

## 存在感が増す米国地方債 ETF と今後の課題

江夏 あかね

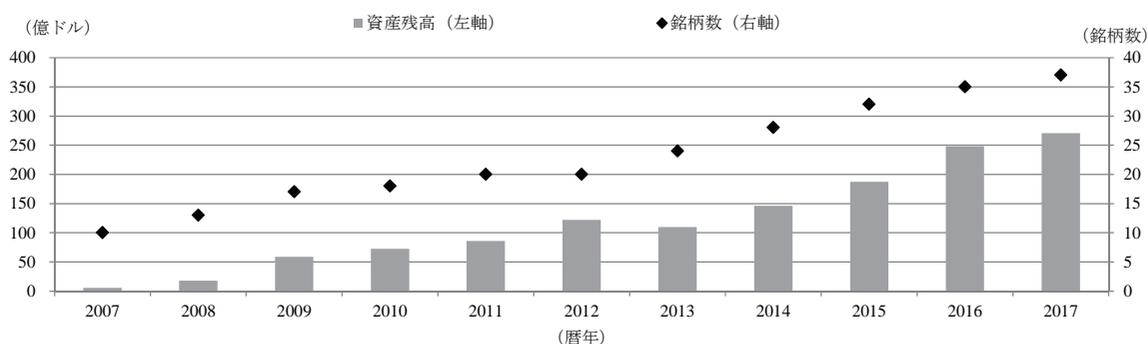
### ■ 要 約 ■

1. 地方債 ETF とは、地方債指数に連動する上場投資信託（ETF）である。米国では、2007年9月に初めての地方債ETFが発行されてから、ニッチな分野ながらも約10年で堅調に需要が拡大した結果、2017年5月末時点で37銘柄、資産残高は約269億ドルに達した。
2. 米国地方債ETFは近年、（1）投資家構成の特殊性、（2）資産残高の堅調な伸び、といった背景の下、金融市場で注目が集まっている。特に、資産残高が堅調に伸びている背景には、免税措置の存在、経費率（信託報酬）の低さ及び流動性の高さといった金融商品としての特長が挙げられる。
3. 米国地方債ETFの運用カテゴリーの類型としては、（1）全年限国内、（2）対象年限、（3）単一州、（4）特定セクター（ハイイールド地方債、課税地方債、短期変動金利要求払債〔VRDO〕）、インフラ関連レベニュー債、事前借換債）、（5）アクティブ型、があり、2017年5月末現在、銘柄数では対象年限、資産残高ベースでは全年限国内が最も多い。
4. 米国地方債ETFをめぐっては、債券ETF市場全体に占める割合は約6.3%、米国地方債市場全体に占める割合は約0.7%と規模の面では未だ小さい。しかしながら、先進国を中心とした低金利環境がさらに長期化するようであれば、米国地方債への投資を求める投資家がさらに増加することもあり得る。そのような中で、米国地方債ETFの銘柄が拡充され、さらには、仮に米国外取引所への上場等を通じて取引の利便性が向上すれば、金融市場における存在感が増していく可能性もあろう。

## I 存在感が増す米国地方債 ETF

米国では、2007年9月に初めての地方債ETFが発行されてから約10年で堅調に需要が拡大した結果、2017年5月末時点で37銘柄、資産残高は約271億ドルに達した（図表1参照）。約2.5兆ドルに上る米国ETF市場に占める割合はまだ小さいが、本稿では、ますます存在感が増していく可能性がある米国地方債ETFについて、注目を集める背景及び商品性を分析し、今後の課題を論考する<sup>1</sup>。

図表1 米国地方債ETFの資産残高推移



(注) 1. 2017年5月末時点で現存している銘柄について集計。  
2. 2017年は、5月末時点の数値。

(出所) モーニングスター及びブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

## II 米国地方債ETFが注目を集める背景

地方債ETFとは、地方債指数に連動する上場投資信託（ETF）である。米国地方債ETFは近年、（1）投資家構成の特殊性、（2）資産残高の堅調な伸び、といった背景の下、金融市場で注目が集まっている。

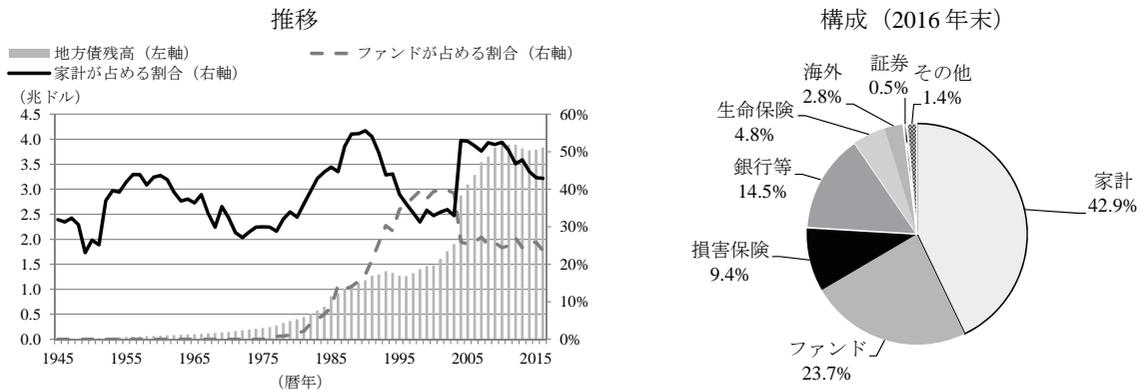
### 1. 投資家構成の特殊性

ETFの原資産には、株式、債券、コモディティなど多数の種類があるが、米国地方債の場合、利子に係る連邦所得税の免税措置の存在といった他の金融資産にない特徴が挙げられ、現物及びETFの投資家構成にも影響している。米国地方債は、原則として連邦所得税を課税されず、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・地方政府の所得税も免除される場合もあり、個人投資家による保有割合が全体の約4割に達している（図表2参照）。また、米国地方債を原資産としたファンド（ミューチュアル・ファンド、

<sup>1</sup> 米国ETF市場の純資産残高は、2016年末現在。（Investment Company Institute, 2017 Investment Company Factbook, 2017, p.180）

ETF 等) についても免税のメリットを享受することができる。このような背景の下、米国地方債の保有者の約 4 分の 1 はファンドが占めている。

図表 2 米国地方債の投資家層の推移と構成



(注) ファンドは、ミューチュアル・ファンド (マネーマーケット・ミューチュアル・ファンドを含む)、クローズド・エンド型ファンド、ETF の合計。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings* 各年より、野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>)

ETF の保有者構成は、米国では個人と機関投資家 (ヘッジファンド等) が半々、欧州では約 8 割が機関投資家と言われているが、米国地方債 ETF の場合、米国内の個人投資家が大半を保有している<sup>2</sup>。また、米国では、地方債を含む債券の利子所得が他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される。一方、ETF を保有する個人投資家のプロフィールには、年収・学歴が比較的高く、金融資産を多く保有しているという特徴がある。これらを踏まえると、米国地方債 ETF の保有者は、個人投資家の中でも高額所得者が投資家層の中心となっているとみられる<sup>3</sup>。

このように、原資産における免税措置に起因し、個人投資家を中心とした投資家層を抱える米国地方債 ETF は、他の金融商品と比べると規模は小さいものの、ニッチな存在として、金融市場のみならず国民生活でも支持を集め始めているようだ。

## 2. 資産残高の堅調な伸び

ETF は元々、株価指数連動の株式 ETF から始まり拡大してきたが、2002 年 7 月に初めての債券 ETF となる米国債 ETF 及び投資適格級事業債 ETF、2003 年 12 月に物価連動国

<sup>2</sup> Srichander Ramswamy, “Market Structures and Systemic Risks of Exchange-Traded Funds”, *BIS Working Papers* No.343, Bank for International Settlements, April 2011, p.2; Municipal Market Advisors, *Municipal Exchange Traded Funds: Product Evolution and Innovation 2007-2012*, April 2013, p.5.

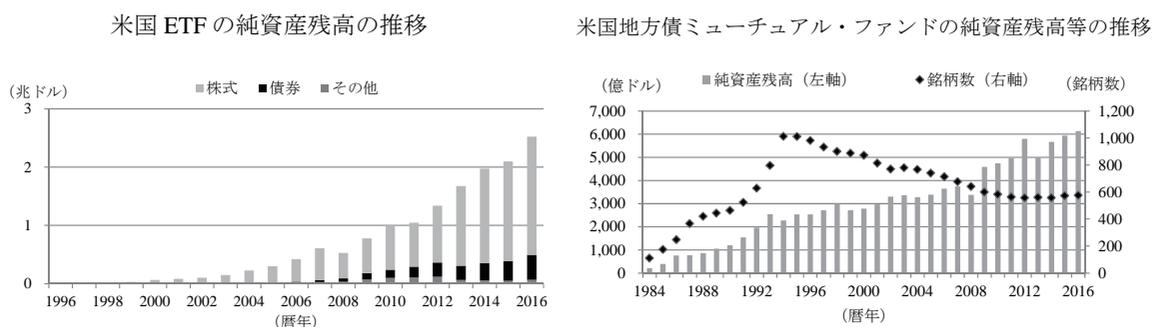
<sup>3</sup> Investment Company Institute, *2017 Investment Company Factbook*, 2017, p.72.

