

2017年2月 今月のトピック

『2016年9月末基準における MAB投信評価の概要』

アナリスト 標 陽平

2017年2月20日作成

2016年9月末基準のMAB投信評価について全体像をまとめ、評価対象ファンドのリスク・リターンの状況についても分析しました。

『ポイント』

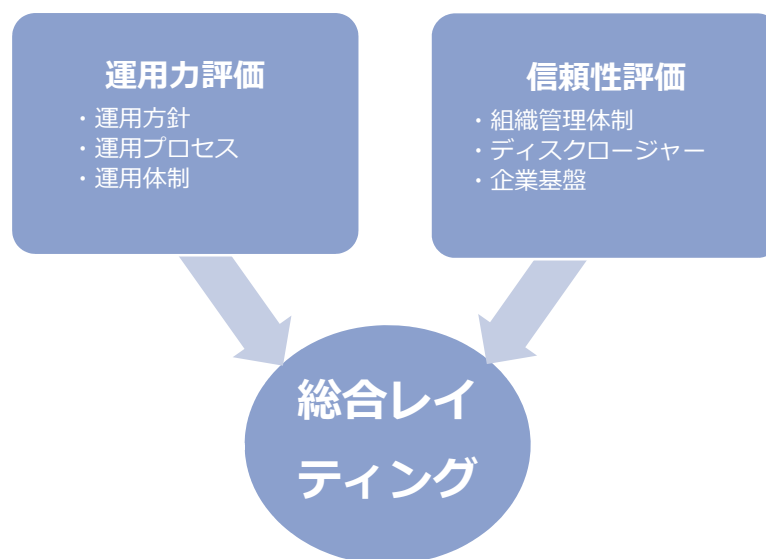
- 弊社の投信評価は定性分析に定量分析を一部融合した評価方法が特徴です。アクティブファンドでは「A a」、パッシブファンドでは「A a a」が平均的なレーティングとなっています。運用方針や運用プロセスが不明確なファンドが多いことが、アクティブファンドのレーティングが低い要因の一つとなっています。
- 評価対象のアクティブファンドについて、過去5年間のアクティブリターンを計測したところ、プラスとなったファンドは全体の15%にとどまり、アクティブファンド全体の平均アクティブリターンについてもマイナスとなりました。
- アクティブリターンとアクティブリスクの関係には、一定の関係性がみられました。プラスのアクティブリターンを得るためには、一定以上のリスクを取る運用手法のファンドである必要があると考えられます。

■ MABの投信評価

まず始めに、弊社の投信評価手法について確認します。MABの投信評価は、「運用力評価」と「信頼性評価」を総合的に評価しています。中長期投資においては、ファンドを運用するチームの運用力だけでなく、運用会社の企業基盤といった信頼性を含めて評価することが、投資家にとって重要と考えます。

また評価手法としては、絶対基準による定性評価が中心となっています。定量評価のみを用いる評価手法は、運用実績の良し悪しだけでなく投資環境によってもレーティングが変化するため、実質的なファンドの品質とかけ離れた結果となる場合も多く、変化の激しい投資環境では定性評価が相対的に重要と考えます。

MABの投資評価概念図



■MABレーティング(総合レーティング)について

— MABレーティングは、運用力を見る「運用方針」、「運用プロセス」、「運用体制」と、信頼性を見る「組織・管理体制」、「ディスクロージャー」、「企業基盤」の6項目からなる項目別レーティングの結果から導出されます。「運用力」の評価を中心に「信頼性」の評価を加味するため、「信頼性」が一定水準をクリアしない限りは、高い運用能力が認められるファンドであっても高いMABレーティングは付与されません。

「運用力」は、運用方針が明確か、運用プロセスに継続性・妥当性があり有効性が認められるか、運用体制が整備されており運用者の業務環境・運用能力等が良好か、といったことがポイントとなります。運用プロセスの有効性と運用者の能力評価では過去の運用実績を判断材料としており、この点で、弊社の投信評価は、定性分析と定量分析とを融合した総合的な評価であるといえます。

