

イリノイ州の信用力悪化と米国地方債市場をめぐる注目点

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国中西部のイリノイ州の信用力悪化に金融市場の注目が集まっている。イリノイ州の地方債残高は、全米の州で第4位かつ米国地方債市場全体の約5%を占めている。同州の格付けは2017年7月末現在、ムーディーズ及びスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が投資適格級で最も低い「Baa3/BBB-」としている上、ムーディーズは見通しを「ネガティブ」としており、仮に投機的等級となった場合、州で初めての事例となる見込みである。
2. イリノイ州の場合、財政破綻しているプエルトリコの状態とは異なり、経済基盤が比較的盤石である一方で、年金積立不足等の財政面での問題に政治的環境が複雑に絡み合った結果、信用力が悪化していった。そのため、政治的に適切な財政運営を描くことができれば、安定的な資金調達環境を維持できるだけの信用力の水準を回復することも十分可能と解釈される。
3. 米国では、各州が独自の地方財政・地方債制度を定めているため、制度上の観点からイリノイ州で見られているような信用力悪化が他の州に波及する可能性はそれほど高くないと考えられる。しかし、地方公務員年金が深刻な積立不足に陥っているケースはイリノイ州以外にもあり、米国地方債の銘柄選別において、年金積立状況を意識する投資家が従来以上に増加することは十分あり得ると想定される。
4. 米国地方債市場では、イリノイ州をめぐる格付関連の動き、未払金を解消すべく発行予定の一般財源保証債の動向、さらにはイリノイ州を含めた全米の地方公共団体による年金積立問題への対処等が焦点となる状況が続くと予想される。

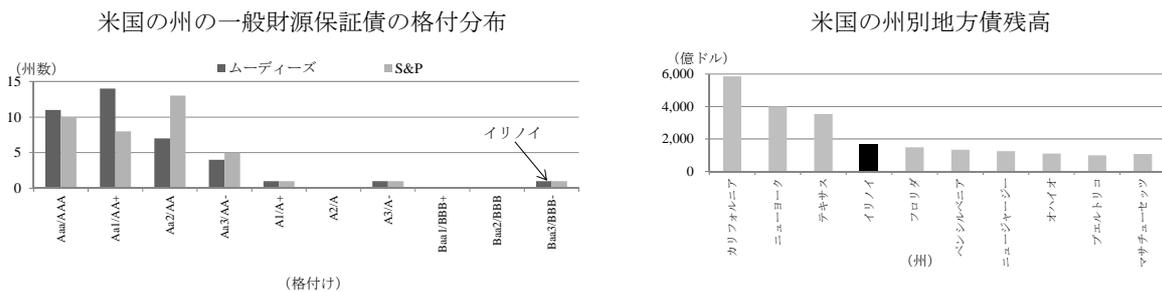
I. 金融市場で注目を集めるイリノイ州の動向

金融市場では、米国中西部のイリノイ州の信用力悪化に注目が集まっている。イリノイ州の格付けは2017年7月末現在、ムーディーズ及びスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)が投資適格級で最も低い「Baa3/BBB-」とした上で、ムーディーズは見通しを「ネガティブ」としている。イリノイ州の格付水準は、既に米国の州の中で最も低い、仮に投機的

等級となった場合、州で初めての事例となる見込みである（図表 1 左参照）。

イリノイ州の地方債残高は 2017 年 3 月末現在、約 1,666 億ドルと、財政破綻しているプエルトリコ（約 1,006 億ドル）の約 1.7 倍にも上っており、今後の動向が米国地方債市場の行方を大きく左右する可能性がある（図表 1 右参照）。本稿では、イリノイ州の信用力悪化の背景を分析した上で、米国地方債市場及びイリノイ州をめぐる注目点を論考する。

図表 1 米国の州の格付分布及び州別地方債残高



(注) 1. 格付けは、2017 年 7 月末現在。

2. 地方債残高は、2017 年 3 月末現在の長期債・短期債の合計。州（プエルトリコの場合、コモンウェルス）及び傘下の地方政府、公社等の数値を含む。

(出所) ブルームバーグ、Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, First Quarter 2017*, May 4 2017, p.10、より野村資本市場研究所作成

(<http://www.sifma.org/research/item.aspx?id=8589966112>)

Ⅱ. イリノイ州の信用力悪化の背景

イリノイ州の信用力を経済・財政・政治の観点から見ると、財政面での問題に政治的環境が複雑に絡み合い、全米の州の中で最も厳しい状況に陥ったことがわかる。

1. 全米でも比較的恵まれた経済基盤

米国中西部に位置するイリノイ州は 2016 年現在、全米第 5 位の人口（約 1,280 万人）を抱え、州内総生産（GDP）も全米第 5 位（約 7,916 億ドル）となっている。同州の州都はスプリングフィールド市だが、米国でも代表的な大都市の 1 つであるシカゴ市を擁し、ボーイング、キャタピラー、ユナイテッド・コンチネンタル、オールステートなど多くの大企業が本社を置いている。また、世界最大級の先物取引所である CME グループの所在地であること等を背景に、金融・保険等が GDP の約 4 分の 1 を占めているほか、製造業、工業、農業（トウモロコシ、大豆等）にも強みがあり、産業分散が十分に図られた経済構造を有している。イリノイ州の人口は、2013 年（約 1,289 万人）をピークに僅かな減少傾向にあるものの、一人当たり所得は、盤石な経済基盤を背景に、52,098 ドル（2016 年）と、全米平均（49,571 ドル）を上回る水準となっている。

