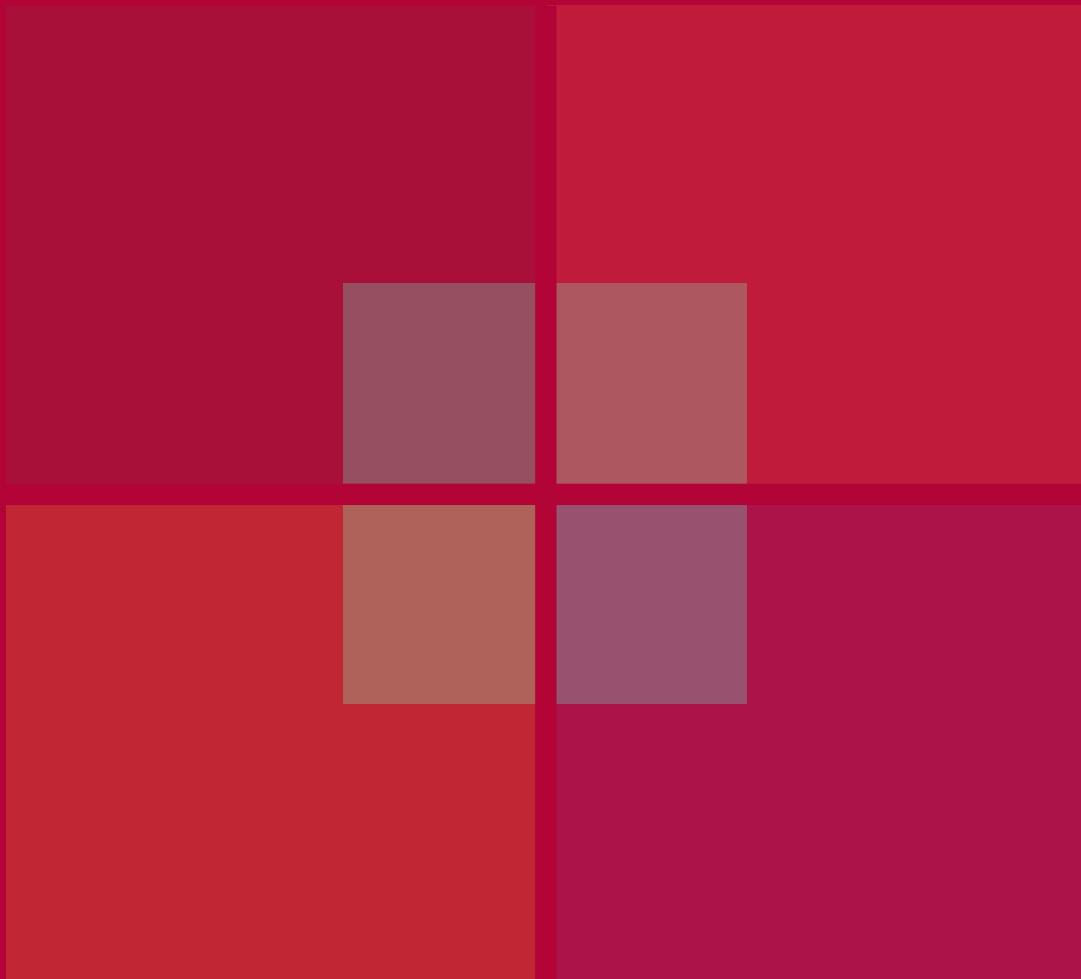


Vanguard®

日本の投資家の皆さまが
成功する投資家になるための
バンガードの4つの基本原則



成功を収めている多くの投資運用会社には、核となる投資哲学が存在し、バンガードも例外ではありません。バンガードは、自社運用や外部委託のファンドを通じて、さまざまな投資戦略をご提供していますが、投資方針には一貫して流れる重要なテーマがあります。それは——
「投資家の皆さまがコントロールできることに注力してください」ということです。

ところが実際には、あまりにも多くの人々がマーケットや経済、運用会社ランキング、個々の株式や運用戦略のパフォーマンスといった、本来コントロールすることのできない要素に目を向けています。投資で成功するための、最良の機会をもたらず基本原則が見過ごされているのです。

この基本原則は、創業以来、バンガードの根幹を成すものです。過去、そして未来のバンガードを表わす企業文化として深く根付いています。バンガードが投資家の皆さまの意思決定をお手伝いする上での針路となる、いわば不朽の原則です。

リスクについての注記：すべての投資にはリスクが伴い、投資元金を割り込む可能性があります。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。特定の資産配分またはファンド・ミックスは、投資家の投資目的の達成や、一定の運用収益の提供を保証するものではなく、また、分散投資は、利益の保証や損失を予防するものではありません。債券ファンドは、発行体による期日通りの支払いが不能となる債務不履行リスク、および金利の上昇や発行体の支払能力に対する否定的な見方により債券価格が下落するリスクを伴います。ハイ・イールド債は通常、信用力が中位から低位の範囲にあり、そのため信用力の高い債券に比べ、信用リスクの水準が高くなります。地方債ファンドからの収入は連邦税が免除されていますが、ファンドの売買や持分の償還を通して実現したキャピタル・ゲインに課税されることがあります。一部の投資家にとっては、ファンド収入の一部が州税、地方税または相当する最低課税の課税対象となります。海外企業が発行した株式や債券投資は、カントリー・リスク、地域リスク、通貨リスクなどのリスクを伴い、これらのリスクは特に新興国市場で高くなります。中小型株は大型株よりも株価の変動性が高くなります。比較的狭い市場セクターを対象とするファンドは、高い株価変動リスクを伴います。インデックスに直接投資することはできないため、インデックスはある特定の投資のパフォーマンスを正確に表すものではありません。

目 標

明確で適切な投資目標の設定 2

バランス

幅広く分散しているファンドに投資し、適切な資産配分を 7

コ ス ト

コストの最小化 15

規 律

規律ある長期的な視点を 20

目標

明確で適切な投資目標の設定

投資目標は、目標が適切で、達成可能でなければいけません。投資のリターンを過度に高く見積もったり、実践が難しい貯蓄や投資計画に基づくものであってはいけません。

実行可能な投資目標を明確に設定すれば、投資家の皆さまが間違った方向に進むことを未然に防ぐことができます。

- ご自身がどのくらいのリスクを取ることができるかを認識してください。
- 具体的で達成可能な投資額と、ポートフォリオを見直す時期や頻度を決めてください。
- リターンを追いかけると、良い結果をもたらさない可能性があります。このような運用方法は、目標達成のための明確な根拠がなく、投資家を惑わす不適切な投資戦略であると考えます。
- 投資計画をたてずに投資をすると、ファンドの格付けといった一時的な要因を基に、ポートフォリオを組む恐れがあります。——「高値づかみ・安値売り」といった非効率な投資に陥る可能性が高まります。

目標と前提条件を明確にする

適切な投資計画（機関投資家の場合は運用ガイドライン）というのは、投資家の投資目的及び、重要な前提条件や制約について、ポイントをまとめることから始まります。投資計画はそれぞれの投資家に適したものである必要があるため、単に他人の戦略をまねるのではなく、ご自身の状況にあてはめて考えることが重要です。多くの投資家は長期的な視点に基づき投資を行う必要がありますので、投資計画はマーケット環境の変化や、不測の事態に柔軟に対応できるように設計しておく必要があります。投資家の方が複数の投資目的を持っている場合（例：退職後の生活費と子供の学費など）、それぞれの目的を考慮する必要があります。また、一度決めた投資計画は、定期的にその計画内容を見直すことも大切です。

図1 基本的な投資計画例

目的	退職後の生活のためと、インフレに備えるために1億円を貯める
	マーケットのボラティリティ（価格変動）や損失に対しては中程度のリスクにまで耐えられる：非伝統的リスクに対して許容度無し ¹
前提条件や制約	投資期間30年
	手取り月収40万円、毎月の生活費30万円
貯蓄や拠出額の目標	年間拠出可能額50万円
	毎年5万円ずつ拠出額を引き上げる
資産配分の目標	株式に70%、債券に30%
	適宜、外貨建て国際分散型ファンドに配分
補完する資産クラスのエクスポージャー	資産クラス内での時価総額に応じる
パッシブかアクティブか	インデックスファンドとETFを使ったパッシブ投資によるアプローチ
リバランスの方法	年1回リバランス
確認方法	貯蓄目標、期待リターン、長期目標に照らして、最新の資産総額を定期的に確認
	必要に応じて調整

この例は完全な仮想に基づいています。現実の投資家を表したものではなく、投資指針とみなすべきものでもありません。実際に投資家が置かれている状況に応じて、このような投資計画または投資の基本方針を拡大または統合する場合があります。例えば、フィナンシャル・アドバイザーや金融機関の多くは、投資戦略の概要をまとめること（例えば、タクティカル資産配分を採用すべきか、アクティブ運用ファンドまたはパッシブ運用ファンドを使うべきか、などを特定すること）に価値を置くことがあります。

出所：バンガード

¹ リスクには、伝統的な定義（ボラティリティ（変動）、損失、不足）や非伝統的な定義（流動性、運用会社、レバレッジ）を含め、多くの定義がありますが、通常投資の専門家がリスクといった場合には、ある一定の資産または戦略に特有のボラティリティのことを指します。その他金融業界で使用されるリスク指標の詳細については、アンブロシオ（2007）をご参照ください。

多くの方にとって、投資目標は退職後の生活資金や資産形成、さらに年金の積み立てや大学の学費などが主で、投資家ごとの違いはさほどありません。一方で、投資にかかる条件や制約は、それぞれの投資家の状況によって単純にも複雑にもなり得ます。投資目標を達成する上で最初に確認すべき項目は、マーケットリスクにどのくらい耐えられるかということです。大切なことは、リスクと将来のリターンは相関しており、より大きなリターンを望む場合は、より大きなマーケットリスクをとらなくてはならないということを経験することです。

多くの場合、投資期間もまた大きな前提条件となります。その他の投資の条件や制約として、税金や換金性、法的な問題、何らかの固有の要因（例えば、特定の投資先・投資商品を完全に避けたいという場合）などが挙げられます。投資の制約は時間の経過とともに変わることがあるため、注意しておく必要があります。

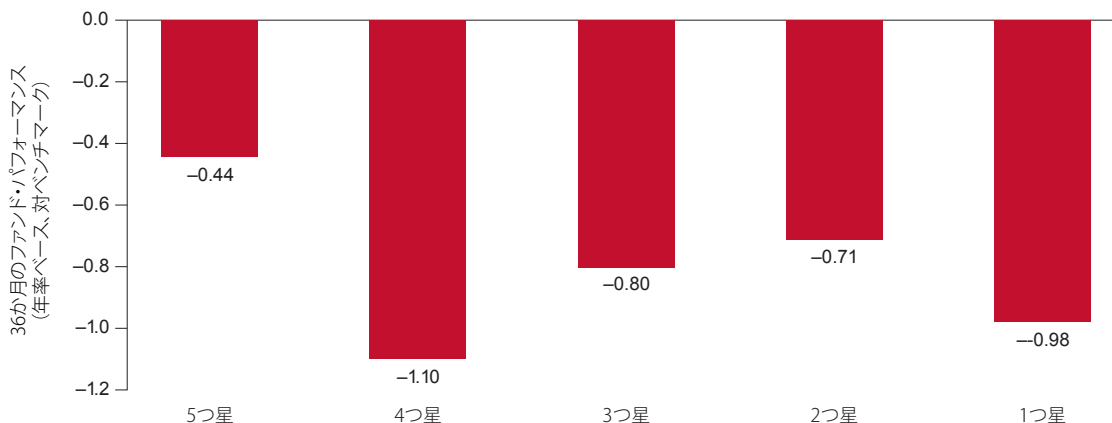
投資計画を持たないことの危険性

投資計画がないと、個々の投資対象の断片的な情報だけに注目して、ポートフォリオを構築しがちになります（ボトムアップの考え方）。このようなボトムアップのプロセスは単なる「ファンド集め」になり、個々の投資商品を評価することに没頭してしまいます。その商品が魅力的に見えると、それが自身のアセットアロケーション全体のどこに、どのようにはまるのかを深く考えることなく投資してしまうのです。過去のパフォーマンスが、将来のリターンをもたらすというのは単なる期待です。図2は、投資計画がないことのリスクと過去のパフォーマンスは将来にとって信頼のおける指針ではないことを示しています。例えば、5つ星ファンドはより星の少ないファンドをアウトパフォームしましたが、4つ星のファンドではそうはならず、1つ星、2つ星、3つ星のファンドのパフォーマンスを下回りました。同様に、2つ星ファンドは3つ星ファンドのパフォーマンスを上回りました。異なる投資期間や異なる市場においては、過去のパフォーマンスと将来のパフォーマンスの間に関連性がないことが、より顕著に現れる可能性があります。例えば、2014年の米国のミューチュアル・ファンドの分析では、5つ星を獲得したファンドが、その後、1つ星のライバルファンドのパフォーマンスを下回ったことが判明しました（2014年、バンガード調べ）。

