

2025年4月

ソーシャル・ボンドの調達： 米国地方債



マーゴット・クラインマン
地方債リサーチ統括責任者



ブレンダ・オジェンダイク、Ph.D.
地方債リサーチ・アナリスト

機関投資家は近年、財務リターンを損なうことなく、自分たちの投資を通じて何らかの形でコミュニティ支援や社会貢献ができる革新的な投資ソリューションを求めるようになっていきます。

確立された債券投資である米国地方債は、投資家が社会貢献を重視しつつ、リスク・リターンの目標を達成するのに役立ちます。米国外の多

くの投資家が、分散投資やインカムゲインの追加手段として課税地方債を再評価する中、これらの債券を通じた社会貢献の可能性を検討してみる価値はあるでしょう。

要点：

- ソーシャルインパクト投資に対する機関投資家の需要
- 多くの米国地方債をソーシャル・ボンドとみなせる理由
- 米国のさまざまな公共財政セクターと発行体がもたらす社会的利益
- 米国地方債の投資特性

ソーシャル・ボンドの調達

投資家は、社会にポジティブなインパクトを与えることを強く望んでいます。Nuveenが世界の機関投資家800社を対象に実施した「Equilibrium調査」によると、現在では回答者のうち68%が、今後12カ月以内の投資判断の際に社会へのインパクトを考慮する、あるいは考慮する予定であると答えています。この数値はEMEA（欧州、中東、アフリカ）地域で80%と最も高く、一方、アジア太平洋地域と北米でも、それぞれ71%と50%が同様の意向を示しています。

社会的利益に沿った投資先を見つけることは時に困難を伴います。ソーシャル（社会貢献）とラベル付けされた証券のみを検討の対象にしまうと、投資機会は限られます。ブルームバーグによると、ソーシャル・ボンドと明示された債券は、180兆ドル規模の世界の債券市場全体の0.5%に過ぎず、グリーンやサステナビリティと明示された債券を含めてもその割合は3.0%です。ただし規模は小さいとはいえ、グリーン・ボンド、ソーシャル・ボンド、サステナビリティ・ボンドに区分される債券は債券市場の中で急成長している点は注目に値するでしょう。現在、その規模は約5兆ドルですが、業界関係者は2026年までにさらに1兆ドル拡大すると予測しています¹。

米地方債のうち、具体的にソーシャルとラベル付けされた債券は1.9%で、グリーン、サステナビリティ、ソーシャルのいずれかを明示する債券は7%とさらに高くなっています。これらがラベル付けされた債券に焦点を絞ってしまうと、社会的目標と財務的目標の両立を目指す投資家にとって、選択肢が限定されてしまう可能性があります。

社会貢献手段としての地方債

米地方債は本質的にソーシャル・ボンドといえます。定義上、地方債は地域社会の福祉に不可欠なプロジェクト、例えば医療へのアクセス、手頃な価格のアフォーダブル住宅、教育を提供するための資金を調達するものだからです。

これらの例では社会へのポジティブな影響は明白で、業界標準で定義されるソーシャル・ボンドの資金使途——特定の社会問題への対処やその軽減、あるいはポジティブな社会的成果の達成を目指すプロジェクトのための資金調達する（国際資本市場協会（ICMA）による定義）——とも明確に一致しています。

資金使途の定義を用いると、地方債市場はソーシャル・ボンドの事例に事欠きません。昨年の例としては、テキサス州のフラッグービル・コミュニティ開発公社による職業訓練施設建設を目的とした1,830万ドル、アイオワ州財務局による地元自治体の水質向上プログラムの資金調達を目的とした3億7,200万ドル、フィラデルフィア市による荒廃地区の改善、家賃支援、小規模大家の建築基準対応を支援する「地域保全イニシアチブ」の資金調達を目的とする2億1,800万ドルの債券発行などが挙げられます。

地方債は、発行体そのものの特性からもソーシャル・ボンドともみなされます。地方債の発行体は主に州政府や地方自治体であり、これらの政府機関は地域住民の生活の質に直接影響する意思決定を行い、社会を形成する上で重要な役割を果たしています。州政府と地方自治体は、公共の安全や交通機関など不可欠なサービスを提供するとともに、経済開発プロジェクトを推進し、公園やレクリエーション施設の維持などを行っています。

世界最大の債券市場の一角を占める米国の地方債の市場規模は、現在4兆2,000億ドルと評価されており、非常に大きなものになっています。地方債は、全米で5万以上の政府機関や非営利組織によって発行され、大半の公共サービスやインフラの資金調達手段となっています²。これらの発行体の多くは、学校、病院、アフォーダブル住宅、公共交通機関など、地域の社会福祉を向上させるサービスを提供しています。

