

今月の焦点

公募地方債にみる各地公体間の価格差

要 旨

公募地方債の流通市場には地公体間で価格差が存在する。公募地方債の発行においては、これまでは全国統一的に条件が決定されてきたが、流通市場の実勢格差を背景に、今年4月よりツーテーブル方式が導入された。最近の地公体間の格差は、流動性の違いのみでは説明しがたく、地公体の財務内容も注目されつつあるといえる。

2002年4月より地方債の市場公募債の発行条件にツーテーブル方式が導入された。これは流通市場における各地公体発行の公募債の価格差に影響され、従来総務省（旧自治省）主導のもと、統一的に決定していた発行条件にも、はじめて銘柄間格差が認められたものである。具体的には、東京都債とその他の地公体債と2つのグループに分け、それぞれ異なる発行条件が適用される。

東京都債とその他の団体債との違いについては、総務省側はその流動性の高低のみを根拠として考えている。一方、信用力に関しては、現行の地方財政制度下において各地公体間格差は存在しないと説明されている。しかし、その他の地公体間で発行規模が似通っている場合でも価格差は存在しており、昨今の状況からは、その理由が流動性の違いのみであると言い切ることは疑問が残る。本稿では、現行の公募地方債の流通価格差が、どのような要因に影響を受けているのかについて考察する。

市場公募債とは

地方債計画において、市場公募債の構成比は小さい。地方債は従来その過半が政府資金及び公営企業金融公庫資金などの公的資金によって安定的に引受けられてきた。また、民間資金の中でも市場公募資金は縁故資金に比べると少なく、発行団体も現行28団体に限られている。

今年度の地方債計画を見ると、地方債資金に占める市場公募債の割合は1割程度となっている。しかし、対前年度増減率を見た場合、その

他の資金が減少を示している一方で、市場公募資金は15%近く増大している。今後もこの傾向は続くと予想されており、市場公募債による円滑な民間資金の調達は、地公体にとって重要な課題となっている。

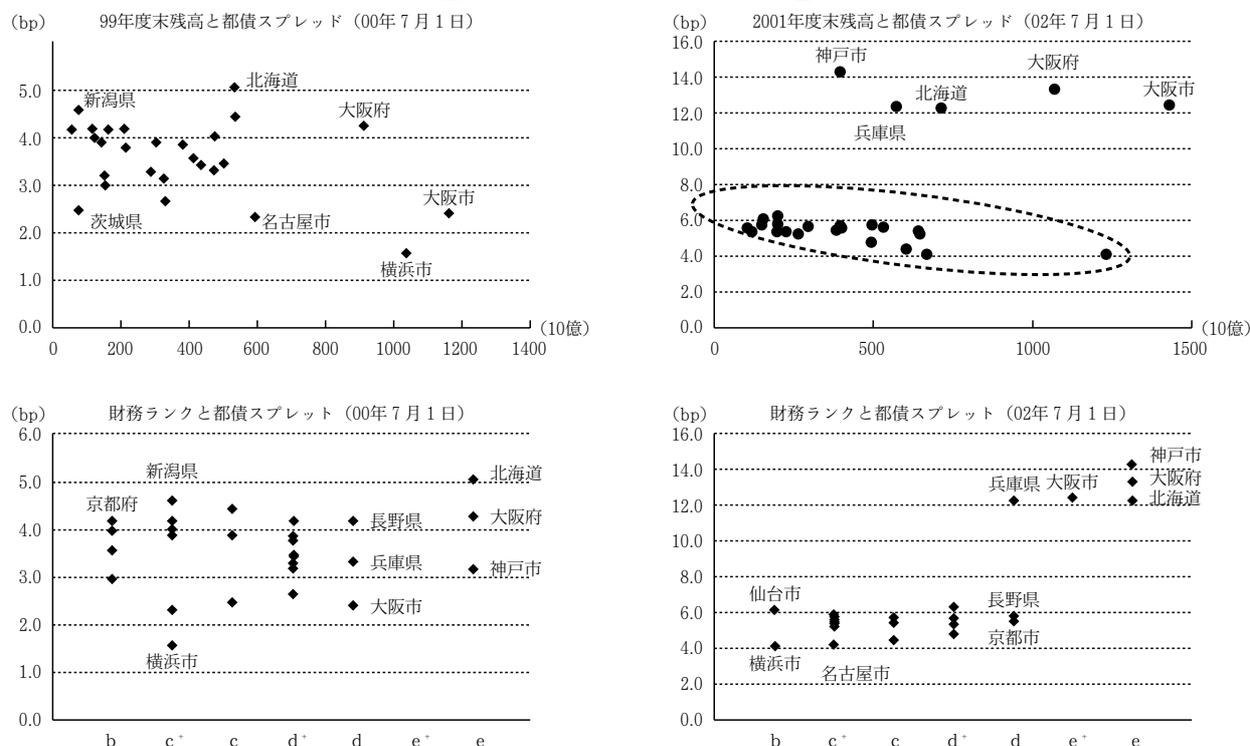
市場公募債について、その消化促進を狙って、様々な努力がなされてきた。満期一括償還の導入（92年度）BIS規制上のリスクウエイトの0%への引き下げ（94年度）や繰上げ償還条項の廃止（98年度）などの改善が行われてきた。最近では、5年債の導入（00年度）や、各団体の発行額の事前公表（02年度）などが行われている。

表1 2002年度の地方債計画（資金別）

	(億円)	構成比 (%)	増減率 (%)
公的資金	95,000	57.5	2.8
政府資金	76,000	46.0	2.7
財政融資資金	50,300	30.4	2.9
郵貯資金	9,800	5.9	2.0
簡保資金	15,900	9.6	2.5
公営公庫資金	19,000	11.5	3.1
民間等資金	70,239	42.5	4.4
市場公募	19,400	11.7	14.8
縁故	50,839	30.8	1.1
合計	165,239		0.1

