

## 個人投資家が支える米国地方債市場

江夏 あかね

### ■ 要 約 ■

1. 日米の地方債の保有者構成は 2024 年 12 月末時点で、日本（証券分）では金融機関が全体の約 8 割を占める一方、米国では家計が全体の半分弱、ファンドが 3 割弱を占めるといった対照的な状況となっている。これは、日米の金融市場の構造や税制の違いが主因と考えられるが、発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組みや地方債市場のインフラの存在等も、米国における個人投資家層の存在感を下支えしているとみられる。
2. 個人投資家は、（1）証券会社から直接購入、（2）ファンド（ミューチュアル・ファンド、上場投資信託〔ETF〕）を通じて投資、といった方法により、米国地方債を保有することができる。証券会社は、米国地方債を購入する個人投資家に対して、主に、（1）ブローカレッジ口座、（2）アドバイザー口座、（3）SMA（Separately Managed Account）等の管理口座、といった 3 つのサービスを提供している。
3. 米国の地方公共団体は、投資家層の多様化等を目的として、個人投資家に対して地方債の優先販売を行うことがある。米国地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会（MSRB）では、証券会社が個人投資家向けの注文期間を公正かつ秩序ある方法で、発行体が意図する形の個人投資家による参加を実現すべく、各種規則を設けている。
4. 米国地方債市場の主なインフラとしては、情報開示制度・仕組み及び地方債格付け等がある。これらは個人投資家向けに特化したものではないが、個人投資家が中心といった投資家構成も背景に整備・運営されており、市場のインフラとして米国地方債市場に根付いている。
5. 今後も同市場における地方債の円滑消化に向けて、個人を含めた投資家を支援する仕組みの構築や様々な取り組みが進められると想定される。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

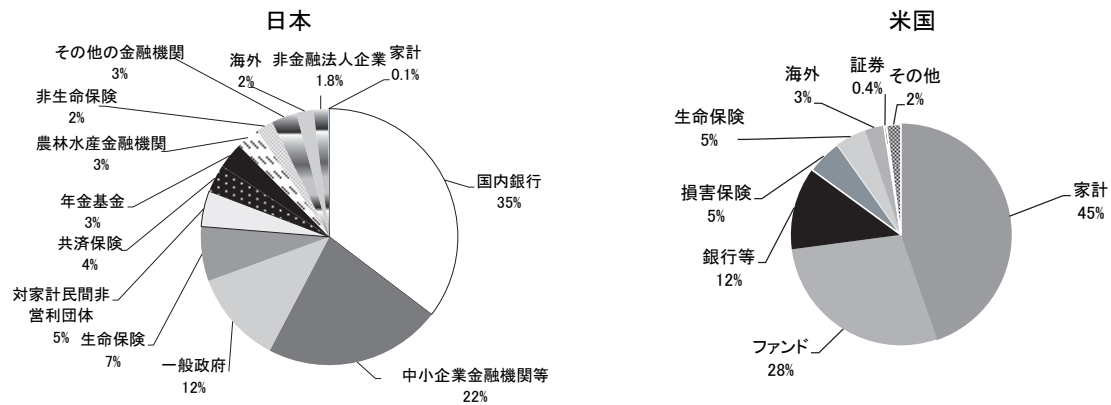
- ・井瀧正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆－発展の鍵を握る家計と投資信託－」『資本市場クォーターリー』2007年冬号。
- ・江夏あかね「存在感が増す米国地方債 ETF と今後の課題」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号。

## I 日米で対照的な地方債の保有者構成

日米の地方債の保有者構成は2024年12月末時点で、日本（証券分）<sup>1</sup>では金融機関が全体の約8割を占める一方、米国では家計が全体の半分弱、ファンドが3割弱を占めるといった対照的な状況となっている（図表1参照）。これは、日米の金融市場の構造<sup>2</sup>や税制の違いが主因と考えられるが、発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組みや、地方債市場のインフラ（情報開示、地方債格付け）の存在等も、米国における個人投資家層の存在感を下支えしているとみられる。

本稿では、米国地方債市場における投資家層の変遷、個人投資家の状況とともに、個人投資家を支える主な仕組みを紹介する。

図表1 日本と米国の地方債保有者構成の比較（2024年12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」2025年3月21日、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts (Fourth Quarter 2024),” March 13, 2025、より野村資本市場研究所作成

