今月の焦点

地方債市場の変化

要　旨

地方債市場をとり巻く環境が急速に変化している。02年から導入されたミニ公募債は急速に全国に拡大しており、今年4月に新たに発行された共同発行債の動向も注目される。個別発行債にも入札制度など競争原理が導入され始めた。地方分権の進展とともに地方公共団体は自らの資金調達にも自己責任を求められ、そのあり方を模索している状況と言えよう。

近年、地方債市場の整備・育成のために様々な改革が行われ、2002年には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。その後、ミニ公募債の発行、地方公共団体（地公体）によるＩＲ活動も活発化した。2003年4月からは長年検討されてきた共同発行市場公募地方債（共同発行債）がついに導入された。本稿では、昨今の地方債市場の変化について、特にミニ公募債、共同発行債および入札方式の導入を中心に紹介する。

ミニ公募債（住民向け公募地方債）の導入

市場公募債の発行が財政規模の大きい、知名度もある地公体に限られている一方で、非公募団体にも多様な資金調達の道を開くべく、また一定のセーフティネットとしての可能性も期待し、ミニ公募債が導入された。ミニ公募債は個人向けの公募地方債であり、そのほとんどが当該団体の所管区域内に居住あるいは勤務している個人あるいは団体に限った販売となっている。個人投資家は比較的満期保有の傾向があり、安定的な消化先としても期待されている。さらに住民の行政への参加意識を高めるという効果も考えられている。

表1は、都道府県および政令市のミニ公募債の発行状況（03年度予定分も一部含む）である。ミニ公募債は2002年3月25日に初めて群馬県（「愛県債」）で発行されたが、その後日本全国に急速に拡大した。超低金利下で定期預金等の利回りと比して相対的に高い利回りを提示していることや、ペイオフ対策の観点から債券運用にも個人の関心が高まったことが影響し、販売状況も非常に良好であった。都道府県、政令市さらに中小の地公体でも発行され、2003年度も引き続き、多数の団体で計画されている。北東北（青森県、秋田県、岩手県）など、個別発行ではなく地域的なつながりの中で複数の団体が共同発行する形態のミニ公募債も計画されている。

実際の販売は地元金融機関が窓口になるために、金融機関サイドにとって、債券販売のためのシステム構築や小口販売となるために負荷される事務コストなどが課題として指摘される。また当初、非公募団体による発行を前提にしていたが、市場公募債発行団体においてもミニ公募債の発行が拡がっている。従来の市場公募債においても、個人消化の割合が高い団体もあり、ミニ公募債との整理も今後必要となってくると考えられる。

共同発行債の導入

2003年4月より共同発行債が導入された。同債は流動性の向上を目指し、セーフティネットとしての役割、地方債市場でのベンチマークとなることが期待されたものである。地方財政法第5条の7を根拠法として、連帯債務・連名方式を採用し、初年度で都債の年間発行額（8800億円）に迫る8470億円を予定している。

参加団体は27団体（東京都・さいたま市を除く従来の市場公募債発行団体）であり、各団体、年間で200億円から400億円規模の資金調達を行う（表2参照）。年間発行規模が5000億円を超す大阪府のような団体が400億円の持寄額である一方で、年間600億円を発行する広島県が400億円という同額を共同発行債に持ち寄っている状況であり、年間発行規模が大きい団体にとって、同債の恩恵は限定的であるともいえる。また、このような仕組みによって、年間発行額の小さい団体（宮城県、仙台市、千葉市、新潟県、茨城県）の個別銘柄債は姿を消すことになる。

各団体が一回につき50億円を上限として資金調達をする仕組みとなっているため、毎月共同発行債によって資金調達をする団体数は16～17にのぼる。個別債により資金調達をしていた従来であれば、例えば200億円を1年に1回だけ調達していた団体もあるが、このような団体も共同発行債の場合、数回に分けて資金調達をする。これは、各月で調達する団体が大きく変わらないこと、例えば4月に大阪府と大阪市が各200億円ずつ資金調達をし、次の月に横浜市と神奈川県が200億円づつ資金調達をするケースでは、名称は同じ共同発行債といっても、毎月債券の質が変わるという判断を投資家側がしてしまうのではないかという懸念があり、そのようなことを避ける意味もあったとされている。

