

2025年7-9月期見通し

## 課税地方債： 良好な環境を予想



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

課税地方債を取り巻く市場環境は、投資の好機であることを示しています。発行量の増加と米連邦政府の政策を巡る不透明感を背景に、利回りは歴史的な高水準で推移するとともに、イールドカーブのスティープ化によりデュレーション長期化の好機が生まれています。今後を見据えると、夏場の発行量減少ならびに強い再投資需要と強固なファンダメンタルズが組み合わさって有利な条件が整う可能性は高く、秋に向けてさらに明るい展望が開けると予想されます。

### 重要なポイント

- **市場動向**：発行量増加などの需給要因により、課税地方債は他の債券セクターをアンダーパフォームしています。これにより課税地方債の利回りは上昇（価格は下落）し、相対的に割安な投資機会が生まれています。
- **魅力的な参入機会**：4-6月期末の課税地方債利回りは4.99%で、米国社債と同水準となりました。課税地方債の利回りが社債と肩を並べるのは2021年以来のことです。課税地方債は社債に比べて信用力が高く、ブルームバーグ課税地方債指数の75%以上がAA-格以上であることから、利回りが社債と同水準にある現在の状況は、非常に魅力的な投資機会といえるでしょう。
- **高等教育セクターのトレンド**：連邦政府の政策を巡る不透明感を背景に、高等教育セクターは資金調達を目的とした債券発行を増加させました。ただし、政策の影響が明確になれば、発行水準は正常化すると見込まれます。
- **季節要因**：例年、夏場は供給量が減少するほか、7-8月は満期償還と繰り上げ償還による再投資需要が増加します。これらが相まって、下期の初めは課税地方債のパフォーマンスが向上する可能性があります。

- **信用力を見極め**：セクター特有の課題によりセクター間で信用力の差異が拡大しているため、慎重な証券選定がポートフォリオのパフォーマンス向上にとってますます重要になっています。
- **租税政策**：「一つの大きく美しい法案（OBBBA）」には当初、「差別的とみなされる外国」に対する米国所得税と源泉徴収税率の引き上げを意図した内国歳入法899条の新設が盛り込まれていましたが、最終法案からは削除されました。

## 7-9月期の最適戦略

課税地方債の投資家にとって、現在の市場環境は依然として魅力的です。高い利回り、有利なバリュエーション、強固なファンダメンタルズ、好ましい需給要因が揃っているためです。以下では、当社が考えるポートフォリオ構築における最適戦略を示します。

### ビルドアメリカ債はBBB格社債より割安

ビルドアメリカ債（BAB）は、非BAB債やBBB格社債よりも高いスプレッドを維持しており、魅力的な投資機会を提供しています。発行体が任意で早期償還する可能性を許容できる投資家にとっては、より格付けが高く、高利回りの債券に保有資産を置き換える好機が生まれています。ブルームバーグBAB指数の6月末のオプション調整後スプレッド（OAS）は107bps（ベシスポイント）と、BBB格社債の104bpsを上回りました。ブルームバーグBAB指数の平均信用格付けはAAで、BBB格の社債よりも信用リスクが低くなっています。

投資家は追加のスプレッドを確保するために、同じ発行体の非BAB債からBABへの乗り換えを検討することもできます。BAB債のスプレッドは非BAB債（58bps）よりも49bps高くなっています。カリフォルニア州一般財源保証債（GO債）では、非BAB債（表面利率5.875%、2041年償還）のOASが6月末時点で73bpsであるのに対し、BAB債表面利率7.6%、2040年償還）では同時点で111bpsとなっています。この例では、同水準の信用リスクを維持しながら、非BAB債からBAB債のカリフォルニアGO債に乗り換えることで38bps（=111-73）の追加スプレッドを獲得できます。

### 低利回り債の入れ替えによるポートフォリオ最適化

投資家は、新発債への投資や10年・20年満期の債券を通じて、足元のイールドカーブのスティープ化を活用できます。戦略的なアプローチとしては、低利回りの保有債券を売却し、より魅力的な条件を備えた新発債へ乗り換えることが挙げられます。

### 圧力下にあるセクターでの戦略的エクスポージャー

税制、連邦政府の財政支援策、および規制変更を巡る議論は、地方債発行体に短期的なリスクと投資機会の両方をもたらす可能性があります。特に医療や高等教育、インフラといった特定のセクターでは、幅広いセクターへのエクスポージャーよりも、信用力を見極め、投資対象を絞り込むことが、投資家の利益につながると当社では考えています。

### 相反する経済状況にかかわらず FRBは利下げを見込む

米連邦準備制度理事会（FRB）は6月の会合で政策金利を据え置く一方、ややハト派的な姿勢を示しました。FRBは主要な経済見通しを修正し、2025年の実質国内総生産（GDP）の成長率見通しを1.7%から1.4%に引き下げました。一方、（食品とエネルギーを除いた）コアインフレ率の年末時点予想を2.8%から3.1%に引き上げました。これは目標値である2.0%を大きく上回っています。失業率予測はわずかに上昇し4.5%となりました。