「信頼性」は、運用スキルやノウハウのみならず、運用状況を適切に管理し必要に応じて実効的な対応がなされる体制が備わっていることが条件となります。

MABレーティングの種類

MABレーティング		レーティングの意味
アクティブ	パッシブ	
A a a	A a a	「運用力評価」と「信頼性評価」がともに高いファンド
A a +	—	A aのうち、極めてA a aに近いファンド
A a	A a	「運用力評価」と「信頼性評価」がともに一定水準にあるファンド
A	A	「信頼性評価」が改善を要する、または「運用力評価」が低いファンド

項目別レーティング (アクティブファンド)

項目	評価ポイント
【運用力】	
運用方針	運用目標の明確性
運用プロセス	プロセスの有効性、継続性、妥当性
運用体制	人員等の安定性、運用者の運用実績
【信頼性】	
組織・管理体制	内部牽制の堅確性、業務遂行の安定性
ディスクロージャー	明確性、具体性、分かり易さ
企業基盤	規律、事業継続性、業務基盤

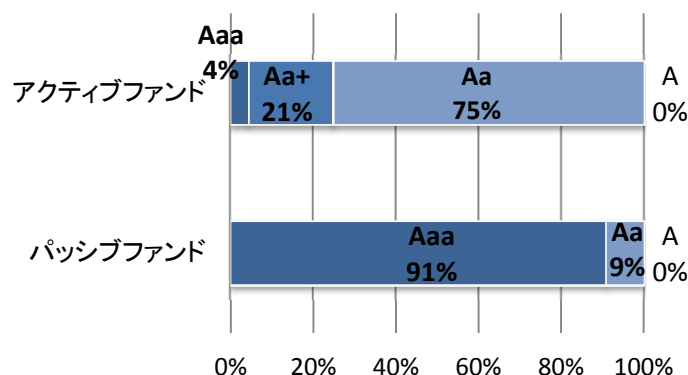
■MABレーティングの分布(全体)

— MABが評価しているファンド数は、2016年9月末基準で概ね800ファンドで、このうち約65%がアクティブファンド、約35%がパッシブファンドです。基準時点でのMABレーティングの分布は以下のようになっており、アクティブファンドでは「Aa」、パッシブファンドでは「Aaa」が平均的なレーティングとなっています。アクティブ、パッシブとも定性評価でなんらかの改善が必要とされる「A」評価のファンドはありませんでした。

アクティブファンドに低いレーティングのファンドが多い要因としては、運用方針や運用プロセスが不明確なファンドが多いことが挙げられます。加えて、定量分析では、弊社が評価ベンチマークとして設定した指数を上回る運用実績を達成しているかどうかを判断基準としていますが、アクティブファンドにはこの評価ベンチマークを上回るファンドが少ないことが影響しました。

一方、パッシブファンドが相対的に高いレーティングを獲得している要因としては、運用方針、運用プロセスが明確なファンドが多いこと、また、定量分析の判断基準がベンチマークとの連動性であり、大半のファンドで連動性の高い運用が行われていることが挙げられます。

MABレーティングの分布（2016年9月末基準）



項目別レーティングの分布（2016年9月末基準）

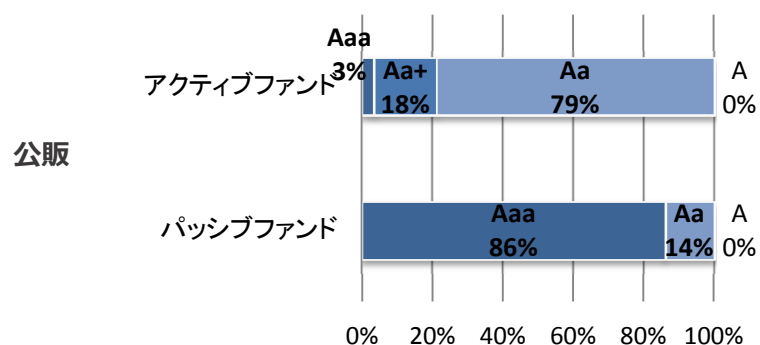
	項目別 レーティング	運用方針	運用 プロセス	運用体制	組織・ 管理体制	ディスクロ ージャー	企業基盤
アクティブ ファンド	☆☆☆	70%	6%	35%	100%	59%	73%
	☆☆	29%	93%	65%	0%	41%	26%
	☆	1%	1%	0%	0%	0%	1%
パッシブ ファンド	☆☆☆	86%	91%	95%	100%	82%	85%
	☆☆	14%	9%	5%	0%	18%	15%
	☆	0%	0%	0%	0%	0%	0%

