

2021年3月

## 課税地方債への投資により 新たな収入源を開拓

### 概要

地方債とは、米国内のライフライン、道路、橋、学校、病院など、地域社会を改善する公共の目的やインフラを支えるために発行される債券です。近年、地方債市場のなかでも課税地方債の発行が増加しており、グローバルな機関投資家にとっては利回りを生む追加的な手段となっています。

- 質の高い課税地方債は利回りとバリュエーションの観点から社債よりも有利
- 課税地方債は利回りと分散効果によってポートフォリオ全体を強化
- クレジット調査の専門能力を用いたアクティブ運用により市場の非効率性を特定し収益を獲得

### 課税地方債が伸びている歴史的な背景

地方債には非課税と課税対象の両方がありますが、いずれの場合も米国の州および地方自治体、準政府機関、適格な非営利団体が資本の改善を目的として資金調達、資金需要の充足、既存債務の借り換えのために発行するものです。地方債は主にインフラ整備などの公共の目的に資するもので、返済の財源は一般的に税金か、事業によって生み出

される料金、あるいはその両方となります。米国の場合、インフラの所有権は分散しています。実際のところ、ケイトー研究所によると、防衛以外の資産の97%は州および地方自治体の政府、ならびに民間団体による所有となっています<sup>1</sup>。地方自治体などは、インフラの開発および運営に当たり地方債の資金を頼りにしています。

多くの投資家が地方債に求めることは米国の所得税が非課税となる点ですが、世界的に課税債への関心も高まっています。非課税債の名目利回りは、同じ格付けの課税債よりも低くなるのが一般的です。これは、非課税収入を必要とする投資家の需要が利回りを押し下げるためです。こうした中で、米国の課税対象とならない投資家にとっては課税債に投資妙味があると考えます。

歴史的に見て、課税地方債の発行額は上下が見られるものの、平均すると地方債全体の供給額の10%近くとなっています。



米国の課税対象とならない投資家にとっては  
課税債に投資妙味があると考えます

## 課税地方債をめぐる環境の変遷

## 2009年

## ビルド・アメリカ債

連邦政府の「ビルド・アメリカ債 (BAB)」プログラムにより、課税地方債の供給が一時的に急増。BABは、州・地方自治体政府などの発行体に対して連邦政府が支払い金利を補助する課税地方債で、インフラ事業の借り入れコスト低下が目的。

## 2010年

## 機関投資家の関心

BABプログラムの重要な成果は、機関投資家、年金基金、保険会社が地方債市場に参入し、2010年に当プログラムが終了した後も投資を継続したこと。

## 2017年

## 減税・雇用法 (TCJA)

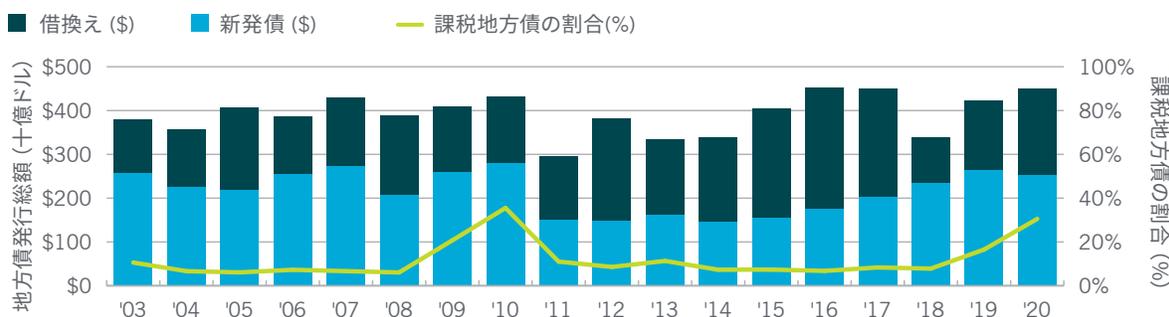
TCJAは、非課税地方債について、満期到来前に借換を行うために新たに発行する期限前借換債の発行を禁止。借換は資金調達コストを軽減するために地方債の発行体が行う一般的な手法。

