NEUBERGER | BERMAN

CIO Weekly Perspectives

税制改革が債券投資家にもたらす影響とは

Brad Tank 債券部門 最高投資責任者
2017 年 11 月 21 日

共和党の税制改革は、経済のミクロレベルからマクロレベル、地方債からハイイールド債まで、債券市場に幅広い影響をもたらすでしょう。

先週、共和党が提出した税制改革法案は米議会下院で可決されました。当法案が採決されれば、債券市場に大きな影響をもたらすことになるでしょう。上院案との調整や政府との合意の確保を含め、採決までは未だ多くの課題が存在しますが、先週の下院での税制改革法案の可決は法案成立に向けた重要な一歩となり、今後想定される税制改革の影響を検討する良い機会となりました。

地方債市場における供給の引き締め

税制改革の影響を最も受けるのは地方債と考えており、主に二点、市場における変化を想定しています。

第一に、上下両院の法案は、非課税債における「期限前借換操作」の実施を減少させる可能性があります。期限前借換操作とは、支払い金利を低く抑えるために、まだコール可能になっていない高クーポン地方債の利払いのためのトラストを作り、このトラストの資金調達のためにより低金利の債券を新規に発行することです。近年、期限前借換操作を活用してトラストへの資金調達を目的とした地方債の新規発行は、全体の 50%以上を占めていました。既に多くの高クーポン地方債は借り換えがなされていますが、税制改革は今後の新規発行に大きな影響をもたらすと考えられます。

第二に、上院案には含まれていませんが、下院案では民間事業向けの債券からの収入に対する税控除の廃止が含まれています。詳細はまだ議論されていませんが、伝統的な地方債の発行体である大学、病院、空港等は税控除優遇の対象外となる可能性があります。

このように借入コストが上昇することで、一部の発行体の格付けに影響をもたらす可能性があります。例えば、最終法案に民間事業向け債券に対する規制が盛り込まれた場合で、空港が非課税債ではなく、課税債での発行となれば、空港の資金調達コストは最大で 30%上昇する見込みです。病院も同様にクレジット環境にネガティブな影響が想定されます。

しかし、全体から見れば、これらの法案が可決された場合には非課税債の発行が減少し、投資家にとっては、テクニカル面でプラスの影響となる可能性もあります。足元の非課税債の課税債に対するアウトパフォーマンスは、市場が既にこれを織り込んでいることを示しているのかもしれません。今年初め、課税債の低位な税率を懸念するあまり、多くの投資家が地方債市場から離れましたが、税制改革が

非課税地方債の新規発行を減少させるかもしれないと気付き、投資家の多くが再び地方債市場に戻ってきている、という動きは実に皮肉だと、当社の地方債運用チーム責任者である James Iselin は述べています。

法人税の引下げと支払い利子の損金算入に関わる制限

社債市場における主な注目点は、即時あるいは一年後からの法人税率の引き下げおよび EBITDA の 30%を超える実質支払利子に対する損金算入の制限の二点です。

実際には、有利子負債／EBITDA 比率が 4 倍以下の企業、あるいはインタレスト・カバレッジ・レシオが 3.3 倍を超える企業は支払い利子の損金算入に関わる制限の影響を受けず、借入比率の高い企業だけが影響を受ける見込みです。投資適格および高格付けのハイイールド債の発行体の多くは、法人税率の引き下げの恩恵だけを享受することができるので、この点はプラスです。借入比率の高いハイイールド債の発行体に対する見通しも、法人税率引き下げの影響が支払い利子の損金算入に関わる制限の影響をどこまで相殺できるかによって異なります。

勝者と敗者

税制改革が及ぼす米国経済成長に対する影響は未知数です。一方では、減税により消費が刺激され、下院の法案にあるように、5 年間、設備投資の全額を課税所得から控除する即時償却を認めることで、企業が設備投資を拡大する強いインセンティブになるでしょう。

しかし、懸念材料もあります。

まず、期待される設備投資の増加が実際に現実のものとなるかをしっかり確認することが重要です。仮に、期待を下回る増加率となれば、経済回復にとっては失望材料となるでしょう。

二点目は、同法案の推進は、住宅、特に税率の高い州および高級住宅に対する政府の補助金の引下げを目的としていることです。これは、税引後の住宅ローンの増加を意味し、高級住宅の販売低迷、別荘用住宅の更なる価格下落圧力となり、金利動向に対する住宅価格の感応度の低下が懸念されます。

そして最後に、減税は短期的には消費支出を押し上げる効果は期待できますが、法案による影響は層によってまちまちで、高所得者層の消費抑制が、その他の所得者層の消費拡大を相殺してしまうかもしれません。