■MABレーティングの分布(公販ファンド／DCファンド)

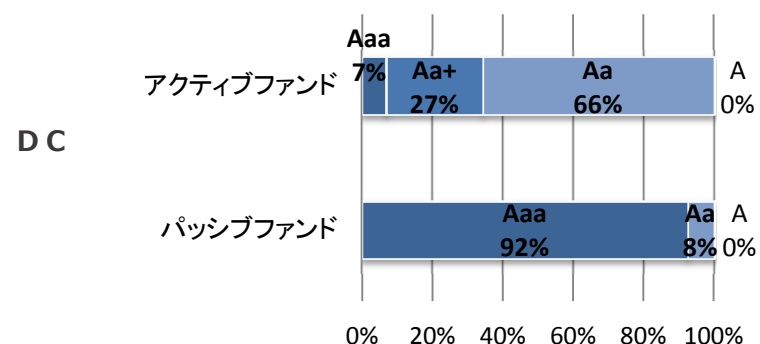
— MABが2016年9月末基準で評価しているファンドのうち、金融機関の窓口等で販売される公販ファンドは約450本、確定拠出年金専用ファンドすなわちDCファンドは約350本に上ります。

下図は、両者のレーティング分布を比較したものです。全体の傾向としては変わらないものの、公販ファンドと比べDCファンドのMABレーティングが高くなっています。主な要因として考えられるのは、項目別レーティングを比較してわかるように、公販ファンドには運用方針の評価が相対的に低いファンドが多い点です。公販ファンドはテーマ型ファンドを中心に、目標設定やリスク管理が適切に行われていない等、運用方針が不明確なファンドが多くなっています。

公販ファンドおよびDCファンドのMABレーティングの分布(2016年9月末基準)



	項目別 レーティング	運用方針	運用 プロセス	運用体制	組織・ 管理体制	ディスクロ ージャー	企業基盤
アクティブ ファンド	☆☆☆	66%	6%	31%	99%	50%	71%
	☆☆	33%	93%	69%	1%	50%	28%
	☆	1%	1%	0%	0%	0%	1%
パッシブ ファンド	☆☆☆	73%	90%	91%	100%	84%	86%
	☆☆	27%	10%	9%	0%	16%	14%
	☆	0%	0%	0%	0%	0%	0%



	項目別 レーティング	運用方針	運用 プロセス	運用体制	組織・ 管理体制	ディスクロ ージャー	企業基盤
アクティブ ファンド	☆☆☆	82%	7%	46%	100%	84%	79%
	☆☆	18%	93%	54%	0%	16%	21%
	☆	0%	0%	0%	0%	0%	0%
パッシブ ファンド	☆☆☆	91%	92%	96%	100%	81%	84%
	☆☆	9%	8%	4%	0%	19%	16%
	☆	0%	0%	0%	0%	0%	0%

■レーティング変更ファンドについて

2016年9月末基準の評価対象ファンドで1年前の2015年9月末基準からMABレーティングの変更が行われたファンドは、下表のとおりです。レーティング変更理由の多くは、運用プロセスの有効性の変化によるものです。

レーティングが低下したファンドは国内株式のみとなりましたが、これは中長期で運用に苦戦しているバリュー系アクティブファンドの有効性の評価を引き下げたことが要因となっています。一方で複合資産や外国株式等では、リスク資産の良好な投資環境を反映し、運用プロセスの有効性が改善するファンドが散見されました。

