

2024年4-6月期見通し

## 課税地方債：勢いを増す



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  
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

2024年第1四半期（1-3月期）、課税地方債市場は国債利回りが上昇する中で比較的堅調な推移を見せました。

米国経済は依然として堅調で、地方自治体の信用ファンダメンタルズは底堅い消費と力強い労働市場の恩恵を受けています。限定的な新発債の供給と、質の高い長期資産に対する旺盛な需要に支えられて課税地方債は相対的にアウトパフォームしました。今後は、米連邦準備制度理事会（FRB）による利下げを見越してデデュレーションが相対的に長い地方債へのシフトが進み、需要はますます高まると当社はみています。

### 重要なポイント

- 課税地方債は長期国債利回り上昇の影響をインカムゲインの増加とクレジット・スプレッドの縮小で吸収。
- 利回りが低下した場合、目先デデュレーションを長期化することがポートフォリオにとって有利なことを投資家は認識。
- 課税地方債市場は、平均以上の利回りとポジティブな需給要因ならびにファンダメンタル要因に支えられ、相対的に堅調なまま第2四半期（4-6月期）に入っている。

## 見通し：2024年は好調な出足

2024年に地方債市場は非常に力強いスタートを切りました。

2024年は、それまでの積極的なFRBの引き締め政策と好景気のおかげで2011年以来の高い利回り水準で年を明けました。インカムゲインのみから魅力的なリターンを享受できる可能性というのは、10年近く見られなかったダイナミクスです。

名目利回りからインフレ率を差し引いた実質利回りは、2009年以来の最高水準にあります。インフレ率は減速し、短期金利の指標となる足元のフェデラル・ファンド・レート（FF金利）の5.25%をかなり下回る状態を維持しています。

FRBの利下げは2024年後半に開始すると当社は予想しています。過去を振り返ると、このような環境ではイールドカーブのスティープ化が見られました。イールドカーブがスティープ化することは、長期債にとって有利となるはずですが、債券が長期であるほどインカムゲインは多くなり、その一方で金利低下とイールドカーブのロールダウンの組み合わせでトータル・リターンもさらに増えるからです。FRBが利下げをすれば、地方債市場が待っているカタリストとなって資金フローが加速的に増える可能性があります。

債券市場では供給が需要を下回ると予想され、発行済み債券のプールが縮小する中で、供給不足によって利回りとスプレッドは抑制されるでしょう。金利の低下によって2024年後半には供給が増加する可能性があります。長年にわたる供給の低水準により、供給が増えてもその分は容易に吸収できるはずですが、2024年は米国大統領選挙によって独特のダイナミクスが生じており、選挙前に債券を前倒しで発行しようとする発行体も出てくるでしょう。

経済状況の見通しが不透明な中でも、地方債は有利な位置付けにあります。準備金は依然、非常に高い水準を維持しています。経済は今も底堅い推移が続いている

ものの、リスクオフ市場に転じた場合は、前回の景気低迷期にレジリエンスを示した課税地方債がアウトパフォーマンスすると思われます。ここ数年、債券の信用格付けは、格上げ銘柄が4対1の割合で格下げ銘柄を上回ってきました。課税地方債は堅固な信用ファンダメンタルズを背景に引き続き有望視され、オプション調整後スプレッド（OAS）は今後さらに縮小して、良好なリターンを提供する可能性があります。

## FRBはインフレ緩和ならば利下げを検討

2024年当初、市場では、インフレ緩和と経済成長の鈍化によってFRBが早ければ3月にも利下げを開始すると予想されていました。12月のFOMC会合では2024年に3回の利下げが予想されていましたが、市場は1月の時点で年内に6回もの利下げを予想したのです。しかし1-3月期に発表された経済指標は、2024年の幕開けも経済は堅調なままで、予想以上にインフレが根強いことを示すものとなったため、市場が予想する利下げ回数は減り、国債利回りの予想は引き上げられました。

