

2022年第1四半期の見通し

## 課税地方債： モメンタムは持続するか？



ジョン・V・ミラー、CFA  
ヌブーン地方債責任者



ダニエル・J・クローズ、CFA  
課税地方債責任者

課税地方債は、緩やかながら金利上昇があったにもかかわらず、2021年を通して高位な水準での推移を維持し、債券資産クラス全体の中で相対的に最も優れたパフォーマンスを示しました。この資産クラスは、良好な需給環境およびファンダメンタルズの両面で堅調に推移したまま、2022年を迎えました。今後は、米国連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ対策に再び注力するとみられ、債券全体にとって短期的には逆風となる可能性があります。

### 重要なポイント

- 課税地方債は、2021年に最も安定した債券資産クラスの1つであり、ベース金利が上昇したにもかかわらず、良好なパフォーマンスと低いボラティリティを示しました。
- 課税地方債の供給は、主に活発な借換え需要に下支えされて堅調なもので、現在も新規発行トレンドはしっかりとみえます。
- 州と地方の記録的な歳入増、景気刺激策、格上げ銘柄数が格下げ銘柄数を上回ったこと、そして地方債固有の強さに支えられて、低クオリティ銘柄が2021年を通してアウトパフォーマンスしました。

### 経済成長は緩やかになる傾向

2021年の米国の経済成長率とインフレ率は、例年をはるかに上回る水準で推移しました。経済の再開と大規模な財政刺激策の導入は、約5.6%のGDP成長に寄与しております。賃金や家賃の上昇、堅調な住宅市場、サプライチェーンの遅延などが要因となり、11月のコアCPIは4.9%上昇しました。FRBは加速するインフレ率の上昇をおおむね容認し、短期金利を0%に据え置き、ペースを落としながらも量的緩和を継続してきました。

失業率は3.9%に低下しましたが、パンデミック前と比較して、米国では労働参加率の低下により、就業者数は360万人減少しました。労働者不足により、平均時給は年率4.7%上昇、インフレ懸念が高まっています。1月に発表された経済指標では、CPIが7%、コアCPIが5.5%となり、この懸念に拍車をかけました。

2022年にはインフレ率は大幅に低下すると予想していますが、一部の想定よりも正常化までには時間がかかるかもしれません。逼迫した労働市場とそれに伴う賃金上昇によるインフレの高止まりへの懸念から、FRBは2021年後半に、よりタカ派的なシフトを行いました。量的緩和(QE)を早期に終了し、2022年3月にも短期金利を引き上げる可能性があるかと予想しています。

### 米国債利回りは上昇

このような経済とインフレ環境のもと、米国10年債利回りは年間で57ベースポイント(bp)上昇し(0.93%から1.51%)、第4四半期はほぼ横ばいとなりました。米国30年債利回りは、イールド・カーブがフラット化したため、2021年中の変動幅は10年債の半分(25bp、1.65%から1.90%)に留まりました。課税債市場では、米国20年債利回りをイールド・カーブの2037年から2043年の部分のベンチマークとして広く採用していません。米国20年債は、同30年債に対してインバートした(逆イールド)状態で年を終えました。財政刺激策による効果が低減し、長期ゾーンはより長期のインフレ期待を反映するため、FRBがよりタカ派になるという見通しは、イールド・カーブをフラット化する効果をもたらしました。

金利上昇と金融引き締めは先行き不透明感を強め、市場のボラティリティを高める可能性があります。重要な明るい兆しもあります。今年は金融・財政両面での刺激策の効果が大幅に希薄化する可能性が高く、州政府や地方自治体、ほとんどの企業は新型コロナウイルスによるロックダウンの混乱を避けるために努力しています。全体的にみて、連邦政府の刺激策が減り、サプライ・チェーンや輸送の問題が緩和されることで、2022年はインフレ率の上昇を抑えることができると予想しています。

### FRBによる金融政策スタンスの変化

労働市場の大幅な改善に加え、インフレ懸念が広がったことで、FRBは取り組むべき問題の優先順位を変更しました。第4四半期にはテーパリングのペースを速め、2022年初頭にはさらに加速すると思われます。加えて、FRBはこれまで考えられていたよりも早期に利上げを行う可能性を示唆しました。市場では、2023年1月までに3回から4回の利上げが行われ、2023年2月までに、フェデラル・ファンド(FF)金利の上げ幅は99bp(4回の利上げに相当)になると予想されています。

