

公募株式投信の ファンドリターンと投資家リターン

Short Review
2019年9月

資産運用研究所
主任研究員
本山 真

1. はじめに

一般に、投資信託のリターンは分配金を考慮した基準価額の変化率（ファンドリターン）が使われる。しかし、投資信託の運用が好調で基準価額が上昇傾向にあっても、基準価額が高い時期に多くの資金が流入し、安い時期で流出していれば、投資家の平均的なリターンはファンドリターンを下回る。逆に、安い時期に多くの資金が流入し、高い時期に流出していれば、投資家の平均的なリターンはファンドリターンを上回る。このように運用期間中に繰り返し発生する投資信託への資金の流入流出を考慮して算出するリターンを投資家リターンと呼ぶ。

どちらのリターンも正確に計算するためには個々の投資信託の日次データを用いる必要があるが、今回は投資信託全体のパフォーマンスを把握することを目的として、公募追加型株式投信（除くETF）（以下、公募株式投信）の純資産総額等が集計された月次データ¹を用いてファンドリターンと投資家リターンを算出し、公募株式投信のパフォーマンスを確認した後、ファンドリターンと投資家リターンを比較する。

各リターンの算出において、キャッシュフローを「設定額－解約額－償還額－収益分配額」とし、毎月のキャッシュフローがその月の中間時点で発生すると仮定した²。それぞれのt月のリターンは以下で算出する。

・ ファンドリターン（時間加重収益率）

投資信託全体のリターンを計測するため、基準価額ではなく純資産総額を利用する。

$$\text{月次リターン}(t) = \frac{\text{純資産総額}(t) - \text{純資産総額}(t-1) - \text{キャッシュフロー}(t)}{\text{純資産総額}(t-1) + \frac{\text{キャッシュフロー}(t)}{2}}$$

$$\text{年率のリターン}(t) = \left(1 + \text{月次リターン}(t-11)\right) \times \dots \times \left(1 + \text{月次リターン}(t)\right) - 1$$

¹ 投資信託協会が公表している「公募投資信託の資産増減状況（実額）」における「株式投信 追加型」から「株式投信 追加型 株価指数型上場投信」の値を除いたデータ。公募の追加型投資信託のうち、公社債投信とETFを除いた投資信託が集計対象である。国内株式や外国株式を投資対象とする投資信託だけでなく、国内外の債券やREIT、デリバティブ等を投資対象にする投資信託である。

