



地方債：景気後退への備えはできているか？



2023年3月28日



ブライアン・ラング

アライアンス・バーンスタイン・エル・ピー
地方債運用 クレジット・アナリスト

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

米国の地方債の投資家は、景気後退に陥ればそれぞれの州の財政が痛手を受けかねないと懸念している。市場規模が4兆米ドルに上る米国地方債市場では、州が最大のセクターで、全体の14%を占めており、他の地方債発行体にとっても重要な資金調達源となっている。そのため、州が抱える財政上の問題が効果的に処理されなければ、さまざまな分野に悪影響が広がる可能性がある。しかし、各州の財政状態は良好で、その堅実な財政運営により、ほとんどの州は今後予想される景気悪化を乗り切ることができそうだ。

景気後退に対する入念な準備

景気後退に見舞われたとしても、それは州当局にとって驚くことではない。これまで何十年も、景気後退の可

能性は最も話題に上ってきた問題の1つだ。しかも、地方債の発行体は、そうした事態を乗り切るための財政力や予算ツールを持っている。

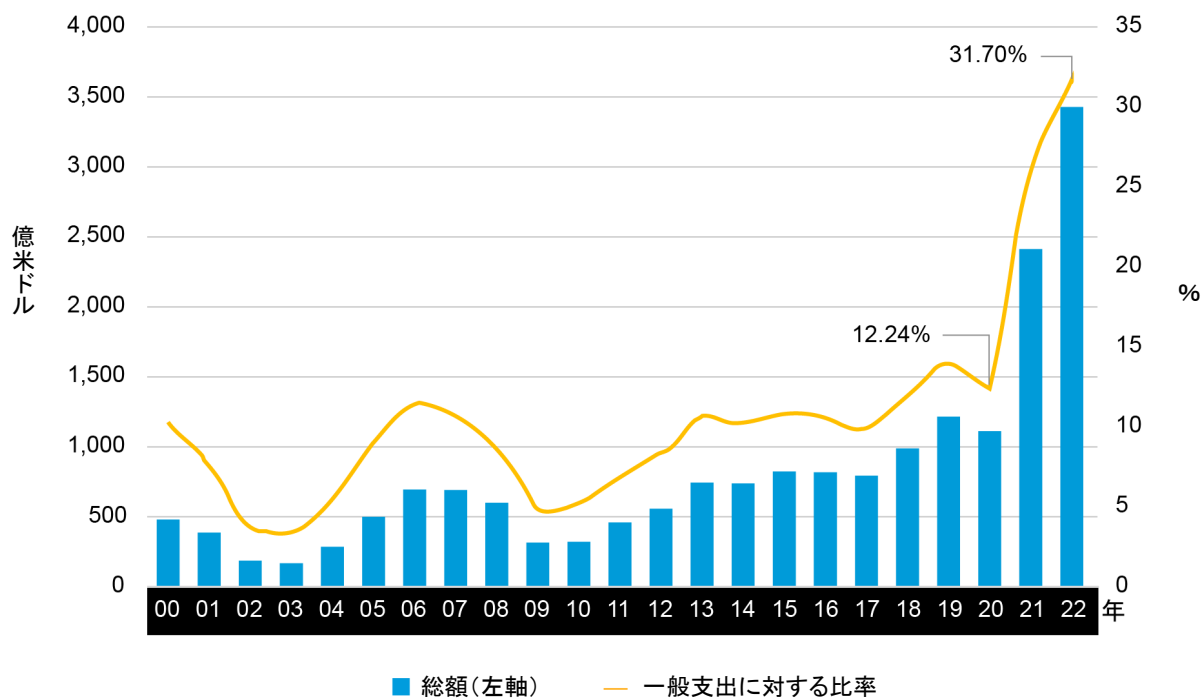
各州の財政はここ数十年で最も健全な状態にあり、長年にわたる安定した歳入、保守的な姿勢を強めている予算編成、パンデミックで連邦政府から受けた救済基金のうち未使用の残高、2008年以降の年金積立の改善などが財政を支えている。2022年の資金残高は過去最高の3,430億米ドルに達し、それは支出額の32%に相当する(次ページの図表1)。

