでした。

株式ファクター・ダッシュボード：バックテスト

当社グループのスコアカードは完全に定量的なものであるため、一般的なマクロ経済指標や市場指標に基づき過去のファクター・ランキングのバックテスト(過去に遡った検証)を実施することができます。バックテストにおける金利の方向性は、市場のフォワード金利予想に基づいています。

下の図表 6 では、仮想上の静的比率(すなわち、クオリティ、グロース、バリュー、モメンタム、低ボラティリティを等比率とする)を伴うファクター混合型ポートフォリオの結果と、スコアカードの過去のランキングに基づき各ファクターをウェイト付けた動的比率のファクター・ポートフォリオの結果とを比較しています。

図表 6：株式ファクター・ダッシュボード：バックテスト



出所：MSCI、アクサ IM EQI

MSCI ワールド指数：MSCI 社が公表している先進国の株式市場の値動きを示す時価総額加重平均型指数です。本資料中の指数等の著作権、知的財産権、その他一切の権利はその発行者に帰属します

バックテストの期間を通じて、この動的ファクター混合型は静的ファクター混合型よりもアクティブ・リターンが高くなっています。なお、動的ファクター混合型はより高いアクティブ・リスクを伴っていますが、アクティブ・リスクに対するアクティブ・リターンの比率(インフォメーション・レシオ)もより高くなっています。

バックテストは肯定的な結果を示し、サンプル外検証の堅牢性も示していますが、固有の制約があることを認識する必要があります。例えば、景気サイクル指標として ISM 枠組みを選ぶといった指標の選択は、定評ある歴史的な予測力によって正当化することができます。しかし、そのような関係が 1990 年代終盤のような時代に遡っても同じように明らかだったのか、あるいは使えるものだったのかについては検討する価値があります。

景気サイクルを通じたファクター投資

歴史的に見ると、バリュー、クオリティ、グロース、モメンタム、低ボラティリティといった株式ファクターは、長期的に市場全体よりも高いリターンを投資家に提供してきたと分析しています。しかし、個々のファクターは一定期間不調になることがあるため、投資に際しては複数のファクターを組み合わせるのが合理的であると考えています。

株式ファクター投資家として、当社グループはファクター・パフォーマンスがマクロ的、ミクロ的な影響を受けることも知っています。株式ファクター・ダッシュボードは、ファクター・パフォーマンスのリサーチから当社グループが得た知見を集約し、現

在の市場環境を前提として「有名な 5 ファクター」の定量的な短期パフォーマンス予想を提供します。

過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

(オリジナル記事は 2023 年 11 月 20 日に掲載されました。[こちら](#)をご覧ください。)

ご留意事項

本資料は情報提供のみを目的としており、特定の有価証券やアクサ・インベストメント・マネージャーズまたはその関連会社による投資、商品またはサービスを購入または売却するオファーを構成するものではなく、またこれらは勧誘、投資、法的または税務アドバイスとして考慮すべきではありません。本資料で説明された戦略は、管轄区域または特定のタイプの投資家によってはご利用できない可能性があります。本資料で提示された意見、推計および予測は掲載時の主観的なものであり、予告なしに変更される可能性があります。予測が現実になるという保証はありません。本資料に記載されている情報に依存するか否かについては、読者の独自の判断に委ねられています。本資料には投資判断に必要な十分な情報は含まれていません。

投資リスクおよび費用について

当社が提供する戦略は、主に有価証券への投資を行いますが、当該有価証券の価格の下落により、投資元本を割り込む恐れがあります。また、外貨建資産に投資する場合には、為替の変動によっては投資元本を割り込む恐れがあります。したがって、お客様の投資元本は保証されているものではなく、運用の結果生じた利益及び損失はすべてお客様に帰属します。

また、当社の投資運用業務に係る報酬額およびその他費用は、お客様の運用資産の額や運用戦略(方針)等によって異なりますので、その合計額を表示することはできません。また、運用資産において行う有価証券等の取引に伴う売買手数料等はおお客様の負担となります。

アクサ・インベストメント・マネージャーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号: 関東財務局長(金商) 第 16 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会、日本証券業協会