

## 金融危機が米国地方債市場に及ぼす影響

三宅 裕樹

### ■ 要 約 ■

1. 2009年7月1日、アーノルド・シュワルツェネッガー知事は、カリフォルニア州財政の非常事態を宣言した。金融危機の影響が実体経済にも波及する中で、米国の州政府等は、歳入の急減という財政運営上の新たな課題に直面している。
2. 州政府レベルでは主要税収の落ち込みが深刻である。また、市町村レベルでは州政府からの補助金の削減の影響が大きいと考えられる。こうした事態を受けて、米国の州政府等においては公共サービスの削減や増税などの取り組みが喫緊の課題となっている。
3. ただし、そうした取り組みは必ずしも円滑に進んでいるわけではない。例えば、カリフォルニア州では、財政見通しの大幅な引き下げ、あるいは住民投票による歳出削減案や起債案の否決を受けて、期日内に予算を成立させられず、IOUと呼ばれる短期債の発行で急場をしのぐ事態に追い込まれた。
4. 連邦政府は、海外投資家などを含め、民間投資家を地方債市場にひきつけることによって州政府等の資金調達コストを軽減しようと、ビルド・アメリカ・ボンド・プログラムを実施した。ただし、連邦政府が州政府等に資金を直接的に提供して「救済 (bail-out)」するといった動きは、現段階ではみられない。
5. 今後は、米国の州政府等が財政運営の困難を乗り切れるか、あるいは連邦政府が追加的な支援プログラムを創設するのが当面の注目点となろう。同時に、今回の事態を受けて、米国地方財政や地方債市場の有り様が中長期的に変わる事となるのかも、併せて注目される。

### I. はじめに

2009年7月1日、カリフォルニア州のアーノルド・シュワルツェネッガー (Arnold Schwarzenegger) 知事は、前日までに2009-2010年度の予算が成立しなかったことを受けて、州財政の非常事態を宣言した<sup>1</sup>。2003年にITバブル崩壊後の景気後退を受けて、やはり州

<sup>1</sup> Jim Christie, "California government declares fiscal emergency over budget," *Reuters News*, 07/01/2009 参照。

財政が深刻な状況を迎えた際に、その建て直しを期待されて州知事に就任したシュワルツェネッガー知事であったが、今回は現職知事として財政悪化の責任を問われるとともに、対応に追われる立場に置かれることとなった。

カリフォルニア州は、そもそも財政的な余裕がそれほどない州とされていたが、そこにサブプライム・ローン問題、さらには金融危機の深刻化の影響が加わり、財政状態の悪化を懸念する声が高まっていた。2008 年末より本格化した予算審議も紆余曲折を経ることとなったが、結果として予算を成立させられないまま年度を超える状況に至った。

こうした異常事態は、カリフォルニア州だけにとどまらない。米国では、ニューヨーク州やテキサス州などを除く 46 州で財政会計年度は 7 月から始まるが、カリフォルニア州と同様に 2009-2010 年度予算の成立をみないまま 7 月を迎えた州政府は、ペンシルバニア州やイリノイ州など、カリフォルニア州を含めて 7 団体にのぼった。これらの州では、必要性の特に高いと考えられる公共サービスに限って支出を継続するという法案を成立させたり、短期間の臨時予算を策定するといった緊急措置で急場をしのいでいる<sup>2</sup>。

いうまでもなく、こうした米国州政府や、その下の市町村等（以下、「州政府等」）における財政状態の悪化の背景には、2007 年後半以降のサブプライム・ローン問題に端を発する金融危機の影響がある。金融保証（モノライン）保険市場で生じた混乱による、証券化商品市場での信用不安の影響の地方債市場への波及、さらには 2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズ（Lehman Brothers）の経営破たんを契機とした金融市場全般での流動性の枯渇を受けて、州政府等の市場からの資金調達コストは大幅に上昇した（図表 1）<sup>3</sup>。

しかし、金融危機の影響が資本市場だけにとどまらず、実体経済にまで及ぶ段階に至ると、州政府等は歳入の急速な落ち込みに伴う財政状態の悪化という新たな課題に直面することとなった。

## II. 財政運営の困難に直面する米国地方財政

### 1. 実体経済の悪化に伴う地方財政への影響

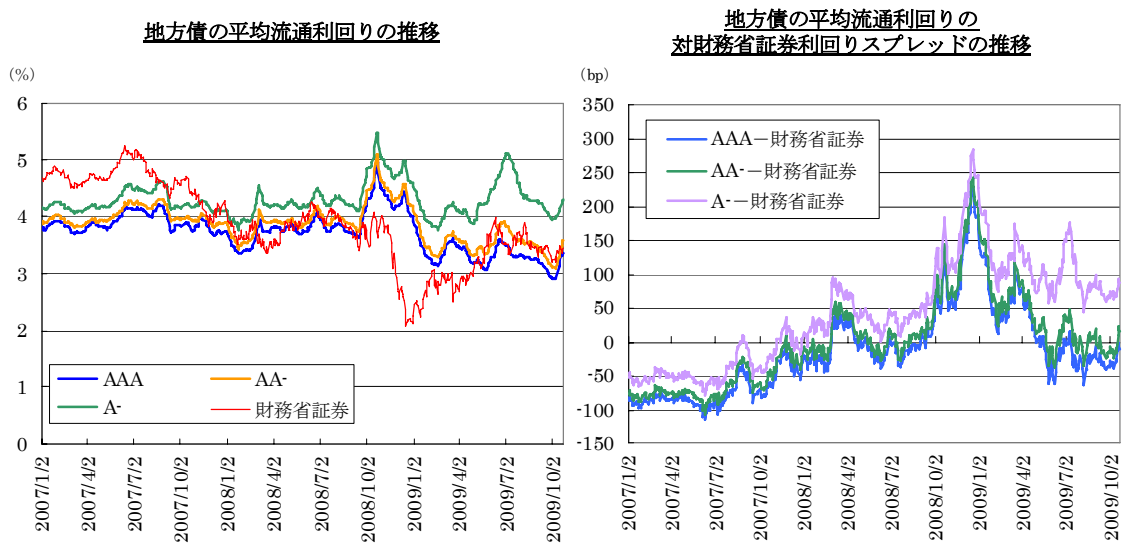
#### 1) 地方財政収支の悪化

2008 年の州政府等全体のベースでの財政収支をみると、経常収支では 801 億ドルの赤字に陥っている（図表 2）。経常収支とは、例えば人件費のように毎年度、ほぼ一定額の費用の計上が見込まれる公共サービスに関する財政収支のことである。1980 年以降の推移をみると、おおよその時期で経常収支は黒字であり、赤字となることは稀であった。しかし

