

私募投信の運用会社ごとのパフォーマンスと 運用に関する特徴

Research Report
2020年11月投資工学研究所
主任研究員
本山 真

要 約

新型コロナウイルスの感染拡大により、今年の2月下旬以降は世界的な金融市場の混乱が続き、増加傾向が続いていた私募投信の純資産総額は一時的に減少したが、国内外の金融市場の反転とともに、4月以降は増加に転じ、7月末に私募投信の純資産総額がはじめて100兆円を超え、2020年9月末の純資産総額は過去最高の102.3兆円になった。

このように私募投信は国内の投資信託の中で大きな存在になっているが、私募投信の運用状況について公表されている情報は投資信託協会の「私募投資信託の資産増減状況」等に限られ、公募投信のように個別ファンドの投資対象や純資産総額、基準価額等は一部の例外を除いて公表されず、運用状況に関する情報が乏しい。

そこで、私募投信の運用状況を把握する一助として、純資産総額が多く、投資対象や運用手法が多様な私募株式投信について、本山[2020]では2019年12月までの「私募投資信託の資産増減状況」のデータを用いて私募株式投信の運用資産全体のリターンを計算し、過去のパフォーマンスを確認した後、運用資産全体の投資対象をスタイル分析によって推測した。

投資信託協会では「私募投資信託の資産増減状況」の運用会社別のデータも公表されているため、本稿では運用会社ごとのパフォーマンスと運用に関する特徴について分析した。その結果、運用会社ごとの私募株式投信の運用資産全体のパフォーマンスに関する傾向として以下のことがわかった。

- ①リスクが高いほど、リターンも高い傾向が見られるが、運用会社ごとのばらつきが大きい。
- ②全体的に国内系の運用会社の方がリターンは高いが、リスクも高い傾向がある。
- ③外資系ではリスク・リターン比がプラスの大きな運用会社とマイナスの大きな運用会社がある。
- ④純資産総額が1兆円以上の運用会社と1兆円未満の運用会社では、1兆円未満の運用会社の方が高リスク、高リターンの傾向がある。
- ⑤1兆円未満の運用会社の方がリスクとリターン、リスク・リターン比のばらつきが大きく、各運用会社のパフォーマンスの格差が大きい。

そして、運用会社ごとに私募株式投信の運用資産全体のファクター分析を行い、以下の特徴が確認できた。

- ①各運用会社の運用資産全体の α の平均値はマイナスである。
- ②国内株式の β が大きい運用会社が多い。
- ③国内株式の β は国内系の運用会社の方が大きい。
- ④外国株式の β は外資系の運用会社の方が大きく、米ドル円の β も外資系の運用会社の方が大きい。
- ⑤純資産総額が1兆円以上の運用会社と1兆円未満の運用会社では、どのリスクファクターにおいても1兆円未満の運用会社の方が β のばらつきが大きい。

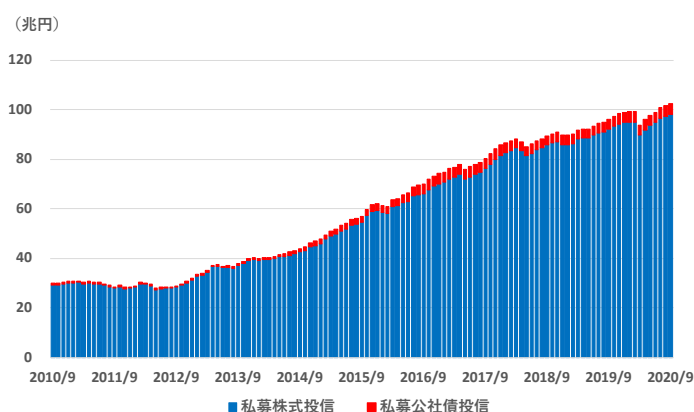
目次

1. はじめに
2. 株式投信の運用資産全体のリターン
3. 運用会社ごとの運用資産全体のパフォーマンス
4. 運用会社ごとのファクター分析
5. おわりに

1. はじめに

新型コロナウイルスの感染拡大により、今年の2月下旬以降は世界的な金融市場の混乱が続き、増加傾向が続いていた私募投信の純資産総額は一時的に減少したが、国内外の金融市場の反転とともに、4月以降は増加に転じ、7月末に私募投信の純資産総額がはじめて100兆円を超えた（図表1）。2020年9月末の純資産総額は過去最高の102.3兆円であり、そのうち株式投信は97.8兆円、公社債投信は4.5兆円になっており、株式投信が95%以上を占めている。

