

2021年7月26日

## グローバルCIOの見通し インフラ投資財源確保の解決策

**Scott Minerd**  
Chairman of Investments  
and Global Chief  
Investment Officer

オバマ政権時代のビルドアメリカ債を復活させれば  
増税に頼らず資金調達が可能と考えられます。

本稿はFinancial Times紙に掲載されました。

バイデン政権が提案したインフラ投資計画には数多くの利点がある。整備された道路、きれいな水、Netflixに「はまる」ための高速ブロードバンドを望まない人はいないだろう。しかし、その目的は賞賛に値するものの、実現のための手段が政治的な論争の火種となっている。すなわち、1兆ドルのウイッシュリストの財源をどう確保するかだ。

民主党左派が望む増税については、対象となる富裕層や企業数が限られている上に、その多くが節税策に長けた会計士を擁している。市場にはインフレへの懸念が漂い、食料品や車の価格上昇が既に消費者を直撃している中で、紙幣の乱発は決して得策ではない。

バイデン大統領の計画についてはほかにもいろいろと議論となる点があろう。しかし、私の関心事は財源をどう確保するかであり、この点を実際にコストを負担することになる多くの納税者も同様であろう。実は、バイデン大統領の提案の中には「ダイレクトペイ・ボンド」という言葉が埋め込まれている。私は、これこそがインフラ投資計画の大半を賄うための唯一かつ最良の方法と考えている。

その名称から受ける印象とは異なり、ダイレクトペイ・ボンドとは州その他の地方政府（以下「州政府等」）が発行する地方債で、連邦政府が利払いに補助金を出し利子が上乗せされたものをいう。課税債となるため、潜在的な投資家層が（補足：税制優遇措置のある）年金その他の基金や政府系投資ファンドにまで拡大される。この種の投資家は利回りが高い課税債を好むため、通常は免税地方債にはほとんど関心を示さない。

バイデン大統領はダイレクトペイ・ボンドのことをよく分かっているはずだ。なぜなら、これはオバマ政権時代の[ビルドアメリカ債\(BAB\)](#)の復活版であるからだ。BABとは2009年米国再生・再投資法(American Recovery and Reinvestment act of 2009)で導入されたもので、州政府等が公共投資の資金を調達するために発行した課税債である。

債券の発行体が支払う利子には連邦政府が35%の補助金を交付し、州政府等の借り入れコストが低減された。2010年末にプログラムが終了するまでに、1800億ドルを超えるBABが発行された。

直近の事例としては、4月に超党派の議員により上院に提出された2021年米国インフラストラクチャーボンド法 ([American Infrastructure Bonds Act of 2021](#)) がある。この法律に基づき発行される債券の発行体には、支払利子の28%が補助金として交付される。

BABの利点は、連邦政府の歳入となる米国債とは異なり、地方レベルでの支出を賄う資金を直接調達するという点である。これにより、都市や州、投資家が、FRBに対する受け身の傍観者ではなく、インフラストラクチャー投資の実質的なパートナーとなる。

連邦赤字は膨らみ続けているが、BABは国債のように国の赤字を増やすものではない。さらに米議会予算局によれば、州政府等は既に米国のインフラストラクチャー建設費の約60%、そして運営・維持費の何と90%を拠出している。

今回のビルドアメリカ債プログラム拡大バージョン(仮にBAB 2.0と呼ぼう)は、バイデン政権の支出計画を含め、米国が必要とする推定4兆ドルのインフラニーズのかなりの部分を充足することができるであろう。

BAB 2.0に基づき、州政府等は2年間で4兆ドルの債券を発行し、増強されたインフラ整備計画のための資金を調達する。そして今回、連邦政府は、米国の切迫したインフラニーズを反映して、金利支払いを最大で100%補助する。

現在、課税地方債の金利水準はおよそ2%であるから、連邦政府の負担額は年800億ドルとなる。しかし、投資家の利子所得に対する連邦課税により、予算への影響はネットインゴ効果で軽減される。投資家の半分以上が課税されると仮定し、連邦所得税の最高限界税率である37%を適用すると、年間の負担額は650億ドルまで減額される。

また、利子補給額は対象となるプロジェクトの性質に応じて調整される。例えば、クリーンエネルギー技術に対する補助は、二酸化炭素排出量の多いプロジェクトに対する補助よりも多額となる。

なお、過去の経験から言えば、BAB 2.0は、米国の財政再建を進めるために政府事業への資金供給を差し止める形で連邦政府の歳出を強制的に削減するシークエストラション(sequestration)の対象外とされるべきである。そうしないと発行体は、先行きの見通しが立てにくくなる。仮に対象とされた場合、2021年から2030年の間に債券発行体に支払われる利子補給金が5.7%削減されると予想されている。

しかしこうした問題が解決されれば、BAB 2.0は、納税者に過度の負担をかけることなく米国のインフラ整備ニーズに対処する優れた方法となる。米国のインフラストラクチャーの現状とまちまちの景気見通しを考慮すると、ワシントンは大胆な計画を必要としている。ビルドアメリカ債の復活は、公共投資ニーズを充足するのみならず、雇用機会を創出し、より生産的な経済へとつながる環境を整えることとなる。

## 重要な通知及び開示事項

この資料は専ら情報の提供を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。この資料は受託者としての立場から提供されるものではなく、投資判断を行うため、または投資判断に関連して使用されるべきものではありません。もしくは、有価証券の売買を勧誘するものではありません。ここに含まれる内容は、法的または税務上のアドバイスおよび/または法的意見として解釈されることを意図しておらず、また解釈されるべきではありません。特定の状況については、常に金融、税務、および/または法律の専門家にご相談ください。

本資料は、著者の意見を含みますが、グッゲンハイム パートナーズまたはその子会社の意見を含むものとは限りません。著者の意見は、予告なく変更することがあります。本資料に含まれる将来にわたるの表明、予測および一定の情報は、自社または他社の調査および他の情報源に基づくものです。本資料に含まれる情報は、信頼に足ると信ずる情報源より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。本資料のいかなる部分も、Guggenheim Partners, LLC の書面による明示的な許可なく、いかなる形でも複製または参照することはできません。過去のパフォーマンスは、将来の結果を暗示するものではなく、そのような情報に基づく判断につき、現時点における正確性、責任を表明または保証するものではありません。

グッゲンハイム・インベストメンツは、下記の関係会社による Guggenheim Partners, LLC の投資運用業務を総称します。Guggenheim Partners Investment Management, LLC, Security Investors, LLC, Guggenheim Funds Distributors, LLC, Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC, Guggenheim Corporate Funding, LLC, Guggenheim Partners Europe Limited, Guggenheim Partners Fund Management (Europe) Limited, Guggenheim Partners Japan Limited, GS GAMMA Advisors, LLC, and Guggenheim Partners India Management.

日本の投資家の皆様への通知事項: 本資料で参照された機会、投資又は持分を含む、は、金融商品取引法(昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)第一章四項に従って登録されたものではありません。従って、当機会は、日本において、いずれの日本人の利益のため、又は日本において又は日本人に対し直接的又は間接的に転売を行おうとする他者に対して、直接的または間接的に申し込み又は売却をするものではありません。ただし、日本政府および規制当局によって発布され、実施されているすべての該当する法律、規制、および指針に遵守する場合にはその限りではありません。ここでいう日本人とは、日本における居住者を指し、企業又は日本法の下で設立されたその他の機関を含みます。

©2021, グッゲンハイム パートナーズ LLC。グッゲンハイム パートナーズ LLC による明示的な書面による許可なく、本文書のいかなる部分についても、いかなる形式における再作成および他の出版物における引用を禁じます。