

寄稿者

Sue Lee, CFA 協会認定証券アナリスト

指数投資戦略のアジア太平洋地域のヘッド

sue.lee@spglobal.com

SPIVA 日本市場レポート

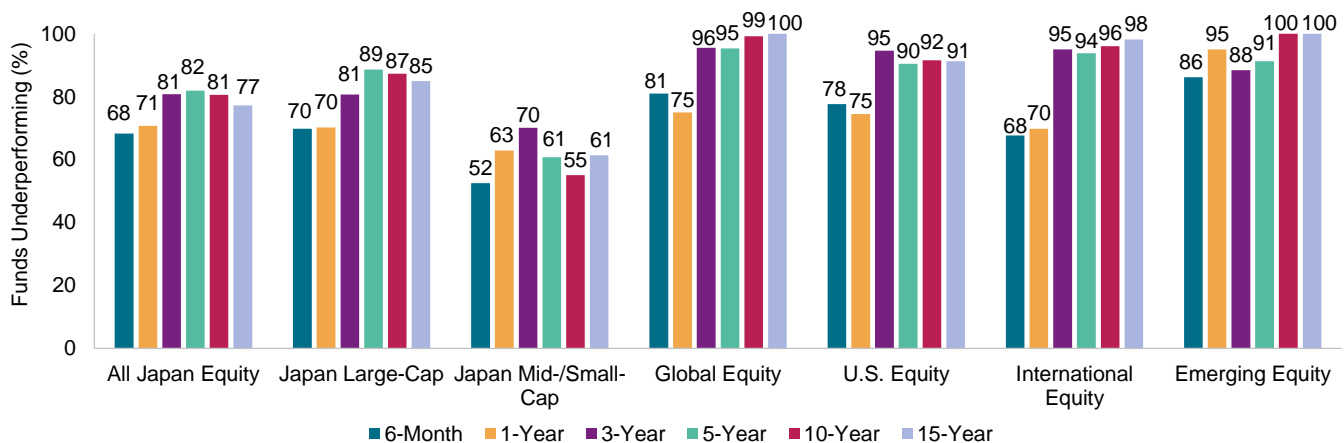
2024 年中期版のハイライト

SPIVA グローバル・スコアカードによると、2024 年上半期は世界中のアクティブ運用株式ファンドにとって厳しい市場環境となりました。日本も例外ではなく、日本の全てのファンド・カテゴリにおける合計 929 本のアクティブ運用ファンドのうち、大多数（71%）がそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしました。

株式市場全体が力強く上昇し、超大型企業がアウトパフォームする中で、2024 年上半期は日本株式のアクティブ運用マネージャーにとって難しい投資環境となりました。日本の全ての株式ファンドの 3 分の 2 以上（68%）が、**S&P 日本 500 指数**のトータル・リターンである 20.7%を下回る運用成績となりました。日本の大型株ファンドの 70%が **S&P/TOPIX 150 指数**をアンダーパフォームした一方で、日本の中小型株ファンドは比較的底堅い動きを示し、S&P 日本中小型株指数をアンダーパフォームしたファンドの割合は 52%にとどまりました。

日本に本籍を置く外国株式ファンドは 2024 年上半期にさらに厳しい結果となり、国際株式カテゴリでは 68%がベンチマークをアンダーパフォームし、新興国株式カテゴリでは 86%がベンチマークをアンダーパフォームしました。日本に本籍を置く外国株式ファンドでは、長期的にベンチマークをアンダーパフォームする傾向が相対的に強く、2024 年上半期も同様の結果となりました。これらのカテゴリでは、15 年の期間において 91%~100%のファンドがそれぞれのベンチマークをアンダーパフォームしています（図表 1 参照）。

図表 1：ベンチマークをアンダーパフォームした日本のアクティブ運用ファンドの割合（%）



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2024 年 6 月 30 日現在のデータ。S&P ワールド指数（日本円建て）は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

