

米国課税地方債がLDIポートフォリオ改善の鍵を握る

執筆者



Michael Adams, CFA
インスティテューショナル・
ポートフォリオ・マネジャー



Jonathan Barry, FSA, CFA
マネージング・ディレクター
インベストメント・ソリューション・
グループ

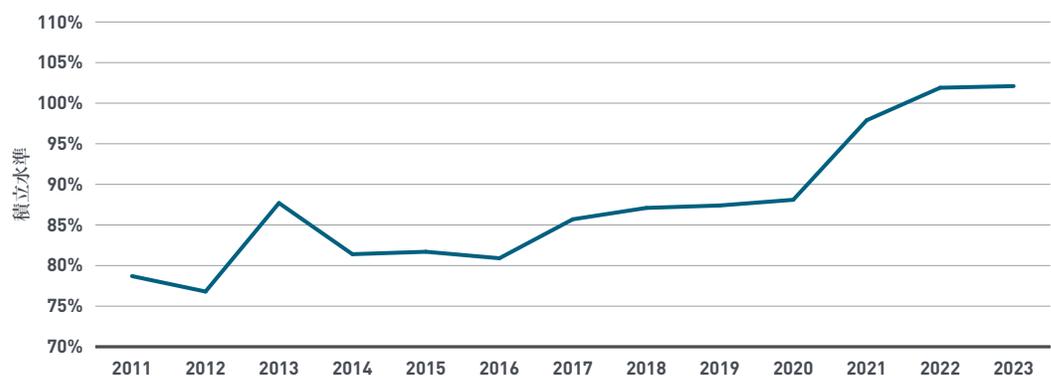
概要

- 年金基金でリスク回避の動きが広がる中、債務連動型運用 (LDI) ポートフォリオでは、デュレーションが長く、クオリティが高く、かつデフォルト率が低い債券が求められています。
- 米国課税地方債は同等の格付けを持つ社債に比べて、長い年限のものが多く、過去のデフォルト率が低く、利回りが高いことから、LDIポートフォリオを補完でき、また強化できる可能性があります。
- 米国課税地方債はその特性から、広範な負債対応の運用プロセスで一般的に実施されるバイ・アンド・ホールド戦略に組み込む価値のある資産クラスの候補でもあります。
- 一般的な指数に含まれない広範な銘柄群を投資対象とするアクティブ運用アプローチにより、米国課税地方債の低いデフォルト率と分散投資効果を維持しながら、潜在的にリターンを高めることができると考えます。

年金基金で引き続きリスク回避の動きが拡大

2021年末以降、確定給付型年金 (DB) は金利の上昇に伴い年金債務が圧縮され、積立状況が改善したことから、運用状況が大きく変化しています。その結果、多くの年金基金では、過去10年以上にわたって80%から90%の範囲で推移していた積立水準が足元では100%を超えています。

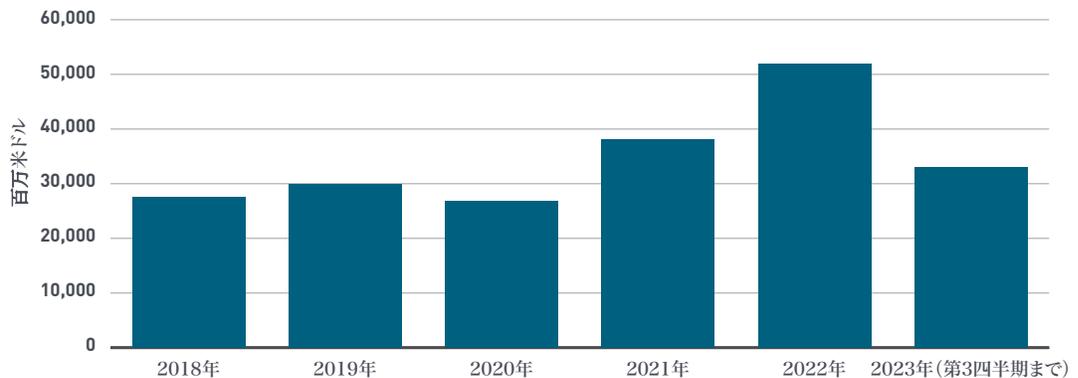
図表1: 米国企業年金の上位100基金の積立状況



出所: Millimanの2023年企業年金積立調査(2023年4月)、Pension Funding Index(2024年1月)。

積立水準の改善に伴い、多くの年金スポンサーは債券への配分を増やしたり、第三者の保険会社との間で年金リスク移転(PRT)取引を行うといったリスク回避の動きを加速させています。下の図表2に示す通り、PRTの取引量は2022年に過去最高を記録し、過去5年超の間のPRT市場の取引額は約2,000億米ドルに達しています。

