

# 今月の焦点

## 変革期を迎える地方債市場

- 自由化を市場機能強化の契機に -

### 要 約

地方債は地域に関係の深い公共事業の資金調達などのために発行されるが、許可制度のもとで公的資金が引受の過半を占め、4割強の民間資金は地銀等の縁故による消化が多い。公的資金の出し手である財政投融资制度の改革や時価会計導入、2006年度からの事前協議制度への移行など、地方債をめぐる環境は大きく変化している。今後は市場を通じた地方債発行や投資家の運用が増えていくとみられるが、公的資金に替わる安定調達先として、市場公募による個人消化拡大が重要とみられ、また、縁故債の流動性向上には、ロット拡大や中短期債発行のほか、信用力や流通性を反映した価格形成の実現が必要となる。

### 地方債市場の現状

#### 90年代に急増した地方債発行高

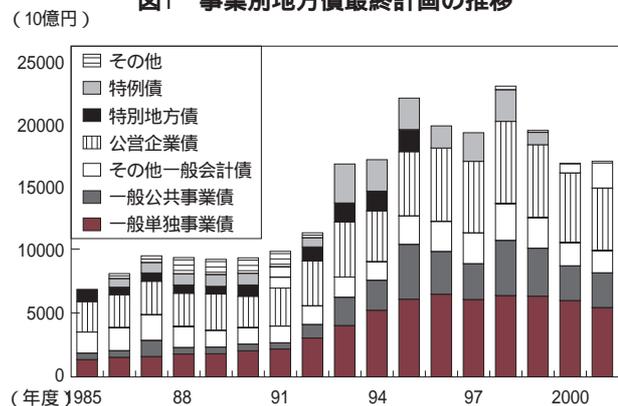
地方債とは、地方公共団体が年度を越えて行う借入金のことをいい(注1)、地方自治法第230条に発行根拠を有する。これを受けた地方財政法第5条で、「地方公共団体の歳出は地方債以外の歳入をもってその財源としなければならない。ただし、次に掲げる場合には地方債をもってその財源とすることができる」として、交通、ガス、水道事業など公営企業の経費、出資金及び貸付金、地方債借換のための経費、災害復旧事業等の財源、公共または公共用施設の建設事業費などが適債事業として定められている。これらのほかに、一時的な財源不足を補うための特例債などが発行されることがある。

上記の 公営企業の経費といった場合も実際には資本的支出に限り許可されており、地方債は、全体として、道路や学校、上下水道建設資金など地域住民に関係の深い公共事業の資金調達を中心に発行されている。これらは当世代の住民だけでなく、将来世代の住民にまで効用

が及ぶものであり、その意味で、地方債は世代間の負担の公平化や年度をまたがる財政支出と収入の調整といった役割を果たしている。

地方債の発行額は、図1のように90年代になって急増したが、事業別にみると一般会計債のなかの一般単独事業債や一般公共事業債、公営企業債などの増加が際立っている。これは公共投資基本計画(90年策定)のもとで、景気対策もあって公共事業の拡大が行われ、主たる実施主体である地方公共団体が地方債の発行によってこれに対応してきたためである。また、税

図1 事業別地方債最終計画の推移



資料 地方債協会「地方債統計年報」  
 (注) 1. 2000、2001年度は当初計画である

収伸び悩みや先行減税による財源不足を賄うための特例債が増えたことも影響している。

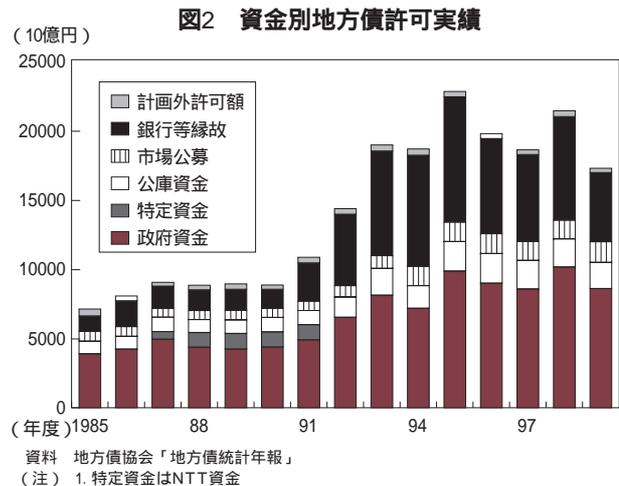
(注1) 地方債は地方公共団体（都道府県や市町村の普通地方公共団体のほか特別区や一部事務組合を含む）の借入金であり、地方公社やその他外郭団体の借入金は地方債ではない。また、地方公共団体の借入金でも年度内に償還される一時借入金は地方債には含まれない。