2. 年金積立不足を中心とした財政問題

経済面では全米でも比較的恵まれているイリノイ州だが、財政面では地方公務員年金の積立不足問題を主因に厳しい状況を抱えている。

米国の地方公務員制度においては、連邦政府が運営している公的年金であるソーシャル・セキュリティに、州・地方政府の職員を強制加入させておらず¹、州・地方政府がそれぞれ独自の公務員年金制度を構築し、運営している²。また、米国の州・地方政府は、公務員年金基金制度として、確定給付型年金（DB）、確定拠出型年金（DC）のいずれかまたは両方を選択することができるが、イリノイ州の場合、DBを採用し、5つの制度（州職員退職制度〔SERS〕、教職員退職制度〔TRS〕、州立大学退職制度〔SURS〕、判事退職制度〔JRS〕、一般議会退職制度〔GARS〕）を運営している³。

イリノイ州では、1980年代の経済環境悪化に伴う税収減を背景として、州の年金拠出額が抑制されてきた結果、積立不足が膨らんでいった⁴。そのため、同州では、1995年に年金積立比率の長期的目標を90%と法律で制定し、2045会計年度⁵までの拠出予定額を設定した。しかし、2000年代に入って、ロッド・ブラゴジェビッチ知事（当時、民主党出身）の下で、当該法律は修正の上、2006～2007会計年度の予定額が一時的に減額された。その後、2008会計年度から2011会計年度にかけて予定額が徐々に回復していった。

イリノイ州では近年、年金関連費用が歳出の約4分の1を占めるなど、重い年金関連負担を背負っているものの、2016会計年度末の年金積立不足は約1,298億ドル、年金積立比率は37.6%と、全米の州の平均（2015会計年度、72%⁶）を大きく下回る水準となっている（図表2参照）。イリノイ州の年金積立が深刻な状況に陥った背景としては、(1) 極めて寛大な年金給付（約6割の州職員が50歳代で引退かつ満額の給付を受領等）、(2) 年金基金を政治的に流用（積み立てるべき金額を公務員の給与に流用等）、(3) 楽観的な見通し（運用利回り、死亡率等）、といった要因が挙げられる⁷。

¹ 州・地方政府がソーシャル・セキュリティに任意で加入することは認められている。なお、連邦政府の職員については、1983年の法改正により、ソーシャル・セキュリティに強制加入することとなった。（犬丸淳「デトロイト市の破産申請とその波紋（3）一市の「債務調整計画案（第1版）」の概要を中心に」『地方財務』第723号、ぎょうせい、2014年9月、38-48頁）

² 米国の地方公務員年金制度とその実態については、野村亜紀子「積立不足の本格対応を迫られる米地方公務員年金」『野村資本市場クォーターリー』第16巻第2号（2012年秋号）、32-42頁、を参照されたい。

³ Illinois Policy, *Pensions 101: Understanding Illinois' Massive, Government-Worker Pension Crisis*; Center for Tax and Budget Accountability, *Illinois Public Employee Retirement Systems*.

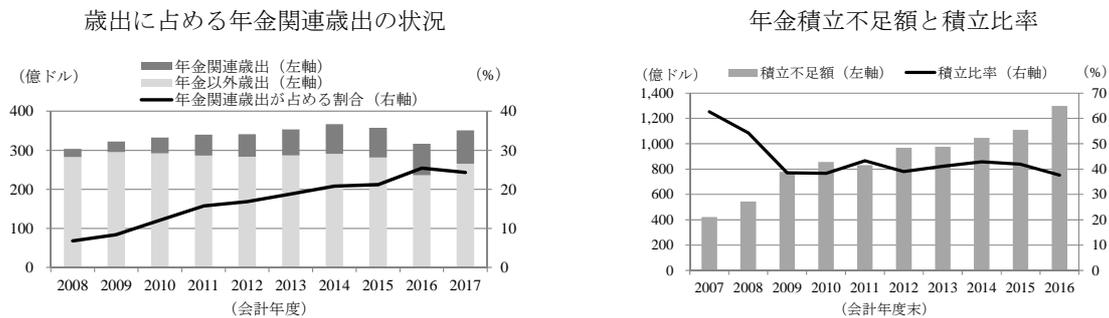
⁴ State of Illinois Comptroller Susana A. Mendoza, *Comprehensive Annual Financial Report for Fiscal Year Ended June 30, 2016*, February 28 2017, p.5; "The Pension Chasm", *Illinois Issues*, February 2010.

⁵ 米国の州のほとんどの会計年度は、7月～翌年6月となっている。例えば、2018会計年度の場合、2017年7月～2018年6月となる。

⁶ The Pew Charitable Trusts, *The State Pension Funding Gap: 2015*, April 2017.

⁷ Illinois Policy, *Pensions 101: Understanding Illinois' Massive, Government-Worker Pension Crisis*.

