

Predictive Power of Fees 日本版 2024 年

投資信託の運用費用を見ることはなぜ重要か？

モーニングスター・マネジャー・リサーチ

2024 年 11 月

橋本 直子

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

Naoko.hashimoto@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

投資家にとって投資信託の運用費用は、投資信託を選定する際に重要な要素である。モーニングスターの過去の調査・研究では、運用費用がファンドの将来のパフォーマンスを予測する信頼性の高い指標であることが繰り返し示されている。この事実を踏まえモーニングスターでは、ファンドの運用費用が超過リターンの推計値に与える影響をより反映させるため、評価対象のファンドの運用費用を超過リターンの推計値から直接的に差し引き、モーニングスター・メダリスト・レーティングの算出を行っている。

とはいえ、投資家が投資信託の評価の際に、運用費用だけを重視すべきだと言うわけではない。投資信託の運用担当者、運用プロセス、運用会社などの定性的な要因も、優れたパフォーマンスを創出する可能性を判断する上では非常に重要である。しかし、一般的には、運用費用の低い（または低コストの）投資信託は、運用費用の高い（または高コストの）投資信託よりも長期的に存続し（運用が続き）、優れたパフォーマンスを示す可能性が高いことが明らかになっている。本レポートでは投資信託の運用費用がファンドのパフォーマンスに与える影響について、日本籍の公募追加型株式投信に対して分析を行った結果を示す。

分析手法・概要

本レポートでは、分析期間の当初に投資家が購入することができた投資信託を調査対象とした。この中には分析期間中に償還を迎えた投資信託も含まれているが、これは高コストのファンドは償還の可能性が高い傾向がある、という点から重要なポイントである。なぜなら、存続している投資信託はパフォーマンスが優れたものが多いため、償還済みの投資信託を除外すると高コストの投資信託のグループが実際よりも良く見えてしまうためである。

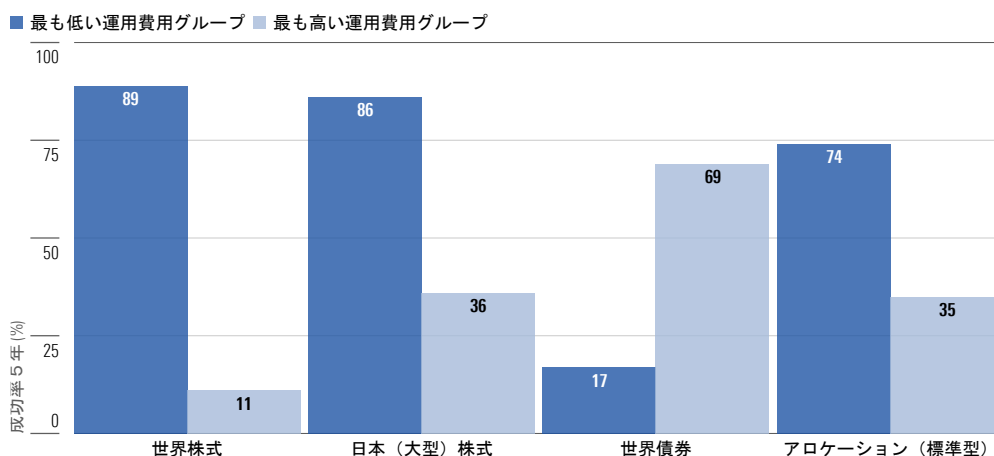
分析対象の投資信託は、モーニングスター・カテゴリに基づき、運用費用別の5つのグループ（五分位）に分類した。今回の分析では、日本の投資家がポートフォリオを構築する際に主要な資産クラスとなる、日本株式、世界株式、世界債券、アロケーションに焦点を当てた¹。また、分析対象は日本籍の公募追加型株式投資信託およびETFに絞り、確定拠出年金およびSMA/ファンドラップ専用の投資信託は、投資家が直接的または自由に選択できない投資信託となるため分析対象から除外した。なお、データの整合性を維持し、分析結果の歪みを最小限に抑えるため、通貨ヘッジを行うファンドや、特定のテーマやセクターに特化した「国内株式・特定テーマ/セクター型」「外国株式・特定テーマ/セクター型」カテゴリは除外した。

