

## SPIVA®日本スコアカード

### 寄稿者

#### Sue Lee

アジア太平洋地域のヘッド  
指数投資戦略  
[sue.lee@spglobal.com](mailto:sue.lee@spglobal.com)

#### Maya Beyhan, PhD

Global Head of Sustainability  
サステナビリティ投資のグロー  
バル・ヘッド  
指数投資戦略  
[maya.beyhan@spglobal.com](mailto:maya.beyhan@spglobal.com)

#### Davide di Gioia

SPIVA のヘッド  
指数投資戦略

S&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは 2002 年に SPIVA 米国スコアカードを最初に発行しました。それ以来、このスコアカードはパッシブ運用とアクティブ運用の議論において高い注目を集める調査となっています。

SPIVA®日本スコアカードでは、日本のアクティブ運用投資信託について、それぞれのベンチマークに対するパフォーマンスを様々な対象期間にわたり測定します。このスコアカードでは、日本の大型株、中型株、及び小型株セグメントに加え、国際株式ファンド及びグローバル株式ファンドも対象としています。

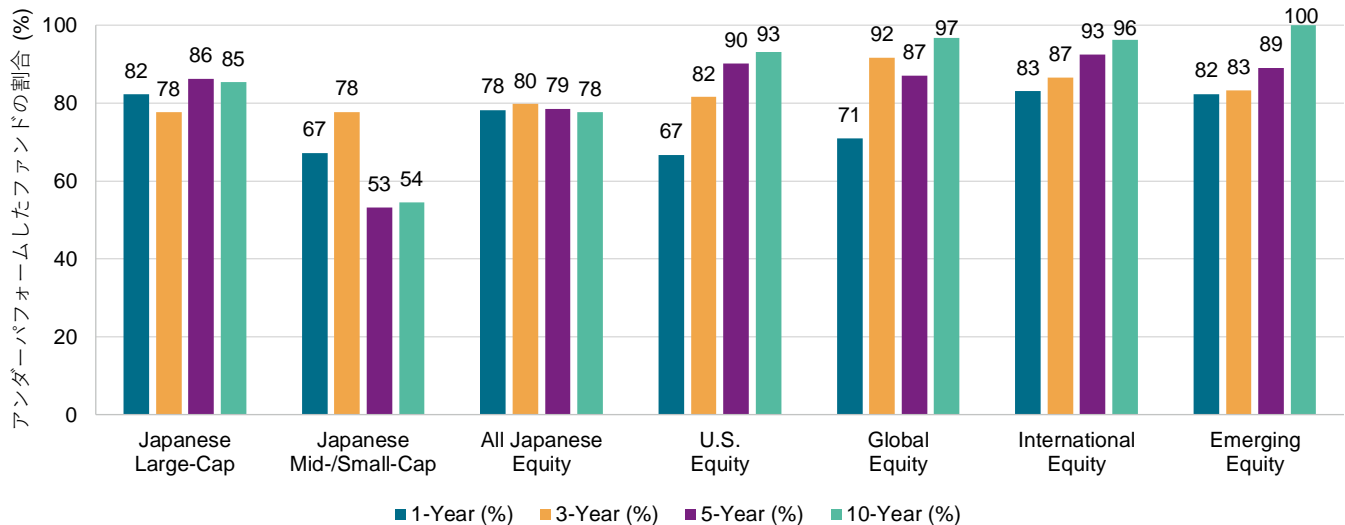
## 2023 年通期のハイライト

アクティブ運用とパッシブ運用の議論をグローバルなスケールで行っています。

2023 年はアクティブ運用にとって厳しい年となり、ほとんどの株式ファンドが 2023 年に全てのカテゴリーで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。日本の大型株ファンドの 82%が **S&P/TOPIX 150 指数**をアンダーパフォームした一方で、日本の中小型株及び米国株式のカテゴリーのファンドは比較的底堅い動きを示し、1年の期間でベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合は 67%にとどまりました。図表 1 は全てのカテゴリーにわたる結果を要約しています。

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](https://on.spdji.com/SignUp) に登録  
ください。

図表 1：2023 年に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。2023 年 12 月 31 日現在のデータ。アンダーパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいて計算されており、絶対リターンを比較しています。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。

- 日本の大型株ファンド：[S&P/TOPIX 150 指数](#)は 2023 年に 30.7%の大幅な上昇となった一方、国内の大型株ファンドは厳しい状況となり、アンダーパフォームしたファンドの割合が 82%に上り、ここ 10 年間で 2 番目に高い割合となりました。長期ではアンダーパフォームしたファンドの割合が上昇し、10 年の期間ではアンダーパフォームしたファンドの割合は 85%となりました。
- 日本の中小型株ファンド：日本の中小型株ファンドのマネージャーは、2023 年上半期にはアウトパフォームしたファンドの割合が 50%を超えましたが、このパフォーマンスを維持することができず<sup>1</sup>、2023 年通期ではアンダーパフォームしたファンドの割合は 67%となりました。それでも、長期ではその他のカテゴリーよりも良好なパフォーマンスとなっており、10 年の期間ではアンダーパフォームしたファンドの割合は 54%にとどまっています。

<sup>1</sup> [SPIVA 日本スコアカード（2023 年中期版）](#) を参照ください。

- **米国株式ファンド**：日本に本籍地を置く米国株式ファンドはその他のカテゴリーよりも比較的良好的なパフォーマンスとなり、**S&P 500<sup>®</sup>**をアンダーパフォームしたファンドの割合は**67%**にとどまりました。ベンチマークの**34.9%**のリターン（日本円建て）と比較すると、このカテゴリーのファンドのリターンは幅広い範囲に及び、平均では均等加重ベース及び資産加重ベースでそれぞれ**30.0%**及び**43.6%**となりました（図表7参照）。10年の期間ではアンダーパフォームしたファンドの割合は**93%**に上りました。
- **グローバル株式ファンド**：**S&P グローバル 1200 指数**は2023年に**32%**のトータル・リターンを計上し、グローバル株式ファンドの**71%**がベンチマークをアンダーパフォームしました。10年の期間ではアンダーパフォームしたファンドの割合は**97%**に上りました。
- **国際株式ファンド**：国際株式ファンドは、2022年にアンダーパフォームしたファンドの割合が最も低くなりましたが、2023年にはアンダーパフォームしたファンドの割合が全てのカテゴリーの中で最も高くなりました<sup>2</sup>。10年の期間ではアンダーパフォームしたファンドの割合は**96%**に上りました。
- **新興国株式ファンド**：**S&P 新興国総合指数 (BMI)**は2023年に**18.5%**上昇し、新興国株式ファンドの**82%**がこのベンチマークをアンダーパフォームしました。期間が長ければ長いほど、アンダーパフォームしたファンドの割合は上昇しており、ベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合は3年、5年、及び10年の期間でそれぞれ**83%**、**89%**、及び**100%**となっています。
- **ファンドの生存率**：ファンドの清算は全体として低水準にとどまっており、2023年に合併または清算されたファンドは、日本に本籍地を置く全ての株式ファンドの**5.3%**にとどまっています。新興国株式ファンドの清算率は2年連続で**10%**を超え<sup>2</sup>、ファンド数の減少につながりました。一方、グローバル株式ファンドでは、生存できなかったファンドの割合はわずか**2.7%**にとどまりました。長期の期間では脱落したファンドの割合が上昇して

