

基礎研 レター

投資信託の信託報酬と リスク・リターンの分析(2) ～投資信託の分類毎のパフォーマンスを概観する～

金融研究部 准主任研究員 原田 哲志
(03)3512-1860 harada@nli-research.co.jp

1——はじめに

前回の『[投資信託の信託報酬とリスク・リターンの分析\(1\)](#)』¹では、投資信託のパフォーマンス評価について基本的な事項を整理した。

(1)リターンについては、市場全体の騰落率を表わす「ベンチマークリターン」とその差である「超過収益率」に分解して分析すること、(2)リスクについては、「ベンチマークリスク」と超過収益率のバラツキ(標準偏差)を表わす「トラッキングエラー」に分解して分析すること、(3)信託報酬については、同じリターンが期待できるのであれば低い方が望ましく、特に長期投資では最終リターンに大きな差が生じることを確認した。

本稿では、まず国内株式に投資する投資信託について運用スタイルなどをもとに分類する。次に、投資信託の評価方法を用いて、投資信託のリスク・リターンや信託報酬について、分類毎にその傾向や特徴を確認したい。

2——投資信託の分類とその特徴

まず、投資信託を実際の運用スタイルや上場/非上場の区分をもとに分類する(図表1)。

運用スタイルは大きく「アクティブ運用」と「パッシブ運用」に分けることができる。「アクティブ運用」は銘柄選択を行うことで特定のベンチマークや市場全体等を上回る投資成果(超過収益)の獲得を目指す運用を言う²。また、「パッシブ運用」は特定のベンチマークに連動する投資成果の獲得を目指す運用を言う。

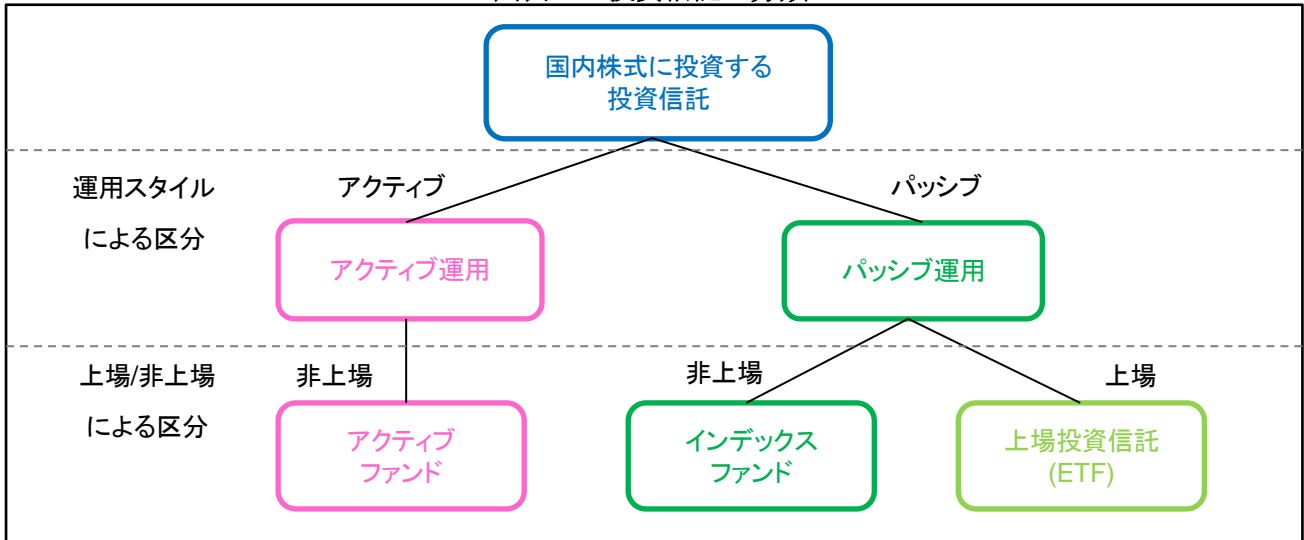
上場/非上場の区分は販売会社を窓口として売買を行う非上場投資信託と個別銘柄と同じように市場で売買を行う上場投資信託(ETF)に分類できる。通常、アクティブ運用は非上場投資信託の形態をとり、パッシブ運用は非上場投資信託のインデックスファンドと上場投資信託(ETF)に分類される。

