

2018年9月 今月のトピック

『国内株式ファンドは好成績』

佐藤 明

2018年9月12日作成

国内株式ファンド(一般型)の中長期運用力を検証した。

『ポイント』

- 国内株式ファンドのうち「一般型」に分類されるファンド群の中長期での運用力を対パッシブファンドとの比較で検証した。
- 検証方法は、過去5年累積リターン、過去3年累積リターンを同期間のパッシブファンドのリターンと時系列に比較し、パッシブファンドのリターンを上回ったアクティブファンドの比率(アウトパフォーム率)で行った。
- 結果は、平均して約6割のファンドがパッシブファンドを上回るリターンを獲得している。国内株式ファンドは一般に思われているより高い運用力を有している。

■国内株式ファンドの分類内訳(分析対象の抽出)

- 国内株式を主要投資対象とするアクティブファンドの運用力について、TOPIXに連動するタイプのパッシブファンドをベンチマークとして確認して見る。まず、対象となるファンドを三菱アセット・ブレインズ(MAB)のアナリストグループで用いている分類を用いて抽出する。
- 2018年6月末時点の追加型の公募投信のうち国内株式ファンドの純資産残高は全体で43.1兆円であり、このうちETFが75%(32.2兆円)を占めている。ETFはパッシブファンドのみで、アクティブファンドがないため、アクティブ:パッシブの比率も19:81とパッシブファンド中心の構造である。
- ETF以外には、確定拠出年金制度の加入者のみが投資できるDC専用ファンドが1.1兆円(3%)、ラップ口座等の契約者のみが投資できるSMA(Separately Managed Account)専用ファンドが1.1兆円(3%)ある。
- ETFとDC・SMA専用を除いた公販型ファンドは、ファンド数が710本、純資産残高が8.6兆円となっており、公販型ではアクティブ:パッシブ比率は77:23とアクティブファンドが中心である。
- 公販型ファンドには中小型やテーマ・業種型など特殊な運用方針を持つタイプが含まれるが、今回はそうしたファンドを除いた一般型のファンド(356ファンド)を対象とし、そのうち為替を日本円以外の通貨に連動させているタイプを除いた289ファンド(4.16兆円)を対象とする。

表1 国内株式ファンドの分類内訳(ファンド数)

	アクティブ	パッシブ	合計
公販	565	145	710
一般型	356	115	471
中小型	74	4	78
テーマ・業種型	97	17	114
その他型	38	9	47
DC専用	57	41	98
SMA専用	44	14	58
ETF	0	95	95
合計	666	295	961

表2 国内株式ファンドの分類内訳(純資産残高:億円)

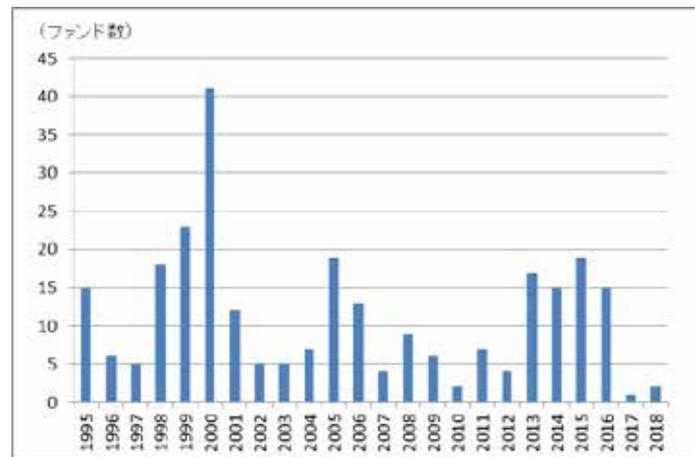
	アクティブ	パッシブ	合計
公販	66,768	19,566	86,334
一般型	44,929	18,025	62,953
中小型	9,041	16	9,057
テーマ・業種型	7,526	1,324	8,849
その他型	5,272	202	5,475
DC専用	4,349	7,125	11,474
SMA専用	9,173	2,038	11,211
ETF	0	322,135	322,135
合計	80,290	350,864	431,153

