

# Mind The Gap（リターンのズレにご注意） 日本版 2024 年 日本の個人投資家は賢明か？

## モーニングスター・マネジャー・リサーチ

2024 年 9 月

### 目次

- 1 概要
- 2 はじめに
- 2 2つのリターンとそのギャップ
- 6 米国
- 10 欧州・アジア(除く日本)
- 18 日本
- 19 まとめ
- 20 付録

### 元利 大輔

モーニングスター・ジャパン  
マネジャー・リサーチ部長  
daisuke.motori@morningstar.com

### 水田 理沙

モーニングスター・ジャパン  
マネジャー・リサーチ部  
アナリスト  
risa.mizuta@morningstar.com

### 重要事項

Morningstar のアナリストの行為は、倫理規程/職業行為規範ポリシー、個人の証券等取引（またはこれに準ずる）ポリシーおよび投資調査ポリシーによって規定されています。利益相反に関する詳細については、以下をご覧ください。

[global.morningstar.com/company/disclosures](https://global.morningstar.com/company/disclosures)

## 概要

評価の高いファンドに投資をしているはずだが、思ったような投資成果を得られない、ということは少なくない。これはファンドの運用自体が悪いわけではなく、投資家による売買のタイミングが良くなかったのであろう。ファンドを購入して持ち続けた際のリターンであるトータル・リターンと、投資家によるファンドの売買のタイミングを勘案したリターンであるインベスター・リターンのリターンの差（ギャップ）について、モーニングスターでは、調査、分析を世界的に行ってきた。本レポートでは、2023 年から 2024 年に公表された海外のレポートの結果を概観するとともに、日本市場における投資家の投資行動の影響を考察する。

## 主なポイント

- ▶ 米国や欧州・アジアの各市場では、全体的にインベスター・リターンはトータル・リターンに劣後した（負のギャップ）。特に株式型など価格変動リスクが高い資産クラスで負のギャップが大きくなる傾向があった。投資家による売買タイミングが良くなかったことを示唆している。
- ▶ アロケーション型は米国や欧州・アジアの各市場の中で最も負のギャップが小さかった。アロケーション型では多様な資産クラスがワンパッケージになっているので、投資家自身がリバランスのために売買をする必要がなく、投資家による売買タイミングの失敗が起こりづらいため、ギャップが相対的に小さいと考えられる。
- ▶ 英国は負のギャップが他の欧州やアジア地域に比べ小さかった。ファイナンシャル・アドバイザーによる投資家のポートフォリオ全体を見た包括的なアドバイスが充実している英国では、長期分散投資の観点からの投資家にアドバイスがされることにより、パフォーマンスを後追いし売買することで失敗することが他の市場に比べると少ない可能性が高い。
- ▶ 日本では株式型でインベスター・リターンがトータル・リターンよりも高かった（正のギャップ）。日銀の ETF 買い入れによる影響に加え、近年の積み立てによるパッシブ・ファンドへの投資が正のギャップへ寄与していると考えられる。債券型やアロケーション型は他の地域と同様の傾向を示した。
- ▶ 日本ではパッシブが正のギャップを示した一方で、アクティブは平均的には負のギャップとなった。パッシブでは投資家自身の意思でファンドの購入・売却が行われることが多いが、アクティブでは金融機関の販売員がテーマ性を訴求して販売することが少なくなく、これが結果としてパフォーマンスを後追いすることにより、平均的にはアクティブの負のギャップにつながった可能性は低くないであろう。
- ▶ 投資家は、流行りのファンドをパフォーマンスを追いかけて購入したり、ファンドを短期的に売買するのではなく、長期投資の観点でファンドを選択し保有し続けることが、最終的には良い投資成果をもたらすであろう。

## はじめに

投資家は常に良いファンドを選ぼうとしているが、優れたファンドを見つけられたとしても、そのファンドの売買のタイミングによっては損失が生まれ、期待したリターンが得られないことがある。例えば、「尻馬に乗って」足元パフォーマンスが好調だったファンドや人気のファンドを購入したものの、「時すでに遅し」で高値掴みをしてしまい、「肩を落として」安値で売却し損失が生じるなどがあるだろう。

このように、ある期間において投資家が期中にファンドの売買を行う場合と、ファンドを購入して持ち続ける場合では、投資家を得るリターンは異なる。ファンドを購入して持ち続けた際のリターンであるトータル・リターンと、投資家によるファンドの売買のタイミングを勘案したリターンであるインベスター・リターンの差（ギャップ）について、モーニングスターでは、調査、分析を世界的に行ってきたおり、その結果を「Mind the Gap」というレポートで公表してきた。2005年に米国で初版が発行されて以来、今までの調査で明らかになったことは、インベスター・リターンはトータル・リターンに見劣りすること（負のギャップ）が多いが、ファンドの種類や市場により、そのギャップはより開いたり縮まったりすることである。特に、ファンドの販売が投資家のポートフォリオ全体のアドバイスから切り離され単品推奨されている市場では、販売員が売りやすいファンドや売れ筋のファンドを投資家が購入することで、負のギャップがより大きくなることが多く見受けられた。一方、ファイナンシャル・アドバイザーによる投資家のポートフォリオ全体へのアドバイスが定着している市場では、相対的に負のギャップが小さくなる傾向にあった。

本レポートでは、2023年から2024年に公表された海外のレポートから米国と欧州・アジア（除く日本）の市場の投資家の投資行動の影響を概観するとともに、日本のデータを用いて日本市場における投資家の投資行動の影響を考察する。なお、本レポートで記載する米国と欧州・アジア（除く日本）の分析のより詳細な内容は、原文である米国版レポート<sup>1</sup>と欧州・アジア（除く日本）版レポート<sup>2</sup>を参照されたい。

## 2つのリターンとそのギャップ

多くの投資家がよく目にする「リターン」は、トータル・リターンである。トータル・リターンとは、ある期間における一括投資のリターンと捉えるとわかりやすいであろう。例えば、5年間の投資期間であれば、5年前に60万円を一括投資して保有し続けた場合、最終的な利益（または損失）の金額を1年あたりの収益率（何%の利益/損失であったか）に換算したものである。少し難しく言い換えると、時間加重平均の収益率となる。

1 Mind the Gap 2024: A Report on Investor Returns in the US, <https://www.morningstar.com/jp/mind-the-gap>

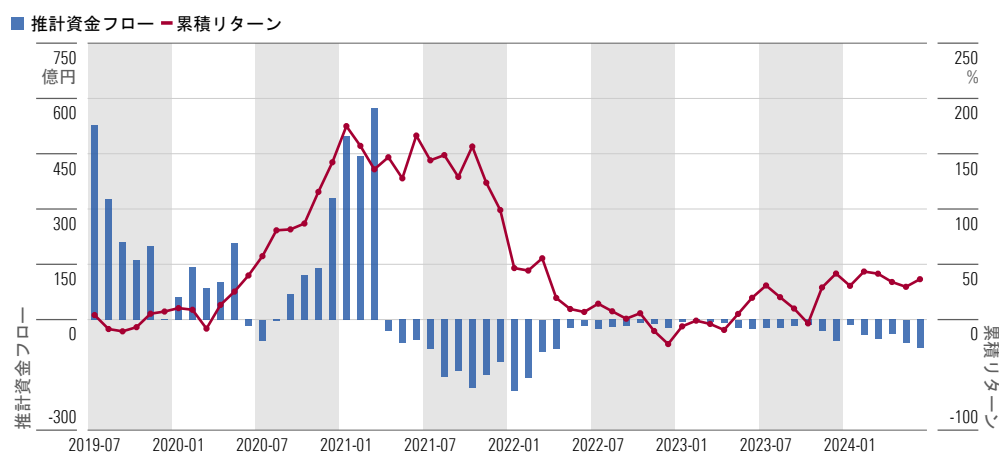
2 Mind the Gap 2023: A Report on Investor Returns Around the World, <https://www.morningstar.com/en-uk/jp/mind-the-gap>

現実の世界では一括投資だけが行われるわけではなく、積み立て投資なども行われている。ある期間において購入や売却など資金の流入を勘案した収益率がインベスター・リターンである。5年前から毎月1万円ずつ積み立て投資をした場合、5年間の積立額は60万円となり、この60万円に対しての最終的な利益（または損失）の金額を1年あたりの収益率に換算したものである。こちらも少し難しく言い換えると、金額加重平均の収益率（もしくは内部収益率とも言われる）となる。