債（TIPS）ETF、2007年3月にモーゲージ担保証券（MBS）ETFが誕生した<sup>4</sup>。その後、米国で世界初となる地方債ETFとして、米大手資産運用会社のブラックロック（旧・パークレイズ・グローバル・インベスターズ）が開発した「iシェアーズ国内地方債ETF」（MUB）が2007年9月に上場された。

同ETFが誕生したのは、ポートフォリオ形成に際して流動性や価格面が課題となる米国地方債市場に対して、商品性がシンプルかつコスト面でもメリットがある方法での投資を模索する投資家が多いことが背景にあると説明されている<sup>5</sup>。金融市場では、米国地方債ETFが誕生して間もなく、世界的な金融危機やソブリン財政危機が発生し、金融市場の混乱の中で発行額が大きく減少した金融商品もある。しかし、米国地方債ETFについては、米国ETF全体や米国地方債ミューチュアル・ファンドと比べると、歴史が浅いために資産残高の実額は小さいものの、伸び率に着目すると、2016年末時点で2008年末対比13.8倍と極めて堅調な傾向が続いている<sup>6</sup>（図表1及び図表3参照）。

米国地方債ETFに対する堅調な需要は、（1）債券ETFの順調な需要の増加、（2）米国地方債ETFの金融商品としての特長、が背景とみられる。債券ETFをめぐるのは、2000年代後半に世界的な金融危機が発生した頃から投資家の間で急激に広まっていった（図表3左参照）。これは、（1）世界的に長引く金融緩和の中で、経費節減や事務部門の負担軽減の一環としてパッシブ運用へ移行する傾向があり、債券ETFがその受け皿の1つとなっている、（2）金融危機後の規制強化等の流れの中で、投資銀行等が在庫を抱えることが従来に比して困難になった結果、先進国国債以外の債券の流動性が低下し、一方で投資銀行等が在庫を持たなくても設定可能な債券ETFが現物の流動性を補う状況で活用されるようになった、といった要因が挙げられる<sup>7</sup>。

図表3 米国ETF及び米国地方債ミューチュアル・ファンドの純資産残高等の推移



（出所）Investment Company Institute, 2017 Investment Company Factbook, 2017, pp.172-180 より、野村資本市場研究所作成 ([https://www.ici.org/pdf/2017\\_factbook.pdf](https://www.ici.org/pdf/2017_factbook.pdf))

<sup>4</sup> David J. Abner, *The ETF Handbook: How to Value and Trade Exchange Traded Funds*, John Wiley & Sons, Inc., 2010, pp.105-106.

<sup>5</sup> Barclays Global Investors, *Barclays Global Investors Announces the Trading of the First U.S. Listed Municipal Bond Exchange Traded Fund*, September 10 2007.

<sup>6</sup> 2016年の純資産残高（対2008年比）は、米国ETF全体が約4.8倍、米国地方債ミューチュアル・ファンドが約1.8倍。

<sup>7</sup> 藤村真紀子・中岡寛晶「ETFの活用事例について」『証券アナリストジャーナル』第55巻第1号、日本証券アナリスト協会、2017年1月、16-17頁。

一方、米国地方債 ETF の金融商品としての特長は、免税措置の存在、経費率（信託報酬）の低さ及び流動性の高さが挙げられる。

1 点目について、米国地方債 ETF の場合、ほとんどの銘柄が連邦所得税が免税となる免税債を組入銘柄としており、分配金にもその免税措置が適用されることになる上、後述のとおり、投資家の居住州によって免税措置のメリットをより多く享受できるような商品設計となっている単一州地方債 ETF のような銘柄もある<sup>8</sup>。米国地方債 ETF のように、分配金に免税措置が適用される ETF は他には存在しないとみられることから、米国地方債 ETF への投資家の関心を惹きつける要素になっていると考えられる。

2 点目の経費率について、ETF の場合、(1) 販売会社に支払う経費がない、(2) インデックスに基づくパッシブ運用が大宗のため、組入銘柄の調査等のコストが限定的、といった理由で、一般にミューチュアル・ファンド等に比して低い傾向にある。米国地方債関連ファンドのネット経費率の平均値（2017 年 5 月末時点）は、ETF が 0.28%、ミューチュアル・ファンドが 0.90%となっている<sup>9</sup>。前述のとおり、先進国を中心に低金利環境が続く中、投資家は運用コストの軽減を従来以上に意識しており、経費率の相対的な低さは、米国地方債 ETF の魅力の 1 つとして、高い資産残高の伸び率を支える大きな要素になっているとみられる（図表 1 及び図表 3 右参照）。

3 点目の流動性について見ると、米国地方債の場合、発行残高は約 3.8 兆ドル（2016 年末）と大きいものの、(1) 非上場、(2) 利子に係る連邦所得税の免税措置の存在等により個人が約 4 割を保有しており、多くの個人投資家は満期保有目的、(3) 全体の取引回数約 7 割は 5 万ドル未満と少額取引が多い傾向、などを背景に、流動性がそれほど高くない傾向にある<sup>10</sup>。他方、米国地方債 ETF については、上場していることもあり、現物に比して流動性は高く、野村資本市場研究所の試算に基づく、回転率（2016 年）は現物が約 0.7 回に対して、ETF が約 2.0 回となっている（図表 4 左参照）。なお、近年の米国地方債 ETF の取引量については、例えば金融市場を揺るがせたヘッドライン（2013 年 6 月頃のバーナンキ・ショック<sup>11</sup>、2016 年 11 月の米国大統領選挙におけるドナルド・トランプ氏の選出等）の発生時を中心に、取引量が増加する傾向が観察され、投資家が地方債市場のボラティリティを投資機会に活かすべく、流動性が比較的高い米国地方債 ETF を活用している可能性が示唆される（図表 4 右参照）。

<sup>8</sup> 州や地方政府の所得税の免税措置については、組入銘柄の発行州と投資家の居住州の組み合わせに応じて適用される場合がある。

<sup>9</sup> パッシブ型・アクティブ型両方を含む。モーニングスターに基づき、野村資本市場研究所算出。

<sup>10</sup> 2016 年の平均日次取引回数（37,135 回）のうち、約 67%に当たる 25,068 回が取引価格 5 万ドル未満だった。（Municipal Securities Rulemaking Board, 2016 Factbook, 2016, p.37; U.S. Securities and Exchange Commission, Report on the Municipal Securities Market, July 31 2012, pp.19-21）

<sup>11</sup> 米連邦準備制度理事会（FRB）のベン・バーナンキ議長（当時）が 2013 年 6 月に開かれた米連邦公開市場委員会（FOMC）の後に量的緩和の縮小・引き締めを行う方針を明らかにしたことで、投資家が一斉に慎重姿勢に転じ、債券市場では金利が急上昇するなどの影響が見られた。

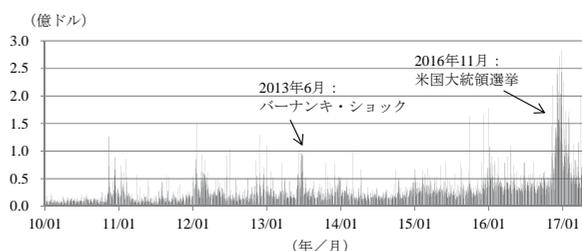
このように、米国地方債 ETF は、世界的金融危機以降の債券 ETF 全体に対する順調な伸びに加え、免税措置の存在、経費率の低さ及び流動性の高さといった金融商品としての特長に下支えされ、資産残高が堅調に拡大していることから、ニッチな存在として金融市場の中で注目が集まりつつあるとみられる。

図表 4 米国地方債 ETF 等の回転率及び i シェアーズ国内地方債 ETF の取引高推移

米国地方債 ETF 等の回転率 (2016 年)

	米国地方債ETF	米国地方債	米国債
売買高 (億ドル)	451	26,666	1,290,660
資産残高／ 発行残高 (億ドル)	224	38,125	135,499
回転率 (回)	2.0	0.7	9.5

i シェアーズ国内地方債 ETF の取引高推移



(注) 1. 米国地方債 ETF の回転率は、2015 年 12 月 31 日までに上場された銘柄を対象に算出。売買高及び資産残高／発行残高は 2016 年の平均値。

2. i シェアーズ国内地方債 ETF は 2017 年 5 月末時点で、最も資産残高が大きい銘柄。

(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Bond Market Issuance and Outstanding*; Securities Industry and Financial Markets Association, *US Bond Market Trading Volume*、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)

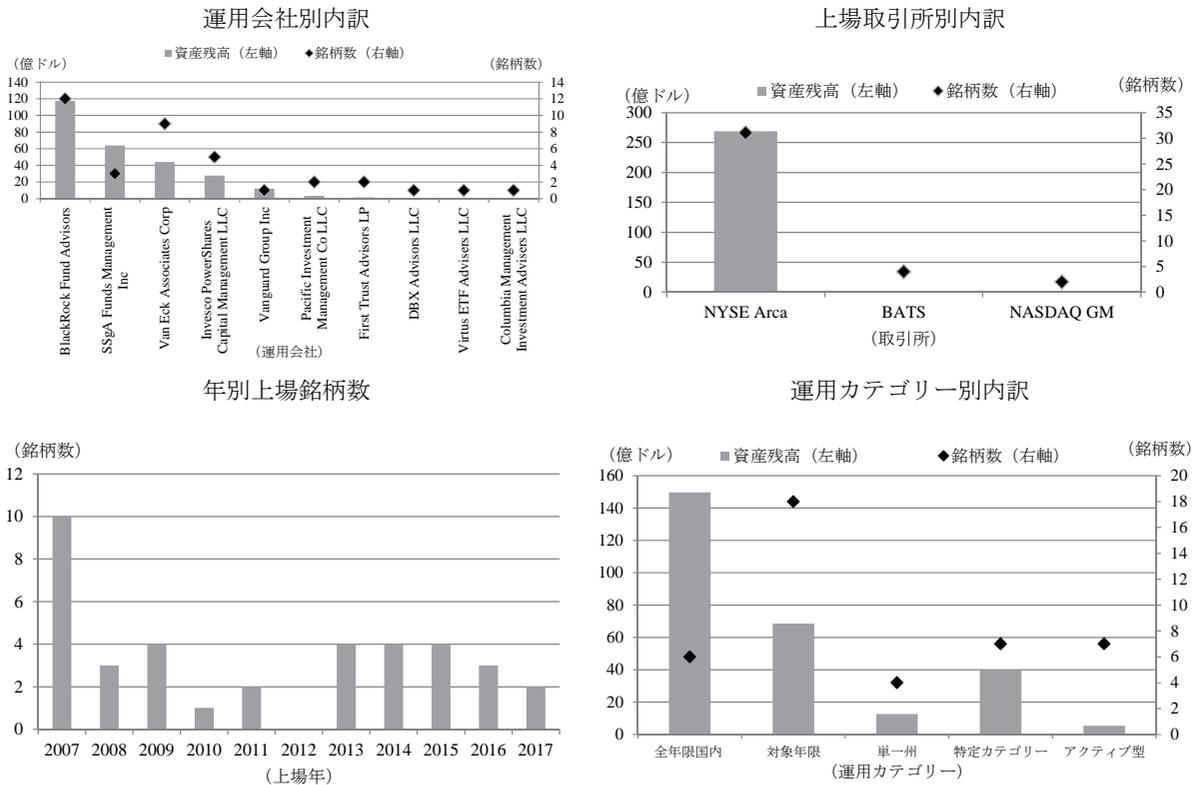
### III 米国地方債 ETF の商品性

#### 1. 米国地方債 ETF の特徴

米国地方債 ETF は 2017 年 5 月末現在、37 銘柄あり、資産残高の合計は約 271 億ドルに上っている。特徴としては、(1) 全て米ドル建て、(2) ブラックロックを始めとして 10 社の運用会社が ETF を運用、(3) 約 8 割の銘柄 (資産残高ベースで約 99%) が NYSE アーカに上場、(4) 分配頻度は 1 銘柄 (不定期) を除き月次、(4) 経費率は 0.09% ~ 0.75% (単純平均: 0.28%)、(3) 資産残高が 10 億ドルを超えているのは 8 銘柄、(5) 毎年の上場銘柄は年によってばらつきがあるが、2007~2016 年までの平均は約 3.5 銘柄、などが挙げられる (図表 5 上及び左下参照)。