出所)三菱アセット・ブレインズ作成

■対象となる一般型アクティブファンドのファンド数推移

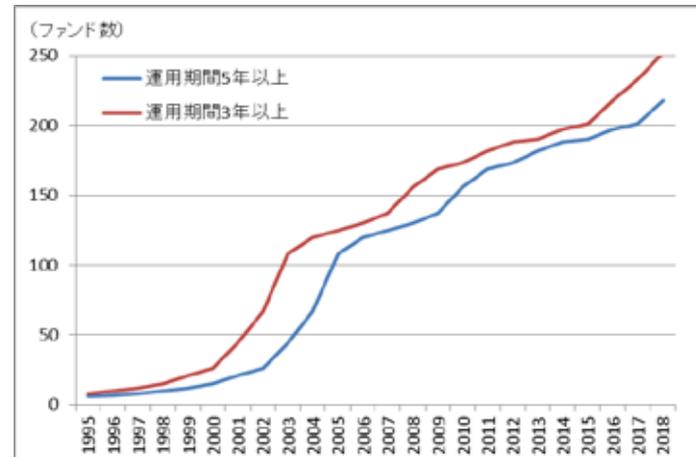
- 前頁で抽出した一般型アクティブファンド(他通貨連動なし)289本の中には、決算回数異なるだけの同シリーズファンドが複数含まれている。この重複を除いたファンド数は270本となり、これを今回の分析対象ファンドとする。
- 分析対象ファンドを設定年別にみたのが図1である。相対的に設定数が多い年は、1998年～2000年(ITバブル)、2005年(郵政解散)、2013年～2016年(アベノミクス)で、景気が良好な時期である。
- 次頁以降では分析対象ファンド(全体)のアクティブリターンの動向を、5年累積リターンと3年累積リターンで調べてみるが、傾向を探るためには一定数のファンドが必要となる。図2は分析対象ファンドについてそれぞれの年で運用期間が5年以上、3年以上のファンド数の推移である。一定のファンド数をどこで線引きするかだが、ここでは50ファンド以上とすると、運用期間が5年以上では2004年頃からとなるため、2004年以降の過去5年リターン、過去3年リターンを対象とする。
- なお、分析対象ファンドは270本だが、2018年6月時点で運用期間が3年/5年に満たないファンドは自動的に分析の対象にはならない。

図1 設定年別ファンド数推移



注) 1995年のファンド数は1995年以前も含む。

図2 5年以上と3年以上の運用実績があるファンド数



出所) 三菱アセット・ブレインズ作成

■ベンチマークとするパッシブファンドの選定

- 表1で示した公販型ファンドのうち、一般型に区分される国内株式パッシブファンドは115ファンドある。これを連動対象指数別に分けたのが表3である。2018年6月時点では、国内株式パッシブファンドの対象指数は日経225(純資産残高ベースで76%)が主流である(ETFではTOPIXが51%、日経225が42%)。
- 今回は、市場全体の動きと連動するパッシブファンドをベンチマークとするほうが適切なので、TOPIXに連動するファンドから対象を選定したい。対象ファンドは表3から39ファンドであるが、できるだけ長期間の運用実績のあるファンドであることが望ましいため、2000年以前に設定されたファンドを対象とする。2000年以前に設定されたTOPIX型のパッシブファンドは表4に示した7ファンドである。
- アクティブファンド分析用ベンチマークとしての選定基準を、対TOPIX(配当込み)での超過リターンとトラッキングエラー(超過リターンの標準偏差)、純資産残高から検討する。
- リターン・ランク、トラッキングエラー・ランクがそれぞれ3位以内で、純資産残高も3位である「トピックス・インデックス・オープン」(野村)をベンチマーク用ファンドとすることにする。ただし、運用管理費用は近年設定されているファンドよりかなり高めである。

表3 パッシブファンドの内訳

	ファンド数	純資産残高 (億円)
TOPIX	39	3,439
日経225	53	13,688
JPX日経400	17	810
その他	6	88
合計	115	18,025