同じような理由で、連邦景気刺激法案であるビルド・バック・ベター(より良い復興)は、現行の内容では成立しませんでした。多くの人々は、新たな財源付与のない政策がインフレをさらに高めることを懸念しており、米国経済はもはやそのような大規模な景気刺激策を必要としていないという様子が伺えます。気候変動対策と医療保険制度の拡大に焦点を当てたこの法案の大幅な縮小版は、2022年春から夏に通過する可能性があります。

### 安定したパフォーマンスを示した課税地方債

課税地方債市場は、パフォーマンス、新規発行、投資家需要のいずれもが堅調な年でした。これは、インフレが進み、金利が上昇し、パンデミックが続く中での出来事であったため、さらに印象深いものです。

需給面では、地方債の新規発行総額は4,760億ドルで過去最高を記録し、そのうち25%の1,190億ドルが課税地方債でした。また、主に高等教育機関や医療機関にみられるコーポレートCUSIPの発行体を含めると、発行額は1,420億ドルに上ります。さらに、地方自治体のクレジットに対する投資家の信頼性は年間を通じて高く、課税地方債の取引は、年限および格付け帯にかかわらず、日常的に募集額を超える申し込みがあり、旺盛な需要が確認されました。

ファンダメンタルズ面では、2020年半ば以降、地方自治体の信用力は高まっています。4つの主要な景気刺激法案は、州政府や地方自治体、空港、公共交通システム、病院、学校などの地方自治体の発行体に総額1兆2,500億ドルを拠出しました。さらに、州政府の歳入は完全に回復し、成長率は21%で、パンデミック前の水準を19%上回っています。

第3四半期だけでも、ムーディーズは115件銘柄の格上げを行った、一方で格下げ銘柄はわずか30件でした。

課税地方債は、他の債券資産クラスと比較してボラティリティが低位で、金利感応度も低いため、2021年は安定したパフォーマンスを示しました。クレジット・スプレッドの縮小が減速した年の後半にも、年間を通じて発生したクレジットの安定と改善がリターンを支えました。新型コロナウイルスの新たな変異株が発見され、市場はリスク・オフとリスク・オンの間を行き来しましたが、地方債のクレジット・スプレッドは、強力なファンダメンタルズを背景とし、パンデミックの間もその回復力が実証された結果、比較的安定していました。

課税地方債のオプション調整後スプレッド(OAS)は112bpから77bpへと、年間で35bp縮小しました。スプレッドの縮小は、すべて第1四半期から第2四半期に起こりました。第4四半期には、スプレッドは4bpとわずかな拡大となりました。BBB格のOASは、1年間で135bp縮小し、全体をアウトパフォームしました。過去1年間、低クオリティのスプレッドが大幅に縮小した後も、BBB格付けの課税地方債は、米国のBBB格付けの社債と比較して魅力的な水準にあります。年末時点で、BBB格付けの課税地方債のOASは147bpで、BBBの米国社債の113bpを上回っています。

セクター別にみると、同様のテーマによって、A格およびBBB格の銘柄へのエクスポージャーが高いセクターが年間を通じてアウトパフォームしました。セクター別では、産業開発レベニュー債が最もパフォーマンスが高く、次いでヘルスケア、運輸となりました。これらのセクターはいずれも相対的に格付けの低い銘柄による構成比率が高く、年間を通じてみられた経済再開のトレンドから恩恵を受けました。年間で遅れをとったセクターは、地方債市場の中でも高格付けのセクターでした。上下水道債は、年間のトータル・リターンがマイナスとなった唯一のセクターで、一般財源債(GO)もアンダーパフォームしました。

## 年初来のリターン

	2021 4Q リターン (%)	2021 リターン (%)	最低 利回り (%)	オプション 調整後 スプレッド (bp)	オプション 調整後 デュレーション (年)
課税地方債	0.44	0.93	2.32	76	9.09
米国債	0.18	-2.32	1.23		7.07
米国総合	0.01	-1.54	1.75	36	6.69
米国社債	0.23	-1.04	2.32	92	8.60
グローバル総合 (ヘッジなし)	-0.67	-4.71	1.31	36	7.46

データ出所: Bloomberg, L.P., 2021年12月31日。過去の実績は将来の成果の保証とはなりません。代表的なインデックス: 課税地方債: Bloomberg U.S. Taxable Municipal Bond Total Return Index; 米国総合: Bloomberg U.S. Aggregate Total Return; 米国債: Bloomberg U.S. Treasury Total Return; 米国政府関連: Bloomberg U.S. 総合: Government-Related Total Return; 米国投資適格社債: Bloomberg US Corporate Total Return; 米国ハイ・イールド社債: Bloomberg U.S. Corporate High Yield Total Return Index; グローバル総合: Bloomberg Global-Aggregate Total Return Index。リターンはすべてヘッジ無し、米ドル建てです。