## 地方債許可制度

地方債を発行し、起債方法や利率、償還方法を変更するには、都道府県・指定都市は総務大臣の許可が、それ以外の市町村は都道府県知事の許可が必要である（旧地方自治法第250条、なお、2000年4月施行の地方分権一括法で許可制度は事前協議制度に移行したが、2005年度までは許可制度が維持されることになっている）。地方債許可制度は、地方債発行の総枠や発行条件等を規制するだけでなく、国の予算と関連した地方財政計画や地方債計画等を通じて、調達資金の確保や償還の保証をも行う仕組みとして機能している（注2）。

地方債計画や地方債許可方針には、公共事業等にかかる政府の政策スタンスが反映され、また、年度途中で景気対策により公共事業が追加される場合には、地方債許可制度を通じて事業量や資金枠が確保されていくことになる。前記のように、90年代には、公共投資基本計画のもとで生活関連の社会資本整備が推進され、公園等の都市環境整備やふるさとづくりなどの一般単独事業が増加し、また、数次にわたる景気対策を背景に一般公共事業（補助事業）も増加して、地方債の急増につながった。

地方債計画では、事業別の計画とともに資金の配分計画も作成される。地方債資金は、資金運用部資金と簡易保険積立金からなる政府資

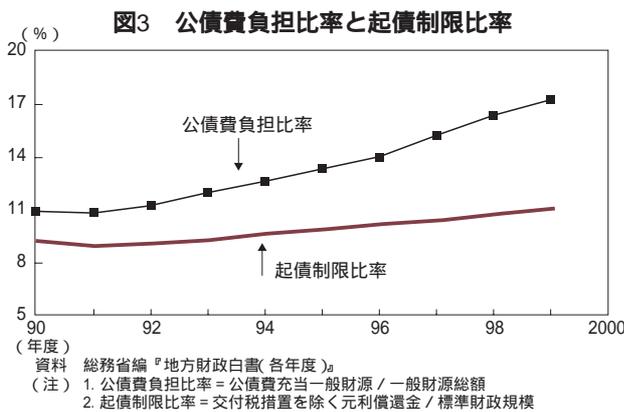


金、公営企業金融公庫資金、市場公募や銀行縁故などの民間等資金から構成されるが、図2のように、政府資金と公庫資金の公的資金が全体の約6割を占めるなど中心的役割を担い（このうち政府資金が4割強）、残りが民間等資金である。

政府資金は一般公共事業（補助事業）など政府の関わりが深い事業や、辺地・過疎対策事業など財政力の弱い自治体を実施する事業に優先的に配分され、公庫資金は主として公営企業債の引受に用いられる。また、民間等資金は、一般単独事業など自治体独自で行う事業や、大都市圏の都府県や政令指定都市など財政力が豊かな自治体を中心に配分される（たとえば、東京都の場合民間等資金のシェアが8割を超える）。

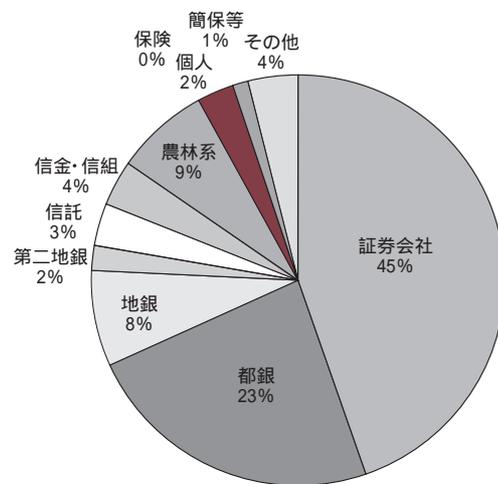
なお、国が自治体の事業を政策誘導していく場合、地方債の後年度の元利償還金を交付税措置（基準財政需要額に算入するなどして交付税で負担）することが行われており、90年代になってこうした地方債が増加している（注3）。図3のように、公債費負担比率と起債制限比率の乖離幅が拡大していることからこの傾向がみてとれる。

