

米国の地方債市場から得られる日本への示唆 — 発展の鍵を握る家計と投資信託 —

井潟 正彦、沼田 優子、三宅 裕樹

要 約

1. 米国では地方債市場がかねてより発展している。現在、地方債の発行残高は 2 兆 3,057 億ドル（約 264 兆円）、年間発行額は長期債と短期債合わせて 4,587 億ドル（約 53 兆円）となっている。
2. 米国地方債の最大の保有者は家計である。家計は直接に、また地方債をそのポートフォリオの中に組み入れた投資信託（地方債ファンド）を通じて、地方債全体の過半を現在保有している。
3. 1970 年代までは商業銀行が最大の保有者であったが、その後家計による直接の保有が急速に進み、さらに 1990 年代に入ると地方債ファンドを通じた地方債保有が進んだ。そうした保有状況の推移に大きな影響を与えた要因の一つには、各投資家にとっての免税のメリットの変化があった。
4. 家計は、財務省証券以上に地方債を直接に保有している。また、地方債ファンドも発展している。地方債ファンドは今日、債券ファンド市場の中で重要な一角を占めている。
5. 近年わが国の地方債は、政府資金による引き受けに従来は偏っていたが、近年徐々に市場公募債の役割が拡大している。徐々に市場公募債の役割が拡大している。米国の地方債市場を参考にすれば、家計がより多くの地方債を保有する余地は十分にあることや、家計が保有する際に投資信託を活用することの重要性を指摘できる。

I. はじめに

わが国ではここ数年、地方債制度改革が急速に進展しており、地方債市場にも変化の兆しが見え始めている。約 200 兆円の地方債残高のうち僅か 1 割しか占めない市場公募債が今後いかに拡大していくかが注目されている。

一方米国に目を転じると、地方債は市場で発行され、その残高は約 2 兆 3,000 億ドル（約 264 兆円）¹に上っている。また、地方

債残高の過半が、家計によって直接、または投資信託を通じて保有されている。

以下では、そうした米国地方債の主たる特徴、特に保有状況について取り上げ、わが国の地方債市場の発展に対する示唆を得たい²。

II. 米国の地方債市場の規模

1. 残高・発行額の推移

図表 1 は、米国地方債の残高の推移を示したものである。地方債残高はほぼ一貫して拡

大してきた。特に 1990 年代後半より拡大のスピードは速まっている。2006 年 6 月末で 2 兆 3,057 億ドル（約 264 兆円）であり、10 年前に比べてほぼ 2 倍になった。

図表 2 は発行額（年間）の推移を示している。2005 年の発行額は、長期債が 4,080 億ドル（約 47 兆円）、短期債³が 507 億ドル（約 5 兆円）、合計 4,587 億ドル（約 53 兆円）であった。1990 年代においては 2,000 億ドル（約 23 兆円）⁴がほとんどであったのに対し、近年は 4,000 億ドル（約 47 兆円）⁵を超える状況が続いている。

2. 現在の地方債の保有状況

図表 3 は米国地方債の保有状況を示したものである。

米国において最大の地方債保有者は家計であり、残高全体の 37.1%を占めている。その次に保有割合が大きいのが投資信託であり、全

体の 33.0%を占めている(MMFが 14.9%、MMF 以外の投資信託が 18.1%)。小口資金でも分散投資を可能にする投資信託は原則、家計向けの商品であることを考えると、米国では家計が直接、または投資信託を通じて、地方債の過半を実質的に保有している、といえよう。

これに対して機関投資家による地方債保有の割合は小さい。商業銀行、損害保険会社、生命保険会社の保有分は、合計しても全体の 22.6%にすぎない。

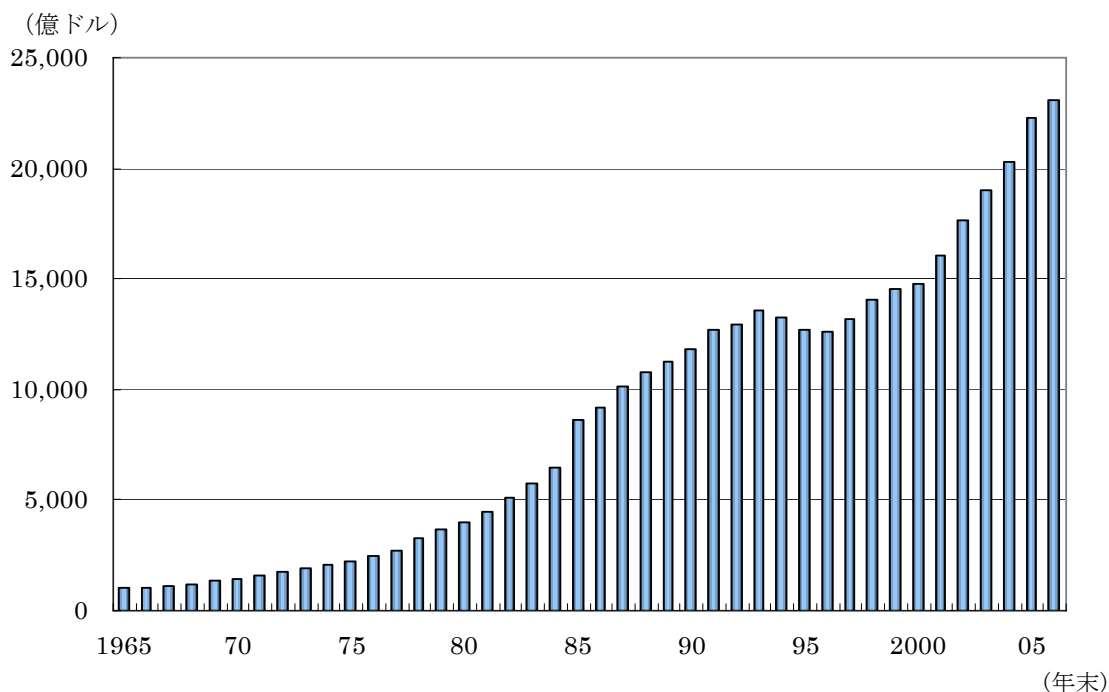
Ⅲ. 米国地方債の保有状況の推移

1. 概観

もともと、現在のような地方債保有の状況は、昔から一貫してあったものではない。

図表 4 は米国地方債の保有割合の推移を示したものである。1970 年代までは商業銀行が最大の地方債保有者であった。その保有割

図表 1 米国地方債の発行残高の推移

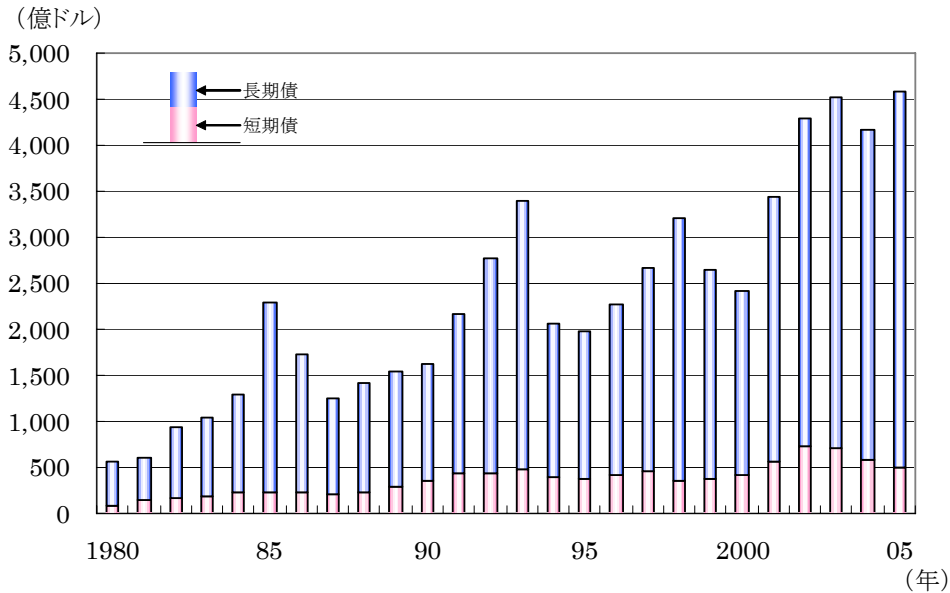


(注) 1. 2006 年は 6 月末の数値。

2. 州・地方政府が発行する長期債と短期債、ならびに産業開発債や NPO による発行分を含む。

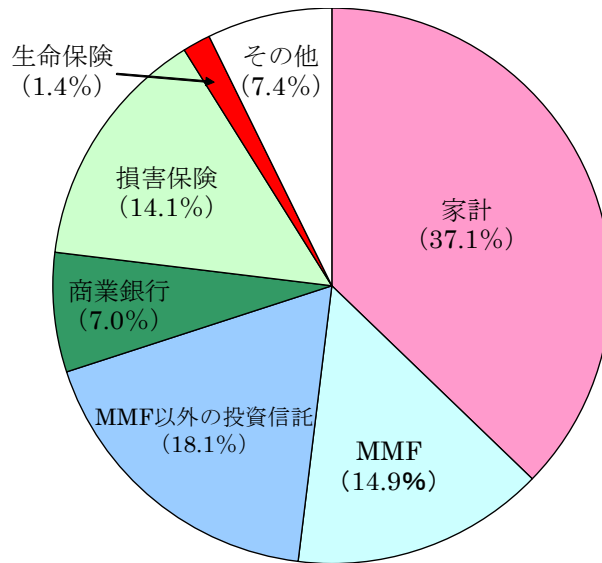
(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

図表 2 米国地方債の年間発行額の推移



(出所) The Securities Industry and Financial Markets Association (<http://www.sifma.org/>) 資料より
野村資本市場研究所作成

図表 3 米国地方債の保有状況 (2006年6月末時点)