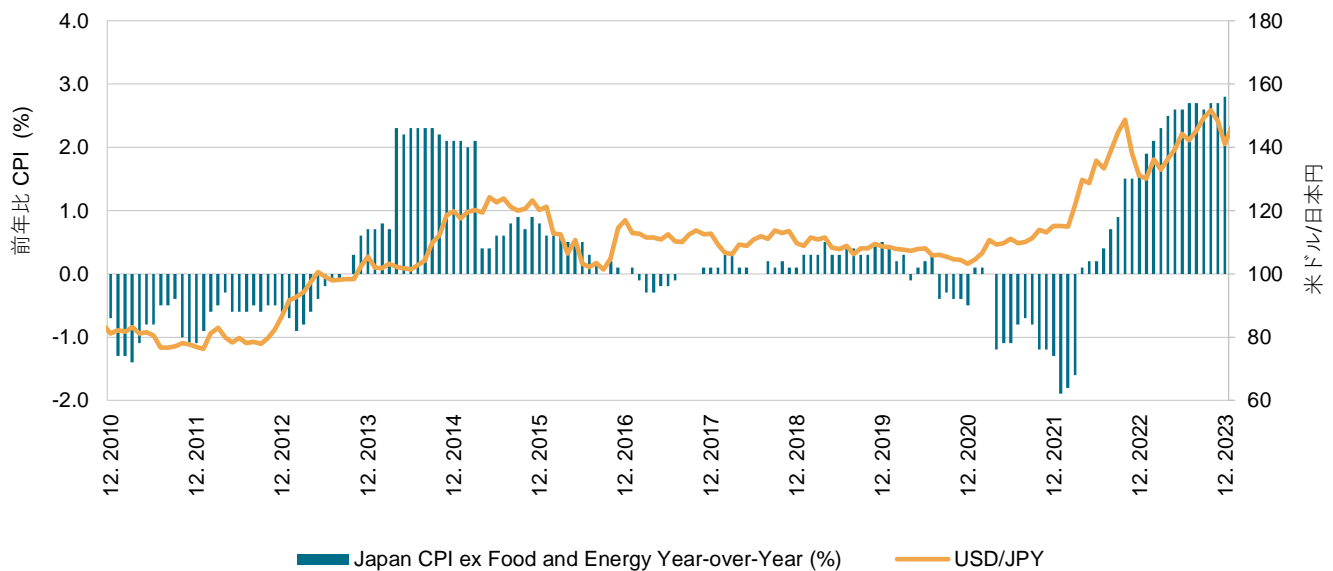
<sup>2</sup> **SPIVA 日本スコアカード (2022年通期)** を参照ください。

おり、10年の期間では、全てのカテゴリーのファンドの58%が合併または清算されました（レポート2参照）。

## 市場環境

2023年には、日本の経済及び株式市場において重要な動きが見られました。世界のほとんどの地域ではインフレが最も大きな懸念事項となった一方で、日本ではインフレが好材料となりました。日本では過去30年間にわたりデフレが続いていました。各国の中央銀行による積極的な利上げとは対照的に、日本ではインフレ率が上昇する中でも、日銀はマイナス金利政策を維持しました。2023年末時点で、日本のコア・インフレ率（食品及びエネルギーを除く消費者物価指数（CPI）の前年変化率）は、12ヵ月連続してプラスで推移しました。また、超金融緩和政策が円安を招いており、日本円は2023年に1ドル131円から141円に下落し、輸出主導の日本経済を押し上げました（図表2参照）。

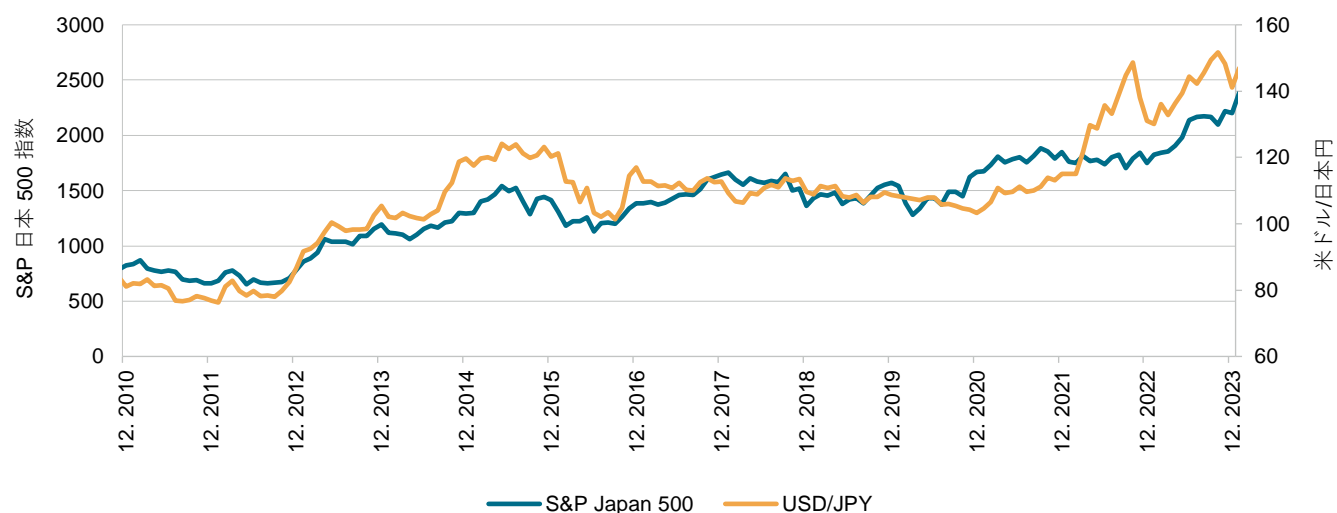
図表2：日本はデフレ圧力から脱却し、円安が進行



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。2023年12月31日現在のデータ。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。