² 厳密にはどちらのリターンも日次のキャッシュフローに基づいて算出する必要がある。

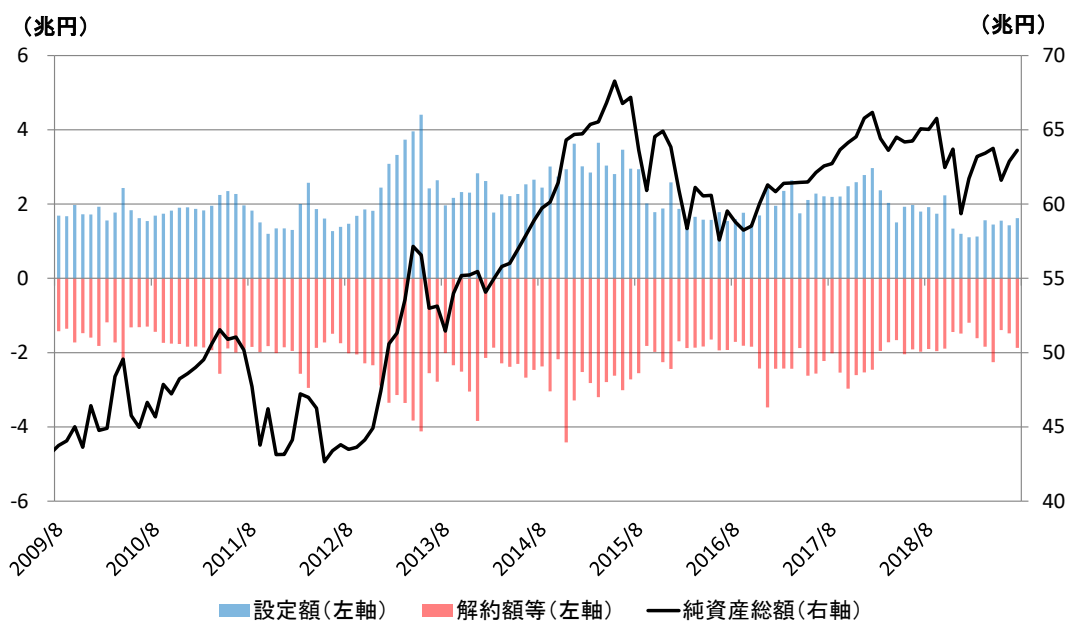
- ・ 投資家リターン（インベスターリターン、金額加重収益率）

年率のリターン(t)は次式のr（内部収益率）である³。

$$\begin{aligned} \text{純資産総額}(t) = & \text{キャッシュフロー}(t) \times (1+r)^{\frac{1}{24}} + \text{キャッシュフロー}(t-1) \times (1+r)^{\frac{2}{24}} + \\ & \dots + \text{キャッシュフロー}(t-11) \times (1+r)^{\frac{23}{24}} + \text{純資産総額}(t-12) \times (1+r) \end{aligned}$$

各リターンの算出に用いた公募株式投信の設定額と「解約額－償還額－収益分配額」（以下、解約額等）、純資産総額の過去10年（2009年8月～2019年7月）の推移を図表1に示した。純資産総額はリーマンショック後に40兆円台まで落ち込んだが、2014年にはリーマンショック前の2007年に記録した60兆円超の水準まで回復した。その後の設定額と解約額等は共に減少傾向にあり、純資産総額は伸び悩んでいる。

図表1 公募株式投信の設定額と解約額等、純資産総額の推移



（出所）投資信託協会より当社作成

2. 公募株式投信のパフォーマンス

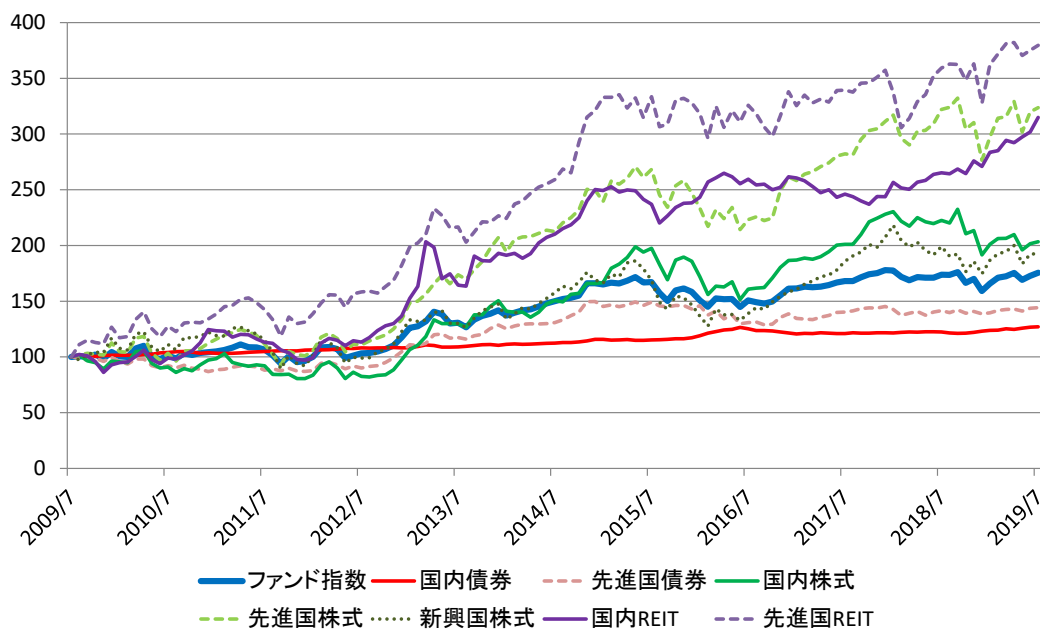
図表2は、過去10年の公募株式投信のファンドリターン（月次リターン）の累積値（以下、ファンド指数）と各種インデックスの推移である（2009年7月末を100とした）。各資産のパフォーマンスを示すインデックスとして、①国内債券（FTSE WGBI 日本）、②先進国債券（FTSE WGBI 除く日本、円ベース）、③国内株式（TOPIX）、④先進国株式（S&P 先進国総合指数 除く日本、円ベース）、⑤新興国株式（S&P 新興国総合指数、円ベース）、⑥国内REIT（東証REIT指数）、⑦先進国REIT（S&P 先