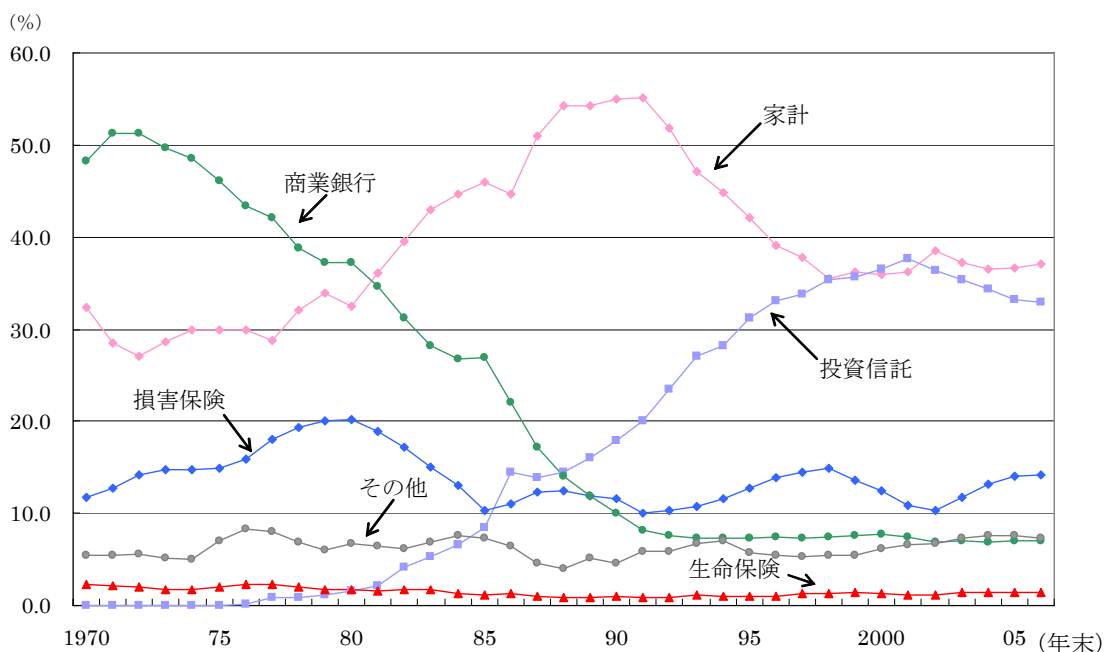
(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

合は 1970 年代初めには 50%を超えるに至ったが、その後減少を続けている。1980 年代半ばからはその減少傾向に拍車がかかり、1990 年代には 10%を切るまでに至った。

商業銀行に代わって 1980 年代に最大の地方債保有者となったのは家計である。もともと

と家計による地方債保有の割合は小さくなく、1970 年代では 20%台後半と、商業銀行に次ぐ第二の保有者であった。1981 年に商業銀行を抜いて最大の保有者となり、その後も家計は保有割合を伸ばし、1980 年代後半には 50%を超えるに至った。1975 年からの約 15

図表 4 米国地方債の保有状況の推移



(注) 2006年は6月末の数値。

(出所) FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

年間で保有割合をほぼ倍増させたことになる。

1990年代に入ると、家計が直接地方債を保有する割合は低下した。代わって保有割合を伸ばしたのが投資信託である。地方債ファンドが最初に登場したのは1961年であるが、投資信託による地方債保有が目に見えて進んだのは1980年代以降である。なお、家計と投資信託の保有割合を合計すると、1990年代より70%の水準がほぼ安定して続いている。家計による直接の地方債保有の割合が減少した分を、投資信託による保有の増加分がちょうど補ったといえよう。1990年代後半以降は、家計と投資信託の保有割合がほぼ拮抗して現在に至っている。

2. 商業銀行による地方債保有⁶

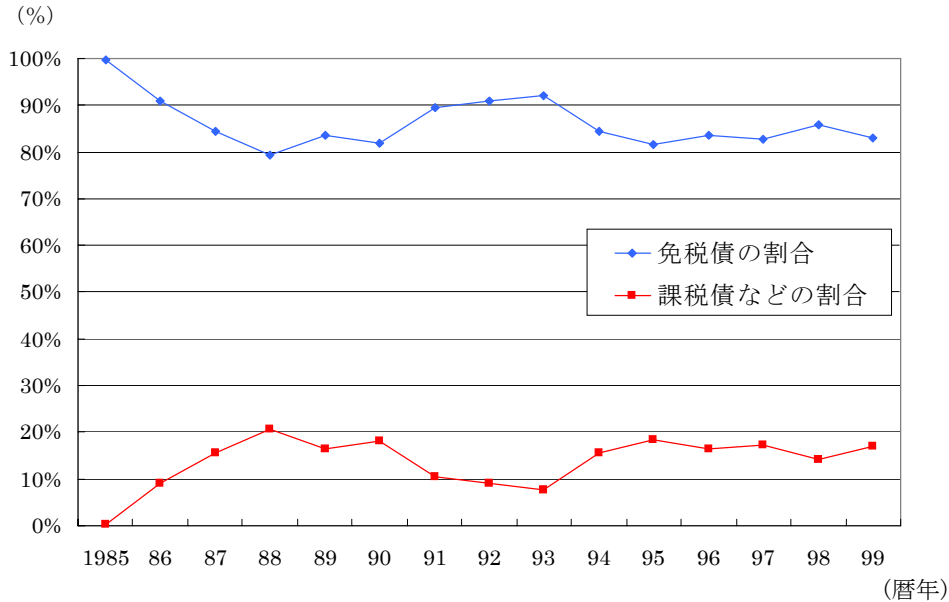
1) 商業銀行にとっての地方債

米国の地方債は、その利子所得に対して連邦所得税が課せられるか否かで二種類に分けられる。連邦所得税が課される地方債は課税

地方債、課されない地方債は免税債と呼ばれる⁷。両者の年間発行額に占める割合をみると(図表5)、1986年に免税適格要件が厳格化されたことを受けて若干低下したとはいえ⁸、免税債の割合はなお大きく、1999年時点で全体の83%を占めている⁹。地方債保有者は、そこから得られる利子所得に対する連邦所得税の課税を一般的に免除されているのである。

かつて、商業銀行が地方債を保有する場合には、これに加えてさらなる優遇措置があった。家計や金融機関以外の法人が、免税債を購入または保有するために借入れを行った場合、その支払利息を所得控除・損金算入することは認められていなかった。しかし商業銀行はこの規定を免除されていたのである。商業銀行の免税債への投資の原資は、商業銀行にとっての借入れ、即ち預金ということになるが、商業銀行は免税債を購入するために預金を受け入れているとは必ずしも考えられない、という解釈からであった。

図表 5 米国長期地方債の年間発行額に占める免税債・課税地方債の割合



(注) 「課税債など」とは、課税地方債と代替ミニマム課税債の合計である。代替ミニマム課税債とは、通常の連邦所得税は課税されないが代替ミニマム税が課される債券である。

(出所) The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds* (2001) より野村資本市場研究所作成

商業銀行による地方債の保有割合がかつて高かった背景には、地方債への投資からの受取利息の益金不算入と、支払利息（預金に対する利払い）の損金算入という二重のメリットがあったのである。

2) 1970年代からの地方債保有割合の減退

しかし、1970年代半ば以降、商業銀行は地方債への投資に対して消極的な姿勢を次第に採り始めた。その背景にある商業銀行の経営上の要因は主に3つある。

まず、米国の金利水準が1970年代後半に急上昇したことが挙げられる（図表6）。金融が逼迫していたこの時期、商業銀行は本来的業務である融資に資金を重点的に振り向けた。それゆえに商業銀行による地方債への投資需要は弱まった。

また、ALM（Asset Liability Management、資産負債管理）が、1970年代後半から商業銀行の経営に採用・強化された。ALMを軽視したがゆえに倒産に至った商業銀行が始

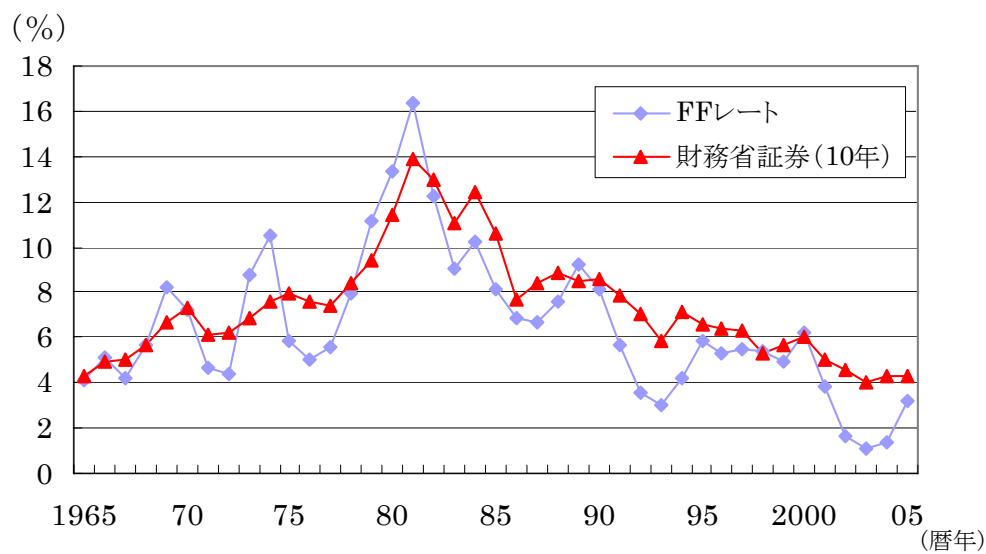
めたこと¹⁰、1980年に金融制度改革法（The Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980）によってレギュレーションQが段階的に廃止され、金利が自由化されたことなどが、ALM重視の傾向を促進した。その結果、償還年限が比較的長いものが多い地方債への投資に、商業銀行は消極的となった。

さらに1981年の経済再建税法（Economic Recovery Tax Act of 1981）を契機に、特に大手商業銀行がリース業務へ進出した。州・地方政府向けの資産リース業務用に購入した施設や設備が投資促進税制の対象となり、これによって課税所得を減じることができたからだが、その結果、地方債投資によって免税の恩恵を受けたい、という商業銀行の動機は薄らいだのである。

