

2021年10月27日

伊藤 拓之

アセット・アロケーション／
為替運用グループ
クオンツ・アナリスト

アクティブ運用ファンドが有利な投資環境を探る

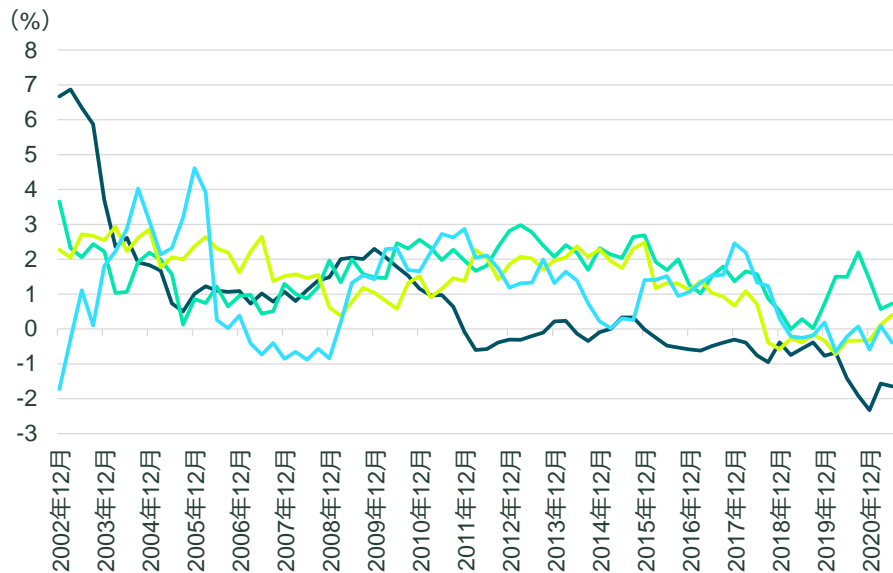
[資産運用フォーカス No.44「アクティブ運用からパッシブ運用への移行の背景を探る」](#)の分析では、アクティブ運用ファンドがベンチマークを継続的に上回るのは困難な場合が多く、かつ低コストファンド群のパフォーマンスが良好なことから、投資家は運用コストの削減に加えて運用報酬控除後のパフォーマンスを考慮したうえでパッシブ運用を偏好していることが分かりました。今回は、アクティブ運用の特徴である他者との差別化をするためにどのような投資環境が有利なのか、(1) ボラティリティ、(2) 資産間相関、(3) 銘柄間リターン格差の観点から分析したいと思います。

まず過去20年間における株式市場の運用者のパフォーマンスとして超過リターンの中央値（**図表1**）を見てみると、2000年代前半に比べて、各市場ともに水準が切り下がっていることが分かります。特に米国大型株では2010年以降マイナスの超過リターンとなっているので、米国の株式運用者は良好なパフォーマンスをあげるのに苦慮していました。

図表1

各株式市場の運用者のパフォーマンス（超過リターン、中央値）

- 米国大型株
- 欧州大型株
- 新興国大型株
- 日本大型株



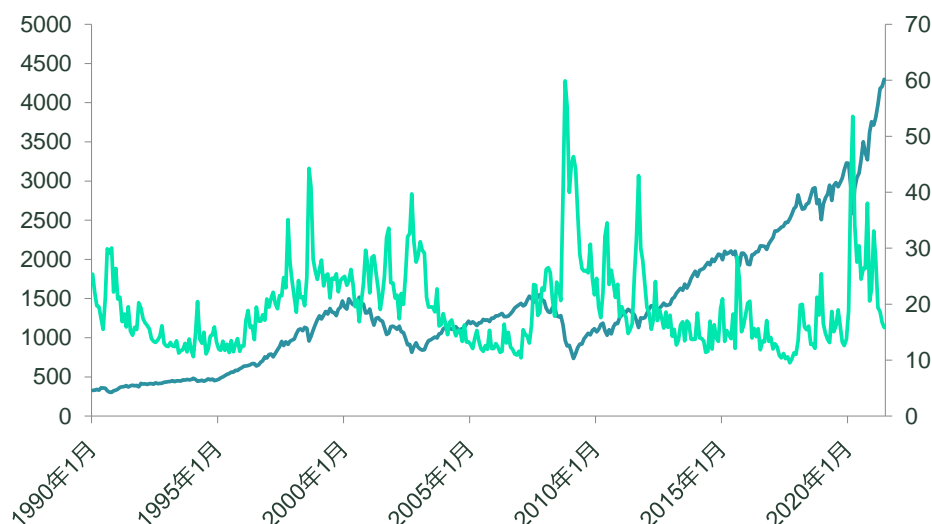
出所：eVestmentAllianceを用いてSSGA作成、2021年6月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。リターンには投資資産の損益、分配金、分配金再投資損益が含まれています。ファンドパフォーマンスは運用報酬控除後リターンを用いており、ベンチマークは各種インデックスのトータルリターンを用いています。

