



# Washington D.C. Political and Economic Report

Masaharu Takenaka 竹中 正治  
ワシントン駐在員事務所 所長  
(202)463-0477, mtakenaka@us.mufg.jp  
ワシントン情報 (2006 / No.046)  
2006年7月14日

## 米国の対外株式投資、相対的高パフォーマンスの理由

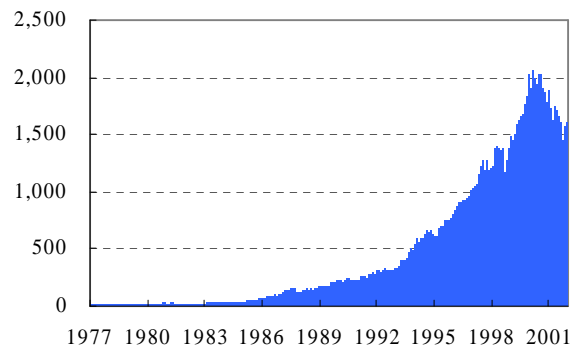
米国のネット対外債務は 2005 年末時点で 2.7 兆ドルに達したが、グロスの対外債権でも米国は世界最大の残高を有している。しかも、証券投資残高 3.8 兆ドル (2005 年 6 月末、除く直接投資) の内、68% の 2.6 兆ドルを海外の株式投資に投じており、米国投資家の存在は日本を含む海外の株式市場で大きい。株式投資比率の高さは米国の対外資産収益率の高さの一因にもなっていると考えられるが、その実際のパフォーマンスはどの程度であろうか? 全米経済研究所 (NBER) が今年 6 月に発表した研究論文は、米国の対外株式投資の国別配分と外国株式指標の変動からベンチマークに対するパフォーマンスの優位を検証した。結論として、米国の対外株式投資の相対的な高収益率は、短期的な売買のスキルではなく、その長期的ポートフォリオ配分に起因すると見られる。以下、同研究論文の概要について報告する。

### 【米国の対外株式投資パフォーマンスをベンチマークと比較する】

全米経済研究所 (NBER) は今年 6 月、「国際株式ポートフォリオのパフォーマンス」と題する研究論文を発表<sup>1</sup>。Virginia 大学 Frank Warnock 教授を始めとする研究者 3 名によって書かれた同論は、2004 年 10 月に International Finance Discussion Paper として FRB から発表された研究論文を改編したものである<sup>2</sup>。

機関投資家や投資顧問の投資パフォーマンスについては過去数十年間に渡って数多くの研究論文が書かれて来た。しかし、対外ポートフォリオ投資全体のパフォーマンス評価に関する研究は少ない。米国の対外株式投資残高は特に 1990 年以降急速に増加し、2003 年末までには約 2 兆億ドル (230 兆円) に到達。今回発表の NBER 論文は、1977 年から 2001 年の 25 年間を対象に、グローバル・ベンチマーク (MSCI World Index) と実際の米国対外株式投資の投資収益の比較を試みたものである。

図表 1 : 米国対外株式投資残高 (10 億ドル)



出典 : Thomas, Warnock, Wongsan, "The Performance of International Portfolios"に基づき当駐在作成

<sup>1</sup> Charles P. Thomas, Francis E. Warnock, Jon Wongsan "The Performance of International Equity Portfolios"

原文は以下のウェブサイトにて入手可 : <http://www.nber.org/papers/w12346>

<sup>2</sup> "The Performance of International Portfolios" と題された 2004 年 10 月の論文は以下のウェブサイトにて入手可 : <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2004/817/default.htm>



NBER 論文の対外投資残高データは、1994年3月、1997年12月、2001年12月に財務省・FRB・NY 連銀が行った対外証券投資残高調査を基に推計されたもので、資本フローの月次統計データをこれらの残高調査と照合して随時修正している<sup>3</sup>。同研究によると、米国投資家は過去、ユーロ圏の株式の比重を増やす一方、日本を中心とする「その他先進国」の株式比重を減らしていたことが判る。MSCI 指標と比較した場合、先進国株式と新興市場国株式の配分比率はほぼ同じで、先進国株式の比率が90%前後を占める。