図表2 イリノイ州の年金関連指標の推移



(注) 1. 歳出は、一般会計基金、教育推進基金及び福祉サービス基金の合計。

2. 年金積立不足額と積立比率は公正価値に基づく。

(出所) Civic Federation, *State of Illinois FY2018 Budget Roadmap*, February 10 2017, p.12; Commission on Government Forecasting & Accountability, *Illinois State Retirement Systems Financial Condition as of June 30, 2016*, March 2017, pp.26-29、より野村資本市場研究所作成

(<https://www.civiced.org/sites/default/files/reportroadmapfy2018.pdf>;

<http://cgfa.ilga.gov/Upload/FinConditionILStateRetirementSysMar2017.pdf>)

2000年代後半になると、イリノイ州では、上記の年金関連を含めた社会保障関係費の増大やグローバル金融危機に伴う税収低迷の中で、恒常的に財政赤字や未払金が発生し、財政構造が硬直化していく（図表3上、左下及び中下参照）。この状況を打開すべく、パトリック・クイン知事（当時、民主党出身）の下、基幹税目である所得税について2011年1月1日から時限措置として税率引き上げが実現した。具体的には、2011年1月1日から個人は3.0%から5.0%に、法人は4.8%から7.0%に税率が引き上げられた後、2015年1月1日に個人は3.75%、法人は5.25%に引き下げ、2025年1月1日に個人は3.25%、法人は4.8%に引き下げられる予定とされた⁸。2011年1月1日からの所得税率の引き上げを背景に、イリノイ州の財政悪化は一部緩和されたものの、2015年1月1日に税率が部分的に引き下げられて以降、税収が再び低迷することとなった（図表3右下参照）。

3. 政治的対立が招いた予算審議の行き詰まり

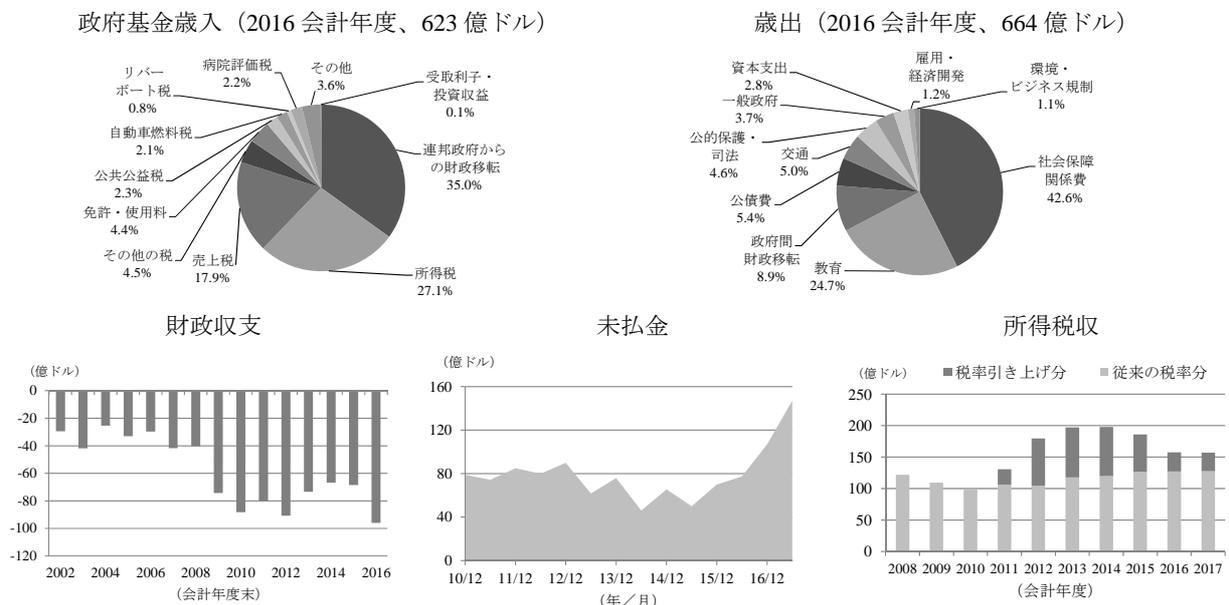
イリノイ州では2015年1月、共和党出身のブルース・ラウナー知事が就任した。イリノイ州憲法では、知事が均衡予算案を次会計年度が始まる前までに議会に提出し、議決を経て、署名・成立することとされている。イリノイ州では、過去にも次会計年度開始前に予算が成立しなかったことがあるものの⁹、ラウナー知事の下では、2016年、2017年と、2会計年度にわたり年度中に予算が成立しないという前例のない状況に陥ることになった。増税よりも財政改革を通じて地域経済を再生することを主張するラウナー知事と、財政改革よりも増税を重視する民主党主導の州議会の間で、政治的に対立することになったのが主因である。

⁸ Civic Federation, *State of Illinois FY2018 Budget Roadmap*, February 10 2017, p.8.

