

2018年11月 今月のトピック

『2018年3月末基準における
MAB投信評価の概要』

アナリスト 和田 年弘

2018年11月12日作成

2018年3月末基準のMAB投信評価について全体像をまとめ、合わせてリスク・リターンの状況についても分析を行いました。

『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ひとつとなっています。

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22%にとどまりました。アクティブファンド全体では、国内株式ファンドが好調だったことで全体の平均を引き上げたものの、他の資産がすべてマイナスとなったため、平均アクティブリターンはマイナスとなりました。

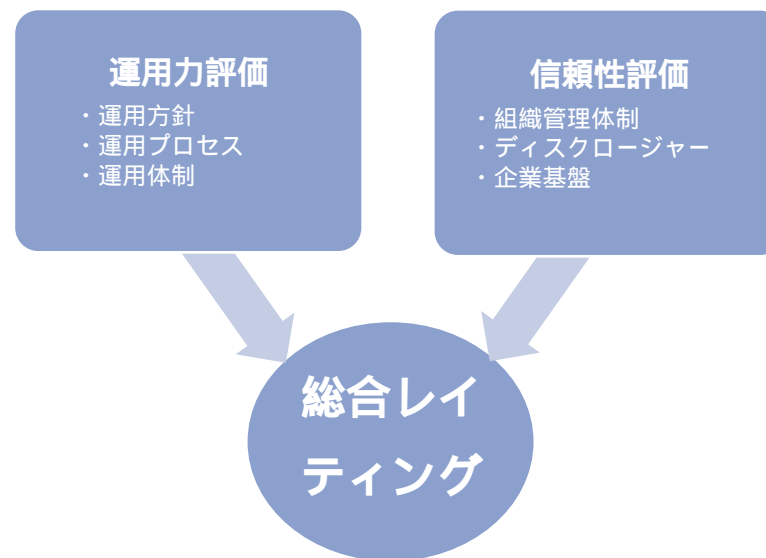
アクティブリターンとアクティブリスクには、一定の関係性がみられました。プラスのアクティブリターンを得るためには、一定以上のリスクを取る運用手法のファンドである必要があると考えられます。

■ 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。

M A B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

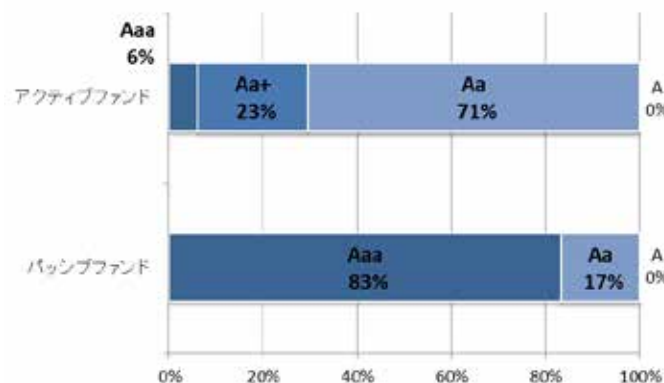
■MABレーティングの分布(全体)

MABが評価しているファンド数は、2018年3月末基準で概ね880ファンドで、このうち約64%がアクティブファンド、約36%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。また、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ています。

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(2018年3月末基準)



項目別レーティングの分布(2018年3月末基準)

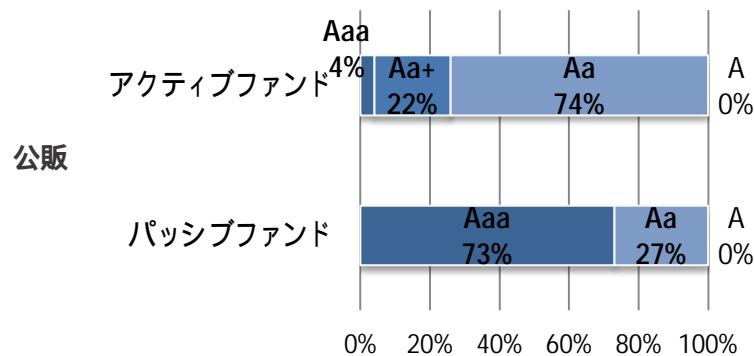
項目別レーティング	運用方針	運用プロセス	運用体制	組織・管理体制	ディスクロージャー	企業基盤
アクティブ ファンド	65%	10%	41%	99%	57%	70%
	34%	90%	59%	1%	43%	30%
	1%	0%	0%	0%	0%	0%
パッシブ ファンド	85%	82%	94%	100%	68%	80%
	15%	18%	6%	0%	32%	20%
	0%	0%	0%	0%	0%	0%

