

M&I 総研リサーチレポート

[シリーズ企画] (全12回)

金融商品販売会社の商品採用担当者が読むDD実務読本

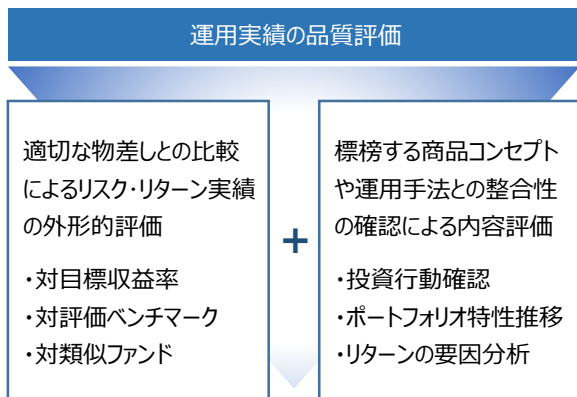
第5回 運用実績

1 はじめに

第3回の「商品コンセプトとリスク・リターン特性」と第4回の「運用プロセスと運用体制」を通じて、評価対象ファンドの「運用の枠組み」の見方を確認してきました。今回の「運用実績」では、標榜しているリスク・リターン特性が実現できているのか、また、その結果は運用の枠組みと統合的な投資行動から得られたものかを評価するステップで、第1回で述べた年金運用の5つのPでは「Performance」に該当します(図表1)。運用結果が良好なだけでなく、その結果が運用の枠組みと統合的であれば、将来においても同様のパフォーマンスが再現される蓋然性がより高いと判断できます。言い換えると、運用実績の評価は、評価対象ファンドの運用品質の安定性を確認する作業であり、評価期間中のマクロ経済環境や市場環境を踏まえながら定量・定性の両面から評価を行います。

なお、運用実績の評価では、図表2に示した通り、投資対象資産の範囲によってパフォーマンスの要因分析範囲も異なり、各商品が標榜している収益源泉と統合的な要因から収益を得られているのかどうかの評価も行います。こうした商品毎の違いも踏まえた評価の詳細は、本レポートシリーズの第7回以降で予定している資産別評価の各論で説明することとし、総論である本稿では、基本形である「単一資産×単一国」のケースを中心に、ポイントとなる部分の説明を行います。

図表1 運用実績評価の枠組み



出所：M&I総研

図表2 投資対象資産の範囲とパフォーマンス要因分析

投資範囲	ポートフォリオ構成(例)	パフォーマンス要因分解
単一資産 × 単一国	国内株式	1市場内の銘柄選択効果
単一資産 × 複数国	国内株式 米国株式 欧州株式	各市場内の銘柄選択効果 + 国別配分効果
複数資産 × 複数国	国内株式 米国株式 欧州株式 国内債券 米国債券 欧州債券	各市場内の銘柄選択効果 + 各資産内国別配分効果 + 資産配分効果

出所：M&I総研

2 パフォーマンス分析の元データ

(1) 評価期間 ～少なくとも3年以上の評価データが必要～

運用パフォーマンスはマクロ経済環境や市場環境の影響を受けるため、短期的な実績だけで評価することは早計です。環境変化の影響を排除した評価を行うためには、理想的には環境変化が一巡する期間、それが難しい場合は少なくとも3年以上の実績データが必要と言われています。また、分析には日々の購入・解約に使われる基準価額の騰落率をそのまま使うのではなく、分配金を再投資した場合の実質的なリターンを使うのが一般的です。

M&I総研では、運用実績が3年以上あるファンドは実績データを使って評価を行います。新規設定ファンドなどで3年未満の実績しかない場合は以下のような代替データを使い、できるだけ長期間のデータによる評価を心がけています。

- ① 評価対象ファンドと同じ運用手法を採用する他ファンドの運用実績(3年以上)
- ② 上記①がない又は実績が3年未満の場合、同じ運用手法を採用するペーパーポートフォリオ(注1)の運用実績(3年以上)
- ③ 上記①②が存在しない又は実績が3年未満の場合、バックテストのシミュレーションデータ(3年以上)

