

ミューチュアル・ファンド投資 (3) カスタム・ベンチマーク

前回紹介したスタイル分析の手法を用いて、ファンドのベンチマークのカスタム・メイドが可能である。今回は、カスタム・ベンチマークを用いたファンド評価の方法を紹介する。

一般に、パフォーマンス評価に用いるベンチマークには、TOPIX、S&P500 などのインデックス、マネジャーの指定するベンチマーク、ユニバースでの比較などがあるが、①構成が明確で、定期的に計測が可能であること、②マネジャーのスタイルに一致すること、③マネジャーが現実に投資可能な資産を反映すること、などの性質が求められる。

ミューチュアル・ファンドの場合には、個別にマネジャーと運用契約を結んで、事前にベンチマークを決定することはできない。また、プロスペクタス（趣意書）の指定ベンチマークが、ファンドのパフォーマンス評価に適切とは限らないため、リターン・ベース・スタイル分析（前回紹介）に基づくカスタム・ベンチマークを用いる方法も有用であろう。

そこで、以下に、あるミューチュアル・ファンドのカスタム・ベンチマークを作成[注：裏表紙]し、また、比較のために、ファンドの指定ベンチマークについても、回帰分析^(注)を行った。

(注： $R_{\text{ファンド}} = \alpha + \beta R_{\text{ベンチマーク}}$ の回帰で、 β はベンチマークのリターンに対する感応度。)

① A 社「株式インカム」ファンド：年率リターン 18.2%

ベンチマーク	年率リターン	R ²	α	β	ファンドの超過リターン
指定ベンチマーク	22.9%	69%	0.32	0.93	-4.7%
カスタム・ベンチマーク	17.5%	91%	-0.00	1.07	0.7%

(注) 1988～1997年の期間で36カ月ローリングにより計測した、1991～1997年のパフォーマンス結果である。ファンドの指定ベンチマークは「Wilshire 中型割安」である。

図 1. ファンドの成長 (90 年末 = 1)

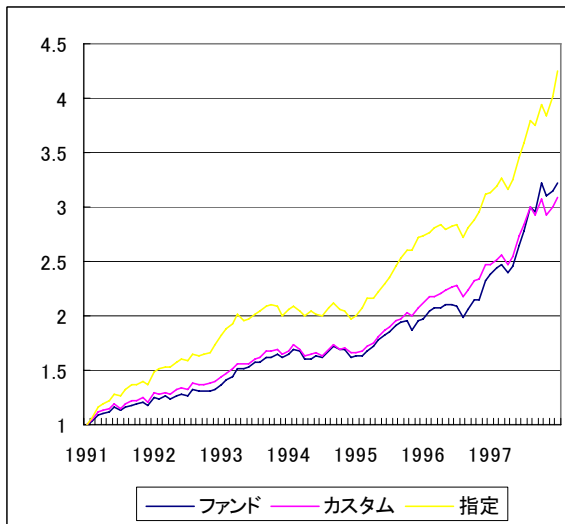


図 2. リターン・ベース・スタイル分析の結果

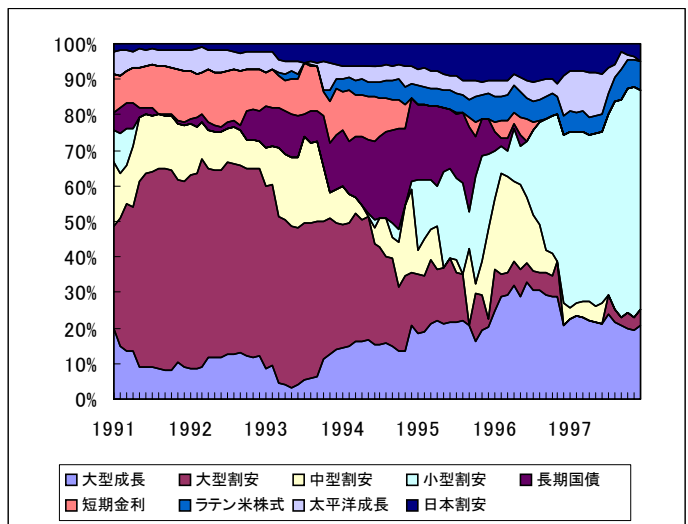


図 2 から、94 年中頃に、ファンドのスタイルがシフト（大型割安→小型割安・大型成長）したことがうかがえるが、これをファンド指定の単一ベンチマークで反映するには限界がある（「Wilshire 中型割安」では、当てはまり具合を示す R^2 が 69% と低い）。しかし、カスタム・ベンチマークの R^2 は 91% まで改善し、ファンドの成長に追随（図 1）していることが分かる。パフォーマンスは、「Wilshire 中型割安」をベンチマークとした場合には乏しい結果となるが、カスタム・ベンチマークに対しては超過リターンがあったことになる。

② B 社「国際」ファンド：年率リターン 6.7%

ベンチマーク	年率リターン	R^2	α	β	ファンドの超過リターン
指定ベンチマーク	8.1%	73%	-0.00	1.02	-1.4%
カスタム・ベンチマーク	9.3%	90%	-0.00	1.01	-2.6%

