

# 個人投資家に魅力的な投資信託とは

金融研究部門 宮川 貴央

最近話題の投資信託（以下、投信）は、本来、個人投資家の投資対象として、魅力的な商品になる可能性を持っている。現在、金融ビッグバンを迎えて、投信をめぐる環境も様変わりしつつある。そこで、個人の資産運用という観点から、投信の特徴と利点、さらには投信を選択する際の注意点について取り上げたい。

## 1 投信と金融ビッグバン

日本の投信、あるいは、欧米のミューチュアル・ファンドは、主に、中小投資家や、個人投資家を対象としている。個人投資家は、投資に必要な調査・研究を行うことが困難で、投資資金が少額なために、リスク分散した投資には制約がある。そこで、少額の資金を広く集めて大規模資金にし、共同投資を行うことにより、通常、個人の資金では不可能な、専門家による運用や、「分散投資」が可能となるのである。

かつては、日本の投信販売は、「新商品が発売されると売りつけ、ある程度の期間が過ぎると解約させて、次の新商品を売りつける」といったことの繰り返しも多かったようである。この販売手数料稼ぎとしか思えない回転売買に

よって、ファンドの規模は一定期間後に小さくなってしまふ。ファンド・マネジャーの運用に制約ができてしまうと、結果的にファンドは思うような運用成績が上がらなくなる。こういった苦い経験から、投信を敬遠する個人投資家が多いことも事実であろう。

金融ビッグバンで期待されているのは、市場に競争をもたらすことである。現在、新しい投信会社が増え、商品の種類やファンド数も増加しつつある。また、証券会社以外にも、銀行や生保などで窓口販売が行われようになり、販売チャンネルも増加、多様化しつつある。これらの競争を通じて、よりよい商品・サービスの提供が求められ、販売サイドもそれに対応せざるを得ないものと考えられる。つまり、販売手数料稼ぎの営業は通用しなくなるであろうし、手数料も割安になるということである。実際に、最近、日本でも手数料なし（ノーロード）のファンドが登場し始めている。

市場に競争が存在する結果、市場はより効率的になるであろう。効率的な市場では、個人投資家の目標は、短期的な儲けを狙うこと（賭け）ではなく、将来のために、長期的視野に立った資産運用を行うことであろう。投信は、預金とは異なり、株式や債券を運用対象としたリスク

がある投資のため、個人投資家も、投資のリスクを認識してうまく付き合っていくこと（自己責任）が必要である。

様々な資産を組み合わせることにより、ある資産のリターンが他の資産のロスに相殺する可能性があり、リスクが低減できるので、「分散投資が投資の原則」なのである。また、株式のような資産（短期的な変動が大きくても、長期的にはリターンがプラスになることが検証されている）では、運用期間を長期にして収益を上げる、「長期投資が原則」となる。

そこで、以下には、投信で投資を行う場合、分散投資の原則と、長期運用の原則が、効率的市場において重要なことを、詳しく説明したい。

## 2 分散投資の原則

### (1) 基本ポートフォリオの資産配分決定

株式などの資産クラス内での分散投資と同時に、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券、短期金利など、資産クラスを幅広く分散して、ポートフォリオを組むことが大切である。

プリンソンらによる研究では、アメリカの大規模な年金基金 82 の年金ポートフォリオについて、過去のパフォーマンスを調べたところ、基本ポートフォリオの違いにより、リターンの格差の 91.5% を説明できるという（注1）。つ

まり、資産配分以外の、アクティブ運用能力や、銘柄選択能力は、リターン格差の 10% 未満ということである。

基本ポートフォリオの設定が、投資の第一歩であると同時に、最重要課題なので、個人投資家の努力の大半も、ここに費やされるべきであろう。その際、各自のライフ・サイクルに応じた、リスク許容度を反映する必要がある。例えば、20 代半ばで、将来の長期間、安定的収入が期待できる場合、多少の失敗は後でやり直しがきくため、リスク許容度はかなり高く、株式配分比率の高い積極的なポートフォリオが相応しいだろう。30 代後半から 40 代で子供がいる場合、養育費や後の学費を用意する必要があるため、リスク許容度は低くなっていくので、株式の比率を抑えて、債券を少し増やしたポートフォリオとなろう。退職間近の 50 代半ばになると、老後の収入の安定を考える必要が出てくるので、株式の比率をさらに下げ、債券をさらに増やしたポートフォリオになるだろう。

