

米国における税制改革と地方債市場の行方

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 米国地方債市場では、2017年12月22日に成立した税制改革法を通じて、レーガン政権下の1986年以降、約30年ぶりとなる抜本的な税制改革が実現した。今般の税制改革は、連邦税等の免税措置という他の資産クラスにはない特徴を有する米国地方債に少なからず影響を及ぼす可能性がある内容も複数盛り込まれており、金融市場でも注目が集まっている。
2. 今般の税制改革による地方債関連の論点としては、(1) 法人税率の引き下げ、(2) 個人所得税の税率区分の見直し、(3) 州・地方税(SALT)控除制度の縮減、(4) 代替ミニマム税(AMT)制度の見直し、(5) 事前借換債の免税措置の廃止、が挙げられる。
3. 米国地方債市場では、2017年12月に税制改正の潜在的な影響に着目した前倒し発行の増加やファンドからの資金流出等が観察された。しかし、変更項目数については1986年以来の大改正とも考えられるものの、免税措置が大幅に縮減されるような内容ではなかったことや、前倒し発行に伴う反動減やファンドからの資金流入も続いていることから、2018年1月末時点で税制改革に伴う金利等への影響は特段見られていない。
4. ただし、中長期的には、(1) SALT控除制度の縮減を通じた地域毎での米国地方債への需要の変化、(2) 地方債の金利水準の相対的位置付けの変化を通じた銀行、保険会社等による米国地方債への選好の変化、等が顕在化し、地方債の投資家構成に何かしらの影響が及ぶ可能性もあり得ると言える。そのため、約3.6兆ドルの規模を有する米国地方債市場への影響を注視する必要がある。

I. 約30年ぶりとなる抜本的な税制改正と米国地方債市場への影響

米国地方債市場では2017年12月22日に成立した税制改革法を通じて、レーガン政権下の1986年以降、約30年ぶりとなる抜本的な税制改革が実現した。今般の税制改革は、連邦税等の免税措置という他の資産クラスにはない特徴を有する米国地方債に少なからず影響を及ぼす可能性がある内容も複数盛り込まれており、金融市場でも注目が集まっている。

本稿は、今般の税制改革による地方債関連の論点を概観し、今後の地方債市場の行方を論考する。

1. 法人税率の引き下げ

今般の税制改革の焦点となった法人税改革を通じて、法人税率が従来の35%より、2018年から21%に引き下げられることとなった。連邦法人税法の下では、米国地方債の利子については原則非課税として取り扱われる。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、限界税率が高いケースのほうが、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される¹。

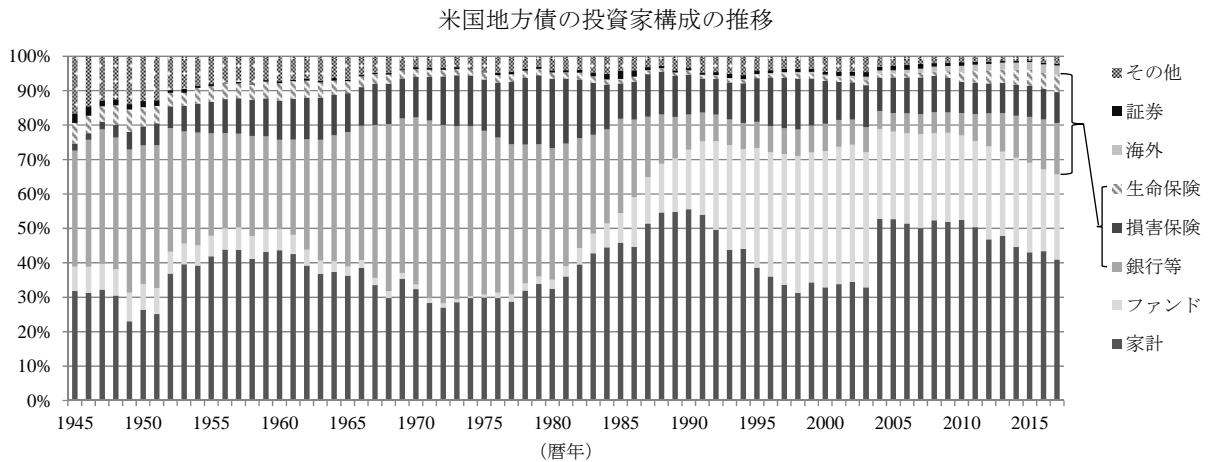
米国地方債の投資家層においては、約3割が銀行、保険会社等の機関投資家に占められている（図表1上及び左下参照）。法人税率の引き下げは、これらの機関投資家にとって免税債保有のインセンティブを減退させる可能性があるとも考えられる。特に、1980年代の税制改正により商業銀行による地方債保有のメリットが縮小・廃止されたこと等を背景に、銀行等による投資意欲が減退した経緯があることから、地方債市場では今般の法人税率引き下げに伴う投資家構成の変化の可能性を懸念する声もあったようだ²。