運用カテゴリーの類型としては、(1) 全年限国内、(2) 対象年限、(3) 単一州、(4) 特定カテゴリー、(5) アクティブ型、があり、2017 年 5 月末現在、銘柄数では対象年限、資産残高ベースでは全年限国内が最も多い (図表 5 右下参照)。

図表 5 米国地方債 ETF 銘柄の内訳



(注) 1. 2017年5月末現在。  
 2. 上場年のうち、2017年は1～5月分。運用カテゴリーは2つ以上ある場合、各カテゴリーに重複計上している。  
 (出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

## 2. 米国地方債 ETF の運用カテゴリー別概要

### 1) 全年限国内地方債 ETF (All-Term National Muni Bond ETFs)

全年限国内地方債 ETF は、全米各地域及び複数年限の地方債が運用されているものであり、2017年5月末時点で6銘柄が上場している(図表6参照)。全年限国内地方債 ETF は、基本的には免税債を組入銘柄としている。後述の単一州地方債 ETF に比べると、州・地方政府の所得税の免税メリットは小さいものの、米国地方債 ETF の中では最も分散効果が高く、米国地方債市場全体のパフォーマンスに近くなる傾向がある。

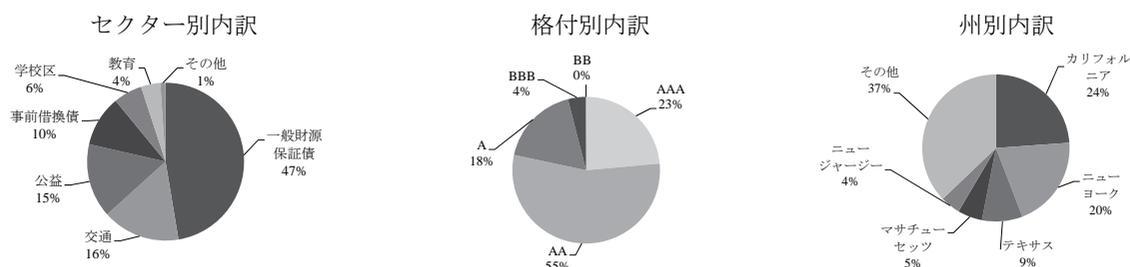
図表 6 全年限国内地方債 ETF 一覧 (2017 年 5 月末現在)

ETF 名	ティッカー	運用会社	ベンチマーク	資産残高 (億ドル)	分配頻度	組入銘柄数	経費率 (%)	上場日 (年/月/日)	運用カテゴリー
iShares National Muni Bond ETF	MUB	BlackRock Fund Advisors	S&P Ntnl AMT-Free Mu TR	81.83	月次	3,226	0.25	2007/09/10	全年限国内
SPDR Nuveen Bloomberg Barclays Municipal Bond ETF	TFI	SSgA Funds Management Inc	MM Idx Idx Val	23.67	月次	2,256	0.23	2007/09/13	全年限国内
VanEck Vectors AMT-Free Intermediate Municipal Index ETF	ITM	Van Eck Associates Corp	AMT-Free Int Cnt Idx Val	16.17	月次	3,279	0.24	2007/12/06	全年限国内
PowerShares National AMT-Free Municipal Bond Portfolio	PZA	Invesco PowerShares Capital Management LLC	Nat'l Long-Term Core Plus Muni	14.83	月次	358	0.28	2007/10/11	全年限国内
Vanguard Tax-Exempt Bond ETF	VTEB	Vanguard Group Inc	S&P Ntnl AMT-Free Mu TR	12.27	月次	3,038	0.09	2015/08/25	全年限国内
VanEck Vectors CEF Municipal Income ETF	XMPT	Van Eck Associates Corp	S-Network Muni Bd C TR	0.88	月次	71	0.40	2011/07/13	全年限国内

(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

全年限国内地方債 ETF は、ベンチマークとなる地方債インデックスの構成銘柄のうち、流動性等の要素に鑑みて組入銘柄を選定している。組入銘柄は、地方債市場全体の構造と共通点も多く、(1) セクター別には一般財源保証債 (GO)、交通、公益等が中心、(2) 格付けはほとんどが投資適格級で構成、(3) カリフォルニア州やニューヨーク州といった財政規模及び地方債残高が大きい地域が占める割合が比較的多い、といった特徴がある (図表 7 参照)。

図表 7 iシェアーズ国内地方債 ETF の組入銘柄内訳 (2017 年 5 月末現在)



(注) 格付けはムーディーズ、S&P 及びフィッチから付与されたものを S&P の分類に基づき表記。

(出所) Blackrock, iShares National Muni Bond ETF、より野村資本市場研究所作成

(<https://www.ishares.com/us/products/239766/ishares-national-amtfree-muni-bond-etf>)

## 2) 対象年限地方債 ETF (Target Duration Muni Bond ETFs)

対象年限地方債 ETF は、年限を特定した地方債が運用されているものであり、短期・中期・長期と区切って運用している銘柄もあれば、特定の年限ゾーンや特定の償還年月の地方債のみを運用しているものもある。対象年限地方債 ETF は、金利変化に対するポートフォリオの感応度を重視する投資家などにより保有される傾向にあり、2017 年 5 月末時点で、18 銘柄が上場している (図表 8 参照)。平均修正デュレーションは、全年限国内地方債 ETF が約 5.7 年となっているのに対し、短期地方債 ETF (約 2.3 年)、中期地方債 ETF (約 5.2 年)、長期 (約 6.8 年) となっている。また、18 銘柄中、約 2 割に当たる 4 銘柄が後述のアクティブ型となっている。

図表 8 対象年限地方債 ETF 一覧 (2017年5月末現在)

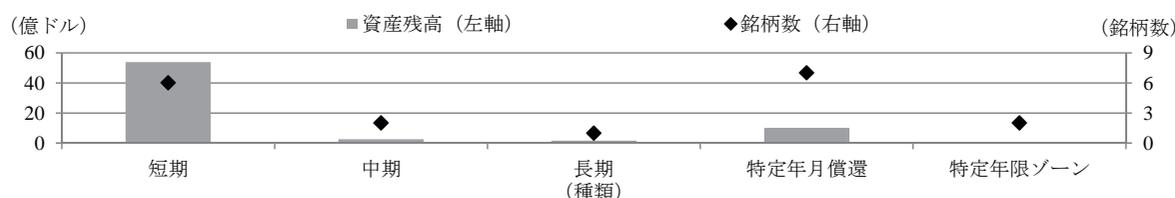
ETF 名	ティッカー	運用会社	ベンチマーク	資産残高 (億ドル)	分配頻度	組入銘柄数	経費率 (%)	上場日 (年/月/日)	運用カテゴリー
SPDR Nuveen Bloomberg Barclays Short Term Municipal Bond ETF	SHM	SSgA Funds Management Inc	MM Short 1-5Y Index V	34.35	月次	1,067	0.20	2007/10/15	対象年限 (短期)
iShares Short-Term National Muni Bond ETF	SUB	BlackRock Fund Advisors	S&P Sh Ntl AMT Muni TR	14.79	月次	870	0.25	2008/11/07	対象年限 (短期)
PIMCO Intermediate Municipal Bond Active ETF	MUNI	Pacific Investment Management Co LLC	—	2.61	月次	166	0.35	2009/12/02	対象年限 (中期)、アクティブ型
VanEck Vectors AMT-Free Short Municipal Index ETF	SMB	Van Eck Associates Corp	AMT-Free Sh Cont Idx Val	2.55	月次	714	0.20	2008/02/26	対象年限 (短期)
iShares iBonds Sep 2017 Term Muni Bond ETF	IBMF	BlackRock Fund Advisors	S&P AMT-Free Muni 2017TR	2.00	月次	789	0.18	2010/01/11	対象年限 (特定年月償還)
iShares iBonds Sep 2018 Term Muni Bond ETF	IBMG	BlackRock Fund Advisors	S&P AMT-Free Muni 2018TR	1.95	月次	839	0.18	2013/03/21	対象年限 (特定年月償還)
iShares iBonds Sep 2019 Term Muni Bond ETF	IBMH	BlackRock Fund Advisors	S&P AMT-Free Muni 2019TR	1.91	月次	887	0.18	2014/02/06	対象年限 (特定年月償還)
iShares iBonds Sep 2020 Term Muni Bond ETF	IBMI	BlackRock Fund Advisors	S&P AMT-FMS 2020 TR	1.87	月次	871	0.18	2014/08/14	対象年限 (特定年月償還)
VanEck Vectors AMT-Free Long Municipal Index ETF	MLN	Van Eck Associates Corp	AMT-Free Lng Cnt Idx Val	1.68	月次	559	0.24	2008/01/07	対象年限 (長期)
iShares iBonds Dec 2021 Term Muni Bond ETF	IBMJ	BlackRock Fund Advisors	SPAMTFreeMunSerDec2021TR	1.26	月次	975	0.18	2015/09/03	対象年限 (特定年月償還)
VanEck Vectors Short High-Yield Municipal Index ETF	SHYD	Van Eck Associates Corp	Muni HY Short Idx Val	1.15	月次	402	0.35	2014/01/09	対象年限 (短期)、特定カテゴリー (ハイイールド地方債)
iShares iBonds Dec 2022 Term Muni Bond ETF	IBMK	BlackRock Fund Advisors	SPAMTFreeMunSerDec2022TR	1.20	月次	927	0.18	2015/09/03	対象年限 (特定年月償還)
PIMCO Short Term Municipal Bond Active ETF	SMMU	Pacific Investment Management Co LLC	—	0.66	月次	77	0.35	2010/02/03	対象年限 (短期)、アクティブ型
iShares Short Maturity Municipal Bond ETF	MEAR	BlackRock Fund Advisors	—	0.38	月次	67	0.25	2015/03/05	対象年限 (短期)、アクティブ型
Columbia Intermediate Municipal Bond ETF	GMMB	Columbia Management Investment Advisers LLC	—	0.05	月次	52	0.42	2010/01/29	対象年限 (中期)、アクティブ型
VanEck Vectors AMT-Free 6-8 Year Municipal Index ETF	ITMS	Van Eck Associates Corp	VE AMTFree 6-8 Idx Val	0.04	月次	29	0.24	2016/09/20	対象年限 (特定年限ゾーン)
VanEck Vectors AMT-Free 12-17 Year Municipal Index ETF	ITML	Van Eck Associates Corp	VE AMTFree 12-17 Idx Val	0.05	月次	36	0.24	2016/09/20	対象年限 (特定年限ゾーン)
iShares iBonds Dec 2023 Term Muni Bond ETF	IBML	BlackRock Fund Advisors	S&PAMTFreeMSDec2023TR	0.03	月次	68	0.18	2017/04/13	対象年限 (特定年月償還)