こうした状況を背景に、日本の株式市場は 2023 年に大幅に上昇しました。S&P 日本 500 指数は 29%上昇し、2023 年の日本の株式市場は 2013 年のアベノミクス主導の上昇以降で最も堅調な年となりました（図表 3 参照）。その他の前向きな動きとしては、東京証券取引所の市場改革<sup>3</sup>が挙げられます。これにより、2023 年には日本の上場企業の自社株買いが過去最高に達しました。これらの動向により投資機会が生じ、市場全体が上昇する中で、S&P 日本 500 バイバック PE 指数、S&P エンハンスト・バリュー日本大中型株指数、及び S&P/JPX 配当貴族指数<sup>®</sup>なども上昇し、これらの指数は S&P 日本 500 指数に対してプラスの超過リターンを生み出しました（図表 4 参照）。

図表 3：日本の株式市場は急騰し、円安が市場の押し上げ要因となった



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、ブルームバーグ。2023 年 12 月 31 日現在のデータ。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。

図表 4：2023 年における日本の指数のパフォーマンス

| 指数                    | 2023 年のリターン (%) | 超過リターン (%) |
|-----------------------|-----------------|------------|
| S&P 日本 500 バイバック PE   | 40.52           | 11.42      |
| S&P エンハンスト・バリュー日本大中型株 | 38.43           | 9.33       |
| S&P/JPX 配当貴族          | 32.87           | 3.77       |
| S&P 日本 500 ESG        | 31.87           | 2.77       |
| S&P/TOPIX 150         | 30.66           | 1.56       |
| S&P モメンタム日本大中型株       | 27.27           | -1.83      |

<sup>3</sup> [TSE finally ramps up market reforms one year after questionable restructuring](#)、ジャパンタイムズ、2023 年 4 月 18 日

|                       |              |          |
|-----------------------|--------------|----------|
| S&P 日本大中型株グロース        | 27.15        | -1.95    |
| S&P 低ベータ日本            | 26.71        | -2.39    |
| S&P 日本 500 低ボラティリティ   | 26.70        | -2.40    |
| S&P 日本中小型株            | 26.69        | -2.40    |
| S&P クオリティ日本大中型株       | 25.64        | -3.46    |
| S&P 日本 500 均等ウェイト     | 25.40        | -3.70    |
| <b>S&amp;P 日本 500</b> | <b>29.10</b> | <b>-</b> |

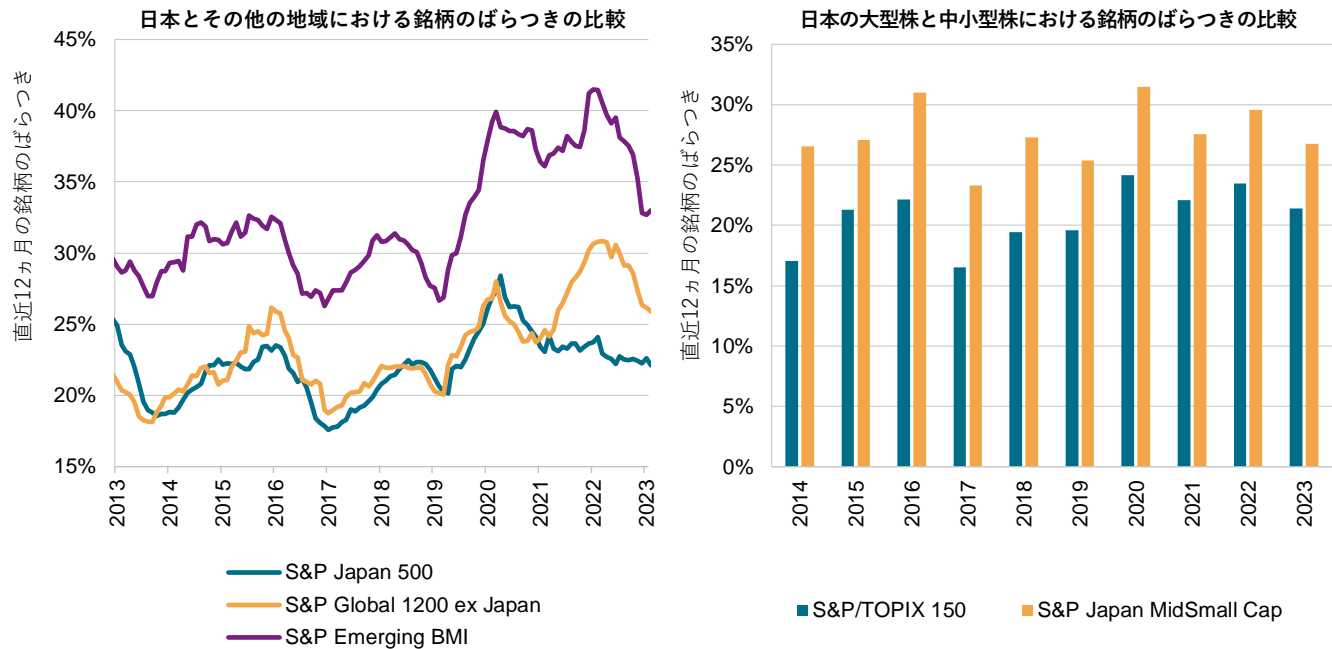
出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2023 年 12 月 31 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。超過トータル・リターンは S&P 日本 500 指数に対するものです。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

図表 4 では、大型株のベンチマークである S&P/TOPIX 150 指数が 2023 年に S&P 日本中小型株を 4%アウトパフォーマンスしたことを示しており、これは注目に値します。あまり知られていない銘柄の中からアウトパフォーマンスの源泉を探しているアクティブ運用マネージャーにとって、2023 年が厳しい環境であったことを示唆しています。さらに、S&P 日本 500 均等ウェイト指数は時価総額加重のベンチマークを約 4%アンダーパフォーマンスし、時価総額に沿ってポートフォリオのウェイトを設定しないアクティブ運用マネージャーにとって不利な状況であったことを示しています。

