

アクティブ運用マネージャーにとって有利な投資環境とは？



Anu Ganti
ディレクター、指数投資戦略

この資料は、2020年3月19日に弊社ブログ Indexology® に掲載された文書の翻訳版です。英語版と日本語版の間に内容の相違がある場合は英語をご参照下さい。

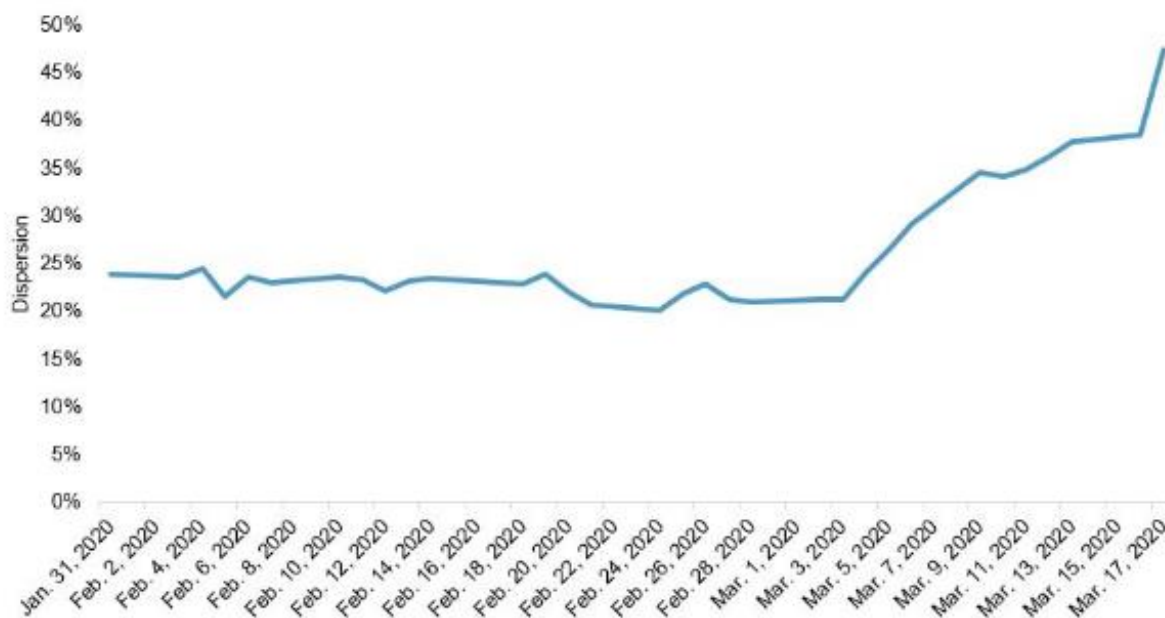
英語版: <https://www.indexologyblog.com/2020/03/19/showtime-for-active-managers/>

S&P 500® は 2020 年 2 月 19 日に史上最高値を更新しましたが、新型コロナウイルスの急速な蔓延と原油価格の下落懸念を背景に、米国株は大幅に下落し、不安定な相場環境が続いています。同指数は 2020 年 3 月 16 日に 12% 急落し、1987 年 10 月以降で最大の下落幅を記録しました。2020 年 3 月 18 日の取引終了時点で、S&P 500 のピークからの下落率は 29% に達しました。市場関係者は、このような環境下ではインデックス・ファンドよりもアクティブ運用の方が有利であると主張しています。

ある意味では、この議論は正しいと言えます。絶対リターンが低調な時には、高い相対リターンを実現し易いことから、現在はまさに、アクティブ運用ポートフォリオ・マネージャーが付加価値を高められる可能性が最も高い市場環境にあります。

このことを理解するために、株式市場の下落に伴ってボラティリティが上昇している現状について検証します。ボラティリティが上昇する局面では、ばらつきが拡大し、相関も高まります。ばらつきは大きさ(マグニチュード)の尺度である一方、相関はタイミングの尺度です。これまでも繰り返し言及してきたように、ばらつきが大きいほど銘柄選択スキルの価値は高まります。すなわち、勝者と敗者の格差が大きくなるため、アクティブ運用マネージャーが銘柄選択能力を発揮できる可能性が高まることとなります。図表 1 は、2020 年 3 月初め以降、S&P 500 のばらつきが急拡大していることを示しています。

