



## マーケット・レター

## 世界に広がるインカム投資の機会～米国地方債編～

## 【お伝えしたいポイント】

- 米国の政策金利の引き上げにより、**利回り(インカム)**の面で米国地方債の投資妙味が高まる。金融不安や景気後退リスクへの懸念が残る中、米国地方債は**信用力の質(クオリティ)**の面でも見直される可能性がある。
- 長期的に見ると、米国地方債は安定したインカム収入がトータル・リターンへの押し上げに寄与してきた。米国地方債を長期で保有するほど、インカム収入の積み上げにより円高リスクが吸収されることが期待される。

## 利回りの面で米国地方債の投資妙味が高まる

- 米国の大幅利上げを背景に、米国地方債は利回りが5%近辺に上昇し、投資妙味が高まっています(図1)。
- 今後は利上げ一巡に伴って米長期金利の低下が見込まれ、米国地方債の市場環境の安定が期待されます(図2)。

図1: 米国10年国債と米国地方債の利回り推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2018年1月初～2023年3月末  
米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。※地方債利回りは期限前償還を考慮した最低利回り。

図2: 米国の金利見通し

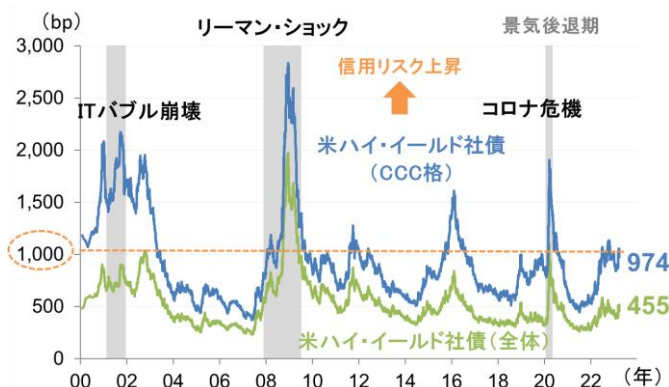


(出所)ブルームバーグ (期間)2020年1月初～2023年3月末  
※市場予想は3月28日時点

## 金融不安の高まりで注目される米国地方債の信用力

- 足元の金融不安の高まりや景気後退リスクを織り込み、低格付け社債から信用リスクが上昇する兆しがみられます。今後の債券投資に当たっては、信用力の質(クオリティ)の面での選別が重要となりそうです(図3)。
- 米国地方債は投資適格級の米国社債と比べ総じて格付け水準が高く、信用力の高さが魅力となっています(図4)。

図3: 米国ハイ・イールド社債スプレッドの推移



(出所)ブルームバーグ (期間)2000年1月1日～2023年3月末  
※米国ハイ・イールド社債はブルームバーグの各社債指数ベース。スプレッドは米国債に対する上乗せ金利。1bp=0.01%。

図4: 米国地方債と米国社債(投資適格)の格付別構成比



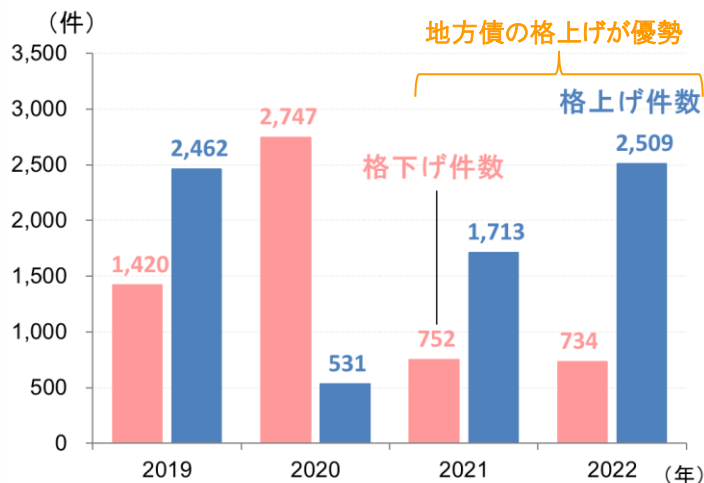
(出所)ブルームバーグ ※2023年3月末時点  
※米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数、米国社債(投資適格)はブルームバーグ米国社債指数。



## 米国地方債のファンダメンタルズは改善基調にあり、景気後退リスクへの耐性も有している

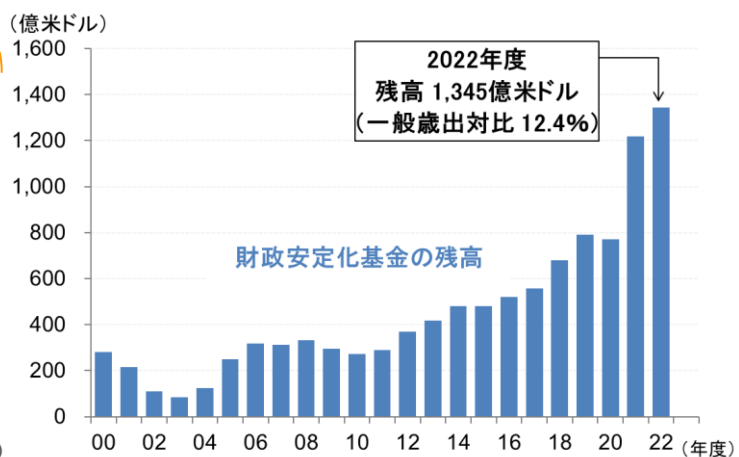
- ・米国地方債の発行体のファンダメンタルズは安定しており、足元では地方債の格上げが優勢な傾向にあります(図5)。
- ・地方債を発行する米国の州政府は、自然災害や景気悪化などの非常時に備えて、余剰な歳入を財政安定化基金として積み立ててきました。こうした州政府の財政的な政策対応余力の高さは、今後の景気後退リスクに対する米国地方債の耐性を支える要因になっています(図6)。

