

2024年1-3月期見通し

課税地方債：好調なスタート



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



アンドリュー・J・ルベルト、CFA
課税地方債、
クライアント・ポートフォリオ・マネージャー

第4四半期（10-12月期）に、課税地方債市場は2011年以来最も高い四半期リターンを記録しました。

米国連邦準備制度理事会（FRB）が2024年に金利緩和を開始するとの期待から、課税地方債は米国債に同調して上昇しました。利回りは2011年以来の高水準で年初を迎えました。

投資家は、生活必需性の高い地方債への投資を通じてクレジットを選択的に追加しながら、やや長めのデュレーション特性を想定することで報われるはずです。

重要なポイント

- 12月に発表されたFRBのドットプロットは2024年の利下げを示唆し、その結果米国債が上昇したことが第4四半期の課税地方債市場を下支え。
- 魅力的な利回り水準と金利引き下げの見通しにより、長期債に対する需要が高まる見込み。
- 課税地方債は、堅調なファンダメンタルズを生かす有利な立場にある。

見通し：焦点はFRBの利下げにシフト

FRBは利上げを終了したとみられます。2024年には緩やかな利下げが始まるという見通しから、米国債のイーールド・カーブは下方にシフトすると予想しています。

利下げによるヘッジコスト圧力の緩和が見込まれ、米国債市場に海外からの需要を呼び戻す見通しです。また、FRBはバランス・シートのランオフ（償還される債券を再投資せずに保有残高を減らす）政策を終了し、過剰供給をさらに削減する可能性もあります。中期的には、10年物米国債利回りのフェアバリューは3.50%前後とみられます。



このような環境において、投資家はインカムのみから魅力的なリターンを享受できるかもしれません。これは10年近く見られなかったダイナミクスです。

米国のインフレについては楽観できるが、更なる引き締めの可能性も

当社の基本シナリオでは、2024年末時点のコア・インフレは2.75%-3.00%程度と想定しています。この見解には以下の要因が織り込まれています。

- 家賃のコストは大幅に減速し、2024年半ばには年率3%近くで正常化。
- 非住宅コア・サービスは4%前後から3%に減速。
- 製品からサービスへと軸足が移る中で、財の物価上昇率はほぼゼロに止まる。
- エネルギー価格の安定。

しかし、以下の要因がインフレ率を予想以上に押し上げる可能性もあります。

- 住宅価格は若干回復。住宅市場の実際の活動と住宅価格インフレの間には約15か月のタイムラグがあるため、2024年後半には上昇リスクが生じる可能性も。
- エネルギー価格には国際的な力学が反映され、地政学的な不確実性が大きく影響し得る。

- 賃金インフレは労働市場の軟化に伴って減速し、コア・サービス・インフレを抑制。労働市場が予想以上に改善すれば、賃金インフレに上昇圧力がかかる可能性も。

自信を裏付ける多くの理由

FRBの利上げ終了に対する経済の反応次第で、2024年に課税地方債市場は改善するとみられます。FRBなどは、ソフトランディングの可能性はまだあると考えています。いずれにせよ、地方債は投資ポートフォリオの安定化に役立つとみています。

FRBの猛烈な利上げペースは課税地方債利回りに影響を及ぼしましたが、クレジット・ファンダメンタルズは依然堅調です。州・地方政府は、コロナ禍において数回にわたって景気刺激策を実施した後、潤沢な資金を維持しており、歳入はコロナ前の平均を大きく上回っています。

課税地方債は2011年以来最も高い利回りで2024年をスタートし、このような堅調なファンダメンタルズを活かす十分な態勢にあるはず。この環境では、投資家はインカムのみから魅力的なリターンを享受できる可能性があります。これは約10年間見られなかったダイナミクスです。

2023年には2年連続で地方債の市場ボラティリティが上昇し、FRBの利上げサイクル終了を待つ中で一部の投資家は市場を離れました。様子見をしている投資家がFRBの利上げ終了を確信すれば、魅力的な絶対利回りの水準が需要を喚起するはず。

