



これから訪れる不確実性の高い市場に 適応するために必要なアクティブ運用

From the Field

2024年7月



サマリー

- パッシブ運用は数十年にわたりその規模を拡大してきたが、この勢いを支えてきた要因の一部が弱まっている兆候が見えてきた。
- アクティブ運用とパッシブ運用で報酬の差が縮まると同時に、アクティブETF（上場投資信託）として税効果のある投資手段の人気の急速に高まっている。
- 高金利環境で、リターンのバラつきが広がり、ボラティリティの高い新たな市場環境で、グローバルかつ充実したリサーチ体制を備えるアクティブ運用マネジャーは優位性を発揮する。



Rob Sharps
CEO兼社長

2023年末、数十年にわたる規模の増大により、米国の投資信託とETF市場において、初めてパッシブ運用ファンドがアクティブ運用ファンドの資産残高をわずかに上回りました。しかし、市場や業界の状況が変化し、この勢いを支えてきた要因の一部が弱まっている兆候があります。世界金融危機後の低金利および豊富な流動性の時代は終わりを迎え、高金利かつリターンのバラつきが広がり、ボラティリティの高い市場に置き換わりつつあります。そうした市場環境は、アクティブ運用がアウトパフォームする投資機会を提供します。

指数を上回るよりも模倣を目指すパッシブ運用ファンドの増大は、劇的なものでした。過去30年にわたり、米国の株式および債券のパッシブ運用ファンドの規模は、投資信託およびETF市場全体の5%未満から50%以上にまで拡大しました（図表1）。パッシブ運用ファンドの近年の堅調なパフォーマンスがこの動きを促進しました。ア

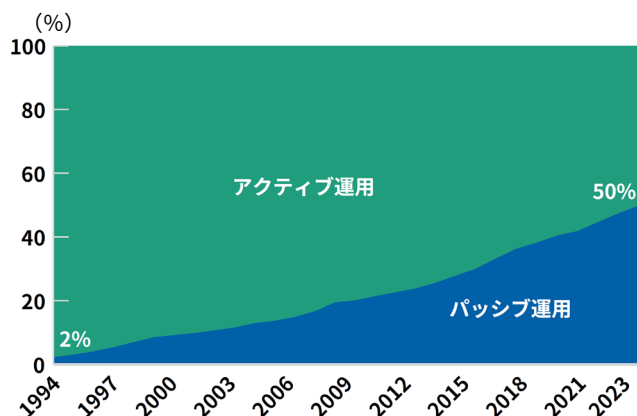
クティブ運用戦略とパッシブ運用戦略は、歴史的にアウトパフォームする局面が移り変わってきましたが、パッシブ運用戦略は、世界金融危機後の超低金利環境において特に堅調でした。

2008年の危機後、世界中の中央銀行は政策金利を引き下げました。0%にまで引き下げた国もあるなか、量的緩和によってさらに緩和政策が強化されました。中央銀行はオープン市場から証券を購入して流動性を高め、投資を促しました。超低金利と豊富な流動性の組み合わせは、株式市場が上昇する完璧な状況を生み出しました。S&P500指数は、2009年3月9日につけた世界金融危機後の底から2024年6月末までに累積で707.1%の価格リターン、987.4%のトータル・リターン（配当込み）を創出しました¹。

¹ 過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

パッシブ運用の市場シェアは急速に拡大

(図表1) 米国の投資信託およびETF市場の半分は今やパッシブ運用戦略に



2023年12月31日時点。

上図は米国の投資信託およびETF市場に占めるアクティブ運用戦略とパッシブ運用戦略の割合を示しています。

出所：モーニングスター（追加ディスクロージャーをご覧ください）。

金融緩和政策により生み出されたモメンタムがインデックスファンドの増大に寄与しました。インデックスファンドは、米国株式市場のボラティリティが低く、パフォーマンスが堅調で、株式の相関が高まる局面でアウトパフォームする傾向があります。コスト面の選好もパッシブ運用の増大を支えてきました。パッシブ株式ファンドの報酬は、歴史的にアクティブ株式ファンドの報酬より低く、ETFの税効果がパッシブETFの優位性をさらに高めてきました。しかし、報酬の差は近年縮まっており、認識されるトレードオフの関係を複雑にし、超過収益に対するハードルを下げ、

“...報酬の差は近年縮まっており、認識されるトレードオフの関係を複雑に....”

