

最近の追加型株式投信の運用成績

内田 ふじ子

証券投資信託協会は、投資信託の運用成績として分配金込みの基準価額の騰落率をファンド別および分類別に毎月発表している。追加型株式投信の九五年六月から九七年四月までの運用成績について、多少のファクト・ファインディングを試みた。

一、運用成績公開制度

証券投資信託協会による投資信託の運用成績公開制度は八四年のスタート以来何度か手直しされ

てきたが、九四年の大蔵省の投資信託研究会の提言を受けて再度改善された。月末の純資産総額が一〇億円以上の追加型株式投信については、七つの大分類と二九の小分類に細分化^(注1)され、ファンドごとに月末の純資産総額、基準価額、株式と債券の組入比率、運用成績(過去六カ月、一年、三年、五年間の分配金込みの基準価額の騰落率^(注2))、およびそれらの小分類内でのランキング、そして小分類ごとの平均値が九五年六月分から毎月公表されている。また、投信改革における規制緩和の趣旨に則って設計された各委託会社の代表的な追

図1 国内株式型一般型の平均騰落率

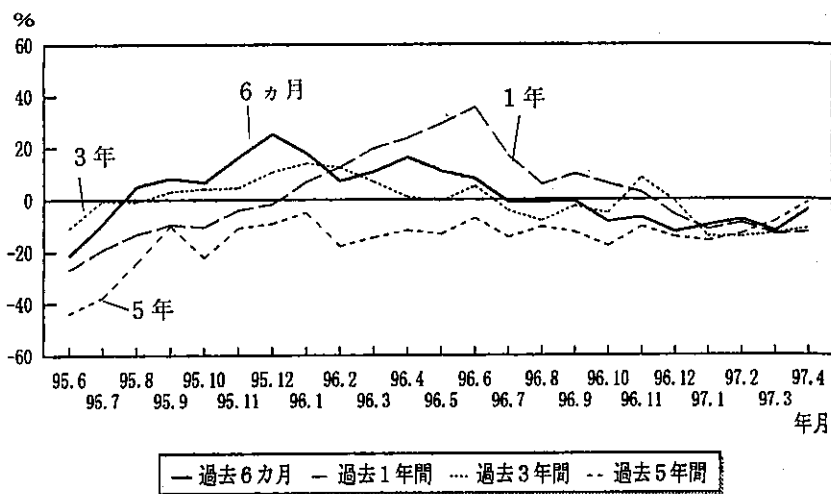
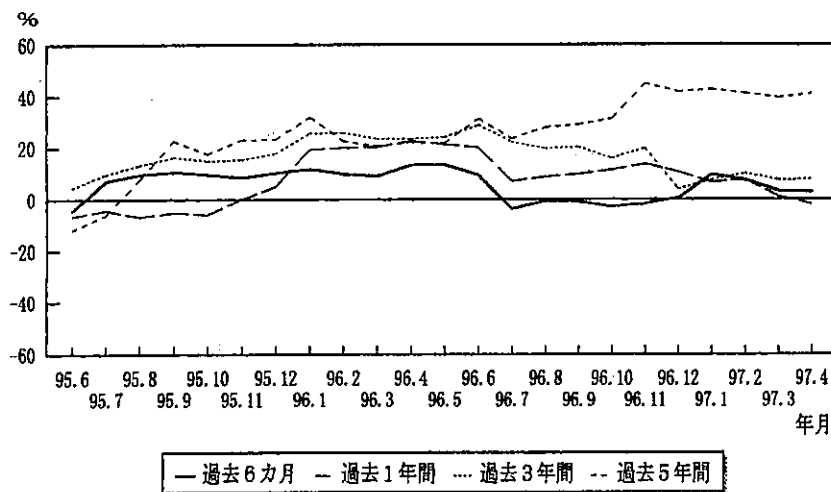