2019～2021年：  
課税地方債が拡大

課税地方債市場は、期限前借換債の発行が可能であったことから、2019年にさらに活性化。2020年、投資家は供給の増加にいち早く反応し、1,850億ドルの発行を消化。2021年、課税地方債の供給は再び堅調となる見通し。

図1：2020年に市場全体の31%に達した課税地方債の供給

## 過去の地方債発行残高



データ出所：証券業界および金融市場協会 (SIFMA)、米債券市場の発行および発行残高、2021年2月28日現在

上記のとおり、満期到来前の借換はコスト削減のメリットがあることから、発行体は課税債市場での発行を続けると思われます。長期的に見て、投資家層を多様化するために、課税地方債に分散することは発行体にとって合理的です。世界中で名の知れた規模の大きな発行体を中心に、多くの発行体が課税地方債の発行によって新しい投資家を獲得することに関心を示しています。

## 課税地方債の特徴

非課税の地方債と課税対象の地方債のどちらも、一般財源債とレベニュー債の2つのカテゴリーのどちらかに分類されます。最も大きな違いは、債券の担保となる収入源です。

**一般財源債 (GO)** は一般的に、学校、警察署、裁判所などの非収益インフラをサポートするために発行され、発行した自治体が法的に利用可能なすべての資源を使って返済を行うという誓約によって担保されています。一般財源債は、州、市、郡、学区や病院などの特別目的地区が発行することができます。

**レベニュー債**は、事業の施設またはサービスから得られる利用料によって担保されています。上下水道局、電力会社、空港、有料道路、病院、大学などの非営利事業体が、インフラ整備のために発行する債券です。レベニュー債には有担保または無担保、ならびに優先債または劣後債があります。

図 2：公共の目的および資本整備の資金繰りを支える地方債

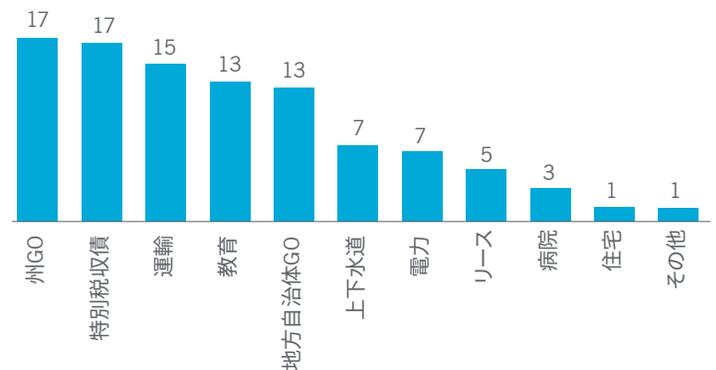
	一般財源債 (GO)	レベニュー債
発行の理由	州および市の一般的な運営目的	インフラ事業の資金繰り
債券の担保	発行体の十分な信頼と信用 (ハードアセットとは限らない)	施設またはサービスから得られる利用料 (一般的には本業の収入またはハードアセット)
発行体の種類	州、市、国、特別目的地区	上下水道局、電力会社、空港、有料道路、病院、大学などの非営利事業体
プロジェクト事例	学校、警察署、裁判所など、 料金や収入を伴わない事業	水処理・ライフライン施設、空港・有料道路・ 交通システム・橋・病院などの建設

### 課税地方債は基本的に格付けが高く、生活必需のサービスを提供

地方債市場の課税対象部分は投資適格債が主で、ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債インデックスの70%超がAA以上の格付けとなっています。最大のセクターを構成するのは州発行の一般財源債、特別税収債、運輸、教育、地方自治体発行の一般財源債、公益です。このインデックスは、税収を財源とする債券と事業収入を財源とする債券の比率がほぼ半々となっています。

図 4：インデックスの大半を占める五大セクター

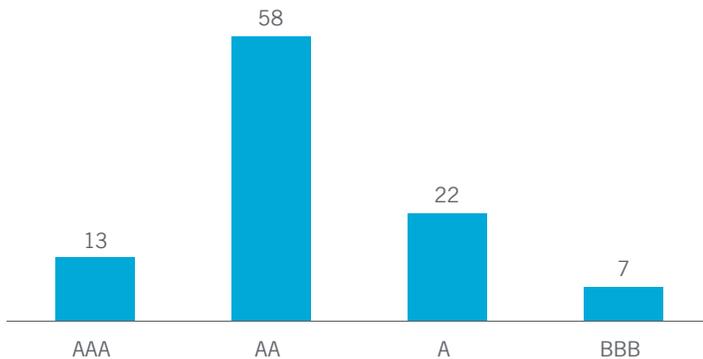
#### セクター比較 (%)



