



要旨

■ 2019年1-3月期のレビュー

- 個人投資家の旺盛な需要を背景に、米国地方債市場は2014年1-3月期以降で最も良好な展開に
- 州・地方税（SALT）の控除上限の設定、米国の経済データの下振れ、FRBのハト派スタンスなどから個人投資家の地方債投資が進む
- 米国債のイールドカーブはフラット化
- 地方債の利回りは米国債の利回りを上回る低下となったため、「M/Tレシオ」が低下
- 地方債のイールドカーブが米国債のカーブよりもスティーブした結果、投資家はデュレーションの長い債券の保有によってより大きなリターンを受け取ることが可能に

■ 市場の需給環境が地方債の追い風に

- 新規発行額は引き続き低水準な一方、需要は個人投資家を中心に堅調に推移
- 税控除の縮小に伴い、個人投資家の中長期の地方債ミューチュアル・ファンドへの投資が増加
- 満期が10年以下の地方債に対する米国のラップ口座から旺盛な需要を受け、10年ゾーンの地方債の価格が上昇

■ 再編された地方債が持つ魅力的な投資機会の可能性

- 再編により、流動性など多くの問題が解決
- 再編されたプエルトリコ売上税債に対する投資家の見方は改善

■ 今後の見通し

- 旺盛な需要と、少なめの起債額を背景に需給はタイト、地方債の価格上昇を見込む



マーク・パリス
IFI 米国地方債運用チーム
チーフ・インベストメント・
オフィサー



ステファニー・ラロシエール
IFI 米国地方債運用チーム
シニア・クライアント・ポート
フォリオ・マネジャー

2019年1-3月期のレビュー

2019年1-3月期の米国地方債は、個人投資家の旺盛な需要を背景に、2014年1-3月期以降で最も良好な展開に

2019年1-3月期の米国地方債は、2014年以降で最高のパフォーマンスとなる好リターンを記録しました。少なめの供給と旺盛な需要により地方債のスプレッドが縮小（スプレッドが縮小すればするほど、リスクが小さいと市場で認識されていることとなります。）する中、投資適格ながら低格付けの地方債やハイ・イールドの地方債のリターンが高格付けの地方債を上回りました。2019年1-3月期は、投資適格の地方債のリターンが+2.90%、ハイ・イールド地方債のリターンが+3.83%となりました¹。プエルトリコ債が好調だったこともハイ・イールド地方債のリターンを押し上げました。

1-3月期は債券にとって厳しい環境でしたが、良好な需給環境や利回りの低下により、地方債は同環境を克服できました。2018年12月の連邦公開市場委員会（FOMC）以後、連邦準備理事会（FRB）が金融政策スタンスをハト派（緩和に積極的）にシフトし、これを受けてエコノミストが2019年の利上げ予想を、それまでの2回から1回またはゼロ（据え置き）に変更しました。また、延べ35日に及んだ一部米国連邦政府機関の閉鎖に加え、米中貿易交渉の継続や英国の欧州連合（EU）からの離脱（ブレグジット）問題なども、同期間の不透明材料となりました。

州・地方税（SALT）の控除上限の設定、米国の経済データの下振れ、FRBのハト派スタンスなどから個人投資家の地方債投資が進む

四半期を通して、供給が低迷した一方で、需要は堅調な状態が続きました。個人投資家は需要をけん引し、地方債ミューチュアル・ファンドの純資金流入は1992年2月以来の流入超となりました²。州・地方税（SALT）の控除上限や、米国の経済データの下振れ、FRBのハト派スタンスが、多くの投資家に地方債投資を促す要因となりました。とりわけ、中長期ゾーンの地方債価格は、旺盛な需要により上昇し、利回りは低下しました。中長期ゾーンの地方債利回りの低下が短期ゾーンの利回り低下を上回ったため、イールドカーブはフラット化しました。「AAA」格の一般財源（GO）債の利回りはそれぞれ、3年物が0.31%低下して1.50%、5年物が0.37%低下して1.57%、10年物は0.42%低下して1.86%、30年物は0.42%低下して2.60%となりました。