3) 1980年代後半からの急激な減退

商業銀行の地方債保有割合は、1986年以降さらに急激に減退する。そこには税制面の

図表 6 米国の短期・長期金利水準の推移



(出所) The Executive Office of the President, *Council of Economic Advisers* 資料より野村資本市場研究所作成

要因がある。

先述のように、商業銀行は地方債への投資により二重のメリットを得ることができた。しかし 1980 年代に入ると、こうした税制面でのメリットは徐々に縮小されていった。まず、1982 年課税の公正と財政責任のための法 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982) は、次のような機械的な方法によって、商業銀行の支払利息のうち免税債の購入・保有のために生じたとみなせる額を算定することとした¹¹。

- ① 商業銀行の総資産に対する免税債の保有割合を求める。
- ② その割合を、商業銀行の支払利息の総額に乗じて、これを免税債の購入・保有のための支払利息額とする。

そして同法は、②で求められた支払利息額のうち 15%については損金算入を認めないとした。

続いて、1984 年財政赤字削減法 (Deficit Reduction Act of 1984) では、損金算入が認められない割合が 15%から 20%に引き上げられ、そして 1986 年税制改革法 (Tax

Reform Act of 1986) において、免税債の購入・保有のための借り入れとみなされた預金に対する利払い部分の損金算入は、全て認めないとされたのである¹²。

こうした税制改正の結果、商業銀行の地方債への投資によるメリットは、家計などと同じく、地方債の保有から得られる利子所得に対する連邦所得税の免除だけとなった。これにより、商業銀行の地方債に対する保有動機はいっそう弱まり、1986 年を境として商業銀行による地方債の保有割合は以前にも増して急激に低下して、現在に至っている。

3. 家計による地方債保有

1) 家計にとっての地方債

先述のとおり、米国地方債からの利子所得に対して連邦所得税は原則免除される。この免税措置は、家計の所得が高くなるほど免税債の魅力が大きくなる。というのも、公社債の利子が利子所得として一律 20% (所得税 15%・住民税 5%) の税率で源泉分離課税されるわが国の場合と異なり、米国における債券利子所得への課税は、賃金など他の所

得と合算して累進税率で総合課税されるからである。

図表 7 は、免税債と課税債の各々から得られる税引き後の金利所得が等しくなるような、両債券の利回りの関係を示したものである。この図表は免税債の魅力を投資家に示すためにしばしば用いられる。

この図表の見方は次のとおりである。まず、投資家の課税対象所得額から該当する税率区分が選択できる。次に免税債の利回りを任意に選択する。これによって、免税債を保有することから得られる金利所得は何%の利回りの課税債から得られる税引き後の金利所得に等しいか、が導出される¹³。

例えば、合わせて 15 万ドルの課税所得を 1 年間で得ている夫婦を想定すると、この夫婦は 28% の税率区分に該当する。仮に免税債から 3% の利回りを彼らが得たとすれば、同額の手取り額を課税債から得ようとするな

らば、4.17% の利回りが必要となるのである。

この図表からも明らかなよう、利子課税に対する免税措置による免税債の魅力は、家計の所得が高くなるほど大きなものとなりうる。同じ 3% の免税債利回りを得ているとしても、10% の税率区分に属する家計の場合、それは 3.33% の課税債を保有して得られる税引き後の金利所得に等しいのに対して、35% の税率区分に属する家計の場合、それは 4.62% の課税債を保有して得られる税引き後の金利所得に等しいのである。

2) 1970 年代末からの保有割合の上昇

前節でみたように、1970 年代末から商業銀行の地方債需要は減退した。

さらに、1980 年代に入ると、レーガン税制改正によって連邦所得税の最高税率が大幅に引き下げられた。1980 年の最高税率は 70% であったが、1981 年にはこれが 50% に

図表 7 課税債換算利回り (2005 年 6 月時点)

| 個別所得 | \$0-\$7,300 | \$7,300-\$29,700 | \$29,701-\$71,950 | \$71,951-\$150,150 | \$150,151-\$326,450 | \$326,451 以上 |
|--------|--------------|-------------------|--------------------|---------------------|---------------------|--------------|
| 合算所得 | \$0-\$14,600 | \$14,601-\$59,400 | \$59,401-\$119,950 | \$119,951-\$182,800 | \$182,801-\$326,450 | \$326,451 以上 |
| 税率区分 | 10% | 15% | 25% | 28% | 33% | 35% |
| 免税債利回り | 課税債利回り | | | | | |
| 1.0% | 1.11% | 1.18% | 1.33% | 1.39% | 1.49% | 1.54% |
| 1.5% | 1.67% | 1.76% | 2.00% | 2.08% | 2.24% | 2.31% |
| 2.0% | 2.22% | 2.35% | 2.67% | 2.78% | 2.99% | 3.08% |
| 2.5% | 2.78% | 2.94% | 3.33% | 3.47% | 3.73% | 3.85% |
| 3.0% | 3.33% | 3.53% | 4.00% | 4.17% | 4.48% | 4.62% |
| 3.5% | 3.89% | 4.12% | 4.67% | 4.86% | 5.22% | 5.38% |
| 4.0% | 4.44% | 4.71% | 5.33% | 5.56% | 5.97% | 6.15% |
| 4.5% | 5.00% | 5.29% | 6.00% | 6.25% | 6.72% | 6.92% |
| 5.0% | 5.56% | 5.88% | 6.67% | 6.94% | 7.46% | 7.69% |
| 5.5% | 6.11% | 6.47% | 7.33% | 7.64% | 8.21% | 8.46% |
| 6.0% | 6.67% | 7.06% | 8.00% | 8.33% | 8.96% | 9.23% |
| 6.5% | 7.22% | 7.65% | 8.67% | 9.03% | 9.70% | 10.00% |
| 7.0% | 7.78% | 8.24% | 9.33% | 9.72% | 10.45% | 10.77% |
| 7.5% | 8.33% | 8.82% | 10.00% | 10.42% | 11.19% | 11.54% |

(出所) The Securities Industry and Financial Markets Association のウェブサイト内のページ
(<http://www.investinginbonds.com/>)

引き下げられ、さらに 1986 年には 28% となったのである。これにより富裕層にとっての地方債保有の魅力は大きく低下した。

このように、従来地方債を積極的に保有していた商業銀行や富裕層の地方債需要は弱まった。その結果、財務省証券や社債といった課税債に対して、地方債の債券価格は 70 年代末ごろから急速に下落し、その相対的な利回りは上昇した。

このことは限界税率の急速な低下を意味する（図表 8）。ここで言う限界税率とは、課税債と免税債の利回りを前提として、両債券からの税引き後の金利所得が等しくなる所得税率のことである¹⁴。言い換えれば、限界税率を上回る税率が適用される家計にとって地方債は魅力的な投資対象たりうる、ということとなる¹⁵。

これまで、必ずしも富裕層ではない所得者層は、その利回りの低さゆえに地方債への投資にさほど積極的ではなかった。しかし限界税率がこのように急速に低下した結果、彼ら

にとっての地方債の魅力は増した。例えば 1983 年と 1987 年の二時点間について比較すると、この所得者層による地方債の保有は、富裕層に比較して相対的に増えている（図表 9）。

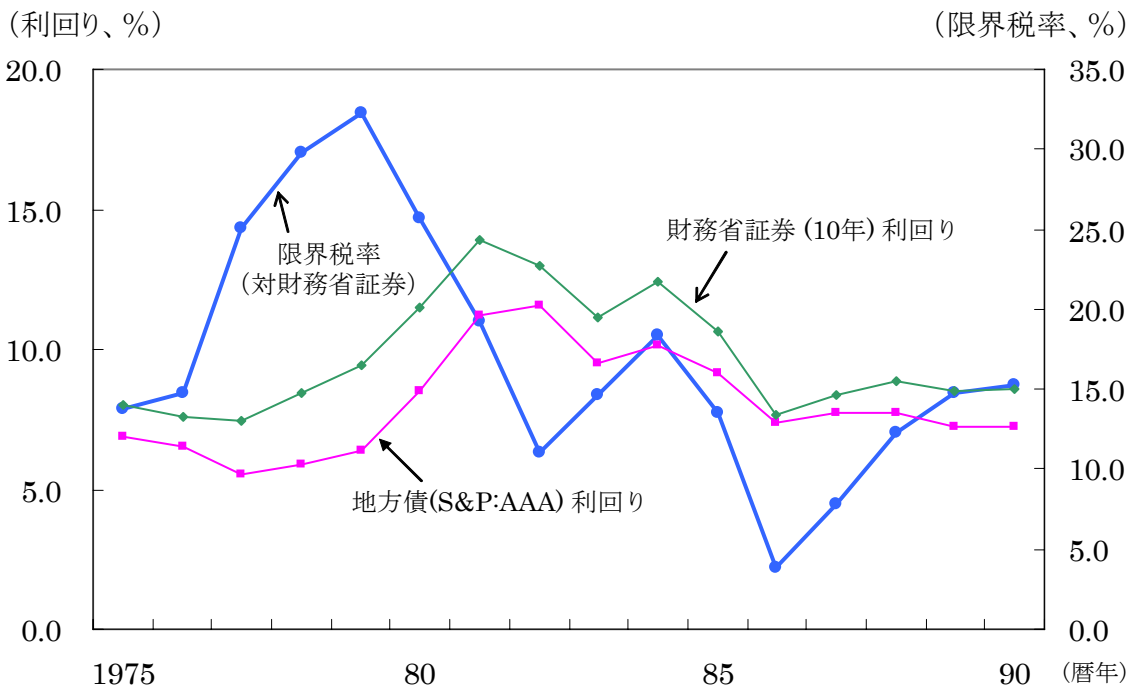
さらに 1986 年税制改革法によって連邦所得税の税率区分が簡素化されたことにより、一部の家計は以前より高い税率区分に属することとなった。このことも家計による地方債需要の増加につながった。

