

シュローダー・パースペクティブ

アクティブ運用の復権：市場ブレスの回復

今後、株式市場における極端な集中が緩和した場合、
技量があるアクティブ・マネージャーが指数を上回るリターンを獲得する機会が増えると考えます。



2025年7月



ジョン・チザム、CFA

インベストメント・ディレクター、
グローバル＆インターナショナル株式



ビル・アダムス、CFA

インベストメント・ディレクター、
QEP (=Quantitative Equity Products)、
エマーシング株式

市場のブレスが非常に狭く（一部の限られた銘柄が株式市場の上昇を牽引する）、ボラティリティ（変動性）が相対的に低い相場を経て、投資家は、ポートフォリオのエクスポージャーとアクティブ・リスク*を見直していることでしょう。直近数年間、アクティブ・シェア**が高い多くのグローバル株式戦略がアンダーパフォームしたため、多くの投資家が既にアクティブ・リスクを削減したほか、そうすることを検討しています。しかし、足元、市場のブレスは拡大傾向にあります（広範な銘柄に上昇が波及し始めている）。このことは、アクティブ運用が復権し、高いアクティブ・リスクを選好する投資家にとってより明るい期間が到来する可能性を示唆しています。

*アクティブ・リスク（トラッキング・エラーも同義語として使用されます）：戦略とベンチマークのリターンの乖離の大きさを示す指標で、アクティブ・リスクが高いほど戦略とベンチマークのリターンの乖離が大きく、アクティブ・マネージャーが独自の投資意思決定を行っていることを意味します。

**アクティブ・シェア：戦略とベンチマークにおける保有がどれだけ乖離しているかを示す指標です。アクティブ・シェアが100%に近づくほど戦略の保有とベンチマークの構成の乖離が大きく、アクティブ・シェアが0%に近づくほど戦略の保有とベンチマークの構成の類似性が高まります。

歴史的に、グローバル株式は、平均して、アクティブ・マネージャーがアクティブ・リスクを取ることによってより高いリターンを獲得することができた資産クラスです。2025年3月末までの10年、15年、20年の期間でみると、グローバル大型株式戦略のアクティブ・マネージャーは0.5%～1.0%の超過収益を獲得しています（中央値ベース）。なお、同期間中、上位4分の1のアクティブ・マネージャーは概ね1.5～2.0%、上位5%のマネージャーは3～4%の超過収益を獲得しています（平均値ベース）。このデータは、長期的な観点で、技量があるアクティブ・マネージャーは年率2～4%程度の超過収益を提供してきたことを示唆しています。そして、この結果は、「超過収益を持続的に獲得するためには、どの程度のアクティブ・リスクをとるのが適切なのか」という疑問につながります。

図1：グローバル株式において、投資家はアクティブ・リスクに見合ったリターンを獲得できたのか？

eVestmentグローバル大型株式ユニバース						
トラッキング・エラー（10年）	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	Total
ユニバース内の戦略数	12	97	152	105	52	418
平均トラッキング・エラー	1.68%	3.22%	4.98%	6.87%	10.02%	
平均アクティブ・シェア（2025年3月末）	0.46%	0.73%	0.82%	0.87%	0.87%	
超過収益がプラスの戦略の割合（10年、年率換算）	100%	77%	59%	46%	40%	
平均超過収益（10年、年率換算）	0.92%	0.73%	0.57%	-0.11%	0.56%	
最大超過収益（10年、年率換算）	1.67%	3.23%	4.98%	9.58%	13.32%	
最小超過収益（10年、年率換算）	0.43%	-1.89%	-3.58%	-4.49%	-4.26%	
超過収益の乖離幅（10年、年率換算）	1.24%	5.12%	8.56%	14.07%	17.58%	

出所：eVestment。2025年3月末基準。eVestment グローバル大型株式ユニバース。データが欠損している戦略はユニバースから除外。トラッキング・エラー、超過収益は対MSCIオール・カンントリー・ワールド指数（ネット・リターン）で計測。米ドルベース、運用報酬控除前。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。

