



米国地方債:もはや米国の投資家向けにとどまらない米国地方債

2017年5月4日

アジアと欧州で金利が過去最低となるなか、米国外の多くの投資家が利回りを追求しており、予想外の資産クラスにまで投資対象を拡大しています。それは、米国地方債です。フランクリン・templton債券グループのシニア・バイス・プレジデントでポートフォリオ・マネージャーを務めるジム・コンが、多くの海外投資家が米国地方債への投資によって信用リスクを分散し、質の高いインカムを得つつ魅力的な投資機会を得られると考えていることについて考察します。



Jim Conn
シニア・バイス・プレジデント
ポートフォリオ・マネージャー
フランクリン・templton債券グループ

米国地方債は100年以上にわたってインフラ成長の主力エンジンとしての役割を担ってきました。今日では、インフラ整備のための資金調達のほぼ4分の3が地方債で賄われており、インフラ拡充戦略の礎となっています。地方債は競争の激しい現代経済のインフラ形成に資金を提供しています。

米国非課税地方債の影響力

地方債によって建てられたインフラ



約640万kmの道路



50万本の橋



1,000の
公共交通システム



16,000 の空港



4万キロの水路



70,000 のダム



144万kmの水道管



15,000 の下水処理施設

出所: National League of Cities

(続き)

米国地方債は、州、郡、市など米地方政府が発行する債券で、通常、公的サービスや道路、学校、上下水道システム、空港、エネルギー提供設備などのインフラプロジェクトの資金調達に用いられます。公共の利益を目的に地方政府が発行した債券の利子は、通常、米国の連邦所得税と地方所得税が免除されています。この結果、米国居住の投資家は、より高い水準の利回りを追求することが可能になっています。

米国地方債は非課税という理由によって米国内投資家の人気を集め、米国の個人投資家が直接保有、もしくはファンドを通じた形で米国地方債の主な投資家となっています。

米国地方債とは？

- ・米国地方債は米国の州、地方公共団体が公共投資の資金調達を目的として発行した債券です。
- ・米国地方債で調達された資金は、公共プロジェクトや債務の資金調達に用いられます。
- ・米国地方債の多くでは利子に対する連邦税、大半の州税、地方税が非課税となっています。

ただ、なかには米連邦税の課税対象となっている地方債もあります。課税債市場の規模は非課税債市場を下回りますが、課税債市場も投資家に大きな投資機会を提供しています。米連邦政府は、1986年の税制改革法において、連邦税免除の対象となる債券の種類を資金調達が「公共の利益」とみなされるものに限定しました。スポーツアリーナなど民間団体の営利活動が可能なプロジェクトの資金調達を目的とした債券は、もはや投資家にとって非課税でなくなりました。この新たな課税債券クラスは私的活動債 (Private Activity Bonds) と呼ばれています。1986年の法改正自体は課税債発行増加の権限を与えたわけではありませんが、地方政府が課税債発行を増やす契機となりました。

さらに、2009年2月には米国復興・再投資法の一環として、当時のオバマ大統領がビルド・アメリカ・ボンド (BAB) と呼ばれる課税地方債の新たなクラスを創設する法律に署名しました。BABは非課税ではありませんが、インフラ支出拡大を期待して連邦政府が支払利息の一部を地方政府に対して補助しました。

BABは、発行体は利子補給を受けられる一方で、課税債で名目の利回りは高かったことから、特に海外投資家にとって魅力的な商品となりました。米地方政府は2010年末に制度が終了するまでに2,000億ドル近くのBABを発行しました¹。BABは海外投資家の人気を集め、2015年末までには米国外の投資家が保有するBABは850億ドルに達しました²。

さらに、米地方政府は課税地方債市場での債券発行が常に可能で、これによって米国以外の海外投資家を拡大しました。過去1年に同債券の発行高はやや増加しました。

インフラ支出の増加が地方債の供給増につながる可能性も

1970年以降、米連邦政府と地方政府の公共インフラ支出は減少を続けてきました。この結果、米国全土で道路や橋など重要なインフラの老朽化が進んできました。近年は、党派間の争いによる政治の停滞が連邦レベルでの大規模投資を妨げてきたことから、米地方債の新規発行はその大半が地方政府の手に委ねられてきました。

ただ、トランプ新政権のもとで、超党派の合意を得られる可能性がある分野の1つとしてインフラ支出が挙げられます。これは新たな官民パートナーシップや適格公共インフラ債の発行につながる可能性があります。

