

2024年10-12月期見通し

課税地方債： 季節的に堅調を予想

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3四半期（7-9月期）には米国債のイールドカーブがスティープ化し、投資家の間でデュレーションを長期化する動きが広がりました。市場の注目が、経済指標と米連邦準備制度理事会（FRB）がソフトランディングを目指していることに集まる中で、局所的な高ボラティリティが続きました。課税地方債の新規発行は依然低迷していますが、目先のバリュエーションは良好で、地方債の供給は減少傾向にあるうえ、米FRBのさらなる利下げ観測を受けて需要も高まっているため、地方債は今後アウトパフォームすると思われます。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買いの機会を提供しているといえるでしょう。

重要なポイント

- 課税地方債は米国債利回りの低下に伴って上昇したが、クレジット・スプレッドの動きは安定していたため、今後に向けてバリュエーションが魅力的となっている。
- 経済見通しが不透明な中、地方債のクレジットの回復力は、ポートフォリオを強化できる。
- FRBの利下げによってイールドカーブがスティープ化する中、投資家はデュレーション長期化を 선호。



今後たとえ市場で警戒的な見方が広がったとしても、前回の景気低迷期にレジリエンスを示した地方債がアウトパフォームすると想定します。

見通し：

米大統領選挙後に供給が減れば需給要因が改善

第4四半期を迎えるにあたり、地方債市場は有利な位置付けにあります。

2024年末に向け、また、それ以降も**需給要因はさらに改善するでしょう**。新発課税地方債は2024年に入り、ひと月当たり30億-40億ドルのペースで発行されてきましたが、米国大統領選挙後の11月と12月には、発行ペースは鈍ると予想されます。同時に、市場ではFRBが今年11月と12月会合でそれぞれ25bps（ベースポイント）の利下げを行うと予想しており、そうなれば需要が支えられるでしょう。

利回りは過去10年平均を100bps近く上回る**歴史的な高水準で高止まり**しています。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動きです。課税地方債のクレジット・スプレッドは比較的安定した推移となる傾向があるため、トータル・リターンはインカムゲインから大きな影響を受けず、利回りがこれだけ高止まりしていることで、投資家にとっては魅力的なインカムゲインの長期的機会が提供されているのです。

FRBが利下げを継続すれば、**イールドカーブはもっと大きくスティープ化**するでしょう。そのような環境は長期債にとってプラスとなります。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。現金同等物と短期債の金利が低下するにつれて、イールドカーブのスティープ化を活用したデュレーションの長期化が増えるでしょう。

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**。準備金は一部取り崩されていますが、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、今後市場で警戒的な見方が広がった場合は、前回の景気低迷期にレジリエンスを示した地方債がアウトパフォームすると思われる。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、スプレッドの圧縮が続くと予想されます。

2024年のテーマ

経済環境

- 第1四半期以来、インフレ率は低下基調。年末までには、コア・サービス・インフレ率と住宅費が双方とも低下し、コアPCEインフレ率はさらに低下するとみられる。
- FRBはフェデラル・ファンド（FF）金利を525bps引き上げた後、今年9月の会合で50bps引き下げた。当社では来夏まで毎会合で25bpsずつの利下げを予想し、ターミナルFF金利はインフレと賃金、雇用データ次第とみている。
- 米国は底堅い経済成長を示しているが、消費は減速し始めている。景気に影響を及ぼす要因は、失業率、消費支出、家計の余剰貯蓄水準など。資本市場では景気後退リスク懸念は後退しているが、当社は引き続き今後の展開を見守る。
- 米国大統領選挙と今後の利下げタイミングをめぐる不透明感が引き続き、金利市場での短期的なボラティリティの原因となっている。

地方債市場環境

- 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。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稀であり、特異であると予想。
- 課税地方債の供給は2023年に比べるとかなり安定している。当社は、米国大統領選挙結果が明らかになる11月第1週後は供給が減速すると予想。
- より長くより高いイールドを求めてデュレーションの長期化が選好され、投資家はその波に取り残されたくないと考えている。
- 今年の地方債の相対パフォーマンスは良好。
- スプレッドはタイト化しているが、インカムゲインの上昇に基づいて魅力的なリターンが期待できる。

