

アメリカにおける州・地方債利子非課税の実態

野村 容 康

要 旨

本稿では、主にアメリカ連邦税の税務申告データに依拠しながら、州・地方債利子に対する非課税の実態について所得分配の観点から分析を行った。本稿で明らかにされた主要な点は以下のとおりである。

①1980年代において個人による州・地方債投資が著しく拡大したが、その要因の一つとして、所得税の最高税率引下げによって州・地方債投資に伴う暗黙の税率が低下したことがあげられる。相対的に低い所得階層の投資家にも非課税債投資により租税節約が可能となり、そのことが投資家の裾野を広げることにつながったと考えられる。

②1990年代以降、個人金融資産に占める州・地方債の比重が低下する一方で、その分布はより高い資産階層に集中する傾向にある。しかし、一定以上の高い資産（所得）階層の世帯では、必ずしも資産（所得）の増大に比例するように非課税債券を無制限に増加させているわけではない。

③同様に、1990年代半ば以降、非課税利子の不平等度が高まる傾向が認められるが、そうした背景としては、1993年における最高税率の引上げに伴う租税節約の増大によって、高所得者による非課税債もしくは免税債ファンドへの投資が増大した可能性がある。

④しかし、②に関連して最高所得階層では、非課税利子よりも課税利子や配当、キャピタル・ゲインの不平等度が高くなっていることから、これら高所得の投資家は、非課税債券よりもむしろ課税債券や株式への選好の方が強いことが窺われる。

⑤2000年代初め以降、資産所得内部における不平等の源泉としての非課税利子の相対的地位は低くなっているが、これには、2003年の配当とキャピタル・ゲインに対する税率引下げが強く影響したと推測される。新たな軽減税率の導入により、利子非課税の優遇措置としての相対的な魅力が低下するなかで、高所得投資

家がこうした制度変更に対応して自らのポートフォリオ構成を組み換えた可能性
がある。

⑥不平等な非課税利子の分布は、一定の水準を超える所得層に対して、逆進的な
租税節約による利益を生じさせており、こうした非課税制度が、高所得の投資家
にとって一定のタックス・シェルターとして機能してきたことを物語っている。

目 次

- I. はじめに
- II. 州・地方債市場における個人投資家
 - 1. 基本モデル
 - 2. ITR と限界税率の推移
 - 3. 保有構造の変化
- III. 個人金融資産としての州・地方債
 - 1. 個人金融資産に占める割合
 - 2. 階層別の保有状況
- IV. 個人所得としての非課税利子
 - 1. 総所得に占める割合
 - 2. 不平等度の変化
 - 3. 租税節約の規模
- V. むすび

I. はじめに

アメリカでは、1913年に連邦所得税が創設された当初から、州・地方政府が発行する債券から支払われる利子に対しては一貫して課税が免除されてきた¹⁾。この免税措置の根底には、連邦制の下での課税権を含めた連邦と州の権限配分という憲法上の問題が横たわっているが²⁾、こうした扱いが、原則としてすべての種類の所得を合算して累進税率を適用するというアメリカの総合所得税体系の下で明らかな例外規定であったため、その是非をめぐることは、これまで経済学的にも様々な観点から活発な議論が展開されてきた³⁾。なかでも主要な批判点の一つであったのが、この制度が高額所得者を優遇することで、課税の公平性を著しく侵害しているというものである。

もっとも、州地方債の利回りは、市場でその免税特典の分だけ引き下げられるため、利子に対する非課税それ自体が、常に投資家に不当な

利益をもたらすわけではない。だが、仮に高い所得税の限界税率に直面する納税者が非課税債券への投資を通じて、その利回りの低下分を補って余りある租税節約の機会を得ているとすれば、分配上看過できないだろう。総合所得税の下で、高所得者が本来支払うべき利子所得税の一部が軽減されることは、所得課税全体による再分配機能の後退を含意するからである⁴⁾。

こうした問題意識に沿って、本稿の目的は、主として所得分配の観点からアメリカにおける州・地方債利子非課税の実態について明らかにすることである。この問題に関しては、これまでデータ上の制約から必ずしも十分な実証分析が行われてこなかったが、本稿では、近年公表されるようになった非課税利子に関する税務申告データを主に利用することによって、こうした免税制度の分配面に与える効果について数量的に検討していきたい。

本稿の構成は次のとおりである。IIで、個人の非課税債需要に関する理論モデルに基づき、現実の州・地方債市場における個人投資家の地

位の変遷とその背景について考察する。Ⅲでは、個人金融資産の中での州・地方債の位置づけを明らかにし、こうした非課税債券の階層別保有状況について概観する。Ⅳでは、個人所得の源泉としての非課税利子の分布とその不平等度の変化を探ったうえで、併せてこの免税制度による階層別の租税節約額を推計する。最後のⅤで本稿の分析結果を要約することで、むすびに代えられる。

Ⅱ. 州・地方債市場における個人投資家

1. 基本モデル⁵⁾

はじめに述べたとおり、州・地方債の利子に対しては、他の国債や社債と異なり連邦所得税が課されないことから、その恩典が市場で調整され、非課税債券の利回りは、同等な条件の課税債券の利回りを下回るのが通常である⁶⁾。そのため、州・地方債の投資家は、連邦所得税を支払わなくてもよい代わりに、この利回り低下分に相当する収益を放棄しなければならないのである。

仮に課税債券である通常の社債と非課税債券である地方債が、税の取り扱いとそれを反映した利回り以外のすべての点において同等（完全に代替的）であったならば、このとき地方債を保有することによる「暗黙の税率（implicit tax rate；ITR）」である t_i は、以下の式によって表わされる。

$$t_i = (R_T - R_M) / R_T$$

（ R_T ：社債の利回り， R_M ：地方債の利回り）

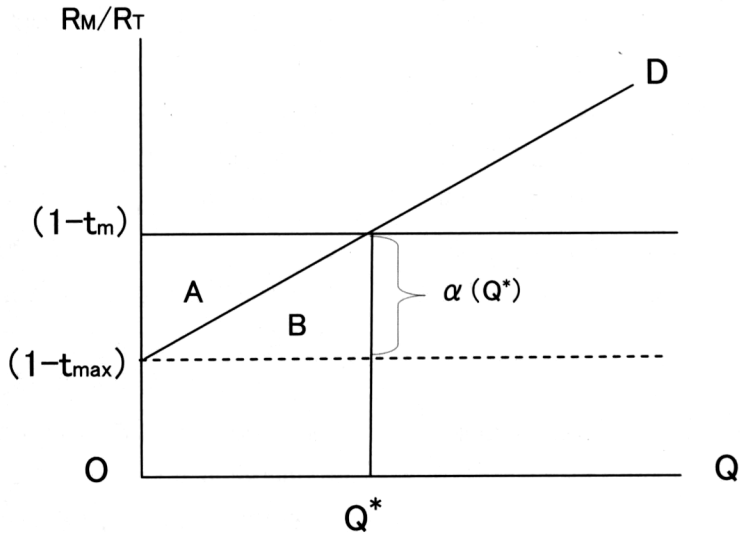
したがって、ある投資家の直面する所得税の

限界税率が t_m であるとして、 $t_i = t_m$ であれば、当該投資家にとって社債と地方債の選択は無差別となる。当然ながら $t_m < t_i$ であれば、地方債への投資は敬遠され、逆に、 $t_m > t_i$ であれば、地方債への投資が選好される。こうして投資家が地方債を保有するかどうかの基本的な誘因は、 t_m と t_i のバランス、換言すれば $(1 - t_m)$ と (R_M / R_T) の関係によって決まることになる。

そうなると、所得税の最高限界税率に直面して、 t_m が t_i を大幅に上回るような投資家（inframarginal investors）にとっては、収益最大化の観点から、保有するすべての資産を地方債に転換して、資産所得の形態を非課税利子に限定することが最適戦略であると考えられるかもしれない。だが、必ずしもそうではない。たとえ社債や国債などと比べて信用リスクが同じであったとしても、地方債の保有には、他の課税債券とは異なる様々な追加的リスクをとまなう場合が多いからである。これらのリスクとしては、市場での売買が容易でないといった流動性の低さが典型的であるが、その他、繰上げ償還や将来の税制変更によって不利益を被るといった不確実性などもあげられる。重要な点は、個々の投資家が直面するこれらのリスクが、自らの地方債への投資額とともに増大することである。この点から、地方債保有の積み増しを図ろうとする投資家は、追加的リスクの増大を補償するための、より高い利回り（流動性プレミアム）を要求することになる。

こうした点を考慮して、個人投資家の地方債に対する需要を表したのが図表1である。この場合、横軸に地方債への投資額、縦軸に社債と地方債の利回り比率（ R_M / R_T ）をそれぞれとっている。ここで、仮に地方債の保有にとも

