

■ ケインズ CIO

ジョン・メイナード・ケインズ(John Maynard Keynes)は、マクロ経済学の確立に大きな役割を果たした 20 世紀の最も偉大な経済学者の一人です。1936 年に書かれた代表的な著作『雇用・利子および貨幣の一般理論』では、失業の原因を究明し、完全雇用政策に基づく経済不況からの打開策を提唱しています。同時にケインズは、20 世紀を代表する機関投資家の運用者の一人でもありました。彼は自身の資産だけでなく、ケンブリッジ大学のキングス・カレッジ基金の運用も担当していたのです。

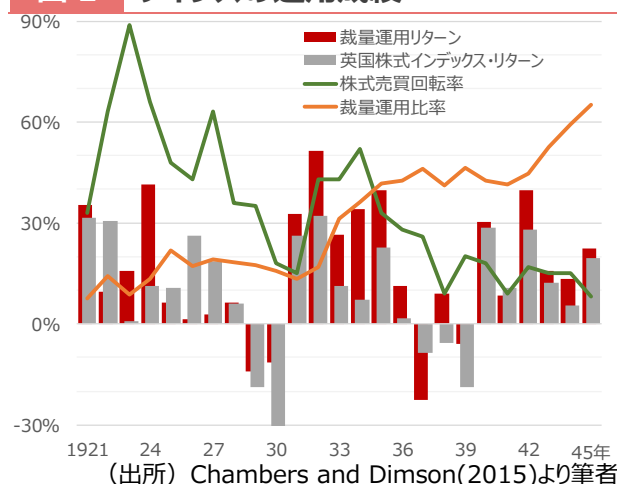
ケインズは 1921 年に、ケンブリッジ大学キングス・カレッジの副会計係(Second Bursar)に就任しました。英国の大学では、会計係は大学基金の管理責任者で、現在でいえば CIO(最高投資責任者)に近い役割のようです。ケインズは、その下で実質的な運用を担当していたと考えられますが、1930 年代には主会計係(First Bursar)として、基金運用についてほぼ全面的な裁量を持つようになります。つまり、1921～1946 年の約四半世紀、ケインズはキングス・カレッジの実質的な CIO だったと考えられています。

ただ、ケインズが基金すべてを自由に運用できたかという、そうでもなかったようです。キングス・カレッジには様々な寄付金があり、例えば英国国債だけに投資するという条件が付いているものもありました。そのような自由に運用できない制約付きのポートフォリオ(Restricted Portfolio)とケインズが自ら自由に運用できる「裁量ポートフォリオ(Discretionary Portfolio)」に分けられていたようで、それぞれの運用記録が残っています。

■ 実際のパフォーマンス

ケインズ個人としての投資成績ははっきりとした資料はありませんが、1921～1945 年度のキングス・カレッジ基金の運用成績を復元した研究がいくつかあります。代表的なのは、「Keynes the Stock Market Investor: A Quantitative Analysis (株式投資家・ケインズ：ある定量的な分析)」というデイヴィッド・チェンバーズ(David Chambers)、エルロイ・ディムソン(Elroy Dimson)らの論文^{*1}です。

図 1 ケインズの運用成績



この研究のために著者らは、キングス・カレッジのアーカイブを利用して、売買記録、保有銘柄、配当、月次評価額、会計帳簿などをデータベース化しました。彼らの研究が発表される前もケインズの投資手法を評価する声はありましたが、このようにデータを揃えて定量的に分析することで、投資家としてのケインズの能力をより客観的に把握しようとしたわけです。

図 1 は、この論文からとったデータを示したものです。ここでは特にケインズが自由に運用できた「裁量ポートフォリオ」に絞り、その各年のリター

ンを英国株のインデックスと比較してあります。なお、この英国株インデックスのリターンは、等金額加重のDMSトータルリターンインデックスに基づいて作られています。ちなみに、「DMS」は「ディムソン・マーシュ・スタントン (Dimson-Marsh-Staunton)」の略で、『証券市場の真実 101 年間の目撃録 (Triumph of the Optimists)』でも知られる 3 人の研究者の頭文字をとったものです。上記論文の著者の一人ディムソンは、証券市場の長期パフォーマンスのデータベース構築とそれに基づく研究で知られる人でもあるわけです。

図 1 を見ると、ケインズが自由に運用していたとされる「裁量ポートフォリオ」はインデックスをはっきりアウトパフォームしています。25 年間の平均リターンは算術平均で 16.0%、標準偏差は 19.1%、対インデックスの平均超過リターンは 5.6%でした。超過リターンがマイナスになったのは 25 年のうちわずか 6 年だけです。この数字自体はまずまずの成果と言えるでしょう。

