

米国地方債ファンド市場の現状

— 民間資金を引き付ける市場インフラとしての可能性 —

沼田 優子、三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. 米国では、投資信託を介した地方債保有が進んでいる。個人投資家による直接の保有に次ぐ第二の地方債保有者が投資信託であり、その地方債保有額は8,369億ドル、地方債発行残高全体に占める割合は33.9%にのぼる（2007年3月末時点）。
2. 投資信託による地方債の保有において大きな役割を果たしているのは地方債ファンドである。地方債ファンドは、免税のメリットの大きさを魅力とする単一州地方債型ファンド（State Municipal Bond Fund）と、全米の地方債を投資対象として幅広い分散投資を行う複数州地方債型ファンド（National Municipal Bond Fund）に分けられる。両ファンドの純資産残高は、前者が1,563.9億ドル、後者が2,111.2億ドルとなっている（2006年末時点）。
3. 地方債ファンドの運用会社ランキングの第一位はフランクリン・テンプレトン（Franklin Templeton Investments）である。また、同ランキングには、地方債ファンド運用第五位のヌヴィーン（Nuveen）や、地域密着型の運用を掲げるアクイラ（Aquila）など、地方債ファンドに注力する運用会社も存在する。
4. 近年の地方債ファンド市場では、昨今利回りが上昇しているハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高の伸びが目立つ。ハイ・イールド地方債ファンドの運用割合が大きいゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）やオッペンハイマー（OppenheimerFunds）は、これにより運用する地方債ファンドの純資産残高を伸ばしている。
5. わが国においては、財政投融资制度改革などの流れの中で、地方債に民間資金を引き付ける必要性は今後高まることが予想される。そうした中で、専門知識を反映したリスク分析に基づく分散投資を容易とする地方債ファンドの潜在的な可能性は高いものがあるだろう。

I はじめに

本レポートは、米国の地方債ファンドをその分析対象としている。

米国では、地方債の過半が個人投資家により実質的に保有されている。その方法には、地方債を個人投資家が直接購入して保有する方法と、投資信託への投資を通じて地方債を保有する方法の、大きく二つがある。従来、個人投資家による地方債の保有は前者の方法による場合が圧倒的であったが、近年では投資信託を通じた保有が進んでいる。

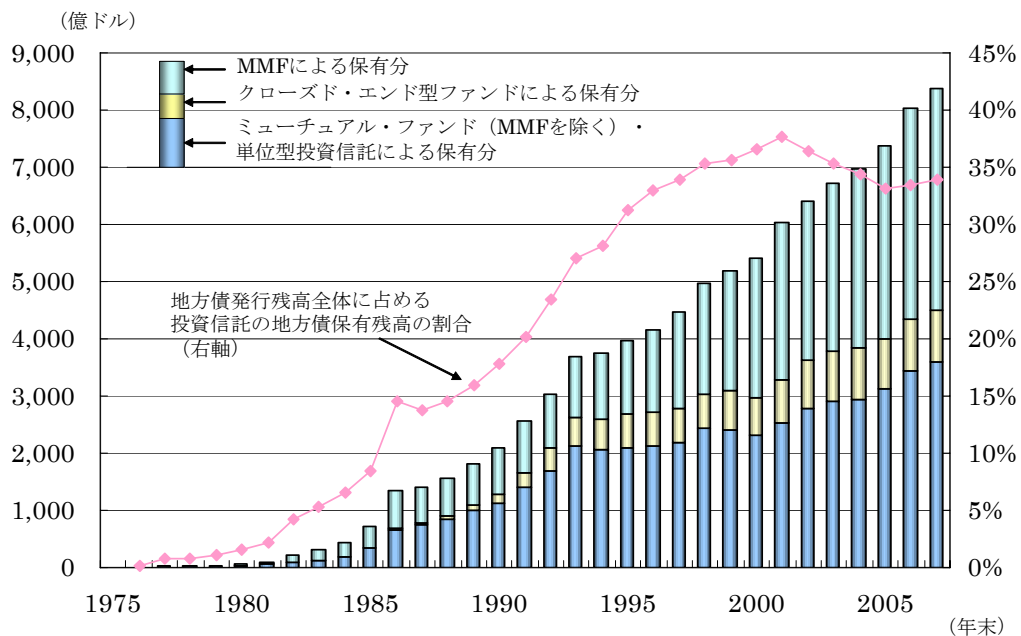
以下では、米国において個人投資家による地方債の保有手段として広く認知されている地方債ファンドの類型や特質、市場の現状などについて分析を進める。

II 米国地方債ファンド

1. 投資信託による地方債の保有

米国において投資信託¹による地方債の保有が進んだのは、ミューチュアル・ファンドやクローズド・エンド型ファンドによる地方債への投資が認められた 1970 年代後半からである（図表 1）。その後、投資信託による地方債の保有残高は順調に増加しており、地方債発行残高に占める割合も 1980 年代から 1990 年代にかけてほぼ一貫して伸びている²。

図表 1 投資信託による地方債保有残高と、地方債発行残高に占める割合の推移



(注) 2007 年は 3 月末時点の値。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より、野村資本市場研究所作成

¹ ここで「投資信託」とは、オープン・エンド型の投資信託であるミューチュアル・ファンド (Mutual Fund)、一部解約が認められていないクローズド・エンド型ファンド (Closed-End Fund)、募集締め切り後の追加設定ができず、かつ運用ポートフォリオの構成が固定されている単位型投資信託 (Unit Investment Trust) を指す。

² 井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆 —発展の鍵を握る家計と投資信託—」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号)

2007年3月末現在、投資信託による地方債の保有残高は8,369億ドルにのぼっており、地方債発行残高全体に占める投資信託の保有割合は33.9%となっている。今日、米国地方債の最大の保有者は個人投資家であり、その直接の保有残高は8,760億ドルにのぼるが、投資信託はこれに次ぐ第二の地方債保有者となっている³。

2. 地方債ファンドの類型

投資信託による地方債の保有において大きな役割を果たしているのは地方債ファンドである。地方債ファンドとは、自らの純資産の65%以上を地方債に投資するファンドのことであり⁴、その純資産残高は2006年末時点で3,649億ドルにのぼる⁵。

地方債ファンドは、ポートフォリオを構成する地方債から得られる利子所得に対する免税の観点からみて、単一州地方債型ファンド (State Municipal Bond Fund) と複数州地方債型ファンド (National Municipal Bond Fund) の二種類に分類することができる。

米国の地方債には、保有により得られる利子所得に対して原則的に連邦所得税が課されない。加えて、投資家が居住する州内で発行された地方債については州・地方所得税も免除する、としている州も多く⁶、その場合、投資家は二重ないし三重に所得税を免除されることとなる。例えば、カリフォルニア州に住む個人投資家が、同州内で発行された地方債を保有する場合、その保有から得られる利子所得に対して連邦所得税と州所得税は原則課されない。この場合、利子所得に対する最大44.3%の課税が免除されることとなる⁷。

地方債ファンドを保有する場合においても、こうした地方債の免税のメリットを享受することができる。地方債ファンドのポートフォリオを構成する地方債から得られる利子所得に対しては、原則として連邦所得税は課されない。また、ポートフォリオに組み入れられている地方債が、投資家が居住する州内で発行されたものである場合、そこから得られる利子所得に対する州所得税の課税も基本的には免除される⁸。

単一州地方債型ファンドとは、ある特定の州内で発行される地方債、およびプエルトリコなど準州 (U.S. Territory) で発行される、保有によって得られる利子所得に対する州所得税の課税が全ての州において免除される地方債が、純資産の80%以上を占めている地方債ファンドである。換言すれば、主要な投資対象先とされている州内に居住している投資家が保有する場合に、純資産の80%以上の地方債から得られる利子所得については、

³ FRB, *Flow of Funds Accounts*

⁴ 米国の投資信託市場においては、地方債をそのポートフォリオに主に組み入れている MMF、すなわち地方債 MMF (免税 MMF) も存在し、その純資産残高は 2006 年末現在で 3,664 億ドルとなっている。ただし、本レポートでは以下 MMF を対象とせず、地方債 MMF についても取り上げない。以下、「地方債ファンド」は地方債 MMF を含まない意味で用いることとする。

⁵ ICI, *2007 Investment Company Fact Book*

⁶ 2005 年現在、44 の州で、州内で発行された地方債に対する州所得税の免除は規定されている。その他の州でも、州内の地方債の一部は州所得税の課税対象とするものの、基本的には課税を免除する、としている。

⁷ 2006 年現在、連邦所得税の最高税率は 35%、カリフォルニア州の州所得税の最高税率は 9.3% である。

⁸ こうした免税の特徴ゆえ、地方債ファンドは免税債ファンド (tax-exempt bond fund ないし tax-free bond fund) とも呼ばれる。

