

2026年第3四半期(7-9月期)の見通し

課税地方債： 不確実な環境下でも 底堅さを維持

2026年も半年が経過しましたが、課税地方債はその本領を発揮しています。マクロ経済の不安定さやベース金利の上昇にもかかわらず、課税地方債は年初来リターンで+1.17%を記録し、投資適格社債を上回るパフォーマンスを獲得しています。利回りは歴史的な高水準付近を維持しており、需給面でも良好な環境が続いています。2026年下半年は、投資行動を起こすのに魅力的な機会があると私たちは考えています。

重要なポイント

- ・ 課税地方債は年初来で投資適格社債を上回るリターンを記録しました。投資適格社債と同程度の利回りを提供しながらも、ボラティリティは低く、平均的な信用力も高い点が課税地方債の特長です。
- ・ 足元では、満期を20年から30年に延ばしても追加的な利回りが得られないため、課税地方債のイールドカーブは、中期ゾーンが最も投資妙味が高くなっています。
- ・ 連邦政府の政策は、地方債セクターごとに恩恵を受けるものと逆風を受けるものを生み出しています。厳格なクレジット分析を行うことで、ファンダメンタルズ対比クレジット・スプレッドが過度に拡大しているような、魅力的な投資機会を発掘できると考えています。
- ・ 2026年年初に提示した5つの投資テーマ、すなわち①キャッシュの資産移動(Cash rotation)、②新規発行時のコンセッション(割安な発行条件)、③長期ゾーンでのフラットなイールドカーブ、④連邦政策による影響の格差、⑤歴史的水準の準備金、これらはいずれも引き続き市場を形成する要因として有効であり続けています。



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、CFA
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

地方債：上半期は底堅いパフォーマンスを記録

課税地方債の第2四半期トータル・リターンは+0.74%となり、年初来リターンは+1.17%に達しました。この間、米国の長期金利が30ベースポイント（bps）上昇していたことを考えると、注目に値する結果です。

年初来のインカム・リターンは+2.44%となり、キャピタル・リターンの-1.27%を十分に相殺しました。これは、金利上昇局面においてインカム・リターンがパフォーマンスを支える柱となることを改めて示しています。

課税地方債は2025年を通じて投資適格社債をアウトパフォームした流れを2026年も引き継ぎ、年初来でさらに31bpsのリードを拡大しています。金利上昇や地政学的な逆風がそのペースをやや抑制しているものの、パフォーマンスは引き続き大半の債券資産クラスを上回っています。

今後、地政学的な懸念が和らぐことで、昨年みられたより力強いトレンドへの回帰が期待されます。

供給の低迷が良好な需給環境を下支え

地方債の新規発行額は第2四半期に加速し、第1四半期比で18%増加しました。年初来の総発行額は3,000億ドルをわずかに下回っており、通年予想の6,000億ドルに対して概ね順調なペースです。課税地方債の発行額は第2四半期に42億ドル増加したものの、依然として低水準にとどまり、年初来累計は205億ドルと前年同期比でわずか2%増にとどまっています。

上半期の課税地方債の発行を牽引したのは、一般財源債、戸建て住宅債、および高等教育セクターでした。このうち高等教育セクターは依然として新規発行を行う主要セクターではあるものの、連邦政府の政策の先行き不透明感を背景に各機関が市場調達を急いだ2025年上半期と比較すると59%減少しました。

通年の課税地方債の発行額は、昨年の323億ドル程度に着地すると予想されます。今年は再投資資金が580億ドル程度にのぼることから、ネットの供給はマイナスが続く見込みであり、需給の引き締まりは市場にとって大きな追い風となります（図表1参照）。

