



# いま注目されるアメリカ地方債の投資魅力

- 不透明な市場環境の中、見直されつつある米国地方債。米利上げ転換により米国地方債の利回りは4%台へ上昇。
- 利上げの織り込み一巡や景気後退への懸念から米国地方債利回りに安定化の兆し。地方債の需給環境も改善傾向。
- 米国の州・地方政府の税収は過去最高額を更新。米国地方債はファンダメンタルズ改善により格上げが優勢となる。
- 米国地方債の高い信用力は景気後退リスクへの耐性備える。為替ヘッジ後でも米国地方債は利回りの妙味を維持。

## 不透明な市場環境の中で注目される米国地方債

ウクライナ情勢の悪化や世界的なインフレと金融引き締めへの警戒から、2022年の世界の金融市場では不透明感の高まりが続いています。こうした中、地政学的リスクを回避しながら、安定したインカム収益を獲得する投資対象として米国地方債が見直されつつあります。

## 4%台の利回りで米国地方債の投資妙味高まる

米国では2022年3月に米連邦準備制度理事会(FRB)が利上げに転換し、先行きの利上げ加速懸念から米長期金利の上昇基調が続いてきました。米長期金利の上昇に連動する形で、米国地方債利回りは4%台まで上昇しています(対米国債スプレッドは136bpへ拡大、図1)。

もともと、足元では市場での米利上げの織り込みも概ね一巡しつつあることや、金融引き締めに伴う今後の景気後退リスクへの懸念が浮上していることで、米長期金利や米国地方債利回りは落ち着きを取り戻し始めています。米国地方債利回りに安定化の兆しがみえる中、米国地方債への投資を検討する投資家にとっては魅力的なエントリー・ポイントが近づきつつある可能性があります。

## 改善に向かう米国地方債の需給環境

実際、足元での利回り上昇を受けて、米国地方債の需給環境も改善に向かいつつあります。

2022年初来の米国地方債ファンドの資金フローは、急速な金利上昇を嫌気した米国の個人投資家主導の資金流出傾向が続いてきました。しかし、足元では利回り面での米国地方債の投資妙味の高まりから、ミューチュアル・ファンドからの資金流出が縮小し始めたことに加えて、ETFへの資金流入が拡大傾向にあります(図2)。

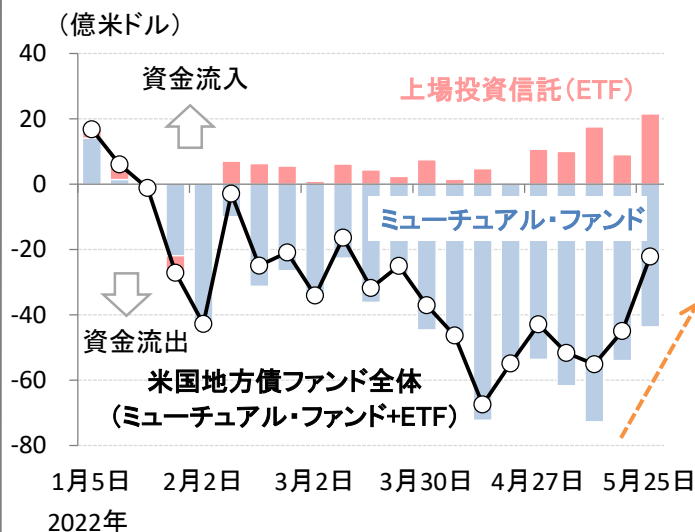
さらに、2022年の年央にかけては、既存の米国地方債の利払いや償還に伴う再投資資金の流入が米国地方債の需給改善を後押しすると期待されます。

図1: 米国地方債利回りの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2015年1月1日~2022年5月31日  
(注)米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。米国地方債の利回りおよびスプレッドは期限前償還の考慮後。

図2: 米国地方債ファンドの資金フロー



(出所)米投資信託協会 (期間)2022年1月5日~5月25日(週次)

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したもので、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。



## 税収増加などから米国地方債の格上げが優勢

米国地方債のファンダメンタルズに目を向けると、コロナ危機からの米国経済の回復を背景に州・地方政府の税収は底堅い回復傾向が続いています。2022年1-3月期の米国の州・地方政府の税収は過去最高額を更新し、前年比+15.0%と二桁台の伸びを示しました(3頁図6)。