## II 米国地方債市場における投資家層の変遷

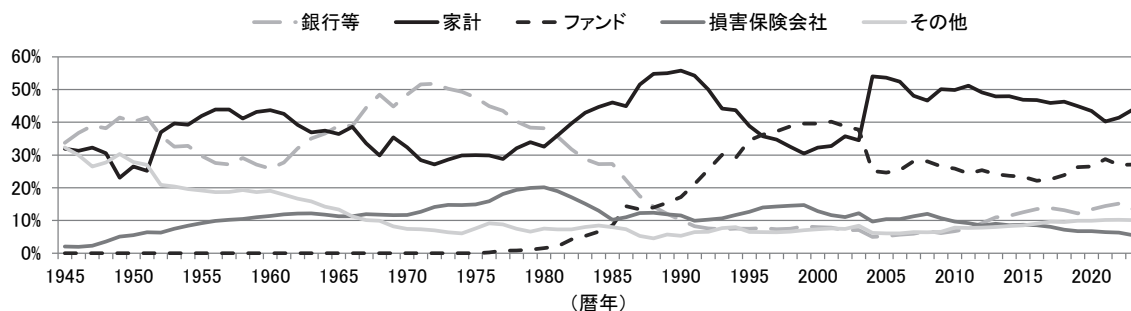
米連邦準備制度理事会（FRB）の資金循環統計によると、第二次世界大戦後の1945年から一貫して家計が占める割合が相応の水準で推移している（図表2参照）。これは、米国の地方債が原則として免税債とされることが主因である<sup>3</sup>。

<sup>1</sup> 日本銀行の資金循環統計において、地方債は、登録債、振替債、現物債残高の合計からその総額を推計している（日本銀行「資金循環統計の作成方法」2024年10月）。

<sup>2</sup> 米国は直接金融が中心の一方、日本は間接金融が中心である。日本の場合、家計の預金等を通じて、金融機関が地方債等の金融商品を運用する傾向が観察される。

<sup>3</sup> 日本の場合、税制上の公共法人等、指定金融機関等及び非居住者等を除き、地方債の利子所得が課税対象となる。

図表 2 米国地方債の保有者構成の推移



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts”、より野村資本市場研究所作成

米国で地方債の利子については、原則として、連邦所得税を課税されない。その上、地方債を含む債券の利子所得が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<sup>4</sup> (図表 3 参照)。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。また、米国では、地方債初のファンドとなる単位型投資信託 (UIT) が免税債ファンドとして 1961 年に誕生し、1976 年税制改革法を通じてミューチュアル・ファンドの運用で発生した利子を投資家に免税にて分配することが可能となったため、ミューチュアル・ファンドの規模も拡大していった。さらに、1980 年代からの確定拠出型年金の浸透も背景に、家計の資金が地方債ファンドを通じて地方債市場に流入し、ファンドも相応の存在感を築いている。

一方、銀行はかつて、主要な地方債の投資家であったが、1970 年代後半の金利の急騰や 1980 年代の税制改正により、以前は認められていた支払利息 (預金に対する利払い) の損金算入が徐々に縮小し、廃止されたことを通じて<sup>5</sup>、投資意欲が減退し、現在の 1 割弱程度のシェアに落ち着いていった。すなわち、1980 年代の連邦税制改革も通じて、地方債市場の投資家構造が金融機関等の機関投資家中心から個人投資家やファンド中心に変化していった。

<sup>4</sup> 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。

<sup>5</sup> 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が、商業銀行はかつて、この規定が免除されていた。商業銀行にとっての借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 年課税の公正と財産責任のための法、1984 年財政赤字削減法及び 1986 年税制改革法を通じて、このような税制面のメリットは縮小・廃止された (井潟正彦・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』2007 年冬号)。

図表 3 課税等価利回り表 (2024 年)

所得税率	免税対象投資利回り				
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
	課税対象投資利回り				
10%	1.11%	2.22%	3.33%	4.44%	5.56%
12%	1.14%	2.27%	3.41%	4.55%	5.68%
22%	1.28%	2.56%	3.85%	5.13%	6.41%
24%	1.32%	2.63%	3.95%	5.26%	6.58%
32%	1.47%	2.94%	4.41%	5.88%	7.35%
35%	1.54%	3.08%	4.62%	6.15%	7.69%
37%	1.59%	3.17%	4.76%	6.35%	7.94%