図2 国際株式型一般型の平均騰落率



加型株式投信を選定して、「新しい株式投資信託」としてそれぞれの運用方針と運用成績（過去三カ月、六カ月、設定来）なども別途公表されるようになった。

二、分類ごとの平均の推移

分類別に運用成績の推移をみると、派生商品型を除く二七分（アフリカ型は該当するファンドがないため、いまのところ全部で二八分類）は三つのタイプに分けられる。一つは国内株式を主な投資対象とする分類、すなわち国内株式型、インデックス型、業種別インデックス型である。わが国の株価は、バブル崩壊後九二年半ばまで急落し、近年では九五年六月を底に九六年六月まで上昇傾向となっていたが、このタイプの分類平均はそのような株価の動きを反映した推移となってい

る。図1の国内株式型一般型の例に見られるように、国内株式を主な投資対象とする分類の過去五年間の運用成績はほとんどがマイナスとなっており、また、過去六カ月、一年、三年間では九五年の後半から九六年の半ばの運用成績が比較的高く、九六年の後半からマイナスとなっている。九七年になってわずかに向上の動きが見られるのもこのタイプに共通した特徴である。二つめは海外株式を主な投資対象とする国際株式型である。図2の国際株式型一般型に見られるように、海外株式市場の好調を反映し、ほとんど運用成績はプラスであり、過去五年間の運用成績が高く、それは最近になるほど高まっている。三つめは、株式に組み入れに上限があるバランス型と転換社債型である（株式組み入れ制限は、それぞれ七〇%未満と三〇%以下）。それらは運用期間の長短によって成績に差がなくしかもゼロ%を中心とした比較

表1 株式投信追加型の運用成績（1997年4月末過去6カ月間の騰落率(%)）
月末純資産総額10億円以上

大分類	小分類	本数	平均	最高	最低	マイナスの数	レンジ
国内株式型	一般型	210	-4.1	13.8	-22.9	148	36.7
	大型株型	5	0.3	7.1	-3.1	4	10.2
	中小型株型	22	-8.1	2.1	-17.4	21	19.5
	店頭株型	28	-13.8	-5.3	-20.7	28	15.4
	業種別選択型	67	-0.4	15.4	-13.4	35	28.8
	ミリオン型	18	-6.0	-3.2	-11.9	18	8.7
国際株式型	一般型	37	2.9	18.0	-23.2	11	41.2
	北米型	13	7.2	20.6	-14.9	2	35.5
	アジア・オセアニア型	57	3.2	46.6	-26.0	28	72.6
	欧州型	8	19.6	21.2	16.9	0	4.3
	中南米型	3	24.4	33.3	19.4	0	13.9
	アフリカ型	0					
バランス型		79	0.2	14.9	-11.4	37	26.3
転換社債型		26	2.6	9.7	-0.9	1	10.6
インデックス型	日経225連動型	28	-6.5	-5.0	-13.8	28	8.8
	TOPIX連動型	19	-6.2	-2.0	-8.4	19	6.4
	日経300連動型	25	-3.7	-2.4	-4.9	25	2.5
	その他	5	0.4	7.8	-6.6	3	14.4
業種別インデックス型	建設・不動産株	16	-21.3	-8.9	-31.7	16	22.8
	医薬品・食品株	9	-0.6	7.9	-12.4	5	20.3
	化学・繊維・紙株	4	-2.9	6.3	-14.0	3	20.3
	石油・非鉄株	3	-13.4	-11.9	-14.3	3	2.4
	鉄鋼・造船株	6	-16.2	-13.7	-20.5	6	6.8
	電機・精密株	15	10.7	20.2	-0.5	1	20.7
	自動車・機械株	11	1.3	8.5	-6.6	4	15.1
	商業株	9	-1.2	2.2	-7.9	4	10.1
	金融株	11	-19.6	-16.8	-22.6	11	5.8
公益株	8	-9.6	-6.4	-14.4	8	8	
派生商品型		97	-5.8	26.9	-29.3	80	56.2
合計		839		46.6	-31.7	549	

