

invested in insights.

eastspring
investments

A Prudential plc (UK) company



マルチファクター株式投資 の必要性

**Jie Lu ,Ph.D.**ポートフォリオ・マネジャー、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)**Michael (Xiaochen) Sun ,Ph.D.**ディレクター、計量株式戦略
イーストスプリング・インベストメンツ (シンガポール)

「全体は部分の総和に勝る」～アリストテレスの名言

アリストテレスのこの名言は、成功する投資戦略の本質を示しています。この名言は“総和された要素の総合効果は、各要素が単独で貢献するよりも優れた結果を生み出すことが多い”という事実を認めていると言えます。

この全体論的な概念は、総和された要素間で生み出される相互作用の価値を認識するものであり、投資の世界におけるマルチファクター投資の原則にも基本的に当てはまります。さらに、この視点は、より一般的な分散投資の有効性を支持するものであり、現在の市場環境下の投資ポートフォリオにおいては、より注目されるべきです。

集中リスクの解明

2023年上半期の金融市場は、さまざまな注目すべき市場イベントがあり波乱に満ちたものとなりました。人工知能(AI)にけん引されたハイテク株の急騰から、コモディティや暗号通貨の相場変動、さらにはリーマン・ショックを彷彿とさせる一部銀行の経営破綻まで、大きな出来事が続きました。しかし、この期間を際立たせている大きな特徴は、2022年に経験した市場環境とは一線を画す金利の持続的な上昇という点です。

このような厳しい環境にもかかわらず、世界株式(先進国と新興国)はMSCI ACWIインデックスでみた場合、約14%上昇しました¹。しかし、この上昇は一部の特定セクターの銘柄の大幅な値上がりによってもたらされています。ChatGPT(チャットGPT)のような技術の進歩に後押しされたAIブームは、図表1に示すように、アップル、マイクロソフト、アルファベット(米グーグルの親会社)、アマゾンといった『メガテック銘柄』の上昇(35~50%)をもたらしました。

また、メタとテスラに至っては株価が一時的に2倍以上となりました。さらに、エヌビディアの株価は、AIアプリケーションによる半導体チップの需要急増で、185%という驚異的な上昇をみせ、一時的ではありますが時価総額1兆ドルを超える米国企業の仲間入りを果たしました。

上昇がメガキャップ(超大型)銘柄に集中するこの傾向は、米株式市場における集中リスクを著しく増幅させています。その結果、市場集中に起因するリスクのレベルが高まっています。

市場の集中度を定量化するには、『有効構成銘柄数』という指標を活用することができます。この指標は、株価指数内における特定銘柄の集中度を単純に測るもので、『1』(単一銘柄への完全な集中を示す)以上から『N』(指数構成銘柄の総数を示す)以下までの数値で示されます。この数値が小さいほど、当該指数内における特定銘柄の集中度が高いことを示します。

英国ブルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。

最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているブルーデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるブルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商) 第379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

230919 (05)

invested in insights.

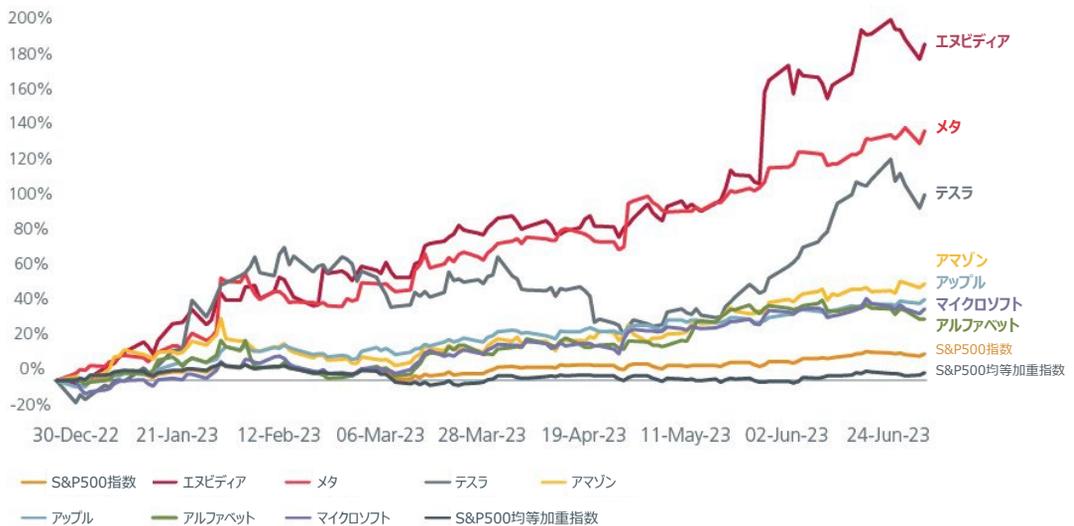
注目すべきは、図表2に示すように、S&P500指数の有効構成銘柄数は2018年3月以降持続的に低下しており、2023年6月には60銘柄という低水準に達している点です。この水準は、2000年前後のドットコムバブル期に記録されたパンデミック前の最低水準である96銘柄を大幅に下回っており、分散投資のレベルが低下していることを浮き彫りにし、集中リスクを注意深く評価することの重要性を明確に示しています。