とはいえ、米国地方債市場においては、税制改革法の成立後についても、機関投資家による売却の目立った動きは2018年1月末時点では特段観察されていないようだ。これは、米国地方債の金利水準の相対的な魅力が一因とみられる。例えば、2017年1月末時点の米国地方債（20年、一般財源保証債）の金利水準（3.32%）について、課税ベースでの金利水準は、税率変更前（35%時）で5.10%（ $3.32\% \div (1-35\%)$ ）、税率変更後（21%）で4.20%（ $3.32\% \div (1-21\%)$ ）と算出される（図表1右下参照）。課税ベースでの金利水準は、税率変更前後ともに、同年限の国債（2.85%）や米国社債（3.71%）の金利水準を十分に上回っていること等を踏まえると、機関投資家が米国地方債セクターの債券市場における相対的な投資妙味を認識し、積極的な売却に結びついていない可能性があると考えられる。

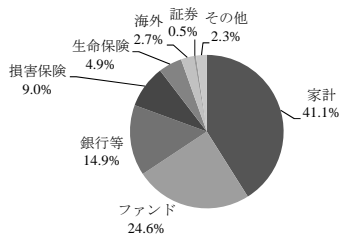
¹ 免税債と課税債で同水準の利回りを享受しようとした場合、限界税率が高いケースのほうが高い利回りの課税債を保有する必要がある。すなわち、限界税率が高い場合、免税措置による地方債購入のメリットがより発揮されることを意味する。

² かつて、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り入れを行った場合、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が、商業銀行はこの規定が免除されていた。商業銀行にとっての借り入れは預金であるが、免税債購入のために預金受け入れを行っ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。しかし、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）、1984年財政赤字削減法（Deficit Reduction Act of 1984）及び1986年税制改革法（Tax Reform Act of 1986）を通じて、このような税制面のメリットは縮小・廃止された。（井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「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—」『資本市場クォーターリー』第10巻第3号〔2007年冬号〕、32-34頁）

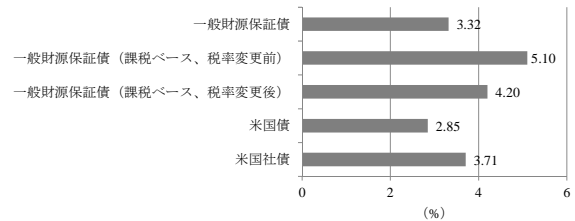
図表 1 米国地方債の投資家構成の推移及び米国地方債等の金利水準



米国地方債の投資家構成 (2017年9月末時点)



米国地方債等の金利水準 (2018年1月末時点)



- (注) 1. 米国地方債の投資家構成の推移における2017年は、9月末時点の数値。
 2. ブルームバーグのインデックスに基づく。一般財源保証債(20年債)は「BMSC2A20」、米国債(20年債)は「C08220Y」、米国社債は「IGUUDC20」。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings* 各年、ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.federalreserve.gov/releases/z1/>)

2. 個人所得税の税率区分の見直し

米国地方債の最大の投資家層は家計であるが、利子について連邦所得税を課されないことが大きな要因となっている。今般の税制改正では、個人所得税の税率区分の見直しにも注目が集まった。個人所得税の税率区分は7つに維持されたが、従来(10%、15%、25%、28%、33%、35%、39.6%)から新区分(10%、12%、22%、24%、32%、35%、37%)に変更となった。

前述のとおり、免税措置による地方債購入のメリットは、限界税率が高いほうが、発揮される。そのため、最高税率が39.6%から37%に引き下げられたことは、家計、特に高額所得者層による地方債投資のインセンティブが低下するとも考えられる。ただし、そもそも家計の場合、満期保有目的が多い傾向にある上、税率変更が比較的小幅にとどまったこともあり、税制改革を通じた家計による取引は特段増えていないようである。

3. 州・地方税(SALT)控除制度の縮減

州・地方税(SALT)控除制度とは、納税者が連邦税の申告に際し、州・地方税(財産税、所得税及び売上税)として支払った額を控除できる仕組みで、連邦所得税制度ができた