上記のいずれも存在しないファンドは基本的に評価対象外とします。

(2) 代替データを活用する際の留意点 ～パフォーマンス算出条件の違いを確認～

上記のような代替データは、図表3の例のように、評価対象ファンドの運用実績とパフォーマンス算出条件が異なることが多いため、可能な範囲で補正を加えるなど、できるだけ算出条件を揃えるように努めます。また、評価には代替データの信頼度も考慮する必要があります。特にバックテストによるシミュレーションは後付けで振り返ったものであることから、データ分析に恣意性が入りやすく、取り扱いに注意が必要です。システムティックなクオンツ運用の場合でも、多くは過去を振り返ってクオンツモデルを構築します。従って、モデル構築に使うデータ期間の選定の影響を受けるため、データ期間選定によるバイアスを考慮して評価する必要があります。また、アクティブ運用で商品コンセプトのキーとなる要素のバックテスト結果などが参考情報として示されるケースもあります。例えば、株式ファンドでPBRが市場平均よりも低い銘柄群の平均リターンが市場全体の株価指数を上回る、というようなバックテスト結果が示されることがありますが、これらはパフォーマンス実績とは異なるものであり、ファンドの評価データとしては使えないことに留意が必要です。

図表3 代替データのパフォーマンス算出条件が運用実績と異なることが多いパターン

	想定される具体例	留意点
例1	海外の運用会社に運用を外部委託する場合に、外部委託先が既に類似戦略で運用している外国籍ファンドの実績を代替活用	通貨建や信託報酬水準の違いの補正方法、為替ヘッジがある場合の補正方法、日本国内の法規制等に適合させるための運用制約の違いの有無
例2	クオンツ型アクティブ運用でAIの活用など、従来なかった運用手法を採用するファンドの場合にバックテストを活用	投資判断材料とする情報範囲や情報入手タイミング、投資判断から売買執行までのタイムラグ、取引コストの仮定等、シミュレーションの前提条件と実際の運用の違い、急落・急反発などストレス環境でのシミュレーションの有無

出所：M&I総研

(3) 代替データ活用のメリット ～新たな収益機会をいち早く取り込める可能性～

運用実績の長いファンドのみを採用対象とすれば代替データの問題は発生しませんが、例えば、昨今注目を浴びているESG投資のように十分な運用実績がない新商品の採用検討を迫られるケースも少なくありません。環境が日々変化していく中で、長期の運用実績がないことだけをもって新規採用の検討対象から外してしまうことは、新たな収益機会を取り込むチャンスを閉ざしてしまうことにもなりかねません。代替データの生成方法や実際の運用実績と代替データの接続方法などをデューデリジェンス(以下、DD)の中で詳細に確認して分析を行ったうえで、しかるべき判断を行うことも、商品採用担当者の見識の表し方の一つと考えます。

3 基本的な評価項目

(1) リスク・リターンの外形的評価 ～目標収益や類似ファンドとの相対評価を重視～

運用実績の評価では、リターン水準だけではなく、リターンを得るために負担したリスク水準を考慮したリスク調整後リターンも併せて確認することが重要です。また、運用実績の良し悪しを評価する代表的な物差しとしては、①目標収益、②ベンチマーク指数、③類似ファンドがあります。なお、これら評価の物差しを公表していない場合でも、運用会社の社内でファンドマネジャー評価や商品モニタリングの基準として、目標収益や社内評価ベンチマーク、類似ファンド比較のルールを設定している場合が多いので、DDに際して運用会社に確認することをお勧めします。

① 目標収益との比較

運用会社が目標とする運用成果を達成できているのかを確認するものです。現状の公募投信市場では目標収益を公表していないケースが圧倒的多数ではありますが、公表する公募投信も徐々に増えています。目標収益の設定方法は、絶対水準型(〇%以上)、実質水準型(Libor金利+〇%、インフレ率+〇%等)、ベンチマーク設定型(TOPIX+〇%等)に大別できます。

② ベンチマーク指数との比較

(ア) 代表的なベンチマーク指数 ～運用の中身に対応した指数を選定～

運用会社が運用目標を公表していない場合でも、そのファンドの投資対象市場を踏まえて適切なベンチマーク指数を評価ベンチマークに選定して比較分析を行うことが有用です。主要な資産クラスの動きを表す代表的なベンチマーク指数は図表4の通りです。また、各市場の中でも特定の運用スタイルや

