

「財政の崖」回避をめぐる議論と米国地方債市場

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国においては、「財政の崖」を回避するための手段の1つとして、地方債の利子所得を課税所得から控除する免税措置が縮減される可能性があることが指摘されている。オバマ政権は2011年から、個人優遇税制の大部分に対して連邦所得税の限界税率に28%の上限を設けることを提案してきた。
2. 「財政の崖」回避に向けた動きは、個人投資家が約半数を占める米国地方債市場において大きな注目を集め、米国地方債の金利が2012年12月に大幅に上昇する傾向が観察された。
3. 「財政の崖」回避法は2013年1月初頭に成立し、地方債の免税措置に変更はなかった。しかしながら、自動歳出削減の凍結が解除される2ヵ月後に向けて、地方債の免税措置の縮減が再び議論の焦点になる可能性が指摘されている。
4. 本稿では、米国地方債の免税措置縮減が現実化した場合の潜在的影響を発行体と投資家の観点に基づいて考察した。その結果、仮に、免税措置の縮減が現実化した場合、短期的には、発行体の借入コスト上昇に伴う財政プロファイルへの影響よりも、投資家、とりわけ個人投資家の多くに影響が及ぶ可能性がより大きいと考えられるとの見解に至った。

「財政の崖」問題等が米国地方債の税制に波及する可能性

米国においては、「財政の崖」を回避するための手段の1つとして、地方債の利子所得を課税所得から控除する免税措置が縮減される可能性があることが指摘されていた¹。

「財政の崖」回避法は2013年1月初頭に成立し、地方債の免税措置に変更はなかった。しかしながら、自動歳出削減の凍結が解除される2ヵ月後に向けて、地方債の免税措置の縮減が再び議論の焦点になる可能性が報じられている²。

¹ Securities Industry and Financial Markets Association, *Regulatory "Fiscal cliff" negotiation could affect the tax-exemption*, December 10 2012.

² Bloomberg, *Municipal Bonds' Treatment in Jeopardy With Debt Ceiling: Taxes*, January 9 2013; Forbes, *Muni Investors Dealing With Post Fiscal Cliff Volatility*, January 11 2013.

「財政の崖」問題等をめぐる行方は、日本の地方債市場の約 4.3 倍³の規模（3兆 7,434 億ドル⁴〔約 289 兆円⁵〕）を誇る米国地方債市場においても大きな注目を集めている。

本稿では、最近の米国地方債市場の状況を考察する。そして、「財政の崖」回避等を目的とした免税措置縮減等の提案及び米国地方債の税制を踏まえて、発行体と投資家に対する潜在的影響を分析する。

金融危機の影響を大きく受けた米国地方債市場

米国地方債市場は、昨今の金融危機及び欧州周辺国を中心とした国（ソブリン）の財政危機の影響を最も受けた金融市場の 1 つであった⁶。米国の地方公共団体は、（1）サブプライム・ローン問題を契機とした景気悪化に伴う税収の低迷、（2）数年に渡る歳出削減に伴う財政基盤の硬直化、（3）年金債務の積立不足、（4）地方政府に関して州からの財政移転の縮小傾向、などの複数の財政の課題に直面している。

このような中、米国地方債市場の中核的な発行体であるカリフォルニア州が近年、複数回にわたって財政非常事態宣言を行ったほか、連邦破産法第 9 章を適用申請する地方政府が散見される状況となっている。さらに、金融保証保険会社（モノライン保険会社）の大幅格下げ及び経営問題の表面化、入札金利証券⁷（ARS）をめぐる混乱といったヘッドラインを抱え、地方債市場は金利上昇、ボラティリティの増加といった問題に見舞われた（図表 1 参照）。

図表 1 で特に注目されるのは、米国債と米国地方債の利回りの動きである。日本の場合、地方債は国債金利に対してある程度のスプレッドが上乘せされて取引される傾向にある。一方、米国の地方債の金利をめぐることは、利子所得が連邦所得税法上の非課税所得となる免税債が比較的多いことから、日本の地方債とは異なる傾向が観察される。

³ 日本の地方債市場の 2012 年 3 月末時点の発行残高は、67 兆 7,709 億円となっている。（都道府県及び政令指定都市による発行分かつ住民公募を除く市場公募及び銀行等引受（証券分）の合計）（出所：Securities Industry and Financial Markets Association, *Issuance in the U.S. Bond Market Debt*; Securities Industry and Financial Markets Association, *Outstanding U.S. Bond Market Debt*、地方債協会『地方債』第 388 号、2012 年 6 月、統計（8）頁（<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>））

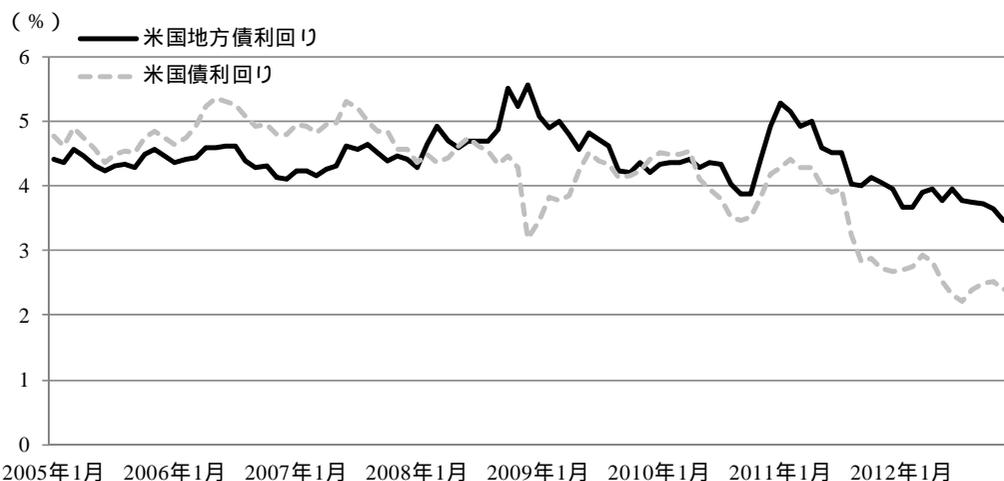
⁴ 2011 年末時点の発行残高。

⁵ 1 ドル = 77.07 円で換算。

⁶ 江夏あかねが 2011 年 5 月 24 日に開催された東京大学大学院経済学研究科・経済学部地方公共団体金融機構寄付講座第 3 回フォーラムにおいて行った報告に基づく。（出所：東京大学大学院経済学研究科・経済学部地方公共団体金融機構寄付講座「第 3 回フォーラム『地方債市場の国際比較』」、『東京大学大学院経済学研究科・経済学部地方公共団体金融機構寄付講座 ニュースレター第 4 号』、2011 年 7 月、2 頁〔http://www2.e.u-tokyo.ac.jp/~jmf/forum/forum_3_revised.pdf〕）

