

マギヤレルのマーケットメモ



デイビッド・マギヤレル
CFA, CPA

チーフ・インベストメント・オフィサー

2025年1月

過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

These examples are for illustrative purposes and do not represent any actual investment. References to specific securities should not be construed as a recommendation to buy or sell and should not be assumed profitable.

The **S&P 500 Index** is an unmanaged index of 500 companies used to measure large-cap U.S. stock market performance. Investors cannot invest directly in an index. An index does not charge management fees or brokerage expenses, and no such fees or expenses were deducted from the performance shown. **Forward price-to-earnings (P/E)** of a stock is the price divided by the estimated EPS for the next 4 quarters. The **median monthly forward price-to-earnings (P/E) ratio** is used for the premium or discount relative to the market.

提示された情報は、特定の個人に対する投資推奨や助言を意図したものではありません。また、本資料は、暗黙的または明示的に投資戦略を推奨または示唆するものではなく、読者に対して投資戦略に関する結論を下すものでもなく、ファンドの現在または将来の価値や価格に関する意見を提示するものでもありません。ファースト・トラストは投資家に関するいかなる情報も知らず、また提供されていません。金融の専門家は、特定の投資が顧客にとって適切かどうかを判断する必要があります。

クオリティ...いかなる価格でも？

昨年は米国株式市場にとって素晴らしい年でした。多くの点で2023年とほぼ類似しており、S&P 500指数（以下「指数」）で試算した株式リターンは、2023年の26.3%に続き、2024年も25%上昇し、2年間のトータル・リターンは57.9%となりました。実際、同指数は過去6暦年のうち4暦年で25%を超える年間リターンを達成しています。

マグニフィセント・セブン（「マグ7」）に代表される人工知能（AI）主導のメガ・キャップ・テクノロジー株は、2023年（平均リターン112%）に続き、2024年（平均リターン55%）も市場を上回りました。グロース株は2023年と2024年にバリュー株を上回りました。2023年と2024年の大半を通じてクオリティ・グロース・トレードが展開され、マグ7が市場でトップ・クラスのクオリティ・グロース銘柄であることは容易に確認できます。

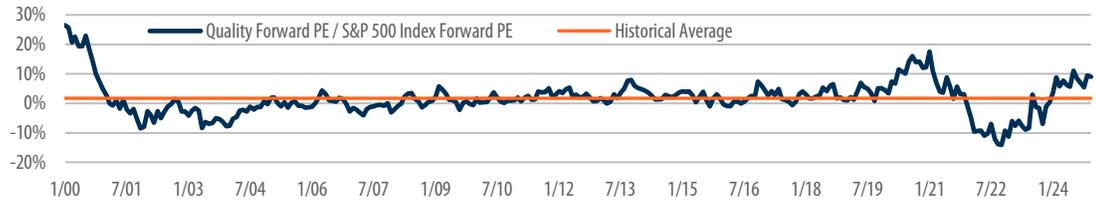
過去2年間、モメンタムとともにクオリティがファクター・リターンを支配しました。しかし、重要なことは、この2年間の素晴らしいリターンは、クオリティ・ファクターが2022年に最下位となり、過去20年以上で最大の対指数平均ディスカウント（2022年12月31日時点で11.3%のディスカウント）で取引された後のものです。しかし、2025年に入りファクターを見ると、2024年12月31日現在、クオリティは長期平均に対してはディスカウントではなく、9%のプレミアムで取引されています[図表1]。そしてクオリティ・ファクターのより長期な平均はインデックスに対して2%のプレミアムで取引されています。そのため、新年を迎えた現在、クオリティは過去20年間で指数に対して最も高いプレミアムで取引されています。2022年末のようなバリュー・プロポジション（価値提案）とは異なります。

決してクオリティ（優良）株を非難するつもりではありません。高い株主資本利益率（ROE）、安定した利益成長、時価総額に対する長期債務の割合が低い企業は、依然として魅力的であると考えます。弊社は、優良株を買うことが、上記に示したすべての要因の中で最も快適なポジションであると考えています。そう思わない人はいないでしょう。優れた企業に投資し、保有し続ける理由を明確に説明するのは簡単だと思います。

しかし、クオリティが毎年勝るわけではなく、図表2に示すように「スリープート」（3回繰り返す）は実に稀です。歴史を振り返ると、モメンタムとクオリティがリードした数年後は、利回り、低ボラティリティ、バリューが非常にいいパフォーマンスを示しています。ここ数年の利益の一部を、増配傾向にある堅実な企業に再配分することは、新年における賢明な行動のように思われます。

これらの銘柄は、ここ数年上昇し、誰もが賞賛するような銘柄ではないかもしれませんが、歴史を参考にすれば、2025年はバリュー、低ボラティリティ、利回りの要素が投資家にもたらされる年になるかもしれません。

図1：クオリティ・プレミアム / S&P500種株価指数に対するディスカウント



Source: Bloomberg & Capital IQ. Monthly data is calculated from 1/31/00 to 12/31/24. Top 30% of stocks by return-on-equity from a universe of the largest 1,000 U.S. stocks with at least \$1 million dollars in average daily volume over the last 3 months and 12 months of trading history.