(注) 本表の見方：例えば、所得税率が37%の個人投資家の場合、免税対象投資利回りが5.00%の金融商品への投資は、課税対象投資利回り7.94%の金融商品への投資と同じ利回りを得ることを意味する。

(出所) Nuveen, “2024 Taxable Equivalent Yield Table for National”、より野村資本市場研究所作成

### Ⅲ 米国地方債市場における個人投資家の状況

個人投資家は、(1) 証券会社から直接購入、(2) ファンド（ミューチュアル・ファンド、上場投資信託 [ETF] <sup>6)</sup>）を通じて投資、といった方法により、米国地方債を保有することができる。

米国の地方債は、日本の地方債と同様に、取引所を介さない相対取引（OTC）の形式を採っており、満期保有目的での投資が大部分を占めているため、地方債の発行時に引受業者である証券会社から購入する方法が中心となっている。証券会社は、米国地方債を購入する個人投資家に対して、主に (1) 投資家自身の判断で運用する「ブローカレッジ口座」、(2) 専門家の助言を受けられる「アドバイザー口座」、(3) SMA (Separately Managed Account<sup>7)</sup>) 等の「管理口座」、といった3つのサービスを提供している<sup>8)</sup>。

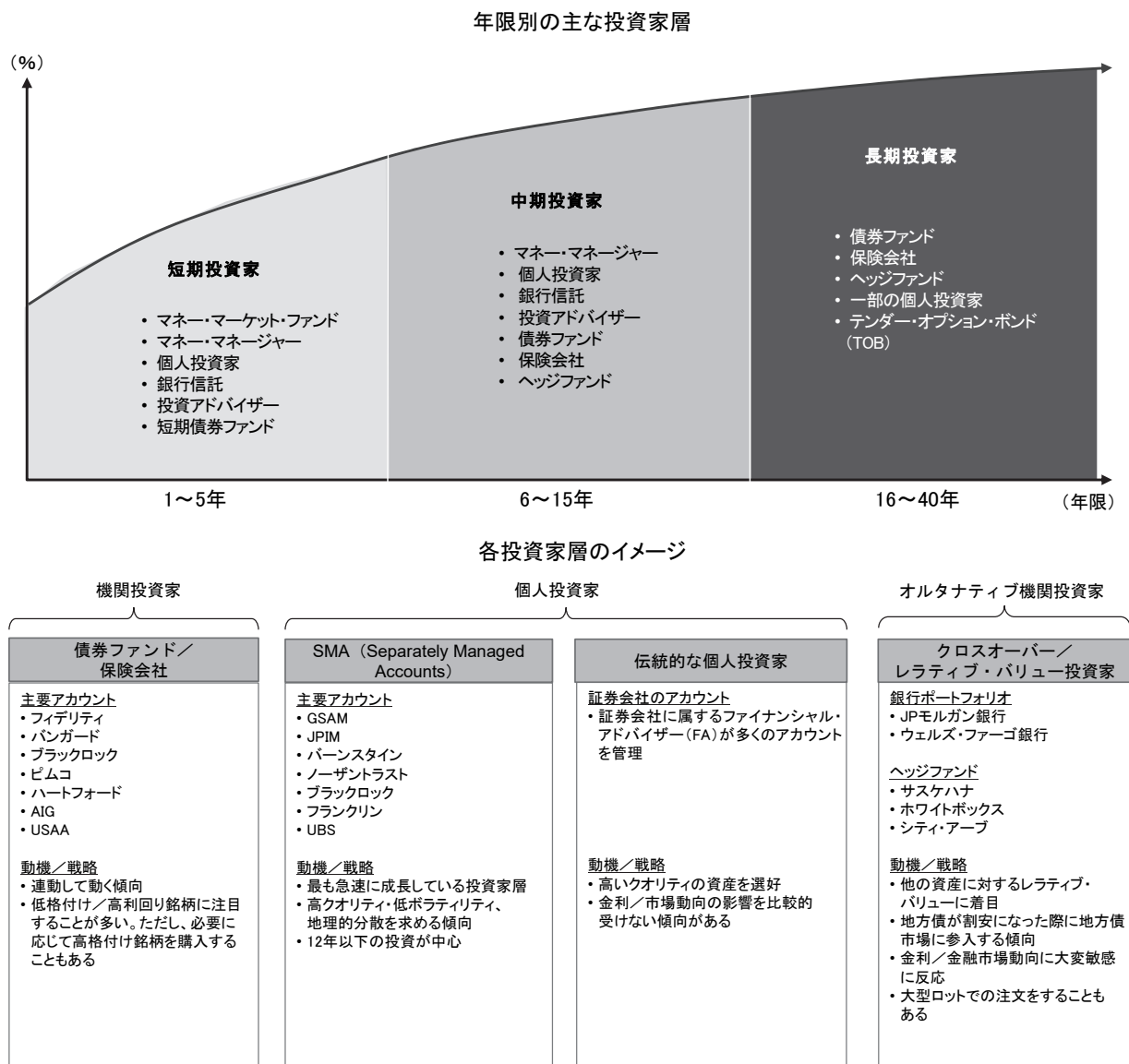
個人投資家による米国地方債の投資状況の観点からは、(1) 主に1~5年といった比較的短い償還年限の地方債への投資が中心、(2) 信用力が比較的高い地方債を選好、といった傾向があるようだ（図表4参照）。