⁷ 入札金利証券（Auction Rate Securities、ARS）：金利水準が 1 週間もしくは 1 ヶ月単位で実施される入札によって決定される証券。ARS には一部優先株式も存在するが、ほとんどが債券である。入札は基本的に投資家の間で行われ、入札で成立した金利が次回の入札までの間、発行体から投資家に対して支払われる。ARS の約半分は地方債で、残りは学生ローン担保債券、クローズド・エンド・ファンド等となっている。ARS の多くが金融保証保険付であったことや入札を管理する引受金融機関が ARS の買い支えを行わない方針を採ったことを受けて、2008 年 2 月に ARS の金利水準は急上昇し、流動性が一気に枯渇し、発行体、投資家双方に影響が生じた。（出所：三宅裕樹「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い戻しの動きについて」、『資本市場クォーターリー』2008 年秋、野村資本市場研究所、176-188 頁）

図表 1 米国における国債と地方債の流通利回り（残存期間 20 年）の推移



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Data Download Program*、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/datadownload/default.htm>)

米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない⁸。この免税措置は、「政府間の免税 (intergovernmental tax immunity)」の理念、すなわち、連邦政府は地方公共団体の課税能力や資金調達能力を侵害しない」という考え方に基づいている⁹。米国内国歳入庁 (IRS) によると、全ての地方債のうち、75.5% (2010 年、発行額ベース) が免税債となっている¹⁰。さらに、連邦政府による課税の免除措置のみならず、州税や地方税も免除されることが多い¹¹。このような税制の下、投資家は課税対象となっている債券を下回る利回り水準であっても免税債を購入することにつながるため、「発行体も低コストで資金を調達できる」ことになる¹²。その結果、免税債の利回りは、同年限の米国債の利回りを大きく下回って推移する場合が多い。

しかし、米国においても、地方債にかかる信用リスクが市場で強く認識される局面では、地方債金利が国債金利を上回ることもある¹³。実際に、この状況が昨今の金融危機を受けて顕在化した (図表 1 参照)。

とはいえ、米国地方債市場は 2011 年初頭頃から、(1) 金融市場の焦点が金融危機から欧州周辺国を中心としたソブリンの財政危機にシフトしつつあったこと、(2) 米国地方

⁸ 米国地方債の税制の詳細に関しては、参考資料を参照されたい。

⁹ ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994 年、641 頁。

¹⁰ Internal Revenue Service, *Table 11. Total Tax-Exempt, Taxable Direct Payment, and Tax Credit Bonds, 2010*, November 2012. (<http://www.irs.gov/uac/SOI-Tax-Stats-Tax-Exempt-Bond-Statistics>)

¹¹ ただし、州税に関しては、州によって法律の内容が大きく異なることがあるといっても、自州内で発行された債券に対する利子所得のみ非課税にする州が多い。(出所：地方債協会『米国地方債の基礎 全米公共債協会 (P.S.A) 編』1992 年、8 頁)

¹² ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994 年、641 頁。

¹³ 日本証券経済研究所編『図説 アメリカの証券市場 2009 年編』日本証券経済研究所、2009 年、88 頁。

債市場に、ビルド・アメリカ債¹⁴ (BAB) という新たな地方債が創設され、2009年4月～2010年末までに多くの地方公共団体によって資金調達手段の1つとして活用されたこと、を受けて、一時期に比して徐々に落ち着きを取り戻す兆しも観察された。

しかしながら、米国地方債市場では、後述のとおり「財政の崖」回避策の一環として、地方債の免税措置に何らかの影響が及ぶ可能性が危惧され、2012年12月に入って金利の大幅上昇が指摘される状況となった¹⁵。さらに、米国債に関する相次ぐ利下げ等も受けて、米国地方債と米国債の金利差は開いたままの状況が続いている(図表1参照)。

「財政の崖」問題等における米国地方債の免税措置をめぐる議論

米国においては、地方公共団体のみならず、連邦政府も苦境に立たされている。特に、連邦政府にとって、「財政の崖」問題等を克服することが喫緊の課題となっていることは言うまでもない。本章では、「財政の崖」の概要を踏まえて、米国地方債の免税措置縮減の提案内容を把握する。

1. 「財政の崖」の現実化が差し迫る状況に

「財政の崖」とは、2012年末から2013年初にかけて複数の財政緊縮措置が同時に発動される状況を意味する。財政の崖は、(1)ブッシュ政権時代の2001年から実施され、オバマ政権の下の2010年末に2年間延長された所得税引き下げを中心とした大型減税策(ブッシュ減税)の失効、(2)2010年減税・失業保険再授権・雇用創出法¹⁶を通じた給与税の被雇用者負担税率の引下げ等の優遇策が2012年末に終了すること、(3)2011年8月に成立した連邦政府の債務上限引上げと財政赤字削減策を柱とした予算コントロール法に盛り込まれたトリガー条項に基づき、財政赤字削減が実施されない場合に、2013年1月から自動的に歳出削減(今後10年間で最大1.2兆ドル)が発動されること、を指している。

米議会予算局(CBO)による2012年8月の推計に基づく、財政の崖が現実化した場合、米実質成長率がマイナス0.5%に落ち込み、失業率が9.1%に悪化する可能性があるこ