図表1 個人投資家の重要関数



(出所) Fortune (1992), p.50より作成。

なう追加的リスクが0であったならば、最高税率に直面する投資家の地方債に対する需要は、図の水平な点線になる。地方債と社債が完全に代替的であると仮定しているので、 $(1-t_{max}) = (R_M/R_T)$ 、すなわち $t_m = t_i$ が成立している限り、両者は無差別となるからである。

これに対して、 $(1-t_{max})$ から右上がりの直線Dが当該最高所得投資家にとっての現実の需要曲線となる。またDと水平な点線との垂直の距離が、当該投資家が地方債の保有額を積み増すのに必要とされる流動性プレミアムに相当する。ここで、同図は、債券の利回り比率が、 t_m の限界税率に直面する「限界的」投資家を市場に引きつけるのに十分な水準に達することで均衡が実現することを示している。このときの均衡利回り比率は、 $(1-t_m)$ であり、最高所得投資家が Q^* を保有するうえで十分高い水準となっている。この利回り水準において最高所得投資家にとっての流動性プレミアムは $\alpha(Q^*)$ であるが、僅かな投資しか行わない「限

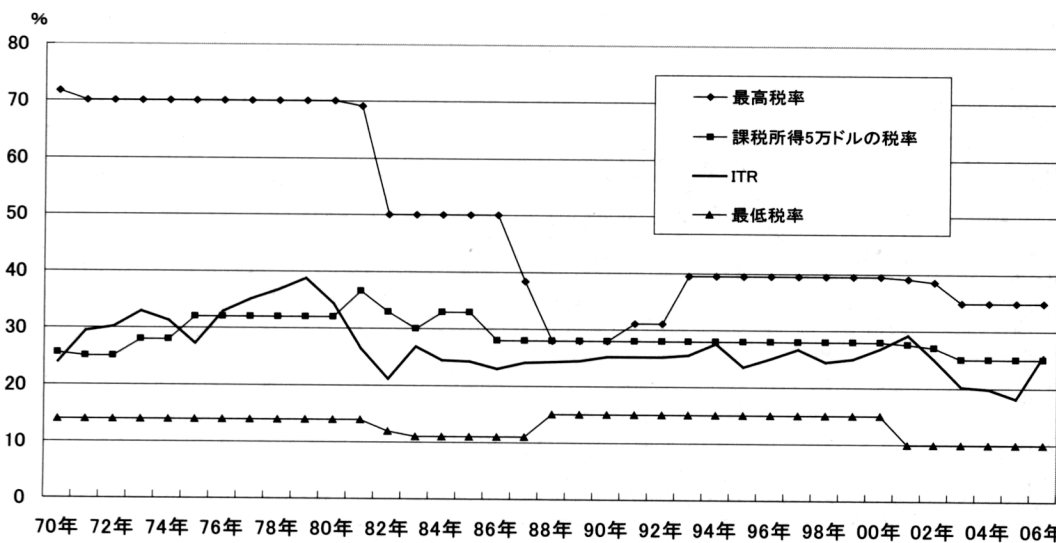
界的」投資家にとって、この種のリスクは0である。

こうして最高税率に直面する個人投資家が、課税債券からの実質収益を上回って、地方債投資によって獲得する収益(超過収益)は、図中のAとBの合計となる。ただし、Bの部分は、前述のとおり地方債保有にともなう追加的なりリスク負担に対する報酬を表しているので、ネットの「投資家余剰」はAの部分のみということになる。容易に理解されるとおり、より高い限界税率に直面する投資家ほど (R_M/R_T) と $(1-t_m)$ の差、すなわち t_i と t_m の差によって規定される超過収益が増大することになる。

2. ITRと限界税率の推移

では、これまで現実の州・地方債投資にともなう暗黙の税率であるITR(t_i)と所得税の限界税率(t_m)がどのような水準にあったのかみてみよう。図表2は、1970年から2006年までの連邦個人所得税の税率表のうち、最高限界税

図表2 所得税の限界税率と ITR



(出所) ITRについては、U.S. Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 各年より算出。課税所得5万ドルの税率については、IRS, *Individual Income Tax Returns*, 各年を参照。

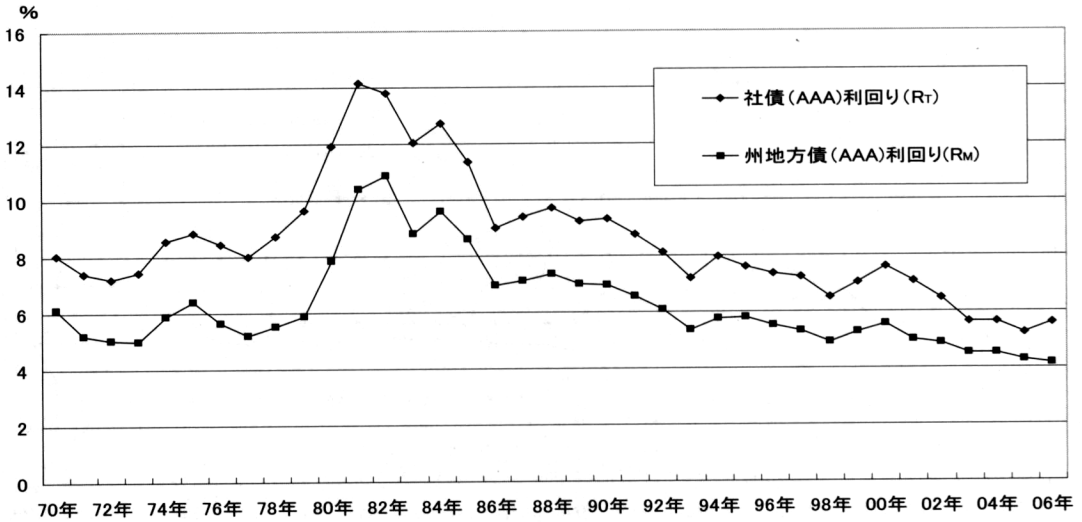
率、最低限界税率および夫婦合算申告で5万ドルの実質課税所得（1996年時点）に適用される限界税率をそれぞれ、この間のITRと対比させて示している。ここでのITRは、Moody'sにおけるAAA格付けの州・地方債利回り（= R_M ）と同様の格付けの社債利回り（= R_T ）（ともに年平均値）によって算出したものである。

この図から、最高所得層の投資家は、ほぼすべての期間にわたって自らの限界税率がITRを上回っており、地方債に投資するための十分な誘因を有していたことがわかる。また、実質課税所得が5万ドルの中堅所得層についても、1970年代後半を除けば、ほとんどの期間において適用限界税率がITRよりも高く、地方債投資の有力な担い手でありえたと考えられる。これに対して、最低税率に直面する納税者（あるいは課税最低限以下の者）にとっては、限界税率がITRを10%ポイント以上下回っており、

少なくとも連邦所得税の負担との比較という意味では、理論上、地方債に投資する理由はなかったといえる。

また、図では、特に最高税率の変動が顕著であり、その推移から1970年代以降、個人所得税制が4つの主要な改定を経てきたことが見てとれる。順に追っていこう。第1が、1981年の経済再建税法による大規模な減税である。このとき、ほとんどの所得階層が税率引下げの恩恵を受けるなかで、個人所得税の最高限界税率は70%から50%まで引き下げられることになった。第2が、1986年の税制改革法において、所得税の税率構造が劇的にフラット化されたことである。これにより、最高税率は1986年の50%から1987年の38.5%に、1988年以降は33%まで引き下げられ、14のブラケットが4つに削減された⁷⁾。第3に、1990年と1993年の改正によって、それまでの税率引下げ傾向から一転して、最高税率が1991年にそれまでの28%から31%

図表3 社債利回りと州・地方債利回り



(出所) ITRについては、U.S. Department of Commerce, *Statistical Abstract of the United States*, 各年より算出。課税所得5万ドルの税率については、IRS, *Individual Income Tax Returns*, 各年を参照。

に、さらには1993年には39.6%まで引き上げられた。最後に、2001年に新たな大型減税法(Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act)が成立するに至って、この年以降3年間にわたって最高税率が段階的に35%まで引き下げられることになった。これに伴い、2002年には10%の最低税率が新設されている。

これら税制の改定は、個人による地方債需要の変化を通じて、ITRにも影響を与えうると考えられる。そこでITRの構成要素である現実の R_M と R_T の動きを示したのが図表3である。

すべての期間を通じて当然ながら R_M は R_T よりも低く、両者には平均して2%程度の開きがあることがわかる。しかし、両者の差は必ずしも安定していない。例えば、1970年代後半からの高金利政策の下で、1980年には両者に最大で4.1%の格差があったものが、1980年代