<sup>2</sup> Jesse McKinley, "California Fails to Break Impasse as States Struggle to Meet Budget Deadlines," *The New York Times*, 07/02/2009, Leslie Eaton, "Strapped States Play for Time as Fiscal Year Starts," *The Wall Street Journal*, 07/02/2009 など参照。

<sup>3</sup> 金融保証保険市場における混乱と、地方債市場への影響について詳しくは、三宅裕樹「サブプライム問題と金融保証保険をめぐる動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年春号、同「オークション・レート証券市場をめぐる混乱と金融機関による買戻しの動きについて」同 2008 年秋号参照。

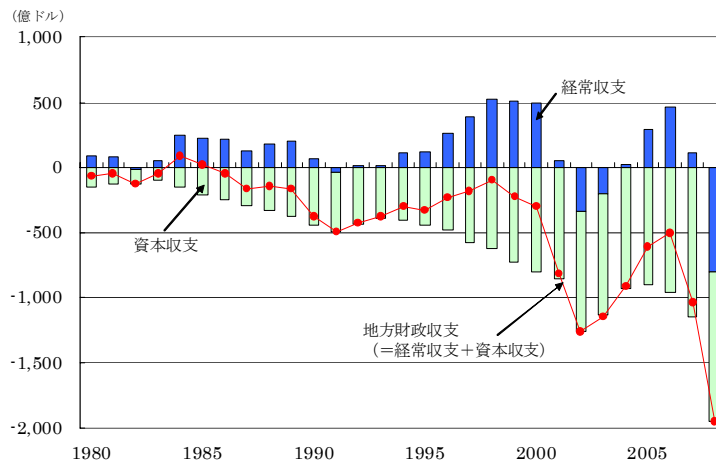
図表 1 米国地方債の流通利回り、および対財務省証券利回りスプレッドの推移



(注) 2007年1月2日より2009年10月22日まで。地方債は一般財源保証債(残存期間10年)を対象とする。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 2 米国地方財政収支の推移



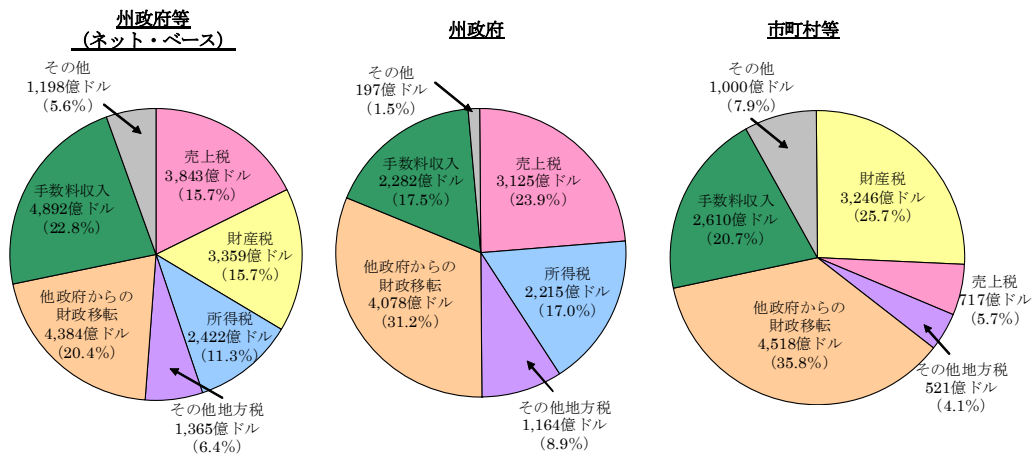
(出所) 米国商務省経済分析局資料より、野村資本市場研究所作成

今回、2003年以來となる経常赤字を計上することとなり、しかもその額は、ITバブルの崩壊、さらには2001年9月11日の同時多発テロ事件などを受けて歳入が大きく減少した2002年の341億ドルを大きく上回る水準となった。これに、港湾や道路の建設といった投資的事業に関わる財政収支である資本収支での赤字分を加えた地方財政収支全体での赤字額は1,951億ドルと、2002年の690億ドルの約3倍の水準となった。

## 2) 州政府における税収の急減と、市町村等における補助金収入の減額

ただし、州政府と市町村等との間では歳入構造が異なり、それゆえ具体的に歳入のどの項目で収入が減少しているかについては差異があると考えられる。

図表3 州政府等の歳入の内訳（2004-2005年度決算ベース）



(出所) 米国商務省資料より、野村資本市場研究所作成

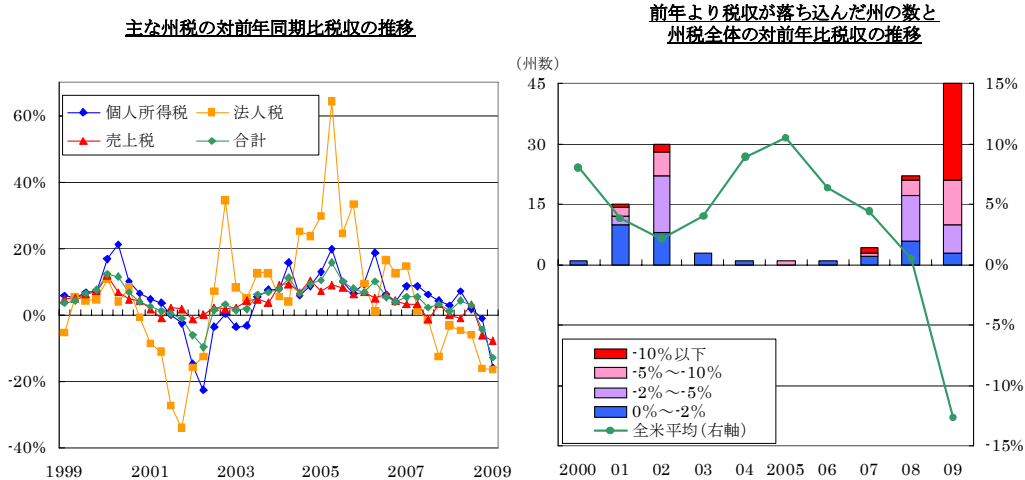
各政府の歳入の内訳をみると、州政府の場合には売上税（わが国の消費税に相当）と個人所得税を主要な税源としている。2004-2005年度の決算ベースでは、州政府の歳入全体に占める税収の割合は49.8%であったが、このうち売上税と個人所得税が各々23.9%・17.0%を占めている（図表3）。これに対して、市町村等における税収全体（35.6%）の過半は財産税（わが国の固定資産税）からの収入（25.7%）である。

