

nuveen

A TIAA Company

2026年の課税地方債市場の見通し

供給不足がもたらす投資機会

2026年に注目すべき5つの投資テーマ



当資料は当社の見解をまとめた論説であり、特定の資産運用方法や商品について推奨または助言するものではありません。
文書末の「重要なお知らせ」を必ずご確認ください。

要旨

- 新規発行(供給)が限定的であることから、需給面で良好な市場環境が続くと見込まれます。2026年の課税地方債の発行額は300～400億ドル程度で、2025年からほぼ横ばいで推移すると予想されます。一方、元本償還やビルド・アメリカ債(BAB)の償還などを通じて再投資資金が生み出されることで、需給環境が下支えされると見込まれます。
- 好調なパフォーマンスの勢いが続いている。課税地方債は2025年に米国債を170bpsアウトパフォームしましたが、2026年もBBB格を中心に魅力的な利回りとスプレッドの縮小をもたらすと期待しています。
- イールドカーブでは、デュレーションが7～11年ゾーンを選好します。短期ゾーンがステイプル化し、長期ゾーンがフラット化している現在のイールドカーブの形状を踏まえると、中期ゾーンの債券が最適な価値を生み出すと見込まれます。中期ゾーンへの投資は、利回りを大きく低下させることなしに、高いリターンをもたらす可能性があります。
- 政策面の逆風が存在しているものの、クレジットを取り巻くファンダメンタルズは底堅く推移すると予想しています。堅固なセクターにおいて選別的なポジションを構築することにより、リスクを大幅に抑えることが可能です。

課税地方債にとって需要面の追い風が揃っている状況

2026年を迎えるにあたり、課税地方債を取り巻く環境は、魅力的なパフォーマンスが期待できる状況にあります。限定的な供給に加え、既発債の償還に伴う潤沢な再投資資金の流入や魅力的なバリュエーションが相まって、極めて良好な需給環境が形成されるとみています。連邦政府の政策は大きく揺れ動いているものの、課税地方債の信用力は底堅く、デュレーションが7～11年ゾーンに戦略的な投資機会があるとみられることから、他の課税対象の債券と比べても、魅力的なリスク調整後リターンが期待できると考えられます。

地方債を取り巻く環境を評価

連邦政府の政策が変化する局面においても、極めて良好な需給環境、魅力的な絶対利回り、およびスプレッドの縮小余地などを踏まえると、課税地方債は他の債券セクターをアウトパフォームする可能性があると考えられます。

投資機会	リスク
供給が限定的である一方、元本償還に伴う再投資資金が潤沢であるため、新規発行は十分に吸収されると予想	連邦政府の政策をめぐる不透明感を背景に、ボラティリティが断続的に高まる可能性
課税地方債の絶対利回りは魅力的な水準にあり、社債や米国債の利回りを上回っている状況	メディケイド(低所得者向け公的医療保険制度)の抜本的な改革により、病院および州の財政に影響が及ぶ可能性
イールドカーブがフラット化する手前の7～11年ゾーンで最適なポジションを構築することで、投資価値の獲得が図れる	景気減速および連邦政府の支援削減を背景に、クレジットの差別化の動きが一段と強まる予想

1 限定期的な供給により需給環境が改善

2026年の地方債の発行総額は、2025年の推定5,500億ドルを上回る見通しです。ただし、課税地方債の新規発行については状況が異なります。2025年9月までの課税地方債の新規発行額は246億ドルと前年並みで推移しており、2026年も300～400億ドル程度にとどまり、2024年および2025年と同水準になると予想されています。金利が持続的に低下し、既発債の借り換えがコスト面で有利となるまでは、供給が大幅に増加する可能性は低いと考えられます。主な成長セクターとしては、戸建て住宅、一般財源債(GO債)、病院、高等教育などが挙げられます。

堅調な需給要因が必要を下支えすると予想。2024年1月以降、230億ドル超のビルド・アメリカ債が特別償還条項(ERP:発行体の裁量により期限前に償還できる規定)を行使しており、供給が限定期的な新規発行市場に再投資資金が流入しています。さらに、2026年には228億ドルの課税地方債が元本償還を迎える予定です。仮に新規発行額が300～400億ドルとなった場合、元本償還のみで新規発行額の約55～75%が吸収される計算になります。ビルド・アメリカ債の償還ペースは鈍化するものの、今後も継続すると見込まれ、このことが年間を通じて地方債に対する再投資需要を下支えすると考えられます。