3) 家計金融資産の中に占める地方債

図表 10 は 2006 年 6 月末時点における米国の家計金融資産の内訳である。これによると、家計金融資産全体に占める債券の割合は 7.8% である。このうち地方債の割合は、保有債券全体の 27.7%、金融資産全体の 2.2% となっている。

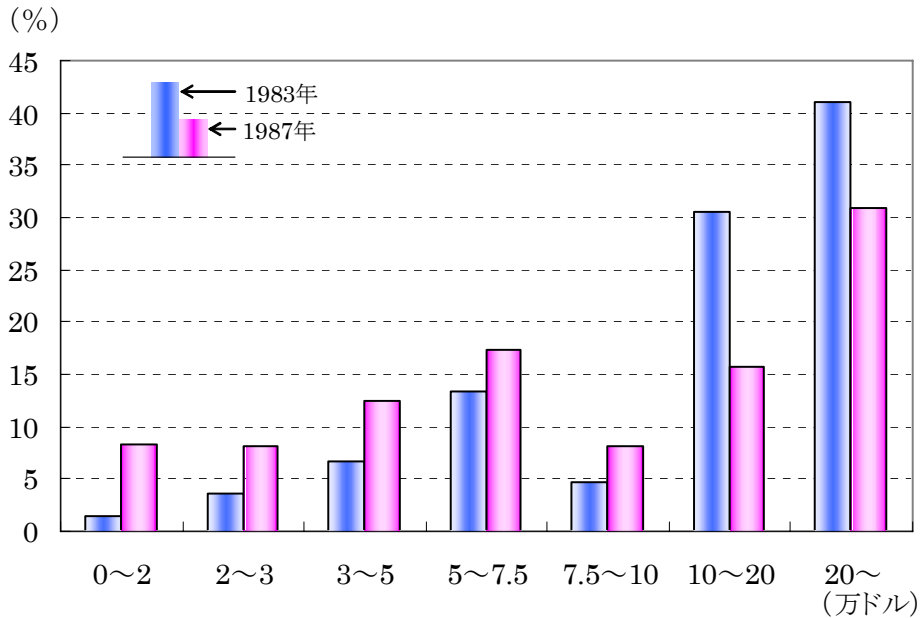
ここで注目すべきは、家計が財務省証券よりも地方債をより多く保有している点である。2006 年 6 月末時点の発行残高でみると、

図表 8 米国債券利回りと限界税率の推移



(出所) The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds* (2001) より野村資本市場研究所作成

図表 9 免税債利子所得の所得階層別分布



(注) ツィンマーマン氏によると、1983年のデータは Federal Reserve System から、1987年のデータは Internal Revenue Service からとしている。それぞれ出所が異なるので、必ずしも厳密に連続しているとはいえない。

(出所) Dennis Zimmerman, *The Private Use of Tax-Exempt Bonds* (1990)

財務省証券は 4 兆 7,596 億ドル (約 545 兆円)、地方債は 2 兆 3,057 億ドル (約 264 兆円) であり¹⁶、財務省証券は地方債の倍以上の規模となっている。ところが家計の保有額をみると、同時点で財務省証券は 6,183 億ドル (約 70 兆円)、地方債は 8,554 億ドル (約 98 兆円) となっている。ここでは、地方債が財務省証券を逆に上回っているのである。

4. 投資信託による地方債保有

1) 地方債ファンドの発展

投資信託による地方債の保有は 1980 年代後半より急速に増加した。

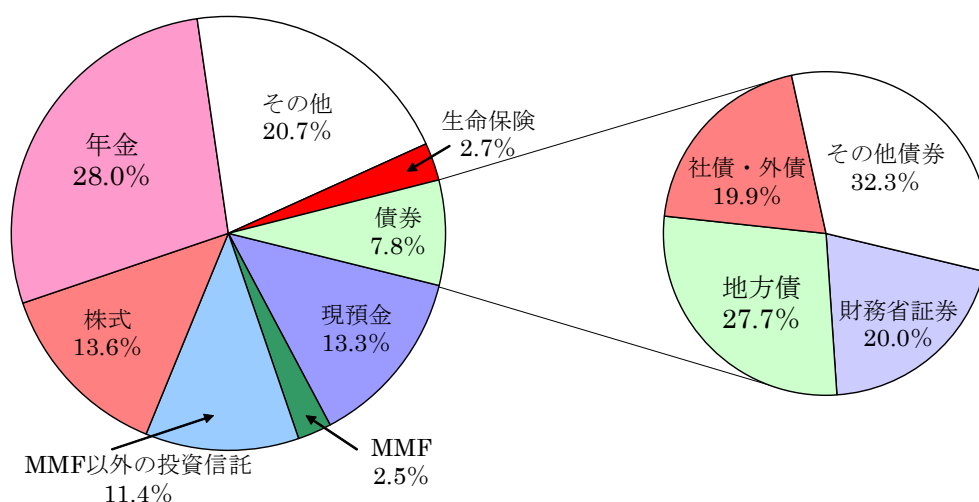
投資信託が地方債をそのポートフォリオに組み入れることに対して、かつて米国では厳しい規制がなされていた。1961 年に初めて登場した地方債ファンドは、単位型投資信託 (unit investment trust) の形態であり、当時これ以外の形態で投資信託が地方債を組み入

れることは認められていなかった。しかし、徐々にこうした規制は緩和され、1976 年にはオープン・エンド型 (ミューチュアル・ファンド) やクローズド・エンド型ファンドにも地方債の組み入れが認められた。1979 年には、償還までの期間の短い地方債を組み入れた MMF である免税 MMF (tax-exempt money market funds) が登場した。

投資信託には、様々な金融商品に容易に分散投資できること、少額からの投資が可能であること、専門家による高度な分析に基づく投資、流動性の高さ、といった利点が一般にある。地方債ファンドが登場すると、こうした利点が受け入れられ、資産残高は順調に伸びた。

図表 11 は MMF を除く債券ファンドの純資産残高の推移を示したものである。地方債ファンドには単一州地方債型 (State Muni) ファンドと複数州地方債型 (National Muni) ファンドがあるが、地方債ファンドの純資産

図表 10 米国における家計金融資産の状況（2006年6月末時点）



（注）「その他債券」には、オープン・マーケット・ペーパー、政府機関証券（Agency- and GSE-Backed securities）、モーゲージ債が含まれる。

（出所）FRB, *Flow of Funds Accounts* より野村資本市場研究所作成

残高は着実に増加している。2005 年末時点での純資産残高は、地方債ファンド全体で 3,387 億ドル（約 39 兆円）となっている。これは、1990 年末時点の地方債ファンドの純資産残高 1,202 億ドル（約 16 兆円）の約 3 倍である。

MMF を除く債券ファンド全体に占める地方債ファンドの純資産残高の割合をみると、最近では社債型ファンドやストラテジック・インカム型ファンド¹⁷が大幅にその残高を伸ばしたことを受けて低下しているものの、一時は全体の 4 割以上を占めていた。現在その割合は 25.0%となっている（2005 年末時点）。

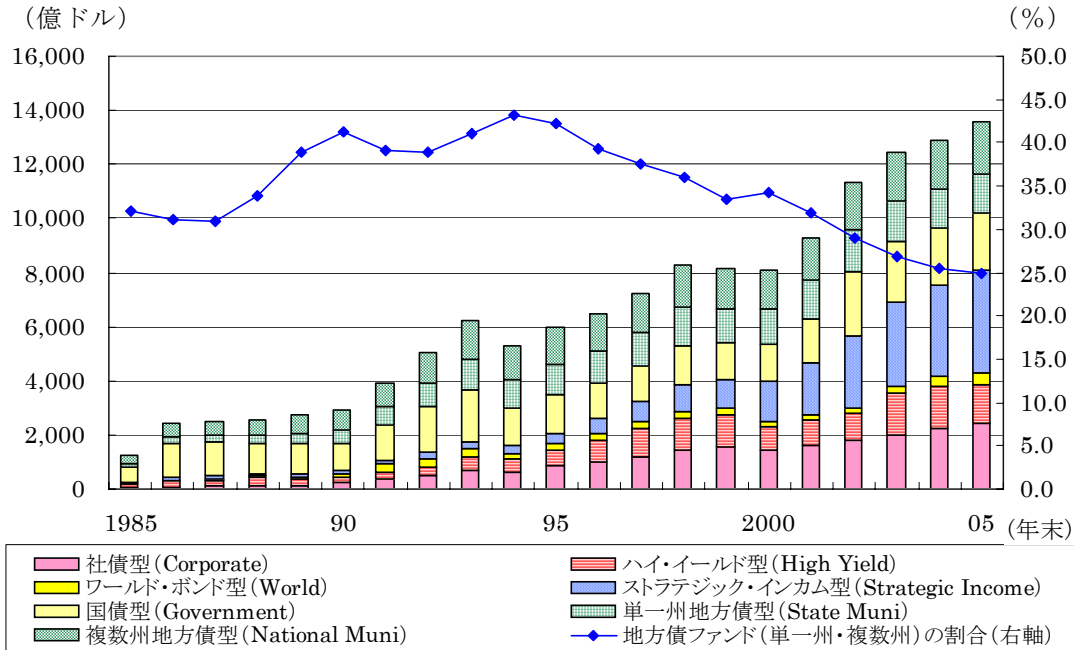
図表 12 は MMF を除く債券ファンドの本数の推移を示したものである。2005 年末時点の地方債ファンドの本数は 739 本だった。1990 年末時点での本数の約 2 倍となっているが、1994 年を境に地方債ファンドの本数は低下傾向にある。先述のとおり、地方債ファンドの純資産残高については着実な増加傾向がみられることから、一本一本のファンドが平均して大型化しているものと思われる。

本数でみた MMF を除く債券ファンド全体に占める地方債ファンドの割合は、1990 年代前半においては 50% 近くの水準で推移していた。現在その割合は 36.6%となっている（2005 年末時点）。