¹⁴ ビルド・アメリカ債(Build America Bonds、BAB)：BABは、オバマ政権発足直後の2009年2月に景気対策法として成立した「米国再生・再投資法」(American Recovery and Reinvestment Act of 2009、ARRA)に基づき、米国の州・地方政府等が2009年4月～2010年12月にかけて発行していた地方債で、一定の要件を満たしたものが対象となる。BABは、連邦政府が州・地方政府等に支払金利の一部に対して補助を提供するものであるが、税額控除債(Tax Credit Bonds)と直接払い債(Direct Payment Bonds)に大別される。(出所：江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方分権の10年と沖縄、震災復興[日本地方財政学会研究叢書]』勁草書房、2012年、198-218頁)

¹⁵ 地方債AAA格インデックス(10年)の金利は、2012年12月7日に1.48%であったのが、2012年12月18日には、34bp上昇し、1.82%になった。(出所：Municipal Bond for America, *Dear Mr. Speaker and Majority and Minority Leaders*, December 20 2012. [http://www.informz.net/nabl/data/images/mbfaletter.pdf])

¹⁶ The Tax Relief, Unemployment Insurance Reauthorization, and Job Creation Act of 2010.

とが指摘された¹⁷。このような状況下、上院で多数を握る民主党と下院で多数を握る共和党により財政の崖の回避策が模索されたものの、様々な分野で意見の調整が複雑化した。

「財政の崖」回避法は 2013 年 1 月初頭に成立し、地方債の免税措置に変更はなかった。しかし、前述のように、議会では中長期的な財政赤字削減策の策定や連邦債務上限の引上げ問題をめぐり与野党攻防が繰り広げられており、自動歳出削減の凍結が解除される 2 ヶ月後に向けて、地方債の免税措置の縮減が再び議論の焦点になる可能性が指摘されている¹⁸。

2. 米国地方債の免税措置縮減の提案内容

「財政の崖」回避等をめぐる議論の中では、地方債の利子所得にも焦点が当てられている。後述のとおり、米国地方債の大部分には、利子所得に対する連邦所得税が免除される免税措置が適用されている。この免税措置に関する連邦政府の機会コストは、年間約 400 億ドルと推計されており¹⁹、オバマ政権及び議会における議論において、当該措置の縮減が「財政の崖」回避策の一環として挙げられている。

ここで、米国証券業金融市場協会（SIFMA）が 2012 年 12 月に公表した資料²⁰に基づき、免税措置縮減の内容を見ていく。

米国の連邦所得税は、10%、15%、25%、28%、33%、35%の 6 段階の累進税率になっている²¹。地方債を含む債券の利子所得は、他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される²²。そのため、個人投資家、特に高額所得者層にとって免税債が重要な投資対象になっているとされている²³（図表 2 参照）。

オバマ政権は 2011 年から、個人優遇税制の大部分に対して連邦所得税の限界税率に 28%の上限を設けることを提案してきた。限界税率とは、いくつかに区分された課税標準（所得の課税対象額）毎に、異なる率で課される税率を指す。オバマ政権の提案は、限界税率が 28%を超える高額所得者層にとって、28%の所得税率の場合と同水準の免税債のメ

¹⁷ Congressional Budget Office, *FISCAL TIGHTENING IN 2013 and Its Economic Consequence*.

(<http://www.cbo.gov/sites/default/files/cbofiles/attachments/43544-infographic-FiscalTightening.pdf>)

¹⁸ Bloomberg, *Municipal Bonds' Treatment in Jeopardy With Debt Ceiling: Taxes*, January 9 2013; Forbes, *Muni Investors Dealing With Post Fiscal Cliff Volatility*, January 11 2013.

¹⁹ National Governors Association et al., *Dear President Obama and Speaker Boehner*, December 20 2012. (<http://www.informz.net/nabl/data/images/ngalettertobama.pdf>)

²⁰ Securities Industry and Financial Markets Association, *Regulatory "Fiscal cliff" negotiation could affect the tax-exemption*, December 10 2012.

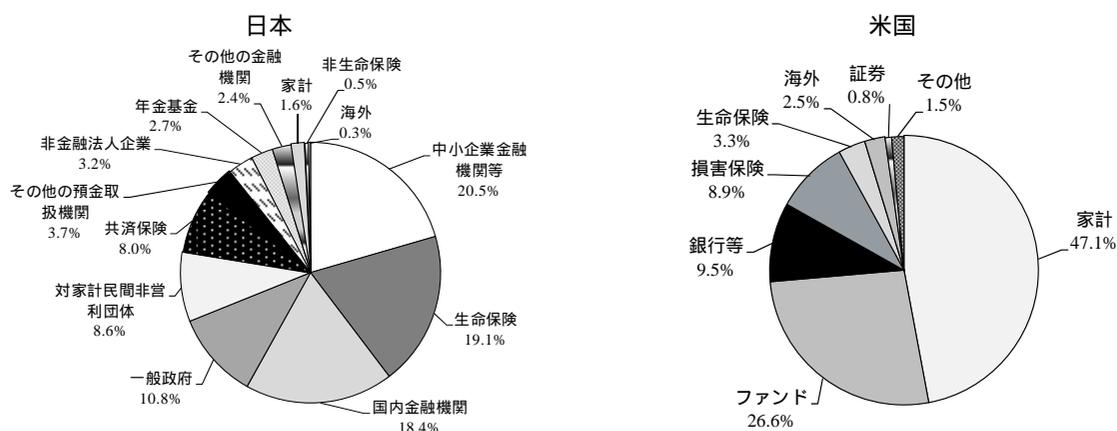
²¹ Internal Revenue Service, *Tax Brackets and Tax Rates*. (<http://www.irs.com/articles/tax-brackets-and-tax-rates>)

²² 免税債と課税債で同水準の利回りを享受しようとした場合、限界税率が高い所得者層のほうが高い利回りの課税債を保有する必要があるため、高額所得者層にとって免税措置による地方債購入のメリットがより発揮されることを意味する。

²³ 国土交通省国土交通政策研究所・長野幸司・日下部隆昭・江岡幸司・渡瀬友博・森山弘一「事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究」『国土交通政策研究』第 56 号、2005 年 10 月、42 頁、自治体国際化協会「米国における地方債の市場性について」CLAIR REPORT NUMBER 356、2011 年 3 月 23 日、43-44 頁。

(<http://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/pdf/kkk56.pdf>, http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/356.pdf)