¹ 日本株式は過去5年間におけるスタイルの変遷に対応するため、モーニングスター・カテゴリの「国内株式・大型ブレンド型」「国内株式・大型割安型」「国内株式・大型成長型」を一つのグループとした。世界株式は「外国株式・世界型」と「外国株式・世界型（除く日本）」を含めた。また、債券には「外国債券・世界型」と「外国債券・世界型（除く日本）」を含めた。世界株式と世界債券については、世界型と世界型（除く日本）の内容が大きく重複しているため、データ抽出の正確性を向上させるために、2つのカテゴリを統合した。

上記分析対象の資産クラスの投資信託について、2024 年 6 月までの 5 年間の期間で、各五分位のトータル・リターンの平均値と運用費用の平均値の関係を分析した。さらに各五分位内の投資信託について、当該投資信託が分析期間中に存続し、かつ当該資産クラスのトータル・リターンの平均値を上回るパフォーマンスを示した投資信託の割合（成功率）を算出した。

なお、本分析では、投資信託における継続的なコストを示すモーニングスター独自の指標を使用している。これは、各国市場におけるファンドの運用費用として最も関連性の高いもので、日本市場においては運用報告書で開示される総経費率（未開示の場合は実質信託報酬）を用いている。販売手数料など購入、売却時の費用は考慮していない。

図表 1 コストが低いほど成功率は高い



出所：Morningstar Direct、2024 年 6 月末時点

分析結果

日本の投資信託では、世界債券以外の資産クラスで運用費用が低いほど、成功率やトータル・リターンの平均値が高くなる傾向が見られた。特に世界株式では、最も低い運用費用のグループが 89%の成功率を示す一方で、最も高い運用費用のグループの成功率は 11%にとどまった。最も低い運用費用のグループの約 90%をインデックス・ファンドが占めており、最も高いグループとの成功率の差異は、世界株式においては運用費用が低いほど成功率が高くなるという関係性を示している。

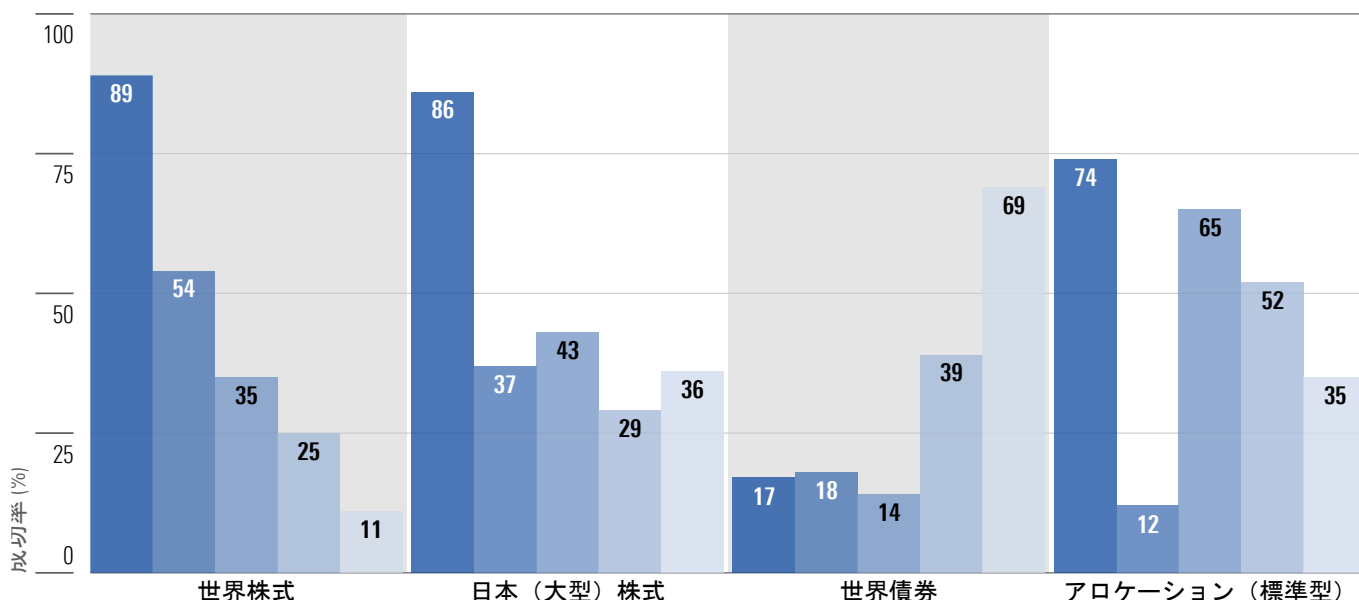
日本株式でも、運用費用が低いほど成功率が高くなる傾向が見られ、主にインデックス・ファンドで構成される運用費用が最も低いグループの成功率が他を大きく上回った。しかし、運用費用が二番目に低いグループは、インデックス・ファンドが多く含まれているものの、成功率は低かった。これは、運用費用が低いことだけがファンドが優れたパフォーマンスを生み出すことを保証しているわけではないことを示唆している。日本の株式市場のダイナミクスを捉えて運用するアクティブ運用戦略は、時として高い運用費用に見合った優れたパフォーマンスを生み出すことが可能である事が確認された。