(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

米国地方債 ETF をめぐっては、金利低下が予想される場合はより長期、金利上昇が予想される場合はより短期の ETF が選択されるなどの投資行動が観察される。そのため、幅広い銘柄ラインアップがあるが、対象年限地方債 ETF の中では、金利変動リスクの軽減目的で選好する投資家が多い短期地方債 ETF の資産残高が 2017 年 5 月末現在、最も大きい (図表 9 参照)。銘柄数では、特定年月償還 ETF が 7 本と最も充実している。特定年月償還 ETF は、ラダー型ポートフォリオの構築等で活用される傾向にある<sup>12</sup>。

<sup>12</sup> “41 Target Maturity Bond ETFs for Rising Rates”, *ETF Trends*, May 19 2016.

図表 9 対象年限地方債 ETF の内訳 (2017 年 5 月末現在)



(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

### 3) 単一州地方債 ETF (State-Specific Muni Bond ETFs)

単一州地方債 ETF は、特定の州内で発行される地方債が運用されているものであり、2017 年 5 月末現在、財政規模及び地方債残高が大きいカリフォルニア州及びニューヨーク州の地方債 ETF がある (図表 10 参照)。単一州地方債 ETF は、組入銘柄の地域が限定されているため、ポートフォリオの分散効果は全年限国内地方債 ETF に比べると小さい。しかし、仮にカリフォルニア州に居住する投資家がカリフォルニア州地方債 ETF を購入する場合、基本的にはカリフォルニア州債への投資と同様に、連邦所得税及びカリフォルニア州の所得税の免税措置を受けることが可能となるといったメリットがある。これらの ETF は、2つの州の高額納税者にとってより魅力的な金融商品として捉えられているとみられる。

図表 10 単一州地方債 ETF 銘柄一覧 (2017 年 5 月末現在)

ETF 名	ティッカー	運用会社	ベンチマーク	資産残高 (億ドル)	分配頻度	組入銘柄数	経費率 (%)	上場日 (年/月/日)	運用カテゴリー
iShares California Muni Bond ETF	CMF	BlackRock Fund Advisors	S&P Cal AMT Fr Muni B TR	7.50	月次	805	0.25	2007/10/05	単一州 (カリフォルニア州)
iShares New York Muni Bond ETF	NYF	BlackRock Fund Advisors	S&P NY AMT-Free Mun B TR	2.63	月次	475	0.25	2007/10/05	単一州 (ニューヨーク州)
PowerShares California AMT-Free Municipal Bond Portfolio	PWZ	Invesco PowerShares Capital Management LLC	CA Lng Term Core+ Muni	1.79	月次	107	0.28	2007/10/11	単一州 (カリフォルニア州)
PowerShares New York AMT-Free Municipal Bond Portfolio	PZT	Invesco PowerShares Capital Management LLC	NY LongTerm Core+ Muni	0.65	月次	46	0.28	2007/10/11	単一州 (ニューヨーク州)

(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

### 4) 特定カテゴリー地方債 ETF (Specific Category Muni Bond ETFs)

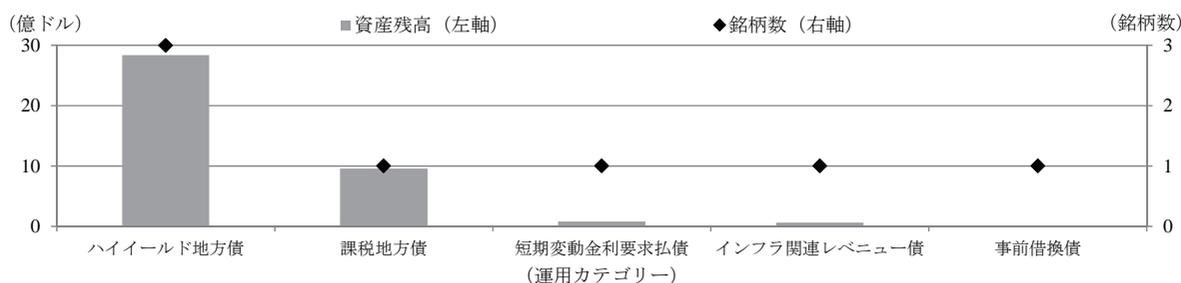
特定カテゴリー地方債 ETF の種類には 2017 年 5 月末現在、(1) ハイイールド地方債、(2) 課税地方債、(3) 短期変動金利要求払債 (VRDO)、(4) インフラ関連レベニュー債、(5) 事前借換債、を対象とした銘柄がある (図表 11 参照)。特定カテゴリー地方債 ETF の中で、資産残高の合計が最も大きく及び銘柄数が最も多いのは、ハイイールド地方債 ETF である (図表 12 参照)。

図表 11 特定カテゴリー地方債 ETF 銘柄一覧 (2017 年 5 月末現在)

ETF 名	ティッカー	運用会社	ベンチマーク	資産残高 (億ドル)	分配頻度	組入銘柄数	経費率 (%)	上場日 (年/月/日)	運用カテゴリー
VanEck Vectors High-Yield Municipal Index ETF	HYD	Van Eck Associates Corp	Enhanced HY Comp Index V	21.46	月次	1,554	0.35	2009/02/05	特定カテゴリー (ハイイールド地方債)
PowerShares Taxable Municipal Bond Portfolio	BAB	Invesco PowerShares Capital Management LLC	BofAML US Taxable Muni Sec Plus	9.59	月次	279	0.28	2009/11/17	特定カテゴリー (課税地方債)
SPDR Nuveen S&P High Yield Municipal Bond ETF	HYMB	SSgA Funds Management Inc	S&P Muni Yield Idx TR	5.80	月次	1,005	0.45	2011/04/14	特定カテゴリー (ハイイールド地方債)
VanEck Vectors Short High-Yield Municipal Index ETF	SHYD	Van Eck Associates Corp	Muni HY Short Idx Val	1.15	月次	402	0.35	2014/01/09	対象年限 (短期)、特定カテゴリー (ハイイールド)
PowerShares VRDO Tax-Free Weekly Portfolio	PVI	Invesco PowerShares Capital Management LLC	Bloomberg US Municipal AMT Fre	0.80	月次	42	0.25	2007/11/15	特定カテゴリー (短期変動金利要求払債)
Deutsche X-trackers Municipal Infrastructure Revenue Bond ETF	RVNU	DBX Advisors LLC	Solactive MunInfrRevBond	0.60	月次	79	0.30	2013/06/04	特定カテゴリー (インフラ関連レベニュー債)
VanEck Vectors Pre-Refunded Municipal Index ETF	PRB	Van Eck Associates Corp	TSY Escrowed Index Va	0.15	月次	70	0.24	2009/02/03	特定カテゴリー (事前借換債)

(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

図表 12 特定カテゴリー地方債 ETF の内訳 (2017 年 5 月末現在)

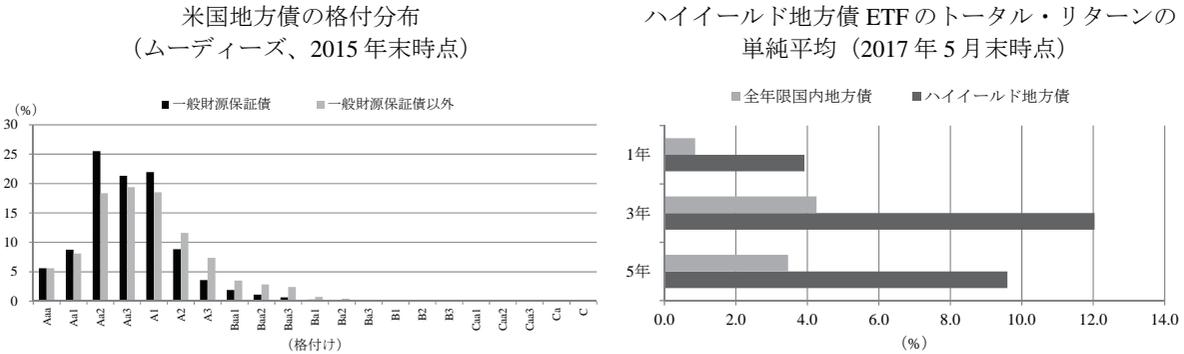


(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

### (1) ハイイールド地方債 ETF

米国地方債セクターの格付分布は、国 (ソブリン) 格付けに収斂している日本の地方債セクターとは異なり、投資適格級が中心となっているものの、投機的等級 (いわゆるハイイールド) にも広がっている (図表 13 左参照)。一般的に、ハイイールド債は投資適格債に比して、債務不履行 (デフォルト) の可能性は高いものの、高い利回りが期待できる上、発行体の業績との連動性が高いこともあり、景気回復が価格に反映されやすい傾向にある。そのため、景気回復過程での金利上昇局面でも、一定のパフォーマンスを創出するといった特長がある。また、世界的に低金利化が進む中で、ETF に限らず一定のリターンを創出するハイイールド債関連の金融商品に投資需要が高まっている (図表 13 右参照)。

