



インデックス運用の弱点を知る

ESG投資の流れはインデックス運用の領域にも広がりを見せています。そうしたなか、インデックスおよびインデックス運用にまつわる基本的な事柄への理解を深めておくことは有益でしょう。ここでは、一般的にはあまり強調されることのないインデックス運用の弱点にも焦点を当てていきます。

インデックスとは？

「インデックス」とは市場動向を示す指数のことで、日本の株式市場の動向を示すインデックスであればTOPIXや日経平均株価などが挙げられます(図表1)。インデックスの対象は株式市場に限らず、債券や商品の市場動向を示すインデックスもあります。インデックスを作成・算出・公表する主体を「インデックスプロバイダー」と言い、主なインデックスプロバイダーとして、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス、MSCI、FTSE Russell、ブルームバーグなどが挙げられます。

インデックスの種類は多岐にわたり、市場全体を対象とするものだけでなく、インデックスプロバイダーはそれぞれが独自に定めた判断基準に基づいて市場の一部(特定の業種、特定の時価総額順位帯、特定のテーマ、など)を対象としたインデックスも作成しています。

近年は、ESG投資への関心の高まりを背景に、ESG評価が高い(とインデックスプロバイダーが判断した)銘柄を組入れたテーマ型のインデックスも相次いで発表されています。

インデックスの算出方法にはいくつかありますが、「時価総額加重平均型」(時価総額が大きい銘柄のインデックスへの影響度が大きい)が主流です。一般によく知られる日経平均株価やダウ工業株30種平均は「株価平均型」(株価水準の高い「値がさ株」のインデックスへの影響度が大きい)を採用しています。

ちなみに、ブラジルのボベスパ指数は「出来高加重平均型・配当込み」という独特の方法で算出されています。ボベスパ指数のように配当収入(債券の場合はクーポン収入)を含むトータル・リターンを考慮したインデックスを「トータル・リターン指数」と言います。我々が日常的に目にするTOPIXや日経平均株価は純粋な価格推移を示す「価格指数」ですが、TOPIXや日経平均株価にもトータル・リターン指数があります。

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものではありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の保護の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。

図表1: 各国・地域の株式市場の動向を示す主なインデックス

対象国 対象地域	インデックス 名称	構成 銘柄数	時価総額 (兆円)	売買代金 (億円)
世界	MSCI ACWI	2,986	9,831.6	252,375
先進国	MSCI世界株価指数	1,562	7,133.6	135,535
新興国	MSCI新興国株価指数	1,424	2,697.9	116,840
日本	TOPIX	2,187	726.3	26,191
日本	日経平均株価	225	438.7	15,411
日本	マザーズ指数	355	9.4	1,281
米国	ダウ工業株30種平均	30	1,119.0	12,936
米国	S&P500種指数	505	4,085.8	71,797
米国	ナスダック総合指数	3,293	2,545.5	60,574
米国	Russell2000指数	2,033	384.6	12,477
カナダ	S&P/トント総合指数	229	284.0	7,898
メキシコ	S&P/BMV IPC指数	34	34.5	392
ブラジル	ボベスパ指数	84	93.7	5,192
欧州	STOXX欧州600指数	600	1,671.0	29,532
英国	FTSE100指数	102	316.4	4,722
ドイツ	DAX指数	30	186.7	4,377
フランス	CAC40指数	40	289.9	4,011
スペイン	IBEX35指数	35	82.0	1,701
イタリア	FTSE MIB指数	40	80.7	2,669
スイス	SMI指数	20	170.0	3,053
ロシア	MOEX指数	44	86.2	1,463
トルコ	イスタンブール100種指数	100	13.0	2,020
中国	上海総合指数	1,567	765.8	62,865
中国	深セン総合指数	2,470	617.9	85,955
中国	ハンセン中国企業株指数	50	367.2	8,756
香港	ハンセン指数	58	406.4	8,818
台湾	加権指数	923	204.0	18,083
韓国	韓国総合株価指数	802	212.2	15,333
インド	S&P BSEセンセックス指数	30	150.5	159
シンガポール	STI指数	30	43.5	840
マレーシア	FTSEブルサ・マレーシアKLCI指数	30	27.2	238
タイ	SET指数	621	65.3	3,202
インドネシア	ジャカルタ総合指数	723	54.8	766
フィリピン	フィリピン総合指数	30	19.9	108
ベトナム	VN指数	386	23.8	1,075

注1: 構成銘柄数および時価総額は2021年6月9日時点

注2: 売買代金は2021年6月9日を含む過去20営業日の平均

注3: MSCI指数(世界/先進国/新興国)およびボベスパ指数はトータル・リターンベース

※当資料内で使用するMSCI指数は、MSCIが開発した指数です。同指数に対する著作権、知的所有権その他一切の権利はMSCIに帰属します。またMSCIは、同指数の内容を変更する権利および公表を停止する権利を有しています。

出所: ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

マーケットの見方 ESG投資編(7) <インデックス運用の弱点を知る>

インデックス運用とは?