⁹ 2008会計年度予算は、ブラゴジェビッチ知事（当時）の下で、年度開始後6週間で成立した。（“McHenry County Lawmakers Sound off on Illinois Budget Impasse”, *Northwest Herald*, June 28 2015）

イリノイ州では、2016～2017 会計年度は予算が成立しなかったものの、州政府は閉鎖せず、「自動操縦」(autopilot) 状態で行財政運営が進められた。例えば、2016 会計年度に着目すると、歳出のうち約 9 割が、(1) 債務の元利払いや年金拠出といった法定項目及び一般基金から他基金への法定繰出、(2) 幼児及び小中高生向け (K-12) 教育など部分的に予算が成立した項目、(3) 州職員グループ健康保険制度、低所得者向け医療費補助制度(メディケイド)、州職員への給与支払いといった裁判所からの命令・判決等で歳出が義務付けられた項目、となっており、全体の予算が成立していなくても、州政府は閉鎖せずに、運営が可能だったのである¹⁰。一方で、州政府のキャッシュフローが悪化する中、州職員グループ健康保険制度、メディケイド、K-12 教育等を中心に未払金が拡大していった (図表 3 中下参照)。

図表 3 イリノイ州の財政関連指標



(注) 歳入及び歳出は、政府基金に基づく。財政収支は、一般に認められた会計原則 (GAAP) に基づく。

(出所) State of Illinois Comptroller Susana A. Mendoza, *Executive Summary for Fiscal Year Ended June 30, 2016*, February 2017, pp.9-12; State of Illinois Comptroller Susana A. Mendoza, *Bill Backlog*; Civic Federation, *State of Illinois FY2018 Budget Roadmap*, February 10 2017, p.9、より野村資本市場研究所作成

(<http://ledger.illinoiscomptroller.gov/find-reports/comprehensive-reporting/executive-summary1/fiscal-year-2016/>;

<http://ledger.illinoiscomptroller.gov/fiscal-condition/#general-funds>; <https://www.civicfed.org/sites/default/files/reportroadmapfy2018.pdf>)

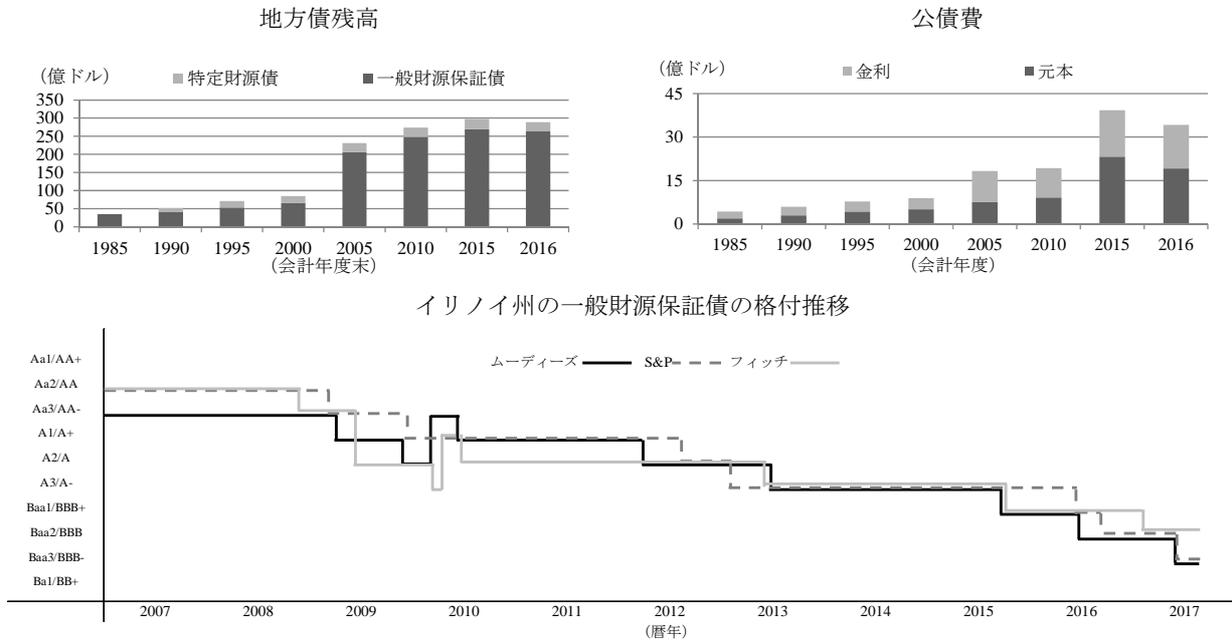
4. 格付けアクションを契機とした 2018 会計年度の予算成立

イリノイ州の財政悪化や政治的混迷は、信用力にも影響を及ぼすようになる。イリノイ州の場合、州本体が発行している地方債残高及び公債費が 2000 年代に入り大きく膨らんできていることから、資本市場から安定的に資金調達を行い、公債費を適正水準に維持するために、良好な格付水準の確保が重要となる (図表 4 上参照)。しかしながら、イリノイ

¹⁰ Center for Tax and Budget Accountability, *Illinois on Autopilot, the Reality of FY2016*, February 16 2016, p.2; “Why Illinois’ Non-Budget is Actually the Worst Budget Ever”, *Chicago Magazine*, May 30 2017.