表4 設定年月日が2000年以前のTOPIX型パッシブファンド

ファンド名	投信会社	設定年月日	運用管理 費用	純資産残 高(億円)	リターン	超過リター ン	超過リター ン(年率)	トラッキン グエラー	リターン・ ランク	トラッキン グエラー・ ランク
インデックスファンドTSP	日興	1986/2/13	0.5616%	241	48.38%	-17.21%	-0.99%	0.257%	4	3
トピックス・インデックス・オープン	野村	1988/9/30	0.6696%	219	48.63%	-16.96%	-0.97%	0.230%	3	1
トピックス・インデックスファンド	大和	1988/10/28	0.6696%	46	50.03%	-15.57%	-0.89%	0.294%	2	4
ニュートピックスインデックス	AM-One	1989/2/23	0.6480%	6	44.92%	-20.68%	-1.21%	0.494%	6	6
トピックスオープン	三菱UFJ国際	1990/3/15	0.6696%	86	46.63%	-18.96%	-1.10%	0.230%	5	2
JA TOPIXオープン	農中全共連	1998/6/25	0.5940%	547	50.96%	-14.64%	-0.83%	0.418%	1	5
MHAM TOPIXオープン	AM-One	1998/10/22	0.7020%	92	43.37%	-22.22%	-1.31%	0.637%	7	7

注) リターン等の計測期間は1999年7月から2018年6月の19年間。純資産残高は2018年6月末時点。

出所) 三菱アセット・ブレインズ作成

■対象ファンドのアウトパフォーマンス比率推移

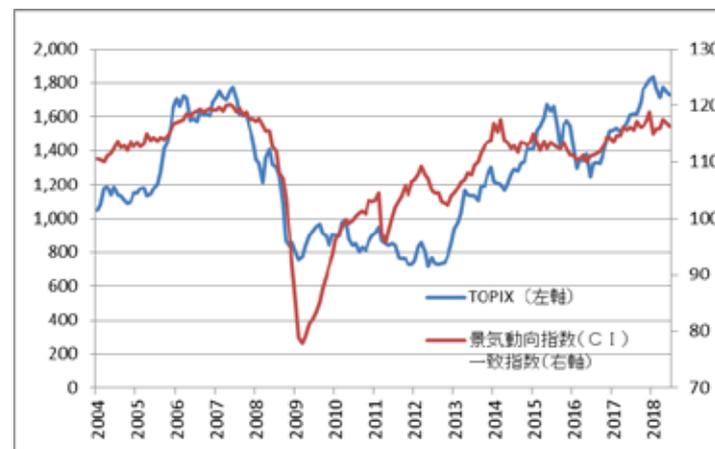
- それでは対象ファンド群(国内株式:一般型)の運用力を確認する方法として、今回は時系列で累積リターンがベンチマーク・ファンドのリターンを上回ったファンドの比率をしてみる。図3は青線が過去5年間の累積リターンがベンチマーク・ファンドのリターンを上回った比率、赤線が過去3年間のものである。
- 2004年以降の過去5年リターン(※2004年1月の過去5年リターンは1999年2月～2004年1月のリターン)では、対象期間である14年6か月の平均アウトパフォーマンス比率は57%で、最もアウトパフォーマンス比率が高かったのは2013年10月の82%、最も低かったのは2009年2月の32%だった。
- 平均アウトパフォーマンス比率が概ね6割という水準は、過去に米国等での実証研究で示されてきた一般にイメージされている水準よりもかなり高い。現存しているファンドのみを対象とし、償還済みファンド(現存アクティブファンドの2.5倍程度の本数がある)を考慮していないため、いわゆるサバイバル・バイアスが相当程度あると思われるが、それでも国内株式ファンドの運用力は高い水準にあるといえるだろう。
- なお、アウトパフォーマンス比率と景気動向(相場の上げ下げ)の関係は、図4との比較から一定の関係があるようにみえるが、2015年以降の動きを見ると必ずしも高い相関があるとはいえないようである。

図3 累積リターンがベンチマーク・ファンドを上回った比率



出所)三菱アセット・ブレインズ作成

図4 TOPIXと景気動向指数(一致指数)の推移



出所)東京証券取引所、内閣府

■アクティブリターンの動向とばらつき度合

- 次に、対象ファンド群の累積アクティブリターンの推移とそのばらつき度合（標準偏差）の推移を確認する。
- 図5は対象ファンド群の過去5年と過去3年の累積アクティブリターンの平均の推移である。累積アクティブリターンの平均値は、前頁のアウトパフォーム比率よりも相場動向に影響される程度が大きいようで、世界金融危機で市場が低迷した2008年～2009年にはマイナスに落ち込んでいる。しかし、景気の回復・拡大期には5年累積アクティブリターンで10%～15%はアウトパフォームしている。極端にパフォーマンスの良いファンドが平均を押し上げている面があるが、年率2%～3%のアウトパフォームが期待できるということはアクティブファンドの存在意義を十分に証明しているといえよう。
- 図6は対象ファンド群の累積アクティブリターンのばらつき度合を確認するために標準偏差の推移を示したものである。ファンド間のリターンのばらつきは景気回復・拡大局面で大きくなり、景気停滞局面では小さくなる傾向がはっきりと読み取れる。対象期間の平均は5年が25%、3年が16%であり、平均値水準から考えるとかなり大きなばらつきがあるといえる。