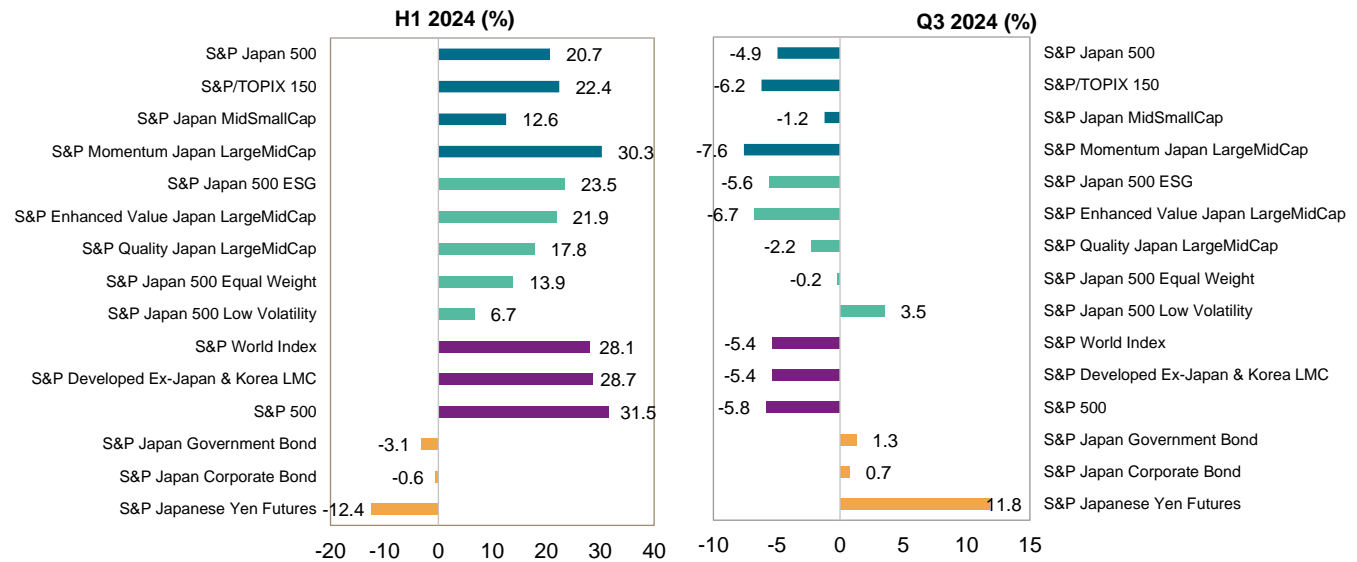
最新のリサーチ、教育、及びコメントの受信をご希望の方は、

on.spdji.com/SignUp に登録ください

市場概況：2024 年上半期とその後の展望

その他の先進国株式市場と同様に、日本の株式市場は 2024 年に好調なスタートを切り、S&P 日本 500 指数は 2024 年上半期に 20.7%上昇しました。しかし、2024 年 7~9 月期には上昇分の一部を失ったため、7~9 月期末までの年初来リターンは 14.7%に低下しました。日銀が 3 月にマイナス金利政策を解除したことで、日本の株式、債券、及び為替市場のボラティリティが上昇しました。日本国債のボラティリティを測定する [S&P/JPX 日本国債 VIX 指数](#) は年初来の平均で 3.76 と高止まりしており、過去 5 年間の平均である 2.63 を上回っています。また、円相場は対ドルで 2024 年上半期に 12.4%下落した後、2024 年 7~9 月期には一転して 11.8%上昇しました（図表 2 参照）。

図表 2：日本の各ファンド・カテゴリーのベンチマークと指数のパフォーマンス



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2024 年 9 月 30 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは日本円建てのトータル・リターンに基づいています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

SPIVA グローバル・スコアカード（2024 年中期版）に示されているように、2024 年上半期には S&P 日本 500 指数の構成銘柄のうち、3 分の 2 以上（69%）が指数自体をアンダーパフォームしました。つまり、ファンド・マネージャーにとって 2024 年上半期は、アウトパフォームする銘柄を選択することが困難な投資環境であったと言えます。実際に、日本の全ての株式ファンドの 70%が指数をアンダーパフォームしており、この割合は過去 10 年間の平均である 57%を大幅に上回りました¹。2024 年 7~9 月期末時点で、S&P 日本 500 指数の構成銘柄のリターン分布は強い正の歪度を示し、リターンの平均値が中央値を 4.4%上回っていました（つまり、少数の銘柄が非常に高いリターンを記録する一方で、大多数の銘柄が比較的低いリターンにとどまっていた）。厳しい市場環境が続く中で、日本株式のファンド・マネージャーがこうした課題や機会にどのように対応していくかが注目されます。