共同発行債はその根拠法から連帯債務となるが、これは約8500億円全体を横浜市が面倒をみるという理解も可能である。連帯債務である以上、地公体が予算を作成する際は、債務負担行為として、他の団体の資金調達額（共同発行債の年間発行額－自団体の調達額）も計上され、議決を経るという作業が必要となる。このため、議会対策として他団体に負担をかけない旨を首長同士が確約する（下記「協定書」）ことが決められた。これは法律に基づく連帯債務を否定するものではなく、総務大臣立会のもとの紳士協定であると認識されている。

共同発行債は、1962年より大阪市および大阪府が外債によって調達したケースが存在するが、同ケースの場合、外債のため政府保証が付与されていた。上記以降、この度の共同発行債まで、連帯債務等が障害となり共同発行の仕組みは活用されて来なかった。

2003年4月8日の第一回発行条件決定日を前に、3月27日、総務省は共同発行債の説明会を行っている。参加27団体、総務省自治財政局および

表1　ミニ公募債の発行状況（都道府県及び政令市、2003年3月28日時点）

市場公募債発行団体				非公募団体			
都道府県	発行時期	発行額（円）	償還期間	都道府県	発行時期	発行額（円）	償還期間
茨城県	02年12月、03年3月	各20億	5年満活	青森県	02年12月	20億	5年満活
埼玉県	02年12月	100億	5年満活	福島県	03年5月（予定）	20億	
神奈川県	02年12月	200億	7年満活	群馬県	02年3月、6月	10億、30億	5年満活
東京都	02年9月、12月	各200億	3年満活	富山県	03年3月	10億	5年満活
新潟県	03年5月（予定）	20億		石川県	03年2月	10億	5年満活
愛知県	02年9月、03年3月	70億、100億	5年満活	岐阜県	02年10月	20億	5年満活
兵庫県	02年6、7、12月	各50億、100億	5年満活	滋賀県	03年5月（予定）	10億	
福岡県	02年12月	50億	5年満活	奈良県	03年（予定）	10億	
政令市	発行時期	発行額(円)	償還期間	鳥取県	03年2月	10億	5年満活
札幌市	02年7月	20億	3年満活	島根県	03年3月	10億	5年満活
名古屋市	03年（予定）	30億		佐賀県	03年3月	10億	5年満活
京都市	03年（予定）	20億		長崎県	03年3月	30億	5年満活
大阪市	02年10月	20億	5年満活	大分県	02年12月	10億	5年満活
神戸市	02年10月	20億	5年満活				
福岡市	02年11月	20億	3年満活				
北九州市	02年9月	10億	5年満活				

資料）総務省公表資料及び各報道資料より作成
注）政令市以外の市については含まず。

地方債協会による共催で、27発行団体で構成される「共同発行団体連絡協議会（2003年度幹事団体は横浜市、大阪府）」も同日に開催されている。同連絡協議会では、17条からなる「協定書」が首長名で締結され、共同発行債は当分の間、諸条件の決定を総務省に委任すること（第9条）、他の団体に負担をかけず、地方債の信用力を貶めるような行為を行わないこと（第15条）などが盛り込まれた。共同発行債の評価に対しては、事前にＲ＆Ｉが参加地公体の最高格付けと同じになるという考え方を示している。

引受手数料についても共同発行債の発行にあたり、引き下げが検討された。引受手数料の改定については、個別市場公募債の場合、昨年のツーテーブル方式が導入された際に、75銭から48銭に削減されている。共同発行債では38銭まで引き下げられており、これに伴い、東京都、横浜市も手数料を共同発行債と同額に引き下げると公表している。他の団体も追随の動きを示しているが、一部には現状（48銭）を維持する団体もみられる。

共同発行債の仕組みが前述のような様々な工夫をしたものとなった背景には、総務省側が信用リスクは団体にかかわらず同じとしていながら、民間の格付け会社の公表する格付けには明らかに違いがあり、流通市場でも銘柄間に格差が定着しているという事実があると考えられる。市場で評価の高い横浜市は、年間の公募債発行量が多い（1900億円）にもかかわらず、共同発行債へは最低ラインの200億円の持寄額に留まっており、個別発行を重視しているスタンスが読みとれる。90年代後半、ドイツで発行された州連合債（レンダージャンボ債）においても豊かな州が財政の厳しい州との共同発行に消極的であった事例もある（弊社「金融市場99年4月号」参照）。

平成14年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書においても「共同発行市場公募地方債の市場評価がその期待される水準を保つことができない場合には、参加団体が共同発行の枠組みから抜ける可能性を否定できない」という懸念を表している。一方で、自己責任という観点から「公的債務管理政策に関する研究会第3回」（財務省）では、共同発行について否定的なコメントも述べられている。