今回の景気後退による税収の落ち込みは、州政府においてより深刻と考えられる。というのも、一般的に、景気変動に伴う税収の変化は、個人所得税や法人税といった所得に課される税目で大きく、売上税や財産税などでは比較的小さいからである。直近の米国地方財政に関する統計データは州政府のものに限られるが、それによると2008年第4四半期より個人所得税と法人税で税収が大きく減少している（図表4）。両税収は、2008年第4四半期・2009年第1四半期において、個人所得税が対前年同期比で1.1%・15.8%、法人税は15.9%・16.2%と、2001年～2002年にかけての状況におおよそ匹敵する水準で各々減少した。また、今回は売上税でも税収の減少率が6.1%・7.6%と、同税目としてはかなり大幅となっている点が特徴的である。その結果、州税全体では4.0%・12.6%の減少となった。

これに対して市町村等の場合には、財産税などからの収入の落ち込みというよりは、むしろ州政府からの補助金の削減による影響の方がより重要と考えられる。市町村等の歳入全体に占める補助金の割合は2005年度決算ベースで35.8%と、税収をわずかながら上回る水準である（前掲図表3）。そして、州政府は、税収の急減を受けて歳出の見直しを迫られており、市町村等への補助金もその対象とせざるをえない状況に追い込まれている。すでに少なくとも18の州政府が、市町村等への補助金を2008-2009年度中に削減するとしている<sup>4</sup>。

<sup>4</sup> National Governors Association and National Association of State Budget Officers, *The Fiscal Survey of States* 参照。

図表4 米国州政府における税収の変化の推移



(注) 1. 左図は四半期ベース。右図は年度ベースで、例えば「2009」は2008-2009年度を意味する。  
 2. 右図の2008-2009年度については、2009年春の調査時点における実施、および実施予定段階の値。  
 (出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

### 3) 税収構造の違いにもかかわらず、ほぼ全州で税収は減少

また、州政府によっても、歳入全体に占める各税収の内訳は異なる。例えばテキサス州やフロリダ州のように個人所得税を課していない州政府もあれば、逆にアラスカ州やデラウェア州など、売上税を課していないところもある。また、各地域の経済状況にも差異があることから、税収の落ち込みにもばらつきがある(図表5)。

それでも、今回の金融危機は全米規模で大きな影響を及ぼしており、ほとんどの州政府で税収は大幅に減少する見通しである。全米知事会(National Governors Association)と全米州予算担当者協会(National Association of State Budget Officers)の調査によれば(2009年春実施)、50州のうち45州で2008-2009年度の税収は前年度より落ち込むとされている。減少幅も、35州で5%以上、うち24州では10%以上と見込まれている。

## 2. 早急な財政改革の必要に迫られる州政府等

州政府等においては、こうした事態に対応するべく、歳出の削減、あるいは歳入の引き上げによる財政改革に取り組む必要が生じている。しかも、米国では、財政規律の観点から、ほとんどの州で基本的な財政活動を対象とした会計である一般会計(General Fund)の予算を、経常収支が均衡するように作成することが求められている<sup>5</sup>。そこでは、前年度の実際の税収など、財政運営の実績をもとに予算見通しを立てることが必要とされている。それゆえ、2009-2010年度予算を成立させるためにも、財政運営上の対応は州政府等にとって喫緊の課題となっている。

<sup>5</sup> 最終的に予算が成立する段階で、予算収支が黒字であることが求められている州は37州にのぼる。National Association of State Budget Officers, *Budget Processes In The States*, Summer 2008 参照。

図表 5 主要州政府の直近の財政状況

州	州政府等の財政規模			州税収変化率				州政府の財政余剰残高				州格付け	
	歳入	歳出	債務残高	2006	2007	2008	2009 Q1	2006 -2007	2007 -2008	2008 -2009	2009 -2010	S&P	Moody's
1 カリフォルニア	3,819.10	3,447.04	2,859.86	5.7%	1.8%	-3.4%	-15.9%	3.8%	2.3%	2.5% →-2.5%	3.5%	A	A2
2 ニューヨーク	2,346.81	2,269.51	2,328.90	7.6%	5.8%	5.6%	-17.1%	5.9%	5.2%	3.6% →-2.7%	2.2%	AA	Aa3
3 テキサス	1,627.48	1,519.27	1,506.95	7.8%	13.7%	7.3%	-7.6%	25.0%	26.2%	38.8% →20.5%	23.2%	AA	Aa1
4 フロリダ	1,355.62	1,308.58	1,132.60	2.9%	-6.4%	-9.5%	-13.7%	16.6%	6.0%	-0.4% →-4.5%	1.6%	AAA	Aa1
5 イリノイ	998.26	977.45	1,067.14	6.5%	5.1%	1.0%	-6.1%	3.6%	1.5%	1.6% →-1.4%	1.5%	AA-	A1
6 ペンシルバニア	1,036.92	1,014.84	1,004.74	6.1%	3.5%	-0.3%	-8.0%	4.7%	4.9%	2.7% →-1.9%	0.5%	AA	Aa2
7 マサチューセッツ	621.09	593.12	830.13	5.8%	7.2%	3.4%	-16.8%	4.5%	8.8%	1.4% →-5.3%	3.6%	AA	Aa2
8 ニュー・ジャージー	791.26	798.45	728.94	4.9%	10.0%	-2.6%	-18.9%	8.5%	3.9%	1.9% →-2.3%	1.7%	AA	Aa3
9 ミシガン	810.55	759.80	689.90	1.2%	1.8%	-2.9%	-7.7%	2.9%	4.7%	0% →-0%	-1.6%	AA-	Aa3
10 オハイオ	1,024.98	919.59	607.20	-0.7%	0.9%	-1.8%	-15.7%	4.9%	10.2%	3.9% →-4.7%	4.6%	AA+	Aa2
11 ワシントン	575.10	558.00	530.49	10.4%	6.1%	-3.5%	-15.5%	7.6%	7.5%	3.5% →-0.3%	-7.3%	AA+	Aa1
12 バージニア	566.58	515.29	445.35	4.8%	3.7%	-3.3%	-13.9%	8.5%	7.7%	6.7% →-4.6%	3.7%	AAA	Aaa
13 ノース・カロライナ	648.13	607.47	409.06	9.7%	3.5%	-2.5%	-17.1%	10.8%	6.8%	4.1% →-2.7%	2.6%	AAA	Aaa
14 コロラド	389.15	350.63	394.43	9.9%	11.7%	0.6%	-16.5%	11.1%	4.4%	7.7% →-2.0%	2.1%	AA	—
15 ジョージア	602.97	589.05	389.74	8.8%	6.7%	-4.1%	-19.3%	14.5%	11.4%	10.4% →-12.4%	12.9%	AAA	Aaa
16 ウィスコンシン	482.35	431.46	369.25	4.8%	2.9%	1.1%	-11.9%	0.5%	1.0%	1.1% →-1.5%	1.7%	AA	Aa3
17 ミネソタ	454.65	429.36	362.62	5.1%	2.1%	1.1%	-8.5%	14.1%	11.3%	2.9% →-3.4%	6.0%	AAA	Aa1
18 アリゾナ	411.03	393.00	328.30	14.3%	0.0%	-10.5%	-20.8%	10.3%	1.5%	2.1% →-4.6%	0.2%	AA	Aa3
19 インディアナ	442.61	420.48	321.24	5.7%	4.4%	1.3%	-12.1%	10.5%	11.1%	10.2% →-9.3%	7.3%	AAA	Aa1
20 ミズーリ	413.40	371.86	313.33	5.2%	5.9%	1.0%	-3.3%	13.0%	13.8%	7.2% →-5.7%	3.0%	AAA	Aaa
全米	25,291.93	23,734.05	20,855.94	6.4%	4.4%	0.5%	-12.6%	10.1%	9.1%	7.0% →-5.5%	5.3%	—	—