データ出所：ブルームバーグ、2020年3月31日。ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債インデックスのセクター別の比較内訳。

図 3：課税地方債市場の70%超がAA以上の格付け

#### 信用格付 (%)



データ出所：ブルームバーグ、2020年3月31日。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債の信用格付内訳：証券および発行体レベルの格付は、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、フィッチの最高格付に基づく。AAA、AA、A、BBBは投資適格。BB、B、CCC/CC/C、Dは投資適格未滿。

ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債インデックスには、非営利の病院や大学が発行する課税債の多くが含まれていない点には留意が必要です。こうした発行体の多くは、非課税債を地方債市場で発行する一方、課税債は社債市場で発行しているからです。もっとも、これらの課税債は地方債特有の信用特性を有するため、投資家によっては課税地方債のユニバースに入れることもあります。

## 債券ポートフォリオにおける課税地方債の役割

### 利回り

地方債市場は、特長のある発行体と独自の構造を有しており、市場は大規模で細分化され、本質的に非効率です。リスクプレミアムの適切な評価に

は、個別銘柄の信用や債券の構造についての深い理解が必要となります。Nuveen では、地方債の非効率性が投資家にとって利回り獲得の機会となり、価格の歪みが表れると考えます。課税地方債は信用格付が高いにもかかわらず、これまで米国の社債よりも高い利回りを提供しています。

図 5：課税地方債は社債よりも高い利回りを提供

利回り (%)



データ出所：ブルームバーグ、2006年1月1日～2020年12月31日の月次推移。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。代用インデックス：課税地方債：ブルームバーグ・パークレイズ米国課税地方債インデックス；米国社債：ブルームバーグ・パークレイズ米国社債インデックス。

2020年末の時点で、課税地方債インデックスの平均利回りは社債インデックスを上回っており、A格とBBB格の地方債が提供する相対的な潜在価値はさらに大きくなるとNuveenでは考えています。これらの格付の債券は、特徴的な銘柄が多く、分散効果が高く、価格に歪みが見られます。Nuveenはボトムアップ型の調査を通じて、価格に歪みがあり、長期的なトータル・リターンに貢献すると思われる魅力的な利回りの債券を見出す

ことを目指します。投資適格債の中でも比較的格付けの低い債券は、銘柄個別の強みや弱みを十分に理解するために掘り下げた調査が必要となることから、結果的に投資家が回避する傾向があります。地方債の本質的にディフェンシブな資金調達の特性と、過去のデフォルト率の低さを考慮すると、魅力のある相対的なスプレッドが長期投資家にとって他では得られない優れた機会になるとNuveenでは考えています。

図 6：バリュエーションが魅力的な A 格付債券

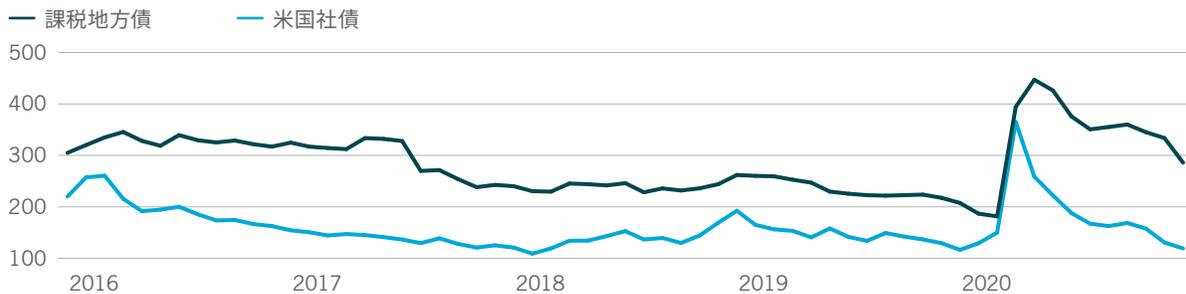
A 格付債券のスプレッド (単位：ベースポイント)