■ケインズの投資スタイル

ケインズの投資は前半と後半(正確には初期の 3 分の 1 ほどの期間とその後の期間)で大きく変わったとされます。前半にあたる 1920 年代は景気、金利、為替、コモディティ相場の予測を行う、いわばグローバル・マクロ投資家だったと言えます。個人的な投資でもこの期間に大きな損失を出したとされますが、キングス・カレッジ基金の運用成績も決して芳しいものではありませんでした。実際、最初の 10 年間のインデックスに対する超過リターンは 0.7%にすぎません。上記 6 回のマイナスの超過リターンのうち 4 回はこの 10 年間に起こったものです。

しかし、1929 年の世界恐慌を経て、ケインズは投資スタイルを大きく変えます。彼が書簡など

で繰り返し述べるようになった考え方は、市場全体の動きを予想するよりも、優れた企業を適正価格以下で買い、長期保有するほうが良いということでした。その投資スタイルは、今日でいうバリュー投資、集中投資、長期投資を組み合わせたものだったようです。投資とは市場の心理を予想することではなく、十分に検討した少数の企業に大きな金額を投資し、辛抱強く保有することが肝要だと述べています。この考え方は、ウォーレン・バフェットの名言「Diversification is protection against ignorance. (分散投資は無知を保護する手段である)」にも通ずるものがあります。

図 1 には株式の売買回転率も示してありますが、これからもケインズの投資スタイルの変化がうかがわれます。年間売買回転率は 1920 年代約 55%、30 年代約 30%、40 年代約 14%と、時間とともに大きく低下していることがわかります。因果関係はどちらかわかりませんが、それにもなってパフォーマンスも向上しています。図 1 には参考までに、キングス・カレッジ基金に占める「裁量ポートフォリオ」の比率も示してありますが、これは時間とともに上昇しています。ケインズへの信頼なのか、ケインズ自身の自信なのかはわかりませんが、良好なパフォーマンスが要因なのは間違いないところでしょう。

ケインズが投資家として成功した理由は、①予想をやめた、②企業分析に集中した、③売買を減らした、④長期保有した、の 4 つです。なかでも①の予想をやめたということ、20 世紀最高の経済学者が行ったということはどう考えれば良いのでしょうか。ケインズの成功は、アクティブ投資の可能性を示唆する一例ですが、それを一般の投資家が再現できるかどうかは別問題です。(K5)

*1 Chambers, D., Dimson, E. and Foo, J. (2015), Keynes the Stock Market Investor: A Quantitative Analysis, The Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 50, No. 4.

野村アセットマネジメントからのお知らせ

■ ご注意

下記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、野村アセットマネジメントが運用するすべての公募投資信託のうち、投資家の皆様にご負担いただく、それぞれの費用における最高の料率を記載しております。投資信託に係るリスクや費用は、それぞれの投資信託により異なりますので、ご投資をされる際には、事前によく投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をご覧ください。

■ 投資信託に係るリスクについて

投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資一単位当たりの価格が変動します。したがって投資家の皆様のご投資された金額を下回り損失が生じることがあります。なお、投資信託は預貯金と異なります。また、投資信託は、個別の投資信託毎に投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なりますので、ご投資に当たっては投資信託説明書（交付目論見書）や契約締結前交付書面をよくご覧ください。

■ 投資信託に係る費用について

以下の費用の合計額については、投資家の皆様がファンドを保有される期間等に応じて異なりますので、表示することができません。

2026年9月現在

ご購入時手数料 《上限 3.85%（税込み）》	投資家が投資信託のご購入のお申込みをする際に負担する費用です。販売会社が販売に係る費用として受け取ります。手数料率等については、投資信託の販売会社に確認する必要があります。 投資信託によっては、換金時（および償還時）に「ご換金時手数料」等がかかる場合もあります。
運用管理費用（信託報酬） 《上限 2.222%（税込み）》	投資家はその投資信託を保有する期間に応じてかかる費用です。委託会社は運用に対する報酬として、受託会社は信託財産の保管・管理の費用として、販売会社は収益分配金や償還金の取扱事務費用や運用報告書の発送費用等として、それぞれ按分して受け取ります。 * 一部のファンドについては、運用実績に応じて報酬が別途かかる場合があります。 * ファンド・オブ・ファンズの場合は、一部を除き、ファンドが投資対象とする投資信託証券の信託報酬等が別途かかります。
信託財産留保額 《上限 0.5%》	投資家が投資信託をご換金する際等に負担します。投資家の換金等によって信託財産内で発生するコストをその投資家自身が負担する趣旨で設けられています。
その他の費用	上記の他に、「組入価値証券等の売買の際に発生する売買委託手数料」、「ファンドに関する租税」、「監査費用」、「外国での資産の保管等に要する諸費用」等、保有する期間等に応じてご負担いただく費用があります。運用状況等により変動するため、事前に料率、上限額等を示すことができません。

投資信託のお申込みにあたっては、販売会社よりお渡しする投資信託説明書（交付目論見書）の内容を必ずご確認のうえ、ご自身でご判断下さい。