³ 例えば、 $\frac{1}{24}$ はt月末の半月前を意味する。

進国 REIT 指数 除く日本、円ベース) (すべて利金・配当・分配金込) を用いた。

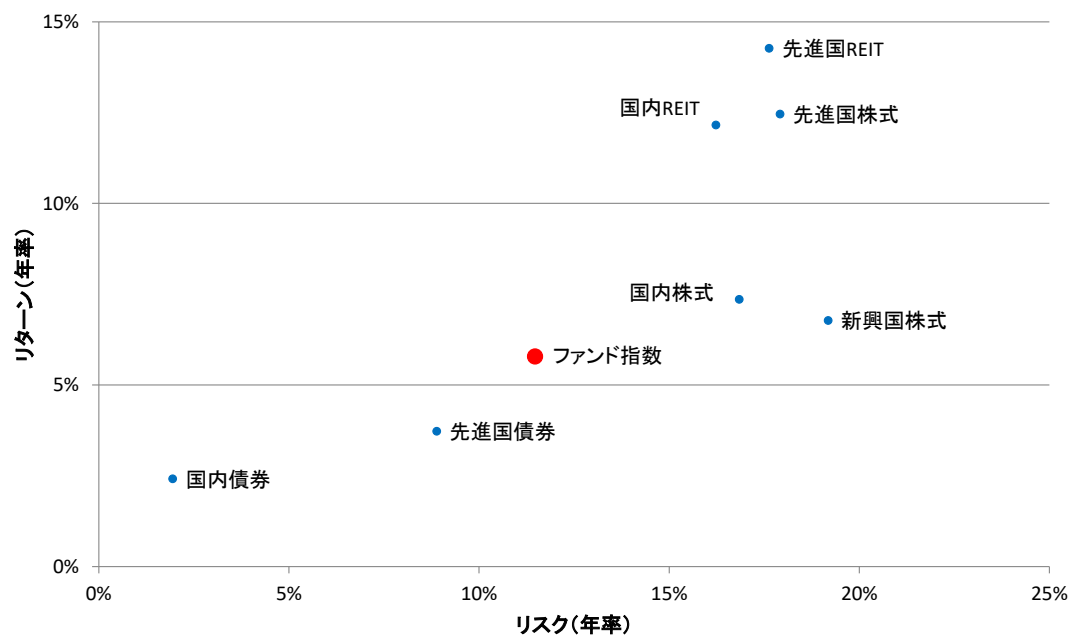
この期間では先進国 REIT、先進国株式、国内 REIT のパフォーマンスが良好であり、ファンド指数は概ね債券と株式のインデックスの間を推移している。

図表 2 ファンド指数と各種インデックスの推移 (2009年7月末=100)