データ出所：パークレイズ POINT、SIFMA、2015年12月31日～2020年12月31日の月次推移。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。A格付のオプション調整後スプレッドの推移を表しています。スプレッドは、米国債対比での課税地方債、社債の利回り格差を表します。代用インデックス：課税地方債：ブルームバーグ・パークレイズ米国課税地方債インデックス；米国社債：ブルームバーグ・パークレイズ米国社債インデックス。

図 7：信用リスクに見合ったリターンを提供する BBB 格付の課税地方債

BBB 格付のスプレッド (単位：ベースポイント)



データ出所：パークレイズ POINT、SIFMA、2015年12月31日～2020年12月31日の月次推移。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。BBB格付のオプション調整後スプレッドの推移を表しています。スプレッドは、米国債対比での課税地方債、社債の利回り格差を表します。代用インデックス：課税地方債：ブルームバーグ・パークレイズ米国課税地方債インデックス；米国社債：ブルームバーグ・パークレイズ米国社債インデックス。

これまで、課税地方債のトータル・リターンは良好で、2011年から2020年までの過去10年のうち9年でプラスとなりました<sup>2</sup>。そのうち7年は、米国の社債市場を上回るリターンを達成しています<sup>2</sup>。アウトパフォームを継続してきた課税地方債ですが、米国の社債に比べて価格は魅力的な水準を維持しています。課税地方債の平均利回りは、高い信用力やディフェンシブな信用特性を持ちながら、米国の社債よりも高い水準で推移しています。

### 分散投資

Nuveenでは、課税地方債が社債を保有する投資家の優れた分散投資先になると考えています。地方債は一般的に、発行体の収入が経済全体の動向に遅れて連動する傾向があるため、クレジット・サイクルの後半にかけてパフォーマンスが良好になります。また、病院、教育、電力、上下水道などの生活必需のサービスに関連する収入は、需要の弾力性が低いことが特徴であり、景気に敏感な社債を保有する投資家にとって分散効果を生みます。

地方債は発行体の多くが公共の目的を有し、独占的な地位にあるため、社債に比べて格付が高くなります。信用格付の分布の中で違いがあることにより、投資家は地方債市場を利用して、相対的な利回りを犠牲にすることなく、目標とする信用の質を維持することが可能となっています。また、地方自治体のデフォルト率は、特に米国の社債と比較した場合、例外的に低い水準で推移しています。

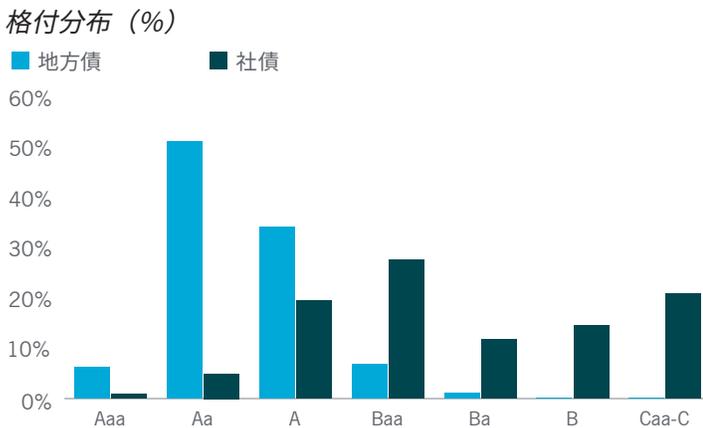
### その他の関連事項

- ・ソルベンシー II とインフラ投資。** 特定の米国地方債は欧州連合のソルベンシー II に関する指令におけるインフラ投資に該当することから、自己資本規制に関する取扱い上、有利となります。欧州や米国の社債に比べて、米国の地方債の方が自己資本規制上の優遇が大きくなるため、欧州の保険会社にとっては特に魅力的です。
- ・債務主導投資 (LDI) 債券マナドート。** LDI ポートフォリオを構築する際、事業主の多くは年金債務の評価に使用されるディスカウントカーブを考慮します。ほとんどの企業確定給付年金制度では、高格付けの社債に基づくディスカウントレートで負債を計算しており、その結果、LDI ポートフォリオの中に占める社債の割合が大きくなります。LDI ポートフォリオの中に課税地方債を含めることで投資対象が拡大して分散性が改善し、さらにポートフォリオ全体の質も高まる可能性があります。
- ・保険会社の負債との釣り合い。** 地方債には、保険会社が長期負債との釣り合いを取る際に検討すべき価値のある特徴がいくつかあります。その特徴とは低いデフォルト率、平均的な信用格付の高さ、デュレーションの長さなどで、これらを組み合わせることで予想可能で信頼性の高いインカムを創出し、その結果、保険会社の負債との釣り合いが取りやすくなります。