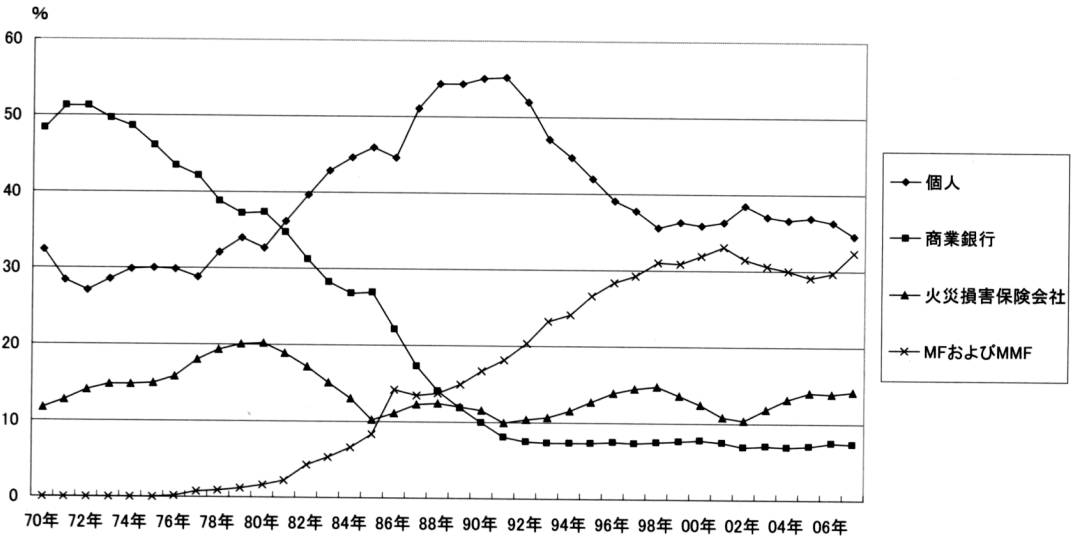
半ば以降、2%台まで縮小する。こうした背景としては、既に述べように1980年代の2度の改革によって個人所得税の累進税率構造が大幅に緩和されたことから、高所得者にとっての州・地方債の利子非課税によるメリットが低下したことが考えられる。同様に、2000年代以降において、両者の利回り格差が縮小してきているのも、この間の税率引下げが影響しているとみられる。

3. 保有構造の変化

以上のような t_m と t_t の推移を背景として、この間、地方債市場における個人投資家の地位はどのように変化してきたのだろうか。図表4は、州・地方債の投資家別保有比率の推移を示している。

一見して明らかなように、1980年代半ばまで、州・地方債の主要な投資家は、商業銀行、火災損害保険会社および個人の三者であった。

図表4 州・地方債の投資家別保有比率



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。

まず商業銀行については、1970年代初めに保有残高の過半を占めており、70年代を通じて最大の投資家であった。ところが、1980年を過ぎてから急速にその保有シェアを低下させており、1990年代以降では1割にも満たない。こうした商業銀行による州・地方債保有の減少には、これら金融機関に対する税制の変更が強く関わっている。

というのも、1982年まで商業銀行と他の貯蓄金融機関は、預金者からの預貯金を非課税債券に投資した場合でも、当該預金者への支払い利子を課税所得から控除することが認められており、この制度を利用することで多大な税の節約が可能であったのである。1982年の「課税の公正と財政責任法 (Tax Equity and Fiscal Responsibility Act)」は、このような銀行による租税裁定を制限する目的で、非課税債券に投資される預金について、所得控除をその預金に対する支払い利子額の85%に限定した(84年に控除割合は80%まで引き下げられる)。1986年

税制改革法では、さらにこの税制上の恩典が削減され、80%の所得控除は、当該年度の州・地方政府による予定発行額の1,000万ドル以下の債券についてのみ認められるようになった。これ以降、銀行には州・地方債の保有を拡大する動機はほとんどなくなったとみられている⁸⁾。

火災損害保険会社にとっても、州地方債は、節税目的と会計上の理由からこれまで安定した投資対象となっている⁹⁾。しかし、全体に占める保有比率ではこの間10%から20%で推移しているように、いくぶん変動的である。この点に関しては、税制の変更など様々な理由があげられるが、投資活動の源泉である保険産業の収益自体が保険料率に左右される循環的性質を帯びていることが大きいとみられる¹⁰⁾。

われわれが注目する個人については、1970年代から順調に保有シェアが上昇し、1980年代初頭以降、銀行に代わって最大の投資部門に躍り出る。1991年には過去最高の55%まで比重が上昇するが、2000年代を通じて40%弱まで低下し

てきている。それでも個人が州・地方債の最大の投資家であるという状況は依然として変わっていない。

このような変遷のなかで、特に1980年代において個人の比重が安定的に高まったことについては、理論モデルの演繹から、免税債投資の実質コストを表す ITR の低下が作用したものと推測される。先の図表 2 に示されるとおり、ITR は1970年代後半から1980年代半ばにかけて約15%ポイント低下しているが、これによって、それまで低い限界税率のために事実上市場から締め出されていた、中堅所得層を含む幅広い個人に州・地方債投資の裾野が広がったと考えられる¹¹⁾。

一方、1990年代における個人による直接保有シェアの低下と併せて、これを十分に補填する役割を果たしたのが、個人が間接的に保有するミューチュアル・ファンドとマネー・マーケット・ファンド (MMF) である。こうした「免税債ファンド (tax-exempt bond fund)」は、

1980年代に入って以降、急速に保有シェアを伸ばし、2000年代には30%のシェアで推移している。これらファンドは、免税債券への直接投資と比べて、最低投資単位が低額であることや、満期の短い債券を運用する MMF のように高い流動性を獲得できることなどから、これまで安全性と流動性を重視する個人によって特に選ばれてきたといわれている¹²⁾。

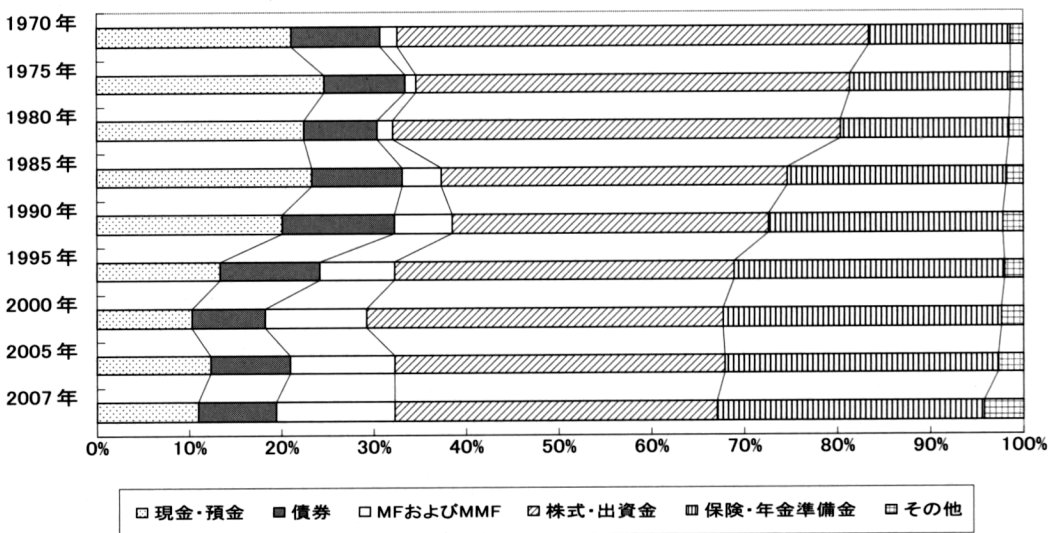
Ⅲ. 個人金融資産としての州・地方債

本節では、非課税の恩恵の得られる州・地方債が、個人の金融資産全体の中でどのような位置づけにあるかを示すとともに、限られたデータを用いてそうした非課税債券の階層別分布状況について概観する。