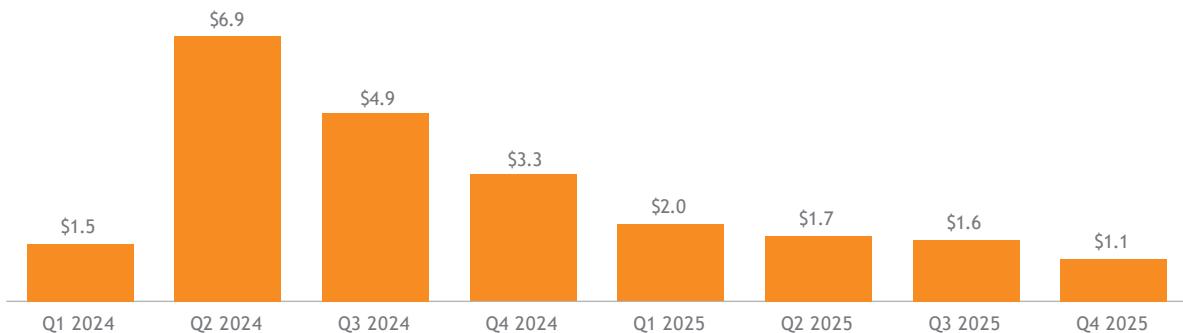
限定期的な供給、豊富な再投資資金の流入、および旺盛な投資需要が相まって、2026年の課税地方債市場では極めて良好な需給環境が形成されると見込まれます。

投資判断のポイント

新発債への投資機会に参加することで、セカンドマーケットでは通常得られないプライシング・コンセッション(発行時の上乗せ利回り)の獲得を志向

図表1: ビルド・アメリカ債の償還は、2026年の地方債の再投資需要を下支えすると予想

ビルド・アメリカ債の特別償還条項の行使状況(単位:10億ドル)



出所:JPモルガン、2025年10月31日

主な成長セクターとしては、戸建て住宅、一般財源債(GO債)、病院、および高等教育などが挙げられる

2 堅調な地合いが続いており、今後も良好なパフォーマンスに期待

課税地方債は2025年に優れたリターンを生み出し、10月28日までの年初来で米国債を170ベーシス・ポイント(bps)アウトパフォームしました。Bloomberg Taxable Municipal Bond Indexは+8.32%のリターンとなり、米国債の+6.58%を大きく上回ったものの、Bloomberg Investment Grade Corporate Indexの+8.38%にはわずかに及びませんでした。社債のクレジット・スプレッドがここ25年間で最もタイトな水準に近づく中で、課税地方債は相対的なアウトパフォーマンスが期待できる状況にあります。

課税地方債は大幅に上昇しましたが、それでもなお投資妙味がまだあると考えられます。9月末時点の課税地方債の利回りは4.84%であり、Bloomberg U.S. Corporate Bond Index(4.80%)やBloomberg U.S. Treasury Index(3.94%)をいずれも上回っています。米国地方債は相対的にデフォルト・リスクが低い一方で、社債並みのリターンが期待できます。

スプレッドには一段の縮小余地があります。年初には政策をめぐる不透明感が強まる中で、地方債のクレジット・スプレッドは拡大したものの、その後は高格付け銘柄を中心にスプレッドは縮小に転じました。一方、BBB格以下の銘柄ではスプレッドが拡大した水準で推移しており、投資機会が生じています。例えば、課税地方債の総合的な指数であるBloomberg Municipal Taxable Indexでは3月から9月にかけてスプレッドが6bps縮小した一方で、BBB格の地方債ではスプレッドが同期間に21bps拡大しました。