図5 過去5年、過去3年の累積アクティブリターンの平均値推移

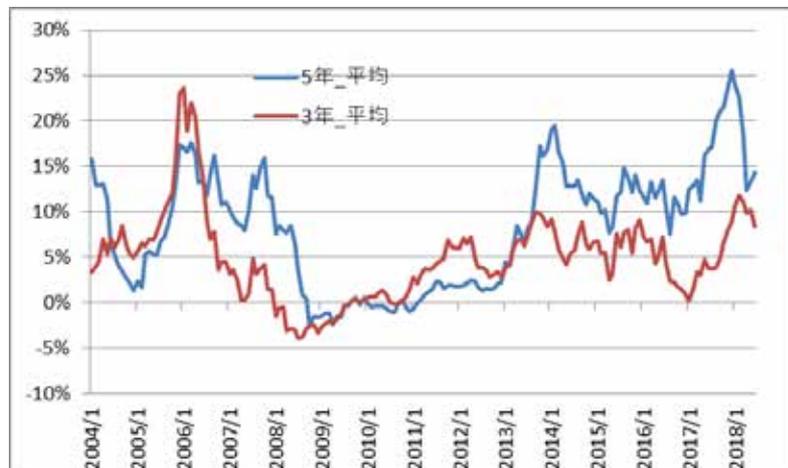
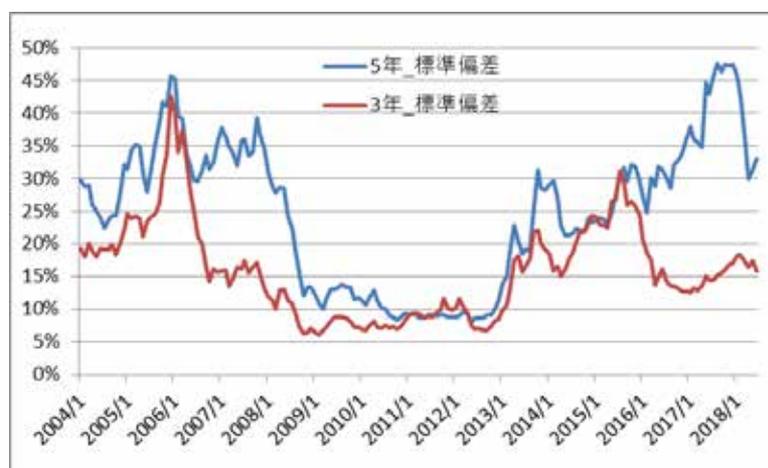