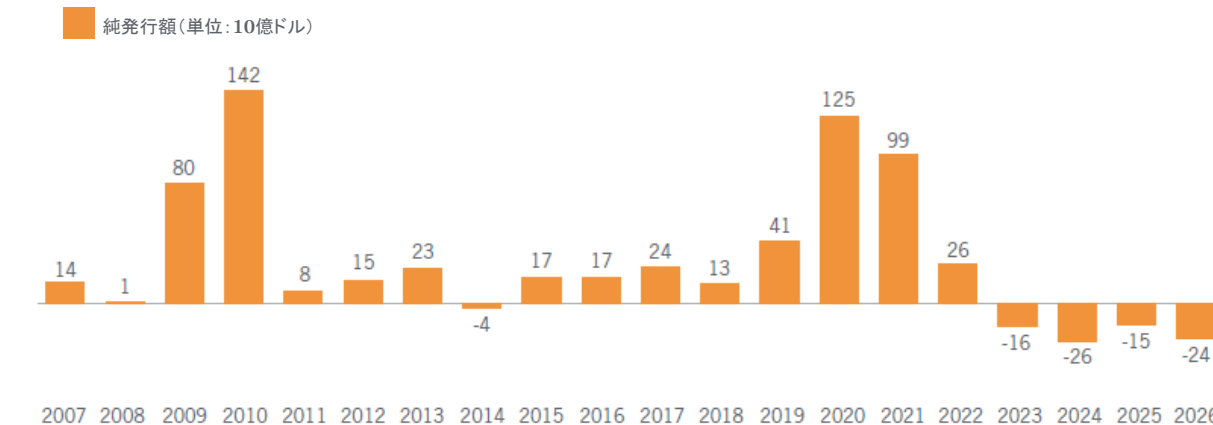
需要の勢いに衰えの兆しなし

スプレッドの縮小は低格付けセグメントにまで広がっています。A格を有する銘柄は年初来9bps縮小、BBB格も同14bps縮小しております。AAAおよびAA格付けの銘柄はすでに歴史的タイトな水準に近い低スプレッドで推移する中、利回りを求める投資家は自然と低格付けゾーンへ移行しており、幅広い層にわたる需要が持続しています。

課税地方債は第2四半期末時点で利回り5.08%となり、過去10年レンジの上位20%以内に位置しています。投資適格社債の5.19%と比較しても遜色なく、課税地方債の方がより低いボラティリティと高い平均格付けを持つことを考慮すれば、相対的な魅力は十分に存在します。

セクター別では、ヘルスケアおよび電力（公益）セクターが特に注目されます。ヘルスケア・セクターは5.43%の利回りとスプレッド84bpsを提供しており、電力セクターは同5.24%、61bpsとなっています。いずれもインデックス平均の5.08%・52bpsを大きく上回っています。魅力的な絶対利回り水準、良好な相対的割安感、そして特定セクターへの投資機会などを勘案すると、引き続き旺盛な需要が続くとみています。

図表1：償還額が新規発行額を引き続き上回る



出所：JPモルガン、2026年6月12日。長期債のみ（期間13ヶ月以上）、短期競争入札および短期相対交渉による販売方法は除く。リマーケティング（再販売）は除く。2026年の数値はJPモルガンによる予測値を反映しています。

ポートフォリオへの示唆：短期的なボラティリティは、魅力的なエントリーの機会となります。すでに投資済みの投資家様にとっては、現在のポジションを維持すること、および価格が下落した局面で買い増しを行うことが、引き続き賢明な選択であると考えます。

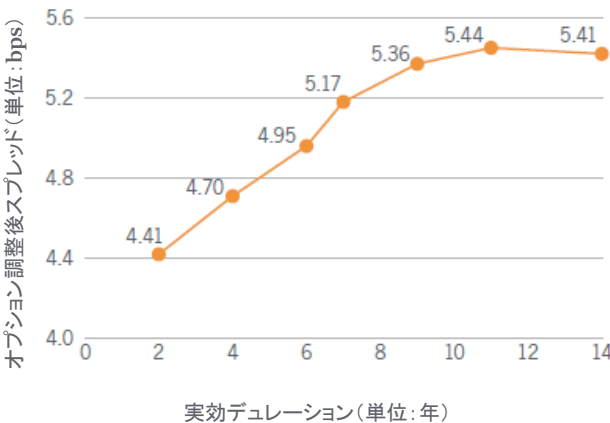
イールドカーブは依然として中期デュレーションに有利な状況

第2四半期において、米国債のイールドカーブはベア・フラット化しました。これは、底堅い雇用関連指標と高止まりするインフレを背景に、市場が米連邦準備制度理事会（FRB）による近い将来の利上げリスクを織り込んだことで、短期ゾーンが上昇する一方、長期ゾーンがわずかに低下したことによるものです。