投資家は個人投資家であれ、機関投資家であれ幅広い株式市場のパフォーマンスを見て投資判断を行います。上昇相場の際は株式に多く投資を行い、下落相場になると株式から資金を引き揚げます。このような“高く買って、安く売る”投資行動は、投資信託への資金流入データを見ると理性よりも一恐れや欲といった感情に支配されていることを証明しています。図3を見れば、投資家が市場の成り行きに任せてポートフォリオを漂わせているだけでなく、直近の株式市場のパフォーマンスを追いかけ、資金を株式市場に投じたり、株式市場から引き出したりする傾向があることが分かります。ポートフォリオのリバランスの失敗と相まって、こうしたキャッシュフローのパターンが結局、高値掴みの安値売りという結果に繋がりました。

図2 過去のパフォーマンスは将来にとって信頼のおける指針ではない

モーニングスター・レーティング発表後36か月間のスタイル・ベンチマークに対するファンドの平均パフォーマンス



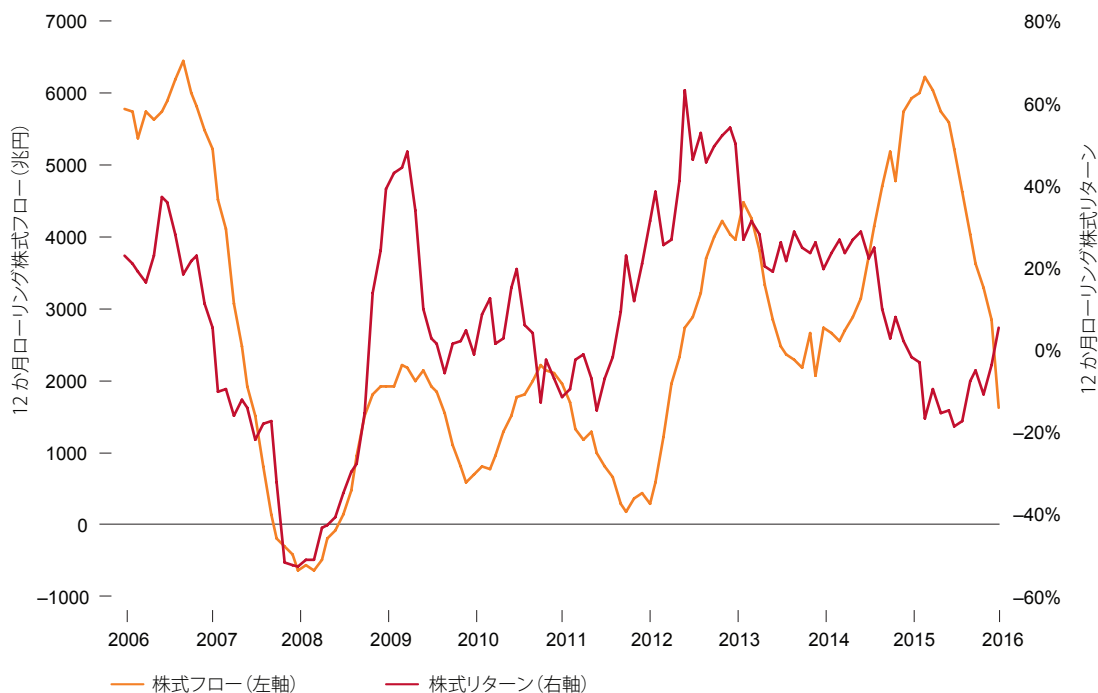
注記:モーニングスター・レーティングはファンドのリターンやリスク、解約手数料調整等を一つの評価にまとめたもので、所定期間(3年、5年、10年)ごとにリスク調整済リターンの正規分布曲線を作成して決定されます。スコアがその区分の上位10%は5つ星、それに続く22.5%は4つ星、35%は3つ星、22.5%は2つ星、残りの10%は1つ星に格付けされます。総合レーティングは3年・5年・10年の各レーティングを加重平均して算出されます。

スタイル・ベンチマークに対するファンドの平均パフォーマンスについては、まず各ファンドをその規模とスタイル(成長率か価値か)に応じて代表的なベンチマークに割り当てた後、2007年1月からの36か月間におけるパフォーマンスをそのスタイル・ベンチマークのパフォーマンスと対比して算出しました。ファンドは星数ごとに分類し、その次の36か月間におけるスタイル・ベンチマークに対する相対リターン平均も算出しました。データは2016年12月までで、日本人投資家が投資できる株式ファンドを含みます。

出所:キャッシュフロー、ファンドのリターン、レーティングに関するデータはモーニングスター。相対超過リターンの算出におけるインデックスのデータはファクトセット。詳細についてはバンガード論文「ミューチュアル・ファンドのレーティングと将来のパフォーマンス」(フィリップスおよびキニリー、2010年)をご参照ください。

図3 ミューチュアル・ファンドのキャッシュフローは、株式市場のパフォーマンスを後追いつく傾向

日本株式ファンド(グローバル株に重点投資)のネット・キャッシュフローおよびグローバル株式市場のパフォーマンス



注記:キャッシュフローは、2016年12月31日現在のモーニングスター各区分における日本人投資家が投資可能な株式ファンドへの現金の流入または同株式ファンドからの現金の流出を表します(ネットベース)。市場リターンはMSCIオール・カンントリー・ワールド・インデックス(円ベース)に基づきます。

出所:モーニングスターおよびデータストリームのデータをもとにバンガードが作成。

適切な投資計画は、このような「高値で買って、安値で売る」といった非効率な投資行動の回避をもたらします。なぜなら、適切なアセットアロケーションや分散投資、リバランスの目的と価値が投資計画の中で明確に定められているため、安心して未来の拋出率や支出率に焦点を定めることができるのです。

日々メディアを賑わす金融商品や投資の手法に都度反応して投資を検討するよりも、まずは投資の計画をつくるべきです。このシンプルなステップが投資目標の達成に向けて非常に大きな助けとなるのです。

まとめ

投資目標を達成するための最適な方法は、まず明確な投資目標を設定し、到達のための方法を検討することです。そこから具体的で詳細な計画におとこみます。投資計画をつくる過程では、目標の実現性を考慮することが必須です。投資の条件や制約を正しく認識し、ご自身が耐えられるリスクの度合いを理解しておく必要があります。

また、偏見や思い込みを捨ててマーケットを見る必要があります。過度にマーケットのリターンに望みを託し、市場をアウトパフォームする投資対象を見つけようとすると、多くの場合うまくいかないという研究結果も出ています。

バランス

幅広く分散しているファンドに投資し、適切な資産配分を

適切な投資計画は、ポートフォリオの目的に合ったアセットアロケーション（資産配分）から始めます。アセットアロケーションは、合理的なリスクとリターンの予測に基づいて決定する必要があります。そして、資産を不必要なリスクから守るために、分散させる必要があると考えます。

アセットアロケーションと分散投資は、どちらもバランスという考えに基づきます。投資にはリスクが伴うため、投資家はポートフォリオに組み入れる証券の選択によって、リスクと期待リターンとのバランスを管理する必要があります。

- 株式や債券、その他の投資対象の組入れ割合によって、そのポートフォリオのリターンとボラティリティ（変動性）はほぼ決まります。
- ボラティリティや短期的な損失をおそれるあまり、株式への投資を最小限に抑えると、インフレに対応できない、また、投資目標に到達できないといった他のリスクが生じる可能性があります。
- 現実的なリターン予測がアセットアロケーションを決める際には不可欠で、願望に基づくものであってはいけません。
- トップパフォーマー銘柄は、絶えず、そして素早く入れ替わります。投資家は、損失を最小限に抑え、利益を得るために分散投資をする必要があります。

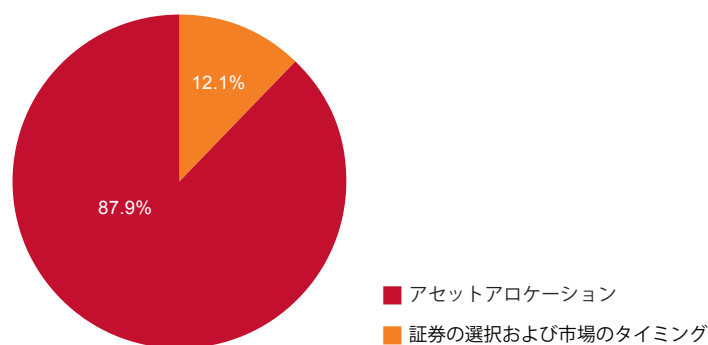
アセットアロケーションの重要性

ポートフォリオをつくる際、投資にかかる条件や制約を前提として、投資目標を達成する可能性が最も高いと思われる資産の組合せを選ぶことが大切です²。

投資家が広く分散した資産を持つことを考えると、アセットアロケーションが、ポートフォリオ全体のリターンやリターンの変動幅（ばらつき）を決めることになります。このことは、理論と実際の両面において実証されています。例えば、2016年のスコットらの論文では、ブリンソン、フッド、ビーバウアーによる「アセット・アロケーションが、分散されたポートフォリオの長期的なリターンの80%を説明する」という1986年に発表された独創的な理論を裏付けました（図4）。

図4 運用成果はポートフォリオの長期的な資産の組合せによって決定づけられる

ポートフォリオの長期的な変動の割合



注記: 406の日本ファンドの1990年1月～2015年9月の月間リターンに基づいて算出しました。方法の詳細についてはバンガード論文「戦略的アセットアロケーションのグローバルな事例とホーム・バイアスの検証」(スコットら、2016年)をご参照ください。