<sup>6)</sup> 地方債 ETF に関する詳細は、江夏あかね「存在感が増す米国地方債 ETF と今後の課題」『野村資本市場クォーターリー』2017年夏号、を参照されたい。

<sup>7)</sup> SMA は、ラップアカウントの一種で、証券会社等の金融機関が、投資家から投資判断に関する一任を受けた上で、投資家の口座において、ポートフォリオの設計から運用に関するアドバイス、実際の売買・管理、アフターフォローまでを一括して提供するサービス。手数料・報酬は、運用資産残高に応じて一定の金額が支払われる（野村証券「SMA | 証券用語解説集」）。

<sup>8)</sup> Municipal Securities Rulemaking Board, “Ways to Buy Municipal Bonds,” March 2023.

図表 4 米国地方債の年限別の主な投資家層及び各投資家層のイメージ



(注) 年限別の主な投資家層の利回り曲線は、仮想イメージ。

(出所) Morgan Stanley, “Evolution of the Municipal Tax-Exempt Market,” March 22, 2016、より野村資本市場研究所作成

## Ⅳ 米国地方債市場で個人投資家を支える主な仕組み

米国の地方債市場では、個人投資家による地方債投資を支援すべく複数の仕組みが存在する。本稿では、(1) 発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組み、(2) 米国地方債市場のインフラ (情報開示、地方債格付け)、を概観する。

## 1. 発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組み

米国の地方公共団体は、個人投資家に対して地方債の優先販売を行うことがある<sup>9</sup>。機関投資家への販売に先駆けて個人投資家への販売を行う主な目的としては、(1) 投資家層の多様化、(2) 管轄区域の居住者がその地方債に投資できるようにする、(3) 機関投資家向けの価格設定のイメージを醸成、(4) 個人投資家のための公正な価格設定の支援、(5) 有利な価格設定の実現、が挙げられる<sup>10</sup>。

米国地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会（MSRB<sup>11</sup>）では、証券会社が個人投資家向けの注文期間を公正かつ秩序ある方法で、発行体が意図する形の個人投資家への参加を実現すべく、各種規則を設けている（図表 5 参照）。例えば、規則 G-11 では、発行体が注文の優先順位に関する要件を設定する権利を明確にした上で、引受業者を取りまとめるシニアマネージャー（主幹事）が、個人投資家向け注文期間の要件を含めた諸要件に関する情報を発行体から取得することを求めている。

なお、MSRB を監督している米国証券取引委員会（SEC）では近年、発行体が求めた個人投資家向けの優先販売の契約に違反した引受証券会社に対して制裁金を科す等の対応を行っている<sup>12</sup>。