次に国債型（Government）ファンドと地方債型ファンドを比較すると、純資産残高については 1990 年代以降、本数については 1985 年以降、一貫して後者が前者を上回っている。家計による地方債の保有額が国債のそれを上回っているのと、類似の状況である。

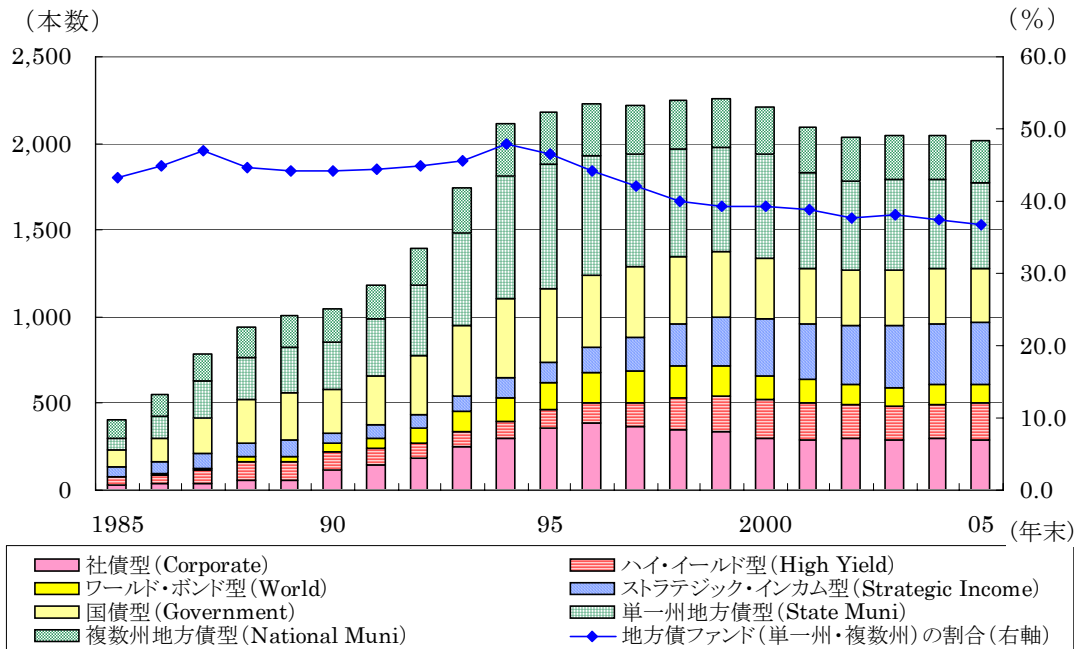
また、単一州地方債型ファンドと複数州地方債型ファンドを比較すると、純資産残高については後者の方が上回っているが、本数についてはここ 10 年以上にわたって前者が後者の約 2 倍となっている。単一州地方債型ファンドは、平均すると一本あたりの純資産残高が比較的小さい。

図表 11 米国債券ファンド（MMF 除く）の純資産残高の推移



(出所) ICI, 2006 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK より野村資本市場研究所作成

図表 12 米国債券ファンド（MMF 除く）の本数の推移



(注) 同一の債券ファンドでシェアクラスが異なる場合は、まとめて1本として数えている。

(出所) ICI, 2006 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK より野村資本市場研究所作成

最後に MMF についてみると、地方債を組み入れた免税 MMF の純資産残高は、登場以来順調に増加している（図表 13）。MMF 全体に占める免税 MMF の割合は 1980 年代に急上昇し、1990 年代以降は 15%前後で推移している。

またここで家計による MMF の保有についてみると、現在免税 MMF 全体に占める家計の保有割合は 60.9%となっている。MMF 全体に占める家計の保有割合は 42.8%であり、これを大きく上回っている（2005 年末）¹⁸。

2) アメリカン・ファンズの地方債ファンド

本節では、地方債をそのポートフォリオに組み入れた債券ファンドを具体的にみる。

取り上げるのは、全米三大ミューチュアル・ファンド運用会社の 1 つであるキャピタル・リサーチが提供している地方債ファンド¹⁹である。キャピタル・リサーチのファンド・シリーズであるアメリカン・ファンズの中では現在、債券ファンドが 11 種類、MMF が 3

種類、提供されている。このうち地方債ファンドは、単一州地方債型ファンドが 3 本（The Tax-Exempt Fund of California, The Tax-Exempt Fund of Maryland, The Tax-Exempt Fund of Virginia）、複数州地方債型ファンドが 3 本（The Tax-Exempt Bond Fund of America, Limited Term Tax-Exempt Bond Fund of America, American High-Income Municipal Bond Fund）、免税 MMF が 1 本（The Tax-Exempt Money Fund of America）提供されている²⁰。