全体としては、引き続き投資家は米地方債が相対的に安全であり、非課税インカムは魅力的と考えています。2016年の発行額は4,200億ドル超と過去6年間で最高の水準に達し、市場全体の規模を3兆7,000億ドルに押し上げました³。また2016年9月末⁴時点の米国以外の投資家の保有残高は933億ドルとなりました。米地方債全体に占める比率はわずかですが、引き続き上昇しています。

課税vs非課税

課税地方債の名目利回りは、格付けや年限が同水準の非課税地方債を上回ってきましたが、両者の信用リスクに差はなく、発行体が同一であるケースが大半です。

(続く)

(続き)

一般財源保証債(GO)は、地方政府の信頼と信用を担保としており、税金を含む一般財源から支払いが行われます。一方、レベニュー債は通常、空港や有料道路など有形資産からの収益のみを担保としています。いずれのケースにおいても過去のデフォルト率はきわめて低く、前回、州による一般財源保証債がデフォルトに陥ったのは1933年のことでした。

米地方債全体では、1970~2014年の適格地方債の年間デフォルト率は0.1%未満にとどまり、その過半数が住宅セクターの発行体によるものでした。

投資適格債が米地方債市場の過半数を占めていますが、その一方で、高利回りを追求し低格付や非投資適格(ハイイールド)地方債を購入する投資家もみられます。ハイイールド地方債投資は、高利回り引き換えに発行体の財務内容に応じた高い信用リスクを取ることにあります。長期投資を志向し、短期的な価格変動に耐える投資家にとっては、こうした積極的なリスクリターン・プロファイルが魅力を増すケースも多々みられます。

地方債vs社債

地方債は政府機関が主に公共プロジェクトの資金調達を目的に発行しますが、社債は、その名が示すように、経営陣が必要と判断する様々な事業やプロジェクト拡大のための資金調達を目的に企業によって発行されます。GO地方債と異なり、社債発行体は税金ではなく事業を通じて債券の返済資金を調達することから、社債はより大きな信用リスクにさらされます。

社債では様々な厳しい条件が発行体の債務返済能力に影響を及ぼす可能性があり、結果的に格付けと年限が同じ場合、社債の平均利回りは地方債をやや上回るケースが数多くみられます。

現在、社債と地方債の平均利回りの差はわずかですが、格付けが同水準の場合、地方債がデフォルトに陥る可能性は社債よりもはるかに小さいと考えられることから、信用リスクの観点から地方債投資は社債投資よりもリスクが低いと考えられます。

さらに、不可欠なサービスのための債券を発行することで、発行体の信用力の改善にもつながります。万一、地方債の利払いが不履行に陥った場合でも、通常、回収率(既発債に対し債券保有者が最終的に受け取る金額)はきわめて高い水準となります。

一般財源債の場合、過去の回収率はほぼ100%です。これは多くの地方政府が債券保有者に対する返済を他の債務よりも優先するという法的義務を負っているためです。一方、たとえ高格付けでもデフォルトが発生した場合の社債の回収率には大きなばらつきがみられます。1987~2007年の社債ユニバース全体における平均回収率は50%超にとどまりました⁵。

過去100年間で、米国地方債市場でのデフォルトはきわめてまれでした。地域別でも、米国地方債と欧州社債の間で同様の関係がみられます。

課税地方債の利回りは、格付けが同水準のユーロ建て投資適格社債などの資産クラスと比べ、引き続き魅力的な水準にあります。

米国地方債は社債よりもボラティリティが小さく、米国国債よりも利回りが概ね高いことに加え、株式との相関性は低く、逆相関となるケースもみられます⁶。

米国地方債は他の債券資産との相関性も低いため、ポートフォリオにおける分散投資効果につながります。地方債は社債に比べデュレーションが長い⁷という点、グローバルな機関投資家にとってメリットであると考えます。これは多くの地方政府が長期間に渡るプロジェクトの資金調達を行っており、プロジェクト期間に合わせた資金調達ニーズがあるためです。

(続く)

(続き)

2つとして同じ地方債は存在しない

米地方債は多くの類似した特徴を持ち、ポートフォリオにおける分散投資に寄与しますが、発行体が同一の場合でも、返済財源が異なる場合があるという点を認識することは重要です。実際、2016年6月末現在、米国地方債ユニバースは11万7,000以上の地方政府により構成されていますが、銘柄数は合計で95万超に達しています⁸。

フランクリン・templtonの米国地方債チームは、運用するポートフォリオの1つ1つにおいてインカムの最大化を目指しています。これまでの運用において、インカムがトータルリターンにおけるけん引役を果たしてきました。