連邦所得税と州所得税の両方の課税が基本的に免除される地方債ファンドがこれである。2006年末現在、44州の単一州地方債型ファンドがつくられている⁹。

これに対して複数州地方債型ファンドとは、特定の州に限られることなく、様々な州で発行された地方債に幅広く投資を行っている地方債ファンドである。この場合、そのポートフォリオの中には、ファンドの投資家が居住する州外で発行された地方債も多く含まれる。一部の州を除いて¹⁰、州外で発行された地方債から得られる利子所得に対しては州所得税が課されるので、複数州地方債型ファンドの免税のメリットは、単一州地方債型ファンドのそれと比較して潜在的に低くなる。

また、こうしたポートフォリオの州別内訳の観点とは別に、信用力の観点からの分類もある。地方債ファンドの中には、Baa 格（ムーディーズ）ないし BBB 格（S&P・フィッチ）以下の格付けが付与されている地方債、または格付けされてはいないもののこれに相当する信用力と考えられる地方債に、純資産の 50%以上を投資しているものがある。これはハイ・イールド地方債ファンド（High-Yield Municipal Bond Fund）と呼ばれる。地方債の中でも特に信用力の低い地方債への投資を積極的に行うことにより、その他一般の地方債ファンドなどと比べてより高いリターンを追及する地方債ファンドである。

これとは対照的に、金融保証保険が付いた地方債に主として投資をし、安全性を非常に重視した運用を行う金融保証付き地方債ファンド（Insured Municipal Bond Fund）もある¹¹。

図表 2 は、2006 年末時点の各種地方債ファンドの純資産残高を示したものである。これによると、単一州地方債型ファンドの純資産残高は 1,563.9 億ドル、複数州地方債型ファンドのそれは 2,111.2 億ドルにのぼっており、後者が前者をやや上回っている。また、ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高は 563.0 億ドルとなっているが、そのほとんどは複数州地方債型ファンドである。地方債ファンド全体の純資産残高に占めるハイ・イールド地方債ファンドの大きさは 15.3%となっている。なお、金融保証付き地方債ファンドの純資産残高は、同時点で 196.5 億ドルである¹²。

3. 地方債ファンドの特徴

地方債ファンドには、個人投資家による地方債保有を促しうる特徴がいくつかある。その一つは、先述した免税債ファンドとしての特徴であるが、その他にも、少額からの投資、分散投資、専門家による運用、という投資信託が一般的に有する特徴を兼ね備えている。

このうち分散投資には、幅広い投資対象に投資することで、リスクを軽減しつつより高い利回りを追求することが可能となる、という効果が一般的にある。地方債ファンドにも

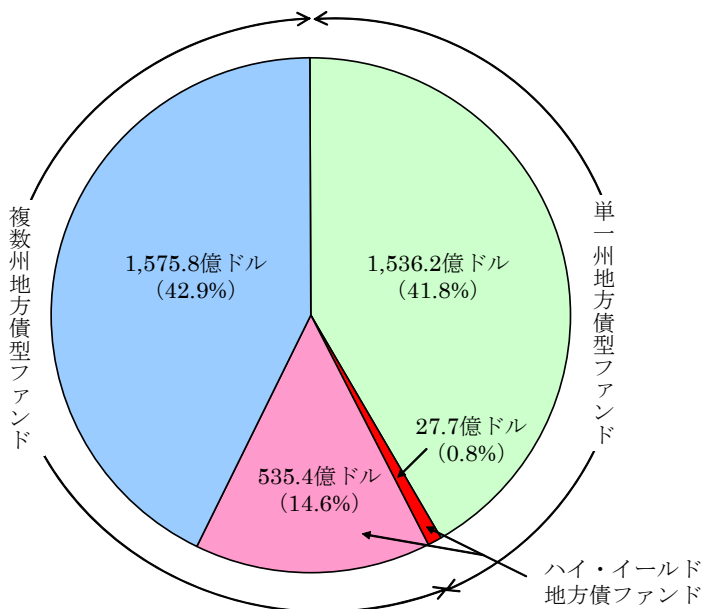
⁹ モーニングスター・プリンシピアより算出。

¹⁰ 2005 年現在、州外で発行される地方債からの受取利子に対して州所得税を免除しているのは 7 州にとどまる。

¹¹ この他、ポートフォリオに組み入れる地方債の平均残存期間の観点からの分類もある。平均残存期間が 3 年未満の短期地方債ファンド（Short Municipal Bond Fund）、3 年から 5 年の中・短期地方債ファンド（Short-Intermediate Municipal Bond Fund）、5 年から 10 年の中期地方債ファンド（Intermediate Municipal Bond Fund）、10 年以上の長期地方債ファンド（Long Municipal Bond Fund）、という 4 分類がこれである。

¹² 金融保証付き地方債ファンドの純資産残高については、モーニングスター・プリンシピアより算出。

図表 2 地方債ファンドの純資産残高の内訳（2006 年末時点）



(注) 金融保証付き地方債ファンドは、ハイ・イールド地方債ファンドを除く地方債ファンドの部分に含まれている。

(出所) Financial Research Corporation 提供資料より、野村資本市場研究所作成

こうした効果が期待できる。

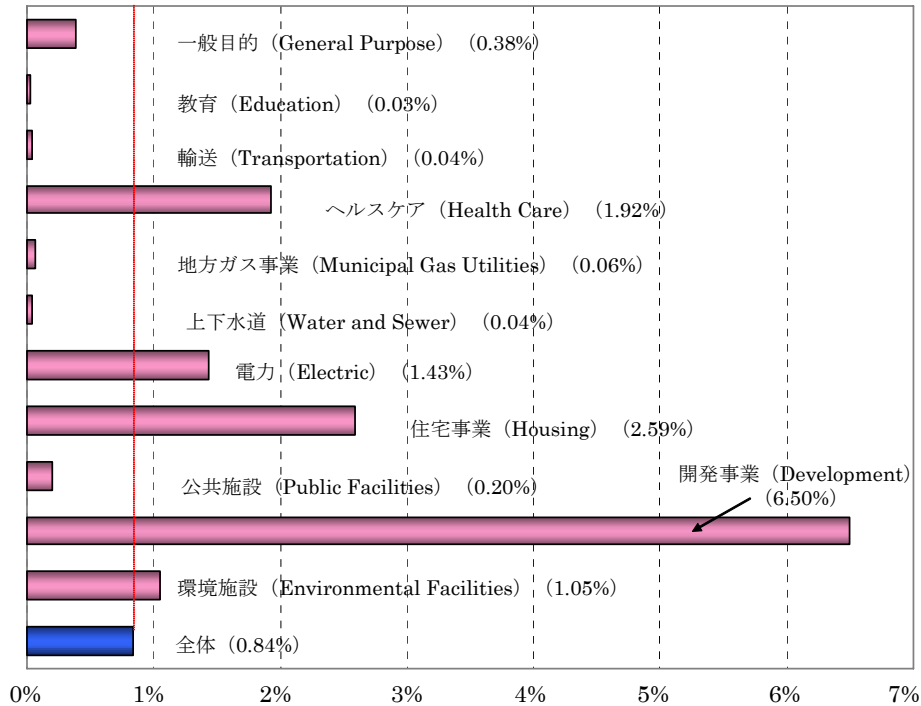
図表 3 は、1979 年から 1997 年に発行された米国地方債の累積デフォルト率を示したものである。これによると、地方債の平均的な累積デフォルト率は 0.84% となっている¹³。

しかし、地方債の種類によって累積デフォルト率には大きな差異が生じている。米国地方債は、税収など発行体の一般的な信用力をもってその元利償還が行われる一般財源保証債と、起債により調達した資金を充てた事業からの収入など、特定の収入に元利償還財源を限定しているレベニュー債に大きく分けられる¹⁴。一般財源保証債、あるいはその発行目的の観点からみたレベニュー債のセクター別累積デフォルト率を図表 3 でみると、教育や輸送、上下水道などのセクターの累積デフォルト率は低いのに対して、開発事業や住宅事業、ヘルスケアなどのそれは地方債全体のそれを上回っていることがわかる。中でも開発事業セクターの累積デフォルト率は 6.50% と他を圧倒している。その背景には、州・地方政府が地域活性化のために民間部門に対して貸付を行う際の資金を調達するべく起債され、民間部門からの返済資金が元利償還の財源とされる産業開発債（Industrial Development Bond）など、特定の民間企業が償還財源の負担を実質的に負う地方債がこのセクターに多く含まれていることが一因としてある。