### (2) ポートフォリオのリバランス

リターンは、各資産クラス毎に異なる（特に株式は債券に比べ変動が大きい）ため、時間とともに基本ポートフォリオの資産配分比率は、当初とは異なってきてしまう。その結果、目標としていたリスク水準とは違うポートフォリオになってしまうので、リバランスを行う必要がある。リバランスには、取引コスト、流動性、

図表 - 1 シミュレーションの前提

資産クラス	配分	リターン	リスク	共分散		
				株式	債券	短期金利
株式	50%	12.4%	27.0%	7.3%	0.2%	0.0%
債券	30%	8.2%	6.3%	0.2%	0.4%	0.0%
短期金利	20%	5.7%	3.0%	0.0%	0.0%	0.1%
ポートフォリオ	100%	9.8%	13.5%			

（資料）Ibbotson Associates 社、1971～1997 年の実績値を基に算出

リスク許容度、税金などを考慮しつつ、定期的に行う方法や定率的に行う方法などがあるが、ポートフォリオの内容や、市場動向によって、どの方法が適しているのか、一定ではないようである。

リバランスの重要性を見るために、簡単なシミュレーションを行ってみよう。図表 - 1 の前提で、基本ポートフォリオの配分が、株式：債券：短期金利 = 50 : 30 : 20 で、目標とする期待リターンが 9.8%、リスクが 13.5%とする。ある年の実現リターンが、各資産それぞれ 39.4%、1.9%、5.7%とすると、年末の各資産の占率は、58 : 25 : 17 となる。このポートフォリオは、期待リターンが 10.2%、リスクが 15.5%となり、このままでは、リスクが目標に比べて高すぎるかもしれない。

また、同じポートフォリオを、同じ前提で、投資期間 5 年としてシミュレーション（注 2）を行い、定期的（毎年）、定率的（配分変化 5%時）なりバランス、リバランスなし、の効果を比較した（図表 - 2 参照）。リスク 1 単位当たりのリターン（リターン/リスク）を見ると、リバランスによる改善効果が確認できる。

以上の観点から、ファンド・マネジャーが

図表 - 2 シミュレーション結果

	リターン	リスク	リターン/リスク
定期的（毎年）	9.70%	13.82%	0.29
定率的（5%）	9.72%	13.94%	0.29
リバランスなし	9.83%	15.59%	0.26

（資料）ニッセイ基礎研究所にて試算

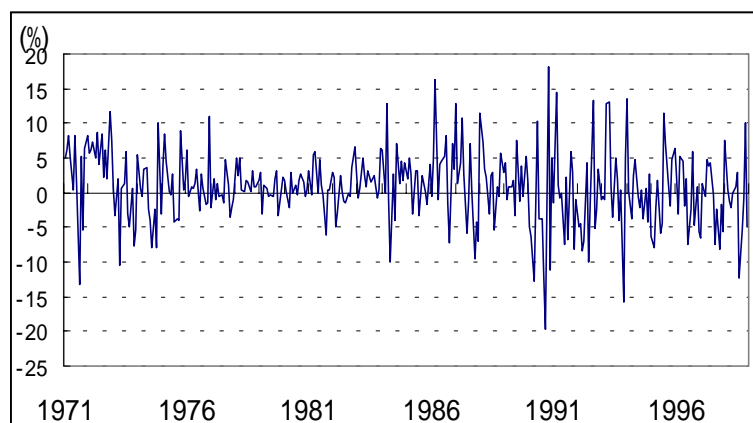
資産配分を自由に決める「バランス・ファンド」、  
「アロケーション・ファンド」、国内・外国証券比率を変える「グローバル・ファンド」などは、長期基本ポートフォリオに馴染まないだろう。また、一部の業種に集中投資する「業種別ファンド」も、分散投資原則に反するので、同様である。また、ファンド資産規模（小さいと、期待される分散投資ができなくなる可能性がある）にも、注意を要する。

### 3 長期運用の原則

#### （1）株式の長期リターン

株式は、短期的には価格の変動が大きいものの、長期ではプラスのリターンがあることが多くの実証分析で知られている。図表 - 3 は、日本の株式市場（東証 1 部）の月次リターンの推移（1971～1998 年末）で、短期的な変動が大きいことが分かる。売買のタイミングの違