米国地方債への投資することで、信用リスクを分散しつつ、魅力的かつ質の高いインカムを享受することができます。そして、米国地方債市場が他の債券市場と比べて独特の特徴を有する市場であることに鑑みると、投資にあたっては米国地方債についての専門家との連携が不可欠であると考えています。

当資料で示されたコメント、意見、分析は一般的な情報提供のみを目的としており、個別の投資に関する助言や証券の売買、保有や投資戦略の採用の推奨や勧誘を行うものではありません。当資料で提供された情報は、発表日現在のもので、事前の通知なしに変更される可能性があります。当資料の目的はいかなる国、地域、投資に関する重大な事実を完全に分析することではありません。

当資料の作成には第三者のデータが用いられた可能性があり、フランクリン テンプルトン インベストメンツ(「FTI」)は当該データに関して、独自の検証、立証、検査を行っていません。FTIは本情報の利用によって生じたいかなる損失に対しても責任を負いません。当資料のコメント、意見、分析に対する依拠は利用者の裁量に委ねられます。商品、サービス並びに情報はすべての法的管轄区域で利用可能というわけではなく、現地の法令の許可が得られた場合に、FTI関連会社および/または販売会社によって提供されるものです。管轄区域における商品とサービスの利用の可能性の詳細な情報に関しては、ご自身で専門のアドバイザーにご相談ください。

リスクについて

すべての投資はリスクを伴い、このなかには元本を割り込む可能性も含まれます。当初の投資金額を上回る金額の損失が発生する可能性があります(同様の利益も可能にします)。地方債への投資は金利変動の影響を受け、利回りや価格は市場環境により変動します。債券価格は一般に金利の動きとは逆に変動します。ポートフォリオが単一の州や地域の債券に投資する場合、分散されたポートフォリオに比べ、当該州や地域の経済や規制の変化により多くのリスクを蒙る場合があります。債券の信用リスクの変化、及び債券発行体や保証機関の信用格付けの変化や財務状況の変化は、債券価格に影響を与える場合があります。低い格付けの債券への投資は、より高いデフォルトリスクや元本の毀損につながる可能性があります。

1. 出所: 米国財務省
2. 出所: 米国連邦準備制度理事会 (FRB)
3. 出所: ブルームバーグ・バークレイズ、FRB。
データプロバイダーに関する用語や情報に関してはwww.franklintempletondatasources.comをご参照ください。
4. 同上
5. 出所: ムーディーズ「Municipal Bond Defaults and Recoveries Study」
6. 相関は、2つの資産が連動する度合いを測定します。相関は1(完全な正の相関、2資産が過去同じ方向の動きを示現)から-1(完全な負の相関性、2資産が過去逆の方向の動きを示現)の範囲をとります。
7. デュレーションは債券もしくはポートフォリオの金利変動に対する感応度を測定します。
8. 出所: ブルームバーグ・バークレイズ

当資料は、Franklin Templeton Investmentsのブログ(Beyond Bulls & Bears)の「Municipal Bonds: Not Just for US Investors Any More」を翻訳したものです。

オリジナル英語版は

<http://global.beyondbullsandbears.com/2017/05/04/municipal-bonds-not-just-for-us-investors-any-more/>

でご覧いただけます。

後掲の「当資料のお取扱いにおけるご注意」を必ずご覧下さい。

Copyright ©2017 Franklin Templeton Investments. All Rights Reserved.

<当資料のお取扱いにおけるご注意>

- 当資料はフランクリン テンプルトン インベストメンツ(フランクリン・テンプレートン・リソーシズ・インクとその傘下の関連会社を含みます。)が作成したものを、フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が抜粋・翻訳した資料であり、特定のファンドの勧誘を目的とするものではありません。
- フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社が設定・運用する投資信託は、国内外の株式や債券など値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額が変動し、投資元本を割り込むことがあります。従って、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益はすべて投資者の皆様には帰属します。投資信託は預貯金とは異なります。また、投資信託の申込み・保有・換金時には、費用をご負担いただく場合があります。詳しくは、各ファンドの最新の投資信託説明書(交付目論見書)をご覧ください。
- 当資料は信頼できると判断した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。当資料に記載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。当資料の内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
- 当資料にかかわる著作権その他の一切の権利は引用部分を除き当社に帰属します。当資料の一部又は全部の無断での使用・複製は固くお断りします。

フランクリン・テンプレートン・インベストメンツ株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第391号

加入協会／ 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

一般社団法人第二種金融商品取引業協会