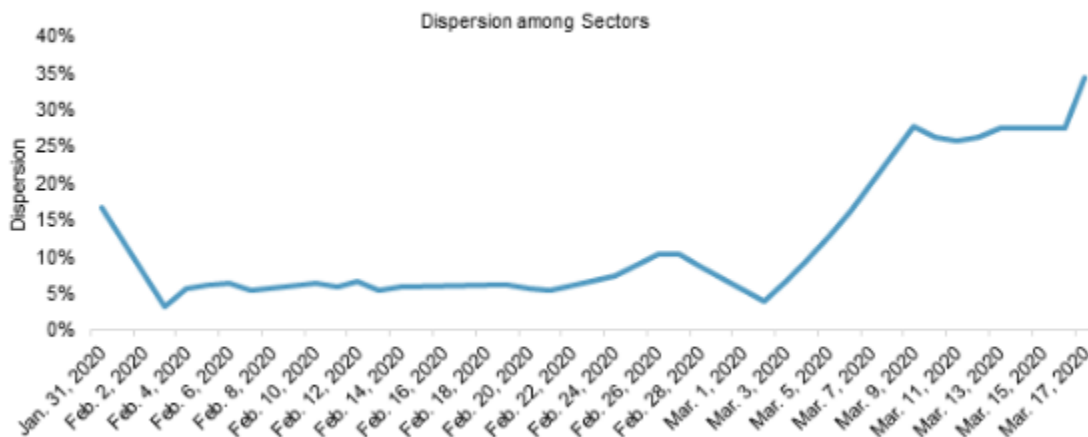
Exhibit 1: Rolling 21-Day S&P 500 Dispersion Levels

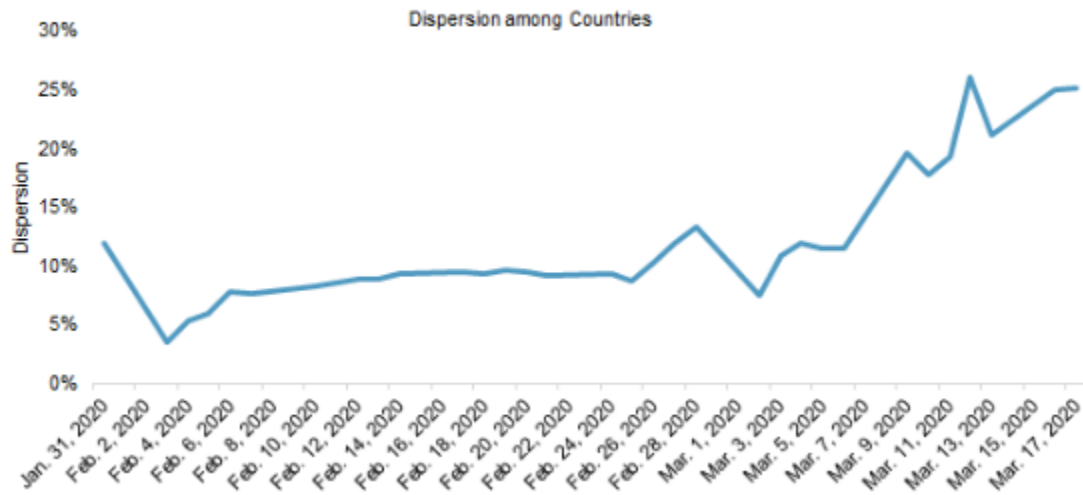


Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from January 2020 to March 2020. Daily annualized, index-weighted standard deviation of the S&P 500 constituents' 21-day total returns. Chart is provided for illustrative purposes.

また、熟練したアクティブ運用マネージャーにとっては、ばらつきが大きければ大きいほど、セクター、国及び資産クラスからの銘柄選択を通じて付加価値を高める機会も増えます。図表 2 は、S&P 500 のセクター間のばらつきがここ最近でほぼ 2 倍に拡大していることを示しており、国や資産クラスでも同様の結果が見られます。

Exhibit 2: Rolling Monthly Dispersion among S&P 500 Sectors, S&P Global BMI Countries, and Asset Classes