図表 - 3 日本の株式市場の月次リターン推移（1971～1998 年末）



（資料）Ibbotson Associates 社データを基に作成

いによっては、リターンに大きく差が出そうである。しかし、28年間の平均リターンは10.6%であり、仮に期間を後半の14年間(1985~1998年末)にしても、バブルの影響があるにもかかわらず、平均4.0%のリターンになっている。つまり、短期でリターンを確実に上げることは困難であっても、長期投資を前提とすることで、リターンが上がる可能性が高まるのである。この観点からは、短期的に株が値下がりすることに賭ける「ベア・ファンド」は、長期基本ポートフォリオから除外すべきであろう。

## (2) マーケット・タイミング戦略

タイミング戦略とは、将来の資産価格の変化を予測して資産配分を決定し、超過リターンを狙うものである。つまり、「安く買って、高く売る」ことを、独自の予測やルールに基づいて積極的に追求するのである。しかし、市場の短期的な変動は予測が困難なため、「市場の動きに出遅れるリスク」、リターンは短期間に集中することが多いため、「短期集中したリターンを逃すリスク」、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、長期運用した場合の、「タイミング戦略」によるリスクの大きさと、超過リターンを獲得する難しさを見てみよう。仮に、アメリカ市場で、1925年末に1,000ドルをインデックス(S&P500)に投資していたとすると、72.5年(870ヵ月)後の1998年6月末には、215万ドルになっていた。また、同期間、財務省短期証券(Tビル)に投資していたとすると、14,604ドルになっていた(図表-4)。

ここで、「短期集中したリターンを逃すリ

スク」を見るため、S&P500の月次リターンが高かった上位37ヵ月(全期間の約24分の1)を除くと、結果は、わずか1万8千ドルで、継続的にS&P500で運用していた場合の1%未満になってしまう。

図表-4 1,000ドルの投資の結果：

アメリカ市場(1925年~)

Tビルに投資した場合	14,604ドル
S&P500に投資した場合	2,151,901ドル
S&P500のリターン上位37ヵ月除く	18,192ドル

(資料) Ibbotson Associates社データを基に作成

日本市場でも同様に、1970年末に1,000円でインデックス(TOPIX)運用を開始したとすると、27.5年(330ヵ月)後の1998年3月末には、図表-5の結果となった。TOPIXのリターン上位14ヵ月(全期間の約24分の1)のリターンを逃した場合には、短期金利の半分にしかならず、やはりタイミング戦略の困難さがうかがえる結果である。

そこで、「マーケット・タイミング戦略」のファンドも、長期基本ポートフォリオから除外すべきであろう。なお、投資家が折角、投資タイミングのリスクを避けて、ファンドを長期保有していても、アクティブ・ファンドの中には、ファンド・マネジャーがタイミング戦略を行う可能性があるため、ファンドの運用方針を確認することが不可欠であろう。

図表-5 1,000円の投資の結果：

日本市場(1970年~)

短期金利に投資した場合	4,454円
TOPIXに投資した場合	11,960円
TOPIXのリターン上位14ヵ月除く	2,240円

(資料) Ibbotson Associates社データを基に作成

## (3) ドル・コスト平均法

タイミングのリスクを避けて、ファンドを

購入する方法に、ドル・コスト平均法がある。これは、定量の口数ではなく、定量の金額で、ファンドを定期的に購入し続ける方法である。購入金額が一定であれば、値段が高い時期の購入が少量である一方、安い時期には大量になるので、結果的に「安く買って、高く売る」のが可能となり、タイミング・リスクの軽減に有効な手段と言えるだろう。また、リバランスも、高い資産を売却して安い資産を買い増すことで、結局は、「安く買って、高く売る」ことを実行しているのである。

#### 4 効率的市場：アクティブ運用とインデックス運用

株式投資にはインデックス運用とアクティブ運用があるが、長期基本ポートフォリオには、分散投資、長期の安定的資産配分の観点から、インデックス・ファンドが一貫性があるため、望ましいと言える。また、市場がある程度効率的であるなら、平均すると、長期的には、インデックス・ファンドが、アクティブ・ファンドに優るのである。

すべてのアクティブ運用結果を合計すると、手数料差引前では、インデックスと同じパフォーマンスになるはずである。しかし、アクティブ運用の手数料はインデックス運用より高いため、手数料を考慮すると、(すべてのアクティブ運用の)ユニバースではインデックスに負ける成績になる。