図表2:年金リスク移転取引、2018年～2023年



出所: LIMRA Third Quarter 2023 US Group Annuity Risk Transfer Study。

DB基金の成熟度が高まり、加入者の高齢化が進む中、負債デュレーションは必然的に短期化しています。さらに、金利の上昇に伴い、一般的な年金基金の負債デュレーションは2021年末の水準から2～3年短期化されました¹。積立状況の改善と負債デュレーションの短期化により、より多くの年金債務を現物債券でカバーすることが可能になるかもしれません。ほとんどのLDIポートフォリオは米国債と米国投資適格社債で構成されていますが、米国課税地方債といった他の資産クラスもLDI戦略において重要な役割を果たす可能性があると考えられます。

LDI戦略やバイ・アンド・ホールド戦略に米国課税地方債を組み入れることによる潜在的なメリット

従来のLDIアプローチでは、米国債と米国投資適格社債を組み合わせて、年金債務に見合ったデュレーションと信用特性を持つポートフォリオが構築されています。そして多くの場合、現物債券で実現できる水準以上にデュレーションを長期化させたり、現物債券では容易にカバーできないデュレーション・ギャップを埋めるために、デリバティブが使用されています。

米国債は年限が豊富で長いデュレーションへの対応が可能です。一般的に年金の割引率よりも利回りが低いため、多くの場合、米国債よりも利回りの高い資産を組み入れる必要があります。一方、投資適格社債は市場規模の大きさ、ある程度の年限の幅広さに加え、米国債に比べて全般的に利回りが高いことから、魅力的と言えます。また、高格付け社債の利回りを基礎として決定される年金割引率との相関もあります。しかし、社債はデフォルト・リスクをもたらす可能性があるほか、通常は10年から20年のゾーンに対応する年限のものが少ないという問題もあります。これらの欠点は、資産と負債のミスマッチを引き起こす可能性があります。

米国課税地方債は、こうした社債の欠点のいくつかを解消する上で有効です。社債に比べて、米国課税地方債は、

- 格付けが高く、約75%がAAA格とAA格です。
- 過去のデフォルト率が低く、A格の米国課税地方債のデフォルト率はAAA格およびAA格の社債を下回っています。
- 歴史的に見て、利回りが同格付けの社債利回りを上回っています。
- 年限が10～20年のものが多く、長いデュレーションに対応できます。

図表3は、いくつかの点において米国課税地方債が社債と比べて有利であることを示したものです。おそらく最も魅力的なのは、米国課税地方債のデフォルト率が歴史的に低いという点です。これにより、年金基金は格付けが相対的に低い銘柄への配分を増やすことができ、デフォルト・リスクを高めることなく利回りをさらに押し上げることが可能になります。

図表3: 米国課税地方債と米国投資適格社債の比較

	格付別比率		デフォルト率		利回り	
	米国課税 地方債	社債	米国課税 地方債	社債	米国課税 地方債	社債
AAA	15.8%	1.1%	0.0%	0.4%	4.7%	4.6%
AA	60.8%	6.8%	0.0%	0.7%	4.8%	4.7%
A	20.6%	45.2%	0.1%	1.4%	5.1%	5.0%
BBB	2.8%	47.0%	1.0%	3.6%	5.7%	5.3%

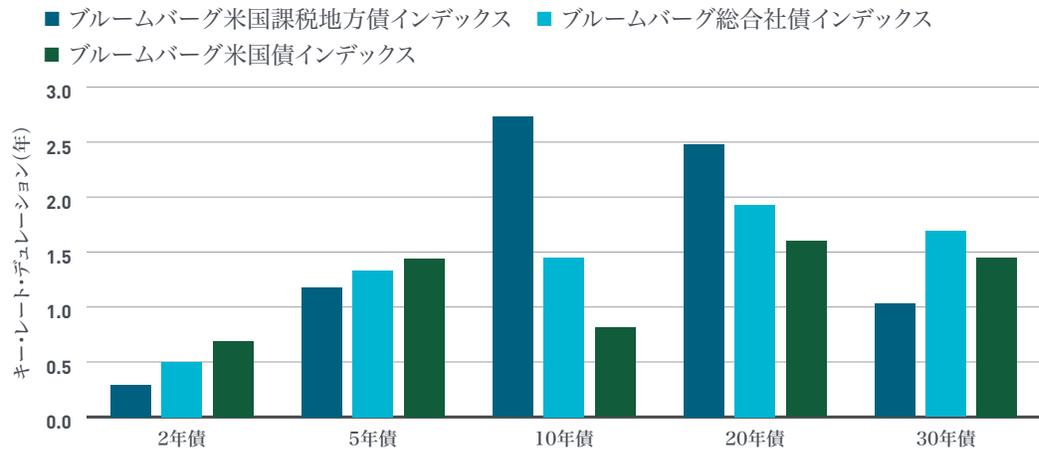
出所: Bloomberg, Moody's Investor Services, 2024年1月31日現在の格付別比率と利回り。米国課税地方債のデフォルト率はMoody'sの「パブリック・ファイナンス・レポート「US Municipal Bond Defaults and Recoveries」」より、1970年12月31日から2022年12月31日までの年次データ。米国社債のデフォルト率はMoody'sのデフォルト率と格付けのデータベースより、1970年12月31日から2022年12月31日までの年次データ。注: 四捨五入の関係で合計が合わないことがあります。

