

執筆:



ジョン・メイヤー、Global X CIO

日付: 2023年1月25日 トピック: マクロ経済

パッシブはなぜ真にパッシブではないのか

編集者注: 以下の記事は当初2017年に発表されたものですが、アクティブ運用とパッシブ運用に関する議論の進化に照らせば、今でも投資家にとって重要と考えています。データは現在のものに更新されています。

哲学的になり過ぎることは禁物ですが、業界での20年以上の経験は私にいくつかの真実を教えてください。第1は、20年という時間はすぐに経過するということです。第2に、なにもしないということは、投資の場合には実際になにもしないことです。厳密に言うと、あなたは行動を控えることでなにかすることをアクティブに決定しているのです。

すべての決定は行動

あなたはおそらく、アクティブ運用対パッシブ運用に関する議論に精通し過ぎています。私が考えるところ、それは時間の無駄です。投資家が、その投資戦略を構築するときどちらか一方のメリットを見落としがちだからではありません。議論は大事なポイントを大きく外しているからです。

投資にパッシブなものはありません。まったくありません。

一例を挙げると、投資するという決定自体が一つの行為です。指数ベースの投資ビークルを利用する場合でさえ、そのような行為はそれだけで一連の出来事を引き起しますし、投資家は関与する必要があります。上場投資信託(ETF)など、パッシブ投資のビークルに資本を配分するには投資家の意味がある関与は必要ないというのは例外なく不正確です。また、それが自動で効果的に、また永久に機能すると考えるのも間違いです。なぜなら、決してそうはならないからです。

理解されているのとはちょっと違う

資産配分と分散が投資家のリスク許容度や投資期間に合致する、適切に構築されたポートフォリオを設定することは大変な作業です。最初のステップとして、適切な構築ブロック(当社の場合、ETF)を選択するためには、ETFとはなにか、そしてETFとはなにではないのかを理解することから始めます。

ETFは単一の資産クラスではありません。ETFは、それらの資産を管理する戦略に関係なく、おそらく時間とともに変化する資産のポートフォリオによって形成された投資ストラクチャーです。その戦略は、S&P500種指数、あるいはS&P500種指数の低ボラティリティ・バージョンに連動することもかもしれません。また、S&P500種指数の特定のセクターや、特定のMSCI国際セクター指数に連動することもあり得ます。選択のプロセスを複雑にする要因としては、指数は完全にスタティック(静的)ではない一連のルールに基づいているということがあります。個別の要因としては、銘柄のリバランシング、追加、削除、コーポレートアクション、一般市場の動向などが挙げられます(ETFは、指数に連動させずに一定の投資目標を追求して積極的に運用することもできます)。



広く普及している新興国指数および小型株指数におけるリターンおよびエクスポージャーの大きな差:

	FTSEエマージング・マーケット・オールキャップ(含む中国A株)指数	MSCI新興国指数	差
累積リターン (2015年5月26日~2022年12月31日)	11.57%	14.78%	3.21%
銘柄の重複	75%		

	CRSP米国小型株指数	S&P小型株600指数	差
累積リターン (2011年4月1日~2022年12月31日)	174.24%	202.41%	28.17%
銘柄の重複	16%		

出所: 銘柄の重複については、ETGリサーチ・センター(2023年1月18日現在)。リターンについてのブルームバーグ・データは月次、累積です。上記のリターンの日付は、最も早い共通の指数開始日に基づいています。指数のリターンは説明のみを目的としており、ファンドの実際のパフォーマンスを表すものではありません。指数のリターンには、運用手数料、取引費用や、経費は含まれていません。各指数は運用されておらず、当該指数へ直接投資することはできません。過去の運用成績は、将来の成果を保証するものではありません。

次に、運用マネージャーは、選択した指数に合わせるため、または連動させるため、株式、債券、通貨、コモディティ、そして数に関係なく、プライベートエクイティや不動産などの代替投資の最適な組み合わせを決定する必要があります。

