

アクティブか、パッシブか： マーケット循環と入れ替わる 好成績ファンド

要約版

2014年12月

インデックス運用とアクティブ運用、どちらがより高いリターンを得られるでしょうか。それは、その時アクティブ運用が市場平均に勝っているか、または負けているか、その状況によって変わります。

バンガードの調査から、ファンド・マネージャーの運用能力や運用コストといった違いよりも、マーケット環境こそが相対的なパフォーマンスに大きな影響を与えることが分かりました。大型株と小型株、グロース株とバリュー株といった、相対する投資スタイル間でパフォーマンスに大きな違いが出た時には、アクティブ運用と市場平均の間でも動きが大きく異なっていました。¹

10年で入れ替わる好成績ファンド

10年という期間は、多くの投資家にとって充分長い投資期間だと思えます。ただ、これだけ長い期間でも、過去のパフォーマンスは参考にはならず、将来の値動きを予測することも出来ません。また、アクティブ運用と市場平均の相対的なパフォーマンスを10年単位でみてみると、期間によって大きく異なります。

例えば、1999年12月31日までの10年間は、71%のアクティブ運用が米国株の市場平均に負けました。一方で、2008年12月31日までの10年間では、アクティブ運用が米国株の市場平均に負けた割合は37%にまで下がり、9年で34%も改善されています。この運用成績の変化をもたらす要因は何でしょうか？

時価総額や投資スタイルの違いが好成績ファンドの入れ替えをもたらす

大型株は市場の時価総額の70%近くを占めているため、大型株と市場平均のパフォーマンスが同じような動きになるのは当然です。大型株と小型株のパフォーマンスが大きく異なる時は、時価総額の多くを占める大型株が、市場とファンドのパフォーマンスに大きな影響を与えるということになります。

図1から、1999年までの10年間には、大型グロース株ファンドが他の投資スタイルを大きく上回っていることが分かります。市場平均は個々のセグメントのパフォーマンスに加え、多くのアクティブファンドにも勝つ、という結果になりました。

もちろん逆の場合もあります。2008年末までの10年間をみると、大型グロース株は他のすべての投資スタイルに負け、市場全体のリターンを押し下げました。そして、1999年にITバブルで苦戦を強いられた小型バリュー株ファンドは、この期間では高いリターンをあげています。2013年までの期間でも、市場全体のリターンが大型株の各セグメントに勝っています。ただ、各投資スタイル別のリターンの差は小さくなってきており、過去の期間と比べ、リターンの追い風や逆風となる要因が少なくなっていることが分かります。

¹ バンガード・リサーチ：「アクティブか、パッシブか：マーケット循環と移りゆく好成績ファンド」(フィリップス、キニリー、ウォーカー、2014年)。

図1. 投資スタイル別トータル・リターン・ランキング

1999年までの10年間				2008年までの10年間				2013年までの10年間			
	バリュー株	ブレンド株	グロース株	バリュー株	ブレンド株	グロース株	バリュー株	ブレンド株	グロース株		
大型株	15.36%	18.13%	20.60%	0.68%	-0.97%	-3.20%	7.53%	7.85%	8.09%		
中型株	13.82%	17.32%	18.96%	4.57%	4.00%	-0.43%	10.66%	10.13%	9.31%		
小型株	14.04%	13.40%	11.81%	4.94%	3.15%	2.86%	9.67%	10.27%	10.66%		
	市場平均：17.59%			市場平均：-0.63%			市場平均：8.11%				

出所：バンガード、MSCI、CRSP
 使用したベンチマークのリストは付録を参照のこと。

図2は、1999年、2008年、2013年までの各10年間の投資スタイル別ベンチマークと、アクティブファンドのパフォーマンスを比較したものです。図1に見られるパフォーマンスの変動は、ここでも明らかに現れています。例えば1999年までの10年間は、76%の大型グロース株ファンドがベンチマークに負けていますが、2008年までの10年間では、負けた割合は40%にまで下がっています。ファンド・マネージャーの銘柄選択の腕前が

突然上がった、という可能性はあるものの、ポートフォリオの構成銘柄の違いと、大型グロース株のパフォーマンスが変動の要因である可能性の方がはるかに高いと言えるでしょう。

アクティブ運用がベンチマークに勝つためには、ベンチマークと違う構成銘柄でポートフォリオを組む必要があります。そのためにファンド・マネージャーは、構成銘柄や組入比率を変え

図2. 好調な運用アプローチの入れ替わりは、投資スタイル別パフォーマンスにも現れている

アクティブファンドが対象とするベンチマークに負けた割合

1999年までの10年間				2008年までの10年間				2013年までの10年間			
	バリュー株	ブレンド株	グロース株	バリュー株	ブレンド株	グロース株	バリュー株	ブレンド株	グロース株		
大型株	78%	79%	76%	48%	55%	40%	67%	77%	66%		
中型株	76%	83%	55%	36%	69%	31%	93%	87%	51%		
小型株	81%	58%	7%	42%	27%	67%	64%	78%	87%		