2023年の新発債供給総額は2022年比で2%減となり、2年連続で前年を下回りました。課税地方債の供給はさらに抑制され、2022年比で31%の減少となりました。投資家が予想通り強気に転じれば、過去2年間にわたり新発債の供給が乏しかったことから、需要の伸びが流通市場の供給を吸収し、スプレッド縮小のさらなるきっかけとなり得ます。

ファンダメンタルズの強さに注目すると、地方債は十分に分散された長期ポートフォリオにおいて魅力的な可能性を秘めているとみています。

2024年のテーマ

経済環境

- インフレ率はここ数か月、財と住宅費の落ち着きを反映して軟化しており、2024年に向けて良好な軌道にある。
- 住宅を除いたコア・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。
- フェデラル・ファンド(FF)金利はこのサイクル(2023年末まで)の間に525ベース・ポイント(bps)上昇。FRBの金融政策は依然としてデータに左右され、コア・サービス・インフレが焦点。
- 2024年に150bpsの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。
- 米国の成長率は、FRBの金融政策の影響が完全に及ぶ中で、徐々に低下するはず。金利動向、地政学的問題、マネーサプライの減少などが重要なポイント。
- ソフトランディングの可能性は残るが、いったん経済が一方向に動き始めると、外部からの力がない限り、そのコースに留まる傾向がある。
- FRBの金融政策終了をめぐる不透明感から、引き続き金利ボラティリティが生じる見込み。
- 経済が想定以上に減速すれば、FF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)が潤沢な水準にある。
- 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。
- 2024年を通して、供給は2023年の水準近くで推移する可能性がある。新規発行よりもクーポン、コール、満期償還の方が多くを想定。
- 投資家はデデュレーションを持つことを選好しており、この傾向は2024年にも続き、乗り遅れたくない投資家の間でさらに加速する可能性もある。
- 11月の力強い上昇にもかかわらず、利回りは魅力的な水準を維持。FRBの利上げ終了を投資家が確信するにつれ、2024年には需要が高まる可能性も。
- 地方債のパフォーマンスは11月に急反発。地方債は足元の金利水準から得られる高いインカムの創出に基づき、今後も魅力的なリターンを記録する可能性がある。
- 課税債、非課税債ともに、地方債の長期バリュエーションは同年限の米国債や社債と比較してクレジット・スプレッドの面で魅力的。

FRBと財務省の方向転換が相場上昇を牽引

10月末に、債券投資家は懸念を抱いていました。10年国債利回りは5.0%に達し、インフレ率は高止まりし、労働市場はさらに改善し、FRBに安堵感を与えることはありませんでした。過去数十年で最高の利回りが需要を喚起し、地方債市場は乱高下の中でも底堅さを維持しました。課税地方債の利回りは、10月の米国債急落時に6%近くに達しました。この水準が相場を押し上げ、長期デュレーション債の需要が高まりました。

11月の市場心理は急速に変化し、FRBが利上げを見送り、雇用とインフレのデータが予想を下回ったため、地方債は急伸しました。FF金利先物市場は、将来の利上げ確

率がほぼゼロに近いことを素早く織り込み、米国財務省はクーポン債の供給が予想より少ないと発表し、米国債市場のテクニカル要因を下支えしました。

FRBの12月のドットプロットは2024年の利下げを示唆し、市場は当然ながら好感しました。インフレ抑制と雇用促進のバランスを取ることは、経済が翌年にかけて景気後退の兆しを見せれば、FRBが方向転換し得ることを意味しています。

その結果としての米国債価格の上昇が第4四半期の課税地方債市場を下支えしました。今後もパフォーマンスは改善し続けるとみられます。経済の冷え込みが続くなか、金利はさらに緩やかになり、質の高い債券を下支えする