- (注) 1. 州・地方政府の財政規模は、2004-2005 年度決算に基づく。州格付けは、2009 年 6 月末時点。  
 2. 2006 年から 2008 年の州税収変化率は、四半期ベースの対前年同期比変化率を単純平均した値。  
 3. 州政府の財政余剰残高は年度ベース。2008-2009 年度については、「予算策定当初の見通し→2009 年春の調査時点での見通し」という形で表記している。

(出所) 各種資料より、野村資本市場研究所作成

そしてすでに、取り組みは進められつつある。例えば、年度途中にもかかわらず 2008-2009 年度の歳出削減に取り組んでいる州政府の数は 42 にのぼり、全体で 315.7 億ドルの削減が行われた。これは、年度中に実施された歳出改革の規模としては 2001-2002 年度の水準 (37 州・約 200 億ドル) よりも大きい<sup>6</sup>。改革の対象とされる公共サービスの内容も幅広く、例えば、警察官や消防士などの公務員を対象とした一部解雇・無給休暇の強制取得のほか、市立学校の授業数の削減、高齢者の介護サービスに対する補助の減額など、住民の生活を支える基礎的な公共サービスも含まれる。中には、罪の軽い受刑者の早期釈放や、市町村等の一部廃止といった、わが国では想像しにくいものもある<sup>7</sup>。

<sup>6</sup> 注 4 参照資料。

<sup>7</sup> David Segal, "Cities Turn to Fees to Fill Budget Gaps," *The New York Times*, 04/11/2009, Erik Eckholm, "States Slashing Social Programs for Vulnerable," *The New York Times*, 04/12/2009, Leslie Eaton, "Belt-Tightening by States Squeezes Cities and Towns," *The Wall Street Journal*, 06/20/2009 など参照。

また、個人所得税や売上税などを中心に、増税に向けた動きも進んでいる。例えば、個人所得税では、ニュージャージー州で50万ドル以上の所得に対する税率の10.25%への引き上げが提案されていたり、イリノイ州では税率を一律に3%から4.5%に引き上げるとされている。また、売上税では、ニューヨーク州で課税対象の拡大などによる14.6億ドルの増税が図られている。この他、タバコ税や法人税などの増税、あるいは手数料率の引き上げなども提案、ないし決定されている。2009-2010年度予算においては、州政府全体のベースで2,388億ドルの歳入の引き上げが予定されている<sup>8</sup>。

### Ⅲ. 財政運営に苦しむカリフォルニア州政府の事例

#### 1. カリフォルニア州における財政悪化の進行

ただし、こうした財政改革が全ての州で円滑に進んでいるというわけでは必ずしもない。むしろ、予算審議の過程で例年以上の困難に直面する州政府も少なくなく、中には意見の集約に失敗して、先述のとおり2009-2010年度予算を前年度内に成立させられなかったところもある。この点を、カリフォルニア州政府を具体事例としてみることにする。

カリフォルニア州は、人口や経済規模、財政規模の面で全米最大の州である。州政府等が抱える地方債の発行残高も2005年度末時点で2,859億ドルと、ニューヨーク州(2,328億ドル)やテキサス州(1,506億ドル)を大きく上回っている。

カリフォルニア州政府はそもそも、他と比べて必ずしも十分な財政余剰を抱えているとはいえない状況にあった。というのも、2000年代前半におけるカリフォルニア州政府の財政事情を振り返ると、2000年のカリフォルニア電力危機に際して、税金投入を含む対応を迫られたことや、ITバブル崩壊以降の景気後退の影響が、同州では特に大きかったこともあって、2000年代初めには、他の州政府よりも厳しい財政状況に追い込まれていた。税収は一時、四半期ベースで20%を超える減少となり<sup>9</sup>、州政府の財政余剰残高(total balance)も、2001-2002年度には財政規模(歳出ベース)比でマイナス2.8%と底を付いていた<sup>10</sup>。

しかし、その後、経済状況が改善に向かったこと、特に住宅市場では価格上昇が全米平均と比べても大きかったことなどを受けて、カリフォルニア州政府の財政状況も幾分好転した。財政余剰残高も2004-2005年度には財政規模比で12.1%の水準にまで回復した。

