

# 日本市場で継続的にアウトパフォームする アクティブ・ファンドを見極めることは困難



**Sue Lee**

指数投資戦略部門の APAC ヘッド  
S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス

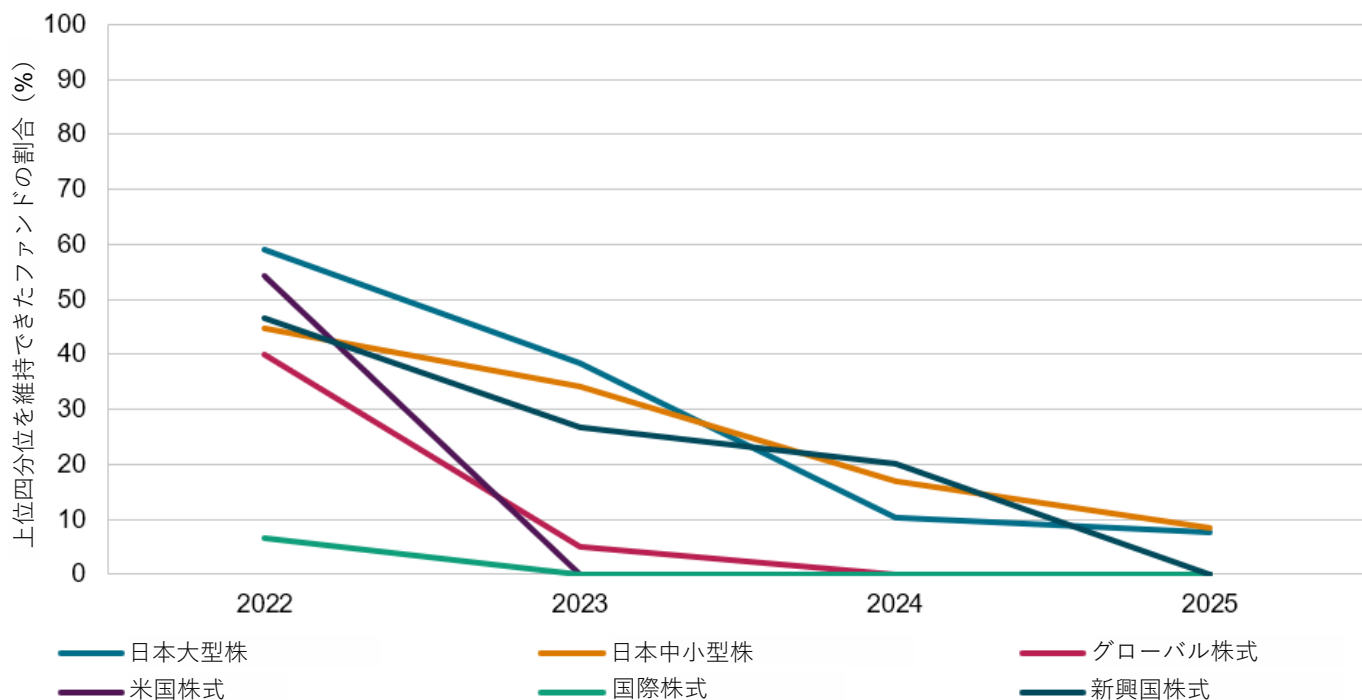
原文: [The Search for Elusive Outperforming Active Funds in Japan](#)

[SPIVA®スコアカード](#)の読者であればご存じのとおり、市場平均を上回る投資成果を得ることは容易ではありません。さらに、それを継続的に実現できるアクティブ運用マネージャーはごくわずかであり、そのような運用マネージャーを見つけることは至難の業といえるでしょう。2025 年には、日本籍のアクティブ運用株式ファンド 933 本のうち、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は、80%超に上りました<sup>1</sup>。一方で、ベンチマークをアウトパフォームした少数のファンドについても、手放しで評価できるわけではありません。重要なのは、どれだけのファンドが、ベンチマークを継続的にアウトパフォームできたのかという点です。