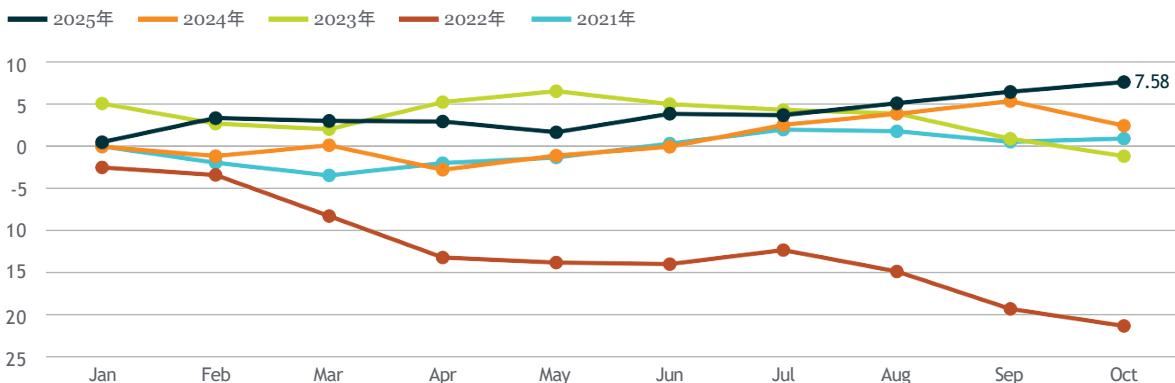
高位な絶対利回り、社債と比較して魅力的なレラティブ・バリュー、およびスプレッドのさらなる縮小余地を背景に、2026年に向けて課税地方債にとって良好な市場環境が形成されると見込まれます。機関投資家は地方債の高い信用力を評価しており、相対的に割高となった一部の保有資産を売却し、課税地方債へと投資資金をシフトすると予想されます。これにより、課税地方債は今後も堅調に推移すると見込まれます。

投資判断のポイント

現在の魅力的な利回り水準を確保することで、インカム収入とトータル・リターンの向上に期待

図表2: 課税地方債のパフォーマンスは2025年の年初来(1~10月)で大きく反発

Bloomberg Taxable Municipal Bond Index (%)の年間別の推移



出所:ブルームバーグLP、2021年1月1日～2025年10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。

3 イールドカーブ戦略は魅力的な価値を提供

課税地方債のイールドカーブは、戦略的なポジショニングを行う上で魅力的な投資機会を示しています。短期ゾーンではイールドカーブがスティープ化している一方、デュレーションが11年超のゾーンではイールドカーブがフラット化しています。これは、新規発行が限定的である一方で、デュレーションの長い資産を求める絶対利回り重視の買い手からの需要が旺盛であるためです。

Nuveenでは、デュレーションが7～11年ゾーンの債券に魅力的な投資価値を見出しています。デュレーションが14年の債券利回りは現在、デュレーションが11年の債券と比較してわずか2ベーシス・ポイントしか利回りが変わりません。このわずかな利回り格差は、追加的な金利リスクに対する対価としては十分ではないと考えられます。歴史的にみると、この中期ゾーンはインカム・ゲインとキャピタル・ゲインの上昇余地の両立という点で最適なバランスを提供してきました。