だが、そうした期間も長くは続かず、住宅価格の下落とともに2007年以降、再び財政状態は悪化傾向をたどることとなった。州政府の税収の変化率をみると、2007年はプラス1.8%とかなりプラスを維持したものの、2008年にはマイナス3.4%、2009年第1四半期にはマイナス15.9%と、いずれも全米平均を上回る減少幅となっている。その結果、

<sup>8</sup> 注4参照資料。

<sup>9</sup> The Nelson A. Rockefeller Institute of Government 資料参照。

<sup>10</sup> 注4参照資料。なお、財政余剰残高は、一般会計における財政余剰の積み立て分と、景気変動に対応するために別会計で積み立てている余剰金(Balances in Budget Stabilization Funds)の合計で計られる。

2008-2009年度の財政余剰残高は、当初はプラス2.5%との見通しであったが、2009年春時点の調査の段階ではマイナス2.5%へと大幅に引き下げられた。

## 2. 迷走した予算案の策定作業

こうした状況下において、カリフォルニア州政府における2009-2010年度予算案の審議は、2008年末頃に本格化して以降、半年以上に渡って難航した。

すでに述べたとおり、米国では一般会計の経常収支が赤字となる予算は原則、認められていない。カリフォルニア州も同様であり、予算案の提出に際しては、直近の税収の推移も考慮して財政見通しを立て、それをもとに黒字予算を策定することが求められている。

まず、2009年1月の州政府からの予算案の提出段階で、2008年の段階で予定されていた2009-2010年度予算をそのまま実施すれば396億ドルの赤字が生じるとの見通しが示された。そして、これに対処するべく、売上税の税率引き上げ(1.5%)や、個人所得税の扶養控除の廃止、教育や医療分野での歳出削減などが提案された。同案に対しては、歳出削減に否定的な民主党と、増税に消極的な共和党の双方から批判が寄せられたものの、2ヶ月近くにわたる修正協議の後、2009年2月に予算案は一旦、議会を通過した<sup>11</sup>。

ただし、カリフォルニア州では、予算が議会審議を経た後も、その前提となった財政見通しが、直近の状況を踏まえて定期的に見直される。そして通常は5月に、修正見通しに基づいて予算案の内容が再度吟味され、引き続き経常予算部分で黒字を維持できるかが検討され、必要に応じて予算案の修正が行われる(May Revision)。2009年5月に議会に提出された推計見直しの結果では、1月の段階よりも歳入がさらに121億ドル減少する一方、歳出が34億ドル増加し、合計で154億ドルの財政収支の悪化が見込まれるとされた。

加えて、2月に議会を通過した予算案では、特別会計の資金の一般会計への振り替えや増税、約50億ドルの地方債の発行など、住民投票による同意を得る必要がある項目がいくつか盛り込まれていた。しかし、5月19日に実施された住民投票では、そのほとんどが否決されてしまい、58億ドル分の収支の改善見込みの当てが外れる結果となった。

こうした財政状況のさらなる深刻化と、住民投票での財政改革案の否決により、カリフォルニア州政府は、さらに200億ドル以上の財政収支の不足分を賄う必要に迫られることとなった<sup>12</sup>。しかし、2月に審議された内容に追加して公共サービスを削減したり、税金を引き上げることは容易ではなく、しかも住民投票により起債が認められないとされたことから、州政府が採りうる選択肢は極めて限られた状況となった。5月以降、改めて議会での審議が進められたものの、やはり折り合いをつけることは容易ではなかった。そしてその結果、冒頭に述べたように、2009-2010年度予算を前年度内に成立させることができずに、7月に非常事態を宣言する事態を招来することとなったのである。

<sup>11</sup> Jennifer Steinhauer, "California, Almost Broke, Nears Brink," *The New York Times*, 02/17/2009 など参照。

<sup>12</sup> 2009年5月に続き、6月にもさらに財政見通しの修正が加えられた。その結果、予想される赤字幅は263億ドルに拡大した。Jim Christie, "California in 'fiscal emergency' over budget woes," *Reuters News*, 07/01/2009 など参照。



その後、2009年7月20日に至ってようやく、シュワルツェネッガー知事と州議会の代表者との間で予算案の合意がなされ、同月28日に予算は無事、成立に至った<sup>13</sup>。そこでは、教育サービス事業や公務員の人件費などを対象とした総額156億ドルの歳出の削減と、歳出27億ドルの次年度への繰越、および歳入の引き上げによって263億ドルの財源不足を確保するとされている。ただし、この「歳入の引き上げ」には、州内の市町村等の財源であるガソリン税や財産税から37億ドルを借り入れることも含まれている。米国の市町村等は州政府による「創造物」として位置づけられていることもあり、州政府が市町村から借り入れを行うことは権限として認められているものの、州政府と同様、カリフォルニア州内の市町村も財政状態は厳しいことから、本予算案に対してすでに反発がでてきている<sup>14</sup>。

### 3. 短期債の発行により急場をしのいだカリフォルニア州政府

なお、カリフォルニア州政府は、歳入の急減による財政状態の悪化と、予算の不成立により増税や起債といった対応が採れないという状況下にあつて、現金の不足という事態に直面した。同州政府の試算では、2009-2010年度予算が成立しなかった場合、2009年7月末には4億ドルの現金不足に陥るとされていた<sup>15</sup>。

こうした状況を乗り切るべく、カリフォルニア州政府は、政府法（Government Code）にもとづいて IOU と呼ばれる短期債を発行して急場をしのいだ。IOU とは、登録ワラント（registered warrant）の通称であり、いわば発行体である州政府から受け取りを強制される短期債のことである。米国の州政府等は、現金の代わりに短期利付債であるワラントを、取引業者などとの決済手段として日常的に発行している<sup>16</sup>。通常の場合、保有者は州政府等に請求すればいつでも換金してもらえる。しかし、IOU には満期日が設定されており、それまでの間、州政府等は基本的に、換金請求には応じない。今回発行される IOU の場合は、満期日が2009年10月2日とされており、カリフォルニア州政府は年率3.75%の金利をつけて元本の返済を行うとしている。

