

2.19 要因分析

運用の方針結果を重ね合わせて分析する

アクティブ運用のファンドのパフォーマンスを詳細に分析するときには要因分析が用いられます。ベンチマークに対しての超過収益を、資産配分要因、銘柄選択要因として分解します。ファンドの運用方針を重ね合わせると、運用結果が運用方針を実現したものになっているかを検証できます。

2.19.1 要因分析とは

アクティブファンドの良し悪しを測る方法の一つに要因分析があります。要因分析とは、ファンドのパフォーマンス（騰落率）がどのような要因によってもたらされたのかを示すものです。これは企業が決算発表などで開示する、業績（利益）の増減の要因分析に似ています。企業の業績分析では、売上が増加した、宣伝広告費の圧縮を図った、等々の理由が積み上げられます。その結果、投資家は、当期の純利益がどのような理由で、どの程度増減したのかを知ることができます。

ファンドにおいても同じことが行われています。それが要因分析というものです。ファンドの基準価額の増減（パフォーマンス）の変動の理由を、原因にまでさかのぼって分析するというものです。

2.19.2 資産配分要因と銘柄選択要因

数値を使った例で見てみましょう。ここでは、ファンドのパフォーマンスの基準となるベンチマークのリターンが4.0%となっています。よりイメージを具体化させるために、このファンドは、日本株式に投資するファンドで、TOPIXをベンチマークに採用していると考えましょう。そう

考えると、4.0%はTOPIXのリターンになります。

資産配分要因は、業種ごとの投資比率の調整によってもたらされた超過収益（リターンの上乗せ分）を表しています。例えば、ファンドマネージャーが、輸送用機器は見通しがよくないのでTOPIXより低い割合で保有し、その代わりに、小売業はTOPIXより高い割合で保有しようという判断をしたとします。その考えどおりに市場が動くと、資産配分要因はプラスになり、そうでなければ資産配分要因はマイナスになります。

銘柄選択要因とは、個別銘柄からもたらされるリターンです。例えば、このファンドがHONDAの株式を、TOPIXの割合より多く保有したとしましょう。輸送用機器の銘柄の平均よりHONDA株の上昇率が高いと銘柄選択要因はプラスになります。その逆の場合は、銘柄選択要因はマイナスになります。

表 2.3 要因分析の例

a. ベンチマーク	4.0%
b. 資産配分要因	-0.9%
c. 銘柄選択要因	1.0%
d. 手数料控除前リターン (a+b+c)	4.1%
e. 手数料	-1.0%
f. 手数料控除後リターン	3.1%

手数料はファンドの運用能力と切り離して考えるとよいでしょう。ファンドの運用能力そのものは、「d. 手数料控除前リターン」と「a. ベンチマーク」の差と考えます。そして、どの程度のコストでファンドを管理できるかという、ファンドの管理能力までも含めた全体のパフォーマンスを測るときは、「f. 手数料控除後リターン」と「a. ベンチマーク」の差と考えればよいでしょう。ちなみに、基準価額の騰落率は、「f. 手数料控除後リターン」です。