

地方債市場における流動性向上への課題

要 約

今後地方自治体の資金調達において民間の果たす役割は急激に拡大していくと考えられる。民間から大量の資金調達を円滑に行うためには、投資家サイドからの流動性向上へのニーズに応じて行くことが重要。この対策の一つとして、早くから共同発行により一回の発行額を一定規模に大型化させることが議論されてきた。

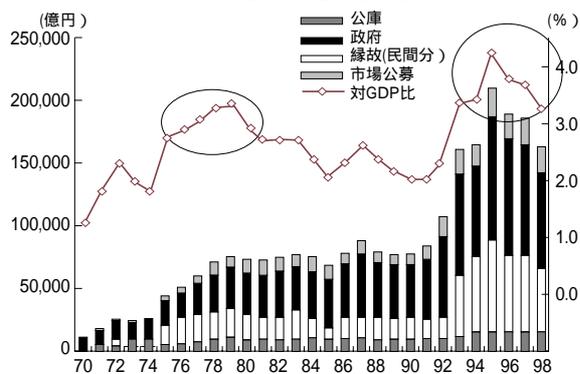
ロットの大型化による流動性の向上は投資家、自治体双方に有益であると考えられるが、実際的手段として早急に共同発行を導入するには環境が不整備と言わざるを得ない。適切な信用リスクの把握（特に普通会計以外のディスクロージャー）と地方債制度の条件整備を行なうことが先決。このような環境整備が調った上で、財政規模の小さい市町村レベルへの対策として、共同発行導入の本格的な検討がスタートしよう。

地方債の民間引き受け額の急増

現在、地方財政の急激な悪化とともに、地

方債の発行額が急増し、これに伴い地方債の民間引き受けのウエイトが高まってきた。

図1 地方債発行額の推移



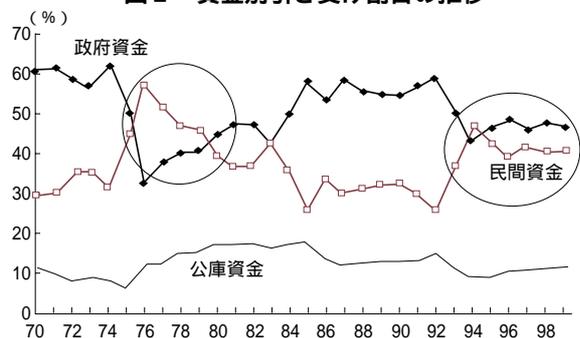
資料 地方債月報より作成

さらに従来地方債の安定的な引き受け先であった政府資金（財投資金）は、2001年に予定されている財投改革により制約されていくと予想され、地方自治体の民間からの資金調達額は今後急激に増大していくと考えられる。

一方で民間金融機関側をみると、ビックバンの到来とともにリスク管理の重要性が高まり、さらに現在は歴史的に低金利の時代である。このような状況下においては、長期資金の貸出にはより慎重にならざるを得ない。

以上を踏まえ、地方自治体が民間から円滑に大量の資金調達を行うための課題を本稿では検討する。

図2 資金別引き受け割合の推移



資料 地方債統計年報より作成

民間金融機関と地方債との関係

地方債市場の特徴として、図1からも見て取れるように、市場公募債の発行額はわずかであり縁故債^(注)が大半を占めている。ここで縁故地方債の民間引き受けの現状をみたものが図3、4である。

(注) 相対取引で証券発行方式と証書借入方式に分かれる。

図3 縁故債資金の金融機関別引き受け割合

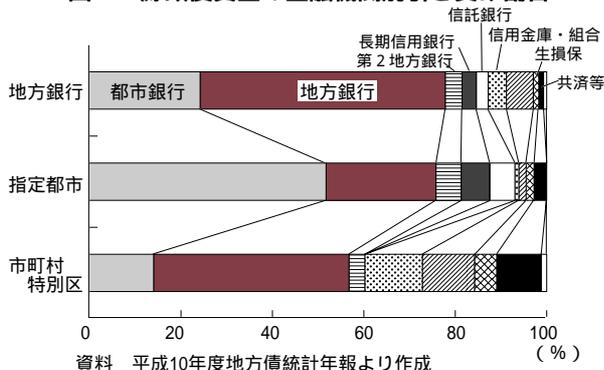
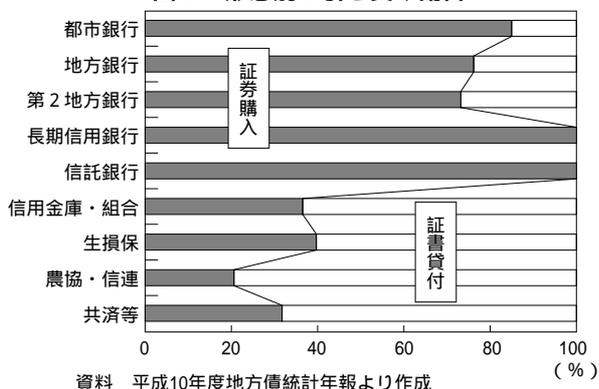


