

2025年1-3月期見通し

課税地方債： 回復の兆し

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

ポートフォリオ・マネージャー

フィリップ・C・トラベン, CFA

ポートフォリオ・マネージャー

2024年第4四半期（10-12月期）には、インフレが根強く残り、米連邦準備制度理事会（FRB）の政策見通しに変化したために米国債利回りが全体的に上昇、イールドカーブはフラット化して、金利が上昇する中でデュレーションの長い課税地方債は社債と国債をアンダーパフォームしました。米国債は今後ボックス圏推移が予想される中で、目先のバリュエーションが魅力的な課税地方債のパフォーマンスは改善が予想されません。そうした環境下、足元のバリュエーションは長期投資家にとって魅力的なエントリー・ポイントを提供しているといえるでしょう。

主なポイント

- 課税地方債は、米国債利回りの上昇によって絶対値でマイナスリターンとなったが、基本的なクレジットストーリーに変わりはなく、長期投資をサポート。
- 地方自治体のバランスシートは依然として健全な状態にあるが、特異なクレジット・イベントによる影響が発生した場合に備えてアクティブに管理することが重要。
- 2024年のFRBによる利下げに続き、イールドカーブのさらなるスティープ化に備え、デュレーションの長期化の検討が必要。
- さまざまな資産クラスでクレジット・スプレッドは今までにないほどタイト化しており、ビルドアメリカ債（BAB）が追加的な利回りと共にクオリティの高い魅力的な機会を提供。



当面の魅力的なバリュエーションを背景に、課税地方債は、米国債がボックス圏で推移すると予想される中で、パフォーマンスの向上を期待。

見通し：

地方債は季節的に堅調を予想

第1四半期を迎えるにあたり、課税地方債市場は有利な位置付けにあります。

金利の高止まりが続く中で、**供給は抑制されており**、事前繰上償還の量は2020年と2021年の水準と比較して依然として低調です。供給が少ない状況が続く一方で、1月には満期償還や期限前償還（コール）、クーポン利払いが加速し、それも債券価格を下支えする需給要因となる可能性があります。2025年を通して課税地方債の供給は需要を下回ると当社は予想しています。

クレジット・スプレッドは、A格付け地方債のオプション調整後スプレッド（OAS）が77bps（ベースポイント）と、**比較的魅力的な水準にあります**。クレジット市場では堅調な経済状況と利回りを求める動きに反応してスプレッドは総じてタイト化しましたが、課税地方債市場は同等格付けの社債に比べて依然として良好なスプレッドを提供しています。

クレジット・スプレッドのカーブは引き続き、絶対利回りと**相対価値の面で魅力的です**。2024年第4四半期になって金利見通しは変化していますが、課税地方債のスプレッドカーブは依然として、デュレーションの長期化と利回りを追求する投資家にとって投資妙味があります。課税地方債のスプレッドカーブはデュレーション12年までスティーブ化しており、通常の長期債よりも高いインカムゲインが期待できる上、保有期間を通じて金利の安定または低下とクレジット・スプレッド縮小の組み合わせで追加的なトータルリターンを獲得できる可能性があります。ただし、12年超のデュレーションでは、こうした利点は減るため、より慎重な選別が必要であり、イーールドカーブをアクティブに管理することが重要です。

経済状況の見通しが不透明な中でも、**地方債は良好な位置付けにあります**。超過準備金は取り崩されていますが、準備金は依然、高い水準を維持しています。地方債は過去の景気後退期も底堅さを維持しているため、市場がリスクオフの状態になったとしても堅調なパフォーマンスが期待できます。地方債はこうした堅固なファンダメンタルズを活用するのに有利な位置付けにあり、スプレッドの縮小が続くと予想されます。

2025年のテーマ

経済環境

- FRBは2024年にみられたインフレの低下基調が今後も続き、2025年は2.5%に向かっている。
- FRBは2024年後半に合計100bpsの積極的な利下げを実施。インフレが目標値に近づくにつれて、今後も利下げの動きが続くとみられる。
- 米国は底堅い経済成長を示しているが、当社は、失業率、消費支出、家計の余剰貯蓄水準などを注視していく。
- 資本市場ではリセッション・リスク懸念は後退しているものの、当社は引き続き今後の動向を注視する。
- 将来の利下げのタイミングと程度など、FRBの金融政策が利回り変動の要因となる可能性がある。

地方債市場環境

- クレジットは引き続き堅調で、歳入と準備金は潤沢な水準にある。
- 州政府は歳入の正常化に向けて調整している。
- 地方債のデフォルトは引き続き低水準で希であり、特異であると予想。
- 当社は2025年も新発債の供給が豊富で、5,000億ドルに近づくとみている。金利が高止まりする中で課税地方債の供給はより抑制され、地方債市場全体の約10%を占めると想定。
- より高い利回りが長く続く中、デュレーションの長期化が引き続き選好されている。
- 他のクレジット市場に比べて割安なバリュエーションにより、堅調な需要が続く。