ファンドの評価を行う際は、投資家の売買のタイミングはファンド側ではコントロールできないため、トータル・リターンを用いることが一般的である。一方、ファンドの売買は投資家の意思により行われるため、投資家の投資行動の影響を含めて評価する際には、インベスター・リターンを用いることが一般的である。本レポートでは、トータル・リターンとインベスター・リターンを対比させ、その2つの差（ギャップ）に着目して分析を行う。投資家がある期間において一括投資を行い持ち続けた場合（バイ・アンド・ホールド）と、期中にファンドの売買を行った場合との比較をしていると捉えることもできる。なお、実際にはそれぞれの投資家によりファンドの売買のタイミングは異なるが、本レポートでは各ファンドにおける資金純流入のデータを用いており、インベスター・リターンは平均的な投資家の売買の行動を反映したものと解釈できる。

ここで具体的な例を見てみよう。以下は、約5年前に新規設定され多くの資金を集めたファンドの例である。同ファンドは設定以降、数か月は大きくリターンが上がらなかったが、その後リターンが大きく上がるとともに大きく資金が流入している。その後の軟調な推移となるとともに資金流出へと転じ、現在に至っている。同ファンドの2019年7月から2024年6月までの5年間のトータル・リターンは年率6.4%であるが、同期間のインベスター・リターンは年率2.8%である。ギャップは年率-3%以上であり、同ファンドの平均的な投資家の売買タイミングは良くなかったことを示している。

図表1 グローバル・プロスペクティブ・ファンドの累積リターンと資金フロー



出所: Morningstar Direct、2019年6月末から2024年6月末のデータ  
2019年6月の新設ファンドで現在最も残高の大きいファンドの例として当ファンドを記載している。

## 米国

米国では、2023年12月31日までの10年間に、投資信託と上場投資信託（ETF）の全体で見ると、インベスター・リターンは平均で年率約6.3%であった。一方、これらのファンドのトータル・リターンは平均7.3%であり、インベスター・リターンのほうが1.1%低く、負のギャップとなった。この負のギャップは2023年12月31日までの過去10年間だけに限ったものではなく、過去の他の推計期間においても同じように負のギャップが観測されている。これらの結果は、投資家によるファンドの売買のタイミングが、運用コストや税効率と並んで、投資家の最終的な投資成果に影響を及ぼす最も重要な要因の一つとなっていることを示唆している。

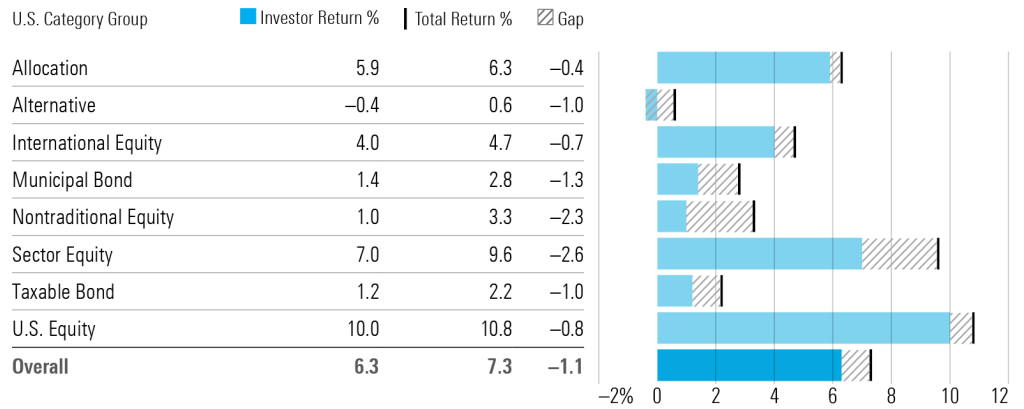
ギャップがマイナスであることは、投資家の投資行動に改善の余地があることを示唆している。投資家は、感情に流されずにより規律のある投資行動をとことで、売買タイミングの失敗という最も一般的な落とし穴を避け、投資成果を改善する可能性を高めることができるであろう。

カテゴリ別に見ると、2023年12月31日までの過去10年間においては、全ての米国カテゴリ・グループ（米国における大分類）でインベスター・リターンはトータル・リターンに劣後し、負のギャップとなった。その中で、アロケーション型は最もギャップが小さく、同期間のギャップは年率-0.4%となった。なお、アロケーション型のギャップが相対的に小さいことは、過去の計測期間でも同様である。アロケーション型では多様な資産クラスがワンパッケージになっているので、投資家自身がリバランスのために売買をする必要がなく、投資家による売買タイミングの失敗が起こりづらいため、ギャップが相対的に小さいと考えられる。

株式型では、米国株式型のインベスター・リターンは最も高い10%となり、ギャップも年率-0.8%と比較的小さかった。一方、ロング・ショートやデリバティブ・インカムのような非伝統的株式型ファンドは苦戦を強いられ、ギャップは年率-2%以上、また、セクター株式型も負のギャップが大きく、ギャップは年率-2.6%であった。セクター・ファンドなどテーマ性の高いものは、投資家の資金フローがパフォーマンスを後追いするような傾向になりがちで、インベスター・リターンがトータル・リターンに劣後し負のギャップとなる傾向がある。これは米国だけでなく世界的にも同様である。

債券型（課税債券型）では、同期間でギャップは年率-1.0%となった。債券型ファンドは株式型に比べ（特に株式市場の上昇局面では）リターンが低くなるため、1%の負のギャップがもたらすインパクトは株式型などと比べ大きい。実際、インベスター・リターンはトータル・リターンの約半分の水準であり、トータル・リターンの半分を売買タイミングで逃したと言えよう。地方債型も同様で、インベスター・リターンは、トータル・リターンに対し1.3%見劣りしている。

図表 2 米国カテゴリ・グループ別 (2023年12月末までの10年間)



出所: Morningstar Direct

コモディティは除外、四捨五入後の表記により見た目のリターンの差がギャップに合致しない場合がある。

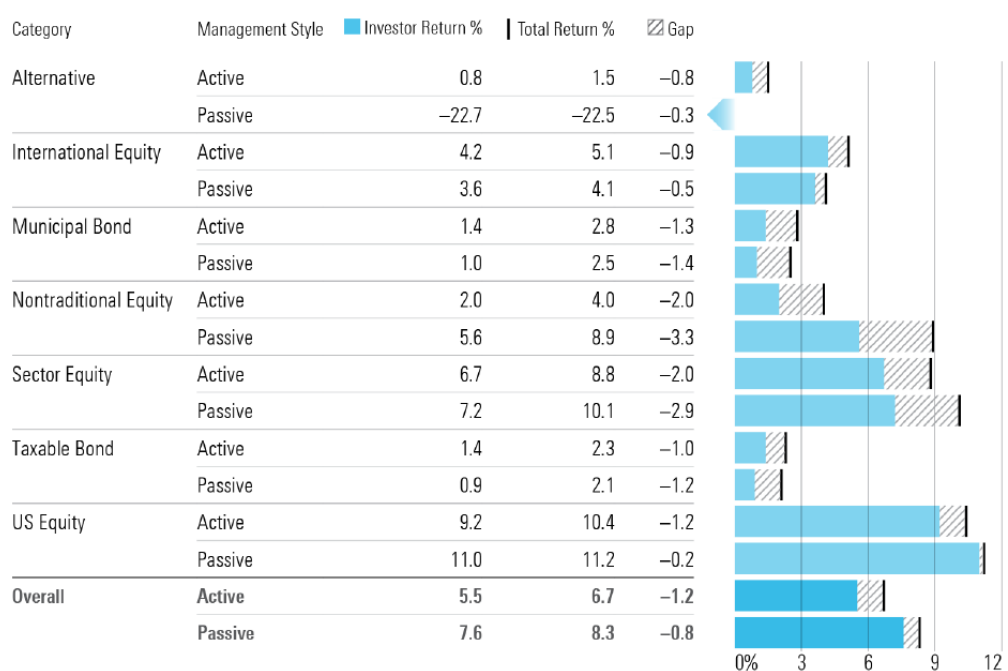
### アクティブ・パッシブ別

2023年12月までの10年間で、パッシブ・ファンドのインベスター・リターンは年率7.6%でギャップは年率-0.8%、アクティブ・ファンドのインベスター・リターンは年率5.5%でギャップは年率-1.2%であった。米国カテゴリ・グループ別に見ると、米国株式型と国際株式型のパッシブのギャップは、それぞれ年率-0.2%、年率-0.5%と負のギャップではあるが、アクティブの年率-1.2%、年率-0.9%に対して、ギャップは小さくなっている。一方、他の多くのカテゴリ・グループではパッシブの方が負のギャップが大きい。特にセクター型では年率-2.9%となった。