アロケーションでは、運用費用が二番目に低いグループの成功率が顕著に低くなった。この要因の一つは、このグループに含まれる投資信託の 30%以上が償還されていることであり、その内訳として半数は満期償還、残りの半数は投資信託の純資産総額が解約基準を下回ったことなどによる繰上償還であった。なお、日本における近年の繰上償還の傾向は、プロダクト・ガバナンスの観点から金融庁からも運用会社への取り組みを促していることであり、顕著な傾向となっている。

世界債券では他の資産クラスとは異なり、主にインデックス・ファンドで構成される運用費用が最も低いグループが、過去 5 年間の金利上昇局面においてパフォーマンスが低迷し、成功率が低くなった。債券のアクティブ運用者はポートフォリオを短期のポジションにシフトさせる事で金利上昇局面を乗り切ったが、インデックス・ファンドではこのような運用の柔軟さはなかった。同様にアクティブ運用ではクレジット・リスクのエクスポージャーを調整し、クレジット・スプレッドの縮小から利益を得ることができた。長期間の低金利が続いた日本のマーケットにおいて、世界債券でより高い利回りを追求してきた日本の投資家にとって、これは特に重要な意味を持っているといえよう。

総じて、運用費用とパフォーマンスの相関の強さは資産クラスにより異なるものの、運用費用が投資信託のパフォーマンスの優劣を予測する重要な要因であることは明らかである。III

図表 2 資産クラス、運用費用グループ別成功率



出所：Morningstar Direct、2024 年 6 月末時点

付録 1 資産クラス、運用費用グループ別の詳細データ

5 年平均

(2019 年 7 月から 2024 年 6 月)

運用費用別グループ (五分位)	世界株式					日本 (大型) 株式					世界債券				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
総経費率平均値 (%)	0.39	1.16	1.61	1.87	2.15	0.31	0.76	1.34	1.64	1.81	0.58	1.12	1.34	1.54	1.84
投資信託本数 (期初)	37	35	37	36	35	81	76	81	80	74	35	34	36	33	35
年率トータル・リターン平均値 (%、円ベース)	20.72	18.74	17.68	16.37	16.36	15.40	15.18	14.82	14.08	14.49	5.52	5.42	5.23	6.27	8.28
成功率 (%)	89	54	35	25	11	86	37	43	29	36	17	18	14	39	69

運用費用別グループ (五分位)	アロケーション (標準型)				
	1	2	3	4	5
総経費率平均値 (%)	0.56	1.16	1.35	1.57	2.14
投資信託本数 (期初)	27	26	26	27	26
年率トータル・リターン平均値 (%、円ベース)	9.18	4.75	8.11	8.56	4.34
成功率 (%)	74	12	65	52	35

出所：Morningstar Direct、2024 年 6 月末時点

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



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。