

REPORT IV

変貌を迫られる株式アクティブ運用

- 運用力に依存する「アルファ重視型」へ -

金融研究部門 佐々木 進
sasaki@nli-research.co.jp

1. はじめに

年金基金をはじめとした機関投資家の資産運用が変貌を迫られている。従来、「政策的資産配分（中長期に維持される基準資産配分）が運用パフォーマンスのほとんどを決定する」という実証分析結果が米国および日本で報告^(注1)されたのを受け、機関投資家の運用プロセスにおいて、「政策的資産配分の決定」が何より重視されてきた^(注2)。ところが、2000年度から2002年度の内外株式市場低迷による運用実績の大幅悪化が発端になって、「政策的資産配分を中長期に維持する」というこれまでの枠組みを再考し、新たな手立てを講じる必要性が高まっている。

その方向性を考える上で以下の2点が重要なトピックスになっている。まず1つ目は、従来の枠組みの前提である「株式に長期投資すれば、国債を上回るリターンが得られる」ということに疑念が生じている点である。確かに株式の実績リターンは、2000年度からの3年間だけでなくバブル崩壊以降の中長期でみても、国債と比べて振るわない。

2つ目は、年金基金が運用を委託する先である機関投資家（信託銀行、生命保険会社および投資顧問会社など）が運用する伝統的な株式ア

クティブファンドのパフォーマンス特性である。これら従来型の株式アクティブファンドの中には、ベンチマーク（東証株価指数TOPIXなど、相対評価の基準として用いられる指標）に対する超過リターンである「アルファ」を獲得しているファンドが相当数存在している。しかし、絶対リターンでみると、どのファンドも銘柄選択能力の結晶であるアルファではなく、市場全体の変動でパフォーマンスの大部分が決まっている。つまり、運用力の高いアクティブファンドを目利きして、プラスのアルファを獲得できたとしても、トータルの絶対リターンは結局、市場動向に大きく左右されるのが現実である。

そこで、株式市場が先行き不透明で、従来型の株式アクティブ運用のパフォーマンスが市場動向に大きく左右されるという現状の下、国内株を主要投資対象とした機関投資家の株式アクティブ運用は、市場環境に大きく影響を受ける「従来型」から、運用力をよりクローズアップした「アルファ重視型」への変貌を迫られている。つまり、株式市場が先行き不透明（期待薄）ならば、絶対リターンの源泉を銘柄選択能力に裏付けられたアルファに求めるのが考えられる方向性の1つ^(注3)と言えよう。その実践には、投資銘柄数を思い切って絞り込み長期保

有する「フォーカス（集中）投資」や、個別銘柄の空売り禁止制約を取り払った「絶対収益追求型」投資が新たな選択肢となるだろう。

本稿ではまず、株式のリスクプレミアム（株式リターンが国債リターンを上回る、超過リターン）の推移と、従来型の株式アクティブファンドの運用実績を分析し現状を認識する。次に、アルファを重視した運用実践に向けた第一歩として、フォーカス投資の特性を把握するためにシミュレーション分析を行う。最後に、フォーカス投資の効果と限界を踏まえ、絶対収益追求型投資の必要性について簡単に触れて、株式アクティブ運用の今後の方向性を整理し結びとしたい。