■MABレーティングの分布(公販ファンド／DCファンド)

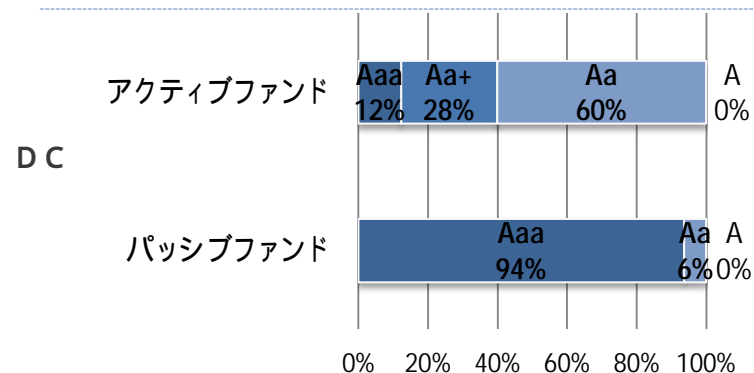
MABが2018年3月末基準で評価しているファンドのうち、金融機関の窓口等で販売される公販ファンドは約580本、一方で、確定拠出年金専用ファンドすなわちDCファンドは約300本に上ります。

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。これは、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ことが主な要因と考えられます。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(2018年3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		59%	8%	38%	98%	50%	68%
		40%	92%	63%	2%	50%	32%
		0%	0%	0%	0%	0%	0%
パッシブ ファンド		78%	69%	92%	100%	64%	80%
		22%	31%	8%	0%	36%	20%
		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		84%	17%	51%	99%	78%	75%
		15%	83%	49%	1%	22%	25%
		1%	0%	0%	0%	0%	0%
パッシブ ファンド		92%	96%	97%	100%	72%	79%
		8%	4%	3%	0%	28%	21%
		0%	0%	0%	0%	0%	0%

■ レイティング変更ファンドについて

2018年3月末基準の評価対象ファンドで1年前の2017年3月末基準からMABレイ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(シリーズものは1件に集約)。レイ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した。国内株式ファンドにおいてレイティングの上昇が目立つ一方で、レイティングが低下したファンドも多くが国内株式ファンドでした。中小型株優位、成長株優位の相場展開の中で、銘柄選択の巧拙によってはっきりとした差が出たと考えられます。複合資産についても、国内株式部分の改善によるレイティング上昇が目立ちました。

MABレイティング変更の概要(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
外国株式(先進国)	パッシブ	Aa	Aaa	トラッキングエラーの改善
国内株式	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa+	Aaa	運用体制の安定・強化
外国株式(先進国)	アクティブ	Aa	Aa+	運用体制の安定・強化
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	運用体制の安定・強化
REIT	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
複合資産	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善
外国株式(先進国)	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善と運用体制の安定・強化
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内債券	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内債券	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善