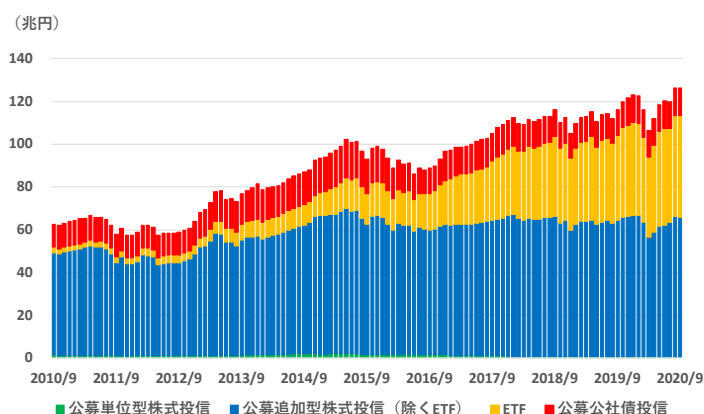
図表1 私募投信の純資産総額の推移



(出所) 投資信託協会より当社作成

一方、公募投信の純資産総額は、2020年9月末で私募投信より多い126.5兆円であり、こちらも過去最高になっているが、過去を振り返ると2015年5月末に100兆円を超えた後、私募投信と比較して増加の勢いは弱い（図表2）。公募投信のうち、ETFの増加が顕著であるが、それ以外は目立った増加は見られない。2020年9月末の純資産総額は、単位型株式投信が0.7兆円、追加型株式投信（除くETF）が64.8兆円、ETFが47.9兆円、公社債投信が13.0兆円である。

図表2 公募投信の純資産総額の推移



(出所) 投資信託協会より当社作成

このように私募投信は国内の投資信託の中で大きな存在になっており、2020年6月に公表された「資産運用業高度化プログレスレポート 2020」（金融庁[2020]）の「対応の方向性」においては、個人投資家向けの公募投信だけでなく、機関投資家向けの私募投信についても言及されている。しかし、私募投信の運用状況について公表されている情報は投資信託協会の「私募投資信託の資産増減状況」等に限られ、公募投信のように個別ファンドの投資対象や純資産総額、基準価額等は一部の例外を除いて公表されず、運用状況に関する情報が乏しい¹。

そこで、私募投信の運用状況を把握する一助として、純資産総額が多く、投資対象や運用手法が多様な私募株式投信について、本山[2020]では2019年12月までの「私募投資信託の資産増減状況」のデータを用いて私募株式投信の運用資産全体のリターンを計算し、過去のパフォーマンスを確認した後、運用資産全体の投資対象をスタイル分析によって推測した。投資信託協会では「私募投資信託の資産増減状況」の運用会社別のデータも公表されているため、同様の分析は運用会社ごとに行うことが可能である。そこで本稿では次章で私募株式投信の運用資産全体のリターンを確認した後、3章で運用会社ごとの運用資産全体のパフォーマンスを示し、4章で運用に関する特徴について分析する。

2. 株式投信の運用資産全体のリターン

株式投信の運用資産全体のリターンを把握するために、純資産総額等が集計された月次データ²を用いて以下の(1)式によって月次リターンを計算する。月次リターンの計算において、キャッシュフローは「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ことを仮定する。

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

また、 t 月の年次リターンは、月次リターンを用いて次式によって計算する。

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

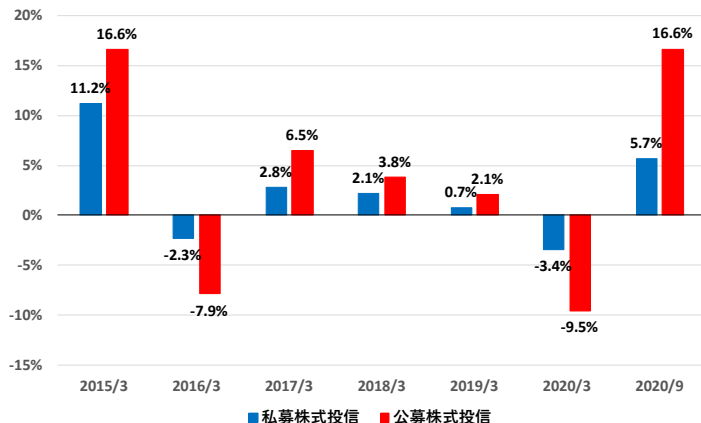
上記の方法で計算した私募株式投信と公募株式投信の2015年以降の3月末時点での年次リターン（以下、年度リターン）を図表3に示す。各年度の年度リターンの正負の符号は同じであるが、私募株式投信の方が年度リターンの絶対値が小さい。2020年9月は2020年3月末から9月末までの半年間

