



景気後退への耐性の面で注目される米国地方債

利回りと信用力の高さに注目される米国地方債

2022年後半の米国地方債利回りは年初からの上昇が一服し、4%台前半で安定し始めています(図1)。この背景には、インフレのピークアウト観測や景気後退懸念などから利上げ織り込みが一巡しつつあることが挙げられます。

今後の景気後退の可能性に備えた「守りの投資」の観点から、安定した利回りと信用力の高さを併せ持つ米国地方債への投資家の注目が広がっています。

米国地方債の信用力の源泉は安定した財政状況

地方債を発行する米国の州・地方政府の財政状況は、過去最高水準の税収(図2)や州政府による財政安定化基金の規模拡大(図4)などの面で改善基調にあります。今後の潜在的な景気後退リスクに対しても、州・地方政府は財政的な政策対応の余力を有していると考えられます。

実際、米国の連邦政府レベルではバイデン政権によって大企業向けの増税策などが採られる一方、各州政府の間では景気支援のための独自の減税策などを打ち出す動きが広がっている模様です。

一方、米国の地方政府(市・郡など)では、景気変動の影響を受けにくい固定資産税が税収の7割超を占めていることが税収安定を支える要因となっています(図5)。

景気後退期でも米国地方債の格付けは安定維持

また、米国地方債の信用力は、過去の景気後退期においても安定を維持してきた実績があります。米国地方債とグローバル社債の格付けの変化を比較すると、景気後退期の前後には社債の格下げが拡大する中、米国地方債の格下げは限定的に留まりました(図6)。

足元でも米国の景気後退懸念が高まる中、米国地方債の格付けは格上げがなお優勢であり、米国地方債の信用力改善への市場の評価が進む可能性があります(図3)。

金利上昇懸念から年初来で悪化傾向にあった米国地方債の需給環境にも好転の兆しがみられます。米国地方債ファンドの資金フローは7月中旬から均衡し始め、足元では資金流入が拡大しつつあります(図7)。世界的に景気の先行き不透明感が増す中、景気後退への耐性の面で米国地方債への見直しが広がることが期待されます。

図1: 米国地方債利回りの推移



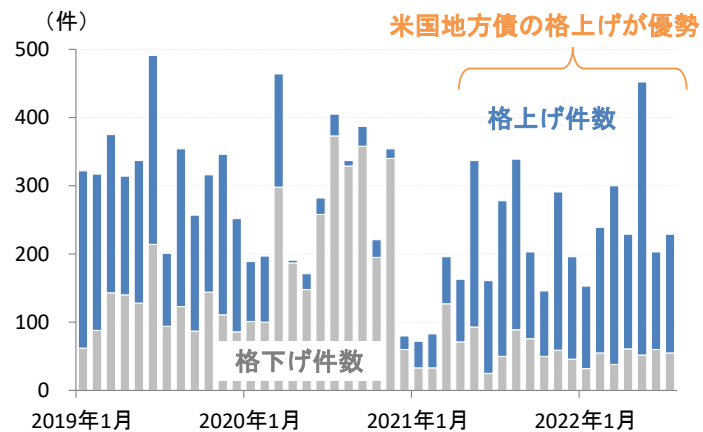
(出所)ブルームバーグ (期間)2022年1月3日～8月12日
(注)米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。
米国地方債利回りは期限前償還の考慮後。

図2: 米国の州・地方政府の税収の推移



(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。

図3: 米国地方債の格付け変更件数



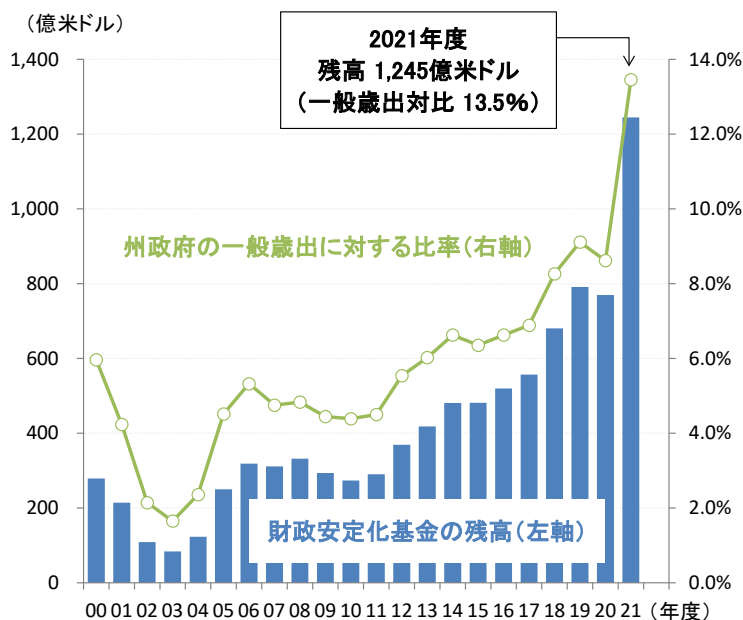
(出所)ブルームバーグ (期間)2019年1月～2022年7月
(注)米格付け会社S&Pによる格付け変更を集計。