1913年に導入されたものである。従来は控除額の上限はなかったが、2018年1月より州税の控除の上限が1万ドルとされた。SALT控除制度については所得10万ドル以上の高額所得者の約9割が活用している³。

全米で税率が相対的に高いとされる州（カリフォルニア州、ニューヨーク州等）ではより同制度を活用している傾向が強いため、今回の控除制度の縮減の影響をより多く受ける可能性がある。米国地方債は、原則として連邦所得税が免除となるのみならず、投資家が居住する州内で発行された地方債については州・地方政府の所得税も免除される場合もある。そのため、これらの州の住民等がSALT控除制度の縮減を受けて、免税のメリットを求めて州内で発行された地方債をより積極的に購入する可能性があると考えられる⁴。

4. 代替ミニマム税（AMT）制度の見直し

代替ミニマム税（AMT）は、過度な税負担軽減措置の利用による節税を防ぐための仕組みで、1979年に導入されたものである。この仕組みの下では、通常の課税所得及び税額の計算とは別に、代替課税所得及び代替税額の計算も行い、いずれか多い税額が最終的な申告納税額になるが、代替ミニマム税は、代替税額のうち、通常税額を超過した金額を指す。今般の税制改革を通じて、法人代替ミニマム税は撤廃された。一方、個人所得税の代替ミニマム税については控除範囲が拡大（5.3万ドルの従来の控除枠を独身者〔7.03万ドル〕、夫婦合算〔10.94万ドル〕に引き上げ等）されることとなった。

米国地方債には、利子所得が代替ミニマム税の課税対象となる代替ミニマム課税債があり、その残高（2017年6月末時点、約1,422億ドル）は、米国地方債残高全体（同、約3.6兆ドル）の約3.9%と小さい⁵。理論的には、法人代替ミニマム税の撤廃を通じた代替ミニマム課税債の金利水準が免税債に収斂する可能性に加え、個人所得税の代替ミニマム税の控除範囲拡大を通じて、代替ミニマム税の課税対象者が減少するとみられることから、投資家層が拡大する可能性などが考えられる。すなわち、今般の代替ミニマム税の見直しは、代替ミニマム税のパフォーマンス向上に寄与する方向と解釈されるが、2018年1月末時点で代替ミニマム課税債の金利等への大きな影響は観察されていないようだ。

5. 事前借換債の免税措置の廃止

事前借換債とは、地方公共団体が金利低下局面において、既発債の償還日より前に償還資金を調達するために発行する地方債である。事前借換債は近年、米国地方債の発行額全体の約20～30%程度を占めてきた⁶。

³ Tax Foundation, *The State and Local Tax Deduction: A Primer*, March 2017.

⁴ なお、ニューヨーク、ニュージャージー、コネティカットの東部3州は2018年1月26日、SALT控除制度の縮減は自州の住民の連邦税負担を増やすことから、法律の撤回を求めて連邦政府を提訴する方針を発表した。（『連邦政府の税制改革は違憲』NYなど3州が提訴へ—住民の税負担急増、州税見直しの動きも』『日本経済新聞』2018年1月27日）

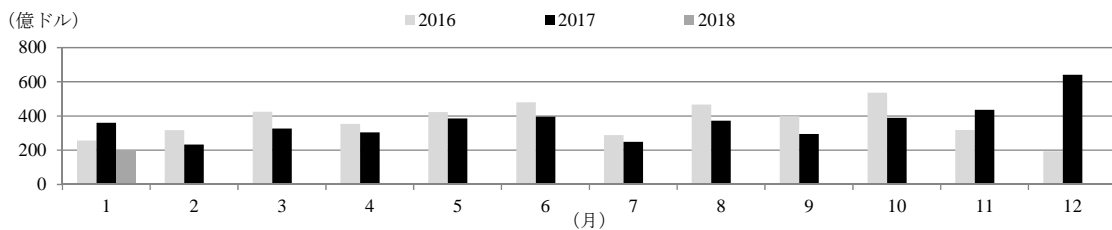
⁵ Securities Industry and Financial Markets Association, *US Municipal Credit Report, Third Quarter 2017*, November 8 2017, p.11.

⁶ “U.S. Muni Market Faces Challenges, Not ‘Crisis’ With Tax Changes,” *Reuters*, December 21 2017.