(1) ボラティリティが極端に高くも低くもない局面は、アクティブ運用者が他者と差別化するのに好ましいと考えられています。1990年以降の米国株式（S&P500）とボラティリティ・インデックス（VIX）の推移（**図表2**）を見てみると、株式の上昇局面ではボラティリティは低下する傾向にあり、一方株式の急落局面ではボラティリティが急上昇する関係にあることが分かります。2020年第一四半期のコロナ危機は2008年後半のリーマンショックの水準までボラティリティが急激に上昇しましたが、各国の大規模な金融政策や財政政策によりボラティリティは急激に下がり株式市場は続伸を続けています。現在のボラティリティ環境はアクティブ運用者が他者と差別化するのに好ましくないと考えられます。

図表2

1990年以降の米国株式（S&P500）とボラティリティ・インデックス（VIX）の推移

■ 米国株式（S&P 500、左軸）
■ ボラティリティ・インデックス（VIX、右軸）

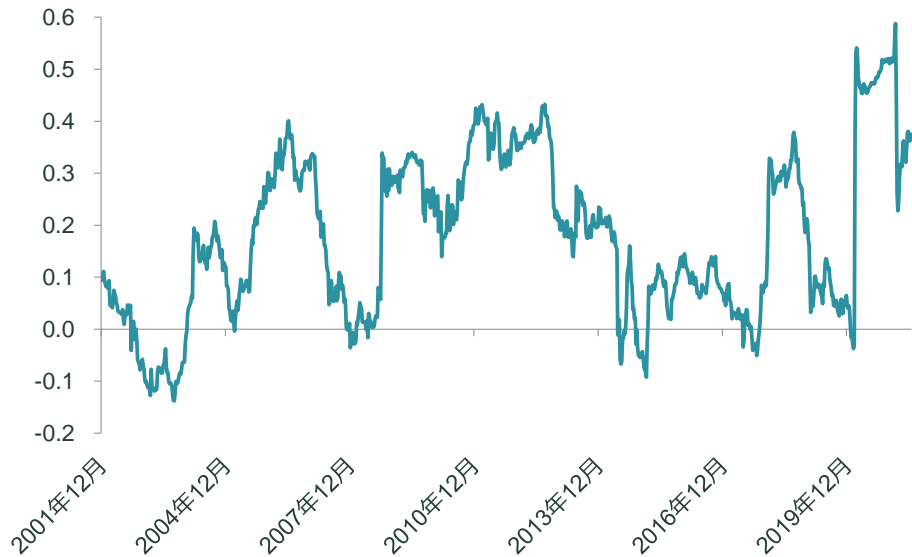


出所：Bloomberg Finance, L.Pを用いてSSGA作成、2021年6月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

(2) 資産間相関が低い局面では資産配分を通して差別化を促進することができます。一方資産間相関が高い局面では各資産のリターンが似かよりがちになり差別化が難しくなります。これは基本ポートフォリオと実際の資産構成配分の差による効果として「資産配分効果」として知られています。株式/債券、株式/コモディティ、債券/コモディティそれぞれの1年ローリング相関係数の平均値の推移（**図表3**）を見ると、2020年3月のコロナ危機で急上昇しその後も高水準を維持しています。資産間相関の観点からは、資産配分におけるアクティブ運用は困難になっていると言えます。

図表3

株式・債券・コモディティ間の
1年ローリング相関係数の
平均値の推移



出所：Factsetを用いてSSGA作成、2021年6月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

(3) 銘柄間リターン格差が高い局面は、アクティブ運用者に他者と差別化する絶好の機会を提供します。一方、銘柄間リターン格差が低い局面では、どの銘柄を選んでもリターン格差がつきにくく差別化が困難となります。これは各銘柄の実績のリターンと市場平均リターンの差として「銘柄選択効果」として知られています。図表4の先進国各市場の1年ローリング銘柄間リターン格差（MSCIの各市場ユニバースにおいて、四半期ごとの年率リターンの銘柄間分散（cross-sectional dispersion））を見ると、米国・欧州では2020年3月のコロナ危機によって過去最高水準の銘柄間リターン格差を記録し、その後低下に転じています。日本、英国でも高い水準の銘柄間リターン格差を維持しています。このように先進国各市場では銘柄間リターン格差は高い水準を維持しており、アクティブ運用者は他者との差別化をしやすい環境にあると言えます。