米国債のイールドカーブはフラット化

米国債のイールドカーブも四半期を通じてフラット化し、3年債、5年債、10年債、30年債の利回りはそれぞれ0.25%、0.28%、0.28%、0.21%低下しました。投資家がFRBが短期金利を長期間据え置きと予想したことが、米国債利回りを押し下げました。その結果、短期ゾーンの米国債は逆イールドとなり、3年債の利回りが6カ月債の利回りよりも低くなりました。

地方債の利回りは米国債の利回りを上回る低下となったため、「M/Tレシオ」が低下

地方債の利回りが米国債の利回りを上回る低下となったため、「M/Tレシオ」は低下しました（図表1ご参照）。M/Tレシオは、地方債の利回りと同水準のデュレーションに相当する米国債の利回りを比較したものです（地方債利回り／米国債利回り）。M/Tレシオが100%を下回ると、地方債は米国債に比べた割高さを示すこととなります。1-3月期には、5年、10年、30年のMTレシオがそれぞれ0.07%低下し、5年は70.31%、10年は77.34%、30年は92.36%となりました。

図表1：「M/Tレシオ」は長期ゾーン中心に低下

■ MTLレシオ（5年） ■ MTLレシオ（10年） ■ MTLレシオ（30年）

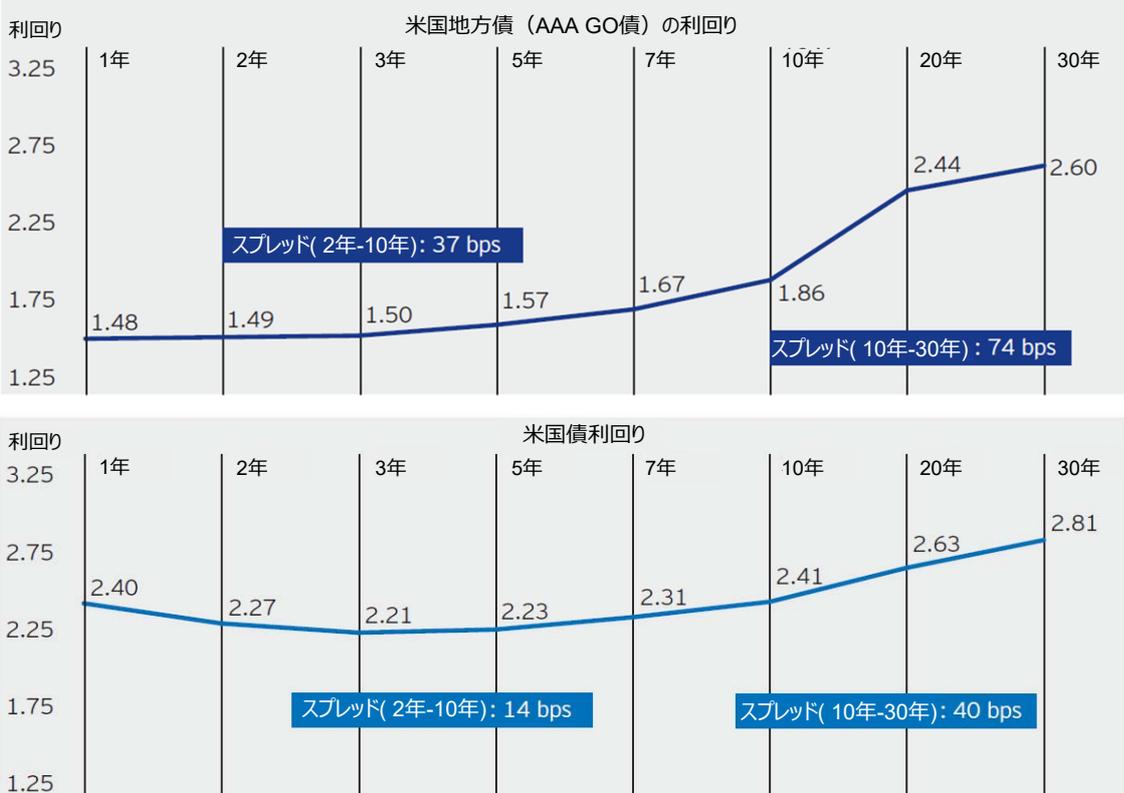


出所：The Municipal Market Monitor。2019年3月31日現在。

地方債のイールドカーブが米国債のカーブよりもスティーブした結果、投資家はデュレーションの長い債券の保有によってより大きなリターンを受け取ることが可能に

