

シュローダー・イン・フォーカス

新しいタイプの投資家の出現は、 アクティブ・ファンド・マネージャーにとって好機となるのか？

2025年3月

アクティブ・ファンド・マネージャーの競争環境はいわゆる「ゼロサムゲーム」ではなく、市場をアウトパフォームする機会に恵まれていると考えます。そして、その確率は高まりつつあるとみています。



アンドリュー・ライマー, CFA
シニア・ストラテジスト
ストラテジック・リサーチ・ユニット



ジョン・エクスリー
ヘッド・オブ・
スペシャリスト・ソリューション



ダンカン・ラモント, CFA
ヘッド・オブ・
ストラテジック・リサーチ

アクティブ運用に対する最も有名な批判として、「ゼロサムゲーム」があります。ただし、この主張は最も乱用、誤用、誤解されています。それだけでなく、株式市場の構造と市場参加者の変化について研究を行った結果、私たちは、アクティブ・マネージャーが市場をアウトパフォームする機会が高まっていると考えます。アクティブ運用にとって最も困難な市場であると考えられる、米国株式市場に対しても同様の考えを持っています。

ゼロサムゲームとは？

ゼロサムゲームは次のように説明できます。

市場には、アクティブ投資家とパッシブ投資家の2種類のタイプの投資家が存在し、全てのパッシブ投資家は市場リターンを獲得することができます。パッシブ投資家とアクティブ投資家が獲得するリターンの平均は市場リターンに等しくなるため、アクティブ投資家の平均リターンも市場リターンに等しくなります。アクティブ投資家同士で市場リターンを取り合うため、一部のアクティブ投資家がアウトパフォームするためには、その他のアクティブ投資家がアンダーパフォームする必要があります。そして、アクティブ・マネージャーは相対的に高い手数料を要求するため、手数料控除後では、アクティブ投資家の平均リターンはパッシブ投資家のリターンを下回るという論理です。

論理的には正しいですが、現実世界に正しくあてはめることは難しいでしょう。

ゼロサムゲームは何が間違っているのか？

まず、市場参加者をパッシブ投資家とアクティブ投資家の2種類に分類します。しかし、悪魔は細部に潜みます。厳密には、ゼロサムゲームにおけるパッシブ投資家は、市場に存在する全銘柄を時価総額に応じて購入します。例えば、ある銘柄の時価総額が市場全体の5%を占めているのであれば、その銘柄がパッシブ投資家のポートフォリオに占める割合も5%になります。ゼロサムゲームにおいては、このような方法で投資を行っていない投資家は皆、アクティブ投資家と定義されます。

この定義によるアクティブ投資家が、必ずしもアクティブ・マネージャーを指すわけではないことは明らかです。セクターやスタイル、国、サステナビリティ/ESG、テーマ型、これらの手法に基づいて投資を行う全ての投資家はアクティブ投資家であり、例えば、テクノロジーセクターETF（上場投資信託）に投資を行った場合でも、ゼロサムゲームにおいてはアクティブ投資家として分類されます。ETFはパッシブに運用されますが、市場構成比に一致しているわけではありません。また、このアクティブ投資家の定義には、個人投資家による個別銘柄投資も含まれています。

アクティブ・マネージャーに対する学問的な批判として、このような前提がまかり通っているのは非常に不思議なことです。

シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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

ゼロサムゲームを提唱したウィリアム・シャープ博士は、この主張の中で「アクティブ・ファンド・マネージャーは“パッシブ投資家ではない”市場参加者を指しているわけではない。手数料控除後であっても、平均的に、アクティブ運用がパッシブ運用をアウトパフォームすることは不可能ではない。」との見解を示していますが、多くの人がそこまで注意を払っていないのだと思われます。