アクティブ運用マネージャーに優れた運用能力があるのであれば、そのファンドは長期にわたり一貫してベンチマークをアウトパフォームできるはずですが、しかし、当社の調査によると、アクティブ運用によるアウトパフォーマンスは長続きしないことが多く、こうした傾向は資産クラスや地域を問わず共通して見られます。

日本市場も例外ではありません。[SPIVA 日本スコアカード](#)の対象ファンドを見ると、ある期間に優れたパフォーマンスを上げたファンドの大半は、その後数年間にわたり好成績を維持することができませんでした。2021 年にパフォーマンス上位四分位（上位 25%）に入った日本大型株ファンド 78 本と日本中小型株ファンド 47 本のうち、その後 4 年間にわたって毎年上位四分位を維持できたファンドはわずか 8%にとどまりました（内訳は、日本大型株ファンド 6 本、日本中小型株ファンド 4 本）。さらに、国内株式ファンド以外の各カテゴリーでは、5 年連続で上位四分位にランクインしたファンドは 1 本もありませんでした（図表 1 参照）。

図表 1：2021 年に上位四分位に入ったファンドのうち、その後 4 年間にわたって上位四分位を維持できたファンドの割合

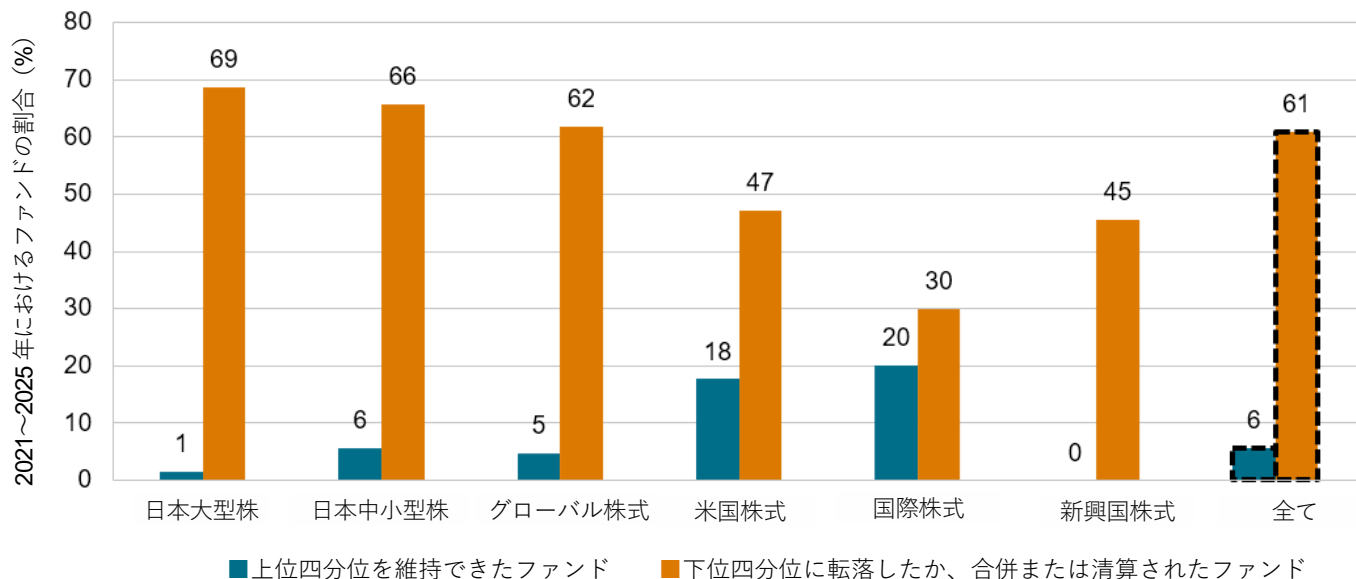


出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。図表は説明目的のために提示されています。

より長い投資期間で見ると、この傾向はさらに鮮明になります。図表 2 に示すように、2020 年 12 月までの 5 年間では、報告対象となった日本の全ファンド・カテゴリーで上位四分位に入ったファンドのうち、その後 5 年間にわたり上位四分位を維持できたファンドはわずか 6%にとどまりました。一方で、61%のファンドは下位四分位に転落したか、あるいは合併または清算されました。