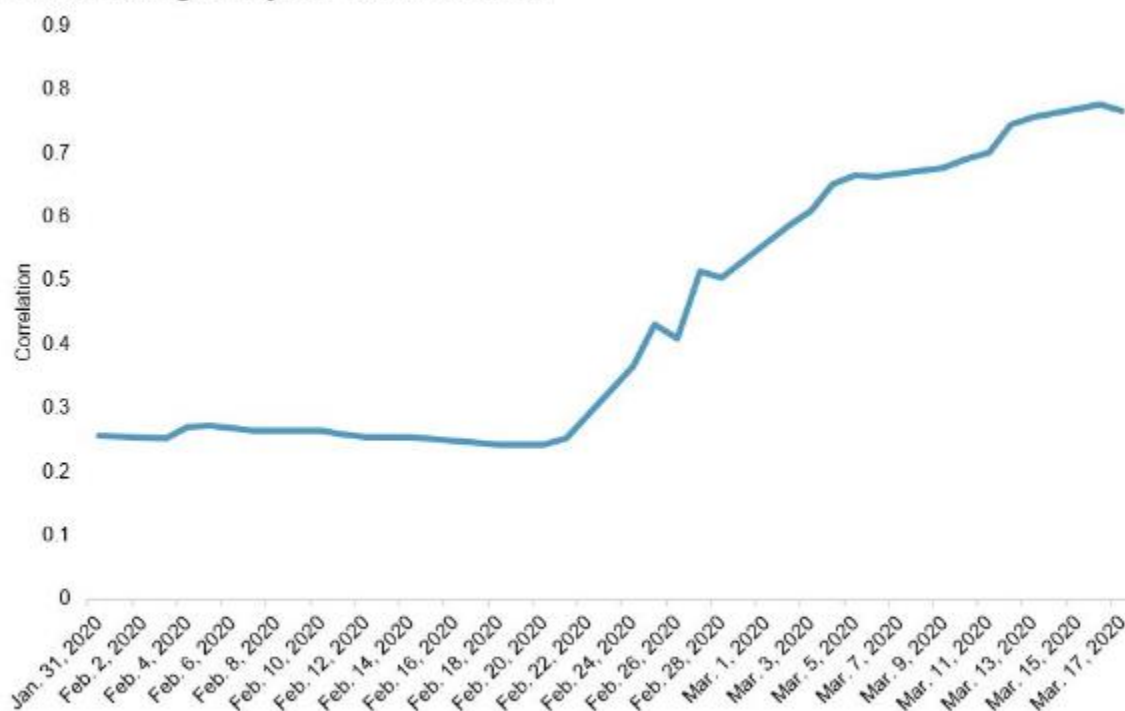


Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from January 2020 to March 2020. Daily annualized standard deviation of rolling monthly total returns on 11 S&P 500 GICS® sectors, 50 S&P Global BMI countries, and six asset classes (S&P 500, S&P 500 Bond, S&P Europe 350®, S&P Emerging BMI, S&P GSCI, and S&P U.S. Dollar Futures). Charts are provided for illustrative purposes.

ばらつきの拡大によってもたらされる恩恵ほどではありませんが、アクティブ運用マネージャーにとっては、相関が高ければ高いほど有利な投資環境となります。これは、一般にアクティブ運用ポートフォリオのボラティリティが指数ベンチマークよりも高く、アクティブ運用マネージャーが分散効果を断念する傾向があるからです。相関が高い時期には、分散効果は低下することから、アクティブ運用が正当化され易くなります。

図表 3 は、マクロ経済リスクが高まる中で、相関が上昇していることを示しています。実際に、2020 年 3 月 16 日の相関は 0.8 であり、過去最高水準を記録しています。

Exhibit 3: Rolling 21-Day S&P 500 Correlations



Source: S&P Dow Jones Indices LLC. Data from January 2020 to March 2020. Daily correlation among the total returns of the S&P 500 constituents over 21-day period. Chart is provided for illustrative purposes.

現在、ばらつきの拡大と相関の上昇の両方はアクティブ運用マネージャーにとって有利に働いています。ばらつきが拡大している時期には、銘柄選択能力の価値が高まる一方で、相関が高い時期にはアクティブ運用ポートフォリオとインデックス・ファンドとのボラティリティ格差が縮小します。ただし、アクティブ運用の付加価値の可能性が高いからといって、必ずしも実際の付加価値が高まるとは限りません。このような環境下で、アクティブ運用マネージャーがどのようなパフォーマンスを上げるかについては、時が経たなければ分かりませんが、来年の今頃に 2020 年の SPIVA の結果が公表された際に、アクティブ運用のパフォーマンスが向上していても不思議ではないと考えられます。

引用:

active management, active vs. passive, correlation, COVID 19, dispersion, passive management, risk management, S&P 500 Dispersion

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス免責事項

©S&Pグローバルの一部門である S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC 2020 年。不許複製。Standard & Poor's, S&P、は、S&Pグローバルの一部門であるスタンダード・アンド・プアーズ・ファイナンシャル・サービシーズ LLC (以下「S&P」)の登録商標です。「ダウ・ジョーンズ」は、ダウ・ジョーンズ・トレードマーク・ホールディングズ LLC (以下「ダウ・ジョーンズ」)の登録商標です。商標は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC にライセンス供与されています。本資料の全体または一部の再配布、複製、そして(または)複写を書面による承諾なしに行うことを禁じます。本資料は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ダウ・ジョーンズ、S&P 或いはそれぞれの関連会社(これらを合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス」という)が必要なライセンスを持たない地域におけるサービスの提供を行うものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC が提供する全ての情報は、個人とは無関係であり、いかなる個人、事業体または集団のニーズに合わせて調整したものではありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、その指数を第三者にライセンス供与することに関連した報酬を受けています。指数の過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