多くのカテゴリ・グループで、なぜアクティブよりもパッシブのほうが負のギャップが大きくなるのであろうか。投資家がアクティブ・ファンドの売買のタイミングを巧みに計った可能性は低い。ここで、2023年に公表されたレポートで述べられた考察を紹介したい。パッシブのほうが負のギャップが大きい要因の一つ目として考えられることは、ETFを筆頭にパッシブのほうが取引が容易なため、投資家による売買が活発になり、本来長期投資で得られるはずの低コストの優位性を放棄してしまったことである。二つ目として考えられるのは、アクティブからパッシブに投資資金が移行しているトレンドである。右肩上がりの市場の局面において、アクティブからパッシブに資金がシフトすることは、パッシブのほうに遅れて資金が流入するので、パッシブ投資家としては市場上昇の恩恵を十分に享受できていないと言えよう。



図表3 カテゴリ・グループ内アクティブ・パッシブ別 (2023年12月末までの10年間)



出所: Morningstar Direct

## 欧州・アジア (除く日本)

ここでは、欧州におけるクロスボーダー市場、英国、香港、ならびにアクティブ・パッシブ別の調査結果を概観する。

### 欧州

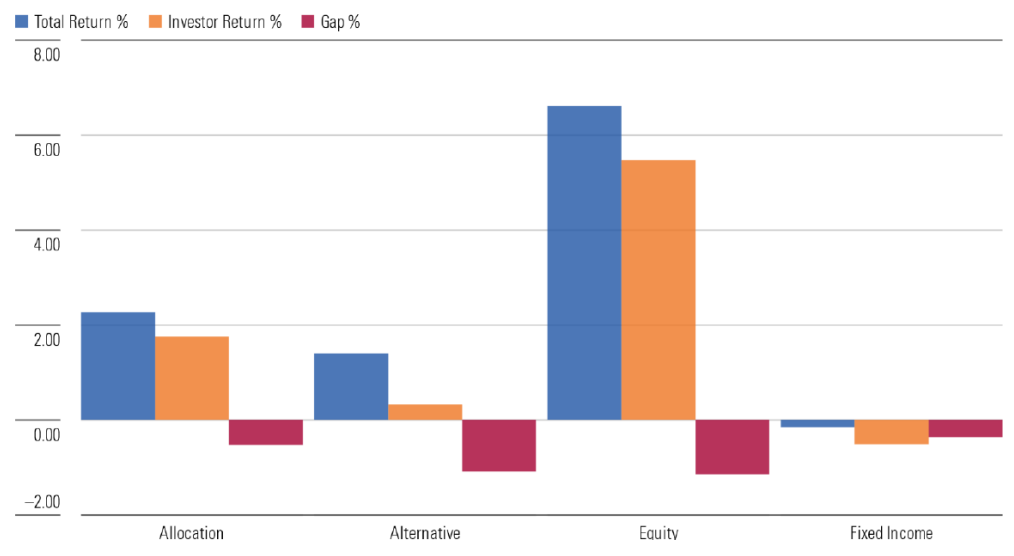
欧州については、アイルランド籍とルクセンブルグ籍のファンドを対象として分析することで、欧州におけるクロスボーダー市場を総括することとする。2018年7月から2023年6月までの5年間で、欧州では運用資産残高が最も多い資産クラスである株式で、最も大きな負のギャップ (年率-1.14%) となった。

同5年間は、株式ファンドのうち約7割のファンドが負のギャップとなり、更に4本に1本のファンドが年率-3%以上の負のギャップとなった。これら負のギャップのファンドの特徴としては、小規模ファンド、パフォーマンスの良いファンド、ボラティリティの高いファンドなどである。パフォーマンスの良いファンド、ボラティリティの高いファンドは、投資家がパフォーマンスを後追いつける形で売買した結果が裏目に出たと言えよう。更に、単一国に投資するファンドやセクター別ファンドのようなニッチな商品において、より大きな負のギャップが見られることも分かった。新興国株式に投資をするファンドも負のギャップが散見された。例えば、インド株式に投資するファンドにおいては3/4以上のファンドが-1%以上の負のギャップを示す結果となった。一方、株式におけるコアのカテゴリであるグローバル大型株

式ブレンド型や欧州大型株式ブレンド型では、依然として負のギャップではあったが、それぞれ年率-0.64%、年率-0.52%とギャップは相対的に小さかった。

他の資産クラスでは、アロケーション型の負のギャップは比較的小さく、トータル・リターンに大きく見劣りしないインベスター・リターンとなった。債券型は、負のギャップは全体的には小さかったものの、過去5年間における金利上昇などもあり、リターンの水準が他の資産クラスに比べ低かったため、投資家の投資成果という点では物足りなさがあつた。債券内では、中華圏ハイ・イールド債券や、アジア・ハイ・イールド債券などが負のギャップが大きかった。

図表 4 欧州：資産クラス別（2023年6月末までの5年間）



出所: Morningstar Direct

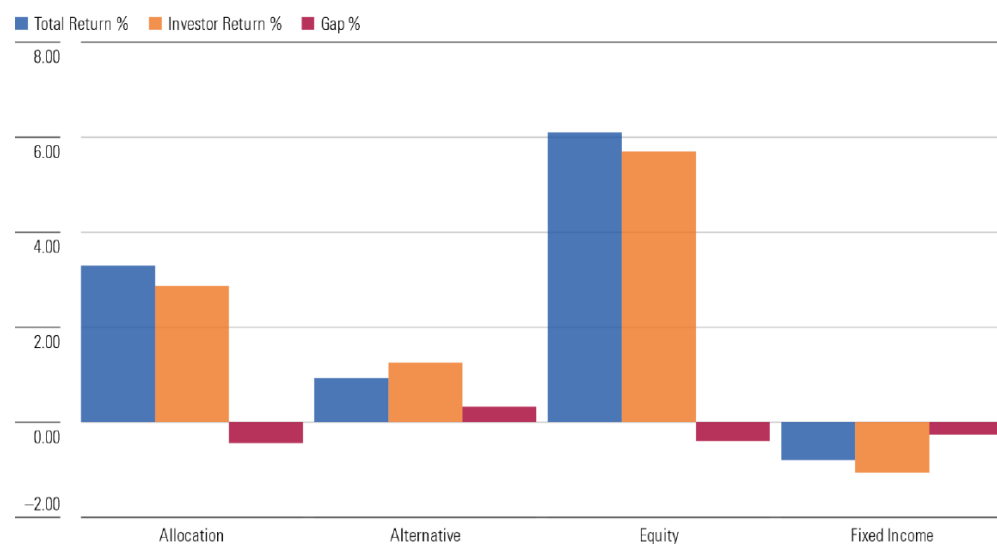
## 英国

英国では2018年7月から2023年6月までの5年間で、株式型で年率-0.4%の負のギャップ、アロケーション型や債券型でも同様に負のギャップとなったが、他の欧州・アジア（除く日本）地域と比べ、全ての資産クラスにおいて負のギャップは相対的に小さかった。英国は、前述の欧州クロスボーダー市場やアジア地域とは異なり、ファイナンシャル・アドバイザーによる投資家のポートフォリオ全体を見た包括的なアドバイスが充実している市場である。長期分散投資の観点からのアドバイスにより、パフォーマンスを後追いついて売買することで失敗することが他の市場に比べると少ない可能性が高く、これが負のギャップが相対的に小さいことにつながっていると考えられる。