税制改革は今後も注視するべきトピックであり、年末から来年年初にかけての重要な課題となるでしょう。これから多くの変更が加えられていく中、債券市場において、誰が勝者となり、敗者となるか、検討する時間をもつことは有意義なことであると思います。

- **CIO Weekly Perspectives 配信サービスの申し込みはこちら。**
  （ページ右上の配信サービス申込ボタンをクリック）
- **過去の CIO Weekly Perspectives はこちら。**
- **Neuberger Berman ウェブサイト www.nb.com/japan**

当資料は情報提供を目的として作成されたものであり、法的、税・会計上または投資のご提案のためのものではなく、また個別の有価証券等の勧誘等を目的とするものでもありません。当資料は正式なリサーチ・レポートではありません。従って当資料は投資判断を行うにあたり依拠されるべきではありません。当社グループ、その従業員及び当社グループが投資助言を提供する顧客は当資料にて言及されるセクターに属する企業の有価証券等を保有する場合があります。当資料は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、かかる情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性および妥当性について、明示または黙示を問わず表明または保証するものではありません。当資料に含まれる意見や見通しについて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。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。当資料に記載する商品または運用戦略が、すべての投資家に適合するものではありません。当資料は予想、見込み、見通し、その他の「将来予測に関する記述（Forward-looking statements）」を含みます。様々な要因により、実際に生起する事象は当資料に記載されているものと大幅に異なる場合があります。投資はリスクを伴い、元本の毀損を伴います。過去の実績は将来の運用成果を保証または示唆するものではありません。
本資料は、当社グループが作成した資料をもとに当社が翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではなく、また、その正確性、完全性及び信頼性を保証するものではありません。当資料の複写、転載及び第三者への提供については、当社の同意なくこれを行うことは固くお断りいたします。

手数料等について

投資一任契約に基づく運用報酬：投資一任契約に基づく運用報酬として、受託資産の時価総額に対して年率 1.00%（税抜き）を上限とする金額が徴収され、これとは別に成功報酬（ない場合もあります）、受託銀行に対する報酬等の費用が徴収されます。また、当資料において記載される戦略は、投資家の利益に資すると当社が判断した場合には、同様の戦略を有するファンドを組み入れることを通じて提供する場合があります。その場合、組入れを行うファンドにおいて以下のような報酬等が別途徴収されます。 運用報酬料率：運用報酬料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容及び成功報酬の徴収の有無等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な運用報酬料率の上限は、運用資産の時価評価額に対して 2.0%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件や投資金額毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

成功報酬料率：成功報酬の徴収の有無及びその料率は、運用戦略、運用資産額、投資スキーム等に基づく商品の内容等により、商品毎又は契約毎に異なりますが、一般的な成功報酬料率の上限は運用資産の超過収益に対して 20%となります。ただし、その他の諸条件を踏まえ、個別案件毎に異なりますので、詳細を表示することはできません。

その他費用等：商品の種類、スキーム等により各種費用（経費、運営費用、ファイナンス・コスト、組成費用、取引手数料等）が発生しますが、これら諸費用は運用状況及び資産規模等により異なりますので、詳細を表示することはできません。

上記の投資一任契約及び組入れファンドに関して徴収される報酬及び諸費用の合計は、戦略、運用状況及び資産規模等により異なりますので、その総額や上限等について、あらかじめ表示することはできません。

投資リスクについて

投資一任契約に基づき投資を行う投資運用商品には、投資信託、株式、債券、為替、先物、デリバティブ等、各種金融資産が含まれますので、各市場等における相場その他の指標に係る変動等の影響により投資価値が下落し、損失を被ることがあります。外貨建資産への投資は、為替変動により損失を被るリスクを伴います。投資運用商品は、投資元本が保証されているものではなく、投資元本を割り込むことがあります。投資信託、外国籍リミテッド・パートナーシップ等のファンドに投資する場合、投資するファンドの種類により投資リスクは異なりますが、主なリスクとして、価格変動リスク、流動性リスク、信用リスク、為替リスク、金利リスク、デリバティブ・リスクなどがあります。また、受託資産の運用に関してデリバティブ取引等を利用する場合は、受託資産から委託証拠金その他の保証金（以下総称して「証拠金」と言います）を預託する場合がありますが、当該取引等にかかる想定元本の額が証拠金の額を上回る可能性があるとともに、当該取引の対象となる有価証券の価格、利率又は参照する指標等の変動による損失の額が証拠金の額を上回ることにより、証拠金を上回る損失が生じ結果として元本を上回る損失を蒙る可能性があります。なお、デリバティブ取引等の証拠金に対する比率は、取引毎の具体的な条件に応じて決定されるため、予め算出することはできません。