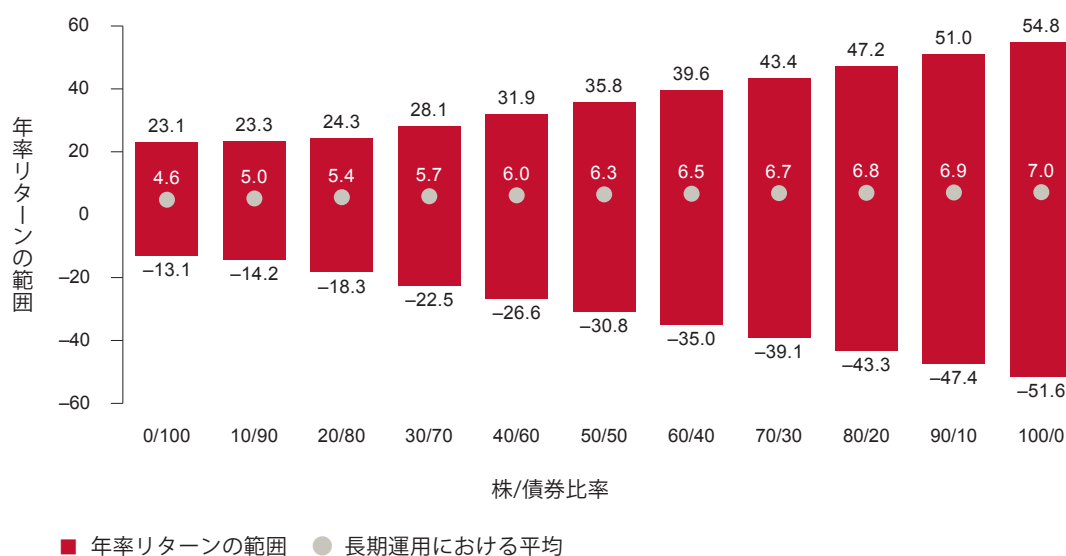
出所: モーニングスターのデータをもとにバンガードが算出。

² 資産配分が運用成果の原動力となるためには、市場インデックスのリターンを近似する投資ビークルを用いて資産配分を行う必要があります。これは、アセット・クラスおよびポートフォリオのリスク・リターン特性を特定するために、通常、市場インデックスが使われるからです。市場インデックスのパフォーマンスを複製しようとする投資ビークル以外のものを用いると、インデックスの実績とは異なった運用結果となる可能性があります。その場合、資産配分プロセスで想定したのとは異なる運用成果につながる可能性があります。この点をはっきりさせるために極端な例をあげると、ポートフォリオの株式配分をある個別銘柄一株だけとした場合、分散された株式バスケットや他の個別銘柄とは非常に異なった運用結果となることでしょう。

図5は、アセットアロケーションがリターンおよびリターンの変動幅の双方に影響を与えるということを証明するために、グローバル株式とグローバル債券の二つのアセット・クラスを使って、示したものです。棒グラフの中央にある数字は、さまざまな株式と債券の組合せによる、32年以上にわたる平均年率リターンです。縦棒は年率リターンの最高と最低を表しています。この例は、通常よりもかなり長い投資期間の調査になりますが、ポートフォリオ全体に対するグローバル株式への配分が20%の場合と、80%の場合で、投資家のリターンが大きく異なる結果になることを示しています。

図5 株と債券の組み合わせ比率の違いが運用成果に違いをもたらす

株式と債券への異なる資産配分による、ベスト、ワーストおよび平均リターン、1988年～2013年



注記：株式は、MSCIワールド・インデックス（円ベース）によって表されています。債券は、シティグループ・ワールド・ガバメント・ボンドインデックス（円ベース/毎月換算）によって表されています。当インデックスは長期間のデータがあるため利用したが、通常グローバル債券インデックスはパークレイズ・グローバル・アグリゲート・トータル・リターン・インデックスを使用しています。

株式投資をしないこともリスクです

株式は性質上、債券やMMFなどの短期金融商品などと比べ、変動性の高い投資対象です。それは、株式の投資家は、事業リスクによる損失を最初に被りますが、債券投資家は最後だからです。債券投資家は、あらかじめ記載された元利払いが約束されていますが、株式の投資家は将来の収益に対する請求権があるだけです。ただし、収益からどの程度を分配金にまわすか、といったことは、投資家のコントロールが及びません。株式は、企業の不確実な将来のリターンに投資をしてもらうために、投資家の鼻先に高い期待リターンという「ニンジン」をぶら下げる必要があるのです。

図5はまた、株式投資の短期的なリスクも示しています。資産の50%を株式に投資したポートフォリオでさえ、1年間で約30%の損失を招く可能性があったことがわかります。では、なぜ低リスクの投資対象だけに投資をして、損失の可能性を最小限に抑えて自身の投資目標の達成を目指そうとしないのでしょうか？ その理由は、短期国債のように安全性は高いもののリターンの低い資産に投資をすれば、ボラティリティを回避することはできるが、今度は長期的なリスクに晒される可能性が高まることになるからです。

長期的なリスクの一つに、「機会費用」、平たく言うと、マーケットで利益を上げられる機会があるのに、何もしないことによって生じる損失を言います。高いリターンが見込める投資対象をポートフォリオに組み込んでいないために、長期的な目標を賄うだけの成果を達成できない可能性が高まるということです。または、緊急の支出が必要な場合に備えて、運用資金とは別に生活防衛資金を用意しておく必要があるかもしれません。その他のリスクにはインフレリスクもあります。インフレにより物価が急激に上昇したとしても、ポートフォリオの運用残高は物価の上昇ほど速くは増えず、投資家は長期的に購買力を失う可能性があります。例えば、ベニーホフ（2009）の研究によれば、30年間の平均インフレ率が3%であった場合、投資家のポートフォリオの購買力は50%以上も低下することが示されています。

このように、長期的な投資目標を持つ投資家にとっては、インフレリスクはマーケットリスクよりも重大な懸念となることがあります。だからこそ、株式に相応に配分することが必要となるのです。

合理的な前提条件のもと、アセットアロケーションを決定する

投資家のアセットアロケーション（資産配分）の決定にどのような前提条件を用いるかということは、ポートフォリオの資産の組み合わせと同じくらい重要なことです。リターンそのものと、リターンのボラティリティの双方について、現実的な予想を用いる必要があります。長期的な過去の実績データを分析することで、ある程度リターンを予測することは可能ですが、同時に、マーケットは常に循環していますので、ある一定のリターンを前提とするのは非現実的であることに留意しなければなりません。大切なことは、ある特定の時点でのマーケット環境が、投資家のリターンに大きなプラスやマイナスになりうるということです。

例えば、1985年以来、グローバル株式は年率7.0%のリターンを、グローバル債券は年率4.6%のリターンを上げてきました（図5で使用したのと同じ市場ベンチマークに基づく）。この32年以上の期間において、株式と債券を半分ずつ組み入れたポートフォリオは、仮に市場リターンと一致していたなら、平均して年6.3%のリターンをあげてきたこととなります。

ところが、運用期間を短くして見てみると、結果は一変します。例えば、2000年から2016年まで、グローバル株式は年率平均4.5%というリターンをあげ、債券は同5.0%のリターンをあげました。また、この二つのアセット・クラスに均等に投資し、定期的にリバランスしたポートフォリオは、年率平均5.4%のリターンをあげています。つまり、短い運用期間に獲得できた平均リターンは、32年以上にわたる長期間で獲得できた平均リターンよりも、年平均1%以上も下回ることになります。

実際には、投資家は常に、過去のパフォーマンスを現在の市場予想にどうあてはめるかを決定する必要があります。例えば、バンガードの『2017年の世界経済と市場見通し』（2016）によると、今後10年間のリターンは、現在の市場状況の結果を示した上記の例とは全く異なった様相を呈する可能性があります。特に債券のリターンは、多くの投資家が昨今見慣れているリターンよりも低いものとなる恐れがあります。したがって、投資家は、過去のパフォーマンスやデータに基づくと、容易に達成可能と思える投資目標であっても、改めてアセットアロケーションの前提や投資計画を調整する必要があります。

分散してリスクを管理

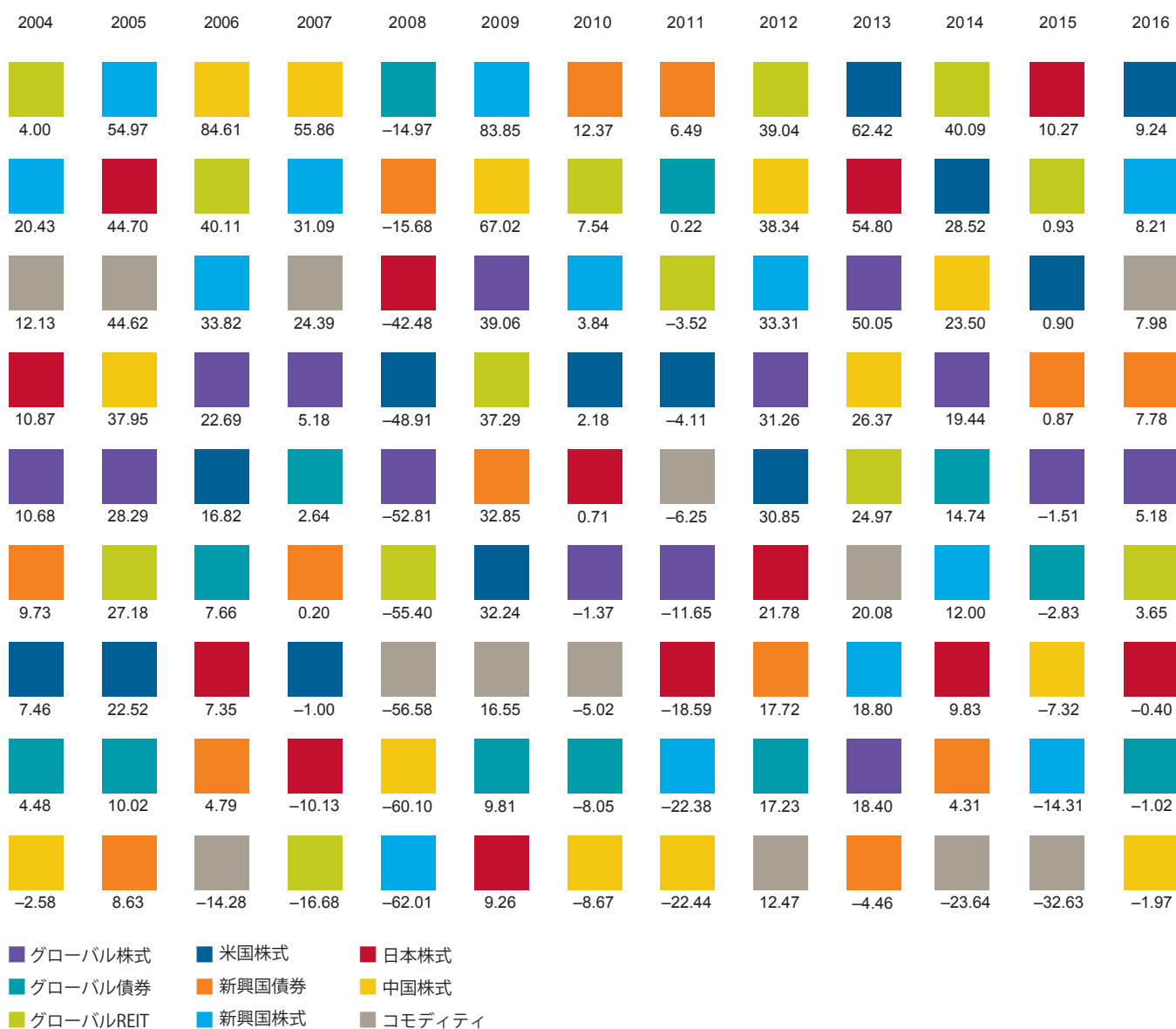
分散投資は、リスクを管理するための強力な戦略です³。複数の資産に分散させることで、特定の資産への投資リスクを減らすことができます。また、一つの資産内でさらに分散を図れば、特定の企業やセクターまたは業種に対するリスクも減らすことができます。

分散投資とは、金融業界の真理を厳密に検証して応用された戦略です。マーケットは、多かれ少なかれ互いに異なった動きをします。マーケットで好調な投資対象を多く含んだポートフォリオを持っていれば、投資家はその好調な分野の恩恵を受けつつ、低調な分野の影響を減らすことができます。図5には、主要な資産クラスとそれ以外の年率リターンが示されています。この不規則なパッチワークは、市場のベスト・パフォーマーがいかに不規則に市場やセグメント間で変わること、そして、将来好調となる市場やセグメントを予測するのが困難であることを示しています。

³ 分散投資は何らの投資成果も保証するものではありません。また、特に、非流動性、カウンターパーティ・リスク、レバレッジ、不正行為などにかかるリスクを軽減することはできません。

図6 規則性のないパフォーマンス

投資カテゴリーごとの年率リターン、パフォーマンスによる順位付け、ベストからワースト、2004年～2016年 (%)