図表2 日本と米国の地方債保有者構成の比較 (2012年9月末)



(注) 日本のデータは、速報ベース。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」2012年12月21日、Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings (Third Quarter 2012)*, December 6 2012
(<http://www.boj.or.jp/statistics/sj/>, <http://www.federalreserve.gov/releases/Z1/current/z1.pdf>)

リットしか享受できないことを意味する。すなわち、仮に 35%の限界税率の税区分となっている家計が 10万ドルの項目別控除を計上した場合、現行制度では 3万 5,000ドルの控除を受けることが可能であるが、28%の上限が設けられた場合、2万 8,000ドルの控除しか受けられないことになる。SIFMA は、(1) 28%の限界税率の上限は、新発債のみならず既発債に対しても適用される見通しであること²⁴、(2) 2012年11月に議会に提出された一括歳出削減策にも盛り込まれていること、などを指摘した。

限界税率に 28%の上限を設定すること以外に、適格控除の額に上限を設定することや修正総所得の割合に上限を課すこと、といった税制変更も検討されている。加えて、(1) 財政責任改革委員会²⁵ (通称、ボウルズ・シンプソン委員会) が 2010年12月に公表した報告書²⁶において、法案成立後に、新発債に関してはその利子に関して連邦所得税を課税とすることが提言されていること、(2) 2011年末に失効した代替ミニマム税²⁷ (AMT) パッチ²⁸が更新されない場合、AMT 納税者でないことを前提に地方債を購入していた投資家を含めた多くの納税者に影響が及ぶ可能性、も挙げられていた。

²⁴ 政府財務担当者協会 (GFOA) によると、米国議会はこれまで、投資家が既に保有している免税債に対して遡及的課税を実施したことはない。(出所: Government Finance Officers Association, *GFOA: Concerns with Capping the Exemption of Muni Bond Interest*. [http://www.gfoa.org/index.php?option=com_content&task=view&id=2559])

²⁵ 財政責任改革委員会: 米国において、2010年2月に大統領により設置された委員会で、超党派のメンバーにより構成され、財政健全化に向けた提言を行うことを目的としている。

²⁶ National Commission on Fiscal Responsibility and Reform, *The Moment of Truth- Report of the National Commission on Fiscal Responsibility and Reform*, December 2012, p.31. (http://www.fiscalcommission.gov/sites/fiscalcommission.gov/files/documents/TheMomentofTruth12_1_2010.pdf)

²⁷ 代替ミニマム税 (Alternative Minimum Tax, AMT): 高額所得の納税者が各種控除や優遇措置を利用して納税額を少なくすることを回避するための米国の税制度。高額所得者が控除等により所得税が低く計算された場合、減税措置を除いて算出した税金を追加で支払う必要がある。

²⁸ AMT パッチ: AMT は、通常の所得税制と異なり、インフレに連動する仕組みとなっていない。そのため、毎年、AMT パッチと呼ばれる基礎控除額を増税する時限立法措置を通じてインフレ調整を行い、本来の目的から外れた AMT による増税を回避する措置が講じられている。

米国地方債の免税措置縮減が現実化した場合の潜在的影響

本章では、複数の米国地方債関係団体が最近実施した免税措置縮減が現実化した場合の潜在的影響をめぐる試算や指摘に関して、主なものを紹介する。その上で、米国地方債の免税措置縮減が現実化した場合の考察を発行体と投資家の観点に基づき実施する。

1. 米国地方債関係団体による試算・指摘

本節では、最近公表された米国地方債関係団体等による試算・指摘を紹介する。試算結果は各団体により異なるものの、免税措置縮減が現実化した場合、借入コストが上昇する可能性があることが指摘されている。

1) 全米知事会（NGA）等によるオバマ大統領とペイナー下院議長への書簡

全米知事会（NGA）をはじめとした 21 の地方債関連団体は合同で、オバマ大統領とペイナー下院議長に向けて 2012 年 12 月に書簡を送付した²⁹。書簡においては、（1）地方債に課税することを通じて、州・地方政府の借入コストは直ちに 2% ポイント上昇し、インフラ関連コストを総計で 25% 増加すると試算されること、（2）免税措置に関する連邦政府の機会コストは約 400 億ドルであるものの、仮に免税措置が縮減された場合、新規インフラ・プロジェクトの年間コストを約 4,000 億ドル増加させることにつながると推計されること、などが記された。

2) Municipal Bonds for America（MBFA）による上院及び下院議長への書簡

Municipal Bonds for America（MBFA）は、発行体の超党派連携、州・地方政府の職員及び地域の証券会社により形成された組織で、州・地方政府が必要な資本プロジェクトに対して低利で調達する選択肢を創出及び維持することなどを目的としている。MBFA が 2012 年 12 月に両院議長に送付した書簡³⁰においては、限界税率に上限が課された場合、（1）州・地方政府の借入コストは 34bp 程度上昇すると試算され、免税措置に関する連邦政府の機会コストを上回る可能性も否めないこと、（2）大規模な地方公共団体よりも、小規模な地方公共団体のほうが資本市場へのアクセス可能性の観点から大きな影響を受ける可能性があること、などが指摘された。

3) 政府財務担当者協会（GFOA）による試算

政府財務担当者協会（GFOA）は、財政方針及びベストプラクティスを認識及び打ち出すことを通じた地方公共団体の行財政運営の強化を目的に、教育、訓練、ネット

²⁹ National Governors Association et al., *Dear President Obama and Speaker Boehner*, December 20 2012. (<http://www.informz.net/nabl/data/images/ngalettertoobama.pdf>)

³⁰ Municipal Bonds for America, *Dear Mr. Speaker and Majority and Minority Leaders*, December 20 2012. (<http://www.informz.net/nabl/data/images/mbfaletter.pdf>)

ワーク等を提供する団体である。GFOA は、仮に限界税率の上限が 28%とされ、免税措置縮減が既発債も含めて及ぶことが実現した場合、投資家は課税リスクを認識する結果、州・地方政府による借入金利は、60～75bp 程度上昇する可能性があるとの試算結果を公表している³¹。