（注）ファンドの指定ベンチマークは「MSCI EAFE」である。

図 3. ファンドの成長（90 年末 = 1）

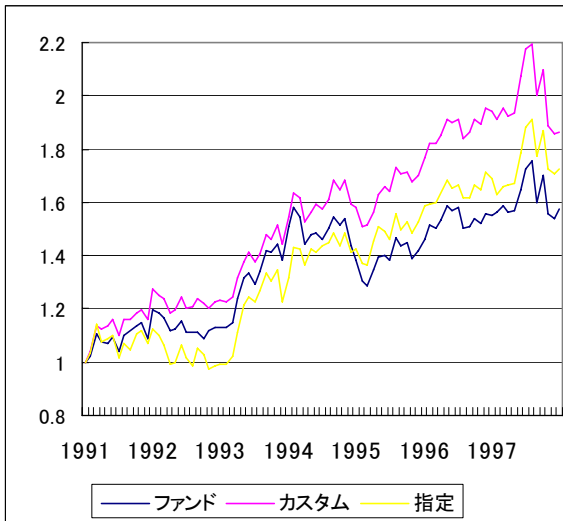
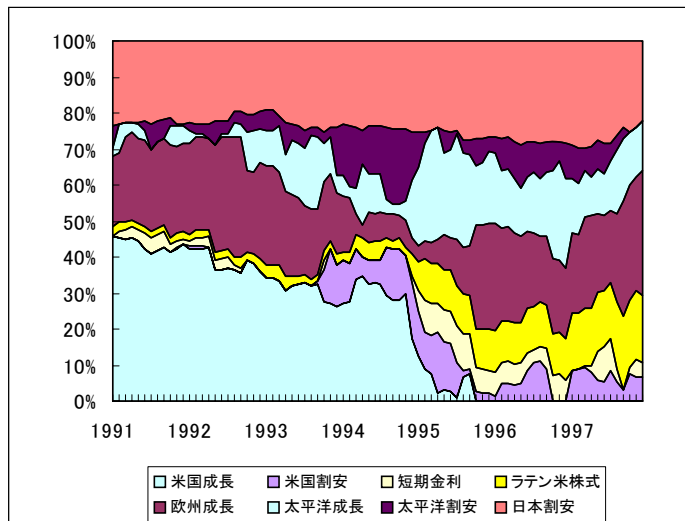


図 4. リターン・ベース・スタイル分析の結果



国際分散投資の指定ベンチマークとして用いられることが多い「MSCI EAFE」などの、市場時価総額加重によるインデックスは、実際の資産配分と異なることが多く、ベンチマークとして適切でない場合が考えられる。また、資産配分が固定的なベンチマークでは、図 4 の 94 年頃から見られるような急激なスタイルのシフトに対しては、限界があろう (R^2 は 73% と低い)。

一方、ファンドのパフォーマンスをよく説明 (R^2 は 90% と高い) しているカスタム・ベンチマークに対し、パフォーマンスは見劣りするが、「ファンドが実際にさらされていたリスクに比べて、リターンが不十分」なことを示している。

なお、 R^2 の 100% に満たない残りの部分は、計測誤差と、マネジャーによる付加価値と考えられる。そこで、超過収益の源泉が何かを判断するには、マネジャーによるマーケット・タイミング効果、銘柄選択効果の要因分析が必要である。

[6 ページ注]

カスタム・ベンチマークの作成に用いたインデックス

(EnCorr/Ibbotson Associates の月次データを使用)

大型成長	Wilshire Large Growth TR
大型割安	Wilshire Large Value TR
中型成長	Wilshire MidCap Growth TR
中型割安	Wilshire MidCap Value TR
小型成長	Wilshire Small Growth TR
小型割安	Wilshire Small Value TR
長期国債	SBBI U.S. LT Gvt TR
短期金利	SBBI U.S. 30 Day TBill TR
ラテン米株式	IFCG Latin America TR
世界債券	SB Non-U.S. 5+ Yr Gvt TR
日本国債	SBIJ LTGvt TR USD
米国成長	IIA U.S. Growth TR
米国割安	IIA U.S. Value TR
欧州成長	IIA Europe Growth TR
欧州割安	IIA Europe Value TR
太平洋成長	IIA Pacific ex Japan Growth TR
太平洋割安	IIA Pacific ex Japan Value TR
日本成長	IIA Japan Growth TR USD
日本割安	IIA Japan Value TR USD

なお、ミューチュアル・ファンドのデータは、Morningstar 社のものを使用。

発行： ニッセイ基礎研究所

〒100-0006 東京都千代田区有楽町1-1-1 日本生命日比谷ビル内

TEL： (03) 3597-8644 FAX： (03) 5512-7160

本誌記載のデータは各種の情報源から入手、加工したものです。その正確性と完全性を保証するものではありません。

本誌内容について、将来見解を変更することもあります。本誌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の書面による同意なしに本誌を複写、引用、配布することを禁じます。