経済は今も底堅さを保っていますが、インフレは緩和しています。FRBが重視するインフレ指標のコアPCEデフレーターは、前月比0.3%（前年同月比2.8%）となっています。特に住宅費を除くコア・サービスの数値が1月の0.7%から2月には0.2%に低下したことが重視されます。インフレ率が低下すれば、従来の金融政策ルールでは政策金利を同程度引き下げることになります。FRBはコアPCEが2.4%に達すると予測しており、実質政策金利の安定を維持するには少なくとも3回の利下げが必要となるでしょう。

インフレ率は、FRBが今年後半に利下げを開始する可能性を示す水準に沿った推移となっています。しかし、労働市場が足元の水準よりも悪化した場合、FRBは市場予想以上の利下げを行う可能性もあります。

## 2024年のテーマ

### 経済環境

- インフレ率は前年比で良好なトレンドを維持。FRBは年末までにコアPCEインフレ率がわずかに低下すると予測している。住宅費を除いたコア・サービス・インフレは依然高止まりしているものの、下降傾向をたどり始めている。
- FRBはフェデラル・ファンド (FF) 金利を今回サイクルで525ベース・ポイント (bps) 引き上げた後、2023年7月以降は様子見となっている。FRBの金融政策は依然としてデータに左右され、当社は2024年に利下げを予想しているが、そのタイミングは、インフレ率、賃金、雇用統計次第。
- 米国は底堅い経済成長を示しており、景気後退リスクは低下している。主な要因は、雇用統計、消費支出、家計の余剰貯蓄水準など。資本市場は「ノーランディング」シナリオに傾いているものの、景気後退リスクがなくなったわけではない。
- FRBによる利下げの開始時期やバランスシートの縮小に関する不透明感から、引き続き金利ボラティリティが生じる見込み。経済が減速もしくは後退すれば、金利は予想以上に低下し得る。

### 地方債市場の環境

- クレジットは引き続き堅調で、レイニー・デー・ファンド（不慮の事態に備えた準備金）は潤沢な水準にある。
- 歳入額は2022年のピークを下回っているが、コロナ前を上回る水準を維持。
- 地方債のデフォルトは引き続き低水準で稀であり、特異であると予想。
- 課税地方債は依然として供給不足の状態が続いているが、大統領選挙に先駆けて発行が増える可能性。
- 投資家はデュレーションの長期化を選好しており、米国地方債のミューチュアルファンドではカーブの長期ゾーンに向けて資金流入がみられる。
- 利回りがより長く高止まりする中、FRBによる利下げを期待する市場心理が優勢となり、需要が回復し始めている。
- 年明けの地方債の相対パフォーマンスは良好。
- 課税地方債のクレジット・スプレッドは引き締まっているが、他の債券市場に比べ、依然として魅力的。
- 地方債は高いインカム創出に基づき、引き続き金利の大幅な上昇やスプレッド縮小がなくても魅力的なリターンが期待できる。

### 国債市場のボラティリティが高まる中、 課税地方債は引き続き堅調

第1四半期、課税地方債は2023年末頃の高いリターンは見られなかったとはいえ、平均以上の利回りによるインカムの威力が示されました。10年物と30年物の米国債利回りは30bps以上上昇しましたが、地方債はその影響を容易に吸収し、ブルームバーグ課税地方債インデックスの第1四半期のリターンは0.10%となりました。インカムゲインだけでも、国債のボラティリティに対する強力な緩衝材となるのです。

また、クレジット・スプレッドの縮小も追加の緩衝材となります。課税地方債のスプレッドは、債券供給を上回る需要や旺盛な長期ゾーンの債券需要など、需給要因を背景に縮小が続いています。これらの要因により、米国債のボラティリティにもかかわらず、当四半期のリターンはわずかながらプラス圏となりました。

債券市場全体のオプション調整後スプレッドは、世界金融危機後の水準に向かって推移しています。同時に、政策金利が高止まりしているため、景気後退リスクは依然として残っています。地方債のファンダメンタルズの強さ