インフレ懸念は過去のものに

全体的なコアインフレ率は、いくつかの要因によって、FRBが目標値とする2%に近付いています。FRBによる金融引き締めは労働市場に緩和圧力をもたらし、住宅市場は大幅に沈静化、世界の経済成長は全体的に減速しました。

労働市場では、雇用創出ペースはコロナ禍前の趨勢並みまで落ち込み、失業率が若干上昇しました。これは一部、働きざかりの労働参加率が20年以上ぶりの最高水準をつけ、サプライサイドの動きが上向いたためです。しかし雇用も失速したため、失業期間が長期化しています。最も重視される先行指標の一部は悪化しており、今後数四半期は失業率が上昇して経済成長全体に重しになると予想されます。

こうした環境下、FRBが利下げサイクルを開始したことは合理的だといえます。しかし、FRBの利下げサイクルが50bpsという大幅な利下げで開始したにもかかわらず、市場では今後さらなる利下げに向けた過剰な期待が見られます。FRBは今後一定のペースを維持したい意向を示しており、おそらく各会合では、停止または加速する柔軟性を維持しつつ25bpsの利下げとすることになると思われます。そうすることで、FRBが中立金利とみなす3.25-3.50%近傍に向かうまで、利下げの影響を見極める猶予が生まれるでしょう。当社では、2025年半ばにこの水準に到達するとみています。

第3四半期のリターンを主導したのはクレジットとデュレーション

第3四半期には、市場の間でFRBの利下げ期待が高まり、米国債のイールドカーブはスティープ化しました。2年物米国債利回りは111bps低下する一方、30年物利回りは44bpsの低下にとどまり、イールドカーブは2022年7月に逆転していましたが、2年物と10年物国債利回りのスプレッドは第3四半期中にマイナス30bpsからプラス14bpsになりました。

課税地方債のクレジット・スプレッドは、AAA格付けからAA、A、BBB格付けまでほぼ変わりませんでした。若干の拡大が見られました。したがって、第3四半期のリターンを主導したのは、インカムゲインと国債イールドカーブの変化でした。ブルームバーグ課税地方債インデックスのリターンは5.42%でしたが、それに対してブルームバーグ米国債インデックスは4.74%、ブルームバーグ社債インデックスは5.84%でした。

当四半期にはデュレーションとクレジットが好パフォーマンスを示し、課税地方債市場の中では、12年以上の長期デュレーションのリターンが6.97%と最高になりました。同様にBBB格の債券もクレジットセグメントでは

5.87%のリターンを記録して最高のパフォーマンスとなりました。セクター別では、全体的に低めの格付けと長めのデュレーションという特徴を併せ持つ病院セクターが好調で、6.15%とセクターでは最高のリターンを記録しました。運輸セクターも好調でリターンは5.97%となりました。

図表1：年初来リターン

インデックス	最低利回り (%)	OAS	OAD	3Q リターン	年初来トータル・リターン
課税地方債 (AA-)	4.61	68.11	7.71	5.42	5.33
米国債 (AAA)	3.77	-0.32	6.05	4.74	3.84
米国総合債券 (AA)	4.23	35.85	6.13	5.20	4.45
米国投資適格社債 (BBB+)	4.72	87.77	7.09	5.84	5.32
グローバル総合債券 (ヘッジなし、A+)	3.32	37.60	6.58	6.98	3.60

出所：データは2024年9月30日時点。出所：ブルームバーグLP、2024年9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、ブルームバーグ米国社債トータル・リターン・バリュエ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・バリュエ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・バリュエ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・バリュエ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・バリュエ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・バリュエ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、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・フィナンシャル・サービス（「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。

需給要因は今後さらに改善の見通し

供給

第3四半期までの地方債の起債総額は3,800億ドルで、2023年同期と比較して35%増加しました。その大半は非課税地方債です。課税地方債は金利への感応度が比較的高く、利回りが全体的に高止まりしていることから供給は若干抑制されています。年初来、課税地方債の起債額は263億ドルで、2023年の水準に比べると7%減

少し、容易に吸収される規模となっています。

10月には起債が増えると思われませんが、供給の増加ペースも選挙後には失速するでしょう。選挙後の供給不足は2025年2月まで続く可能性もあります。そうなれば、向こう数カ月は需給環境が有利となるでしょう。

