

変革期を迎える地方公共団体の金融活動

資金の調達・運用をめぐる環境変化とそれへの対応

〔要 旨〕

1. 地方公共団体が保管責任を持つ資金(公金)は、その収納と支払については指定金融機関制度を通して行われ、歳計現金や基金は法律によって「確実に効率的な」運用が義務付けられている。大半が金融機関への預金で運用され、指定金融機関を中心に指定代理金融機関などの取引銀行に預け入れられているが、金利入札の実施や大口定期預金やCD、外貨預金などの利用により、効率的に運用する工夫がなされている。
2. 地方公共団体の資金調達は、一時借入金と地方債とからなるが、中心は地方債の発行である。地方債は、許可制のもとで、発行額の約6割が公的資金によって引き受けられ、民間等資金(シェア約4割)は、公募債は証券会社を中心に都銀や地銀等による引受けや募集取扱いがなされ、縁故債は指定金融機関(地銀が多い)を中心に取引銀行等に消化されている。郵貯や簡保、生保や地銀の保有が多く、個人の保有は少ない。発行条件は全銘柄一律的な条件が適用され、発行ロットが小さく、流通性が乏しいなどの問題がある。
3. 地方分権の推進や金融ビッグバンの進行など地方公共団体の資金調達・運用を取り巻く環境は大きく変化している。地方債の事前協議移行(2006年度から実施)は、地方債発行が最終的に地方公共団体の判断で可能となったことに意味がある。財投改革では、市場運用の例外として郵貯や簡保積立金の地方公共団体への直接融資が行われるが、将来的には市場を通じた地方債運用への移行が志向されている。時価会計の導入は、10年債中心であった地方債に中短期債の発行など多様化をもたらす可能性がある。2002年度からのペイオフ導入に対しては、地方公共団体と金融機関の双方で対応策が検討されている。
4. 米国では、地方債発行にかかる連邦政府の規制はなく、格付けなど発行体の信用力により発行条件等が決定され、流通市場も多数のディーラーが参加する厚みのある市場が形成されている。地方公共団体の資金運用では、金融機関預金のシェアは小さく、中短期国債(TB, Note等)や国債担保のレボなどでの運用が多いなど、市場調達、市場運用が浸透している。欧州では、近年ドイツで複数の州による地方債の共同発行が実現している。
5. 資金調達・運用をめぐる環境変化への対応としては、第一に、厚みのある地方債流通市場の形成が重要であり、そのためには、公的資金による直接融資の対象を小規模の市や町村に極力限定して市場を通じた調達・運用のウェイトを高めるとともに、公募債発行を増やしていくことが効果的であろう。こうした市場流通分については、格付けなど信用力を反映した価格形成が行われることが望ましい。第二に、中短期債発行等の商品性改善や個人消化拡大なども必要と思われる。一方、運用面では、ペイオフ導入後は資金運用規模の大きい都道府県や大都市では短期国債や国債担保のレボ等による市場運用拡大も考慮の余地がある。

目次

はじめに

1. 地方公共団体の資金運用の現状

- (1) 公金取扱いと指定金融機関制度
- (2) 歳計現金の運用
- (3) 基金の運用

2. 地方公共団体の資金調達の実況

- (1) 一時借入金の調達
- (2) 地方債発行と地方債の市場構造

3. 地方公共団体の資金調達・運用をめぐる環境変化

- (1) 地方債をめぐる制度改正

(2) 時価会計の導入と地方債

(3) ペイオフ導入と地方公共団体の資金運用

4. 米欧の地方公共団体の金融活動

- (1) 米国の地方公共団体の資金調達と運用
- (2) ドイツの地方公共団体の資金調達

5. 資金調達・運用をめぐる環境変化への対応

- (1) 資金調達をめぐる環境変化への対応
- (2) 資金運用をめぐる環境変化への対応

おわりに

はじめに

日本の地方公共団体は、都道府県、市町村、特別区だけで3,299(2000年7月現在、このほかに一部事務組合がある)存在し、その行政活動にともない様々な金融活動を行っている。歳入と歳出の間で生じる歳計現金の運用や一時借入、公共建築物造成等ともなう地方債の発行などである。地方公共団体の運用資金残高は20兆円を超え(98年度末)、地方債発行残高は164兆円(97年度末)に達している。地方公共団体との金融取引は、地域金融機関にとっても重要であり、指定金融機関となっている地域の金融機関においては、地方公共団体が最大の取引先であるところも少なくないと思われる。

こうした地方公共団体の金融活動は、地方分権の推進や金融ビッグバンの進行など

を背景に大きな変革期を迎えている。地方分権一括法の施行で、地方債の発行がこれまでの中央政府による許可制から事前協議制に変化し、時価会計の導入で地方債の発行や流通構造が変革を求められている。また、ペイオフ導入によって地方公共団体の資金運用も見直しを余儀なくされている。

本稿は、地方公共団体の資金調達と運用について、制度変更や金融環境の変化、諸外国の事例等を踏まえて、長期的な展望を行ったものである。

1. 地方公共団体の資金運用の現状

(1) 公金取扱いと指定金融機関制度

最初に、地方公共団体の資金運用について考察する。地方公共団体の金融活動にかかわる金融資産には、現金(歳計現金と歳入歳出外現金)や有価証券、基金などがある

が、このうち、法令に基づいて地方公共団体が保管責任をもつものは公金と呼ばれる。基金については、本章(3)で考察することとし、以下では現金と有価証券について考察する。