¹³ これに対して、フィッチが格付けを行っている世界の民間企業についてみると、1990 年から 2005 年までの平均累積デフォルト率は、1 年間の平均が 0.65%、2 年間の平均が 1.31%、5 年間の平均が 2.77% となっている。Fitch Ratings 'Fitch Ratings Global Corporate Finance 1990-2005 Transition and Default Study' (2006 年) 参照。

¹⁴ 沼田優子・三宅裕樹「米国地方債の起債プロセス — わが国地方債に必要とされるインフラと専門的機能 —」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007 年春号)

図表 3 米国地方債の累積デフォルト率の状況（セクター別）



- (注) 1. 1979年から1997年の間に発行された地方債のうち、1980年から2002年10月までの間にデフォルトした事例を対象として、累積デフォルト率を算出している。
 2. 一般財源保証債は「一般目的 (General Purpose)」の中に分類される。
 (出所) Fitch Ratings, *Municipal Default Risk Revisited* (2003年) より、野村資本市場研究所作成

こうした信用力格差の影響もあり、利回りにも地方債間で差が生じている。新規に発行される Aaa 格の 20 年物一般財源保証債の平均利回りを示すムーディーズ・Aaa 格地方債 (20 年物) インデックス (Moody's 20-year AAA Municipal Bond Yield) と、Baa 格のそれを示すムーディーズ・Baa 格地方債 (20 年物) インデックス (Moody's 20-year BAA Municipal Bond Yield) を比較すると、前者が 4.29% であるのに対して後者は 4.69% となっており、40 ベーシスの差が生じている (2007 年 6 月末時点、後掲図表 11)。

米国で発行される地方債には、信用リスクや利回りの高さの観点からみて、このように多様性がある。地方債ファンドは、様々な種類の地方債に幅広く投資することを個人投資家にとって容易なものとしている。

また、地方債ファンドの運用は、運用会社内のポートフォリオ・マネージャーや地方債アナリストら、専門家による分析をもとにして行われている。先述のとおり、米国の地方債は資金調達の方法により大きく 10 のセクターに分かれており¹⁵、セクターごとに信用力分析の方法は異なる。そのため、資産運用会社には特定のセクターを専門とする地方債アナリストが在籍しており、彼らが個別銘柄の調査・分析を行っていることもある。セク

¹⁵ この場合、地方ガス事業 (Municipal Gas Utilities) と上下水道 (Water and Sewer) は、合わせて公益事業 (Utilities) として一つにまとめられる。

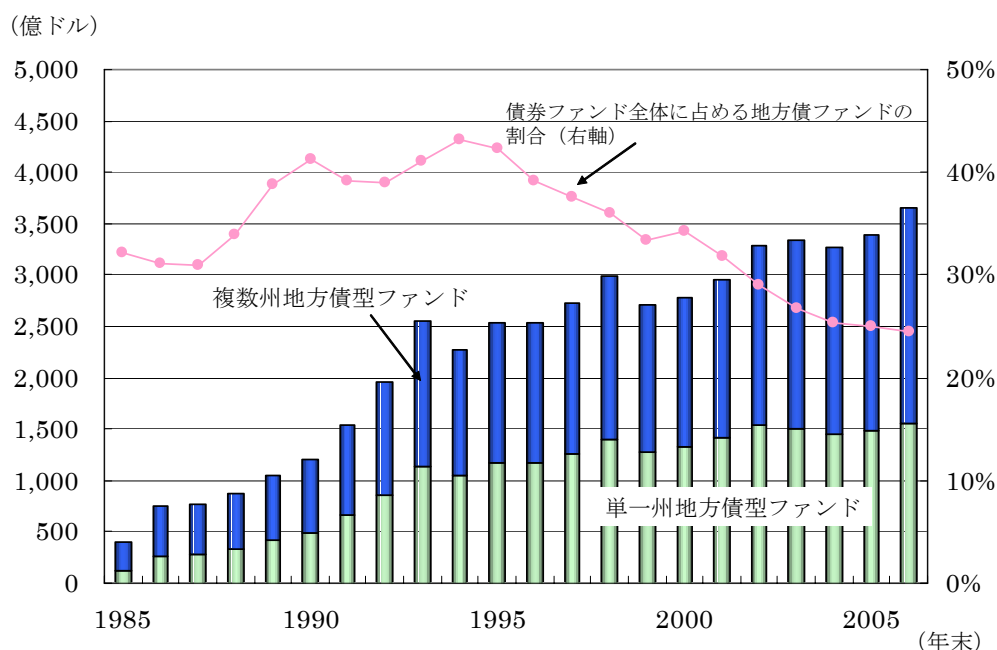
ター別の地方債アナリスト・ランキングも毎年発表されており¹⁶、そうした高い専門性を備えたアナリストらの分析に基づいて地方債ファンドの運用は行われているのである。

III 地方債ファンド市場

1. 地方債ファンド市場の規模

地方債ファンドは、米国の債券ファンド市場において一定の規模を占めている。図表 4 は、地方債ファンドの純資産残高とともに、債券ファンド全体の純資産残高に占める地方債ファンドの割合の推移を示したものである。地方債ファンドの純資産残高は、1980 年代後半から 1990 年代前半にかけて急激に上昇しており、債券ファンド全体に占める割合も 1994 年には 43.1%にまで上昇した。しかしその後、地方債ファンドの純資産残高の増加傾向は緩やかなものとなっている。特に 2000 年以降、単一州地方債型ファンドの純資産残高は 1,500 億ドルの水準で安定している。国内債券を様々に組み合わせて投資を行うストラテジック・インカム型ファンド（Strategic Income Funds）や社債型ファンド（Corporate Bond Funds）の純資産の急増を受け、債券ファンド市場における地方債ファ

図表 4 地方債ファンドの純資産残高と債券ファンド市場に占める割合の推移



(注) 「債券ファンド」にはMMFは含まれない。

(出所) Investment Company Institute, 2007 Investment Company Fact Book より、野村資本市場研究所作成

¹⁶ Smith's Research & Ratings Review は、パイサイドや格付機関も含む全米の地方債アナリストを対象としたランキングを、セクター別、担当地域別など、29の部門（2005年）各々について毎年発表している。

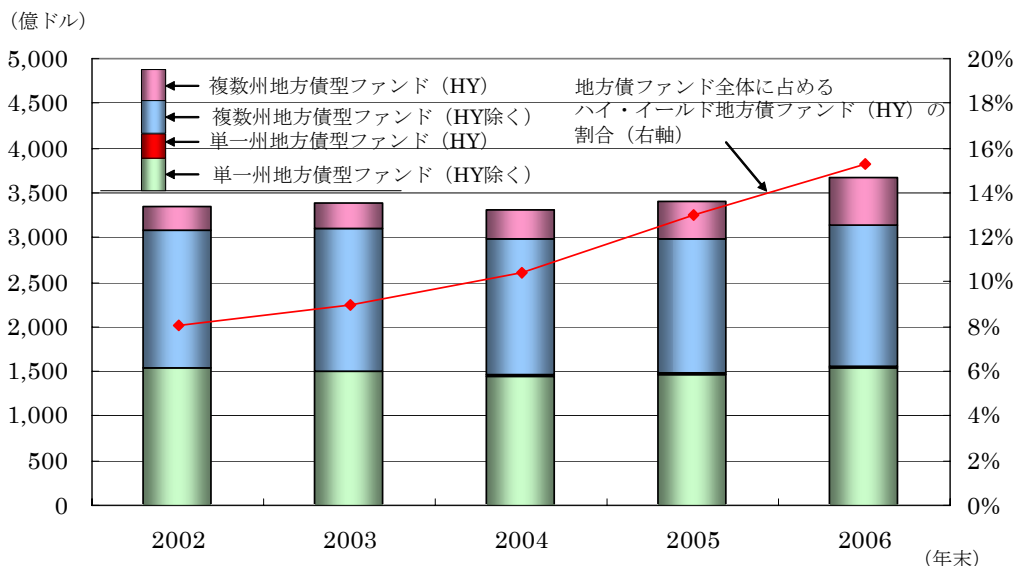
ンドの割合は 1990 年代後半より低下した。とはいえ、今なお地方債ファンドは国債型ファンド（Government Bond Funds）を上回る第二の債券ファンドであり、同割合は現在 24.4%である¹⁷。

図表 5 は、地方債ファンド市場の近況を示したものである。これによると、近年ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高は著しい増加傾向を示している。最近四年間における地方債ファンド全体の純資産残高は 337.3 億ドルの増加にとどまっているが、その大部分はハイ・イールド地方債ファンドによるものである。ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高は 269.7 億ドル（2002 年末）から 563.0 億ドル（2006 年末）へと倍増しており、地方債ファンド全体に占める割合も 8.1%から 15.3%に急上昇している。