図2：時価総額加重年間ファクターリターン vs. S&P 500指数

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Top	Value	Mom	Mom	Size	Value	Low Vol	Size	Value	Mom	Value	Mom	Low Vol	Size	Size	Low Vol	Value	Size	Quality	Mom	Value	Quality	Low Vol	Quality	Mom	Value	Yield	Quality	Mom
	38.2%	37.0%	49.5%	11.6%	6.9%	-10.8%	43.9%	20.1%	18.9%	22.9%	20.1%	-27.2%	38.8%	27.4%	12.2%	20.4%	41.0%	14.5%	5.6%	24.3%	26.8%	-0.7%	36.7%	35.8%	30.2%	-0.1%	28.8%	35.1%
2	Low Vol	Quality	Quality	Yield	Size	Yield	Value	Size	Value	Yield	Quality	Quality	Value	Mom	Yield	Size	Mom	Index	Low Vol	Yield	Mom	Mom	Index	Quality	Yield	Value	Index	Quality
	36.9%	35.6%	27.9%	10.4%	3.1%	-11.0%	39.8%	18.0%	12.1%	22.1%	13.3%	-31.5%	34.4%	24.1%	9.9%	17.7%	36.9%	13.7%	1.8%	18.8%	22.6%	-3.0%	31.5%	26.1%	29.7%	-3.6%	26.3%	30.4%
3	Quality	Index	Index	Low Vol	Yield	Mom	Index	Yield	Index	Low Vol	Index	Yield	Quality	Value	Quality	Index	Value	Yield	Index	Size	Low Vol	Index	Size	Index	Index	Low Vol	Size	Index
	36.5%	28.6%	21.0%	10.0%	1.9%	-14.5%	28.7%	12.5%	4.9%	17.9%	5.5%	-34.5%	27.5%	18.5%	5.3%	16.0%	35.8%	13.4%	1.4%	16.9%	22.6%	-4.4%	27.9%	18.4%	28.7%	-8.2%	20.4%	25.0%
4	Yield	Low Vol	Size	Value	Low Vol	Size	Yield	Low Vol	Size	Quality	Low Vol	Size	Index	Yield	Index	Mom	Index	Low Vol	Yield	Index	Index	Quality	Value	Low Vol	Quality	Index	Mom	Low Vol
	33.9%	17.4%	12.5%	7.3%	-5.3%	-16.3%	26.7%	12.1%	4.8%	16.7%	5.3%	-35.8%	26.5%	16.8%	2.1%	15.6%	32.4%	13.1%	-0.8%	12.0%	21.8%	-4.8%	27.6%	17.3%	27.3%	-18.1%	17.5%	18.1%
5	Index	Yield	Low Vol	Quality	Quality	Low Vol	Mom	Quality	Quality	Index	Size	Mom	Yield	Index	Size	Low Vol	Quality	Mom	Quality	Low Vol	Value	Yield	Size	Low Vol	Low Vol	Quality	Value	Value
	33.4%	15.1%	4.1%	-8.3%	-8.9%	-16.8%	25.7%	11.5%	4.7%	15.8%	2.0%	-36.1%	20.8%	15.1%	-0.9%	14.5%	31.9%	12.1%	-1.7%	11.4%	15.5%	-6.8%	27.5%	17.0%	24.9%	-18.6%	12.3%	16.3%
6	Mom	Value	Yield	Index	Index	Quality	Quality	Mom	Yield	Size	Yield	Index	Low Vol	Quality	Mom	Quality	Yield	Value	Size	Quality	Yield	Size	Mom	Yield	Size	Size	Yield	Yield
	33.2%	12.7%	-1.4%	-9.1%	-11.9%	-18.4%	21.4%	10.9%	4.5%	13.9%	0.7%	-37.0%	18.2%	13.2%	-2.8%	14.0%	29.6%	10.7%	-5.1%	9.6%	15.0%	-10.6%	26.6%	-2.1%	17.9%	-19.2%	7.1%	14.7%
Bottom	Size	Size	Value	Mom	Mom	Index	Low Vol	Index	Low Vol	Mom	Value	Value	Mom	Low Vol	Value	Yield	Low Vol	Size	Value	Mom	Size	Value	Low Vol	Value	Mom	Quality	Low Vol	Size
	21.5%	0.9%	-1.5%	-27.4%	-16.5%	-22.1%	19.3%	10.9%	2.8%	10.6%	-6.3%	-48.0%	12.4%	11.5%	-6.1%	13.4%	27.4%	8.3%	-6.1%	4.8%	14.7%	-14.1%	26.0%	-7.0%	16.7%	-23.5%	6.9%	13.8%

Value: Lowest price-to-book | **Momentum (Mom):** Highest 12 month price change | **Quality:** Highest return-on-equity | **Size:** Lowest market capitalization | **Low Volatility (Low Vol):** Lowest 1 year price variability | **Dividend Yield:** Highest dividend yield

Source: Capital IQ. As of 12/31/24. Returns are total returns. Top 30% of stocks by factor are selected from a universe of the largest 1,000 U.S. firms with \$1 million in average daily volume over the last 3 months and 12 months of trading history. Stocks are then market cap weighted.