¹ 原田 哲志 『[投資信託の信託報酬とリスク・リターンの分析\(1\) ～投資信託の評価基準について整理する～](#)』

ニッセイ基礎研究所、基礎研レター、2019年6月6日

² 投資信託によっては特定のベンチマークを比較対象として定めている。また、特定のベンチマークを定めない投資信託や市場動向によらない収益の獲得を目指す投資信託もある。投資信託のベンチマークは目論見書で確認することができる。

図表1 投資信託の分類



(出所)ニッセイ基礎研究所作成

一般に積極的に超過収益の獲得を目指すアクティブ運用では、その代償としてパッシブ運用よりも高い信託報酬が支払われる。信託報酬の水準はアクティブファンドで概ね0.6%~2.0%、インデックスファンドで概ね0.15%~1.5%、ETFで概ね0.06%~0.8%となっている(図表2)。

また、投資信託の売買に際して、非上場投資信託では、販売会社に支払う販売手数料や信託財産留保金などのコストが生じる。上場投資信託でも売買委託手数料のコストが生じる。取引価格については、非上場投資信託は1日1回算出される基準価額で取引するのに対して、上場投資信託は上場市場でリアルタイムに変動する市場価格で取引を行う。

図表2 投資信託の分類毎の特徴

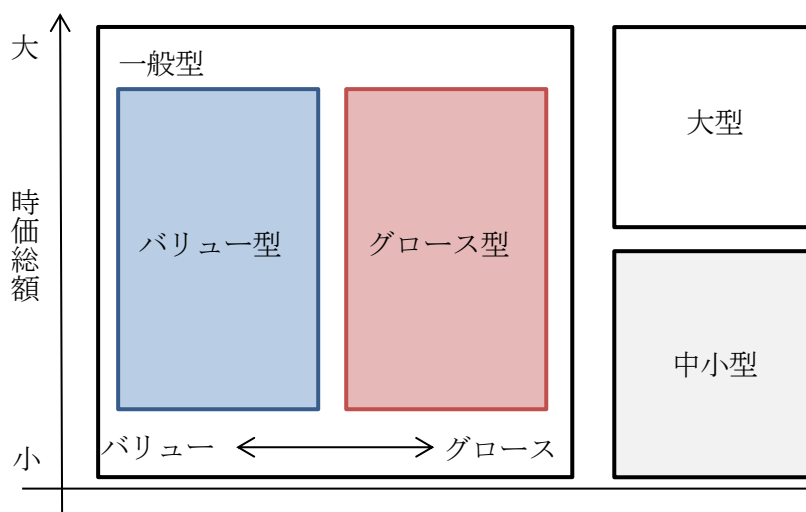
分類	アクティブファンド	インデックスファンド	上場投資信託(ETF)
運用スタイル	アクティブ	パッシブ	
上場・非上場	非上場		上場
運用方針	指数に対する超過収益の獲得を目指す。	指数への連動を目指す。	
コスト	取得時	投資信託、販売会社毎に定められた販売手数料	
	信託報酬	概ね0.6~2.0%程度	概ね0.15~1.5%程度
	売却・解約時	信託財産留保金などが必要な場合がある。	
取引価格	1日に1回算出される基準価額		リアルタイムで変動する市場価格

(出所)Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

さらに、株式に投資する投資信託は対象とする企業の属性によって細かく分類することができる(本稿では投資カテゴリーという)(図表3)。国内株式全体を対象として投資する投資信託(本稿では一般型という)が一般的だが、企業の時価総額の大小(大型/中小型)や、バリュエーション(グロース型/バリュウ型)に着目して、あらかじめ対象を限定して投資する投資信託もある。グロース型とは将来的な成長が見込める企業の株式に投資する投資信託であり、バリュウ型とは業績などからみた会社の価値が株価よりも高い株式に投資する投資信託である。

図表3 投資対象企業の属性による投資信託の投資カテゴリー

投資カテゴリー	説明
一般型	国内株式全般に投資
大型	時価総額が大きい企業に投資
中小型	時価総額が中規模、または小さい企業に投資
グロース型	将来成長が見込める企業に投資
バリュウ型	業績や資産評価から見て割安な企業に投資



(出所)ニッセイ基礎研究所作成

3——リスク・リターンと信託報酬の平均水準

続いて、国内株式に投資する投資信託のリスク・リターンや信託報酬の水準について確認する。図表4は、国内株式を投資対象とする国内籍追加型公募等信託のうち、直近3年間(2016年3月末～2019年3月末)の運用実績を持つ投資信託(アクティブファンド533、インデックスファンド114の合計647ファンド)について、そのリスク・リターン及び信託報酬の集計結果(平均値)を示している³。