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

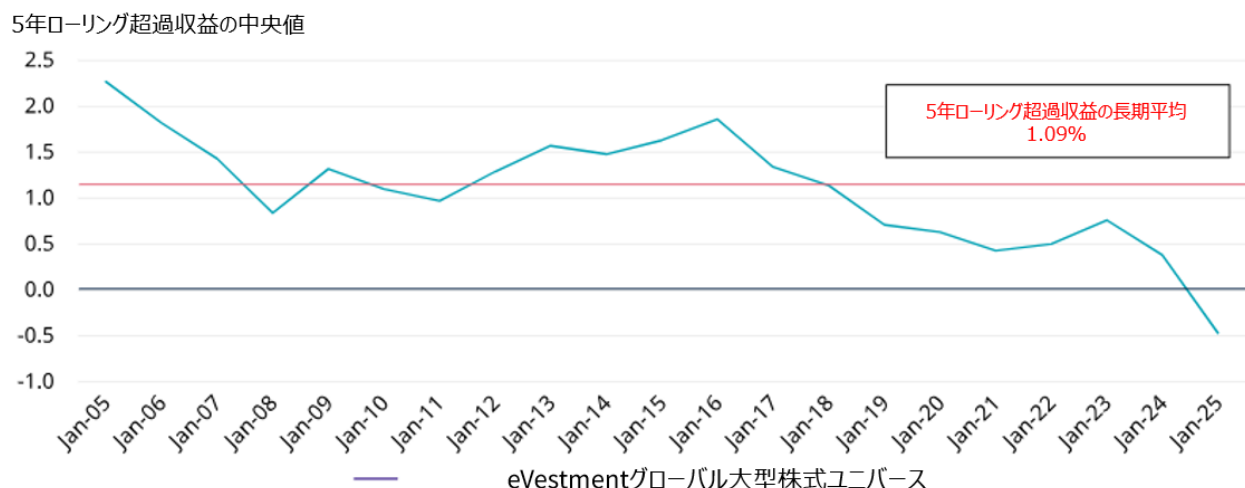
加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Schroders

過去10年間のデータを見ると、トラッキング・エラーが6%を超える戦略は、平均して、投資家にリスクに見合ったリターンを提供していないことがわかります（図1）。超過収益の平均が相対的に低だけでなく、ヒット・レシオ（ベンチマークを上回った戦略の割合と定義）も50%を下回っており、10年間の超過収益がプラスとなったアクティブ・マネージャーは半数以下でした。当該期間、10%以上の超過収益を獲得し大成功を収めたマネージャーが存在したことも確かですが、超過収益の乖離幅は大きく、平均すると多くのアクティブ・マネージャーが成果をあげることができませんでした。興味深いことに、サンプル数は少ないものの、トラッキング・エラーを抑え、厳格にリスク管理を実施したアクティブ・マネージャーは、より魅力的なリスク調整後リターンを提供していた傾向がありました。合理的な投資家のほとんどは、ヒット・レシオが50%を下回る戦略群に資産を配分することは少ないと考えられます。ただし、直近10年間の結果から結論を導くには注意が必要です。

グローバル株式アクティブ・マネージャーにとって、過去5年間は非常に不利な市場環境だったと考えます。当該期間、グローバル大型株式戦略のアクティブ・マネージャーの超過収益の中央値は長期平均を下回りました。さらには、最新時点において、5年ローリングの超過収益の中央値はマイナスとなり、これは過去20年間で初めてのことでした。