1. 個人金融資産に占める割合

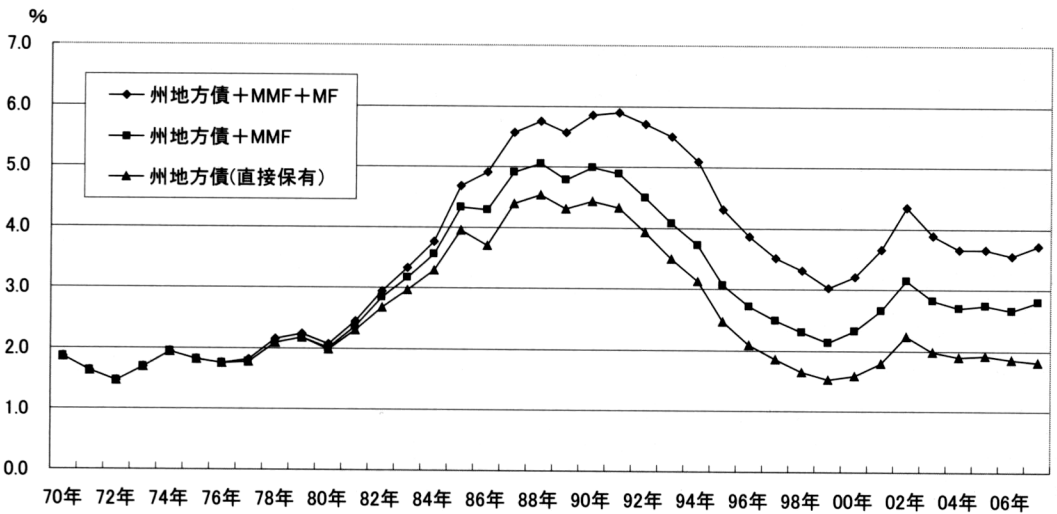
まず、個人の金融資産残高構成の変化からみ

図表 5 個人金融資産の構成



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。

図表6 州・地方債の個人金融資産に占める割合



(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States* より作成。
 MFには、FRSの区分におけるミューチュアル・ファンドとクローズド・エンド・ファンドが含まれている。

ていくことにしよう。図表5は、これを1970年以降について示したものである。一見して、株式・出資金が最大の資産項目であることがわかるが、80年代に入ってそのシェアはおよそ30%低下している。一方、80年代から90年代にかけて保険・年金準備金の伸びが著しく、2007年には株式・出資金(34.8%)に次いで2番目の比重(28.7%)を占めている。

1970年以降、保有シェアの伸び率が最も高かったのがMMFを含むミューチュアル・ファンドである。その構成比(12.8%)は、2007年には、他方で1990年代以降急速にシェアを低下させてきた現金・預金(11.0%)を上回っている。

州・地方債を含む債券の比率は、10%前後と安定しているが、1990年が12.2%と最も高いシェアを示している(2007年で8.4%)。

そうしたなかで、州・地方債のみを取り出して、その保有シェアの年々の推移をみたのが図

表6である。また、同図は、個人による直接保有分の他に、MMFならびにミューチュアル・ファンドによる間接保有分も含めたものも併せて示している。

図表6からも、図表4における個人の保有比率の推移と似たような趨勢を読み取ることができる。すなわち、1980年までおよそ2%で推移していたシェアが、1980年代に入ってから急激に伸長し、1990年には直接保有分だけで4.4%、ミューチュアル・ファンドとMMFによる間接保有分も含めると5.9%に達した。このことから、図表5における1990年の債券保有シェアの拡大には、非課税債券の伸びが貢献したと考えられる。だが、1990年代には一転して比重が急低下しており、その後1999年を底に一旦は上昇に転じるものの、2003年以降は再びなだらかな減少傾向をたどっている。

2. 階層別の保有状況

以上のように、州・地方債が個人金融資産に占める量的な比重としては、経年的に2~4%、ミューチュアル・ファンド等の間接保有分を含めても最大で6%というように他の金融商品に比べればそれほど大きなものではない。しかしながら、垂直的分配の観点からすれば、全体としてのシェアよりも、むしろこれら非課税債券が階層別にどのように保有されているか、またそのことが高所得者層にどの程度の利益（租税節約）を与えているかが問題とされなければならない。

とはいえ、ストックベースでの州・地方債の階層別保有に関しては、データ上の制約から、現在においてその詳細な実態を明らかにすることはきわめて困難である。利用可能な最新のデータである *Survey of Consumer Finances 1983* (Avery et al (1984))¹³⁾ によると、1983年時点において、非課税債券の70%以上が、10万ドル超の所得を有する、全体の2%の家計によって保有されていたとされる。これに対して、同じ最高所得の家計による株式と他の債券の保有比率がそれぞれ50%、29%であったこと

から、非課税債券は当時においてその分布が最も不平等な金融資産項目であったことが推測される¹⁴⁾。

州・地方債の階層別分布については、資産調査とは別に、税務統計データからも部分的に明らかにされている。ただし、同資料は、連邦遺産税の申告書に基づいて作成されたものであるため、課税最低限以下の大多数の個人の情報が抜け落ちていることや、所得階層別の分布が不明であるという難点をとまなう。こうした点を承知のうえで、一定額以上の総資産を保有する家計のみのサンプルから計算した、州・地方債の累積分布を純資産階級別に示したのが図表7である¹⁵⁾。

ある程度の時系列的な比較が可能な1992年から2001年までの推移をみると、純資産が60万ドルから2,000万ドルまでの各階級において、一様に累積比率が低下していることから、一定の高額資産家層において州・地方債保有の不平等度が高まっていることが窺われる。特に1,000万~2,000万ドルの階層では、全体の件数の増加にも関わらず、累積比率が88.6%から75.1%まで低下しており、それだけ2,000万ドル超の超富裕層への集中が進んだといえる¹⁶⁾。

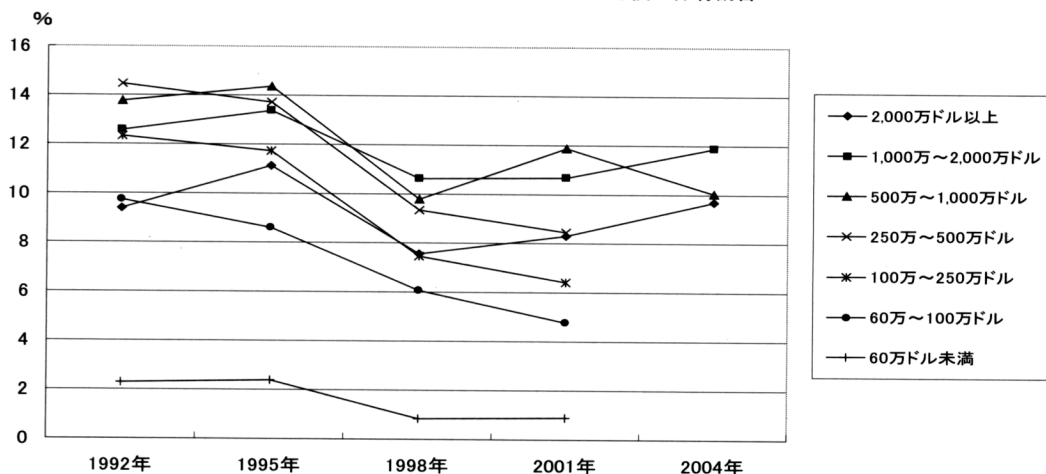
図表7 州・地方債保有の累積分布 (%)

純資産額	1992年	1995年	1998年	2001年	2004年
60万ドル未満	1.5	1.5	0.5	0.5	—
60万~100万ドル	18.6	17.0	14.1	8.0	—
100万~250万ドル	49.2	46.4	41.9	29.8	—
250万~500万ドル	67.5	63.7	59.3	45.0	—
500万~1,000万ドル	80.3	76.2	74.0	63.8	53.5
1,000万~2,000万ドル	88.6	84.4	84.2	75.1	68.4
2,000万ドル以上	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
件数(1000件)	3,691	4,400	6,530	7,357	2,728

(注) 2004年については、統計表の階層別区分がそれ以前と異なるため500万ドル以下の階層の数値は不明。

(出所) IRS, *Personal Wealth Statistics* より作成。

図表8 純資産階層別の州・地方債の保有割合



(出所) IRS, *Personal Wealth Statistics* より作成。

次に、同様の資産データに基づき、総金融資産に占める州・地方債の割合を階層別に示したのが図表8である。純資産が250万ドルまでの階層については、およそ資産額の増大とともに州・地方債の保有割合も上昇しているが、それよりも高額な資産階層では必ずしもそうはならない。注目すべきは、2,000万ドル以上の資産階層における保有シェア（8～10%）が、いずれの年においても、それ以下の階層におけるシェア（11～14%）よりも低くなっていることである。同じ傾向は、純資産に占める割合で見ても確認される。このことは、超富裕層のレベルでは、たとえ自身の保有財産が増大したからといって無制限に州・地方債の保有比率を高めているわけではないことを意味している。とはいえ、図表6で見たように、この間、家計全体としての保有比率が2～3%に過ぎなかった点を鑑みれば、州・地方債の保有がいかに富裕層に集中しているかは明らかであろう。

IV. 個人所得としての非課税利子

見てきたように、上記の家計資産調査や遺産税申告書に基づいた統計では、データ面の制約が強く、個人全体を対象とした州・地方債の階層別分布やその不平等度について、それらを経年的に比較することはほとんど不可能である。