米地方債におけるソーシャル・ボンドのセクター

一般財源保証債（税収担保）

一般財源保証債（GO債）または税収担保債は、地方債市場で最大のセクターで、年間発行額の約30%を占めることもあります。GO債は、発行体である州、地方政府、または自治体の十分な信頼と信用を裏付けとし、発行体は、税収を使って債券の元利支払いを行うことを保証します。

GO債は通常、大型公共投資プロジェクトの資金調達を目的としており、これらのプロジェクトは直接的な収益を生まないことから、返済原資には税金が必要になります。道路や歩道の改良、公立学校、図書館、消防署、または裁判所の建設や改修などがこれらのプロジェクトに含まれます。地域社会に恩恵をもたらすプロジェクトのためにGO債を発行す

るのは自治体ですが、それだけでなく、多くの場合は有権者にそのプロジェクトの是非について発言する権利があります。GO債は地域住民の税金で返済されるため、起債には地元有権者の承認を必要とする場合が多くあります。

教育

教育セクターには、小中学校から単科大学、総合大学まで幅広く含まれます。これらの教育機関は営利を目的とせず、地域住民に質の高い教育を提供することを共通の使命としています。

健康と福祉、経済発展と成長、市民参加にとって、教育が重要であることはよく知られています。しかし、社会貢献という観点から見ると、米国の大学制度は他にも特徴を持っています。例えば、米国の一部の大学は、入学の可否を決定する際、志願者の経済状況を考慮しない「ニード・ブラインド入学審査」方針を採用しています。また、全米の多くの大学は、地元の高校生を対象に、高校在学中に大学レベルの科目を履修できる同時履修プログラムを提供し、将来の大学進学時の経済的負担を軽減しています。コミュニティー・カレッジ（公立2年制大学）は多くの場合、地元企業と協力し、地域の雇用市場のニーズに合ったカリキュラムや訓練プログラムを開発しています。米国のほとんどの大学は、地域社会とさまざまな形でパートナーシップを結んでおり、これには学生団体による連携活動、ボランティア活動、地元企業でのインターンシップ機会などがあります。

医療

医療はすべての地域社会において必要不可欠なものです。米国病院協会（AHA）によると、全米に6,093ある病院の約80%は非営利組織です。これらの病院や医療システムは、支払い能力に関係なく、すべての患者に質の高い医療を提供することを使命としています。質の高い医療の提供を実現するには、多くの場合、地方債を財源とする継続的なインフラの近代化が必要です。病院債は通常、新築工事、または医療施設と設備を最新鋭化するための改修や投資のために発行されます。

これらのプロジェクトは多くの場合、米国の高齢化社会への対応、または地域によっては人口増加への対応として必要とされます。医療費を支払えない患者に対しては、連邦法により一定程度の経済的援助を提供することが義務付けられているため、多くの病院が慈善医療を提供しています。

さらに大半の病院は、医療サービスが十分に行き届いていない地域に無償で医療サービスを提供するアウトリーチ・プログラムを実施しています。

住宅

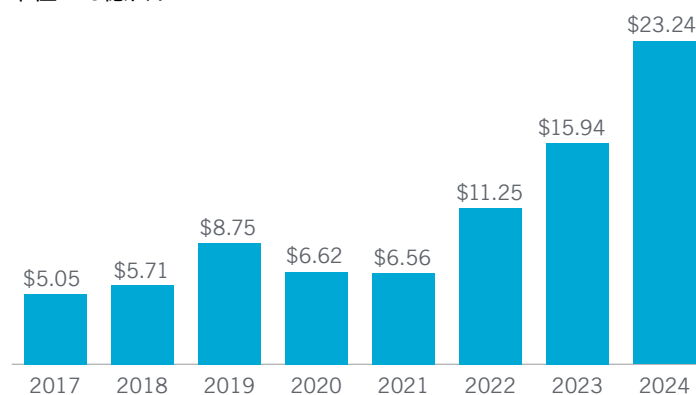
地方債の住宅セクターには、一戸建て住宅購入を支援する住宅ローン・レベニュー債や、集合住宅債が含まれます。これらの債券は、アフォダブル住宅の取得プログラム向けの資金調達を目的として、州や郡の住宅金融機関により発行されます。

低所得世帯に低コストの融資を提供することは、明確な社会的利益をもたらします。実際、アフォダブル住宅に対するニーズは非常に強く、ここ数年間で新規の住宅債の発行が増加しています（図表1参照）。

集合住宅債は、低所得世帯向けに、これまで約140万戸のアフォダブル住宅の開発に活用されてきました。これらの開発プロジェクトでは、全戸数の少なくとも40%を世帯所得が地域の所得中央値（AMI）60%以下の世帯用、または全戸数の20%をAMI50%以下の世帯用として確保する必要があります。