は、今後もポートフォリオにとって重要な追い風となっています。経済が悪化した場合、地方債は信用の安定と底堅さを示すでしょう。課税地方債は引き続き、格付けが同格の社債よりも高いスプレッドを提供していますが、非弾力的需要のある必要不可欠なサービス・プロバイダーに焦点を当てる点が重要という点には変わりありません。信用力、証券構造、イールドカーブの分析を通して、原資産として含まれるプロジェクトの本質的なサービスの特性を犠牲にすることなく、インデックス対比で魅力的なインカムを生み出せるポートフォリオを構築することができます。

## 需給要因が引き続き下支え

### 供給

第1四半期の地方債の起債総額は990億ドルで、2023年の第1四半期と比較して24%増加しました。新規発行は2%増の666億ドルで、リファイナンス発行は前年同期比17%増となりました。非課税債の利回りは、課税債利回りに比べ、歴史的に低い水準にとどまっていることから、起債分の大半は非課税債でした。第1四半期の課税地方債発行額は19億ドルで、2023年同期から80%減少しました。

課税地方債の供給が少ないことに加えて、供給を上回るペースで償還が行われています。ブルームバーグによれば、年初来、およそ90億ドルの課税地方債が償還期限に達したか、または早期償還されました。償還額と発行額の差によって強い需給面での追い風が生じています。

今後も利回りが低下するまで起債は限定的となるでしょう。FRBが年内に利下げを開始すれば、課税地方債の起債が増加する可能性があります。さらに、大統領選挙を控え、前倒しで発行する発行体も出てくるかもしれません。以前のサイクルを振り返ると、大統領選挙前の9月と10月に買いの機会が生じていました。当社は今年も同様の環境を想定しています。

### 需要

2022年は米国債のボラティリティとドル高を受け、為替ヘッジ損とFRBの利上げサイクル終了を待ちたいという投資家の思惑も重なって需要が減退しましたが、2023

図表1：年初来リターン

インデックス	最低利回り (%)	スプレッド (bps)	実効デュレーション (年)		
			2024年1Q	2023年	
課税地方債 (AA-)	5.02	64	7.63	0.10	8.82
米国債 (AA+)	4.44	—	5.99	-0.96	4.05
米国総合債券 (AA)	4.85	39	6.14	-0.78	5.53
米国投資適格社債 (BBB+)	5.30	89	6.90	-0.40	8.52
グローバル総合 (ヘッジ無し、A+)	3.74	39	6.56	-2.08	5.72

出所：データは2024年3月31日時点。出所：ブルームバーグLP、2024年3月。全てのリターンは米ドル建て、ヘッジ無し：ブルームバーグ地方債インデックス課税債券トータル・リターン・インデックス・バリュエーション、ブルームバーグ米国社債トータル・リターン・バリュエーションヘッジ無し米ドル建て、ブルームバーグ米国債トータル・リターンヘッジ無し米ドル建て、ブルームバーグ・グローバル総合トータル・リターン・インデックス・バリュエーションヘッジ無し米ドル建て、ブルームバーグ米国総合トータル・リターン・バリュエーションヘッジ無し米ドル建て、ブルームバーグ米国総合ABSトータル・リターン・バリュエーションヘッジ無し米ドル建て、ブルームバーグ米国総合MBSインデックス・トータル・リターン・バリュエーションヘッジ無し米ドル建て。免責事項：過去のパフォーマンスは将来の結果を予測または保証するものではありません。当レポートの形式および内容はいかなる形でも修正もしくは変更（削除または加筆を含むが、それらに限定されず）を禁止します。ブルームバーグ・プロフェッショナル・サービス、ブルームバーグ・データ、およびブルームバーグ・レポーティング（「当サービス」）は、アルゼンチン、バミューダ、中国、インド、日本、および韓国（「BLP国」）以外のあらゆる管轄地においてはブルームバーグ・ファイナンスL.P.（「BFLP」）およびその子会社により所有されており、現地で販売されています。BFLPはブルームバーグL.P.（「BLP」）の完全子会社です。BLPはBFLPに当サービスについてのマーケティングおよび運営サポートとサービスを提供し、当サービスを直接、またはBLP国においては非BFLP子会社を通じて販売しています。BFLP、BLP、およびそれらの子会社は投資助言も、当サービスにおける価格または情報の正確さについての保証も提供していません。当サービスに、BFLP、BLP、もしくはそれらの子会社による金融商品の提供を構成するものは一切ありません。