2. 株式リスクプレミアムの推移

株式投資から得られるリターンは、リスク無しで確実に得られる「無リスク金利」部分とリスクをとった見返りとして得られる「リスクプレミアム」部分に要因分解できる。

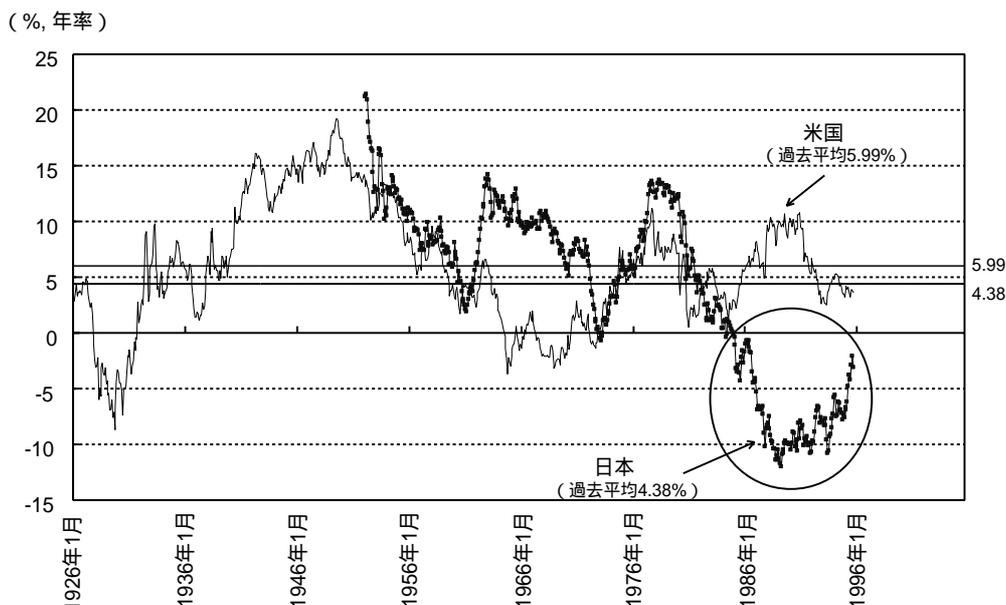
株式リターン

$$= \text{無リスク金利} + \text{リスクプレミアム}$$

本稿では、年金基金のような長期的視点に立った機関投資家を念頭に置いているので、無リスク金利を短期金利ではなく10年国債利回り^(注4)と考え、株式リスクプレミアムを「投資期間10年で、10年国債利回りを上回るリターン」と定義する。ある10年間で株式リスクプレミアムがマイナスだったならば、その10年間は株式に投資するより国債に投資した方が高いリターンが得られたことを意味している。

図表 - 1 は日米の株式リスクプレミアムの推移である。グラフの横軸は投資期間10年の開始年月を示しており、日本（米国）のデータは1952（1926）年2月開始の10年間から1995年8月開始の10年間まで合計523（835）個ある。日本の株式リスクプレミアムは、全データ平均で4.38%とプラスだが、1984年12月開始の10年以降はマイナスを継続中である。ここ20年余り

図表 - 1 日米の株式リスクプレミアム
(期間10年； 株式リターン - 10年国債利回り)



(注) グラフの横軸は、投資期間10年の開始年月を表示。

データ期間は、日本：1952年2月～2005年7月、米国：1926年2月～2005年7月。

日本株はTOPIX（配当込み）、米国株はSP500（配当込み）。

(資料) イボットソン・アソシエイツ社、東証、日本証券業協会およびFRBよりニッセイ基礎研究所作成

は「ハイリスクならば長期的にはハイリターン」という関係が成り立っていない。

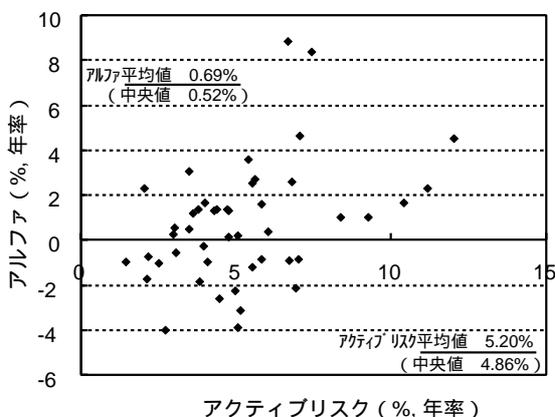
一方、米国の株式リスクプレミアムは、全データ平均で5.99%と日本よりも大きい。その上、1929年10月から1930年代前半の大恐慌による株式大暴落と、1970年代前半の第1次オイルショックによる株式低迷を除けば、どの10年間をとってもプラスだった。米国では、このように過去の事実裏打ちされた形で、「長期的には、株式ほど有利な投資対象はない」と信じられているようである。