図表1：住宅債－新発債供給の推移

単位：10億ドル



出所：ブルームバーグ、2017年1月1日-2024年12月31日

公益事業

公益事業レバニュー債は、全米の都市部や地方のコミュニティにおける水道や電気などの必要不可欠なサービスの提供、またはそれらのシステムの改善を目的とした公共投資プロジェクトの資金調達のために発行されます。これらのサービスは利用者が支払う料金から収益を生み出し、そのキャッシュ・フローがシステムの維持や債務の返済に充てられます。

公益事業システムはコスト低減や効率化を目指してはいるものの、インフレや老朽化したインフラの修理、エネルギー需要の増加、さらにはクリーンなエネルギー源への移行に伴い、全米の多くの地域では利用者の料金負担が大幅に増加しています。こうした状況に対応するため、多くの公益事業体は「利用者支援プログラム」に参加しており、最も脆弱な立場にある住民が必要不可欠なサービスの料金を支払えるよう、さまざまな手段を用いて支援しています。

安全かつ信頼できる水道と電力へのアクセスは、地域社会の健康と福祉の基盤です。上下水道会社および電力会社は、鉛製給水管の交換や石炭火力発電の削減といった過去からの課題に取り組むだけでなく、システムを近代化して異常気

象現象発生時の信頼性と回復力を高めるとともに、日々高まる需要に対応しようと取り組んでいます。

交通機関

同セクターには、米国の大半の大都市圏で人々の日常生活を支える地域鉄道、地下鉄、バスなどの交通システムが含まれます。

公共交通機関は、経済成長と持続可能な開発にとって重要です。ニューヨーク州都市交通局(MTA)の年次報告書では、「公共交通機関は、生活費の高い地域において公平性を提供する究極の推進力となる」と述べられています。地下鉄、通勤鉄道、バスの路線網は、あらゆる社会経済的背景を持つ人々に対して、仕事、医療、教育へのアクセスを提供しています。交通機関へのアクセスの欠如が雇用の大きな障壁となり、所得格差につながることを示す調査結果も出ています³。また、公共交通機関は、交通渋滞や大気汚染、温室効果ガスの排出を削減することで、環境にもポジティブな影響を与え、地域社会の健康と福祉に直接的な恩恵をもたらします。

地方債発行体による社会利益促進への貢献例

	サンディエゴ・コミュニティ・カレッジ	ユタ・ハウジング・コーポレーション (UHC)	モロー港	アリナ・ヘルス・システム
	カリフォルニア州	ユタ州	オレゴン州	ミネソタ州
発行体の概要	10万人以上の学生が通う3つのキャンパスを運営するコミュニティ・カレッジ学区	ユタ州の住宅金融機構	オレゴン州モロー郡にある内陸港	ミネソタ州とウィスコンシン州西部に拠点を置く非営利医療機関グループ
事業内容	高品質で手頃な価格の教育と職業訓練を提供	低所得世帯、初めての住宅購入者、アフォーダブル住宅プロジェクト向けに、住宅ローンプログラムを提供	港湾テナントに上下水道システム、保管・倉庫施設、港湾・鉄道・道路へのアクセスを提供	医療サービス全般を提供
資金の使途	大学の学費負担軽減、鉛含有塗料やアスベストの除去、退役軍人/ホームレスの学生向けリソースの改善を目的として8億5,000万ドルを起債	住宅ローンプログラムの資金調達を目的として、過去1年間に2億-2億2,500万ドルを複数回にわたり起債	地域の地下水中の硝酸塩濃度を低下させるため、大規模な貯水ラグーンと3基の嫌気性消化槽の建設を目的として2億7,700万ドルを起債	10階建ての外科・救命医療棟を含む、特定の医療施設の改修資金として3億6,300万ドルを起債
社会的要素	学生の70%以上が多様な民族的背景を持ち、約3分の2が低所得世帯の出身	2024年、UHCは住宅購入の頭金支援を実施。12億7,000万ドルの資金を調達し、低所得世帯3,384世帯の初めての住宅購入を支援	同港の長期テナントには、ジャガイモ、トウモロコシ、小麦、乳製品を1日当たり何百万ポンドも生産する大規模農場や食品生産者が含まれる	100カ所以上の専門医療施設を通じて、多くの地域にメンタルヘルス・依存症治療、救急医療、日帰り手術、リハビリテーションなどのサービスを提供

SDGとの整合*



*社会的または環境的インパクトをもたらしたいと考える機関投資家にとっての課題は、これらの目的に対する成果をどのように測定し報告するかという点にあります。多くの地方債やその資金で実施されるプロジェクトは、さまざまな国連の持続可能な開発目標 (SDGs) と整合しています。