州をめぐっては、財政・政治面での問題を主因に、2012年頃から格下げが相次ぐようになった（図表4下参照）。

図表4 イリノイ州の地方債残高、公債費及び一般財源保証債の格付推移



- (注) 1. 一般財源保証債は、起債する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、発行体元利償還の全責任を負う地方債。特定財源債は、州の特定の財源が償還原資となる地方債。イリノイ州では、このほかにレベニュー債（2016会計年度末残高＝約17.7億ドル）がある。
2. 格付けは、2017年7月末現在。

(出所) State of Illinois Comptroller Susana A. Mendoza, *Executive Summary for Fiscal Year Ended June 30, 2016*, February 2017, p.8、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成
(<http://ledger.illinoiscomptroller.gov/find-reports/comprehensive-reporting/executive-summary1/fiscal-year-2016>)

2018会計年度予算案は、ラウナー知事によって2017年2月15日に提出された¹¹。イリノイ州では、2016～2017会計年度予算案の審議と同様に、州議会と知事の間で妥協案を見出すことができない状況が続く中、S&P及びムーディーズが2017年6月1日に格付けアクションを講じた。S&Pは、予算審議が膠着状況に陥り、財政状況の悪化が深刻化していることを懸念し、イリノイ州の一般財源保証債の格付けを「BBB」から「BBB-」と引き下げた上で、政治的に瀬戸際に陥っている状況に伴い、州が主要な優先支払いを期日通りに履行できなくなる可能性が高まっているとして、「格下げ方向でクレジット・ウォッチ」に指定すると発表した¹²。さらに、イリノイ州が2018会計年度の開始日である2017年7月1日までに、構造的財政赤字の縮減策を含めた予算成立に向けて合意に達しない場合、さらに格下げする可能性があることを表明した。なお、ムーディーズも同日、イリノイ州の一般

¹¹ Bruce Rauner, Governor, *Illinois State Budget Fiscal Year 2018*, February 15 2017.

¹² S&P, *Illinois Various Debt Ratings Lowered One Notch on the State's Deteriorating Fiscal Condition; On CreditWatch Negative*, June 1 2017.

財源保証債の格付けを「Baa2」から「Baa3」に引き下げ、見通しを「ネガティブ」とした¹³。

S&P がイリノイ州の格付けを投機的等級に引き下げる可能性を示唆して以降、州議会は予算成立に向けて動きをさらに活発化させ、ラウナー知事により 2017 年 6 月 21 日に招集された特別会では、民主党と共和党の間で妥協案が探られた。前会計年度末である 2017 年 6 月 30 日までに予算は成立しなかったものの、下院議会は 2017 年 7 月 2 日、約 50 億ドルの増税法案（所得税率について個人を 3.75% から 4.95%、法人を 5.25% から 7% に引き上げ）及び約 360 億ドルの歳出法案を可決した。また、2017 年 7 月 3 日には、150 億ドル近くに達した未払い金の一部を解消すべく、60 億ドルの一般財源保証債（償還年限：12 年）の発行を認める法案も可決した¹⁴。

フィッチは、イリノイ州の格付けを 2017 年 2 月 1 日に「BBB/格付ウォッチ・ネガティブ」に引き下げた際には、6 ヶ月以内に予算審議の状況等を踏まえてさらなる格下げの可能性があるとしていたが、下院議会での可決を評価した上で、予算措置が暫定的若しくは部分的な内容、若しくは予算成立が会期後に持ち越される場合は格下げにつながる可能性があるとのコメントを 2017 年 7 月 3 日に公表した¹⁵。S&P も同日、下院議会での予算関連法案の可決について有意義な一歩との見方を明らかにした¹⁶。

下院議会でも可決された予算関連法案は 2017 年 7 月 4 日、上院議会でも可決されたものの、ラウナー知事は即座に拒否権を発動した¹⁷。知事は、拒否権発動の理由として、(1) イリノイ州の経済・財政状態に即した内容となっておらず、長期的に状況が悪化する可能性が高いこと、(2) 必要な歳出削減に踏み込めていない上、財政均衡が達成できていないこと、などを挙げた。しかし、上院議会は同日、下院議会は 2017 年 7 月 6 日、知事の拒否権を無効化する採決を行い、2018 会計年度予算は成立に至った¹⁸。

もっとも、ムーディーズは 2017 年 7 月 5 日、イリノイ州の一般財源保証債の格付け「Baa3」を「引き下げ方向で見直し」と発表した¹⁹。見直しに至った背景としては、2017 年 7 月 1 日までに予算成立に漕ぎ着けられず、財政均衡への道筋についても政治的合意をなかなか得られていないことを挙げた。加えて、予算関連法案が年金の積立不足への長期的な対応策を含んでいないことを懸念し、巨額の年金積立不足や未払金等を背景に、イリノイ州の信用力にさらなる下方圧力がかかる可能性を想定しているとの見解を示した。

その後、S&P は 2017 年 7 月 12 日、イリノイ州の一般財源保証債の格付け「BBB-」の見直しの結果、同州が近い将来に流動性危機に陥る可能性が低下したとの見方に基づき、格

¹³ Moody's, *Moody's Downgrades Illinois GOs to Baa3 from Baa2, Affecting \$31.5B of GO and Related Debt; Outlook Negative*, June 1 2017.

¹⁴ "Illinois House Passes \$5billion Tax Package, Spending Plan", *Reuters*, July 3 2017; "Illinois Senate Mulls Face of Budget That Would End Stalemate", *Reuters*, July 4 2017; "Illinois Avoids Downgrade to Junk as S&P Affirms BBB-minus Rating", *Reuters*, July 12 2017.