円相場のボラティリティが高止まりしているため、為替ヘッジを行うことが外国株式ファンドの相対パフォーマンスを左右する重要な要因になる可能性があります。[過去の分析](#)によると、円相場が対ドルで下落する局面では、より多くの外国株式ファンドがベンチマークをアンダーパフォームする傾向が見られました。その要因の 1 つとして、為替ヘッジを行っている外国株式ファンドが円安による為替差益の恩恵を受けられなかったことが挙

¹ [SPIVA 日本スコアカード（2023 年末版）](#)、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、2024 年 3 月。

げられます。7～9月期に為替相場が円高に振れたことを受け、外国株式のファンド・マネージャーが通貨エクスポージャーの管理と銘柄選択の両面で今後どのように課題に対応していくかが注目されます。

レポート 1：2024 年上半期の統計データ – 全ての日本株式ファンド・カテゴリー

ファンド・カテゴリー	比較指数	アンダーパフォームした割合 (2024 年上半期)	比較指数のリターン (%)	下位四分位のリターン	資産加重平均リターン (%)	リターンの中央値	上位四分位のリターン	サンプルの規模	生存率 (%)
日本株式									
全ての日本株式ファンド	S&P 日本 500 指数	68.26	20.72	12.61	17.48	18.09	22.27	482	97.30
日本大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	69.77	22.44	16.42	19.53	20.07	23.08	301	97.34
日本中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	52.49	12.59	6.48	13.28	12.40	17.13	181	97.24
外国株式									
グローバル株式ファンド	S&P ワールド指数	80.98	28.08	17.75	22.37	21.97	27.06	205	97.56
米国株式ファンド	S&P 500	77.68	31.55	16.62	32.57	20.84	29.88	112	98.21
国際株式ファンド	S&P 先進国 (除く日本及び韓国) 大中型株指数	67.69	28.66	19.40	25.88	25.49	29.69	65	96.92
新興国株式ファンド	S&P 新興国総合指数 (BMI)	86.15	23.33	12.98	19.39	18.35	21.87	65	100.00

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2024 年 6 月 30 日現在のデータ。ファンドとベンチマークのリターンは全て日本円建てで表示されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されています。

レポート 2：アンダーパフォームしたファンドの割合 – 全ての日本株式ファンド・カテゴリー

ファンド・カテゴリー	比較指数	年初来 (%)	1 年 (%)	3 年 (%)	5 年 (%)	10 年 (%)	15 年 (%)
日本株式							
全ての日本株式ファンド	S&P 日本 500 指数	68.26	70.71	80.83	81.92	80.55	77.21
日本大型株ファンド	S&P/TOPIX 150 指数	69.77	70.23	80.67	88.63	87.30	84.91
日本中小型株ファンド	S&P 日本中小型株指数	52.49	62.90	70.15	60.80	55.06	61.40
外国株式							
グローバル株式ファンド	S&P ワールド指数	80.98	75.00	95.53	95.33	99.16	100.00
米国株式ファンド	S&P 500	77.68	74.53	94.59	90.43	91.55	91.30
国際株式ファンド	S&P 先進国 (除く日本及び韓国) 大中型株指数	67.69	69.84	95.00	93.85	96.00	98.15
新興国株式ファンド	S&P 新興国総合指数 (BMI)	86.15	95.00	88.41	91.25	100.00	100.00

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2024 年 6 月 30 日現在のデータ。S&P ワールド指数 (日本円建て) は 2020 年 5 月 28 日に算出を開始しました。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。表は説明目的のために提示されており、仮説に基づく過去のパフォーマンスを反映しています。バックテストのパフォーマンスに関する固有の限界について詳しい情報をお求めの方は、この資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