各銘柄のパフォーマンスが平均パフォーマンスからどの程度乖離（上回るまたは下回る）しているかを示すばらつき<sup>4</sup>は、アクティブ運用会社が銘柄選択を通じてアウトパフォーマンスする機会を測定します。日本以外のばらつき（S&P グローバル（日本を除く）1200 指数及び S&P 新興国総合指数（BMI）で示される）は、2022 年に大幅に拡大しましたが、2023 年には大幅に縮小しました。ただし、過去の水準と比較すると高止まりしています（図表 5 の左側のチャート参照）。また、国内株式のばらつきも特に中小型株がけん引したことにより、2023 年に徐々に低下しました。このことは、S&P 日本中小型株指数と S&P/TOPIX 150 指数における銘柄のばらつきの縮小幅の違いで示されています（図表 5 の右側のチャート参照）。

<sup>4</sup> Tim Edwards 及び Craig J. Lazzara 著、「[Dispersion: Measuring Market Opportunity](#)」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、2014 年

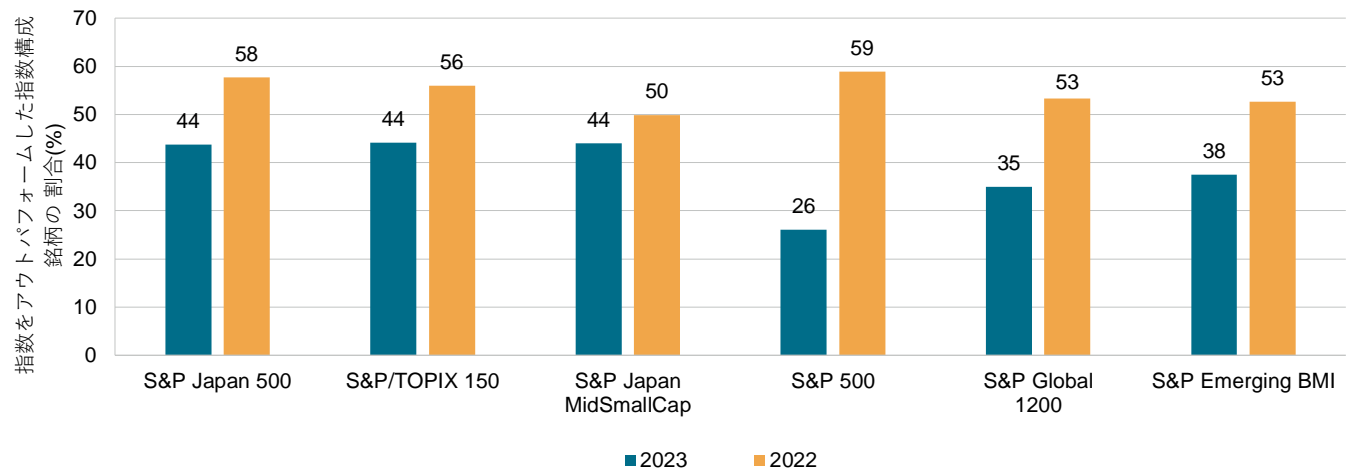
図表 5：銘柄のばらつきが縮小



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。2023年12月31日現在のデータ。ばらつきは年率換算されており、月次ベースで計算されています。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。図表は説明目的のために提示されています。

アクティブ・マネージャーにとってのもう1つの課題は、各銘柄のリターンの分布を調べることで確認することができます。アウトパフォームしている銘柄がほとんどない場合、アクティブ・マネージャーはアウトパフォームする銘柄を見つけることが困難となります。2023年にはベンチマークの構成銘柄の中でベンチマークをアウトパフォームした銘柄の割合が低下し、2023年には国内及び世界のベンチマーク全体にわたりこの割合が50%を大幅に下回りました（図表6参照）。

**図表 6：日本のベンチマークの構成銘柄が指数をアウトパフォームした割合はその他の地域よりも高い**

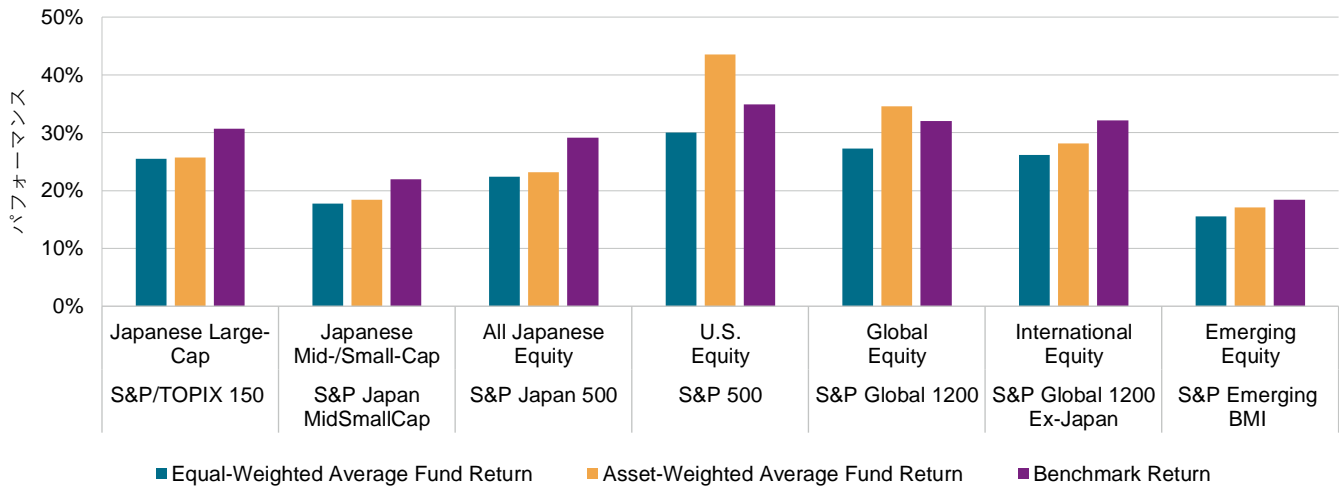


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2023年12月31日現在のデータ。図表は説明目的のために提示されています。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