需要

需要が最も旺盛なセグメントは依然としてデュレーションの長期ゾーンです。バイ・アンド・ホールドの長期投資家は、短期利回りが低下する前に長期債を保有しようとしています。ただし、アジア太平洋地域、特に日本ではヘッジコストが上昇しているため、需要に水が差される格好となっています。目先はそうした逆風が続くと思われませんが、米国国内およびユーロ圏内からの需要は総じて堅調です。

債券自体に対する需要も旺盛です。今年1年を通じて満期償還、繰上償還、クーポンの支払いが盛んに行われてきました。2024年第4四半期には75億ドルの課税地方債が満期を迎えます。選挙後の供給の動向を踏まえ、これら満期を迎える債券と、コーラブル証券の償還が相まって、需給面から、市場を支えるための再投資需要が大きく増える可能性があります。

デフォルト

2024年第3四半期末時点で、地方債のデフォルトは合計11億ドル（額面金額）となり、過去5年間の年間デフォルト額よりも低くなっています。

非課税地方債市場におけるデフォルトは、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。必要不可欠なサービスを寡占的に提供する事業者は引き続き好調です。課税地方債のデフォルトは依然として極めて稀です。

クレジット環境は全体的に堅調です。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

第3四半期には課税地方債のクレジット・スプレッドにはほとんど動きはみられませんでした。ブルームバーク



格上げ比率の低下は、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。

課税地方債インデックスの平均クレジット・スプレッドは2.6bps拡大し、信用格付け全体にわたって、同じ様なスプレッドの推移となりました。しかし、社債スプレッドは当四半期中に若干縮小しました。

インデックスレベルではスプレッドは比較的安定していましたが、セクターによって異なる動きが見られました。州の一般財源保証債（GO債）ではスプレッドが最も縮小し、オプション調整後スプレッド（OAS）は当四半期中に3bps縮小しました。クレジット・クオリティの影響を受けやすい産業開発債のスプレッドは、この期間に13bps拡大しました。州のGO債のスプレッドが縮小したのは、特にFRBが利下げを行った後の9月下旬に強い需要がみられたベータの高い領域に関連したものとされます。こうした動向を踏まえ、当社ではベータの低い領域でスプレッドが縮小すると予想しています。

依然として底堅い地方債市場

高等教育機関と病院：持てる者と持たざる者

高等教育機関と病院の両セクターは、人口動態面での圧力やインフレ、連邦政府によるコロナ救済措置の剥落など、コロナ禍関連の課題を乗り越えて回復基調にあり、注目されています。

大学はコロナ禍の最中に閉鎖され、入学人数が打撃を受けました。多くの大学で学生はまだ完全に復帰しておらず、また、高卒者数の減少にも直面しています。高卒者の数は2025年に350万人で頭打ちとなり、その後10年間で最大15%の減少が予想されています。

病院では2021年から2023年にかけて、賃金インフレによって賃金が跳ね上がり、利益率（中央値）が2-5%低下しました。しかし、これは全体像の一部に過ぎず、これらセクターの債券の軌道は2通りに分かれています。

何が起きているのか？ これらセクターの債券の行方は、持てる者と持たざる者との2通りに分かれています。

両セクターとも、流動性が潤沢にあり、業績も堅調でマーケット・ポジションも確立されている大手の機関の信用力は通常、改善または安定しています。これらの大手機関は、インフレや人口動態の変化、規制環境の変化などマクロ経済の逆風も、信用力にそれほどの打撃を受けることなく乗り越えています。反対に、流動性が限定的で収益性も低い比較的小規模な機関は、市場シェアを失い、競合に追いついていくのが難しくなっています。

結論：高等教育機関や病院が発行した債券に対し、その逆風がすべての大学や病院に同じ様に影響すると認識されています。そのため、ディスカウントがつく可能性があり、これは投資家にとっては魅力的な投資機会となります。

Nuveenのクレジット・リサーチは銘柄固有の要因に特化したボトムアップによるファンダメンタル・リサーチに重点を置いており、各セクターにおける銘柄の価値を見極め、過小評価されている債券の投資機会を捉えます。