(注2) こうした観点から、BIS自己資本比率規制による地方債のリスクウェイトは、国債同様ゼロである。  
 (注3) 地方債の交付税措置された部分は、実質的に個別自治体の負担ではないといえるが、交付税特会が赤字の場合その半分は自治体の負担になることには留意が必要である。



あり(注4)、発行体ごとに証券会社や都銀・地銀などからなる引受シ団が構成されている。毎月の発行額や発行条件の決定は、各発行団体とシ団の個別協議ではなく、総務省と28シ団の代表者からなるシ団連絡会議によって行われ、同時期に発行されるものは発行条件は各銘柄とも同一である。72年以降10年債だけが発行されていたが、2000年度には5年債も発行され、償還方法も92年度から満期一括償還となっている。

図4 公募地方債の消化状況(99年度)



地方債消化の現状

地方債消化の6割を占める公的資金(政府資金と公庫資金)は、証券形式での貸付であり、民間の金融市場にでてくることはないため、ここでは約4割を占める民間等資金による地方債消化について考察する。民間等資金は市場公募資金と縁故資金に分かれ、後者はさらに銀行等縁故資金と共済等縁故資金に分けられる。共済等縁故資金は地方公務員共済組合などから資金調達するものであるが、金額的にそれほど大きなものではなく、民間等資金の大半は市場公募資金と銀行等縁故資金である。

公募地方債

市場公募資金は、証券市場で不特定多数を対象に地方債を公募する形で資金調達するものだが、99年度の公募債発行額は約2兆円で、地方債発行額全体の11%になる。

現在、公募地方債を発行している地方公共団体は、東京都や大阪府などの16都道府県と横浜市や名古屋市などの12指定都市の28団体が

表1 公募地方債(10年債)発行の諸手数料

(単位 100円につき円)

年月	引受手数料	受託手数料	当初登録手数料	元金償還手数料	利金支払手数料
93.11	1.08	0.05	0.07	0.20	0.30
94.06	0.97	0.05	0.07	0.20	0.30
94.08	0.97	0.05	0.07	0.14	0.28
94.10	0.97	0.05	0.05	0.14	0.28
95.09	0.97	0.05	0.05	0.10	0.20
96.02	0.97	0.03	0.05	0.10	0.20
96.11	0.85	0.03	0.05	0.10	0.20
97.05	0.85	0.02	0.05	0.10	0.20
98.07	0.85	0.01	0.04	0.10	0.20
99.04	0.75	0.01	0.04	0.10	0.20

資料 地方債協会「地方債統計年報」

発行額や発行条件が決められると、シ団メンバーによる募集取扱がなされ、残額があればこれらのシ団メンバーによって引き受けられる。99年度の公募地方債の消化状況は図4のとおりであり、証券会社や都銀・地銀を通じた消化が多くなっている。証券会社や都銀の販売先は郵貯（自由化対策資金）や簡保、生保などの機関投資家が多く、個人消化は2%程度と少ない。シ団メンバーは取扱額等に応じて引受手数料等を受取るが、近年、これらの手数料も低下傾向にある（表1）。

### 縁故地方債

銀行等縁故資金は、指定金融機関や指定代理金融機関など発行体と何らかの縁故関係にある金融機関等によって引き受けられるもので、地銀や都銀、第二地銀、農協系金融機関、信金などが縁故債の引受を行っている。公募債の場合はすべて証券による発行だが、縁故債の場合は証券形式のものと証書形式のものがあり、都道府県や比較的規模の大きい市では証券形式による場合が多いが、小規模の市や町村では証書形式のものが大半である（表2）。99年度の銀行等への縁故債発行額は5.8兆円で地方債発行額全体の31%（このうち証券形式が20%で証書形式が11%）を占めている。

縁故債も公募債と同様10年債が主体であるが、2000年度に5年債や15年債も発行された。償還の仕方は10年債では3年据置後元金均等償還のケースが多いが、近年は満期一括償還のものも増加している。