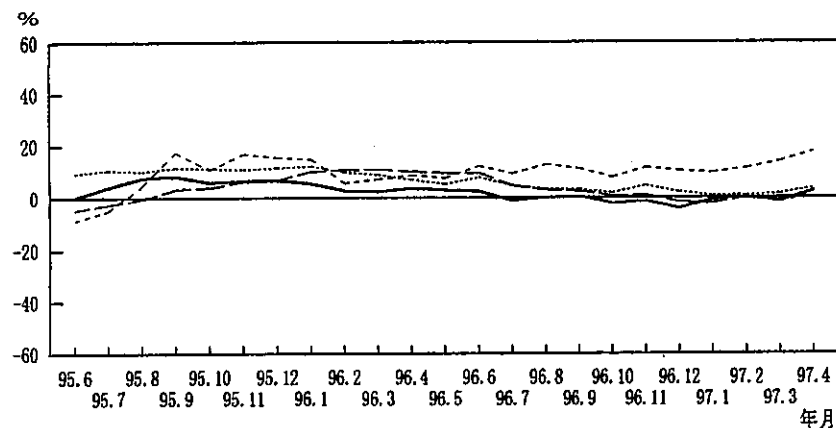
出所：「証券投資信託月報」（平成9年5月号）から作成

的安定的な運用成績を示している。図3は転換社債型の例である。派生商品型も小さな安定した動きとなっているが、派生商品型には株価の動きと逆に基準価額が変動するように設計されたベア型が含まれているためであり、分類平均はあまり意味がないといえよう。

三、ファンドの運用成績の格差

表1は九七年四月末における過去六カ月の運用成績である。この結果は月ごとに異なるとはいえ、分類ごとの最高と最低の差（レンジ）でみるとインデックス型のファンド間の運用成績の差は小さく、派生商品型とアジア・オセアニア型、北米型、国際株式型一般型は大きいという傾向が見られる。インデックス型は運用目標とする指数が明らかであるため、分類内のファンドの格差は必

図3 転換社債型の平均騰落率



— 過去6カ月 — 過去1年間 ... 過去3年間 -- 過去5年間

表2 株式投信追加型の運用成績(過去6カ月間の騰落率, %)

月末純資産総額10億円以上

年月末	総数	最 高	最 低	レンジ	マイナス の数(%)	TOPIX 騰落率
95. 6	663	12.9 国際一般	-34.3 自動車機械	47.2	86.4	-23.2
95. 7	685	27.7 アジアオセアニア	-23.1 派生商品	50.8	79.4	- 8.7
95. 8	714	28.8 国際一般	-12.1 派生商品	40.9	6.7	5.9
95. 9	717	31.2 国際一般	-15.3 派生商品	46.5	1.5	10.0
95.10	718	37.2 北米型	-14.8 派生商品	52.0	6.1	6.0
95.11	719	43.2 派生商品	-31.2 派生商品	74.4	8.5	18.2
95.12	722	78.7 派生商品	-40.6 派生商品	119.3	5.7	31.8
96. 1	730	48.4 派生商品	-37.5 派生商品	85.9	4.1	20.7
96. 2	727	36.7 派生商品	-18.6 派生商品	55.3	6.2	9.3
96. 3	747	40.2 派生商品	-26.4 派生商品	66.6	7.1	13.8
96. 4	758	49.6 派生商品	-30.3 派生商品	79.9	3.7	21.4
96. 5	758	33.9 北米型	-17.5 派生商品	51.4	5.8	13.4
96. 6	762	25.9 派生商品	-17.3 派生商品	43.2	6.8	8.5
96. 7	753	9.5 中小型株	-20.1 アジアオセアニア	29.6	76.6	- 1.8
96. 8	756	15.7 中南米型	-30.7 派生商品	46.4	72.1	- 1.1
96. 9	770	20.1 北米型	-30.6 派生商品	50.7	60.9	- 0.6
96.10	783	24.8 派生商品	-51.9 派生商品	76.7	88.8	- 9.5
96.11	798	33.5 派生商品	-48.9 派生商品	82.4	82.5	- 7.0
96.12	797	39.4 派生商品	-43.1 派生商品	82.5	83.1	-14.1
97. 1	805	49.4 派生商品	-52.1 派生商品	101.5	73.5	-13.4
97. 2	811	42.8 アジアオセアニア	-40.8 派生商品	83.6	68.9	- 9.9
97. 3	821	47.7 アジアオセアニア	-38.9 派生商品	86.6	79.5	-15.6
97. 4	839	46.6 アジアオセアニア	-31.7 建設不動産	78.3	65.4	- 7.1

