

2025年第4四半期(10-12月期)の見通し

## 課税地方債： 上昇余地が見込まれる

ダニエル・J・クローズ、CFA

Nuveen 地方債運用統括者

クリスティン・M・デジョン、CFA

課税地方債、ポートフォリオ・マネージャー

フィリップ・C・トラベン、CFA

課税地方債、ポートフォリオ・マネージャー

2025 年年初来で見ると、課税地方債のリターンは6.43%に達しており、第3四半期(7-9月期)末までの9カ月間としては、2020 年以来で最も好調なパフォーマンスとなっています。2025 年に入ってから、課税地方債は社債をややアンダーパフォームしているものの、同等格付けの社債と比べて課税地方債のスプレッドは拡大した水準にあるため、今後スプレッドが縮小し、価格が上昇する余地があると見込まれます。

### 重要なポイント

- **魅力的なエントリー・ポイント**: 地方債は年初来で社債市場をアンダーパフォームしているものの、その分だけ割安感が強まっており、課税地方債市場では堅調な地合いが今後も続く可能性があります。
- **健全なファンダメンタルズ**: マクロ経済指標は減速傾向にあるものの、地方債の信用力は安定しており、州・地方政府の税収と財政準備金は過去最高水準にあります。
- **季節要因**: 地方債の新規発行が増加すれば、アクティブ運用マネージャーにとって魅力的な投資機会が生じる可能性があります。
- **銘柄選択**: 地方債市場ではセクターごとに固有の課題が存在し、信用力の高い発行体と低い発行体との間でパフォーマンス格差が拡大しています。したがって、ポートフォリオのリターンを最適化するためには、規律ある銘柄選択がこれまで以上に重要となっています。

## 第4四半期（10-12月期）の有望な投資テーマ：課税地方債の上昇ペースが加速

地方債市場では堅調な地合いが続いており、州・地方政府の信用力も健全であることから、投資機会が拡大しています。第4四半期（10-12月期）に向けて、当社が有望と考える投資テーマは以下の通りです：

### 今のうちにビルド・アメリカ債を組み入れる

ビルド・アメリカ債（BAB）は高いクーポンを提供しているほか、デュレーションが同程度の債券と比べても相対的に高い利回りを提供しています。第3四半期（7-9月期）末時点で、BABのスプレッドは97bpsであり、BAB以外の課税地方債で構成される指数のスプレッド（51bps）よりも拡大した水準にあります。近年ではBABの繰上償還が増加しているため、BABの流通量が減少しており、その希少性が高まっています。

一方、年初来で見ると、BABの繰上償還は前年比で50%以上減少しています（額面ベースで計算）。2025年に入ってからこれまで、53億5,000万ドルのBABが繰上償還されており、結果としてBABの発行残高は約798億ドルまで減少しています。BABは、BAB以外の課税地方債やBBB格の社債と比べてスプレッドが拡大した水準にあるため、トータル・リターンを重視する投資家にとっては魅力的な投資対象であると考えられます（図表1）。

## 下押し圧力を受けているセクターへの投資機会を探る

課税地方債市場の中でも、高等教育やヘルスケアなどのセクターは政策論争の的となっているため、過去と比較して割安な水準で取引されています。

高等教育セクターは年初において、ワシントンからの政治的圧力にさらされたほか、2025年3月～4月には新規発行が増加し、市場の需給が緩みました。同セクターのスプレッドは4月末時点で70ベース・ポイント（bps）まで拡大しましたが、その後5か月間で13bps縮小し、第3四半期（7-9月期）末時点で57bpsとなりました。

ヘルスケア・セクターについては、低所得者向け医療保険制度「メディケイド」への支出（連邦・州政府が医療機関に支払う補助金）をめぐる不透明感を受け、すべての格付けカテゴリでスプレッドがやや拡大しました。同セクターのスプレッドは4月末時点で99bpsでしたが、7月以降には緩やかに縮小し、9月末時点で93bpsとなりました。政治的不透明感が後退すれば、スプレッドはさらに縮小すると見込まれます。

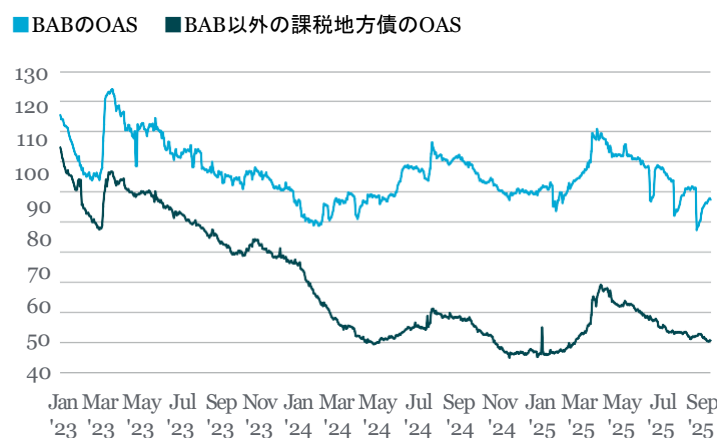
経営管理が適切な病院グループであれば、仮にメディケイド支出が削られたとしても、コスト削減を通じて業績への影響を抑えることができます。したがって、高等教育やヘルスケアといったセクターの投資機会を的確に捉えるためには、慎重な銘柄選択と綿密なリサーチが引き続き重要となります。例えば、NYSEDA Roswell Park Cancer Institute Obligated Groupのレベニュー債（S&Pの格付け：AA格）は、8月の新規発行時にオプション調整後スプレッド（OAS）が+85bpsでしたが、その後2か月足らずの間にスプレッドは+55bpsまで縮小しました。

“

各セクターの投資機会を的確に捉えるためには、慎重な銘柄選択と綿密なリサーチが引き続き重要

図表1：ビルド・アメリカ債（BAB）は投資機会を提供

BABと、BAB以外の課税地方債との比較

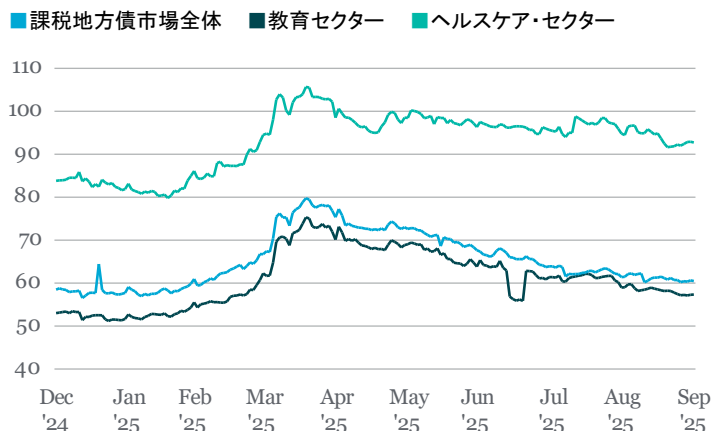


BABと、BBB格の社債との比較



出所：ブルームバーグLP、2023年12月31日～2025年3月31日。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

図表2: セクター別のオプション調整後スプレッド



出所: ムーディーズ・インベスターズ・サービス、「米国地方債のデフォルトと回収率(1970~2025年)」、2025年9月30日時点のデータに基づいており、データは毎年更新されています。パフォーマンス・データは過去の運用実績を示すものであり、将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。

### FRBは9月に利下げを実施したが、今後の追加利下げの見通しは？

米連邦準備制度理事会(FRB)は9月の連邦公開市場委員会(FOMC)で、大方の市場予想通り25bpsの利下げを実施しました。インフレ率は予想をやや上回って推移していますが、FRBはフォワード・ガイダンス(金融政策の先行き指針)を修正し、年内の利下げ幅の見通しをこれまでの25bpsから50bpsとしました。

第3四半期(7-9月期)のサプライズ要因は労働市場が軟化したことです。8月の新規失業保険申請件数はコロナ禍後で最も多い26万3,000件に達し、雇用創出の鈍化が続いていることが明らかになりました。インフレ率はやや高止まりしているものの、FRBは雇用

に対する下方リスクを警戒しているため、市場では金融緩和が今後も続くとの見方が広がっています。市場は現在、2026年末までに100bpsの追加利下げが実施されることを織り込んでいます。

FRBの追加利下げが見込まれる中で、短期債の利回り低下が続いており、現金を保有することのメリットも低下しています。したがって、より利回りの高い地方債に投資資金を振り向けることで、高いインカム収入を確保することが可能と考えられます。

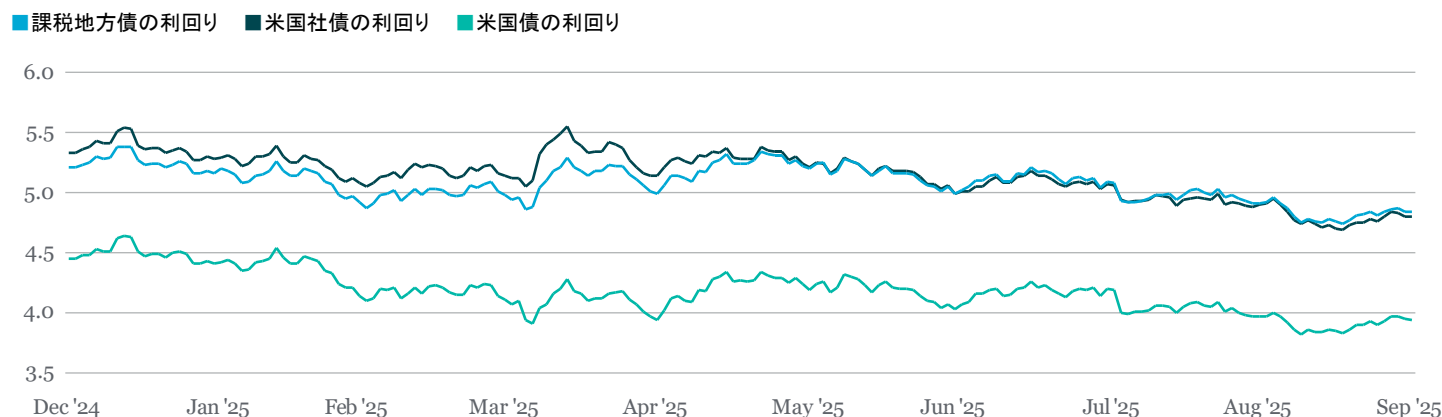
### 地方債の上昇基調が続くが、割安な投資機会はまだ存在する

第3四半期(7-9月期)において、課税地方債は米国債を100bpsアウトパフォームしました。Bloomberg Taxable Municipal Bond Indexが2.51%のリターンであったのに対し、米国債は1.51%のリターンにとどまりました。一方、Bloomberg Investment Grade Corporate Indexは2.60%のリターンとなり、課税地方債は社債をややアンダーパフォームしました。

第3四半期(7-9月期)には、米国債のイールドカーブの逆転現象が解消に向かいました。FRBの利下げを受け、短期国債利回りが低下した一方、長期国債利回りは概ね横ばいで推移しました。

地方債は堅調なパフォーマンスを示しているものの、依然として相対的に投資妙味があると考えられます。課税地方債の絶対利回りは、米国社債や米国債を上回っています。第3四半期(7-9月期)末時点で、課税地方債の利回りは4.84%であり、これに対して社債の利回りは4.80%、米国債の利回りは3.94%でした。デフォルト・リスクを低く抑えつつ、社債並みの利回りを求めている投資家にとって、課税地方債は魅力的な投資機会を提供しています。

図表3: 課税地方債は社債と比べて相対的に魅力的



出所: ブルームバーグ。指数: Bloomberg Municipal Index Taxable Bonds Total Return Index Value, Bloomberg US Corporate Bond Index, Bloomberg US Treasury Index

## 需給環境が改善している

2024年には地方債の年間発行総額が5,000億ドルとなり、記録的な水準に達しましたが、今年発行額はそれを上回ると予想されています。ただし、第4四半期（10-12月期）には発行ペースが鈍化する見通しです。米証券業金融市場協会（SIFMA）のデータによると、地方債の年初来の発行額は4,340億ドルとなり、前年同期比で12%増加しました。ただし、この発行額の伸び率は第2四半期（4-6月期）の15%から鈍化しました。課税地方債の年初来の発行額は246億ドルとなり、前年同期並みの水準となりました。一方、第3四半期（7-9月期）には課税地方債の発行額が66億ドルにとどまり、第2四半期（4-6月期）と比べて40%減少し、発行ペースの鈍化が鮮明となりました。

課税地方債の発行額は第3四半期（7-9月期）に低水準にとどまりましたが、第4四半期（10-12月期）には発行額が増加すると予想されます。また、2025年通年の課税地方債の発行額は前年並みの水準となる見通しです。2023年と2024年の第4四半期（10-12月期）には課税地方債の発行額がいずれも88億ドルでした。2025年においても第4四半期（10-12月期）の発行額は同程度の水準になると予想され、これは第3四半期（7-9月期）比で約32%の増加に相当します。第3四半期（7-9月期）に課税地方債の発行額が低水準にとどまったことを受け、一部の投資家は社債市場に投資の軸足を移す可能性があります。こうした中で、第4四半期（10-12月期）に課税地方債の発行額が増加すれば、アクティブ運用マネージャーにとって魅力的な投資機会が生じると見込まれます。2025年年初来で見ると、課税地方債の中では、単一世帯住宅、一般財源債（GO債）、および高等教育などのセクターで発行額が最も多くなっています。

課税地方債の年初来の発行額は前年同期並みの水準にとどまっており、過去3年間にわたって発行額が低水準で推移していることから、新発債に対する投資需要が高まっています。発行ペースの鈍化、ビルド・アメリカ債（BAB）の繰上償還金の再投資、および安定した投資需要などを背景に、第4四半期（10-12月期）に向けて良好な需給環境が続くと見込まれます。

## 地方債の利回りが再び注目されている

市場の不透明感が高まる中でも、長期地方債は魅力的な利回りを提供しており、市場のボラティリティがさらに上昇する局面では、ダウンスайд・リスクを抑える効果が期待できます。Bloomberg Taxable Municipal Indexの利回りは現時点で4.84%であり、同指数の5年間の平均利回りである4.21%を上回っています。

米国債のイーールドカーブの長期ゾーン（長期国債利回り）は第3四半期（7-9月期）末にかけて安定して推移していましたが、デフレーションの長い長期債には依然として投資妙味があります。米国2年国債利回りは当四半期末時点で3.61%でした。FRBの利下げ局面では、政策金利の引き下げに伴って短期国債利回りが低下していく一方で、長期国債利回りは一定のレンジ内で推移すると想定されます。

## FRBの利下げにより、利回りが確保しにくい状況が続くものの、地方債のファンダメンタルズは堅調

地方債のファンダメンタルズは安定しており、2025年上半期には州・地方政府の税収が前年同期比で5.1%増加しました。主要な税目である所得税、消費税、および固定資産税はいずれも増加し、特に個人所得の税収は前年同期比10.9%増と大幅な伸びを示しました。景気が減速する中でも税収は過去最高水準にあり、景気がさらに減速したとしても、地方債セクターのファンダメンタルズは安定して推移すると見込まれます。

## 政策の方向性が明確になり、地方債市場の見通しは安定している

2025年7月4日に「一つの大きな美しい法案（OBBA）」が成立し、地方債の非課税措置が維持されたことで、地方債市場全体に安心感が広がりました。連邦政府の政策変更により、地方債市場の一部のセクターに影響が及ぶ可能性はあるものの、個別銘柄については、それぞれの発行体のファンダメンタルズによって影響の度合いが異なると考えられます。こうした環境下において、超過収益を確保するためには、慎重な銘柄選択がこれまで以上に重要となっています。

“

第4四半期（10-12月期）に課税地方債の発行額が増加すれば、アクティブ運用マネージャーにとって魅力的な投資機会が生じると見込まれる



図表4: 地方債セクター別のスコアカード

+ ポジティブ   = 中立   - ネガティブ

セクター	信用ファンダメンタルズ	信用モメンタム	バリュエーション	主なポイント
州・地方政府	+	=	+	税収が伸びており、財政準備金も過去最高水準に達しているため、景気が減速しても、それに対応できる財政的な余裕がある。
教育	=	-	+	学生獲得競争の激化、進学費用の増加、連邦政府の制度変更などを背景に、同セクターは厳しい状況に直面している。規模の大きい大学はこうした環境にも対応できるが、規模の小さい大学は厳しい経営を迫られる可能性がある。
運輸	=	=	+	大型インフラ・プロジェクトが進む中で、航空旅行需要が鈍化し、港湾貨物量も伸び悩んでいる。それでも、信用ファンダメンタルズは堅調である。
住宅	+	=	+	アフォーダブル・ハウジングの住宅ニーズが高まっており、その需要が同セクターの信用力を支える要因となっている。
上下水道公益事業	+	=	+	生活に不可欠な公共サービスであり、独占的な事業体が十分な財政準備金と安定したキャッシュフローを確保している。
ヘルスケア	=	=	+	同セクターは「持つ者」と「持たざる者」に二極化しており、「持たざる者」の多くは地方の小規模病院となっている。メディケイド支出が削減されたとしても、経営基盤の強い病院はある程度耐えられるが、脆弱な医療機関は提携先を模索するか、単独では厳しい経営を強いられる可能性がある。

出所: スビーン。2025年9月30日。将来の見通しに関する記述が含まれている場合があります。こうした記述は将来の運用成果を保証するものではなく、特定の結果を予測することを目的とするものでもありません。実際の結果や今後の動向は、記載された見通しと大きく異なる可能性があります。

**地方債市場は年末にかけて堅調に推移する見通し**

歴史的に見て高い利回り、割安感のあるバリュエーション、および堅調な信用ファンダメンタルズを背景に、課税地方債は安定したプラスのリターンを生み出しています。

課税地方債への投資を検討している投資家にとって、現在の市場環境は魅力的なエントリー・ポイントを提供しています。FRBの追加利下げが予想される中で、安定した投資需要が見込まれるとともに、市場の需給環境も良好であるため、これらは課税地方債のパフォーマンスを支える要因になると考えられます。課税地方債の市場環境は改善に向かっていくように思われ、2026年に向けて複数の収益機会が提供されています。

詳細については、[nuveen.com](http://nuveen.com)をご覧ください。

## 出所

国内総生産: 米国商務省。国債利回りとレシオ: ブルームバーグ(有料)。地方債利回り: 地方債市場データ。オープンエンド型のファンド・フロー: 投資会社協会(ICI)。地方債の発行: セイバート・リサーチ。デフォルト率: Municipals Weekly、バンク・オブ・アメリカ/メリルリンチ・リサーチ。州の歳入: ネルソン・A・ロックフェラー行政研究所、州歳入報告書。州の予算準備金: ピュー・チャリタブル・トラスト。世界経済成長率: 国際通貨基金(IMF)および経済協力開発機構(OECD)。スタンダード&プアーズおよびインベスターズツール: <http://www.invttools.com/>。フロー・オブ・ファンズ、連邦準備制度理事会 <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>。給与データ: 労働省労働統計局。債券格付け: スタンダード&プアーズ、ムーディーズ、フィッチ。新規資金を目的とするプロジェクト・ファイナンス: ボンド・バイヤー。州の歳入: 米国勢調査局。

米国勢調査局「Quarterly Summary of State and Local Tax Revenue Data Tables Q2, June 2025」、ムーディーズ・レーティングス「Highest-rated universities will remain supported by unique balance sheet strength」(2025年9月11日)、S&Pグローバル・レーティング「U.S. Budget Bill is Negative for Health Care Services Although Financial Impact Will Likely Unfold Over Time And Vary By State And Issuer」(2025年8月19日)。

## 重要なお知らせ

ヌビーン・ジャパン株式会社(以下「当社」といいます。 )は、第二種金融商品取引業、投資運用業及び投資助言・代理業を行う金融商品取引業者です。

第二種金融商品取引業者として、当社は金融商品取引法(昭和二十三年法律第二十五号、その後の改正を含む)第二条二項に規定された有価証券についてのみ勧誘を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で当社が私募の取扱いを行う対象とはならない有価証券、及びその他いかなる有価証券の取得の勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資運用業者として、当社は日本の投資家向けに投資一任運用サービスを提供することができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

投資助言・代理業者として、当社は投資助言の提供及び国内投資運用業者と海外の運用業者との間の投資助言契約あるいは投資一任契約の締結の代理を行うことができます。従って、当社が提供する資料は、登録業務の範疇で認められていないいかなるサービスの提供勧誘を意図して提供されるものではありません。

本資料に記載の情報は資料作成時点で実質的に正しいと考えられますが、その情報の正確性あるいは完全性を当社が表明あるいは保証するものではありません。データは資料作成者が信頼しうると判断した提供元から取得していますが、その正確性を当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は将来の投資成果を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産の価値および投資によりもたらされる収益は増加することあれば減少することもあり、投資家は投資元本を失う可能性もあります。

本資料に含まれる見解は、資料作成時点での資料作成者の所見や展望であり、将来予告なく変更されることがあります。また、それらの見解は、過去あるいは将来の動向についての表明あるいは保証とみなして依拠されるべきものではありません。

経済あるいは市場に関する予測は不確実性を伴い、市場、政治、経済などの状況により変化する可能性があります。

本資料中に個別格付けの記載が含まれる場合、下記ウェブページの「無登録格付に関する説明書」をご覧ください。  
<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingagencies.aspx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌビーン」と称する場合があります。Nuveen, LLCはTeachers Insurance and Annuity of America (TIAA、米国教職員退職年金/保険組合)の資産運用部門です。

本資料は、情報提供を目的として、受領者限りの資料としてご提供するものです。本資料を当社の書面による許諾なく第三者による使用または第三者への提供を禁じます。本資料で特定のファンドについて言及している場合、本資料でご紹介する運用戦略を投資一任口座で実現するための投資対象の一例として掲載するものであり、当該ファンドの募集やその他勧誘を目的とするものではありません。

### 金融商品取引法に基づく広告規制に関する重要事項

【費用】 当社が投資一任契約口座にてお客様から受託した資産の運用を行う場合、お客様には、運用報酬、売買手数料、保管費用等をご負担いただきます。運用報酬やその他手数料については、投資形態、資産残高、運用手法等によって異なるため、あらかじめその料率やその上限値を本資料中に表示することはできません。具体的な費用については、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

【リスク】 受託資産の運用に際しては、組入れファンドの価格変動リスク、組入れファンド内で投資する有価証券等投資対象の価格変動リスク、金利および金融市場の変動リスク、流動性が十分でないために取引できない流動性リスク、株式や債券に投資する場合には発行体の信用リスク、外貨建て資産の場合は為替変動リスク等の影響を受けます。これらの影響により、組入資産の価格が変動して損失を生じ、投資元本を失う可能性があります。運用によって生じた損失はすべてお客様に帰属します。具体的なリスクについては、契約締結に先立ってお渡しする契約締結前交付書面をよくお読みください。

ヌビーン・ジャパン株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第3132号

一般社団法人日本投資顧問業協会/一般社団法人第二種金融商品取引業協会加入

# nuveen

A TIAA Company