図表 2：米国対外株式投資配分と米国を除く MSCI 投資シェアの比較 (%)

	1989年			1996年			2001年		
	MSCI	米国	(比重差)	MSCI	米国	(比重差)	MSCI	米国	(比重差)
<b>先進国</b>	<b>94.2</b>	<b>94.4</b>	0.2	<b>85.7</b>	<b>86.6</b>	0.9	<b>90.3</b>	<b>89.4</b>	-0.9
<b>ユーロ圏</b>	<b>16.9</b>	<b>24.4</b>	7.5	<b>20.1</b>	<b>26.2</b>	6.1	<b>31.4</b>	<b>32.2</b>	0.8
フランス	4.3	6.9	2.6	5.3	5.4	0.1	9.1	7.9	-1.2
ドイツ	5.1	4.2	-0.9	5.8	4.8	-1	6.8	5.1	-1.7
オランダ	2.1	7.3	5.2	3.4	8.0	4.6	5.0	7.9	2.9
<b>その他欧州</b>	<b>16.0</b>	<b>27.2</b>	11.2	<b>22.0</b>	<b>26.2</b>	4.2	<b>31.5</b>	<b>32.7</b>	1.2
スイス	2.4	3.7	1.3	5.0	4.6	-0.4	6.4	5.3	-1.1
英国	11.3	20.2	8.9	14.2	16.9	2.7	21.8	24.6	2.8
<b>その他先進国</b>	<b>61.3</b>	<b>42.8</b>	-18.5	<b>43.7</b>	<b>34.1</b>	-9.6	<b>27.5</b>	<b>24.5</b>	-3
オーストラリア	1.9	2.7	0.8	2.2	3.2	1	3.2	2.6	-0.6
カナダ	3.7	13.1	9.4	3.2	6.1	2.9	4.5	6.3	1.8
日本	54.2	25.4	-28.8	34.5	20.1	-14.4	17.3	12	-5.3
香港	0.9	0.9	0	2.6	3.2	0.6	1.7	2.1	0.4
シンガポール	0.6	0.6	0	1.3	1.4	0.1	0.8	1.5	0.7
<b>新興市場国</b>	<b>5.8</b>	<b>5.6</b>	-0.2	<b>14.3</b>	<b>13.4</b>	-0.9	<b>9.7</b>	<b>10.6</b>	0.9
<b>中南米</b>	<b>0.8</b>	<b>2.1</b>	1.3	<b>3.4</b>	<b>5.8</b>	2.4	<b>2.2</b>	<b>3.6</b>	1.4
アルゼンチン	0.0	0.2	0.2	0.4	1.1	0.7	0.1	0.1	0
ブラジル	0.4	0.3	-0.1	1.2	1.4	0.2	0.9	1.5	0.6
メキシコ	0.3	1.4	1.1	0.9	2.5	1.6	0.9	1.8	0.9
<b>アジア</b>	<b>4.8</b>	<b>2.0</b>	-2.8	<b>8.1</b>	<b>5.5</b>	-2.6	<b>5.0</b>	<b>4.6</b>	-0.4
中国	...	0.2	-	0.0	0.2	0.2	0.6	0.2	-0.4
インド	...	0.0	-	0.6	0.3	-0.3	0.5	0.5	0
韓国	1.4	0.5	-0.9	1.8	1.4	-0.4	1.6	2.1	0.5
<b>欧州</b>	<b>0.2</b>	<b>0.1</b>	-0.1	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	-0.2	<b>1.0</b>	<b>0.9</b>	-0.1
<b>その他</b>	<b>0.0</b>	<b>1.3</b>	1.3	<b>2.1</b>	<b>1.7</b>	-0.4	<b>1.3</b>	<b>1.4</b>	0.1
総額 (10億ドル)		235			804			1,613	

出典：Thomas, Warnock, Wongswan, "The Performance of International Equity Portfolios" Table 1 に基づき当駐在作成