課税地方債のイールドカーブは、2年から11年の期間において最も急な傾き（スティープ化）を示しており、それ以降の期間では逆イールド状態となっています。これは、長期ゾーンでの供給が限られている一方で、保険会社による長期ゾーンへの需要が根強いことに起因しています（図表2参照）。現在の利回り水準は魅力的であり、特に6年から11年のデュレーション・レンジが最も有望と考えています。このゾーンはスティープなイールドカーブの恩恵を受けており、利回りは5%前後またはそれを上回る水準にあります。デュレーションを11年超に延長した場合、利回りの上乘せが見込めない一方でリスクだけが増大することになります。

ポートフォリオへの示唆：課税地方債のイールドカーブにおいて、最も魅力的なデュレーションのレンジは6年から11年です。

図表2：課税地方債のイールドカーブは、デュレーション11年超のゾーンでほぼフラット



出所：Bloomberg, L.P., 2026年6月30日時点。表示されているパフォーマンスデータは過去の実績であり、将来の結果を予測または保証するものではありません。使用したインデックスは次の通り。Bloomberg Municipal Index Taxable Bonds Total Return Index Value（為替ヘッジなし）。オプション調整後スプレッド（OAS）：固定利付証券と無リスク金利との間のスプレッドを、オプションの価値を考慮した上で調整したものです。実効デュレーション：組み込みオプションを考慮した上で、金利変動に対する債券価格の感応度を測る指標です。

クレジットの二極化が、選別的なセクター機会を創出

連邦政府の政策転換は、地方債市場に対して不均一な形で圧力をかけています。その結果、現在の環境に対応できるクレジットと、真の逆風に直面しているクレジットとの間で、より明確な差異が生じています。このような状況においては、充実したクレジット・リサーチに裏付けられた、規律ある銘柄選択が不可欠です。

私たちは、上下水道セクターおよび電力セクターに魅力的な投資機会があると考えています。これらのセクターでは新規発行が増加しており、クレジット・クオリティが概ね安定・堅調であるにもかかわらず、魅力的なコンセッションでの購入機会が生じています。

上下水道セクターは、生活必需サービスを提供する独占事業であり、財務指標は良好な状態を保っています。2025年度時点での平均手元流動性日数は543日、平均債務返済力バレッジ比率は2.3倍となっています。新規供給量は前年比で90%増加しており、こうした安定した高品質のクレジットが魅力的な利回りで市場に出てきています。老朽化設備の更新や永久残留性化学物質（PFAS）の除去対応に伴う資本需要が続くため、発行水準は今後も高止まりすると見込まれます。上下水道セクターの現在の利回りは5.09%、スプレッドは54bpsと、インデックスをわずかに上回る水準にあります。

電力セクターは、データセンターによる電力需要の急速な拡大を受け、供給能力の増強に向けたニーズが高まっています。この需要が衰える可能性は低いと考えており、新規設備投資のコストを一般消費者（料金支払者）と需要を牽引するハイパーセクター（大規模クラウド事業者）の間でどのように分担するかについて各州で議論が続く中、発行は高水準を維持するでしょう。同セクターは現在5.24%の利回りと61bpsのスプレッドを提供しており、インデックスと比較して相対的に高い水準となっています。

州および地方政府が発行する一般財源債は、米国地方債の中心であり続けています。2026年度末までに、財政安定化準備金（いわゆる「レイニー・デー・ファンド」）の残高中央値は、歳出の14%に達する見通しであり、これはコロナ禍前の平均値8%のほぼ2倍に相当します。2026年第1四半期における州・地方税の税収額は前年比5.7%増加し、所得税・売上税ともに増収となっています。

予算編成の時期を迎え、歳入予測は広範にわたって慎重な見通しとなっています。2027年度の歳入・歳出はともに約2%程度の増加にとどまる見込みで、これは経済成長の鈍化懸念と連邦政府の政策をめぐる不透明感の継続を反映しています。増税余地と歳出計画の柔軟性は、市場の混乱の中にあっても、一般財源債など税収を返済原資としたセクター全体のレジリエンスを支えています。私たちは、一般財源債およびそのほか税収を返済原資としたセクターをポートフォリオ保有銘柄の中核と位置付けて選好しています。