¹ 変額個人年金保険の特別勘定で運用されるファンド等で運用状況が公表されている私募投信も存在する。

² 私募株式投信については、投資信託協会が公表している「私募投資信託の資産増減状況」における「株式投信」のデータを用いた。比較の対象とした公募株式投信については、「公募投資信託の資産増減状況」における「株式投信（除ETF）」のデータを用いた。どちらも追加型だけでなく、単位型の投資信託を含む。

のリターンであるが、私募株式投信が 5.7%、公募株式投信が 16.6%であり、どちらも上昇している。

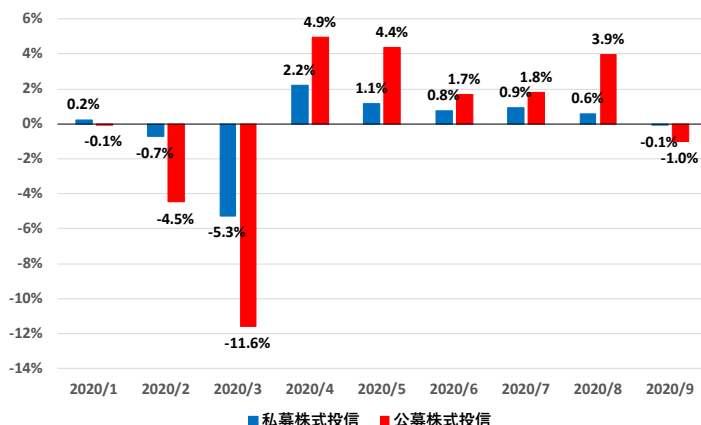
図表 3 年度リターンの推移



(出所) 投資信託協会より当社作成

次に、2020 年 1 月以降の月次リターンを図表 4 に示す。公募株式投信では 2 月、3 月の下落率の大きさが目立ち、特に 3 月に 11.6%下落したが、その後の上昇率も大きい。一方、私募株式投信では 3 月の下落率は 5.3%であり、公募株式投信の半分以下であるが、4 月以降の上昇率も小さい。私募株式投信は公募株式投信と比較してリスクが低いという本山[2020]で得られた結果と整合的である。

図表 4 今年の月次リターンの推移



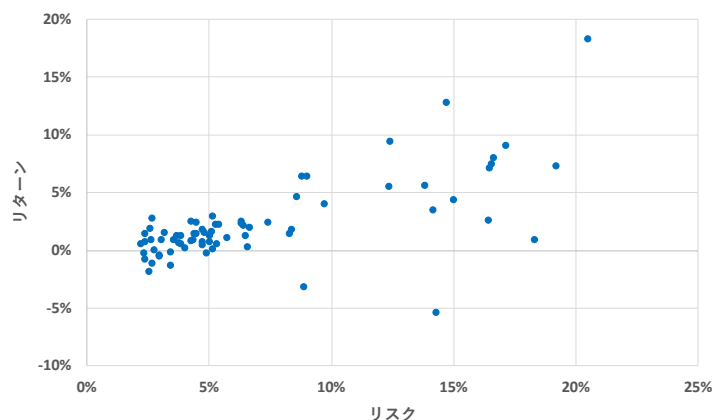
(出所) 投資信託協会より当社作成

3. 運用会社ごとの運用資産全体のパフォーマンス

運用会社ごとに私募株式投信の運用資産全体のパフォーマンスを把握するために、まず、各運用会社の月次リターンを計算する。具体的には、投資信託協会が公表している「私募投資信託の運用会社別資産増減状況」の2015年9月から2020年9月の「株式投信」のデータを用いて、前章の(1)式によって過去5年間（2015年10月から2020年9月）の月次リターンを計算する³。過去5年間継続してデータが公表されている運用会社を計算の対象とし、該当期間中に合併した運用会社は過去に遡って純資産総額等の(1)式に必要な各項目を合計した値を用いて計算する。そして、過去5年間の各運用会社の月次リターンを用いて標準偏差（年率換算値、以下、リスク）と累積リターン（年率換算値、以下、リターン）を計算する⁴。