図4: 米国の州政府の財政安定化基金の残高推移

【州政府の財政安定化基金とは？】

- ・ レイニー・デイ・ファンド(Rainy Day Fund)と呼ばれる州政府の基金。「レイニー・デイ」は「雨の日」の意味。
- ・ 米国の州政府は、州憲法や州法などにより財政均衡が義務付けられている(※)。このため、州政府は自然災害や景気悪化などの非常時に備えて、平常時に余剰な歳入を財政安定化基金に積み立てている。
- ・ 景気後退などにより予想外に州財政が悪化する場合には、基金を取り崩して歳出を維持することが可能。
- ・ 2021年度の州政府の財政安定化基金の合計は1,245億米ドル(一般歳出対比13.5%)と過去最高を更新。リーマン・ショックが発生した2008年度前後と比べても、財政安定化基金の財政支援余力は大きく改善。



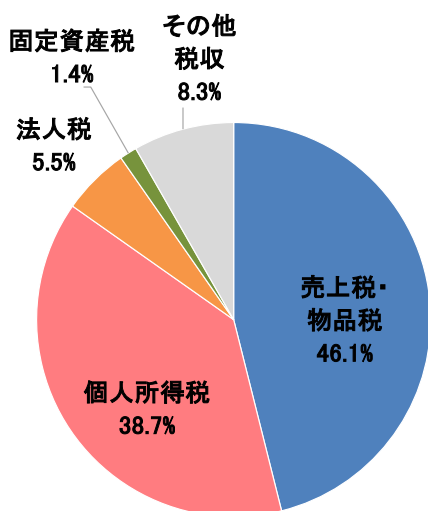
(出所)全米州予算担当者協会(NASBO)、各種資料

(期間)2000年度～2021年度(年度の定義は各州政府により異なる、多くの州の年度は前年7月～当年6月)

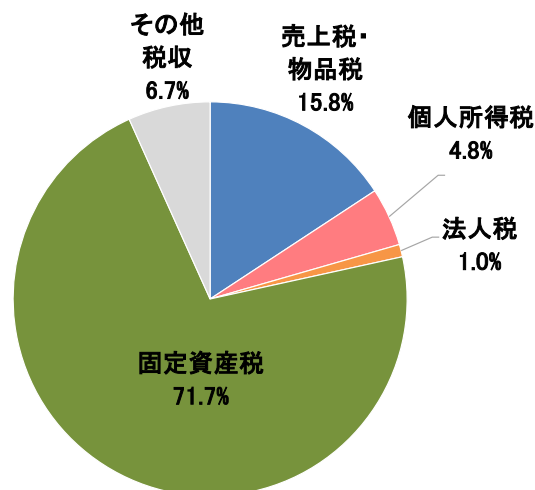
(注)※: 米国ではバーモント州を除く全ての州において、州憲法や州法などに基いた財政均衡ルールが採用されている。