注記：ベンチマークは次のアセット・クラスを反映しています。MSCIオール・カントリー・ワールド・インデックス（円ベース）、パークレイズ・エマージング・マーケット債券インデックス（ヘッジあり、円ベース）、MSCIジャパン・インデックス（円ベース）、MSCIブロード・マーケット・インデックス（円ベース）、パークレイズ・グローバル・アグリゲート・インデックス（円ベース）、MSCIエマージング・マーケット・インデックス（円ベース）、ゴールドマン・サックス・コモディティ・インデックス（円ベース）、S&PグローバルREITインデックス（円ベース）

出所：トムソン・ロイター データストリーム、パークレイズ Liveをもとにバンガードが算出

このように、市場でのベスト・パフォーマーの予測が困難であることを踏まえると、市場全体にわたって幅広く分散されたポートフォリオを持てば、ある一つのセグメントのパフォーマンスが大きく変動しても影響を受けにくい構造であることが分かります。不動産投資信託(REIT)、コモディティ、新興国市場などの集中型投資は、ボラティリティが非常に高くなる傾向があるのです。だからこそ、バンガードでは、国内株式や債券、海外株式と債券といった広範な市場をカバーする投資対象への資産配分を高めることが投資家にとって最も役立つことだと考えています⁴。

市場全体に広く分散投資をすることは、損失に対する保険をかけることにはなりません。必要以上に大きな損失を防ぐことには役立ちます。一例を挙げると、2008年のグローバル株のリターンは-52.9%でした。しかし、その年は個別の株式は52.9%よりも大きなマイナス・リターンを記録したのです⁵。最もパフォーマンスが悪かったのは、MSCIワールド・インデックスで、リーマンショック前までは「優良株」と見なされていた金融セクターが多く占めておりました(図7)⁶。

図7 2008年のMSCIワールド・インデックス構成銘柄のパフォーマンス ワースト10、ベスト10

ワースト10銘柄	リターン	ベスト10銘柄	リターン
バブcockアンドブラウン	-99.42 %	フォーディン・カナディアン・コール・トラスト	100.59 %
アイリッシュ・バンク・レゾリューション・コーポレーション	-98.79	マッセー・エナジー	70.80
ファニー・メイ	-97.96	アコム	64.55
アメリカン・インターナショナル・グループ (AIG)	-97.81	ファーストリテイリング	62.66
フレディ・マック	-97.34	コーポレート・エクスプレス	59.02
アジアス	-96.02	ミレニアム・ファーマシューティカルズ	55.31
ラスベガス・サンズ	-95.33	ユニオン・バンク・オブ・カリフォルニア・コーポレーション	46.34
HBOS	-94.35	セレスティカ	42.32
XLキャピタル	-94.03	ダウンナーEDIリミテッド	37.51
アイルランド銀行	-93.69	オートバックスセブン	36.42

出所：ファクトセットおよびバンガード（円ベースのリターン）

4 グローバル債券は分散投資において、永続的な役割を担うものと考えています。

5 50%の損失を取り戻すには112.31%のリターンが必要になります。

6 詳細については、「分散投資は期待を裏切ったか？」（ベニーホフ、2009）をご参照ください。

この事例は株式市場のものですが、その他の資産クラスについても同様の事例が多数あります。覚えておくべきポイントとは、分散投資は損失に対する保険とはならないものの、分散されていないポートフォリオは壊滅的な損失を被る可能性がより高くなるということです。

まとめ

アセットアロケーションと分散投資は、投資目標を達成するための強力な戦略です。資産クラス間の配分の割合によって、リターンやボラティリティ・リスクの大部分が決まることになります。幅広く分散投資を行うことによって、投資家は特定のリスクを減らせるだけでなく、その時点での市場のベスト・パフォーマーがもたらすメリットを享受する機会を得ることもできるのです。

コスト

コストの最小化

マーケットは予測不可能です。しかし、コストは常に発生します。投資コストが低ければ低いほど、リターンに対する投資家の手元に残るお金は増えます。学術的な調査によると、低コストの投資は高コストの投資をアウトパフォームする傾向があると指摘されています。リターンに対する取り分をさらに増やすには、税効率に目を向けることも有効です。投資家がマーケットをコントロールすることはできませんが、コストと税金はコントロールが可能な要素なのです。

投資対象を選ぶ時、なぜコストを考えることが不可欠なのでしょう。その根拠は次の通りです。

- 高いコストは、長期的には資産残高の増加を阻みます。
- コストが高いと、マーケットのリターンと、投資家が実際に手にするリターンに差をうみます。しかし、経費を抑えることで、この差を小さくすることができます。
- 低コストの投資信託は、長期的には高コストのファンドよりも良いパフォーマンスをあげる傾向があります。
- インデックス投資は、コストを抑えるための有効な投資手段です。

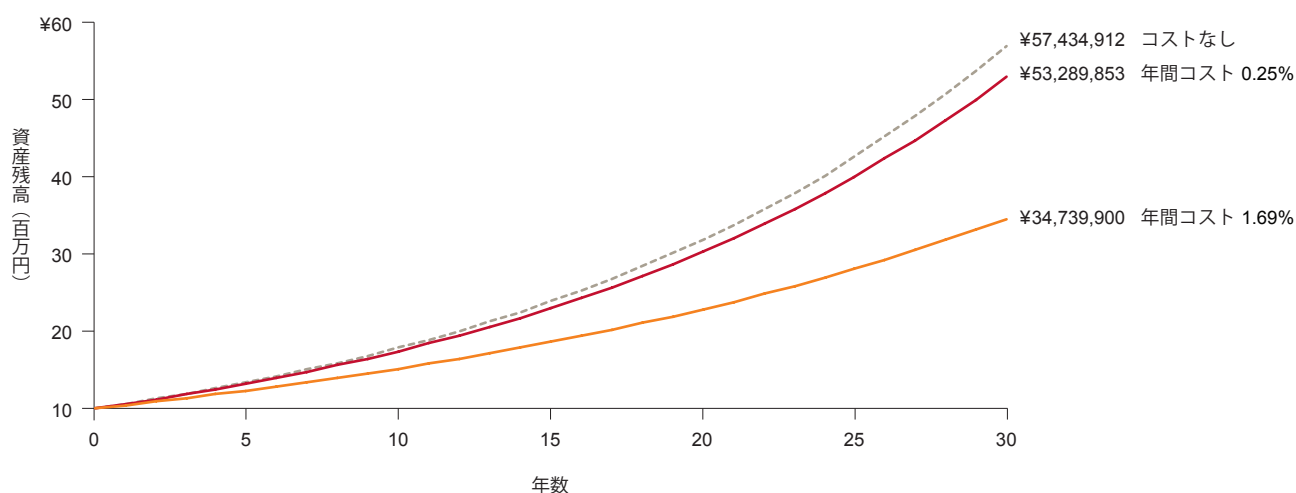
なぜコストが重要なのか？

コストを最小限に抑えることは、あらゆる投資家にとって不可欠の重要な要素です。それは、投資において、高い手数料を払えばそれだけリターンが大きくなるという根拠はどこにもないからです。それどころか、管理報酬や売買手数料として支払う1ドル、1円ごとに、獲得できる可能性のあるリターンから単純に差し引かれることになるのです。重要な点は、マーケットはご自身でコントロールできませんが、コストに関してはその大部分がコントロール可能だということです。

図8は、コストが長期的なポートフォリオの資産残高の増加に対して、いかに大きな影響を与えるかを示しています。この図は30年という期間におけるコストの影響を示したもので、運用開始時の資産1000万円が平均年率6%で成長すると仮定します。低コストのシナリオでは、投資家は毎年資産残高の0.25%を投資コストとして支払うものとします。一方で高コストのシナリオでは、毎年運用資産残高の1.69%を支払うものとします（これは2016年12月31日現在投資が出来る株式ファンドの資産加重平均経費率と同程度です）。一見わずかに見える毎年の投資コストの差が、30年後には実に2000万円近くものリターンの差を生むことになるのです。

図8 投資コストがポートフォリオ残高に与える長期的な影響

運用開始時点の残高1000万円、年率リターン6%、リターンは再投資するものとする



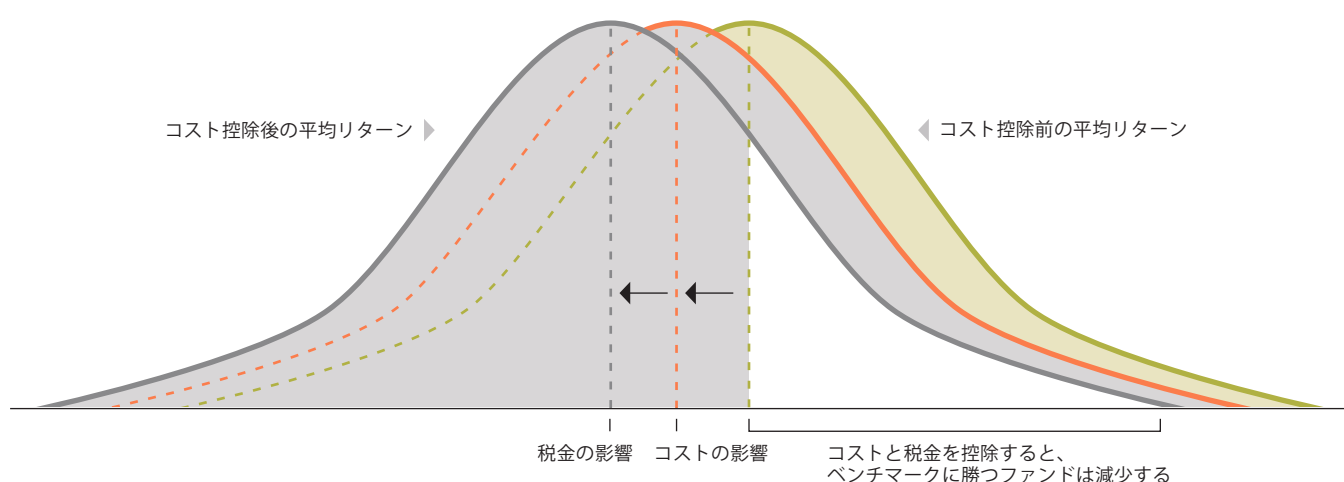
注記：上に示した資産残高は仮想のものであり、特定の投資を反映したものではありません。最終的な残高は、分配時に課される可能性のある税金などを反映していません。

出所：バンガード

図9は、コストの影響を別の視点から見たもので、コストによって、投資家が実際に受け取るリターンはマーケットのリターンよりも低くなる傾向にあることを示しています。この図は、正規分布に従ったリターンの最低から最高までの分布状況を表しており、平均リターンを垂直線で示しています。定義上、どの市場においても、コスト控除前の平均リターンはマーケットリターンと等しくなります。ただ、さまざまなコストを差し引いた後では、投資家のリターンはマーケットリターンよりも低くなるため、投資家の実際のリターンの分布は左側に寄ります。その結果、全投資家の実際のリターンは、全ての支払いコストを控除した後のマーケットリターンとなります。ここで重要なのは、コスト控除後では、市場をアウトパフォームすることができる投資家（図9の緑色の部分）は減ってしまうということです。

図9 投資家全体のリターンに対するコストの影響

コスト控除前および控除後の市場リターンの仮想分布



注記：上に示した分布は理論上のものであり、いかなる実際のリターンも反映していません。

出所：バンガード

コストを下げてリターンを改善

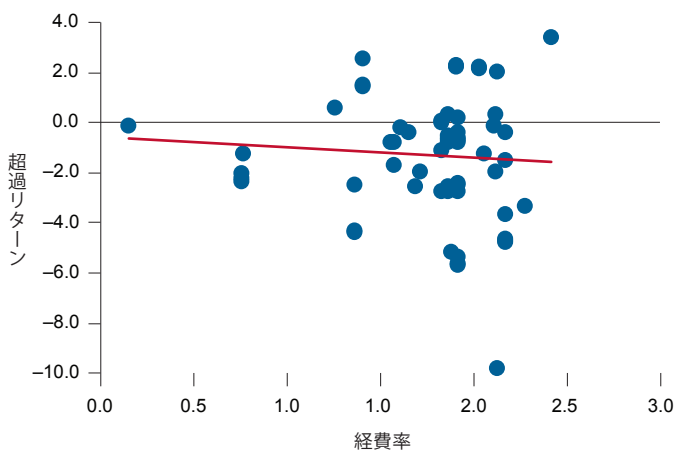
投資家のコスト控除後のリターンを改善し、右側の緑色の領域に留まるには、二つの方法が考えられます。ひとつめは、腕のいいファンド・マネージャーや、何らかの投資必勝戦略を見つけて、平均的な投資家よりも高いリターンを獲得することです。（“アルファの追求”や“能力ベース”のアプローチ）