各運用会社のリスクとリターンを散布図で示す（図表5）。1つの点が各運用会社のリスク（横軸）とリターン（縦軸）の組み合わせを表している。リスクが高いほど、リターンも高い傾向が見られるが、運用会社ごとのばらつきが大きい⁵。計算の対象になった運用会社は72社であり、2020年9月の純資産総額の合計は94.5兆円である。2020年9月の「私募投資信託の運用会社別資産増減状況」において私募株式投信の純資産総額等が公表されている運用会社は89社、純資産総額の合計は97.8兆円であるため、計算の対象になった運用会社数は81%（=72社÷89社）、純資産総額は97%（=94.5兆円÷97.8兆円）をカバーしている。

図表5 各運用会社のリスクとリターン



（出所）投資信託協会より当社作成

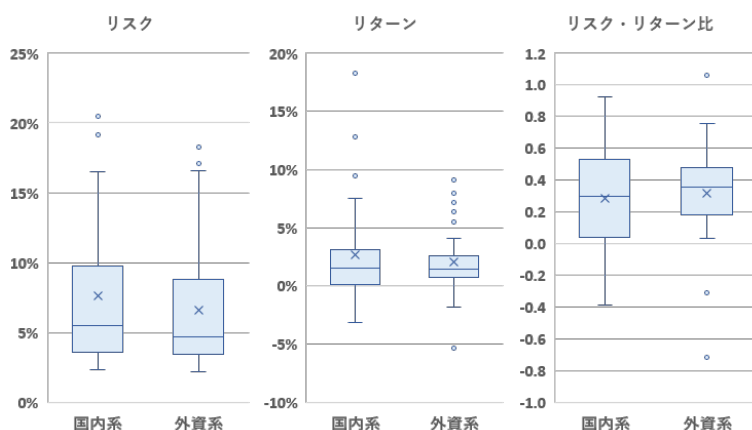
³ 2019年1月まで「私募投資信託の運用会社別資産増減状況」における分配収益額が0であるため、2015年10月から2019年1月までの期間の月次リターンには分配金によるリターンが含まれない。

⁴ 月次リターンの外れ値の理由がファンドの移管であることが確認できた運用会社2社は、該当する1ヵ月間の月次リターンを0%に置き換えてリスクとリターンを計算した。

⁵ 後述する図表8の代表的な資産クラスのリターンと比較して、大幅なリターンを記録している運用会社が1社ある。追加分析として、当該運用会社の運用資産全体の月次リターンと複数のインデックスの月次リターンの相関係数を確認した結果、投資対象は国内小型株式であることが推測される。

次に、運用会社ごとのパフォーマンスについて、国内系の運用会社（34社）と外資系の運用会社（38社）（以下、内外別）による傾向を確認するために、内外別のリスクとリターン、リスク・リターン比（リターン÷リスク）の分布を箱ひげ図（グラフの×印は平均値）で示す（図表6）。全体的に国内系の運用会社の方がリターンは高いが、リスクも高い傾向がある。また、外資系ではリスク・リターン比がプラスの大きな運用会社とマイナスの大きな運用会社があることが見て取れる。

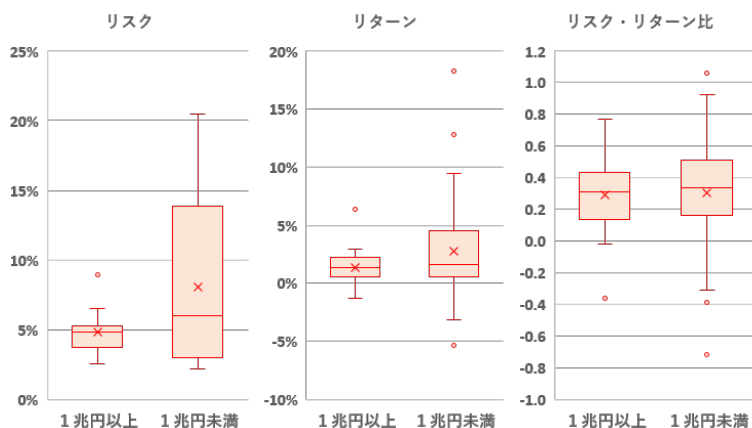
図表6 内外別のリスクとリターン、リスク・リターン比の分布



（出所）投資信託協会より当社作成

さらに、運用会社の規模による傾向を確認するため、2020年9月の純資産総額が1兆円以上の運用会社（22社）と1兆円未満の運用会社（50社）（以下、規模別）について、リスクとリターン、リスク・リターン比（リターン÷リスク）の分布を示す（図表7）。1兆円未満の運用会社の方が高リスク、高リターンの傾向があり、リスクとリターン、リスク・リターン比のすべてにおいてばらつきが大きく、各運用会社のパフォーマンスの格差が大きいことが見て取れる。