図4 形態別の引き受け割合



地方債引き受けの最大の担い手は、地方銀行である。地域密着という特性から当該地方自治体の金融面で大きな役割を果たしているといえる。また縁故地方債の傾向としては、財政規模の小さい自治体ほど証書形式が多く、よって市町村に対する貸出ウエイトが相対的に大きい信用金庫・組合、農協信連では証書形式が過半を占めている。

しかし、現状のような安定的な関係を今後もずっと維持できるとは考えにくい。北海道の例に見られるように一部の地元銀行のみへの偏重は、自治体にとって今後マイナス面に働く可能性もある。

さらに、地方債引き受け金融機関の調達と縁故債での運用には、期間のミスマッチがあることは自明である。低金利が長く続いている結果、このようなリスクは表面化していないが、ひとたび金利上昇局面を迎えた場合、大幅な含み損

を抱えるリスクを内包しているといえる。金融機関側の機動的な資産ポートフォリオ形成のため、縁故債の流動化向上へのニーズは極めて高いといえよう。

流動性向上ニーズへのとりくみ

縁故債の流動性向上対策は、非常に早い時期から取り組まれてきた。投資家サイドからの流動性向上へのニーズが最初に高まったのは、財政が悪化し地方債発行が急増した70年代後半である。特に発行規模の大型化が議論の中心になっていた。

地方債問題研究会が市場公募債も含めた地方債の流動性向上のために設けられ、77年以降数度の研究成果が発表された。そして、これらの報告を受けた形で1986年6月19日付「地方債の管理について」が自治省より各自治体に通知された。

「地方債の管理について」～一部抜粋～

1. 証券形式による地方債の発行について
前略...地方債証券ができるだけ流通性の高い金融商品となるよう次のような措置をとることが必要。
(1) 発行単位の大型化
公社債流通市場においては、例えば発行額が小規模の場合は端債扱いされて取引が不利になるケースが少なく、流通性を向上させるためには、発行単位の大型化を図る必要があること。このため証券形式による地方債については、同一日に同一条件で発行するものは、会計別(普通会計・企業会計、一般会計・特別会計等)、事業債別、借換債、過年年債等により区分することなく、1銘柄に統合して発行すること。

従来縁故地方債は、交付税算出等のため事業ごと会計ごと発行されていたので、一度の発行額が小口化されていた。しかし、同通達により一自治体から発行される地方債はその性質を問わず一銘柄として統合する方向で発行額の大型化が図られたのだ。また、同通達の最後には「地方債の共同発行」ということにも触れられている。

近年の動きとしては、縁故債の証書貸付けに

表1 縁故地方債(証券方式)の発行(1998年5月)状況

銘柄名	利率	発行価格	発行年月日	発行額(百万)	受託金融機関
青森県平成9年度第3回4号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	青森
" 5号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	青森
" 6号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	2,608	青森
" 7号公債	2.0	100	H. 10. 5. 19	5,000	みちのく
和歌山県平成9年度第905回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	2,193	紀陽
" 第906回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	4,944	紀陽
" 第907回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	6,281	紀陽
" 第908回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	9,089	紀陽
広島県平成9年度一般単独事業債(警察分)	2.0	100	H. 10. 5. 29	447	広島
広島県平成9年度第9回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	5,984	広島
" 第10回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	2,112	広島総合
" 第11回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	1,035	広島信金
" 第12回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	827	せとうち
広島県平成10年度第1回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	3,892	広島
" 第2回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	1,493	広島総合
" 第3回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	740	広島信金
" 第4回公債	2.0	100	H. 10. 5. 29	598	せとうち