4) Council of Development Finance Agencies (CDFA) による資料

Council of Development Finance Agencies (CDFA) は、州・郡・地方政府の開発公社等により構成された団体で、開発金融を通じた雇用創出及び経済成長の強化を目的としている。CDFA が 2011 年に公表した資料³²には、免税債に関するアンケート調査や複数の試算結果が示されている。具体的には、CDFA が実施したアンケート調査によると、(1) 地方債業界関係者の約 8 割が、過去 5 年間について少なくとも約 5 割のプロジェクトは免税債による資金調達がなければ実現しなかった可能性があると考えていること、(2) 約 9 割の回答者が、免税債以外で資金調達されたプロジェクトに関して規模を縮小するか大がかりなものなくなるなどの傾向があるとみていること、が明らかになった³³。

一方、(1) 仮に免税措置が撤廃された場合、発行体の借入コストは、発行体の信用力によって、50～150bp 程度(20 年固定利付債の場合)上昇する可能性があること、(2) 州・地方政府の借入関連コストは 15～30%程度増加する見通しであること、といった試算結果も示された³⁴。

2. 米国地方債の免税措置縮減が現実化した場合の潜在的影響の考察

1) 発行体への影響

前述のとおり、各米国地方債関係団体等は免税措置縮減が実現した場合、影響度合いは試算によって異なるものの、借入コストの上昇を懸念している。本稿で取り上げた 4 つの試算では、借入コストの 34～150bp 程度の上昇もしくは 2%ポイントの上昇との推計結果になっている。

ここで、米国商務省国勢調査局 (U.S. Census Bureau) による州・地方政府の財政状況に関する統計 (2008 年) に基づき (図表 3 参照)、長期債を対象として、新発債の発行規模 (3,736 億ドル)、全地方債に占める免税債の割合 (75.5%³⁵) に変化がないとの前提を置き、仮に借入コストが 34～150bp 程度上昇した場合の州・地方政府の財政プロファイル全体への影響に関して試算を実施する。

³¹ Government Finance Officers Association, *GFOA: Concerns with Capping the Exemption of Muni Bond Interest*. (http://www.gfoa.org/index.php?option=com_content&task=view&id=2559)

³² Council of Development Finance Agencies, *Built by Bonds*, 2011.

³³ Council of Development Finance Agencies, *Built by Bonds*, 2011, p.6.

³⁴ Council of Development Finance Agencies, *Built by Bonds*, 2011, p.8.

³⁵ 2010 年、発行額ベース。(出所: Internal Revenue Service, *Table 11. Total Tax-Exempt, Taxable Direct Payment, and Tax Credit Bonds, 2010*, November 2012. [<http://www.irs.gov/uac/SOI-Tax-Stats-Tax-Exempt-Bond-Statistics>])

図表 3 米国州・地方財政プロファイル (2008年、億ドル)

歳入		直接歳出 (性質・目的別)		債務残高 (年末)	
歳入 (純計)	26,605	直接歳出	28,341	債務残高	25,509
連邦政府からの財政移転	4,814	経常的経費	20,958	長期債	25,064
州・地方政府の自主財源	21,791	資本的支出	3,488	発行	3,736
		補助金	420	償還	2,447
		利払費 (一般及び公益)	1,129	短期債	446
		保険金及び払戻	2,346		

(出所) United States Census Bureau, *Table 435. State and Local Governments Summary of Finances: 1990 to 2008*. (<http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s0435.pdf>)

仮に、借入コストが上記の試算で導き出されたように 34~150bp 程度上昇した場合、免税措置が縮減された初年度の利払費の増加分は、新発債の免税措置を享受していた分 (3,736 億ドル×75.5%) のみが影響を受けると考えられることから、約 9.6~42.3 億ドルとの推計結果になる。この初年度の利払費の増加分は、直接歳出の規模 (2兆 8,341 億ドル) の 0.03~0.15% 程度に留まるため、免税措置が縮減された直後に関しては、財政基盤に鑑みて利払増加分の影響はそれほど大きくないとも考えることができる。

しかし、全ての地方債の借換が完了した場合、他の条件に全く変化がないとの前提を置くと、長期債の発行残高のうち免税措置を享受していた分 (2兆 5,064 億ドル×75.5%) 全てに借入コストの上昇分 (34~150bp 程度) が及ぶことになり、利払費の増加分は 64.3~283.8 億ドルに膨らむと推計される。この額は、直接歳出の規模の 0.23~1.00% に該当することになり、場合によっては地方公共団体がさらなる歳出削減や歳入確保に取り組む必要性に迫られることも視野に入ると考えられる。ただし、仮に利払費が大きく嵩むようであれば、事業規模の縮小等を通じて借入額を抑制するといった選択肢もあると考えられる。

2) 投資家への影響

連邦所得税の免税措置縮減の可能性は、米国地方債の投資家層の概ね半分を占める個人投資家にとっても注目材料となっている。米国の連邦所得税は、前述のとおり 6 段階の累進税率 (10%、15%、25%、28%、33%、35%) になっており、地方債を含む債券の利子所得は、他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される。この免税措置の仕組みは、日本の地方債には存在しないため、坂田 (2007) 及び米上下両院の合同税制委員会 (JCT, 2012) に基づき、詳細を明らかにする³⁶。

図表 4 は、課税債と免税債の平均金利を示しているが、2つの金利の差 (スプレッ

³⁶ 坂田和光「米国の地方債制度 - 免税債を中心に」『レファレンス』第 680 号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007 年 9 月、68-69 頁、Joint Committee on Taxation, *The Federal Revenue Effect of Tax-Exempt and Direct-Pay Tax Credit Bond Provisions*, JCX-60-12, July 16 2012, pp.3-5.