こうした集中リスクを認識し、一部のインデックス・プロバイダーは対策を講じる動きに出ました。

例えば、純資産総額で世界有数の上場投資信託(ETF)である『インベスコQQQトラスト(QQQ)』の原指数となっているナスダック100指数は、2023年7月24日に特別リバランス(配分調整)を実施しました。

このリバランスは、特にマイクロソフト、アップル、エヌビディア、アマゾン、テスラ、メタ、アルファベットから成る『マグニフィセント・セブン』と呼ばれる企業への同指数の過度な集中に対処することを目的としたもので、2023年6月現在、これらの企業は合計で同指数の約55%を占めていました。

図表 1: 『マグニフィセント・セブン(壮大な7銘柄)』が上昇をけん引



出所: Refinitiv Eikon、S&P Global のデータ(2023年6月時点)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 2: 有効構成銘柄数は過去最低水準に...



出所: Bloomberg、S&P Dow Jones インデックスのデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

invested in insights.

今回の特別リバランスでは、銘柄の削除や追加は行わず、同指数における最大構成銘柄の集中度を下げることに重点が置かれました。この動きは、特定市場内(指数内)での少数の特定銘柄への過度な集中リスクを再認識させるものとなりました。

分散化の重要性は永続的

『分散理論こそが、投資における唯一のフリーランチである』という米経済学者のハリー・マーコビッツの有名な主張によって提唱されたように、リスクを管理しポートフォリオのパフォーマンスを最適化する上で、分散は重要な役割を果たします。1952年、ハリー・マーコビッツは『ポートフォリオ選択論』²によってポートフォリオ管理の分野に革命を起こし、現代ポートフォリオ理論の基礎を築きました。彼は、ポートフォリオ内に相関性の低い証券を組み入れることによって、リスクに対してリターンを最大化するという目標を達成できる点を強調しました。マーコビッツの画期的な数式によって、投資家はリスク許容度と期待リターンのバランスを数学的に捉えられるようになり、最終的に最適なポートフォリオを構築できるようになりました。

分散投資の利点は、個別銘柄や資産クラス間で長い間認識されてきましたが、その概念はこれらの境界を超えてファクターへと広がっています。ロバート・C・マーティンの『異時点間CAPM(ICAPM)』³などのマルチファクター投資の理論的基礎が発展するにつれて、ファクター間の分散投資への関心が高まりました。マルチファクター投資の登場によって、投資家はベンチマークからの全体的な乖離を抑えながらファクター投資の恩恵を享受できるようになりました。

マルチファクター株式投資戦略では、相互の相関性が低いファクターを選択することに重点を置き、ポートフォリオ内の分散効果を高め、潜在的なリスク低減の確保を狙います。図表3と図表4では、確立されたリスクプレミアム・ファクター(当社独自の定義による)を示しています。これらのファクターは、図表4にあるように3年間リターンの平均的なペアワイズ相関では低い相関性を示しています。そして各ファクターのリターン間には互いに強い相関性が無いことも明らかになっています(図表3)。