図表7 規模別のリスクとリターン、リスク・リターン比の分布



（出所）投資信託協会より当社作成

4. 運用会社ごとのファクター分析

運用会社ごとの運用に関する特徴を推測するために、前章で計算した各運用会社の月次リターンを目的変数、資産クラスを示すインデックスと為替レート（以下、リスクファクター）の月次リターンを説明変数とした重回帰分析（以下、ファクター分析）によって切片（ α ）と係数（ β ）を推定する。

$$r_j(t) = \alpha_j + \sum_{i=1}^7 \beta_{i,j} \cdot R_i(t) + \varepsilon_j(t) \quad \dots (2)$$

ここで、

$r_j(t)$ は、運用会社 j の時点 t の月次リターン

$R_i(t)$ は、時点 t のリスクファクター i の月次リターン

$\varepsilon_j(t)$ は、運用会社 j の時点 t の残差

リスクファクターは、次の7つとした⁶。

国内債券：	FTSE WGBI 日本
外国債券：	FTSE WGBI 除く日本（円ヘッジ）
国内株式：	TOPIX（配当込）
外国株式：	S&P 先進国総合指数 除く日本（配当込、円ヘッジ）
国内 REIT：	東証 REIT 指数（分配金込）
外国 REIT：	S&P 先進国 REIT 指数 除く日本（分配金込、円ヘッジ）
為替レート：	米ドル円

過去5年間（2015年10月から2020年9月）のリスクファクターの月次リターンのリスクとリターン、相関係数は図表8である。

⁶ ファクター分析において、リスクファクターを増やすことによって「モデル全体の説明力の向上」が期待できる一方、相関が高いリスクファクターが増え、「各リスクファクターの β の安定性が低下」というトレードオフがある。私募株式投信の個々のファンドには様々な商品があるが、本稿では大きなカテゴリーで各運用会社の運用資産全体に関する運用の特徴を推測することを目的として、リスクファクターは代表的な資産クラスのインデックスと米ドル円に絞って分析を行う。

図表 8 リスクファクターの月次リターンのリスクとリターン、相関係数

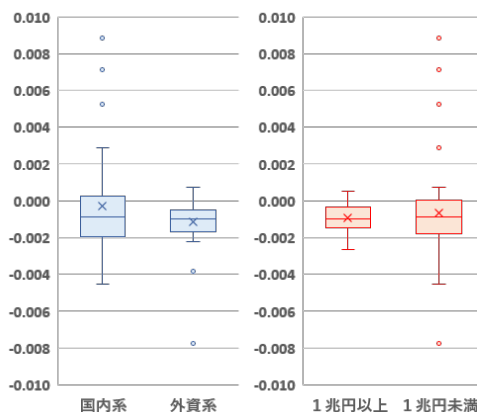
		国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	国内 REIT	外国 REIT	米ドル円
リスク		2.6%	3.5%	15.9%	13.9%	13.5%	15.6%	7.5%
リターン		1.5%	2.5%	5.2%	9.7%	4.5%	1.8%	-2.5%
相関係数	国内債券	1.00	0.60	-0.47	-0.08	0.25	0.28	-0.51
	外国債券	0.60	1.00	-0.52	-0.24	0.00	0.15	-0.48
	国内株式	-0.47	-0.52	1.00	0.73	0.37	0.40	0.55
	外国株式	-0.08	-0.24	0.73	1.00	0.57	0.76	0.11
	国内REIT	0.25	0.00	0.37	0.57	1.00	0.67	0.01
	外国REIT	0.28	0.15	0.40	0.76	0.67	1.00	-0.06
	米ドル円	-0.51	-0.48	0.55	0.11	0.01	-0.06	1.00

(出所) bloomberg より当社作成

以下では、前章の運用会社ごとのパフォーマンスの比較と同様に、内外別と規模別の比較に焦点を当て、過去5年間（2015年10月から2020年9月）の月次リターンを用いた(2)式のファクター分析によって得られる α と各リスクファクターの β 、修正決定係数を確認していく⁷。

はじめに、各運用会社の α の分布を図表9に示す（左側が内外別、右側が規模別の箱ひげ図である。以下、各リスクファクターの β と修正決定係数についても同様）。内外別の α の平均値はどちらもマイナスであるが、 α がプラスに大きい国内系の運用会社、 α がマイナスに大きい外資系の運用会社があることが確認できる。規模別の α の平均値も同様にどちらもマイナスであるが、1兆円未満の運用会社は α の格差が大きい。