図5: 米国の州・地方政府の税収内訳

【州政府】



【地方政府(市・郡など)】



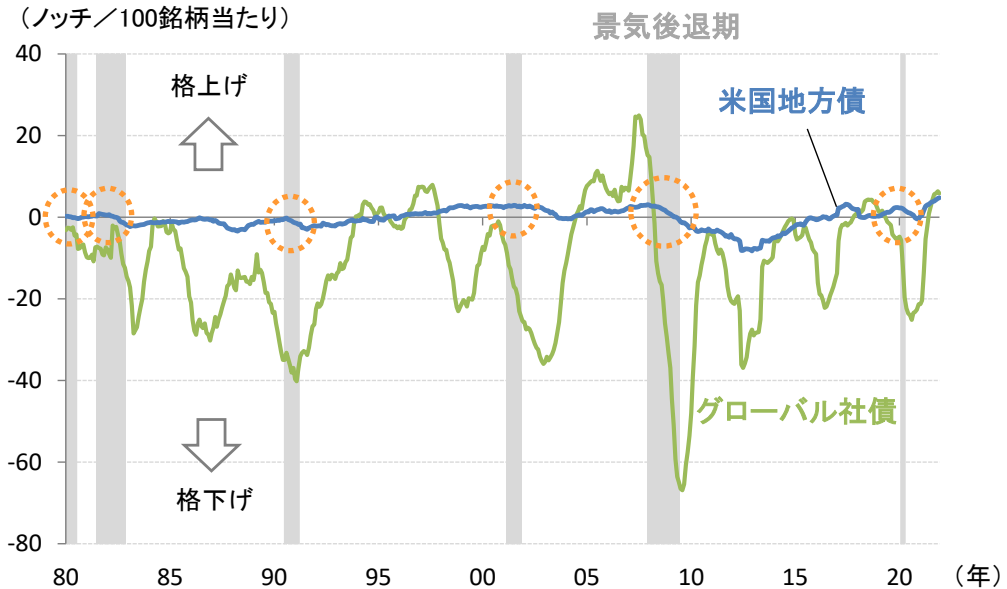
地方政府の税収は、約7割超を景気変動の影響を受けにくい固定資産税が占める。

(出所)米商務省 (注)データは2020年。



図6: 米国地方債とグローバル社債の平均格付けの推移

米国地方債の格付けは景気後退期の前後でも安定を維持



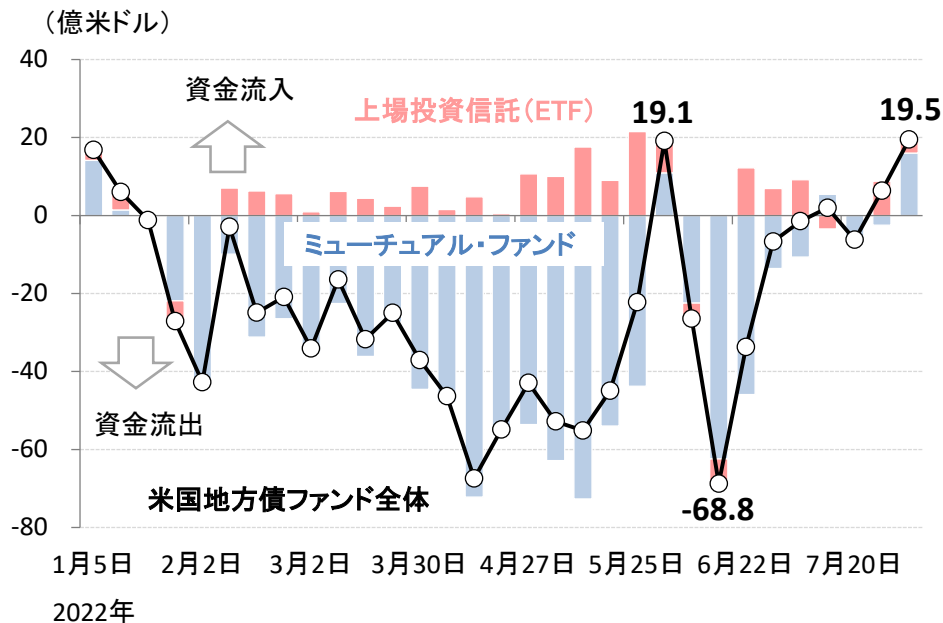
(出所)ムーディーズ (期間)1980年1月～2021年12月

(注)過去12カ月の格付け変化。

ノッチは格付けの最小刻み幅(例:AaaとAa1の差は1ノッチ、AaaとAa2の差は2ノッチ)。

図7: 米国地方債ファンドの週次資金フロー

改善に向かいつつある米国地方債の需給環境

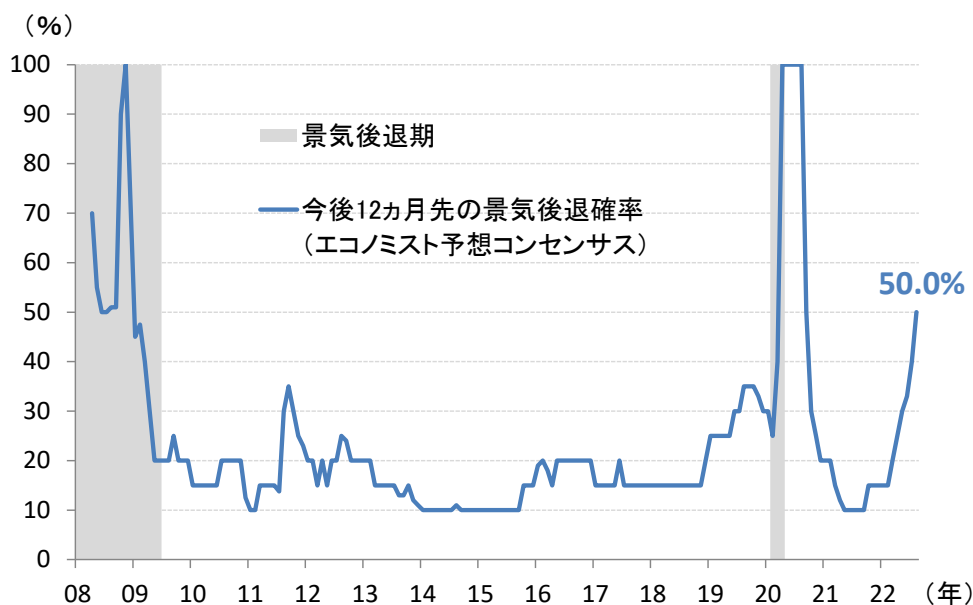


(出所)米投資信託協会(ICI) (期間)2022年1月5日～8月3日

(注)米国地方債に投資をするミューチュアルファンドとETFの合計資金フロー。



図8: (参考)米国の景気後退確率の市場予想の推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2008年4月～2022年8月(8月12日時点)

図9: (参考)米国の政策金利と10年国債利回りの市場予想



(出所)ブルームバーグ

(期間)実績:2020年1月1日～2022年8月12日

市場予想:米10年国債利回り=2022年6月末～2023年12月末、

政策金利=2022年8月15日～2023年11月30日

(注)市場予想は2022年8月12日時点。