報酬の差を相殺しています。

市場のインデックス化は債券市場においても顕著ですが、アクティブ運用のシェアは依然として高く、多くの分野でパッシブ運用を上回っています。この理由の一つは、多くの債券戦略において指数の模倣が難しく、ファンドと指数の間でパフォーマンス格差が生じるからです。別の理由としては、パッシブ債券ファンドとアクティブ債券ファンドの間で報酬の差が小さいことが挙げられます。

指数内での集中度がアクティブ運用者への課題となる

世界金融危機後の数年間で株価が上昇し、パッシブ運用が増大したことから、別の重要な動きが生じました。それは、指数内における特定銘柄への集中度が高まったことです。特に米国株式市場の大幅な上昇は、時価総額加重指数で圧倒的な割合を占める少数のテクノロジー銘柄によるものでした。これらの支配的な企業は、2010年代初頭にFANG（フェイスブック、アマゾン・ドット・コム、ネットフリックス、グーグル）と総称され、2017年にアップルが加わってFAANGと呼ばれました。その後、マグニフィセント・セブン（アップル、マイクロソフト、アルファベット、アマゾン・ドット・コム、メタ・プラットフォームズ、エヌビディア、テスラ）と呼ばれる現在の支配的なグループに置き換わりました。マグニフィセント・セブンは、6月末時点でS&P500指数の32%超を占めていますが、10年前の同指数の上位7銘柄の比率は全体の14%に過ぎませんでした。

アクティブ運用マネジャーは、株式市場の集中度が高い局面で優れたパフォーマンスを上げる可能性がある一方、

超巨大企業がパフォーマンスをけん引する局面では劣後する傾向があります。少数の大型企業が市場の上昇を主にけん引する環境下では、大型企業内で資本の取り合いがポートフォリオのパフォーマンスに大きな影響を与える可能性があります。分散および慎重なリスク管理に努める熟練されたアクティブ運用マネジャーは、これらの支配的な企業に多額の資本を配分する必要に迫られ、投資機会を狭めざるを得ません。現在の指数内における集中度は、アクティブ運用マネジャーに投資機会を提供するものの、投資機会を拡大することができた局面と比べると、大きな課題をもたらします。

マグニフィセント・セブンの異常な伸びが株式指数を押し上げてきた一方、それらが提供できる分散効果も削減してきました²。指数内の高い集中度は、支配的な企業のパフォーマンスが堅調な時にパッシブ運用者のリターンに寄与しますが、それらの企業のパフォーマンスが悪化する局面では大きな逆風となり得ます。

² 分散は利益を保証することや、市場下落時に損失を防止することはできません。

S&P500など時価総額加重のパフォーマンスの模倣を目指すインデックスファンド運用者にとって、マグニフィセント・セブンの支配的な立場は、それらの株式がアウトパフォームした2023年は問題にはなりません。しかし、中小型企業が大型企業を上回る局面が訪れれば、より分散されたポートフォリオを有するアクティブ運用者は、大型株への配分が大きいインデックスファンドをアウトパフォームすると見込まれます。

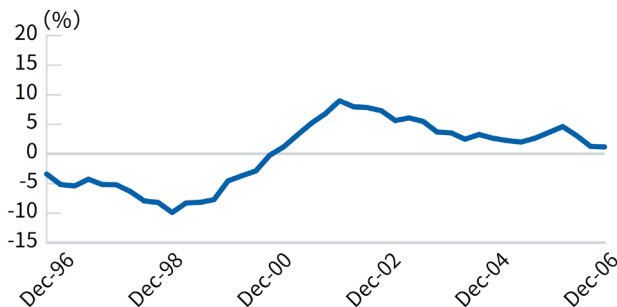
市場の転換点

市場の集中度は過去10年間にわたり急上昇しており（図表2）、50年以上にわたり見られなかった程度まで集中しています。歴史的に見て、優れたアクティブ運用マネジャーは、通常市場の集中度が下がる局面で良好なパフォーマンスを上げる傾向にあります。例えば、1990年代後半のITバブル期において、S&P500指数の上位10銘柄の合計ウェイトは25%でピークをつけました。バブル後、テクノロジー企業の時価が暴落したことから、指数の集中度は急低下しました。アクティブ運用マネジャーは、2002年3月のバブルのピーク時に指数に劣後しましたが、バブル崩壊後には大きなアルファ（超過リターン）を創出しました（図表3）。

同じようなパターンは、1980年代の日本の資産価格バブルや2000年代のエマージング市場の上昇においても発生しました。いずれの場合も、資産価格の高騰が指数の集中度を高めた後にパフォーマンスが低下し、銘柄間のバラつきが戻りました。ともに、バブルが形成されるなかでパッシブ運用戦略への資金流入が急増しましたが、バブル崩壊後は熟練されたアクティブ運用マネジャーがアウトパフォームしました。