そうした一方で、内国歳入庁（IRS）は、1987年からすべての所得税申告者に対して、受け取った非課税債券からの利子、さらには免税債ファンドなどの投資会社から支払われた非課税収益について、新たな情報項目として申告書への記載を義務づけることになった¹⁷⁾。課税所得に算入されない受取利子の報告は、もっぱら納税者の自発性に委ねられているとはいうものの、これにより非課税利子の所得階層別分布についておおよそ把握することが可能となっている¹⁸⁾。そこで、本節では、これら所得税申告データを分析することによって、個人所得の源泉としての非課税利子の実態について明らかにしていく¹⁹⁾。

図表9 個人所得の構成 (%)

	総所得額(億ドル)	給与・賃金	課税利子	非課税利子	配 当	キャピタル・ゲイン
1987年	28,137	75.8	5.8	1.0	2.3	4.9
1988年	31,562	73.9	5.8	1.0	2.4	4.9
1989年	33,358	73.3	6.5	1.1	2.4	4.3
1990年	34,906	74.2	6.4	1.1	2.3	3.3
1991年	35,586	75.0	5.7	1.2	2.1	2.9
1992年	37,255	75.1	4.3	1.2	2.1	3.2
1993年	38,214	75.5	3.3	1.2	2.1	3.8
1994年	40,085	75.3	3.1	1.2	2.0	3.6
1995年	42,922	74.4	3.5	1.1	2.2	4.0
1996年	46,379	72.7	3.5	1.0	2.2	5.4
1997年	50,720	71.1	3.3	1.0	2.4	7.1
1998年	55,189	70.2	3.2	0.9	2.1	8.1
1999年	59,613	69.2	2.9	0.9	2.2	9.0
2000年	64,777	68.6	3.0	0.8	2.2	9.6
2001年	62,955	72.3	3.1	0.9	1.9	5.4
2002年	61,669	73.7	2.3	0.9	1.6	4.2
2003年	63,399	73.1	1.9	0.8	1.8(1.3)	5.0
2004年	69,259	70.8	1.8	0.7	2.1(1.6)	7.0
2005年	75,644	67.9	2.1	0.8	2.2(1.6)	8.9
2006年	81,937	66.5	2.6	0.9	2.4(1.7)	9.5

(注) 総所得額は、調整総所得に非課税利子を加えた金額である。

2003年以降における配当の括弧内は、軽減税率の対象となる適格配当分を表している。

(出所) IRS, *Individual Income Tax Returns*, 各年より作成。

1. 総所得に占める割合

図表9は、申告された総所得金額とそれに占める給与・賃金およびいくつかの主な資産所得の各比率を1987年から2006年までについて示している。ただし、問題の非課税利子が調整総所得 (Adjusted Gross Income; AGI) に含まれないことから、ここでの総所得金額はこれに非課税利子を加えた金額を表している。

総所得の中で最大のシェアを占めるのが給与・賃金であるが、その構成比は1990年代前半の75%から2006年の67%までこの10年間で漸減傾向を示している。課税利子は1991年まで6%程度と、給与・賃金に次いで2番目に比重が高かったが、これも1990年代以降において低下傾向にある。

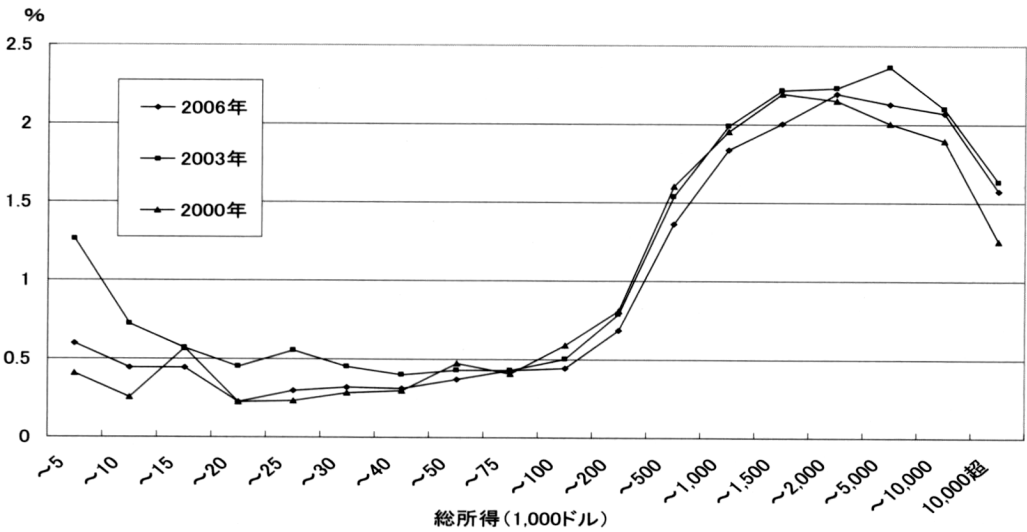
配当については、2001年からの3年間を除くと2%台で推移してきており、いくぶん安定的である。なお、2003年以降は徐々にシェアを拡大させてきているが、これには景気の回復だけでなく、後述するように、この年からの配当税率引下げが影響しているとみられる。

一方、キャピタル・ゲインは、全期間について最もそのシェアの変動が激しく、3%から10%の間で推移するなかで、2002年以降再び上昇傾向を示している。

問題の非課税利子については、4つの資産所得項目の中では最もシェアが小さいものの、全期間を通じて1%程度で極めて安定している。

次に、このような非課税利子が総所得に占める割合を所得階層別にみたのが図表10である。ここでは、AGIの階級区分に変更がなかった

図表10 非課税利子が総所得に占める割合



(出所) IRS, Individual Income Tax Returns, 各年より作成。

2000年から2006年のうち3カ年についてのみ示している。

いずれの年についても、グラフがS字を倒したような形になっているのが特徴的である。すなわち、①最低所得階級から1.5万~2万ドルまでの階級にかけてその比重が緩やかに低下してからは低い水準で安定しているが、②総所得が10万ドルを超えたあたりから急上昇し、200万~500万ドルの所得階級を頂点として再び急激な低下を示している。

①については、最低所得階級の中には、たまたまその年に実現した多額のキャピタル・ロスによって課税所得がマイナスになった者が含まれていることから、そのような恒常的には必ずしも「低所得」ではない世帯における、非課税利子の高い構成比が反映されたものとみられる。

一方、②についても、図表8でみた州・地方債の階層別保有状況と同様に、比較的高い所得階層の世帯では、必ずしも所得の増大に比例す

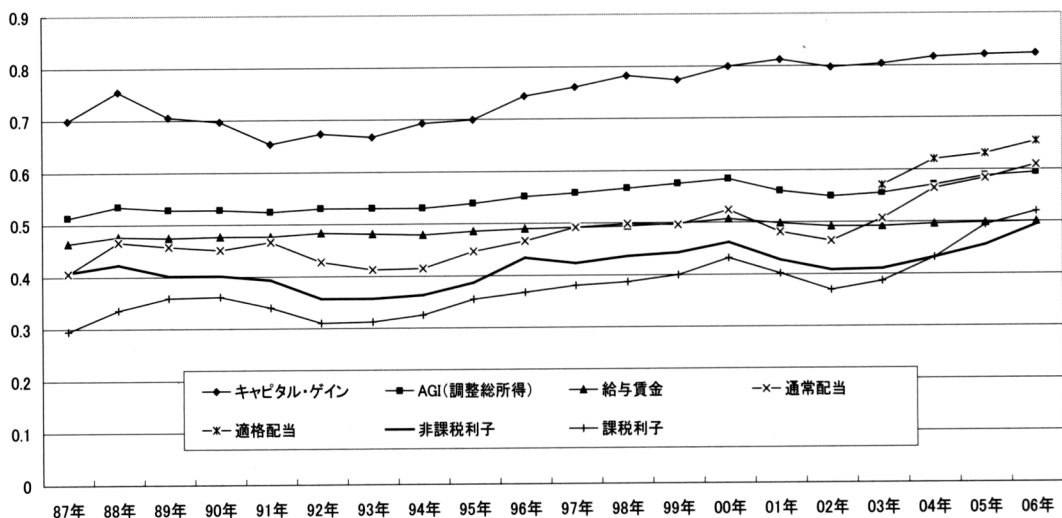
るように非課税債券を無制限に増加させているわけではないことを物語っている。こうした点は、IIで示した理論モデルとも整合的である。すなわち、非課税債券の保有が増大するにつれて、投資家の要求する流動性プレミアムも高まることから、高所得階層においては適度な分散投資によりこうした追加的リスクの抑制が図られていると考えられるのである。

2. 不平等度の変化

(1) ジニ係数

総所得に占める非課税利子の比重は以上のようなであったが、それでは当該利子それ自体の不平等度はどの程度であろうか。この点に関して、図表11は、同じ申告書データから推計した、この間におけるAGIを含む所得種類別のジニ係数の動きを示している²⁰⁾。なお、2003年以降については、この年に最高15%の軽減税率が適用されるようになった「適格配当」も加え