債券、バンクローン、モーゲージ証券、メザニン債等への投資について： これらの商品の価値は金利、市場環境、信用状況その他の要因により変動します。償還前に債券を売却した場合、売却による利益又は損失が発生する場合があり、また利子についても何らかの課税の対象となる場合があります。ハイ・イールド債券（「ジャンク債」）、バンクローン（優先担保及び劣後担保のものを含む）、非政府系モーゲージ証券、メザニン債等に対する投資は一般的に投機的な投資であり、投資適格債に対する投資と比較してより大きなデフォルトリスクを伴います。こうした商品の市場価格は、金利、市場環境、信用状況、政治、通貨の切り下げその他の要因により変動する場合があり、投資適格債と比較してよりその変動幅が大きくなります。従って、これらの商品に対する投資はすべての投資家に適合するものではなく、投資に当たっては潜在的なリスク及びリターンの特性を十分ご理解のうえご検討ください。

株式への投資について： 大型株への投資の場合であっても、株式投資に関するあらゆるリスクを伴います。かかるリスクには、全般的な市場或いは経済状況により株式価値が毀損されるリスクを含みます。中・小型株式への投資の場合は、財務及びその他のリスクに関し、大型株と比較してより影響を受けやすい傾向にあり、また、取引量が大型株と比較して限定的であること等から、市場価格の変動はより大きくなる傾向があります。

外国有価証券及び外貨建て有価証券への投資について： これらの商品に対する投資については、為替の変動や政治経済の情勢といったリスクを伴い、投資資産の価値及び配当が影響を受けることがあり、投資元本を割り込む可能性もあります。また、新興国への投資については、先進国への投資に比べて市場規模や流動性等の観点から価格変動が大きくなる傾向があるなど、より大きな損失を被る場合があります。加えて、新興国における経済は一般的に規制が十分でなく、貿易障壁、為替管理、保護主義的政策及び政治的・社会的不安定性により悪影響を受ける可能性があります。流動性が低い場合や信頼できる情報が利用できない場合には変動性が高くなるリスクがあります。

ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資について：　ヘッジファンドやプライベート・エクイティ・ファンド等のオルタナティブ投資は投機的な投資であり、高いリスクを伴います。ファンドは、レバレッジの高いキャピタル・ストラクチャー商品への投資を通じて、レバレッジをかけることがあります（レバレッジは高い金利リスクを伴い、金利上昇や景気後退、原資産の減少といった要因に対し、投資資産のエクスポージャーが増加することがあります）。これらのリスク要因の影響を受けて、ファンドの運用実績は大きく変動することがあり、結果的に投資元本の全部又は大部分を失うことがあります。

プライベート・エクイティ・ファンドの組入れを行う場合について：　プライベート・エクイティ・ファンドの場合、一旦ファンドへの出資を行うと中途解約は原則として認められず、またファンドの持分には通常譲渡制限が付されているため流通市場はなく、今後も整備される見込みはありません。従って、中途換金は非常に困難であり、流動性は殆ど存在しません。また、ファンドで徴収される報酬及び費用の発生により、費用控除後の実現利回りが大きく低下することがあります。更に、これらの報酬及び費用の発生によって、投資家に返還される金額が拠出総額を下回る可能性があります。なお、当資料に記載する戦略をファンドの組入れを通じて提供する場合、当該ファンドに係る条件等の詳細については今後関係者の承認を経て正式決定される場合があり、その場合当資料中に記載された内容が予告なく変更され、またかかる状況において新たなリスクが発生することもあります。

適合性原則について

当資料でご紹介する戦略がすべての投資家に適合することを保証するものではありません。当社は、金融商品取引法等の法令・諸規則等に従い、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を踏まえたうえで、個別戦略の正式なご提案をさせていただくこととしております。なお、投資家の知識、投資経験、財産の状況、投資一任契約を締結する目的その他の個別の事情等を確認した結果、当社の判断により一定の戦略のご提案を行わない場合や、投資家からの戦略提案のご要望に応じることができない場合があることをご了承ください。また、かかる場合に代替的な戦略のご提案をさせていただく場合もございますが、常にそのようなご提案を行うことを保証するものではありません。

また、正式な戦略のご提案以降であっても、投資家の財産の状況や規制環境の変化、その他個別の事情等に照らして当社が必要と判断する場合には、当初の提案を随時見直す可能性があります。厚生年金基金である投資家に対するご提案に当たっては、運用指針（及び、場合によっては運用の基本方針）等を確認させていただく他、必要に応じて情報を提供していただくこともあわせてご了承ください。

ニューバーガー・バーマン株式会社
Neuberger Berman East Asia Limited
〒100-6512　東京都千代田区丸の内一丁目 5 番 1 号
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第 2094 号
加入協会　一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、一般社団法人 第二種金融商品取引業協会