もちろん、このような過去データのみに基づいて、将来にわたる日本の株式リスクプレミアムが消滅したとは言い切れない。しかし、米国と異なり、株式に投資すれば長期的には国債より高いリターンが得られると確信できる状況にないことも分かった。

3. 従来型株式アクティブファンドの運用実績

機関投資家による従来型株式アクティブ運用として、データの入手が容易である信託銀行の企業年金向け国内株式アクティブファンドを採

図表 - 2 信託銀行合同口（国内株アクティブ）のリスク・リターン



(注) アルファは、ベンチマークに対する超過リターン (= ファンドリターン - ベンチマークリターン)。ファンドリターンは、運用報酬控除前。
 アクティブリスクは、アルファのぶれ (標準偏差)
 インフォメーションレシオは、アルファ獲得の効率性を示す運用評価指標 (= アルファ / アクティブリスク)
 相対度数は合計100%となる。

(資料) 格付投資情報センターの『年金情報』に掲載されている信託銀行年金運用合同口四半期運用実績データより作成。

り上げ、その運用実績を分析してみる。

ここで使用したデータは、格付投資情報センターの『年金情報』に掲載されている信託銀行年金運用合同口の四半期運用実績 (運用報酬控除前) データに基づき、1995年3月末~2005年3月末までの期間に5年以上継続してデータが存在する国内株式アクティブファンド46本を対象とした。ベンチマークは東証1部全体の動きを表す TOPIX (配当込み; 以下の文中では表示省略) としている。

(1) アルファ獲得能力の検証

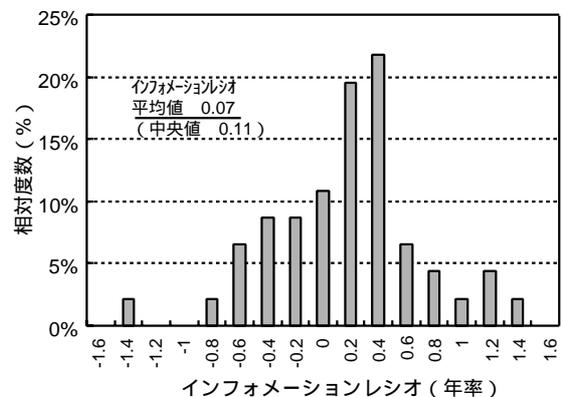
まず、アクティブ運用の最大の目的であるアルファを獲得する能力の有無を分析してみよう。アルファとは、ベンチマークに対する超過リターンのこと、アルファがプラスならば、ベンチマークを上回るリターンを獲得できたことを意味している。

ファンドリターン =

ベンチマーク(市場)リターン + アルファ

一方、そのアルファのぶれ (標準偏差) がアクティブリスクである。アクティブリスクが大き

図表 - 3 信託銀行合同口（国内株アクティブ）のインフォメーションレシオ分布状況



*横目盛りの「0.2」は「0.0超0.2以下」を意味、他も同様のパターン。

いほど、アルファの値が大きくぶれやすくなり、絶対リターンでみると、ベンチマークと大きく異なるリターンが得られる可能性が高まる。

図表 - 2より、ファンドごとにアルファやアクティブリスクに大きな格差が生じている様子が見てとれる。アルファは - 4%から9%の範囲に散らばっており、全46ファンドの平均値は0.69%とプラスだった。一方、アクティブリスクも全46ファンドの平均値である5.2%をほぼ中心に、およそ1%から10%強の範囲に散らばっていた。