## 供給

2021年の法人形態の発行体を含む課税地方債の供給(新規発行)は1,420億ドルでしたが、その構成は例年と比べて大きく異なるものでした。供給が引き続き堅調に推移する一方で、課税地方債市場に参加する発行体のユニバースは拡大しました。2021年には、発行額が5,000万ドル未満の小規模発行体による発行がかなりの部分を占めました。2021年の新発債約2,300件のうち、1,830件(80%)が5,000万ドル未満の発行案件でした。このような好調な動きは2022年も続く予想され、投資家はユニバースと投資機会を拡大する好機を得ることができるとでしょう。

課税地方債は、2017年の税制改革法前に比べて、市場全体に占める割合が大幅に増加しています。今後、ビルド・バック・ベター(より良い復興)法案が現在の形での成立しなかったことから、現在の供給トレンドは維持され、課税地方債の供給は、地方債全体の20%から25%に留まるものと思われる。



当社は引き続き、課税地方債は地方債発行総額の約25%を占めると予想しています。

2022年の新規発行に関してはかなりの不確実性が存在します。現在、金利とスプレッドは、非課税および課税地方債の発行体にとって比較的魅力的です。しかし、金利が急激に上昇した場合には、特に借り換えのための発行から供給の多くを得ている課税地方債にとっては、その魅力が薄れてしまいます。また、州政府や地方自治体は、連邦政府の景気刺激策や記録的な歳入で潤っているため、新たな借金をせずにプロジェクトを進めることができます。一方、金利が上昇しても発行が抑制されない可能性もあります。インフラ改善のための資金ニーズは大きく、財政状況の改善は発行体に新たな債務を引き受ける余裕を与えます。

2022年の地方債の新規発行総額の見通しは、4,000億ドルから5,200億ドルと大きな幅があり、平均で4,700億ドルとなっています。昨年の水準から緩やかに増加する可能性が最も高いと思われ、課税地方債は発行額の約25%を占めると引き続き予想しています。

## 需要

投資家の需要は、2021年を通じて一貫して良好でした。地方債の回復力(レジリエンス)は、パンデミックが発生した際にもグローバルな投資家の需要を支えました。地方債は、パンデミックの間も下落リスクを軽減し、他の債券資産クラスと比較して魅力的な相対利回りを提供し続けていることから、2022年の需要も力強い勢いを維持することが予想されます。

## デフォルト

2021年には、地方債市場全体で約21億ドルのデフォルトが発生し、前年比では19%減少しました。これは、4兆ドルの市場全体の中では、依然として非常に小さい割合です。2021年の地方債デフォルトのうち、非課税老人ホームと産業開発レベニュー債が引き続き全体の約4分の3を占めています(一般的に課税地方債には含まれないカテゴリーです)。これらのカテゴリーには、おそらく地方債市場の中でも最も特異なリスクがあり、パンデミック前においても、新規デフォルト件数の高い割合を占めていました。ほとんどの場合、デフォルトをパンデミックの影響と直接結びつけることはできませんが、この状況は今後変わる可能性があります。ただし全体的に、地方自治体のデフォルトが広まることはないと思われます。

## パンデミックを乗り切った債券

### ゴールデン・ステート・タバコの再編

タバコ債は、基本和解合意(MSA)に基づいた、タバコ会社から州への支払いを担保としています。各州は年に一度、基本金額を様々な要因で調整した和解金を受け取ります。

その中でも顕著な経常的要因は、タバコの出荷量による調整とインフレ調整です。出荷量は基本的には減少傾向にありますが、2020年には2.0%増加するなど、実際に出荷量が増加した年もあります。2021年の出荷量は、約5.0%の減少を見込んでいます。

インフレ調整は、3.0%またはCPIのいずれか大きい方を採用しています。11月までの2021年のインフレ率(年率)は6.8%だったため、2022年のインフレ調整額は下限である3.0%よりも大きくなります。MSAのインフレ計算式は累積的なものなので、今後のすべての支払いは、それ以外の場合よりも多くなります。