このように、上位四分位に入ったファンドが下位四分位に転落したり、合併・清算されたりした動きは、国内株式ファンドで特に顕著に見られました。2016 年から 2020 年までの 5 年間のパフォーマンスが上位四分位に入った日本大型株ファンドのうち、その後の 2021 年から 2025 年までの 5 年間ににおいても上位四分位を維持できたファンドはわずか 1%にとどまりました。一方、69%のファンドは下位四分位に転落したか、あるいは合併または清算されました。

図表 2：2016 年～2020 年に上位四分位に入ったファンドの、2021 年～2025 年のパフォーマンス



出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、モーニングスター。2025 年 12 月 31 日現在のデータ。「全て」は、全てのカテゴリーのファンド加重平均として算出されています。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。

2016～2020 年と 2021～2025 年の市場動向を比較することで、なぜ上位ファンドの顔ぶれがこれほど大きく変わったのか、その背景を理解する手掛かりが得られるかもしれません。この 2 つの 5 年間における日本のセクター指数及びファクター指数<sup>2</sup>のパフォーマンス（図表 3 参照）を比較すると、市場を牽引した分野が大きく入れ替わっていることが分かります。例えば、2016 年から 2020 年にかけて最も高いパフォーマンスを示した情報技術、コミュニケーション・サービス、及びヘルスケアの各セクターは、2021 年から 2025 年にはいずれもアンダーパフォームしました。一方、2016 年から 2020 年にかけてパフォーマンスが最も低迷していた金融セクター及びエネルギー・セクターは、その後の 5 年間で市場を大幅にアウトパフォームしました。

ファクター別に見ても、同様の逆転現象が見られました。2016 年から 2020 年にかけて最も高いパフォーマンスを示したクオリティ・ファクターは、2021 年から 2025 年には最下位へと転落しました。一方、バリュー、配当、及び自社株買いの各ファクターはこれとは逆の動きを示し、直近 5 年間ではこれらのファクターが市場を牽引しました（図表 3 参照）。以上のように、アクティブ運用ファンドの大半は好成績を維持できず、市場の牽引役も大きく入れ替わりました。日本株式市場の環境が変化する中で、多くの国内株式のアクティブ運用マネージャーにとって難しい局面が続いたと考えられます。

