



地方債市場の見通し：2023年に向けた5つの戦略



2023年2月7日



マシュー・ノートン

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
地方債運用 最高投資責任者

ダリル・クレメンツ

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
地方債運用 ポートフォリオ・マネジャー

地方債市場にとって、2022年は高インフレと金利上昇を受けて価格が下落し、過去最悪の年の1つとなった。ブルームバーグ地方債指数は年間に8.53%下落した。格付けが中程度や高利回りのクレジット・セクターの спреッドが3倍に拡大する中で利回りが10年ぶりの高水準に達し、不安に駆られた投資家は一斉に市場から逃げ出した。第4四半期には市場環境が改善し、大幅に上昇した利回りとはるかに良好なリターン見通しに惹かれた一部の投資家が市場に戻ってきた。

2023年は地方債にとってをはるかに好ましい年になる見通しで、再びインカム創出や資産保全といった伝統的な役割を果たすとみられるほか、株式のボラティリティを相殺する効果も期待できる。しかし、地方債の長期的な

展望は明るいものの、短期的に乗り越えなくてはならないハードルもいくつか残っている。

目先は波乱含みだが、長期的には市場環境が安定へ

インフレ率が依然として高止まっているほか、米連邦準備制度理事会 (FRB) がインフレと闘うためさらなる利上げを示唆しており(以前の記事『[次のステージへ進む米国の利上げサイクル](#)』ご参照)、利回りがさらに上昇する可能性があることから、2023年初めは不安定な展開が続くと予想される(以前の記事『[債券市場の見通し：均衡点を見つけ出す](#)』ご参照)。

当資料は、アライアンス・バーンスタイン・エル・ピーのCONTEXTブログを日本語訳したものです。オリジナルの英語版は[こちら](#)。

本文中の見解はリサーチ、投資助言、売買推奨ではなく、必ずしもアライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)ポートフォリオ運用チームの見解とは限りません。本文中で言及した資産クラスに関する過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。

当資料は、2023年1月12日現在の情報を基にアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーが作成したものをアライアンス・バーンスタイン株式会社が翻訳した資料であり、いかなる場合も当資料に記載されている情報は、投資助言としてみなされません。当資料は信用できると判断した情報をもとに作成しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。当資料に掲載されている予測、見通し、見解のいずれも実現される保証はありません。また当資料の記載内容、データ等は作成時点のものであり、今後予告なしに変更することがあります。当資料で使用している指数等に係る著作権等の知的財産権、その他一切の権利は、当該指数等の開発元または公表元に帰属します。当資料中の個別の銘柄・企業については、あくまで説明のための例示であり、いかなる個別銘柄の売買等を推奨するものではありません。当資料内の格付けはABの定義に基づきます。アライアンス・バーンスタイン及びABはアライアンス・バーンスタイン・エル・ピーとその傘下の関連会社を含みます。アライアンス・バーンスタイン株式会社は、ABの日本拠点です。

しかし、FRBと市場の見直しにはギャップがあり、市場ではターミナルレート(利上げの到達点)がFRBの予想よりも低くなり、利下げに転じるのも早くなる可能性を織り込んでいる。アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)は、ターミナルレートが4.75~5%になると予想しており、それはFRBが示唆しているよりも若干低い水準である。

利回りは今後数カ月の間にやや上昇する可能性があるが、すでにかなり上昇していることから、さらなる利上げが実施されたとしても、その影響はさほど大きくならないと思われる。ABのリサーチによると、現在の利回り水準を考慮すれば、米国10年国債の利回りが1%程度上昇しない限り、中期年限の地方債のリターンがマイナスに転じることはなさそうだ。FRBの利上げがターミナルレートに近づくのに伴い、国債利回りの上昇ペースが鈍化しそうなことを踏まえれば、利回りがそれほど上昇することも考えにくい。

おそらくそれ以上に興味深いのは、妥当な金利シナリオの下で想定しうるトータルのリターンのレンジだ。米国10年国債の利回りが今後12カ月間に3%まで低下すると仮定すれば、最低利回り4%、期間6年、平均信用格付けがA+のポートフォリオは、約6%上昇する可能性がある。逆に、米国10年国債の利回りが4.25%に上昇した場合でも、リターンは2%近くを保ちそうだ。ABが予想するように信用スプレッドが縮小した場合は、これらのシナリオよりもリターンが1~3%高まる可能性が高い。2023年はポートフォリオの当初利回りが2022年よりもはるかに高いため、潜在的なリターンのレンジは上方に傾いている。