こうした米国の地方財政の改善を背景に、足元では主要格付会社による米国地方債への評価も高まる傾向にあります。コロナ危機直後の2020年には米国地方債への格下げの動きが広がったものの、2021年以降は米国地方債の格上げが優勢となる傾向が続いています(図3)。

## 米国地方債の高い信用力は不況への耐性備える

米国地方債は投資適格級の米国社債と比べて総じて格付け水準が高く、約6割をAa格が占めています(これに対して米国社債はA~Baa格が中心、図4)。

特に足元のように先行きの景気後退リスクが懸念される不透明な市場環境においては、不況への耐性を備えた米国地方債の信用力の高さ(債務不履行リスクの低さ)が投資家からの評価に繋がりがやすいと考えられます。

## レベニュー債への分散投資が利回り向上のカギ

また、米国地方債市場は、州・地方政府が発行する一般財源保証債と、公共施設(公共インフラ)を管理・運営する公共機関が発行するレベニュー債とに分類されます。利回り水準の面では一般財源債の方が相対的に低い傾向にある一方、レベニュー債はセクターに応じて利回りの多様性を有しています(図5)。

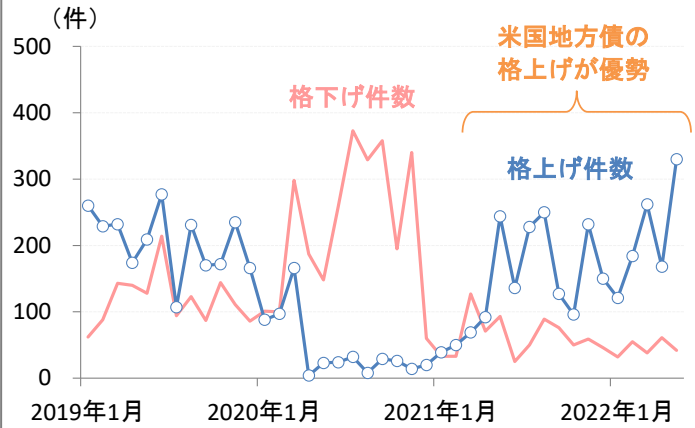
米国地方債への投資に当たっては、レベニュー債への分散投資が利回り向上のカギとなると考えられます。

## 為替ヘッジコストを上回る米国地方債の利回り

最後に、足元の米国の短期金利上昇に伴って、米ドル円の為替ヘッジコストの上昇が顕著となっています。

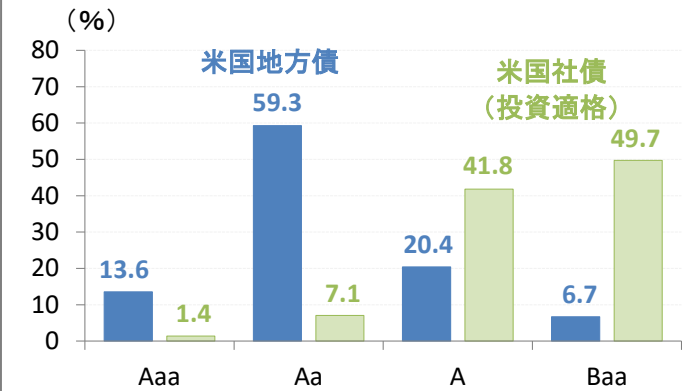
もっとも、5月末時点の米国地方債の利回り(4.18%)は為替ヘッジコスト(3ヵ月、1.79%)を上回っており、為替ヘッジ後でも米国地方債は依然として利回り面の投資妙味を残している模様です(3頁図7)。今後は、米国地方債利回りや為替ヘッジコストの行方を左右する米国の金融政策の動向に引き続き市場の注目が集まりそうです。