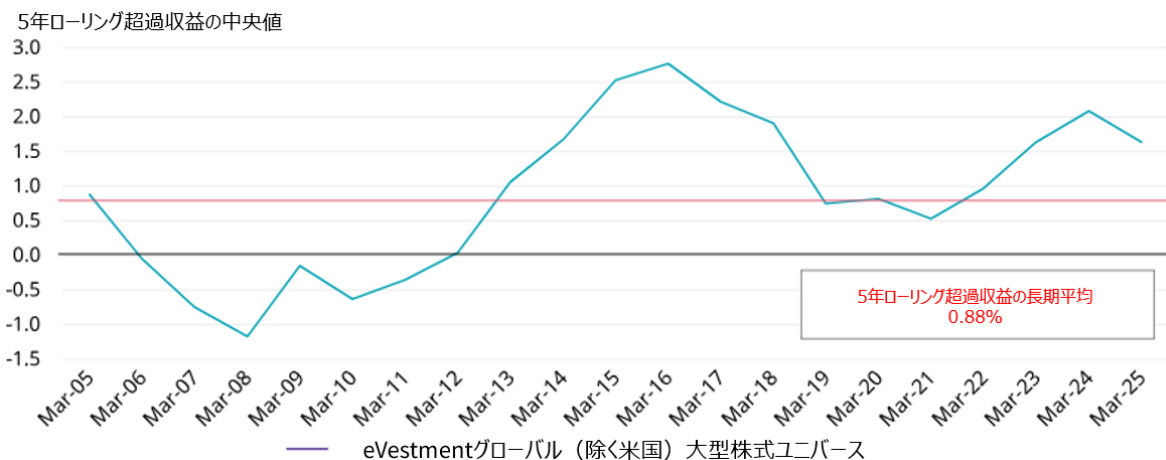
図2：近年、グローバル大型株式戦略のアクティブ・マネージャーは超過収益の獲得に苦戦



出所：eVestment。2025年3月末基準。eVestment グローバル大型株式ユニバース。超過収益は対MSCIオール・カンントリー・ワールド指数（ネット・リターン）で計測。米ドルベース、運用報酬控除前。1年ごとのデータを表示。長期平均は過去20年間の平均。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。

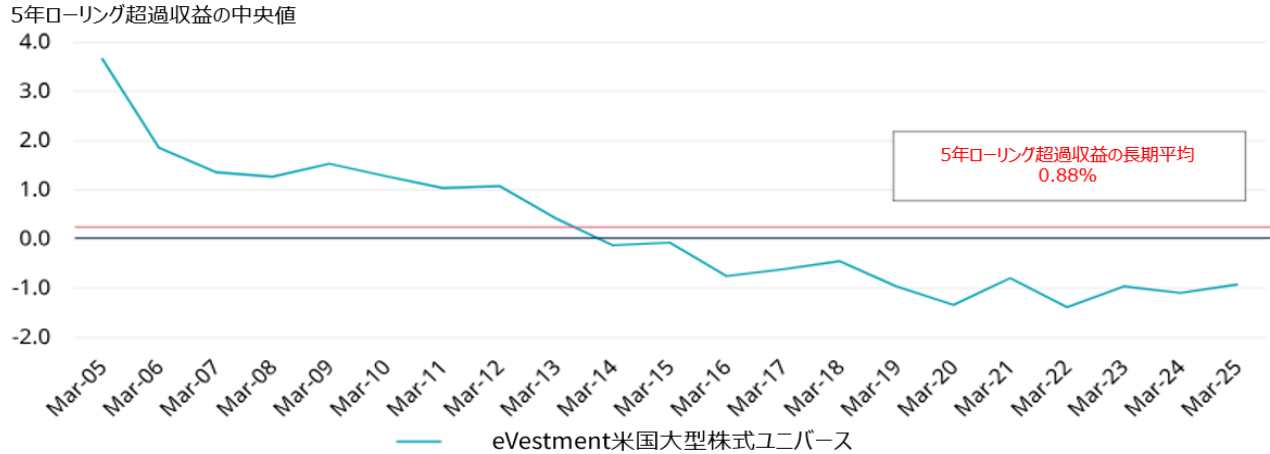
このようなデータから「市場は効率性を増し、アクティブ運用の魅力が減少している」ことが連想されます。しかし、インターナショナル株式（グローバル株式除く米国株式）を対象とした同様のデータは、グローバル株式アクティブ・マネージャーの低調は、米国株式市場のプレスが極端に縮小したことによる影響であることを示唆しています。足元、米国株式以外で大型株式戦略を運用するアクティブ・マネージャーの超過収益は20年平均を大きく上回っており、2008～2009年に発生した世界金融危機の影響を含む期間以降、マイナスになったことはありません（図3、中央値ベース）。これは、米国以外の株式市場においては、アクティブ・マネージャーが市場のプレスの広さから恩恵を受けていることを示唆しています。一方、米国大型株式戦略については、アクティブ・マネージャーがプラスの超過収益を獲得することが長らく困難な状態が続いており、アクティブ・マネージャーが過去10年間で年率1%を超えるアンダーパフォームを経験していることを示唆しています（図4、中央値ベース）。