もう一つ可能性のある調整は、NPM調整です。タバコ会社は、MSA条項の実施を怠った州への支払いを相殺することを主張できます。このような仲裁は、和解までに長い時間がかかります。2004年の支払いに対する異議申し立ては、2021年9月に結審しました。ワシントン州とミズーリ州は怠慢と判断され、2022年に支払い額が減額される可能性があります。

タバコ債に迫る可能性があるもう一つの問題は、米国FDAが提案しているメンソール・タバコの禁止です。メンソール・タバコは、米国市場の約3分の1を占めています。メンソール・タバコを吸う人の一部は禁煙し、多くの人は普通のタバコに乗り換えるだろうと考えられています。これは、2017年にメンソール・タバコを禁止したカナダでも同様の事象がみられております。カナダのメンソール・タバコを吸う人は、その後約20%が禁煙し、残りの80%は通常のタバコに切り替えました。ほとんどのタバコ債プログラムは、米国でのこのような状況に耐えることができるとみられています。

最近、弱体化したタバコ債券プログラムの多くで、担保構造を強化するために借り換えや再編が行われてきました。そのため、債務返済に影響を与えることなく喫煙率の大幅な低下を吸収できています。最近このような行動がみられたのが、カリフォルニア州のゴールデン・ステート・タバコ債です。当発行体は借り換えの大部分が課税地方債で行われ、ゴールデン・ステートの最長の利付債の下落許容度を3.5%から7.5%に引き上げました。これにより、非課税のタバコ債の供給の大部分がなくなり、他の非課税タバコ債の価格に上昇圧力がかけられました。

### ニューヨーク市の財政は好調

ニューヨーク市は、パンデミックの影響を特に大きく受けました。非農業部門の雇用者数の減少については、ニューヨーク市(ピークから底までで-20.1%)では、全米(ピークから底までで-14.5%)よりも大きくなりました。2021年11月時点で、ニューヨーク市が失った雇用の53%しか回復していないのに対し、全米では83%回復しています。ニューヨーク市の失業率は2021年11月時点で9.0%となり、パンデミック開始時の3.5%から上昇したものの、2020年5月のピーク時の20.0%からは低下しました。同時期の州平均(6.6%)を大きく上回り、全米平均(4.2%)の2倍以上です。

それにもかかわらず、市の財政はそれなりに好調でした。株式市場の活況や、市内の高所得者の在宅勤務の継続などが市の歳入を押し上げ、また連邦政府からの援助も増加しました。2021年度の一般会計の黒字額は、裁量的移転前で61億ドルでした。裁量的な年度末の移転額により、2021年度の一般会計はGAAPベースでわずかな赤字となりました(一般会計収入の0.4%)。実際の2021年度の一般会計収入は、採用された予算見積りを126億ドル上回りました。

不動産税は予想を6億1,200万ドル上回り、売上税は1億4,400万ドル上回りました。個人所得税は35億ドル、法人所得税は32億ドルの増加となりました。連邦政府からの補助金は、当初の予算を45億ドル上回りました。収入の増加により、市は支出を増やすことができています。

一般会計支出は、当初の計画を79億ドル上回りました。2022年度はそれでも収支均衡で終わると予測されています。

ニューヨーク市の3大債券プログラムである一般財源債(NYC GO)、New York City Transitional Finance Authority(NYC TFA)、New York City Municipal Water Finance Authority(NYC Water)は、いずれも非常に強力な債券保有者保護規定を備えており、課税地方債市場で活発に発行されています。NYC GOは、市の不動産税を財源としています。不動産税は、受領した時点で州の会計監査人に送付され、会計監査人はGOの債務返済のためにこれらの歳入を分離します。2021年度の固定資産税は、GOの債務返済額の約8.9倍をカバーしました。NYC TFA債は、ニューヨーク市が徴収する売上税および個人所得税の先取特権によって担保されています。2021年度の債務返済額の5.78倍をカバーしています。NYC Water債は、上下水道システムの総収入に対する先取特権で担保されており、運営費や維持費、その他の費用の支払いに優先します。NYC Waterは、総収入に基づく2021年度の債務返済額の13.2倍、純収入(運営維持費控除後)に基づく2021年度の債務返済額の1.53倍をカバーしました。

ニューヨーク市は、2022年1月1日付で新たな市長を迎えます。今後も積極的に財政再建に取り組んでいくことが期待されます。

### 連邦政府の援助がMTAが後押し

Metropolitan Transit Authority(MTA)の利用者数は、パンデミック前と比較して、35%から45%減少したままです。MTAは、今後4年間の収支の均衡を図るため、連邦政府から105億ドルの支援金を受け取りました。この支援金は、すでに受領し、使用されたCARES Actによる40億ドルに追加されるものです。また、MTAの4年間の財務計画では、2025年度までの収支を均衡させるために、運賃や料金の値上げや、赤字の借入による手取金が必要であることが示されています。