アクティブ運用マネジャーはITバブル崩壊後に大きなアルファを創出

（図表3）超過リターン（3年ローリング、中央値）



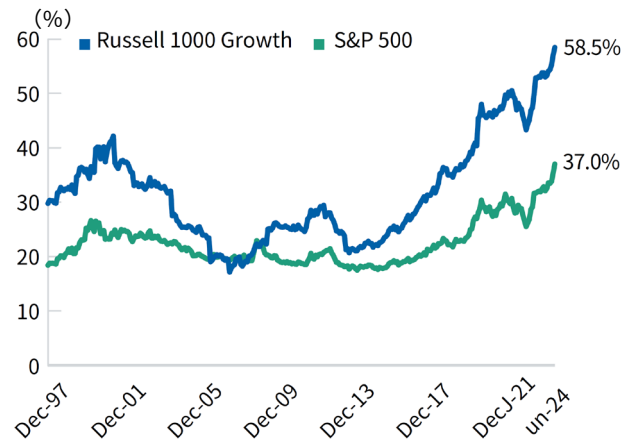
2006年12月30日時点。

・過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。上図は、米国のアクティブ運用マネジャーの3年ローリング超過リターン（報酬控除後、月次計算）の中央値を示しています。ベンチマークはS&P500指数で、パッシブ運用の代替としての役割を果たしています。アクティブ運用マネジャー・グループは、モーニングスターの米国カテゴリー・グループに従って「米国株式」に分類されるすべての米国投資信託で構成されています。インデックスファンドは除かれています。投資信託に複数のシェアクラスがある場合、最も古いシェアクラスを代表として使用しました。

出所：モーニングスター、ティー・ロウ・プライスによる分析。追加ディスクロージャーをご覧ください。

市場の集中度は過去10年間にわたり高騰

（図表2）ウェイト上位10銘柄の合計構成比率



2024年5月31日時点。

出所：ファクトセット。ファクトセット・リサーチ・システムズ・インクからのデータを用いてティー・ロウ・プライスが計算。全ての権利はファクトセットに帰属します。FTSEラッセル、S&P（追加ディスクロージャーをご覧ください）。

現在の指数内における高い集中度が著しく低下するタイミングを予測することは難しいものの、市場の転換点に差し掛かっていることは明白です。緩やかなディスインフレの世界から高インフレの世界に、超低金利環境から高金利の環境に（図表4）、長期の低ボラティリティ局面からボラティリティの上昇が見込まれる局面に、株式と債券のバリュエーションが高い時代から過去平均に近い時代に転換しています。

金利は数十年にわたり低下した後に高騰

（図表4）米国債利回りは2008年以來の高水準に



2024年6月17日時点。

・上図は、ブルームバーグ米国総合債券指数の最低利回りを示しています。最低利回りは、その契約に発行体が証券を満期前に償還できる条項が含まれている債券において可能な最低の利回りを示しています。出所：ブルームバーグ・ファイナンス・エルピー。

バラつきの拡大とボラティリティの上昇

これはパラダイム・シフトであり、長期的に影響を及ぼす可能性があります。市場の効率性が高まれば、投資家は銘柄間のバラつきが小さかった近時よりもバリュエーションに敏感になる必要があるでしょう。ファンダメンタル調査、そして株価上昇要因とリスクを特定する能力は引き続き不可欠と考えていますが、よりダイナミックなアプローチを採用しているアクティブ運用マネジャーは、企業のファンダメンタルズとともに、より幅広いマクロ経済・社会・地政学的要因を考慮できる優位な立場にあるでしょう。

アクティブ運用者は、定義上、ベンチマークにとらわれることなく、シクリカル要因に傾く傾向があります。例えば、米国のアクティブ運用マネジャーは、通常、小型株のリターンが大型株を上回る時や、米国外株式が米国株式を上回る局面でアウトパフォームしています。

大型株は過去10年間のほとんどで優勢でしたが、小型株のバリュエーションは妥当であり、今後数年にわたり高い利益成長が見込まれるというのが現在のコンセンサス予想です。ただし、米国の小型株は、欧州の小型株より高金利の長期化に対して脆弱です。米国外株式の現在のバリュエーションは妥当であり、高金利の環境下で堅調となる可能性があります。

3 デュレーションは、金利の変化に対する債券価格の感応度です。

超低金利環境の終了は、債券市場においてもリターンのバラつきの拡大とボラティリティの上昇につながると予想しています。アクティブ運用は、デュレーション³管理に加え、国の選別、イールドカーブのポジショニングおよび個別銘柄選択に寄与します。