米経済の堅調と不透明な財政政策で ボラティリティは継続

米国経済活動はやや鈍化したものの、依然として堅調です。2024年の実質GDP成長率は約2.5%になる見込みで、2023年に記録した3.2%からは減速したと思われる。当社は、減速傾向は続き、2025年の成長率は2.0%をわずかに下回ると予想しています。労働市場は既に減速が目立ち、失業率は極めて低い水準から約0.7%上昇しました。失業率が上昇し、それと平行して世帯所得の伸びが鈍化すれば、全体的な経済成長の足かせとなるでしょうが、一方でインフレ圧力は若干和らぐ可能性があります。当社では、米国の景気減速は続いて、リセッションは回避できると考えます。

米国でさらなる減税や財政政策の拡大があれば、景気の下支え要因となる可能性があります。当社では、こうした中で、インフレは比較的根強く残るとみています。コアの財とサービスのインフレ率は既に目標値に戻っていますが、住宅市場はまだ高止まりしています。

経済のレジリエンスに加えてインフレが予想したほど早く2%に戻っていないことから、FRBの長期的な政策見通しに不透明感が生じています。しかし、当社ではFRBは第1四半期に利下げを行い、ターミナル金利は3.75-4.00%程度になると予想しています。

2017年の減税および雇用創出法（TCJA）で導入された多くの個人所得税減税措置が間もなく失効することから、トランプ新政権はおそらく2025年初頭に大規模な税改革を提案するでしょう。トランプ大統領は、高所得者に対する現在の限界税率や、州・地方税（SALT）の控除額上限など、いくつかの重要な規定を延長しようとするでしょう。当社では、アドバンス・リファイニング債は課税地方債市場で発行しなくてはならないとする規定に変更はないと予想しており、その点を重視しています。



失業率が上昇し、それと平行して世帯所得の伸びが鈍化すれば、全体的な経済成長の足かせとなるでしょうが、一方でインフレ圧力は若干和らぐ可能性があります。

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 年初来
課税地方債 (AA-)	5.21	58	7.57	1.57
米国債 (AA+)	4.45		5.74	0.58
米国総合債券 (AA)	4.90	34	6.02	1.25
米国投資適格社債 (BBB+)	5.33	80	6.77	2.13
グローバル総合債券 (ヘッジ無し、A+)	3.67	35	6.48	-1.69

出所：データは2024年12月31日時点。出所：ブルームバーグLP、2024年6月。全てのリターンは米ドル建、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・バリュートータル、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（「サービス」）は、アルゼンチン、パキスタン、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。

堅調なファンダメンタルズで市場は安定

供給

2024年の地方債起債総額は2023年の3,851億ドルから32%増えて5,076億ドルとなりました。新規資金目的の起債額は前年比19%増の約3,556億ドルでした。

しかし、課税地方債起債額は2023年の398億ドルから11%減って356億ドルとなりました。課税地方債の起債額は、金利が高止まりして発行体にとって借り換えの機会が減ったため、低水準にとどまりました。2025年も課税債の起債は低水準が続くとみられ、課税地方債にとって良好な需給環境となり、パフォーマンスが下支えされると予想されます。

需要

課税地方債需要は強弱入り混じった状態になるとみています。投資家フローは全体的に健全な状況が続くでしょう。米ドル高が米国以外の投資家にとって逆風となり、特にアジア太平洋地域でヘッジポジションの入れ替えによって売りが広がると思われますが、2025年も米国経済が底堅さを維持すれば、課税地方債の需要は堅調が続くと当社は予想しています。

為替ヘッジからの売り圧力という短期的な需給要因によって、割安になったところで投資できれば、利回りとパフォーマンスを向上させる機会が生まれています。

課税地方債市場では旺盛な需要が続いています。償還期限を迎える金額は2025年に360億ドルを超える予想され、コール可能な債券は150億ドルを超えます。償還期限やコール可能日を迎える債券だけでも供給を相殺でき、市場の債券パフォーマンスを支える需給要因の追い風となるでしょう。

デフォルト

2024年にデフォルトは低下傾向を示し、地方債のデフォルト金額は初めて18億ドルと、それまでの5年間の年平均合計を下回りました。直近では、2024年第4四半期に新たにディストレス債となった債券は、前年同期を34%下回りました。

デフォルトは、依然として高齢者介護施設やサービス付き高齢者住宅で多く発生しています。空港や上下水道システムなど必要不可欠なサービスを寡占的に提供する事業者は強固なクレジット・ファンダメンタルズを背景に引き続き好調です。

クレジット環境は全体的に堅調で、3年連続で格上げ銘柄数が格下げ銘柄数を4対1の比率で上回っていましたが、この傾向は2024年には約2対1に減速しています。しかし、この比率の低下は、クレジット・クオリティの悪化を示すわけではありません。むしろ地方債の勢いが増しているために多くの銘柄の格付けが限度に達しつつあることを反映しているものと思われます。