図表11 所得種類別のジニ係数



(注) 2003年以降の適格配当は、通常配当に含まれる。

(出所) IRS, Individual Income Tax Returns, 各年より作成。

ている²¹⁾。

これにより以下の点が指摘されよう。第1に、全期間を通じて、非課税利子を含むすべての所得項目のジニ係数が上昇傾向にあり、所得の不平等度が着実に高まっていることである。特に1990年代以降におけるジニ係数の上昇は、資産所得全般に共通して認められる傾向である。そうした中で、非課税利子についていえば、1993年における最高税率の大幅な引上げにより ($t_m - t_l$) の差が拡大したことから、両格差が縮小した1980年代半ばの状況とは反対に、高所得者による非課税債もしくは免税ファンドへの投資が活発化した可能性が考えられる。

第2に、所得種類別に見ると、キャピタル・ゲインが最も高く2000年代では0.8を超える極めて高い値を示している²²⁾。また、図表9で見たとおり、最近において資産所得の中でも最大の構成比を占めていることや、AGIのジニ係数が総所得の大半を占める給与・賃金のそれを

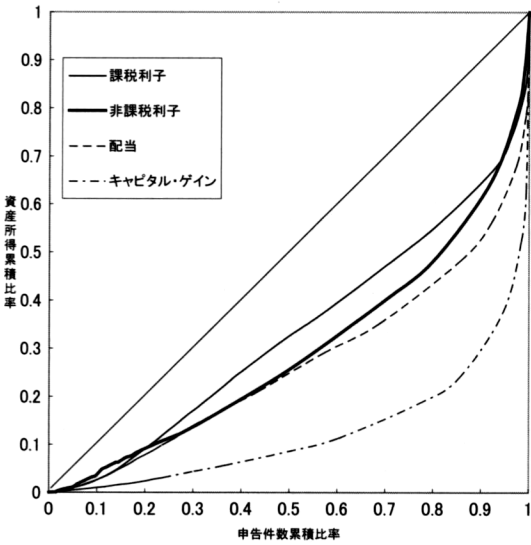
上回っていることを勘案すれば、キャピタル・ゲインが近年の所得不平等の拡大に大きく寄与したことは想像に難くない²³⁾。

第3に、それ以外の資産所得では、おおよそ配当-非課税利子-課税利子の順番でジニ係数が高くなっている。しかし、2004年以降では、非課税利子は、その水準で課税利子に逆転され、これら資産所得の中では相対的に最も不平等度が低い所得形態となっている。なお、軽減税率の対象となる適格配当についても、高所得者ほど恩恵が大きくなることから、当然予想されるとおり、通常配当よりもその不平等度は高くなっている。

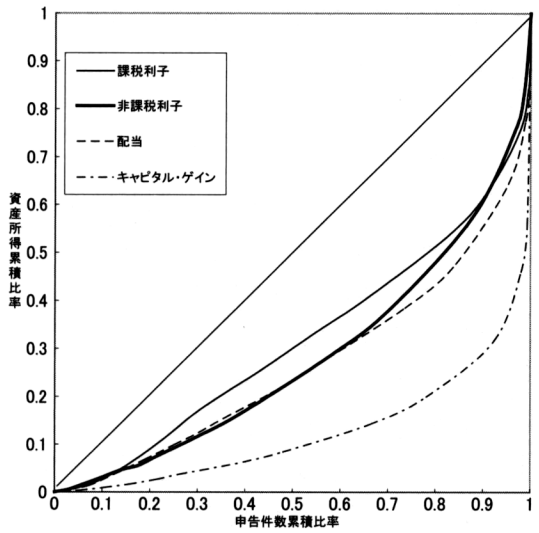
(2) ローレンツ曲線による分布

ジニ係数は、分配の不平等度を量的に測る有用な尺度であるとはいえ、よく知られるように、数学的基礎となるローレンツ曲線の形状が異なった場合には、必ずしもその違いを検出で

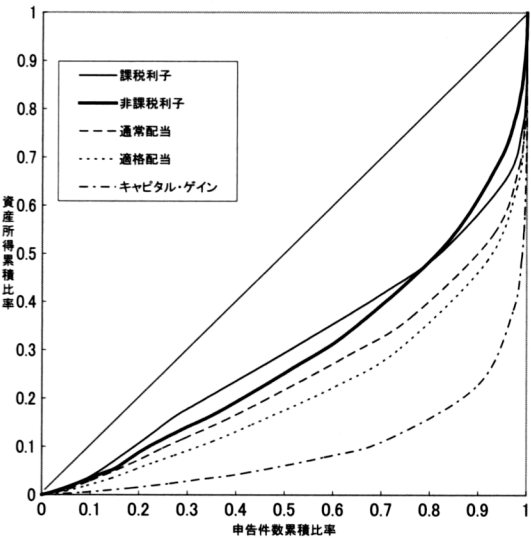
図表12-1 1988年



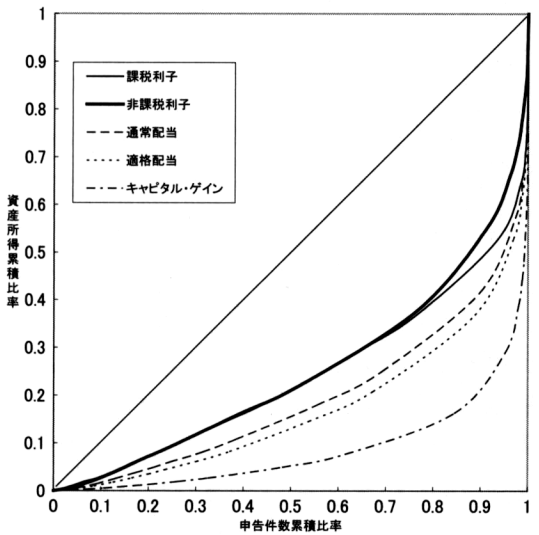
図表12-2 1996年



図表12-3 2003年



図表12-4 2006年



きるとは限らない²⁴⁾。そのため、以下で、非課税利子を含むそれぞれの資産所得の分布をローレンツ曲線によって確認しよう。図表12-1～4は、それぞれ1988年、1996年、2003年および最新の2006年における各資産所得の累積分布を示している。

まず2003年までのグラフから共通してみられ

る特徴として、課税利子と非課税利子の相対的な位置関係が指摘できる。両者の形をみると、ジニ係数の相対的な高さを反映して非課税利子の膨らみの方が課税利子のそれよりも大きくなっているが、申告件数累積比率が0.1と0.9付近でそれぞれの曲線が2回交差している。つまり、これは、最低所得階層と最高所得階層で

は、非課税利子よりも課税利子の分布が相対的に不平等であるが、ほとんどの中高所得階層においては非課税利子の分布の方が不平等であることを意味している。配当とキャピタル・ゲインの曲線の形状も合わせて考えれば、最高所得階層の投資家は州・地方債よりも課税債券や株式への選好の方が強いことが窺い知れる。

ところが、1996年と2003年を比較すると、最富裕層での課税利子と非課税利子の交差点が申告件数累積比率で0.9から0.8あたりまで下がっており、さらに2006年においては0.7以下の累積比率では2つの曲線がほとんど重なっている。近年においては、明らかに非課税利子よりも課税利子、さらには他の株式関連所得の最高所得層への集中度が強まっているのである。

このように2003年以降、資産所得内部における、不平等の源泉としての非課税利子の相対的な地位は低くなっているが、これには、前述のとおり、この年に行われた配当とキャピタル・ゲインに対する税率の引下げが強く影響しているものと考えられる。もっとも保有期間が1年を超える長期キャピタル・ゲインについては、従来も最高20%の優遇税率で課税されてきたが、2003年からは適格配当とともに最高15%の税率が適用されるようになってきている。

したがって、これら株式所得についていえば、通常所得にかかる35%の最高税率を前提として、この年から20%ポイントの租税節約が新たに可能になったわけである。それに対して、非課税利子の租税節約分(=最高税率とITRの差)は、2000年代以降およそ10~15%ポイントであったことから、利子非課税の優遇措置としての魅力が相対的に劣ることになった。その結果、多くの投資家が、こうした税制変更に対

応してポートフォリオ構成を組み換えたことが予想されるが、とりわけ最高税率に直面する高所得者には、その際、自身の保有する非課税債券の比重をいくらか縮小させた可能性が考えられるのである。

3. 租税節約の規模

不平等な非課税利子の分布は、累進課税の対象となる通常の所得とは異なり、一定水準を超える所得層に対して、いっそう逆進的な租税節約による利益を提供することが予想される。最後に、こうした非課税利子の獲得にともなう租税節約の規模がどの程度であったのかみてみよう。

