



市場乱高下でアクティブ運用に再び脚光

企業ファンダメンタルズが再注目される中、銘柄選びの巧拙が問われる

2022年11月

サマリー

- 今回は「アクティブ対パッシブ」論争について従来と違う視点に立ち、異なる市場サイクルという観点からこれら2つのアプローチを考察する。
- 金融市場はいま転機を迎えている可能性がある。こうした環境変化のなかで「アクティブ対パッシブ」を議論することは意義深いことであると考える。
- 企業の資本配分がマクロ要因よりも企業ファンダメンタルズにますます左右されるようになっており、銘柄選びの手腕が問われるこうした状況は優秀なアクティブ運用者には好機である。



Josh Nelson

ティー・ロウ・プライス米国株式責任者

金融界では「アクティブ対パッシブ」論争が何十年も続いており、双方が各アプローチの優位性を主張し、意見は拮抗しています。確かに、図表1に示したように、アクティブ運用の米国大型株ファンドは過去10年余りはパッシブ・ベンチマークに劣後する場面が多く見られます。しかし、その前の10年は大半の期間でアクティブ戦略がほぼ一貫して勝っており、一概にどちらが有利とは言えません。

実際、有効性の観点からアクティブ運用とパッシブ運用のそれぞれを支持するデータ研究があります。両者を厳密に同一条件下で比較するのは難しく、対象期間によって状況が変わってきます。この点を踏まえ、どちらのアプローチが優れているか判断するには、異なる市場サイクルにおいてどちらが好成績を残したかがポイントとなります。

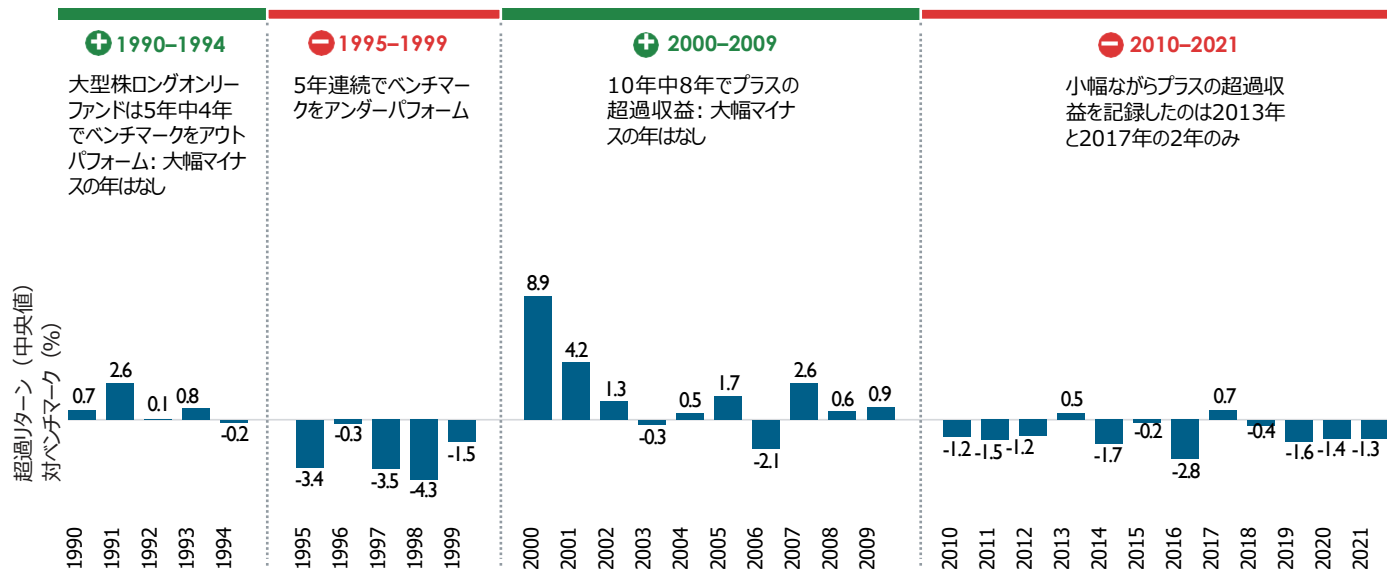
市場は転機を迎えている可能性も

金融市場はいま転機を迎えている可能性があるため、こうした動きを理解することは特に大切です。緩やかながら着実な成長、低インフレ、低金利、低ボラティリティという「ゴールドロック（適温）」環境がこの10年ほど続き、米国株は幅広いセクターで好成績を残してきました。しかし、市場は現在、不確実性の高い新たな局面に突入しています。実際それを反映してこの1年は市場のボラティリティが高まり、セクター別のリターン格差が大きくなっています。こうした状況を踏まえ、過去の景気サイクルや様々な市場環境のもとで測定したパフォーマンスの傾向は、この点においてある程度参考になります。