注) 95年6月には派生商品型はない。

然的に小さくなると思われる。派生商品型はブル型とベア型があるため格差は大きくなると予想されるであろう。国際株式型は、国によって株式市場の動向が異なるため組み入れ銘柄の選択などで運用力の差が現れやすいといえよう。

表2は個別ファンドの各月の最高値と最低値およびその所属分類についての集計である。最高と最低に派生商品型と国際株式型ファンドが多いこと、最近ファンド間の格差が大きくなっていること、昨年七月以降、半数以上の過去六カ月の運用成績がマイナスとなっていることが示されている。

四、分類の平均とベンチマークとの比較

証券投資信託協会は参考資料として二二種類の

指数の騰落率も同時に発表している。そのなかから分類の性格を表していると思われる指数(ベンチマーク)と比較してみた。

(1) 国内株式型一般型とTOPIX

両者はほとんど一致した推移を示しているが、過去六カ月から五年間までのいずれについても、九六年半ばまでのプラスの局面ではTOPIXの上昇率のほうが大きいものの、九六年後半からのマイナスの局面では国内株式型一般型投資信託の下落率のほうが小さくなっている。

国内株式型大型株型と東証大型株指数の比較(過去六カ月、一年、三年)、店頭株型と日経店頭平均およびジャスダック・インデックスの比較(過去六カ月、一年)についてもほとんど同様の結果であるが、これらではそれぞれの最長期の過去五年、過去三年の騰落率はマイナス局面でも投

資信託の下落率のほうが大きくなっている。

(2)北米型とS&P500指数およびNYダウ工業株指数

北米型投資信託の平均は、九六年七月と八月の過去六カ月の騰落率がマイナスになった以外はプラスであり、過去五年間の騰落率はいずれの月でも大体四〇〜六〇%の高さとなっている。しかし、ベンチマークと比較すると、六カ月や一年の短期では投資信託の方が高かったこともあるが、三年、五年の騰落率については、一貫してベンチマークの方が高くなっている。長期的な運用力に問題があることを示している。

(3)アジア・オセアニア型とASE、STI、ハンセン、マレーシア指数

過去六カ月、一年については、アジア・オセア

ギリスとドイツを下回っていたが、フランスよりは高かった。しかし、過去五年になると、イギリス、ドイツとの差はさらに拡がり、水準・推移ともフランスと同程度となった。

(5)転換社債型とCBQ平均

六カ月と一年の短期においては投資信託の方がわずかに高く、三年と五年ではわずかに低くなる傾向が見られるが、両者の騰落率の推移はほとんど一致している。

なお、インデックス型(日経二二五連動型、TOPIX連動型、日経三〇〇連動型)については、当該投資信託の基準価額の騰落率と連動目標とする指数の騰落率の連動性を見るため、指数対比率がファンドごとに計算されている。同比率は一〇〇に近いほど指数に連動したことを意味する

ニア型投資信託の騰落率はASE(オーストラリア)、STI(シンガポール)、ハンセン(香港)、マレーシア指数の四方国の株価指数の騰落率の中間となっている。しかし、長期になると投資信託の低さが目立つようになり、過去五年の騰落率ではいずれの指数をも下回っており、安定的に四〇%高くなっているとはいえず、北米型と同様に長期的な運用力が劣っていることを示している。