投資特性

2024年の地方債発行額は5,260億ドルで、そのうち74%が、医療、教育、州・地方自治体、公共交通機関、アフォーダブル住宅などのセクターを含む、ソーシャル・ボンドとしての要件を満たす可能性があると推定しています。

地方債は、最も近い資産クラスである米国社債と比較しても、魅力的なリスク・リターンの特性を備えています。

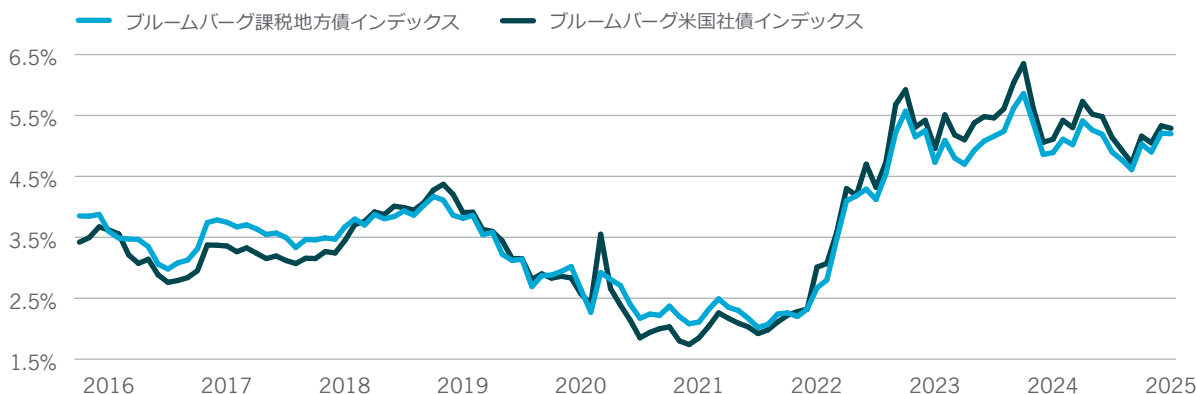
- ブルームバーグ米国課税地方債インデックスの構成銘柄のうち70%超が「AA-」以上の格付けを得ている一方、投資適格社債の平均格付けは「A-」です。
- 地方債の過去のデフォルト率は極めて低い水準にあります。ムーディーズ・インベスターズ・サービスによると、1970年から2023年までの10年間のローリング期間における社

債のデフォルト率は2.24%だったのに対し、投資適格地方債は0.10%でした。

- 地方債には本来、プロテクションが備わっています。中でもGO債は、発行体の税収によって担保されており、市場で最も安全性の高い地方債の一つとされています。教育など他のセクターでも、地方自治体や州レベルの機関が返済を保証している場合があります。発行体は通常、不可欠な公共サービスを提供する事業体であり、これが歴史的に低いデフォルト率と相互に関連しています。

課税地方債の信用力が高いことを踏まえると、社債と比較して地方債のバリュエーションは魅力的です（図表2参照）。

図表2：課税地方債と米国社債の利回り比較



社会貢献と投資成果の両立

大都市から小さな田舎町に至るまで、米国の地域社会は、道路、橋、公共交通機関、上下水道、電力公益事業、アフォーダブル住宅、教育施設、病院などの整備資金を地方債に依存しています。

これらの債券は、州政府、地方自治体、その他の公共目的事業体にとって、費用対効果の高い資金調達手段として米国の公共インフラを支えています。また、投資家にとっても、リスクやリターンの目標を損なうことなく、社会利益に貢献する債券に資金を振り向ける機会を提供します。

地方債投資をリード

1898年の設立以来、Nuveenは極めて重要な地方債プロジェクトに資金を提供し、優位性を構築しています。

- ・**経験**: 相対価値、元本の成長、税金を考慮した投資に重点を置いた、125年以上にわたる豊富な経験。
- ・**リサーチ**: 業界最大級のクレジット・リサーチ・チームとして、平均18年の経験を持つ25名のアナリストが地方債投資を専門に調査。
- ・**プレゼンス**: 市場力と機関投資家向けの価格設定を背景とした、地方債の評価と購入における優位性。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

出所

1 Environmental Finance「Sustainable Bond Insights 2025」

2 地方債規則制定委員会 (MSRB)「Muni Facts」(2024年3月)

3 リッチモンド連邦準備銀行「Transportation Access as a Barrier to Work」(Econ Focus 2023年第4四半期号)、およびアーバン・インスティテュート「The Unequal Commute」(2020年10月6日)

重要なお知らせ

スビー・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.ashx>

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

スビー・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