厳しい市場環境を踏まえると、米国株式や日本の中小型株など特定のファンド・カテゴリーの結果はそれほど悪くはありませんでした。ファンド・リターンの統計値やファンド・レベルのデータを詳しく見ると、このことがある程度説明できます。図表7で示されているように、米国株式ファンドでは資産加重の平均ファンド・リターンが均等加重の平均ファンド・リターンをはるかに上回りました。このように資産加重ベースでファンドのリターンが高くなったことは、主に運用資産残高（AUM）が大きい成長志向のテクノロジー銘柄に特化したファンドによりもたらされました。これらのファンドは2023年に情報技術セクターが堅調な展開となったことによる恩恵を受けました。ただし、長期の期間では、ベンチマークをアンダーパフォームした米国株式ファンドの割合は高くなっており（10年期間では93%）、常にセクターまたはファクターにティルトしているファンドがアウトパフォームすることは通常、持続可能なことではないことを示唆しています（レポート1a参照）。



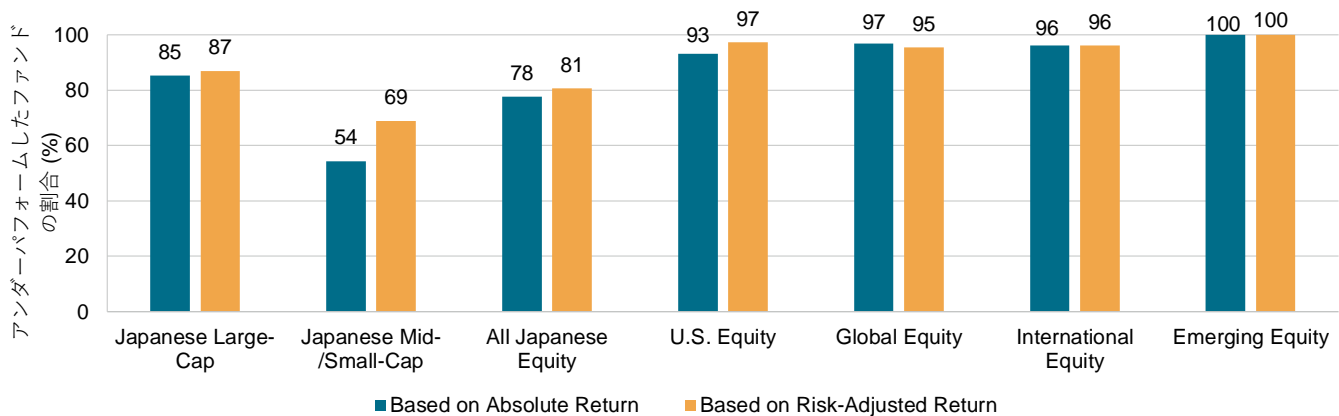
図表 7：2023 年における均等加重ベースと資産加重ベースのファンドの平均パフォーマンスの比較



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。2023 年 12 月 31 日現在のデータ。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・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。表は説明目的のために提示されています。

さらに、ベンチマークをアンダーパフォームするファンドの割合は、絶対リターンか、リスク調整後リターンのどちらに基づいて計算されるかによって異なる場合があります。図表 8 は、10 年の期間におけるアンダーパフォームの割合を示しています。日本の中小型株ファンド・カテゴリーでは 2 つの数値の違いが最も大きくなり、絶対リターン・ベースではアンダーパフォームしたファンドの割合が 54%であったのに対して、リスク調整後リターン・ベースではアンダーパフォームしたファンドの割合が 69%となりました。このことは、ファンドの 15%がベンチマークと比較してより大きなリスクを取るにより超過リターンを生み出したことを示唆しています。

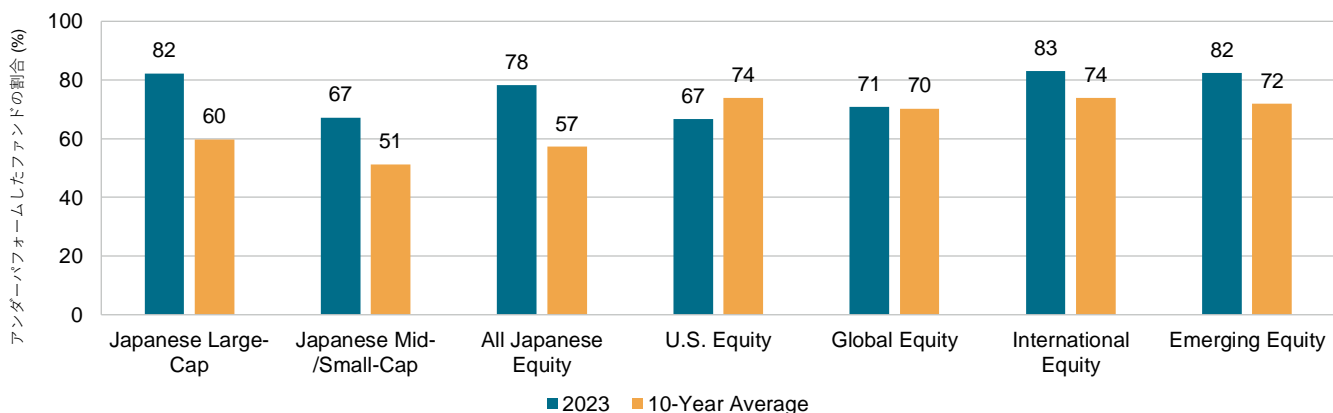
**図表 10：10年の期間で絶対リターンとリスク調整後リターンに基づいてアンダーパフォームしたファンドの割合の比較**



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。2023年12月31日現在のデータ。アンダーパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいて計算されており、絶対リターンを比較しています。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。

これらの全ての側面を考慮に入れると、2023年はアクティブ運用マネージャーがベンチマークをアウトパフォームするには全体的に厳しい環境であったと言えます。2023年にアクティブ運用マネージャーがベンチマークをアンダーパフォームした割合は、米国株式ファンドを除いてファンド・カテゴリーのほとんどにおいて10年平均を上回りました。日本の大型株ファンドがベンチマークをアンダーパフォームした割合は82%で特に高く、10年平均の60%を大幅に上回り、過去10年間で2番目に低調な結果となりました。

**図表 9：2023年にアンダーパフォームしたファンドの割合と10年平均の比較**



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。2023年12月31日現在のデータ。アンダーパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいて計算されており、絶対リターンを比較しています。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。