図表 9 α の分布

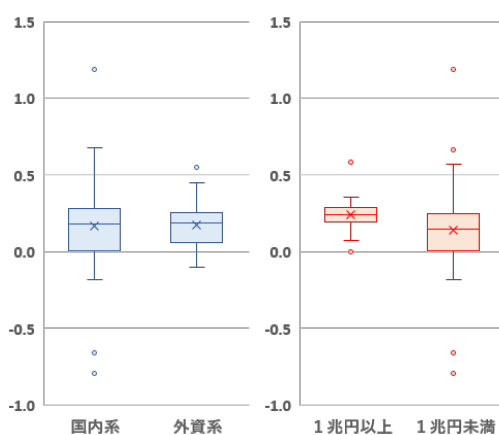


(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

⁷ α と各リスクファクターの β の t 値については、Appendix.に示す。

次に、各運用会社の国内債券の β の分布が図表 10 である⁸。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様である。 β が他の運用会社と比較して大きい国内系かつ 1 兆円未満の運用会社が 1 社あることが確認できる。

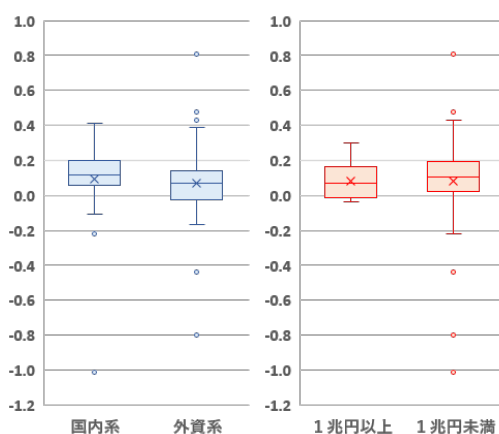
図表 10 国内債券の β の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

各運用会社の外国債券の β の分布が図表 11 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様である。 β が 0.8 程度の外資系かつ 1 兆円未満の運用会社が 1 社あることが確認できる。

図表 11 外国債券の β の分布

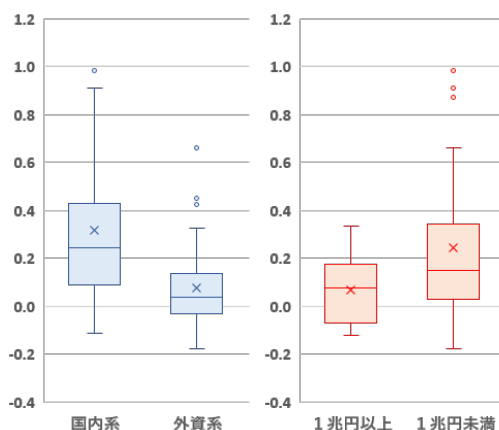


(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

⁸ 例えば、国内債券の β が 0.1 の運用会社の場合、国内債券のリスクファクターが 1%上昇したとき、他のリスクファクターの変動がなければ、当該運用会社の運用資産全体の純資産総額が 0.1%増加することを意味する。他のリスクファクターについても同様である。

各運用会社の国内株式の β の分布が図表 12 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様であるが、国内系の運用会社や 1 兆円未満の運用会社の方が β は大きい傾向がある。 β が 1 程度の国内系かつ 1 兆円未満の運用会社が 1 社あることが確認できる。

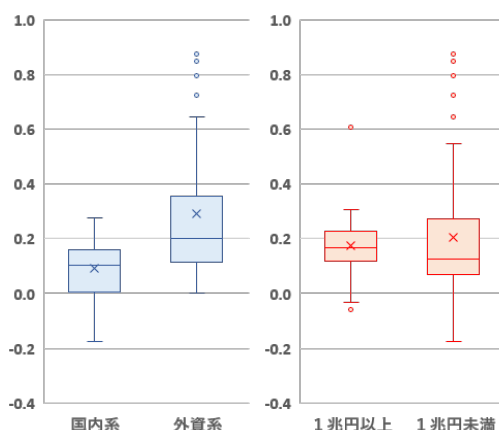
図表 12 国内株式の β の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

各運用会社の外国株式の β の分布が図表 13 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様である。内外別では外資系の運用会社の方が大きい傾向があり、国内株式と対照的である。 β が 0.8 以上の外資系かつ 1 兆円未満の運用会社があることが確認できる。