税収の伸びが正常化

州の歳入の伸びは、コロナ禍後の数年にわたる歳入の不安定な時期を経て、過去の通常平均に戻っています。2021年と2022年は、大半の州で堅調な経済成長と連邦政府による支援によって歳入は過去平均を大幅に上回り、その後2023年はほぼ横ばいとなりました。2024年も折り返し地点を過ぎたところですが、税収は前年同期比で5.1%増となっています。州の運営は主に所得税と消費税に依拠していますが、双方とも底堅さを示しています。前年同期に比べ、2024年前半における個人からの所得税収は7.1%増、法人税の税収は6.4%増となりました。

多くの州が最近、所得税率を引き下げるか、税率区分を調整したことを考えると、税収の増加は特筆に値します。2021年から2023年にかけて、ほぼすべての州（48州）が税率を引き下げるか減税措置を講じ、その半数以上の州は所得税率を恒久的に引き下げたのです。消費税はそれほど増加せず、2024年の税収の成長率は前年比1.4%にとどまりました。消費税の税収がそれほど伸びなかったのは、経済の減速を示唆している可能性があります。

予想外に税収が増えたことと税率引き下げが相まって、州政府は歳入を正確に予測できず、保守的な予算を維持しました。不透明な環境下において各州政府は、運営予算を増やすのではなく、歳入の超過分を使って減税や債

務削減、1回限りのインフラ投資に使ったり、準備金を増やしたりしたのです。

州の、レイニー・デー・ファンド（不慮の事態に備えた準備金）は2023年に過去最高に達しました。近年の歳入の変動や1回限りの連邦政府支援などを踏まえ、州政府は2024年度と2025年度の予算を保守的に策定しました。準備金を取り崩す予定にしている州は限定的でした。各州とも現行の2025年度の歳入はほぼ横ばいの伸びを予想しています。

今年に入ってから州の税収の伸びはそれほど大きくなく、州予算は通常の状態に戻った兆候がみられます。州の信用力は、幅広い財源を持ち、歳入は柔軟で、過去最高水準の準備金を維持していることなどを受け堅調に推移しています。

ハリケーン「ヘリーン」による大規模な被害

9月下旬には、カテゴリ-4のハリケーン「ヘリーン」がフロリダ州メキシコ湾を襲い、さらにはノース・キャロライナ州やテネシー州の西部にも甚大な被害をもたらしました。この壊滅的な災害では多くの人命や財産が失われました。豪雨や洪水、地すべりなどで被災した地域の復旧に何年もかかることが見込まれます。

損失のコストを見積もるのはおそらく時期尚早ですが、被災した州や地域も、地方債のクレジット条件を満たせると思われます。過去の自然災害では、今回のような前代未聞の大災害でも、地方債のデフォルトや長期的なクレジットの悪化を引き起こした例はありません。

多くの地方債の元利払いは支払い日よりかなり前から手当てされるため、向こう数カ月間の元利払いについてはおそらく既に資金調達済みと思われる。GO債支払いの原資となる固定資産税は通常かなり前から取り置かれています。消費税や上下水道料金の収入を財源とする地方債の支払いもまた、同様です。歳入が不足したり、回収タイミングに問題が生じたりした場合は、しばしば、準備基金を取り崩すことが可能です。



過去の自然災害は、今回のような前代未聞の大災害であっても、地方債のデフォルトや長期的なクレジットの悪化を引き起こした例はありません。

自然災害後の長期的な復興のための取り組みは多くの場合、地域の経済と税基盤の強化につながります。保険をかけていなかった住宅所有者はFEMA（連邦緊急事態管理庁）を通して災害支援金を請求できます。また、復興資金は通常、短期的にも長期的にも経済効果をもたらします。再建するにあたり短期的には新たな雇用が生まれ、長期的にはインフラが改善し、税基盤が強化

されることになるためです。

広範囲に及ぶ被害により、多くのコミュニティが異常気象に対するレジリエンシーを高め、それに対する備えを再考することになるでしょう。当社ではクレジット・クオリティを評価する際、常に気候リスクと自然災害に対する備えの評価も行っています。

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：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：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トメントツール：<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。

Chronicle of Higher Education、ムーディーズ、米国勢調査、Quarterly Summary of State & Local Tax Revenue Tables（2024年2Q）、フィッチ・レーティングス「2025 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/unregistereddratingagencies.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