ド)は、地方債起債団体に与えられる(連邦政府からの)「補助金」と解釈されている³⁷。免税債の金利が課税債の金利より低い割合は、潜在限界税率と呼ばれる。例えば、2011年の場合、潜在限界税率が7.5%であったが、限界税率に関して6段階全てが7.5%より高い水準であるので、全ての所得層が課税債よりも免税債を購入したほうが理論上は有利であったと考えられる。

図表4 課税債と免税債の比較(2000~2011年、%)

暦年	米国債(注 ¹)	課税債(a)(注 ²)	免税債金利(b)(注 ³)	潜在限界税率((a-b)/a)(注 ³)
2000	6.03	7.62	5.77	24.3
2001	5.02	7.08	5.19	26.7
2002	4.61	6.49	5.05	22.2
2003	4.01	5.67	4.73	16.6
2004	4.27	5.63	4.63	17.8
2005	4.29	5.24	4.29	18.1
2006	4.80	5.59	4.42	20.9
2007	4.63	5.56	4.42	20.5
2008	3.66	5.63	4.80	14.7
2009	3.26	5.31	4.64	12.6
2010	3.22	4.94	4.16	15.8
2011	2.78	4.64	4.29	7.5

- (注) 1. 10年国債のうち、取引頻度の高い銘柄の利回り(Constant Maturity Rate)。
 2. ムーディーズによりAaa格を付与されている社債が対象。2007年以降は事業債のみが対象。
 3. S&Pによる高格付け地方債インデックス。

(出所) United States Government Printing Office, *Report of the President*, February 2012, p.404.
 (http://www.nber.org/erp/ERP_2012_Complete.pdf)

興味深いのは、潜在限界税率が近年、とりわけ、金融危機を経て低下傾向にある点である。潜在限界税率の低下は、より多くの所得層が免税債の購入を通じて免税措置のメリットを享受できることを示唆する。

この点に関して、JCT(2012)は、2007年の場合、限界税率が30%以上の所得者層が全ての免税債の利子の4割程度を受取っているが、限界税率が30%未満にも幅広く分布していることを示している(図表5参照)。加えて、潜在限界税率は2006年以降に概ね低下傾向になっているが、CDFA(2011)においては、個人によって保有されている免税債全体のうち51%については、課税所得が20万ドル未満の所得者層(2012年に関して、個人申告の場合、限界税率が33%以下、合算申告の場合、28%以下³⁸)が保有していることが紹介されている³⁹。

³⁷ General Accounting Office, *Tax policy and administration: improvements for more effective tax-exempt bond oversight: report to the Chairman, Subcommittee on Human Resources and Intergovernmental Relations, Committee on Government Operations, House of Representatives*, GAO/GGD-93-104, May 1993, p.24.

³⁸ Tax Policy Center, *2012 Individual Income Tax Rates, Standard Deductions, Personal Exemptions, and Filing Thresholds*; Internal Revenue Service, *Revenue Procedure 2011-52*. (<http://www.irs.gov/pub/irs-drop/rp-11-52.pdf>)

³⁹ 当該数値は、Citigroup Global Marketsにより算出され、CDFAの資料で紹介されている。(出所: Council of Development Finance Agencies, *Built by Bonds*, 2011, p.3.)

図表 5 限界税率別免税債利子の状況（2007年、個人分）

限界税率	免税債利子（億ドル）	全体に占める割合
0～10%	57.77	7.3%
10～15%	15.19	1.9%
15～20%	89.01	11.3%
20～25%	10.33	1.3%
25～30%	283.95	36.0%
30%超	331.66	42.1%
合計	787.91	100.0%

（出所）Joint Committee on Taxation, *The Federal Revenue Effect of Tax-Exempt and Direct-Pay Tax Credit Bond Provisions*, JCX-60-12, July 16 2012, p. 5.
 (<https://www.jct.gov/publications.html?func=startdown&id=4470>)

これらを踏まえると、議論が進められてきた連邦所得税の限界税率に 28% の上限を設定することが実現しても実際に影響を受ける投資家は、金融危機前の潜在限界税率の水準が高かった際に比して少なくなっている可能性があると考えられる。しかしながら、JCT（2012）や CDFA（2011）が示した数値等を踏まえると、個人投資家層の半数程度が、免税措置縮減が現実化した場合に影響を受ける可能性が否めないと解釈される。

さらに、仮に免税措置の縮減が実現し、地方債市場の金利が上昇した場合、既存の投資家は、税制変更による影響のみならず、既に保有している地方債の時価評価が下がる可能性にも晒されると考えられる。ただし、免税措置の縮減が実現し、地方債市場の金利が上昇した後に、新規に地方債に投資する場合、金利上昇幅や発行体の信用力によっては、他の資産クラスに比して投資妙味が引き立つといったシナリオもゼロではないとみられる。

なお、JCT（2012）は仮に免税措置に関する法律が変更された場合、投資家のポートフォリオ構成にも影響が及ぶ可能性があるとして、代替資産クラスとして、課税地方債、事業債、企業株式を挙げている⁴⁰。そして、課税区分及び免税債を保有していたか否かにより、ポートフォリオに 3 つの資産クラスをどのように保有するかが異なる可能性があることを指摘している。

むすびに代えて

「財政の崖」回避に向けた米国の地方債に関する免税措置縮減の可能性を探る動きは、米国地方債市場において大きな注目を集め、2012年12月に米国地方債の金利が大幅に上昇する傾向が観察された。そして、2013年1月初頭の「財政の崖」回避法成立後も地方債の免税措置の縮減が再び議論の焦点になる可能性が指摘されている。

本稿では、仮に、免税措置の縮減が現実化した場合、短期的には、発行体の借入コスト

⁴⁰ Joint Committee on Taxation, *The Federal Revenue Effect of Tax-Exempt and Direct-Pay Tax Credit Bond Provisions*, JCX-60-12, July 16 2012, pp. 12-14.