株式型の中では、投資スタイルによりギャップは異なっている。グローバル株式バリュー型のギャップは-0.28%と、トータル・リターンに見劣りしない結果であったが、グローバル株式グロース型では、リターン・ギャップはギャップは-0.67%と比較

的が大きかった。グロース型は2008年の世界金融危機以降、好調なパフォーマンスを生み出して、COVID-19が深刻化した際には一部の投機的な動きからさらに上昇した。その後、バリュ相場が到来してグロース型ファンドのパフォーマンスは相対的に悪化した。投資家は好調なパフォーマンスを見ると「好機を逃すな」と後追いつる形でファンドの購入したくなりがちだが、「時すでに遅し」と言わんばかりに下落に転じることがあり、思惑通りの投資成果を得られない場合もあると留意する必要があろう。

図表5 英国：資産クラス別（2023年6月末までの5年間）



出所: Morningstar Direct

## 香港

香港籍のファンドでは、2018年7月から2023年6月までの5年間で、全ての資産クラスにおいて負のギャップが見られると同時に、インベスター・リターンもマイナスとなった。これは、香港籍のファンドに投資する平均的な投資家は、過去5年間で損失を被ったことを示している。

株式型の運用資産残高のうち約8割は、香港株式、中国株式、中国株式A株のモーニングスター・カテゴリに属しており、驚くことに、これらの3つのカテゴリでは、インベスター・リターンはトータル・リターンよりも高く（正のギャップ）、株式型全体の負のギャップの一部を相殺した。中国株式においては、正のギャップを創出したファンドのランキング上位はインデックス・ファンドが占めた。

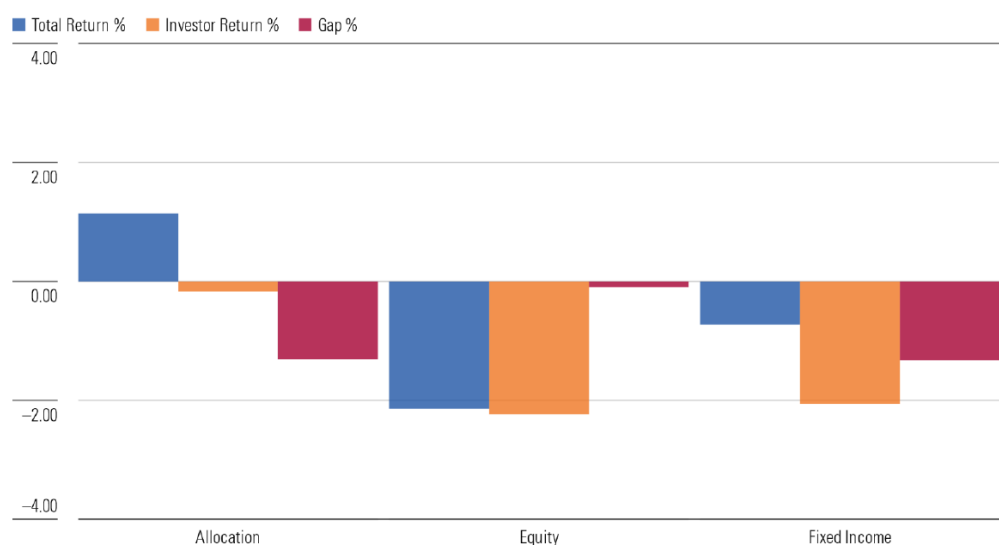
一般的に、主要な指数に連動する商品は、香港の年金制度や積立基金制度などの安定的な拠出の恩恵を受けていることもあり、長期に渡って安定した資金フローを維持している。一方、香港では多くのアクティブ・ファンドが投資家のポートフォリオを構成するパーツとして販売されるのではなく、ファンド単品として販売会社に



よって販売されている。そのため、パフォーマンスを追い求める行動になりがちで、結果として売買タイミングが良くなかった可能性がある。実際、一部の人気の高いアクティブ・ファンドの資金フローは比較的不安定であることが多かった。

また、他の地域と同様に、香港においてもテクノロジー・セクター型は苦戦を強いられており、株式型の中では負のギャップが最も大きく年率-17.2%であった。セクター・ファンドなどテーマ性の高いものは、投資家の資金フローがパフォーマンスを後追いするような傾向の典型例と言えよう。

図表 6 香港：資産クラス別（2023年6月末までの5年間）



出所: Morningstar Direct

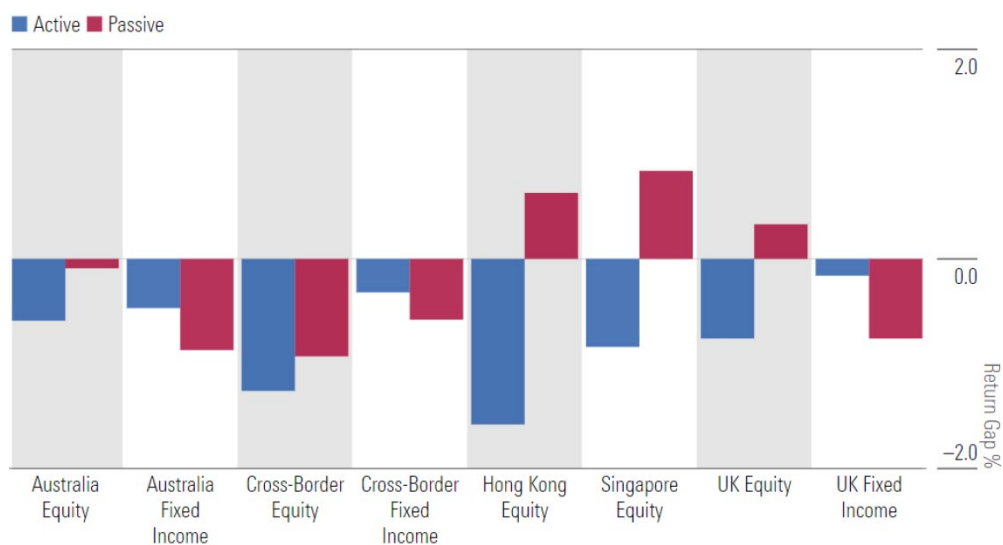
### アクティブ・パッシブ別

欧州・アジア（除く日本）地域において、アクティブ・パッシブ別に見てみると、2018年7月から2023年6月までの5年間で株式型では全てパッシブのほうが負のギャップが小さく、または正のギャップとなった。指数を忠実にトラックすることを目指すパッシブ・ファンドは、特に市場全体の動きに連動するような場合、ファンドマネジャーの力量やグロースやバリューなどのスタイルにファンドのパフォーマンスに左右されない。運用者の力量やグロース相場・バリュー相場などの理由でタイミング投資を行う必要がないので長期で保有しやすく、結果として負のギャップが小さくなる、または正のギャップとなるのであろう。

一方、債券型においては、アクティブ・ファンドはパッシブ・ファンドよりも、負のギャップが小さかったが、それだけでなく投資成果の観点からリターン水準も良かった。ファンドのリターン自体が良かった理由としては、金利の急上昇などに対応して一部のアクティブ・マネジャーは、リターンを改善させるためポートフォリオのデュレーションを短期化するなどしたが、パッシブ・ファンドにおいては忠

実に指数に連動する運用が前提なので、このような局面ではリターン改善に向けた動きは行われず、というようなことが考えられよう。なお、債券型については、パッシブが国債や高格付け社債等に投資をするファンドが多い一方、アクティブはハイイールド債や新興国債などに投資をするものが少なくない。よって、債券型全体としてアクティブとパッシブを比較することは難しいことには注意が必要である。

図表 7 各地域の資産クラス内アクティブ・パッシブ別 (2023年6月末までの5年間)