図表4 国内株式を投資対象とする投資信託の信託報酬とリスク・リターン(平均値)

	パフォーマンス(年率換算)							該当数	信託報酬(%) (C)
	トータルリスク・リターン			ベンチマーク対比					
	リターン(%) ①	リスク(%) ②	シャープ レシオ (①/②)	超過収益率(%) (A)	信託報酬控除前 超過収益率(%) (A+C)	トラッキング エラー(%) (B)	インフォメー ションレシオ (A/B)		
アクティブ ファンド	7.71	16.01	0.49	▲ 0.56	0.75	5.52	▲ 0.10	533(150)	1.32
一般型	7.26	15.41	0.47	▲ 1.07	0.18	4.94	▲ 0.22	211(50)	1.25
大型	5.96	18.85	0.32	▲ 0.26	0.85	5.08	▲ 0.05	29(2)	1.10
中小型	11.55	16.76	0.69	▲ 0.33	1.18	7.17	▲ 0.05	44(18)	1.51
グロース型	8.58	16.57	0.52	▲ 0.40	0.97	6.65	▲ 0.06	137(46)	1.37
バリュー型	7.06	15.68	0.45	▲ 0.88	0.48	4.92	▲ 0.18	83(33)	1.37
インデックスファンド	8.17	14.01	0.59	▲ 0.60	▲ 0.01	0.19	▲ 3.25	114(114)	0.59

(注)対象：国内株式を投資対象とする国内籍追加型公募投資信託(ETF、ブルベア型等を除く)

期間：2016年3月末～2019年3月末(月次)

該当数の括弧内の数値はベンチマークを設定している投資信託の数

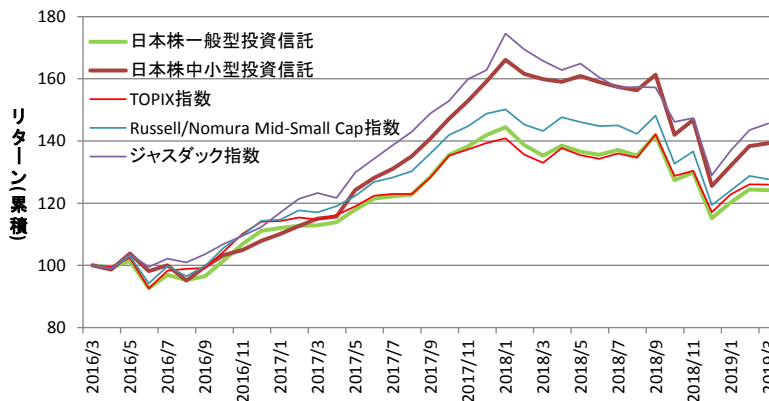
投資信託の分類はBloomberg分類による

(出所)Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

(1) 投資信託のリターンの状況

まず、リターン(年率)の平均値は、アクティブファンドが「+7.71%」、インデックスファンドが「+8.17%」となった。アクティブファンドを投資カテゴリー別にみると、中小型が「11.55%」と最も高く、続いてグロース型が「8.58%」、一般型が「7.26%」、バリュー型が「7.06%」、大型が「5.96%」の順となっている。これらのリターン格差については、主に2017年にジャスダック市場などに上場する中小型株の上昇がリターンに影響していると考えられる。図表5の通り、中小型に分類される投資信託のリターンは概ねジャスダック指数の動きに連動していることが分かる。

図表5 投資信託(一般型及び中小型)と日本株指数のリターン推移(16年3月末=100)



(注)一般型は50ファンド、中小型は18ファンドを対象に計算
(出所)Bloombergのデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

³ このうち、264の投資信託についてベンチマークを確認できたため、本稿ではこれら264の投資信託の超過収益率及びトラッキングエラーを集計した。

次に、超過収益率（信託報酬控除後）は、アクティブファンドが「▲0.56%」、インデックスファンドが「▲0.60%」とほぼ同水準となった。アクティブファンドを投資カテゴリー別にみると、一般型が「▲1.07%」と最も低く、続いてバリュー型が「▲0.88%」、グロース型が「▲0.40%」、中小型が「▲0.33%」、大型が「▲0.26%」の順となり、全てのカテゴリーで超過収益率はマイナスとなった。