一方、税収が落ち込み、最近では予算不足が話題を集めているものの、地方債の発行体は依然として健全な状態にある。経済はいずれ減速に向かい始めるだろうが、非常時に備えた財政安定化基金(“rainy day” reserve)が潤沢であることと予算が柔軟であることにより、地方政府はそれを乗り切ることができると思われる。財政安定化基金の規模は、世界金融危機や2020年のコロナ禍に伴う景気後退以前に比べ、大幅に増加している。こうした信用力の高さが、6四半期連続で発行体格付けの引き上げが格下げを上回った理由であり、デフォルトが発生することが極端に少ないこと背景にある(以前の記事『[Five Reasons Municipals Have Rarely Defaulted](#)』(英語)ご参照)。

しかも、今後は景気後退に陥ったとしても、世界金融危機や2020年のロックダウン時よりも、はるかに穏やかなものにとどまりそうだ。例えば、2000年代初めにさほど深刻でない景気後退に入った場面において、当時の格付けBBBの地方債の信用スプレッドは、現在の同格の債券のスプレッドよりもタイトな水準でピークをつけた。そのことは、たとえ景気後退に突入しても、地方債の信

用スプレッドが大幅に拡大することはなさそうなことを意味している。

2023年は時間が経つのに伴い市場環境が改善するとみられるが、投資家は、その過程で多少の波乱が起きる可能性を念頭に入れておく必要がある。以下では、それがもたらす問題や投資機会について説明したい。

2023年に柔軟性を高める5つの戦略

たとえ市場環境が明るくなっても、当面はボラティリティの高い展開が続きそうだ。ポートフォリオは、ボラティルな市場環境において機動的にポジションを対応させるため、柔軟に運用する必要がある。しかし、2023年以内にインフレが鈍化し、経済が減速するのに伴い、利回りの上昇圧力は和らぐとABでは予想している。地方債の投資家は、状況の変化に応じて、市場における多くのツールを活用する必要がある。

1. **クレジット・リスクに前向きに目を向ける:** 2022年は格付けが中程度や高利回りの地方債のスプレッドが著しく拡大した。例えば、格付けBBBの地方債のスプレッドは年末までに3倍に拡大し、150ベース・ポイントに達した。現在は、地方債のクレジット・セクターは利回りが通常よりも上乘せされているだけでなく、AAAなど高格付けの地方債よりも債券のスプレッドが縮小しやすいため、相対的に価格が上昇する可能性がある。医療や有料道路などのセクターにおけるワイドなスプレッドは特に魅力的だが、2023年に経済が悪化する可能性もあるため、慎重なリサーチや発行体の選別が重要になる。

また、クレジットは潜在的なインカム収入を大幅に増やす可能性があるが、発行体のファンダメンタルズが依然として健全なため、必ずしもリスクが著しく高まるわけではない。実際、景気後退局面においても、地方債はデフォルトや格下げが起きることはほとんどない。格付けが中程度や高利回りのクレジットに対する需要が早々にプラスに転じると予想しているのは、それが理由だ。ABの見方では、2023年には地方債の中でクレジットリスクを高めた方がアウトパフォームする可能性が高い。

2. **国債などへの市場横断的な投資機会を探る:** 利回りを取り巻く環境次第では、潜在的なリターンの追求やリスク管理のため、地方債以外への機動的な投資が必要になる場合がある。例えば、現時点では、課税を考慮すると、短期の国債の方が短期の地方債に比べて利回りが高くなっている。しかし、この関係は容易に変わりやすいため、柔軟に対応することが最善の対策となる。

3. **バーベル型の満期:** デュレーション目標を達成するための全天候型戦略は存在しない。金利見通しやイールドカーブの形状によっては、ラダー型やブレット型のアプローチが最も効果的に機能するかもしれない。しかし、短期債と長期債を組み合わせたバーベル型のアプローチは、現在の環境において好ましいパフォーマンスをもたらす可能性がある。特に、地方自治体のイールドカーブで長短金利差の縮小が続く場合には、その魅力が高まる。
4. **デュレーション目標をニュートラルに:** 金利サイクルが終わりに近づくのに伴い、金利リスクを縮小することはもはや意味を持たなくなる。しかし、投資家は環境の変化に応じて、金利リスクを乗り切るため、戦術的に小さな変更を行う準備を整えておく必要がある。例えば、インフレが抑制され、成長が鈍化している場合、デュレーションを長期化することが賢明かもしれない。なぜなら、それらはどちらも、利回りがこれ以上上昇しないか、または低下する可能性を示唆しているからだ。
5. **テクノロジーの導入で優位に:** 地方債市場に投資するには100万を超す銘柄から選択しなければな