図表 5 MSRBによる地方債の個人投資家への優先販売に関連する主な規則

規則	概要
G-8	引受業者を取りまとめるシニアマネージャー（主幹事）に対して、個人投資家向け注文期間中に受け付けた各注文に関する固有の情報を含めた全ての価格情報と募集販売に関する記録についての特定の帳簿と記録を保持することを求めている
G-11	発行体が注文の優先順位に関する要件を設定する権利を明確にした上で、引受業者を取りまとめる主幹事が、個人投資家向け注文期間の要件を含めた諸要件に関する情報を発行体から取得することを求めている。加えて、主幹事とシンジケート団（販売を行う証券会社で構成）によるコミュニケーションを要求するとともに、発行体が状況に応じて主幹事に許可しない限り、証券会社は優先順位の要件に沿った方法以外で地方債を販売してはならないとしている
G-17	引受業者を含む証券会社は、全ての人に対して公正に取引を行う義務があると定めている。当該義務では、引受業者に対して、個人投資家向け注文期間中に発行体の指示に従うことを求めている。加えて、引受業者に対して、個人投資家向け注文期間中に提出された注文が、発行体による要件を実際に満たしていることを確認するための合理的な措置を講じることを求めている
G-32	発行体が注文期間中に個人投資家を優先することを選択した場合、基本情報の報告を求めている

（出所）Municipal Securities Rulemaking Board, “Issuer Considerations for Reaching the Retail Investor,” January 2016; Municipal Securities Rulemaking Board, “Issuer Considerations for Distributing Bonds: Establishing Priority of Orders,” January 2016、より野村資本市場研究所作成

<sup>9</sup> 例えば、マサチューセッツ州の場合、個人投資家のみが購入できる優先期間として条件決定日前の 1~2 日を設置している（Commonwealth of Massachusetts State Treasurer’s Office, “Massachusetts Investor Program: Frequently Asked Questions”）。

<sup>10</sup> Municipal Securities Rulemaking Board, “Issuer Considerations for Reaching the Retail Investor,” January 2016.

<sup>11</sup> MSRB は、1975 年に設立された地方債市場の自主規制機関である。同組織は、地方債の引受や売買を行う証券会社及び銀行を規制する規則を制定し、基準を設定することを目的としている。MSRB に関する詳細は、三宅裕樹「米国地方債市場の情報インフラ整備に向けた動き—MSRBによる市場情報の一括提供を支える制度改革の実施—」『資本市場クォーターリー』2009年冬号、を参照されたい。

<sup>12</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, “UBS to Pay \$10 Million for Violating Rules Which Give Priority to Retail Investors in Municipal Offerings,” July 20, 2020; U.S. Securities and Exchange Commission, “RBC Charged with Failing to Give Priority to Retail and Institutional Investors in Municipal Offerings,” September 17, 2021.

## 2. 米国地方債市場のインフラ

米国地方債市場の主なインフラとしては、情報開示制度・仕組み及び地方債格付け等がある。これらは個人投資家向けに特化したものではないが、個人投資家を中心といった投資家構成も背景に整備・運営されており、市場のインフラとして米国地方債市場に根付いている。

### 1) 情報開示

SECは、米国地方債市場が社債や国債といった他の債券市場と異なる特徴があると指摘している<sup>13</sup>。主な特徴として、(1) 発行体の多様性(約5万の発行体数に加え、種類も州、市町村、学校区、公営企業/公社等と多岐に亘る)、(2) 銘柄数の多さ(約100万銘柄)、(3) 複数の債券の種類(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る一般財源保証債、事業から生じる利用料等の収入等を償還財源として発行されるレベニュー債<sup>14</sup>等)、を挙げている。その上で、地方債については発行体/証券レベル双方の情報開示が重要と説明している。

米国の地方債は従来、日本<sup>15</sup>と同様に、企業等が株式や債券の募集・売出を行う際に課される情報開示規制は適用対象外だった。しかし、1975年のニューヨーク市の財政破綻事例等も踏まえて、1934年証券取引所法規則15c2-12による地方債取引業者を通じた間接的開示制度が1989年に制定され、1994年には継続開示義務も付加された。