ただ、残念ながらこの方法は、学術的な調査によると、「言うは易し、行うは難し」であることが明らかになっています（Harbron et al., 2016）。ふたつめは、コストを最小限に抑えることです。図10は、コストがパフォーマンスに及ぼす影響を分析した5つの調査について、その要点をまとめたものです。これらが共通して示しているのは、高いコストは投資家のパフォーマンスを悪化させるということです。

図10 コストが高いと運用結果は悪化：パフォーマンスに対する影響を検証した調査

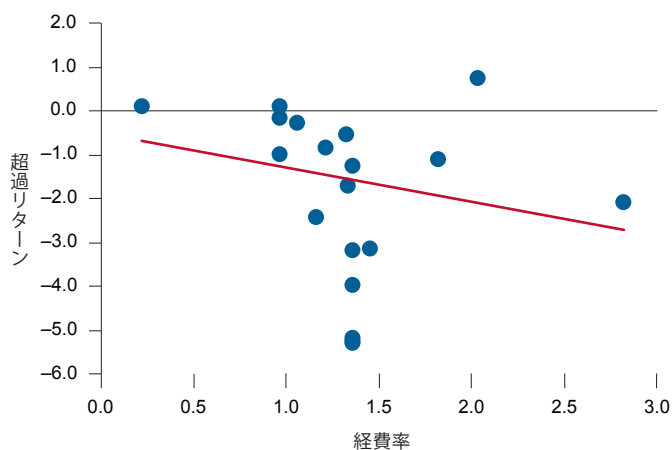
1996	マーティン・J・グルーバーは、投資信託業界の成長性に関する調査において、高い手数料がパフォーマンスの低迷と関連していること、また、パフォーマンスの良い運用マネージャーがその成果を反映させるために手数料を引き上げることはほとんどないことを明らかにしました。グルーバーはまた、経費控除後のリターンによってファンドをランク付けすると、ワースト・ファンドの平均経費率が最も高く、ワースト・ファンドとベスト・ファンドのリターンの差は手数料の差を上回っていることを示しました。
1997	マーク・カーハートは、パフォーマンスの持続に関する独創的な研究において、1962年から1993年の期間に存続したすべての分散投資型株式ミューチュアル・ファンドを調査しました。カーハートは、経費がファンドのパフォーマンスを比例的に引き下げたことを示しました。
2002	フィナンシャル・リサーチ・コーポレーションは、過去のパフォーマンス、モーニングスター・レーティング、アルファ、経費など、様々なファンド計測基準の予想値を評価しました。この調査によって、ファンドの経費率は将来のパフォーマンスを予測する上で最も信頼性の高い判断材料であり、調査した全期間において、コストの低いファンドが平均を上回るパフォーマンスをあげていることが明らかになりました。
2010	クリストファー・B・フィリップスとフランシス・M・キニリ・ジュニアは、ファンドのモーニングスター・レーティングを将来のパフォーマンスの指針として利用することは、ファンドの経費率を指針として利用することよりも信頼性に劣ると示しました。実務的には、ファンドの経費率は事前にかかることのできる数少ない特性の一つであるため、（当然ながら確実な指針とはいえないものの）有用な指針であるといえます。
2011	ダニエル・W・ウォーリックらは、ファンドのパフォーマンスとその規模、存続期間、ポートフォリオ売買回転率、経費率の関係を評価しました。この調査では、経費率が将来のアルファ（市場インデックスを上回る超過リターン）と関連する重要な要因であることが示されました。

図11 株式ファンドにおけるコストと超過リターンの関係



出所：モーニングスターのデータを使ってバンガードが算出。2012年1月1日から2016年12月31日の期間中に運用されている86本の株式ファンドの2016年の運用報告書に掲載されている純経費率の数値を使用。

図12 債券ファンドにおけるコストと超過リターンの関係



出所：モーニングスターのデータを使ってバンガードが算出。2012年1月1日から2016年12月31日の期間中に運用されている26本の債券ファンドの2016年の運用報告書に掲載されている純経費率の数値を使用。

日本で販売されている日本株と日本債券ファンドで検証してみると、信託報酬と超過リターンの間には負の相関があります（図11、12）。この結果はより低いコストのファンドがより高いリターンをあげる可能性が高まるという考えを裏付けます。特に2%を超える高い信託報酬のファンドが高いリターンをあげる可能性は非常に低いことがデータからも明らかです。

まとめ

投資家は市場をコントロールすることはできませんが、投資に掛かるコストはコントロールすることができます。長期的にはこの投資のコストが大きな差を生む可能性があります。コストが低ければ低いほど、投資リターンに対する投資家の取り分は増え、複利効果も大きくなるのです。

ご紹介したデータからも、低コストの投資は高コストの投資をアウトパフォームする傾向があることがお分かり頂けたことと思います。

規律

規律ある長期的な視点を

投資は、時に大きな感情の波をもたらします。マーケットの混乱に直面すると、投資家の中には衝動的な行動を取ってしまう人、逆に思考が停止してしまい、投資戦略の実行や必要なリバランスができなくなる人も出てきます。しっかりとした自制心と長期的な視点を持ち続けることで、たとえマーケットが不安定なときでも、投資家は投資目標の達成に向けて、焦点を定めることができるようになります。

投資活動において、規律あるアプローチを維持することのメリットと、衝動的な判断によって規律を踏み外すことの代償は次のようなものです。

- 定期的なリバランスを通じて、ポートフォリオのリスクを管理することができます。
- ポートフォリオの見直しを怠ると、大きな損失を被る場合があります。
- マーケットを出し抜こうとすると、たいてい損失につながります。
- マーケットの勝者を追いかけてしようとすると、多くの場合行き詰まります。
- シンプルに投資をし続けることは、驚くほど強力な投資戦略です。

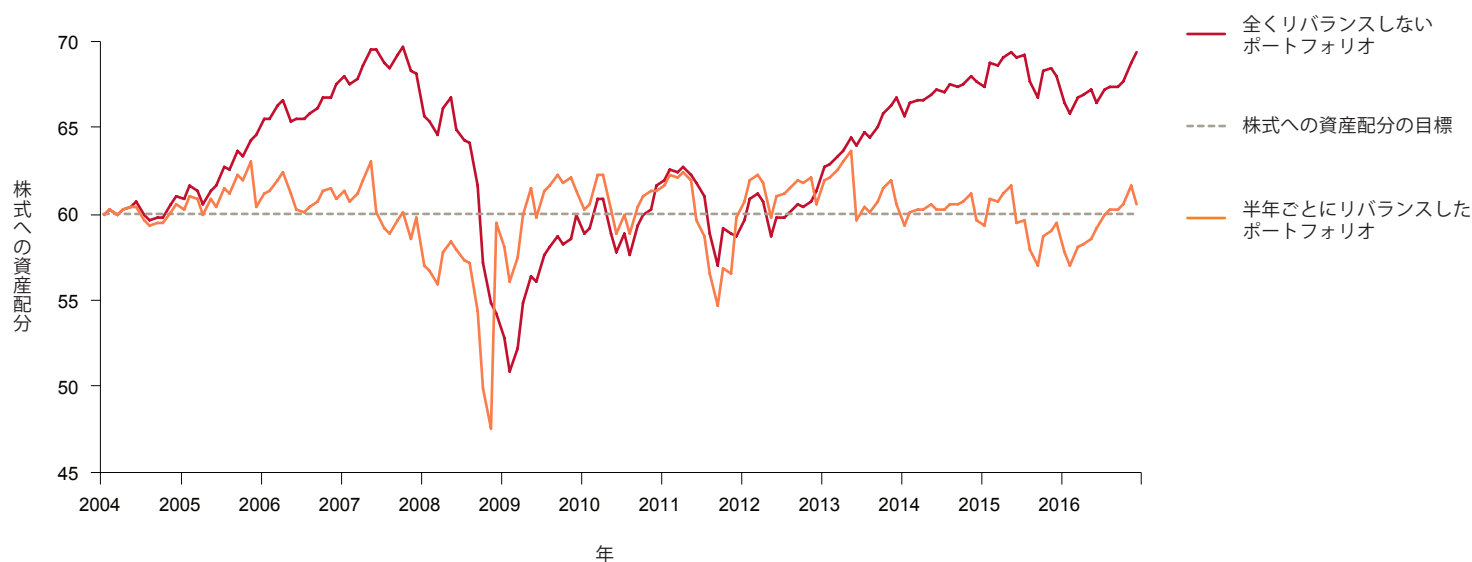
規律を守ることの優位性

アセットアロケーションの決定は、目標を達成するための重要な礎の一つですが、その効果を引き出すためには、長期にわたるさまざまな市場環境の変化の中にあっても、アセットアロケーションが正しく維持・管理されなくてはなりません。時間の経過に伴い、資産の比率が変わった場合、投資目的達成のために設定した当初の資産配分へと戻すには、定期的なリバランスが必須です。ジャコネッティ、キニリおよびズィルベリングは2015年の論文で、最も幅広く分散投資されたポートフォリオの資産配分を毎年または半年ごとに確認し、当初の配分目標から5パーセント以上乖離した場合はリバランスする必要がある、と結論づけています。

マーケットの動きによって乖離が生じたら、目標とする資産配分を再検討する良い機会です。しかし、マーケットの動きを理由に当初設定した投資方針を簡単に放棄してしまうと、投資目標への達成を損ないかねません。図13は、相場の上昇に任せて自身のポートフォリオの配分を放置しておく、投資家が知らないうちにリスクが増大していく様子を示しています。

図13 規律を維持することの重要性：リバランスを怠ると、投資家は意図しないリスクにさらされることがある

定期的なリバランスしたポートフォリオと、全くリバランスしないポートフォリオの、株式エクスポージャー（リスクにさらされている資産の割合）の変動、2004年1月～2016年12月



注記：いずれのポートフォリオについても、当初の資産配分はグローバル株式60%、グローバル債券40%です。リバランスしたポートフォリオは、6月と12月の各月末にこの資産配分に戻しています。グローバル株式のリターンは、MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス（円ベース）、グローバル債券のリターンはパークレイズ・グローバル総合インデックス（円ベース）に基づいています。