らず、極めて効率が悪い。ビッグデータ市場であるため、投資家はテクノロジーを活用することで大きな優位性を得ることができる。これを得意とするマネジャーは(以前の記事『[Technology Enables Municipal Investing at the Speed of Alpha](#)』(英語)ご参照)、最先端のテクノロジーを駆使してデータの処理や取引を行い、価格の非効率性を最大限に活用することができる。

利回りの魅力が著しく高まったことで、地方債の投資家は最悪期を脱した可能性がある。不透明な資金流出の状況を考えると、2023年初めにはさらなる波乱があるかもしれないが、中・長期的な見通しは極めて明るくなっている。歴史を振り返れば、地方債市場は資金が流出した翌年には大きな回復を遂げており、市場が回復に向かうという見方を支えている。

インフレや金利上昇による影響についてはまだ不明確な状況が続くかもしれないが、忍耐強く柔軟な戦略は、これらや他の要因が変化するのに伴い、投資リターンに貢献すると思われる。

アライアンス・バーンスタイン株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第303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／日本証券業協会／
一般社団法人第二種金融商品取引業協会

<https://www.alliancebernstein.co.jp>

当資料についての重要情報

当資料は、投資判断のご参考となる情報提供を目的としており勧誘を目的としたものではありません。特定の投資信託の取得をご希望の場合には、販売会社において投資信託説明書(交付目論見書)をお渡ししますので、必ず詳細をご確認のうえ、投資に関する最終決定はご自身で判断なさるようお願いいたします。以下の内容は、投資信託をお申込みされる際に、投資家の皆様に、ご確認いただきたい事項としてお知らせするものです。

● 投資信託のリスクについて

アライアンス・バーンスタイン株式会社の設定・運用する投資信託は、株式・債券等の値動きのある金融商品等に投資します(外貨建資産には為替変動リスクもあります。)ので、基準価額は変動し、投資元本を割り込むことがあります。したがって、元金が保証されているものではありません。投資信託の運用による損益は、全て投資者の皆様へ帰属します。投資信託は預貯金と異なります。リスクの要因については、各投資信託が投資する金融商品等により異なりますので、お申込みにあたっては、各投資信託の投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等をご覧ください。

● お客様にご負担いただく費用:投資信託のご購入時や運用期間中には以下の費用がかかります

- 申込時に直接ご負担いただく費用 …申込手数料 上限3.3%(税抜3.0%)です。
- 換金時に直接ご負担いただく費用…信託財産留保金 上限0.5%です。
- 保有期間に間接的にご負担いただく費用…信託報酬 上限2.068%(税抜1.880%)です。

その他費用…上記以外に保有期間に応じてご負担いただく費用があります。投資信託説明書(交付目論見書)、契約締結前交付書面等でご確認ください。

上記に記載しているリスクや費用項目につきましては、一般的な投資信託を想定しております。費用の料率につきましては、アライアンス・バーンスタイン株式会社が運用する全ての投資信託のうち、徴収するそれぞれの費用における最高の料率を記載しております。

ご注意

アライアンス・バーンスタイン株式会社の運用戦略や商品は、値動きのある金融商品等を投資対象として運用を行いますので、運用ポートフォリオの運用実績は、組入れられた金融商品等の値動きの変化による影響を受けます。また、金融商品取引業者等と取引を行うため、その業務または財産の状況の変化による影響も受けます。デリバティブ取引を行う場合は、これらの影響により保証金を超過する損失が発生する可能性があります。資産の価値の減少を含むリスクはお客様に帰属します。したがって、元金および利回りのいずれも保証されているものではありません。運用戦略や商品によって投資対象資産の種類や投資制限、取引市場、投資対象国等が異なることから、リスクの内容や性質が異なります。また、ご投資に伴う運用報酬や保有期間中に間接的にご負担いただく費用、その他費用等及びその合計額も異なりますので、その金額をあらかじめ表示することができません。