図6 過去5年、過去3年の累積リターンの標準偏差



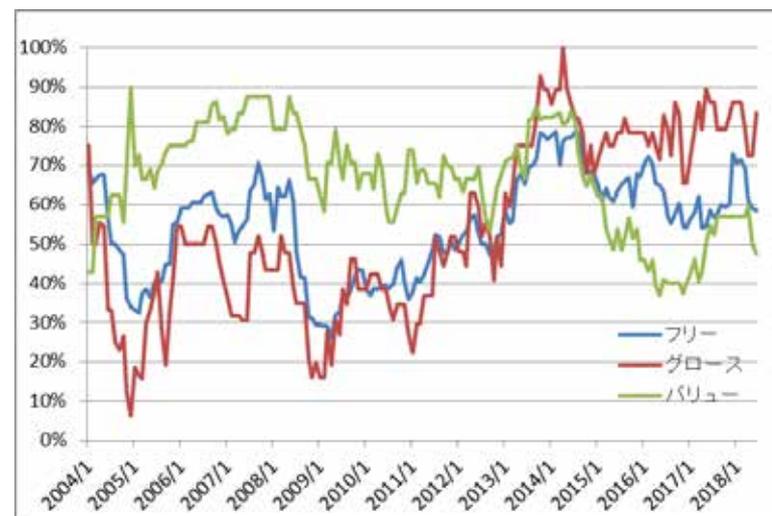
出所)三菱アセット・ブレインズ作成

■スタイル別アウトパフォーマンス比率

- MABのアナリストグループでは「一般型」のファンドをその投資手法によってグロース、バリュー、フリーの3種類のスタイル別に分類している。投資スタイル別に5年累積リターンのアウトパフォーマンス比率を見たのが図7である。
- 投資スタイル別には2013年～2014年を境にはっきりと傾向の変化が起こったことがわかる。2013年以前はバリュー型のアウトパフォーマンス比率がグロース型を大幅に上回っていたが、2015年以降は逆にグロース型のアウトパフォーマンス比率が高く、バリュー型は低下している。
- 投資スタイル別のパフォーマンスは特定の期間で変動することが知られており、今回検証したファンドのアウトパフォーマンス比率にも同様の結果が明確に表れている。この変動は、景気の好不況を要因に語られることが多いが、計測期間で確認した限りでは景気動向とは明確な関係は無いようである。
- 現在はグロース・スタイルが優位の局面にあり、今後どの程度持続するのか、興味深いポイントである。
- 今回の検証で、現存する国内株式ファンド、少なくとも一定以上の運用期間を経て継続しているファンドは、一般に思われているよりも高い運用力を有しているファンドが多いことが確認できた。
- 最後に、過去の累積リターンがベンチマーク・ファンドを上回った回数(月数)の比率でランキングを行った(次頁)。対象は、データ数が120ヵ月以上(運用期間が15年以上)のファンドである。

(以上)

図7 5年累積リターンの投資スタイル別アウトパフォーマンス比率推移



出所)三菱アセット・ブレインズ作成

■過去5年累積リターンのベンチマーク・ファンドに対する勝率の高かったファンド

ファンド名	投信会社	設定年月日	スタイル	運用管理 費用(%)	過去10年		累積リターン(設定来)		
					リターン (年率)	リスク(年 率)	対象月数	アウトパフォー ム月数	アウトパフォー ム率
日興アクティブバリュー	日興	1997/10/31	バリュー(割安)	1.6416	6.3%	19.3%	189	189	100.0%
アムンディ・ターゲット・ジャパン・ファンド	アムンディ	2000/8/31	バリュー(割安)	1.836	9.0%	16.3%	155	155	100.0%
大和住銀ジャパン・スペシャルマーケット・コース(ヘッジなし)(ギアチェンジ)	大和住銀	2002/1/25	フリー(全般)	1.08	5.7%	19.5%	138	138	100.0%
大和ベストチョイス・オープン	大和	1994/3/25	グロース(成長)	0.9936	11.4%	20.0%	231	227	98.3%
JPMザ・ジャパン	JPMorgan	1999/12/15	フリー(全般)	1.836	13.2%	25.3%	163	159	97.5%
大型株ファンド	大和	1961/12/2	フリー(全般)	0.7776	4.8%	18.9%	231	223	96.5%
JPM・E - フロンティア・オープン	JPMorgan	1999/10/29	フリー(全般)	1.728	13.3%	24.9%	165	156	94.5%
ハイブリッド・セレクション	AM - One	1998/2/18	フリー(全般)	1.1664	5.6%	20.5%	185	172	93.0%
新経済大国日本	大和	2000/2/25	フリー(全般)	1.6416	5.7%	19.7%	161	149	92.5%
ジャパンニューエイジオープン	AM - One	1998/9/25	フリー(全般)	1.728	4.7%	17.9%	178	162	91.0%
キャピタルオープン	日興	1979/1/11	グロース(成長)	0.7776	9.7%	20.2%	231	203	87.9%
日興クオンツ・アクティブ・ジャパン	日興	2000/2/18	フリー(全般)	1.296	4.7%	19.1%	161	138	85.7%
年金積立クオンツ・アクティブ・ジャパン(DCクオンツ・アクティブ・ジャパン)	日興	2001/10/25	バリュー(割安)	1.296	4.7%	19.1%	141	119	84.4%
ダイワ成長株オープン	大和	2002/5/10	グロース(成長)	1.6416	6.9%	19.3%	134	111	82.8%
三菱UFJスタイルセレクト・バリューファンド(変革)	三菱UFJ国際	2000/5/2	バリュー(割安)	1.836	4.9%	20.2%	158	129	81.6%
ストラテジック・バリュー・オープン(真価論)	野村	2000/7/25	バリュー(割安)	1.62	5.0%	19.2%	156	127	81.4%
しんきん好配当利回り株ファンド	しんきん	2002/8/7	フリー(全般)	1.08	5.7%	15.6%	131	106	80.9%
明治安田日本株バリューアップ・セレクト100(雷)	明治安田	2000/7/26	バリュー(割安)	1.944	4.4%	20.1%	156	125	80.1%
利益還元成長株オープン(Jグロース)	日興	1991/6/26	グロース(成長)	0.8856	6.6%	18.8%	231	185	80.1%
三菱UFJバリューオープン	三菱UFJ国際	2000/9/29	バリュー(割安)	1.674	3.5%	19.5%	154	123	79.9%