しかし、地方債のイールドカーブは米国債のカーブよりもスティーブな状態が続きました。その結果、米国債よりも地方債の方が、投資家がデュレーションの長い債券の保有によってより大きなリターンを受け取れることとなります（図表2ご参照）。デュレーションは、金利の変化に対する債券価格の感応度の尺度です。

図表2：地方債と米国債のイールドカーブ



出所：Thomson Reuters TM3。2019年3月31日現在。米国債は、その元利金の支払いが米国政府の全面的な信用に裏付けられています。一方、米国地方債の発行体の元利金の支払い能力は、法規制や経済状況の影響を受ける可能性があります。例示的目的のみ。上記利回りは、期限前償還の可能性のあるものについては、それを利回り水準の考慮の対象としています。

市場の需給環境が地方債の追い風に

新規発行額は引き続き低水準な一方、需要は個人投資家を中心に堅調に推移

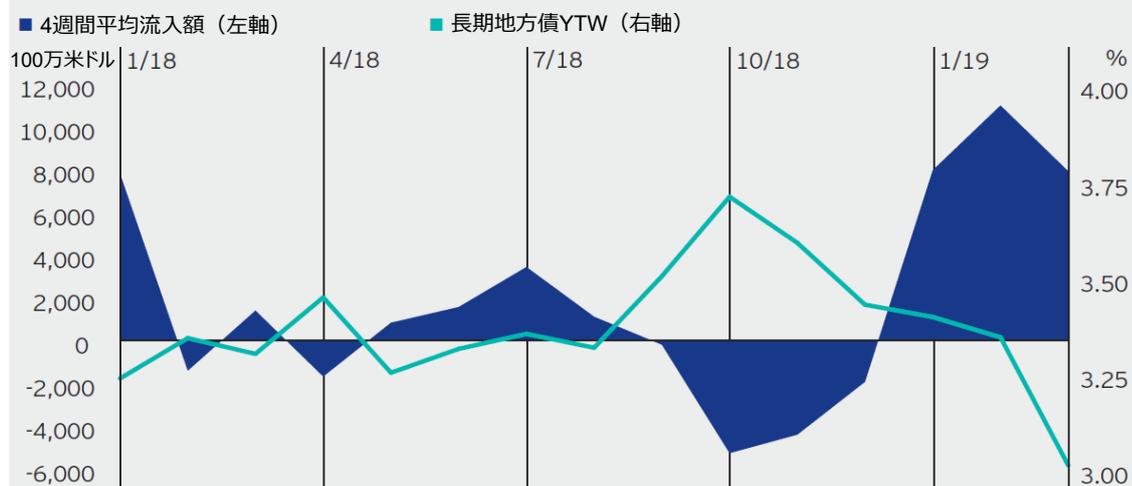
当期は需給動向が地方債の価格を押し上げました。新規発行額は、税制改革法（TCJA）が2018年1月1日に施行されて以降の低水準が当期も続きました。2019年1-3月期の米国地方債の新規発行額は750億米ドルと、前年同期の630億米ドルを上回りましたが、2018年10-12月期の860億米ドルは下回りました。

個人投資家を中心に、需要は堅調に推移しました。米財務省税務管理監査官の調査によると、過去30年で初の大規模な税制改革となったTCJAで、SALT控除額の上限を1万米ドルとした結果、多くの米国市民の連邦課税額が増加しました。ある調査でSALT控除額の上限設定を、2017年の確定申告に当てはめてその影響を見積もったところ、約1,090万人の税額が3,230億米ドル（申告者1人当たり29,698米ドル）増加したとの結果が得られました³。