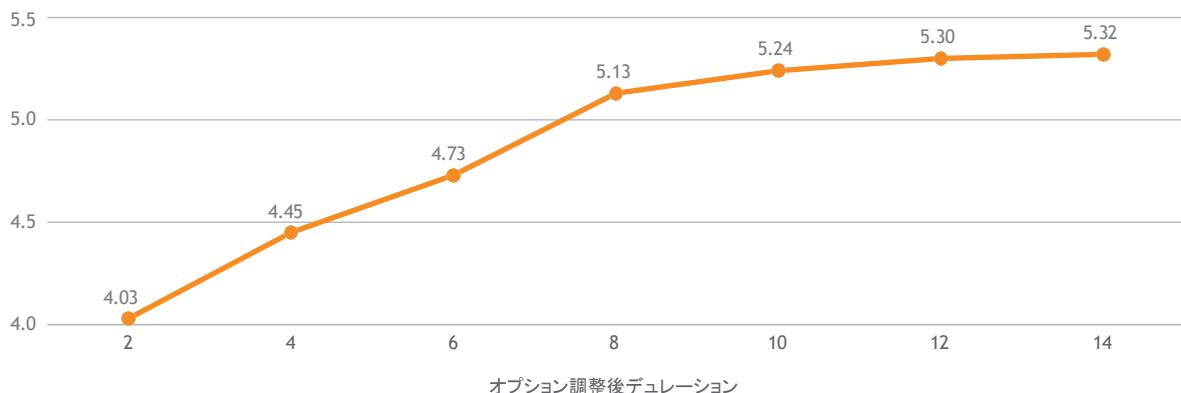
米連邦準備制度理事会(FRB)による金融緩和局面は、デュレーションが長い債券に対する追い風となるものの、デュレーションが11年超のゾーンにおけるイールドカーブのフラット化は、こうした見通しが価格に織り込み済みであることを示唆しています。Nuveen(以下、「当社」)では、デュレーションが7～11年ゾーンでポジショニングを取ることが、より優れたリスク調整後リターンを提供すると考えています。この中期ゾーンでは、長期ゾーンに組み込まれているリスク・プレミアムを支払うことなしに、金利低下の恩恵を享受するのに十分なデュレーションを確保することができます。中期ゾーンの債券は、相場上昇局面で値上がり益が期待できる一方、短期ゾーンや長期ゾーンよりもレラティブ・バリューが高い水準を保てるため、上昇余地に対して下方リスクが抑えられていると考えられます。

投資判断のポイント

デュレーションが7～11年ゾーンの債券に投資することで、デュレーション1単位当たりの最適な利回りを獲得できる可能性

図表3：課税地方債のイールドカーブは、デュレーションが11年超のゾーンではほぼフラット

Bloomberg Taxable Municipal Bond Indexのオプション調整後デュレーション別の利回り(%)



出所：ブルームバーグ LP、2025年9月30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。オプション調整後デュレーション(OAD)とは、金利変動に対する債券価格の感応度を測る指標であり、コール条項やブット条項など、債券に内包されるオプションの影響を織り込んだ上で算出されます。

4 連邦政府の政策変更により、差別化された投資機会が発生

地方債を取り巻く環境は急速に変化しつつあります。地方債の発行体はここ5年間にわたり、連邦政府による前例のない規模の支援や、堅調な経済動向の恩恵を受けてきました。コロナ禍には、連邦政府から州・地方自治体へ8,000億ドル超の資金が移転され、歳入不足が補填されました。その結果、地方債発行体の格上げ件数は格下げ件数を2~4倍上回る状況となり、地方債全体の格付けは過去最高水準へと押し上げられました。

連邦政府の政策は現在、州政府・地方自治体、大学・高等教育機関、および病院に対する支援を縮小する方向へと転じています。2025年7月に成立した「ワン・ビッグ・ビューティフル・ビル法（「1つの大きく美しい法案」、以下、「OBBBA」）」は、2027年以降にメディケイドの受給資格を大きく見直す内容となっています。OBBBAにより、メディケイド受給者数は約1,100万人減少すると予想されており、これに伴って州政府に対する連邦政府のマッチング拠出金が減少することとなり、病院における無保険患者数が増加すると見込まれます。

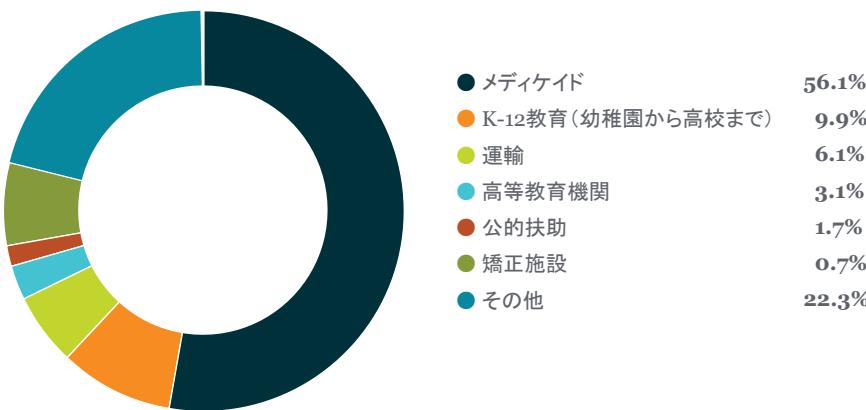
加えて、OBBBAでは、連邦政府による低金利の学生ローンの提供に一定の制限が設けられるとともに、再生可能エネルギー関連の補助金が削減されるため、これらの措置は2026年全体を通して高等教育機関および電力会社にマイナスの影響を及ぼすと見込まれます。さらに、複数の政府機関における人員削減を背景に、資金提供の執行がさらに遅延する恐れがあります。