MTAの2020年から2024年の資本計画は総額550億ドルで、2015年から2019年のプログラムよりも70%大きなものとなっています。資金源は、借り入れと、最近可決されたインフラ法案からの連邦資金の組み合わせとなります。また、MTAの混雑料金(渋滞緩和を目的とした課金料金)計画でも、必要な資金を調達できる可能性があります。この計画には連邦政府の承認が必要です。

計画が承認されれば、混雑料金によってさらに10億ドルの収入が得られます。

MTAは、課税地方債市場で発行されているいくつかの債券プログラムを持っており、それぞれ先取特権によって保証された様々な収入が担保されており、すべて運営維持費に優先します。税保証債は、各種自動車燃料税、自動車登録料、売上税が担保となっています。

これらの収入は、2021年度では債務返済額の6.3倍をカバーし、2022年度では債務返済額の5.9倍をカバーすると見積もられています。給与モビリティ税債は、民間および公共部門の雇用者に課せられる税金を担保としており、2020年度には債務返済額の7.7倍をカバーしました。交通機関レベニュー債は、MTAの総収入（運営・維持費控除前）を担保としており、2020年度では債務返済額の4.4倍、2021年度では6.2倍をカバーすると見積もられています。

## 見通し

### 押し目買いの好機

他の債券市場と同様に、課税地方債市場も逆風にさらされています。労働市場が逼迫し、インフレが長引いていることから、FRBは量的緩和を早期に縮小し、予想よりも早く利上げを開始する可能性があります。また、財政刺激策も大幅に減速するはずです。

しかし、次のような大きなプラス材料も残っています。

- 米国経済は自力で好調に推移しており、金融・財政刺激策の必要性は低下しています。この正常化プロセスにより、米国の連邦赤字は昨年に比べて大幅に減少します。

- 地方自治体が保有する流動資産および歳入レベルは過去最高であり、ほとんどのセクターでクレジットは改善基調に進んでいます。
- 流動性は高く、課税および非課税地方債に対する需要は、新規供給を大きく上回っています。
- 地方債市場に影響を与え得る連邦政府の新政策に対して、ボラティリティは大きく低下しています。

全体として、当社は地方債のポジティブなモメンタムを利用することを推奨します。今年のある時点で米国債市場の変動が地方債にマイナスの影響を与えるならば、一時的な下落局面は押し目買いを行う好機であると考えています。

## 2022年のテーマ

### 課税地方債市場

- FRBはインフレ対策に注力していますが、インフレの進行が2022年のワイルドカード（不確定要素）となるでしょう。
- FRBはテーパリングのペースを2022年の早い時期に終了させるよう早めており、早ければ3月に最初の利上げを行うことを示唆しています。今年は最大4回の利上げが行われる可能性があり、2024年まで追加利上げが予想されます。
- 景気拡大のピークは過ぎましたが、経済の正常化が進み、成長率は堅調に推移しています。
- 縮小された1兆2,000億ドルのインフラ法案が2021年末に可決されました。追加の財政刺激策はあり得ますが、実施されたとしても過去2年間に比べてはるかに低い水準となるとみられます。

- 課税地方債の供給は、2021年と同様の経緯をたどり、引き続き堅調に推移すると思われます。
- 地方債のクレジットは、景気後退期に回復力を示し、税収の増加と何兆ドルもの連邦政府の支援に支えられて、力強く回復しています。
- 新型コロナウイルスとその変異株は世界の成長に影響を与える可能性がありますが、発生しても米国で広範なシャットダウンを引き起こしたり、地方債のクレジットに悪影響を与えたりする可能性はありません。
- 変動性の高い金利環境および地方債の強いクレジット状況を勘案すると、低クオリティの課税地方債は2022年も引き続きアウトパフォームすると予想しています。

