

## FRBの金融政策の緩和転換を巡る ファクターリターンの動向

### 執筆者



Noah C. Rumpf  
クオンツ・リサーチ・アナリスト

### 概要

- MFSのファクターモデルは、利上げ政策の後に最初に利下げに転じるまでの前後両方の期間においてうまく機能してきました。
- 歴史的に、最初の利下げ前の1年間では、株価モメンタム、バリュエーション、クオリティ、センチメントの各ファクターがプラスのリターンを上げています。
- 最初の利下げの翌1年間ではバリュエーションとセンチメントのファクターでリターンが低下する傾向があり、株価モメンタムとクオリティのリターンは利下げ前の1年間と同程度でした。

2024年も半ばに差し掛かる中で市場参加者のコンセンサスとなっているのは、2022年3月に始まった利上げ局面を経て米連邦準備制度理事会 (FRB) が年内にフェデラルファンド (FF) 金利の誘導目標を引き下げる公算が大きいという見方です。利下げの時期や程度は変わる可能性があるものの、過去の事例から利上げ局面を経てFRBが利下げを開始した際のファクターリターンについて理解しておくことは有益であると考えます。

本分析にはFF金利の誘導目標を用います。FRBによる利上げは、FF金利の誘導目標が少なくとも20ベーシスポイント (bp) 上昇した時点と定義します。利下げは、同誘導目標が少なくとも20 bp低下した時点と定義します。金利変更の正確なタイミングについてはやや曖昧な点があります。例えば、1980年代にFRBはマネーサプライ重視の姿勢を改め、金利の誘導目標を定める方針に転換しましたが、それ以前の期間については、誘導目標金利の微妙な変化を除外し、かつ25 bp以上の変化のすべてをその期間の変化として取り込むために、20bpを閾値としました。そうすることで利上げ局面後に実施された最初の誘導目標金利の引き下げ時点をすべて特定しました。こうしたケースは20回あり、図表1のチャートでは赤い四角でマークするとともに、1995年以降の直近5回の利下げ実施日と利下げ前の金利を示しています。

図表1：1971年から2023年までのFRBの誘導目標金利の推移



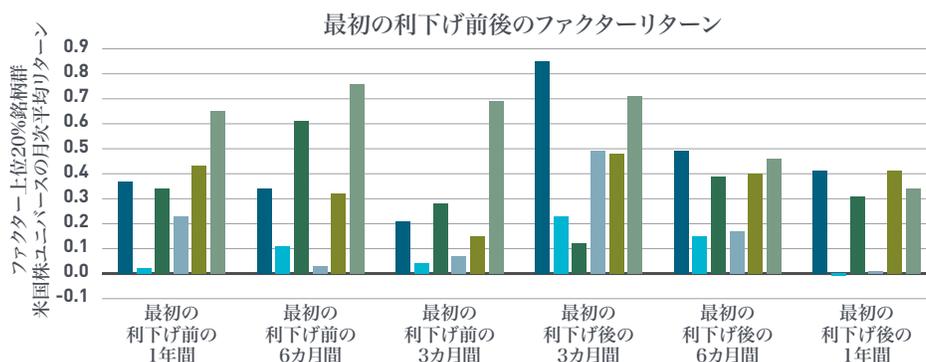
FactSet。金利変動を特定する手法は、2023年12月にHussman Fundsが発表した「The Secret Life of Fed Pivots」を参照しました。米連邦公開市場委員会 (FOMC) は、FF金利の誘導目標を決定するために年8回開催されます。この金利は、公開市場操作や国債の売買を通じて実効FF金利に影響を与えます。



この金利の枠組みを用いて、MFSの米国株定量分析モデルによるすべてのファクターを複合したリターンと、それを投資テーマに分類したバリュエーション、クオリティ、収益モメンタム、株価モメンタム、センチメントの各ファクターリターンを検証しました。図表2は、1994年末から2023年末までのファクターの平均リターンを示しています。直近5回利下げの前年と翌年の1年間のユニバース全体の月次平均リターンと、複合ファクター、および各ファクターの上位20%の銘柄群の同リターンを比較したものです。