加えて、MSRBは2009年7月より電子地方債市場情報アクセスシステム(EMMA)を運用している。EMMAでは、(1) 特定銘柄の調査機能(証券の検索、価格の把握、情報追跡)、(2) 発行体関連情報(銘柄一覧、目論見書等)の閲覧機能、(3) 地方債市場関連の各種統計情報、等を提供している<sup>16</sup>。MSRBは、地方債市場における事実上全ての地方債に関するデータ・情報源であり、投資家、地方公共団体、金融関連の専門家、一般の人々がより多くの情報に基づいた意思決定を可能とすべく、EMMAを無料にて提供している。

### 2) 地方債格付け

米国では、地方債の発行主体が格付けを取得しなければならない法的根拠はないが、20世紀初頭より地方債格付けが浸透していった。Peppe et al. (2022)によると、(1) 1998~2017年に発行された地方債のうち約3分の2の銘柄、発行残高の9割近くの銘柄

<sup>13</sup> U.S. Securities and Exchange Commission, "The Importance of Disclosure for our Municipal Markets," May 4, 2020.

<sup>14</sup> レベニュー債に関する詳細は、江夏あかね「米国レベニュー債の発展と活用への課題」『野村資本市場クォーターリー』2014年春号、を参照されたい。

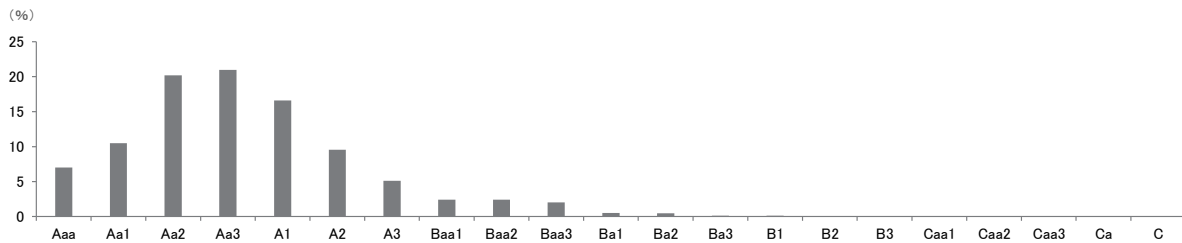
<sup>15</sup> 金融商品取引法第2条第1項第2号、同法第3条第1項に基づく。

<sup>16</sup> Municipal Securities Rulemaking Board, "Discover the EMMA® Website," January 2016.

柄が格付けを取得、(2) 格付取得銘柄の発行条件は、非取得銘柄に比して低い金利水準、といった傾向がある<sup>17</sup>。

米国地方債には、前述のとおり、発行体の多様性や複数の債券の種類といった特徴がある。加えて、連邦破産法第9章や地方債の債務不履行（デフォルト）事例も存在する。さらに、連邦制国家の下、州毎の地方財政・地方債制度が異なるため、単一国家である日本に比して地方債の銘柄間の信用力の差は大きい<sup>18</sup>（図表6参照）。加えて、前述のとおり、個人投資家は信用力が比較的高い銘柄を選好する傾向がある。その意味で、個人投資家にとっては地方債格付けが投資判断の一助になっている可能性がある。

図表6 米国地方債セクターの格付分布（2023年末時点）



（出所）Moody's, "US Municipal Bond Default and Recovery Rates, 1973-2023," October 24, 2024、より野村資本市場研究所作成

## V 結びに代えて

本稿では、米国地方債市場で個人投資家が主要投資家層となった経緯とともに、個人投資家の状況やこれらを支える主な仕組みを概観した。米国は、国家の形態、税財政制度、金融市場構造等が日本と異なるが、地方債市場は約4兆ドルと、中国に次いで世界第2位の規模を有している。今後も同市場における地方債の円滑消化に向けて、個人を含めた投資家を支援する仕組みの構築や様々な取り組みが進められると想定されるため、日本の地方債市場関係者にとっても米国地方債市場の動向は注目に値すると考えられる。

<sup>17</sup> Peppe M. D. et al., "Do Municipalities Pay More to Issue Unrated Bonds?" *FDIC CFR WP 2022-12*, September 2022.

<sup>18</sup> 日本の場合 2025年3月末現在、地方債格付けは全国型市場公募地方債発行団体の約4割が取得しており、格付分布はAA格～A格となっている。米国の場合は、AAAからデフォルトを意味する格付符号まで幅広い分布となっている。