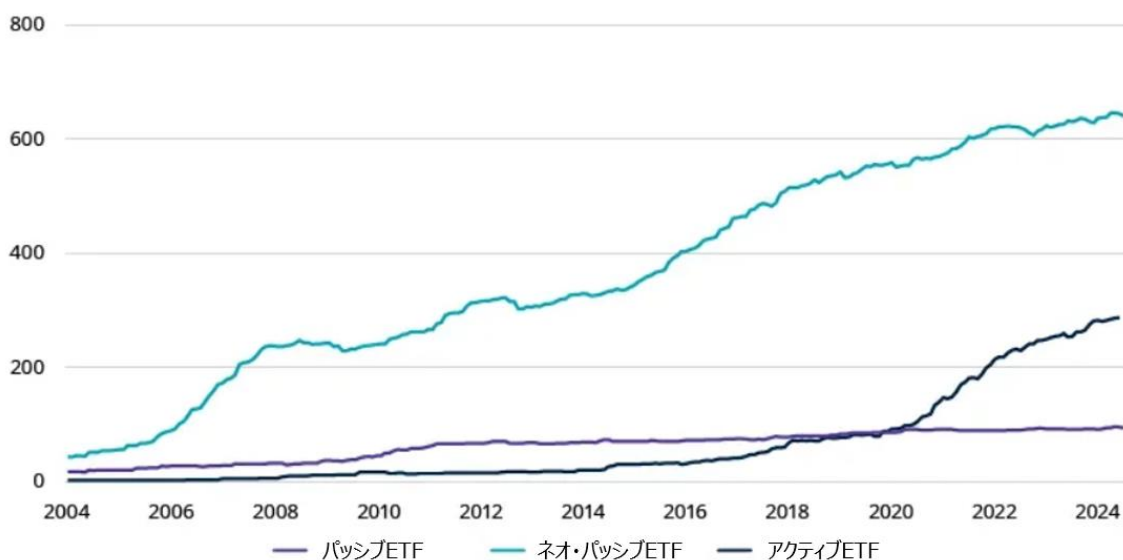
さらに、ゼロサムゲームはアクティブ投資家全体を批判の対象としています。一部のアクティブ・マネージャーのパフォーマンス、そしてその平均値や中央値が、パッシブ運用によるパフォーマンスを必ずしも下回るわけではありません。もちろん、全アクティブ・マネージャーがアウトパフォームするわけではありませんが、批判されるほど、数学的に不可能ではないということです。

株式市場における変化：「ネオ・パッシブ投資家」の出現

このような主張は、過去、どのようなタイミングでも行うことができました。しかし、足元の株式市場における変化として、アクティブ・マネージャーではない、アクティブ投資家が増加しています。アクティブ・マネージャーのパフォーマンス見直しについて、自信を深めているのはこのためです。

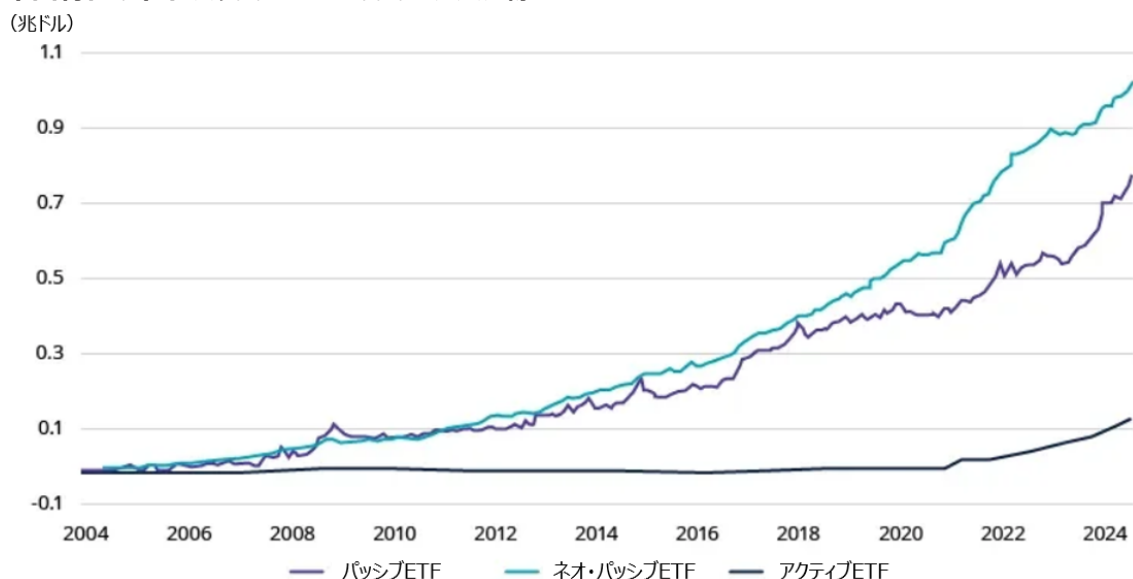
第一に、近年、市場全体に連動しないETFが急増しています（図1）。私たちはこれらを「ネオ・パッシブ」と呼んでいます。米国だけでも、市場全体に連動するパッシブETFの6倍以上の数のネオ・パッシブETFが存在します。2018年初から2024年7月末までの期間におけるネオ・パッシブETFへの資金流入額は、パッシブETFを50%上回っています（図2）。