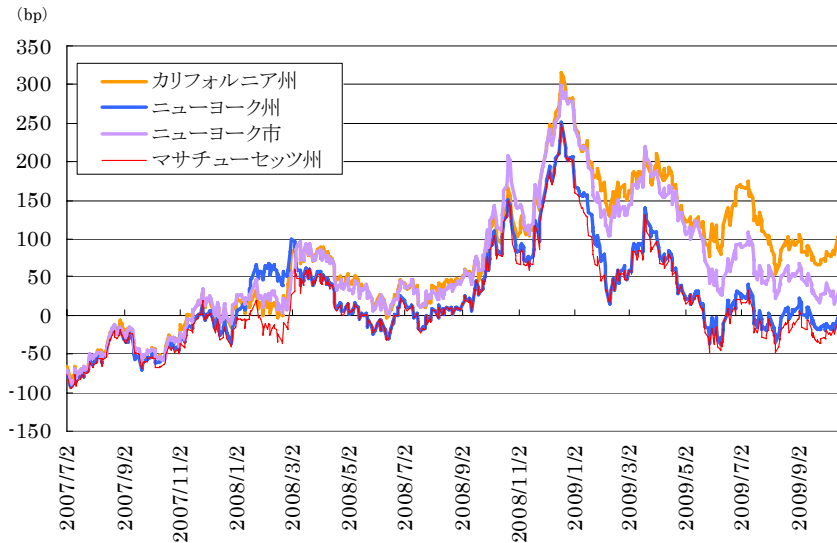
カリフォルニア州政府は、こうした条件の IOU を、2009-2010年度に入った直後の2009年7月2日より取引業者や州所得税の還付を受ける住民、あるいは市町村等への支払いに際して発行した。こうした対応は、1929年の大恐慌以降では二度目という、極めて例外的なものである。IOU を受け取った住民らは、満期日前に換金を受けたい場合には、換金に応じる民間の銀行にその旨を請求したり、流通市場で売却するといった方法を探ることができる。ただし、前者については、例えば、バンク・オブ・アメリカ（Bank of America）や JP モルガン・チェース（JP Morgan Chase）といった大手金融機関は、2009年7月10日以降、預金者からの換金請求を断る姿勢を示しており、換金できる先は実際には地元の金

<sup>13</sup> Jennifer Steinhauer, "California Reaches Budget Deal, With Billions Cut," *The New York Times*, 07/21/2009、Steve Gorman, "California counties, cities to fight budget deal," *Reuters*, 07/22/2009 など参照。

<sup>14</sup> Jim Carlton and Bobby White, "State's Cities Brace for More Sacrifice," *The Wall Street Journal*, 07/22/2009、William Selway and Ryan Flinn, "California Cities Knock State Budget, Wary of Bonds," *Bloomberg*, 07/21/2009 参照。

<sup>15</sup> [http://www.sco.ca.gov/eo\\_news\\_registeredwarrants.html](http://www.sco.ca.gov/eo_news_registeredwarrants.html) 参照。

図表 6 カリフォルニア州地方債などの対財務省証券利回りスプレッドの推移



(注) 各政府が発行する一般財源保証債（歳入一般を償還財源とする地方債）の平均利回り。残存期間 10 年。2009 年 10 月 20 日まで。

(出所) ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

融機関など一部に限られている<sup>17</sup>。また、後者の流通市場での売却についても、IOU は地方債証券（municipal securities）であるため、一般の有価証券と同様、SEC にブローカーないしディーラーとしての登録を受けている業者を介してしか流通市場で取引を行うことはできない<sup>18</sup>。

#### 4. カリフォルニア州政府地方債に対する市場からの評価

カリフォルニア州政府のこうした現状に対して、地方債市場においても同州政府が発行する地方債の信用リスクに対する懸念が次第に高まった。

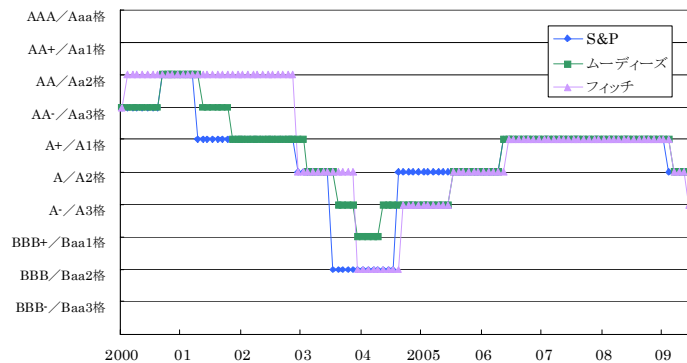
カリフォルニア州政府が発行する地方債の対財務省証券利回りスプレッドの推移をみると、2007 年後半あたりより徐々にスプレッドが開き始め、2008 年 9 月以降、一気にその流れが加速するという推移は、米国地方債一般と同様の傾向である（図表 6）。2008 年 12 月には一時、300 ベーシス・ポイント（1bp=0.01%）を上回る水準にまで達した。年を明けて 2009 年に入ると、次第にスプレッドは縮小し始めたものの、例えばニューヨーク州やマサチューセッツ州などと比べて縮小は小幅にとどまり、このあたりより他の地方債との間の利回り格差もより目立つようになってきた。財政改革案が住民投票によって否決され、予算案の抜本的な見直しを迫られた同年 5 月からは、それまでほぼ利回り水準が同じであったニューヨーク市との間にも差が生じることとなり、7 月までその差は拡大し続けた。

<sup>16</sup> ここでのワラントとは、新株予約引受権のことではなく、本文中の意味でのものである。

<sup>17</sup> Ryan Knutson, “Big Banks Don’t Want California’s IOUs,” *The Wall Street Journal*, 07/07/2009 など参照。シティグループも 7 月 18 日以降、IOU の換金に応じかどうかについては明確な方針を示していない。

<sup>18</sup> <http://www.sec.gov/news/press/2009/2009-154.htm>.