図表 - 3は、インフォメーションレシオの分布状況である。インフォメーションレシオは、いかに小さなアクティブリスクによりいかに大きなアルファを得たかという「アルファ獲得の効率性」を示す運用評価指標 (= アルファ / アクティブリスク) である。この運用評価指標の目安は、0.5ならば「良」、0.75ならば「優良」、1.0ならば「超優良」と経験則的に言われている^(注5)。46ファンドの平均値は0.07とかなり低く、プラスであるが、0.0超のファンドが28ファンドで全体の約6割、「良」の目安とされる0.5超のファンドも6ファンドで全体の1割強を占めている。

これらの結果をまとめると、従来型の株式アクティブファンドは、ファンド間でパフォーマンス格差が大きい、プラスのアルファを獲得しているファンドが相当数あり、そしてアルファを効率よく獲得している運用力の高いファンドも一定程度存在していることが分かった。

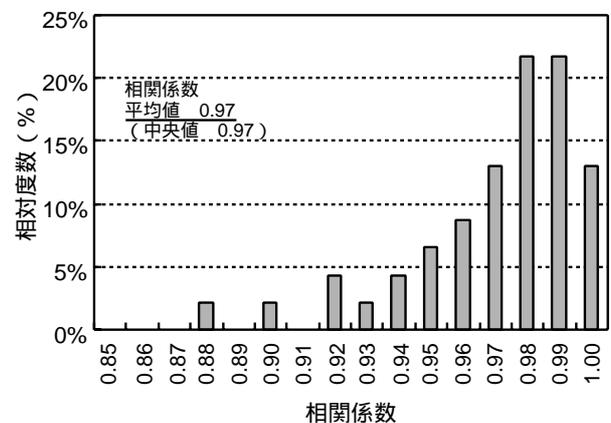
(2) 絶対リターンの源泉の検証

次に、ベンチマークに対する超過リターンであるアルファではなく、絶対リターンそのものに注目し、リターンの源泉を探ってみよう。その方法として、ファンドの絶対リターンとベンチマークの絶対リターンとの間の関係性を表す相関係数を測定する。相関係数は、1から-1の範囲内の値

をとり、1に近いほど強い正の相関(市場が上昇すればファンドも上昇、または市場が下落すればファンドも下落)、0に近いほど無相関(市場の上昇・下落とは無関係に、ファンドが上昇・下落)、-1に近いほど強い負の相関(市場が上昇すればファンドは下落、または市場が下落すればファンドは上昇)にあることを意味している。

図表 - 4より、ほとんどのファンドはTOPIXとの相関係数が0.9以上で、市場動向と強い正の相関にあることが分かる。この強い正の相関の原因は、別の切り口から分析すると、ファンドリターンのぶれがおよそ20%から25%程度であった中、市場リターンのぶれが約20%に対して、アルファのぶれが先述の通りおよそ1%から10%強で、市場リターンの動きがファンドリターンに与える影響が相対的にかなり大きかったためであることが分かった。

図表 - 4 信託銀行合同口(国内株アクティブ)とTOPIXとの相関係数分布状況



*横目盛りの「0.99」は「0.98超0.99以下」を意味、他も同様のパターン。

(注) ファンドリターンは、運用報酬控除前。

(資料) 格付投資情報センターの『年金情報』に掲載されている信託銀行年金運用合同口四半期運用実績データより作成。

以上の結果より、従来型株式アクティブファンドの絶対リターンの源泉は「市場リターンが主、アルファが従」であるため、運用力の高いファンドを目利きし、プラスのアルファを獲得できたとしても、トータルでの絶対リターンは結局、市場動向に大きく左右されることが分かった。

4. フォーカス(集中)投資の実践に向けて

前章まで見てきた通り、現在は、株式市場が先行き不透明である一方、従来型の株式アクティブ運用のままではパフォーマンスが市場動向に大きく左右されるという状況にある。そのため、機関投資家の株式アクティブ運用は、市場動向にあまり左右されずに、運用力本位で決まる「アルファ重視型」へ変貌を迫られているものと考えられるのである。