先進国株式の内訳に注目すると、双方の乖離が見られる。図表 2 は米国を除いた MSCI 指標の国別株式シェアと米国の対外株式投資残高の国別内訳を比較したものである。米国の対外株式投資配分ではユーロ、英国、日本のシェアが大きな部分を占める。しかし、MSCI 指標の内訳に比べて、89年、96年の米国対外株式投資は欧州諸国への傾斜が大きく、一方日本に対しては相対的にシェアが低く抑えられていた。（ただし、こうした対欧州と対日本でのベンチマーク比較での対照的な乖離は 2001 年には縮小している。NBER 論文には示されていない

<sup>3</sup> 図表 1 参照。なお、研究に使用されたデータは以下のウェブサイトで公表されている。

<http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2004/817/default.htm>

Washington D.C. Representative Office



が、2003 年以降は対日本株式投資の急増、対欧州投資の低迷が確認されているので、現在では MSCI との内訳格差は更に縮まったと考えられる。) )

同論文は上記の投資配分統計と各国株式指標に基づく投資収益率を組み合わせ、ベンチマーク指標 (米国を除く MSCI World Index) と米国対外株式投資の投資パフォーマンスを比較している。 図表 3 は 1 ヶ月ユーロドル金利に対する株式投資の月次超過収益率を比較したものである。対象期間を 1990 年前後に分けて検証した場合、1990 年以降の米国の対外株式投資のシャープ測度 (=株式投資の超過収益率をそのリスクを調整して示す尺度) は、統計学的にベンチマークのそれを上回る (有意水準 5%。なお、1990 年以前のデータには新興市場国向け投資が含まれていない。)

図表 3 : 米国対外株式投資とベンチマーク指標の月次超過収益率比較 (%)

	1977 - 2001		1977 - 1989		1990 - 2001	
	ベンチマーク	米国	ベンチマーク	米国	ベンチマーク	米国
平均 (月次)	0.426	0.516	0.922	0.873	-0.108	0.132
平均 (年率換算)	5.112	6.192	11.064	10.476	-1.296	1.584
標準偏差 (月次)	4.802	4.560	4.735	4.667	4.815	4.412
シャープ測度	8.870	11.318	19.470	18.715	-2.241	2.983
カイ二乗検定*		2.159		0.101		4.952
P値		0.142		0.751		0.026

\* 「ベンチマークと米国のシャープ測度は同一である」という帰無仮説に対する統計検定。

出典 : Thomas, Warnock, Wongswan, "The Performance of International Equity Portfolios" Table 2 に基づき当駐在作成

同研究では、各国株式市場に対する投資銘柄の内訳はベンチマークも実際の米国の対外株式投資も同じであると仮定している。従って、同論の投資収益率の比較は、個別銘柄の配分効果ではなく、国別投資配分の違いを評価していることになる。また、諸外国の株式指標に基づく投資収益率は米国ドルベースの収益率に換算されており、株式価格の変動のみならず為替損益を含んでいる。

### 【相対的高パフォーマンスの原因は？】

一般的に、株式投資運用のパフォーマンスの違いは、個別株式銘柄の変動を予想し、短期的な売買を行うことにより収益を上げる「売買技能 (trading expertise)」、及び株式ポートフォリオの長期的な最適配分を選定する「投資配分技能 (allocation expertise)」からなると考えられる。NBER 論文は、過去のデータ分析を通じて、いずれの要因が米国対外株式投資のパフォーマンス優位に帰結したのかを推論している。

従来の国際金融論では、外国投資家は情報収集の面で国内投資家に比べて不利な立場にあると考えられて来た。外国投資家の情報収集能力の劣位は、企業収益を後から追いかける投資運用パターンとなり、「高値買い、安値売り」をする結果、投資パフォーマンスは結果的に低下するという見方も強かった。しかし、今回発表の NBER 研究では、米国投資家の海外株式投資にそのようなモメンタム追随型 (momentum strategy) の投資運用戦略を見ることはできない。