出所: Morningstar Direct

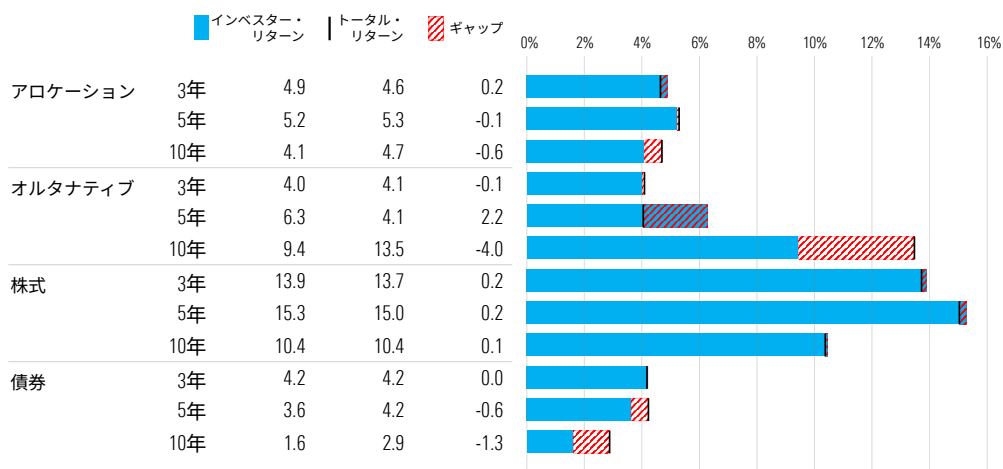
## 日本

米国や欧州では大部分において負のギャップが観測されていたが、日本ではどうか。ここからは日本のデータを用いて分析を行う。本レポートでは投資家の投資行動の影響を見るため、分析ユニバースを個人投資家が自らの意思で自由に購入、売却できるファンドとする。よって、公募投資信託とETFが分析対象となるが、公募投資信託のうち確定拠出年金専用ファンドおよびSMA/ファンドラップ専用ファンドは、売買できる口座に制限があるため、分析対象から除くこととする<sup>3</sup>。なお、分析期間は2024年6月末を基準に過去3年、5年、10年である。

日本では他の地域と大きく異なり、株式型では3年、5年、10年全てで、インベスター・リターンがトータル・リターンを上回っており、正のギャップが観測された。一方、債券型やアロケーション型においては、5年と10年の期間において負のギャップが観測されており、アロケーション型の負のギャップが比較的小さいことも含め、他の地域と同じような結果となっている。

<sup>3</sup> 確定拠出年金の場合、ファンドのラインアップが限定されることに加え、ファンドの購入は口座内でのスイッチングと月1回の拠出に限定される。SMA/ファンドラップの場合、SMA/ファンドラップの申し込みや解約は投資家の意思によるものであるが、SMA/ファンドラップ内のファンドの売買は投資一任で行われる。これらより、個人投資家の意思による売買が限定されることから、分析対象から除外している。

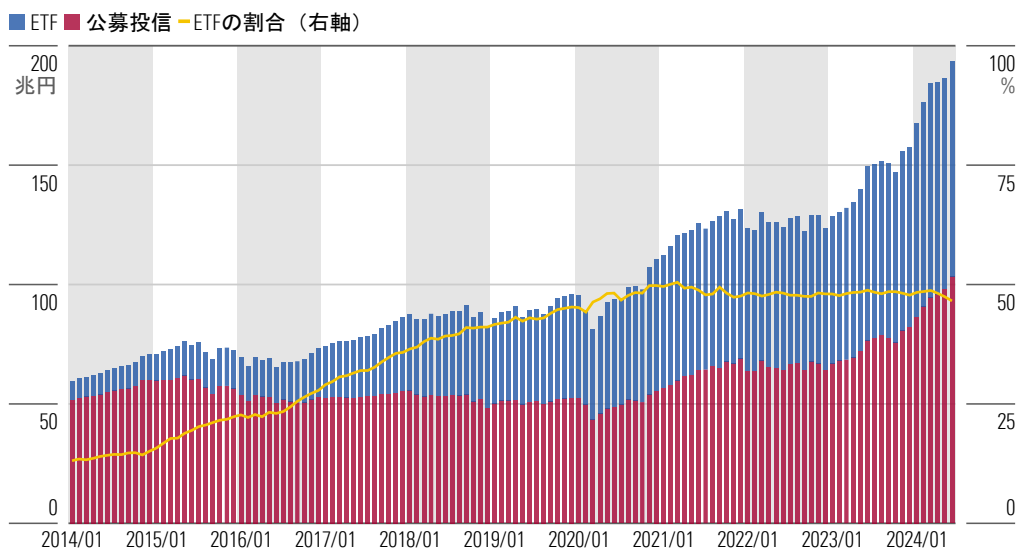
図表 8 日本：資産クラス別（2024年6月末基準）



出所: Morningstar Direct

なぜ日本の株式型においては正のギャップとなったのであろうか。その主な理由として二つが考えられよう。一つ目は、日本銀行によるETF買い入れである。日銀は2010年からETFの買い入れを実施していたが、2010年代半ば以降、その買い入れ額の上限を段階的に引き上げてきた。下図に示すように、公募投信とETFの純資産総額の推移を見ると、2010年代前半はETFの純資産総額は公募投信に比べると少なかったが、近年では公募投信と同じくらいの純資産総額となっている。足元では日銀が保有するETFの時価は70兆円を超えと言われており、ETFの純資産総額の7割以上を占めている。

図表 9 公募投信とETFの純資産総額の推移

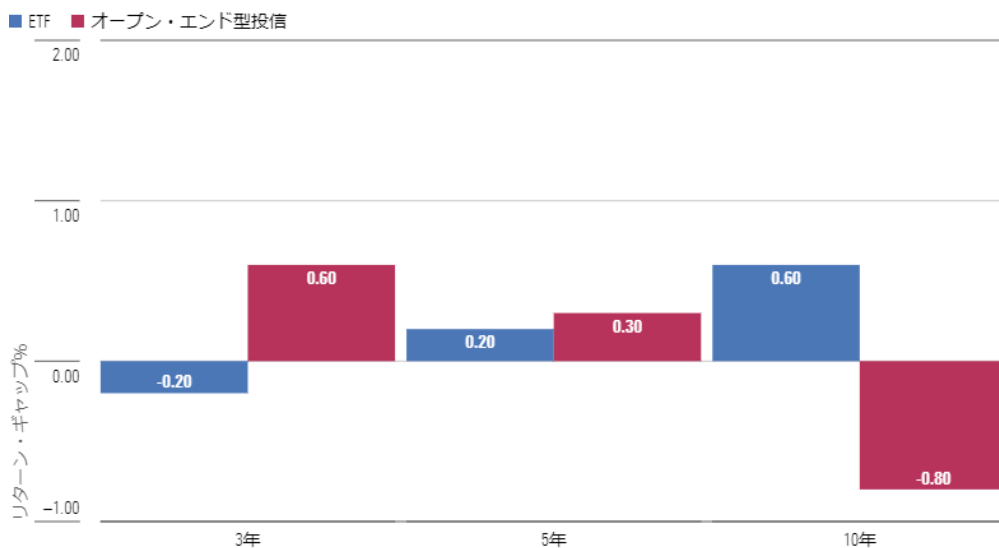


出所: Morningstar Direct、2014年1月から2024年6月

そこで、株式型についてETFと公募投信を分けてギャップを見てみると、ETFではギャップは10年が最も高く、3年が最も低い。日銀のETFの買入れは2020年までは年数兆円規模で実施されていたが、2021年以降は買入れ額は大きく減少している。日銀は株価が下がったタイミングでETFを買入れており、これが近年の株価上昇によりインベスター・リターンを押し上げ、正のギャップに貢献した可能性があり、直近10年の期間ではその影響を大きく受けたことで、正のギャップは更に大きくなっている。一方、直近5年では日銀のETF買入れによる資金流入の影響は限定的となり、さらに3年では極めて限定的なものとなり、正のギャップは小さくなっている。これらのことから、ETFに関しては日銀の買入れの有無がインベスター・リターンに大きく影響を及ぼしていると言えよう。よって、本レポートの目的である個人投資家の投資行動の影響を見るためには、日銀の影響を取り除くべく、公募投信のみに焦点を当てて分析をしたほうが良いであろう。

分析対象を公募投信のみに限定すると、直近3、5、10年間におけるギャップは下図のようになる。ETFとは対照的に、直近10年間のギャップが-0.8%と大きくマイナスとなっている一方で、直近3年は0.6%とプラス、直近5年でも0.3%であり、ETFを含めた全体よりも若干高くなっている。よって、株式型ファンド全体で見たときに正のギャップとなる要因は、日銀のETF買入れの他にもあるであろう。公募投信における近年の傾向として、オルカンやS&P500に代表されるインデックス・ファンドへの積み立て投資を中心とした資金流入がある。これが株式型ファンド全体で見たときにギャップがプラスとなる主な要因の二つ目と考えている。