もともと、信託報酬を控除する前の超過収益率は、アクティブファンドが「+0.76%」、インデックスファンドが「▲0.01%」となっている。投資カテゴリー別にみてもアクティブファンドは信託報酬控除前では全てプラスの超過収益率を獲得できており、信託報酬の高さが超過収益率をマイナスに押し下げる結果となっている。

(2) 投資信託のリスクの状況

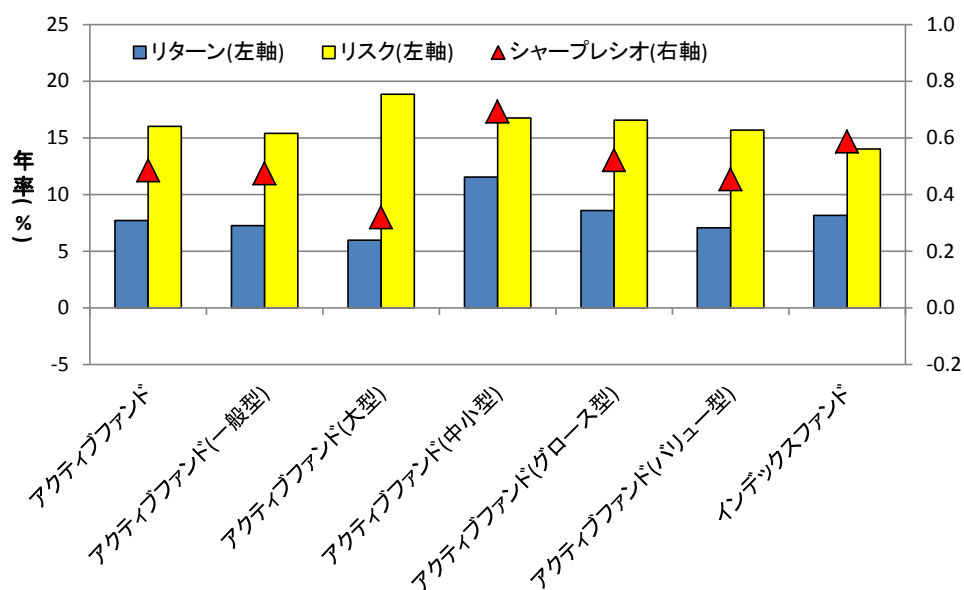
続いて、リスク（年率）の平均値は、アクティブファンドが「16.01%」、インデックスファンドが「14.01%」となり、アクティブファンドのほうがやや高い。また、アクティブファンドを投資カテゴリー別にみると、大型が「18.85%」と最も高く、続いて中小型が「16.76%」、グロース型が「16.57%」、バリュー型が「15.68%」、一般型が「15.41%」の順となった。

ところで、リスクとリターンとの関係については、シャープレシオという指標を用いて、リスクに対してどれだけ効率よくリターンを獲得できたかを計測することができる。シャープレシオは数値が高いほどリターン効率に優れていることを表わしている。

$$\text{シャープレシオ} = \frac{\text{リターン} - \text{リスクフリーレート}^4}{\text{リスク}}$$

シャープレシオ（平均値）をみると、アクティブファンドが「0.49」、インデックスファンドが「0.59」となり、インデックスファンドのほうがリターン効率に優れる結果となった（図表6）。また、アクティブファンドを投資カテゴリー別にみると、中小型が「0.69」と最も高い水準となった。