アクティブ運用とパッシブ運用の議論に対する独自のスコアカード

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは 20 年以上にわたって SPIVA スコアカードを発行し、アクティブ運用ファンドとそのベンチマークのパフォーマンスを比較してきました。当初の SPIVA スコアカードは米国籍のファンドのみを対象としていましたが、主要国以外にも徐々に対象範囲を拡大し、現在ではオーストラリアやチリなどの市場のファンドもカバーしています。SPIVA スコアカードは以下の基本原則に即して作成されています：

- **生存バイアスの補正：**多くのファンドは調査対象期間中に清算または統合される場合があります。しかし、調査対象期間の開始時点で投資判断を行う者にとっては、後に清算または統合されることになるファンドも投資対象に含まれます。一般に入手可能なその他の比較レポートとは異なり、SPIVA スコアカードでは、生き残ったファンドだけではなく、清算または統合されたファンドも調査対象に含まれます。したがって、生存バイアスを排除することができます。
- **同一条件での比較：**ファンドのリターンは、ファンドの規模やスタイルの分類にかかわらず、S&P 500 などの一般的なベンチマークと比較される場合が多いと言えます。SPIVA 日本スコアカードでは、各ファンドの投資対象や運用スタイルに応じて適切なベンチマークを選択し、ファンドとベンチマークのリターンを比較しているため、不適切な比較による誤った評価を避けることができます。
- **アクティブ運用ファンドのパフォーマンスに関する多角的な分析：**SPIVA スコアカードでは、ベンチマークをアンダーパフォームしたアクティブ運用ファンドの割合が最も注目される指標となっていますが、それだけではなく、ファンドの平均リターン、四分位の範囲、生存率、及びその他の要因（市場環境など）に関する包括的なデータを提供することで、アクティブ運用ファンドのパフォーマンスについて多角的な分析を行っています。
- **データのクリーニング：**SPIVA スコアカードは、資産規模のより大きなシェア・クラスのみを使用することにより、複数のシェア・クラスを二重にカウントすることを避けています。SPIVA スコアカードは、アクティブ運用マネージャーのパフォーマンスを評価するためのスコアカードであるため、インデックス・ファンド、レバレッジド・ファンド、インバース・ファンド、及びその他の指数連動商品は除外されています。

ファンドのカテゴリ分類や各レポートの詳細、世界中のファンドのパフォーマンスに関する追加データなど、SPIVA スコアカードのメソドロジーに関する詳細については、以下のリンクを参照ください。

[SPIVA グローバル・スコアカード（2024 年中期版）](#)

[SPIVA の詳細を確認する](#)

[世界各国の SPIVA：株式](#)

[世界各国の SPIVA：債券](#)

[SPIVA スコアカード：概要](#)

[Indexology® ブログに掲載されている SPIVA の記事](#)

Performance Disclosure/Back-Tested Data

The S&P World Index (JPY) was launched May 28, 2020. All information presented prior to an index's Launch Date is hypothetical (back-tested), not actual performance. The back-test calculations are based on the same methodology that was in effect on the index Launch Date. However, when creating back-tested history for periods of market anomalies or other periods that do not reflect the general current market environment, index methodology rules may be relaxed to capture a large enough universe of securities to simulate the target market the index is designed to measure or strategy the index is designed to capture. For example, market capitalization and liquidity thresholds may be reduced. Complete index methodology details are available at www.spglobal.com/spdji. Past performance of the Index is not an indication of future results. Back-tested performance reflects application of an index methodology and selection of index constituents with the benefit of hindsight and knowledge of factors that may have positively affected its performance, cannot account for all financial risk that may affect results and may be considered to reflect survivor/look ahead bias. Actual returns may differ significantly from, and be lower than, back-tested returns. Past performance is not an indication or guarantee of future results. Please refer to the methodology for the Index for more details about the index, including the manner in which it is rebalanced, the timing of such rebalancing, criteria for additions and deletions, as well as all index calculations. Back-tested performance is for use with institutions only; not for use with retail investors.