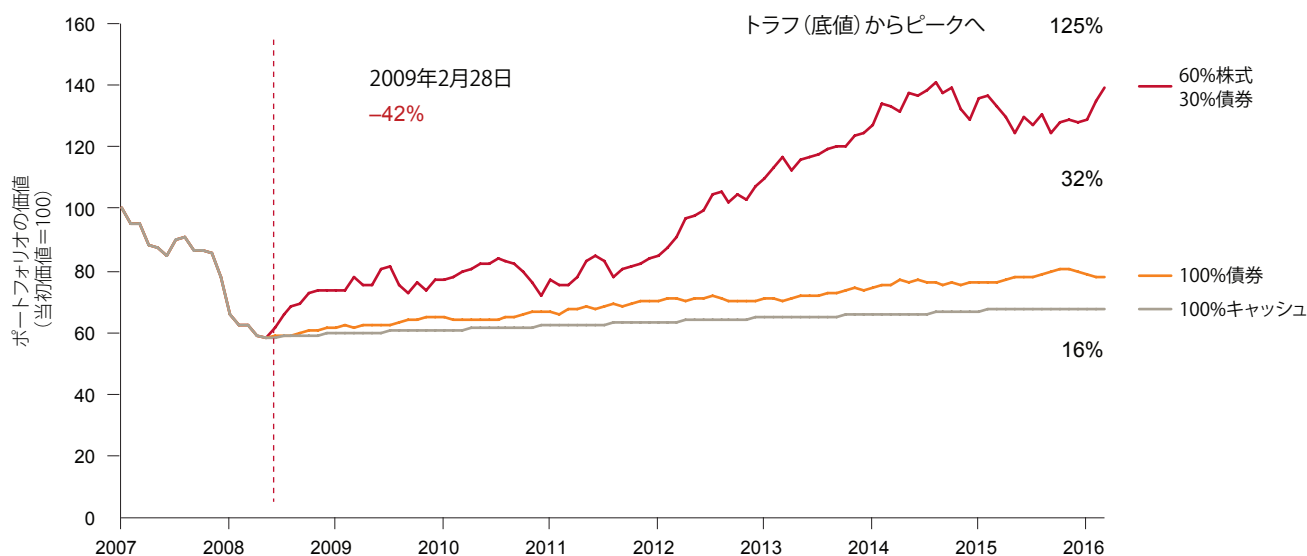
出所：トムソン・ロイター・データストリームのデータに基づき、バンガードが算出。

図13は、2004年初め以降の市場の変動期間において、二つのポートフォリオの株式エクスポージャー（リスクにさらされている資産の割合）を比較したものです。一つは全くリバランスをしていないもの、もう一つは半年ごとにリバランスしたものです。これらの仮想ポートフォリオはいずれも、株式60%、債券40%から運用を開始しましたが、4年後に、全くリバランスしていないポートフォリオの株式の配分は70%になっていました。株式への配分がこれだけ高くなると、上昇相場では魅力的に見えますが、金融危機に伴って2007年後半にはこのポートフォリオは大暴落の危険性に直面していたと思われます。

図14は、下落相場において、株式への資産配分を回避した場合の影響を示しています。この例では、投資家は2009年2月28日に、更なる損失を回避するために株式から資金を引き上げています。100%債券で構成されたポートフォリオのボラティリティはより小さいものですが、当初の資産配分を維持することを選択した投資家は、2009年の損失のほとんどを取り戻し、すばらしいリターンを獲得しました。⁷

図14 規律を維持することの重要性:市場の変動に反応してしまうとリターンを損なうことも

2008年の暴落後、「漂う(まったくリバランスをしない)」投資家が株式から逃避して資金の100%をキャッシュまたは債券に投資していた場合



注記：2007年10月1日にピークに達した株式を100とし、配当金や所得のすべてを各インデックスに再投資したものと仮定します。株式はMSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス（円ベース）、債券はパークレイズ・グローバル・アグリゲート・インデックス（円ベース）、現金は日銀3か月無担保金利を使用しています。過去のパフォーマンスで将来のパフォーマンスを占うことはできません。

出所：データストリームの2016年12月までのデータをもとにバンガードが作成。

7 一般的に株式と債券のリターンは逆相関であり、株式が上がると債券が下がると考えられています。また、株式は債券よりも高いリターンをあげる可能性が高いとも考えられています。

株式相場下落による損失と、マーケットの不透明感が続いている場合、リバランスをすることはパフォーマンスが最も好調な資産（多くの場合、債券）を売却し、パフォーマンスの劣る資産（株式など）への投資を増やすことを意味します。ですから、多くの投資家にとってリバランスすることは直観的に受け入れ難いもの、ということは十分に理解できます。しかし、歴史的に見ると、マーケットの大暴落は、株式を買う最良の機会に繋がっていました。こうした相場下落期に保有株式を増やしてポートフォリオをリバランスしなかった投資家は、その後続く株価上昇の機会を逃しただけでなく、投資を始めた当初に設定した長期的な投資目標への到達が阻まれた可能性があります。

アセットアロケーションを変えたい、その衝動を抑える

勝者と敗者がはっきりとわかるような、大きく揺れ動くマーケットにおいて、もう一つの危険な誘惑としてマーケット・タイミングが挙げられます。マーケット・タイミングとは、ポートフォリオの資産配分を短期的な市況に合わせて変更する戦略で、一見魅力的な投資戦略のように思えます。しかし、これはあくまでも結果論なのです。過去のリターンを分析してみると、市況の変化を上手く利用できれば、かなりの運用成果を得られる可能性があることが分かります。しかし、それは過ぎ去った過去だからこそ分かることであり、今から将来を見通して投資の好機を予見できるということはほとんどないのです。

実際、バンガードの調査によると、マーケット・タイミングによって資産残高を増やすことができる時もあるものの、平均すると、この戦略は市場ベンチマークを継続的に上回るリターンを生み出してはなりません（ストックトンおよびシュテックマンの論文(2010年)より）。この発見に至ったのはバンガードだけではなく、これまでに学界や金融業界が行ってきた実証的研究においても、平均的なプロの投資家が一貫してマーケット・タイミングに失敗していることが、幾度も示されています。24ページの図15には、この点を指摘した9本の論文を載せています。最も古い論文は1966年にJ・L・トレイナーとケイ・マズイが57本の投資信託を分析し、目立ったマーケット・タイミング能力を示したのは1本に過ぎなかったことを発見したものです。

昨年勝者を追うのをやめる

学界では何年にもわたって、過去のパフォーマンスの分析によって将来の動きを予測できるか否かの研究を行ってきました。シャープ（1966）やジェンセン（1968）の研究にまで遡っても、それを裏づける根拠はほとんど、あるいは、全くありませんでした。カーハート（1997）は、一般的なファーマ・フレンチ・モデルのリスク要因（規模とスタイル）およびモメンタムを調整した後のファンドのアウトパフォーマンスに、持続性を裏付けるものは何もないということを発表しました。直近では、2010年に、ファーマとフレンチの22年間に及ぶ研究の中で、アクティブ運用のファンドが常にベンチマークをアウトパフォームし続けるのは極めて困難であることも示されています。

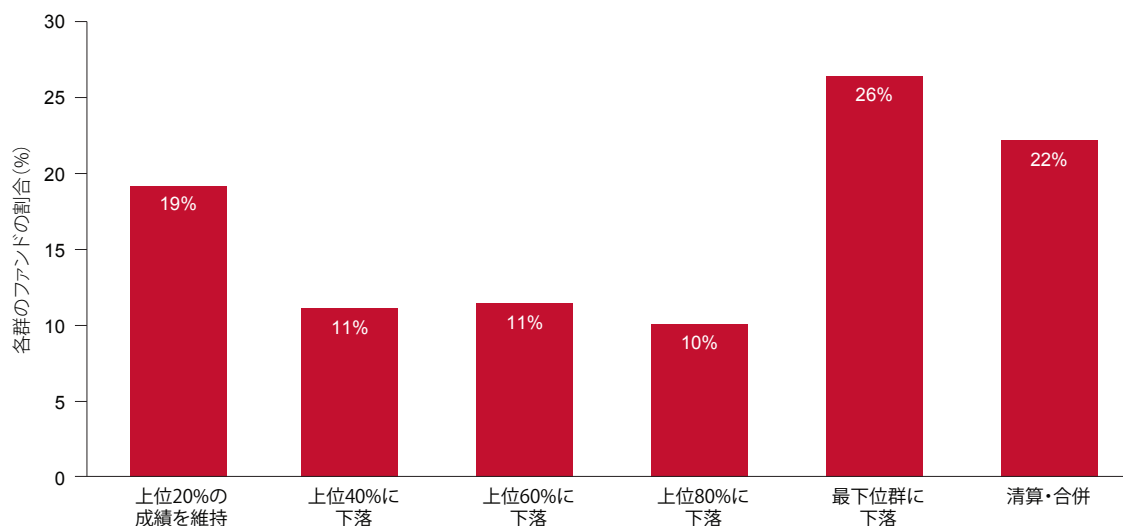
図15 マーケット・タイミングの弊害

下記は、平均してマーケット・タイミングに失敗したことが判明した投資集団を、各投資集団について調査した論文の著者と共に示したものです。（各論文の詳細は巻末の参考文献をご参照ください。）

アセットアロケーションファンド	ベッカー他	1999
投資クラブ	バーバーおよびオディーン	2000
年金基金	コギンおよびハンター	1983
投資関連のメールマガジンの推奨	グレாம்およびハーベイ	1996
投資信託	チャンおよびルウェレン	1984
	ヘンリクソンおよびマートン	1981
	コン	1983
	トレイナーおよびマズイ	1966
プロのマーケット・タイミング投資家	チャンスおよびヘムラー	2001

図16 トップパフォーマンスは入れ替わりが激しい

2011年度トップパフォーマンス・ファンドの5年後のランキング



注記:2011年12月までの5年間と2016年12月までの5年間を比較し、日本の投資家が投資可能なアクティブ運用のファンドすべてを対象としました。この二つの期間中にモーニングスターが発表した各ファンドのベンチマークに対する超過リターンに基づいて、ファンドをランク付けしました。

出所:データストリームの2016年12月までのデータをもとにバンガードが作成。

図16は、将来の成功予測の判断材料として過去の成功を使おうとするこの課題を示したものです。2016年12月までの10年間で、5年間ずつ二つの期間に区分しています。最初の5年間のパフォーマンスを基にして、ファンドを5つのグループに分けています。最初の5年間が終わった時点で上位20%に入っていたファンドの一つを選択した投資家は、失望することになる可能性が高かったのです。これらかつてのスターファンドのうち、その後の5年間において上位20%に残ることができたのはわずか19%にすぎませんでした。

運用成績が振るわないという理由だけでファンド・マネージャーを乗り換えると、さらなる失望につながることもあるのも、このアウトパフォームの一貫性のなさが原因と言えます。例えば、アミット・ゴイヤルとスニル・ワハール（2008）の研究では、アンダーパフォームしたファンド・マネージャーからアウトパフォームしたファンド・マネージャーに乗り換えた米国の企業年金基金を調査しました。調査してみて分かったのは、乗り換え後の3年間、乗り換えられた元のファンド・マネージャーのパフォーマンスが、彼らの代わりに雇われた新たなファンド・マネージャーのパフォーマンスを上回ったということでした。