### 図3:米国地方債の格付け変更件数



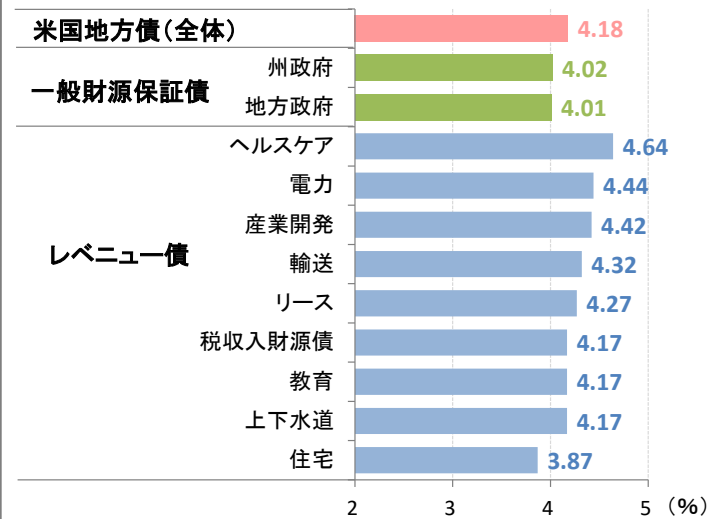
(出所)ブルームバーグ (期間)2019年1月~2022年5月  
(注)米格付け会社S&Pによる格付け変更を集計。

### 図4:米国地方債と米国社債の格付別構成比



(出所)ブルームバーグ (注)2022年5月末時点。格付は米格付会社ムーディーズ。米国地方債(課税債)はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数、米国投資適格社債はブルームバーグ米国社債指数。

### 図5:米国地方債のセクター別利回り

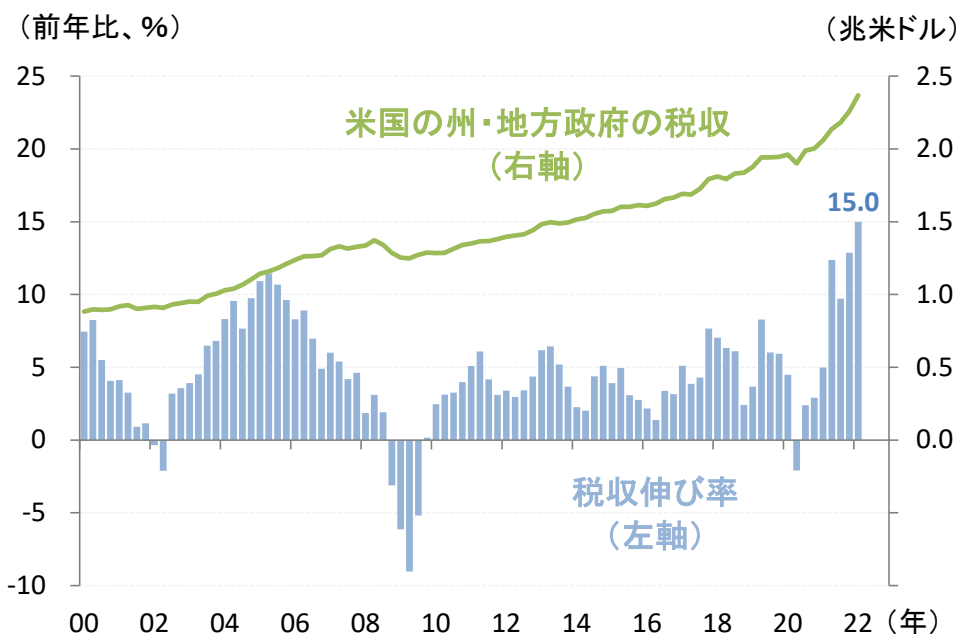


(出所)ブルームバーグ (注)2022年5月末時点。対象はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。期限前償還を考慮した最低利回り。

●当資料は、説明資料としてフランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(以下「当社」)が作成した資料です。●当資料は、当社が各種データに基づいて作成したもので、その情報の確実性、完結性を保証するものではありません。●当資料に記載された過去の成績は、将来の成績を予測あるいは保証するものではありません。また記載されている見解、目標等は、将来の成果を保証するものではなく、また予告なく変更されることがあります。●この書面及びここに記載された情報・商品に関する権利は当社に帰属します。したがって、当社の書面による同意なくして、その全部もしくは一部を複製し又その他の方法で配布することはご遠慮ください。●当資料は情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。●フランクリン・テンプレトン・ジャパン株式会社(金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第417号)はフランクリン・リソース・インク傘下の資産運用会社です。



### 図6: 米国の州・地方政府税収の推移



(出所)米商務省 (期間)2000年1-3月期~2022年1-3月期  
 (注)季節調整済・年率値(名目ベース)。

### 図7: 米国地方債利回りと為替ヘッジコストの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2014年1月1日~2022年5月31日  
 (注)米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。米国地方債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。為替ヘッジコストは、日本円と米ドルの3ヵ月先渡為替レートおよびスポットレートを使用し、年率換算して算出。シャドーは利上げ局面。