新たな金利環境の影響に加えて、世界は統合人工知能（AI）に向けた革新的なテクノロジーの転換を迎えています。過去に同程度の進歩が見られた時のように、今回の変化は企業のファンダメンタルズの乖離を広げると見込まれます。綿密なリサーチを通じて、このプロセスから一次のおよび二次的な恩恵を受ける企業を見極めるアクティブ運用者には、優位性があるでしょう。

マグニフィセント・セブンは並外れた業績を上げてきました。それらの多くは、規模が大きく急成長している市場において圧倒的なリードを有します。しかし、歴史が示唆するように、最終的な競争、イノベーション、大数の法則、または政府の介入が、マグニフィセント・セブンに対してさえ重しとなる可能性があります。

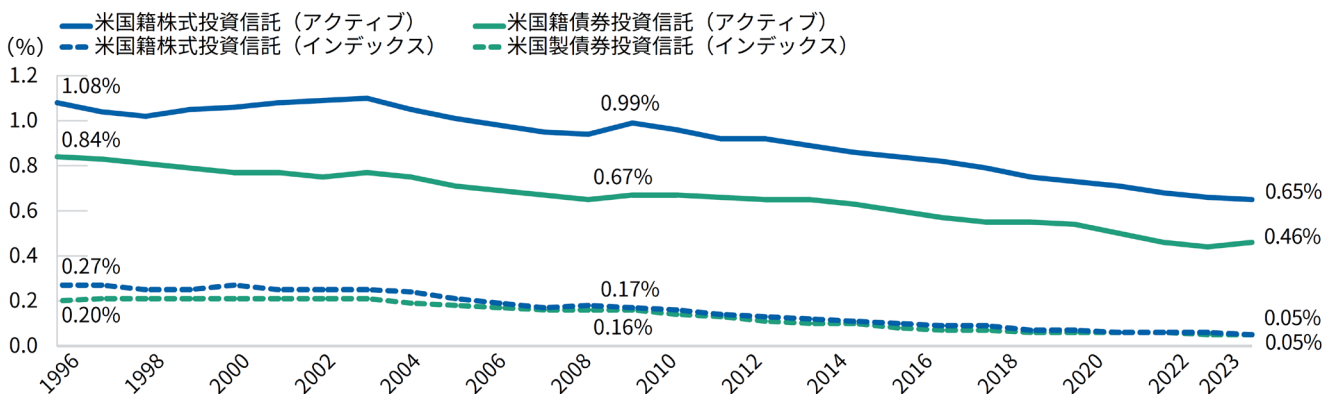
アクティブ運用に有利な環境へと変化

その他、パフォーマンス関連以外でパッシブ運用の増大の背景にある要因も弱まり始めています。例えば、パッシブ運用ファンドだけでなく、アクティブ運用ファンド

も、近年報酬に対する下方圧力を受けているため、両者の差は縮まってきました（図表5）。パッシブ運用は今や報酬の引き下げ余地がありません。

パッシブ運用とアクティブ運用の報酬の差は縮小

（図表5）両者の報酬は低下



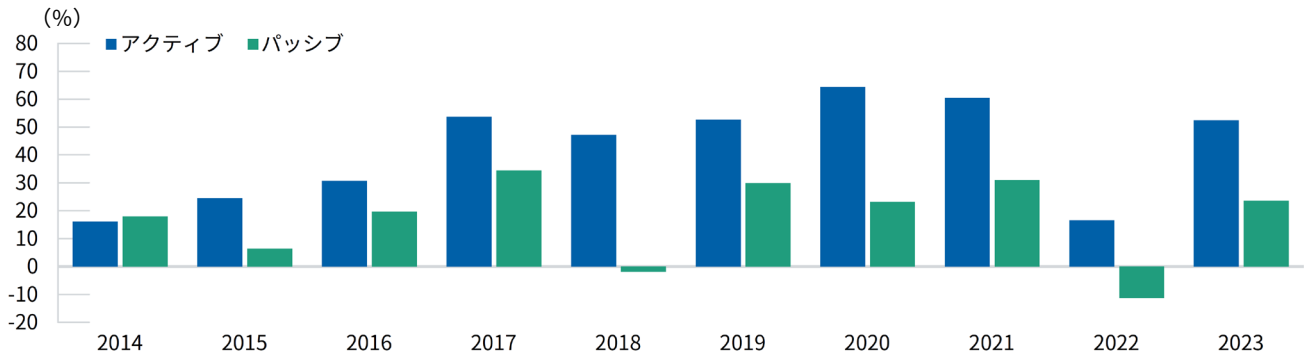
2023年12月31日時点。

上図は、アクティブ運用とパッシブ運用の株式・債券ファンドに関して、資産加重平均経費率の推移を示しています。

出所：米国投資会社協会、リップラー、モーニングスター。“Trends in Expenses and Fees of Funds, 2023” / James Duvall, Alexander Johnson.