実際に、国内株式ファンドで、アクティブ・ファンドとインデックス・ファンドの運用成績を比較してみよう(注3)。図表-6は、1998年6月末時点で、存続期間5年以上のアメリカのオープンエンド型ミューチュアル・ファンドで、インデックス運用(29ファンド)とアクティブ運用(520ファンド)の5年間トータ

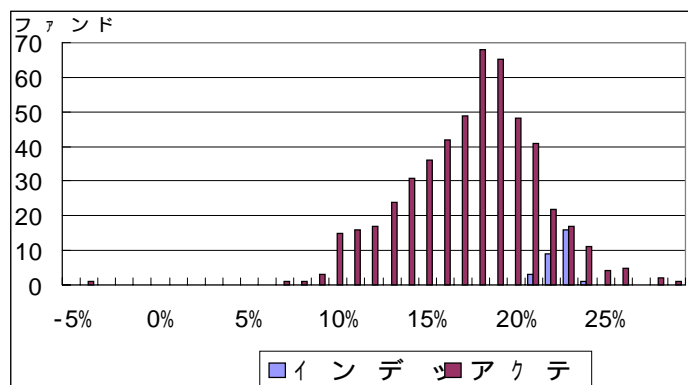
ル・リターンを比較した結果である。また、図表-7は、アクティブ・ファンド、インデックス・ファンド、それぞれのリターン分布を表している。

図表-6 アメリカ：リターン比較(1998年6月末)

加重平均リターン	インデックス・ファンド	アクティブ・ファンド
コスト差引前	22.80%	19.94%
コスト差引後	22.59%	18.54%
(コスト)	(0.21%)	(1.39%)
コスト差引後リターン		
最大値	23.04%	28.41%
最小値	20.55%	-4.76%
単純平均値	22.04%	17.00%
(標準偏差)	(0.66%)	(3.80%)

(資料) Morningstar 社データを基に算出

図表-7 アメリカ：ファンドのリターン分布(1998年6月末)



(資料) Morningstar 社データを基に作成

コスト差引後の加重平均リターンでは、インデックス・ファンドが22.59%、アクティブ・ファンドが18.54%と、約4%もインデックス・ファンドの方が優れた結果となっている。その内の約1%はコスト(ロードと信託報酬)差である。また、コスト差引後リターンを見ても、インデックス・ファンドの平均リターンが高く(単純平均で5%)、標準偏差が低い(0.66%)ため、インデックス・ファンドの長期的な優位性がうかがえよう。また、ファンドの資産規模上位20

ファンドには、インデックス・ファンドが 3 本入っているが、コスト差引後リターン（5 年間）では 20 本中の「トップ 3」を占めている（図表 - 8）。

図表 - 8 アメリカ：資産額上位 20 国内株式ファンド（1998 年 6 月末現在）のリターン

ファンド名	資産額 (\$百万)	5 年平均コスト差引後リターン(%)
Fidelity Magellan	74,613	17.99
* Vanguard Index 500	60,840	22.75
Washington Mutual Investors	45,767	19.48
Fidelity Growth & Income	45,347	21.17
Investment Comp of America	43,952	17.61
Vanguard/Windsor II	29,870	21.92
American Cent-20thC UltraInv	27,442	18.79
Fidelity Puritan	25,133	14.97
Fidelity Equity-Income	25,025	19.51
Vanguard/Wellington	24,690	16.41
Janus	22,718	18.37
Putnam Fund for Grth & Inc A	19,239	16.83
* Vanguard Instl Index	18,260	23.04
MSDW Dividend Growth Secs B	17,992	17.24
Fidelity Blue Chip Growth	16,781	20.58
Putnam Fund for Grth & Inc B	16,395	16.49
T. Rowe Price Equity-Income	14,174	18.81
* Fidelity Spartan U.S. Eq Idx	12,960	22.54
Fundamental Investors	12,053	18.36
American Mutual	10,378	14.98

（資料）Morningstar 社データより作成  
（注）\*はインデックス・ファンド

同様に、日本の投信のうち、1998 年 10 月末時点で、存続期間 3 年超の国内株式ファンドについて分析を行った（図表 - 9、10）、インデックス（リターンがマイナス）に大きく勝っているアクティブ・ファンドも多いものの、アメリカほどではないが、インデックス運用が平均では優れた結果となっている。なお、インデックス運用のリターン格差が大きいことは、キャッシュポジションを持つなど、方針通りに運用していないファンドが存在することをうかがわせる。