出所：バンガード、MSCI、CRSP
 使用したベンチマークのリストは付録を参照のこと。

て、独自のポートフォリオをつくります。ファンドの相対的なパフォーマンスは、ファンドの構成銘柄や組入比率がベンチマークとどのくらい違うか、そして構成銘柄がどのくらい上昇、または下落したかによって決まります。

例えば、1999年の大型バリュー株ファンドの時価総額の中央値は242.3億米ドルでしたが、ベンチマークは317.6億米ドルでした。このような状況では、他の条件がすべて同じと仮定した場合、1999年のように大型株がベンチマークを上回る状況では、時価総額の中央値の違いによって、ベンチマークがアクティブファンドの大半に勝つことになります。調査期間全体を通じて、各投資スタイルの中央値は、株価収益率(PER)、時価総額、またはその両方が常にベンチマークと異なっていました。

図3は、アクティブファンドとそのベンチマークの関係が、時間の経過に伴って常に変化していることを表しています。これを見ると、アクティブファンドの相対的なパフォーマンスの好不調は、各投資スタイルの長期的な相対的なパフォーマンスと連動していると考えられます。1998年から1999年は大型グロース株が最も好調な時でしたが、この間大型グロース株ファンドがベンチマークに勝つことは困難でした。

一方で、大型グロース株が他の投資スタイルを下回った2007年と2008年には、大型グロース株ファンドは比較的簡単にベンチマークに勝っています。こうした循環的な変化は、おそらくアクティブファンドのポートフォリオとベンチマークの組入比

率の違いによるものだと考えられます。ベンチマークに勝つ、または負ける銘柄が増えれば、ファンドとベンチマークの全体的なパフォーマンスの差が広がります。そして、特定期間のアクティブファンドのパフォーマンスは、どのような組み入れ方針を採っているかによって大きく左右されます。こうした要因の積み重ねによって、アクティブファンドは市場が堅調な局面ではベンチマークに大きく負けることになり、反対に市場が低迷している局面ではベンチマークに大きく勝つことになります。

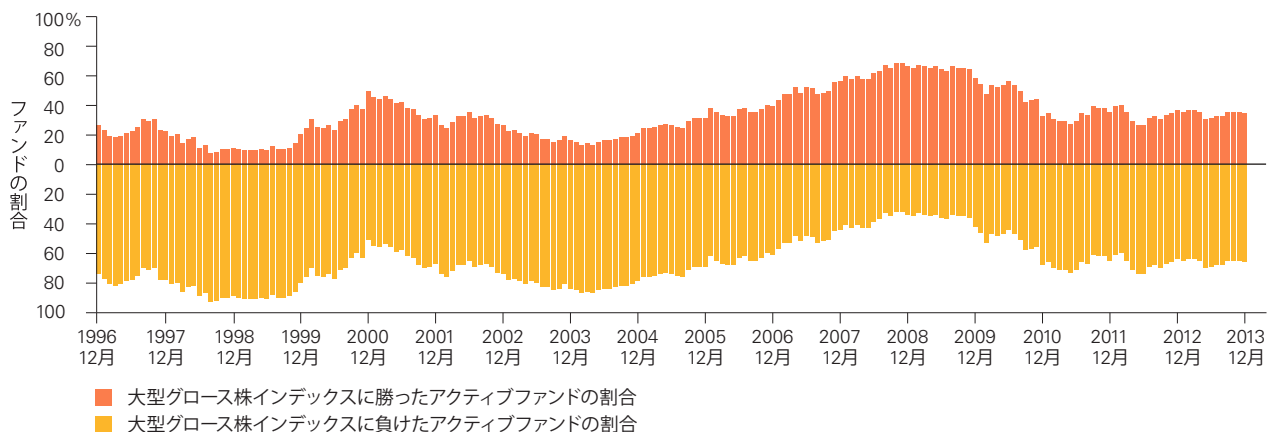
アクティブか、パッシブか： アクティブ運用の本質を理解する

アクティブ運用とベンチマークのパフォーマンスを比較するには、構成銘柄の時価総額、投資スタイル(株価収益率や株価純資産倍率(PBR))、そして相対的なポジションなど、アクティブ運用毎の投資戦略の違いを常に意識する必要があります。

そして、アクティブ運用とインデックス運用、どちらが「より優れた」戦略かを見極めるには、アクティブ運用の本質に注目してください。アクティブ運用はベンチマークに勝つ可能性がありますが、得てして運用コストがインデックス運用より高く、そのコスト分だけリターンが削られ、結果的にベンチマークに負ける可能性があります。反対にインデックス運用は、ベンチマークに勝つことはありませんが、リターンから差し引かれる運用コストが低く、ベンチマークとほぼ同様なリターンをあげることが出来るため、多くの同種同等アクティブファンドに勝ってきたという長い実績があるのです。

