



ウィリアムハウジー, CFA

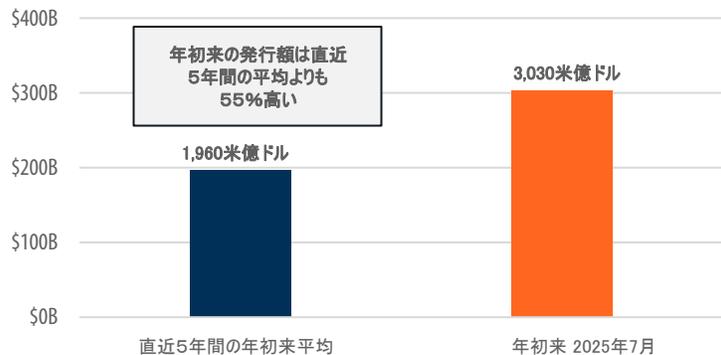
マネージングディレクター  
債券部門  
シニアポートフォリオマネージャー

チャート1: 地方債利回り曲線



出典: ブルームバーグ 2025年7月31日時点。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。  
\*満期利回りは、最高連邦税率37%の課税等価利回り(TEY)に、メディケア税率3.8%を加えた合計税率40.8%を表します。

チャート2: 新規発行の非課税地方債



出典: J.P. モルガン 2025年7月31日時点

チャート3: ブルームバーグ地方債 最低利回り



出典: ブルームバーグ。データは2010年8月19日から2025年7月31日まで。  
過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。

経済学者ハイマン・ミンスキーはかつて、市場は安定から不安定へと突然かつ劇的に変化することがあると指摘しました。いわゆる「ミンスキー・モーメント」です。皮肉なことに、今年の米地方債市場はまさにそれを体験しています。今年初めには、大規模な政策変更への懸念から投資家心理が動揺し、一部にストレスが生じましたが、今ではその懸念も和らぎ、結果として近年でもっとも魅力的な投資機会が訪れていると私たています。

新規発行の供給:

「ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル法(OBBBA)」を巡る政策的不確実性により、地方債の大量発行と利回りの上昇が生じました。特に、満期が10年以上の債券でその傾向が顕著です【チャート1】。地方債の非課税扱いが撤廃されるという懸念は完全に根拠のないものでしたが、その可能性が一時的に新規発行の急増を招いたと考えられます。2025年の最初の7か月間で、新規発行額は前年同期比20%増の3,300億ドルに達しました(非課税債3,030億ドル、課税債260億ドル)。この年初来の供給量は、過去5年間の同時期平均を55%(1,960億ドル)も上回っています【チャート2】。

信用リスク:

新規供給の記録的な増加に加え、トランプ政権の政策が一部の地方債発行体に影響を与えたことで、信用面での不安も生じました。たとえば、メディケイド(低所得者向け医療保険)に依存する病院は、OBBBAによる連邦政策変更で厳しい状況に直面しています。これは、メディケイド支出の削減や無保険者の増加をもたらし、結果として貸倒損失や無償医療費が増えることとなります。州政府はその損失を補填しない可能性が高いため、リスクが増大しています。また、大学も連邦政府による監視強化や研究資金の削減に直面しており、高等教育の安定性に懸念が出ています。こうした状況では、同じセクター内の発行体が一括して評価され、価格の歪みが生じる可能性があります。たとえば、病院債券の年初来の劣後パフォーマンスは、市場での優位性、メディケイド依存度の低さ、健全な財務基盤を持つ病院システムにとって魅力的な投資機会となっています。

5パーセントの好機:

バリュエーションの観点から見ると、現在の地方債利回りは非常に魅力的です。過去のレンジで見ても、おおよそ下位5パーセントの水準にあり、通常は市場がストレスを受けている時期にしか見られません。課税相当利回りベースでは、高格付けの地方債で7~8%以上の利回りが得られる状況となっており、これはインカムと税効率を求める投資家にとって非常に魅力的です【チャート3】。

米地方債市場は、まさに「ミンスキー・ムービー・モーメント(ミンスキー的な地方債の瞬間)」を迎えたといえるでしょう。恐怖からチャンスへの転換です。新規発行の急増とネガティブなニュースが価格を一時的に押し下げたものの、積極的なポートフォリオ運用者にとっては、歴史的に見ても非常に魅力的な利回りを選別的に捉える好機となっています。税制優遇措置の再確認、セクターの不安の緩和、供給の豊富さ、そして高水準の利回りを考慮すれば、規律ある忍耐強い投資家にとっては、好機であると弊社は考えています。

定義:

**ブルームバーグ地方債インデックス** - 非課税債券市場のパフォーマンスを追跡します。インデックスは管理されていないため、投資家はインデックスに直接投資することはできません。

There can be no assurance that any of the trends and projections cited herein will continue or come to fruition. References to specific securities should not be construed as a recommendation to buy or sell and should not be assumed profitable.

The information presented is not intended to constitute an investment recommendation for, or advice to, any specific person. Nor does the document implicitly or explicitly recommend or suggest an investment strategy, reach conclusions in relation to an investment strategy for the reader or provide an opinion as to the present or future value or price of any fund. First Trust has no knowledge of and has not been provided any information regarding any investor. Financial professionals must determine whether particular investments are appropriate for their clients.

情報提供のみを目的としています。投資家向けではありません。ここに掲載されている情報は、投資活動への招待、申し出、勧誘、推奨を意味するものではありません。コンセンサス予測はブルームバーグ社が提供するものです。このレポートは、First Trust Advisors L.P. によって作成されたものであり、著者の意見を反映したものです。正確且つ信頼できる情報とデータに基づいたものです。意見および将来の見通しに関する記述は、予告なしに変更される場合があります。この情報は、証券の売買の勧誘または売り出しを目的とするものではありません。