

今月の焦点

地方債市場の現状

要 旨

地方債市場が、急激に変わろうとしている。2002年度より従来統一条件で発行されていた公募地方債にツーテーブル方式が導入されたが、2003年4月からは流動性の向上を目指し、東京都以外の団体が参加する共同発行債が導入される。現在の地方債市場は依然として発展段階であり、地方の財政運営にとって大きな役割をもつ地方債市場には発行・流通ともに様々な整備が必要とされている。

2003年度の地方債計画が公表され、地方の厳しい財政状況を反映して、臨時財政対策債の急増などにより、総額で対前年度比11.9%増の18.5兆円の内容となっている。資金別にみると政府資金等が微増となる一方で、民間等資金は28.3%増の9兆円と急拡大した。市場公募債のみでは対前年度比23.7%増の2.4兆円となっている。地方債の民間資金シフトは財投改革の下、近年加速されているが、本稿では現在の地方債市場の状況について概観する。

表1 2003年度地方債計画（資金別）

| | (兆円) | 対前年度比 (%) |
|--------|------|-----------|
| 総計 | 18.5 | 11.9 |
| 政府資金 | 7.7 | 1.2 |
| 財政融資資金 | 5.1 | 0.8 |
| 郵政公社資金 | 2.6 | 1.9 |
| 公営公庫資金 | 1.8 | ▲6.3 |
| 民間等資金 | 9.0 | 28.3 |
| 市場公募 | 2.4 | 23.7 |
| 銀行等引受 | 6.6 | 30.1 |

資料) 総務省ホームページより

地方債の発行形態

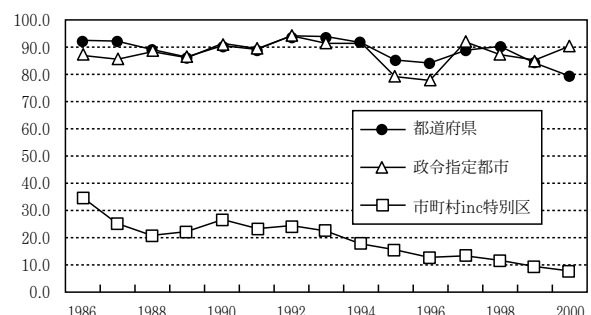
地公体が地方債（長期借入金）により資金調達をする場合、証書による借り入れ（ローン）、証券形式の縁故債（注1）発行、市場公募債発行の3つの方式に大別できる。

引受資金別にみると、政府資金と公営企業金

融公庫資金は、ともに証書による借り入れ方式となる。両資金は、00年度末時点で地方債資金の過半をしめる地方債の主要な消化先である。

一方で民間資金の場合は、前述の3つの手段が利用可能であるが、市場公募債は知名度、発行量等を勘案し28団体に限られており（注2）その他の団体は2つの方式の縁故債（証券形式と証書形式）によって資金を調達する。証券形式の縁故債は都道府県や政令指定都市など規模の大きな地公体で高い割合（8割以上）を占めており、市町村のように規模が小さくなると証書形式で借り入れる方式が主となる。市町村レベルでの証券形式の縁故債発行は現在1割にも

図1 縁故資金に占める証券形式の割合



資料) 地方債統計年報 各年度版

満たない状況である。図1より、近年、都道府県レベルでも証券形式の割合が減少し、証書の割合が若干ながら増えてきたことがわかる。

総務省は旧自治省時代から、消化促進、市場

の活用のために縁故債の証券化を進めてきた。しかし、近年地公体サイドからはペイオフにより公金預金と相殺が容易な証書形式、および引受金融機関サイドからは時価会計導入が当面は対象とならない証書形式のニーズが高まり、縁故債にしめる証券形式の割合が減少傾向にあった。