図表 10 株式型での公募投信・ETF別（2024年6月末基準）



出所: Morningstar Direct

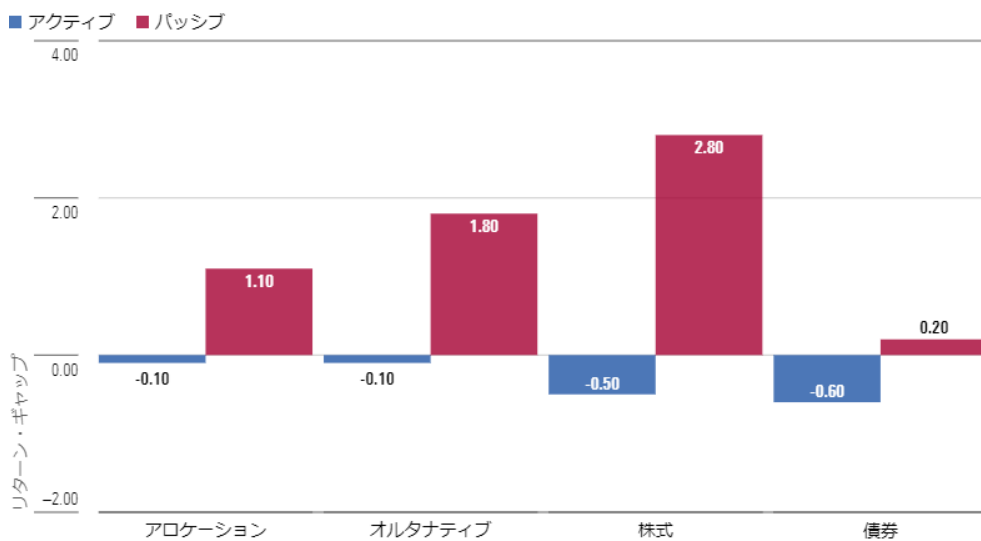
## アクティブ・パッシブ別

次に、公募投信におけるアクティブ・パッシブ別に結果を見てみよう。まず、ギャップに着目すると、オルタナティブの3年を除くと、全ての資産クラスと期間で、パッシブのほうがギャップの値は良かった（正のギャップがより大きい、または負のギャップがより小さかった）。

株式型では、アクティブは全ての期間で負のギャップとなり、他地域と同じような結果となった。日本でのアクティブ・ファンドは、銀行や証券会社の販売員を経由した販売が多く、他地域でも見られたようなテーマ性やストーリー性を重視したファンド単品としての販売により、投資家がパフォーマンスを後追いし、結果として売買タイミングが良くなかった可能性がある。一方、パッシブは全ての期間で正のギャップとなったが、なぜ日本ではパッシブの投資家がこのような好成績を残せたのであろうか。この理由として二点が考えられる。一点目は、パッシブ・ファンドはアクティブ・ファンドと対照的に、金融機関からのアドバイスに盲目的に従うのではなく、自らの意思で長期投資の観点からの投資を行う投資家が多くいることであろう。代表的な例としては、eMAXIS Slim のオールカントリー（オルカン）や S&P 500 など海外株式のインデックス・ファンドで、近年では特に積み立て投資が多く、売買タイミングを狙わず着実に積み立てた結果、足元の好調なパフォーマンスの恩恵を受けて、インベスター・リターンが良かった。二点目は、米国の一部の投資家のように相場を追いかけるのではなく、短期的な目線ではあるものの相場の逆をいく投資行動が一部で功を奏したことであろう。これらの点は、次のセクションでもう少し検証を行う。

債券型では、ギャップはパッシブのほうが小さく他の地域とは異なる結果となった。しかし、リターンの水準はトータル・リターンもインベスター・リターンもアクティブのほうが高く、例えば、直近5年ではアクティブのインベスター・リターンはパッシブよりも約1%高い。投資成果という点ではアクティブのほうが良かったということになる。これは欧州のセクションでも述べられたように、債券ではアクティブ・ファンドのほうが、リターン改善の工夫がなされたことが、投資家にとって良い結果をもたらしたということであろう。ただし、債券型のアクティブは、パッシブに比べてファンドのラインアップがより玉石混合となるので、アクティブ・パッシブのリターンやギャップの違いを一概に比較することが難しい点は留意したい。

図表 11 アクティブ・パッシブ別 (2024年6月末までの5年間)



出所: Morningstar Direct、3年、10年の期間は付録に記載。

### カテゴリ別

日本籍ファンドに対するモーニングスター・カテゴリは 90 以上存在するが、それら全てにパッシブ・ファンドが含まれるとは限らない。また、含まれたとしてもファンドの本数や残高が限定的なカテゴリもある。従って、アクティブ・パッシブを混在してモーニングスター・カテゴリ別に分析を行うと、カテゴリ間の違いがアクティブ・パッシブの割合の違いによるものか、カテゴリの投資対象などの違いによるものかを区別することが難しくなる。よって、以下ではアクティブ・パッシブ別にカテゴリ別の分析を行っている。ここでは分析期間を5年に限定し、アクティブ・パッシブ別に分けた後で5ファンド以上存在するカテゴリを対象としている。

パッシブで直近5年間で計測できるファンドが5ファンド以上あるカテゴリは16カテゴリと少なく、このうち株式型が12カテゴリ、債券型は4カテゴリである。16カテゴリのうち10カテゴリと半分以上が正のギャップとなり、株式型では8カテゴリと3/4が正のギャップとなった。eMAXIS Slimのオールカントリー（オルカン）が含まれる外国株式・世界型や同S&P 500などが含まれる外国株式・北米型が上位を占めており、前述の通り積み立て投資により資金フローが安定したこと、足元の好調なパフォーマンスが良い結果をもたらしたと考えられる。

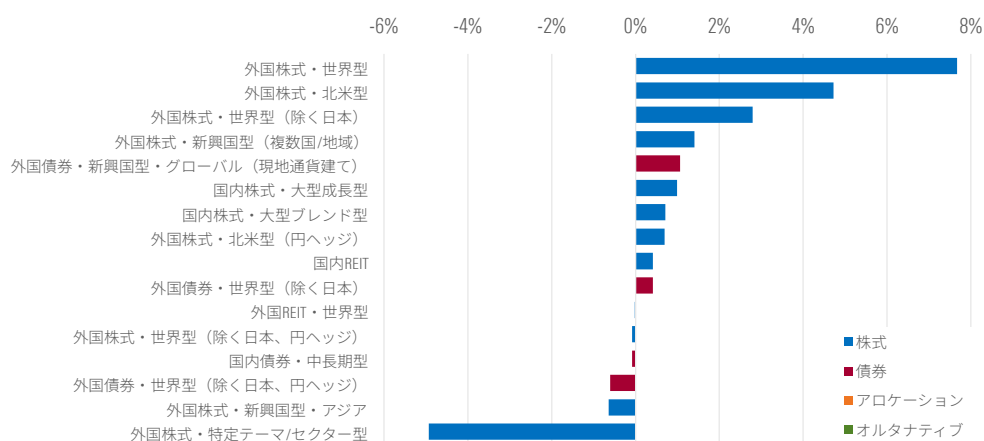
日本株式の代表的な指数であるTOPIXが含まれる国内株式・大型ブレンド型や日経平均が含まれる国内株式・大型成長型も正のギャップである。日本株式では、特に大きなショックがあった際には個人投資家が逆張りの買いに回ることが



あり、日経平均や TOPIX 連動型の投資信託でも同じような投資行動が見られる。例えば 2020 年 3 月のコロナショック時もパッシブ・ファンドに資金が流入している。ただし、相場を見極めた売買タイミングは「当たるも八卦当たらぬも八卦」であるので、短期的な視点で売買を繰り返すことが常に良い結果をもたらすわけではないことは、投資家は留意したほうが良いであろう。