図表 3：日本のセクター指数及びファクター指数のパフォーマンス

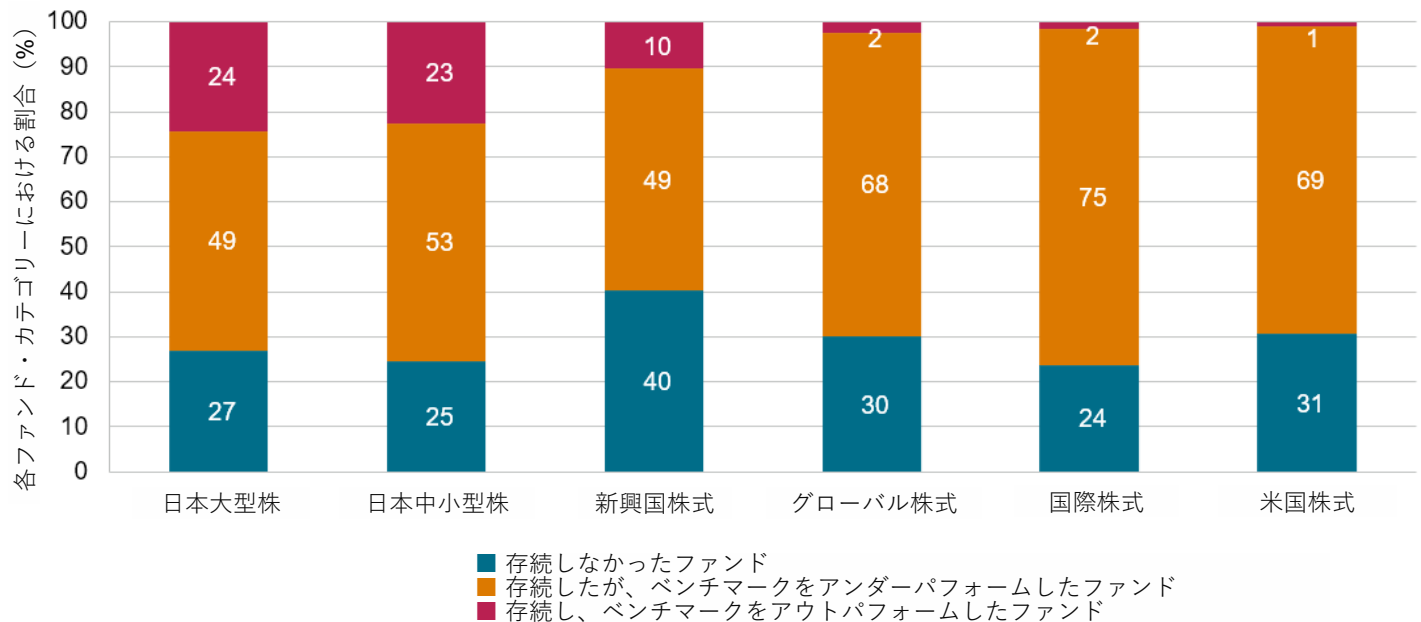
S&P 日本 500 指数のセクター別パフォーマンス	
2016 年～2020 年	2021 年～2025 年
情報技術 (101%)	金融 (338%)
コミュニケーション・サービス (78%)	エネルギー (307%)
ヘルスケア (55%)	不動産 (141%)
資本財・サービス (36%)	資本財・サービス (140%)
<b>S&amp;P 日本 500 指数 (32%)</b>	公益事業 (125%)
素材 (32%)	<b>S&amp;P 日本 500 指数 (115%)</b>
一般消費財・サービス (25%)	情報技術 (111%)
生活必需品 (18%)	一般消費財・サービス (102%)
不動産 (12%)	コミュニケーション・サービス (86%)
エネルギー (-12%)	素材 (69%)
金融 (-14%)	生活必需品 (43%)
公益事業 (-22%)	ヘルスケア (18%)

日本のファクター指数のパフォーマンス	
2016 年～2020 年	2021 年～2025 年
S&P クオリティ日本大中型株指数 (65%)	S&P エンハnst・バリュー日本大中型株指数 (233%)
<b>S&amp;P 日本 500 指数 (32%)</b>	S&P/JPX 配当貴族指数 (181%)
S&P モメンタム日本大中型株指数 (28%)	S&P 日本 500 バイバック指数 (146%)
S&P 低ベータ日本指数 (24%)	S&P モメンタム日本大中型株指数 (127%)
S&P/JPX 配当貴族指数 (21%)	<b>S&amp;P 日本 500 指数 (115%)</b>
S&P 日本 500 バイバック指数 (15%)	S&P 低ベータ日本指数 (101%)
S&P 日本 500 低ボラティリティ指数 (13%)	S&P 日本 500 低ボラティリティ指数 (87%)
S&P エンハnst・バリュー日本大中型株指数 (2%)	S&P クオリティ日本大中型株指数 (73%)

出所：S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC。2025 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。

直近 5 年間では、報告対象となった全てのカテゴリーにおいて、日本のアクティブ運用株式ファンドの大半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（図表 4 参照）。国内株式ファンドは比較的底堅い結果となり、およそ 4 分の 1 のファンドがそれぞれのベンチマークをアウトパフォームしました。しかし、どのファンドがアウトパフォームするかを事前に見極めることは困難だったと考えられます。特に、優れたファンドを見極めるうえで、過去の運用実績が必ずしも有効な手掛かりにはならないことが示されました。