アルファを重視した投資戦略としてまず考えられるのが、従来型アクティブ運用と同様の個別銘柄の空売り禁止制約を維持したまま、有望な少数の企業に集中投資し長期保有する「フォーカス投資^(注6)」である。そこで、このフォーカス投資における銘柄数絞り込みの影響やその特性を把握するために、以下でシミュレーション分析を行う。

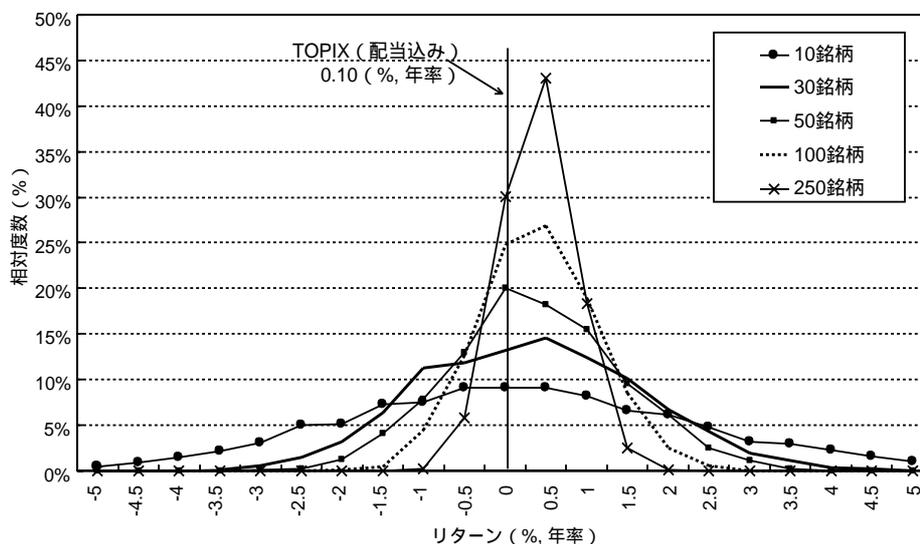
(1) シミュレーション条件

期間は1995年4月から2005年3月までの10年間、投資対象銘柄はシミュレーション開始時点で東証1部に上場していた1,233銘柄である。投資方法は、投資対象銘柄の中から所与の銘柄数を無作為に抽出して、それらの銘柄からなる等加重ポートフォリオを構築し、長期保有(バイ・アンド・ホールド)するものとする。具体的には、下記のように合計1万5,000個のポートフォリオを組成した。

- 10銘柄からなるポートフォリオ3,000個
- 30銘柄からなるポートフォリオ3,000個
- 50銘柄からなるポートフォリオ3,000個
- 100銘柄からなるポートフォリオ3,000個
- 250銘柄からなるポートフォリオ3,000個

当シミュレーションでは、無作為抽出により

図表 - 5 投資銘柄数別ポートフォリオのリターン分布状況
(1995年4月～2005年3月)



*横目盛りの「0.5」は「0.0超0.5以下」を意味、他も同様のパターン。

	ポートフォリオ					市場 TOPIX (配当込み) 0.10
	10銘柄	30銘柄	50銘柄	100銘柄	250銘柄	
平均値 (中央値) (%、年率)	0.06	0.08	0.13	0.15	0.15	0.10
標準偏差 (%、年率)	2.29	1.35	1.04	0.71	0.42	
市場を年率2%以上回る確率 (%)	18.7	9.5	5.2	0.7	0.0	
市場を年率2%以下回る確率 (%)	17.9	4.6	1.2	0.1	0.0	

「ポートフォリオ3000個の内、562個」の意味 (=562/3000)