# 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 年以上前に米国で SPIVA 米国スコアカードを最初に発行しました。それ以来、このスコアカードはパッシブ運用とアクティブ運用の議論において高い注目を集める調査となっています。

SPIVA スコアカードにおいて広く引用されている主要数値以外にも豊富なデータセットがあり、これらのデータは測定手法や、ユニバース構成、ファンドの生存などに関連しています。これらのデータセットが議論される機会は少ないものの、実際には非常に興味深い内容となっています。これらのデータセットは、次に列挙する SPIVA スコアカードの基本原則に関するものであり、スコアカードでは定期的にこの情報を提供しています。

- **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可能性があります。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ています。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、ファンドの投資カテゴリーにかかわらず、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、同一のファンド・カテゴリーのベンチマークを使ってファンドのリターンを測定することにより、適切な比較を行っています。
- **資産加重リターン**：ファンド・グループの平均リターンは、均等加重方式だけを用いて計算される場合が多いため、100 億円のファンドのリターンも 1,000 万円のファンドのリターンと同じ様に平均値に影響することになります。各ファンドのリターンを純資産で加重

し、加重平均リターンを計算することにより、特定の期間において市場参加者がどのような成績を残したかを正確に表すことができます。SPIVA スコアカードでは、均等加重平均と資産加重平均の両方が示されています。

- **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、及びインバース・ファンド、並びにその他の指数連動商品は除外されています。

# レポート

## レポート 1a：それぞれのベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合（絶対リターン・ベース）

| ファンド・カテゴリー  | 比較する指数                  | 1年 (%) | 3年 (%) | 5年 (%) | 10年 (%) |
|-------------|-------------------------|--------|--------|--------|---------|
| 日本の大型株ファンド  | S&P/TOPIX 150 指数        | 82.26  | 77.68  | 86.27  | 85.34   |
| 日本の中小型株ファンド | S&P 日本中小型株指数            | 67.18  | 77.73  | 53.23  | 54.43   |
| 全ての日本株ファンド  | S&P 日本 500 指数           | 78.22  | 79.74  | 78.54  | 77.63   |
| 米国株式ファンド    | S&P 500                 | 66.67  | 81.54  | 90.23  | 93.15   |
| グローバル株式ファンド | S&P グローバル 1200 指数       | 70.86  | 91.58  | 86.96  | 96.75   |
| 国際株式ファンド    | S&P グローバル（日本を除く）1200 指数 | 83.08  | 86.57  | 92.54  | 96.23   |
| 新興国株式ファンド   | S&P 新興国総合指数（BMI）        | 82.35  | 83.33  | 89.02  | 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。2023年12月31日までの期間のデータです。アンダーパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいています。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・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。表は説明目的のために提示されています。

## レポート 1b：それぞれのベンチマークをアンダーパフォームしたファンドの割合（リスク調整後リターン・ベース）

| ファンド・カテゴリー  | 比較する指数                  | 3年 (%) | 5年 (%) | 10年 (%) |
|-------------|-------------------------|--------|--------|---------|
| 日本の大型株ファンド  | S&P/TOPIX 150 指数        | 75.84  | 91.04  | 86.97   |
| 日本の中小型株ファンド | S&P 日本中小型株指数            | 84.36  | 68.16  | 68.99   |
| 全ての日本株ファンド  | S&P 日本 500 指数           | 79.93  | 86.01  | 80.65   |
| 米国株式ファンド    | S&P 500                 | 76.15  | 93.23  | 97.26   |
| グローバル株式ファンド | S&P グローバル 1200 指数       | 83.84  | 92.61  | 95.45   |
| 国際株式ファンド    | S&P グローバル（日本を除く）1200 指数 | 65.67  | 89.55  | 96.23   |
| 新興国株式ファンド   | S&P 新興国総合指数（指数）         | 82.05  | 93.90  | 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。2023年12月31日までの期間のデータです。アンダーパフォーマンスは均等加重ファンド数に基づいています。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。比較する指数のトータル・リターンがプラスであった全ての期間について結果を表示しています。リスク調整後リターンは、測定期間における年率の平均月次リターンを月次リターンの年率標準偏差で割ったものとして計算されています。過去のパフォーマンスは将来の成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：ファンドの生存率

| ファンド・カテゴリー  | 開始時点のファンド数 | 生存率 (%) |
|-------------|------------|---------|
| <b>1年</b>   |            |         |
| 日本の大型株ファンド  | 310        | 93.23   |
| 日本の中小型株ファンド | 195        | 95.38   |
| 全ての日本株ファンド  | 505        | 94.06   |
| 米国株式ファンド    | 123        | 91.87   |
| グローバル株式ファンド | 374        | 97.33   |
| 国際株式ファンド    | 65         | 95.38   |
| 新興国株式ファンド   | 68         | 89.71   |
| <b>3年</b>   |            |         |
| 日本の大型株ファンド  | 327        | 81.35   |
| 日本の中小型株ファンド | 211        | 85.31   |
| 全ての日本株ファンド  | 538        | 82.90   |
| 米国株式ファンド    | 130        | 78.46   |
| グローバル株式ファンド | 297        | 87.54   |
| 国際株式ファンド    | 67         | 83.58   |
| 新興国株式ファンド   | 78         | 70.51   |
| <b>5年</b>   |            |         |
| 日本の大型株ファンド  | 335        | 74.63   |
| 日本の中小型株ファンド | 201        | 82.09   |
| 全ての日本株ファンド  | 536        | 77.43   |
| 米国株式ファンド    | 133        | 69.92   |
| グローバル株式ファンド | 230        | 79.57   |
| 国際株式ファンド    | 67         | 76.12   |
| 新興国株式ファンド   | 82         | 64.63   |
| <b>10年</b>  |            |         |
| 日本の大型株ファンド  | 307        | 59.93   |
| 日本の中小型株ファンド | 158        | 69.62   |
| 全ての日本株ファンド  | 465        | 63.23   |
| 米国株式ファンド    | 73         | 58.90   |
| グローバル株式ファンド | 154        | 53.25   |
| 国際株式ファンド    | 53         | 64.15   |
| 新興国株式ファンド   | 80         | 32.50   |