ヘッドラインに埋もれてしまう州・地方の健全な信用力

予算に関するヘッドラインは、しばしば実際の信用リスクよりも大げさな印象を与えがちです。こうした情報のノイズを冷静に見極められる投資家は、相場の軟調局面での投げ売り避けられるだけでなく、合理的な根拠のないスプレッド拡大の際に優良なクレジットを買い増す機会を見出せる可能性があります。

●**ニューヨーク州**：予想通り、州議会は予算の期限を延長しましたが、これは手続き上の問題に過ぎず、財政的な問題に起因するものではありません。ホークル知事は所得税の引き上げに抵抗し、最終的な予算にはニューヨーク市への小規模な追加支援が盛り込まれました。マンダニ市長は財政準備金の水準を維持し、固定資産税の引き上げも回避しており、全体として建設的な結果といえます。

●**イリノイ州**：構造的な財政課題への対応を継続しており、財政準備金の改善と長期的な負債への対処に向けた姿勢が示されていることから、現時点では安定した信用見通しを維持しています。

地方債の需要に影響する州の住民投票

複数の州で、高所得者にとっての連邦税免除所得の税引き後価値を高める住民投票が予定・実施されており、これらは地方債の需要に直接的な影響を及ぼします。

●**カリフォルニア州**：ニューサム知事は、組合が支持する「富裕税」の妥協案を否決しました。この税制改正案は11月の住民投票に付されることが確定しています。

●**ロードアイランド州**：100万ドルを超える所得に対する新たな付加税が、2027会計年度予算の一部としてすでに成立しています。

●**ワシントン州**：高所得者への限界税率の引き上げが法律として成立しました。

●**フロリダ州**：住宅用不動産税の軽減措置が住民投票にかけられる見通しです。これが実現した場合、地方自治体の税収が制約される可能性があり、返済原資のうち住宅用固定資産税への依存度が高い小規模な発行体は、返済原資に充当できる税収源が多様化されていて十分な準備金を持つ発行体に比べてより大きなリスクにさらされます。

●**コロラド州**：所得税の変更案が地方の税収に影響を及ぼす可能性があり、引き続き注意深く動向を注視する必要があります。

ポートフォリオへの示唆：予算をめぐる動きに起因したスプレッド拡大は、優良クレジットへの投資機会を生み出す可能性があります。

見通し：行動する好機が到来

今後数カ月間は、余剰キャッシュを運用に振り向ける重要な機会が訪れていると考えます。私たちは、特に残存期間6年から11年の中期デュレーションの銘柄を愛好しており、ファンダメンタルズの悪化に比べて過度にスプレッドの拡大がみられている上下水道、ヘルスケア、高等教育といった特定のセクターにも注目しています。

クレジットのばらつき（ディスパージョン）が拡大する中、個別銘柄の選択能力がこれまで以上に重要となっています。ファンダメンタルズは堅調であり、需要も力強い状況です。また、課税地方債の利回りは、同格付けの社債と比べて魅力的なインカム・リターンを提供しています。現在の上昇基調は、さらに継続する余地があると考えています。

連邦政策の転換による、各地方債セクターのファンダメンタルズへの影響

以下の地方債セクターのスコアカードは、主要な地方債セクターにおけるクレジット・ファンダメンタルズ、クレジット・モメンタムなどに関するNuveenの見解をまとめたものです。

図表3：地方債セクター別のスコアカード

セクター	+ ポジティブ = 中立 - ネガティブ		主なポイント
	クレジット・ファンダメンタルズ	クレジット・モメンタム	
州・地方政府	=	=	安定した税収の増加と潤沢な準備金が、景気減速の可能性や連邦政府の政策をめぐる不確実性に対する緩衝材となっています。
教育	=	-	少子化が進行する中で学生の獲得競争の激化や教育費の負担増に加え、連邦政府の政策変更による逆風が強まっています。名門大学や大型の大学はこうした環境変化に対応できる見込みですが、小規模なカレッジは学生の確保において苦境に立たされる可能性が高いことが想定されます。
運輸	+	=	サブ・セクターの一つである空港セクターの手元資金は健全な水準にあり、旅客需要はパンデミック前のピーク水準を大幅に上回っており、原油価格の上昇による旅行需要減リスクにもある程度対応できると考えます。また、運輸能力の拡大に向けた資本投資が引き続き必要な状況です。
住宅	+	=	アフォーダブル住宅（手頃な価格の住宅）に対する需要の高まりが、関連プロジェクトへの需要を下支えています。一方、移民政策の変化による労働力供給の制約が、このようなプロジェクトの遅延につながる恐れがあります。
上下水道公益事業	+	=	同セクターは生活必需サービスを提供する独占的な事業であり、潤沢な流動性を有する発行体は、今後も多額の資本投資を必要とし続けることが予想されます。
ヘルスケア	=	=	高止まりしていた労働コストや供給コストは正常化しつつあります。大多数の病院は、2027年に予定されている連邦政府のメディケイド（低所得者向け公的医療保険）の政策変更に対応できると考えられます。ただし、小規模な地方の病院は対応に苦慮する可能性があります。