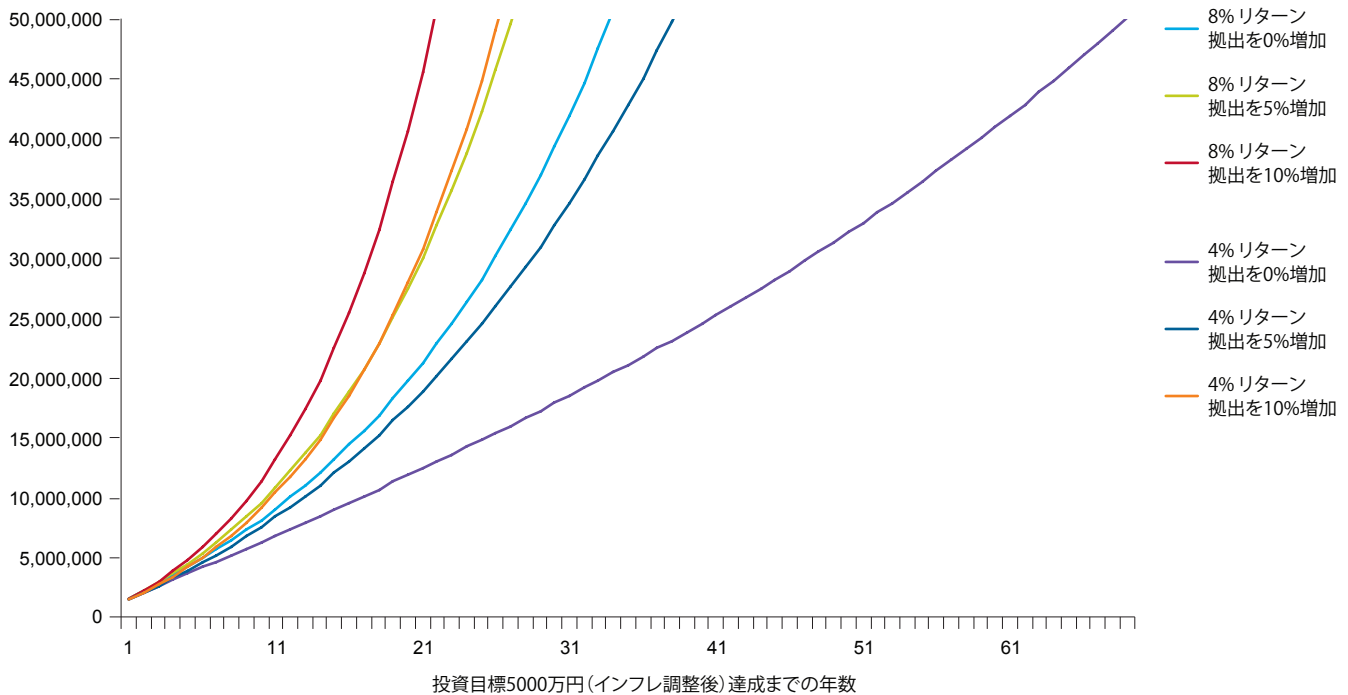
拠出・支出>市場パフォーマンス

貯蓄や拠出率を増やすことは、資産形成に大きなプラスとなります（ブルーノおよびズィルベリング、2011年）。どのような投資目標であれ、それが達成されるかどうかは、運用開始時の元手となる資金、拠出や支出の割合、アセットアロケーション、運用期間中のリターン環境といった諸要素の相互作用に委ねられていますが、将来のマーケットリターンは予測も、コントロールもできません。だからこそ、投資家は資産配分やポートフォリオへの拠出金額、ポートフォリオからの支出金額といったコントロール可能な要因に着目する必要があります。

図17は、拠出率の増加が目標の達成に対して及ぼす効果について、簡単な例を示したものです。この例では、目標金額5,000万円（インフレ調整済みの現在価値）の投資家が、ポートフォリオ資産100万円から投資を開始し、初年度から毎年50万円ずつ拠出（インフレ未調整）することとして、様々なマーケットリターンを示しています。

図17 貯蓄率・拠出率を増やすと運用成果は劇的に改善

異なる拠出率と市場リターンにおける投資目標達成までの必要年数



出所：バンガード

「拠出の増加なし」の場合、毎年の拠出額は変わらず、投資家は目標達成のためにほとんど市場リターンのみ依存することを前提にしています。一方、拠出額を毎年5%（2年目52万5,000円、3年目55万1,200円など）、あるいは毎年10%増やすだけで、5,000万円の目標達成に必要な時間を大幅に短縮できる可能性があります。注目すべきことは、8%のリターンを獲得しつつ毎年5%ずつ拠出を増やすのは、4%のリターンを獲得しつつ毎年10%ずつ拠出を増やすのとほとんど同じ結果を生むということです。それほど、ファンドへの拠出額の増加が投資リターンの増加につながるということです。実際には、「拠出の増加なし」「増加あり」の二者間に見られる大きな差は、リスクの問題です。8%の長期的リターンを追い求める投資家は、4%を求める投資家よりもはるかに高い市場リスクにさらされますが、拠出率を上げて、よりリスクの低い運用を心掛けることで、高いリターンを目指す危険な運用と同等のリターンを結果的に得ることができるのです。

つまり、ポートフォリオ内のリスク資産を増やして高いリターンを危険に求めようとするよりも、拠出率を高めたほうが、資産形成には有効なのです。

まとめ

投資活動は、時に投資家に強い衝動をもたらします。たとえ経験豊富な投資家であっても、常に長期的な視点と自制心を持つ必要があります。よく練られた投資戦略を簡単に放棄すると、高い代償を伴うことがあります。学術的な研究によれば、投資目標から最も大きく逸脱した投資家の敗因は、彼ら自身の行動に端を発するものがほとんどです。それは、必要なリバランスを怠ったり、マーケット・タイミングの魅力にとりつかれたり、パフォーマンスを追求する誘惑にかられたり、といった長期的な視点と自制心を欠いた衝動的な判断が原因です。

株式やマーケットの研究に勤しむよりも、自分自身の堅実な貯蓄や投資計画を練る方が遥かに賢明だと言えます。定期的にポートフォリオに拠出し、その額を時間の経過に合わせて増やしていくことで、長期的な資産形成には驚くほど強力な効果を与えます。

参考文献

フランク・J・アンブロシオ (2007) 「リスク・メトリックスの評価」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ブラッド・M・バーバー、テランス・オディーン (2000) 「料理人が多すぎるとスープの味がだめになる：投資クラブのパフォーマンス」ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル56(1), 17-25

コニー・ベッカー、ウェイン・ファーンソン、マイケル・シル (1999) 「ベンチマーク投資家に対する条件付きマーケット・タイミング」ジャーナル・オブ・ファイナンス・エコノミクス52, 119-148

ドナルド・G・ベニホフ (2009) 「分散投資は期待を裏切ったか？」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ドナルド・G・ベニホフ、フランシス・M・キニリー・ジュニア (2016) 「アドバイザーのアルファ」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ゲイリー・P・プリンソン、L・ランドルフ・フッド、ギルバート・L・ビーバウワー (1986) 「ポートフォリオ・パフォーマンスの決定要因」ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル42(4), 39-48 [復刻版：ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル51(1), 133-8 (50周年記念号)]

マリア・A・ブルーノ、ヤン・ズィルベリング (2011) 「一文節約すれば一文の得」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

マーク・カーハート (1997) 「ミューチュアル・ファンドのパフォーマンスの持続性について」ジャーナル・オブ・ファイナンス52(1), 57-81

ドン・M・チャンス、マイケル・L・ヘムラー (2001) 「プロのマーケット・タイマーのパフォーマンス：戦略の実行から得られた日次ベースの証拠」ジャーナル・オブ・ファイナンシャル・エコノミクス62(2), 377-411

E・C・チャン、W・G・ルウェレン (1984) 「マーケット・タイミングとミューチュアル・ファンド投資パフォーマンス」ジャーナル・オブ・ビジネス57, 57-72

T・D・コギン、J・E・ハンター (1983) 「投資情報の質を測定する上での問題点：情報係数の危険」ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル39, 25-33

ジョゼフ・デービス、ロジャー・アリアガ-ディアス、チャールズ・J・トーマス、アンドリュー・J・パターソン (2016) 「2017年の世界経済と市場見通し」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

スコット・J・ドナルドソン、マリア・A・ブルーノ (2011) 「シングル・ファンド投資オプション：投資家のために簡素化したポートフォリオ構築」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

スコット・J・ドナルドソン、フランシス・M・キニリー・ジュニア (2008) 「節税効果のある株式投資：税引後リターン最大化のためのソリューション」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ユージン・F・ファーマ、ケネス・R・フレンチ (2010) 「ミューチュアル・リターンのクロスセクションにおける運とスキル」ジャーナル・オブ・ファイナンス65(5), 1915-1947

ファイナンシャル・リサーチ・コーポレーション (2002) 「ミューチュアル・ファンド・パフォーマンスの予想II：下落相場の後」ボストン、ファイナンシャル・リサーチ・コーポレーション

アミット・ゴイヤル、スニル・ワハール (2008) 「年金スポンサーによる投資顧問会社の選択と解除」ジャーナル・オブ・ファイナンス63(4), 1841, 表10

ジョン・R・グレーム、ハーベイ・R・キャンベル・スーブ (1996) 「投資ニュースレターの推奨資産配分において示唆されるマーケット・タイミング能力とボラティリティ」ジャーナル・オブ・ファイナンシャル・エコノミクス42(3), 397-421

マーティン・J・グルーバー (1996) 「もう一つの謎：アクティブ運用マネージド・ミューチュアル・ファンドの成長」ジャーナル・オブ・ファイナンス51(3), 783-810

ジョゼフ・デービス、キニリー・フランシス、シェイ・グレン (2007) 「アセットアロケーション・ディベート：挑発的な質問、不朽の現実」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ロイ・D・ヘンリクソン、ロバート・C・マートン (1981) 「マーケット・タイミングおよび投資パフォーマンスについてII：将来予測スキルの評価のための統計的手順」ジャーナル・オブ・ビジネス54(4), 513-33

ロジャー・G・イボットソン、ポール・D・カプラン(2000)「パフォーマンスに対する資産配分ポリシーの説明力は40%か90%か100%か?」ファイナンシャル・アナリスト・ジャーナル56(1), 26-33

コリーン・M・ジャコネッティ、フランシス・M・キニリ・ジュニア、ヤン・ズィルベリング(2015)「ポートフォリオのリバランスのためのベスト・プラクティス」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ウィリアム・W・ヤンキー(1997)「資産配分のまやかし」ジャーナル・オブ・ファイナンシャル・プランニング 10(1), 109-113

マイケル・C・ジェンセン(1968)「1945年から1964年までのミューチュアル・ファンドのパフォーマンス」米国ファイナンス学会第26回年次総会の発表論文および議事録、ワシントンD.C.、1967年12月28日~30日。加えて、ジャーナル・オブ・ファイナンス23(2), 389-416

フランシス・M・キニリ、クリストファー・B・フィリップス(2012)「拡大する従来型ポートフォリオの理論と効果」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

S・J・コン(1983)「ミューチュアル・マーケット・タイミング・パフォーマンス」ジャーナル・オブ・ビジネス56, 323-348

クリストファー・B・フィリップス、ジョゼフ・デービス、アンドリュー・J・パターソン、チャールズ・J・トーマス(2012)「グローバル債券:米国投資家にとっての検討課題」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

クリストファー・B・フィリップス、フランシス・M・キニリ・ジュニア(2010)「ミューチュアル・ファンドの格付けと将来のパフォーマンス」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

トッド・シュランガー、クリストファー・B・フィリップス(2013)「ミューチュアル・ファンド廃棄場:消滅ファンドの分析」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ウィリアム・F・シャープ(1966)「ミューチュアル・ファンド・パフォーマンス」ジャーナル・オブ・ビジネス 39(1, 第2部:証券価格についての補足), 119-38

ギャレット・L・ハーブロン、ダレン・R・ロバーツ、ジェームズ・J・ロウリー Jr.(2016)「The Case of Low-Cost Index-Fund Investing」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

キンバリー・A・ストックトン、アナトリー・シュテックマン(2010)「戦術的資産配分戦略の評価入門」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

J・L・トレイナー、ケイ・マズイ(1966)「ミューチュアル・ファンドは市場の先を読むことができるか?」ハーバード・ビジネス・レビュー44, 131-36

ダニエル・W・ウォーリック、ブライアン・R・ウィマー、ジェームズ・J・バルサモ(2015)「アルファの物色:対価を払わずに手に入れる」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ブライアン・J・スコット、ジェームズ・J・バルサモ、ケリー・N・マクシェーン、クリストス・タソプロス(2016)「世界的に見た戦略的アセットアロケーションの重要性とホームバイアスの検証」ペンシルバニア州バレーフォージ、バンガード・グループ

ご留意事項

リスクに関する情報

- ここで紹介されるバンガードファンド(「当ファンド」)及びバンガードETFシリーズ(「当ETF」)は、株式や公社債を実質的な主要投資対象としており、株式や公社債の投資に係る価格変動リスクを伴います。一般に、株式の価格は個々の企業の活動や業績、市場・経済の状況等を反映して変動し、また、公社債の価格は市場金利の変動等を受けて変動するため、当ファンド及びETFはその影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。当ファンド及びETFの基準価額の変動要因としては、主に「価格変動リスク」や「為替変動リスク」、「カントリーリスク」、「信用リスク」、「流動性リスク」などがあります。
- 当ファンド及びETFは外貨建資産に投資し、原則として為替ヘッジを行いませんので、為替変動の影響を受け、基準価額が下落し、損失を被ることがあります。したがって、ご投資家の皆様の投資元金は保証されているものではなく、基準価額の下落により、損失を被り、投資元金が割り込むことがあります。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当ETFはそれ自身が証券取引市場で売買されるため、その投資対象先の有価証券の価格変動リスクに加えて、ETFそのものの市場取引に伴う流動性リスクが生じます。ETFの市場での取引量が少ない中で大量の売買を執行すると理論価格から乖離した価格での執行となる恐れがあります。