税控除の縮小に伴い、個人投資家の中長期の地方債 뮤チュアル・ファンドへの投資が増加

2019年1-3月期には、多くの個人投資家が2018年分の確定申告を行いました。SALT上限設定が与える影響を認識した個人投資家は、地方債への投資を増やすこととなりました。当期中、地方債 뮤チュアル・ファンドへの資金流入は12週連続の流入超となり、純流入額は1992年以来の高水準となる270億米ドル近く（四半期ベース）に達しました⁴。米国投資信託協会（ICI）によると、2019年1月初めから3月末までの地方債 뮤チュアル・ファンドへの流入額は、週当たり10億米ドルを超えました。その結果、地方債 뮤チュアル・ファンドは、2018年10-12月期の多額の流出で失った資金を埋め合わせて余りあることとなりました（図3参照）。投資家が利回りを追求し、より長期の地方債を選好したことから、当期中は非常に多額の投資資金が中長期の地方債 뮤チュアル・ファンドに流入しました。

図表3：地方債 뮤チュアル・ファンドは、2018年10-12月期の資金流出から一転し、2019年1-3月期には記録的な資金流入に



出所：Strategic Insight/Simfund、Bloomberg Barclays。2019年3月31日現在。

満期が10年以下の地方債に対する米国のラップ口座から旺盛な需要を受け、10年ゾーンの地方債の価格が上昇

また、満期が10年以下の地方債には、米国のラップ口座から旺盛な需要が寄せられました。実際、10年ゾーンの地方債価格の上昇は、通常は中短期ゾーンが多いラップ口座の投資が、10年ゾーンで増加したこと起因していると考えられます。ラップ口座の地方債保有額は2018年中に約370億米ドル増加し、同年末時点の全地方債保有者に占める比率は15.5%となっています⁵。

再編された地方債が持つ魅力的な投資機会の可能性

再編により、流動性など多くの問題が解決

投資家は、地方債の再編から、魅力的な投資機会を見出せそうです。地方債の再編では、キャッシュフローの問題に直面、あるいはデフォルト・リスクを回避しようと試みる発行体が、債務の再交渉を行い、流動性の改善や回復を図ろうとします。その過程で、多くの潜在的な問題が解決されます。さらに、再編された地方債の多くはハイ・イールド債であるため、投資適格の地方債よりも高い利回りを提供することができます。

再編されたプエルトリコ売上税債に対する投資家の見方は改善

注目すべき例は、176億米ドル相当のプエルトリコ売上税債の再編です。2月には、COFINAが債務再編を完了し、既存のCOFINAのレベニュー債の想定回収率は、シニア・レベニュー債が93%、劣後レベニュー債が55%と示されました。投資情報誌のPensions and Investmentsによると、再編によりCOFINAの負債は32%減少し、プエルトリコ政府にとっても、債務返済はより負担の軽いものとなりました。債務再編後のCOFINA債の取引状況からは、プエルトリコの金融安定性と債務返済能力について、投資家が以前よりも楽観的にみていることが明らかとなりました。

今後の見通し

旺盛な需要と、少なめの起債額を背景に需給はタイト、地方債の価格上昇を見込む

米国地方債のファンダメンタルズは堅調で、米国の経済成長も良好と考えています。旺盛な需要と、2019年の少なめの起債額（推定3,500~3,600億米ドル）が地方債の価格押し上げにつながる可能性が高いでしょう。地方債の価格上昇は、堅調な市場への参加を望む個人投資家が、地方債市場へ新規資金を投資するというプラスの効果をもたらし、その結果、地方債市場のパフォーマンスの好調さがさらに続くという好循環を生み出す可能性があります。FRBが金融政策を据え置く中、同水準のデフレに相当する米国債よりも高い利回りで取引されている地方債には、さらなる価格上昇余地があると判断しています。

1. 出所：FactSet Research Systems Inc. 投資適格地方債はBloomberg Barclays Municipal Bond Index、ハイ・イールド地方債はBloomberg Barclays Municipal High Yield Bond Index。
2. 出所：Strategic Insight。
3. 出所：米財務省税務管理監査官。
4. 出所：Strategic Insight。
5. 出所：Cerulli Associates、2018年12月31日時点。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、インベスコ・フィックス・インカム（IFI）の担当者（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳・編集したものであり、法令に基づく開示書類でも特定ファンド等の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳の場合には、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第306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