図表13は、2000年以降における一世帯当たりの平均租税節約額を所得階層別に示している。なお、ここでの租税節約額(Ⅱの基本モデルにおける超過収益)は、申告書1件当たりの非課税利子額に、Ⅱにおける $(t_m - t_i)$ を乗じて算出したものである。また投資家の限界税率(t_m)は、申告資格別に各年の税率表を階級ごとの1件あたり課税所得に適用して割り当て、その税率を各申告資格の件数で加重平均することによって推計した²⁵⁾。

表を見ると、1世帯当たりの租税節約額は、一定の所得階級を超えると階級の上昇とともに確実に増大している。AGIが50万ドル以上の階層では、少なくとも年間2,000ドルの利益が発生しており、1,000万ドル以上の最高所得階層に至っては、毎年5万ドルから8万ドルの節約ができたということになる²⁶⁾。

非課税債投資の損益分岐点となるAGIの水準は、およそ7万5,000ドルから20万ドルというように年度によっていくらか異なるが、興味深いのは、そうした分岐点に満たない所得階級

図表13 1世帯当たりの租税節約額（ドル）

AGI (1,000ドル)	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年
～5	-210	-336	-473	-325	-353	-268	-295
5～10	-267	-519	-529	-421	-217	-265	-521
10～15	-577	-718	-653	-477	-411	-371	-640
15～20	-388	-842	-643	-266	-318	-245	-358
20～25	-561	-693	-672	-516	-507	-183	-528
25～30	-567	-973	-655	-532	-246	-300	-662
35～40	-552	-798	-721	-318	-497	-347	-703
45～50	-413	-616	-357	-50	-14	-103	-305
50～75	-499	-687	-458	-167	-123	-9	-425
75～100	125	-102	176	574	370	-120	-512
100～200	136	-145	277	850	519	631	-32
200～500	1,541	327	1,862	2,363	2,054	2,342	1,028
500～1,000	3,994	3,580	4,861	4,825	4,463	4,584	2,521
1,000～1,500	6,768	5,385	7,564	7,858	7,126	7,990	4,107
1,500～2,000	8,731	7,385	10,351	10,099	9,407	9,655	5,771
2,000～5,000	12,734	11,303	15,523	16,788	13,289	15,499	9,066
5,000～10,000	23,852	21,553	27,673	30,043	26,973	32,075	17,882
10,000超	55,842	53,308	80,867	80,310	68,873	80,034	51,692

（出所）IRS, *Individual Income Tax Returns*, 各年より作成。

の世帯に「損失」が発生していることである。その損失額は、平均して400ドルで、所得階級との相関性は認められない。この間、こうした分岐点未満の中低所得世帯に帰属する非課税利子額は、全体のおよそ2割から4割を占めている。

なぜこのように低い限界税率に直面する投資家が、必ずしも彼らにとって「旨味のない」非課税債券を保有しているのだろうか。その理由は、おそらく州・地方債の低い流動性や投資家のポートフォリオ調整の遅れなどが関連しているものと推測される。例えば、ある投資家は、自らの税率が高い時に非課税債券を購入したものの、税率が低くなった後も売却しなかった（または、できなかった）かもしれない。あるいは、ほとんどの期間において高い税率に直面する者が、たまたまある年に損失を計上したことで税率が下がった可能性もある。さらに

は、もともと低い税率の者が相続によって非課税債を取得したケースも考えられるだろう。

いずれにせよ、非課税債券を保有する一定の所得水準以上の投資家には、所得の上昇とともに逆進的な租税節約上の利益が発生しており、こうした非課税措置が比較的少数の高所得者に利用されることで、所得税の累進性を弱める一定のタックス・シェルターとして機能してきたことは明らかである。

V. むすび

本稿では、主として所得分配の観点から、アメリカにおける州・地方債利子非課税の実態について検討してきた。これまでの分析で得られた結果を要約すると以下ようになる。

- (1) 1980年代において個人による州・地方債投資が著しく拡大したが、その要因の一つとし

て、所得税の最高税率引下げによって州・地方債投資に伴う暗黙の税率が低下したことがあげられる。自らの限界税率との関係から、相対的に低い所得階層の投資家にも非課税債投資により租税節約が可能となり、そのことが投資家の裾野を広げることにつながったと考えられる。

- (2) 1990年代以降、個人金融資産に占める州・地方債の比重が低下する一方で、その分布はより高い資産階層に集中する傾向にある。しかし、理論モデルが示唆するように、一定以上の高い資産(所得)階層の世帯では、必ずしも資産(所得)の増大に比例するように非課税債を無制限に増加させているわけではない。
- (3) ジニ係数の推移から、1990年代半ば以降、非課税利子の不平等度が高まる傾向が認められるが、そうした背景としては、1993年における最高税率の引上げにともなう租税節約の増大によって、高所得者による非課税債もしくは免税債ファンドへの投資が増大した可能性がある。
- (4) しかし、(2)に関連して、異なる資産所得ごとのローレンツ曲線において、最高所得階層では非課税利子よりも課税利子や配当、キャピタル・ゲインの不平等度が高くなっていることから、これら高所得の投資家は、非課税債券よりもむしろ課税債券や株式への選好の方が強いことが窺われる。
- (5) 2000年代初め以降、資産所得内部における不平等の源泉としての非課税利子の相対的な地位は低下しているが、これには、2003年の配当とキャピタル・ゲインに対する税率引下げが強く影響したと推測される。新たな軽減税率の導入により、利子非課税の優遇措置としての相対的な魅力が低下するなかで、高所

得投資家がこうした制度変更に対応して自らのポートフォリオ構成を組み換えた可能性がある。

- (6) 不平等な非課税利子の分布は、一定の水準を超える所得層に対して、逆進的な租税節約による利益を生じさせており、こうした非課税制度が、高所得の投資家にとって一定のタックス・シェルターとして機能してきたことを物語っている。

以上の結果から示唆されるとおり、このような州・地方債利子に対する免税制度は、一定水準以上の高所得階層における税の浸食を通じて所得税の再分配機能を低下させるものであり、それ自体、垂直的公平の基準から批判されるべきものである。しかしながら、そもそも所得課税の累進性は、各所得階層に属する納税者が、こうした一部の非課税措置に止まらず、所得税制に組み込まれた数多くの控除や例外規定をどれだけ利用できるかによって複合的に決まってくる。したがって、様々な特例措置が残されている現状の下、たとえ公平上の理由から免税債が廃止されたとしても、他の優遇制度の利用が調整されるだけで、納税者全体の実効税率の構造はほとんど変化しない可能性が高い。

2003年の配当とキャピタル・ゲインに対する税率引下げも、この新たな優遇制度の導入に適応するように、投資家の保有するポートフォリオの再編成を促したと考えられる。その意味で、この年の税率引下げが異なる所得水準にある個人のポートフォリオ形成にどのようなインパクトを与えたかを解明することは、アメリカの資産所得課税、ひいては所得課税全体の再分配効果を評価するうえでも重要である。この点は今後の課題としたい。