年には若干の改善が見られました。長期債に対する需要は引き続き明るい材料となっています。長期デュレーションの負債のヘッジを目的とする債務連動型運用を行う投資家の需要は、2023年を通じて非常に旺盛でした。これまでのところ、2023年のトレンドは2024年も加速しています。長期デュレーションに対する需要には引き続き勢いがあり、課税地方債のスプレッド曲線は逆イールド化がより進行しています。

また、FRBによる利上げサイクルは終わったように見え、今後は利下げにシフトする可能性があることから、トータル・リターン志向の投資家からの需要も増えています。FRBの方針がより明確になり、インフレ率が引き続き緩やかになっていることから、2024年にはトータル・リターンを重視する投資家からの需要が高まる見込みです。

### デフォルト

2024年第1四半期の地方債のデフォルトは合計3億6,200万ドル（額面金額）となり、過去の平均程度で推

移しています。デフォルトは、高齢者介護施設とプロジェクト・ファイナンスに集中しています。

地方自治体のバランスシートが過去にないほど健全化していることで経済の不確実性に対する十分な緩衝材があるため、2024年に問題が広がるとは予想されていません。また、たとえ景気後退時においても発揮される債券の安定性により、地方債のデフォルトは引き続き低水準で稀であり、特異であると予想しています。

クレジット環境は全体的に堅調で、3年連続で、4対1の割合で格上げ銘柄数が格下げ銘柄数を上回っています。しかし、2020年以降の格上げペースを考慮すると、この勢いが続く可能性はかなり低そうです。格上げ銘柄と格下げ銘柄の割合は今後、1:1に近づくと予想されます。



**地方自治体のバランスシートが過去にないほど健全化していることで経済の不確実性に対する十分な緩衝材があるため、2024年に問題が広がるとは予想されていません。**

### クレジット・スプレッド

第1四半期の課税地方債クレジット・スプレッドは、オプション調整後ベースで82bpsから64bpsに縮小しました。米国債が乱高下した時期には、課税地方債スプレッドの縮小が相対リターンの有意味な下支えとなりました。

市場参加者がソフトランディングの可能性に期待を寄せる中、クレジット・スプレッドは市場の格付けの低いセクターで、より大幅に縮小しました。A格付け債券のオプション調整後スプレッドが21bps縮小する一方、BBB格付けの債券は28bps縮小しました。

クレジット・スプレッドは全体的に記録的な水準まで縮小し、ボラティリティが極端に高まった2022年にみられたスプレッド拡大が完全に反転しています。スプレッドは全体的にタイトですが、課税地方債は社債と比較して相対価値ベースでは引き続き魅力的です。具体的には、AA格の課税地方債はAA格の社債に対して16bps高位

なスプレッドを維持して2023年を終えました。地方債の信用力が底堅いことを踏まえると、スプレッドの優位性は引き続き重要と思われます。

## クレジット

### ボルティモアの橋崩落による経済的打撃

最近、ボルティモアのフランシス・スコット・キー橋が大型貨物船に衝突されて崩落するという事故が発生しました。この事故によって大規模な損害が生じ、人命が失われただけでなく、短期的にも長期的にも経済が甚大な影響を受けています。

ボルティモア港の港湾施設（5つの公共ターミナルと12の私有ターミナル）は事件発生以来ほぼ全ての海上交通に対して閉鎖されています。本稿執筆時点で、米国沿岸警備隊は水深11フィート（3.35メートル）の暫定航路を開きました。当局の報告によれば、間もなく水深25フィートの別の航路が開かれる可能性もあります。最大のコンテナ船は通過するために50フィートの水深が必要で、工事の完了までに数週間かかる可能性があります。