MABレーティングの変更状況（ファンド名は非公開）

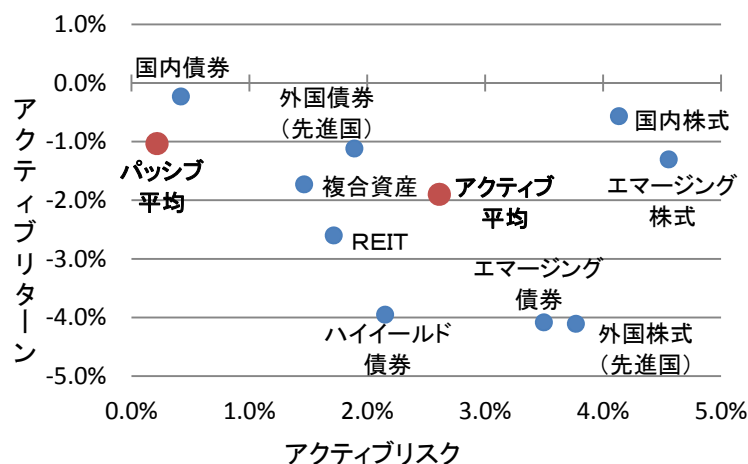
	投資対象資産	アクティブ/パッシブ	変更前		変更後	変更理由
1	REIT	アクティブ	Aa+	↑	Aaa	運用体制の強化
2	エマージング株式	アクティブ	Aa+	↑	Aaa	運用プロセスの有効性改善
3	外国株式(先進国)	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用プロセスの有効性改善
4	外国株式(先進国)	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用プロセスの有効性改善
5	外国債券(先進国)	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用プロセスの有効性改善
6	複合資産	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用プロセスの有効性改善
7	複合資産	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用プロセスの有効性改善
8	複合資産	アクティブ	Aa	↑	Aa+	運用体制の強化
9	国内株式	アクティブ	Aaa	↓	Aa+	運用プロセスの有効性悪化
10	国内株式	アクティブ	Aa+	↓	Aa	運用プロセスの有効性悪化
11	国内株式	アクティブ	Aa+	↓	Aa	運用プロセスの有効性悪化
12	国内株式	アクティブ	Aa+	↓	Aa	運用プロセスの有効性悪化

■評価対象ファンドのアクティブリターン

— MABが評価していて運用実績が5年以上あるアクティブファンド(約360ファンド)のうち、過去5年間(2011年10月～2016年9月)のアクティブリターン(年率)がプラス(ベンチマークを上回った)のファンドは全体の15%でした。平均アクティブリターンは-1.90%で、これはパッシブの平均(-1.03%)を下回っています。資産別に見ても、全てのカテゴリーで平均アクティブリターンはマイナスであり、中長期的にベンチマーク以上のリターンを実現できるファンドは相対的に運用力が高いファンドであるといえます。

資産別のアクティブリターン分布では、アクティブリターンがプラスであるファンドの割合が平均(15%)より高いカテゴリーは、国内株式、国内債券、外国株式(先進国)、外国債券(先進国)でした。エマージング株式と国内株式では年率5%以上のアクティブリターンを記録したファンドがあり、前者ではインド株式ファンドの好調が目立ち、後者では日本の運用会社のホームグラウンドといえる分野のため、多様な運用手法が存在する層の厚さが要因となりました。

評価対象アクティブファンドの資産別平均アクティブリターンと平均アクティブリスク(過去5年、年率)



評価対象アクティブファンドの資産別アクティブリターンの分布割合(過去5年、年率)

	過去5年間のアクティブリターン(年率)						平均アクティブリターン
	-5.0%未満	-5.0%以上 -2.5%未満	-2.5%以上 -0.0%未満	0.0%以上 2.5%未満	2.5%以上 5.0%未満	5.0%以上	
国内株式	11%	17%	37%	19%	7%	9%	-0.57%
外国株式(先進国)	38%	26%	17%	14%	5%	0%	-4.11%
エマージング株式	7%	20%	60%	7%	0%	7%	-1.30%
国内債券	0%	0%	75%	25%	0%	0%	-0.23%
外国債券(先進国)	0%	14%	70%	12%	4%	0%	-1.12%
エマージング債券	23%	46%	31%	0%	0%	0%	-4.08%
REIT	25%	13%	50%	6%	6%	0%	-2.60%
ハイイールド債券	38%	32%	29%	0%	0%	0%	-3.95%
複合資産	3%	19%	77%	1%	0%	0%	-1.73%
アクティブ平均	14%	20%	52%	10%	3%	2%	-1.90%