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2月13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。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。

【図表1】 州の資金残高はここ数年に急増した

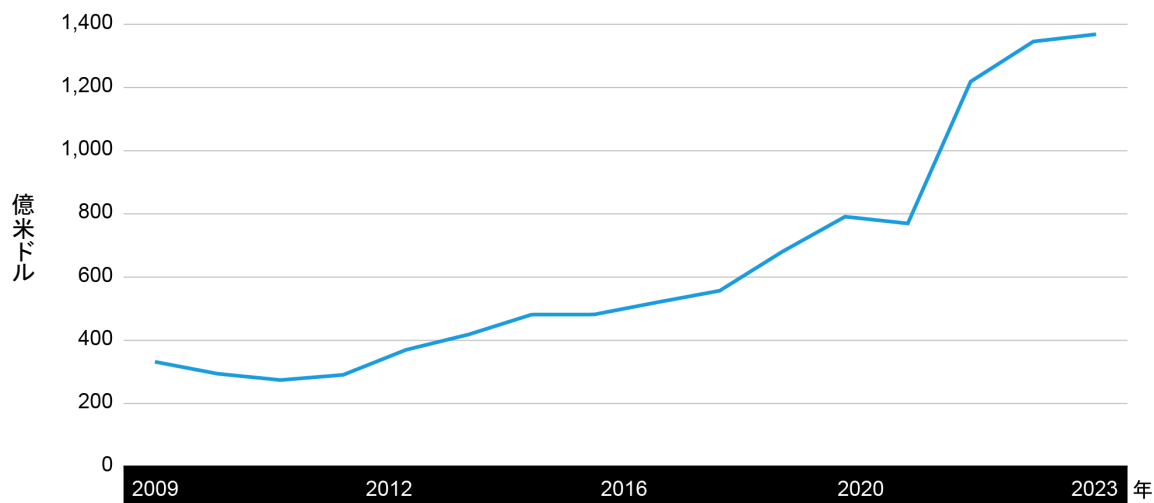


過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 2022年10月現在
 出所: 全米州予算担当者協会 (NASBO)、AB

各州は膨らむ財源を支出に回すよりも銀行に預ける傾向が強いため、緊急時に備えた資金は2022年に過去最高の1,345億米ドルに達した(図表2)。つまり、2008年の世界金融危機の直前よりも各州は多くの資金を保

有していることになる。また、財政が健全な州は傘下の自治体に対する財政支援を削減する可能性が低いため、市や郡、学区なども健全な州財政状況に直接的な恩恵を受けている。