これらの地方債ファンドの商品内容を比較したのが図表 14 である。

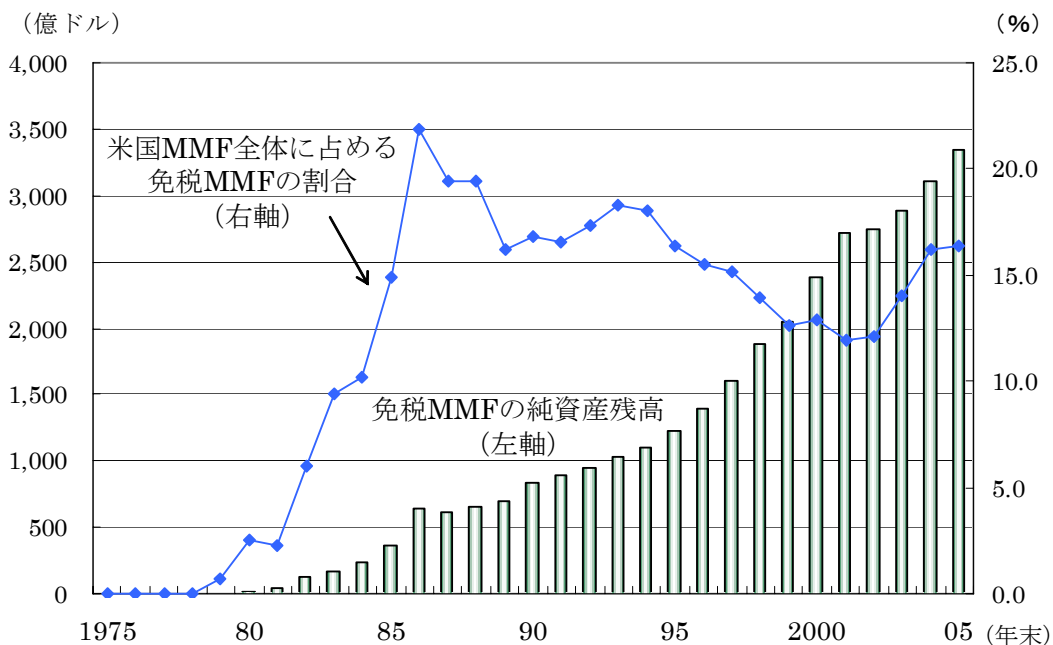
まずそれぞれのファンドについてみると、次のような特徴が指摘できる。

① The Tax-Exempt Fund of California

投資目的として、元本を重視しつつ利回りを追求することが挙げられている。また、主に（原則、資産の 80%以上）投資適格債に投資することを基本方針としている。

また、このファンドは単一州地方債型ファ

図表 13 米国免税 MMF の純資産残高と、MMF 全体に占める割合の推移



(出所) ICI, 2006 INVESTMENT COMPANY FACT BOOK より野村資本市場研究所作成

図表 14 アメリカン・ファンズの地方債ファンド

| ファンド名 | ①The Tax-Exempt Fund of California | | ②The Tax-Exempt Bond Fund of America | | ③Limited Term Tax-Exempt Bond Fund of America | | ④American High - Income Municipal Bond Fund | | ⑤The Tax-Exempt Money Fund of America | | |
|----------------|--|---------------|--|---------------|--|---------------|---|---------------|--|---------------|-------|
| 種類 | 単一州地方債型 | | 複数州地方債型 | | 複数州地方債型 | | 複数州地方債型 | | MMF | | |
| 投資目的 | 元本を重視しつつ、利回りを追求する | | 元本を重視しつつ、利回りを追求する | | 元本を重視しつつ、利回りを追求する | | 利回りの追求 | | 元本を重視しつつ、流動性を保持する | | |
| 基本方針 | 主にBaa/BBB格以上の債券に投資 Ba/BB格以下の債券への投資は、資産の20%まで カリフォルニア州の州所得税が課されない地方債が投資対象 | | A格以上の債券に資産の65%以上を投資 Baa/BBB格以下の債券への投資は、資産の35%まで | | Baa/BBB格の地方債への投資は資産の35%まで 主に残存期間が3年から10年の地方債へ投資 | | Baa/BBB格以下の債券に資産の50%以上を投資 | | 課税短期債券も場合によっては対象となる | | |
| トータル・リターン (年率) | 1年 | 4.72% | 1年 | 4.50% | 1年 | 3.23% | 1年 | 5.94% | 1年 | 2.76% | |
| | 5年 | 4.82% | 5年 | 4.81% | 5年 | 3.63% | 5年 | 5.45% | 5年 | 1.26% | |
| | 10年 | 5.48% | 10年 | 5.53% | 10年 | 4.56% | 10年 | 5.67% | 10年 | 2.09% | |
| 保有債券の平均残存期間 | 5.8年 | | 5.2年 | | 3.9年 | | 5.1年 | | — | | |
| 純資産 | 13.52億ドル | | 51.12億ドル | | 10.05億ドル | | 19.30億ドル | | 4.31億ドル | | |
| ポートフォリオの内訳 | 格付け | Aaa/AAA | 36.3% | Aaa/AAA | 45.6% | Aaa/AAA | 37.3% | Aaa/AAA | 14.2% | — | |
| | | Aa/AA | 12.1% | Aa/AA | 17.3% | Aa/AA | 27.8% | Aa/AA | 12.1% | — | |
| | | A/A | 12.6% | A/A | 9.0% | A/A | 11.4% | A/A | 13.6% | — | |
| | | Baa/BBB | 18.1% | Baa/BBB | 12.2% | Baa/BBB | 19.6% | Baa/BBB | 24.5% | — | |
| | | ハイ・イールド債 | 16.0% | ハイ・イールド債 | 11.0% | ハイ・イールド債 | 0.9% | ハイ・イールド債 | 29.9% | — | |
| | (上位5地域) | カリフォルニア | 90.6% | テキサス | 12.9% | テキサス | 18.0% | フロリダ | 11.0% | テキサス | 22.7% |
| | | プエルトリコ | 3.3% | ニューヨーク | 10.6% | ニューヨーク | 9.1% | カリフォルニア | 10.3% | メリーランド | 8.6% |
| | | バージン諸島 | 1.1% | イリノイ | 8.9% | ワシントン | 7.0% | ニューヨーク | 8.7% | フロリダ | 5.7% |
| | | | | ワシントン | 6.8% | イリノイ | 5.7% | テキサス | 7.4% | ネバダ | 5.3% |
| | | | | カリフォルニア | 6.0% | カリフォルニア | 5.6% | イリノイ | 6.3% | ユタ | 3.8% |
| (組入額上位5本) | Golden State Tobacco Securitization Corp. | 44,848 (4.2%) | Dormitory Auth. | 69,907 (1.6%) | City of San Antonio | 15,517 (1.9%) | G.O. Bonds (City of New York) | 36,632 (2.2%) | Board of Regents of The University of Texas System | 18,041 (4.2%) | |
| | Statewide Communities Development Auth. | 32,143 (3.0%) | G.O. Bonds (City of New York) | 64,871 (1.5%) | Eastern Municipal Power Agcy. | 15,331 (1.9%) | New York City Industrial Development | 28,422 (1.7%) | G.O. Bonds (Public Finance Auth.) | 16,809 (3.9%) | |
| | Association of Bay Area Governments, Finance Auth. for Nonprofit Corps. | 27,317 (2.6%) | Eastern Municipal Power Agency | 61,835 (1.4%) | Harris County | 14,944 (1.9%) | Housing and Finance Association | 22,292 (1.4%) | Intermountain Power Agency | 16,500 (3.8%) | |
| | Metropolitan Water District of Southern California | 27,074 (2.5%) | New York City Transitional Finance | 55,911 (1.3%) | G.O. Bonds (City of New York) | 14,113 (1.8%) | Eastern Municipal Power Agency | 21,196 (1.3%) | Baltimore County | 16,450 (3.8%) | |
| | California Pollution Control Financing | 25,258 (2.4%) | G.O. Bonds (Massachusetts) | 42,261 (1.0%) | Dormitory Auth. | 13,745 (1.7%) | Housing Corp. | 20,361 (1.2%) | Metropolitan Transportation Auth. | 16,000 (3.7%) | |

- (注) 1. ⑤の純資産については2005年9月末の数値、それ以外の地方債ファンドの平均残存期間と純資産については2006年9月末時点の数値。トータル・リターンについては全て2006年9月末時点の数値。
 2. ポートフォリオの内訳については、①と②は2005年8月末時点、③と④は2005年7月末時点、⑤は2005年9月末時点の数値である。
 3. 各ファンドのトータル・リターンは、クラスAのリターン。
 4. 格付けの項目で薄く塗りつぶしているのは、当該ファンドの平均格付け。

(出所) 各ファンドの運用報告書・目論見書、モーニングスター・プリンシピアより野村資本市場研究所作成

ンドであり、カリフォルニア州内の発行体による地方債に主に投資するとしている²¹。ポートフォリオには、カリフォルニア州内で 28 以上の発行体によって発行された地方債が組み入れられている。

② The Tax-Exempt Bond Fund of America

このファンドも①と同様の投資目的をもっている。基本方針をみると、投資適格債の中でも A 格以上の債券に資産の 65%以上を投資するとしている。

純資産残高は 51.12 億ドル（約 6,034 億円）となっており、他のファンドと比べてかなり大きい。このファンドは複数州地方債型ファンドであり、それゆえポートフォリオの内訳をみると、テキサス州を初めとして約 40 州、約 1,000 銘柄の債券が組み込まれている。また格付け別の構成をみると、Aaa/AAA 格債の組み入れの比率が 45.6%となっており、他のファンドと比べても高い。

③ Limited Term Tax-Exempt Bond Fund of America

このファンドは、投資目的は①や②と同じであるが、残存期間が 3 年から 10 年の地方債を主な投資対象とする点に特徴がある。2006 年 9 月末時点で、ポートフォリオに含まれる保有債券の平均残存期間は 3.9 年となっており、⑤を除いて最も短くなっている。

ポートフォリオの内訳をみると、テキサス州など約 45 州、約 500 銘柄の債券が組み込まれている。また格付け別構成をみると、他のファンドと比較してもハイ・イールド債の割合をかなり低めに抑えた運用となっている。

④ American High-Income Municipal Bond Fund

このファンドは、他のファンドと異なり、投資目的に利回りの追求のみを掲げている。投資の基本方針をみても、Baa/BBB 格以下

の債券に資産の少なくとも 50%以上を投資する、としている。

ポートフォリオの構成をみると、発行体の地域別構成は、フロリダ州など 32 州以上の債券が組み入れられている。格付け別の構成においては、他のファンドと比較して、Aaa/AAA 格債の割合は 14.2%と小さく、その一方で、ハイ・イールド債の割合は 29.9%と大きくなっている。平均格付けは Baa/BBB 格となっている。他のファンドと比較してトータル・リターンが最も高い水準にある一因と思われる。

⑤ The Tax-Exempt Money Fund of America

アメリカン・ファンズが提供する唯一の免税 MMF である。これは基本的に免税債に投資する MMF であるが、市場の状況によっては課税対象となる短期債も投資対象に含める、としている。

ポートフォリオの構成をみると、テキサス州のほか 30 州の債券が組み入れられている。

また、これら全てのファンドに共通することであるが、運用報告書によれば、ファンドの運用は徹底した調査・分析に基づいて行われている、とのことである。

例えば①の運用報告書では、カリフォルニア州リンカーン市が住宅事業の資金を調達するために発行した債券の分析を次のような過程で行った、としている²²。

- ・地方債アナリストが、事業の進行や計画を再検討するべく、ポートフォリオ・マネージャーとともに現地を訪れる。
- ・地方債アナリストが、住宅セクター担当の課税債のアナリストと、事業計画について議論をする。
- ・住宅セクター担当の株式アナリストによるリサーチを、地方債アナリストが検討する。
- ・住宅ローンの動向を分析しているモーゲージ債のアナリストが提供するデータを、地

方債アナリストが検討する。

- ・エコノミストの長期見通しと住宅需要についての見解を合わせて、地方債アナリストが事業の成功可能性を確かめる。
- ・地方債アナリストがトップ・ダウン・アプローチとボトム・アップ・アプローチを合わせた分析を行い、これをファンドのポートフォリオ・マネージャーに報告する。

また②の運用報告書では、病院の運営資金を調達するために発行された地方債の分析について、ポートフォリオ・マネージャーの次のような言葉が紹介されている。「我々は病院を一つ一つ見ます。その地域にはそれぞれ固有の人口動態があって、それが病院の収入に影響を与えうるのです。」²³

IV. 日本の地方債制度・市場の現状

1. 急速に進む地方債制度改革

わが国の地方債制度は近年大きく変容している。地方分権一括法の成立を新たな契機として地方分権改革が各方面で具体的に進められているが、地方債制度もその例に漏れない。

図表 15 は、地方債制度や関連制度の最近の改革状況、ならびにこれに関係する動きをまとめたものである。これをみると、地方債制度の改革がここ数年急速に推し進められていることがわかる。

起債の決定段階では、2006 年度に許可制から事前協議制へ移行し、地方自治体は原則自由に地方債を起債できるようになった²⁴。

地方債の発行段階においては、市場公募債が多様化しつつある。複数の地方自治体が共同で起債する共同発行市場公募債や、地域住民による購入を念頭において発行ロットが小さく設定されている住民参加型市場公募債（以下、「ミニ市場公募債」）が、数年前に登場した。また、発行される市場公募債の償還年限も多様化している²⁵。加えて、市場公募債の発行条件決定方式が、2006 年 9 月起債分より個別条件決定方式となった。

図表 15 わが国における地方債制度をめぐる主な動き

| 年 | 地方債制度改革 | 関連制度改革 | 地方債を巡る動き |
|--------|----------------------------|-----------------|----------------------------|
| 2000 | | 地方分権一括法の施行 | |
| 2001 | 臨時財政対策債の発行 | 財政投融资制度の開始 | |
| 2002 | 住民参加型ミニ公募債の発行 | | ペイオフ解禁 |
| | 二テーブル制の導入 | | |
| 2003 | 共同発行市場公募地方債の発行 | 日本郵政公社の発足 | |
| 2004 | 横浜市の市場公募債発行が個別交渉方式へ | | |
| 2006 | 地方債許可制度から事前協議制への移行 | 実質公債費比率の導入 | 自治体向け融資で世界最大の金融機関デクシアの日本参入 |
| | 神奈川県と名古屋市が個別条件決定方式へ | | 夕張市が財政再建団体の指定申請の意向を表明 |
| | 市場公募債の合同条件交渉方式の廃止 | | |
| 2007年度 | 新規発行分の地方債の引受を日本郵政公社が停止（予定） | | |
| 2008年度 | | 公営企業金融公庫の廃止（予定） | |