上昇に伴う財政プロファイルへの影響よりも、投資家、とりわけ個人投資家の多くに影響が及ぶ可能性がより大きいと考えられることを指摘した。

日本においては、地方債の税制が米国と異なることもあり、地方債は4分の3程度が金融機関によって保有され、個人投資家による保有は僅か1.6%（2012年9月末）に過ぎない⁴¹（図表2参照）。そのため、米国地方債をめぐる動きが日本でも起こる可能性はほとんどないと考えられる。

広い観点からは、米国において、「財政の崖」回避を目的として地方債の免税措置縮減の可能性が検討されたのは、複雑な政治環境及び厳しい国家財政の状況が大きな背景であった。そして、米国地方債の金利は、政治議論のヘッドラインに晒され、2012年12月頃には金利上昇が観察された。

一方、日本においても、米国と同様にねじれ国会及び厳しい国家財政の状況を抱えている。2012年度においては、特例公債法が年度半ばにおいても成立しなかったことから、国から地方公共団体への地方交付税の支払いが延期され、基金の取り崩しや民間金融機関からの資金調達を余議なくされる地方公共団体も出現した⁴²。ただし、地方債市場の需給環境が極めて良好であったことから、クレジット・スプレッド等への影響は特段観察されていない。

しかしながら、日米で共通しているのは、国家の政治環境や財政状況が地方債の金利や地方公共団体の行財政運営に影響を及ぼす場合もあり、仮に政治環境が複雑でなければ発生しなかった可能性のある金利負担等のコスト、すなわち政治コストが地方公共団体にのしかかる可能性があるということと言える。

⁴¹ 日本の地方債の投資家層に個人投資家が占める割合が少ない背景としては、（1）住民参加型市場公募地方債を除き、債券の売買単位が一般的に大きいことや、（2）公共法人等、指定金融機関等及び一定の要件を満たした非居住者等を除き、基本的には地方債の利子所得が課税対象となること、などが考えられる。一方、日米の地方債保有者構成が対照的な背景として、米国地方債に関する免税措置に加えて、「（1）直接金融が発展している米国に比して、日本では間接金融が資金調達手段の中核である傾向があるため、家計の預金を通じて、金融機関が地方債などの金融商品で運用する傾向にあること、（2）日本は、公的年金制度が比較的整備されていることもあり、米国に比して確定拠出型年金を保有するケースが少ないこと」が挙げられる。（出所：江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方分権の10年と沖縄、震災復興 [日本地方財政学会研究叢書]』勁草書房、2012年、200頁）

⁴² 2012年度に関しては、「財政運営に必要な財源の確保を図るための公債の発行の特例に関する法律」（特例公債法）は2012年11月に成立した。（出所：参議院「公債の発行の特例に関する法律案を議決」2012年11月16日）

【参考資料：米国及び日本の地方債の税制の仕組み⁴³】

1．米国地方債に関する税制の仕組み

米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない。米国において、連邦税全般を規定している税法は、合衆国法典の第 26 篇にまとめられており、日本では、その分を内国歳入法（IRC）と呼んでいる。また、IRC においては、第 103 条、第 141 条から第 150 条が免税債を規定している主要な条項である。しかし、1986 年のレーガン税制改革によりレベニュー債の一部についてその利子に対する免税適用の見直しが行われた。その結果、米国の地方債には、課税債と免税債が存在する。

そもそも、連邦制国家である米国では、歴史的に地方債の利子において連邦所得税に関する免税措置が設けられている。具体的には、連邦制の下での課税権を含めた連邦と州の権限の配分という問題に関わっている。1819 年のマカロック（McCulloch）対メリーランド州裁判における連邦最高裁判所の判示では、連邦と州の課税上の相互不関与原則（intergovernmental tax immunity）が確立された。合衆国憲法においては、従来連邦政府が所得税を課税することを禁止していた。しかし、1913 年確定の修正第 16 条により、連邦所得税が導入された。その際、地方債の利子の免税が定められたが、修正第 16 条は、あらゆる源泉からの所得に対しても所得税を課税する権限を連邦が有すると規定している。そのため、内国歳入法において免税が定められているのにも関わらず、地方債の利子に連邦の課税権が及ぶか否かをめぐり、様々な論争が続いた。

米国の地方債は、償還原資によって、主に（1）一般財源保証債（GO）、（2）レベニュー債、に大別される。一般財源保証債は、起債を行う地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行され、発行体が元利償還の全責任を負う（secured by full faith and credit）。

一方、レベニュー債は、起債収入を利用した事業（事業体）から生じる利用料等の収入によって元利償還が行われる仕組みとなっている。米国においては 1970 年代以降、レベニュー債の発行が増加した。特に、レベニュー債の中でも、個人や民間企業等への融資に充当される地方債の発行が増加し、事業債など民間の融資を本来であれば受けるべき企業や個人が免税債を利用した低利の融資を利用しているとの指摘により、公共性の存在に対する疑義に関する議論が注目を集めた。一方、連邦政府においても当時、構造的な財政赤字の問題が深刻化しつつあり、免税制度を見直す必要性が高まった。

このような状況下、1986 年のレーガン税制改革によってレベニュー債の一部についてその利子に対する免税適用の見直しが行われた。見直しの焦点としては、レベニュー債について、（1）私的活動債という概念を設け、その起債に対する大幅な制限、（2）政府活動債の収入の運用に係る制限（一定の条件を満たさない政府活動債は私的活動債とみな

⁴³ 江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方分権の 10 年と沖縄、震災復興 [日本地方財政学会研究叢書]』勁草書房、2012 年、200-203 頁、に基づき、野村資本市場研究所まとめ。

す)、(3) 鞘取り債に対する規制強化、などが挙げられる。

一方、地方債の利子に課税権が及ぶかという点に関しても、1998年のサウスカロライナ州対バーカー(Barker)裁判において、連邦最高裁判所は、連邦の地方債利子課税の合憲性を認める判断を下した。当該判示を通じて、連邦所得税の地方債利子の免税措置は、憲法ではなく内国歳入法という法律に基づくものであり、連邦の政治的な裁量に依拠することになった。

米国の地方債制度において、連邦所得税の免税措置に関する定義を行う際、政府活動債か私的活動債かの分類が焦点となる(図表6参照)。政府活動債と私的活動債は、端的には、(1)起債により調達した資金の用途が地方公共団体向けか否か、(2)地方債の元利償還金が地方公共団体から捻出されるか、民間から捻出されるか、により分別される。

具体的には、一般財源保証債は、政府活動債に該当すると解釈されるが、レベニュー債においては、政府活動債に該当するものと、私的活動債に該当するものがある。すなわち、レベニュー債は、(1)公益事業と交通事業を中心として公共施設の整備のために起債されるもの、(2)医療・高等教育・その他の非営利事業、住宅事業、産業開発を中心とした融資のための起債の2つに大別することができる。前者は、地方公共団体が直接あるいは公社等を利用して、収益性を有し、純粋な意味での公共施設の範疇から外れるものの、住民福祉の向上や地域社会の発展に資する社会資本の整備事業のために行われる借入であり、政府活動債となる。一方、後者のように、地方公共団体が個人や民間企業への融資事業の財源調達に充当すべく発行されるレベニュー債は、連邦所得税の免税適格性の類型においては、私的活動債となる。