直近のデータによると、個人消費は関税による逆風に対して依然として底堅さを示しており、2025年4-6月期は同1-3月期から伸びが加速したとみられています。一方、住宅投資は減速する見通しです。予想通り、米中間の高関税回避を目的とした貿易ルート変更の初期兆候が見られており、これにより米中間の高関税が経済に与える直接的影響は緩和される見込みです。

パウエルFRB議長は、経済成長および雇用の鈍化が利下げの必要性を示唆する一方で、インフレ率の上昇が利上げを支持するという、相反する政策課題を抱えています。こうした困難な状況にもかかわらず、FRBは2025年に2回の利下げを見込んでいます。これは当社の見方と一致しています。

2025年に金利が低下した場合、投資家はより高い利回りを確保するために、現金資産から地方債ヘシフトすると当社は予想しています。

## 課税地方債は4-6月期に年初来リターンを拡大

長期金利の上昇にもかかわらず、課税地方債のパフォーマンスは4-6月期に0.81%上昇しました。課税地方債の年初来リターンは3.82%を記録し、米国債の3.79%をわずかに上回った一方で、米国社債の4.17%には及びませんでした。

米国債のイールドカーブは4-6月期にさらにスティープ化したため、長期国債はアンダーパフォームしました。20年物国債利回りは18bps上昇した一方、2年物国債利回りは16bps低下しました。イールドカーブのスティープ化は、長期債の今後の投資機会を拡大させる一方、足元で既に長期債に重点を置いているポートフォリオにはマイナスの影響を与えます。課税地方債に対する需要は、長期債投資家の間で依然として強い状態が続いています。高金利が長期間続くとの予想と強固な信用ファンダメンタルズは、今後インフレ率と経済の不確実性が高まる時期を迎える中で、投資家を引き付け続けるでしょう。

## 需給要因により地方債が割安に

- 年初から6月末までの地方債発行額（課税・非課税を含む）は2,814億ドルとなり、前年同期の2,456億ドルから14.6%増加しました。
- 新規資金調達のための発行額は約2,093億ドルで、前年同期比25%増となりました。一方、借り換え目的の発行額は721億ドルと同8%減少しました。
- 課税地方債の発行額は年初来で178億ドルとなり、前年同期の161億ドルから10%増加しました。

注目すべきは高等教育機関の発行動向で、年初来で22億ドルが発行され、2024年の通年発行額の26億ドルに迫る水準となっています。高等教育機関の発行を促す要因となったのは、政策を巡る不透明感を背景とした教育機関による積極的な資金借入れでした。発行後、多くの案件でスプレッドの縮小が見られました。例えば、マサチューセッツ工科大学（MIT）は5月上旬、2055年に満期を迎える7億5,000万ドルの債券を発行し、投資家から強い需要を集めました。同債券は当初、米国債に対してプラス78bpsのスプレッドで発行されましたが、流通市場でスプレッドが縮小し、6月末時点ではプラス57bpsで取引されています。

課税地方債のスプレッドは4-6月期、社債スプレッドの縮小ペースには後れを取りましたが、変動幅は小幅なものとなりました。社債スプレッドは、同四半期の初めは93bpsでしたが、4月初旬に25bps拡大した後、6月末時点では84bpsまで縮小し、結果として9bpsの縮小となりました。課税地方債スプレッドは比較的安定しており、4月初めに13bps拡大したものの、その後ほぼ元の水準に縮小し、同四半期末の時点では1bpsの小幅な拡大にとどまりました。

課税地方債のスプレッドが社債に対して相対的に拡大していることは、2025年下期の課税地方債の良好なパフォーマンスに寄与すると思われます。今後スプレッド縮小の余地があると当社では考えているためです。AA格の課税地方債も、AA格の社債と比較して依然として魅力的であり、AA格の課税地方債の平均スプレッドは63.9bpsと同格の社債（46.6bps）に対して17.3bps高くなっています。

図表1：課税地方債のスプレッドは、社債と比べ高い状態を維持



出所：ブルームバーグLP、2021年12月31日-2025年6月30日、日次ベースで表示。スプレッドはオプション調整済みスプレッド（OAS）を指します。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。参照した指数は以下の通りです。課税地方債：Bloomberg U.S. Taxable Municipal Bond Index、米国社債：Bloomberg U.S. Corporate Bond Index。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。

## 地方債のファンダメンタルズは強さを示す

OBBBAの長期的な影響については、地方債に対する非課税措置が見直されるのではないかと懸念も含め、大きな国民的議論を呼び起こしました。最終的な法案で、地方債の非課税措置が従来通り維持されたことは、地方債投資家にとっては朗報となりました。しかし、特定の市場セグメント、特に高等教育機関の発行体は時間の経過とともに、OBBBAの条項による変更（大学基金の収益に対する課税強化など）の影響を受けやすくなる可能性があります。