まだあります。投資家は、インデックス戦略は株式または債券について様々な加重スキームを採用することができることを検討する必要があるかもしれません。加重スキームには、標準的な時価総額加重指数よりも良好なリスク・リターンのバランスを実現することを目指すスタイル・ボックス、ボラティリティ、ファクターティルト、配当などがあります。

それらは果たしてパッシブでしょうか？ リチャード・バーンスタイン・アドバイザーズ(RBA)によると、むしろパクティブ®(パッシブ+アクティブ、パッシブ投資をアクティブ運用することを意味するRBAの用語)ではないでしょうか？ 言い換えれば、時価総額加重インデックス・ファンドを利用した場合であっても、運用マネージャーはポートフォリオの全期間にわたって決定することを迫られます。

ポートフォリオ運用の時計に注目

さらに2つの決定、おそらくすべての中で最大の決定を投資の全期間にわたって迫られます。ある時点で投資家はおそらく、配分の加重をいつ変更するか、あるいは投資全体をいつエグジットするかを決定しなければなりません。

パッシブ戦略では買い持ちする傾向がありますが、それは「買って、無視する」ことではありません。パッシブ運用の支持者や、過去のパフォーマンスは、パッシブ投資は通常アクティブ運用をアウトパフォームすると主張するかもしれません。しかし、投資家はそれでも、どのように、そしていつ投資の引き金を引くべきかを知る必要があります。パッシブ投資の時計は、アクティブ運用とは異なる形で時を刻んでいきます。



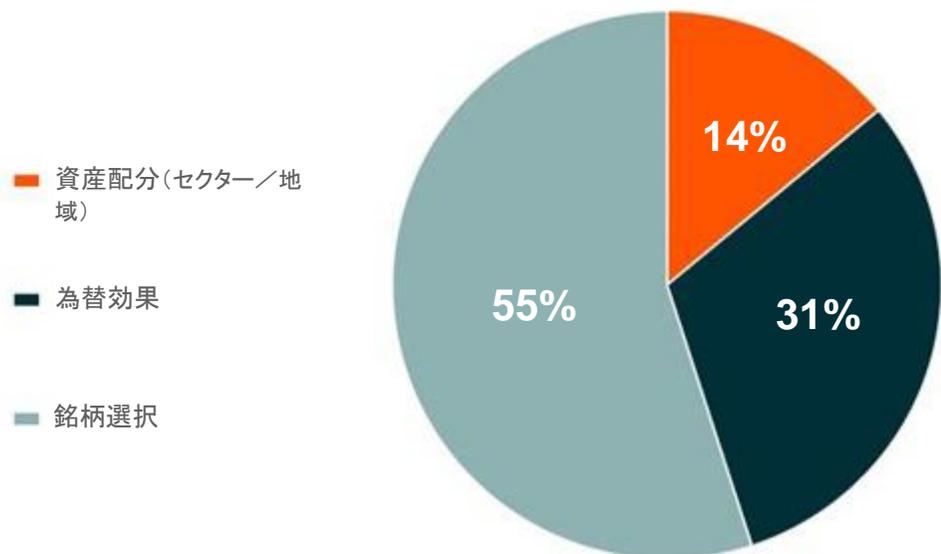
時計の短針よりも長針が注目です。しかし、それでも投資を終える決定は重要です。

例えば、2009年中頃に米国株式またはグローバル株式に配分する単純な決定をしたとします。2009年7月から2017年7月までの8年間で、米国株式はグローバル株式を累積で78%アウトパフォームしました。¹しかし、アウトパフォーマンスの半分超は銘柄選択によるものだったものの、40%は資産配分と為替効果によるものでした。パッシブ商品に投資することはやはり、銘柄選択をしない場合であっても市場に対して大きな賭けを行っていることを意味します。