手数料に関する情報

- ファンドの売買等取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ETFの売買の際には取次ぎ販売会社に対しての手数料をご負担いただくこととなります。購入の際には購入代金と手数料をお支払いいただき、売却の際には売却代金から手数料を引いた金額を受取るようになります。手数料及び取引に掛かるコストにつきましては販売会社にてご確認ください。
- ファンド及びETFへの投資家は間接的にその投資期間分の経費率(エクスペンスレシオ)を負担します。経費率とは、ファンドの内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。経費率は毎年決算時に見直され、変動します。当ファンドについて詳しくは販売会社より交付されます投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。

- 投資信託への投資家は間接的にその投資期間分の信託報酬を負担します。信託報酬は、投資信託の内部で徴収される運用管理費及びその他費用です。ファンド・オブ・ファンズに投資する場合は国内籍の投資信託の信託報酬に加え投資信託が投資する先の外国籍ファンドにも別途信託報酬がかかります。各々の投資信託、もしくは外国籍ファンドの信託報酬の料率の表示の方法や決算期毎の見直しのルールは各々異なりますので、詳しくは販売会社にお問い合わせ下さい。
- 投資信託を売却される際に解約代金の額に応じて算出される信託財産留保額を差し引いて資金が払い戻される場合があります。この信託財産留保額(もしくはレデンプション・フィー)はファンドの財産として残り、運用会社・販売会社等の第三者に払い出されません。

お取引に関する情報

- バンガードETFシリーズのETFを各国のバンガードから直接購入する事は出来ません。バンガード・インベストメンツ・ジャパンはバンガードETFシリーズのETFの売買に係る勧誘もしくは推奨を行なうものではありません。購入を検討される場合は、海外の上場有価証券を取り次ぐことのできる証券会社にお問い合わせ下さい。
- バンガードETFはクリエーション単位での買い戻のみ可能です。バンガードETFは証券会社の取り次ぎにより流通市場で売買することができます。
- バンガード・インベストメンツ・ジャパンは、金融商品取引業1種の登録を受けておりますが、お客様に金融商品取引の執行に関わるサービスを提供していません。個別の金融商品取引に係わる説明、告知、もしくは報告等、及び同取引に係わる売買代金の受け渡しも行っておりません。金融商品の売買を行う場合は、当社以外の金融商品取引業者からあらかじめ必要な情報を入手し、法令上の手続きをお済ませのうえお取引下さい。

その他

- バンガードファンドは、目論見書等による開示を受ける事を条件に申込が可能です。
- すべてのETF商品は株式市場のリスクにさらされており、元金を失うおそれもあります。中型株及び小型株のETF商品は、大型株ETF商品よりも通常大きく変動します。世界各国への投資を行うETF商品には、通貨の変動あるいは特定の国々や地域における混乱などのリスクが加わります。新興国市場投資のETF商品のり

スクは一般的に、先進諸国向け投資のETF商品よりも高くなります。セクターETF商品はセクターのリスク及び分散リスクにさらされているため、市場全体よりも大きく変動します。さらにサンプリング法を採用しているセクターETF商品は、他のETFよりも大きなトラッキング・エラーを示すことがあります。債券ETF商品への投資は金利、信用、及びインフレリスクを伴います。

- 「Vanguard」(日本語での「バンガード」を含む)、「Vanguard ETF」、「Vanguard ETFs」及び帆船を模したロゴは、「The Vanguard Group, Inc.」の商標です。
- バークレイズ・リスク・アナリティクスおよびインデックス・ソリューションズ・リミテッドおよびその関連会社(「バークレイズ」)は、バンガードファンドのスポンサーではなく、またその保証、販売、販売促進も行いません。バークレイズは、バンガードファンドへの投資の妥当性に関しておよび一般的な証券投資の妥当性に関して何らかの表明をすることは一切いたしません。バークレイズとバンガードとの唯一の関係は、バンガードおよびバンガードファンドとは関係なくバークレイズが決定、構築、算出した指数のライセンスをバンガードに提供することのみです。バークレイズは、指数の決定、構築、算出において、バンガードおよびバンガードファンドの所有者の要求を考慮する義務を負いません。バークレイズは、バンガードファンドの管理、マーケティングおよび売買に関して、一切の義務や法的責任を負いません。
- London Stock Exchange Group companiesには、FTSE International Limited(「FTSE」)、Frank Russell Company(「Russell」)、MTS Next Limited(「MTS」)およびFTSE TMX Global Debt Capital Markets Inc(「FTSE TMX」)が含まれます。無断複写・転載を禁じます。FTSEまたはRussellに関する「FTSE®」、「Russell®」、「MTS®」、「FTSE TMX®」、「FTSE Russell」およびその他のサービスマークおよび商標は、London Stock Exchange Group companiesの商標であり、FTSE、MTS、FTSE TMXおよびRussellがライセンスに基づいて使用します。すべての情報は、情報提供のみを目的として提供されています。本刊行物に掲載されたすべての情報の正確を期しておりますが、London Stock Exchange Group companies およびそのライセンサーは本刊行物の使用による損害に対し一切責任を負いません。London Stock Exchange Group companies およびそのすべてのライセンサーは、明示・黙示を問わず、FTSE インデックスまたはRussellインデックスを使用した結果や、FTSEインデックスまたはRussellインデックスが使用されるあらゆる特定目的へのそれらの適合性についていかなる要求、予測、補償、表明も行いません。
- 本資料の中で言及されている、バンガード・グループが販売しMSCIインデックスに連動するファンドまたは証券に関して、MSCIはスポンサーではなく、そのようなファンドまたは証券の保証や販売促進を行うものではなく、またそのようなファンドまたは証券に対して何らの責任を負うものではありません。そのようなファンドまたは証券に関して、MSCIとバンガード・グループとの間に発生する限定的な関係性については、そのようなファンドまたは証券の目論見書に詳しく記載されています。
- 「Dividend Achievers」は、The NASDAQ OMX Group, Inc.(同社の関連会社と総称して「NASDAQ OMX」)の商標で、The Vanguard Group, Inc.がライセンスを得て使用しています。NASDAQ OMXはバンガードのミューチュアルファンドのスポンサーではなく、またその保証、販売、販売促進も行いません。NASDAQ OMXはバンガードのミューチュアルファンドへの投資の妥当性に関して何らかの表明をすることは一切いたしません。NASDAQ OMXはバンガードのミューチュアルファンドに関して何ら保証するものではなく、バンガードのミューチュアルファンドに対して何らの責任を負うものではありません。
- 「S&P 500、S&P 500 Growth、S&P 500 Value、S&P Completion、S&P Mid-Cap 400、S&P Mid-Cap 400 Growth、S&P Mid-Cap 400 Value、S&P Small-Cap 600、S&P Small-Cap 600 GrowthおよびS&P Small-Cap 600 Value」はS&P Dow Jones Indices LLC(「SPDJI」)の商品であり、バンガードはライセンスを得て使用しています。Standard & Poor's®およびS&P®はStandard & Poor's Financial Services LLC(「S&P」)の登録商標で、Dow Jones®はDow Jones Trademark Holdings LLC(「Dow Jones」)の登録商標で、S&P®およびS&P 500®はS&Pの登録商標であり、これらの登録商標はSPDJIがライセンスを得て使用しており、バンガードは特定の目的のためにサブライセンスを得ています。SPDJI、Dow Jones、S&Pおよびこれら各社の関連会社は、バンガードのS&P 500、S&P 500 グロース、S&P 500 バリュエ、エクステンデッド・マーケット、S&P ミッドキャップ400、S&P ミッドキャップ 400 グロース、S&P ミッドキャップ 400 バリュエ、S&P スモールキャップ 600、S&P スモールキャップ 600 グロースおよびS&P スモールキャップ 600 バリュエの各ファンドのスポンサーではなく、またその保証、販売、販売促進も行わず、これら各社は、かかる商品への投資の妥当性に関して何らかの表明をすることは一切行わず、また、S&P 500、S&P 500 Growth、S&P 500 Value、S&P Completion、S&P Mid-Cap 400、S&P Mid-Cap 400 Growth、S&P Mid-Cap 400 Value、S&P Small-Cap 600、S&P Small-Cap 600 Growthまたは

S&P Small-Cap 600 Valueの各インデックスの正確性、完全性および適時性について責任を負うものではありません。

- ラッセル1000[®]、ラッセル1000[®]バリュウ、ラッセル1000[®]グロース、ラッセル2000[®]、ラッセル2000[®]バリュウ、ラッセル2000[®]グロース、ラッセル3000[®]およびラッセル[®]はRussell Investmentsの登録商標であり、The Vanguard Group, Inc.がライセンスを得て使用しています。Russell Investmentsはバンガード・ファンドのスポンサーではなく、またその保証、販売、販売促進も行わず、かかる商品への投資の妥当性に関して何らかの表明をすることは一切いたしません。
- Morningstar data © 2017 Morningstar, Inc. All rights reserved. ここに含まれる情報の著作権はMorningstarおよびそのコンテンツ・プロバイダーに帰属します。ここに含まれる情報の無断転載を禁じます。Morningstarおよびそのコンテンツ・プロバイダーは、ここに含まれる情報の正確性・完全性・適時性を保証しません。Morningstarもそのコンテンツ・プロバイダーも、ここに含まれる情報を使用したことで発生した損害または損失に対して一切の責任を負いません。
- ©Thomson Reuters. All rights reserved. 本資料は、そこで言及されているファンドの購入の申し込みとなるものではありません。また、Lipper Leader のファンドに関する情報は、投資信託の売買を推奨するものではありません。Lipper Leadersが分析しているのは過去のファンドのパフォーマンスであり、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ないことにご留意下さい。明示・黙示であれ、法律上または事実上、口頭または書面を問わず、いかなる保証または条件も提示されておらず、またいかなる表明も行われていません。Lipper および Lipper ロゴは登録商標です。Lipper の他のサービスの詳細については、www.lipperweb.comをご覧ください。
- CFA[®]はCFA協会が所有する商標です。
- 本資料に含まれる情報は金融商品の募集や取得の勧誘を意味するものではありません。そのような募集や勧誘が違法である管轄区において、または、ある人に対しそのような募集や勧誘を行うことが不法である場合、または、募集や勧誘を行う人にその資格がない場合、本資料に含まれる情報は金融商品の募集または取得の勧誘とみなすべきではありません。本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- 本資料は金融商品取引法に定義される開示資料ではありません。
- 本資料の内容に関しては公正を期しておりますが、内容の正確性を保証するものではありません。本資料の内容は作成時の状況及び見解であり、今後、予告なしに変更することがあります。
- 本資料に掲載のコンテンツ（イラスト・写真・文章・表・グラフ等）の無断転載を禁じます。これらのコンテンツの著作権はThe Vanguard Group, Inc.あるいは引用の注記が付されているものについてはその引用先に帰属します。
- 弊社の事前許可なく本資料を第三者へ交付することとはご遠慮下さい。
- 投資にはリスクが伴います。
- 特定の有価証券その他の商品への投資に係る最終的な判断は、目論見書その他関係資料等を参考の上、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。



Vanguard Investments Japan

Connect with Vanguard™ > vanguardjapan.co.jp

バンガード・インベストメンツ・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第146号
加入協会:日本証券業協会、一般社団法人 投資信託協会、
一般社団法人 日本投資顧問業協会