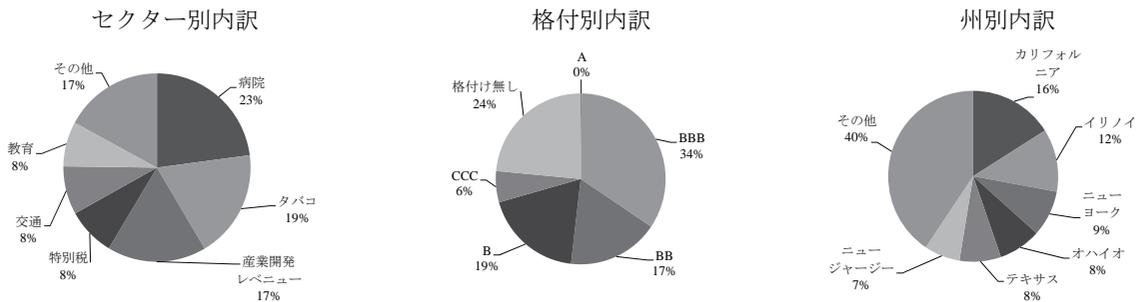
図表 13 米国地方債の格付分布とハイイールド地方債 ETF のトータル・リターン



(注) 2015 年末時点で、ムーディーズが格付けを付与している銘柄のうち投機的等級だったのは、全体の約 1.4%。  
 (出所) Moody's, *US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2015*, May 31 2016, p.8、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

ハイイールド地方債 ETF は 2017 年 5 月末現在で 3 銘柄あるが、例えば、資産残高が最も大きいハイイールド地方債 ETF の「ヴァンエック・ベクトル・ハイイールド地方債インデックス ETF」(HYD) の場合、「ブルームバーグ・バークレイズ・地方債カスタム・ハイイールド・コンポジット・インデックス」に連動する仕組みとなっている。組入銘柄のセクター構成では、全年限国内地方債 ETF 等とは異なり、地方債セクターの中でも格付けが比較的lowめの病院債やタバコ債<sup>13</sup>が全体の約 4 割を占めている(図表 14 左参照)。格付構成では、投機的等級が全体の約 4 割、格付けが無い銘柄が同 2 割を占めているほか、州別内訳では、財政規模及び地方債残高が大きいカリフォルニア州やニューヨーク州に加え、2017 年 5 月末時点で米国の州の中で唯一 BBB 格となっているイリノイ州の占める割合が比較的多くなっている<sup>14</sup>(図表 14 中及び右参照)。

図表 14 ヴァンエック・ベクトル・ハイイールド地方債インデックス ETF の組入銘柄内訳 (2017 年 5 月末現在)



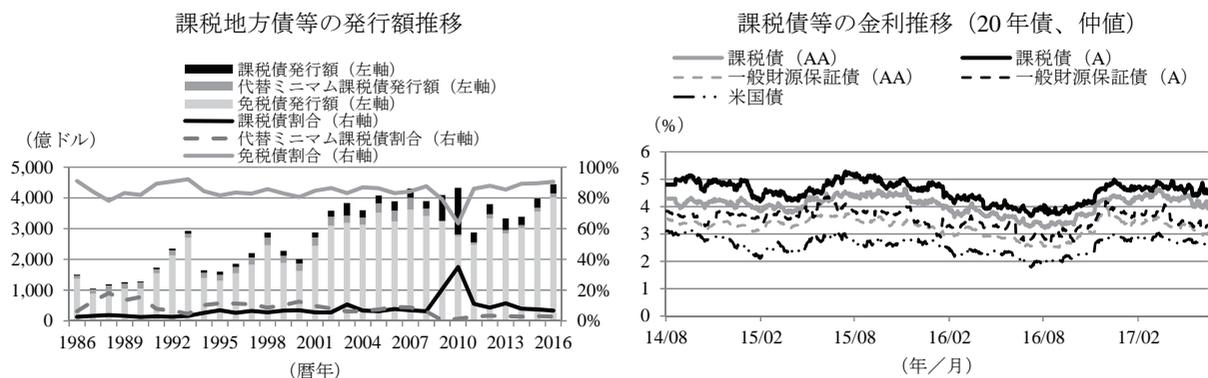
(注) 格付けはバークレイズ複合格付け(ムーディーズ、S&P及びフィッチの格付けから算出)に基づく。  
 (出所) Van Eck Securities Corporation, *VanEck Vectors High-Yield Municipal Index ETF Fact Sheet*, より野村資本市場研究所作成 (<https://www.vaneck.com/library/vaneck-vectors-etfs/hyd-fact-sheet-pdf/>)

<sup>13</sup> タバコ債は、州政府が発行するタバコ関連訴訟の和解金が償還原資となっている地方債。  
<sup>14</sup> イリノイ州の格付けは 2017 年 5 月末現在、ムーディーズ=Baa2、S&P=BBB、フィッチ=BBB。

## (2) 課税地方債 ETF

米国地方債の中には、利子所得に連邦所得税が課税される地方債（課税地方債）がある。課税地方債として扱われる基本的な要件には、(1) 起債収入の1割以上を民間事業に充当し、かつ債券の元利償還金の1割以上が施設使用料など地方公共団体以外の民間資金で支払われ、あるいは保証されるもの、(2) 民間向け融資に充当する額が起債収入の5%または500万ドルのうち低い方を超えているもの、がある<sup>15</sup>。課税地方債は、オバマ政権（当時）下の時限制度であったビルド・アメリカ債（BAB）が発行されていた2010年には米国地方債の発行額全体の約36%を占めていたが、2016年には約9%にまで落ち込んでおり、流動性は免税債に比べて見劣りするとも考えられる<sup>16</sup>（図表15左参照）。しかし、免税措置がない分、基本的には要求利回りが高くなるほか、発行体の州及び投資家の居住州によっては州や地方政府の所得税の免税措置が適用可能であるため、実効利回りが高くなることもあり、一定の需要が確認される（図表15右参照）。

図表15 課税地方債等の発行額及び金利推移



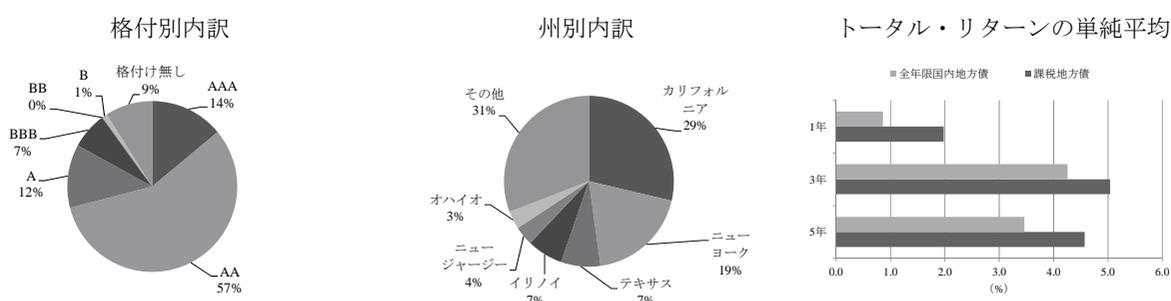
- (注) 1. 代替ミニマム課税債は、通常の連邦所得税は課税されないものの、代替ミニマム税が課税される債券。  
 2. 金利推移は、残存年限20年の利回り（ミッド・プライス）のブルームバーグ・カーブ・インデックスに基づく。各セクターの格付別インデックスの平均値。  
 3. 格付けはブルームバーグ複合格付け（ムーディーズ、S&P及びフィッチの格付けから算出）に基づく。  
 (出所) Bond Buyer, *Annual Bond Sales (Dollar Volume)*、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

<sup>15</sup> 例外としては、免税施設債券（起債の純収入の95%を空港施設等に充当する場合の債券）、特定少額債（額面総額が100万ドル以下の債券で、起債純収入の95%以上を、土地や償却資産の取得・建設に充当する債券）、特定501(c)(3)団体債（免税団体〔501(c)(3)〕や政府が所有する資産のために起債する債券）などが挙げられる。（坂田和光「米国の地方債制度－免税債を中心に」『レファレンス』第57巻第9号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007年9月、61-63頁）

<sup>16</sup> ビルド・アメリカ債（BAB）とは、オバマ政権（当時）発足直後の2009年2月に景気対策法として成立した米国再生・再投資法（ARRA）に基づき、米国の州・地方政府が2009年4月～2010年末まで発行していた地方債である。BABは厳しい経済状況を背景に、州・地方政府の資金調達環境が悪化する中、課税債として発行するものの、連邦政府が支払金利の一部を補助することで州・地方政府の資金調達コストを軽減し、経済活性化及び資本整備プロジェクトへの投資を促すことが目的だった。（江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」日本地方財政学会編『地方分権の10年と沖縄・震災復興』勁草書房、2012年、198-218頁）