¹⁵ Fitch, *Illinois Makes Some Progress on Budget Impasse*, July 3 2017.

¹⁶ S&P, *Bulletin: Illinois Takes Crucial Step Toward Ending Budget Impasse*, July 3 2017.

¹⁷ "Illinois Senate Overrides Rauner's Veto of Spending, Tax Bills", *Bloomberg*, July 5 2017.

¹⁸ "Illinois Lawmakers Override Vetoes to Enact First Budget in Two Years", *Reuters*, July 7 2017.

¹⁹ Moody's, *Moody's Places Illinois' GO and Related Ratings Under Review for Possible Downgrade*, July 5 2017.

付水準を維持した上で、アウトルックを「安定的」に変更した²⁰。フィッチについても 2017 年 7 月 17 日、イリノイ州の一般財源保証債の格付け「BBB」の見直しの結果、恒久的な所得税率引き上げ等を通じて財政収支均衡がより意識された 2018 会計年度予算が成立したことに加えて、近い将来に流動性危機に陥る可能性が低下したとの見方に基づき、格付水準を維持した上で、アウトルックを「ネガティブ」に変更した²¹。さらに、ムーディーズについても 2017 年 7 月 20 日、イリノイ州の一般財源保証債の格付け「Baa3」の見直しの結果、予算の成立を通じて、少なくとも短期的将来に流動性問題が顕在化するリスクが軽減されたことに加え、年金関連歳出等を管理可能な水準に維持しながら財政均衡を達成できる状況に近づいたこと等を評価し、格付水準を維持した上で、見通しを「ネガティブ」に変更した²²。

Ⅲ. 米国地方債市場をめぐる注目点

1. 金融市場における反応

金融市場では、イリノイ州の地方債残高が図表 1 の通り全米の州で第 4 位かつ米国地方債市場全体（約 3.6 兆ドル）の約 5%を占めることから、米国地方債市場全体への影響のみならず、米国の金融政策等への影響を懸念する投資家が散見されていた。イリノイ州の地方債は、過去数年に渡って発行残高が大きい他州に比して金利水準が高い状況で推移する中で、S&P による 2017 年 6 月 1 日の格付けアクションを契機にパフォーマンスがさらに悪化した。2017 年 7 月 6 日の予算成立を受けて金利水準は落ち着きを取り戻しつつある（図表 5 左参照）。

一方、金融市場では、イリノイ州の信用力悪化に伴う、金融保証（モノライン）保険会社への影響を気にする投資家も観察されている。イリノイ州及び傘下の地方政府・公社等が発行している地方債のうち、保証されているのは全体の約 2 割にとどまるが、保証額が比較的大きい 2 社に着目すると、(1) アシュアド・ギャランティについては支払余力（2017 年 3 月末、約 121 億ドル〔連結〕）に対して保証額（2017 年 6 月末、約 190 億ドル）は約 1.6 倍、(2) ナショナル・パブリック・ファイナンス・ギャランティ（MBIA の子会社）については支払余力（同、約 46 億ドル）に対して保証額（同、約 140 億ドル）は約 3.0 倍、と無視できない規模になっている（図表 5 右参照）。とはいえ、イリノイ州の格付けが投資的等級に留まっているほか、2018 会計年度が成立したことなどを受けて、モノライン 2 社のクレジット・デフォルト・スワップ（CDS）の спреッドや株価をめぐって特段の反応は観察されていない。

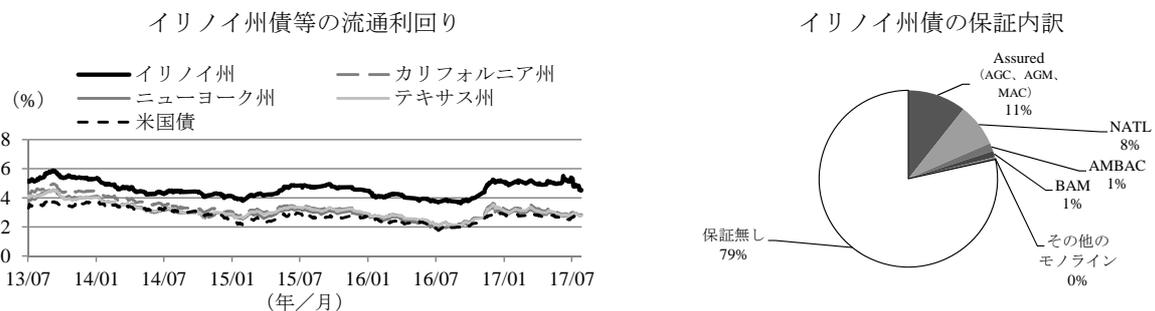
²⁰ S&P, *Illinois' Ratings Affirmed And Removed From CreditWatch Following Budget Implementation*, July 12 2017.

²¹ Fitch, *Fitch Affirms Illinois at 'BBB'; Outlook Negative*, July 17 2017.

²² Moody's, *Moody's Confirms Illinois' Baa3 GO and Related Ratings, Affecting \$32 Billion of Debt; Outlook Negative*, July 20 2017.