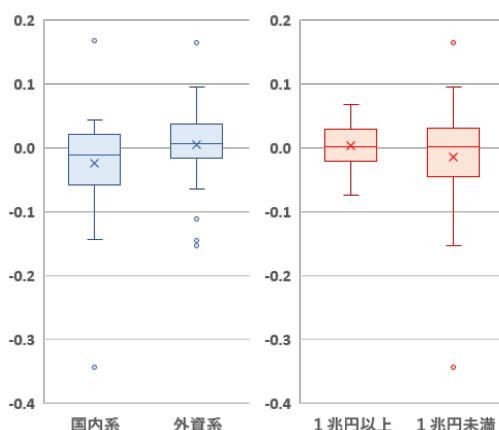
図表 13 外国株式の β の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

各運用会社の国内 REIT の β の分布が図表 14 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもほとんど 0 であり、規模別の β の平均値も同様である。他のリスクファクターと比較して β の絶対値が小さい。

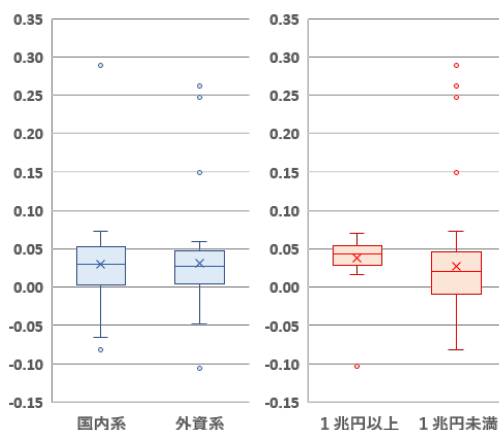
図表 14 国内 REIT の β の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

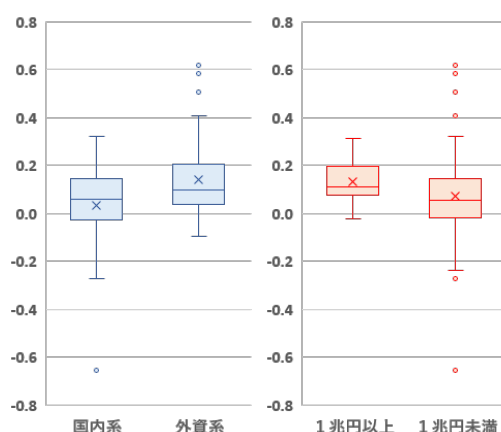
各運用会社の外国 REIT の β の分布が図表 15 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様である。 β が大きい 1 兆円未満の運用会社があることが確認できる。

図表 15 外国 REIT の β の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

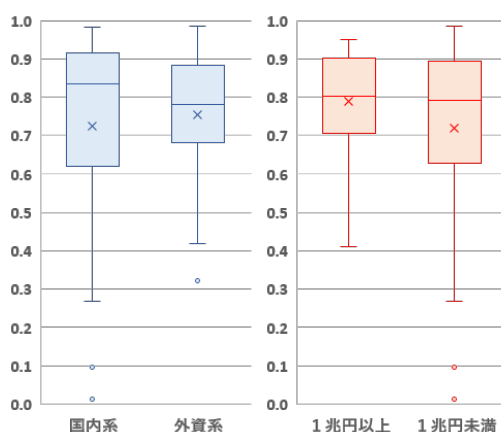
各運用会社の米ドル円の β の分布が図表 16 である。内外別の分布を比較すると β の平均値はどちらもプラスであり、規模別の β の平均値も同様である。 β は外資系の運用会社の方が大きい傾向がある。1兆円未満の運用会社の方が β のばらつきが大きい。

図表 16 米ドル円の β の分布

(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

最後に、各運用会社の(2)式の説明力を表す修正決定係数の分布が図表 17 である。左側が内外別、右側が規模別の修正決定係数である。どちらも平均値は 0.7 から 0.8 であり、ファクター分析には相応の説明力があることを示している。内外別では、国内系の運用会社の方が修正決定係数のばらつきが大きい⁹。規模別では、1兆円以上の運用会社の方が修正決定係数の平均値が大きく、ばらつきは小さい。

図表 17 修正決定係数の分布



(出所) 投資信託協会、bloomberg より当社作成

⁹ 修正決定係数が 0.01 の運用会社があるが、この運用会社はファンドの移管があったことが確認できた運用会社のうちの 1 社である。

5. おわりに

私募投信の純資産総額は今年の7月末にはじめて100兆円を超え、長期的な増加傾向が継続している。このような私募投信のうち、私募株式投信のリターンは、2020年3月末から2020年9月末までの半年間で5.7%であったが、公募株式投信の16.6%と比較して小さい。