図5: 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～2022年  
※米格付会社S&Pによる格付け変更を集計。

図6: 米国の州政府の財政安定化基金の残高



(出所)全米州予算担当者協会(NASBO) (期間)2000年度～2022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)

## 再燃する米債務上限問題：2011年の米国債格下げ時には米国地方債への「質への逃避」が進行

- ・再燃する米国の債務上限問題は、2024年の金融市場にとってのリスク要因の一つと考えられます。
- ・米債務上限問題が米国債の格下げに発展した2011年には、景気後退懸念からリスクオフが加速しました。米国株が大きく調整する中、米国地方債は「質への逃避」の買いが広がり、トータル・リターンが改善が進みました(図7)。
- ・米債務上限問題のリスクを回避する観点から、米国地方債への分散投資が見直される可能性があります。

図7: 2011年の米債務上限問題と米国地方債のトータル・リターン



(出所)ブルームバーグ、各種報道 (期間)2011年1月3日～12月30日  
※米国株はS&P500指数、米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。

### 【米債務上限問題の経緯】

- ① 2011年5月16日  
米連邦債務が法定上限に到達。デフォルト回避のため債務上限引き上げの期限を8月2日まで延長
- ② 2011年7月31日  
民主・共和両党が債務上限引き上げで合意
- ③ 2011年8月1日  
債務上限引き上げ法案を下院承認
- ④ 2011年8月2日  
同法案を上院が承認→大統領署名
- ⑤ 2011年8月5日  
S&Pが米国債をAAAからAA+へ格下げ  
(財政赤字削減計画が米国債務の安定化には不十分との理由)



## 米国地方債への長期投資の意義：安定したインカム収入がトータル・リターンの押し上げに寄与

- ・長期的に見ると、インカム収入の積み上げが米国地方債のトータル・リターンの押し上げに寄与してきました(図8)。
- ・足元では5%近辺にある米国地方債の利回りは魅力的なエントリー・ポイントと考えられます。米国地方債への投資を開始することで、長期的に安定したインカム収益の獲得が見込まれます。また、今後、米国が利下げに移行し、債券利回りが低下する局面では、債券価格上昇によってトータル・リターンが一段と改善する可能性もあります。

図8：米国地方債のトータル・リターンの要因分解



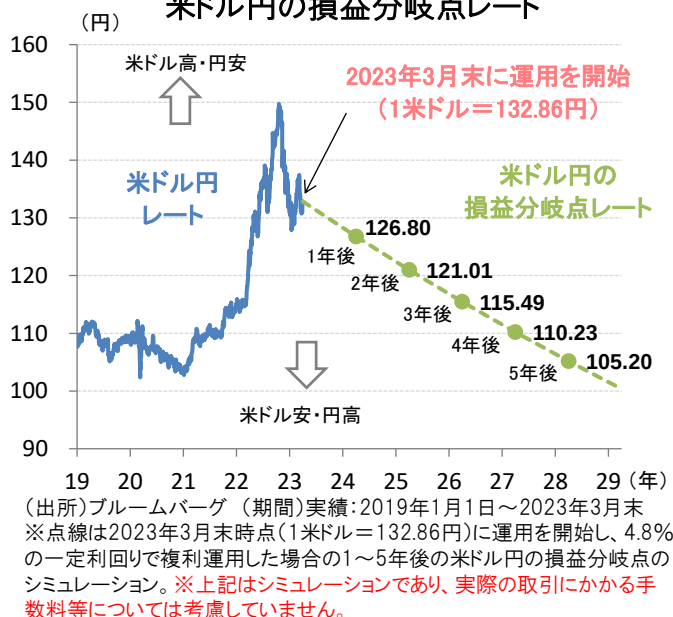
## 米国地方債への長期投資により円高抵抗が高まる (安定したインカム収入が円高リスクを低減)

- ・足元の米ドル円の為替ヘッジコストは5%台にあり、米国地方債利回りを上回る逆ザヤ状態が続いています。(図9)。
- ・一方、為替ヘッジなしで米国地方債に投資した場合、高い利回りを背景に長期保有になるほど損益分岐点が低下し、円高抵抗が高まる(一定の円高でもプラスの投資収益が維持される)ことが期待されます(図10)。

図9：米国地方債利回りと  
米ドル円ヘッジコスト



図10：4.8%で複利運用した場合の  
米ドル円の損益分岐点レート



※上記で使用している米国地方債はブルームバーグ米国地方債(課税債)指数。※地方債利回りは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す。●当資料は、当社の将来の業績を予測あるいは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。●当資料に記載されている見解、目標等は、将来の成果を予測するものではありません。●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。