2. 地方債ファンド運用会社のランキングの状況

図表 6 は、2006 年末時点での、地方債ファンド運用残高でみた資産運用会社ランキングである。これによると、MMF を除くミューチュアル・ファンド運用で第四位のフランクリン・テンプレトン（Franklin Templeton）と、同運用第二位、債券ファンド運用第一位のヴァンガード（Vanguard）が、地方債ファンドの二大運用会社となっており、運用する地方債ファンドの純資産残高は両社とも 500 億ドルを超えている。また、運用するハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高が近年急増しているオープンハイマー（Oppenheimer Funds）が第三位に位置している。こうした大手運用会社がランキングの上位にいる一方で、MMF を除くミューチュアル・ファンド運用第一位のアメリカン・ファ

図表 5 各種地方債ファンドの純資産残高の推移



(出所) Financial Research Corporation 提供資料より、野村資本市場研究所作成

¹⁷ 2006 年末現在、第一の債券ファンドはストラテジック・インカム型ファンドであり、その純資産残高は 4,486.1 億ドル、債券ファンド市場全体に占める割合は 30.0%である。

ンズ (American Funds) は第八位、債券ファンド運用第二位のピムコ (PIMCO Funds) に至っては四十五位となっている。

図表 6 には、地方債ファンドの運用に特化した運用会社も、その名を連ねている。第五位のヌヴィーン (Nuveen Investments) はその典型である。ヌヴィーンは、傘下に資産運用会社を 6 社抱えており、その一つである Nuveen Asset Management が地方債ファンドの運用に特化している。2007 年 3 月末時点では、22 州、26 本の単一州地方債型ファンドと 5 本の複数州地方債型ファンドを運用している。そもそもヌヴィーンは、1898 年に地方債の引き受けと売買取引に特化した金融機関として自らの業務を開始した。1961 年以降、単位型投資信託を皮切りに地方債をポートフォリオに組み入れた投資信託の運用を徐々に開始し、1995 年までは一貫してこれに特化していた。1996 年以降は他の運用会社の買収などを通じて株式ファンドなどの運用も行うようになったが、依然として地方債ファンドの運用にも力を入れている¹⁸。2006 年末現在、ヌヴィーンが運用する債券ファンドの 99.7% が地方債ファンドとなっている¹⁹。

図表 6 地方債ファンドの純資産残高ランキング (資産運用会社別、2006 年末時点)

順位	地方債ファンド		債券ファンド		ミューチュアル・ファンド			
	資産運用会社	純資産残高	純資産残高	順位	地方債ファンドが占める割合	純資産残高	順位	地方債ファンドが占める割合
1	フランクリン・テンブルトン	537.45	728.23	4	73.8%	2,924.90	4	18.4%
2	ヴァンガード	516.39	1,929.71	1	26.8%	9,223.43	2	5.6%
3	オッペンハイマー	307.17	547.52	6	56.1%	1,408.26	7	21.8%
4	フィデリティ	212.13	1,081.07	3	19.6%	8,377.21	3	2.5%
5	ヌヴィーン	148.12	148.50	18	99.7%	185.25	63	80.0%
6	イートン・ヴァンス	109.84	214.51	10	51.2%	405.85	34	27.1%
7	アライアンス・バーンスタイン	107.87	190.62	14	56.6%	630.98	19	17.1%
8	アメリカン・ファンズ	106.86	614.37	5	17.4%	9,591.34	1	1.1%
9	コロンビア	93.79	219.88	9	42.7%	1,028.36	9	9.1%
10	ヴァン・カンペン	86.19	122.49	25	70.4%	793.19	15	10.9%
11	ゴールドマン・サックス	84.69	177.12	17	47.8%	481.03	28	17.6%
12	J.P. モルガン	82.54	242.96	7	34.0%	731.63	18	11.3%
13	USAA	79.42	117.57	28	67.6%	280.60	43	28.3%
14	ティエロ・プライス	78.42	241.31	8	32.5%	1,928.80	5	4.1%
15	DWS-Scudder	77.87	195.88	12	39.8%	624.65	20	12.5%
16	ブットナム	75.37	188.94	15	39.9%	950.08	11	7.9%
17	レグ・メイソン・パートナーズ	65.14	111.08	30	58.6%	516.12	27	12.6%
18	エヴァーグリーン	59.55	190.80	13	31.2%	419.15	32	14.2%
19	MFS	56.88	145.68	19	39.0%	790.20	16	7.2%
20	ドレフェス	55.87	81.36	37	68.7%	269.49	46	20.7%

- (注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。
 2. E.T.F. やファンド・オブ・ファンズは除く。ただし、地方債ファンドの E.T.F. やファンド・オブ・ファンズは、2006 年末時点では存在しない。
 3. 「債券ファンド」・「ミューチュアル・ファンド」には MMF は含まれない。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

¹⁸ 2007 年 6 月 20 日、ヌヴィーンはマディソン・ディアボーン・パートナーズ (Madison Dearborn Partners LLC) が率いるプライベート・エクイティ・グループによる 63 億ドルでの買収提案を受け入れることを表明した。Shefali Anand, "Private Equity Warms to Money Managers - Madison's Deal for Nuveen Marks Desire to Go Beyond Familiar Hunting Grounds", *The Wall Street Journal*, 6/21/2007、Lori Pizzani, "Private Equity Firm Acquires Nuveen Investments", *Money Management Executive*, 6/25/2007 などを参照。

¹⁹ なお、ヌヴィーンは地方債への投資を行うクロズド・エンド型ファンドも運用しており、その純資産残高は 357.6 億ドルにのぼる (2006 年末)。これは、ヌヴィーンが運用する地方債ファンドの約 2.5 倍の規模である。

IV 各種地方債ファンド

1. 単一州地方債型ファンド

1) 単一州地方債型ファンドの特徴

単一州地方債型ファンドの最大の特徴は、免税のメリットの大きさにある。単一州地方債型ファンドは、その投資対象をある特定の州内で発行される地方債にほぼ限定しており、その州内に住む投資家がこれを保有する場合には、ポートフォリオ内の地方債から得られる利子所得の多くについて、連邦所得税と州所得税の課税が免除される。

その一方で、投資対象が基本的に特定の一州で発行された地方債に限定されていることから、複数州地方債型ファンドと比較すると分散投資の効果は相対的に弱くなる。地域分散が十分に行われておらず、例えば自然災害の影響を受けて一部地域で地方債のデフォルトが相次ぐ場合には、単一州地方債型ファンドの保有によって大きな損失が発生する可能性がある。また、投資家にとって有利な投資機会が他州であったとしても、単一州地方債型ファンドの場合にはそれへの投資に限界がある。

2) 単一州地方債型ファンド市場

図表 7 は、単一州地方債型ファンドのファンド別純資産残高ランキングである(2006年)。これによると、第一位のフランクリン・カリフォルニア免税債ファンド(Franklin California Tax-Free Income Fund)と第二位のロチェスター・地方債ファンド(Rochester Fund Municipals)の純資産残高は100億ドルを超えており、三位以下を大きく上回っている。ファンドが主に投資している州の内訳をみると、カリフォルニア州が9本、ニューヨーク州が6本となっている。両州は、地方債発行残高において第一、第二の州であり²⁰、また州所得税の税率も比較的高く、このことがランキングの背景にある、と考えられる。

図表 8 は、2006年末時点の単一州地方債型ファンドを運用する資産運用会社のランキングである。ファンド別ランキングで第一位と第三位のファンドを運用し、また上位20本のファンドのうち5本を運用しているフランクリン・テンプレトンが第一位となっている。フランクリン・テンプレトンは、地方債ファンドの運用が認められた翌年の1977年より地方債ファンドの運用を行っており、現在地方債ファンド市場で最大の資産運用会社となっている。2006年末現在、22州、29本の単一州地方債型ファンドを運用しており、その純資産残高の合計は375.28億ドルにのぼる。これは単一州地方債型ファンド市場の24.0%を占める規模である。

これに対してオープンハイマーは、自らが運用する単一州地方債型ファンドは8州、

²⁰ 2002年末時点で、カリフォルニア州内で発行された地方債の発行残高は2,092億ドル、ニューヨーク州内で発行された地方債のそれは1,971億ドルである。U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States 2007*.