なお、パッシブの中で最も負のギャップが大きかったカテゴリは、外国株式・特定テーマ/セクター型である。このカテゴリのパッシブ・ファンドの平均的なトータル・リターンは約 31%と高かったものの、インベスター・リターンはトータル・リターンよりも年率 5%以上低い水準であった。米国のセクションでも述べたように、投資家はテーマ性の高いファンドについて、パフォーマンスを後追いついて売買する傾向がある。結果としてインベスター・リターンがトータル・リターンに対して劣後することが多い点には、投資家は留意が必要である。

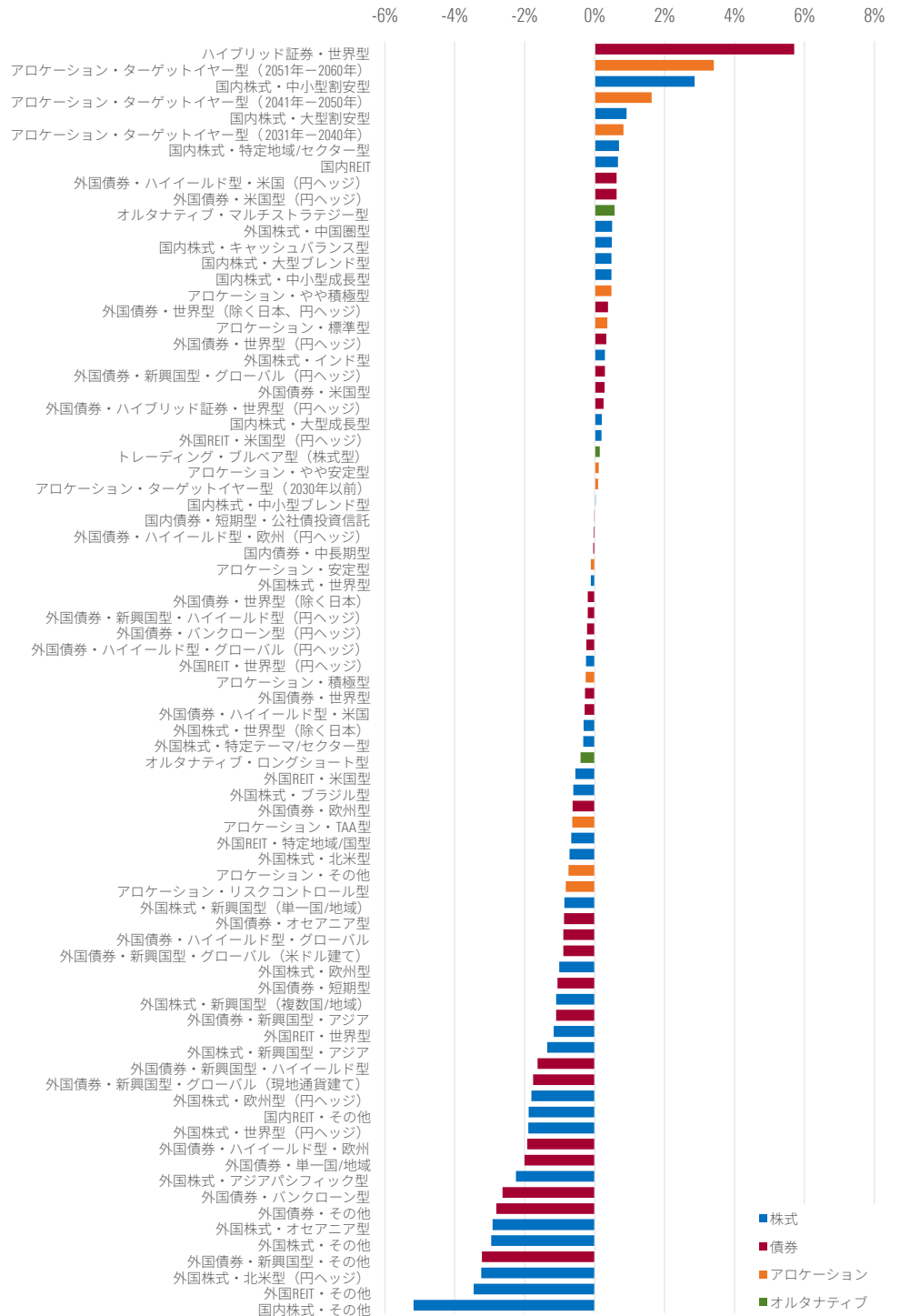
図表 12 パッシブ・ファンドのカテゴリ別ギャップ (2024年6月末までの5年間)



出所: Morningstar Direct

アクティブでは、直近 5 年間で計測できるファンドが 5 ファンド以上あるカテゴリは 79 カテゴリある。パッシブの半分以上のカテゴリが正のギャップとなった一方で、アクティブで正のギャップになったカテゴリは、全体の 3 割強となる 29 カテゴリである。資産クラス別に見ると、正のギャップとなったカテゴリ数は株式型で 12 (全 34 カテゴリ)、債券型で 8 (全 30 カテゴリ) で 3 割前後であったが、アロケーション型は 8 (全 12 カテゴリ) と相対的に多く、また負のギャップの場合でもギャップは相対的に小さかった。アロケーション型の結果が相対的に良かったことは、他の地域と同じである。

図表 13 アクティブ・ファンドのカテゴリ別ギャップ (2024年6月末までの5年間)



出所: Morningstar Direct

正のギャップの上位カテゴリを見ると、日本株式のカテゴリが複数ランクインしている。割安型の2つのカテゴリについては、配当利回りに着目したファンドが大きく寄与しており、これらのファンドは直近5年間の後半の期間で大きく資金が流入する中で、割安株のパフォーマンスも良かったことで、大きな正のギャップを生み出したと言えよう。また、ターゲット・デート型のカテゴリも上位にランクインしている。ターゲット・デート型は通常のアロケーション型ファンドの機能に加え、アロケーションを年を追うごとに変更していく形となるため、よりワンパッケージ度が高いため投資家は特に売却を考える必要がない、ということがインベスター・リターンの上昇につながっていると考えられる。

負のギャップが大きかったカテゴリを見ると、「その他」型が多い。「その他」型には、2000年代後半から2010年代前半に一世を風靡した通貨選択型ファンドが多く含まれている。これらのカテゴリからは資金流出となっているものがほとんどであるため、足元の円安による恩恵を享受できなかった投資家が多かったため、負のギャップが大きかったと言えよう。

図表 14 アクティブ・ファンドのギャップ上位・下位 10 カテゴリ

上位 10 カテゴリ

カテゴリ	トータル・ リターン%	インベスター・ リターン%	ギャップ%
ハイブリッド証券・世界型	10.6	16.4	5.7
アロケーション・ターゲットイヤー型 (2051年-2060年)	12.4	15.8	3.4
国内株式・中小型割安型	14.8	17.7	2.9
アロケーション・ターゲットイヤー型 (2041年-2050年)	10.1	11.7	1.6
国内株式・大型割安型	16.3	17.2	0.9
アロケーション・ターゲットイヤー型 (2031年-2040年)	7.0	7.8	0.8
国内株式・特定地域/セクター型	14.1	14.8	0.7
国内REIT	1.0	1.7	0.7
外国債券・ハイイールド型・米国 (円ヘッジ)	-0.2	0.4	0.6
外国債券・米国型 (円ヘッジ)	-2.9	-2.3	0.6

下位 10 カテゴリ

カテゴリ	トータル・ リターン%	インベスター・ リターン%	ギャップ%
国内株式・その他	22.3	17.1	-5.2
外国REIT・その他	3.4	0.0	-3.5
外国株式・北米型 (円ヘッジ)	12.5	9.3	-3.2
外国債券・新興国型・その他	4.1	0.9	-3.2
外国株式・その他	12.5	9.5	-3.0
外国株式・オセアニア型	10.2	7.3	-2.9
外国債券・その他	7.0	4.2	-2.8
外国債券・バンクローン型	11.4	8.7	-2.6
外国株式・アジアパシフィック型	8.5	6.3	-2.3
外国債券・単一国/地域	6.8	4.8	-2.0

出所: Morningstar Direct、2024年6月末までの5年間

## まとめ

日本の平均的な投資家の投資行動の影響は、他の地域とは一部で異なる傾向が見受けられた。特に株式型全体で見ると、インベスター・リターンはトータル・リターンを上回り（正のギャップ）、平均的な投資家の投資行動は良かったという結果となった。これは、日銀によるETF買い入れの影響（日銀は市場の下落が大きいときにETFを購入していた）と、新NISAを含むこの数年のインデックス・ファンドへの安定的な資金流入が寄与していると考えられる。