■評価対象ファンドのアクティブリターンとアクティブリスク

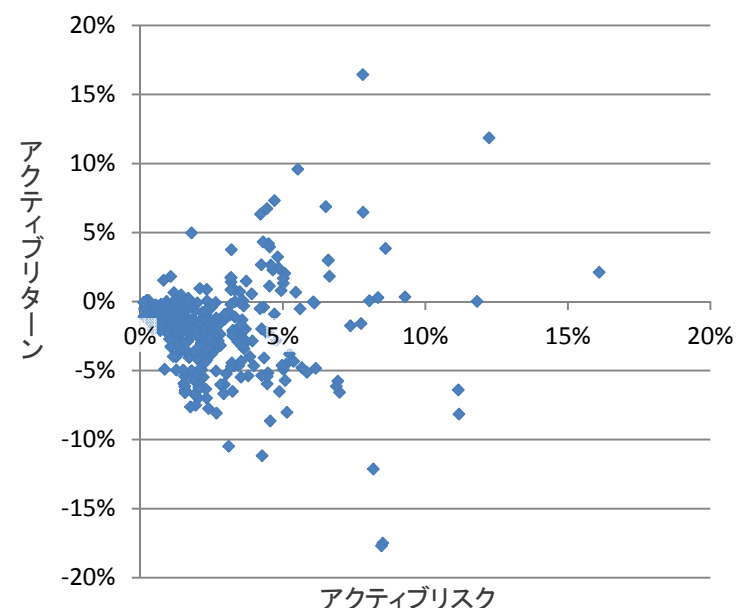
- MABレーティング別のアクティブリターンは左下表のような結果になりました。アクティブファンドの平均アクティブリターンは、「Aaa」が2.92%、「Aa+」が-0.33%、「Aa」は-2.64%でした。レーティングが高いほど平均アクティブリターンが高くなったことに加えて、平均アクティブリスクの値も比例して高くなっていることがわかります。アクティブリターンとアクティブリスクには一定の関係性があるといえそうです。

さらに右下図では、個別の評価対象ファンドのアクティブリターンとアクティブリスクの関係を確認しました。アクティブリスクをとっているからといって、必ずしもプラスのアクティブリターンを獲得できているわけではありませんが、アクティブリスクが一定以下のファンドは、その多くでアクティブリターンがマイナスとなっていることがみてとれます。

MABレーティング別アクティブリターンの分布（過去5年、年率）

	MAB レーティング	過去5年間のアクティブリターン（年率）						平均 アクティブ リターン	平均 アクティブ リスク
		-5.0%未満	-5.0%以上 -2.5%未満	-2.5%以上 -0.0%未満	0.0%以上 2.5%未満	2.5%以上 5.0%未満	5.0%以上		
アクティブ ファンド	Aaa	0%	5%	23%	36%	9%	27%	2.92%	4.17%
	Aa+	3%	8%	59%	19%	8%	3%	-0.33%	3.19%
	Aa	17%	23%	53%	5%	1%	0%	-2.64%	2.36%
	アクティブ 平均	14%	20%	52%	10%	3%	2%	-1.90%	2.61%
パッシブ ファンド	Aaa	0%	5%	95%	0%	0%	0%	-0.95%	0.17%
	Aa	0%	17%	83%	0%	0%	0%	-1.76%	0.60%
	パッシブ 平均	0%	6%	94%	0%	0%	0%	-1.03%	0.22%