信用格付の分布の中で違いがあることにより、投資家は地方債を利用して、相対的な利回りを犠牲にすることなく、目標とする信用の質を維持することが可能となっています。

図 8：地方債の優れた信用格付特性



データ出所：ムーディーズ『Data Report: U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries』1970年～2019年、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、2020年7月15日；2019年12月31日現在のデータ。

図 9：同等の格付の社債と比べて歴史的に低い地方債のデフォルト率

ムーディーズの平均累積デフォルト率 (%) 地方債と社債の比較, 1970年～2019年

格付	5年間の実績			10年間の実績		
	社債	地方債	差	社債	地方債	差
Aaa	0.08	0.00	0.08	0.36	0.00	0.36
Aa	0.29	0.01	0.28	0.79	0.02	0.77
A	0.73	0.03	0.70	2.11	0.10	2.01
Baa	1.47	0.47	1.00	3.58	1.10	2.48
Ba	7.77	1.98	5.79	15.40	3.57	11.83
B	20.33	12.20	8.13	33.70	17.49	16.21
Caa-C	33.56	20.26	13.30	47.89	25.07	22.82

データ出所：ムーディーズ『Data Report: U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries』1970年～2019年、ムーディーズ・インベスターズ・サービス、2020年7月15日；2019年12月31日現在のデータ。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。

課税地方債の信用特性と、これらの事業が提供する生活必需のサービスに対する継続的な需要を踏まえると、歴史的にパフォーマンスは他の資産クラスと比べて景気の敏感性が低いと言えます。他の資産クラスとの長期的な相関性が低いか中程度であることは、ポートフォリオ全体の分散効果の改善に役立ちます。

図 10：地方債は一般的な債券や株式に対して高い分散効果

10年間の相関性

資産クラス

米国社債	0.78
米国債	0.69
グローバルソブリン債	0.54
グローバルクレジット	0.49
新興国債	0.49
グローバル株式	0.01
米国株式	-0.03

データ出所：モーニングスター・ダイレクト。2011年1月1日～2020年12月31日の月次リターン。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。特定の資産クラスと地方債との10年間の相関性。

代用インデックス：地方債：ブルームバーグ・バークレイズ地方債インデックス50%とブルームバーグ・バークレイズ米国課税対象地方債インデックス50%；米国社債：ブルームバーグ・バークレイズ米国社債インデックス；米国債：ブルームバーグ・バークレイズ米国債インデックス；グローバルソブリン債：FTSE WGBI インデックス；グローバル債券：ブルームバーグ・バークレイズ・グローバル総合社債インデックス；新興国債：ブルームバーグ・バークレイズ新興国市場米ドル建て総合インデックス；グローバル株式：MSCI オール・カントリー・ワールド・インデックス；米国株式：S&P500 指数。高利回りまたは低格付の社債や地方債は信用リスクが高く、価格変動が大きくなる可能性があります。相関性は、2つの証券がお互いの関係においてどのように動くかを統計的に測定するものです。

