



## 税制改革はCRT市場に大きな悪影響を与えない



2018年7月12日

**マイケル・カンター（写真）**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
米国マルチセクター／証券化商品 ディレクター**モニカ・カールソン**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
グローバル債券ビジネス・ディベロップメント プロダクト・ディレクター**ジャナキ・ラオ**アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー  
証券化商品 リサーチ・アナリスト

近年、変動金利へのエクスポージャーや高利回りを求める投資家の間で、新しいモーゲージ担保証券の一種である信用リスク移転（クレジット・リスク・トランスファー）証券（CRT）への関心が高まっている。足元では、米国の税制改革が住宅市場に打撃を与え、CRT市場にも影響が及ぶとの懸念も浮上しているが、詳細に検証してみればそうした懸念は杞憂であると思われる。

米国の政府系住宅金融機関である連邦住宅抵当公庫（ファニーメイ）と連邦住宅貸付抵当公社（フレディ・マック）は、2013年にCRTの発行を開始した。従来から

のエージェンシー債と同様、CRTは何千件もの住宅ローンをプールして一つの証券にまとめたもので、投資家は原資産となるローンのパフォーマンスに基づき、定期的なインカムを受け取ることになる。しかし、大きな違いもある。CRTには政府保証が付いていないことだ。つまり、多数のローンがデフォルトに陥った場合、投資家が損失を被る可能性がある。

ここ数年は、それは大きな問題とはなっていない。米国の住宅市場が着実に回復していた上に、借り手の信用の質もリーマン・ショック以前と比べはるかに高まっているためだ。例えば、個々の住宅保有者の信用

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版はこちら。  
<https://blog.alliancebernstein.com/library/will-tax-reform-derail-crts>

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン（以下、「AB」）ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスの過去のパフォーマンスは将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2018年1月17日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに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。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。アライアンス・バーンスタインおよびABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

度を測るFICOスコアは、過去10年で大きく改善しているし、所得に対する負債の比率も非常に健全な水準にある。こうした要因はすべてデフォルト率を低水準に抑える役割を果たしてきた。

しかし今、その状況は変わろうとしているのだろうか？ 2017年末に成立した税制改正には、住宅市場に影響を及ぼしかねないと多くの人々が懸念する2つの大きな変化が盛り込まれている。住宅保有者が連邦税から控除できるローン金利と州および地方税に上限が設けられたことだ。しかし、ABはそのどちらもCRTに大きな影響をもたらすとは考えていない。

### ローン金利控除：CRTは影響を回避

ローン金利の控除から考えてみよう。これまで、借り手は100万米ドルまでのローンに対する金利の一部を償却することができた。税制改正後は、その上限が75万米ドルに引き下げられた。

この変更は高級住宅の価格に若干の影響を与える可能性があるが、CRTにとっては問題とならない。なぜなら、63万米ドルを超えるローンはCRTに組み込むことができないからだ。実際、CRTのプールに組み入れられているローンの大半は50万米ドル以下となっている。

この問題は当初、投資家を動揺させた。当初の税制改革案には50万米ドルを超えるローンについて支払金利の控除を打ち切ることが盛り込まれていたからだ。しかし、その上限が修正されたことで、CRT市場は影響を回避することができた。

### 新たなSALT規定も心配に及ばず

より大きな問題は、「SALT控除」として知られる州及び地方税の控除額に上限が設けられたことだ。新税制では、納税者は連邦税から1万米ドル相当の州及び地方税を控除することができる。これまでは控除額に上限がなかった。

この変更により、カリフォルニア州、ニューヨーク州、ニュージャージー州などの不動産税の高い州における高価格の住宅はやや手に入れにくくなり、買い手が住宅を購入する際には価格帯を引き下げようとする動きとなる可能性がある。

このことは、デフォルト率を押し上げるほど住宅価格に打撃を与えるだろうか？ そんなことはなさそうだ。不動産税の高い州の高級住宅の価格は一時的に1%–2%ほど下落すると推定される。しかし、その程度であれば、デフォルト率に大きな影響を及ぼすほどではないだろう。

### 税制改革は住宅市場を下支えする可能性も

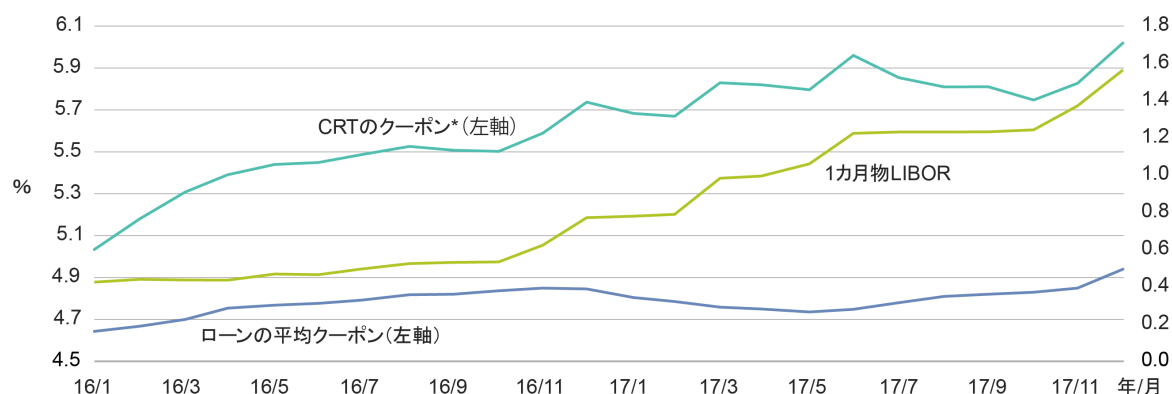
結論を言えば、今般の税制改革が米国の住宅市場を損なう要因になるとは考えにくい。米国の雇用市場は依然として好調で、賃金や家計の純資産も増加している。米国経済は幅広い分野にわたり拡大を続けている。

もし税制改革が経済成長をさらに押し上げ、米国の株式市場が一段と上昇すれば、高所得層の借り手は多少の住宅価格の下落を十分に相殺できるほど資産効果の恩恵を受ける可能性がある。

投資家はここ数年、比較的高い利回りと変動金利によってCRTに引き寄せられてきた。変動金利は1カ月物LIBOR(銀行同士が短期資金を貸し借りする際に適用される指標金利)に連動するため、金利上昇局面では資産を保護する効果も得られる。次ページの図表が示すように、CRTの金利は上昇しており、変動金利バンクローンよりも上昇ペースが速い。CRT金利は、変動利付債とは異なる動きを示す(以前の記事『[Don't Bank on Bank Loans](#)』(英語)ご参照)。

新たな税制によってそうした状況に変化が生じるとは考えていない。CRTは引き続き魅力的な投資機会を提供するであろうし、改善しつつある米国の住宅市場や経済の恩恵を受けるための優れた方法となるだろう。

【図表】 CRTはバンクローンを上回る



過去の一定期間の分析は将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。

2017年12月31日まで

\*直近のキャッシュフローおよびエクイティ・クーポン

出所: クレディ・スイス・グループ、ブルームバーグ、フレディ・マック、JPモルガン、AB

## アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／  
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<http://www.alliancebernstein.co.jp>

### 当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

#### + 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の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、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、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、全て投資者の皆様に帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

#### + お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- + 申込時に直接ご負担いただく費用…申込手数料 上限3.24%(税抜3.00%)です。
- + 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- + 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.0304%(税抜1.8800%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

### ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。