図表6 地方債の分類の概念図 免税債と課税債

← 免税債 →		← 課税債 →
政府活動債	非政府活動債(私的活動債)	
	特定私的活動債	私的活動債
一般財源保証債(注)	レベニュー債(注)	

(注) 政府債のうち、水道料金などの公の使用料を償還財源に充てるものは、一般財源保証債・レベニュー債の分類では、レベニュー債に該当する。

(出所) 坂田和光「米国の地方債制度 - 免税債を中心に」『レファレンス』第680号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007年9月、61頁

(http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200709_680/068003.pdf)

政府活動債は免税債であり、私的活動債は、原則として課税債となる。私的活動債のうち、免税措置が講じられるものは、特定私的活動債に分類される。IRC第141条においては、私的活動債となる条件が示されている。具体的には、(1) private business test、(2) private loan financing test、といった基準に該当した場合、私的活動債となる。一方、特定私的活動債に関しては、IRC第141条(e)に免税措置が講じられる特定私的活動債が列挙されている。

一方、免税債である政府活動債や特定私的活動債に関しては、いくつかの制約が設けら

れている。免税債に共通の制約としては、(1) 鞘取り債の禁止、(2) 記名式債券であること、(3) 連邦保証の禁止、(4) 内国歳入庁への報告義務、がある。特定私的活動債だけに係る制約として、(1) 起債限度額、(2) 政府等の承認、(3) 起債コスト、(4) 用地取得、(5) 満期、(6) 期限前償還、に関するものがある。

2. 日本の地方債に関する税制の仕組み

日本の所得税制では、一部の例外⁴⁴を除き、債券の利子所得は20%（国税15%、地方税5%）の分離課税となっている⁴⁵。日本の地方債については、原則として地方債の発行目的や対象による所得税の免税措置はない。保有者が非居住者であるときに限って、二重課税を避ける目的で非課税措置がある。具体的に、国内の法人については、基本的には支払利子に対し15%の所得税の源泉徴収及び地方税5%が課税される。ただし、一部の団体（公共法人等〔所得税法第11条〕、指定金融機関等〔租税特別措置法第8条⁴⁶〕）は、源泉課税の対象外となる。

なお、一般事業法人に関しては従来、源泉課税対象となっていた。しかし、2003年4月1日より、資本金1億円以上であること等一定の要件を満たした一般事業法人については、公共法人や金融機関と同様に、公社債利子について源泉徴収不適用が法律上可能となった⁴⁷。とはいえ、適用要件の1つとして社債等の振替に関する法律に規定する振替口座簿に記載された公社債であることとされたため、2003年4月1日から実際に源泉徴収不適用となったのは国債利子のみで、一般債については、一般債振替制度が始まった2006年1月10日が実質的な源泉徴収不適用の開始となった。

一方、非居住者等に対しては、2007年3月に成立した租税特別措置法第5条の2の改正に伴い、一定の要件⁴⁸を満たせば、2008年1月1日以後に非居住者等に支払われる振替地方債の利子について、非課税措置が適用されている。

⁴⁴ 公共法人等、指定金融機関等及び一定の要件を満たした非居住者等は、非課税となっている。

⁴⁵ 国土交通省国土交通政策研究所・長野幸司・日下部隆昭・江岡幸司・渡瀬友博・森山弘一、前掲稿、42頁

⁴⁶ 金融機関等の受ける利子所得に対する源泉徴収の不適用。

⁴⁷ 日本証券業協会「事業法人が所有する公社債利子の源泉徴収不適用の取扱いについて」2003年4月1日

⁴⁸ 一定の要件とは、(1) 証券保管振替機構を通じて決済が行われるもの、(2) 非居住者等が適格外国仲介業者又は特定振替機関等を通じて保有しているもの、(3) 非課税適用申告書等を提出すること、である。（出所：地方債協会「非居住者等非課税制度の概要・手続」〔<http://www.chihousai.or.jp/07/05.html>〕）

<参考文献>

- ❖ 秋山義則・前田高志・渋谷博『アメリカの州・地方債』日本経済評論社、2007年
- ❖ 秋山義則「金融講座 海外の地方債について（第19回）アメリカの州・地方債（第1回）」『地方債月報』第332号、2007年3月、地方債協会、66-76頁
- ❖ 秋山義則「金融講座 海外の地方債について（第20回）アメリカの州・地方債（第2回）」『地方債月報』第333号、2007年4月、地方債協会、30-41頁
- ❖ 秋山義則「金融講座 海外の地方債について（第21回）アメリカの州・地方債（第3回）」『地方債月報』第334号、2007年5月、地方債協会、24-34頁
- ❖ 江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007年
- ❖ 江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方分権の10年と沖縄、震災復興 [日本地方財政学会研究叢書]』勁草書房、2012年、198-218頁
- ❖ 国土交通省国土交通政策研究所・長野幸司・日下部隆昭・江岡幸司・渡瀬友博・森山弘一「事業目的別歳入債券の有効活用に関する研究」『国土交通政策研究』第56号、2005年10月（<http://www.mlit.go.jp/pri/houkoku/gaiyou/pdf/kkk56.pdf>）
- ❖ 坂田和光「米国の地方債制度 - 免税債を中心に」『レファレンス』第680号、国立国会図書館調査及び立法考査局、2007年9月、55-76頁
（http://www.ndl.go.jp/jp/data/publication/refer/200709_680/068003.pdf）
- ❖ 自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT NUMBER287、2006年8月31日（http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/287.pdf）
- ❖ 自治体国際化協会「米国における地方債の市場性について」CLAIR REPORT NUMBER 356、2011年3月23日（http://www.clair.or.jp/j/forum/c_report/pdf/356.pdf）
- ❖ 地方債協会『米国地方債の基礎 全米公共債協会（P.S.A）編』1992年
- ❖ ムーディーズ『グローバル格付分析』金融財政事情研究会、1994年