クレジット・スプレッド

課税地方債のオプション調整後スプレッド（OAS）は第4四半期に68bpsから58bpsに縮小しました。このスプレッド縮小に債券自体の高い利回りも組み合わさって、



2025年も米国経済が底堅さを維持すれば、金融緩和には時間がかかるかもしれませんが、課税地方債の需要は堅調が続くと当社は予想しています。

クオリティの比較的低い債券が高い債券をアウトパフォーマンスすることになりました。

足元では、課税地方債発行体間におけるスプレッドの差異が縮小し続けています。堅調な経済指標が発表されるにつれて、比較的大きな州が発行する一般公債など、発行体最大手のスプレッドは四半期中にタイト化しました。しかし、やがては取引活動の活発化によって、比較的小規模な発行体でも、同様にスプレッドのタイト化とアウトパフォーマンスがみられるようになると当社は考えています。

第4四半期末のAA格の債券のスプレッドは56bpsで、AA格の社債スプレッドは44bpsでした。質の高い地方債にとって、こうしたスプレッドの優位性は引き続き魅力的であると考えています。

ビルドアメリカ債は、比較的低い債券から質の高い債券への乗り換えを可能に

ビルドアメリカ債（BAB）では、2024年に、特別償還条項（ERP）の行使が増加しました。ほぼすべてのBABに付いているERPは、発行体が、額面か米国債利回りに100bpsのスプレッドを上乗せした価格のいずれか高い方の価格で債券を償還できるというものです。ERPの行使価格が米国債利回りに100bpsのスプレッドを上乗せした価格であるため、発行済みBABのバリュエーションはこの3四半期、+100bpsの水準からほぼ動いていません。BABスプレッドは最近も100bps近辺にとどまっていますが、BAB以外のスプレッドは第4四半期に58bpsから48bpsに大幅にタイト化しました。

レジリエントな米経済を受けて、クレジット・スプレッドは総じて縮小しました。ハイイールド社債と投資適格社債もスプレッドは過去最小に向かって推移しています。しかし、BABはスプレッド100bpsで償還されるERPリスクがあるため、そうしたスプレッドのタイト化はみられません。BABのスプレッドがタイト化していないことは、投資に前向きな投資家にとってはユニークな機会を

提供しています。

BBB格の社債はBABよりもスプレッドがタイトで、BABの平均信用等级付はAAとなっています(図表2)。クレジット市場全体的にスプレッドが大幅に縮小していることから、投資家にとっては、比較的风险の高い債券を利益を確定して売却し、もっと質の高いBABに乗り換える機会が生じています。BABを購入することは、BBB格社債に代わるインカムゲインを手に入れることとなり、クレジット・クオリティを高め、今後のクレジット・スプレッド拡大リスクを軽減するなど、いくつかの点でポートフォリオの改善につながります。

図表2：BABとBBB格社債の比較



出所：データは2024年12月31日時点。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（「サービス」）は、アルゼンチン、パミューダ、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。

持てる者と持たざる者との明暗が分かれる 教育機関セクター

セクターによっては、今も持てる者と持たざる者との間で明暗が分かれ、強者はますます強く、弱者はますます弱くなっています。そうした傾向が顕著にみられるのは、高等教育機関とヘルスケアセクターです。高等教育機関では、小規模な大学が困難に直面する一方、比較的規模の大きい裕福な大学の需要は衰えていないようです。したがって、過去平均に比べてスプレッドが高止まりする中、クレジットの観点から、一部の優良な高等教育機関が安定した魅力的な選択肢を提供する傾向がみられます。どの機関が成功するかを見極めるには、ファンダメンタルズのリサーチと入念な信用調査に基づく選別が重要です。

トランプ政権下では、学校の選択を可能とする政策が勢いを増し、チャーター・スクールへの公的支援が強化され、K-12（幼稚園から高校まで）学区への資金の再分配が促進される可能性があります。学生ローンの返済免除の取り組みは後退する可能性が高く、高等教育の需要に悪影響を及ぼす可能性もあります。また、大学基金への課税に向けて支持が高まっており、そうなれば大学の運営や学生への財政援助が制限されるでしょう。その結果、課税対象の大学基金が地方債市場で新たな買い手となる可能性が考えられます。



高等教育機関では、小規模な大学が困難に直面する一方、比較的規模の大きい裕福な大学の需要は衰えていないようです。

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・ファンド型のファンド・フロー：投資会社協会（ICI）。地方債の発行：Siebert Research。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。The Bond Buyer『New Money Project Financing』。州の歳入：米国勢調査局。

Chronicle of Higher Education、ムーディーズ、米国勢調査局『Quarterly Summary of State & Local Tax Revenue Tables、2024年2Q』、フィッチ・レーティングス『2025年 U.S. State Budgets Back to Normal』（2024年9月9日）、Governing『What Did State Do With Their Budget Surpluses?』（2024年9月11日）、Pew『How a Pandemic-Era Surge in Tax Collections Drove a Revenue Wave—and What It Means for Future State Budgets』（2024年8月）。

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「無登録格付けに関する説明書」をご覧ください。

<https://www.nuveen.com/ja-jp/global/-/media/nuveen/documents/legal-and-compliance/unregisteredratingsagencies.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