なお、モノライン保険会社の契約は通常、保証対象債券の元利金支払いを約定スケジュール通りに全額行うことを「無条件 (unconditional) 且つ取消不能 (irrevocable)」な条件で債券所有者に対して保証するものである²³。つまり、仮に保証した債券が不履行 (デフォルト) となった場合でも、元利金が一気に発生するわけではなく、当初保証債券が予定していたスケジュール通りの元利払いをモノライン保険会社が行えば良く、モノライン保険会社のキャッシュフローが短い期間に大きく悪化するようなケースはほとんどないと考えられる。

図表5 イリノイ州の流通利回り及び保証内訳



- (注) 1. 地方債は、2017年3月末時点で残高 (傘下の地方政府、公社等を含む) が多い4州の一般財源保証債の数値。イリノイ州債等の流通利回りは、残存年限20年のブルームバーグ・カーブ・インデックスに基づく。
2. 保証内訳 (2017年6月末時点) は、ブルームバーグより、イリノイ州 (傘下の地方政府、公社等を含む) のデータを抽出。2社以上が保証している銘柄は保証を行っている会社の数で按分して換算。
- (出所) ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

2. 今後の注目点

1) イリノイ州の信用力の行方

イリノイ州では2018会計年度予算が成立したことから、所得税率の引き上げ等を通じた財政収支の改善や一般財源保証債の発行を通じた未払金の減少といった効果が期待できる。しかしながら、ラウナー知事が懸念しているように構造的な財政収支問題を抜本的に解決するような内容ではないとみられるため、財政規律を意識しながら、歳入確保・歳出削減努力を継続しない限り、財政悪化に歯止めがかからず、投機的等級への格下げに至る可能性も十分あり得ると言える。

仮に、イリノイ州の格付けが投機的等級になった場合、プエルトリコの事例でも見られているように、資金調達コストが上昇するのみならず、ヘッジファンドなどの高利回り銘柄を模索する投資家が保有者構成に占める割合が増えていく可能性もある²⁴。ただし、約

²³ モノライン保険については、江夏あかね「金融危機後の米国金融保証 (モノライン) 保険の原点回帰」『野村資本市場クォーターリー』2016年春号、を参照されたい。

²⁴ 米国地方債の保有者構造は、約4割が個人投資家、約4分の1がファンドを占めている。プエルトリコ債の保有者で明らかになっている分では、ヘッジファンドが約220億ドルと最も多い保有者層で、プエルトリコ内の投資家が約200億ドル、ミューチュアル・ファンドが約100億ドルと続く構図となっている。ただし、プエル

230億ドルに上る一般財源保証債のうち、約59億ドルを有する7つの主要投資家（ファンド等）は全て、仮にイリノイ州の格付けが投機的等級になっても直ちに売却せざるを得ないわけではないと報じられており、投資家層が変化する場合も比較的緩やかなペースになる可能性がある²⁵。

一方、デフォルトの可能性をめぐって、米国地方債市場の歴史を紐解くと、1841～1941年の間に複数の州がデフォルトした事例がある²⁶。また、最近の事例として、プエルトリコの場合、2014年2月前半に格付けが投機的等級に引き下げられてから、最初に政府関係機関がデフォルトした2015年8月1日まで、約1年半かかっている²⁷。プエルトリコについては、企業撤退・人口減少等を背景とした地域経済の悪化が財政状況の脆弱化を招き、流動性が枯渇し、デフォルトに至らざるを得なかったとも考えられる。しかし、イリノイ州の場合、経済基盤は比較的盤石である一方で、年金積立不足等の財政面での問題に政治的環境が複雑に絡み合った結果、信用力が悪化していった。そのため、政治的に適切な財政運営を描くことができれば、安定的な資金調達環境を維持できるだけの信用力の水準を回復することも十分可能と解釈される。すなわち、イリノイ州の信用力の方向性は、イリノイ州知事と議会の政治手腕がカギを握っていると考えられる。

なお、イリノイ州の一般財源保証債については、(1)流動性補完措置（今後1年間の元本支払予定額の12分の1及び今後半年間の利払予定額の6分の1を一般財源保証債元利払基金〔GOBRI〕に積立）、(2)イリノイ州一般財源保証債法に基づく一般財源保証債の元利払金の州知事による予算計上の義務付け及び予算無しでも基金から履行が可能な仕組み、(3)州憲法による減損禁止条項（州議会が一般財源保証債の価値を減損する措置を行うことを禁止）、といった償還確実性を担保する仕組みが存在する²⁸。

2) 米国地方債セクター全体への波及の可能性

連邦制国家である米国の場合、全国一律で同じ地方財政・地方債制度を採用している日本とは異なり、州憲法・州法等をベースに各州が独自の地方財政・地方債制度を定めている。そのため、制度上の観点からイリノイ州で見られているような信用力悪化が他の州に波及する可能性はそれほど高くないと考えられる。

ただし、米国地方公務員年金をめぐっては、DBを採用している年金基金を中心に、金融危機後の運用難や景気低迷に伴う地方財政の逼迫・抛出難を背景に深刻な積立不足に陥

トリコ債の場合、「Triple Tax Exemption」（三税免除、利子に係る連邦、州、地方政府の所得税が免除）といった扱いを受けており、投資家層が比較的広範に渡っていたという特殊事情がある。（“Puerto Rico Veers Toward First Bond Default: Questions Answered”, *Bloomberg*, August 1 2015）

²⁵ “Top Illinois Debt Owners Unlikely to Sell if Bonds Cut to Junk”, *Bloomberg*, June 21 2017.