見込みです。さらに、過去最高額の待機資金が長期投資に向かう可能性もあります。

課税地方債は米国債に追隨して上昇

課税地方債利回りは当四半期中、米国債利回りと同調して低下しました。ブルームバーグ課税地方債インデックスの利回りは73bps低下し、4.86%で終わりました。同指数の利回りは10月下旬にピークに達し、5.93%まで上昇しています。10月のブルームバーグ課税地方債インデックスのリターンは-2.05%でしたが、11月と12月の力強い上昇により、第4四半期のトータル・リターンは7.89%、2023年年初来のリターンは8.84%となりました。

当四半期のパフォーマンスは主に米国債価格の上昇によるもので、クレジット・スプレッドは2bpsの縮小にとどまりました。地方債は、格上げ銘柄が格下げ銘柄を4対1の割合で上回る中で好調な状態を維持し、2023年通年のクレジット・スプレッドは38bps縮小しました。

地方債市場には生活必需サービスの性質があることから、歴史的に見て、経済の不確実性に直面しても底堅さを発揮してきました。特に、米国債のボラティリティに対する大きな緩衝材を提供するため、高利回りへの期待が高まり続けています。



地方債市場には生活必需サービスの性質があることから、歴史的に見て、経済の不確実性に直面しても底堅さを発揮してきました。

需給環境は引き続き良好

供給

2023年の地方債の起債総額は2022年比で2.8%減少しました。2023年の課税地方債起債額は374億ドルで、2022年比で31%減少しました。2022年にも新規発行が減少しており、2年連続の少ない供給となりました。

課税地方債市場では、超大型債の満期償還やクーポン支払いによる再投資が歴史的に見ても大量に行われ、その結果、供給が正味マイナスとなった期間もあります。さらに、入札活動が活発化して市場から債券が引き揚げられました。2023年の正味起債総額は約-20億ドルと

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)	2023年年初来のリターン (%)	2023年第4四半期のリターン (%)
課税地方債 (AA-)	4.86	82	7.84	8.82	7.89
米国債 (AA+)	4.09		6.11	4.05	5.66
米国総合債券 (AA)	4.54	42	6.20	5.53	6.82
米国投資適格社債 (BBB+)	5.06	98	7.06	8.52	8.50
グローバル総合 (ヘッジ無し, A+)	3.51	43	6.64	5.72	8.10

2023年12月31日時点。出所：ブルームバーグ、2023年12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、ブルームバーグ米国社債トータル・リターン・バリュヘッジ無し米ドル建、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、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・バリュヘッジ無し米ドル建、ブルームバーグ米国総合トータル・リターン・バリュヘッジ無し米ドル建、ブルームバーグ・グローバル総合社債トータル・リターン・インデックス・バリュヘッジ無し米ドル建、ブルームバーグ米国総合ABSトータル・リターン・バリュヘッジ無し米ドル建、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・バリュヘッジ無し米ドル建。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。

なりました。

第1四半期の起債動向は通常穏やかですが、金利低下を背景に通常よりも起債が増えるかもしれません。2年連続で供給が少なかった後、債券に対する投資意欲が再燃しているため、供給が増えても容易に吸収される見込みです。

2024年には、供給は過去の平均に近づき、総供給は約3,750億ドル、課税地方債の供給額は750億ドル近くになると予想しています。

需要

2022年は米国債の極端な乱高下とドル高を受けて、為替ヘッジの損失と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が重なり、需要が減退しましたが、2023年には若干の改善が見られました。長期デュレーションに対する需要が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。

FRBの利上げ計画が年後半まで不透明だったため、トータル・リターン志向の投資家は忍耐強さを維持しました。FRBの利上げ方針がより明確になり、インフレ率も引き

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

2023年の地方債の初回デフォルトは合計18億ドル（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3セクターに集中し、老人ホーム/高齢者住宅、プロジェクト・ファイナンス、非営利団体が62%を占めました。デフォルトは主に、非課税のハイ・イールド発行体に集中しています。