銘柄選択を行っているので、投資するにあたって特別な運用能力を持たない状態を想定している。つまり、当シミュレーションは、あくまで銘柄数の違いのみによる影響を探ることを主眼としている。

(2) シミュレーション結果

年平均リターン

図表 - 5 は投資銘柄数別ポートフォリオの年平均リターンの分布状況である。グラフの横軸は年平均リターンの区間(0.5%刻み)を示している。一方、縦軸は、例えば年平均リターンのある区間の相対度数が10%ならば、ポートフォリオ3,000個のうち300個がその区間内のリターンだったことを意味している。

一目で分かるのは、銘柄数を絞り込むほど、分布の中央付近が下方に押しつぶされると同時に左右に広がることである。これは、少数銘柄に集中投資するほど、平均から大きく外れたりリターンが実現しやすいことを意味している。

その特性は図表 - 5 の下段の表で具体的に確

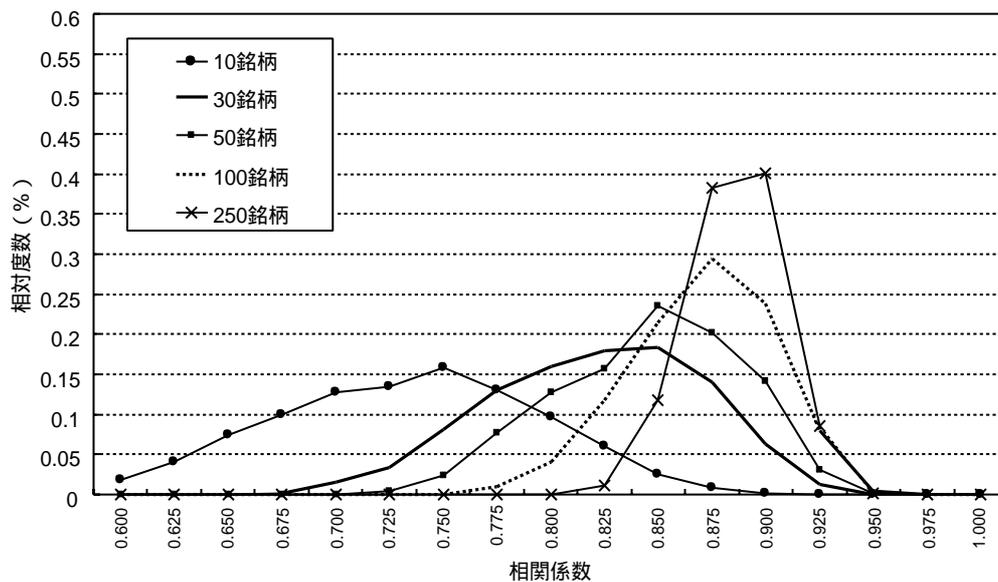
認できる。市場を年率2%以上上回る確率は、10銘柄ポートフォリオで18.7%だったが、ポートフォリオの銘柄数が増えるに従い、その確率が減少していく結果が得られている。

つまり、銘柄数が10~30銘柄程度のフォーカス投資は、従来型のアクティブ運用(およそ100銘柄以上)と比べて、市場を上回る(または下回る)可能性では大差ないが、市場を「大きく」上回る(または「大きく」下回る)可能性はより高くなるのである。この結果は、もし有望な企業を目利きできる高い能力を持っているならば、投資銘柄数を絞らないとパフォーマンスが市場並みに落ち着いてしまい、せっかくの銘柄選択能力も宝の持ち腐れとなることを示唆している。

相関係数

図表 - 6 は、投資銘柄数別ポートフォリオとTOPIXとの相関係数を測定し、図表 - 5 と同様の形式でその分布状況を示している。銘柄数を絞り込むほど分布が左に広がり、市場との相関

図表 - 6 投資銘柄数別ポートフォリオとTOPIXとの相関係数分布状況
(1995年4月~2005年3月)