金融機関別の縁故地方債引受状況をみると、都道府県や指定都市では地銀と都銀のシェアが高いが、小規模自治体である市町村・特別区では地銀のシェアが高いものの、信金・信組や農

林系金融機関のシェアが都銀を上回っている（表2）。縁故債の発行条件は、本来発行体と引受者の相対交渉で決まるべきものだが、現実には公募地方債と同条件で行われる場合が多く、引受にかかる手数料等も、シ団が構成されていれば引受手数料等を受け取るケースもあるが、金融機関が相対で引き受ける場合には手数料がないことも多い。なお、縁故債は発行時期が年度末から出納整理期間の3～5月に集中する傾向がある。

発行体にとっては、縁故債は機動的な発行が可能であり、手数料等も公募債に比べて低いという点が好まれるが、一方、引受側にとっては妙味が少なく、3～5月に集中発行されるうえ、金利上昇時に含み損を抱える（時価会計導入でこれが表面化する）リスクもある。このため、最大引受者である地銀を中心に、縁故債引受を収益性の観点から見直す動きも出ている（注5）。

銀行等縁故資金は92年度以降一般単独事業

表2 金融機関別縁故地方債引受状況

（98年度、単位 億円：%）

	都道府県・指定都市			市町村・特別区		
	証券	証書	計	証券	証書	計
都 銀 (シェア)	11,882 (28.5)	817 (2.0)	12,699 (30.5)	376 (2.4)	1,570 (9.8)	1,946 (12.2)
地 銀 (シェア)	15,191 (36.4)	3,116 (7.5)	18,307 (43.9)	704 (4.4)	5,590 (35.1)	6,294 (39.5)
第二地銀 (シェア)	1,922 (4.6)	613 (1.5)	2,535 (6.1)	192 (1.2)	789 (5.0)	981 (6.2)
長 信 銀 (シェア)	1,505 (3.6)	- (-)	1,505 (3.6)	- (-)	- (-)	- (-)
信 託 (シェア)	1,561 (3.7)	- (-)	1,561 (3.7)	- (-)	- (-)	- (-)
信金・信組 (シェア)	756 (1.8)	136 (0.3)	892 (2.1)	43 (0.3)	2,148 (13.4)	2,191 (13.7)
農 林 系 (シェア)	963 (2.3)	1,320 (3.2)	2,283 (5.5)	0 (0.0)	2,108 (13.2)	2,108 (13.2)
生 損 保 (シェア)	703 (1.7)	564 (1.3)	1,267 (3.0)	6 (0.0)	587 (3.7)	593 (3.7)
そ の 他 (シェア)	572 (1.4)	109 (0.2)	681 (1.6)	83 (0.5)	1,748 (11.0)	1,831 (11.5)
合 計 (シェア)	35,055 (84.0)	6,675 (16.0)	41,730 (100.0)	1,404 (8.8)	14,540 (91.2)	15,944 (100.0)

資料 地方債協会「地方債統計年報」

の拡大等もあって大きく増加したが、近年では地方財政悪化による公共事業の削減もあり、発行額は抑制傾向にある。

(注4) 公募団体の選定には特別の基準はなく、既往の縁故債の発行実績や発行体の公募債発行の希望の有無などを勘案して決められている。

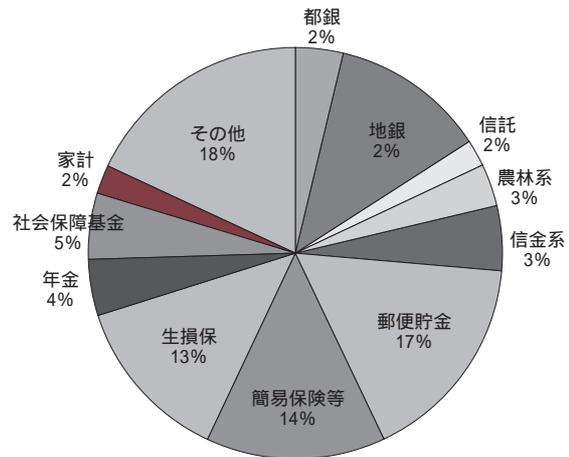
(注5) 全国地方銀行協会は、「時価会計時代における非公募地方債のあり方について」(2000年2月16日付)のなかで、公募債の発行比重拡大や信用度に応じた発行条件の見直し、発行ロット拡大などの要望を行っている。