同論文が用いる統計手法によると<sup>4</sup>、米国株式投資の純増・純減からは、いずれの投資戦略の性格を確認することもできない。ただし、株式売却（投資配分減）に限って観測した場合、米国投資家には相場が高い時に売り抜ける逆張り戦略（contrarian strategy）の傾向が見られると言う。

こうした投資戦略が、実際に投資パフォーマンス向上をもたらしたのかどうか確認する方法として、NBER 論文は二つの統計検査を行っている。最初の検査は諸々の資産評価モデルに基づき、米国株式ポートフォリオに一般公開情報に基づく資産評価では説明できない超過収益（alpha）の存在が認められれば、取引技量に基づく収益向上を統計的に実証したことになるという論拠に基づいた方法である。第二の手法は一定の資産評価モデルに頼らない方法で、期待収益定数を超える異常収益とポートフォリオ配分変化の相関関係から、取引技能の練度を測定する。報告書はこれらの統計検証の結果、米国株式投資の収益率が、売買を選ぶ技能によって向上したとは認められないと結論した。

### 【投資配分の違いが高パフォーマンスをもたらした】

1990 年代における米国株式ポートフォリオのパフォーマンス優位が、売買を選ぶ技能に起因するのでないとするれば、その原因は期間当初のポートフォリオ配分にあるということになる。NBER 論文によると、米国株式投資は、その対外株式投資配分が 1989 年から全く変化しないと仮定した場合でも、ベンチマークを統計学的に上回る投資パフォーマンスを挙げたと推計される。

90 年以降のベンチマークを上回る投資パフォーマンスの理由としては、①対外株式投資が収益パフォーマンスの高い英国／欧州諸国への投資比率が相対的に高かったこと、②収益パフォーマンスの低かった日本銘柄の比重が低かったこと、が挙げられる。新興市場国に限っては、メキシコ銘柄の比重が高いことと、韓国／台湾銘柄の比重が低いことが収益率向上に寄与したと考えられている。NBER 論文は、米国投資家のこうした投資配分をもたらした理由として、コーポレート・ガバナンスの問題に言及している。同論によると、米国投資家には内部関係者の株式保有率（insider ownership）の高い株式を敬遠する傾向が強く、1989 年についてはそうした傾向が統計学的にも確かめられている。同論文は、米国対外株式投資の高パフォーマンスは外国投資家にとって深刻な情報不利が存在しないことを証明したとも考えられるが、一方ではまさにそうした情報不利を克服する手段として企業投資体制の整った投資先を選んだ結果が高収益を生んだとも言える。一言に要約するならば、「割高な市場、不透明な市場には手を出さない、比重を落とす」という常識的な対応が、投資の相対的な高パフォーマンスを生み出したと言えるだろう。

<sup>4</sup> 投資家による株式配分の意図的な増減は以下の計算によって表すことができる。

$$X_{i,t} = w_{i,t} - w_{i,t-1} \left( \frac{1+r_{i,t}}{1+r_{p,t}} \right)$$

ポートフォリオ全体の収益率（ $r_{p,t}$ ）に比較して個別銘柄の収益率（ $r_{i,t}$ ）が増加する場合、同銘柄の配分比重（ $w_{i,t}$ ）は自動的に増加する。もし投資家がモメンタム追随型の投資戦略を取っているのであれば、 $X_{i,t}$  は正の値になる。



(担当：前田武史)

(e-mail address : [tmaeda@us.mufg.jp](mailto:tmaeda@us.mufg.jp))

以下の当行ホームページで過去 20 件のレポートがご覧になれます。

<https://reports.us.bk.mufg.jp/portal/site/menuitem.a896743d8f3a013a2afaace493ca16a0/>

本レポートは信頼できると思われる情報に基づいて作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また特定の取引の勧誘を目的としたものではありません。意見、判断の記述は現時点における当駐在所長の見解に基づくものです。本レポートの提供する情報の利用に関しては、利用者の責任においてご判断願います。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は、出所をご明記ください。

本レポートのE-mailによる直接の配信ご希望の場合は、当駐在所長、あるいは担当者にご連絡ください。