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。2023年12月31日までの期間のデータです。過去のパフォーマンスは将来の成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 3：ファンドの平均パフォーマンス（均等加重）

| 指数/ファンド・カテゴリー            | 1年 (%) | 3年 (%) | 5年 (%) | 10年 (%) |
|--------------------------|--------|--------|--------|---------|
| S&P/TOPIX 150 指数         | 30.66  | 13.12  | 13.74  | 8.87    |
| 日本の大型株ファンド               | 25.49  | 10.07  | 11.93  | 7.90    |
| S&P 日本中小型株指数             | 21.99  | 9.80   | 9.12   | 7.93    |
| 日本の中小型株ファンド              | 17.71  | 5.42   | 9.62   | 8.92    |
| S&P 日本 500 指数            | 29.10  | 12.32  | 12.72  | 8.69    |
| 全ての日本株ファンド               | 22.44  | 8.27   | 11.06  | 8.24    |
| S&P 500                  | 34.94  | 22.04  | 21.64  | 15.37   |
| 米国株式ファンド                 | 29.98  | 18.93  | 17.39  | 9.89    |
| S&P グローバル 1200 指数        | 32.03  | 19.44  | 18.91  | 12.36   |
| グローバル株式ファンド              | 27.30  | 11.33  | 14.83  | 8.74    |
| S&P グローバル(日本を除く) 1200 指数 | 32.11  | 19.89  | 19.30  | 12.63   |
| 国際株式ファンド                 | 26.17  | 17.08  | 16.23  | 9.46    |
| S&P 新興国総合指数 (BMI)        | 18.46  | 8.02   | 10.43  | 6.89    |
| 新興国株式ファンド                | 15.56  | 4.28   | 7.24   | 3.83    |

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。2023年12月31日までの期間のデータです。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。ファンドは均等加重されていますが、指数はそうではありません。過去のパフォーマンスは将来の成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 4：ファンドの平均パフォーマンス（資産加重）

| 指数/ファンド・カテゴリー             | 1年 (%) | 3年 (%) | 5年 (%) | 10年 (%) |
|---------------------------|--------|--------|--------|---------|
| S&P/TOPIX 150 指数          | 30.66  | 13.12  | 13.74  | 8.87    |
| 日本の大型株ファンド                | 25.76  | 9.28   | 11.77  | 7.72    |
| S&P 日本中小型株指数              | 21.99  | 9.80   | 9.12   | 7.93    |
| 日本の中小型株ファンド               | 18.40  | 5.64   | 9.90   | 7.56    |
| S&P 日本 500 指数             | 29.10  | 12.32  | 12.72  | 8.69    |
| 全ての日本株ファンド                | 23.20  | 7.98   | 11.14  | 7.67    |
| S&P 500                   | 34.94  | 22.04  | 21.64  | 15.37   |
| 米国株式ファンド                  | 43.57  | 16.64  | 19.35  | 10.37   |
| S&P グローバル 1200 指数         | 32.03  | 19.44  | 18.91  | 12.36   |
| グローバル株式ファンド               | 34.56  | 6.40   | 15.01  | 9.08    |
| S&P グローバル (日本を除く) 1200 指数 | 32.11  | 19.89  | 19.30  | 12.63   |
| 国際株式ファンド                  | 28.18  | 15.03  | 16.23  | 9.35    |
| S&P 新興国総合指数 (BMI)         | 18.46  | 8.02   | 10.43  | 6.89    |
| 新興国株式ファンド                 | 17.03  | 3.76   | 9.76   | 4.84    |

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。2023年12月31日までの期間についてのデータです。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成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5：ファンド・パフォーマンスの四分位数の区切り点

| ファンド・カテゴリー  | 第3四分位数 | 第2四分位数 | 第1四分位数 |
|-------------|--------|--------|--------|
| <b>1年</b>   |        |        |        |
| 日本の大型株ファンド  | 22.15  | 25.91  | 29.46  |
| 日本の中小型株ファンド | 10.42  | 18.99  | 26.30  |
| 全ての日本株ファンド  | 18.69  | 24.27  | 28.76  |
| 米国株式ファンド    | 20.23  | 26.92  | 41.29  |
| グローバル株式ファンド | 16.46  | 25.55  | 33.95  |
| 国際株式ファンド    | 21.84  | 27.81  | 30.24  |
| 新興国株式ファンド   | 10.39  | 14.03  | 16.97  |
| <b>3年</b>   |        |        |        |
| 日本の大型株ファンド  | 6.39   | 9.61   | 13.94  |
| 日本の中小型株ファンド | -0.12  | 5.65   | 10.13  |
| 全ての日本株ファンド  | 4.08   | 8.34   | 12.08  |
| 米国株式ファンド    | 14.84  | 17.80  | 21.56  |
| グローバル株式ファンド | 8.10   | 12.91  | 16.11  |
| 国際株式ファンド    | 15.33  | 16.87  | 19.09  |
| 新興国株式ファンド   | -0.69  | 1.84   | 7.56   |
| <b>5年</b>   |        |        |        |
| 日本の大型株ファンド  | 10.60  | 12.01  | 13.30  |
| 日本の中小型株ファンド | 6.98   | 10.03  | 12.10  |
| 全ての日本株ファンド  | 9.54   | 11.47  | 12.93  |
| 米国株式ファンド    | 15.45  | 16.99  | 19.19  |
| グローバル株式ファンド | 13.31  | 15.86  | 18.15  |
| 国際株式ファンド    | 14.67  | 16.28  | 18.28  |
| 新興国株式ファンド   | 5.02   | 7.45   | 9.23   |
| <b>10年</b>  |        |        |        |
| 日本の大型株ファンド  | 7.07   | 7.92   | 8.80   |
| 日本の中小型株ファンド | 7.49   | 8.62   | 10.67  |
| 全ての日本株ファンド  | 7.17   | 8.14   | 9.12   |
| 米国株式ファンド    | 8.60   | 10.64  | 11.96  |
| グローバル株式ファンド | 7.39   | 8.72   | 10.43  |
| 国際株式ファンド    | 7.92   | 9.94   | 11.09  |
| 新興国株式ファンド   | 3.93   | 4.51   | 5.28   |

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。2023年12月31日までの期間のデータです。指数のパフォーマンスは日本円のトータル・リターンに基づいています。1年以上の期間のリターンは年率換算されています。過去のパフォーマンスは将来の成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。