### 活発さに欠ける流通市場

証券形式で発行された地方債(98年度の地方債発行残高175兆円のうち証券形式の残高は52兆円)は、償還までの間流通市場を形成するが、国債の売却制限が撤廃された77年以前には、地方債は金融債とともに公社債流通市場において売買の中心であった。しかし、78年以降は国債が流通市場の主役となり、地方債の売買高は伸び悩んだ。

地方債の保有構造をみると、99年度末では郵貯(自由化対策資金)や簡保積立金、生損保の保有が大きく、この上位3業態で44%の保有シェアを占める(図5)。これらの投資家は直接引受のシェアは小さいため、大半が流通市場で購入したものであり、証券会社等を通じて公募債に応募したり、縁故債を引き受けた地銀が流通市場で売却したものを購入するなどの形で地方債を取得している。この3業態に次ぐのが地銀であるが、地銀は縁故債の最大の引受手であり、引き受けたものの一部は流通市場で売却するが、かなりの部分は売却しないで保有を続けるものとみられる。なお、個人投資家は2%程度と少なく、住民と密接な関係にある地方公共団体が発行する債券という地方債の性格を考

図5 地方債の保有構造(1999年度末)

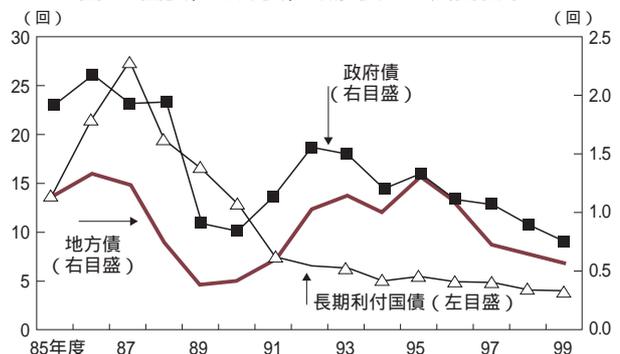


資料 日銀「資金循環勘定」「金融経済統計月報」から作成  
 (注) 1. 証券形式の地方債のみ、政府資金等証券形式は含まず。  
 2. 郵便貯金は自由化対策資金運用分。

えれば、個人投資家の保有拡大が今後の課題であろう。

地方債の売買回転率をみると、国債はももろんのこと、政保債に比べても回転率が低い(図6)。地方債の銘柄数が多い上にロットが小さく売買がしにくいこと、地方債の投資家として、前記のように、郵貯(自由化資金対策分)や簡保、生保などの保有シェアが大きく、これらの投資家はいったん購入すると償還期限まで持ち切る傾向があることなどが背景にある。

図6 国債、地方債、政府債の売買回転率



資料 日本証券業協会「証券業報」  
 (注) 1. 長期利付国債には超長期を含む。  
 2. 地方債は都道府県・指定都市発行(証券形式)のみ。  
 3. 売買回転率 = 売買高 / 発行残高の期首・期末平均。

## 地方財政悪化とその影響

90年代になって、公共投資基本計画の策定や数次にわたる景気対策の実施もあり公共事業が急拡大し、その主たる実施主体である地方公共団体の財政支出が膨らみ、地方債の発行が急増した。一方、景気の低迷で地方税収が伸び悩み、特に、法人事業税など法人関連税収が落込んで、大都市圏の都府県を中心に地方公共団体の財政を悪化させた。こうしたなかで地方債の信用リスクに対する関心が高まり、日本格付情報センター（R&I）も99年4月から地方債の格付を開始した。

しかし、地方債流通市場において、国債との利回りスプレッドや地方債銘柄間の利回り格差がある程度は存在するものの、傾向的に拡大を続けているというわけではない。銘柄間格差にしても、信用リスクというよりは流動性の差に原因があるとみなされている。これは現行の地方債許可制度が償還保証をも行うものであることの理解の浸透や、各自治体の財政再建への取り組み、投資家への情報開示の努力などが評価された結果とみられる。地方公共団体においては、引き続き財政再建への取り組みや情報開示の努力が必要であろう。