一方で、アロケーション型や債券型は他の地域と同様の傾向を示し、また株式型でもアクティブ・ファンド（特に海外の株式に投資をするアクティブ・ファンド）も他の地域と同じように負のギャップとなる傾向が見られた。海外では、ファイナンシャル・アドバイザーによる投資家のポートフォリオ全体に対するアドバイスがある市場はギャップが小さかった一方、ファンド単品として販売会社によって販売されることが多い市場では、パフォーマンスを追い求める行動になりがちで、結果としてインベスター・リターンがトータル・リターンに劣後する（負のギャップ）ことが多かった。日本でも、特にアクティブ運用を行う株式型のファンドは、金融機関の販売員がテーマ性を訴求して販売することが少なくなく、これが結果としてパフォーマンスを後追いつることにより負のギャップにつながった可能性は低くないであろう。パッシブ型との対比からもこの点が示唆されており、投資家自らの意思で長期投資の観点でファンドを購入・保有し、頻繁に売買を繰り返さないほうが良い投資成果をもたらしたのである。

なお、日本株式型については、どのカテゴリも今回の分析期間では概ね正のギャップが観測された。日本の株式市場は米国とは異なり長年低迷を続けてきたため、保有し続けることで大きな投資成果を得ることに對して疑心暗鬼の投資家が多いのかもしれない。そのため、短期的な目線で利益をすぐに確定するために売却、また大きく下がったら反動を狙って購入という投資行動となり、これが今回の分析期間ではたまたまよい結果をもたらした可能性がある。しかし、売買タイミングは「当たるも八卦当たらぬも八卦」であるため、頻繁な売買が裏目に出ることは十分にあり得るであろう。

また、投資家自身が売買を繰り返さないようにする仕組みとしては、アロケーション型ファンドの活用も考えられる。アロケーション型ファンドは、ファンド内でリバランスなどを行うワンパッケージの運用商品であるため、相場のアップダウンをうけて投資家が売買をする必要はないため、インベスター・リターンがトータル・リターンに比べて大きく見劣りする可能性が低くなる。

投資家は、流行りのファンドをパフォーマンスを追いかけて購入したり、ファンドを短期的に売買するのではなく、長期投資の観点でファンドを選択し保有し続けることが、最終的には良い投資成果をもたらすであろう。■

## 付録

### メソドロジー

本レポートでは、各ファンドのトータル・リターンとインベスター・リターンを算出し集計している。各ファンドのインベスター・リターンは、計測期間中のファンドの資金フローと、期初ならびに期末の純資産総額から求められる内部収益率の年率換算値であり、下式により求める。

$$TNA_0(1 + IR_m)^T + \sum_{t=1}^{T-1} CF_t(1 + IR_m)^{T-t} = TNA_T - CF_T$$

$$IR = (1 + IR_m)^{12} - 1$$

$TNA_0, TNA_T$ : 期初、期末の純資産総額

$CF_t$ : 各月の推計資金フロー

$IR_m$ : インベスター・リターン (月率)

$IR$ : インベスター・リターン (年率)

ファンドの資金フローは、月次の推計値を用いており、ファンドの純資産総額とトータル・リターンから、以下の式を用いて求められる。なお、ファンドの分配金の再投資分はファンドへの資金流入として捉えられる。

#### $t$ 月の推計フロー

$$= t\text{月の純資産総額} - (1 + t\text{月のトータル・リターン}) \times t-1\text{月の純資産総額}$$

全体およびグループ毎の値は、各ファンドのトータル・リターンとインベスター・リターンを、計測期間の純資産総額により平均値により加重平均したものである。

本レポートでは、2024年6月末時点で存在するファンドを対象としており、償還ファンドについては考慮したものではない。従って、サバイバーシップ・バイアスを含むデータであることに留意されたい。

図表 15 資産クラス、アクティブ・パッシブ別 (2024年6月末まで)

期間	資産クラス	アクティブ/ パッシブ	トータル・ リターン%	インベスター・ リターン%	ギャップ%
3年	アロケーション	アクティブ	4.6	4.9	0.2
		パッシブ	9.2	10.5	1.3
	オルタナティブ	アクティブ	9.6	11.0	1.4
		パッシブ	18.3	18.0	-0.3
	株式	アクティブ	10.8	10.5	-0.3
		パッシブ	17.8	21.2	3.4
債券	アクティブ	4.8	4.8	-0.1	
	パッシブ	2.9	3.3	0.4	
5年	アロケーション	アクティブ	5.3	5.2	-0.1
		パッシブ	9.4	10.5	1.1
	オルタナティブ	アクティブ	21.6	21.7	0.1
		パッシブ	27.5	29.3	1.8
	株式	アクティブ	14.6	14.1	-0.5
		パッシブ	17.4	20.3	2.8
債券	アクティブ	4.5	3.9	1.3	
	パッシブ	2.6	2.9	0.2	
10年	アロケーション	アクティブ	4.7	4.1	-0.6
		パッシブ	2.6	2.5	-0.1
	オルタナティブ	アクティブ	8.5	8.8	0.3
		パッシブ	20.2	22.6	2.4
	株式	アクティブ	9.2	8.1	-1.1
		パッシブ	10.0	10.8	0.7
債券	アクティブ	2.9	1.6	-1.3	
	パッシブ	2.3	2.2	-0.1	

出所: Morningstar Direct



## Morningstar Manager Research Services ディスクロージャー（日本）

### モーニングスター・マネジャー・リサーチについて

モーニングスター・マネジャー・リサーチは、運用商品の戦略に対し、独立の立場からのファンダメンタル分析を提供しています。運用担当者（People）、運用プロセス（Process）、運用会社（Parent）の3つの主要な評価軸についてのアナリストのリサーチに基づく見解は、モーニングスター・メダリスト・レーティングとして公表されます。世界中のリサーチチームが、投資商品、資産クラス、および各地域にまたがる戦略について、詳細なアナリスト・レポートを発行しています。メダリスト・レーティングは、意見であり、事実の表明するものではなく、将来のパフォーマンスを示唆または保証するものでもありません。

### モーニングスター・マネジャーリサーチ・サービスについて

モーニングスター・マネジャーリサーチ・サービスは、モーニングスターのファンドリサーチ・レポート、レーティング、ソフトウェア、ツール、およびモーニングスター独自のデータの提供と、モーニングスターのマネジャーリサーチ・アナリストへのアクセスを同時に実現させています。銀行、ウェルスマネジャー、保険会社、政府系ファンド、年金基金、エンダウメント（寄贈基金）、財団などの機関投資家が、内部で行うデューデリジェンスを補完する機能を提供しています。モーニングスターのマネジャー・リサーチ・アナリストは、Morningstar, Inc.のさまざまな完全子会社（Morningstar Research Services LLC (USA)、Morningstar UK Ltd、および Morningstar Australasia Pty Ltd が含まれますが、これらに限定されません）に所属しています

### お問い合わせ先

Morningstar Manager Research Services

[ManagerResearchServices@Morningstar.com](mailto:ManagerResearchServices@Morningstar.com)



モーニングスター・ジャパン株式会社

東京都港区新橋 1-1-1 日比谷ビルディング 6階

©2024 Morningstar. All Rights Reserved. 別段の合意がない限り、本資料は配信者の所在する国においてのみ使用することができます。本資料に記載されている情報、データ、分析、意見は、投資助言ではなく情報提供のみを目的としたもので銘柄の売買を推奨するものではありません。また、情報の正確性や完全性を保証するものでもありません。本資料の内容は、記載された日付時点のものであり、予告なく変更されることがあります。モーニングスターは、法律により定められている場合を除き、本資料の情報、データ、分析、意見を利用して行いたいかなる投資の判断、損失、損害に責任を負いません。本資料にはモーニングスターの専有情報が含まれており、モーニングスターから事前の書面による承諾がない限り、当資料の一部あるいは全ての複製ならびに再配布等の使用はできません。過去のパフォーマンスは、必ずしも金融商品の将来のパフォーマンスを示唆するものではありません。リサーチに関するライセンス利用のお問い合わせは+1 312 696-6869までご連絡ください。