資産運用の方法には大きく分けて、「パッシブ(受動的な)運用」と「アクティブ(能動的な)運用」があります。パッシブ運用はその名の通り「受動的に」運用するもので、代表的な運用方法に「インデックス運用」があります。インデックス運用では、特定のインデックスをベンチマークとして同様の構成銘柄・構成比でポートフォリオを組成し、インデックスに連動する運用パフォーマンスを目指します。

なお、インデックスは運用パフォーマンス測定のベンチマークとなります。アクティブ運用ではインデックスとの比較でどれだけ超過収益(アクティブリターン)を上げることができたか、インデックス運用ではインデックスのパフォーマンスとのかい離をどれだけ抑えることができたか、が計測されます。

認識しておくべきインデックス運用の弱点-1

一般的にはコストの低さを理由にインデックス運用のアクティブ運用に対する優位性が強調されるケースが多いように見受けられますが、インデックス運用にも弱点はあります。実際の投資においては、それも踏まえたうえで、双方を有効活用するのがよいでしょう。

投資家がインデックス運用商品に投資することによる利点(図表2)としては、①アクティブ運用商品と比較して一般にコストが低いこと、②銘柄選択などの手間がかからないこと、③分散投資が可能なこと、などが挙げられます。しかし、②と③に関してはアクティブ運用商品に投資した場合も同様です。①のコストに関しては、確かにアクティブ運用商品に対してインデックス運用商品の方が優位なケースが多いものの、そのコストの対価として得られるリターンを事前に正しく予見することはできません。過去にはインデックス運用商品のリターンがアクティブ運用商品のリターンに勝るケースが多かったことが事実だとしても、それが今後もインデックス運用商品のリターンがアクティブ運用商品のリターンに勝ち続ける保証になるわけではない点には留意が必要でしょう。

一方、インデックス運用商品の弱点(図表2)としては、①アクティブ運用商品と比較して低いとはいえコストがかかること、②定期的に行われる「リバランス(構成銘柄や構成比の見直し)」の際に先回りして対象となるであろう銘柄の売買が行われ、価格が上がったところでの買付や価格が下がったところでの売却を余儀なくされ、投資家が不利益を被ることがあること(インデックス運用商品に固有)、③時価総額が大きかったり、流動性が潤沢であれば投資家が個別には投資したくないと考える銘柄であってもインデックスに組入れられ投資することになってしまうこと、などがあります。ちなみに、後段の事例のように、リバランス対象銘柄は、事前公表がなかったとしても、相応の確度で予見可能なケースがあります。

図表2:インデックス運用商品の利点と弱点

利点

- ・ 低コスト
(アクティブ運用商品に対して優位なケースが多い)
- ・ 手間がかからない
(アクティブ運用商品に投資する場合も同様)
- ・ 分散投資が可能
(アクティブ運用商品に投資する場合も同様)

弱点

- ・ アクティブ運用商品と比較して低いとはいえコストがかかる
(アクティブ運用商品のパフォーマンスはコストを賄うだけのアクティブリターンを上げられずインデックスに劣後する可能性があるが、インデックス運用商品はコストの分だけ確実にインデックスに劣後する)
- ・ リバランスの際に対象となるであろう銘柄が先回りして売買されること
によって投資家が不利益を被る可能性がある
(インデックス運用商品に固有)
- ・ 時価総額が大きかったり、流動性が潤沢であれば投資家が個別には投資したくないと考える銘柄であってもインデックスに組入れられ投資することになってしまう
- ・ 債券や新興国資産のインデックスにおいて、実際に投資することが困難な銘柄が組入れられているケースではインデックスの運用パフォーマンスを再現することが難しい

マーケットの見方 ESG投資編(7) <インデックス運用の弱点を知る>

認識しておくべきインデックス運用の弱点-2

ここでは、先ほどインデックス運用の弱点として挙げた3つの点についてもう少し詳しく見ていきましょう。まずは、コストの問題です。例えば、日経平均株価と日経平均株価に連動する投資信託の運用パフォーマンスを比べるとどのような差が生じるでしょうか。実は、図表3に示した通り、投資信託には購入時・保有期間中・解約時に諸々の費用がかかります。そのため、日経平均株価に連動する投資信託の運用パフォーマンスは、日経平均株価のパフォーマンスに対してこれらのコストの分だけ確実に劣後することになります。

次に、リバランスの際に先回りして売買されることによって投資家が不利益を被る可能性があるという点についてです。直近の事例として、S&P Global Clean Energy Indexがリバランスを実施した際のケースをご紹介します。

2021年4月2日、同インデックスのプロバイダーであるS&P ダウ・ジョーンズ・インデックスは、構成銘柄数をそれまでの30から81へと拡充することを発表しました。このケースでは、同インデックスをベンチマークとする金融商品(ETFが3本存在)において、新規組入銘柄の購入資金を確保するために既存銘柄の一部を売却する必要が生じることが容易に想像されます。実際のリバランスは2021年4月19日であり、リバランスを投資機会ととらえる市場参加者はこの間にETFに先回りしてリバランスの対象となるであろう銘柄を売買することが可能でした(ETFはインデックスとのパフォーマンスの連動性を保つため、このような先回りはできない)。図表4はリバランス前後の構成比上位30銘柄のリストで、やはり、元々組入れられていた銘柄の構成比は低下したケースが大半であることが確認できます。構成比の低下が予見される銘柄については先回りして売られればETFは下がったところで売ることになり、新規組入れが期待される銘柄についても先回りして買われればETFは上がったところで買うことになるため、どの銘柄でどの程度、と言うことは困難ですが、リバランスの前で同インデックスをベンチマークとするETFの投資家が一定の不利益を被った可能性は否定できないでしょう。