## 地方債市場をめぐる環境変化

### 許可制度から事前協議制度への移行

地方分権一括法が2000年4月から施行されたが、このなかで、地方自治法や地方財政法等も改正され、明治以来続いてきた地方債許可制度が事前協議制度に移行することとなった（ただし、実施は2006年度から）。改正地方財政法第5条の3では、地方公共団体が地方債を起債し、起債方法、利率もしくは償還方法を変更しよう

とするときは、総務大臣（都道府県・指定都市の場合）又は都道府県知事（指定都市以外の市町村の場合）に協議しなければならない（同条の3第1項）と定められ、同意を得ないで地方債の発行等を行う場合は、その旨をあらかじめ議会に報告しなければならない（同第5項）とされた。また、同意を得た地方債のみ公的資金を借入れることができ（同第3項）元利償還金を地方財政計画に参入できる（同第4項）ものとされた。

事前協議制度に移行したことの意味は、総務大臣又は都道府県知事への協議や議会への報告が条件にはなるものの、最終的に地方公共団体の判断で地方債の発行や条件変更等ができるようになったことである。同意が得られないものについては、公的資金の借入や元利償還金の地方財政計画への算入（償還保証）ができないが、現在でも東京都などの大規模自治体では公的資金の借入は少ない。2006年度以降は財政内容の良い大規模自治体を中心に自治体自らの判断で地方債を発行するケースもでてこよう。こうした動きは、市場において発行体の信用力がより重視され、信用力に応じた利回り形成がなされる傾向をより広げていくものと思われる。

## 財投改革と公的資金の動向

地方債資金の約6割を占める公的資金のうち、約4割を占める政府資金は、郵貯や年金を原資とする資金運用部資金と簡易保険積立金とから構成されていた。貸付期間は最長30年で、一般公共事業（補助事業）の場合20年償還のものが多い。貸付利率は期間5年以上のものについて長期国債（10年）利率+0.2%程度の金利が適用されていた。公庫資金は地方公共団体

の公営企業への貸付が中心であるが、貸付期限は上水道建設資金の場合最長28年と長期にわたっている。これらの公的資金は、地方財政計画や地方債計画の策定と並行して、財政投融资計画のなかで決定されていた。

2001年4月から財投改革が実施され、郵貯と年金の資金運用部への預託義務は廃止されて、簡保積立金とともに市場運用に移行した。公団や事業団等の財投機関は、4月以降は自ら財投機関債を発行するか、財投債を発行して資金調達する財政融資資金から融資を受けるかのどちらかとなるが、地方公共団体向け貸付については、財政力の弱い自治体に配慮して、郵貯と簡保の直接融資が継続されることとなった。このため、政府資金は郵貯あるいは簡保の直接融資と財政融資資金による融資の三つのルートとなり、2001年度の地方債計画では、これらの三つのルートの融資額は表3のようになっている。

表3 2000年度と2001年度の地方債計画

(単位 億円)

2001年度		2000年度		A - B
項目	金額A	項目	金額B	
政府資金	78,100	政府資金	76,500	1,600
財政融資資金	51,800	( 資金運用部 )	( 58,700 )	
郵貯直融	10,000	郵貯等	45,713	
簡保直融	16,300	年金	12,987	
-	-	簡保	17,800	
公庫資金	19,600	公庫資金	20,200	- 600
民間等資金	67,298	民間等資金	66,406	892
市場公募	16,900	市場公募	16,100	800
銀行等縁故	48,598	銀行等縁故	47,506	1,092
共済等縁故外	1,800	共済等縁故	2,800	- 1,000
合計	164,998	合計	163,106	1,892

資料 総務省

貸付利率は、貸付期間に応じた固定金利方式(当該期間の国債利回りが基準)か10年ごとの金利見直し方式かのいずれかを選択することになっているが、これまでのところ固定金利方式の選択が多いようである。公庫資金の貸付金利

も政府資金に準じたものである。

2001年度は、財政融資資金や郵貯・簡保の直接融資もあり政府資金は従来どおり確保されているが(表3)、将来的には政府資金の縮小が提言されており(97年11月27日付資金運用審議会懇談会報告書「財政投融资の抜本的改革について」)、郵貯や簡保の直接融資についても、将来的には市場を通じた地方債の運用への移行をめざすべきであるとされている(2000年6月9日付郵貯・簡保資金運用研究会最終報告書)。また、郵貯関連業務は本年1月から郵政事業庁に集約化され、さらに独立法人化すれば従来以上に収益性を重視した運用に変っていくものと思われる。地方公共団体における従来のような長期で低利固定金利の政府資金の利用は、今後次第に変化していかざるを得ないと予想される。