米国課税地方債が資産・負債マッチング改善の鍵を握る可能性

積立状況が改善するにつれて、年金スポンサーや保険会社は通常、金利変動リスクの回避(イミュニゼーション)を図る目的で資産全体のデュレーションと負債全体のデュレーションを一致させるだけでなく、イールドカーブのさまざまな年限の変動に対応するためにキー・レートごとにデュレーションを一致させようとしています。しかし、社債は歴史的に見て、10年から20年のゾーンに対応する年限のものが少ないことから、多くの場合、望ましいキー・レート・デュレーションを確保するためにはデリバティブが必要になります。

図表4に示すように、米国課税地方債は、10年および20年の年限において社債や国債よりもキー・レート・デュレーションが著しく高いため、年金スポンサーが社債や国債を利用する際に直面することがあるキー・レート・デュレーションのギャップを埋めるのに役立つ可能性があります。これにより、より多くの負債を現物債券でカバーすることができることから、年金スポンサーはデリバティブへのエクスポージャーとそれに伴う流動性リスクとカウンターパーティ・リスクを低減できると同時に、デリバティブ取引に伴うガバナンスの監視を軽減することも可能になります。

図表4:キー・レート・デュレーションの比較



出所: Bloomberg, 2024年2月15日現在。

米国課税地方債へのエクスポージャーの増加と拡大が年金基金にメリットをもたらす可能性

上記の特徴は、米国課税地方債を組み入れるべき強力な根拠となりますが、この資産クラスの市場規模の大きさから、さらに魅力的な投資機会があると言えます。米国地方債市場は細分化されており、課税対象か非課税かにかかわらず、指数に含まれない多数の発行体が存在します。米国課税地方債セクターには約84,000の銘柄があるものの、そのうち73,000を超える銘柄は、指数プロバイダーが構成銘柄の発行規模に制限を課していることから、指数に含まれていません。通常、これらの指数に含まれない銘柄は投資調査の対象となることが少なく、投資家の関心も低いことから、多くの場合、非効率性が高く、流動性リスクがやや高まることで利回りにプレミアムが上乘せされます。

また、A格およびBBB格の米国課税地方債へのエクスポージャーを増やすことで、年金スポンサーは社債よりも低いデフォルト率を有利に利用できる可能性があります。社債に格付けの下限を設定している年金基金は、デフォルト率が低いという特徴を考慮し、米国課税地方債については格付けの下限の引き上げを検討するかもしれません。そうすることで、信用リスクを犠牲にすることなく、利回りを向上させることができます。

また、図表3に示した利回りは米国課税地方債の指数に基づくものであることにも留意する必要があります。したがって、指数に含まれない銘柄も含めた場合、利回りはそれらよりも幾分高くなると考えるのが妥当と言えます。この利回りのプレミアムを得ることで、流動性がある程度犠牲になる可能性は高いと思われれます。しかし、年金基金や保険会社などの長期投資家にとっては、歓迎すべき対価と考えます。

今こそ米国課税地方債の新規組み入れ、あるいは積み増しを検討すべき

利回りが数年ぶりの高水準にあり、供給が増加し市場の規模が拡大していることから²、現在は年金スポンサーや保険会社がLDIポートフォリオにおいて米国課税地方債への配分を検討する好機と言えます。米国課税地方債は、社債と比べて格付けが高く、過去のデフォルト率が低い一方で利回りが高く、長期ゾーンに対応する年限の債券が多いなど、多数のメリットがあると考えられます。

幅広い発行体を活用したアクティブ運用は投資家の利益につながると考えています。アクティブ・マネジャーは複数のアルファ獲得手段を有しており、こうした手段の1つである非流動性プレミアムへのアクセスは、年金基金や保険会社といった長期保有の投資家にとって、十分に許容できるリスクであると考えます。▲

巻末脚注

¹ 出所: FTSE Pension Discount Curve、2023年11月30日現在。「中期」の年金債務の割引率は2022年12月31日の2.74%から2023年11月30日には5.28%に上昇し、デュレーションは同期間に16.83年から13.41年に短期化されました。「短期」の年金債務の割引率は同期間に2.63%から5.26%に上昇し、デュレーションは13.42年から10.96年に短期化されました。