資料) 総務省ホームページより

図2 対都債スプレッドの格差



資料) 4図とも日本証券業協会基準気配値、地方債月報、R&I公表値より農中総研作成

2000年7月時点では、2000年3月末時点での公募債残高が大きいほど、対都債スプレッドが小さいという右下がりの傾向が窺われる。一方で財務ランクとの関係は見て取れない。

2002年7月時点となると、2つのグループに分かれていることが顕著に示されている。大阪市、大阪府、神戸市、北海道及び兵庫県の5団体を除いた地公体では、残高が大きくなると対都債スプレッドが縮小する傾向がある。これは流動性が価格差に影響すると考えられる根拠となる。

一方で、財務ランクとの関係を見てみると、財務ランクが低い前述の5団体が、対都債スプレッドでも格差が大きいということが顕著に見て取れる。2年前の状況と比較しても、公募債購入者サイドが地公体の財務内容に対して注目し始めているのは明らかである。

以上のように、今回は流動性指標として期末残高、信用力の指標としてR&Iの財務ランクを

利用して、公募地方債の価格差の背景を見た。上記の2つの指標以外にも、発行額や発行時期、また総務省公表の各地公体の決算情報などが考えられる。発行額については1回の発行額は東京都を除けば1回当たり200億程度に集中してきており、各地公体間での差はあまりない。また、決算情報については、R&Iの財務ランクが上記の全般的な情報を考慮に入れた指標でもあることなどから本稿では2つの指標に限った考察となっている。

さらに、流通価格は需給環境に大きく影響され、今回の残存年数9年以上10年未満の価格データについても、発行後から間もなく、必ずしも流通実勢を反映しているとは言い難いものが含まれてしまうなどデータの課題が多い。特に、前述の5団体について、残存7年から8年ゾーンを見たときに最も価格差が大きいのは大阪府債であり、他の4団体と比較しても明白な差が存在する。しかし今回のデータ収集の対象とし

た残存9年から10年未満のゾーンでは、大阪府債の発行時期の問題から神戸市債よりも対都債スプレッドは小さくでている。一定期間のデータの存在を必要とした本稿では、その他の残存年数では資料的制約があり、結果には以上のようなことを考慮した判断が必要である。

公募地方債の銘柄間格差についての要因分析を99年にも行った注)が、同分析では銘柄間格差の背景は「公募債残高」など流動性要因に影響を受けており、信用リスクについては明らかな影響は見取れなかった。しかし、今回の考察により、昨今着実に、銘柄間格差には地公体の財務内容が織り込まれてきたと言えるであろう。

注) 農中総研「地方債の金利構造」(農林金融1999年3月号) 竹内久和・丹羽由夏

投資家サイドの変化

以上のように公募地方債の価格差に、各地公体の財務内容がある一定程度影響を示し始めてきた背景としては、投資家サイドの変化が考えられる。

2002年に入り4月までの間の動きとして、今年度の公募債発行計画が公表され(大阪府は対前年度比110%増)2002年度から公募地方債の大量償還期がはじまり、交付税削減に代表される地方財政制度改革の議論が活発化し、地方財政制度にかかわる不透明感が増している。さらに発行市場においてツートーブル方式という、初めて地公体間での価格差が導入されたことも大きな環境変化である。このような中で、民間金融機関側にも、信用力に応じた金利設定が確実に意識されるようになり、現行制度下での地方債のデフォルトは想定しにくいものの、買い手となる金融機関等が地公体の財務内容について敏感になってきたということが指摘できる。これらの要因はどれも推測の域を出ないが、明らかに地方債の購入者サイドのスタンスになんらかの変化がおきているということが認められるであろう。

今後の公募債による資金調達

財投改革が進められている中、地方債資金における民間資金へのシフトは今後の大きな流れである。政府資金供給先であった郵貯・簡保についても、それらの資金が国の保証を前提として集めた資金であり、運用先として、今後も地方債は大きな役割を果たしていくことに間違いはない。しかし、公社化後は投資スタンスとして民間金融機関寄りの行動になることは容易に想像できる。つまり、量は確保できても質はかなり民間資金に近くならざるを得ないであろう。

このような中で、民間資金の公募債の役割は拡大しており、公募債による円滑な資金調達のための環境整備が急務である。すでに東京都など一部の団体については、投資家説明会などIR活動に積極的に取り組みつつある。総務省も公募地方債全体としてのIRに積極的に関与していく姿勢を見せている。

もちろん現行の国と地方との関係や財政制度全体を見る限り、地公体にデフォルトがありえないと考え、地公体間に信用力の格差がないとする総務省などの主張を否定するものではないが、明らかに投資家は地公体の財務内容にも目を向けてきている。

現在の流通市場での地公体間の価格差は無視できない事実である。流動性の確保を目的として、共同発行なども企画されているが、仮に地域で共同発行ということになっても、財務ランクで相当の差がある北海道と札幌市などは、財務内容にも反応を示す昨今の状況を前提にするに投資家に円滑に受け入れられる形で実現を図るには相当の工夫が必要となろう。4月より都債とその他の団体とを分けたツートーブル方式が導入されたが、各地公体ごとの発行条件の設定が当面の課題となるであろう。(丹羽由夏)

注) 対都債スプレッド算出

- ・ 同じ年月に発行された東京都債とその他の団体との複利(日本証券業協会公表の基準気配値)との差を算出。
- ・ 残存9年以上10年未満のゾーンに複数の債券が存在する場合は、平均値を利用。