（出所）野村資本市場研究所作成

2. わが国の地方債市場における変化

1) これまでのわが国の地方債市場

わが国の地方債は、これまで市場からの資金調達手段としての性格が弱かった。

図表 16 は、地方債残高を発行形式・引受資金別に示している（2003 年度末）。

わが国の地方債は、発行形式の観点から分類すると証書形式のもの（証書借入）と証券形式のもの（地方債証券）がある²⁶。前者は流動化を本来想定しておらず、それゆえ流通市場において一般に取り引きされているものの多くは後者である。この観点から残高の内訳をみると、証書形式（71.3%）が証券形式（28.5%）をはるかに上回っている。

次にこれを引受資金の観点から分類すると、政府資金、公営企業金融公庫資金、銀行等引受債、市場公募債の 4 種類に大きく分かれる。このうち政府資金には財政融資資金と郵政公社資金がある。また市場公募債には個別発行市場公募債、共同発行市場公募債、ミニ市場公募債がある。

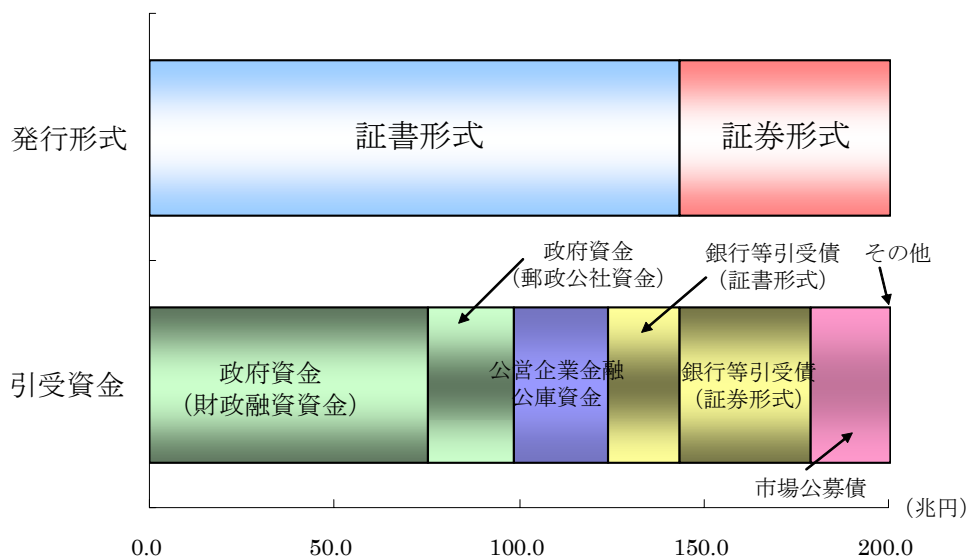
発行形式別分類と引受資金別分類の関係を

みると、政府資金や公営企業金融公庫資金が引き受ける地方債は証書形式により発行される。一方で市場公募債は証券形式を採っている。銀行等引受債については、証書形式と証券形式の両方の形を採りうる。

引受資金の観点から残高の内訳をみると、政府資金が全体のほぼ半分を占め（48.9%）、圧倒的な存在感を示している。公社債流通市場において地方債の存在感が薄い要因の一つはここにある²⁷。次に割合が大きいのは銀行等引受債であり（27.3%）、公営企業金融公庫資金がこれに続く（12.8%）。市場公募債は残高で全体の 10.7% を占めるにすぎない。

発行体の規模別に銀行等引受債と市場公募債の残高をみると（図表 17）、市場公募債はほぼ全て、都道府県と政令指定都市によって発行されている。個別発行市場公募債や共同発行市場公募債を発行するのは公募団体と呼ばれる一部の地方自治体だけであり、それ以外の地方自治体が発行する市場公募債はミニ市場公募債に限られているからである。証券形式の銀行等引受債についても、その発行

図表 16 わが国の地方債残高（2003 年度末）



（出所）地方債協会『地方債統計年報』より野村資本市場研究所作成

は都道府県・政令指定都市によるものが多く、市町村や特別区は、発行する銀行等引受債のほとんどを証書形式としている。

2) 市場公募債の拡大

現在進行中の一連の地方債制度改革は、政府資金や公営企業金融公庫資金といった公的資金に偏している地方債市場の現状を大きく変える可能性を有している。

まず日本郵政公社資金については、2007年度以降新たに発行される地方債の引受けは行われず、と報道されている²⁸。

公営企業金融公庫は、政府系金融機関の統廃合改革の結果、2008年度に廃止されることが決定している。その後については現在検討段階であり、今後の行方が注目される²⁹。

従って、市場公募債が果たす役割は、今後急速に拡大していかざるをえない。ここ数年、公募団体の数は毎年増加し、2006年度時点で38団体に達したが（図表18）、今後も増加が見込まれる³⁰。また先述のとおり、市場公募債を多様化させようとする動きが急速に

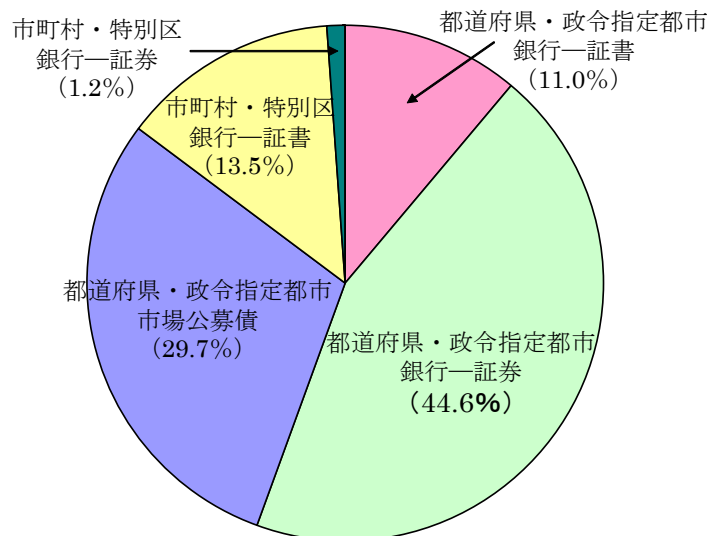
進んでいる。

これらの影響を受けて、地方債発行額全体に占める市場公募債の割合は、近年目に見えて増加している。都道府県・政令指定都市の地方債発行額の引受資金別内訳をみると、市場公募債が発行額全体に占める割合は、最近5年間で倍増している（図表19）。また、すでに政府資金の占める割合は減少してきており、2005年末時点で全体の17.4%を占めるにすぎなくなっている。わが国の地方債も、次第に市場からの資金調達手段としての性格が、米国の地方債と同様に次第に鮮明となりつつある。

V. 結びにかえて — 日本の地方債制度・市場への示唆 —

わが国の地方債制度・市場の今後のあり方をめぐっては、今日非常に活発な議論がなされており、実際に改革が進み始めている。そこでは、地方債制度の改革と関連する財政再建団体制度や公会計制度、税源移譲など諸制

図表 17 銀行等引受債及び市場公募債残高の発行体規模別分類（2003年度末）



(注) 「銀行一証券」は銀行等引受債（証券形式）を、「銀行一証券」は銀行等引受債（証書形式）を、各々表す。

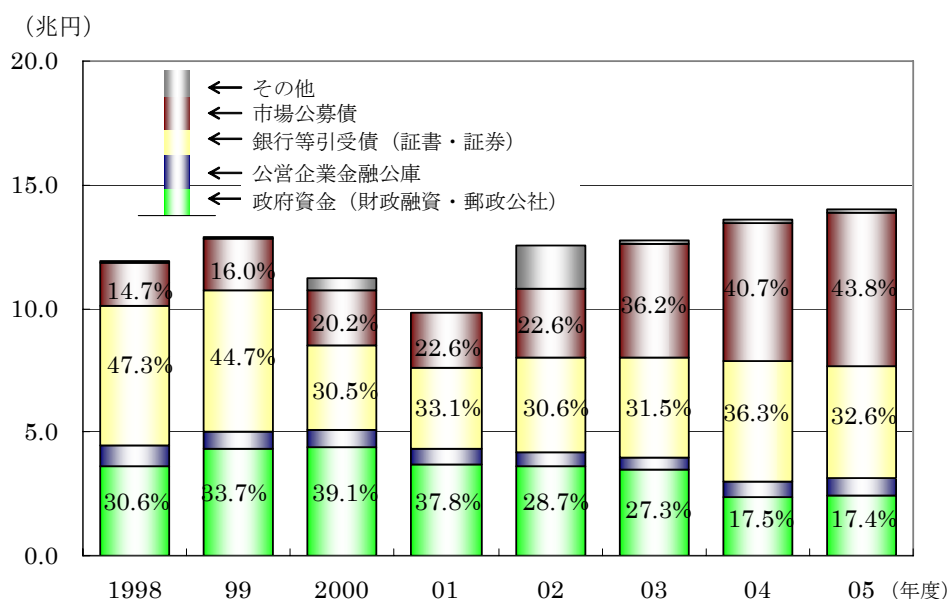
(出所) 地方債協会『地方債統計年報』より野村資本市場研究所作成

図表 18 わが国の公募団体

| 年度 | 都道府県 | 市町村 | 公募団体数 |
|------|--------------------------|----------------------|-------|
| 1952 | 東京都・大阪府・兵庫県 | 横浜市・名古屋市・京都市・大阪市・神戸市 | 8 |
| 1973 | 北海道・神奈川県・静岡県・愛知県・広島県・福岡県 | 札幌市・川崎市・北九州市・福岡市 | 18 |
| 1975 | 宮城県・埼玉県・千葉県・京都府 | | 22 |
| 1982 | | 広島市 | 23 |
| 1988 | 茨城県・新潟県・長野県 | 仙台市 | 27 |
| 1994 | | 千葉市 | 28 |
| 2003 | | さいたま市 | 29 |
| 2004 | 福島県・群馬県・岐阜県・熊本県 | | 33 |
| 2005 | 鹿児島県 | 静岡市 | 35 |
| 2006 | 島根県・大分県 | 堺市 | 38 |

(出所) 野村資本市場研究所作成

図表 19 引受資金別地方債発行額の推移 (都道府県・政令指定都市)