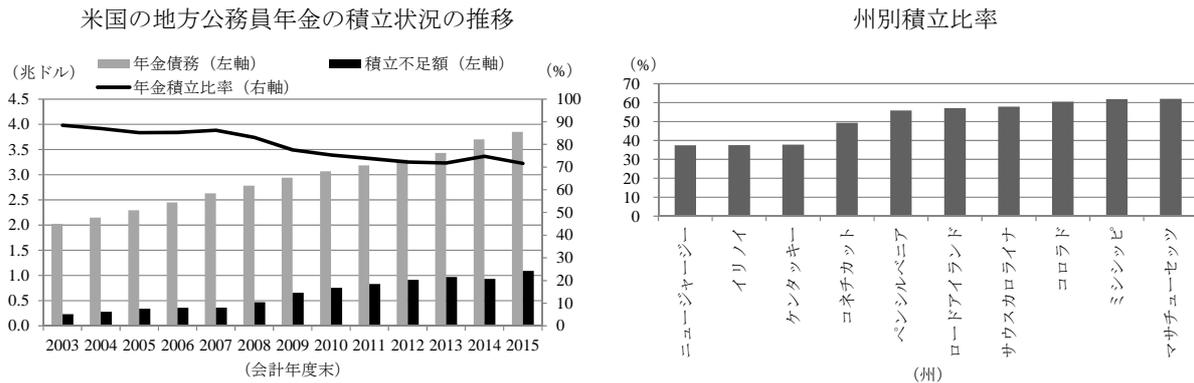
²⁶ William B. English, “Understanding the Cost of Sovereign Default: American State Debts in the 1840’s”, *American Economic Review* Vol.86, No.1, March 1996, pp.259-275; Marc Joffe, “The Safety of State Bonds: A Historical Perspective”, *PublicSectorCredit.Org*, May 14 2012.

²⁷ プエルトリコ金融公社のデフォルトについては、江夏あかね「プエルトリコ金融公社のデフォルトと米国地方債市場の行方」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号、を参照されたい。

²⁸ State of Illinois, *State of Illinois Presentation to the Society of Municipal Analysts*, April 2016, p.24.

っている²⁹。非営利組織のピュー・チャリタブル・トラストの調査によると、地方公務員年金債務残高は約 3.9 兆ドル（2015 会計年度末）と、地方債市場（2017 年 3 月末、約 3.6 兆ドル）を上回る規模となっているのみならず、積立不足額も約 1.1 兆ドルにまで膨らんでおり、米国地方債セクター全体の信用力を見る上で、無視できない要素となっていることは明らかである（図表 6 参照）。

図表 6 米国の地方公務員年金の積立状況



(注) 州別積立比率は、イリノイ州が 2016 会計年度末、他の州が 2015 会計年度末の数値。

(出所) The Pew Charitable Trusts, *The State Pension Funding Gap: 2015*, April 2017; Commission on Government Forecasting & Accountability, *Illinois State Retirement Systems Financial Condition as of June 30, 2016*, March 2017, pp.26-29 より野村資本市場研究所作成
<http://www.pewtrusts.org/en/research-and-analysis/issue-briefs/2017/04/the-state-pension-funding-gap-2015>;
<http://cgfa.ilga.gov/Upload/FinConditionILStateRetirementSysMar2017.pdf>

米国の地方公共団体で近年財政破綻したミシガン州デトロイト市やプエルトリコについても、年金関連負担の重さが財政悪化の一因となっている上、全米の地方公共団体で年金関連負担は今後も増大する可能性が高いとの格付会社の見通しも示されていることに鑑みると、米国地方債の銘柄選別において、年金積立状況を意識する投資家が従来以上に増加することは十分あり得ると想定される³⁰。

イリノイ州をめぐる動きは、米国地方債市場で第 4 位の発行額を抱える代表的な発行体において、政治・財政面での問題点のみならず、米国の地方公共団体全体が抱える地方公務員年金の積立不足問題を改めて露呈することとなった。米国地方債市場では、イリノイ州をめぐる格付関連の動き、未払金を解消すべく起債予定の一般財源保証債の発行及び市場での消化状況、さらにはイリノイ州を含めた全米の地方公共団体による年金積立問題への対処等が焦点となる状況が続くと予想される。

²⁹ 2016 年 3 月現在、米国の地方公務員のうち、約 57%が DB のみ、約 27%が DB 及び DC、約 6%が DC のみに加盟している。(Bureau of Labor Statistics, *National Compensation Survey: Retirement Plan Provisions in State and Local Government in the United States*, 2016, April 2017)

³⁰ S&P, *U.S. State Pensions: Weak Market Returns Will Contribute To Rise in Expense*, September 12 2016; Fitch, *Revised Pension Risk Measurements*, May 31 2017; Moody's, *State and Local Government- US: Pension Burdens to Rise through 2020, Even in Positive Investment Scenario*, June 20 2017.