事前借換債においては、調達資金が既発債の償還日までエスクロー勘定にて分別管理され、米国債等の高格付債で運用される。事前借換債は通常、償還資金の事前調達であるため長くても4年程度の償還年限で、金利水準は調達資金が運用される米国債に近い傾向となっていた⁷。とはいえ、事前借換債は、米国債とは異なり、基本的には免税債で発行されてきたため、高額所得層の個人を中心に一定の投資需要が観察されてきた。

今般の税制改革では、事前借換債（償還日の90日前以内の借換えを除く）の免税措置が廃止されることになった⁸。多くの発行体は、2017年末にかけて当該措置の廃止の可能性に鑑みて事前借換債を前倒しで発行したこともあり、2017年12月の発行額は前年同月に比して大幅に増加した⁹（図表2参照）。そのため、米国地方債市場では、2018年に入って反動減で発行額が抑制傾向になっており、地方債市場の需給環境にとってはポジティブな影響を及ぼす可能性もあると考えられる¹⁰。

図表2 米国地方債の発行額推移



(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, *U.S. Municipal Bond Issuance*、より野村資本市場研究所作成 (<https://www.sifma.org/resources/research/us-municipal-issuance/>)

Ⅲ. 今後の見通し

今般の税制改革は抜本的な変更を伴う可能性が示唆されていたことから、米国地方債市場への潜在的な影響が注目されていた。米国地方債市場では2017年12月に税制改正の潜在的な影響に着目した前倒し発行の増加やファンドからの資金流出等が観察された（図表2及び図表3参照）。しかし、変更項目数については1986年以来の大改正とも考えられるものの、免税措置が大幅に縮減されるような内容ではなかったことや、前倒し発行に伴う反動減やファンドからの資金流入も続いていることから、2018年1月末時点で税制改革に伴う金利等への影響は特段見られていない。

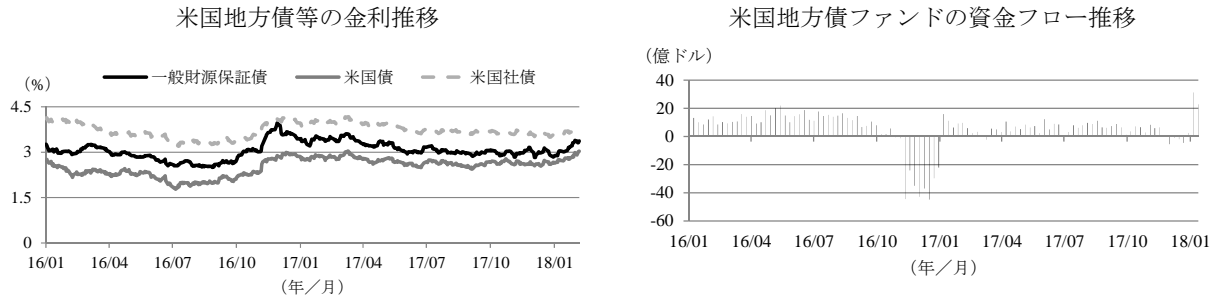
⁷ Charles Schwab, *Getting to Know Pre-Refunded Bonds*, September 10 2015.

⁸ “Republican U.S. Tax Bill Retains Some Municipal Exemptions,” *Reuters*, December 16 2017.

⁹ 事前借換債に関する変更に加え、実現しなかったものの、免税私的活動債の廃止案も検討されたため、2017年12月の米国地方債の発行額が増加した可能性がある。（“PAB Threat Spurred Hospital Bond Sales,” *Bloomberg Brief*, January 3 2018）

¹⁰ “Dry January Seen After Tax-Fueled Rush to Market,” *Bloomberg Briefs*, January 9 2018.

図表3 米国地方債等の金利推移及び米国地方債ファンドの資金フロー推移



(注) ブルームバーグのインデックスに基づく。一般財源保証債（20年債）は「BMSC2A20」、
米国債（20年債）は「C08220Y」、米国社債は「IGUUDC20」。

(出所) ブルームバーグ、Investment Company Institute, *Long-Term Mutual Fund Net New Cash Flow* より、
野村資本市場研究所作成 (<https://www.ici.org/research/stats>)

ただし、中長期的には、(1) SALT 控除制度の縮減を通じた地域毎での米国地方債への需要の変化、(2) 地方債の金利水準の相対的位置付けの変化を通じた銀行、保険会社等による地方債への選好の変化、等が顕在化し、地方債の投資家構成に何かしらの影響が及ぶ可能性もあり得ると言える。そのため、約 3.6 兆ドルの規模を有する米国地方債市場への影響を注視する必要がある。