図表7 単一州地方債型ファンドの純資産残高ランキング（ファンド別、2006年末時点）

順位	ファンド名	運用会社	主要投資先の州	純資産残高
1	フランクリン・カリフォルニア免税債ファンド	フランクリン・テンブルトン	カリフォルニア	137.70
2	ロチェスター・地方債ファンド	オッペンハイマー	ニューヨーク	101.50
3	フランクリン・ニューヨーク免税債ファンド	フランクリン・テンブルトン	ニューヨーク	49.10
4	オッペンハイマー・中期ニューヨーク地方債ファンド	オッペンハイマー	ニューヨーク	42.07
5	ヴァンガード・カリフォルニア中期免税債ファンド	ヴァンガード	カリフォルニア	34.98
6	ヴァンガード・カリフォルニア長期免税債ファンド	ヴァンガード	カリフォルニア	26.65
7	ヴァンガード・ニューヨーク長期免税債ファンド	ヴァンガード	ニューヨーク	24.53
8	ヴァンガード・ペンシルバニア長期免税債ファンド	ヴァンガード	ペンシルバニア	23.75
9	プットナム・カリフォルニア免税債ファンド	プットナム	カリフォルニア	20.76
10	フランクリン・カリフォルニア金融保証免税債ファンド	フランクリン・テンブルトン	カリフォルニア	20.06
11	オッペンハイマー・カリフォルニア地方債ファンド	オッペンハイマー	カリフォルニア	19.44
12	フィデリティ・マサチューセッツ地方債ファンド	フィデリティ	マサチューセッツ	18.42
13	ヴァンガード・ニュージャージー長期免税債ファンド	ヴァンガード	ニュージャージー	17.09
14	フランクリン・フロリダ免税債ファンド	フランクリン・テンブルトン	フロリダ	16.99
15	アライアンス・バーンスタイン・中期ニューヨーク地方債ファンド	アライアンス・バーンスタイン	ニューヨーク	16.28
16	フィデリティ・カリフォルニア地方債ファンド	フィデリティ	カリフォルニア	16.12
17	フランクリン・カリフォルニア・ハイ・イールド地方債ファンド	フランクリン・テンブルトン	カリフォルニア	15.17
18	カリフォルニア免税債ファンド	アメリカン・ファンズ	カリフォルニア	14.64
19	フィデリティ・ニューヨーク地方債ファンド	フィデリティ	ニューヨーク	14.35
20	メリーランド免税債ファンド	ティーロ・プライス	メリーランド	14.27

(注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。
 2. 同一の債券ファンドでシェアクラスが異なる場合は、まとめて一本としている。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

図表8 単一州地方債型ファンドの純資産残高ランキング（資産運用会社別、2006年末時点）

地方債ファンド運用会社	単一州地方債型ファンド総純資産額	参考			
		複数州	ハイ・イールド	地方債ファンド全体	
1	フランクリン・テンブルトン	375.28	162.06	62.52	537.34
2	オッペンハイマー	197.55	109.62	109.62	307.17
3	ヴァンガード	150.78	365.61	57.14	516.39
4	フィデリティ	83.19	94.01	0.00	177.20
5	アライアンス・バーンスタイン	59.68	48.19	0.00	107.87
6	ヌヴィーン	57.64	90.48	46.48	148.12
7	プットナム	45.45	29.92	14.64	75.37
8	イトン・ヴァンス	38.96	70.88	12.25	109.84
9	エヴァーグリーン	35.97	23.58	0.00	59.55
10	ドレフェス・プライマー	34.43	10.81	0.00	45.25
11	コロンビア	31.48	62.31	7.77	93.79
12	ティーロ・プライス	29.90	48.52	15.66	78.42
13	ドレフェス・プライマー	26.32	29.55	1.06	55.87
14	MFS	25.27	31.61	16.36	56.88
15	レグ・メイソン・パートナーズ	23.78	37.17	0.00	60.95
16	アクイラ	23.46	0.00	0.00	23.46
17	デラウェア	21.34	10.14	0.84	31.48
18	アメリカン・ファンズ	20.23	86.63	20.69	106.86
19	ブラック・ロック	19.78	34.00	0.50	53.79
20	アメリカン・センチュリー	17.16	9.68	2.94	26.85

(注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。
 2. 「地方債ファンド全体」は単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドの純資産額の合計。
 ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高は、単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドのそれぞれの純資産残高にも含まれている。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

11本にとどまるものの、一本あたりの純資産残高が比較的大きいゆえに、資産運用会社ランキング第二位となっている。ファンド別ランキングの第五位から第八位までの単一州地方債型ファンドを運用する、運用会社ランキング第三位のヴァンガードの運用についても、オープンハイマーと同様の傾向がみられる。

図表8には、単一州地方債型ファンドのランキングならではの運用会社も登場している。第十六位のアクイラ (Aquila Investment Management) はその一つである。アクイラは、現在10本の投資信託を運用しているが、このうち7本が地方債ファンドであり、かつその全てが単一州地方債型ファンドである。それら7本の主要投資先は、ケンタッキー州、ハワイ州、ユタ州、コロラド州、アリゾナ州、オレゴン州、ロードアイランド州となっている。これらの州を主要投資対象としている地方債ファンドは少なく²¹、アクイラはそうした単一州地方債型ファンド市場の隙間を狙ったファンド運用を行っているのである。

アクイラは、自らの特徴として、地域密着型のファンド運用を行っている点を挙げている²²。アクイラはニューヨークに本拠をもつ運用会社であるが、各単一州地方債型ファンドのポートフォリオ・マネージャーは投資先の州に居を構えており、運用業務に携わっている²³。そして、ファンドの保有者を対象とした説明会を、各州の主要都市に加えて地方においても開催している。説明会、あるいは目論見書などを通じて、アクイラは、自らが運用する単一州地方債型ファンドを保有することによって、学校や病院など、地域のどのような施設、事業に間接的に投資することにつながっているのか、ということに重点を置いて、投資家に対してわかりやすく説明することを心がけている、とのことである。実際、アクイラが運用を行っている地方債ファンドの目論見書には、当該地方債ファンドが保有する地方債の調達資金の使途の具体例として、学校施設やメディカル・センター、図書館などの写真が掲載されている。

2. 複数州地方債型ファンド

複数州地方債型ファンドは、単一州地方債型ファンドと比較して、投資に際してより広く地域分散をかけることが可能であり、投資対象として魅力的と判断される地方債に対して、州の内外を問わず投資を行っている。他方、免税のメリットは相対的に小さい。ポートフォリオに含まれる地方債からの受取利子が、連邦所得税については基本的に免税の対

²¹ 2006年末現在、アリゾナ州を主要投資先としている単一州地方債型ファンドは14本、コロラド州は12本、ケンタッキー州は9本、オレゴン州は8本、ハワイ州は6本、ロードアイランド州は4本ある。ユタ州については、アクイラが運用する単一州地方債型ファンドのみである。なお、カリフォルニア州を主要投資先とする単一州地方債型ファンドは78本、ニューヨーク州は51本、各々存在する。モーニングスター・プリンシピアより算出。

²² 以下、アクイラに関する記述については、アクイラのホームページからの情報、および Jacob Fine, "Aquila's Local Success; Fund Family Wins With Down-Home Approach", *The Bond Buyer*, 10/3/2003 を参照した。

²³ 例えばフランクリン・テンブルトンやヌヴィーンなどにおいては、同じポートフォリオ・マネージャーが複数の地方債ファンドを同時に担当することが多い。

象とされるものの、州・地方所得税については必ずしもそうとはならないからである。

図表 9 は、複数州地方債型ファンドのファンド別純資産残高ランキングを示したものである。これによると、ヴァンガード・中期免税債ファンド（Vanguard Intermediate-Term Tax-Exempt Fund）の純資産残高は 146.05 億ドルと、二位以下を大差で引き離している。

上位の複数州地方債型ファンドの純資産残高に注目すると、これが 50 億ドル以上のファンドは 8 本、30 億ドル以上のファンドは 17 本ある。これは、上位 5 本のファンドを除き、全てのファンドの純資産残高が 30 億ドルを下回っている単一州地方債型ファンドのランキング（図表 7）とは異なっている。その背景には、各種地方債ファンドのファンド数の違いがある。単一州地方債型ファンドの場合は、州別にファンドがつけられることから、一つの運用会社が複数運用する場合は比較的多くなるのに対し、複数州地方債型ファンドについては、その投資対象を特定の州に限定していないことから、一つの運用会社が運用するファンド数も限られてくる。例えばフランクリン・テンプレトンの場合、2007 年 5 月末時点で運用している 36 本の地方債ファンドのうち、単一州地方債型ファンドが 31 本、複数州地方債型ファンドが 5 本となっている²⁴。

2006 年末時点でみると、単一州地方債型ファンドの純資産残高の合計は 1,563.89 億ドル、本数は 504 本であるのに対し、複数州地方債型ファンドの純資産残高の合計は