図3：米国株式以外で大型株式戦略を運用するアクティブ・マネージャーの超過収益は拡大



出所：eVestment。2025年3月末基準。eVestment グローバル（除く米国）大型株式ユニバース。超過収益は対MSCIオール・カンントリー・ワールド指数（除く米国、ネット・リターン）で計測。米ドルベース、運用報酬控除前。1年ごとのデータを表示。長期平均は過去20年間の平均。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。

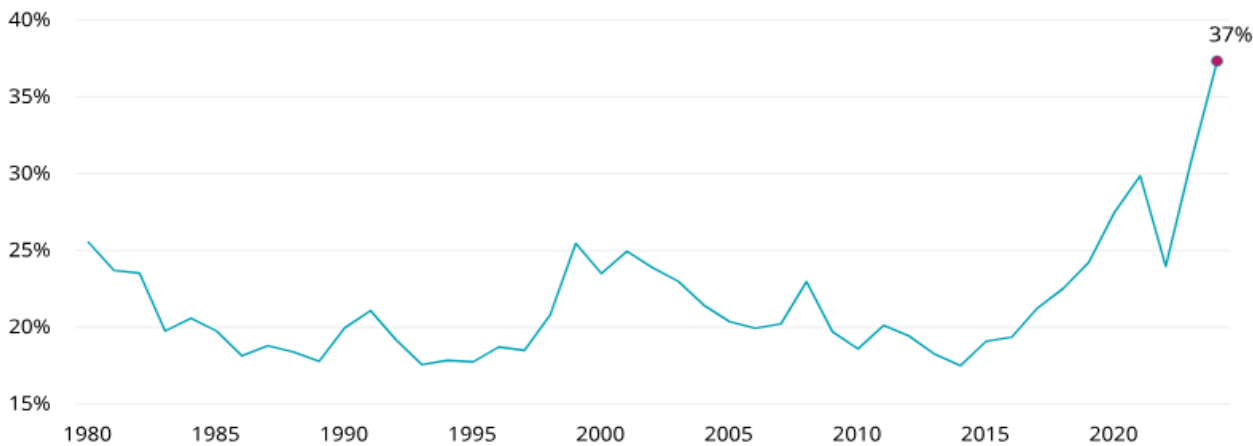
図4：一方、米国大型株式戦略を運用するアクティブ・マネージャーは超過収益の獲得に苦戦



出所：eVestment。2025年3月末基準。eVestment 米国大型株式ユニバース。超過収益は対S&P500種株価指数（ネット・リターン）で計測。米ドルベース、運用報酬控除前。長期平均は過去20年間の平均。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。

S&P500種株価指数における集中度が極端に高まり（図5）、一部の限られた銘柄が米国株式市場を牽引する市場環境は、過去数年間、アクティブ・マネージャーにとって非常に困難なものでした。一部の大型株式が市場を牽引したため、銘柄選択を実施し、アクティブ・リスクをとっても報われることは稀でした。MSCIオール・カンントリー・ワールド指数における「マグニフィセント・セブン」と呼ばれる米国大型ハイテク銘柄群の構成比率は、米国に次いで構成比率が高い8か国の株式群の合計構成比率とほぼ同水準となりました（図6）。そのため、アクティブ・マネージャーが「マグニフィセント・セブン」にエクスポージャーを持たなかった場合、困難に直面しました。同時に、株式市場における極端な集中度の高まりは、分散投資が十分に機能しないリスクをパッシブ投資家にもたらします。2025年初頭にみられたように、株式市場の集中度の高まりが解消し始めた場合に、このようなリスクは高まります。

