



第 22-4 号

米国地方債市場の成長と影

～サブプライム地公体に注意 ビルド・アメリカ債・プログラム (BAB)～

【はじめに】

ビルド・アメリカ債・プログラム(Build America Bond Program : BAB)とは、オバマ大統領が 2009 年に州や市などの地方公共団体向けに打ち出した、アメリカ再生・再投資法によって創設された資金調達支援策である。税制変更や連邦政府からの利子補給などが盛り込まれ、投資家層を拡大し、地方公共団体の起債を円滑にすることが企図された。プログラム開始から 1 年あまり経た 2010 年 5 月末時点における発行残高は 1,060 億ドルとなり、これまでのところ、起債は順調に拡大している。

しかしながら、長引く景気低迷による税収減少のため地方財政事情が悪化していることなどから、一部の地方債の信用力に懸念が生じている。

【地方債の税制と BAB の狙い】

これまでの米国の地方債は、一般的に米国債よりも低クーポンであった。その理由は、投資家の利子所得に対する連邦所得税が免除されており、低クーポンでも実質的な利回りが高かったためである。利子所得の免税により、地方公共団体は利払負担の軽減というメリットが受けられた。しかしながら、この制度で免税効果が大きいのは、所得税率の高い米国内の個人富裕層などに限定されるため、地方債の投資家層は拡大しなかった。もともと連邦所得税が免除されている海外投資家や年金基金にとっては、地方債投資の投資妙味は小さかった。

投資家層拡大のため、BABでは、地方債の利子所得に対し連邦所得税を課税する代わりに、連邦政府は地方公共団体に利子課税相当分の補助金を与え、地方債の表面クーポンを高める制度とした。つまり、地方公共団体の利払負担を変えず、既往投資家には、クーポンアップにより免税と同等の経済効果を与え、低クーポンを敬遠していた非居住者を含む新たな投資家にも魅力ある制度とした。

【地方債のリスクとデフォルトの増加】

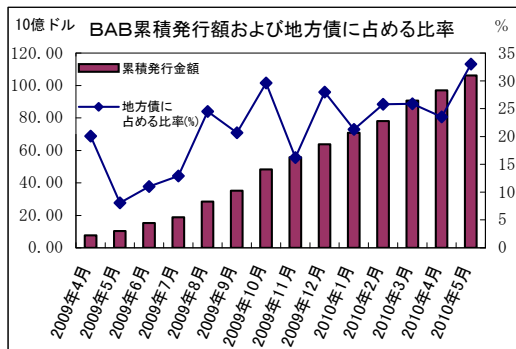
BAB を含む米国の地方債の償還財源は、発行される債券の種類によって異なる。一般財源保証債 (General Obligation Bonds) は、返済原資を限定せず、地方公共団体の総合的な信用力により元利払いが担保されている。レベニュー債 (Revenue Bonds) は、高速道路料金など特定事業の収入により元利償還が行われる。

2000 年以降の米国地方債のデフォルト金額は、約 129.5 億ドルであるが、内訳としては、

一般財源債は約 2.0 億ドル、レベニュー債は約 127.5 億ドルとなっている。これまでは、一般財源債のデフォルト事例は非常に少なく、極めて安全な投資と考えられていた。

(図表 1) BAB 累積発行額および地方債に占める比率

(図表 2) 米国地方債の種類別デフォルト金額



出所: 米国財務省資料より作成

単位: 百万ドル

年	一般財源保証債	レベニュー債	合計
2000	0.2	1,060.6	1,060.8
2001	7.3	996.4	1,003.7
2002	0.4	546.0	546.4
2003	14.2	1,058.0	1,072.2
2004	1.4	524.5	525.9
2005	3.7	901.7	905.4
2006	2.7	922.0	924.7
2007	0.0	230.6	230.6
2008	160.0	1,466.1	1,626.1
2009	17.8	3,398.7	3,416.5
2010	0.3	1,646.5	1,646.8
合計	208.0	12,751.1	12,959.1

出所: Bofa Merrill Lynch Global Research

【厳しい地方の財政事情】

しかしながら、2008年リーマンショック以降の米国の地方財政は厳しい状況である。地方政府は、増税などによる歳入確保と職員の一時解雇などによる歳出削減の動きを進めている。例えば、ミシガン州の最大都市であるデトロイト市は、自動車産業の規模縮小により、失業率は全米でも著しく高水準で推移しており、人口の減少も懸念されている。同市は、財政立て直しに向けて、人員削減などの歳出削減策を実施しているが、2009年の財政赤字は、支出額の20%を超えた。格付は投資不適格級である。そのほか、ニューヨーク市対岸のニュージャージー州ニューアーク市、かつては米国の首都ともなったペンシルベニア州フィラデルフィア市などの財政事情も厳しいと言われている。

州レベルでは、住宅バブル崩壊の影響が大きかったカリフォルニア州の財政悪化が著しい。カリフォルニア州は米国全体のGDPの約10%を占める大きな経済規模で、州のGDPを各国と比較すると世界10位以内にランクインするほどであり、財政悪化の米国経済全体への影響も大きい。次いで財政が悪化していると言われている州は、オバマ大統領が地盤とするイリノイ州である。大都市シカゴを中心に、金融、製造業、農業などバランスよく産業が発展し、住宅バブル崩壊の影響は比較的小さかったものの、同州は、州職員の年金基金の積立不足が深刻で、今後、財政に悪影響を及ぼすとみられている。格付は両州とも投資適格を保っているが、今後の推移を注視する必要がある。

【おわりに】

リーマンショックを経て、米国では、民間部門は、設備投資削減によるデレバレッジ（負債削減）が進んでいるが、公的部門は、税収減少に加え、財政出動を期待されており、レバレッジ（負債増加）が進んでいる。そうしたなか、米国内では、地方財政の悪化は度々報じられるようになってきている。本年6月に開催された金融危機調査委員会では、著名

投資家のバフェット氏が「私自身、地方債をどう評価してよいのか分からない。連邦政府が今後どう行動するかにかかっている。」と発言したことが注目された。

これまでのところ、BAB は、日本を含む米国外に投資家層を拡大させ、その発行残高は順調に増加している。しかしながら、地方財政は悪化しており、今後投資する際には、一部の州、市などの個別発行体の信用力悪化や、さらには、それを引き金とした地方債市場全体への波及などに注意が必要であろう。

以 上

執筆：信金中央金庫 ニューヨーク駐在員事務所 (2010.9.7)

(本レポートは、情報提供のみを目的とした標記時点における当事務所の意見です。投資等に関する最終決定は、ご自身の判断でなさるようお願いいたします。また当事務所が信頼できると考える情報源から得た各種データなどに基づいてこの資料は作成されていますが、その情報の正確性および完全性について当事務所が保証するものではありません。加えて、この資料に記載された当事務所の意見ならびに予測は、予告なしに変更することがありますのでご注意ください。)

信金中央金庫 ニューヨーク駐在員事務所 TEL (国番号1) -212-642-4700