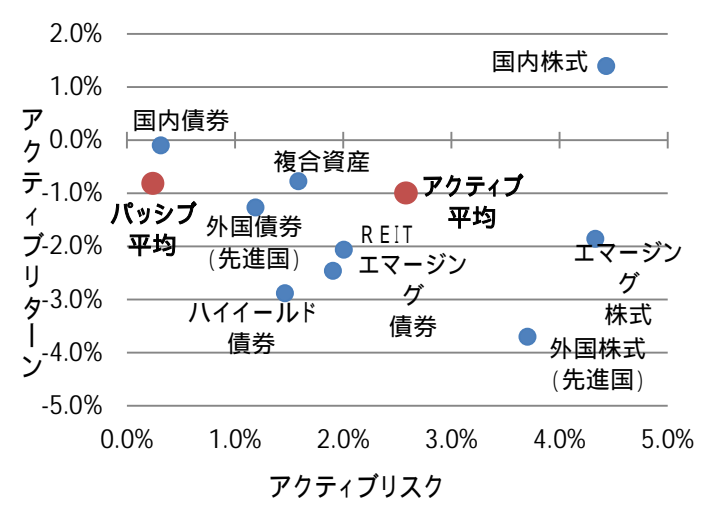
投資対象資産	アクティブ/パッシブ	変更前	変更後	変更理由
外国株式(先進国)	アクティブ	Aa+	Aaa	運用体制の安定・強化
複合資産	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
複合資産	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
複合資産	アクティブ	Aa	Aaa	運用体制の安定・強化
国内株式	アクティブ	Aa+	Aaa	パフォーマンスの改善
国内債券	アクティブ	Aa	Aa+	運用体制の安定・強化
国内株式	アクティブ	Aa	Aa+	パフォーマンスの改善
国内株式	アクティブ	Aaa	Aa+	パフォーマンスの悪化
国内株式	アクティブ	Aa+	Aa	パフォーマンスの悪化
国内株式	アクティブ	Aa+	Aa	パフォーマンスの悪化
国内株式	アクティブ	Aa+	Aa	パフォーマンスの悪化
外国債券(先進国)	アクティブ	Aa+	Aa	パフォーマンスの悪化
国内株式	アクティブ	Aa+	Aa	パフォーマンスの悪化
外国債券(先進国)	アクティブ	Aaa	Aa+	パフォーマンスの悪化

■ 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380ファンド)のうち、過去5年間(2013年4月～2018年3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22%でした。平均アクティブリターンは-0.99%で、これはパッシブの平均(-0.81%)を下回っています。資産別に見ても、国内株式を除く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のは限られた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(22%)より高いカテゴリーは、国内株式、エマージング株式、国内債券、複合資産でした。国内株式では43%がプラスとなり、5%以上のプラスを記録したファンドが19%となるなど、全体の平均を引き上げています。エマージング株式では投資国・地域によって明暗が分かれたほか、複合資産では国内株式と国内債券の善戦がアクティブリターンを底上げしました。

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)

資産カテゴリー	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	1%	19%	37%	18%	6%	19%	1.39%
外国株式(先進国)	25%	37%	27%	2%	6%	2%	-3.71%
エマージング株式	15%	20%	35%	25%	0%	5%	-1.86%
国内債券	0%	0%	71%	29%	0%	0%	-0.11%
外国債券(先進国)	0%	6%	90%	4%	0%	0%	-1.28%
エマージング債券	6%	41%	53%	0%	0%	0%	-2.46%
REIT	5%	37%	47%	11%	0%	0%	-2.07%
ハイールド債券	0%	79%	21%	0%	0%	0%	-2.89%
複合資産	1%	7%	68%	22%	2%	0%	-0.78%
アクティブ平均	5%	20%	53%	14%	3%	5%	-0.99%

■ 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

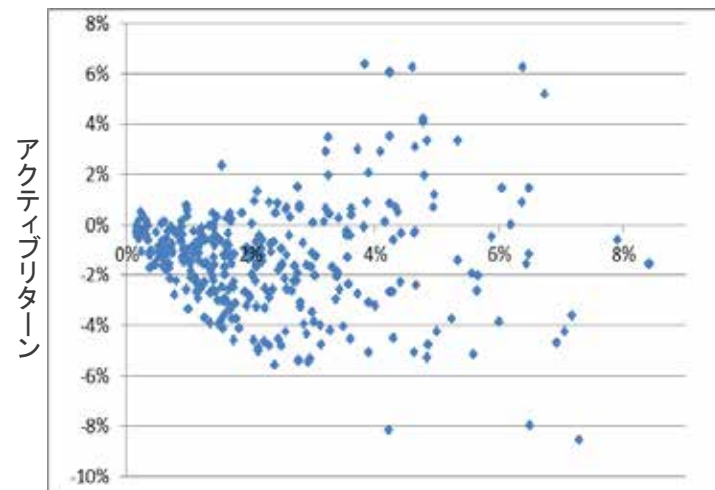
MABレーティング別のアクティブリターンは左下表のような結果になりました。アクティブファンドの平均アクティブリターンは、「Aaa」が5.18%、「Aa+」が0.74%、「Aa」は-2.17%でした。左下表のとおり、レーティングが高いほど平均アクティブリターンが高く、平均アクティブリスクも比例して高くなっていることがわかります。アクティブリターンとアクティブリスクには一定の関係性があるといえそうです。