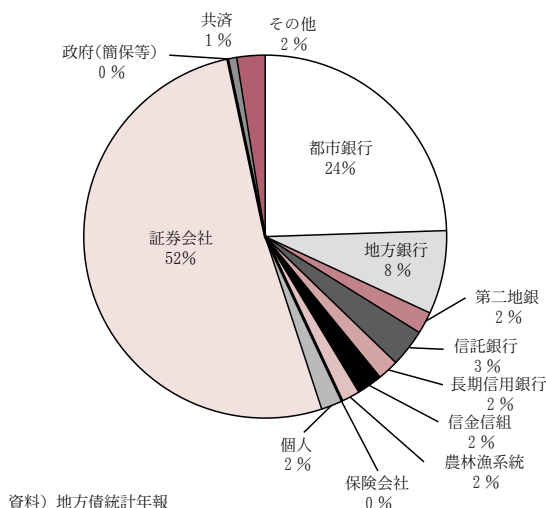
地方債市場の現状

地方債市場に流通するものは、証書形式を除く、東京都等の28団体が発行する市場公募債と縁故関係によって金融機関（主に指定金融機関など）が引受た証券形式の縁故債である。

市場公募債の発行段階での引受先をみたものが図2である。証券会社の引受が最も大きく、続いて都市銀行、地方銀行となっている。

図2 市場公募債の引受先シェア

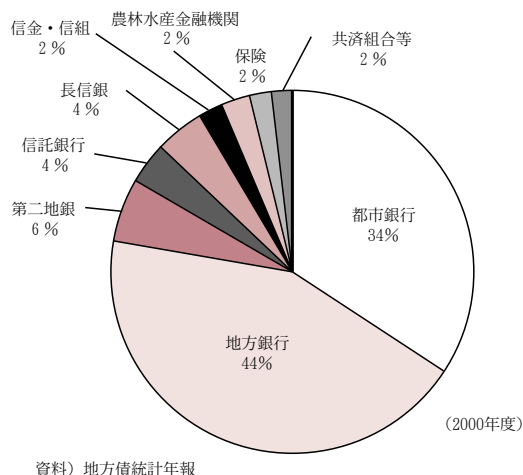
(10年債；2000/4～2001/3)



発行条件については、従来総務省(旧自治省)主導のもと、統一的に決定していたが2002年4月より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、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団体債と2つのグループに分けられた。都以外のその他の

団体の条件は、発行するそれぞれの団体がシ団と交渉の上、出された結果の中から、もっともよい団体の条件を、他の団体全てに適用するというものである。一方で、発行条件以外にも地公体によっては、シ団編入の条件として、当該金融機関の拠点の存在があげられていたり、シ団内の引受シェアが硬直的であることも特徴として指摘される。

図3 縁故債(証券形式)の引受シェア



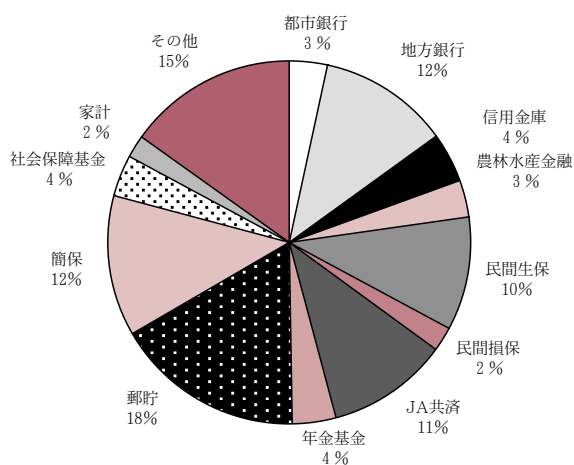
縁故債はその性格上、地公体の指定金融機関になっている都市銀行、地方銀行等の引受額が大きい。地方銀行で4割を超え、都市銀行を加えると8割近くを引受ており、指定金融機関制度が大きな影響を与えていると考えられる。

縁故債の条件は各団体様々であるが、公募債の金利条件に準じているケースが多い。一方で、引受手数料等については各団体に大きな差があり、京都市のように公募債発行時と同じように縁故債においても手数料を支払っている団体もあれば、滋賀県のように、手数料を一切廃止している団体もある。

図4は、市場公募債と証券形式の縁故債を実際の保有者について見たものである。発行段階で引受を行っていない郵貯・簡保などの公的金融機関が地方債総額の3割を保有している。これに続くのがJA共済であり、郵貯簡保の公的資金を除くと民間最大の地方債購入者というこ