連邦政府の政策を巡る不透明感、景気変動、およびFRB動向を踏まえ、Nuveenの地方債クレジット調査チームは、大半の地方債発行体のレジリエンスに引き続き強い自信を持っています。ほぼすべての地方債発行体は必要不可欠なサービスの独占的事業者であり、必要に応じて歳入を増やしたり歳出を削減したりする広範な権限を有しています。

州および地方自治体はこの不透明な時期を、歴史的に高水準の準備金と健全な税収とともに迎えています。2025年1-3月期の税収は、前年同期比で5.8%増加しました。とはいえ、州政府は予想される歳入の伸び鈍化と連邦政府からの資金援助の不確実性を背景に、2026年度はより厳しいものになると想定しています。一部の州では準備金の取り崩しが見込まれますが、準備金残高はコロナ禍前の水準を大きく上回った状態を維持すると見込まれます。さらに、州のレイニー・デー・ファンド（不慮の事態に備えた準備金）の残高中央値は、2025年度の歳出比で15%に達する見込みであり、これは2019年の水準である8%のほぼ2倍に相当します。このような潤沢な準備金と予算権限により、州の予算は連邦資金の削減があったとしても柔軟に対応できるようになっています。

しかし、特定のセクターについては、潜在的なボラティリティを注意深く監視する必要があるでしょう。

**ヘルスケア：**非営利病院は、低所得層向けの公的医療保険「メディケイド」資金に対する圧力に直面しており、医療機関に対する課税方針の変更や受給資格要件の厳格化により、医療収入源の一部が脅かされる可能性があります。

**高等教育：**高等教育機関は、助成金の削減や大学基金への課税強化、連邦学生ローンの減額に苦しむことになるでしょう。これにより、入学者数へ影響が及んだり、授業料の値上げが制限されたりする可能性があります。

**インフラ：**大規模な交通インフラプロジェクトは、連邦政府からの支援が予想より少なくなる恐れがあります。

これらの課題により、各セクター内で財政的に強固な発行体と弱い発行体の差が拡大する公算が大きいです。こうした変化がもたらす影響は様々であるため、地方債市場での機会を模索する投資家にとって、入念な信用調査に基づく選別がますます重要になります。



ほぼすべての地方債発行体は必要不可欠なサービスの独占的事業者であり、歳入を増やしたり歳出を削減したりする広範な権限を有しています。

## 899条の「報復税」はOBBBAから削除

米財務省は6月、OBBBAから内国歳入法899条の新設を見送ることと引き換えに、主要7カ国（G7）が米国の意向に沿う合意に至ったと発表しました。当初、下院法案に含まれていた899条の「報復税」案は、米国に投資する外国人や外国企業に追加の源泉徴収コストをもたらす懸念があったため、外国人投資家から大きな注目を集めていました。899条が削除されたことは、市場参加者や投資家からプラスと受け止められました。

## 市場の再調整で地方債のポジショニングが改善

地方債市場は改善の兆しを見せ始めています。課税地方債のスプレッドは4月にピークを付けた後、5月から6月にかけて縮小しました。供給環境は、少なくとも夏場にかけて正常化する見通しであり、さらに地方債の非課税措置を巡る不確実性が後退したことは、市場にとってプラス材料になると見込まれます。また、平均を上回る利回りとFRBによる利下げの可能性を背景に、投資家需要は一段と強まる可能性があります。これらの好材料に加え、強固な信用ファンダメンタルズが支えとなることで、地方債のパフォーマンスは今後高まると当社では考えています。



詳細については、[nuveen.com](https://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。オープンエンド型のファンドフロー：投資会社協会（ICI）。地方債の発行：Siebert Research、米証券業金融市場協会（SIFMA）、ブルームバーグ（有料）。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ターツール：<http://www.invttools.com/>。フロー・オブ・ファンズ、米連邦準備制度理事会（FRB）：<https://www.federalreserve.gov/releases/z1/default.htm>。給与データ：米労働省労働統計局。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。

ムーディーズ・レーティングス「Losing tax exemption would increase borrowing costs, market-access risk」（2025年1月29日付け）。ムーディーズ・レーティングス Medicaid stress tests: federal spending cuts would force benefit reductions」（2025年2月6日付け）。S&Pグローバル・レーティングス「U.S. Local Government Credit Quality Could Wobble as Federal Policy Shifts」（2025年2月27日付け）。ムーディーズ・レーティングス「Federal policy proposals skew to credit risk for public finance sectors」（2025年3月6日付け）。S&Pグローバル・レーティングス「U.S. States Brace for Potential Medicaid Funding Gaps」（2025年3月20日付け）

## 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、及びその他の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。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