資料 地方債月報1998年7月号より一部抜粋

においても債権流動化の方向が見られる。89年に地方自治体向け貸付債権の譲渡方式での流動化が開始され、94年には信託方式での流動化も開始されている。

97年の縁故債発行(民間引き受け分のみ)に占める証券形式の割合は88.8%を占め、流動性に相当の配慮を示していると考えられる。

このように制度面では縁故地方債の流動化、発行ロットの一定規模への大型化にむけた取り組みは進んできたようだが、実態は20年以上たった今も十分な成果を上げられていない。

以下では、実際に発行ロットの大型化による流動性の向上が進まなかった背景を紹介し、さらに問題点として浮上してくる信用リスクへの対応についても検討する。

銘柄統一さえも依然として進まず

比較的地方債の発行額が大きな県レベルでも、依然として同日発行の地方債を小口化してしまう現象が見られる。前述のように86年度に銘柄統一が通達されたが、実態として表1のように、発行日、発行価格、利率は同じでも小口化されたケースが多数存在する。

自治体によっては、ワンロット50億あるいは100億という規模を目指して取り組んでいるところもある。しかし、会計別や事業債別、過年度債別など一部の性質別を区分し、統一銘柄としていないケースが多数残っている。また、自治体側の地方債管理システムの問題で銘柄統一が不可能なケースも見受けられる。このような状況は引き受け手側の管理コストの増大を招き、流通市場における大規模な売買にはマイナスとなる。

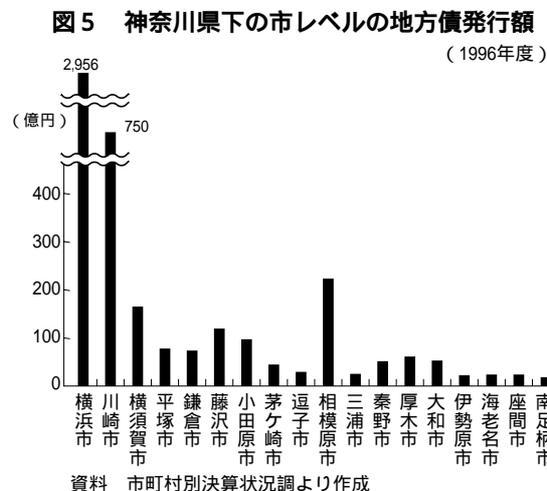
特に、償還方法は86年の通達によっても満期一括方式への一本化が為されなかったため、償還方法の違いによる銘柄の複数化もみられ、早急に統一が必要と思われる。ちなみに市場公募債は92年より満期一括償還となっている。

さらに、複数の指定金融機関が存在する場合、地方債を一度に発行して金融機関側がシ団を組むという方法は全ての自治体で取られているわけではない。金融機関ごとの取引経緯、関係等の理由で、自治体側が前もって複数の金融機関のシェア割りをして銘柄を分けるなどの対応(表1の広島県のケースなど)をしている。この場合結果として銘柄が複数存在してしまう。

共同発行導入への課題

発行額の一定規模への大型化は財政規模の小さい自治体では、必然的にその地方債の発行額は小さく、不可能である。

例えば、神奈川県下の市レベルの地方債発行規模（96年度）を見たものが図5である。財政規模は様々であるが、市レベルでも年間の総借入れ額が十数億規模である自治体も存在し、投資家が望むような規模への大型化には一自治体の対応では限界がある。



発行額が小さい自治体に対して、一定規模へのロットの大型化を行うには、共同発行というのが一つの可能性ではないかと考えられ、前述の地方債問題研究会など早くから様々なところで議論されてきた。

共同発行というのは、大別して共同発行機関の創設と自治体同士の共同発行がある。

共同発行機関としては、現在公営企業金融公庫が唯一存在し、この議論の中心におかれてきた。同公庫は、基本的には地方自治体の公営企業の企業債の共同発行機関として57年に設立されている。しかし、70年代後半から普通会計債にも拡大していこうというニーズが強まった。このため、78年度より妥協的に普通会計債（高校建設、地方道・河川整備の3種）も臨

時的に加えられ、現在に至っている。これらのシェアは公庫貸付けの1/4を占めている。

自治体同士の共同発行については地方財政法第5条に規定があり、過去に1度だけ大阪府と大阪市が共同発行を実施している。しかし、その後は一度も自治体同士の共同発行は行われていない。

