

市場の効率性とアクティブ運用（上）

「市場が効率的に機能することを信じていないのは、社会主義国に住む人と、アクティブ・マネジャーくらいだ」と語る金融経済学者がいる一方、現実には、アクティブ運用ファンドも数多く存在する。そこで、まず今回は、市場の効率性と、アクティブ運用のリスクにつき、取り上げたい。

効率的市場とは、「すべての資産価格に、入手可能な情報が即座に、かつ完全に、織り込まれる」市場であり、「投資家は、特殊な能力がなくても情報を自由に使って取引できること」が、その必要条件である。

そこで、予想通りの情報が既に資産価格に織り込まれている効率的市場では、予想外の情報に対してのみ価格変化することになる。したがって、市場リターンを上回るパフォーマンスを狙っても、まず無理なので、分散投資したポートフォリオを長期保有することが、投資家にとって、最適な運用戦略ということになる。

「実際に市場は効率的なのか」という疑問に関しては、肯定、否定両方の立場から実証分析が行われているが、結局のところ、どの市場もある程度は効率的であり、効率的か非効率的かというような、二者択一では捉えられない（効率性は程度の問題）と言えよう。たいていの市場は効率性が高く、したがって非効率的なミスプライスを利用して高いパフォーマンスを上げるようなことは例外的であろう。

このような考え方に基づくと、将来の資産価格の変化を予測してアロケーションを決定し、超過リターンを狙う「マーケット・タイミング戦略」は、ポートフォリオを大きなリスクにさらすものと言えるだろう。具体的には、①市場の短期的な変動を予測するのが困難なため、「市場の動きに出遅れるリスク」、②短期間に集中してリターンが上がるが多いため、「期間集中したリターンを逃すリスク」、③過去に成功した方法が将来も通用するとは限らないため、「不必要なルールに縛られるリスク」、などが指摘されている。

そこで、アメリカと日本の市場で、長期的にインデックス運用した場合と、タイミング戦略をとった場合の、非常に単純な比較をして、「マーケット・タイミング戦略」によるリスクの大きさと、超過リターンの難しさを見てみよう。

仮に、アメリカ市場で、1925年末に1,000ドル投資して、インデックス運用をしたとすると、72年半(870ヵ月)後の1998年6月末には、以下の結果になっていたであろう(図1参照)。

- ①財務省短期証券(Tビル)に投資していた場合： 14,604ドル。
- ②S&P500に投資していた場合： 2,151,901ドル。

次に、同じ期間で、この2資産のうち、リターンが高くなると予想した方に投資するタイミング戦略を毎月行ったとすると、当初の1,000ドルは、870回連続して市場の短期的な変動を正しく予測すれば、天国（日本のGNP並みの巨額の富）であっただろうが、それは不可能とってよかろう。逆に必ず失敗した場合は地獄（無一文）という極端な結果となっている。

- ①毎月、必ず成功（リターンの高い方に投資）した場合、 4兆2,765億ドル。
- ②毎月、必ず失敗（リターンの低い方に投資）した場合、 1セント未満。

さらに、短期に集中しているリターンを逃すリスクの例として、S&P500の月次リターンが高かった上位37月（全期間の約24分の1）を除くとすると、結果は、わずか1万8千ドルと、インデックス運用（215万ドル）の1%未満になってしまうのである（図1参照）。

同様に、日本市場で、1970年末に1,000円を投資してインデックス運用を行ったとすると、27年半（330ヵ月）後の1998年3月末には、以下の結果になっていたであろう（図2参照）。

- ①短期金利に投資していた場合： 4,454円。
- ②東証1部に投資していた場合： 11,960円。

次に、月毎に行うタイミング戦略では、成功した場合と失敗した場合では、やはり、極端な結果となっている。

- ①毎月、必ず成功した場合： 3,904,939円。
- ②毎月、必ず失敗した場合： 14円。

また、東証1部（TOPIX）月次リターンの上位14月（全期間の約24分の1）を除くと、わずか2,240円になってしまう。短期金利（4,454円）はおろか、同期間のインフレ（3,066円）にも及ばない結果となっている（図2参照）。

図1. アメリカ市場（1925/12～1998/6）

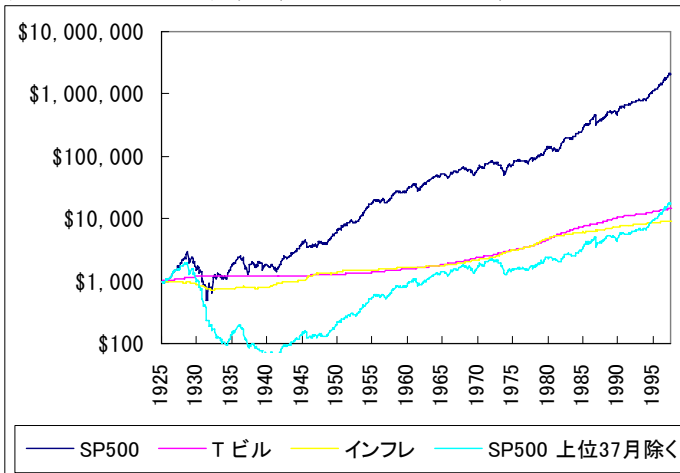
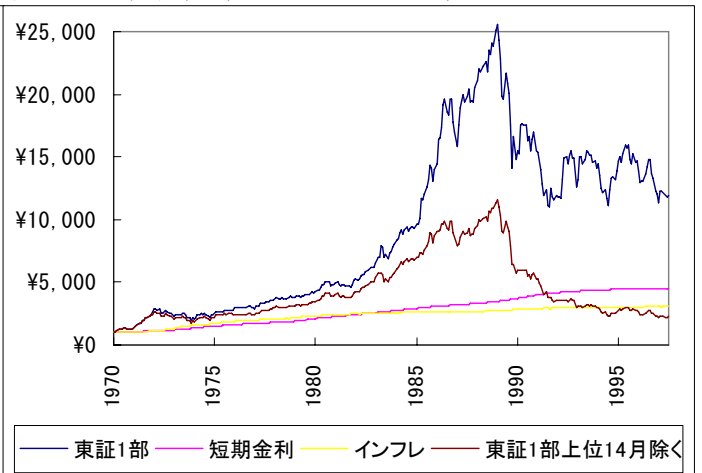


図2. 日本市場（1970/12～1998/6）



(注: 図1の目盛りは対数表示)