詳しくは[nuveen.com](http://nuveen.com)をご参照ください。

#### 巻末注

国内総生産: 米国商務省。国債利回りと比率: Bloomberg (要登録)。地方債利回り: Bloomberg。パフォーマンス: Bloomberg。地方債の発行状況: Seibert Research。デフォルト: Municipals Weekly, Bank of America/Merrill Lynch Research。州の歳入: The Nelson A. Rockefeller Institute of Government, State Revenue Report。州予算予備費: Pew Charitable Trust。世界の成長: 国際通貨基金 (IMF) および経済協力開発機構 (OECD)。Standard & Poor's および Investortools: <http://www.invttools.com/>。Flow of Funds、米国連邦準備制度理事会: <http://www.federalreserve.gov/releases.pdf>。給与データ: 労働統計局。債券格付け: Standard & Poor's、Moody's、Fitch。ニューマナープロジェクトファイナンス: The Bond Buyer。州の歳入: 米国国勢調査局。ニューヨーク市: ニューヨーク市2021年度総合年次財務報告書および米国労働統計局。MTA: MTA継続開示。タバコ: 全米弁護士協会年次開示および米国労働統計局。

本資料は、推奨や投資アドバイスを目的としたものではなく、有価証券や投資戦略の売買や保有を勧誘する性質のものでもなく、受託者の立場で提供されるものでもありません。提供される情報は、特定の投資家の特定の目的や状況を考慮したものではなく、特定の行動方針を示唆するものでもありません。投資の決定は、投資家の目的と状況に基づき、金融専門家と相談して行う必要があります。ここで述べる見解や意見は、制作・執筆時点での情報提供および教育目的に限定されており、市場やその他の状況、法律や規制の動向、追加的なリスクや不確実性など多くの要因に基づいて、いつでも予告なしに変更される可能性があり、実現しない可能性もあります。本資料には、純粋な歴史的事実ではない「将来予測」情報が含まれている場合があります。このような情報には、特に、予測、予想、市場リターン、ポートフォリオの構成の提案または予想などが含まれます。本資料の作成に当たり、前提条件に変更が生じた場合には、本資料に記載されている情報に重大な影響を与える可能性があります。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。投資にはリスクが伴い、元本割れの可能性があります。

すべての情報は、信頼できると考えられる情報源から入手したのですが、その正確性を保証するものではありません。これらの情報の現在の正確性、信頼性、完全性を表明または保証するものではなく、また、これらの情報に基づいた意思決定に対する責任を負うものでもありません。そして、このような情報に依存すべきではありません。用語の定義や索引の説明については、[nuveen.com](http://nuveen.com)の用語集をご覧ください。インデックスに直接投資することはできませんのでご注意ください。

#### リスクについて

投資にはリスクが伴い、元本割れの可能性があります。すべての投資には一定のリスクがあり、投資がいかなる期間においてもプラスのパフォーマンスを提供するという保証はありません。地方債への投資は、金利リスク、信用リスク、市場リスクなどのリスクを伴います。ポートフォリオの価値は、対象証券の価値に基づいて変動します。ハイ・イールド債券への投資、ヘッジ活動、およびレバレッジの使用には関連する特別なリスクがあります。一般に「ハイ・イールド」または「ジャンク」債と呼ばれる、投機的と考えられる低格付けの地方債を含むポートフォリオでは、信用リスクおよび投資リスクが高まります。債券保険は、債券の元本および利息の支払いのみを保証するものであり、債券自体の価値を保証するものではありません。債券の価値は、債券市場や発行者および保険会社の財務状況によって変動します。また、保険会社が約束を果たす能力については、いかなる表明も行いません。この情報は、投資家の税務状況に関して金融専門家との相談に取って代わるものではありません。ヌビーンは税務アドバイザーではありません。投資家の皆様は、ご自身のポートフォリオにおける非課税投資の妥当性について税務専門家にご相談ください。満期前に売却された場合、地方債は、金利水準、市場環境および発行者の信用力に基づいて利益または損失が生じます。収入には、居住地の州に応じて、代替ミニマム税 (AMT) および/または州税・地方税が課される場合があります。ポートフォリオが保有する地方債からの収入は、税法の不利な改正、内国歳入庁や州の税務当局による不利な解釈、または債券発行者のコンプライアンス違反行為により、課税対象となる可能性があります。投資スタイルやマネージャーを選択する前に、お客様の投資目的、リスク許容度、流動性ニーズを確認することが重要です。

CFA®およびChartered Financial Analyst®は、CFA Instituteが所有する登録商標です。

ヌビーンは、投資スペシャリストを通じて投資顧問ソリューションを提供しています。

本情報はMiFIDで定義されている投資調査ではありません。

論説記事。巻末の重要な開示事項をご参照ください。

## 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。

### 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、GWB-2044158PB-Q0222W  
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