(出所) 投資信託協会、Bloomberg、REFINITIV より当社作成

図表 3 ファンド指数と各種インデックスのリスクとリターン



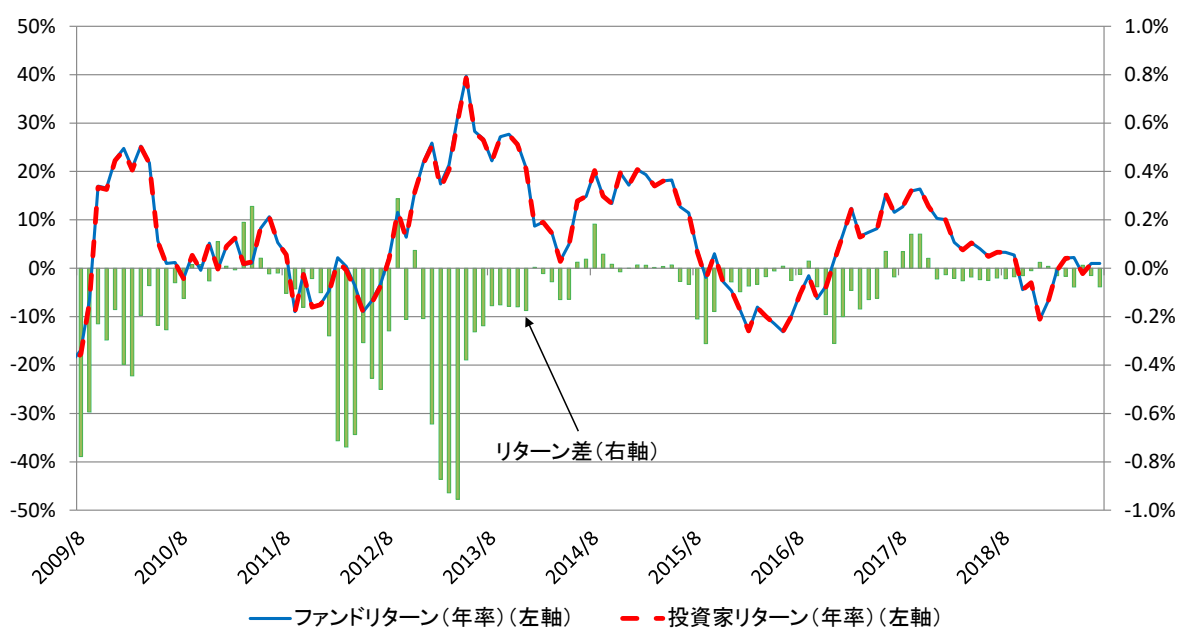
(出所) 投資信託協会、Bloomberg、REFINITIV より当社作成

図表 3 は、過去 10 年のファンド指数と各種インデックスの月次リターンから計算したリスク(年率)とリターン(ファンド指数と各種インデックスの騰落率の年率換算値)である。ファンド指数のリスクは 11.5%、リターンは 5.8%であり、どちらも債券より大きく、株式や REIT より小さい。

3. ファンドリターンと投資家リターンの比較

図表 4 は、過去 10 年の公募株式投信のファンドリターンと投資家リターン、「投資家リターン」-「ファンドリターン」(以下、リターン差)の推移である⁴。どちらのリターンもプラスの時期の方が多く、リターン差はマイナスの時期が多い。この期間におけるファンドリターンの単純平均は 6.9%、投資家リターンの単純平均は 6.8%、リターン差の単純平均はマイナス 0.1%である。近年のリターン差はわずかであり、公募株式投信全体では両リターンはほとんど変わらないことが確認できる。

図表 4 ファンドリターンと投資家リターンの推移



(出所) 投資信託協会より当社作成

4. おわりに

投資信託には長期的な資産形成を目的とした資金の流入が期待されている。資産運用においては、図表 2、3 のように自分が選択した投資信託よりパフォーマンスが良好な投資信託(資産)があることや図表 4 のようにリターンが高い時期だけでなく、リターンがマイナスになってしまう時期もあることを前提に長期的な視点を持つことが重要だろう。

⁴ すべて年率のリターン。図表 4 は年率のリターンを月次で表記しており、リターンの算出期間は重複している。計算に用いたデータと計算方法が異なるため、図表 3 と図表 4 の結果は一致しない。

今回は、過去 10 年のデータから計算される公募株式投信全体のリスクは 11.5%、リターンは 5.8% であり、どちらも債券より大きく、株式や REIT より小さいことを確認した。そして、ファンドリターンと投資家リターンを比較し、近年のファンドリターンと投資家リターンの差が小さいことを確認した。今後は、株価動向によって設定額や解約額の変化が大きい日経平均連動型のインデックスファンドや純資産総額の増加が続くバランス型の投資信託等、投資対象や運用手法が異なる投資信託を分類してファンドリターンを算出し、分類ごとのパフォーマンスや投資家リターンとの差を報告することを課題としたい。

参考文献

アセットマネジメント One[編者][2018],「資産運用のパフォーマンス測定[第 2 版]」,金融財政事情研究会

杉田浩治[2019],「投資信託の世界」,金融財政事情研究会

(END)