



ALLIANCEBERNSTEIN®

知の広場
Knowledge Forum

アクティブ運用はなぜ失敗したか…そして失敗しなかったか



2018年4月19日



リチャード・ブリンク (写真)

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
クライアント・グループ マーケット・ストラテジスト



ウォルト・チェイキー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式部門 シニア・ポートフォリオ・マネジャー



スコット・クラウトハマー

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
株式部門 マネジング・ディレクター

過去10年間、パッシブ運用による株式運用戦略には多額の資金が流入した。その一因はアクティブ運用の低迷である。しかし、詳細に分析すると、アクティブ運用に全く背を向けるのは、大きな機会コストを払うことになりかねないことがわかる。

まず、これまでの歴史的な経緯を見てみよう。

1980年代初め、ベビーブーマー世代は所得のピーク期に入り始めた。そして、株式市場では史上最大の強気相場が始まった。1981年から1999年にかけて、S&P 500指数のリターンは年率換算で平均17%以上に達した

(次ページの図表1)。所得増加と資産の蓄積が投資家に勝利の方程式をもたらした。

しかし、ちょうどベビーブーマー世代の最年長グループが退職年齢に近づいた頃、彼らは2つの大きな危機に見舞われた。ITバブルの崩壊とリーマン・ショックである。2000年から2008年まで続いたこの苦難の時期、こうした世代の投資家は退職を間近にして資産が目減りすることになった。

その結果、ベビーブーマー世代の多くは投資に対して新たな考え方をするようになった。一般的な考え方の

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。

<https://blog.alliancebernstein.com/library/why-active-management-failed-and-didnt>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年3月14日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

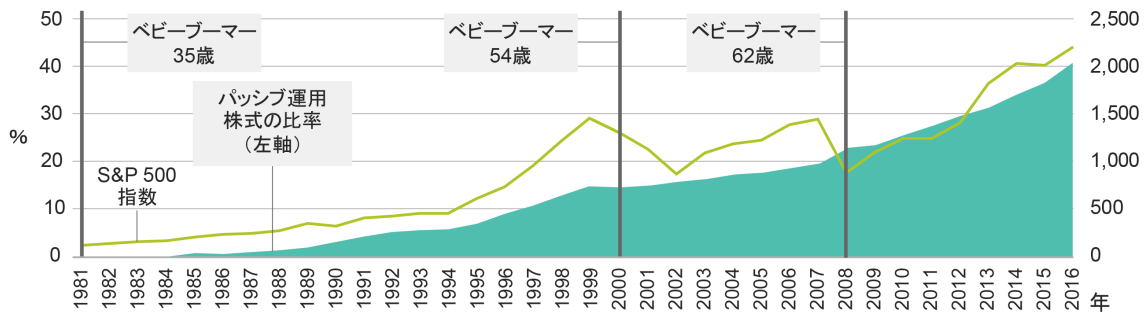
【図表1】 ベビーブーマー世代：2つの投資経験

1981－1999年：市場の急上昇で貯蓄が増大

	リターン	ボラティリティ
米国株式	17.2%	14.8%
米国債券	10.4	5.8
グローバル株式	14.5	14.3
60/40*	14.8	10.2

2000－2008年：2つの危機で市場が動揺

	リターン	ボラティリティ
米国株式	-3.6%	15.2%
米国債券	6.4	3.9
グローバル株式	-3.1	15.5
60/40*	0.6	9.1



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。投資家は指数自体に投資することはできません。
 上段左図：1981年1月1日から1999年12月31日まで、上段右図：2000年1月1日から2008年12月31日まで
 *S&P 500指数が60%、ブルームバーグ・バークレイズ米国債券総合指数が40%の仮想ポートフォリオ
 データにはセクターおよびアロケーション・ファンドは含まれていません。S&P 500指数の数値は年末時点
 出所：ブルームバーグ・バークレイズ、インベストメント・カンパニー・インスティテュート、ストラテジック・インサイト

一つは「アクティブ運用は市場の下落局面で資産を守るのに役立たなかった」というものである。

この考え方は、運用成績が低迷するアクティブ運用をさまざまな観点から見直す動きにつながった。そして、投資家はパッシブ運用に大量の資金をシフトすることになった。

アクティブ運用が低迷した理由は？

アクティブ運用が全体として長期にわたりアンダーパフォームしてきたことは事実である。しかし、各戦略が成功したかどうかは、投資の期間、投資対象がどのような株式なのか、どの程度アクティブ・ポジションを取っていたのかといった要因次第で、大きな違いが生じる。

アクティブ運用が全体として低迷した背景には、2つの構造的な理由があると考えられる。

第1に、アクティブ運用の資産や運用会社のスタッフ数が1990年代に大幅に増加したことだ。超過収益を追求する投資家が増えるのに伴い、アクティブ運用マネジャーは価値を創出することが困難になったのだ。第2に、運用資産が大きく膨らんだアクティブ運用マネジャーの多くは、かつてほど大きなアクティブ・ポジショ

ンを取らなくなった。彼らはベンチマークに近いパフォーマンスを目指すようになった。おそらく、運用成績が短期的にでも目立ってベンチマークを下回れば、せっかく強気相場の中で順調に増え続けていた顧客が離れて行ってしまうことを恐れたためだと思われる。