図1：過去20年間、米国ではネオ・パッシブETFの数がパッシブETFの数を遥かに上回るペースで増加



出所：シュローダー、モーニングスター。2024年7月31日時点。

図2：米国特化のネオ・パッシブETFへの資金流入が際立つ

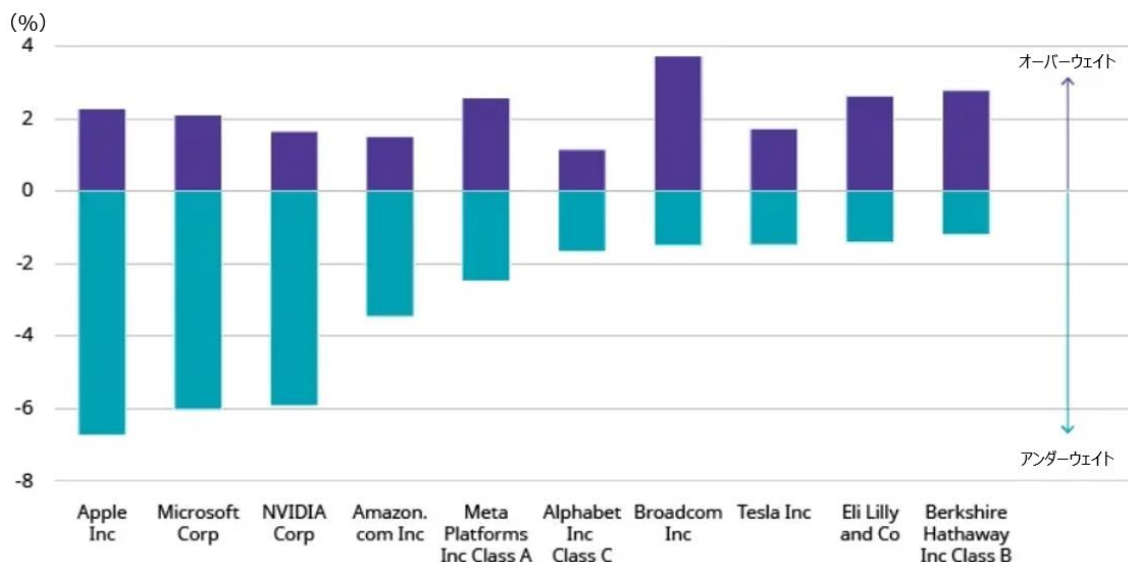


出所：シュローダー、モーニングスター。2004年1月からの資金流入累積額を表示。2024年7月31日時点。

図3は、2024年9月末までの5年間に於ける資金流入額上位10本のネオ・パッシブETFの米国大型ハイテク銘柄への投資状況を示しています。これらのネオ・パッシブETFへの資金流入額は、当該期間のネオ・パッシブETF全体への資金流入額の約半分を占めました。

アクティブ・ウェイトは様々です。例えば、アップル株の最大のオーバーウェイトは+2%、最大のアンダーウェイトは-7%となっており、アップル株を保有していないネオ・パッシブETFさえ存在します。つまり、ネオ・パッシブETFへの投資は、意図的であるかに関わらず、銘柄選択を行っていることを意味します。