個別ファクターの持つ循環性に対して強靭性を組み込む

バリュー、クオリティ、モメンタム、低ボラティリティといったファクターは、投資家がより広範な市場トレンドを捉えることを可能にし、独自のリターン特性を提供します。個々のファクターは、図表5が示すように長期的リターンを生み出すことが認められますが、短期的には循環的なパフォーマンスを示す可能性があることに注意が必要です。

しかし、市場サイクルを考慮してファクターを組み合わせることにより、これらのファクターの短期的リターンは全てが連動して同じ方向に動くことはありません(図表6参照)。

ファクターへの幅広いエクスポージャーを図り、適切に組み合わせられたマルチファクター戦略は分散投資の恩恵を受け、ファクター間の循環性を平準化させながら、個々のファクターの長期的なアウトパフォームの享受を可能にします。マルチファクター戦略では、投資家は様々な投資テーマへのエクスポージャーを得るだけでなく、単一ファクターへの集中リスクも軽減することができます。このアプローチにより、ベンチマークからの乖離を効果的に管理しながら、ファクター投資のメリットを享受することが期待できるのです。

マルチファクター戦略により分散投資のメリットを享受

現在の市場環境では、特定のテーマに関連した限定的な銘柄の上昇(例:前出のメガテック銘柄など)が市場の脆弱性を高める可能性があるため、マルチファクター戦略による株式の分散投資の必要性が高まっています。“アリストテレスの知恵”、“マーコビッツの洞察”、そして“市場環境に対する包括的な理解”を組み合わせることで、投資家は分散投資のメリットを享受し、長期的な成功に向けたポートフォリオを構築することが期待できます。

マルチファクター戦略による分散投資アプローチを採用することで、投資家は不確実性を回避し、リスクを軽減し、持続可能なリターンを追求する投資戦略の可能性を最大限に引き出すことができます。

図表 3: ファクター別の3年間騰落率の相関性～ペアワイズ相関分析*によるファクター間の考察

*2つのペアデータに特化した相関分析

『低ボラティリティ』と他ファクターとの相関性



『レティバリュ(対ピア)』と他ファクターとの相関性



『クオリティ』と他ファクターとの相関性



『センチメント』と他ファクターとの相関性



『短期テクニカル』と他ファクターとの相関性

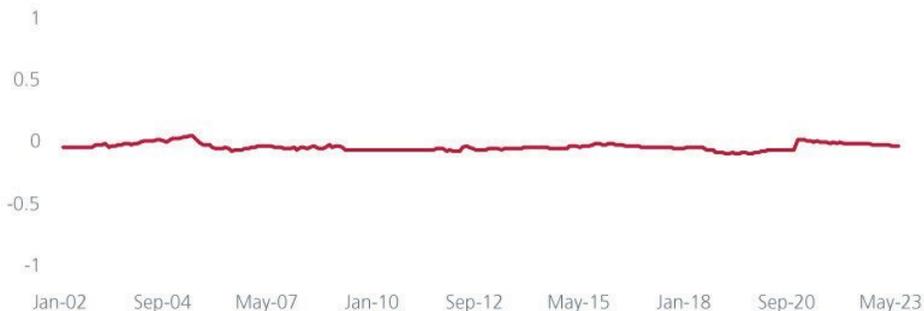


『モメンタム』と他ファクターとの相関性



出所：MSCI、RIMES、Morgan Stanley Research のデータ(2023年2月)に基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