アクティブETFはパッシブETFより急速に増大

(図表6) 2023年にアクティブETFはパッシブETFの2倍以上のペースで増大



2023年12月31日時点。

上図は、アクティブETFとパッシブETFの前年比運用資産増加率を示しています。

出所：モーニングスター（追加ディスクロージャーをご覧ください）。

ETF⁴など税効果のある投資手段が人気を集めてきました。歴史的に見て、ETF市場のほとんどはパッシブ運用が占めてきましたが、近年投資家の選択肢が増えており、アクティブETFはパッシブETFを上回るペースで設定されています（図表6）。アクティブETFは絶対額では依然規模が小さいものの、その伸びはパッシブETFを上回っています。

前述したパフォーマンス関連で見込まれる変化と相まって、これらの動向による投資環境の根本的な変化は、アクティブ運用に有利に働くと考えています。特にグロー

バルな規模で、充実したリサーチ体制を擁し、顧客に最善の結果をもたらす機会を幅広く追求するアクティブ運用マネジャーに優位性があります。これは、パッシブ運用の後退を予想するものではありません。しかし、アクティブETFの形で税効果の高い選択肢があり、過去よりも報酬面の競争力が全体的に高く、ボラティリティが上昇し、リターンのバラつきが拡大する局面でより良い結果をもたらす可能性がある市場に転換する中で、アクティブ運用は投資家にとって望ましい選択肢になり得ると考えています。

⁴ 米国のETFは、投資信託などとは異なり、キャピタル・ゲインへの課税が生じない構造により税制面での優遇がある可能性があります。

INVEST WITH CONFIDENCE®

ティー・ロウ・プライスは、進化する世界で投資機会を見極め、アクティブ運用をもってお客様の成功を支えます。

資料内に記載されている個別銘柄につき、説明のみを目的に言及したものであり、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。

アクティブ運用はパッシブ運用よりもコストが高くなる場合があります。また、市場全体や同様の運用目的をもつパッシブ運用ファンドのパフォーマンスを下回る可能性があります。インデックス、モーニングスター・カテゴリーのパフォーマンスは説明のみを目的にしたものであり、特定の投資商品を指すものではありません。インデックスやカテゴリーに直接投資することは出来ません。

追加ディスクロージャー

- 著作権はモーニングスターに帰属します。当資料に含まれる情報は、(1) モーニングスターおよび情報提供者のものであり、(2) 複写や配布を禁じ、(3) その正確性、完全性、迅速性は保証されておりません。モーニングスターと情報提供者はこの情報の使用により被る損害・損失に対し責任を負いません。
- S&P500インデックスはS&PDowJonesIndicesLLC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'sFinancialServicesLLC（「S&P」）の登録商標で、DowJones®は、DowJonesTrademarkHoldingsLLC（「DowJones」）の登録商標です。ティー・ロウ・プライスの商品は、SPDJ、DowJones、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。
- ロンドン証券取引所グループおよびそのグループ事業（総称して「LSEグループ」）。著作権はLSEグループに帰属します。FTSEラッセルは、特定のLSEグループ企業の商号です。「Russell®」は関連するLSEグループ企業の商標であり、他のLSEグループ企業はライセンスを得て使用しています。FTSEラッセル・インデックスまたはデータの著作権は、インデックスまたはデータを保有する関連するLSEグループ企業に帰属します。LSEグループおよびそのライセンサーは、インデックスまたはデータの誤りや不備の責任を負わず、いずれの当事者も本書に記載のインデックスまたはデータに依拠することは禁止されます。関連するLSEグループ企業の書面による明示的同意なしにLSEグループから得たデータを再配布することは認められません。本書の内容は、LSEグループによる販売促進、出資および承認は受けておりません。
- リッパー・データの出所：リッパー・インク。上表に含まれるミューチュアル・ファンドの情報の一部はリフィニティブ・カンパニー傘下のリッパーによる提供です。著作権はリフィニティブに帰属します。文書によるリッパーの事前同意なしにリッパーの情報の複写、再出版または再配布は明示的に禁止されます。リッパーは、情報の誤りや遅延、またはそれに依拠した行為に対する責任を負いません。

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み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）の逡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／一般社団法人 第二種金融商品取引業協会