図表4 資産クラス別の市場ベンチマーク指数(例)

資産クラス	ベンチマーク指数	資産クラス	ベンチマーク指数
国内株式	東証株価指数(配当込)	国内REIT	東証REIT指数(配当込)
国内債券	NOMURA-BPI総合	海外REIT	S&P Developed REIT(配当込)
先進国株式	MSCI KOKUSAI(配当込)	コモディティ	Bloomberg商品指数
先進国債券	FTSE世界国債(除く日本)	ヘッジファンド	HFRX Global Hedge Fund
新興国株式	MSCI Emerging(配当込)		
新興国債券	J.P. Morgan GBI-EM Global Diversified		

出所：M&I総研

セクター等に特化して運用を行うファンド等、範囲を限定して運用しているファンドの場合は、それぞれのファンドの投資内容に適したベンチマーク指数を選定する場合があります。株式であれば、大型株・中型株・小型株といった規模別指数や、産業区分による業種別指数、成長株・割安株などの運用スタイル別指数、債券であれば、国債、地方債、事業債(格付基準によって投資適格債、ハイイールド債)、モーゲージ債、インフレ連動債など発行体種別や信用リスク種別毎のセクターインデックスとの比較分析を行うことで、より精緻な運用評価が可能になります。

(イ) 為替ヘッジ付ファンドのベンチマーク指数 ～為替フォワードレートから求めたヘッジコストで補正～

為替ヘッジ付ファンドの評価では、為替ヘッジ付ベンチマーク指数を使用するか、入手困難な場合は現地通貨ベースのベンチマーク指数に対して為替ヘッジコストを補正して比較することが必要となります。為替ヘッジコストは教科書的には内外金利差ですが、実際の市場ではその時々環境によって内外金利差以外の需給要因^(注2)が発生します。実務的には為替ヘッジの大半が1か月のフォワード取引のロールオーバー^(注3)によるものであることを踏まえて、為替市場の1か月フォワードレートとスポットレートから逆算して為替ヘッジコストを算出することが可能です。

(ウ) アクティブリスクとアクティブリターン ～運用スキルを評価する尺度～

ベンチマーク指数との比較評価ではファンドのリターン実績がベンチマーク指数を上回っているか否かだけに注目しがちですが、リスクと超過収益率のバランスを確認することが大切です。ベンチマーク指数から乖離するリスク(=アクティブリスク)をどの程度とっているのかを示す尺度をトラッキング・エラー(TE)といい、対ベンチマーク指数の超過収益率の標準偏差として求められます。そして、超過収益率の平均をTEで除したものをインフォメーション・レシオ(IR)といい、アクティブリスク調整後のアクティブリターンの測度として運用スキルの評価に使われます。一般に、IRが0.5以上のファンドは相応に運用スキルがあると評価され、運用会社も目標超過収益率を設定する際にIRが0.5となる水準を目途とすることが多いようです。

③ 類似ファンドとの比較 ～市場環境からの影響を受けずらい相対比較評価～

何らかの市場環境の影響を受けて、特定の業種や運用スタイルが総じてベンチマーク指数を下回っている状況では、対ベンチマーク指数の運用実績だけを見てもファンドの適切な評価はできません。このような場合には、現実的な選択肢の中で相対的に良い物を選ぶという観点から、類似ファンドとの比較が有用です。類似ファンドの選定は、恣意性を排除すべく社内ルール等を予め設定しておき、常に同じ基準で選定します。M&I総研では、国内の公募投信で投資対象範囲が同様(運用スタイルやセクター等が明確な場合は、それらも考慮)で、目つリスク水準が似通った類似ファンドの中から、運用実績が3年以上あって純資産規模が大きい5ファンド程度を類似ファンドとして選定しています。また、国内の公募投信の中に類似ファンドがない場合は、参考評価として海外のファンドとの比較を活用する場合があります。