アクティブ運用の実際の運用成果は？

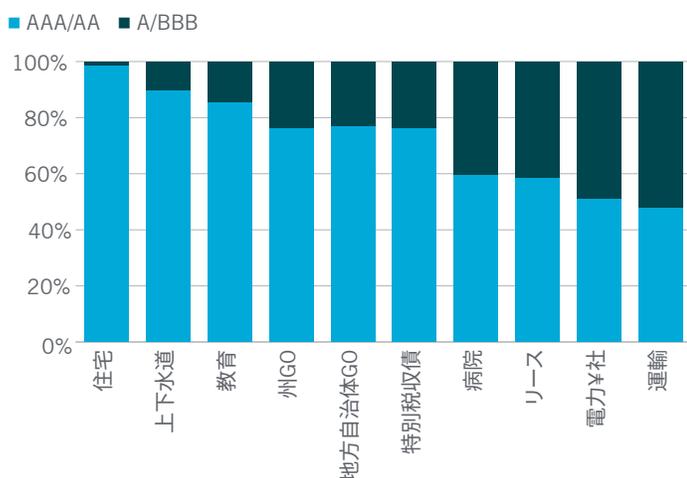
### クレジットのファンダメンタルズ調査を行い、投資ユニバースを拡大

課税地方債市場の拡大に伴い、グローバルな投資家は、州発行の一般財源債や大規模な公立大学など多くのアナリストがカバーする知名度の高い銘柄に魅力を感じてきました。もっとも、これらの銘柄は質が高く、スプレッドが既に縮小しています。こうした中で、他のセクターを追加し、A格などより格付けの低い債券の配分も増やすことで、ポートフォリオの利回りと分散性を高めることが可能です。入念なクレジット調査は差別化につながり、病院、リース、電気、運輸などの高利回りセクターには不可欠となっています。

Nuveen では、ファンダメンタルズに基づくクレジットの選別が長期的な投資で良い結果につながると考えています。優れた利回りやトータル・リターンの機会、クレジットの特性において多様かつ特徴のある発行体で構成されるセクターに多く存在します。これらのセクターにおいて、クレジット調査に特化して地方債に投資を行うことにより、価格の歪みを見出し、継続的に信用リスクを管理することが可能です。

図 11：信用特性が大きく異なるセクター

信用格付内訳 (%)



データ出所：ブルームバーグ、2020年12月31日現在。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債の信用格付内訳：証券および発行体レベルの格付は、スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ、フィッチの最高格付に基づく。

### 市場の非効率性から機会が生まれる

地方債市場は極めて細分化され、非効率な構造を有します。この市場を構成する発行体は50,000を超え、店頭で取引されています。財務情報の開示も限定的な場合があり、長期的な投資の成功には社内でのクレジット調査が重要となります。

“

クレジットの特性において多様かつ特徴のある発行体で構成されるセクターは優れた利回りやトータル・リターンの機会を提供

課税地方債の発行は、2021年も堅調さを維持すると予想されます。規模の大きいインデックス構成銘柄だけでなく、インデックス非構成銘柄も新発債で発行されるため、細分化された地方債市場に精通した運用機関にとって大きなチャンスとなります。

ブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債インデックスは課税地方債の投資適格ユニバースを表す優れた指標ですが、市場全体の機会を示す指標とはなりません。幅広いインデックスを構成する時価総額上位の銘柄は、インデックスに含まれておらず、同等の信用力を持ち、格付が類似している債券よりも低い利回りで取引されているのが一般的です。機関投資家は投げ込む網を大きくして、クレジット調査に特化することで、独自の調査と信用リスクの管理により確信を持ってポートフォリオのインカム・ゲインを拡大することができます。

図 12：債券格付は類似していても利回りと投資のメリットは異なる

発行体	ホッキング工業大学	カリフォルニア大学
CUSIP	434159BA6	91412HGG2
州	オハイオ	カリフォルニア
発行額	1,840 万ドル	26 億ドル
現在のスプレッド	+120 bps 対米国 10 年債	+50 bps 対米国 10 年債
償還期限	2030 年 7 月 1 日	2030 年 5 月 15 日
格付	Aa2/NR	Aa2/AA
セクター	公立高等教育機関	公立高等教育機関

データ出所：ブルームバーグおよび Nuveen、2020年12月31日現在。過去の業績は将来の結果の保証とはなりません。例の信用特性は説明のみを目的としており、現行または過去に運用された商品の実際のパフォーマンスの結果を反映しているものではなく、投資アドバイスの根拠とみなされるべきではありません。読者は、ここに記載された証券に投資することで過去に利益が得られた、または今後利益が得られると想定してはなりません。本報告書は何らかの特定の証券の売買についての推奨を記載したものではありません。またいかなる種類の投資アドバイスともみなされるものではありません。特定の情報は当社が信頼できると考えている第三者の情報源より取得されていますが、その正確性または完全性については保証いたしません。