表2　03年度市場公募債発行予定額
（3月14日発表時点、単位：億円）

団体名	年間発行予定額	共同発行	個別発行		前年度	増加率
			10年債	5年債	合計	%
東京都	8800	0	7800	1000	6000	46.7
大阪府	5200	400	2800	2000	2000	160.0
神奈川県	3200	200	1800	1200	1350	137.0
北海道	2400	400	1000	1000	1400	71.4
兵庫県	2400	400	1500	500	1100	118.2
大阪市	2000	400	1000	600	1900	5.3
横浜市	1900	200	1200	500	1450	31.0
埼玉県	1400	400	1000	0	1000	40.0
静岡県	1200	400	600	200	900	33.3
神戸市	1200	400	300	500	850	41.2
名古屋市	1160	400	560	200	1020	13.7
千葉県	1150	300	600	250	640	79.7
愛知県	1100	400	500	200	1040	5.8
札幌市	1100	300	500	300	700	57.1
京都府	1000	400	400	200	500	100.0
福岡市	900	200	400	300	700	28.6
川崎市	700	400	0	300	550	27.3
京都市	700	400	0	300	650	7.7
広島県	600	400	200	0	400	50.0
福岡県	500	200	0	300	500	0.0
長野県	400	200	0	200	200	100.0
広島市	400	200	200	0	330	21.2
北九州市	400	200	200	0	330	21.2
宮城県	330	330	0	0	330	0.0
仙台市	260	260	0	0	250	4.0
茨木県	240	240	0	0	220	9.1
新潟県	240	240	0	0	220	9.1
千葉市	200	200	0	0	200	0.0
さいたま市	100	0	0	100	0	－
計	41180	8470	22560	10150	26730	54.1

注）前年度（2002年度）の年間発行予定額は02年12月の改訂時点。太枠内の5団体は、2003年度の個別銘柄債の発行がなくなった団体。

入札方式の導入開始

次に個別銘柄債発行における新しい動きであるが、従来、各地方債の引受シ団は指定金融機関が幹事となり、メンバーおよびシェアも固定化されてきた。しかし2002年度、東京都のミニ公募債「東京都再生都債」において、初めて主幹事入札制度が採用され、入札結果をもとに新光証券が選ばれた。

縁故債では、2003年3月6日の横浜市において、初めて利回りベースの入札によるシ団編成方式が採用された。結果としてみずほコーポレート銀行、ドイツデプファ銀行、神奈川県信連の3

機関で組成された。同市の指定金融機関である横浜銀行がシ団から抜けたことから、大きく注目されることになった。同債券は、超長期債（20年債）であり、既存の市場公募債や縁故債のシ団メンバーとは別枠で編成されたが、このような競争原理の導入は、縁故関係が重視されてきたシ団編成の中での大きな転換である。東京都も引き続き2003年度の市場公募債に主幹事入札制を導入する動きを示している。また、非公募団体でも、鳥取県はミニ公募債（2003年2月）で県内金融機関を対象に入札を行った。

入札方式を積極的に導入することを表明している地公体は、現在のところ東京都などに代表される民間資金の調達経験が豊富な団体である。今後急速に全国に波及していくのかは不透明であるが、地域性、縁故性が強かった地方債の発行市場にとって、入札制度の導入は大きな転換期であることの象徴であろう。

以上見てきたとおり、地方債市場は現在新たな施策が次々と導入されている。従来の安定的な地方債引受資金であった公的資金の縮小を前提に、地公体が民間資金の低利で安定的な調達手法を模索していることが背景にある。投資家にとって地方債は金融商品の一つにすぎない。しかし、発行する地公体にとって地方債市場は市場原理に直面する場では無かったといえる。これは、総務省（旧自治省）主導の下、市場公募債の発行条件が全国一律に決定されてきたこと、縁故債では指定金融機関制度というシステムの下、地域金融機関との閉鎖的関係からくる安定性が可能としてきたと言えよう。また、背後にある政府資金および公営企業金融公庫資金というセーフティネットの存在も資金調達に対する意識を希薄化させていた。今後、投資家およびマーケットの目を意識した行動が必要となるのは明らかであるが、一方で、所管内の地域金融機関とのつながりも無視できない環境にある。自らの資金調達において、地方債市場の活用と地域金融との関係を総合的に判断する目も地公体に求められているのかもしれない。

（丹羽　由夏）