# 付属資料 A：SPIVA メソッドロジー

## 指数をアンダーパフォームしたファンドの割合

生存バイアスを補正するため、調査対象期間の期初におけるファンドの数を分母とします。生存しているファンドの中で、指数をアウトパフォームしたファンドの数をカウントします。これにより、指数がアウトパフォームしたファンドの割合を決定します。

## 生存率 (%)

生存率は、調査対象期間の期初に存在しているファンドの中で、期末時点でも運用を継続しているファンドの割合を表します。

## 均等加重ファンドのパフォーマンス

特定のスタイル・カテゴリーにおける均等加重のリターンは、特定の月におけるカテゴリー内の全てのアクティブ運用ファンドの単純平均リターンを計算することで求められます。

## 資産加重ファンドのパフォーマンス

特定のスタイル・カテゴリーにおける資産加重のリターンは、特定の月におけるカテゴリー内の全てのアクティブ運用ファンドの加重平均リターンを計算することで求められます。各ファンドのリターンは純資産の合計により加重されます。資産加重リターンは、特定のスタイル・カテゴリーに投資された総金額のリターンをより正確に反映するため、ファンドのカテゴリー・パフォーマンスを示す指標としてより適切であると考えられます。

## 四分位数の区切り点

一連のデータにおける第  $p$  パーセンタイル値は、そのデータの  $p\%$ 以上の値であると同時に、そのデータの  $(100-p)\%$ 以下の値となります。言い換えれば、その値とは、その値の  $p\%$ より小さい部分と、その値の  $(100-p)\%$ より大きい部分の2つの部分にそのデータを分ける値となります。第1四分位数は第75パーセンタイル値であり、母集団の構成要素を下位の75%と上位の25%に分ける値となります。第2四分位数は第50パーセンタイル値であり、第3四分位数は第25パーセンタイル値となります。

す。特定の期間におけるファンドのカテゴリ四分位数を決定する上で、ファンドの最大シェア・クラスのリターンから報酬（販売手数料を除く）を控除したデータが利用されています

## 生存バイアス

調査対象期間中に清算されるファンドや、他のファンドと統合されるファンドは数多くあります。通常、ファンドのパフォーマンスが長期にわたり低迷した場合に、こうした状況が起こります。したがって、運用が継続されているファンドのデータのみを利用して、指数のリターンとファンドのリターンを比較した場合、ファンド・カテゴリが有利となり、公正な比較とはなりません。したがって、このレポートでは、こうしたバイアスを排除するために、(a) アウトパフォーマンスの計算の分母として、期初における特定のカテゴリ内の全てのファンドから構成される全体の投資機会セットを利用し、(b) 各カテゴリ内で生存率を明確に示し、(c) 期初において存在する全ファンドに基づき、各カテゴリのピアグループの平均リターン・シリーズを構築します。

## 報酬

ファンドのリターンは、報酬（販売手数料を除く）を控除した後のものとなります。 **Indices**

ベンチマーク指数は投資ビークルを提供し、これを基準にファンドのパフォーマンスを測ることが可能となります。

### S&P/TOPIX 150 指数

S&P/TOPIX 150 指数は、日本の大型株ユニバースのパフォーマンスに連動するように設計されています。この指数は、極めて流動性の高い 150 銘柄から構成されており、日本市場の世界産業分類基準（GICS®）の各セクターにおける大手優良企業が組入対象銘柄となっています。

### S&P 日本中小型株指数

S&P 日本中小型株指数は、S&P 日本中型株指数と S&P 日本小型株指数を組み合わせたものであり、日本の浮動株調整後時価総額において低いものから順に 30%までの銘柄で構成されています。この指数は、S&P 日本総合指数 (BMI) のサブセットであり、日本の株式市場のパフォーマンスを測定する包括的かつルールに基づいた指数です。

## S&P 日本 500 指数

S&P 日本 500 指数は、日本市場のパフォーマンスに連動するように設計されています。指数構成銘柄は、東京、大阪、または JASDAQ の証券取引所に上場している適格企業から選出されます。データは、東洋経済新報社の包括的データベースに基づいています。構成銘柄は、日本の株式市場における大型株、中型株、小型株をカバーしています。

## S&P 500

S&P 500 は米国市場の代表的な株価指数です。この指数は時価総額加重方式を用いて算出され、米国経済の主要業種における 500 社から構成されており、米国株式市場の時価総額の 80% をカバーしています。

## S&P グローバル 1200 指数

S&P グローバル 1200 指数は世界の株式時価総額の約 70% をカバーしており、7 つの主要株価指数で構成され、各指数はそれぞれの地域で代表的な指数として受け入れられています。7 つの指数とは、[S&P 500](#) (米国)、[S&P 欧州 350<sup>®</sup>指数](#) (欧州)、[S&P/TOPIX 150 指数](#) (日本)、[S&P/TSX 60 指数](#) (カナダ)、[S&P/ASX オール・オーストラリアン 50 指数](#) (オーストラリア)、[S&P アジア 50 指数](#) (日本を除くアジア)、[S&P ラテンアメリカ 40 指数](#) (ラテンアメリカ) となります。

## S&P グローバル (日本を除く) 1200 指数

S&P グローバル (日本を除く) 1200 指数は 6 つの主要株価指数で構成されており、その多くはそれぞれの地域で代表的な指数として受け入れられています。6 つの指数とは、[S&P 500](#) (米国)、[S&P 欧州 350 指数](#) (欧州)、[S&P/TSX 60 指数](#) (カナダ)、[S&P/ASX オール・オーストラリアン 50 指数](#) (オーストラリア)、[S&P アジア 50 指数](#) (日本を除くアジア)、[S&P ラテンアメリカ 40 指数](#) (ラテンアメリカ) となります。

## S&P 新興国総合指数 (BMI)

S&P 新興国総合指数 (BMI) は、[S&P グローバル総合指数 \(BMI\)](#) の中で新興国市場に本拠地を置く全ての企業をカバーしています。ただし、浮動株調整後時価総額が 1 億ドル以上で、年間取引高が 5,000 万ドル以上の銘柄が組入対象となります。

# 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, Select Sector, S&P MAESTRO, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR, INDEXOLOGY, iTraxx, iBoxx, ABX, ADBI, CDX, CMBX, MBX, MCDX, PRIMEX, HHPI and SOVX are 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. S&P Dow Jones Indices LLC is not an investment advisor, and 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.

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.

TOPIX is a trademark of Tokyo Stock Exchange and has been licensed for use by S&P Dow Jones Indices.