図3：資金流入額上位10本のネオ・パッシブETFのアクティブ・ウェイトは大幅に乖離



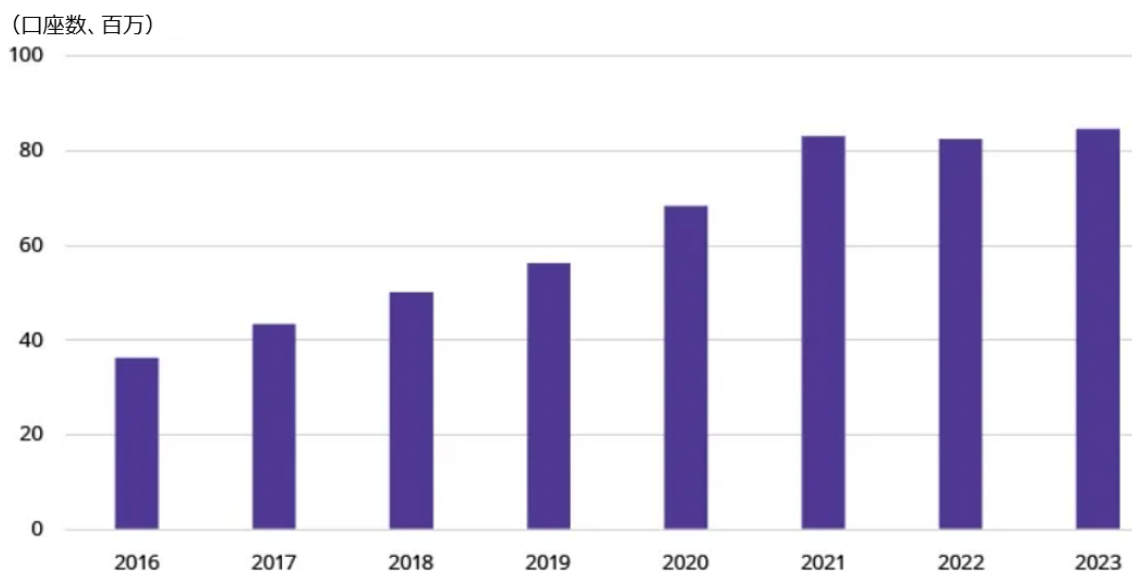
出所：シュローダー、モーニングスター。2024年9月30日時点。

株式市場における変化：個人投資家による個別銘柄投資の復活

足元の株式市場におけるその他の変化として、個人投資家の台頭が挙げられます。米国では、多くの証券会社が株式取引手数料を無料化したため、株式市場に参加する個人投資家が急増しました。この傾向は、パンデミック禍でさらに加速しました。例えば、ゲーム・ストップ株は、多くの家庭で話題のタネとなったことでしょう。

2023年、米国大手証券会社4社で証券口座をもつ個人投資家の数は、2016年比で2倍以上に増加しました（図4）。

図4：米国大手証券会社4社の取引口座数は急激に増加



出所：フィデリティ、チャールズ・シュワブ、ロビンフッド、TDアメリトレード、シュローダー。2023年12月31日時点。TDアメリトレードは、チャールズ・シュワブによる買収前のデータ。

大手証券会社が提供する取引アプリの月間アクティブ・ユーザー数は、パンデミック禍のピークからは減少したものの、2018年比で60%超上回る水準にあります（図5）。特に米国では、パンデミック以降も個人による投資への関心が高い水準にあります。