(4)欧州型とFTI、CAC、DAX指数

九十年代のイギリスとドイツの株価はほぼ上昇傾向にあったが、フランスにはその傾向が見られないため、長期になるにつれてCAC指数(フランス)の騰落率はFTI(イギリス)・DAX(ドイツ)との格差が明確になっている。欧州型投資信託の平均は、過去三年の騰落率においてイ

が、長期になるにつれて一〇〇から乖離する傾向が見られる。それでも全体としてほぼ九五から一〇五の間に収まっており、両者の連動性はかなり高いことが示されている。短期も長期も最近になって一〇〇以上が増えていることから、インデックス型ファンドにおいて良好な運用がなされていることを示していると言えるだろう。

五、「新しい株式投資信託」の運用成績

「新しい株式投資信託」として掲げられているファンドは、五月末で四三本になる。そのうち、一〇カ月以上のデータが得られる二七本についてのデータを検討した。

(1) 基準価額と純資産総額

どのファンドも純資産総額は著しい増減を繰り返しており、一カ月で七割減少したり、五倍以上になるファンドもある。わが国の投資信託は価格が上昇すると解約が増え信託財産が減少する傾向が指摘されているが、ここでのデータからも純資産総額の減少が基準価額の上昇期に発生している傾向は明らかであった。純資産総額の急増は追加設定がなされたためとみられるが、それらは概して、基準価額の下落期あるいは安定期にそれまでの減少分の範囲内の規模で行われているものが多い。

(2) 長期投資は収益を安定化するか

ファンドごとに過去三カ月、六カ月、設定来の基準価額の騰落率を比較してみると、設定後の年月が長いものほど設定来の上昇率がもっとも大き

く、しかも毎月より大きくなっており、「新しい株式投資信託」では長期的な視点で運用が行われていることを窺わせる。

(3) 「新しい株式投資信託」は在来の投信よりパフォーマンスがよいか

「新しい株式投資信託」の過去六カ月の騰落率をそれが属する分類の平均と比較してみた（派生商品型についてはTOPIXと比較した）。期間中つねに分類平均を上回ったファンドはなかったが、二七本のうち一六本が九六年後半から分類平均をコンスタントに上回るようになっていた。^(注4)

六、まとめ

投資信託は本来中長期的な資産形成に適した商品として位置づけられているので、その運用成績

を短期的な価格情報だけで評価すべきではない。したがって、あくまで九五年六月から九七年四月に関する価格情報だけによる評価という限定付きで、本稿でのファクト・ファイディングを述べておこう。国内株式を中心に運用されるファンドの運用成績は九七年になって向上してきているが、それは好調な株式市場の反映だけでなく、ベンチマークとの比較から運用力の高まりを窺わせる。一方、この期間の国際株式型の運用成績は良好だったが、それらはたんに海外株高を反映したに過ぎず、運用力の貢献度は大きくないように思われる。とくに、国際株式型ファンドの長期的な運用力の育成は今後の課題であろう。

(注)

(1) その後、限定追加型（当初設定後一定期間は新規資金による追加設定が可能だが、その後の追加設定は分配金による再投資もしくはスイッチングのもの）が付け加えら

れたため、八大分類と三〇小分類となっている。

(2) 騰落率 (%) = $\frac{(\text{期末基準価額} + \text{分配期間中における分配金合計} - \text{対象期間の期首基準価額}) / \text{対象期間の期首基準価額} \times 100$

(3) 指数対比率 (%) = $\frac{(\text{対象期間の分配金込み基準価額の騰落率} (\%) + 100 (\%)) / (\text{対象期間の指数の騰落率} (\%) + 100 (\%)) \times 100$

(4) 経済企画庁「日本経済の現況」（平成九年版）では、株式投信を「新しい株式投資信託」とそれ以外の「従来型」に分けて、週次データを用いて資産価格決定モデルを用いたパフォーマンスの分析を行っている。その結果、従来型の運用パフォーマンスは以前に比べて改善されていないが、新しい株式投資信託では効率的な運用がなされていると分析している。

（つぎだ ふじこ・当研究所主任研究員）