図 12 は、最近発行された 2 つの債券の比較です。ホッキング工業大学はブルームバーグ・バークレイズ米国課税地方債インデックスの構成銘柄ではありません。一方、カリフォルニア大学は発行直後にインデックスに組み込まれました。これらの債務や債券構造の違いは、クレジット・スプレッドに差があることの部分的な説明になるかもしれませんが、最も大きな理由は、多くの地方債投資家がこの債券のメリットについて独自に調査するリソースを保有していないことです。したがって、ホッキング工業大学の債券は、発行時点で利回りにプレミアムが乗っています。

インカム志向で課税地方債に投資してきた従来の投資家にとって、ホッキング工業大学はポートフォリオのインカムを拡大し、分散性を高めるまたとない機会となります。低金利が続く、課税地方債の供給が大幅に増加する中、社債に偏っていたポートフォリオを分散したいと考えている投資家にとっては、質の高い資産クラスを利用できることはチャンスとなるはずですが、このようなチャンスは幅広いセクターや発行体から得られるものであり、インデックスに組み入れられていないからといって見過ごすべきではありません。

### 規模とスケールの優位性により市場アクセスと流動性を供給

新発債は、課税地方債市場の中でシェアを伸ばしています。新発債は既発債よりも若干割安な価格で市場に出回ることが多く（新規発行コンセッションと呼ばれる）、新発債の買い手は発行の時点で、規模の小さい市場参加者ではあまりアクセスできない超過収益の源泉を手にすることができます。同様に、流通市場での債券へのアクセスはディーラーとの関係性に左右される部分が大きく、規模の最も大きい買い手が最初にディーラーの在庫を見ることができず。

地方債市場は、ブローカーとディーラーのネットワークがウォールストリートの大手銀行と専門性の高い地方銀行によって構成されているという点でユニークです。ホッキング工業大学の主幹事は、ペンシルバニア州とオハイオ州の発行体を主な対

象とする地方銀行でした。こうした新発債は、老舗の地方債投資家でなければアクセスできないものであり、地方債を専門とする投資家にとって利回りと分散効果において魅力的な収益源です。

多様な商品を幅広く揃え、証券仲介業者との長期的な関係を維持している規模の大きい運用機関は、発行市場と流通市場のどちらにおいても債券にアクセスするのに有利な場合が多くなっています。イールドカーブや信用格付け全体におよぶ幅広い債券を数十億ドル規模で扱う証券仲介業者は、ハイイールドからハイクオリティ、短期から長期、非課税から課税まで、市場のあらゆる分野を網羅して買い入れる債券運用機関とより密接に連携する傾向にあります。地方債投資で長い歴史を持つ Nuveen は、証券仲介業者のトレーディングパートナーの上位に位置付けられています。そのため、発行市場のアロケーションへのアクセス、流通市場における銘柄への優先的な投資が可能であり、そして売却時もあらゆる規模の取引における流動性が得られます。

### 結論

**市場にいち早く参入。** 課税地方債は、多くの機関投資家に見過されている資産であり、その利点は今後ますます認識されていくと思われます。質の高い資産を中心として、比較的高い利回りが期待できる課税地方債は、信用の回復力やポートフォリオの多様性を通じてポートフォリオのリターンを向上させ、全体的な効率を向上させるのに役立ちます。クレジットのファンダメンタル調査によって投資機会が拡大し、非効率性を利用する体制が整っているアクティブ運用のファンドマネジャーにとって、この市場は優れた投資対象となります。課税地方債は公共の目的のために発行され、本質的に優れたファンダメンタルズを有しており、Nuveen では投資対象として魅力が大きいと考えています。

## 注釈

- 1 Cato Institute、Who owns U.S. Infrastructure?, Tax and Budget Bulletin No. 78、2017年6月1日；米商務省経済分析室
- 2 出所：Bloomberg, L.P.、2011年1月1日～2020年12月31日までの暦年のパフォーマンス。過去のパフォーマンスは将来の成果を保証するものではありません。課税地方債：Bloomberg Barclays U.S. Taxable Municipal Bond Index、米国社債：Bloomberg Barclays U.S. Corporate Bond Index

## 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。

## 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、組入れファンド内の価格変動リスク、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 379-20210428

# nuveen

A TIAA Company