図5：S&P500種株価指数における時価総額上位10銘柄の構成比率は長期平均の2倍程度まで増加



出所：S&P。時価総額上位10銘柄は、1980年から2024年の期間において年次で更新。浮動株時価総額ではなく、上場時価総額で計測。

図6：MSCIオール・カンントリー・ワールド指数において、マグニフィセント・セブンの構成比率は米国に次いで構成比率が高い8か国の株式群の合計構成比率とほぼ同水準

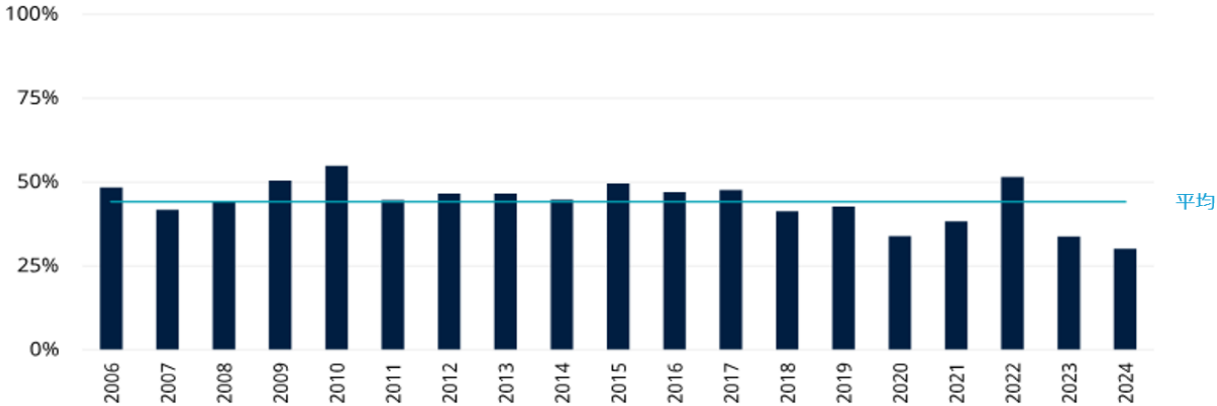


出所：LSEGデータストリーム、シュローダー。2024年12月末時点。

5年ローリングのリターンを用いた場合、期間により程度のばらつきはあるものの、グローバル株式のアクティブ・マネージャーは長期的に約1%の超過収益を獲得しており、構造的にアクティブ運用が有効であったことを示唆しています（図2）。市場のプレスを示す指標をみると、過去5年間は、アクティブ・マネージャーにとって特に厳しい市場環境であったことがわかります。実際、過去5年間のうち4年間で、MSCIワールド指数をアウトパフォームした銘柄の割合は過去20年間の最低水準付近にありました（図7）。なお、2022年は例外であり、この年は経済成長の鈍化やインフレ圧力の高まり、金融引き締め等の要因により、エネルギー・セクターを除くほぼ全ての市場で売りが優勢となり、セクター、スタイル、ファクターの大幅なローテーションが見られました。MSCIワールド指数をアウトパフォームした銘柄の割合が低かったことを踏まえると、近年、アクティブ・マネージャーが超過収益を獲得するのが困難であったことは不思議ではないでしょう。

図7：市場のプレスは、直近5年間のうち4年で、過去20年の最低水準にあった

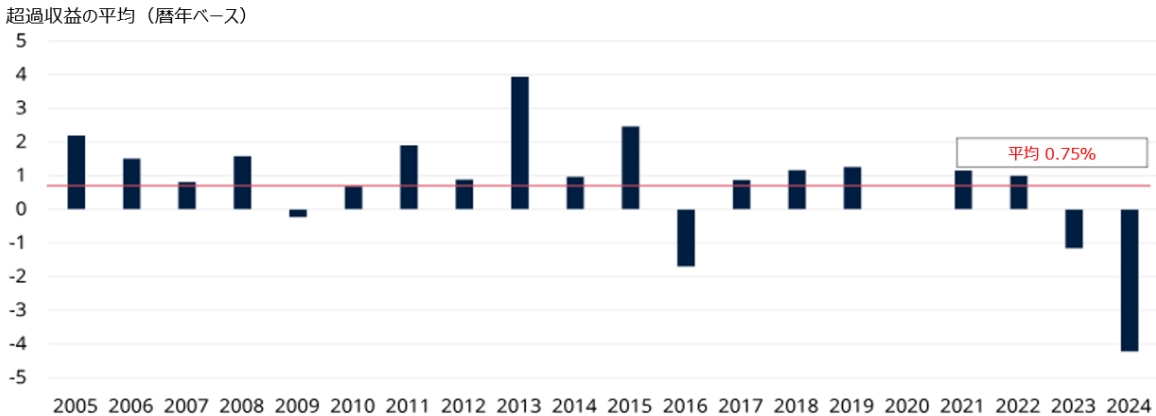
MSCIワールド指数をアウトパフォームした銘柄の割合（％）



出所：MSCI、シュローダー。2024年12月末時点。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。