図表 9 複数州地方債型ファンドの純資産残高ランキング（ファンド別、2006 年末時点）

順位	ファンド名	運用会社	純資産残高
1	ヴァンガード・中期免税債ファンド	ヴァンガード	146.05
2	ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンド	ゴールドマン・サックス	74.99
3	フランクリン・連邦免税債ファンド	フランクリン・テンプレトン	72.94
4	オープンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンド	オープンハイマー	68.49
5	ヴァンガード・中短期（Limited）免税債ファンド	ヴァンガード	65.86
6	フランクリン・ハイ・イールド免税債ファンド	フランクリン・テンプレトン	62.52
7	ヴァンガード・ハイ・イールド免税債ファンド	ヴァンガード	57.14
8	アメリカ免税債ファンド	アメリカン・ファンズ	56.00
9	イートン・ヴァンス全米地方債ファンド	イートン・ヴァンス	49.50
10	フィデリティ・地方債ファンド	フィデリティ	46.79
11	ヌヴィーン・ハイ・イールド地方債ファンド	ヌヴィーン	46.48
12	ヴァン・カンペン・ハイ・イールド地方債ファンド	ヴァン・カンペン	44.93
13	ヴァンガード・短期免税債ファンド	ヴァンガード	40.58
14	アライアンス・バーンスタイン・中期分散地方債ファンド	アライアンス・バーンスタイン	40.05
15	DWS運用地方債ファンド	DWS-Scudder	39.99
16	ヴァンガード・金融保証長期免税債ファンド	ヴァンガード	32.13
17	リヴァー・ソース・免税高所得ファンド	リヴァー・ソース	31.35
18	JPモルガン・中期免税債ファンド	JPモルガン	28.49
19	USAA中期免税債ファンド	USAA	27.75
20	コロンビア免税債ファンド	コロンビア	25.69

- (注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。
 2. 同一の債券ファンドでシェアクラスが異なる場合は、まとめて一本としている。
 3. 背景に色をつけているのは、ハイ・イールド地方債ファンドであることを示す。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

²⁴ フランクリン・テンプレトンは、フランクリン・二重免税債ファンド（Franklin Double Tax-Free Income Fund）という地方債ファンドを運用している。これは、プエルトリコなどの準州で発行される地方債のように、全ての州において州所得税の課税が免除される地方債に純資産の 80%以上を投資する地方債ファンドである。2007 年 2 月末時点では、純資産の 97.5%を準州で発行される地方債への投資に充てている。ここでは、先の定義に従って単一州地方債型ファンドに分類している。

2,111.15 億ドル、本数は 244 本である²⁵。よって、概して複数州地方債型ファンドは、単一州地方債型ファンドと比較して純資産残高の大きいファンドとなっている。

また、上位 20 本の複数州地方債型ファンドのうち、6 本がハイ・イールド地方債ファンドとなっていることも注目されるが、これについては次節で扱うこととする。

図表 10 は、2006 年末時点の複数州地方債型ファンドを運用する資産運用会社のランキングである。これを、単一州地方債型ファンドのランキングと比較してみると、アライアンス・バーンスタイン（AllianceBernstein）が 15 位に位置するほかは、上位 5 運用会社の顔ぶれはほぼ変わらない。上位 20 本の複数州地方債型ファンドのうち、最大のファンドであるヴァンガード・中期免税債ファンドを含む 4 本のファンドを運用しているヴァンガードが、ここでは首位となっている。

それ以下の運用会社についてみると、ゴールドマン・サックス（Goldman Sachs）やヴァン・カンペン（Van Kampen）など、単一州地方債型ファンドのランキングでは下位に位置するものの、全米大手の投資信託運用会社が数社名前を連ねている。

図表 10 複数州地方債型ファンドの純資産残高ランキング（資産運用会社別、2006 年末時点）

地方債ファンド運用会社	複数州地方債型ファンド総純資産額	参考		
		単一州	ハイ・イールド	地方債ファンド全体
1 ヴァンガード	365.61	150.78	57.14	516.39
2 フランクリン・テンブルトン	162.06	375.27	62.52	537.34
3 オッペンハイマー	109.61	197.55	109.61	307.17
4 フィデリティ	94.01	83.19	0.00	177.20
5 ヌヴィーン	90.47	57.64	46.48	148.12
6 アメリカン・ファンズ	86.62	20.23	20.69	106.86
7 ゴールドマン・サックス	83.92	0.75	74.99	84.68
8 ヴァン・カンペン	80.81	5.38	61.77	86.19
9 イートン・ヴァンス	70.88	38.95	12.24	109.84
10 JPモルガン	65.67	16.86	0.00	82.53
11 USAA	62.79	15.10	0.00	77.90
12 コロンビア	62.31	31.47	7.76	93.70
13 DWS-Scudder	60.92	16.94	9.23	77.87
14 ティーロ・プライス	48.51	29.90	15.65	78.42
15 アライアンス・バーンスタイン	48.18	59.67	0.00	107.86
16 リヴァー・ソース	40.46	7.37	0.00	47.83
17 レッグ・メイソン・パートナーズ	37.16	23.78	0.00	60.95
18 ブラックロック	34.00	19.78	0.49	53.78
19 MFS	31.60	25.27	16.36	56.87
20 プットナム	29.91	45.45	14.63	75.37

- (注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。
 2. 「地方債ファンド全体」は単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドの純資産額の合計。
 ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高は、単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドのそれぞれの純資産残高にも含まれている。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

²⁵ Financial Research Corporation

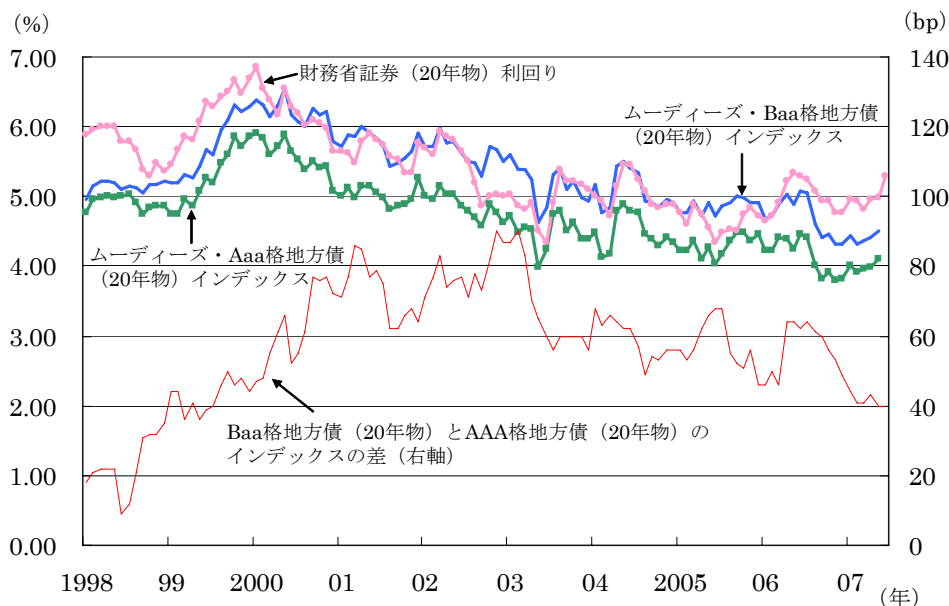
3. ハイ・イールド地方債ファンド

1) ハイ・イールド地方債市場

近年、急速にその純資産残高を伸ばしているのがハイ・イールド地方債ファンドである。先述のとおり、この4年間で純資産残高は倍増しており、今や地方債ファンド市場の15.3%を占める金融商品となっている。

図表11は、20年物のAaa格地方債とBaa格地方債の平均利回り、および財務省証券(20年物)の利回りの推移を示している。これによると、ハイ・イールド地方債に分類されるBaa格地方債の平均利回りは、Aaa格地方債の平均利回りとの差を1990年代末より2003年初めにかけて徐々に拡げており、2003年2月には1998年以降最大の90ベーススとなった。その後、一定格差は縮小するものの、40ベーススから60ベーススの水準で推移している。また、Aaa格地方債の平均利回りは一貫して財務省証券の利回りを下回っている一方で、Baa格地方債の平均利回りは時に財務省証券の利回りを上回っている²⁶。こうしたハイ・イールド地方債の利回りの高さをね

図表11 地方債の平均利回りの推移



- (注) 1. ムーディーズ・Aaa格地方債(20年物)インデックス(Moody's 20-year AAA Municipal Bond Yield)は、新規に発行されるAaa格の20年物一般財源保証債の平均利回りを示したものである。ムーディーズ・Baa格地方債(20年物)インデックス(Moody's 20-year BAA Municipal Bond Yield)もこれと同様である。
 2. 財務省証券の利回りは期中平均値、インデックスについては月末値。