図表 4：日本籍のアクティブ運用株式ファンドの5年間の生存率及びアウトパフォーム率



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。2020年12月31日から2025年12月31日までのデータ。S&P ワールド（除く日本）指数（日本円建て）は、2025年1月15日に算出を開始しました。S&P エマージング・プラス指数（日本円建て）は、2025年5月5日に算出を開始しました。指数算出開始日前の全てのデータは、仮説に基づいてバックテストされたデータです。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、本資料の最後にあるパフォーマンス開示をご覧ください。

<sup>1</sup>Lee, Sue ほか著「[SPIVA 日本スコアカード（2025年末版）](#)」、S&P ダウ・ジョーンズ・インデックス LLC、2026年3月9日。

<sup>2</sup>日本のセクター指数及びファクター指数のリストについては、[指数ダッシュボード：日本](#)をご覧ください。

本稿の内容は筆者の個人的な意見であり、投資助言を目的とするものではありません。[免責条項](#)をお読み下さい。

## GENERAL DISCLAIMER

© 2026 S&P Dow Jones Indices. All rights reserved. S&P, S&P 500, S&P 500 LOW VOLATILITY INDEX, 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, S&P TARGET DATE INDICES, S&P PRISM, S&P STRIDE, GICS, SPIVA, SPDR and INDEXOLOGY are registered trademarks of S&P Global, Inc. ("S&P Global") or its affiliates. DOW JONES, DJ, DJIA, THE DOW and DOW JONES INDUSTRIAL AVERAGE are registered 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. Prospective investors are advised to make an investment in any such fund or other vehicle only after carefully considering the risks associated with investing in such funds, as detailed in an offering memorandum or similar document that is prepared by or on behalf of the issuer of the investment fund or other investment product or vehicle. S&P Dow Jones Indices LLC is not a tax advisor. A tax advisor should be consulted to evaluate the impact of any tax-exempt securities on portfolios and the tax consequences of making any particular investment decision. Inclusion of a security within an index is not a recommendation by S&P Dow Jones Indices to buy, sell, or hold such security, nor is it considered to be investment 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.

Credit-related information and other analyses, including ratings, research and valuations are generally provided by licensors and/or affiliates of S&P Dow Jones Indices, including but not limited to S&P Global's other divisions such as S&P Global Market Intelligence. Any credit-related information and other related analyses and statements in the Content are statements of opinion as of the date they are expressed and not statements of fact. Any opinion, analyses and rating acknowledgement decisions are not recommendations to purchase, hold, or sell any securities or to make any investment decisions, and do not address the suitability of any security. S&P Dow Jones Indices does not assume any obligation to update the Content following publication in any form or format. The Content should not be relied on and is not a substitute for the skill, judgment and experience of the user, its management, employees, advisors and/or clients when making investment and other business decisions. S&P Dow Jones Indices LLC does not act as a fiduciary or an investment advisor. While S&P Dow Jones Indices has obtained information from sources they believe to be reliable, S&P Dow Jones Indices does not perform an audit or undertake any duty of due diligence or independent verification of any information it receives.

To the extent that regulatory authorities allow a rating agency to acknowledge in one jurisdiction a rating issued in another jurisdiction for certain regulatory purposes, S&P Global Ratings reserves the right to assign, withdraw or suspend such acknowledgement at any time and in its sole discretion. S&P Dow Jones Indices, including S&P Global Ratings, disclaim any duty whatsoever arising out of the assignment, withdrawal or suspension of an acknowledgement as well as any liability for any damage alleged to have been suffered on account thereof. Affiliates of S&P Dow Jones Indices LLC, including S&P Global Ratings, may receive compensation for its ratings and certain credit-related analyses, normally from issuers or underwriters of securities or from obligors. Such affiliates of S&P Dow Jones Indices LLC, including S&P Global Ratings, reserve the right to disseminate its opinions and analyses. Public ratings and analyses from S&P Global Ratings are made available on its Web sites, [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com) (free of charge), and [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) and [www.globalcreditportal.com](http://www.globalcreditportal.com) (subscription), and may be distributed through other means, including via S&P Global Ratings publications and third-party redistributors. Additional information about our ratings fees is available at [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

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.