2017年5月末現在で現存する課税地方債のETFは、「パワーシェアーズ 課税地方債ポートフォリオ」(BAB、旧「パワーシェアーズ ビルド・アメリカ債ポートフォリオ」)のみである。同ETFは、「BofA メリルリンチ米国課税地方債プラス・インデックス」に連動する仕組みで、セクター構成は開示されていないが、格付別では約9割が投資適格級となっている(図表16左参照)。また、州別では全年限国内地方債と同様に、財政規模及び地方債残高が大きい地域の占める割合が多い(図表16中参照)。一方、課税地方債のETFのパフォーマンスは、免税債で構成されている全年限国内地方債ETF等に比べると高めとなっている(図表16右参照)。

図表16 パワーシェアーズ 課税地方債ポートフォリオの組入銘柄内訳及びトータル・リターン



- (注) 1. 格付別内訳及びトータル・リターンは2017年5月末時点。州別内訳は2017年3月末時点。  
2. 格付けはS&Pに基づく。

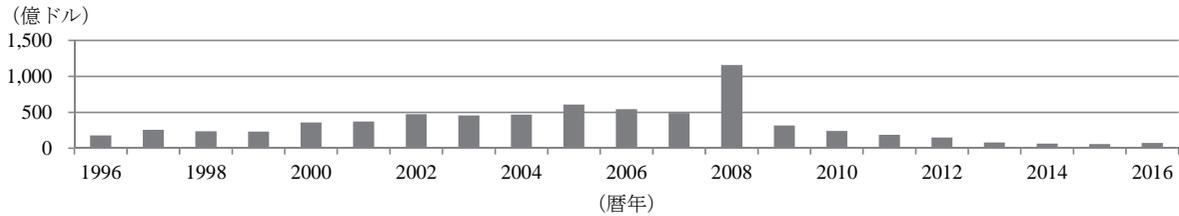
(出所) Invesco, BAB — PowerShares Taxable Muni Bond Portfolio、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.invesco.com/portal/site/us/financial-professional/etfs/product-detail?productId=BAB>)

### (3) 短期変動金利要求払債ETF

短期変動金利要求払債(VRDO)とは、長期債として発行されるものの、定期的に設定される時期に額面価格に経過利子を上乗せした金額で発行体に取り組みを請求する権利(プット・オプション)が付与されている地方債で、短期的要素がある債券として位置付けられる変動利付債である。VRDOは、金利が定期的に見直されることから金利上昇リスクが軽減されることに加え、高格付けの金融機関による信用状(LOC)が付与されることも多いといった特長にも下支えされ、2000年代後半の世界的な金融危機頃まで発行額が伸び、VRDOのETFも誕生した。

VRDOのETFは、短期金利へのエクスポージャーを模索する投資家を中心に投資が進んだ。しかし、金融危機が深刻化する中でVRDOの中心的な引き受け手であった欧州金融セクター及びその米国子会社の撤退等により、VRDO市場は縮小した(図表17参照)。そのため、2017年5月末現在で現存するVRDOのETFは、「パワーシェアーズ 短期変動金利要求払債週次ポートフォリオ」(PVI)のみである。

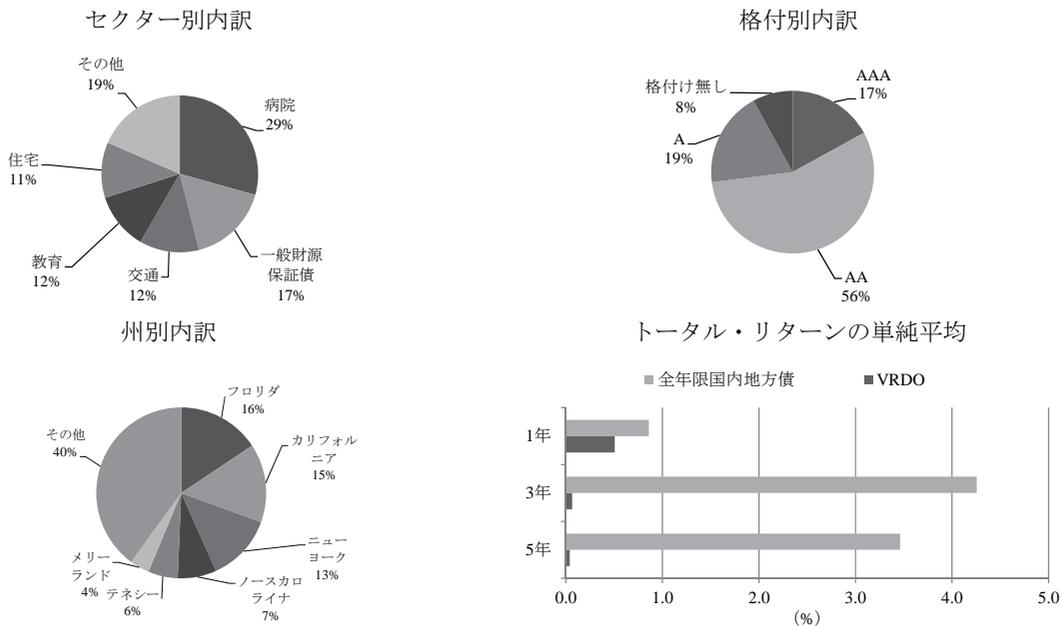
図表 17 短期変動金利要求払債（VRDO）の発行額推移



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Issuance*、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)

同 ETF の組入銘柄について、セクター別では病院、一般財源保証債、交通、教育が占める割合が多い（図表 18 左上参照）。また、格付けについては、1 割弱が格付け無しだが、残りは全て投資適格級で構成されている（図表 18 右上参照）。一方、州別では財政規模及び地方債残高が大きいカリフォルニア州やニューヨーク州とともに、フロリダ州の占める割合が多くなっている（図表 18 左下参照）。一方、同 ETF は、7 日毎に金利が見直される形となっているため、基本的には短期金利を反映する形となっており、パフォーマンスをトータル・リターンで見ると、全年限国内地方債等と比べて各期間で下回る状況となっている（図表 18 右下参照）。

図表 18 パワーシェアーズ 短期変動金利要求払債週次ポートフォリオの組入銘柄内訳及びトータル・リターン



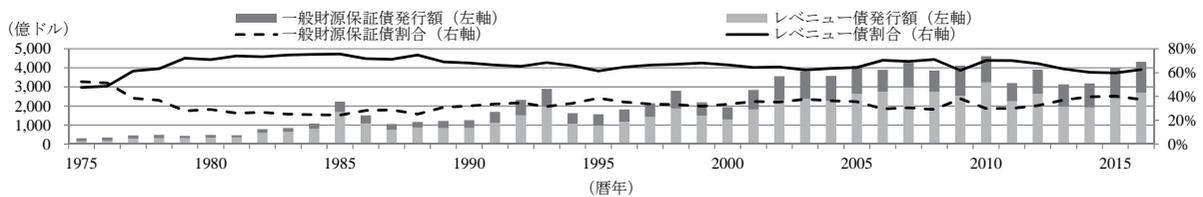
(注) 1. 格付別内訳及びトータル・リターンは 2017 年 5 月末時点。州別内訳は 2017 年 3 月末時点。  
2. 格付けは S&P に基づく。

(出所) Invesco, *PVI — PowerShares VRDO Tax-Free Weekly Portfolio*、ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.invesco.com/portal/site/us/financial-professional/etfs/product-detail?productId=PVI>)

(4) インフラ関連レベニュー債 ETF

レベニュー債とは米国地方債の1つで、元利償還の原資を特定の収入源に限定して発行されるものである<sup>17</sup>。レベニュー債は米国で1世紀超の歴史を有し、地方公共団体のインフラ整備等に活用されてきた。レベニュー債の発行額は米国地方債全体の6割強に当たる約2,699億ドル(2016年)に達し、米国地方債市場では中核的な地位を築いている(図表19参照)。また、レベニュー債は、充当するプロジェクトによって格付分布や利回りに差異があることもあり、リスク許容度の異なる幅広い投資家層に受け入れられる傾向がある(図表20参照)。

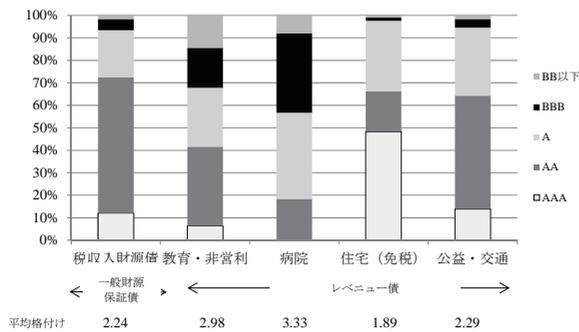
図表19 レベニュー債等の発行額推移



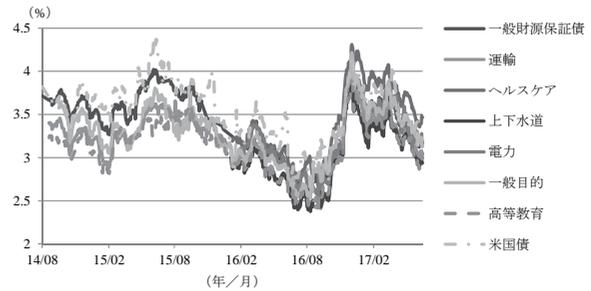
(出所) United States Census Bureau, *Statistical Abstract* 各年、Board of Governors of the Federal Reserve System, *New Security Issues, State and Local Governments* 各年、より野村資本市場研究所作成

図表20 レベニュー債等の充当目的別格付分布及び金利推移

レベニュー債等の充当目的別格付分布  
(フィッチ、2013年)



レベニュー債等の金利推移 (20年債、仲値)



- (注) 1. 米国地方債の格付分布における平均格付けは、AAA=1、AA=2、A=3、BBB=4、BB以下=5として単純平均により算出。  
2. 金利推移は、残存年限20年の利回り(ミッド・プライス)のブルームバーグ・カーブ・インデックスに基づく。各セクターの格付別インデックスの平均値。

(出所) Fitch, *Fitch Ratings U.S. Public Finance 2013 Transition and Default Study*, March 13 2014, p.17、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