「...過去の景気サイクルや様々な市場環境のもとで測定したパフォーマンスの傾向は、この点においてある程度参考になります。」

異なる米市場サイクルにおけるアクティブ対パッシブのパフォーマンス比較

(図表 1) アクティブ運用の米国大型株ファンドの対ベンチマーク超過リターン (中央値)



過去の実績は、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

上記データは、イーベストメント・アライアンスの定義による米国籍国内大型アクティブ運用株式ファンド（米大型グロース、米大型コア、米大型バリュー・ユニバース）をすべて含みます。過去のデータには、運用停止や他ファンドとの合併でアクティブではなくなったファンドが含まれます。リターンは報酬控除後（報酬控除前のリターンしか提供しない運用会社は排除）で、各ファンドの報告されたベンチマークと比較。

出所：イーベストメント・アライアンス、ゴールドマンサックス・グローバル・インベストメント・リサーチ。

図表1は、1990年から2021年まで30年余りに4つの明確な米市場サイクルがあることを示しています¹。このうち2回（1995～1999年と2010～2021年）はパッシブ戦略がアクティブ戦略をアウトパフォームしています。いずれも景気拡大と力強い強気相場が続き、良好な市場心理とマクロ要因を背景に米国株が軒並み値上がりした時期で、個別銘柄間の相関が高まり、銘柄間のリターン分散が大きく低下しました。実際、「上げ潮はすべての船を持ち上げる（rising tide lifts all boats）」種類の全方位的な上昇相場では、個々の勝者と敗者を見極めるアクティブ運用者の出番はほとんどありません。

一方、1990～1994年と2000～2009年はアクティブ戦略が相対的に優位でした。この時期は米国が景気後退に陥り、不透明感が強まる中、市場のボラティリティが高

まりました。マクロ環境が悪化する中、投資家は企業の個別材料に再び注目するようになり、銘柄の好悪が選別されたため、株式リターンの分散が大きくなりました。その結果、ファンダメンタルズの強さによって銘柄間のパフォーマンス格差が拡大し、アクティブ運用者は銘柄選びの手腕を発揮しやすくなります。

個別ファンダメンタルズが資本配分を左右

市場が再び不確実で不安定な時期に入ってきたため、こうした過去の分析は重要です。最近のデータは、インフレが40年ぶりの高水準に達し、金利が急上昇、市場のボラティリティが大きく高まる中、米国が2四半期連続のマイナス成長となるテクニカル・リセッションに入ったことを示唆しています。この状況がいつまで続くか確かなことは言えませんが、過去の例に基づくと、これは腕のいいアクティブ

¹ サイクルは蓄積、マークアップ、分配、マークダウンの4段階と定義されます。サイクルは市場が底入れした直後の蓄積局面から始まり、資産価格が下落するマークダウン局面を最後に一回転が終了します。

…米国株の相関度は 2021年初め以降、低下 傾向が続いており、個別 投資機会の裾野が広 がっている

運用者には理想的な環境です。実際、米国の資本配分は、2009年の世界金融危機直後以来初めてマクロ経済要因ではなく企業個別のファンダメンタルズに大きく左右されるようになり、昨年までの10年間と状況が一変しています。

最近の分析はこれを裏付けているようです。米国株の相関は2021年初め以降、低下傾向が続いており、投資機会の裾野が広がっています。このような市場の動きは、競争優位にあり、参入障壁が高く、最終消費者に価格転嫁できる企業を発掘することの重要性を改めて示唆しています。こうした不透明な市場環境ではアクティブアプローチしか有効な銘柄選びはできず、アクティブ戦略がパッシブ戦略を上回る超過リターンを記録する確率が高まります。