### 時価会計導入の影響

2000年度から金融商品に時価会計が導入された。時価会計では、保有有価証券は 売買目的有価証券、満期保有目的の債券、子会社及び関連会社株式、 其他有価証券の四つに分けられ、 は時価評価で評価差額を当期の損益として処理し、 は償却原価、 は取得原価による処理とし、 は時価評価であるが評価差額は資本の部に直接計上するか、時価が取得原価を上回る場合は資本の部に計上し、時価が取得原価を下回る場合は当期の損失として処理するかのいずれかとなった。このうち、 其他有価証券については2001年度から実施することとされている(ただし、2000年度からの実施も可能)。

地方債は、大半が 其他有価証券に分類されるものとみられ、時価評価が適用され、評価

差額が当期の自己資本ないしは損益に影響することになる。前にも述べたように、地方債の保有者は郵貯や簡保、生保、地銀や都銀、農林系金融機関や信金など金融機関や機関投資家が大半であり、金融機関の場合、時価の変動が自己資本比率等を変化させるため、その影響は大きい。

これまでは長期金利が趨勢的に低下してきたため、引受けた地方債が一時的に含み損を抱えることはあっても、中長期的には利益を生む局面が多かった。しかし、長期金利は底に近い状況にあり、今後は上昇する可能性の方が高い。金利上昇が予想される局面では、長期債が回避され中短期債が選好される傾向が高まるとともに、転売が容易な流通市場の形成が求められよう。

### 地方債市場改革の方向性

地方債の事前協議制移行と市場運用を基本とする財投改革の実施から出てくる結論は、地方債発行の自由化と市場を通じた地方債消化の拡大である。また、時価会計の導入により、中短期債の発行や流通市場の機能強化が要請されてくる。

これらを踏まえた今後の地方債市場改革の方向性を考えると、第一に、財政力の弱い小規模自治体には郵貯や簡保の直接融資の継続が必要と思われるが、一定規模以上の自治体に対しては政府資金を段階的に縮小し、民間資金、特に市場公募資金を増やしていくべきであろう。公募債の増加には、たとえば、現在の28の公募団体を全都道府県と中核市以上の都市に拡大することも考えられる。地域金融機関を中心に引受シ団を構成し、公募債の安定消化先として個人消化拡大を図るべきである。社債などにも個人消化拡大の動きがあるが、地域の社会資本整備

という資金の性格からいっても地方債が個人（地域住民）消化によりふさわしいものと思われる。個人消化拡大には、窓販を行う地域金融機関の役割が重要であり、また、地域住民に地方債を魅力あるものとするため、自治体の権限で可能な特典（たとえば、老人介護施設建設資金であれば地方債所有者は優先的に介護サービスが受けられるなど）を付与することなども検討の余地があろう。米国の地方債市場では個人保有が35%（99年末）を占めるが、地方債の利子が連邦所得税を免除されていることの効果が大きい。

第二に、縁故地方債については、引受者側の負担軽減のため、流動性を高めるための市場機能の強化が必要である。市場機能強化策としては、ロットの拡大や償還期限の多様化、JBネットを利用した決済システムの整備などとともに、発行体の信用力（格付け等）や債券の流通性等を反映した価格形成（発行条件を含む）がなされることが重要である。格付けに際しては、現行の交付税制度等を通じた地方債の償還保証も格付け向上の有力な手段となろう。

以上に述べたような市場改革は、発行体にとってコストアップ要因が多いが、財投改革等の自由化、市場化が進むなかで、ある程度は避けられない面もある。しかし、中短期債発行等期間の多様化は必ずしもコストアップ要因とは限らず、たとえば、20年の固定金利借入に比べて、期間を多様化しそれを借り替えることで金利変化のなかで調達コストを下げることも可能である。市場化が進むなかでは、市場と向き合い、市場の利点と利用可能性を十分認識したうえでの資金調達能力の向上、そのための職員教育等が重要と思われる。（鈴木 博）