図5：取引アプリの月間アクティブ・ユーザー数は2018年対比で60%以上増加

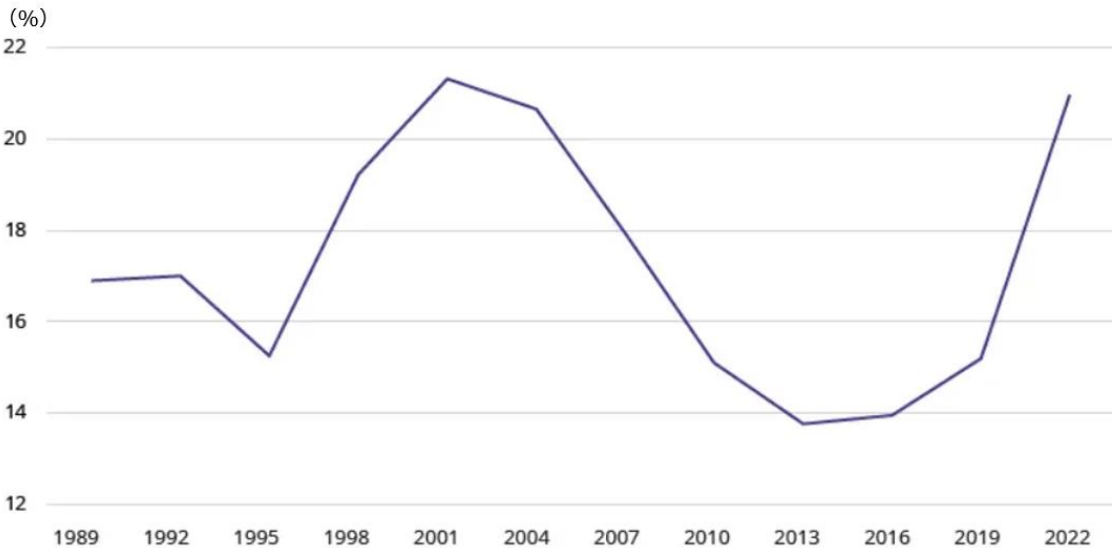
(月間アクティブ・ユーザー数、百万)



出所：data.ai Intelligence、シュローダー。2024年9月30日時点。TDアメリトレード、チャールズ・シュワブ、ロビンフッド、インタラクティブ・ブローカーズ、イー・トレードを対象。

もちろん、こうした個人投資家の多くはS&P500に連動するETFのみを購入しているだけの可能性もありますが、そうではないことを示すデータも存在します。米連邦準備制度理事会（FRB）が実施した消費者金融調査（Survey of Consumer Finances）によると、金融資産に占める株式保有比率は、過去最高水準に近付いています（図6）。この数値は直接保有分のみで、投資信託やETFは含まれていません。

図6：金融資産に占める株式保有比率は過去最高水準にある（直接保有分）



出所：米連邦準備制度理事会（FRB）消費者金融調査（Survey of Consumer Finances）。2024年9月24日アクセス。

当調査は3年に1度しか実施されないため、次回発表は2026年になりますが、米国のMagnificent-7*の熱狂ぶりを見れば、この数値が上昇していることは容易に想像できます。

*米国大手ハイテク企業7社の総称で、アルファベット、アップル、メタ・プラットフォームズ、アマゾン、マイクロソフト、テスラ、エヌビディアで構成。

その他の問題：取引

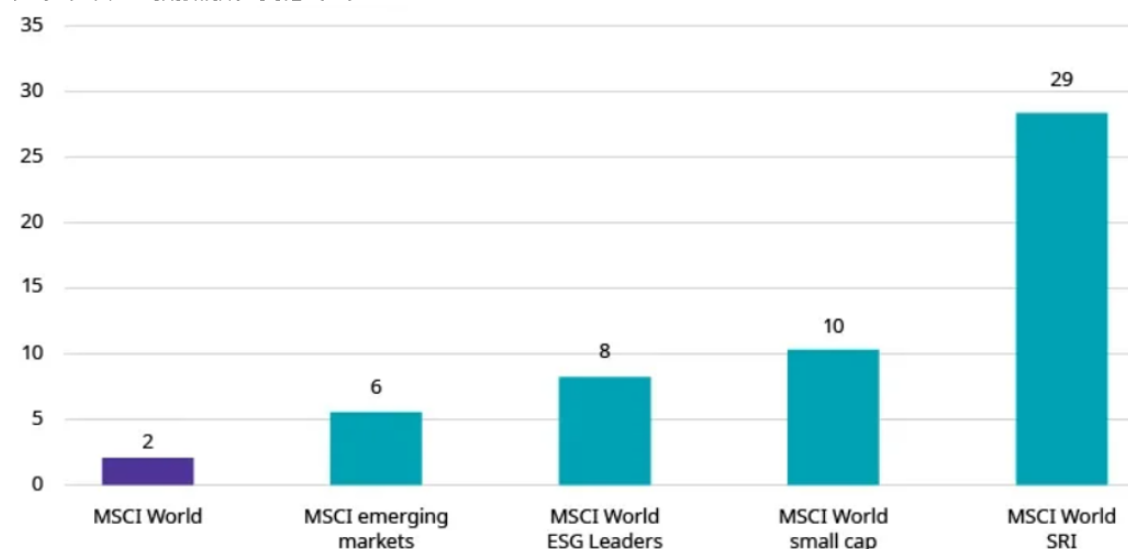
ゼロサムゲームの論理と現実世界で異なる点は、実際には、全てのパッシブ投資家がウィリアム・シャープ博士の定義に合った“パッシブ”になれるわけではないということです。指数構成比に合わせて資金を投資し、その後は放置して市場にまかせるということは単純に不可能です。新規公開株式（IPO）や昇格・降格などの市場再編、インデックス・プロバイダーによる指数構成銘柄の変更はどのように扱われるのでしょうか？