ただし、税制面では良好な環境が続いている。地方債に対する非課税措置はOBBBAの成立後も維持されており、OBBBAの成立を受け、スペースポート（宇宙関連）という新たな地方債セクターが創設される見込みです。2026年全体を通して、政策をめぐる新たな報道が相次ぐと予想されます。地方債の発行体は、独占的な市場ポジションに加え、課税権限や歳出調整能力を有していることから、ある程度の耐性を備えているものの、連邦政府の政策変更をめぐる市場ボラティリティの影響を完全に回避することは難しいと考えられます。こうした市場環境下で綿密なデュー・リジェンスを行う投資家は、投資機会を最大限に活用する上で最も有利な立場にあると考えられます。

投資判断のポイント

潤沢な準備金を有するトップクラスの高等教育機関および医療機関のクレジットへのエクスプロージャーを選別的に積み増すことが重要

図表4：州政府は、連邦政府からの資金を主に医療および教育の分野に充当



出所：全米州予算担当官協会の州支出報告書（2022～2024年）
四捨五入の関係上合計が100%とならない場合があります。

5 過去最高水準の準備金がクレジットの強靭性を下支え

連邦政府による支援が縮小する中で、経済成長は減速しつつあります。米連邦準備制度理事会(FRB)のパウエル議長は労働市場の軟化に警鐘を鳴らしており、関税導入に伴う物価上昇により税率の伸びが鈍化する恐れがあります。これら2つの圧力は、2026年の地方自治体の歳入にとって逆風となる可能性があります。

ただし、ほとんどの地方債の発行体は2026年に向けて、過去最高水準の準備金を維持しており、景気後退局面においても比較的安定した収入源を確保しています。州政府の準備金残高は現在、歳出の13%に達しており、2019年の8%から大きく上昇しています。クレジットの強靭性を支える要因としては、主に以下の3点が挙げられます。(1)独占的な生活必需サービスを提供する事業体が安定した歳入を生み出していること、(2)地方自治体は税率や歳出を柔軟に調整できること、(3)連邦政府補助金への依存度が限定的であることにより、政策変更に対する脆弱性が抑制されていること。

当社では、地方債の信用力が全体的に悪化することは想定していないものの、政策変更の影響を最も受けやすいセクターでは格下げが増加すると予想しています。これにより、アクティブ運用会社にとっては優良な発行体を見極める機会が生まれると考えられます。

当社は、セクター別では州政府・地方自治体、上下水道事業、および電力事業を選好しています。これらのセクターは過去の景気後退局面においても底堅さを示してきました。高格付けの病院および高等教育機関は依然として魅力的である一方で、低格付けの事業体は業績悪化圧力にさらされています。空港セクターは、堅調な旅行需要と安定した供給環境により支えられています。住宅セクターについては、手頃な価格の住宅(アフォーダブル・ハウジング)に対する旺盛な需要から恩恵を受けると見込まれます。

高等教育機関、病院、大都市といった政治的な監視の対象となっているセクターでは、ヘッドライン・リスクが高まる可能性があります。ハーバード大学のスプレッドの動き(38bpsから87bpsへ拡大した後、再び41bpsまで縮小)は、スプレッドが正常化する局面において、忍耐強い姿勢を貫くことが投資機会の獲得につながることを示す好例です。ハイ・イールド地方債では、確かな実績を有し、厳格な信用基準を満たす土地担保付きのチャーター・スクールの一部案件に投資機会があるとみています。