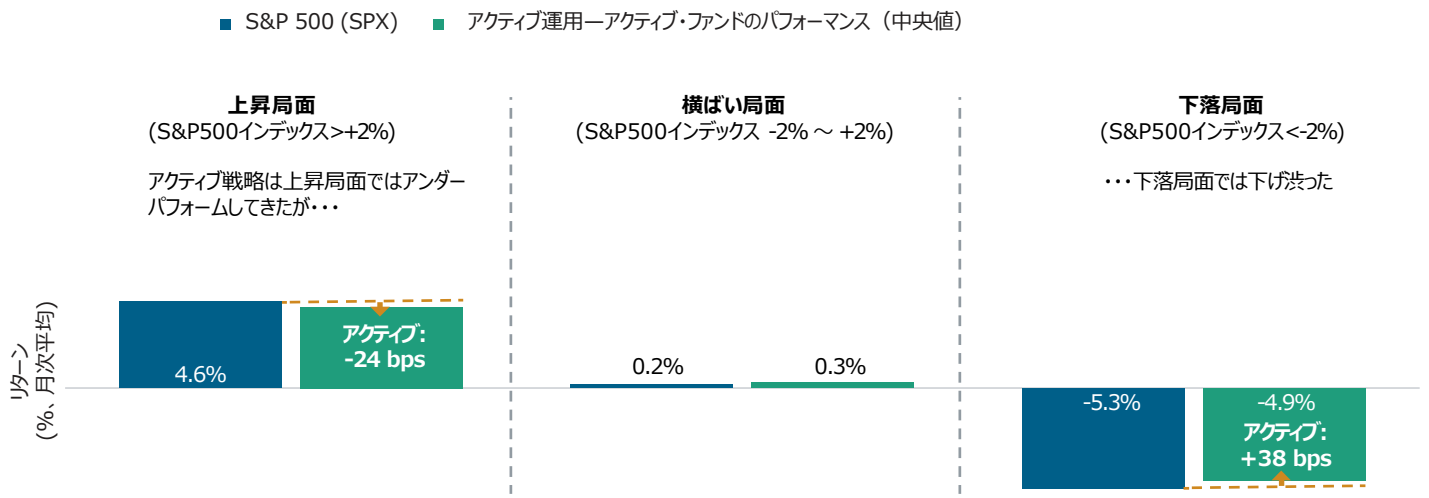
米国株の超過リターンの非対称性

一方、この1年は米市場にボラティリティが戻ってきたことから、パッシブ投資の裏面が注目されるようになりました。この戦略は上げ相場で強みを発揮する半面、下げ相場では無防備です。そもそもパッシブ戦略が市場全体と同じ動きをするのに対し、アクティブ戦略では潜在的にダウンサイドを抑制することが可能です。図表2に示したように、米大型株の下落局面ではアクティブ戦略がパッシブ戦略をアウトパフォームしており、その有効性が証明されています。

米国株アクティブ戦略の超過リターンは、上げ相場と下げ相場では非対称なことも注目すべきです。アクティブ戦略は上昇局面でパッシブ戦略をアンダーパフォーム（-0.24%）するものの、下落局面でのアウトパフォーム幅（+0.38%）はそれを上回ります。

上昇、横ばい、下落局面における米国株アクティブ運用とパッシブ運用のパフォーマンス比較

(図表 2) アクティブ運用の米国株ファンドの対ベンチマーク（S&P500インデックス）超過リターン（中央値）



1990年1月～2021年12月。

過去の実績は、将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。

上記データは、ベンチマークのS&P500インデックスに対するイーベストメント・アライアンスの定義によるアクティブ運用ロングオンリー米国大型株ファンドをすべて含みます。過去のデータにはアクティブではなくなったファンドが含まれます。ファクトセット・リサーチ・システムズのデータを使ってティール・ロウ・プライスが計算。無断複写・転載を禁ず。

出所: S&P グローバル・マーケット・インテリジェンス、イーベストメント・アライアンス、ゴールドマンサックス・グローバル・インベストメント・リサーチ (追加ディスクローチャー参照)。

だからといって、アクティブ戦略が必ずしも上げ相場で勝てないわけではなく、結局は対象となる期間がどんな市場環境かに左右されます。

アクティブ運用にとって理想的な環境

現在の厳しい市場環境は新たなパラダイムへと移行する転換点特有のものではないかと考えています。しかし、これはアクティブ運用にとって願ってもない環境です。高インフレ、金利上昇、景気刺激策の巻き戻し、成長