経済の不確実性は存在するものの、バランス・シートが記録的水準に積みあがっていることでほとんどの発行体には十分な緩衝材があるため、問題の広がりや2024年には生じないとみています。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す。2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1:1に近づくと予想されます。

クレジット・スプレッド

第4四半期には課税地方債のクレジット・スプレッドが、オプション調整後ベースで84bpsから82bpsに縮小するなど、クレジット・スプレッドは全般に穏やかな推移となりました。

市場参加者がソフトランディングの可能性に強い関心を寄せる中、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。第4四半期にBBB格のオプション調整後スプレッドが7bps縮小する一方、A格のオプション調整後スプレッドは5bps縮小しています。

クレジット・スプレッドは全体的に2021年末の水準に近く、2022年の極端なボラティリティの中で生じた拡大が反転しています。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30bps高位なスプレッドを維持して2023年を終えました。

図表2：AA格課税地方債とAA格米国社債のスプレッド比較



出所：ブルームバーグ課税地方債インデックス2021年12月-2023年12月31日。AA格のオプション調整済みスプレッド。ブルームバーグ地方債インデックス課税債トータル・リターン・インデックス・バリュエーション、米国社債のトータル・リターン・バリュエーションヘッジなし米ドル

州に蓄積された現金と準備金が安定性をもたらす

2024年に向けて、多くの州・地方政府は歳入の減少を見込んで財政赤字を計画しています。州税と地方税の税収総額は、2023年上半年期にかけて5.7%減少しましたが、これは個人所得税の徴収額が2022年上半年期と比較して23.6%急減したことによります。

この減少をよそに、税収総額はコロナ前の名目水準を上回っています。2023年上半年期の税収総額は2019年を約24%、2020年を約31%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。

2022年の税収のピークは、連邦政府の補助金の流入、株式市場の高い投資収益率によるキャピタルゲイン税の増加、インフレ上昇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。これらの要因の多くが弱まったため、21年度と22年度に見られた予想外の大幅な税収の増加と比べると、23年度の税収は当然ながら低くなっています。

各州は歳入の約40%を所得税、35%超を売上税に依存しており、カリフォルニア州のように累進課税構造を持つ州は、経済状況の影響をより受けやすい可能性があります。しかし、各州は歳入の減少に備えてきたため、歳入の減速が必ずしもセクター全体の信用力の低下を引き起こすとは限りません。各州は当初、23年度の税収減を予想しており、当初予算では3.1%の減収を見込んでいました。税収減は、経済成長率の低下、消費パター

ンがモノからサービスへシフトしていること、税制改正の影響などに基づくものです。多くの州が税率を引き下げ、所得税の税率体系を見直すなど、意図的な減収もありました。

保守的な予算編成によって、ほとんどの州は23年度を財政黒字で終え、歴史的な高水準にある準備金を積み増しました。24年度のレイニー・デー・ファンド残高は

24年度には史上最高水準を維持すると予想されており、歳入減少の影響を和らげることができます。24年度の州予算案は、歳入の減少と歳出の削減を見込んでいます。

地方自治体の信用力の高いファンダメンタルズは格付けに反映されています。ムーディーズの格付けは、10四半期連続で格上げが格下げを上回りました。

[詳細については、nuveen.comをご覧ください。](https://www.nuveen.com)

出所

州および地方の税負担、2022暦年。米国税金財団(2023年、8月2日)：州税および地方税の控除に関する変更点の説明。SmartAsset(日付なし)；Hulehan, K.(2023年第1四半期、12月7日)。政策立案者は、SALT控除の上限設計オプションの歳入、分配、経済のトレードオフを比較検討する必要がある。州の税率：米国税金財団。国内総生産(GDP)：米商務省。米国債利回りレシオ：ブルームバーグ(要定期購読申込)。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：投資信託協会。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：ビュウ・チャリタブル・トラスト。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)。スタンダード&プアーズおよびインベストメント・ツールズ：<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：ポンドバイヤー。州の歳入：米国勢調査局

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