注

- 1) 歴史上、連邦債も利子が非課税とされた時期があるが、1917年に利子課税債となって以来、通常「非課税債券」といえば、州・地方債を意味している(秋山(2002), 79頁)。しかし、州・地方債の中でも、一部の私的活動債(private activities bonds)および鞘取り債(arbitrage bonds)の利子は課税対象となるので、州・地方債であれば、必ず「非課税債券」というわけではない。
- 2) これまで多くの州・地方議会議員が、免税債券の発行が合衆国憲法で認められた権利であると主張してきたが、1988年の連邦最高裁判決においてそうした見方は否定された。これにより、州・地方債利子の免税は、憲法ではなく、法律(内国歳入法)に基づくものであることが明確化され、その存廃が連邦政府の裁量に委ねられるところとなった(前田(2007), 39頁)。
- 3) 分配面の問題以外の伝統的な論点としては、①免税制度の連邦から州・地方政府に対する実質的補助金としての効率性の問題、②民間部門と公的部門との間の資源配分の問題、③民間部門内部での資源配分に与える効果(リスク投資の阻害等)、④州・地方政府の資金調達コストの問題などがある(Ott and Meltzer(1963), pp.9-23, および Pechman(1983), pp.177-120を参照)。この点で、Muaa and Kormendi(1979)は、連邦所得税の租税支出額は、個人が直面する限界税率によって決定されるので、公平性の問題と②の財政効率性の問題は切り離すことができないと主張している(Muaa and Kormendi(1979), p.19)。
- 4) 包括的所得税の代表的提唱者であるサイモンズは、州・地方債利子に対する免税措置をアメリカの連邦個人所得税における「重大な欠陥(a flaw of major importance)」であると述べている(Simons(1938), p.172)。
- 5) Fortune(1991), pp.28-31および Fortune(1992), pp.49-51を参照。
- 6) 州・地方債利子に対しては、連邦所得税が免除されることに加え、その保有者が発行体と同じ州や自治体に居住する場合には、州や地方の所得税も併せて非課税とされる場合が多い(The Bond Market Association(2001), pp.30-31を参照)。
- 7) 1988年から1990年までの税率表では、所得階級順に15%、28%、33%、28%の税率がそれぞれ適用された。したがって、所得税の「最高税率」は33%であるが、最高所得階級の世帯に適用される「限界税率」は28%である。
- 8) 商業銀行の保有金融資産に占める州・地方債の割合は、2007年で2%に満たない(FRS, *Flow of Funds Accounts*)。
- 9) 火災損害保険会社が債券を購入した場合は、財務諸表上簿価での計上が認められている。これに対して、多くの州法で株式は時価会計が原則であるため、価格変動リスクを嫌うこれら保険会社にとって、州・地方債は格好の運用手段であったといわれている(Public Securities Association(1990), p.108)。
- 10) 2007年で火災損害保険会社が保有する金融資産において州・地方債は27%を占めており、金融商品別で最大の投資項目となっている(FRS, *Flow of Funds Accounts*)。
- 11) 図表1に照らせば、 (R_M/R_T) の上昇によって、限界投資家の需要を生み出す $(1-t_m)$ 直線が引き上げられた($=t_m$ が引き下げられた)と解釈できる。
- 12) Petersen(1991), p.15, および秋山(2002), 39頁を参照。
- 13) Survey of Consumer Financesの調査は、FRBによって3年ごとに実施されているが、これまで1962年と1983年以外では、公表されている種類別の資産項目として州・地方債(あるいは非課税債券)のカテゴリーが設けられていないので、これ以降の年における所得階層別の保有状況は明らかでない。
- 14) Avery et al(1984), p.689. 一方、アメリカ議会予算局(CBO)によるキャピタル・ゲイン資産に限定した推計では、1992年に非課税債券は、20万ドル超の世帯所得を有する、全体の1.2%の最富裕層によってその41.7%が保有されており、課税債券(40.4%)や株式(35.6%)と比べて依然として不平等な実態が示されている(野村(2000), 167頁を参照)。
- 15) 統計に表れるかどうかの境界線となる総資産額(=遺産税の課税最低限)は、それぞれ92年と95年が60万ドル、98年が62.5万ドル、01年が65万ドル、04年が150万ドルであった。したがって、サンプル数の違いからも04年とそれ以前の単純な比較はできない。
- 16) これに対して、他の金融資産に関する2000万ドルまでの累積比率は、2001年でそれぞれ上場株式:61.9%、非上場株式:63.4%、国債:67.4%、社債・外債:84.1%となっており、最高所得階層への集中度は、州・地方債よりも株式や国債の方が高くなっている(IRS, *Personal Wealth Statistics*)。
- 17) IRS(2008), p.18を参照。
- 18) 一定の条件を満たした「適格」私的活動債の利子は、所得税を免除されるものの、代替ミニマム税の優遇項目(preference item)に算入されて課税対象となるため、そうした場合の虚偽の申告に対しては罰則が加えられることになっている(IRS(2008), p.12)。
- 19) Feenberg and Poterba(1991)は、同様に非課税利子の申告書データに基づき、その階層別分布をSurvey of Consumer Financesの資産分布と照合することにより、1962年に比べて1988年では、低所得階層での非課税債保有が増加し、不平等度が大幅に低下してきていることを明らかにしている。本稿は、Feenberg and Poterba(1991)を引き継ぎ、1980年代後半から現在に至るまでの分配面の変化に注目する。
- 20) 本来のジニ係数は、周知のとおり、所得者人数の累積比率と当該所得の累積比率を基礎として計算される。しかし、ここでジニ係数を求めた各所得項目は、「AGIの大きさの順位」に従ってグループ分けされており、各所得それ自体の大きさの順に並べられているわけではない。このように当該所得の大きさの順位と一致するとは限らない分布に基づき、ジニ係数と同じ手順によって求めた尺度は「擬ジニ係数」と呼ばれ、厳密な意味でのジニ係数とは区別されている(木村(2008), p.309を参照)。

- 21) 適格配当の資格を得るには、国内課税法人等が発行した株式を配当落ち日の60日前から数えて121日間のうち60日を超えて保有していることが基本的な条件となる(IRS (2008), p.20を参照)。こうした適格配当については、通常所得に25%以上の限界税率が適用される者は15%、通常所得に15%以下の税率が適用される者は5%(ただし2008年以降は0%)がそれぞれ適用される。
- 22) ここでのキャピタル・ゲインは、「ネット長期キャピタル・ゲイン」から「ネット短期キャピタル・ロス」を控除したもので、通常所得として扱われる「ネット短期キャピタル・ゲイン」は含まれていない。キャピタル・ロスのネットティングの手順については、野村(2000)、164頁を参照。
- 23) この点に関して、野村(2000)は、1990年代における実現キャピタル・ゲインの所得階層別分布とその税負担状況からキャピタル・ゲイン課税の分配面に与える効果について分析している。
- 24) 青木(1979)、94-95頁を参照。
- 25) ただし、非課税利子が課税所得として扱われることによって、より上位の税率ブラケットに押し上げられたときの増税分を考慮していないので、ここでの節約額は過少になっている可能性が高い。
- 26) もちろんここでの租税節約は、連邦所得税についてのみの金額であり、州・地方所得税が非課税であった場合の分も含めると節約額はさらに大きなものとなる。

参考文献

- Avery, R., G. Canner, G. Elliehausen, and T. Gustafson(1984) "Survey of Consumer Finances, 1983", *Federal Reserve Bulletin*, vol. 70, pp. 679-92.
- Congressional Budget Office (1997) *Perspectives on the Ownership of Capital Assets and the Realization of Capital Gains*.
- Feenberg, D. and J. Poterba(1991) "Which Households Hold Municipal Bonds? Evidence from Tax Returns", *National Tax Journal*, Vol. 44, No. 4, Part1, pp. 93-103.
- Fortune, P. (1991) "The Municipal Bond Market, Part I: Politics, Taxes and Yields", *New England Economic Review* (September/October), pp. 13-36.
- Fortune, P. (1992) "The Municipal Bond Market, Part II: Problems and Policies", *New England Economic Review* (May/June), pp. 47-

- 64.
- IRS(2008) *Investment Income and Expenses* (publication 550).
- Lambert, P. (2001) *The Distribution and Redistribution of Income*, Manchester University Press.
- Mussa, M. and R. Kormendi (1979) *The Taxation of Municipal Bonds—An Economic Appraisal*, American Enterprise Institute.
- Ott, D. and A. Meltzer (1963) *Federal Tax Treatment of State and Local Securities*, The Brookings Institution.
- Pechman, J. (1983) *Federal Tax Policy*, The Brookings Institution.
- Pechman, J. (1986) *The Rich, the Poor, and the Taxes They Pay*, Wheatshaf (石弘光・馬場義久訳『税制改革の理論と現実』, 東洋経済新報社, 1988年)。
- Petersen, J. (1991) "Innovation in Tax-Exempt Instruments and Transactions", *National Tax Journal*, Vol. 44, No. 4, Part1, pp. 11-28.
- Public Securities Association (1990) *Fundamentals of Municipal Bonds*, PSA.
- Simons, H. (1938) *Personal Income Taxation*, University of Chicago Press.
- The Bond Market Association (2001) *The Fundamentals of Municipal Bonds*, John Wiley and Sons.
- 青木昌彦(1979)『分配理論』筑摩書房。
- 秋山義則(2002)「レーガン税制改革と州・地方債投資」『滋賀大学経済学部研究年報』Vol. 9, 27-44頁。
- 秋山義則(2004)「ジョンソン政権と州・地方債」『滋賀大学経済学部研究年報』Vol.11, 79-120頁。
- 片桐正俊(2005)『アメリカ財政の構造転換』東洋経済新報社。
- 木村和範(2008)『ジニ係数の形成』北海道大学出版会。

アメリカにおける州・地方債利子非課税の実態

組みと特徴」秋山義則・前田高志・渋谷博史編『アメリカの州・地方債』日本経済評論社、15-71頁。

山田直夫（2008）「わが国における家計の金融資産選択と税制—金融所得一元化に向けた改革の影響について」証券税制研究会編『金融所得課税の基本問題』、153-193頁。

（獨協大学経済学部准教授・当研究所客員研究員）

日本証券経済研究所（2005）『図説アメリカの証券市場』日本証券経済研究所。

野村容康（2000）「アメリカにおけるキャピタル・ゲインの実現と課税」日本の資本市場と証券税制研究会編『資産所得課税の理論と実際』日本証券経済研究所、152-201頁。

林正寿（2007）『アメリカの税財政政策』税務経理協会。

前田高志（2007）「アメリカの州・地方債：その仕