インデックス運用の利点には、「平均すれば」アクティブ運用よりも成績が優る、手数料が安い、運用に一貫性があるので、基本ポートフォリオに最適である、売買が

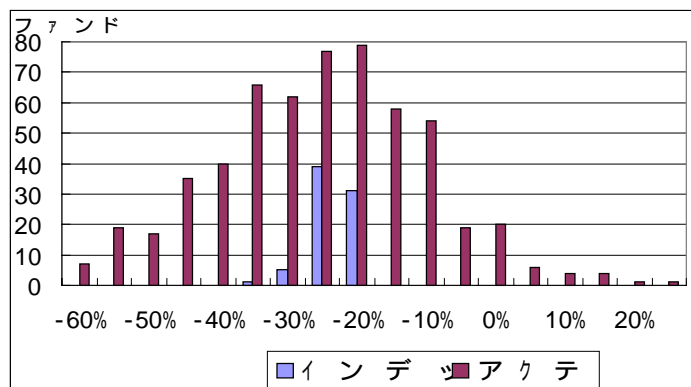
少ないため、税金面で効率的である、などが挙げられる。一方、欠点としては、インデックスに勝つアクティブ運用がある、リターンが投資家の要求水準に満たない、魅力的なセクターが投資対象から除外される、といった可能性が指摘されており、さらに、ファンド・マネジャーの柔軟性に制約がある、なども挙げられよう。ところで、個人投資家がアクティブ・ファンドを購入しようとする場合、市場には常に平均より優れたパフォーマンスを上げられるファンド・マネジャーがいて、そのマネジャーを、自分を見つけることができる、という前提を立てることになる。しかしながら、アクティブ・マネジャーが市場に勝つための手法やモデルは、ほとんど公開されることがないため、投資家はその手法などを検証して、確証を得ることは困難なのである。

図表 - 9 日本：リターン比較（1998 年 10 月末）

加重平均リターン	インデックス・ファンド	アクティブ・ファンド
コスト差引前	-25.65%	-26.29%
コスト差引後	-27.11%	-28.25%
（コスト）	（1.46%）	（1.95%）
コスト差引後リターン 最大値	-21.21%	20.82%
最小値	-37.31%	-64.43%
単純平均値	-26.11%	-27.89%
（標準偏差）	（2.67%）	（14.95%）

（資料）Ifis 社データを基に算出

図表 - 10 日本：ファンドのリターン分布（1998 年 10 月末）



（資料）Ifis 社データを基に作成

## 5 その他

### (1) コスト

コストの点から考えた場合、まず、販売手数料稼ぎのために、回転売買の対象となるようなファンドは避けるべきである。先にも述べたが、回転売買による解約で、ファンドの資産規模が小さくなりすぎ、運用面で制約になるかもしれない。最近、手数料のないノーロード・ファンドも登場している。

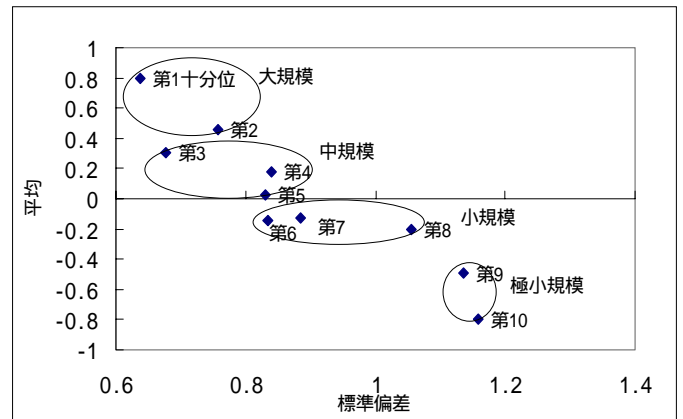
また、長期保有では、毎年の信託報酬も無視できない。アクティブ・ファンドの方が、インデックス・ファンドよりも、信託報酬が概して高めである。インデックス・ファンドで信託報酬が高いファンドは当然避けるべきである。