(出所) 地方債協会「地方債月報」より野村資本市場研究所作成

度の改革も、検討の対象となっている。これらは全て十分な議論を要するものであることは言うまでもない。そしてその際には、本レポートでは触れていないが、米国における地方債制度・市場と密接に関係している州・地方政府をめぐる破産制度や情報開示制度、課税自主権なども、検討するに値しよう。

その上で、より長期的な視点、より大きな

視点でわが国の地方債制度・市場の今後のあり方について考えようとする時、本レポートでの米国地方債制度・市場についての検討から得られる示唆を、最後に3点指摘したい。

一点目は、地方自治体の市場からの資金調達において家計が果たしうる役割は大きいのではないか、ということである。

わが国の地方債保有に占める家計の割合は、

現在のところ非常に小さい。家計が保有する地方債証券はわずかに 1 兆 1,227 億円であり、地方債証券残高全体の 2%に過ぎない³¹（図表 20）。直接の保有分だけで地方債全体の 4 割を占めている米国の家計の状況とは大きく異なっている。

今後、本格的に市場公募債の発行が増えてくることとなれば、これを誰が保有するのが重要な問題となるだろう。家計が保有する金融資産の規模を考えても、また、わが国の家計金融資産の中に占める地方債証券の割合がわずか 0.07%にとどまっている現状を考えても（2006 年 6 月末）、家計が地方債保有を増加させる余地はあると思われる。

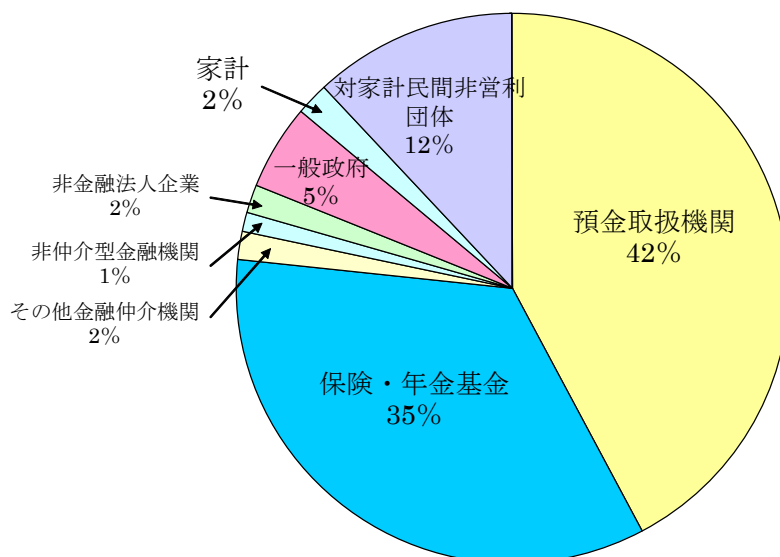
二点目は、家計による地方債保有を進める上での投資信託が果たしうる役割の大きさである。今後地方自治体の権限や責任が拡充されると、あるいは地方債制度改革が押し進められて市場公募債の役割が拡大してくると、流動性や信用力の面で地方債間の格差が開いてくることとなろう。そうなれば、発行体や償還年限が異なる様々な地方債に分散投資することが、投資家にとって重要な意味をもつ

こととなる。また、そうした多様な地方債を組み入れた投資信託が市場で受け入れられることによって、地方自治体は家計からの資金をより柔軟に調達することが可能となる。

三点目は、今後のわが国の地方債制度改革の中で、地方債に対して税制面での優遇措置を行うことも、検討する余地があるのではないか、ということである。

また本文では詳しく触れなかったが、米国ではレベニュー債が発行されている。これは、調達資金が充てられた事業からの収益等にその償還財源を限定する債券である。米国での発行額は、現在地方債全体の 64.7%を占めている（2002 年末時点）³²。地方債の種類を増やして地方自治体の資金調達手段をより多様化しようとする際には、レベニュー債の本格的導入も検討に値するものと思われる³³。

図表 20 地方債証券の投資家別保有割合（2006 年 6 月末）



（出所）日本銀行「資金循環統計」より野村資本市場研究所作成

- ¹ 円への換算は、2006年6月末のレートで行った。以下、特に記さない場合の換算は、日本銀行「金融経済統計月報」より、その時点での月末ないし年末のレートを用いる。
- ² 本レポートの執筆に際して参照した主な文献ないしレポートは、次のとおり。稲生信男『自治体改革と地方債制度』（学陽書房、2003年）。秋山義則「レーガン税制改革と州・地方債投資」『滋賀大学経済学部研究年報』2002年 Vol.9。自治体国際化協会「アメリカの地方債」*CLAIR REPORT* 第14号（1990年）。土居丈朗・林伴子・鈴木伸幸「地方債と地方財政規律」*ESRI Discussion Paper Series*, No.155（2005年）。The Bond Market Association, *The Fundamentals of Municipal Bonds*（2001）。
- ³ 米国の地方債において「短期債」とは、償還年限が1年以内のものを指す。
- ⁴ 2006年9月末時点のレートで換算。
- ⁵ 2006年9月末時点のレートで換算。
- ⁶ 本節および次節での検討は、秋山義則（2002年）に負うところが特に大きい。
- ⁷ 免税債はさらに、その利子所得に対して州・地方政府による課税がなされるものと、州・地方政府段階においてもこれが非課税扱いとされるものに分けられる。多くの州では、その州内で発行された地方債については州・地方政府段階でも所得税を課さない、としている。
- ⁸ 発行される地方債が免税債となるための適格要件は、連邦所得税法（Federal Income Tax Law）や連邦証券諸法などが規定している。この適格要件は法改正によりしばしば変更されるが、1986年税制改革法（Tax Reform Act of 1986）による適格要件の変更は特に大幅なものであった、とされる。
- ⁹ それゆえ、「地方債」と「免税債」を同義とする場合もままある。
- ¹⁰ ファーストペンシルベニア銀行はその典型である。詳しくは武見浩充『ALMの基礎知識』（東洋経済新報社、1990年）参照。
- ¹¹ ここで対象となるのは、1982年12月31日以降に商業銀行が購入した免税債である。
- ¹² ここで対象となるのは、1986年8月7日以降に商業銀行が購入した免税債である。また、発行規模が1,000万ドル未満の発行体の適格条項地方債については、その購入・保有のための借り入れとみなされた預金に対する利払い部分の損金算入を認める、という例外規定が設けられている。
- ¹³ 換言すれば、次の式に具体的な数値を当てはめた結果を、図表7は示している。
- $$(\text{課税債利回り}) = \frac{(\text{免税債利回り})}{(100\% - \text{税率})}$$
- ¹⁴ つまり、ここでいう限界税率を数式によって定義すれば、次式ようになる。
- $$(\text{限界税率}) = 1 - \frac{(\text{免税債利回り})}{(\text{課税債利回り})}$$
- ¹⁵ ある投資家の所得税率が、注14の式の限界税率を上回る場合、免税債利回りを所与としたとき、

- 注14の式を成立させる課税債利回りよりも注13の式を成立させる課税債利回りのほうが大きくなっている。つまり限界税率を上回る所得税率が課される投資家の場合には、地方債の保有から得られる免税のメリットはより大きくなりうるのである。
- ¹⁶ The Securities Industry and Financial Markets Association (<http://www.sifma.org/>) 資料。
- ¹⁷ 投資会社協会（ICI）によると、ストラテジック・インカム型ファンドとは、固定利付債を組み合わせて投資することで、高い利回りを追求するファンドのことである。
- ¹⁸ ICI, *2006 Investment Company Fact Book*
- ¹⁹ 先述のとおり米国地方債のほとんどが免税債であることもあって、免税債ファンド（tax-exempt bond funds）ともよばれることが多い。
- ²⁰ American Funds のウェブ・サイト (<http://www.americanfunds.com/default-home.htm>) 。
- ²¹ The Tax-Exempt Fund of California は、カリフォルニア州所得税が課されない地方債であれば、州外で発行された地方債であっても投資対象としている。例えば、サモア、プエルトリコ、グアム、北マリアナ諸島連邦、バージン諸島で発行された地方債は、全ての州で州所得税を免除される。
- ²² The Tax-Exempt Fund of California の運用報告書（2005年8月）より引用。
- ²³ The Tax-Exempt Bond Fund of America の運用報告書（2005年8月）より引用。
- ²⁴ 事前協議制の下では、中央政府との協議の結果、起債についての同意を中央政府から仮に得られない場合でも、地方自治体は議会に報告した上で地方債を発行することが可能である。ただし、実質公債費比率が18%以上の地方自治体は、起債する際に従来どおり中央政府からの許可を必要とする。
- ²⁵ 最近では、2006年8月に大阪府が初の7年債を発行した。
- ²⁶ 地方自治法や地方財政法以外の法令や実務上においては、一般に地方債証券のみを「地方債」とする。
- ²⁷ 公社債売買高に占める地方債の割合は2005年度で1.3%に過ぎない（日本証券業協会資料より算出）。
- ²⁸ 日本経済新聞 2006年8月31日付朝刊記事による。
- ²⁹ 日本経済新聞 2006年11月1日付朝刊記事では、公営企業金融公庫の業務を引き継ぐ後継機関「地方自治体金融機構」（仮称）についての制度案を全国知事会など地方六団体がまとめ、10月31日に総務省に概要案を提出した、と報じられている。
- ³⁰ 日本経済新聞 2006年7月26日付朝刊記事によると、「新規発行を積極的に検討するよう要請する」との総務省の通知を受けたこともあって、栃木県が市場公募債の導入を検討しているという。
- ³¹ 日本銀行「資金循環統計」
- ³² U.S. Census Bureau, *Statistical Abstract of the United States*（2006）
- ³³ 現在わが国で発行されているミニ市場公募債は、

調達資金の用途が一般的に発行段階で明示されている点で、レベニュー債にやや近い性格を有している。とはいえ、償還財源は調達資金が充てられた事業からの収益等に限定されているわけではなく、この点でレベニュー債とはそもそもの性格が異なる。