とになる。この上位3機関に民間生損保分を含めると、地方債総額の5割を超える額を保有している。一方で都市銀行は発行段階においては最大の地位にしながら、保有状況は家計に次ぐ低さとなっている。地方銀行も引受ベースでは3割に及ぶにもかかわらず、保有では1割強と減少する。

図4 地方債の保有状況
保有状況(2001年度末)



資料) 日銀「金融経済統計年報」および各ディスクロージャー誌

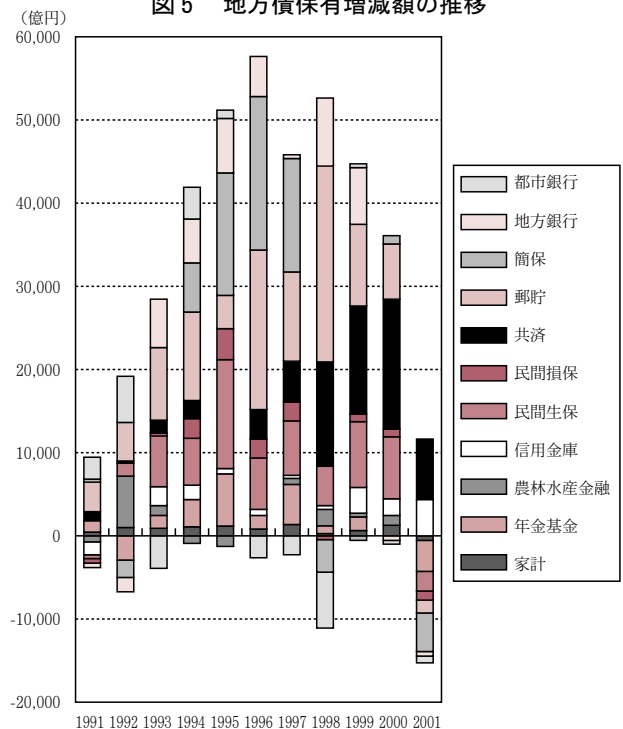
注) 日銀資金循環表のデータは時価ベースであり、民間金融機関の業態別保有残高を時価に試算した上で、シェアを算出している。

このように地方債の保有状況を見ると、投資家の偏り、限定が見て取れる。郵貯、簡保、JA共済の3機関で実に地方債の4割強を保有しているのである。地方債は10年満期一括の長期債の割合が高く、負債の性格上、長期運用を必要とする生損保、簡保、共済等が主要な投資家となるのは理解できよう。また、最大保有者である公的資金はその運用方針にバイ・アンド・ホールドを標榜しているように、地方債投資家はいったん購入したら、償還期日まで持ち切るといったケースが多いと推測される。

保有状況について、過去10年間における期末時点での増減の推移を示すと図5のようになり、近年地方債の保有を増大させている投資家は共済（そのほとんどがJA共済）であることがわかる。また、郵貯・簡保についてみると、同

じ公的資金でも、その行動には違いがあり、簡保は97年度まで最大の地方債購入者であったが、それ以降は地方債残高を減少させている傾向にある。郵貯は、2000年度まで地方債保有を増大させており、98年は最大の地方債購入者であった。都市銀行は96年度以降、一貫して地方債保有額を減少させている。2001年度は共済および信用金庫のみが地方債保有額を増大させた状況である。

図5 地方債保有増減額の推移



資料) 図4に同じ

注) JA共済のデータは91年まで遡れないため、JA共済を含む共済という区分で図4とは異なる。

地方債市場の課題

以上見てきたとおり、地方債の保有者は限定されている。一方で流通する地方債の銘柄は、市場公募債を発行する28団体に加え縁故債（証券）を発行する県、市等にまでおよび、プレイヤーが少ない中で、銘柄数が多いというのが地方債市場の現状である。