【図表2】 緊急時に備えた州の資金は過去最高に



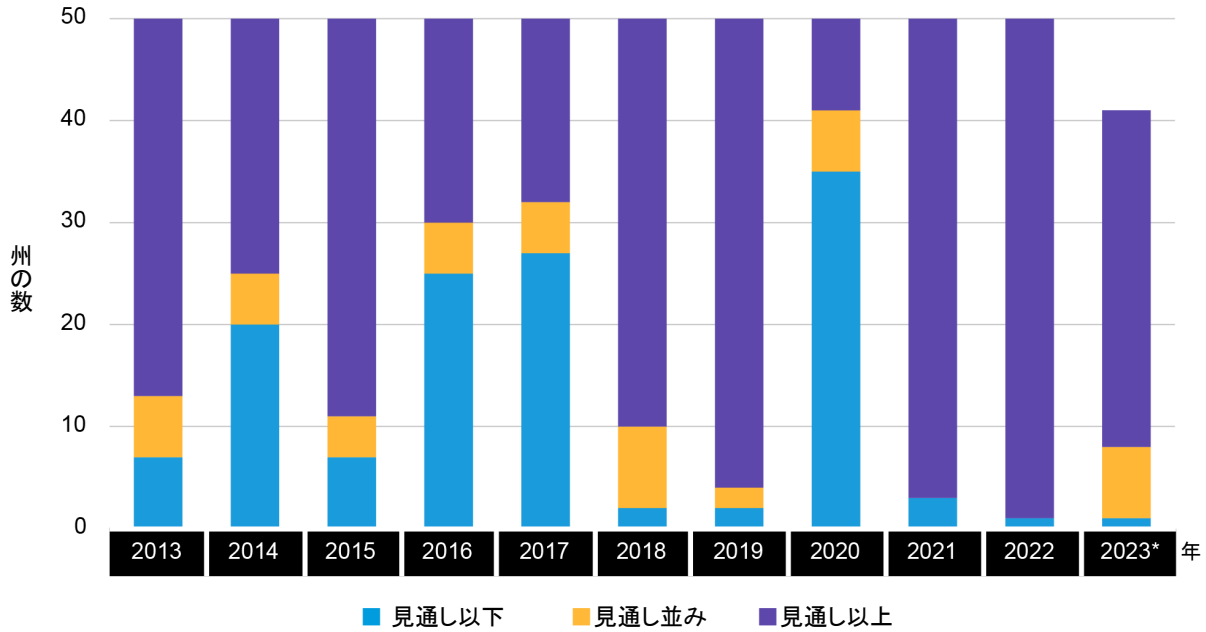
過去の実績や分析は将来の成果等を示唆・保証するものではありません。
 2022年12月31日現在
 出所: NASBO、AB

歳入見通しが州財政の健全性を押し上げ

州財政の健全性は、「銀行にある資金」のほか、収入の面でも測定できるが、収入は大半の州で堅調に推移しており、一部の州では極めて明るく見える。州

レベルの税金は2022年に伸び率が鈍化した。それでも中央値ベースで前年比10%増加した。しかも、49の州は2022年の税金が平均で計画を20%上回り、これまでの報告によれば、2023年も同じ傾向が続くことが見込まれる(図表3)。

【図表3】 大半の州は収入が予想を上回っている
歳入見通しと実際の歳入の比較



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。
*2023年度は現時点ですべての州のデータが報告されていないため、修正される可能性がある
2022年12月31日現在
出所: NASBO、AB

各州の収入源はそれぞれ異なっているため、財政の健全性を測る上では、それらを区別することが重要になる。実際、2023年7月1日から始まる2024会計年度には、各州は収入源によってそれぞれ異なる問題に直面することになる。

例えば、テキサス州では売上税が主な財源で、ここ数年は歴史的な高インフレを受け、課税対象となる商品やサービス価格の上昇が税金を押し上げている。そのため、同州は春の予算編成にあたり、収入と手元資金が過去最高に達すると見込んでいる。