図表7 カリフォルニア州地方債の格付け水準の推移



(注) 月次ベース。2009年7月21日までの状況。

(出所) カリフォルニア州政府資料より、野村資本市場研究所作成

大手格付機関も、カリフォルニア州地方債に対する評価を引き下げた。今回の金融危機が深刻化する以前の2006年の年末時点で、同債の格付け水準は他州と比べて低く、スタンダード・アンド・プアーズ (Standard & Poor's, S&P) がA+格、ムーディーズ (Moody's) がA1格、フィッチ (Fitch Ratings) がA+格を付与していた (図表7)。しかし、2009年に入って、これら3社は相次いで格下げを行い、2009-2010年度予算の審議が山場を迎えた2009年6月および7月にはフィッチが、A-格 (6月)、さらにBBB格へと引き下げ (7月)、また予算が前年度内に成立しなくても当面は地方債の信用リスクに影響は与えないとしていたムーディーズも、7月にBaa1格へと評価を下げた。

## IV. 連邦政府による地方債市場への支援策の検討

### 1. ビルド・アメリカ・ボンド・プログラム

こうした州政府等の市場からの資金調達難や、景気後退を受けた歳入の急減による財政状態の悪化といった状況に対して、連邦政府も対応策を検討、ないし実施している。

2009年2月にオバマ政権が打ち出した2009年米国再生・再投資法 (American Recovery and Reinvestment Act of 2009) では、公共投資や減税政策といった財政出動政策とともに、利回りスプレッドが拡大し資金調達コストの上昇に苦しむ州政府等への支援策として、ビルド・アメリカ・ボンド・プログラム (the Build America Bond Program, BAB プログラム) の創設が打ち出された。同プログラムは、同年4月3日より実施に移されている。

BABプログラムとは、投資家が受け取る利子に対して連邦所得税が課されないという免税メリットを拡充することによって、海外投資家を含む幅広い投資家の資金を地方債市場に引き付けて需要を拡大し、金融危機の影響により上昇した地方債の金利水準を抑えることを図った政策プログラムである。

具体的には、まず、州政府等はBABプログラムを通じて、あえて利子所得が連邦所得税の課税対象となる債券 (課税債) としてBABを発行する。ただし、連邦政府は、①BAB

保有者に対して、BAB の保有を通じて得られる利子所得の 35%を税額から控除することを認める、あるいは②州政府等に対して、投資家への支払利息の 35%の補助金を交付する。なお、35%とは現行の連邦所得税制の最高税率水準である。

①の場合、投資家は免税効果を織り込んで、仮にリスクが同程度の課税債よりも利回り水準が低いとしても、その分を許容することができる。一般的な米国の免税地方債と比べると、連邦所得税では累進税率が採られていることから、課税所得に最高税率が適用されない投資家にとって特に、免税のメリットの効果は BAB の方が大きくなると考えられる。

また、②の場合には、州政府等が投資家に支払う金利は一般的な免税地方債よりも高くなるものの、後に連邦政府から補助金を受けられるので、州政府等の実質的な金利負担は、通常の課税債の場合よりも軽くなる。そして、やはり①と同様、累進税制の存在により、一般免税債を発行する場合と比べても、支払金利の負担軽減幅は大きくなると考えられる。

なお、②の場合には特に、米国政府に税金を納めていない海外投資家なども、新たに米国地方債を投資対象として検討することが合理的となるという点が注目される。というのも、免税地方債の場合であれば、国内の投資家が自らに適用される免税メリットを踏まえて地方債の購入価格を検討するため、市場で成立する利回り水準はその分、低くなる。実際、少なくとも金融危機以前まで、AAA 格の地方債の利回りは、財務省証券よりも低い水準でほぼ一貫して推移していたことは、先にみたとおりである（前掲図表 1）。それゆえ、免税のメリットを受けられない海外投資家などにとっては、米国国内で最も信用力が高く、流動性リスクも低いと一般的に考えられる財務省証券よりも低い利回りしか得られない地方債にあえて投資を行うことは、少なくとも経済合理的には必ずしも妥当とはいえなかった。しかし、②の BAB であれば、投資家が受け取る金利水準は、リスク水準がほぼ同等と考えられる社債など一般の課税債と同じ程度になると考えられるため、海外投資家なども、他の米国債券と同様に地方債を投資対象として含めることが可能となる。

このように、免税のメリットを拡充して地方債に対する需要を拡大することで、州政府等が資本市場から資金を調達する際に生じていた困難を解消しようと図った BAB プログラムは、少なくともこれまでのところ、その目的を果たしていると評価できる。

BAB プログラムが最初に利用された事例は、2009 年 4 月 15 日にヴァージニア大学とミネソタ大学が発行したものである。このうちヴァージニア大学の BAB（②の方法を採用）についてみると、事前の募集に対して発行予定額の 5 倍の投資家からの応募があり、結果として発行金利は 6.222%となった（30 年債）。同大学は、大手格付機関より AAA/Aaa 格を得ているが、BAB のネット・ベースでの大学側の金利負担 4.044%（=6.222%/（1-35%））は、発行日の AAA 格免税債（30 年債）の平均流通利回りを 85.6bp 下回った<sup>19</sup>。

また、前章で取り上げたカリフォルニア州政府も BAB を早速利用している。2009 年 4 月 22 日に同州政府が発行した BAB の発行額は 52.3 億ドル（25 年債と 30 年債）と、これ

<sup>19</sup> 同 BAB の目論見書、Michael Scarchilli, "First Build America Bonds Hit the Primary," *The Bond Buyer*, 04/16/2009、Karen Pierog and Lisa Lambert, "Universities sell Build America Bonds," *Reuters News*, 04/16/2009 参照。

までに発行された BAB の中で最大規模である<sup>20</sup>。当初、同州の財務当局は 30~40 億ドル程度の資金調達を予定していたが、想定以上にファンド・マネージャーや保険会社、年金基金といった機関投資家からの需要が強いと判断から、急遽、発行規模を拡大したとされる<sup>21</sup>。カリフォルニア州 BAB の発行金利は、25 年債と 30 年債のいずれも 7.43%であった。前月に発行された同州地方債（24 年債 5.90%・29 年債 6.10%）と比べて、州政府のネット・ベースの金利負担（4.829%）は 100bp 以上軽減されている。

BAB の発行額は、2009 年 7 月 17 日までの時点で 174.2 億ドルにのぼり、2009 年 4 月中旬以降に発行された米国地方債の約 16.6%を占めている<sup>22</sup>。BAB の発行は今後、さらに拡大すると見込まれており、2009 年中に発行される地方債の最大 30%を占める可能性もあると予想されている<sup>23</sup>。