図表5: 地方債セクター別のスコアカード

セクター	信用ファンダメンタルズ	信用モメンタム	要旨
州政府・地方自治体	==	==	安定した税率の伸びと潤沢な準備金が、景気減速の可能性や連邦政府の政策をめぐる不透明感に対する緩衝材の役割を果たすと期待。
教育	==	-	学生獲得競争の激化、学費負担の増大、連邦政府の政策変更などを背景に、同セクターに対する下押し圧力が高まっている状況。大規模な大学はこうした環境を乗り切ることができる一方、小規模な大学は厳しい状況に直面する可能性。
運輸	==	==	空港が有するキャッシュ残高は健全な水準を維持し、旅客需要はコロナ禍前のピークを大きく上回る水準で推移。一方、キャパシティを拡大するためには設備投資が必要。
住宅	+	==	手頃な価格の住宅(アフォーダブル・ハウジング)に対するニーズが需要を下支えしている。一方、移民政策の変更に伴う労働力供給の制約により、プロジェクトの進捗が遅れる可能性。
上下水道 公益事業	+	==	潤沢な流動性を有し、独占的な生活必需サービスを提供する発行体は、今後も引き続き多額の設備投資が必要になると予想。
ヘルスケア	==	==	人件費や供給コストの上昇は正常化しつつある状況。ほとんど病院は、2027年に予定されているメディケイドに対する連邦政府の政策変更に対応できると期待。一方で、小規模な地方病院は厳しい状況に直面する可能性。

出所: ヌビーン、2025年10月31日。本資料には、将来見通しに関する記述が含まれる場合があります。これらの記述は、将来のパフォーマンスを保証するものではなく、または将来のパフォーマンスの予測を目的とするものではありません。実際の結果または動向が、予測された内容と大きく異なる場合があります。

今後の見通し:

戦略的なポジショニングを構築し、リスクに見合うリターンの獲得を志向

2026年を迎えるにあたり、課税地方債市場では供給が限定的である一方、旺盛な再投資需要が続いているため、需給環境は非常に良好となっています。課税地方債の絶対利回りは魅力的な水準にあり、社債や米国債の利回りを上回っています。また、BBB格の課税地方債を中心に、スプレッドが大幅に縮小する可能性があります。さらに、課税地方債の信用力は底堅く、デュレーションが7~11年ゾーンの債券に投資妙味があります。これらの要因を踏まえると、課税地方債は他の債券セクターを持続的にアウトパフォームする可能性があると考えられます。

厳格な信用基準を維持しつつ、戦略的な投資機会を捉えられる投資家であれば、年間を通じて魅力的なリスク調整後リターンを獲得できる可能性があります。



ヌビーンは、2025年の「Smith's All-Star Municipal Analysts Awards(地方債アナリスト・アワード)」で、チームとして第1位に選出されました。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

注記

米国債利回り・利回り比率および地方債指指数データ・ブルームバーグ(要購読)。地方債利回り:地方債市場データ。ファンドフロー:モーニングスター。地方債発行額:セイバート・リサーチ。州政府の財政準備金:ピュー慈善信託。世界の成長率:国際通貨基金(IMF)および経済協力開発機構(OECD)。州税収:米国国勢調査局。

Smith'sのアワードについて: Smith's All-Star Municipal Analyst Awards Programは、地方債分野において、継続的かつ目立つ形で評価・表彰を行っている唯一のプログラムです。Smith's Research & Gradingは、年次アワードを2025年12月3日に発表しました。このプログラムは、Smith'sの「ブルーリボン・ハロット委員会」の設置から始まります。同委員会は、米国有数の大手機関投資家に所属するポートフォリオ・マネジャー・シニア層のリーダーで構成されています。各カテゴリーの投票候補を取りまとめ、検証を行った上で、最終投票用紙が1,000人の機関投資家に送付され、投票が行われます。透明性の高いプロセスを維持しており、客観的な評価に基づいて受賞者を選出しています。詳細については、以下のサイトを参照ください。<https://www.smithsresearch.net/events/smiths-municipal-all-star-awards> for more information 許諾を得て使用されています。

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同有価証券、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たらされる収益は増加することも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帯び、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、金利および金融市场の変動リスク、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

WF3360916 5102839