評価対象アクティブファンドのアクティブリターンとアクティブリスクの関係図（過去5年、年率）

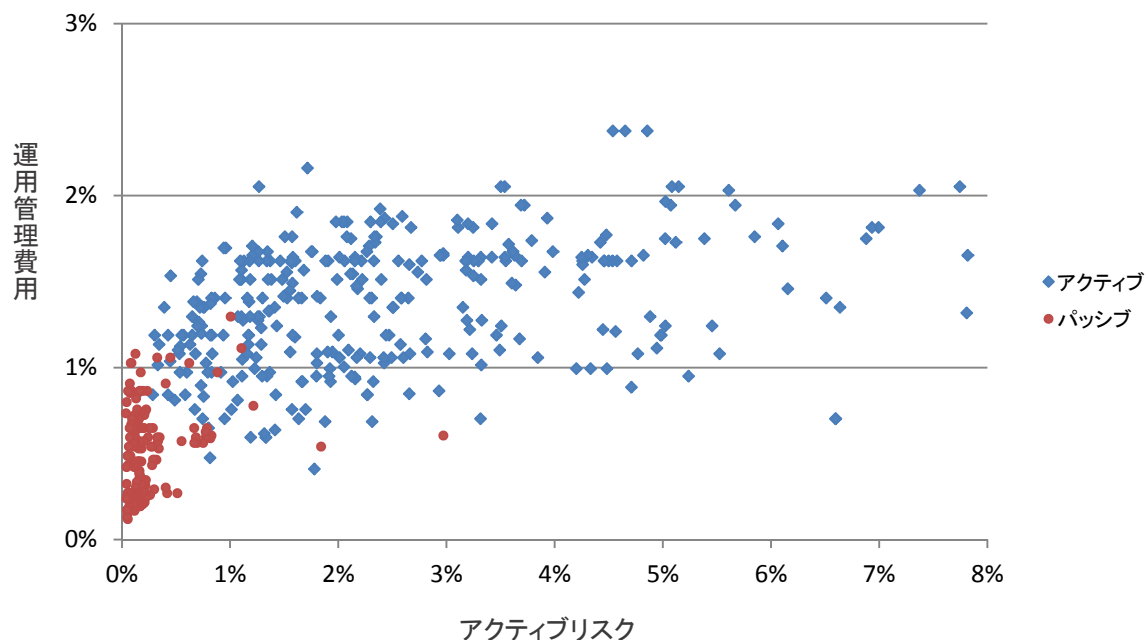


■評価対象ファンドのアクティブリスクと運用管理費用

- 前項では、アクティブリターンとアクティブリスクに一定の関係性があることを確認しました。次に、アクティブリスクと運用管理費用の関係に注目します。

下図のとおり、アクティブファンドの運用管理費用は概ね1%～2%の間に集中していますが、支払う費用の見返りともいえるリスク水準、すなわち実績のアクティブリスクはファンドによって大きな差があることがわかります。パッシブファンドとあまり変わらないリスク水準のアクティブファンドでは、ファンドの運用が費用に見合った内容になっているか、注目すべきポイントの一つといえるでしょう。

アクティブリスクと運用管理費用の関係図（過去5年、年率）



- 本レポートに関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。
- 本レポートは、MABが信頼できると判断した情報源から入手した本レポート作成基準日現在における情報をもとに作成しておりますが、当該情報の正確性を保証するものではありません。
- MABは、本レポートの利用に関連して発生した一切の損害について何らの責任も負いません。
- 本レポート中のグラフ・数値等は、あくまでも本レポート作成基準日までの過去の実績を示すものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。
- 本レポートは、情報提供を目的としたものであり、投資信託の勧誘のために作成されたものではありません。
- MAB投信指数「MAB300」(以下、本指数)に関する著作権、知的財産権等一切の権利は三菱アセット・ブレインズ株式会社(以下、MAB)に帰属し、許可なく複製、転載、引用することを禁じます。また、本指数を商業的に利用する場合にはMABの利用許諾が必要です。

【照会先】

三菱アセット・ブレインズ株式会社
アナリストグループ

標(しめぎ)・佐藤・竹内・大野

03-6721-1039

analyst@mab.co.jp

〒107-0062

東京都港区南青山1丁目1番1号 新青山ビル西館8階

TEL: 03-6721-1010 FAX: 03-6721-1020

URL: <http://www.mab.jp/>

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第1085号

加入協会名 一般社団法人 日本投資顧問業協会