このような取引は全て、パッシブ投資家からアクティブ投資家に富が移転する機会となります。例えば、新規の指数採用銘柄が発表された際、アクティブ投資家は組み入れが有効になる前にその銘柄を購入し、組み入れ実施日にパッシブ投資家に売却することが可能です。指数のリバランスは取引量の増加と株価変動につながり、一部のアクティブ戦略に活用されています。また、アクティブ投資家はIPOにも参加することが可能です。通常、パッシブ投資家はこのような銘柄は流通市場において購入するため、取引コストが発生します。

先進国大型株式指数の構成銘柄の見直しは比較的少ない一方（ただし、2021年のIPOブームのような例外は除く）、その他の指数においては大きな影響をもっています。例えば、小型株式指数や新興国株式指数、ESG株式指数などのターンオーバーは、相対的に高い水準となっています（図7）。

図7：小型株式指数や新興国株式指数、ESG株式指数などのターンオーバーは高く、その都度、パッシブ投資家は取引を強いられる

ターンオーバー：指数構成の変化（％）



出所：MSCI、シュローダー。ターンオーバーは2024年12月末までの12ヶ月間で計測。ESGはEnvironment, Social and Governance、SRIはSocially Responsible Investmentを指す。

債券指数については、同一発行体が定期的に新規に債券を発行するため、株式指数よりも頻繁にターンオーバーが発生します。指数構成の変化に対応し続ける必要があり、これは、債券パッシブETFの多くがベンチマークに劣後する理由の一つとなっています。ある代表的なハイイールド社債ETFは、2024年12月末時点のデータで、過去5年間で年率0.6%程度、過去10年間で年率0.9%程度、2007年の設定来で年率1.5%程度、ベンチマークをアンダーパフォームしています。これらは、当該ETFの経費率を遥かに上回っています。

要約

アクティブ・ファンド・マネージャーを批判する人の多くは、ゼロサムゲームを参照し、手数料控除後でアクティブがパッシブをアウトパフォームすることは不可能であると主張します。本記事を通じて、その主張が断固として誤りであることを強調したいと思います。

株式市場の構成比にそぐわない資産配分を行う投資家が増えていることは、アクティブのパフォーマンス見通しが、過去よりも明るいことを意味しています。アクティブが必ずしもアウトパフォームするわけではありませんが、アクティブがパッシブ運用に劣っていると盲目的に決めつけるべきではないということです。

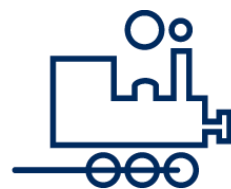
たとえ「市場は効率的である」と考えている場合であっても、今こそ、アクティブ投資とパッシブ投資に対する考え方を見直す絶好のタイミングだとみています。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schrodersとは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。

投資で、変化を加速

1870年（明治3年）、日本初の国債発行の主幹事として鉄道敷設に貢献したシュローダー。この一つの投資が日本近代化の一步となったように、投資は世界を変えていく力になると私たちは信じています。「増やす」だけじゃない、よりよい明日をつくる投資を、これからも、皆さまとともに。



Schroders