**図表2:最初のFF金利引き下げ前後3か月、6か月、1年の月次平均リターン**

■ 複合ファクター ■ 収益モメンタム ■ 株価モメンタム ■ バリュエーション ■ クオリティ ■ センチメント



出所:FactSet。データは、MFS米国株定量分析モデルにおける上位20%銘柄群と米国株ユニバースとのパフォーマンスの差異を表しています。米国株のユニバースは、以下の基準を満たすすべての銘柄から時価総額上位1,000銘柄を抽出して作成しています。1) S&P 500またはRussell 3000の構成銘柄であること、2)少なくとも2名のセルサイド・アナリストによる利益予想が公表されていること。また、このユニバースは流動性の高い米国大型株を代表するものです。各期間におけるファクターリターンは、期間騰落率を月数で割った平均(%)。

図表の中央から右へ、利下げ後の複合ファクターリターンの推移を見ると、過去において、最初の利下げの翌3か月間のリターンが比較的高く、そのリターンは主にバリュエーション、クオリティ、センチメントのファクターがドライバーとなっていることがわかります。より長い期間で比較すると、利下げ前と利下げ後のパフォーマンスがほぼ同じ水準になることもわかります。最初の利下げから1年後を見ると、複合ファクターのリターンは最初の利下げ前の1年間のリターンとほぼ同じで、共に株価モメンタム、クオリティ、センチメントから得られています。

最初の利下げの翌1年間の複合ファクターのリターンは、利下げ前1年間のリターンよりも平均してわずかに高い(0.41%に対して0.37%)ものの、各ファクターリターンは利下げ前1年間の方が一般的に高い傾向があります。これはやや直感に反する結果ですが、各ファクターのリターンが最初の利下げまでの1年間で振れ幅が大きくなるため、複合ファクターのリターンが低くなるという事実によって説明できます。この短期的な要因はセンチメントのパフォーマンスに反映され、利下げ後の寄与が低減する傾向に表れます。ただし、長期的に見ると、MFSのブレンデッド・リサーチ運用戦略全体におけるセンチメントのアルファ創出への寄与度はここで示すほど大きなものではありません。



## より長期で見ると

より長期の時間軸で検証するため、金利変動の枠組みは変えずに、MFS定量分析モデルに代えて、ファーマ-フレンチの3ファクターモデルの提唱者であるケネス・フレンチが構築したファクターモデルを利用した分析を試みました。この分析では1971年から2023年までの期間を対象とし、株価モメンタム、バリュエーション、収益クオリティを捉えるファクターについて、時価総額加重の市場リターンと時価総額上位10%の銘柄群のリターンを比較しました。

先の結果と同様、この分析でも利下げ後の数カ月間において、PBR、株式益利回り、キャッシュフロー利回りなど特定のバリュエーションファクターのリターンは、利下げ前の期間よりも高かったことが分かります。分析期間を長くすると、この差は小さくなり、景気敏感株や有利子負債比率の高い銘柄の見直しについて、当初は楽観的な見方があるものの、その後反転することを示しています。

MFSの定量分析モデルとは異なり、フレンチの株価モメンタムファクターは、最初の利下げ後の期間で高いリターンを上げています。過去の分析結果では、フレンチのモメンタムファクターのこのパターンは、MFSの定量分析モデルでリターンを計測し始めた1994年より前の期間でより顕著に見られるだけでなく、過去の期間を通じて当てはまる一方、過去30年余りのMFSの株価モメンタムファクターには当てはまらないことがわかります。この違いは、使用したデータ期間とファクター構成の両方に起因するものと考えられます。

図表3: モメンタム、バリュエーション、クオリティの月次平均リターン (1971年~2023年)