また、インデックス・ファンドは、株式の売買回転率が低いので、それに伴う手数料や税金が少なく済むのも利点として挙げられる。

### (2) ファンドの資産規模

規模の大きいファンドの方が、パフォーマンスが良い傾向があるようである。ファンドの運用パフォーマンスと、預かり資産額の関係について、1998年6月末時点で、存続期間が10年超のアメリカのミューチュアル・ファンド、1492ファンドを対象として分析した(注4)。ファンドを、(基準化した)資産規模別に10等分し、第1、第2十分位を「大規模」、第3、第4、第5十分位を「中規模」、第6、第7、第8十分位を「小規模」、第9、第10十分位を「極小規模」と分類し、規模別に、過去10年間のリスク調整後リターン(注5)の平均と、標準偏差をプロットした(図表-11)。ファンドの規模が大きい方が、リターンの平均が高く、標準偏差が小さい傾向がうかがえる。

図表 - 1 1 資産規模分類毎の平均と標準偏差 (1998年6月末)



(資料) Morningstar社のデータを基に作成

これには、ひとつには、投資家がファンドを選択する際に、情報や評価の入手が容易である、「長期の運用実績」(リスク調整後リターン)の優劣を考慮して、好成績のファンドを選択、購入しているものと考えられる。

また、資産規模が大きい方が、運用面でもより効率的で、さらに経費的にも割安となるため、リスク調整後リターンが有利であることも考えられる。この点が、共同投資により大規模資金を運用する投信の利点なのである。

もっとも、アクティブ運用では、ある程度以上の規模となると、「規模の不経済」が生じる問題点も指摘されている。資産規模が大きくなると、1銘柄への投資金額が増大して、流動性の制約から、マーケット・インパクトが大きくなり、意思決定時の価格での取引を執行することが難しくなる。市場の流動性の限界までは、「規模の経済」が働くが、それを超えると非効率になることが考えられる。一方、インデックス運用では、資金が大きい方が、運用が容易で、コストも下がるが、やはり、市場の流動性には限界があるため、一定規模(アクティブ運用よりも大きい)を超えると、運用が困難になる。

## 6 おわりに

金融ビッグバンが進行した結果、期待される効率的市場では、個人投資家は、リスク許容度に応じて、分散投資の基本ポートフォリオを設定し、長期運用することが重要になる。そのために、投信が魅力的な投資手段となる可能性がある」と論じてきた。

最近では、大手証券系の投信会社が、国内株式、国内債券、外国株式、外国債券の各インデックス・ファンドと MMF の品揃えから、投資家が自由に組み合わせを選択できるファンドを、ノーロードで販売し始めている。電話やインターネットによる情報収集（基準価格など）や、ファンドの売買が可能であり、また、複数ファンドのレポートが1つにまとめられるなど、管理面でも利便性が高い。ノーロードのため、ファンド間の乗り換え（スイッチング）にも手数料がかからず、コストなしにポートフォリオのリバランスが可能である。信託報酬も低いことが多く、個人投資家にとってメリットが大きいこれらの商品は、基本ポートフォリオの構築に向いていると思われる。

ここまで、「資産クラス間の関係は長期的に安定している」との前提で議論してきたが、基本ポートフォリオを設定した時と前提条件が異なる（つまり、市場が不均衡と思われる）場合には、アクティブ運用も考慮されるだろう。しかし、アクティブ・マネジャーの手法やモデルを検証して、「市場より優れたパフォーマンスを上げられる」との確証を得られるファンドを発見するのは、至難の技である。

(注1) Gary P. Brinson, Brian D. Singer, and Gilbert L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance II: An Update," *Financial Analysts Journal*, May/June 1991.

(注2) 乱数を発生するモンテカルロ・シミュレーションを1万回行った結果の、平均と標準偏差を、リターンとリスクとしている。

(注3) グローバル・ファンド、バランス・ファンドなどに含まれている国内株式を除外しているために、アクティブ・ファンドの合計は、厳密には、市場全体とはなっていない。

(注4) 過去10年以内に、何らかの理由により消滅したファンドは除外しているため、「サバイバーシップ・バイアス（存続バイアス）」には注意を要する。

(注5) 過去10年間のコスト（ロード）差引後リターンの平均を、リスク調整したシャープ・メジャーを、基準化（平均0、標準偏差1）した値を、「リターン」として取り扱っている。

- ・ 本レポート記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものがその正確性と完全性を保障するものではありません。
- ・ 本レポート内容について、将来見解を変更することもあります。
- ・ 本レポートは情報提供が目的であり、記載の意見や予測は、契約の締結や解約を勧誘するものではありません。なお、ニッセイ基礎研究所に対する書面による同意なしに本レポートを複製、引用、配布することを禁じます。

Copyright © ニッセイ基礎研究所 1996 All Rights Reserved