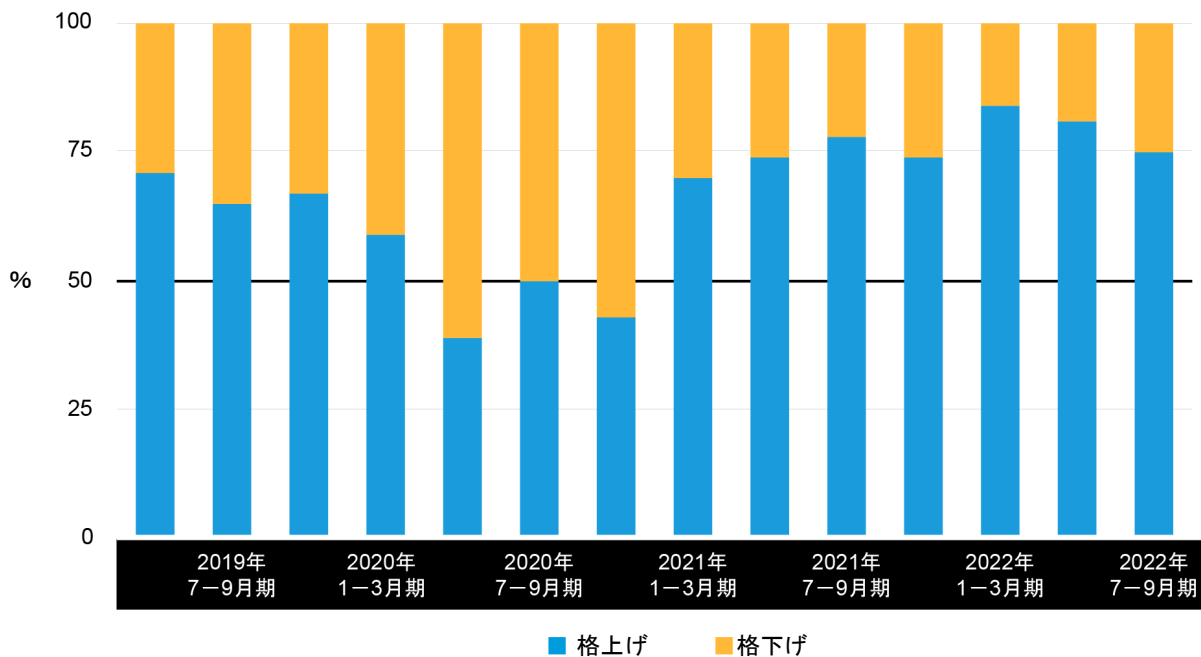
それとは対照的に、カリフォルニア州では収入の大半を所得税で得ており、特に高額所得者の所得税とキャピタル・ゲイン税に依存している。しかし、賃金の高いハイテク業界での人員削減、住宅市場の低迷、金融市場の混乱など、いくつかの予測できない要因が財政を圧迫している。その結果、2024年度の財政収支は225億米ドルの赤字と、支出の約10%に相当する額に達すると予測している。もっとも、この赤字額は確かに大きい。見た目ほど深刻ではなさそうだ。実際、カリフォ

ルニア州を含め、すべての州は効果的に財政を管理できる多くのツールを持っており、債券発行体として高い信用力を維持することが可能だ。

ベルトの引き締めから締め切り延長まで: 州が持つさまざまなツール

特に財政難に直面している州をはじめとする各州は、困難な経済環境を乗り切るため、多くのツールを活用することができる。項目別の支出調整、現金準備、増税、人員削減や一時解雇、優先事項やプログラムの変更及び延期、借入権などは、州の裁量で活用できるツールのごく一部に過ぎない。そればかりか、各州はどのツールをどの程度使うか、柔軟に対応することができる。そのため、たとえ資金不足に直面しても、大恐慌以来、デフォルト(債務不履行)に陥った州はない。また、特に過去21カ月は、格付け機関による信用格付けの引き上げが引き下げを上回っており、地方債市場全体の質を引き上げる上で大きく貢献している(次ページの図表4)。

【図表4】 州の信用格付けは過去7四半期にわたり引き上げが引き下げを上回っている



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。
 2022年12月31日現在
 出所:ムーディーズ、AB

ここでも、カリフォルニア州は、柔軟な行動で財政難に対処できることを示す好例だ。大半の指標は、カリフォルニア州の収入が減少する見通しを示唆しているが、同州はそれを克服する準備を整えており、実際にそれを実行することができる。例えば、同州は360億米ドルの財政準備金を保有しているが、赤字を補てんするためそれに手をつけるつもりはなく、将来の緊急事態に備えて準備金をそのまま残しておく計画だ。むしろ、交通機関の整備や干ばつ・山火事対策など、予定しているプロジェクト向け支出の先送りによって赤字を埋める計画だ。

米国地方債市場にとって2022年は暗い1年だったが、2023年ははるかに良い年になりそうだ。当然ながら、地方債の投資家にとっては短期的なハードルがいくつか残っており、景気の落ち込みによる影響を各州がどれだけ回避できるかなどを見極めなくてはならない。景気後退に陥るのか、もしそうならいつになるか、といった点もはっきりしない。しかし、各州には不況に備える十分な時間があり、いつもどおり、何が起きてもそれに対処できる体制が整っていると考えられる。

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。