データ出所：Nuveen、2026年5月31日。一部の記述は将来の見通しに関する発言と見なされる場合があります。なお、そのような記述はいかなる将来のパフォーマンスに対する保証や予測を意図するものではなく、実際の結果や動向は予測されたものと大きく異なる可能性がある点にご留意ください。

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。

2026年の地方債に対する運用アプローチとして、Nuveenは5つのテーマに注目しています。これらは2026年後半を迎える現時点でも有効です。

	市場で起きていること	市場への影響	検討すべき策
マネー・マーケット金利（短期金利）の低下が資金の移動を後押し。	7兆5,000億ドルの滞留資金が、より高利回りの資産へ移動する可能性。	資金流入はみられておりますが、マネー・マーケット資産は引き続き過去最高水準を維持。2027年には連邦準備銀行による金融緩和が再開されると予想しており、今後も高位な需要が続くと予想。	高格付け銘柄、特に中期デュレーション債を中心に組み入れ、高位な利回りの確保。
新発債のコンセSSION（起債時プレミアム）を通じた投資機会が引き続き存在。	2026年の新規発行額は約6,000億ドルと過去最高水準に達する見通しである一方、課税地方債の供給は引き続き限定的な水準にとどまると予想。	課税地方債においては、供給量が抑制されていることが、需給面では追い風。	新規発行時のコンセSSION（起債時プレミアム）を積極的に活用するとともに、厳格なクレジット・リサーチを通じて投資価値のある銘柄を見極めることが重要。
イールドカーブの長期ゾーンのフラット化により、中期デュレーションのポジショニングに相対的な優位性。	課税地方債のイールドカーブは、デュレーション11年超のゾーンにおいてフラット化。	11年超の長期ゾーンへの投資で追加的に得られる利回りは魅力的な水準ではなく、リスクとリターンバランスという観点から魅力に乏しい状況。	イールドカーブのスティープな部分を取り込みつつ、過度なデュレーション・リスクを回避するため、デュレーション6～11年のゾーンに投資妙味。
連邦政府の政策転換が銘柄選別による差別化の機会を創出。	「One Big Beautiful Bill Act（一つの大きく美しい法案）」により、州政府・病院・大学・公益事業者に対する連邦政府の支援が削減。	連邦政府による支援の削減は、病院・高等教育・電力に対して不均等な圧力となる可能性。一方、地方債の税制優遇措置（非課税メリット）は維持されており、市場全体への広範な悪影響は限定的。これまで以上に、銘柄選択が重要。	優良な医療機関および高等教育機関の銘柄を選択的に追加しつつ、スプレッドのボラティリティを引き続き注視。
過去最高水準の財政準備金が、クレジットの底堅さを下支え。	地方債の発行体の大半は、2026年の年初時点において、準備金が過去最高水準にあり、かつ収益源は景気後退局面でも安定していることは検証済み。	過去最高となった財政安定化基金（いわゆる「レイニー・デー・ファンド」）の残高と、増加傾向にある税収は、たとえ景気後退局面においても地方債が有利なポジションにあるという私たちの確信を裏付け。	市場下落局面でも底堅さを示してきた運輸セクターおよび上下水道、電力セクターに強気見通し。

データ出所: Nuveen、2026年5月31日時点。将来の見通しに関する記述が含まれている場合があります。こうした記述は将来の運用成果を保証するものではなく、特定の結果を予測することを目的とするものでもありません。実際の結果や今後の動向は、記載された見通しと大きく異なる可能性があります。

詳細については、nuveen.comをご覧ください。

出所

国内総生産：米国商務省。国債利回り：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：ピュー・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 <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>。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

加入協会：一般社団法人資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会