これは同法に「償還、利息の支払いは連帯債務」と明記されているのが最大の障害になっているようだ。豊かな自治体は、自分自身より貧しい自治体と共同で発行することに消極的なため共同発行に至らない。大阪府と大阪市のケースは、外債であったため政府保証が付与され、上記は障害とならなかったようだ。

さらに、地方債制度自身の問題により、許可額が決定してから実際の発行までの期間が短い（結果として3月～5月に年間の縁故債発行額の7～8割が集中）。この短期間に他の自治体と共同発行をするために調整をするのは難しいという声も聞かれる。

また引き受け手である民間銀行からの課題も上げられる。指定金融機関制度の存在により自治体と金融機関は永続的関係を維持することを好む傾向がある。自治体同士が共同発行する場合、それぞれの指定金融機関同士での引き受け条件の差によってはその調整が難しいため、金融機関側から共同発行に消極的になることがある。しかし、条件に格差があまりない場合は共同発行の可能性を否定するものではないと考えられる。

様々な問題点が指摘されるが、今までは公的資金のウエイトが高く、多くの自治体が積極的に共同発行について検討したことがないというのが実態のようである。

共同発行による自治体側のメリット

～金利負担軽減の可能性～

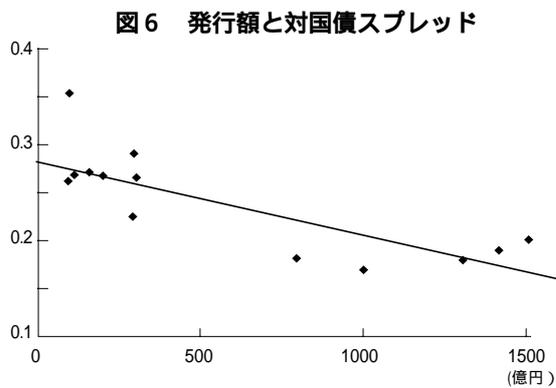
発行額大型化への現状の課題を前述したが、地方債制度及び自治体側への課題がより大きい

ようだ。しかし、前述の多くの課題を解決していくことは自治体側にとってもメリットが大きいと思われる。この一つとして、金利負担の軽減の可能性が考えられよう。

地方財政にとって地方債の金利負担の増大は財政の硬直化を助長する。少しでも安い金利負担で市場から資金を調達することは、各自治体の財政担当者にとっての大きな課題である。

ここでは地方自治体からみた発行額の大型化のメリットを検証するために以下のような分析を行った。

各政府保証債を対象とし(政府保証が付与されているので各債券の流通利回り格差は流動性のみ依存すると仮定)、発行額と対国債スプレッドとの単回帰を行った。



相関係数は - 0.77 とそれほど高くはないが、発行額が大きいほど対国債スプレッドは小さくなるという負の相関が見られた。さらに、発行額については政府保証債の発行額が数百億円規模である一方で、縁故地方債は数十億円規模が大半であり、数億規模も依然として多数存在するという現状を加味すれば、発行額の一定規模への大型化により、利回り(ここでは対国債スプレッド)は縮小できる可能性が高いと言えよう。

ドイツでの共同発行導入とその課題

次に自治体の資金調達においてロットの大型化に取り組んでいるドイツでの現状を紹介す

る。ドイツの自治体の資金調達においては証券借入が大半を占め、一部の銀行がファンドブリーフ債を発行してその貸付けをリファイナンスしている。しかし、州及び大都市レベルでは州債を発行し調達しているところもみられ、96年8月以来、これらの州債の共同発行が進行している。このようなロットの大型化の切っ掛けは、ファンドブリーフ債のジャンボ(注)化等の成功に誘発されたためとされている。

(注)ジャンボとは10億DM以上の規模

レンダージャンボ(注)債(州の連合債)発行において、対Bundスプレッドは州の単独発行よりも縮小した。第2回レンダージャンボをみると、対Bundスプレッドは15.5bpであり、参加している州が単独で発行するよりも5bp下回る水準であったといわれている(IFR誌1166より)。実際に共同発行を行い、発行ロットを大型化することで金利負担軽減の恩恵を享受できたようだ。