*横目盛りの「0.9」は「0.875超0.9以下」を意味、他も同様のパターン。

がやや小さくなるケースが増えることが分かる。ただし、銘柄数を10銘柄とかなり絞り込んでも、相関係数は0.6以上の範囲（かなりの正の相関）にあり、依然、市場変動要因が大きいことが分かる。

つまり、フォーカス投資は従来型アクティブ運用と同様、個別銘柄の空売り禁止制約下にあるため、市場変動要因の排除に一定の限界があるのである。市場動向やベンチマークを意識しないアルファ重視型の投資戦略ではあるが、絶対収益追求型とは言えない点に留意が必要である^{注7)}。したがって、純粋に絶対収益を追求するには、別の投資戦略を考える必要があるだろう。

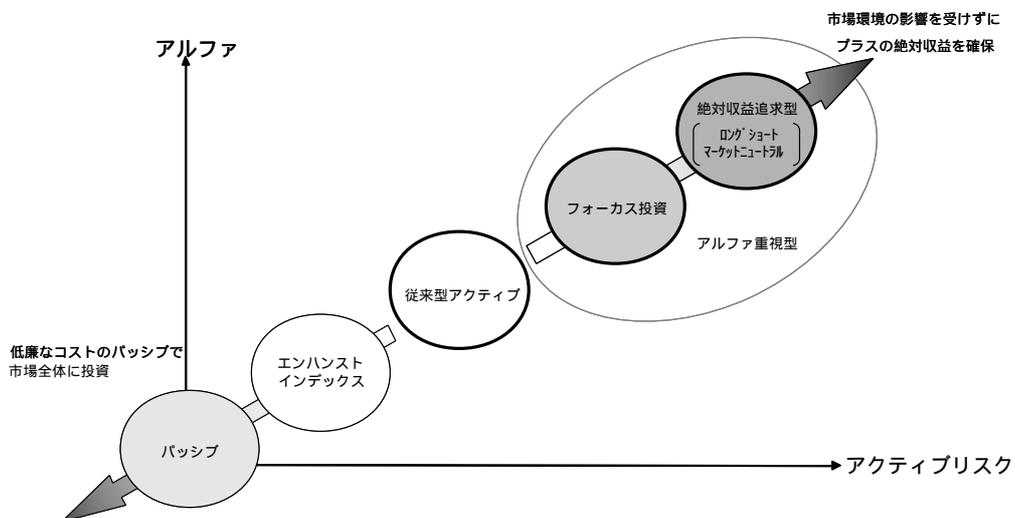
5. 株式アクティブ運用の今後

以上の通り本稿は、機関投資家の株式アクティブ運用が市場動向にあまり左右されず運用力本位で決まる「アルファ重視型」へ変貌を迫られている現状を確認し、この対応策の先鋒としてフォーカス投資をとりあげた。このフォーカス投資の特性を把握するために行ったシミュレーション分析からは、次の2つの示唆が得られた。

1つは、もし有望な企業を目利きできる高い能力を持っているならば、投資銘柄数を絞らないとパフォーマンスが市場並みに留まり、せっかくの高い銘柄選択能力も宝の持ち腐れとなることである。もう1つは、銘柄数を絞り込んでも市場変動要因の排除に一定の限界があるので、純粋に絶対収益を追求するためには別の投資戦略を考える必要があることである。

このようなフォーカス投資の効果と限界を踏まえると、図表 - 7 の右上矢印の方向に示した通り、市場変動の影響を意図的に排除する「絶対収益追求型」も検討の俎上にのせる必要があるだろう。絶対収益追求型である「ロングショートまたはマーケットニュートラル」とは、割安な銘柄群を買う（ロングにするという）と同時に割高な銘柄群を空売りし（ショートにするという）、買付金額と売却金額を同額にして市場変動の影響をゼロにする投資戦略である。これは、市場リターンとアルファで通常構成されているトータルのリターンから、高い銘柄選択能力の結晶であるアルファのみを純粋に抽出し、リターンの唯一の源泉とする「究極の株式アクティブ運用」と言える。