さらに、右下図では、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では、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%	3%	10%	38%	10%	38%	5.18%	4.01%
	Aa+	1%	7%	40%	33%	9%	10%	0.74%	3.65%
	Aa	7%	26%	61%	6%	0%	0%	-2.17%	2.11%
	アクティブ平均	5%	20%	53%	14%	3%	5%	-0.99%	2.58%
パッシブ ファンド	Aaa	0%	0%	100%	0%	0%	0%	-0.83%	0.16%
	Aa	0%	8%	84%	4%	0%	4%	-0.69%	0.87%
	パッシブ平均	0%	1%	98%	0%	0%	0%	-0.81%	0.24%

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）



アクティブリスク

注) アクティブリターン・アクティブリスクとも上下2%を除外

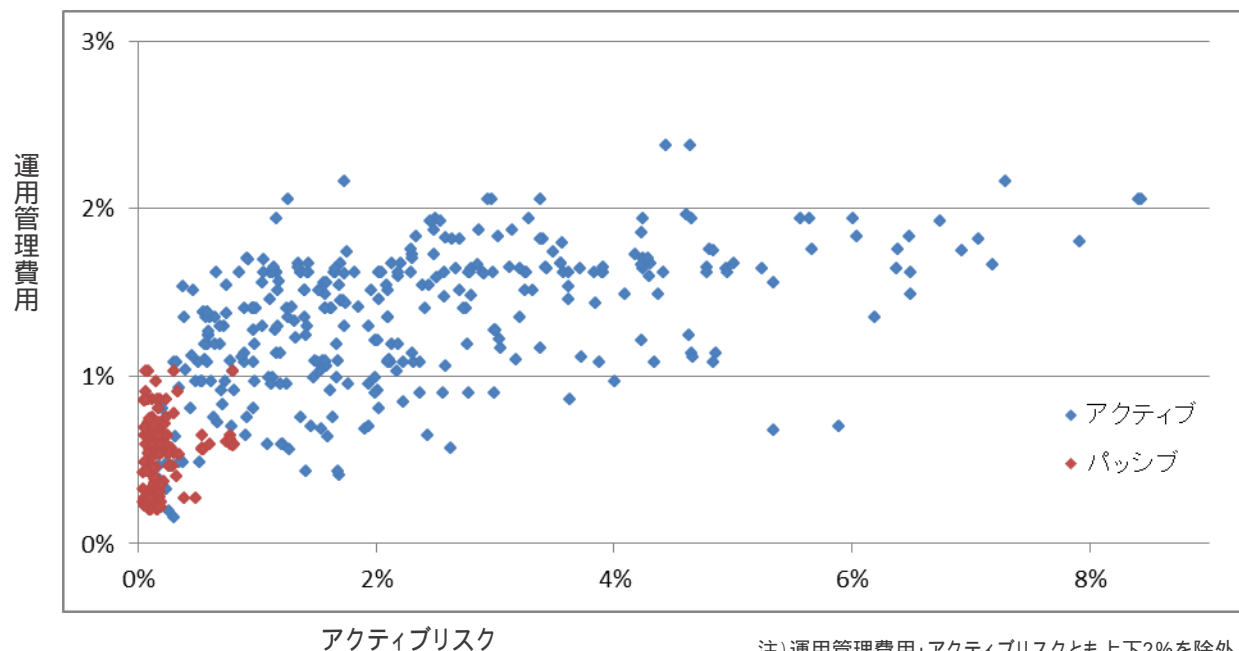
■ 評価対象ファンドのアクティブリスクと運用管理費用

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。

前項右下図とあわせて考えると、運用管理費用が1%~2%の間で、アクティブリスクが相対的に低く、アクティブリターンはマイナス、といったアクティブファンドが多いと推測されます。費用に見合った運用内容になっているか、注目すべきポイントの一つと言えるでしょう。

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）



注) 運用管理費用・アクティブリスクとも上下2%を除外

- | 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)・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