4 商品コンセプトとの整合性の確認 ～リターンの再現性の確度を評価～

(1) 局面別パフォーマンス傾向の確認 ～景気・市場局面との関係性～

運用実績については、半年、1年、3年、5年など、いつかの評価期間別に年率換算リターンを算出し、リターン水準や目標収益、ベンチマーク指数、類似ファンドとの相对比较を見ていくと、期間別の優劣が確認できます。もちろん、優れた結果が出るのが望ましい訳ですが、優れた結果であっても、それが偶然の産物なのか、それとも商品コンセプトと整合的に、狙った収益源泉から運用手法の特性を生かして得られた結果なのかを確認する必要があります。逆に劣後している場合でも、評価期間中で相対劣後する理由が商品コンセプトから合理的に説明できるのであれば、運用品質面で問題は生じていないと判断することも十分あり得る点に留意が必要です。

マクロ経済環境や市場環境と運用実績の関係性をより詳細に確認するためには、1年毎のリターンを時系列で表にし、絶対リターンの出方、対ベンチマーク指数との相対リターンの出方を確認していきます。本レポートシリーズの第3回で見た通り、投資対象資産、セクター等の収益源泉や運用手法によって、景気循環や市場局面毎のリターンの出方には一定の傾向が見られます(図表5、図表6)。景気循環や市場局面の比較において、絶対リターンや相対リターンの出方が商品コンセプトと整合的な動きとなっているのか、類似ファンドとの局面別のパフォーマンス差は運用の枠組みの違いで概ね説明できそうなのか、といった観点でチェックを行います。

図表5 投資対象資産のリターンと景気循環局面の関係(概念的な傾向イメージ) 本シリーズ第3回から再掲

収益源泉 景気回復	債券	信用スプレッド	株式	コモディティ
回復	△	◎	◎	○
好況	×	○	○	○
後退	◎	×	×	×
不況	○	△	△～○	×

出所：M&I総研

図表6 運用手法における投資ポジションの取り方別のリターンと市場局面の関係(概念的な傾向イメージ) 本シリーズ第3回から再掲

運用手法 市場局面		長期投資の手法		短中期投資の手法		
		順張り (成長投資) β主+a従	逆張り (割安投資) β主+a従	順張り (トレンドフォロー) β重視	逆張り (リターン・リバーサル) α重視	市場ニュートラル (相対評価重視) α重視
		I	II	III	IV	V
上昇トレンド	前期	×	○	×	○	○
	後期	○	×	○	×	△
下落トレンド	前期	×	○	×	○	○
	後期	○	×	○	×	×
ボックス相場		△	△	×	○	○

○良好、△普通、×不芳(手法I～IVは対ベンチマーク超過収益、Vは絶対リターンのイメージ)

出所：M&I総研

(2) リターンの要因分析 ～狙ったところから収益が取れているか～

リターンの要因分析の時系列データを確認することで、リターンが商品コンセプトに沿った収益源泉から得られているのか、精緻な分析が可能となります。リターンの要因分析の切り口は資産クラス毎に異なりますが、典型的な株式や債券のファンドの場合は以下のとおりです。

- ① 株式：業種配分要因、個別銘柄要因
- ② 債券：デュレーション要因、イールドカーブ要因、クレジット要因、個別銘柄要因

上記のような精緻な要因分析を自ら行うにはファンド内の個別銘柄の保有比率や月中の売買データの推移が必要ですが、公募投信ではそこまでの情報開示は行われておらず、仮に開示されたとしても資産毎の要因分析ツールを実装して分析することは容易ではありません。DDに際し、運用会社が算出した要因分析の情報開示を求める以外の方法がないのが実情ですが、より簡便な方法として、運用会社が月次運用報告書に基準価額変動に対する寄与度データを開示している場合には、これを活用して大まかな特性の確認をすることも可能です。