## 2. 連邦政府によるさらなる支援の可能性

ただし、連邦政府が地方債市場に対してこれ以上に踏み込んだ対策を実施することは、少なくとも現段階では決定していない。

州政府等からは、特に 2008 年 9 月以降、連邦政府に対して支援を求める声が相次いで挙げられている<sup>24</sup>。中でもカリフォルニア州は、連邦政府への働きかけを断続的に行っており、2008 年 10 月に施行された緊急経済安定化法（Emergency Economic Stabilization Act of 2008）で創設された、金融機関などへの公的資金の注入を財務省に可能とする問題資産買取プログラム（Troubled Asset Relief Program, TARP）を、地方債市場への支援策としても活用することを再三にわたって要求している。例えば 2009 年 5 月 13 日にカリフォルニア州政府がガイトナー財務長官宛に送付した書簡の中では、州政府等が民間の銀行向けに発行する短期証券に対して連邦政府が保証を付けることを求めている<sup>25</sup>。

しかしながら、連邦政府は、こうした州政府等からの要求に対して、BAB プログラムを超えて追加的に支援策を講じるという動きはみせていない。例えば、ガイトナー財務長官は、地方債市場に対するさらなる対応を検討するとの姿勢は示しているものの、TARP 資金を用いて州政府等を「救済（bail-out）」する意思はないことを表明している<sup>26</sup>。

また、連邦準備理事会（Federal Reserve Board, FRB）のバーナンキ議長も、州政府等の市場からの資金調達難に対して補助金や融資、あるいは保証といった対応策を検討する主

<sup>20</sup> Municipal Securities Rulemaking Board, “Build America Bonds – Issuance and Trade Activity,” July 2009 参照。

<sup>21</sup> Jim Christie, “BABs propel California’s \$6.9 bln GO sale,” *Reuters News*, 04/23/2009、Shefali Anand and Serena Ng, “Munic Market Takes Heart From Success By California,” *The Wall Street Journal*, 04/23/2009 参照。

<sup>22</sup> 米国財務省資料（<http://www.ustreas.gov/press/releases/tg221.htm>）より算出。

<sup>23</sup> Ciara Linnane, “BABs may form 30 pct of ’09 muni issuance – manager,” *Reuters News*, 04/23/2009 など参照。また、2009 年中の BAB 発行額は 500 億~750 億ドルとの見通しがある。Sam Mamudi, “‘Build America’ Boosts Muni Bonds,” *The Wall Street Journal*, 06/10/2009 参照。

<sup>24</sup> Andrew Ward, “TARP Funds for Cash-Flow Dels?,” *Investment Dealers Digest*, 05/15/2009 など参照。

<sup>25</sup> なお、ここでの「短期証券」とは、償還年限が 13 ヶ月未満の、税収ないし事業収入を担保として発行される税収先行証券（Tax Anticipation Notes, TANs）ないし収入先行証券（Revenue Anticipation Notes, RANs）を指す。

<sup>26</sup> Michael McDonald, “Geithner ‘Evaluating’ More Help for Municipal Bonds,” *Bloomberg*, 05/08/2009、Leslie Wayne, “Localities Want U.S. to Support Muni Bonds,” *The New York Times*, 05/26/2009 など参照。

体は、FRB よりもむしろ議会や財務省などの方が適しているとして、FRB 自身が地方債市場の支援において積極的な役割を果たすことには否定的な見解を示している<sup>27</sup>。

議会では、下院金融サービス委員会（House Financial Services Committee）のバーニー・フランク（Barney Frank）委員長が、金融保証保険会社による保証が付されている地方債を財務省が再保証する仕組みを新たに創設することや、連邦準備法（Federal Reserve Act）第13条に新たな項目を追加して、短期の変動利付き地方債の一種である VRDO（Variable-Rate Demand Obligations, VRDO）を FRB が特別目的会社を通じて常時買い入れられるようにして、短期の資金繰りを支援することなどを提案している<sup>28</sup>。ただし、本稿執筆段階では、こうした法案が議会を通過し、成立する見通しは立っていない<sup>29</sup>。

## V. 今後の注目点

現在、米国の州政府等は、景気の急激な後退による財政悪化という事態に対して、必要な公共サービスを引き続き住民に提供するという課題と、他方で債務の累増を抑えて財政規律を維持しようとする試みとをいかにして両立させるかという問題に対して解決策を導き出すことが求められるという、極めて難しい局面に立たされているといえよう。

今後については、州政府等が今回の金融危機による資金調達コストの増大と歳入の落ち込みという財政運営の困難を、無事に乗り切ることができるか、あるいは連邦政府が、自力では財政運営を維持することが難しい州政府等に対して、BAB プログラムに続く追加的な支援プログラムを打ち出すこととなるのかが、当面の注目点となろう。

同時に、今回の事態が地方財政や地方債市場の有り様を中長期的に変えることとなるかについても、併せて注目される。例えば、赤字地方債の発行要件を緩和して財政運営に柔軟性をもたせたり、財政余剰を積み立てて歳入が落ち込んだ場合に備える仕組みである経済安定化基金（rainy-day fund）を拡充するといった対応が検討される可能性がある。加えて、米国では、わが国の地方交付税制度のような財政調整制度が存在せず、景気後退時にも必要な公共サービスを引き続き提供するための財源を連邦政府が保証するという仕組みはない。この点についても、改めて議論が行われることとなるかもしれない。また、金融保証保険については、先述した連邦政府レベルでの議論のほか、全米の市（City）が自発的に参加して連携を図る組織である全米都市協会（National League of Cities）が、発行体の側で金融保証保険会社を新たに作ろうという提案を行っている<sup>30</sup>。

<sup>27</sup> カンジョルスキー議員に宛てた書簡（2008年10月28日付）参照。また、FRBのウィルコックス調査統計局次官は、2009年5月21日の下院金融サービス委員会で、FRBが地方債の保証を行うことに消極的な姿勢を示した。Michael McDonald, "Fed Tells Congress It's Reluctant to Guarantee Munis," *Bloomberg*, 05/21/2009 参照。

<sup>28</sup> VRDOとは、長期債として発行されるものの、定期的に設定される時期に発行体に額面価格に経過利子を上乘せた金額で発行体に買い取りを請求する権限が付されている地方債。

<sup>29</sup> Andrew Ackerman, "Congress vs. the Fed; Democrats Blast Reluctance to Intervene in Munis," *Investment Dealers Digest*, 05/22/2009 参照。

<sup>30</sup> National League of Cities, "Preliminary Business Plan: National League of Cities' Issuers Mutual Bond Assurance Company," May 2009。