(出所) Bloomberg、米国連邦準備制度理事会資料より、野村資本市場研究所作成

²⁶ 信用力の観点などから考えて、一般的に、国内で発行される債券の利回りが、その国の国債(財務省証券)のそれを下回ることはない。ただし、米国地方債の場合には、先述のとおり保有により得られる利子所得に対して税制優遇がなされることから、このように地方債の利回りが財務省証券のそれを下回る、ということが起きうる。井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆—発展の鍵を握る家計と投資信託—」(野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年冬号)参照。

らって、ハイ・イールド地方債ファンドの運用は行われている。

図表 12 は、2006 年末時点におけるハイ・イールド地方債ファンドのランキングである。ここでは、ゴールドマン・サックスが運用するファンドが第一位となっていることが注目される。ゴールドマン・サックスは、2006 年末現在 6 本の地方債ファンドを運用しているが、純資産残高でみると全体の 88.4%が、このゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンド（Goldman Sachs High Yield Municipal Fund）である²⁷。

また、ランキングには、オッペンハイマーが運用する地方債ファンドが 3 本ある。特に、第二位のオッペンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンド（Oppenheimer Rochester National Municipals）については、2004 年から 2006 年までの三年間の平均利回りが 9.59%と、全地方債ファンド中最高の成績を挙げている²⁸。その要因として、同ファンドのポートフォリオ・マネージャーは「米国の航空産業の好調に、その多くを負っている」と述べている。同ファンドが好成績を挙げることができた背景には、自らのポートフォリオに航空産業セクターのレベニュー債を多く組み入れていたが、航空産業セクターの信用力が改善したことによって、同セクターのレベニュー債の価格が上昇したことが、その要因の一つである、とポートフォリオ・マネージャーは指摘しているのである²⁹。その他 2 本のファンドについても運用成績は好調であり、これが純資産残高の急増につながっている。オッペンハイマーが運用する地方債ファンド全体の純資産残高に占めるハイ・イールド地方債ファンドの割合は、図表 6 に示した地方債ファンド全体の資産運用会社ランキング上位 20 社中最も高く、

図表 12 ハイ・イールド地方債ファンドの純資産残高ランキング（ファンド別、2006 年末時点）

順位	ファンド名	運用会社	純資産残高
1	ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンド	ゴールドマン・サックス	74.99
2	オッペンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンド	オッペンハイマー	68.49
3	フランクリン・ハイ・イールド免税債ファンド	フランクリン・テンブルトン	62.52
4	ヴァンガード・ハイ・イールド免税債ファンド	ヴァンガード	57.14
5	ヌヴィーン・ハイ・イールド地方債ファンド	ヌヴィーン	46.48
6	ヴァン・カンペン・ハイ・イールド地方債ファンド	ヴァン・カンペン	44.93
7	オッペンハイマー・代替ミニマム免税地方債ファンド	オッペンハイマー	21.64
8	アメリカン・高所得地方債ファンド	アメリカン・ファンズ	20.69
9	オッペンハイマー・中期地方債ファンド	オッペンハイマー	19.49
10	ヴァン・カンペン・戦略的的地方債ファンド	ヴァン・カンペン	16.84

(注) 1. 純資産残高の単位は億ドル。

2. 同一の債券ファンドでシェアクラスが異なる場合は、まとめて一本としている。

(出所) モーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

²⁷ モーニングスター・プリンシピアより算出。

²⁸ シェアクラス A の利回り。モーニングスター・プリンシピア

²⁹ Neil A. O'Hara, "ASSETS WAY UP IN HIGH-YIELD MUNI MARKET: These funds are getting the best of their traditional cousins. But is the end in sight?", *On Wall Street*, 9/1/2006 における、Ronald H. Fielding 氏の発言。Ronald 氏は、オッペンハイマーのその他のハイ・イールド地方債の運用においてもポートフォリオ・マネージャーを務めている。また記事では、タバコ・セクターのレベニュー債の利回り改善も、同ファンドの利回りの好調に影響を与えている、と指摘している。

オッペンハイマーが運用する全地方債ファンドの資産運用残高の上昇に、ハイ・イールド地方債が大きく貢献していることがわかる。

図表 13 は、上位三本のハイ・イールド地方債のポートフォリオと利回りを比較したものである。これによると、ポートフォリオの内訳は、それぞれ大きく異なっている。格付け別のポートフォリオの構成をみると、ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンドにおいては BBB 格が 28.9%、BB 格が 30.5%、それ以下が 12.2%を占めるのに対して、オッペンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンドにおいては BBB 格以下の割合は 39.9%にとどまっている。後者においては、AAA 格

図表 13 上位 3 ハイ・イールド地方債ファンドのポートフォリオの構成・運用成績の比較

	ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンド	オッペンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンド	フランクリン・ハイ・イールド免税債ファンド			
純資産残高	74.99億ドル	純資産残高	68.49億ドル			
保有銘柄数	1111	保有銘柄数	1097			
デュレーション	7.1年	デュレーション	8.2年			
デュレーション			5.0年			
セクター別構成	特別税収債 (Special Assessment)	31.5%	タバコ (Tobacco)	20.4%	公共事業 (Utilities)	19.3%
	病院 (Hospital)	15.6%	航空 (Airlines)	10.7%	事前借換債 (Prerefunded)	16.6%
	航空 (Airline)	8.3%	特別税収債 (Special Assessment)	7.8%	輸送 (Transportation)	15.4%
	タバコ (Tobacco)	6.0%	病院・ヘルスケア (Hospital・Health Care)	6.7%	病院・ヘルスケア (Hospital・Health Care)	14.6%
	企業保証 (Corporate Backed)	5.6%	ガス (Gas Utilities)	6.3%	税収保証債 (Tax Supported Debt)	13.7%
	その他	33.0%	その他	48.1%	その他	20.4%
格付け別構成	AAA	9.5%	AAA	20.4%	AAA	38.2%
	AA	4.8%	AA	11.9%	AA	4.8%
	A	14.1%	A	4.8%	A	5.3%
	BBB	28.9%	BBB	23.0%	BBB	18.6%
	BB	30.5%	BB	7.0%	BB	6.9%
	B以下	12.2%	B以下	9.9%	B以下	7.3%
		無格付け	0.2%	無格付け	19.0%	
上位 5 州	フロリダ	32.1%	テキサス	19.8%	カリフォルニア	18.2%
	カリフォルニア	17.2%	フロリダ	12.1%	ニューヨーク	9.9%
	テキサス	7.7%	カリフォルニア	10.4%	フロリダ	7.6%
	ニュージャージー	3.9%	ニュージャージー	9.9%	ニュージャージー	5.0%
	ペンシルバニア	3.9%	コロンビア	4.1%	ペンシルバニア	4.3%
年間利回り	2006年	7.86%	2006年	10.56%	2006年	7.45%
	2005年	7.21%	2005年	9.96%	2005年	5.45%
	2004年	6.63%	2004年	10.56%	2004年	6.88%
	2003年	8.84%	2003年	15.44%	2003年	7.99%
	2002年	7.41%	2002年	5.77%	2002年	5.15%

- (注) 1. ポートフォリオの構成については、ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンドは 2007 年 2 月末時点、オッペンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンドは 2007 年 1 月末時点、フランクリン・ハイ・イールド免税債ファンドは 2006 年 12 月末時点のものである。
2. 特別税収債 (Special Assessment) とは、調達資金が充てられる事業から便益を受ける、と考えられる人々に対して課される特別税からの税収をその元利償還の財源としている地方債のことである。
3. 税収保証債 (Tax Supported Debt) とは、元利償還の財源に州・地方政府の税収が充てられる地方債のことである。
4. 地方債のセクター別分類は、資産運用会社によって異なる場合がある。

(出所) 各ファンドの Annual Report、Semi Annual Report、ホームページ、およびモーニングスター・プリンシピアより、野村資本市場研究所作成

や AA 格も一定割合を占めている。さらにフランクリン・ハイ・イールド免税債ファンド (Franklin High Yield Tax-Free Income Fund) においては、A 格以上の地方債がポートフォリオに占める割合はより高くなっている。

ポートフォリオの州別構成についてもばらつきがみられる。3 本全てのポートフォリオにおいて大きな割合を占める州は、カリフォルニア州、フロリダ州、テキサス州、ニューヨーク州、ペンシルバニア州などであるが、その順位や構成割合は様々である。例えば、ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンドは、フロリダ州で発行される地方債に、ポートフォリオの 32.1% を充てている。州内の地域開発特別区 (Special Development District) ³⁰ が発行する地方債への投資が、その多くを占めている。