アンダーパフォーマンスに関しては、その数字を分析する多くの方法がある。よく知られている学術的研究の一つ¹は、1990年から2009年までの期間について、運用戦略のベンチマークに対するアクティブ・ウェイトの度合いを、そのベンチマークに対する相対パフォーマンスと比較したものだ。全体として見れば、アクティブ運用は年間0.4%程度アンダーパフォームした(手数料控除後ベース)。

しかし、詳細に分析すると、アクティブ度でみた上位20%の運用戦略はかなり良好なパフォーマンスを達成した。トラッキング・エラーが低いにもかかわらずアクティブ・ウェイトの高い「ダイバーシファイド・ストックピッカー(分散度の高いアクティブ運用)」とでも呼ぶべき戦略は、パフォーマンスがベンチマークに対し年率1.26%上回った。優れた手法で銘柄選択を行う運用こそが超過収益の可能性を最も高めるとするのが結論だと言える。

¹ Active Share and Fund Performance, Antti Petajisto, 2013年

市場環境も大きな格差を生む

市場環境も大きな役割を果たす。市場全体が力強く上昇する、いわゆる「ベータ主導」の潮流の中では、個別のアクティブ運用戦略がどのようにボートを漕ごうとさほど重要ではない。ボラティリティが低く、銘柄間のリターン格差も小さくなりがちだからだ。こうした局面では、アクティブ運用者が避けるような銘柄が上昇してしまうことがしばしばある。株式市場のリターンが10%以上にのぼる相場では、ベンチマークを上回ったアクティブ運用戦略はわずか3分の1程度に過ぎない(図表2)。実際、アクティブ運用にとって最もやっかいなのは、市場が上昇し、株価バリュエーションが均一に拡大している時である。

しかし、市場全体のリターンが10%を下回る場面では、アクティブ運用戦略の半分以上がベンチマークをアウトパフォームした。つまり、上げ潮がそれほどでもなかったり、潮が引いたりしている時には、各戦略の運用者がどのようにボートを漕ぐのがより重要になるのだ。

振り子の揺れ？

こうしたことは、投資家にとってなぜ重要なのだろうか？

- + 今後の市場環境はアクティブ運用に好ましいものとなりそうだ。株価バリュエーションがすでに高水

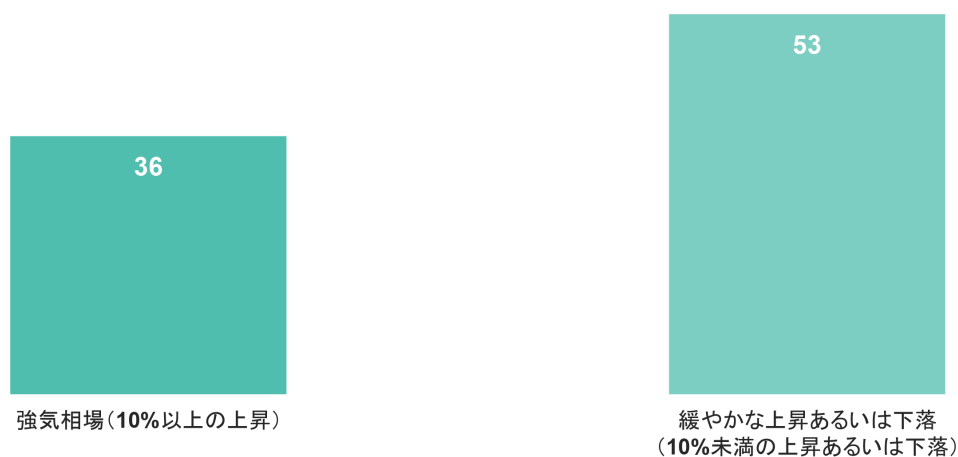
準にあるため、企業収益が大幅に増加しない限り市場のリターンは低下するとみられる。リターンが低下し、ボラティリティが高まれば、個別銘柄のリターン格差が広がると見られ、優れたアクティブ運用にとっては差別化の機会が生まれることになる

- + 市場全体が下落して投資家がドローダウンを経験するリスクが足元では高まっている。こうした市場環境では、歴史的にアクティブ運用がアウトパフォームする傾向があり、下げ相場からポートフォリオを守るのに役立つ
- + アクティブ運用の急拡大が構造的問題を引き起こしたように、パッシブ投資の急増も問題を生み出しつつある。巨額の資金やあまりに多くのパッシブ運用ファンドが数に限りある株式を追い求めているため、一部の銘柄では過度に買い進まれたことによるリスクが増大している

この議論は、アクティブ運用とパッシブ運用のどちらが優れているかを考えることが目的ではない。重要なのは、いつどのようにアクティブとパッシブを使い分けられ、市場全体のトレンドへのエクスポージャーと、アクティブ運用による超過収益機会へのエクスポージャーの間で最も効果的にバランスを取れるかということなのだ。

【図表2】 アクティブ運用は強気相場でない方がアウトパフォームする傾向

ベンチマークをアウトパフォームした運用戦略の割合



過去の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

2016年12月31日現在

モーニングスターの分類で大型ブレン드에属する運用戦略のうち、ベンチマークを年間でアウトパフォームしたものの割合の過去20年間の平均

出所：モーニングスター、AB

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303号

【加入協会】 一般社団法人投資信託協会／一般社団法人日本投資顧問業協会／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

＋ 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

＋ お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- ＋ 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- ＋ 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- ＋ 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。