

フランクリン・templton・ジャパン

「信用力」と「利回り」の高さが魅力の米国地方債 運用のカギはあらゆる投資機会をとらえるリサーチ力

「2023年、中国を除く主要先進国の経済指標は、年初に多くの市場参加者が抱いていた予想よりも好調に推移しました。好景が続くことによるインフレ圧力の高まりに留意が必要です」と語るのは、フランクリン・templtonの米国地方債運用チームでポートフォリオ・マネージャーを務めるジム・コーン氏。インフレ率が高止まりしつつある現状について同氏は、「賃金の上昇が深く関係」していると分析。「米国の自動車業界で広がるストライキに象徴されるように、賃上げを求める圧力の高まりがインフレ率の低下を阻んでいる」と見ている。

市場では2024年以降のリセッションを予測する声もあり、債券・クレジット投資の難易度はこれまで以上



フランクリン・templton 債券グループ
米国地方債運用チーム ポートフォリオ・マネージャー
ジム・コーン氏

に高まりそうだ。コーン氏は、「インフレは長期にわたって継続する可能性もあります。今後の債券運用においては、ベース金利に対して十分なスプレッドが上乘せされている優良銘柄を、入念な調査と分析に基づいて選別し、投資することが大切です」と指摘する。

クレジットリスクを抑えつつ 厚いスプレッドとキャピタルゲインを追求

さらにコーン氏は「相対的なクレジットリスクの低さ、厚いスプレッドとキャピタルゲインへの期待という観点から、米国債券投資を検討する際には従前の投資適格社債から選択肢を広げ、米国地方債への投資も極めて有効です」と続ける。

コーン氏は、米国地方債と投資適格社債を比べる際、投資対象の平均格付とスプレッドの違いに着目する。「米国地方債は対象インデックスの半分以上をAa格が占め、A格、Baa格が中心である投資適格社債と比べてデフォルト率が低い傾向があります。その一方で、同水準の格付けの投資適格社債と比較すると、米国地方債はスプレッドがより大きく、高い利回りを期待することができます」という。

同社の日本人であるフランクリン・templton・ジャパンのプロダ

クト・スペシャリスト、前田誠史郎氏は「日本の機関投資家の皆さまにとって外国債券投資で最も頭を悩ませている課題の一つは為替ヘッジコストの上昇でしょう。投資する債券種別によっては、米ドル建てリターンがプラスでも、円ヘッジ後にはマイナスリターンに陥るケースもあります」と説明する。その点、厚みのあるスプレッドを確保できる地方債に投資することによって、「高止まりするヘッジコスト以上の利回りを実現できる可能性があります」と話す。

一般的に、保有している債券のデュレーションが長期になるに連れ、金利変動の感応度が高まる。地方債は社債に比べて発行時に設定される満期が長く、デュレーションが長くなる傾向があるため、「仮に長期金利が低下する局面が訪れた場合、デュレーションが長めの地方債の価値が高まり、キャピタルゲインの獲得も期待できます」と前田氏は強調する。

アクティブならではの綿密な調査力で 見過ごされた魅力ある銘柄にアクセス

フランクリン・templtonは、米国地方債投資でカギとなるのは、リサーチ主導のアクティブ運用だと考える。市場全体をカバーしやすい株式の

表 国内公募投信マザーファンドのポートフォリオ概況 (2023年9月末時点)

ポートフォリオの概況							
利回り (%)	5.7	デュレーション (年)	7.3	平均格付	Aa3/A1	銘柄数	80
格付別構成比		債券区分別構成比率		州別構成比率			
Aaa	13.9%	一般財源債	18.6%	カリフォルニア	21.2%		
Aa	61.0%	レベニュー債	73.1%	テキサス	11.8%		
A	21.4%	その他債券等	8.4%	ニューヨーク	7.8%		
Baa	3.7%			オハイオ	7.0%		
				イリノイ	6.0%		
				フロリダ	5.8%		
				ニュージャージー	3.6%		
				その他	36.7%		

※債券区分別、格付別、州別構成比率は現物投資有価証券を対象として算出しています。※構成比率は小数点以下第2位四捨五入のため、合計が100.0にならない場合があります。※平均格付とは、基準日時点で投資信託財産が保有している有価証券に係る信用格付を加重平均したものであり、当該投資信託受益証券に係る信用格付ではありません。※格付別構成比率は、S&P、ムーディーズ、及びフィッチ・レーティングにより付与されたうちの最上位を採用しています。※利回りは、組入債券の期限前償還などの影響を調整したものです。また、運用利回り(運用成果)を示すものではありません。※本資料に記載するデータは、過去の実績であり、将来の運用成果等を予測あるいは保証するものではありません。

インデックス運用と異なり、米国地方債ではインデックスの対象銘柄は市場全体の4割程度で、市場には見過ごされている投資機会が数多く存在する。「アクティブ運用であれば、ボトムアップの調査分析をもとに地方債インデックスがカバーできていない魅力的な銘柄にアクセスできます」とコーン氏は語る。

米国地方債は銘柄ごとの個別性が強く、深い知識と長年の経験が求められる分野だ。同社の専門チームは現在、11人のポートフォリオ・マネージャーと個別銘柄の分析を担当する10人のクレジットアナリストで構成される。同社で20年超の勤続年数を積んだ人材が大半を占めるこのエキスパート集団によって、「目利き力」を活かした運用プロセスの質を担保して

いるという。また、米国地方債は一般的な社債や上場株式と比べ情報開示が少ない領域でもある。コーン氏は、「長年にわたって発行体と培った良好な信頼関係によって、常に確度の高い最新の情報を即時的にキャッチできることも運用チームの強みです」と語る。同じ運用方針を持つ国内公募投信のマザーファンドのポートフォリオ(2023年9月末時点)では、州や地方公共団体の一般財源債が約2割、インフラ整備などに活用されるレベニュー債が約7割を占める。格付け別ではAaが約6割、Aaaが約1割で、平均格付けAa3/A1。デュレーションは7.3年、年率利回りは5.7%となっている(表)。

日本の投資家に向け、コーン氏は「来年はFRBの利上げ効果がようやく

発現し、景気が悪化する可能性の高い1年になるかもしれません。時代が新たな局面に移ろうとしている今こそ、より安定的な性格を持ちつつ、相対的に高い利回りの米国地方債を、有力な選択肢として検討する価値があるのではないでしょうか」と語る。 AD



フランクリン・templton・ジャパン
プロダクト・スペシャリスト
前田 誠史郎氏

●当資料は、説明資料としてフランクリン・templton・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す。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運用スタンス、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。●運用資産は値動きのある証券(外国証券には為替リスクもあります)に投資しますので、組入証券の価格の下落や、組入証券の発行者の信用状況の悪化等の影響により、損失を被ることがあります。したがって、投資元本は保証されているものではなく、元本欠損が生ずることがあります。●運用資産の減少を含むリスクは、お客様に帰属します。過去の運用実績は将来の運用成果等を保証するものではありません。●投資顧問業務に係る報酬その他費用は運用状況等により変動しますので、契約締結前交付書面等の書面をご覧ください。●契約の締結にあたっては、契約締結前交付書面等の書面の内容を十分ご確認のうえご自身で判断ください。●フランクリン・templton・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 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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会)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。

FRANKLIN
TEMPLETON