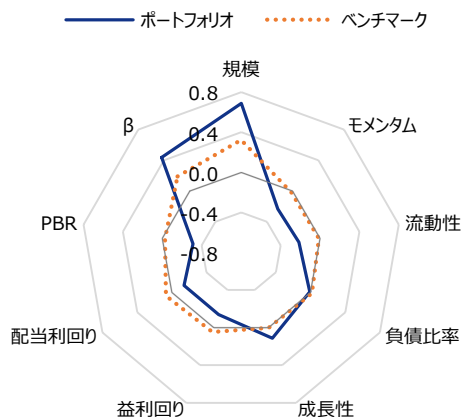
(3) リスクテイク状況の確認 ～リスクコントロールは商品性と整合的か～

リターン実績と同様にリスク・テイクの状況についても複数の評価期間毎に確認が必要です。リターンと同様に1年毎のトータルリスク(標準偏差)を時系列で確認し、商品コンセプトから想定される範囲内でリスクテイクがなされているのかどうかを確認します。また、ベンチマーク指数+ α 型のアクティブファンドであれば、ベンチマーク指数に対する実績トラッキング・エラーが商品コンセプトから想定される範囲内のアクティブリスク水準の範囲内で運営されているかを合わせて確認します。確認の結果、トータルリスクやアクティブリスクが事前の想定以上に乖離が認められる場合には、過大にリスクをとる運用がなされたのか、必要以上に保守的な運用がなされたのかを示唆していますので、その理由を運用会社に確認していきます。

(4) 投資行動の確認 ～ポートフォリオ構成比率推移や売買実績の事例も確認～

更に具体的な運用の中身を確認するためには、ポートフォリオ内の業種比率などの投資比率や、アクティブ運用の各種リスク管理指標、売買の推移などの具体的な投資行動を確認します。また、BARRA®等のリスク分析システムによるリスクエクスポージャー(図表7)の状況を確認することで、標榜している運用スタイル通りのポジション運営がなされているのか精緻な分析が可能となります。また、ジャッジメンタルなアクティブ運用の場合には、パフォーマンスに大きな影響を与えた投資判断や、市場が大きく変動した前後で行った投資判断の具体例の説明を運用会社に求めることで、ルール化しにくい運用スタイルの理解がより具体的なものとなります。

図表7 リスク分析システムのリスクエクスポージャー(株式の場合のイメージ)



出所：M&I総研

以上、今回は運用実績の評価について、評価に使う元データに関する留意点、評価ベンチマークや類似ファンドとの比較など、パフォーマンス評価の主要な物差しの使い方、運用実績と商品コンセプトの整合性確認を通じたパフォーマンスの再現性評価などについて、各資産に共通する基本的な部分の概略を説明しました。次回は、商品採用後の継続的なDDともいえるモニタリング業務について説明します。

- (注1) ペーパーポートフォリオ：実際の運用と同様に日々の投資環境や個別銘柄の分析を行い、投資判断に基づく銘柄売買を記録した仮想ポートフォリオ。新商品開発時にシードマネーを使った試行期間を設ける代わりに、リアルタイムのシミュレーションの実施によりトラックレコードを残す手法。一定のルールに基づいて過去に遡ってパフォーマンスを算出するバックテストのシミュレーションよりも信頼度が高いとされる
- (注2) 内外金利差以外の需給要因：所謂「ベース・スワップ・スプレッド」のことで、円と外貨の変動金利同士を交換するベース・スワップ取引の際に、価格が内外金利差以上に乖離している部分のこと。交換する外貨の需給が強いほど、このスプレッド幅が拡大する
- (注3) 為替のロールオーバー：未決済の為替ポジションを次の期日まで繰り延べる取引のこと

- 本資料は信頼できると判断した各種情報等に基づいて作成していますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。
- 本資料中の図表、数値、その他データについては、過去のデータに基づき作成したものであり、将来の成果を示唆あるいは保証するものではありません。また、シミュレーションが含まれる場合、前提として記載している想定条件に基づくシミュレーションであり、実際の状況とは異なる場合がございますので、予めご了承ください。
- 本資料に記載された意見や予測等は、資料作成時点での弊社若しくは執筆者の判断であり、今後、予告無しに変更されることがあります。弊社は本資料のアップデートを行うことをお約束いたしません。
- 本資料で使用している各指数に関する著作権等の知的財産権、その他一切の権利はそれぞれの指数の開発元もしくは公表元に帰属します。
- 本資料に関わる一切の権利は、他社資料等の引用部分を除き、弊社に帰属し、いかなる目的であれ本資料の一部または全部の無断での使用・複製は固くお断りいたします。