インデックスのもう一つの問題として、市場全体を対象とするインデックスにおいてはもちろんのこと、例えば、ESGの観点からは避けられるような事業を手がける銘柄も時価総額が大きかったり、流動性が潤沢であれば自動的に組入れられてしまうことが挙げられます。この点に関して、ピクテではインデックスプロバイダーの責任も重要と考えており、2018年8月にSwiss Sustainable Financeと共同で、主要インデックスプロバイダーに対し武器製造に関わる企業を主要インデックスから除外するよう求める公開状を発表しました。ピクテでは、こうしたインデックスプロバイダーへの働きかけなどを通じて、ESG投資をより一般的なものにしていきたいと考えています。

図表3: 投資信託の主な費用

費用名	概要
購入時手数料	購入時に販売会社に支払う費用
運用管理費用(信託報酬)	投資信託の時価に応じて日々支払う費用
監査報酬	投資信託の決算時の監査にかかる費用
売買委託手数料	株式などを売買する際に発生する費用
その他	債券や為替の取引に伴う費用
信託財産留保額	投資信託を購入/解約する際に徴収される費用

※信託財産留保額は、投資信託によっては、解約時のみ徴収されるケースや購入/解約時ともに徴収されないケースもあります。

図表4: S&P Global Clean Energy IndexをベンチマークとするETFにおける構成比上位30銘柄の推移

グレー :リバランス後に組入れ比率が低下した銘柄
 ブルー :リバランス後に組入れ比率が上昇した銘柄
 赤字 :リバランス後に新たに組入れられた銘柄

2021/3/31時点		2021/4/30時点	
銘柄	構成比	銘柄	構成比
PLUG POWER	7.5%	VESTAS WIND SYSTEMS	8.6%
ENPHASE ENERGY	5.8%	ORSTED	6.1%
SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	5.1%	ENPHASE ENERGY	5.1%
VERBUND	4.9%	XCEL ENERGY	4.5%
VESTAS WIND SYSTEMS	4.5%	IBERDROLA	4.4%
FIRST SOLAR	4.2%	NEXTERA ENERGY	4.3%
DAQO NEW ENERGY ADR REPRESENTING	4.2%	ENEL	4.2%
ORSTED	4.2%	PLUG POWER	4.1%
MERIDIAN ENERGY	4.1%	SOLAREDGE TECHNOLOGIES	3.8%
EDP RENOVAVEIS	3.9%	SSE	3.0%
CONTACT ENERGY	3.8%	EDP ENERGIAS DE PORTUGAL	2.8%
ORMAT TECHNOLOGIES	3.8%	PG&E	2.4%
XINYI SOLAR HOLDINGS	3.7%	SIEMENS GAMESA RENEWABLE ENERGY	2.3%
SCATEC SOLAR	3.6%	SUNRUN	2.2%
SOLAREDGE TECHNOLOGIES	3.6%	XINYI SOLAR HOLDINGS	2.0%
BORALEX CLASS A	3.2%	SIEMENS ENERGY	1.9%
SUNRUN	3.0%	FIRST SOLAR	1.8%
ATLANTICA SUSTAINABLE INFRASTRUCTURE	2.6%	BALLARD POWER SYSTEMS	1.5%
CANADIAN SOLAR	2.6%	EDP RENOVAVEIS	1.5%
INNERGEX RENEWABLE ENERGY	2.6%	ALGONQUIN POWER & UTILITIES CORP.	1.4%
SUNNOVA ENERGY INTERNATIONAL	2.4%	NORTHLAND POWER	1.3%
COMPANHIA ENERGETICA DE MINAS GERAIS	2.4%	CHINA LONGYUAN POWER GROUP CORP.	1.3%
ENCAVIS	2.2%	VERBUND	1.3%
DOOSAN FUEL CELL	2.1%	DAQO NEW ENERGY ADR REPRESENTING	1.1%
SOLARIA ENERGIA Y MEDIO AMBIENTE	1.9%	IDACORP	1.1%
NEOEN	1.8%	BROOKFIELD RENEWABLE S/V	0.9%
RENEWABLE ENERGY GROUP	1.6%	ORMAT TECHNOLOGIES	0.9%
COMPANHIA PARANAENSE DE ENERGIA	1.5%	SCATEC SOLAR	0.9%
POWERCELL SWEDEN	1.4%	BLOOM ENERGY CORP. CLASS A	0.9%
ENLIGHT RENEWABLE ENERGY	0.5%	FUELCELL ENERGY	0.9%

出所: iShares Global Clean Energy ETFのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成