指数に直接投資することはできません。指数が表すアセット・クラスへのエクスポージャーは、指数に基づく投資可能商品を通して得られます。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、第三者が提供し、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの指数のリターンに基づく投資リターンを提供することを目指す投資ファンド、或いはその他のビークルを提供、推奨、販売、宣伝、或いは運用することはありません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、指数に基づく投資商品が指数のパフォーマンスに正確に連動し、プラスの投資リターンを上げることについて保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC は投資顧問会社ではなく、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルに投資する適否に関して表明することはありません。そうした投資ファンド或いはその他の投資ビークルへの投資決定は、本資料で言及されたいかなる部分も信頼して実行されるべきではありません。そうしたファンド或いはその他のビークルに投資しようとする投資家に対して、投資ファンド或いはその他のビークルの発行体またはその代理人が作成する目論見書または類似文書に記載されているように、そうしたファンドへの投資に伴うリスクを注意深く検討した上で投資することを助言します。指数への証券の組入は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによるその証券の買い、売り、または保有の推奨ではなく、また投資助言でもありません。S&P の米国のベンチマーク指数及びダウ・ジョーンズの米国のベンチマーク指数の終値は、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスが、指数構成銘柄の各主要取引所が設定する終値に基づいて計算します。終値は S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスがサードパーティ・ベンダーの 1 社から受け取り、別のベンダーから届く価格と比較することにより検証されます。各ベンダーは終値を主要取引所から受け取ります。日中の実時間価格は、2 次検証を経ずに同様に計算されます。

これらの資料は、信頼できると考えられる情報源から一般に公衆が入手できる情報に基づき、情報提供のみを目的として作成されたものです。本資料に記載されるいかなる内容(指数データ、格付、クレジット関連の分析とデータ、モデル、ソフトウェア、或いはその他のアプリケーションまたはそれからの出力)も他のいかなる部分(以下「内容」という)も、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスによる事前の書面による承認なくして、いかなる形式とどのような手段によっても、改変、リパースエンジニアリング、再製または配布、或いはデータベースまたは検索システムへの保存を行うことはできません。内容を、不法な或いは未認可の目的に使用してはいけません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス及びいかなるサードパーティ・データ・プロバイダー及びライセンサー(合わせて「S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者」という)も、内容の正確性、完全性、適時性や利用可能性を保証しません。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる過誤、遺漏についても、原因の如何を問わず、内容を用いて得られた結果について責任を負いません。内容は、「現状」ベースで提供されています。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、特定の目的または利用に対する販売可能性または適合性についてのいかなる保証も、バグやソフトウェアのエラーまたは欠陥がないこと、内容の機能が中断されないこと、或いは内容が何らかのソフトウェアまたはハードウェア構成により動作することの保証も、以上を含みそれに限定されない、あらゆる明示的または暗示的保証も拒否します。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス当事者は、いかなる場合も、いかなる当事者に対しても、内容の使用に関連して発生する、いかなる直接的、間接的、偶発的、典型的、補償的、懲罰的、特殊な或いは結果的な損害、費用、経費、法的費用、或いは損失に対しても(逸失収入または逸失利益、及び機会費用を含みそれに限定されず)、たとえ損害の可能性について事前に通告を受けていようと、責任を負いません。

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各事業部の活動の独立性と客観性を維持するために、それぞれの活動を他から隔離しています。その結果、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスの一部の事業部は、他の事業部では入手できない情報を保有する可能性があります。S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、各分析プロセスの中で受け取った非公開情報の機密を守る方針及び手順を確立しています。

さらに、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、広範なサービスを、証券の発行体、投資顧問会社、証券会社、投資銀行、その他の金融機関及び金融仲介業者など多くの組織に提供しています。したがって、これらの組織から報酬その他の経済的便益を受ける可能性があります。これらの組織には、証券やサービスを推奨し、格付け評価し、モデルポートフォリオに組入れ、評価するか別の対応を行う組織が含まれます。

最新のブログ「[Indexology](https://www.indexology.com)」(英語) をご覧になりたい方は、こちらのサイト www.indexologyblog.com よりご登録いただけますと、更新の都度メッセージが届きます。