図表6 投資信託のリスク・リターンとシャープレシオの水準



(出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

⁴ 本稿ではリスクフリーレートとして無担保コールレートを使用した。

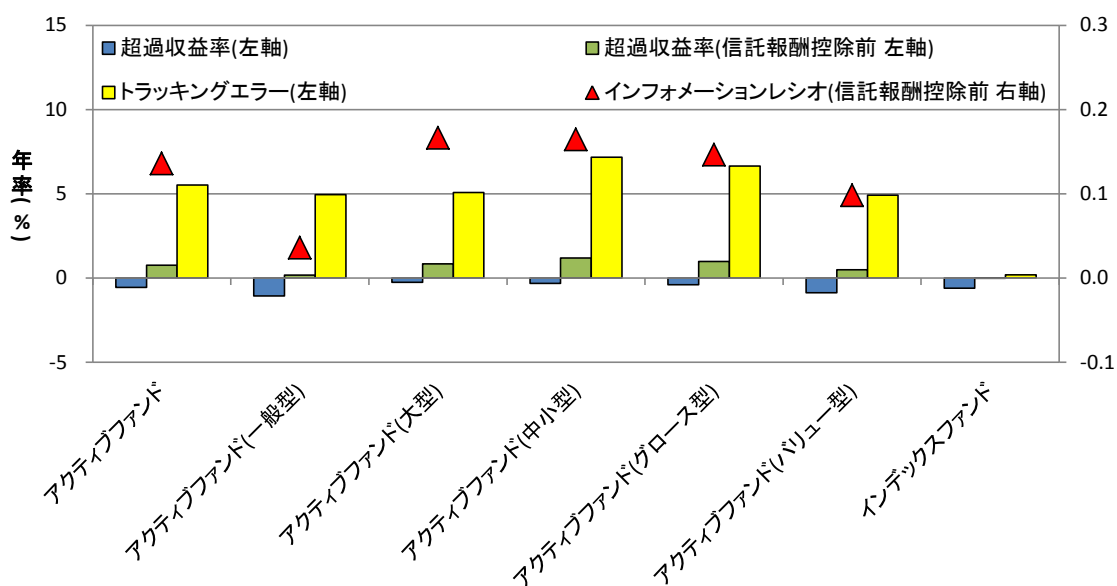
次に、超過収益率のバラツキを示すトラッキングエラーは、アクティブファンドが「5.52%」、インデックスファンドが「0.19%」となった。アクティブファンドは超過収益の獲得を目指して積極的にリスクをとるので、当然トラッキングエラーは大きくなる。これに対して、インデックスファンドはベンチマークに連動した収益を目指す運用であることから、トラッキングエラーは小さい方が望ましい。アクティブファンドのトラッキングエラーを投資カテゴリー別にみると、中小型が「7.17%」と最も高く、続いてグロース型が「6.65%」、大型が「5.08%」、一般型が「4.94%」、バリュー型が「4.92%」の順となった。

また、超過収益率とトラッキングエラーの関係についても、インフォメーションレシオ（IR）という指標を用いて、どれだけ効率よく超過収益率を獲得したかを計測することができる。インフォメーションレシオはファンドマネージャーの運用巧拙を判断する指標として活用されることも多い。

$$\text{インフォメーションレシオ (IR)} = \frac{\text{超過収益率}}{\text{トラッキングエラー}}$$

アクティブファンドのインフォメーションレシオ(平均値)をみると、信託報酬控除前で「0.14」、信託報酬控除後で「▲0.10」となった。また、投資カテゴリー別にみると、信託報酬控除前で大型が「0.17」と最も高い水準となっている。

図表7 投資信託の超過収益率・トラッキングエラーとIRの水準



(出所) Bloomberg のデータをもとにニッセイ基礎研究所作成

(3) 投資信託の信託報酬の状況

最後に、信託報酬の平均値は、アクティブファンドが「1.32%」、インデックスファンドが「0.59%」となった。また、アクティブファンドを投資カテゴリー別にみると、中小型が「1.51%」と最も高い。

信託報酬の平均水準はアクティブファンドの方がインデックスファンドより 0.73%高い。これは両者の信託報酬控除前の超過収益率の差に近い水準である。アクティブファンドはインデックスファンドよりも高い超過収益率を獲得できているが、信託報酬の水準が高いため、信託報酬控除後の超過収益率を押し下げる結果となっている。

4——まとめ

本稿では、国内株式に投資する投資信託のリスク・リターンや信託報酬の水準について概観した。

(1) リターンについては、同じ日本株への投資であっても投資カテゴリーによって比較的大きな格差が生じていること、中小型のリターンが高い理由は、運用の巧拙というよりも主にジャスダック市場の上昇の影響であること、つまりベンチマークのリターンが高かったこと（市況要因）である。また、超過収益率については、アクティブファンドは信託報酬控除前はプラスを獲得できているが、控除後ではマイナスとなっている。(2) リスクについては、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平均水準は高くなっている。一方で、シャープレシオをみると、インデックスファンドのほうがリターン効率に優れる結果となった。トラッキングエラーについては、アクティブファンドは超過収益の獲得を目指し、リスクをとる運用を行うため、高くなるのに対して、インデックスファンドはベンチマークに連動する運用を行うため、小さい値となった。(3) 信託報酬については、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高く、これが超過収益率を押し下げる結果となっている。

次回は、個々の投資信託のリスク・リターンや信託報酬についてみてみたい。