S&P Dow Jones Indices defines various dates to assist our clients in providing transparency. The First Value Date is the first day for which there is a calculated value (either live or back-tested) for a given index. The Base Date is the date at which the index is set to a fixed value for calculation purposes. The Launch Date designates the date when the values of an index are first considered live: index values provided for any date or time period prior to the index's Launch Date are considered back-tested. S&P Dow Jones Indices defines the Launch Date as the date by which the values of an index are known to have been released to the public, for example via the company's public website or its data feed to external parties. For Dow Jones-branded indices introduced prior to May 31, 2013, the Launch Date (which prior to May 31, 2013, was termed "Date of introduction") is set at a date upon which no further changes were permitted to be made to the index methodology, but that may have been prior to the Index's public release date.

Typically, when S&P DJI creates back-tested index data, S&P DJI uses actual historical constituent-level data (e.g., historical price, market capitalization, and corporate action data) in its calculations. As ESG investing is still in early stages of development, certain datapoints used to calculate S&P DJI's ESG indices may not be available for the entire desired period of back-tested history. The same data availability issue could be true for other indices as well. In cases when actual data is not available for all relevant historical periods, S&P DJI may employ a process of using "Backward Data Assumption" (or pulling back) of ESG data for the calculation of back-tested historical performance. "Backward Data Assumption" is a process that applies the earliest actual live data point available for an index constituent company to all prior historical instances in the index performance. For example, Backward Data Assumption inherently assumes that companies currently not involved in a specific business activity (also known as "product involvement") were never involved historically and similarly also assumes that companies currently involved in a specific business activity were involved historically too. The Backward Data Assumption allows the hypothetical back-test to be extended over more historical years than would be feasible using only actual data. For more information on "Backward Data Assumption" please refer to the [FAQ](#). The methodology and factsheets of any index that employs backward assumption in the back-tested history will explicitly state so. The methodology will include an Appendix with a table setting forth the specific data points and relevant time period for which backward projected data was used.

Index returns shown do not represent the results of actual trading of investable assets/securities. S&P Dow Jones Indices maintains the index and calculates the index levels and performance shown or discussed but does not manage actual assets. Index returns do not reflect payment of any sales charges or fees an investor may pay to purchase the securities underlying the Index or investment funds that are intended to track the performance of the Index. The imposition of these fees and charges would cause actual and back-tested performance of the securities/fund to be lower than the Index performance shown. As a simple example, if an index returned 10% on a US \$100,000 investment for a 12-month period (or US \$10,000) and an actual asset-based fee of 1.5% was imposed at the end of the period on the investment plus accrued interest (or US \$1,650), the net return would be 8.35% (or US \$8,350) for the year. Over a three-year period, an annual 1.5% fee taken at year end with an assumed 10% return per year would result in a cumulative gross return of 33.10%, a total fee of US \$5,375, and a cumulative net return of 27.2% (or US \$27,200).

General Disclaimer

© 2024 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, SPX, SPY, The 500, US500, US 30, S&P 100, S&P COMPOSITE 1500, S&P 400, S&P MIDCAP 400, S&P 600, S&P SMALLCAP 600, S&P GIVI, GLOBAL TITANS, DIVIDEND ARISTOCRATS, DIVIDEND MONARCHS, BUYBACK ARISTOCRATS, SELECT SECTOR, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, LCDX, MBX, MCDX, PRIMEX, TABX, HHPI, IRXX, I-SYND, SOVX, CRITS, CRITR are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are trademarks of Dow Jones Trademark Holdings LLC ("Dow Jones"). These trademarks together with others have been licensed to S&P Dow Jones Indices LLC. Redistribution or reproduction in whole or in part are prohibited without written permission of S&P Dow Jones Indices LLC. This document does not constitute an offer of services in jurisdictions where S&P Dow Jones Indices LLC, S&P Global, Dow Jones or their respective affiliates (collectively "S&P Dow Jones Indices") do not have the necessary licenses. Except for certain custom index calculation services, all information provided by S&P Dow Jones Indices is impersonal and not tailored to the needs of any person, entity or group of persons. S&P Dow Jones Indices receives compensation in connection with licensing its indices to third parties and providing custom calculation services. Past performance of an index is not an indication or guarantee of future results.