地方債の流通市場では近年銘柄間で格差

が拡大している。この背景を総務省等は地方債にデフォルトリスクが無い以上、流通性という面で問題視している。流通性の向上を目指して導入されるのが本年4月から発行される共同発行債である。東京都を除く27団体が参加する。共同発行債は初年度で8,500億円規模の発行という東京都債の年間発行規模を上回ることが予定されており、これへの参加により、団体によっては個別銘柄が無くなる状況もある。共同発行債は、地方財政法第5条の7に基づき、毎月全団体によって連名で発行される。連帯債務となるが、一方で参加団体間では他団体に負担を負わせない旨を総務大臣が立会のもとで確約するこ

とになっている。現状ではこれらの評価は難しいが、公募債及び縁故債も含め地方債市場の発展・整備はこれからの地公体の財政運営にも大きな影響をもつ課題であり、投資家層の拡大につながる商品となるように起債条件、発行までのプロセスも含め、その動向が注目される。

(丹羽 由夏)

(注1) 2003年度からは銀行等引受という名称に変更。

(注2) さいたま市の政令指定都市移行に伴い、同市の公募地方債発行が予定されており、2003年度から1団体増加する。尚、ミニ公募債に関しては本稿では対象としていない。

表2 都道府県および公募債発行団体（政令指定都市）の指定金融機関とその引受シェア

| | 指定金融機関 | 指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度) | | 指定金融機関 | 指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度) | | 指定金融機関 | 指定金融機関の 公募債引受 シェア(01年度) |
|-----|--------|-------------------------------|------|---------------------|-------------------------------|------|------------|-------------------------------|
| 北海道 | 北洋 | 13.0 | 新潟 | 第四 | 22.6 | 鳥取 | 山陰合同 | |
| 札幌市 | 北洋 | 11.0 | 長野 | 八十二 | 28.4 | 島根 | 山陰合同 | |
| 青森 | 青森 | | 富山 | 北陸 | | 岡山 | 中国 | |
| 岩手 | 岩手 | | 石川 | 北国 | | 広島 | 広島 | 10.0 |
| 宮城 | 七十七 | 16.6 | 福井 | 福井 | | 広島市 | 広島 | 15.8 |
| 仙台市 | 七十七 | 17.4 | 岐阜 | 十六 | | 山口 | 山口 | |
| 秋田 | 秋田 | | 静岡 | 静岡 | 18.7 | 徳島 | 阿波 | |
| 山形 | 山形 | | 愛知 | UFJ(旧東海) | 28.1 | 香川 | 百四 | |
| 福島 | 東邦 | | 名古屋市 | UFJ(旧東海) | 20.0 | 愛媛 | 伊予 | |
| 茨城 | 常陽 | 33.5 | 三重 | 百五 | | 高知 | 四国 | |
| 栃木 | 足利 | | 滋賀 | 滋賀 | | 福岡 | 福岡 | 10.0 |
| 群馬 | 群馬 | | 京都 | 京都 | 23.5 | 福岡市 | 福岡 | 11.0 |
| 埼玉 | あさひ | 24.0 | 京都市 | UFJ(旧三和) | 15.5(旧三和のみ) | 北九州市 | 輪番(福岡、みずほ) | 22(みずほ) |
| 千葉 | 千葉 | 27.3 | 大阪 | 大和 | 11.7 | 佐賀 | 佐賀 | |
| 千葉市 | 千葉 | 28.9 | 大阪市 | 輪番(UFJ、三井住友、みずほ、大和) | 13.5(みずほ)、他各社11 | 長崎 | 輪番(親和、十八) | |
| 神奈川 | 横浜 | 16.5 | 兵庫 | 三井住友 | 18.1 | 熊本 | 肥後 | |
| 横浜市 | 横浜 | 17.7 | 神戸市 | 三井住友 | 17.7 | 大分 | 大分 | |
| 川崎市 | 横浜 | 20.5 | 奈良 | 南都 | | 宮崎 | 宮崎 | |
| 山梨 | 山梨中央 | | 和歌山 | 紀陽 | | 鹿児島 | 鹿児島 | |
| 東京 | みずほ | 31.8 | | | | 沖縄 | 輪番(琉球、沖縄) | |

資料) 地方債統計年報