米国株式のアウトパフォーマンスの出所

米国株式はS&P500種指数、グローバル株式はMSCI ACWIです。期間は、2013年1月1日から2022年12月31日です。

出所: Bloombergのデータ、2023年1月19日現在



明らかな慢心

いまだに存在するアクティブ運用対パッシブ運用の議論において、アクティブ・マネージャーの少々頑固なプライドは危機に瀕しているのかもしれませんが。ETFは、おそらくその透明性、流動性、税務上の効率もあって人気が高まっています。逆に、インデックス・ファンドよりも通常費用がかさむアクティブ運用マネージャーは、そのベンチマークを近年アウトパフォームできないことについてむきになって弁護しているのかもしれませんが。²

私が考えるところ、そのアンダーパフォーマンスの原因は投資の数にあります。アクティブ運用は過去、リターンが2, 3の銘柄に集中した場合、アンダーパフォームでした。マネージャーがより多くのリスクを引き受ける意思がない限り、競争がますます激化している環境において100ベースポイントの超過リターンを見つけることは困難です。一部では代替策としてクローゼット・インデックスファンドを挙げていますが、おそらく無駄な努力でしょう。アクティブ・マネージャーは、市場に対するアルファを実現するためには真にアクティブ(高アルファ銘柄への投資や、集中すること)になる必要があります。

さて、ほとんどの投資家は、特にスマートマネーがスマートマネーと戦っているとき、銘柄選択が難しいことを認めています。しかし、そもそもベータに関する予想が適切でないとしたら、アクティブかパッシブかという問題は意味がありません。ETFは通常、より安価にリターンを得るために利用されます。しかし、ETFを買うことで投資家はアクティブ運用が直面する問題、つまりどの銘柄を、どれだけ、いつ買うかという問題を避けることができるというのは誤りです。すべてが必要です。

結論は？ パッシブ投資家はやはり、ベータ商品への投資も含めて自身のポートフォリオ・マネージャーとして行動する必要があります。なぜなら、銘柄選択をしていなくても、彼らはまだ市場に対して大きな賭けを行っているからです。

脚注

1 ブルームバーグ。米国株式はS&P 500種指数、グローバル株式はMSCI ACWIです。データは2009年6月30日から2017年6月30日のものです。
2 バンク・オブ・アメリカ・メリル・リンチ、「US Equity Strategy in Pictures—Euphoria and Fiscal Fizzle (米国株式戦略の状況—ユーフォリアと歳出の縮小)」、2017年6月23日

定義

アルファ: ファンドのベンチマーク指数に対する超過リターン

ベータ: ファンド価格のボラティリティを市場指数のボラティリティと比較して測定する指標。市場指数が1%変動した時のファンド価格変動の比率と定義することもできる。

CRSP米国小型株指数: 米国投資可能銘柄のうち時価総額下位2~15%の、時価総額が小さい米国企業を組み入れることを目指す指数

FTSEエマージング・マーケット・オールキャップ(含む中国A株)指数 新興国の大型株、中型株、小型株(中国A株を含む)に対するエクスポージャーを提供する時価総額加重指数

MSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス: 23の先進国市場と25の新興国市場から抽出した大型株および中型株企業のパフォーマンスを反映するように組まれたインデックス。各市場における時価総額(浮動株調整後)の約85%をカバーしている。

S&P500トータル・リターン・インデックス: 米国を代表する株式500銘柄のパフォーマンスを追跡する指数で、米国株式市場時価総額の約80%を対象としています。

本資料は特定の一時点における市場環境の評価であり、今後の出来事を予測することを意図しておらず、今後の成果を保証するものではありません。この情報は個人または個別の投資アドバイスまたは税務アドバイスを意図するものではありません。この情報を売買または取引のために使用しないでください。投資、納税、税務については、投資顧問、税理士をはじめとする専門家に相談してください。

Global X Management Company LLCはGlobal Xファンドのアドバイザーです。