It is not possible to invest directly in an index. Exposure to an asset class represented by an index may be available through investable instruments based on that index. S&P Dow Jones Indices does not sponsor, endorse, sell, promote or manage any investment fund or other investment vehicle that is offered by third parties and that seeks to provide an investment return based on the performance of any index. S&P Dow Jones Indices makes no assurance that investment products based on the index will accurately track index performance or provide positive investment returns. Index performance does not reflect trading costs, management fees or expenses. S&P Dow Jones Indices makes no representation regarding the advisability of investing in any such investment fund or other investment vehicle. A decision to invest in any such investment fund or other investment vehicle should not be made in reliance on any of the statements set forth in this document. S&P Dow Jones Indices is not an investment adviser, commodity trading advisor, commodity pool operator, broker dealer, fiduciary, promoter" (as defined in the Investment Company Act of 1940, as amended), "expert" as enumerated within 15 U.S.C. § 77k(a) or tax advisor. Inclusion of a security, commodity, crypto currency or other asset within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, commodity, crypto currency or other asset, nor is it considered to be investment advice or commodity trading advice.

Closing prices for S&P Dow Jones Indices' US benchmark indices are calculated by S&P Dow Jones Indices based on the closing price of the individual constituents of the index as set by their primary exchange. Closing prices are received by S&P Dow Jones Indices from one of its third party vendors and verified by comparing them with prices from an alternative vendor. The vendors receive the closing price from the primary exchanges. Real-time intraday prices are calculated similarly without a second verification

These materials have been prepared solely for informational purposes based upon information generally available to the public and from sources believed to be reliable. No content contained in these materials (including index data, ratings, credit-related analyses and data, research, valuations, model, software or other application or output therefrom) or any part thereof ("Content") may be modified, reverse-engineered, reproduced or distributed in any form or by any means, or stored in a database or retrieval system, without the prior written permission of S&P Dow Jones Indices. The Content shall not be used for any unlawful or unauthorized purposes. S&P Dow Jones Indices and its third-party data providers and licensors (collectively "S&P Dow Jones Indices Parties") do not guarantee the accuracy, completeness, timeliness or availability of the Content. S&P Dow Jones Indices Parties are not responsible for any errors or omissions, regardless of the cause, for the results obtained from the use of the Content. THE CONTENT IS PROVIDED ON AN "AS IS" BASIS. S&P DOW JONES INDICES PARTIES DISCLAIM ANY AND ALL EXPRESS OR IMPLIED WARRANTIES, INCLUDING, BUT NOT LIMITED TO, ANY WARRANTIES OF MERCHANTABILITY OR FITNESS FOR A PARTICULAR PURPOSE OR USE, FREEDOM FROM BUGS, SOFTWARE ERRORS OR DEFECTS, THAT THE CONTENT'S FUNCTIONING WILL BE UNINTERRUPTED OR THAT THE CONTENT WILL OPERATE WITH ANY SOFTWARE OR HARDWARE CONFIGURATION. In no event shall S&P Dow Jones Indices Parties be liable to any party for any direct, indirect, incidental, exemplary, compensatory, punitive, special or consequential damages, costs, expenses, legal fees, or losses (including, without limitation, lost income or lost profits and opportunity costs) in connection with any use of the Content even if advised of the possibility of such damages.

S&P Global keeps certain activities of its various divisions and business units separate from each other in order to preserve the independence and objectivity of their respective activities. As a result, certain divisions and business units of S&P Global may have information that is not available to other business units. S&P Global has established policies and procedures to maintain the confidentiality of certain non-public information received in connection with each analytical process.

In addition, S&P Dow Jones Indices provides a wide range of services to, or relating to, many organizations, including issuers of securities, investment advisers, broker-dealers, investment banks, other financial institutions and financial intermediaries, and accordingly may receive fees or other economic benefits from those organizations, including organizations whose securities or services they may recommend, rate, include in model portfolios, evaluate or otherwise address.

The Global Industry Classification Standard (GICS®) was developed by and is the exclusive property and a trademark of S&P and MSCI. Neither MSCI, S&P nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall MSCI, S&P, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classifications have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.