ファクター	最高						最低	
	モメンタム	バリュエーション			クオリティ			
サブファクター	12カ月 株価 モメンタム	純資産/ 時価総額	利益/ 株価	キャッシュ フロー/ 株価	配当 利回り	アクルーアル (決算上の利益と 現金取支の差)	営業 利益率	
最初の利下げ前の3カ月間	0.02	-0.12	-0.18	-0.04	0.81	0.22	0.03	
最初の利下げ後の3カ月間	0.97	1.03	0.29	0.29	0.34	-0.15	0.04	
利下げ後 - 利下げ前	0.95	1.15	0.47	0.33	-0.47	-0.37	0.02	
最初の利下げ前の6カ月間	0.52	0.34	0.32	0.26	0.42	0.40	0.08	
最初の利下げ後の6カ月間	0.73	0.79	0.43	0.31	0.08	0.18	0.01	
利下げ後 - 利下げ前	0.22	0.45	0.10	0.05	-0.35	-0.22	-0.07	
最初の利下げ前の1年間	0.45	0.57	0.38	0.42	0.47	0.12	0.10	
最初の利下げ後の1年間	0.56	0.40	0.40	0.28	-0.08	0.16	0.13	
利下げ後 - 利下げ前	0.11	-0.16	0.02	-0.14	-0.55	0.04	0.04	

出所: フレンチ教授のデータ・ライブラリにあるファクターリターンを基に算出。Copyright 2024 Kenneth R. French. ファクターリターンは実際のポートフォリオリターンを表しておらず、取引コストを考慮していません。過去の実績は将来の結果を示すものではありません。

## これらは投資家にとって何を意味するのか？

この結果に、投資家は、「FRBが数カ月以内に利下げを開始することが分かっている場合、最初の利下げが実施されるまでバリュエーション・ファクターへのエクスポージャーを減らすのが合理的ではないか」と思うかもしれません。



平均するとバリュウ・ファクターは、最初の利下げ前の期間で平均リターンが低いことは事実ですが、具体的な期間によってばらつきがあります。例えば、2001年1月の最初の利下げ前の数カ月間では、バリュウ・ファクターは堅調な傾向にありました。一方、2007年9月の最初の利下げ前の期間は、他のファクターと同じようなリターンでした。この調査結果は、金利サイクルの転換点前後に生じる可能性の高いファクターの動きを理解する上で非常に有用であり、ひいてはポートフォリオの短期的リターンに対する合理的な期待を設定するのに役立つと思われます。もっとも、ファクター・エクスポージャーをとるタイミングを決めるのに使えるほど有意とまでは必ずしも言えません。長期的視点を持つ投資家にとっては、各ファクターへの分散的かつ戦略的な資金配分を行う方が、魅力的なリターンを獲得する上でより有効であると考えます。

### 今後の展望

これからの1年間で予想通りに展開し、FRBが利下げを開始すれば、MFSのモデルは引き続きプラスのリターンを上げると考えています。利下げ前と後のリターン・ファクターが注目点です。バリュウのファクターリターンは当初プラスになる可能性もありますが、最初の利下げから時間が経つにつれて低下していきます。株価モメンタムのファクターリターンは、最初の利下げ直後に低下し、その後は平均的な水準に戻る可能性があります。最初の利下げ後の1年間は、主に株価モメンタム、クオリティ、センチメントの各ファクターがモデルのリターンをけん引すると期待できることを、歴史は示しています。▲

#### ファクターの代表例：

モメンタム：利益予想の変化、9～12カ月間の株価モメンタム、1カ月間の株価反転

バリュエーション：調整後配当利回り、EV/EBITDA、株価有形純資産倍率、EV/無形資産、DCF公正価値

クオリティ：フリーキャッシュフロー・マージン、営業利益率、アクルーアル、営業負債レバレッジ、回転率

センチメント：自社株買い、空売り残高、レバレッジの変化、財務報告書の文言の変化



---

当レポート中の意見は執筆者個人のものであり、予告なく変更されることがあります。また意見は情報提供のみを目的としたもので、特定証券の購入、勧誘、投資助言を意図したものではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名はMFS®およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFSもしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしもMFSの現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFSおよび当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

## MFSインベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第312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

---

当レポートは、機関投資家の利用を目的として作成しており、個人投資家の利用を目的としたものではありません。