図3. 投資スタイル別に見た株式ファンドのパフォーマンスの推移

アクティブ運用の大型グロース株ファンドと大型グロース株インデックスの移動分布(10年間の超過リターン)



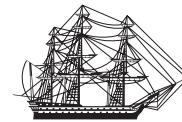
出所:バンガード、モーニングスター
使用したベンチマークのリストは付録を参照のこと。

付録:本調査の分析に使用したベンチマーク

株式のベンチマーク指数は以下の通り。市場全体:ダウ・ジョーンズ・ウィルシャー5000インデックス(2005年4月22日まで)、MSCI USブロード・マーケット・インデックス(2013年6月2日まで)、CRSP USトータルマーケット・インデックス(それ以降)。大型ブレンド株:ラッセル1000インデックス(2002年11月30日まで)、MSCI USプライム・マーケット750インデックス(2013年1月30日まで)、CRSP USラージキャップ・インデックス(それ以降)。大型グロース株:S&P 500/Barraグロース・インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USプライム・マーケット・グロース・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USラージキャップ・グロース・インデックス(それ以降)。大型バリュー株:S&P 500/Barraバリュー・インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USプライム・マーケット・バリュー・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USラージキャップ・バリュー・インデックス(それ以降)。中型ブレンド株:S&P ミッドキャップ400インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USミッドキャップ450インデックス(2013年1月30日まで)、CRSP USミッドキャップ・インデックス(それ以降)。中型グロース株:ラッセル・ミッドキャップ・グロース・インデックス(2002年11月30日まで)、MSCI USミッドキャップ・グロース・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USミッドキャップ・グロース・インデックス(それ以降)。

中型バリュー株:ラッセル・ミッドキャップ・バリュー・インデックス(2002年11月30日まで)、MSCI USミッドキャップ・バリュー・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USミッドキャップ・バリュー・インデックス(それ以降)。小型ブレンド株:ラッセル2000インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USモールキャップ1750インデックス(2013年1月30日まで)、CRSP USモールキャップ・インデックス(それ以降)。小型グロース株:ラッセル2000グロース・インデックス(1993年12月31日まで)、S&Pモールキャップ600/Barraグロース・インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USモールキャップ・グロース・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USモールキャップ・グロース・インデックス(それ以降)。小型バリュー株:ラッセル2000バリュー・インデックス(1999年12月31日まで)、S&Pモールキャップ600/Barraバリュー・インデックス(2003年5月16日まで)、MSCI USモールキャップ・バリュー・インデックス(2013年4月16日まで)、CRSP USモールキャップ・バリュー・インデックス(それ以降)。

Connect with Vanguard® > vanguardjapan.co.jp



Vanguard®

米国籍投資信託の取引に関する情報

リスクに関する情報

● 当ファンドは、株式や公社債を実質的な主要投資対象としており、株式や公社債の投資に係る価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、当ファンドはその影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。当ファンドの基準価額の変動要因としては、主に「価格変動リスク」や「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」などがあります。

● 当ファンドは外貨建資産に投資し、原則として為替ヘッジを行いませんので、為替変動の影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。したがって、ご投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金が割り込むことがあります。

詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

手数料に関する情報

● 売買等取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。

● ファンドへの投資家は間接的にその投資期間分のエクスペンスレシオを負担します。エクスペンスレシオとは、ファンドの内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。エクスペンスレシオは毎年決算時に見直され、変動します。

詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

お取引に関する情報

● バンガード・インベストメンツ・ジャパンは、金融商品取引業1種の登録を受けておりますが、お客様に金融商品取引の執行に関わるサービスを提供していません。個別の金融商品取引に係る説明、告知、もしくは報告等、および同取引に係る売買代金の受け渡しも行っておりません。金融商品の売買を行う場合は、当社以外の金融商品取引業者からあらためて必要な情報を入手し、法令上の手続きをお済ませのうえお取引下さい。

その他

- バンガードファンドは、目論見書等による開示を受ける事を条件に申込が可能です。
- 「Vanguard」(日本語での「バンガード」を含む、「Vanguard ETF」、「Vanguard ETFs」)及び帆船を模したロゴは、「The Vanguard Group, Inc.」の商標です。
- 本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。
- 本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- 本資料の内容に関しては公正を期しておりますが、内容の正確性を保証するものではありません。本資料の内容は作成時の状況及び見解であり、今後、予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載のコンテンツ(イラスト・写真・文章・表・グラフ等)の無断転載を禁じます。これらのコンテンツの著作権はThe Vanguard Group, Inc.あるいは引用の注記が付されているものについてはその引用先に帰属します。
- 弊社の事前許可なく本資料を第三者へ交付することはご遠慮下さい。
- 投資にはリスクが伴います。

© 2014 Vanguard Investments Canada Inc.

All rights reserved.

ACTABC 122014

バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第146号
加入協会:日本証券業協会