鈍化は多くの人には最近あまり馴染みのないものです。このため、先行き不透明感が強まり、それを反映してボラティリティも高まっています。ただ、この先対処すべき逆風がたくさんある半面、現在の市場はアクティブ運用に依然好ましい環境を提供すると見えます。過去の例を見ても、こうした状況では個別企業の要因が重視されるため、運用手腕が問われ、優秀なアクティブ運用者に豊富な投資機会を提供します。

リスク-当ポートフォリオに大きく関連するリスクは次のとおりです：

運用スタイル・リスク - 市場環境や投資家心理によって運用スタイルの人気、不人気変動し、運用実績に影響を及ぼす場合があります。

一般的なポートフォリオのリスク

キャピタル・リスク - 投資金額は変動し、元本は保証されません。ポートフォリオの基準通貨と申し込み通貨が異なる場合、投資金額は為替レートの変動による影響を受けます。

株式リスク - 株式は様々な理由で急速にその価値を失い、無期限に低位に留まる場合があります。

ESG及びサステナビリティ・リスク - ポートフォリオの投資価値や運用実績に重大な悪影響を及ぼす可能性があります。

地理的集中リスク - ポートフォリオの資産が集中する国や地域に影響を及ぼす社会、政治、経済、環境、市場情勢により、運用実績がより大きな影響を受ける場合があります。

ヘッジ・リスク - ヘッジにはコストがかかり、その効果が不完全、不適切、又は完全に失敗する可能性があります。

投資ポートフォリオ・リスク - ポートフォリオに投資する場合は、市場に直接投資する場合とは異なる特定のリスクが生じます。

運用リスク - 運用会社または運用会社が指名する者にとって、あるポートフォリオに対する義務と他の運用ポートフォリオに対する義務とが時として相反する場合があります（ただし、このような場合はすべてのポートフォリオが公正に取り扱われます）。

オペレーショナル・リスク - 担当者、システム、プロセスなどによって生じるオペレーション上の事象により、損失が生じる場合があります。

追加ディスクロージャー

S&P500インデックスはS&P Dow Jones Indices LLCまたはその関連会社（「SPDJ」）の商品であり、これを利用するライセンスがティー・ロウ・プライスに付与されています。Standard & Poor's®およびS&P®は、Standard & Poor's Financial Services LLC（「S&P」）の登録商標で、Dow Jones®は、Dow Jones Trademark Holdings LLC（「Dow Jones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJI、Dow Jones、S&P、それらの各関連会社によってスポンサー、保証、販売、または販売促進されているものではなく、これらのいずれの関係者も、かかる商品への投資の妥当性に関するいかなる表明も行わず、S&P500インデックスのいかなる過誤、遺漏、または中断に対しても一切責任を負いません。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、お客様に信頼していただける優れた運用商品とサービスを長期にわたってご提供することに注力しています。

troweprice.co.jp

T.RowePrice®

重要情報

当資料は、ティー・ロウ・プライス・アソシエイツ・インクおよびその関係会社が情報提供等の目的で作成したものを、ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社が翻訳したものであり、特定の運用商品を勧誘するものではありません。また、金融商品取引法に基づく開示書類ではありません。当資料における見解等は資料作成時点のものであり、将来事前の連絡なしに変更されることがあります。当資料はティー・ロウ・プライスの書面による同意のない限り他に転載することはできません。

資料内に記載されている個別銘柄につき、売買を推奨するものでも、将来の価格の上昇または下落を示唆するものでもありません。また、当社ファンド等における保有・非保有および将来の組入れまたは売却を示唆・保証するものでもありません。投資一任契約は、値動きのある有価証券等（外貨建て資産には為替変動リスクもあります）を投資対象としているため、お客様の資産が当初の投資元本を割り込み損失が生じることがあります。

当社の運用戦略では時価資産残高に対し、一定の金額までを区切りとして最高1.265%（消費税10%込み）の遞減的報酬料率を適用いたします。また、運用報酬の他に、組入有価証券の売買委託手数料等の費用も発生しますが、運用内容等によって変動しますので、事前に上限額または合計額を表示できません。詳しくは契約締結前交付書面をご覧ください。

「T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE」および大角羊のデザインは、ティー・ロウ・プライス・グループ、インクの商標または登録商標です。

ティー・ロウ・プライス・ジャパン株式会社

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第3043号

加入協会：一般社団法人 日本投資顧問業協会/一般社団法人 投資信託協会