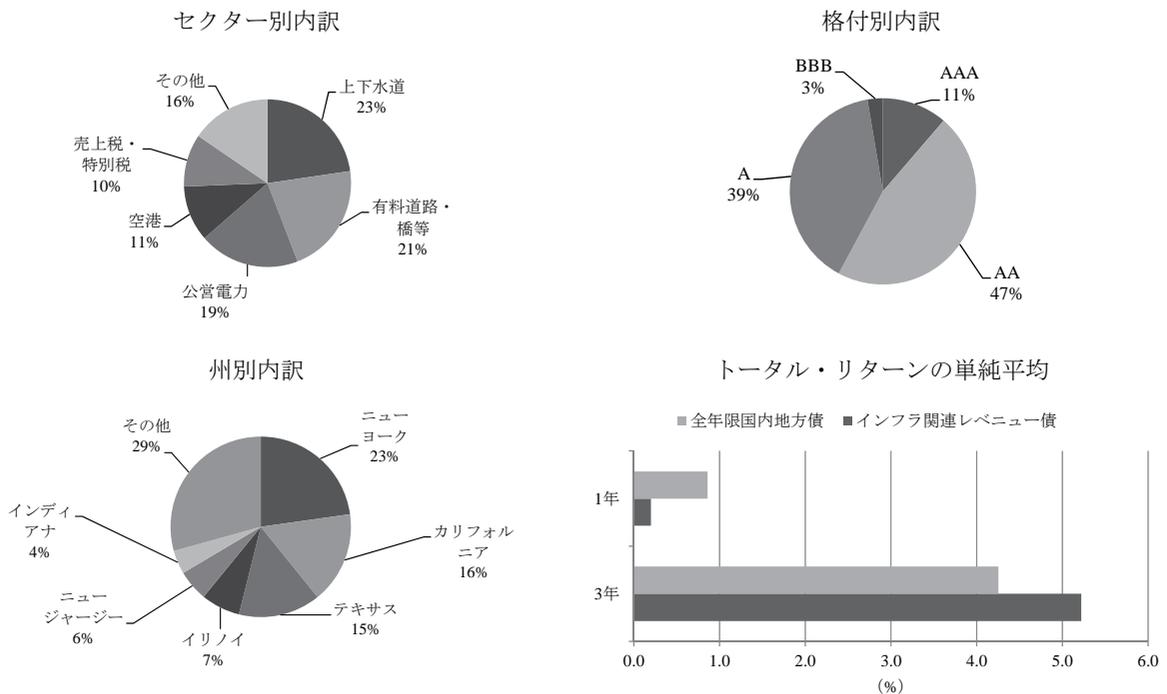
インフラ関連レベニュー債 ETF は、上下水道、電力等の州・地方政府のインフラ・プロジェクトに充当するレベニュー債を組入銘柄としているもので、2017年5月末現在で該当する銘柄は、「ドイチェ X トラッカーズ地方インフラ・レベニュー債 ETF」(RVNU)のみとなっている。当該ETFが上場された2013年6月頃は、ミ

<sup>17</sup> レベニュー債の詳細については、江夏あかね「米国におけるレベニュー債の発展と日本への示唆」『年報財務管理研究』第25号、日本財務管理学会、2014年5月、41-57頁、を参照されたい。

シガン州デトロイト市やイリノイ州シカゴ市の年金債務問題が注目されていた時期で、レベニュー債を組入銘柄とすることで、一般財源保証債が組み入れられている ETF に比して地方公共団体の年金債務リスクの軽減が可能であることが商品誕生の背景とされている<sup>18</sup>。

当該 ETF は、「ソラクティブ地方インフラ・レベニュー債インデックス」(SOLRVNU) に連動仕組みになっており、組入銘柄別を見ると、(1) セクター別では上下水道、有料道路・橋等、公益電力、空港等が中心、(2) 格付別では全て投資適格級、(3) 州別では財政規模及び地方債残高が大きいニューヨーク州、カリフォルニア州、テキサス州が中心、となっている(図表 21 上及び左下参照)。一方、パフォーマンスをトータル・リターンで見ると、過去 1 年では全年限国内地方債よりもやや見劣りするが、過去 3 年では 1% 近く上回る状況となっている(図表 21 右下参照)。

図表 21 ドイツ X トラッカーズ地方インフラ・レベニュー債 ETF の組入銘柄内訳及びトータル・リターン



(注) 1. 組入銘柄内訳は 2017 年 3 月末時点。トータル・リターンは 2017 年 5 月末時点。  
2. 格付けはムーディーズ若しくは S&P のうち、低い方を表示。

(出所) Deutsche Asset Management, *Deutsche X-trackers Municipal Infrastructure Revenue Bond ETF (RVNU)*、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 ([https://etfus.deutscheam.com/US/EN/resources/Deutsche-X-trackers-Municipal-Infrastructure-Revenue-Bond-ETF/RVNU\\_fact-sheet.pdf](https://etfus.deutscheam.com/US/EN/resources/Deutsche-X-trackers-Municipal-Infrastructure-Revenue-Bond-ETF/RVNU_fact-sheet.pdf))

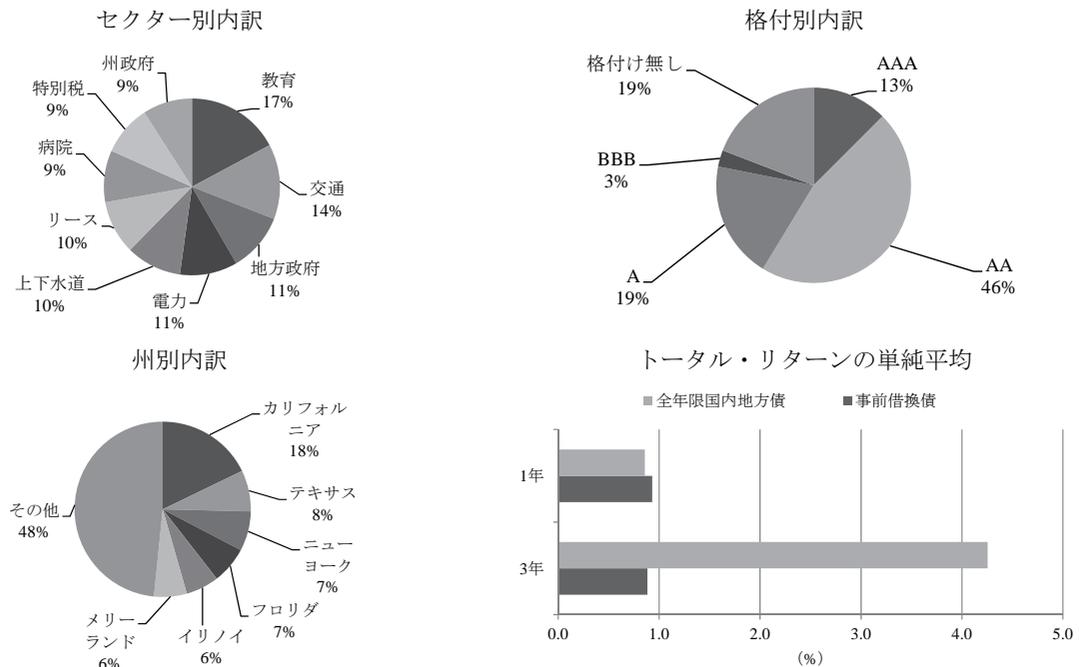
<sup>18</sup> “The Right Municipal Bond ETF Right Now”, *ETF Trends*, July 7 2015.

(5) 事前借換債 ETF

事前借換債とは、地方公共団体が金利低下局面において、既発債の償還日より前に償還資金を調達するために発行する地方債である。事前借換債により調達した資金は、既発債の償還日までエスクロー勘定にて分別管理され、米国債等の高格付債で運用される。事前借換債は通常、償還資金の事前調達であるため長くても4年程度の償還年限で、金利水準は調達資金が運用される米国債に近い傾向となっている<sup>19</sup>。とはいえ、事前借換債は、米国債とは異なり、基本的には免税債で発行されるため、高額所得層の個人を中心に一定の投資需要が観察される。

2017年5月末時点で現存する事前借換債のETFは、「ヴァンエック・ベクトル・事前借換債ETF」(PRB)のみであり、修正デュレーションは、全年限国内地方債ETFの平均(約5.7年)より短く、約2.4年となっている。当該ETFの組入銘柄別を見ると、(1)セクター別では教育、交通等が中心、(2)格付別では大部分が投資適格級、(3)州別では財政規模及び地方債残高が大きいカリフォルニア州、テキサス州、ニューヨーク州が中心、となっている(図表20上及び左下参照)。一方、パフォーマンスを2017年5月末時点のトータル・リターンで見ると、過去1年では全年限国内地方債をやや上回っているが、過去3年でデュレーションの短さ等を反映し、3%程度下回っている(図表22右下参照)。

図表22 ヴァンエック・ベクトル・事前借換債ETFの組入銘柄内訳及びトータル・リターン(2017年5月末現在)



(注) 格付けはブルームバーグ複合格付け(ムーディーズ、S&P及びフィッチの格付けから算出)に基づく。  
 (出所) Van Eck Securities Corporation, PRB VanEck Vectors Pre-Refunded Municipal Index ETF、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.vaneck.com/library/vaneck-vectors-etfs/prb-fact-sheet-pdf/>)

<sup>19</sup> Charles Schwab, *Getting to Know Pre-Refunded Bonds*, September 10 2015.