² Bloomberg Municipal Index Taxable Bondsの規模は、2018年12月の3,130億米ドルから2023年12月には4,110億米ドルに拡大しました。米国課税地方債全体の市場規模は2023年12月現在で6,630億米ドルです。

債券に投資する場合、発行体、借り手、取引相手もしくはその他の支払義務を負う主体、原資産の信用力の低下、あるいは経済的状況、政治的状況、発行体固有の状況もしくはその他の状況の変化による結果として、またはその影響により、価値が低下することがあります。特定の種類の債券は、これらの要因による影響が大きいことから、ボラティリティが上昇する可能性があります。また、債券には金利リスクが伴います(金利が上昇すると、価格は下落します)。したがって、金利上昇時にはポートフォリオの価値が減少する可能性があります。

出所: FTSE International Limited (以下「FTSE」) © FTSE 2024。「FTSE」はロンドン証券取引所グループ各社の商標であり、FTSE International Limited がライセンスに基づき使用するものです。「FT-SE」、「FOOTSIE」および「FTSE4GOOD」は、ロンドン証券取引所グループ各社の商標です。「Nareit」は、全国不動産投資信託協会 (以下「Nareit」) の商標、「EPRA」は、欧州不動産協会 (以下「EPRA」) の商標であり、すべて FTSE International Limited (以下「FTSE」) がライセンスに基づき使用するものです。FTSE EPRA Nareit Index は、FTSE によって計算されます。FTSE、Euronext N.V.、Nareit、EPRA はいずれも、本商品のスポンサー、推奨、販売促進を行っておらず、いかなる形においても本商品に関わりがなく一切の責任を負うものではありません。指数値および構成銘柄リスト内のすべての知的財産権は、FTSE、Euronext N.V.、Nareit および EPRA に帰属します。FTSE およびその FTSE のライセンサーは、FTSE 指数、FTSE 格付け、もしくはその両方、または内在するデータにおける誤りや省略に対して責任を負わないものとします。FTSE の書面による同意がない限り、FTSE データの再配布は禁止します。

出所: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG は、Bloomberg Finance L.P. およびその関連会社 (以下、総称して「ブルームバーグ」) の商標およびサービスマークで、Bloomberg または Bloomberg のライセンサーは、Bloomberg Index のすべての所有権を有します。Bloomberg は、本資料を承認もしくは保証するものではなく、本資料に記載された情報の正確性または完全性を保証するものでもありません。また、本資料から得られる結果について、明示または黙示を問わず一切の保証を行わず、法律で認められている最大限の範囲において、一切の責任を負わないものとします。

当レポート内で提示された見解は、MFS ディストリビューション・ユニット傘下の MFS インベストメント・ソリューション・グループのものであり、MFS のポートフォリオ・マネジャーおよびリサーチ・アナリストの見解と異なる場合があります。これらの見解は予告なく変更されることがあります。また、これらの見解は情報提供のみを目的としたもので、投資助言、銘柄推奨、あるいは MFS の代理としての取引意思の表明と解釈されるべきではありません。予想は将来の成果を保証するものではありません。

特に記載のない限り、ロゴ、商品名、サービス名は MFS およびその関連会社の商標であり、一部の国においては登録されています。

当社の事前の許可なく、当レポートの複製、引用、転載、再配布を行うことを禁じます。

当レポートは、情報提供を目的としてマサチューセッツ・ファイナンシャル・サービスズ・カンパニー (MFS) および当社が作成したものであり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。当レポートは、MFS もしくは当社が信頼できると判断したデータ等に基づき作成しましたが、その正確性および完全性を保証するものではありません。当レポートは作成日時点のものであり、市場環境やその他の状況によって予告なく変更することがあります。当レポートのデータ・分析等は過去の一定期間の実績に基づくものであり、将来の投資成果および市場環境の変動等を保証もしくは予想するものではありません。特定の銘柄・有価証券や業種等への言及がある場合は例示目的であり、それらを推奨するものではなく、また、必ずしも MFS の現在の見方を反映しているとは限りません。当レポートは特定の金融商品もしくはファンドの勧誘を目的とするものではありません。当社が提供する金融商品は、市場における価格の変動等により、元本欠損が生じる場合があります。また、お客様にご負担いただく手数料等は、各商品、サービスにより異なり、運用状況等により変動する場合がありますため、予め金額または計算方法等を表示することはできません。当レポートに基づいてとられた投資家の皆様の投資行動の結果については、MFS および当社は一切責任を負いません。詳しくは契約締結前交付書面その他の開示資料等をお読みください。

MFS インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第312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