■過去3年累積リターンのベンチマーク・ファンドに対する勝率の高かったファンド

ファンド名	投信会社	設定年月日	スタイル	運用管理 費用(%)	過去10年		累積リターン(設定来)		
					リターン (年率)	リスク(年 率)	対象月数	アウトパフォー ム月数	アウトパフォー ム率
大和ベストチョイス・オープン	大和	1994/3/25	グロース(成長)	0.9936	11.4%	20.0%	255	243	95.3%
日興キャッシュリッチ・ファンド	日興	2005/4/15	バリュー(割安)	2.0196	11.6%	16.1%	123	117	95.1%
日興アクティブバリュー	日興	1997/10/31	バリュー(割安)	1.6416	6.3%	19.3%	213	200	93.9%
大和住銀ジャパン・スペシャルマーケット・コース(ヘッジなし)(ギアチェンジ)	大和住銀	2002/1/25	フリー(全般)	1.08	5.7%	19.5%	162	146	90.1%
大型株ファンド	大和	1961/12/2	フリー(全般)	0.7776	4.8%	18.9%	255	227	89.0%
アムンディ・ターゲット・ジャパン・ファンド	アムンディ	2000/8/31	バリュー(割安)	1.836	9.0%	16.3%	179	157	87.7%
ダイワ好配当日本株投信(季節点描)	大和	2005/7/11	フリー(全般)	1.35	6.9%	18.2%	120	105	87.5%
ハイブリッド・セレクション	AM - One	1998/2/18	フリー(全般)	1.1664	5.6%	20.5%	209	182	87.1%
三井住友・配当フォーカスオープン	三井住友	2004/6/22	フリー(全般)	0.9072	8.5%	16.6%	133	114	85.7%
JPMザ・ジャパン	JPMorgan	1999/12/15	フリー(全般)	1.836	13.2%	25.3%	187	158	84.5%
キャピタルオープン	日興	1979/1/11	グロース(成長)	0.7776	9.7%	20.2%	255	209	82.0%
日本好配当株投信	野村	2005/4/15	フリー(全般)	1.188	5.8%	16.7%	123	100	81.3%
ストラテジック・バリュー・オープン(真価論)	野村	2000/7/25	バリュー(割安)	1.62	5.0%	19.2%	180	145	80.6%
JPM・E - フロンティア・オープン	JPMorgan	1999/10/29	フリー(全般)	1.728	13.3%	24.9%	189	152	80.4%
スパークス・ジャパン・エクイティ・ファンド(ビッグウェイブ21)	スパークス	2000/5/26	フリー(全般)	1.836	8.1%	17.2%	182	146	80.2%
きらめきジャパン	AM - One	2004/2/10	フリー(全般)	1.728	13.5%	28.3%	137	108	78.8%
好配当日本株式オープン(好配当ニッポン)	野村	2005/6/24	フリー(全般)	1.188	5.6%	17.0%	121	95	78.5%
利益還元成長株オープン(Jグロース)	日興	1991/6/26	グロース(成長)	0.8856	6.6%	18.8%	255	200	78.4%
三菱UFJスタイルセレクト・バリューファンド(変革)	三菱UFJ国際	2000/5/2	バリュー(割安)	1.836	4.9%	20.2%	182	142	78.0%
日興クオンツ・アクティブ・ジャパン	日興	2000/2/18	フリー(全般)	1.296	4.7%	19.1%	185	144	77.8%

- 1 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。
- 1 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。
- 1 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。
- 1 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。
- 1 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。
- 1 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)・勝盛・澤井

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