

米国地方債市場及び格付けの史的展開

—日本への示唆—

江夏あかね（野村資本市場研究所）

米国地方債市場は、日本の約4.3倍の規模を誇る。地方債格付けに関しても、日本においては1990年代後半にその概念が導入された一方、米国では20世紀初頭から金融市場に広く浸透するなど長い歴史を刻んできた。本発表においては、米国地方債の仕組みを日本との国際比較を通じて明らかにする。そして、米国地方債市場及び格付けの発展経緯を分析する。その上で、日本債市場への示唆を論考する。

米国地方債市場の規模は、3兆7,434億ドル（2011年発行残高）に達しているほか、発行体数も約5万団体に上る。米国地方債においては、長期債の銘柄数ベースで全体の85.0%に当たる約73万銘柄が格付けを取得している。これは、日本における地方債格付け取得状況（全国型市場公募地方債発行団体の4割強に当たる24団体）よりも格付けが広く浸透していることを明らかにしている。

1820年代に地方債の発行が開始されてから発展の歴史を遂げている米国の地方債市場及び地方債格付けの発展の歴史は、4つの時期に大別される。米国に地方債が誕生し、恐慌等を経ながらも、起債制限の仕組み等が構築されていった時期である1820年代～19世紀末を地方債市場の土台が築かれていった種蒔きの時期と前提を置くと、第1期（20世紀初頭～1960年代まで）は、地方債格付けビジネスが20世紀前半にかけて各格付会社により開始され、そして初期段階として、非依頼格付けが根付いていった時期である。その後、第2期（1970年代～金融危機前まで）は、1970年に依頼格付けのモデルが定着化し、地方債格付けが成長・拡大したが、レベニュー債発行増加、ニューヨーク市のデフォルトといった事例を受け、格付けのみならず地方債市場の透明化に向けた複数の進展が観察された。そして、第3期（金融危機～現在）においても、地方債市場は金融危機により大きな影響を受けるものの、連邦政府による間接的関与などを通じて市場の透明化に向けた動きが継続されているほか、格付会社においても米国地方債格付けの基準見直しといったさらなる進展が見られている。

日本の場合、地方債の市場公募化が大きく進展したのがほぼ21世紀に入ってからである。一方、米国の地方公共団体の場合、連邦制国家の下で当初から市場化を余儀なくされ、自ら市場と資金調達に向きあうべく、格付けの取得、資金調達の多様化、といった取組みが古くから進められてきた。さらに、1975年12月のニューヨーク市のデフォルトといった事例を教訓として、連邦政府による間接的関与体制も構築されたほか、地方公共団体と地方債市場関連団体等が地方債市場の透明性向上に向けて複数の取組みが実施されてきた。米国地方債市場における成長段階は、日本と当初は類似した進展が見られたが、現在に至る部分では、金融危機に伴う金利変動等の影響が比較的大きかったこともあり、格付けや情報開示等の質の向上といった施策が多面的かつ継続的に講じられている点が日本とは異なる点であると考えられる。日本においては、地方財政制度・地方債制度、投資家層が大きく異なるものの、地方債をめぐる失敗事例を教訓に進化を遂げた米国から学ぶことができるのは、地方公共団体や地方債市場関係者による金融市場と向き合う努力であると言える。詳しい分析内容と図表、資料等については、当日配布する予定である。