



## 地方債市場の見通し：今が魅力的なエントリー・ポイント



2023年7月24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



### 地方債市場は、ここ数年で最も高い利回りで、ますます魅力的に見える

2022年に過去40年間で最悪の結果となった地方債市場は、2023年に地合いを回復した。途中、多少の乱高下はあったものの、ブルームバーグ地方債指数は6月30日までに+2.67%のリターンを記録した。

2023年年央にかけて不安が和らぐと、投資家は徐々に市場に戻ってきた。多くの投資家は、地方債発行体の堅調なファンダメンタルズ、米連邦準備制度理事会（FRB）が利上げサイクルの終わりに近づいている可能性、歴史的に高い利回りといった魅力に引かれた（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7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。当資料中の格付けは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。

【図表1】 地方債利回りは12年ぶりの高水準



2023年6月30日まで  
出所:ブルームバーグ地方債指数、AB

### 好転する市場における地方債投資の年央の戦略

アライアンス・バーンスタイン(以下、「AB」)には、これは地方債への非常に魅力的なエントリー・ポイントのように思える。しかし、多くの投資家は現金や現金同等物に資金を置いたまま様子を見ている。米国国債に比べて魅力的なリターンを逃しているだけでなく(2022年後半以降、地方債は国債をアウトパフォーマンスしている)、大きな潜在的リターンを放棄しているのだ。ここでは、現在の環境をどのように活用できるかを考える。

**デュレーション・ターゲットの延長。**12-18カ月後には利回りが低下すると予想されるため、デュレーションの長期化は地方債投資家の最も強力な味方となるはずだ。

例えば、米国連邦税の最高税率40.8%の投資家にとって、3カ月物米国T-billの税引き後利回りは現在3.21%である。2023年6月30日現在、平均デュレーションが6年であるブルームバーグ地方債指数の利回り3.52%と比較してみよう。今後1年間で、地方債利回りがたった50ベース・ポイント低下するだけで、3.52%の利回りに3.00%の値上がり益が加わり、税引き後リターンは合計6.52%となる。3カ月物米国T-bill利回りが50ベース・ポイント低下した場合、価格上昇はわずか0.12%で、税引き後リターンの合計は3.33%にすぎない。

**バーベル型の満期構成を検討する。**現在デュレーションを延長することは、金利サイクルの次の局面を活用するのに役立つが、デュレーション目標を達成するための全天候型戦略はない。ある種のイールドカーブ環境では、満期構成をラダー型にしたり、ブレード型にしたりするアプローチが有効である。しかし、短期債の利回りが長期債の利回りを上回る今日の逆イールドでは、短期債と長期債の両方を組み合わせるバーベル・アプローチが、イールドカーブがより正常な上昇傾斜(順イールド)に向かうにつれて、より良い投資結果につながる可能性がある。

**魅力的な信用スプレッドを活用する。**地方債の中でもBBB格などのクレジットに注目し、リターンポテンシャルを高める方法もある。AAA格の地方債に比べた、このような地方債のイールド・プレミアム(上乘せ利回り)は、過去の平均の約2倍である。しかし、発行体間だけでなく、セクター間でも選別が必要だ。景気減速が予想される中、各州の財政状態は依然として良好であり(以前の記事『[地方債:景気後退への備えはできているか?](#)』ご参照)、多くの地方債セクターが州の財政の健全性の恩恵を受けられるが(以前の記事『[Unpacking Muni Opportunities in a Slowing Economy](#)』(英語)ご参照)、全てがそうなるわけではない。

しかし、一般的に地方債の発行体は回復力があり、課税、歳入の増額、経費の削減を行う固有の権限を持っているため、デフォルトに陥ったことはほとんどない(以前の記事『[米国地方債のデフォルトが滅多に起きない5つの理由](#)』ご参照)。1970年以來、投資適格地方債の10年間の累積デフォルト率は0.1%であるのに対し、同格付の社債は2.2%である。

**今のところ、国債よりも地方債の方が有利である。**また、現在の利回りで投資をすると考えると、利回りが低下し始めたら、国債よりも地方債の方がはるかに有利になるとABでは考える。

米国国債と地方債の税引き後利回りの関係は、大きく変動する可能性がある。例えば、年初は米国国債が短期地方債より有利であったため、ABはその利点を活用した。しかし、年央にはAAA格の地方債の方が魅力的になっていた。実際、スプレッドに基づく、現在ではイールドカーブ全体で国債に対して割安なものからフェアバリューなものまであり、そのほとんどは過去5年の平均に非常に近い水準となっている(図表2)。

【図表2】 地方債は現在、イールドカーブ全体で国債より割安

	AAA格地方債／米国国債税引き後スプレッド(ベース・ポイント)			
	2023年2月6日	2023年3月13日	2023年6月30日	5年平均
2年	-42	30	2	16
5年	-20	28	15	22
10年	11	37	32	50
15年	69	97	83	73
20年	72	95	86	80
30年	102	124	121	91

米国連邦税の最高税率を40.8%と仮定。  
日付は、地方債が米国国債に対して最も割高だった日(2月6日)と最も割安だった日(3月13日)を示します。  
2023年6月30日現在  
出所: Municipal Market Data, AB

しかし、状況は一瞬のものであり、地方債が相対的に割高になれば、国債に戻すことは理にかなっている。ここでは、柔軟性が鍵となる。

大幅な景気後退がなければ、2023年の地方債市場は引き続き好調に推移するとABでは考える。8月までに940億米ドルのクーポンと満期償還の再投資が予想される一方で、供給は歴史的な低水準で、僅かな新規発行しか見込まれない「サマー・テクニカル」は、特に価格を下支えするはずだ。

まだ手をこまねいている投資家にとって、今が再び地方債への投資を検討する絶好の機会であるとABではみている。すでに地方債へ投資している投資家は、柔軟性を保ち、デュレーションを長くしたり、クレジットを追加したりすることをいとわず、地方債の魅力がもたらす恩恵を受け続けるべきであると考えている。

## 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。