図表 - 7 株式アクティブ運用戦略マップ（イメージ）



最後に、機関投資家をとりにくく「市場リターンからアルファへ」という現在の潮流の中で決して忘れてはならないのは、絶対リターンの源泉をアルファのみに託すということは、運用の巧拙のみでパフォーマンスが完全に決まることを意味している点である。したがって、アルファ重視型の新潮流に乗ることができるのは、高い運用力（資金を外部委託する場合は、運用力を見極める力）を長期安定的に維持し続けることができる機関投資家に限られていることを肝に命じておく必要があるだろう^(注8)。もしそのような運用力が無いならば、図表 - 7の左下矢印の方向に示した通り、コスト（運用報酬）面をより重視したパッシブ運用^(注9)により、株式市場全体に投資し続ける方向性を検討せざるを得ないだろう。実際にどれくらいアルファ重視型の運用を行うかは、最終的には、株式市場動向の将来見通しを含んだ、自らの運用力の冷徹な見極めにかかっているものと考えられる。

-
- (注1) 米国での代表的な実証分析報告は、Brinson, G.P., B.D. Singer and G.L. Beebower, "Determinants of Portfolio Performance : An Update", Financial Analysts Journal, May/June 1991. 日本での実証分析報告は、厚生年金基金連合会「厚生年金基金の資産運用：資産運用実態調査の役割と実証分析」2001年8月。
 - (注2) 政策的資産配分の決定方法の詳細は、田中周二（編）山本信一、佐々木進（2004）「年金資産運用」朝倉書店のpp.73 - 134を参照
 - (注3) もう1つの方向性として、不動産関連商品や新興諸国株式市場など投資対象資産の範囲を広げて、現在よりも多様な資産にリターンの源泉を求めることが考えられる。しかし、本稿は、この方向性については検討していない。
 - (注4) 10年国債利回りは、10年国債を10年間、バイ・アンド・ホールドした時のリターン（すなわち投資期間10年の国債のリターン）とみなすことができる。
 - (注5) R.C.グリノルド、R.N.カーン（1999）「アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント」（明治生命特別勘定運用部、日興証券アセットマネジメント本部訳）東洋経済新報社のp.102を参照。
 - (注6) 米国の高名な投資家であるウォーレン・バフェット氏の投資スタイルとして有名。なお、1970年代初頭に米国機関投資家がこぞって行った、「Nifty-Fifty」（魅力ある50銘柄）への集中投資は、少数の企業に集中投資する点ではフォーカス投資と同じだが、「企業が利益成長を続ける限り株価は上昇し続ける」との考えに基づき、既に株価が急騰しPER（＝株価／一株当たり利益）が高くなった銘柄群に投資する「成長株投資」であった点が異なる。
 - (注7) 株式市場が最悪のパフォーマンスを示した10年間（1989年2月～1999年1月、TOPIXの10年累積リターンが-51%）のデータを用いて同様のシミュレーションを行った結果、フォーカス投資を実践してもプラスの絶対リターン確保が非常に困難（プラスの絶対リターンを得る確率が10銘柄ポートフォリオの場合でわずか0.6%）だったことが分かった。
 - (注8) 教科書的には、「株式市場（実体経済）への投資」はとったリスクに対して本源的な見返り（リスクプレミアム）が期待できるが、「株式市場の非効率性からアルファを獲得する銘柄選択能力への投資」は、投資家全体で見ればゼロサムであり、長期安定的な見返りが期待できないとされている。
 - (注9) パッシブ運用とは、インデックス運用と呼ばれることも多いが、市場並みのパフォーマンスを狙う運用戦略である。また、エンハンスドインデックス運用とは、通常のパッシブ運用よりもわずかにリスクをとって市場を上回るリターンを狙う運用戦略である。