本稿では運用会社ごとの私募株式投信の運用資産全体のパフォーマンスと運用に関する特徴について分析したが、運用会社ごとのパフォーマンスに関する傾向として以下のことがわかった。

- ①リスクが高いほど、リターンも高い傾向が見られるが、運用会社ごとのばらつきが大きい。
- ②全体的に国内系の運用会社の方がリターンは高いが、リスクも高い傾向がある。
- ③外資系ではリスク・リターン比がプラスの大きな運用会社とマイナスの大きな運用会社がある。
- ④純資産総額が1兆円以上の運用会社と1兆円未満の運用会社では、1兆円未満の運用会社の方が高リスク、高リターンの傾向がある。
- ⑤1兆円未満の運用会社の方がリスクとリターン、リスク・リターン比のばらつきが大きく、各運用会社のパフォーマンスの格差が大きい。

さらに、運用会社ごとの運用に関する特徴を推測するために、運用会社ごとにファクター分析を行った結果、以下の特徴が確認できた。

- ①各運用会社の運用資産全体の α の平均値はマイナスである。
- ②国内株式の β が大きい運用会社が多い。
- ③国内株式の β は国内系の運用会社の方が大きい。
- ④外国株式の β は外資系の運用会社の方が大きく、米ドル円の β も外資系の運用会社の方が大きい。
- ⑤純資産総額が1兆円以上の運用会社と1兆円未満の運用会社では、どのリスクファクターにおいても1兆円未満の運用会社の方が β のばらつきが大きい。

さて、本稿で行った分析は、公表されているデータの制約により、運用会社ごとのパフォーマンスや運用に関する特徴を各運用会社の運用資産全体から推測したものである。私募株式投信の個々のファンドには、各運用会社の運用力を発揮するアクティブファンドだけでなく、パッシブファンドやベア型ファンドがあり、特定の地域や国、種別の債券等の投資対象に特徴があるファンドやロング・ショート型の運用等の運用手法に強みを持つファンドもあるため、各運用会社の運用資産全体から推測できることには限界がある。投資対象や運用手法に応じた商品分類別の運用資産のデータが公表されれば、パフォーマンスの比較や運用に関する分析はより説得力があるものになるだろう。資産運用業全体の高度化の必要性を鑑みて、私募投信に関する情報公開の拡充が期待される。

Appendix. α と各リスクファクターの β のt値

ファクター分析によって得られる α と各リスクファクターの β 、修正決定係数を4章で確認したが、 α と β に関する統計的な有意性については議論しなかった。そこで、図表18に α と β のt値の統計量を示す。

α のt値の平均値はマイナスであり、最大値は1.70である。プラスの α の統計的な有意性は低いことが確認できる¹⁰。また、 β のt値の平均値は国内株式と外国株式が大きい。最大値に着目すると国内株式と国内債券、米ドル円、外国株式に連動性が高い運用会社があることが窺える。

図表18 α と各リスクファクターの β のt値の統計量

	平均値	標準 偏差	最大値	第3 四分位点	中央値	第1 四分位点	最小値	
α	-0.99	1.17	1.70	-0.11	-1.07	-1.57	-3.95	
β	国内債券	1.14	1.67	10.76	1.74	0.98	0.11	-2.30
	外国債券	1.00	1.61	6.25	1.53	0.76	0.06	-1.74
	国内株式	3.60	4.99	22.20	5.70	2.76	-0.14	-2.96
	外国株式	3.25	2.38	8.05	4.63	3.40	1.30	-0.97
	国内REIT	0.09	1.46	6.38	1.06	0.07	-0.91	-3.16
	外国REIT	0.70	0.95	2.66	1.38	0.88	0.12	-1.78
	米ドル円	1.84	2.31	8.27	3.18	1.51	0.28	-2.84

(出所) 投資信託協会、bloombergより当社作成

参考文献

金融庁[2020], 「資産運用業高度化プログレスレポート2020」

<https://www.fsa.go.jp/news/r1/sonota/20200619/01.pdf>

日本銀行[2020a], 「マルチアセット型の投資信託の特徴とリスク管理上の留意点」, 金融システムレポート別冊シリーズ

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsrb200703.htm/>

日本銀行[2020b], 「金融システムレポート(2020年10月号)」

<https://www.boj.or.jp/research/brp/fsr/fsr201022.htm/>

本山真[2020], 「私募株式投信のパフォーマンス分析」, 日興リサーチレビュー

<https://www.nikko-research.co.jp/library/8611/>

(END)

¹⁰ 2015年10月から2019年1月までの期間の各運用会社の月次リターンには分配金によるリターンが含まれないことも影響として考えられる。