キーブリッジはメリーランド州交通局（MDTA）が所有・運営する8つの有料施設の1つです。キーブリッジからの通行料収入は、MDTAの2023年の通行料収入総額7億5,500万ドルのうち7%を占めていました。ムーディーが指摘したように、橋の再建費用と時期が不透明なことから、当局のプロジェクト歳入公債に対する信用リスクは高まっています。専門家は、崩落した橋の再建費用は、設計にもよりますが、少なくとも4億ドル、またはその2倍になる可能性があるとして述べています。

MDTAは、損害保険および事業中断保険を有しており、さらに事故の責任を負う船舶所有者を含め、第三者から保険金を受け取る可能性もあります。キーブリッジからの交通は大部分が、MDTAが所有し料金を徴収するフォート・マクヘンリー（I-95）とボルティモア港（I-895）のトンネルに振り向けられることとなります。MDTAには使途無制限準備金4億ドルと短期的な再建費用のための資本勘定4億3,100万ドルがあります。

バイデン大統領は、橋の再建費用は全額連邦政府が負担するつもりであると述べました。メリーランド州は連邦政府から緊急資金として6,000万ドルを受け取る予定で、MDTAはおそらく連邦政府からある程度の財政支援を受けると考えられます。



ムーディーズが指摘したように、橋の再建費用と時期が不透明なことから、当局のプロジェクト歳入公債に対する信用リスクは高まっています。

### 地方債の信用力のファンダメンタルズは依然として堅固

政策金利が上昇し続ける中で、経済の不確実性は依然として残っています。地方債は、経済全体が悪化したとしても、それを克服できる財政状況にあります。州政府や地方自治体は高水準のキャッシュバランスを維持しており、過去の景気低迷時に見せた強さを踏まえると、保守的な環境の中でも地方債は好調な推移が予想されます。

2024年には、多くの州や地方自治体の税収がピークから減少するとみえています。2023年には、個人所得税の徴収額が2022年から13.6%減少したため、州税と地方税の税収総額は4.4%減少しました。2022年の税収のピークは、連邦政府の補助金の流入、高い株式リターン、インフレ高進による売上税の増加、個人消費の加速によって押し上げられました。

特にコロナ禍の連邦政府からの支援金など、これらの要因のいくつかはなくなったため、2024年の税収は当然ながら低くなっています。

しかしこの減少をよそに、税収総額は依然としてコロナ前の名目水準を上回っています。税収総額は2019年を約28%、2020年を約26%上回っています。所得税徴収額も、コロナ前の水準と比べると堅調です。

州や地方自治体はこうした歳入の減少に備えているため、歳入の正常化は必ずしも信用格付けに悪影響となるわけではありません。保守的な予算編成によって、ほとんどの州の財政は23年度を黒字で終え、準備金は過去最高水準にまで積み上がっています。高い準備金残高または貯蓄高は、減収に対して大きな緩衝材となりえます。

また、2024年初来、地方債のデフォルトは低い水準で推移しており、社債のデフォルト額92億ドルに対して3億6,200万ドルとなっています。地方債のデフォルトは、高齢者介護施設や産業振興に加え、一部のヘルスケア銘柄関連債券に集中しています。最も安定したセクターは、州と地方自治体、上下水道公益事業、土地担保付き、高等教育、ヘルスケアでしょう。これらのセクターのデフォルト率は過去の平均並みで、低位を維持しています。

2008年の景気後退以来初めて、地方債市場の信用に関して報道されるリスクが減ったことは特筆すべきことでしょう。この10年間、ジェファーソン郡、デトロイト、プエルトリコ、イリノイ州、シカゴなど、信用悪化の例が数多く報じられ、市場の逆風となってきました。また、特異な信用事由が発生する可能性もありますが、個々の事由が総合市場に波及効果をもたらすとは当社は予想していません。

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：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：<http://www.federalreserve.gov/releases.pdf>。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。

## 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、登録業務の範囲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、登録業務の範囲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、登録業務の範囲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もあり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