直近5年間、アクティブ・リスクが相対的に高いマネージャーのヒット・レシオは概して低く、そのリスクを取る対価も乏しい期間となりました（図8a）。しかし、それ以前の期間を見ると、ヒット・レシオは総じて高く、アクティブ・リスクをとることで良好なリターンを獲得できていたことがわかります（図8b）。当該期間、市場のボラティリティは全般的に低い傾向がありましたが、市場のプレスは拡大していました。結果的に、銘柄選択に適した市場環境となり、アクティブ・マネージャーが超過収益を獲得する機会が生じたと考えます。

図8（上から順に8a、8b）：過去5年間はアクティブ・リスクを取ることにの対価を得られにくい環境だったが、それ以前は超過収益をもたらしていた



eVestmentグローバル大型株式ユニバース						
2025年3月末までの5年間						
トラッキング・エラー（5年）	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	Total
ユニバース内の戦略数	19	115	185	138	147	604
平均トラッキング・エラー	1.59%	3.13%	5.02%	6.90%	10.39%	
超過収益がプラスの戦略の割合（5年、年率換算）	100%	68%	35%	33%	40%	
平均超過収益（5年、年率換算）	1.46%	0.88%	-0.53%	-1.15%	-0.68%	
2019年12月末までの10年間						
トラッキング・エラー（10年）	<2%	2-4%	4-6%	6-8%	>8%	Total
ユニバース内の戦略数	12	94	88	43	16	253
平均トラッキング・エラー	1.65%	3.07%	4.87%	6.65%	9.58%	
超過収益がプラスの戦略の割合（10年、年率換算）	100%	84%	69%	63%	81%	
平均超過収益（10年、年率換算）	1.37%	1.09%	1.36%	1.29%	4.15%	

出所：eVestment。2025年3月末基準。eVestment グローバル大型株式ユニバース。データが欠損している戦略はユニバースから除外。トラッキング・エラー、超過収益は対MSCIオール・カンントリー・ワールド指数（ネット・リターン）で計測。米ドルベース、運用報酬控除前。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。

1999年にリチャード・グリノルドとロナルド・カーンにより発表された「アクティブ・ポートフォリオ・マネジメント」は、最適なアクティブ・リターンは「スキル」と「市場プレス」という2つの要素によって構成されると提唱しています。これは、アクティブ・マネージャーがプラスの超過収益を獲得する能力は、いかに優れた予測を行い、どれだけ多くの独立した投資意思決定を行うかにかかっていることを意味しています。スキルと運を適切に区別するためには、多様な市場環境を含む長期間において、一貫して超過収益を獲得することができたかを評価することが重要です。また、市場プレスを考慮することも重要です。一部の限られた大型株式が高い構成比率を占める指数に関しては、アクティブ・マネージャーの銘柄選択が奏功した場合でも、それら大型株式へのエクスポージャーを限定していた場合、銘柄選択の価値を評価することは難しくなるでしょう。

足元、米国以外の株式市場に対する期待感が高まっていることや、米国株式市場の上昇を牽引する銘柄数も増加傾向にあることを踏まえると、アクティブ・マネージャーにとってのチャンスが拡大していると考えます。テクニカル指標は市場プレスが拡大傾向にあることを示唆しています。プレスが拡大する局面では、技量があるアクティブ・マネージャーはアクティブ・リスクをとることによりリターンを獲得でき、ヒット・レシオも改善する可能性があります。また、低リターン環境においては、超過収益を獲得する価値も相対的に高まります。パッシブ投資の普及により、運用報酬に見合った超過収益を獲得するよう、アクティブ投資に対して風当たりが強まっていますが、今こそ、アクティブ・マネージャーは運用報酬を払う価値を投資家に再認識させる時だと考えます。

【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。