(注)レンダージャンボは割当額に応じた弁済義務を負うという方式が取られている。

表2 レンダージャンボ債の対Bundスプレッド

第1回	第2回	第3回	第4回	第5回
1996/8/9	1997/1/15	1998/3/13	1998/4/8	1998/5/7
スプレッド 17	スプレッド 15.5	スプレッド 19	スプレッド 21	スプレッド 15.3
発行額 億DM 40	発行額 億DM 45	発行額 億DM 10	発行額 億DM 10	発行額 億DM 10
参加州数 7	参加州数 10	参加州数 3	参加州数 4	参加州数 5
Berlin Hessen Hamburg Sachsen- Anhalt Rheinland- Pfalz NRW Scneswig- Holstein	Berlin Hessen Hamburg Meklenburg -Vorpommern Rheinland- Pfalz Brandenburg Scneswig- Holstein Bremen NRW Saarland	Berlin Bremen Hamburg	Berlin Bremen Hamburg Meklenburg -Vorpommern	Berlin Bremen Hamburg Scneswig- Holstein Meklenburg -Vorpommern

資料 地方債月報及びIFR誌より作成

しかし、第1回～第5回までの状況を見ると、第3回目以降参加州が減少している。財政基盤の弱い州が参加し、Hessenのように財政の豊かな州は参加をしない傾向が顕著になってきたようだ。また、ドイツにおいて最も豊かな自治体

である Bavaria や Baden Wuerttemberg などは一貫して参加していない。

ドイツの財政制度上^(注)自治体間の信用格差がないにもかかわらず、旧東ドイツの州が単独で借入れを行うときには、5～6bp 程度上乗せされているという報告もある。ちなみに第1回の参加州である Hessen と Sachsen-Anhalt (旧東独) の S & P による長期債格付けには AAA と AA- という差がある。投資家は発行体の財政状況に敏感になっており、第3回目以降のレンジジャンボの動向に見られるように、豊かな州は貧しい州と共同で発行することには消極的にならざるをえないようだ。流動性リスクより信用リスクの方を憂慮すれば、共同発行へのインセンティブが削がれてしまう。

(注) ドイツには、財政均衡措置に基づき、州及び市町村間で税収による不均衡が生じた場合には一定限度まで資金移転をし、不均衡を調整する制度がある。この財政均衡措置により制度上は自治体間の信用リスクの差はないと考えられている。

流動性向上への課題

流動性（換金性）の向上をはかるため、共同発行等により発行額を一定規模へ大型化することは、投資家サイド及び地方自治体にとっても有益であると考えられる。大型化を図る方法として、一自治体が発行する小口化された債券を統一、財政規模の小さい市町村の債券を共同発行により統一、共同発行機関の設立などが考えられる。

しかし、流動性の向上は必要であるが、ドイツの事例を我が国におきかえると、昨今の地方財政の急激な悪化が報告されている中では、投資家は信用リスクに敏感になり、流動性向上のメリットも相殺されてしまう可能性が大きい。

さらに悪いことに、我が国では各自治体の適切な信用リスクの把握すらできない状況である。流動性を向上させようとするれば、信用リスクの把握、つまり格付けは避けては通れないことである。最近市場公募債を発行している地方

自治体を対象に、(株)日本格付投資情報センターにより格付けが発表され話題となっているが、普通会計以外の公営企業・特別会計・地方公社の情報開示が大幅に遅れているため、現行では各自治体の正確な財政状況を把握する材料すら入手できない状況である（詳しくは「農林金融3月号」参照のこと）。

また、前述したように満期一括償還、発行額（許可額）決定後から発行までの期間の短さへの対策など、環境が整備されていかなければ発行額の大型化のみを単独で議論することは出来ない。

我が国の地方自治体が円滑な資金調達を行うため、民間金融機関の流動性向上へのニーズに応えていくことは重要である。しかし、まず取り組まなければならない問題は、地方財政のディスクロージャー 信用リスクの正確な把握であり、その上で地方債の条件整備、共同発行等による発行額の大型化に努めていくべきと考えられる。

現状では共同発行の早期導入は難しいといわざるをえない。しかし、上記のような環境を整えて発行ロットを大型化していくことは、投資家、自治体双方に有益であると考えられ、共同発行にむけた条件整備およびディスクロージャーを早急に望みたい。

（丹羽 由夏）

(参考文献等)

- ・ IFR 各号
- ・ リージョナルバンク 98.2
- ・ 地方債月報各号
- ・ 公社債月報各号
- ・ 公社債便覧
- ・ 信託 179号
- ・ 証券アナリストジャーナル 98.3
- ・ 「債権流動化の経済学」深浦厚之著
- ・ 「地方財政読本」林健久・佐藤進著
- ・ 「現代 地方債論」高寄省三著