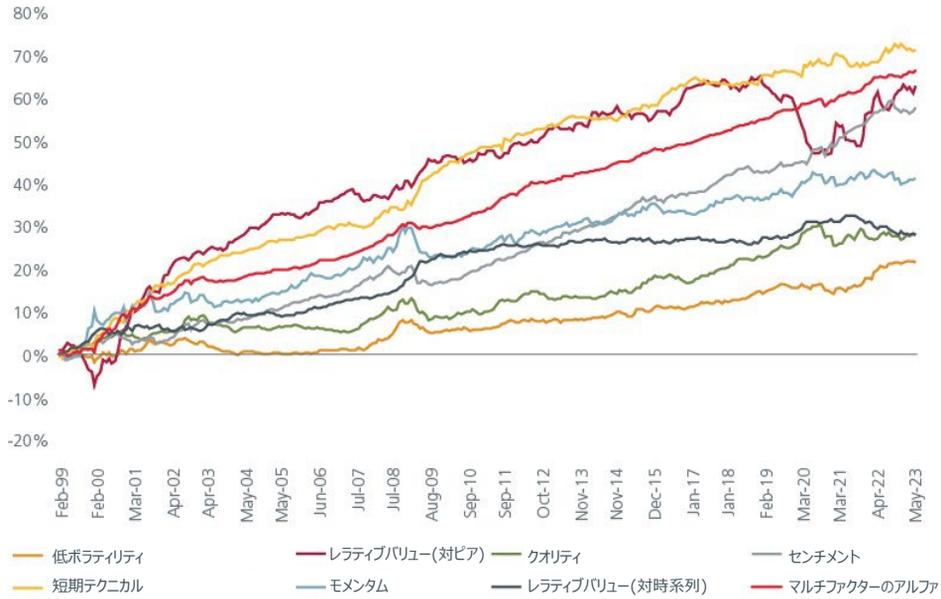
図表 4: ファクターリターン(3年間)の平均的なペアワイズ相関



出所：Bloomberg、S&P Dow Jones Indices、Refinitiv のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

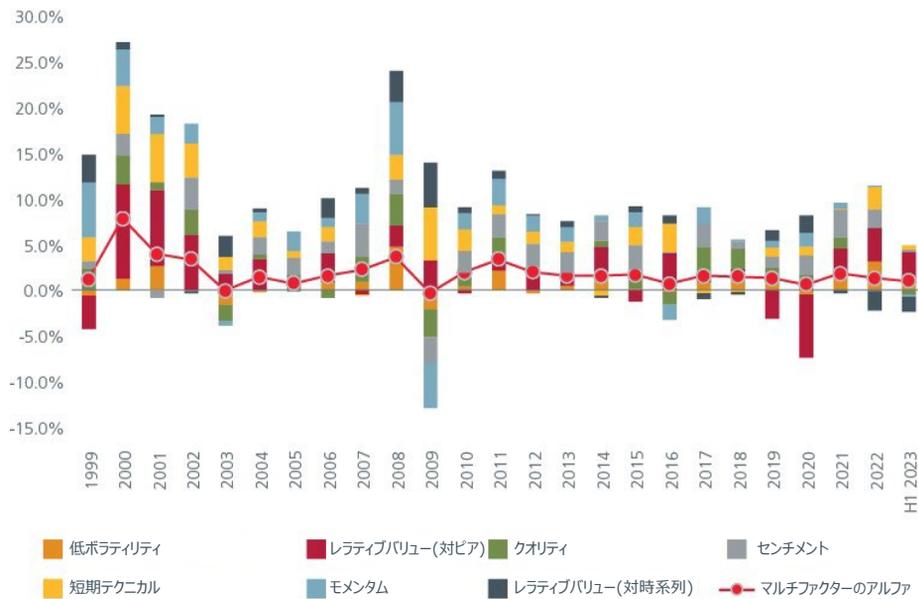
invested in insights.

図表 5: 個別ファクターのパフォーマンス推移



出所：Bloomberg、S&P Dow Jones Indices、Refinitiv のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

図表 6: マルチファクターのパフォーマンス推移



出所：Bloomberg、S&P Dow Jones Indices、Refinitiv のデータに基づきイーストスプリング・インベストメンツ(シンガポール)作成。

invested in insights.

(データ出所)

1. 2023年6月時点
2. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. Journal of Finance, 7(1), 77-91.
3. Merton, Robert C. "An Intertemporal Capital Asset Pricing Model." Econometrica 41, no. 5 (September 1973): 867-887. (Chapter 15 in Continuous-Time Finance.)

※ MSCI指数はMSCI Inc.が算出している指数です。同指数に関する著作権、知的財産権その他の一切の権利はMSCI Inc.に帰属します。またMSCI Inc.は、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

<当資料に関してご留意いただきたい事項>

○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、本資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。