セクター別内訳においても大きな差異がみられる。オープンハイマー・ロチェスター・全米地方債ファンドの運用成績を押し上げた、とされる航空 (Airlines) とタバコ (Tobacco) が同ファンドのポートフォリオに占める割合は、各々同ファンドの 20.4%、10.7% を占めている。ゴールドマン・サックス・ハイ・イールド地方債ファンドにおいても両セクターの割合は比較的高くなっている。これに対してフランクリン・ハイ・イールド免税債ファンドにおいては、そう大きな割合を占めておらず、代わりに公共事業 (Utilities) や輸送 (Transportation) を初めとしたセクターに投資が行われている点、かつそれら上位 5 セクターのそれぞれが 10% を超える割合をポートフォリオの中に占めている点も注目される。

2) ハイ・イールド地方債ファンドによる地方債投資の具体事例

ハイ・イールド地方債ファンドのファンド別純資産残高ランキング第 5 位のヌヴィーン・ハイ・イールド地方債ファンド (Nuveen High Yield Municipal Bond Fund) は、長期的な視点からの投資戦略 (buy-and-hold strategy) を好んで用いており、時には 2 年から 5 年かけて流通価格の上昇を期待する、とのことである³¹。特に、地域にとって不可欠な財・サービスを供給する事業者が発行する地方債に対して、その格付けが引き下げられた時を狙って投資を行うことを、自らの戦略の一つとしているようである。

例えば、同ファンドはデトロイト・メディカル・センター (Detroit Medical Center) が発行する地方債を、格付けが A- から B- に引き下げられた際に購入した。デトロイト・メディカル・センターは、貧困者や保険に加入していない患者への治療を行う 9 つの病院からなる組織であり、地域にとっても不可欠な医療サービスを提供している、とされる。それゆえ、ヌヴィーンのポートフォリオ・マネージャーは、同センターが倒産に至ることは考えにくい、として、同センターが発行する地方債への

³⁰ 特別区 (Special District) とは、事業を単位として設けられる政府であり、特定の公共サービスに特化して、その供給を行っている。

³¹ 以下の記述は、Ann Keeton, "TIP SHEET: Nuveen: Good Time To Check High-Yield Munis", *DOWJONES Newswires*, 4/22/2006 による。

投資を行った。実際、ミシガン州政府やデトロイト市政府による金融支援や、新しい経営者による改革の結果、財務状況は改善し、その流通価格は、1ドルあたり55セントないし60セントから、2年後には98セントから1ドルにまで上昇した。

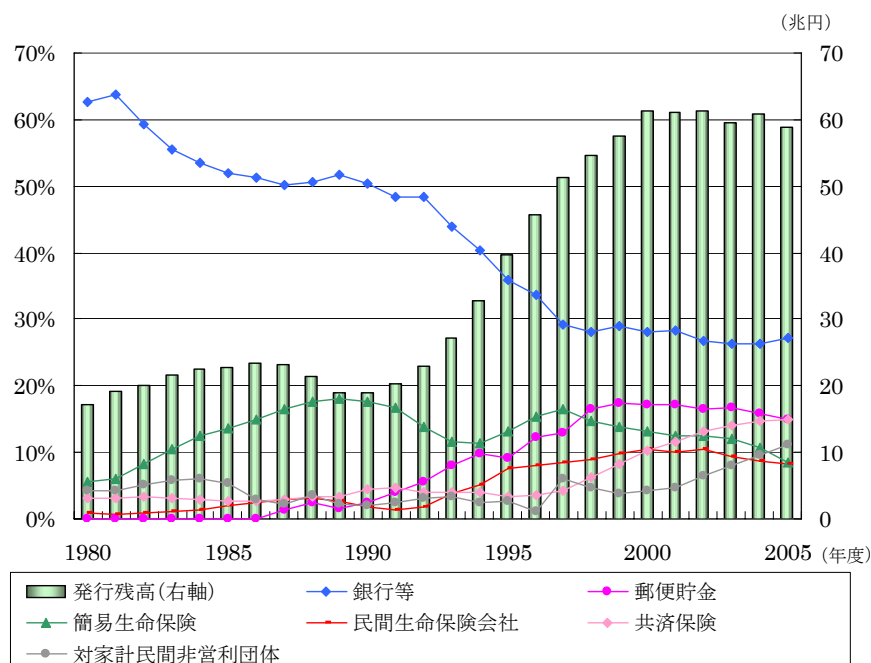
V 結びに代えて

米国では、地方債ファンド市場が1970年代後半より徐々に発展してきており、今日では投資家、特に個人投資家が地方債への投資を行う際の重要な一手段となっている。

近年、わが国においても地方債の引受資金が、財政投融资制度を介した公的資金から、市場公募債などの民間資金へとシフトする気配が見え始めている。今後、財政投融资制度の規模がいつそう縮減していくことが予想されることに加えて、政府系金融機関改革や郵政民営化改革が実施段階へと入る中で、公的資金の規模は一層縮小する可能性が高い。

よって、わが国においても、民間の投資家による地方債への投資を積極的に促すべく、地方債市場の発展が早晚求められることとなるであろう。地方債証券の保有者構造の推移をみると、1980年代前半にはその6割を保有していた国内銀行は、地方債証券の発行残高が約60兆円にも積みあがった今日においては、もはやその多くを保有しきれなくなっており、3割を下回る水準にまで自らの保有割合を低下させている(図表14)。彼らが保有しきれなくなった部分は、郵便貯金や簡保資金などが代わって保有している。しかし、郵政公社の民営化を目前に控え、こうした地方債証券の保有者構造は新たな変化を迎える

図表14 わが国における地方債証券の保有者構造の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より、野村資本市場研究所作成

こととなるであろう。郵便貯金や簡保資金に代わって、約 1,500 兆円にもものぼる金融資産を保有する個人投資家や、外国人投資家など、新しい投資家から資金を引き付けることが、地方自治体には今後早急に求められる。

地方分権改革が推し進められ、各地方自治体に財政責任が強く求められるようになるとともに、地方自治体間の財政力格差が開くこととなれば、地方債の信用力や利回りにも違いが出てくることとなろう。そうした地方債に対して、専門家による信用リスクの分析を反映して、分散投資を行うことを容易にする地方債ファンドが、投資家からの資金を引き付ける一つの手段として有する可能性は潜在的に高いものがあるのではないかと考えられる。

補論：地方債利子所得に対する州所得税の課税問題について

本論で述べたように、単一州地方債型ファンドの最大の特徴は免税のメリットの大きさにあるが、現在、その根幹を揺るがしかねない訴訟事件がケンタッキー州で起きている。これは、州内で発行された地方債に対しては州所得税の課税を免除する一方で、州外で発行された地方債については課税対象とする、というケンタッキー州の課税措置は、合衆国憲法通商条項（the Commerce Clause）に違反する、として、ケンタッキー州政府歳入局（Department of Revenue of the Finance and Administration Cabinet）を相手にデービス夫妻が起こしている訴訟である。通商条項では、州間での通商を規律する権限は連邦政府に帰属するものと規定しており、州政府が州内の経済的利益を特別に優遇するような措置を採ることを禁じている。ケンタッキー州政府のみならず広く全米で採られている地方債への課税措置は、この通商条項の規定に違反している、と原告側は主張しているのである。

ケンタッキー州第一審裁判所では、州政府の課税措置は合憲と判断され、夫妻の訴えは退けられた。しかし、続く州控訴裁判所ではこの訴えが認められ、州政府の地方債への課税措置は文字通り解釈すると違憲である、と判断されるとともに、審理の差し戻しが命じられた。その後、ケンタッキー州政府歳入局は州最高裁判所に上訴を行ったが、2006年8月にこれは退けられた。2007年5月現在、審理は連邦最高裁判所に持ち込まれている³²。

仮に連邦最高裁判所においてケンタッキー州での違憲判決が支持された場合、その影響はケンタッキー州外にも及ぶことが予想される。多くの州で、地方債に対する州所得税の課税措置が見直され、州内で発行される地方債から得られる利子所得にも州所得税を課税する、あるいは州外で発行される地方債からの利子所得を州所得税の課税対象から外す、といった税制改正が行われる可能性がある。そうなれば、単一州地方債型ファンドの有する利点は大きく減じられることとなる。

調査協力：木村真生子（筑波大学大学院博士特別研究員）

³² Kentucky v. Davis, No. 2004-CA-001940-MR, 2006 Ky. Ct. App. (6th Cir. Jan. 6, 2006)、Lori Pizzani, “State Muni Tax Cases Threaten Funds”, *Money Management Executive*, 4/30/2007、Dan Jamieson, “Supremes to rule on muni taxation”, *Investment News*, 05/21/2007 参照。なお、同様の訴訟事件は 1994 年にもオハイオ州であったが、この時はオハイオ州による地方債への課税措置は合憲である、と判断されている。