図表4

各国株式市場における銘柄間リターン格差の推移

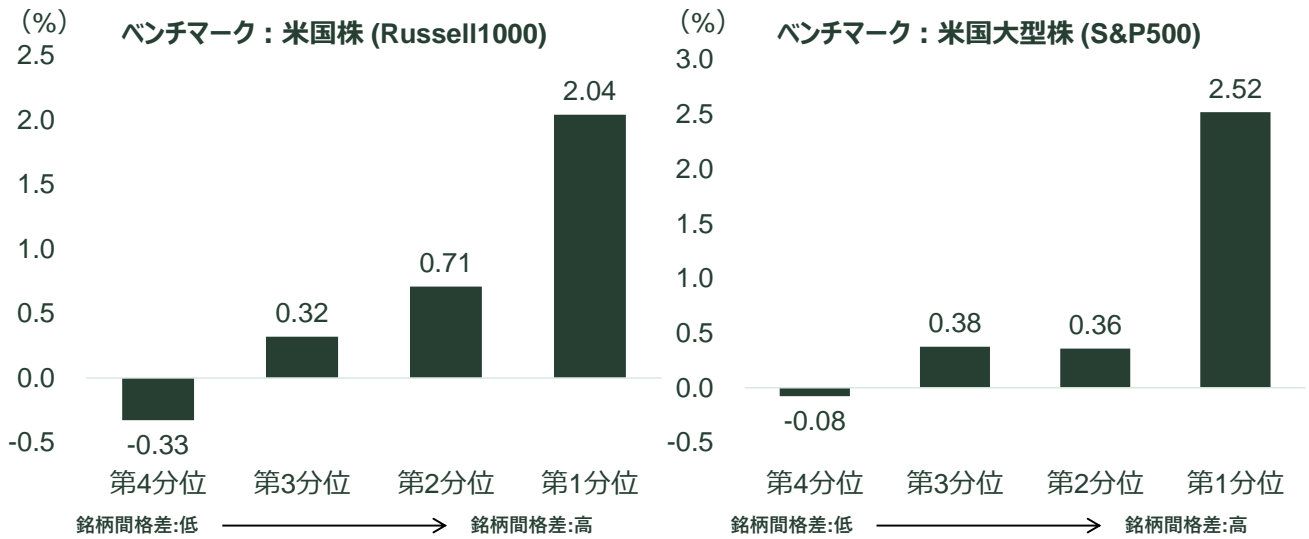


出所：Factsetを用いてSSG A作成、2021年6月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

これまでに分析してきた3つの視点のうち、銘柄間リターン格差が最重要であると我々は考えています。図表5は銘柄間リターン格差に基づいた4つの期間について、米国大型コア株式のRussell1000、S&P500それぞれをベンチマークとする運用者の平均超過リターンを測定したものです。両ベンチマークにおいて銘柄間リターン格差が高い局面（第1分位）ではアクティブ運用ファンドの超過リターンが高い傾向にあることが分かります。

図表5

銘柄間リターン格差によるアクティブ運用ファンドの平均超過リターン



出所：Factsetを用いてSSGA作成、2021年6月現在。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。ファンドパフォーマンスは運用報酬控除後リターンを用いており、ベンチマークは各種インデックスのトータルリターンを用いています。

このようにアクティブ運用者は近年ボラティリティ、資産間相関の観点からは他者と差別化するの難しくなっています。しかし、銘柄間リターン格差はなお高い水準にあり他の運用者と差別化するのに大いに資すると考えられます。また銘柄間リターン格差が高い局面ではアクティブ運用ファンドが超過リターンを獲得しやすいことが分かりました。

ご留意事項

- 本資料は、弊社の運用に関する見解や手法等をご紹介するために作成・提供されるものであり、特定の金融商品への投資を勧誘する目的のものではありません。
- 本資料は、信頼しうると考えられる情報源から得たものですが、正確性・完全性は保証するものではありません。また、内容につきましては、予告なく変更される場合があります。過去の実績は、将来の投資成果を保証するものではありません。
- 本資料は2021年10月26日時点の執筆者の見解であり、市場やその他状況の変化に伴い、予告なく変わることがあります。本資料には将来予測の表明とみなされ得る一定の情報が含まれています。そうした表明は将来の運用成果を保証するものではなく、実際の結果や展開はそうした予想とは大きく異なる可能性があります。
- なお、実際の運用戦略においては、値動きのある有価証券等に投資します。有価証券の価格は市場環境、有価証券の発行会社の業績、財務状況等により価格が変動するため、損失を被る事があります。また、外貨建の資産に投資する場合には、為替変動により損失を被ることがあります。
- 本資料に表示している各種シミュレーション・データは、過去のデータに基づき弊社モデルを利用したバックテスト結果であり、将来の運用収益を保証するものではありません。
- 弊社ならびに弊社グループ会社における運用に係る研究開発事例、運用スタイル、運用戦略、投資環境等をご紹介するものであり、特定の金融商品の勧誘を目的とするものではないため、運用に係る手数料・報酬等の金額および計算方法等を予め示すことができません。
- 本資料に記載の各インデックスの著作権・知的所有権その他一切の権利は各インデックスを算出・公表している機関・会社に帰属します。
- 本資料の二次使用、複写、転載、転送等を禁じます。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

金融商品取引業者 登録番号 関東財務局長（金商）第 345 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、日本証券業協会

ssga.com/jp

著作権 © 2021 State Street Corporation. All Rights Reserved. 不許複製

Tracking Number: 3882556.1.1.APAC.RTL、Exp. Date: 10/31/2022