## 5) アクティブ型地方債 ETF (Actively Managed Muni Bond ETFs)

ETFは元来、パッシブ型だが、米国ではアクティブ型のETFも2008年3月から上場されている<sup>20</sup>。米国地方債ETFでは2017年5月末現在、全37銘柄中7銘柄(資産残高ベースでは全体の約2%)がアクティブ型で、複数の銘柄が運用カテゴリーとして対象年限を掲げている(図表23参照)。パッシブ型と比較すると、(1)経費率の平均水準が高い、(2)パフォーマンスは期間によって優劣がある、といった特色が観察される(図表24参照)。

アクティブ型地方債ETFで最も歴史が長く、資産残高が大きい「ピムコ中期地方債アクティブETF」(MUNI)の場合、高格付け、中期のデュレーションを有する免税債を中心に構成されており、銘柄選定に当たって、パッシブ運用で典型的に見られるような格付会社による信用分析に実質的に依拠するのではなく、発行体固有の信用分析に重点を置いてポートフォリオ内の銘柄の信用力低下を回避すると説明している<sup>21</sup>。また、組入銘柄内訳について、セクター別では、一般財源保証債とともに、病院などのレベニュー債も主軸となっており、パフォーマンスを向上させるためにレベニュー債も戦略的に選択し、活用していることがわかる(図表25左参照)。格付別内訳では、9割近くが投資適格級となっている(図表25中参照)。一方、州別内訳では、財政規模及び地方債残高が大きいカリフォルニア州、ニューヨーク州及びテキサス州のみならず、ペンシルベニア州やイリノイ州なども主軸となっている(図表25右参照)。

図表23 アクティブ型地方債ETF銘柄一覧(2017年5月末現在)

ETF名	ティッカー	運用会社	ベンチマーク	資産残高(億ドル)	分配頻度	組入銘柄数	経費率(%)	上場日(年/月/日)	運用カテゴリー
PIMCO Intermediate Municipal Bond Active ETF	MUNI	Pacific Investment Management Co LLC	—	2.61	月次	166	0.35	2009/12/02	対象年限(中期)アクティブ型
First Trust Managed Municipal ETF	FMB	First Trust Advisors LP	—	1.37	月次	239	0.50	2014/05/15	アクティブ型
PIMCO Short Term Municipal Bond Active ETF	SMMU	Pacific Investment Management Co LLC	—	0.66	月次	77	0.35	2010/02/03	対象年限(短期)アクティブ型
iShares Short Maturity Municipal Bond ETF	MEAR	BlackRock Fund Advisors	—	0.38	月次	67	0.25	2015/03/05	対象年限(短期)アクティブ型
Virtus Cumberland Municipal Bond ETF	CUMB	Virtus ETF Advisers LLC	—	0.24	不定期	83	0.49	2017/01/18	アクティブ型
First Trust Municipal CEF Income Opportunity ETF	MCEF	First Trust Advisors LP	—	0.12	月次	36	0.75	2016/09/28	アクティブ型
Columbia Intermediate Municipal Bond ETF	GMMB	Columbia Management Investment Advisers LLC	—	0.05	月次	52	0.42	2010/01/29	対象年限(中期)アクティブ型

(出所) ブルームバーグ、モーニングスター、より野村資本市場研究所作成

<sup>20</sup> Daniel J. Grimm, "A Process of Natural Correction: Arbitrage and the Regulation of Exchange-Traded Funds Under the Investment Company Act", *Journal of Business Law Vol.11*, University of Pennsylvania Law School, 2008, p.95.

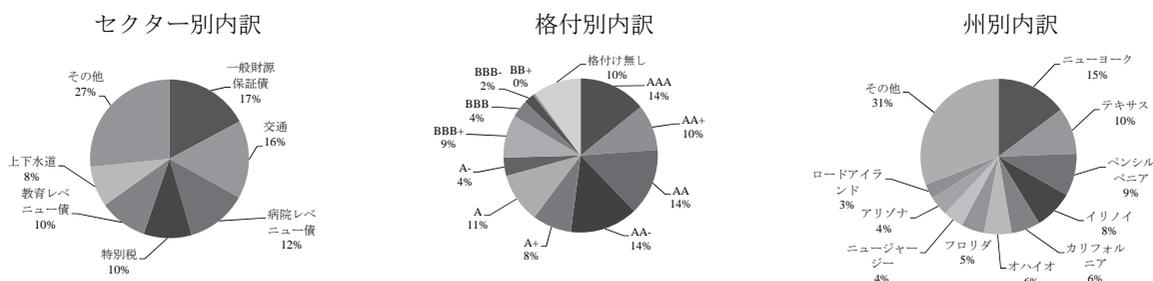
<sup>21</sup> Pacific Investment Management Co LLC, *Intermediate Municipal Bond Active Exchange-Traded Fund*, March 31 2017.

図表 24 アクティブ型とパッシブ型の米国地方債 ETF の比較 (2017 年 5 月末現在)

種類	合計			単純平均		
	銘柄数 (本)	資産残高 (億ドル)	経費率 (%)	トータル・リターン (%)		
				1 年	3 年	5 年
アクティブ型	7	5.3	0.44	1.03	2.68	1.40
パッシブ型	30	264.5	0.25	0.91	3.04	2.80
米国地方債 ETF 全体	37	269.8	0.28	0.92	3.00	2.67

(出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

図表 25 ピムコ中期地方債アクティブ ETF の組入銘柄内訳 (2017 年 5 月末現在)



(注) 格付けは S&P に基づく。

(出所) Pacific Investment Management Co LLC, *Municipal Exchange-Traded Funds Monthly Commentary*, May 31 2017, p.2; Pacific Investment Management Co LLC, *PIMCO Intermediate Municipal Bond Active Exchange-Traded Fund*, より野村資本市場研究所作成 ([http://www.pimcoetfs.com/\\_Layouts/PIMCOETFv3/DocumentDownload.aspx?DocContent=ETFMonthlyCommentaries&Acctno=4754&fileext=pdf&tracked=true](http://www.pimcoetfs.com/_Layouts/PIMCOETFv3/DocumentDownload.aspx?DocContent=ETFMonthlyCommentaries&Acctno=4754&fileext=pdf&tracked=true);  
<http://www.pimcoetfs.com/Funds/Pages/PIMCOIntermediateMunicipalBondStrategyFund.aspx>)

## IV 今後の課題

米国地方債 ETF は、世界的な金融危機の直前である 2007 年 9 月にその歴史を刻み始め、米国内の個人投資家を中心に堅調な需要の伸びを記録してきた。

近年は、マイナス金利政策を導入する国が散見される中で、信用力の水準が比較的高く米国債よりも利回り水準が高い米国地方債セクターに対して、米国外の投資家が新たに投資を模索する傾向も観察されている。ただし、米国外の投資家から見た米国地方債セクターは、(1) 免税措置という特殊な仕組みの存在、(2) 多くの先進国と異なる地方財政・地方債制度の下、地方債の種類も格付分布も幅広い、(3) 現物の流動性がそれほど高くなく、タイムリーな取引執行が必ずしも可能ではない、などの特徴の下、現物への投資に対して一定の参入障壁があり、米国地方債保有者に米国外の投資家が占める割合は僅か 3% に満たない (図表 2 右参照)。そのような中、投資目的に応じた銘柄選択により商品が構成されている上、経費率や流動性の高さといった特長を兼ね備えた ETF を米国地方債セクターへの投資の第一歩として米国外の投資家が検討することは、十分意義があると考えられる。

米国地方債 ETF が今後も順調な発展を続け、米国外を含めて投資家層を拡大するためには、(1) 運用カテゴリーの拡充、(2) 米国外取引所への上場、といったことがカギになる。1 点目の運用カテゴリーをめぐっては、例えばトランプ政権下で検討が進められ

ているインフラ投資計画に伴う資金調達が行われるようであれば、米国内外から新たな投資需要が喚起されることもあり得る。インフラ関連の地方債 ETF としては 2017 年 5 月末現在、「ドイチェ X トラックーズ地方インフラ・レベニュー債 ETF」(RVNU)があるが、さらに銘柄ラインアップが増えれば、地方債 ETF のさらなる活性化に寄与する可能性があると言える。

一方、米国外の投資家は必ずしも連邦所得税の免税措置を享受できるわけではないとみられるため、利回り水準がより高い課税債を 선호することもある。課税債関連の地方債 ETF としては 2017 年 5 月末現在、「パワーシェアーズ課税地方債ポートフォリオ」(BAB)のみであるが、仮に課税債 ETF の銘柄が増えれば、より多くの投資家が課税債へのエクスポージャーを求めて、米国地方債 ETF を選択肢として検討する可能性もあろう。

他方、米国で政策金利の引上げ観測がある中、利上げ局面に比較的有利なパフォーマンスを創出する傾向のあるハイイールド債や変動金利債関連の地方債 ETF についても投資需要が高まる可能性がある。2017 年 5 月末現在、ハイイールド地方債 ETF は 3 銘柄、変動金利債関連の地方債 ETF としては VRDO の ETF が 1 銘柄あるが、銘柄が拡充されていけば、例えば米国債等へのエクスポージャーを有する投資家による米国地方債 ETF への乗り換えなどの投資行動が喚起される可能性もあり得るとみられる。

2 点目の米国外取引所の上場について、2017 年 5 月末時点では米国地方債 ETF は全て、米国内の取引所のみを上場している。日本国内の取引所に上場されている外国債券 ETF には、米国債、米国ハイイールド債券を始めとして様々な銘柄がある。仮に、米国地方債 ETF が日本にも上場した場合、外国投資信託証券として取り扱われることとなり、投資家は円建てで決済可能となる上、目論見書等が日本語で入手できることになる。元々上場している米国内の取引所に比べると、流通量が見劣りする可能性があるものの、取引の利便性の向上により、より多くの投資家が米国地方債セクターに関心を持つこともあり得る。

米国地方債 ETF をめぐっては、米国債券 ETF 市場全体に占める割合は約 6.3%、米国地方債市場全体に占める割合は約 0.7%と規模の面では未だ小さいものの、先進国を中心とした低金利環境がさらに長期化するようであれば、米国地方債への投資を求める投資家がさらに増加することもあり得る<sup>22</sup>。そのような中で、米国地方債 ETF の銘柄がさらに拡充され、取引の利便性が向上すれば、金融市場における存在感が増していく可能性もあろう。

<sup>22</sup> 米国地方債 ETF の資産残高は 2017 年 5 月末現在。米国債券 ETF 市場の純資産残高は 2016 年末現在、約 4,271 億ドル。米国地方債市場の残高は 2016 年末現在、約 3 兆 8,337 億ドル。(ブルームバーグ、Investment Company Institute, 2017 Investment Company Factbook, 2017, p.180; Board of Governors of the Federal Reserve System, Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings)