

2025年4-6月期見通し

課税地方債： 明るい兆し

ダニエル・J・クロース、CFA

Nuveen地方債運用統括者

クリスティン・M・デジョン、CFA

ポートフォリオ・マネージャー

フィリップ・C・トラベン、CFA

ポートフォリオ・マネージャー

さまざまな市場で、米政権の関税政策によるショックが続いています。今後も政策を巡る不透明感が市場を左右し続けると思われ、さらに地政学的な変動要因によって米連邦準備制度理事会（FRB）の政策金利引き下げへの道筋は複雑化しています。

不透明感とボラティリティによって影響を受けている資産クラスはいくつかありますが、課税地方債は分散ポートフォリオの中で重要な役割を果たし続けるでしょう。

重要なポイント

- 2025年第1四半期（1-3月期）、強固な信用力を背景に課税地方債は大半の債券インデックスをアウトパフォーム。
- クレジット・スプレッドは第1四半期を通じてワイド化し、3月には関税発表後のボラティリティによって経済鈍化懸念が広がったことから、さらにモメンタムが加速。
- 経済の減速局面においては、健全なファンダメンタルズと良好な需給環境を背景に地方債が底堅さを維持し、社債をアウトパフォームする見込み。



投資家にとって、高い利回りと需給要因の下支え、および地方自治体の強固な信用力を活用できる機会が生じています。

見通し：ボラティリティの高まりで課税地方債に魅力

さまざまな市場でボラティリティが高まり、信用懸念が広がっているこの状況は、投資家は分散ポートフォリオに課税地方債を加えることで恩恵を受ける可能性があります。投資家にとって、高い利回りと需給要因による下支え、および発行体である地方自治体の堅固な信用力を活用できる機会が生じています。ボラティリティの高まりが長引いても課税地方債はこうした局面を乗り切れるとの考えに基づき、以下に当社が考えるベストアイデアを紹介します。

- 課税地方債新発債のスプレッドは最近妙味を増しており、ベンチマークとなる国債利回りに対して120bps（ベースポイント）以上、投資適格債に対して6%以上のスプレッドを提供している。
- ビルドアメリカ債（BAB）のスプレッドはBBB格の社債並みで、投資家にデフォルトリスクを大幅に低減しつつ、よりクオリティの高いクレジットへの投資機会を提供することが可能。（図表1）
- ヘルスケアや高等教育、インフラプロジェクトといった、政策変更の圧力を受けそうなセクターへの戦術的な投資は、投資対象を入念に選別することでよい成果が期待できる。

堅調なパフォーマンス

課税地方債市場は第1四半期、発行額が抑制されたために大半の債券インデックスをアウトパフォームしました。ブルームバーグ課税地方債インデックスのリターンは2.99%と、ブルームバーグ米国債インデックスの2.83%とブルームバーグ社債インデックスの2.31%を上回りました。一方、10年物米国債利回りは37bps、AAA格の10年物課税一般財源保証債（GO債）はそれよりは緩やかな29bpsの低下を記録しました。

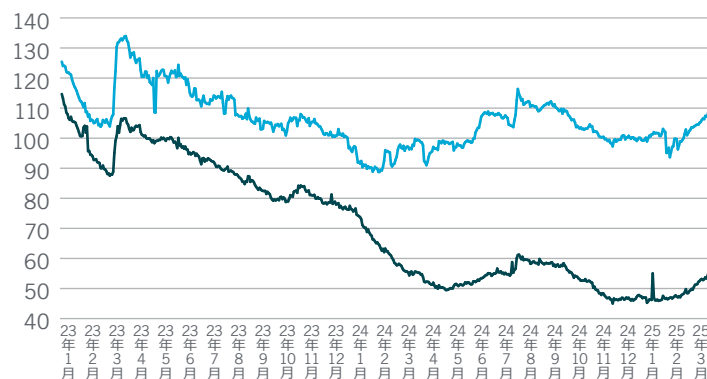
10年物国債利回りが第1四半期に低下する一方で、課税地方債の絶対ベースの利回りは高止まりしました。ブルームバーグ課税地方債インデックスの利回りは4.98%で、他の債券インデックスに比べて安定的なリスク調整後利回りの機会を提供しています。

3月にはリスクオフのセンチメントを反映して、比較的信用力の高い銘柄が買われたため、スプレッドはモメンタムを増してさらにワイド化しました。課税地方債のクレジット・スプレッドは第1四半期に若干ワイド化し、同期末の全体的なインデックスのオプション調整後スプレッド（OAS）は67bpsまで8bps拡大しました。高格付け銘柄が広く買われ、AAA格債券のスプレッド拡大幅は6bpsと最小でしたが、BBB格債券は14bpsと最も拡大しました。

図表1：ビルドアメリカ（BAB）債に機会

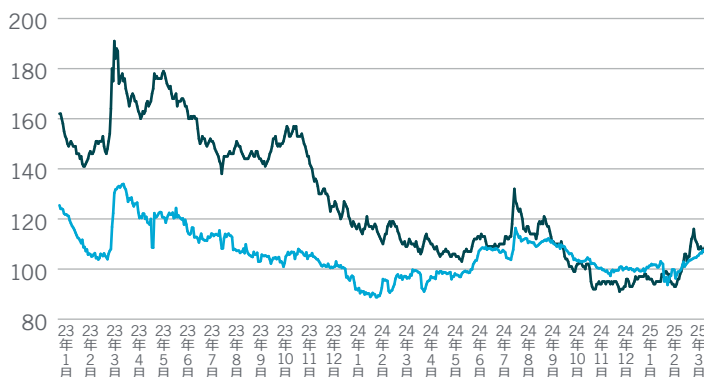
BAB債とそれ以外の債券

■ BAB債のOAS ■ BAB債以外の債券のOAS



BAB債とBBB格社債

■ BAB債のOAS ■ BBB格の社債のOAS



出所：ブルームバーグL.P.、2023年12月31日から2025年3月31日までの期間。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。

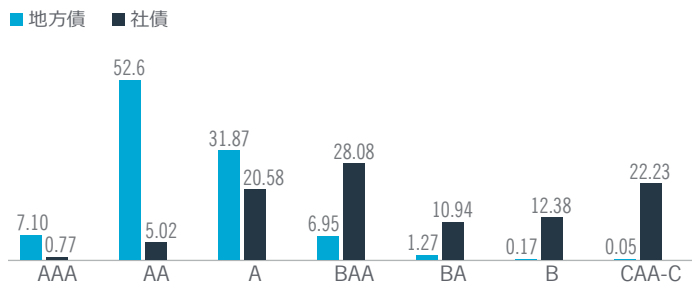
需給要因が課税地方債を下支え

2025年第1四半期における地方債全体の発行額は過去最高を記録した前年同期からさらに15%増加しましたが、その内訳は濃淡がみられました。非課税地方債の発行額は前年比10%増となって市場の圧迫要因となり、第1四半期はアンダーパフォームした一方で、課税地方債の発行額は19%と大幅増、代替ミニマム税（AMT）適格地方債は757%と急増しました。課税地方債の発行額は、第1四半期は増えたものの、過去3年同様抑制的なものとなっています。その結果、トータルリターンが支えられました。

4月上旬の金利変動の高まりを受けて課税地方債の新規発行時のスプレッドが拡大、直近ではベンチマークとなる国債利回りに対するスプレッドは前四半期初めの85-105bpsから120-140bpsに拡大しました。これら最近の新発債は、比較的中長期の投資適格債の利回りが6%近辺またはそれ以上になるなど、機関投資家にとって魅力的なエントリーポイントを提供しています。

優良債券は米連邦準備制度理事会（FRB）が高金利政策を継続する中でディフェンシブ性を発揮し、総合利回りは依然として過去最高近い水準が続いています。地方債は、比較的中長期の投資適格債のクラスとの負の相関が続くと思われる、低金利環境が続いた2010年代よりもさらに大きな分散効果をもたらします。経済と政策の見通しが不確実になる中で、インカムゲインの増加は緩衝材としての役割を果たすでしょう。また、地方債の信用格付けは平均的に社債よりも高く、社債市場のボラティリティを避けたい投資家にとって魅力的な投資対象となります（図表2）。

図表2：地方債は社債よりも高い信用格付け



出所：ムーディーズ・インベスターズ・サービス「U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2023」2024年10月24日付け、データは2023年12月31日時点。毎年更新。掲載されている運用実績データは過去の運用実績で、将来の結果を予測または保証するものではありません。

FRBは困難な経済状況に直面

3月のFRB会合はややハト派的な内容となり、インフレ見通しの中央値は引き上げられたものの、それに応じた政策金利の見通しの引き上げはありませんでした。FRBは年間GDP成長率の予測を従来の2.1%から1.7%に下方修正する一方、年末のコアインフレ率（食品とエネルギーは除く）の予測は、目標値の2%に対し、従来の2.5%から2.8%に引き上げました。また失業率の予測は4.4%へと若干引き上げました。

関税政策によって経済成長が鈍化し、雇用状況も悪化すれば金利の引き下げが望まれる一方で、インフレが高進すれば（さらに関税引き上げも相まって）引き締め策と政策金利の引き上げが必要となるでしょう。第2四半期の開始時点において事態は流動的ですが、私たちはFRBが年内に複数回の利下げを行うと予想しています。さらにより多くの情報が明らかになるにつれ、投資家は保有していた現金の投資先として、高い利回りが期待できる地方債を検討するとよいでしょう。



地方債は、比較的中長期の投資適格債のクラスとの負の相関が続くと思われる、低金利環境が続いた2010年代よりもさらに大きな分散効果をもたらします。

米政府の政策が地方債発行体に影響を及ぼす可能性

税政策や連邦政府の資金調達、規制改革などを巡る協議は継続中で、目先、地方債発行体にとってリスクと機会の双方をもたらす可能性があります。

- 環境規制が緩和されれば上下水道公益事業体にとってコスト圧力が緩和され、バランスシートが強化される。
- 高等教育機関は助成金の削減と基金に対する増税の可能性に直面。
- 連邦政府による学生ローンの削減は大学の入学者数の動向に影響を与え、大学は授業料の値上げをしにくくなる。
- 既に交通関連で進行中の大型プロジェクト（空港や公共交通機関）に対する連邦政府支援の削減で、債券発行による資金調達や完成期限の延長が増える可能性。
- 米連邦住宅抵当公社（ファニーメイ）や米連邦住宅貸付抵当公社（フレディマック）などの政府支援機関（GES）が民営化されれば、それまでの暗黙の政府保証がなくなり、これらの政府機関が保証する住宅ローンを担保とした証券の格付けが影響を受ける。

特に地方税を原資とするような必須サービス提供者は、連邦政府の政策変更による大きな影響は受けにくいでしょう。多くの地方債発行体は広範な自治性と地方自治の恩恵を受けており、債務返済に充てられる歳入は比較的安定しています。

固定資産税や特定財源の州税・地方税、輸送収入、通行料、プロジェクト特定収入などで担保される地方債は比較的、連邦政府の政策変更から影響を受けません。地方政府の歳入のうち連邦政府からの歳入が占める比率は5%に過ぎず、幼稚園から高校まで（K-12）の公立教育区へは主に州政府が資金を提供しています。連邦政府の資金は通常、特別支援教育や低所得層の学校区に対して使われるため、連邦政府が予算を削減すれば州政府は失われた収入分を補填する必要があり、州予算は圧迫される可能性があります。

関税が税収と発行体の予算を圧迫する可能性

関税は経済成長と消費支出の重しとなるため、州および地方の歳入の圧迫要因となる可能性があります。州の税収が減れば、特に流動性が逼迫し、準備金の少ない州政府の場合、クレジット・クオリティに下押し圧力が生じるでしょう。

関税の結果、国際貿易に依存する地域であれば商業や貿易が悪化し、港湾であれば輸入が減り、取扱高が減少するでしょう。自動車や航空機の製造業が集中している地域では、サプライチェーンに混乱が生じ、コストが上昇する可能性があります。こうした圧迫要因に関税の適用・実施方法を巡る不確実性が相まって、多くの州政府では来年度の予算が保守的になっています。

コスト削減でヘルスケアの見通しが不透明に

2月下旬に可決された直近の下院予算決議案は、エネルギー・商業委員会の予算8,000億ドルの削減を求めるものとなりました。同委員会は、メディケイド（低所得者向け公的医療保険）を管轄することから、減税・雇用法の延長の財源の一部としてメディケイドの削減が標的となる公算が高まっています。

メディケイドでは長年にわたり、州政府と連邦政府がコストを共同で負担して医療保険を提供してきました。その対象者は米国人口の約21%に相当し、大半の州にとってメディケイドは最大の支出項目です。重要な点は、提供するサービスと受給資格の条件は州政府がコントロールしており、政府からの資金援助が削減された場合は、個々のプログラムを調整するのも州政府であるという点です。その他の川下機関が州政府の予算逼迫から影響を受けるとすれば、地方政府と幼稚園から高校までの地方学区の予算が削減される可能性があります。

非営利の病院もまた、メディケイドの予算削減があれば影響を受けるでしょう。保険が適用される人数が減れば、自己負担の患者の比率が増え、それと同時に貸倒損失も増えるでしょう。その結果、一部のヘルスケア発行体、特にメディケイドに依存する小規模な農村部の病院の収益性が悪化する可能性があります。

そうした圧力は、合併吸収の規制緩和によって相殺されるかもしれません。より小規模で脆弱な医療機関はより大規模な医療機関に吸収され、地方債投資家にとって投資先債券の信用格付けが高まる可能性があります。さらに、州によっては、コストを負担して医療・教育サービス提供を継続する場合も考えられ、その場合はより圧力を受けている個別発行体の信用力を下支えすることになるでしょう。

不確実性の緩衝材となるファンダメンタルズの強み

連邦政府の政策変更が与える影響は州によって異なります。しかし、各州政府は歴史的に高水準の準備金を有しており、必要に応じて歳入・歳出を調整できることから、予算環境が厳しさを増しても耐えることができるでしょう。

州税と地方税の徴収状況は底堅く推移しています。州税・地方税の徴収額は2024年に前年比で4.6%増加しました。2024年に州の個人所得税は2023年から5.6%増となり、法人税は実質横ばいでした。州税の徴収額は1.5%増に過ぎませんでしたが、それでもコロナ禍前の水準を大きく上回っています。

2026年度の州予算は歳入の伸びの鈍化と連邦政府からの資金拠出見通しが不確実であることから、厳しい状況が予想されます。一部の州では準備金の取り崩しが予想されますが、それでも準備金残高はコロナ禍前の水準を上回るとみられています。各州のレイニー・デイ・ファンド（不慮の事態に備えた準備金）残高の中央値は、25年度は支出の15%と予測されています。対して2019年はわずか8%でした。高水準の準備金と予算の自律性により、州政府の予算は連邦政府の予算削減があったとしても十分対応できるでしょう。

詳細については、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：Siebert Research。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：ビュー・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。

ムーディーズ・レーティングス「Losing tax exemption would increase borrowing costs, market-access risks」（2025年1月29日付け）。ムーディーズ・レーティングス「Medicaid stress tests: federal spending cuts would force benefit reductions」（2025年2月6日付け）。S&Pグローバル・レーティング「U.S. Local Government Credit Quality Could Wobble as Federal Policy Shifts」（2025年2月27日付け）。ムーディーズ・レーティングス「Federal policy proposals skew to credit risk for public finance sectors」（2025年3月6日付け）。S&Pグローバル・レーティング「U.S. States Brace for Potential Medicaid Funding Gaps」（2025年3月20日付け）。

重要なお知らせ

ヌベーン・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同有価証券、及びその他の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す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.ashx>

Nuveen, LLC及びその傘下の関連会社を総じて「Nuveen」あるいは「ヌベーン」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。

ヌベーン・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