地方公共団体の基本的役割は、地域住民の福祉増進のための行政サービスを遂行することであるが、それには当然のことながら資金の動きをとまなう。地方公共団体の行政活動に必要な資金は、地方税や地方交付税、地方債などの歳入によって賄われ、職員給与等の人件費や社会保障関連費、建設事業費などの歳出として支出される。これらの歳入歳出に属する現金が歳計現金である。歳入歳出外現金(歳入歳出に属しない現金)として、地方公共団体が担保として徴求する現金などがあるが、歳計現金に比べてその割合は小さい。また、地方税などの歳入は有価証券の形で収納することも可能であり、こうした場合には、現金とともに有価証券の保管も必要になる。

地方公共団体が保有する現金や有価証券の管理は、指定金融機関制度によって行われている。「都道府県は金融機関を指定して公金の収納又は支払の事務を取扱わせなけ

ればならない」(地方自治法第235条第1項)と定められ、市町村は指定金融機関を指定して公金の収納又は支払の事務を取扱わせることができる(同法同条第2項)とされている。指定金融機関を指定するには議会の議決が必要であり、指定金融機関は地方公共団体当たり一つに限られる。しかし、必要がある場合には、指定代理金融機関(公金の収納及び支払の事務の一部を取り扱う)、収納代理金融機関や収納代理郵便官署(収納の事務の一部を取り扱う)を定めることができ(地方自治法施行令第168条)、これらの指定代理金融機関や収納代理金融機関などには数の制限はない。

全国地方銀行協会(以下「地銀協」という)の調査によれば、99年7月末現在で指定金融機関を設置している都道府県・市町村は2,984存在し、その金融機関別の内容は第1表のようになっている。地銀が全体の半分強を占めているほか、東京都や大阪府、愛知県など三大都市圏では都銀が多く、町村では農協が指定されている場合が多くなっている。

指定金融機関の業務は、前記のように、公金の収納及び支払の事務であり、預貸金

第1表 指定金融機関の状況(1999年7月末現在)

(単位 機関数、%)

	指定金融機関設置団体	地銀	都銀	第二地銀	信金	農協・信農連	その他
都道府県	47	41	5	1			
市	671	448	136	25	40	22	
町村	1,797	1,034	96	76	159	422	10
	469	164	18	9	25	245	8
合計	2,984 (100.0)	1,687 (56.6)	255 (8.5)	111 (3.7)	224 (7.5)	689 (23.1)	18 (0.6)

資料 地銀協「今後の地方公共団体との取引のあり方(2000年6月14日)」7頁参考資料を基に農中総研作成

取引や地方債の引受けは指定金融機関だけに限られるものではない。^(注2)金融機関が指定金融機関の指定を受けた場合には、地方公共団体と契約書を取り交わすこととなるが、地銀協の調査によれば、制度が発足した64年当時に取り交わした契約書では、事務取扱いにかかる費用は指定金融機関側の負担とされ、以後見直しが行われていないケースが多く、公金の収納や支払の事務が金融機関側の負担で行われている場合が多いといわれている。^(注3)

(注1) 歳入歳出外現金は、法令に基づいて地方公共団体が保管するが、所有権は本来地方公共団体にはないもので、たとえば、指定金融機関から担保として預かる場合の現金などがある。

(注2) 公金の出納事務の延長で預金の取扱いや後述する一時借入金の借入が発生してくるが、預貸金取引は指定金融機関だけに限られず、現実には、預金取引などは多くの金融機関との間で行われている。

(注3) 地方公共団体と指定金融機関の間で公金取扱契約書が締結されるが、経費負担は一般的に指定金融機関側の負担とされている場合が多いといわれる。詳しくは、地銀協「今後の地方公共団体との取引のあり方」(2000年6月14日)を参照。

(2) 歳計現金の運用

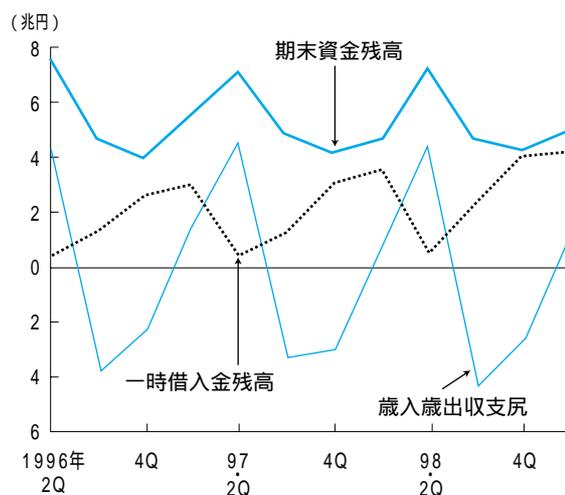
前項で述べたように、歳計現金は地方公共団体の歳入と歳出に属する現金であり、その収納と支払は指定金融機関等によって取り扱われるが、収納されてから支払までの期間については効率的に運用する必要がある。地方自治法で「歳計現金は最も確実かつ有利な方法によりこれを保管しなければならない」(同法第235条の4)と定められ、同施行令で「歳計現金を指定金融機関その他の確実な金融機関への預金その他の

最も確実かつ有利な方法によって保管しなければならない」(同施行令第168条の6)と規定されている。このように、歳計現金の運用は指定金融機関に限られるものではないが、そのかなりの部分が、指定金融機関を中心に指定代理金融機関などの取引銀行への預金として運用されている。

歳計現金の近年の残高推移をみると、時期によって変動はあるが、都道府県と市町村とを合わせて4~7兆円程度で推移しており(第1図)、99年3月末では5兆円の残高となっている。季節的には、地方税や地方交付税の入金が多い第2四半期(4~6月期)に残高が増加して、入金に比べて支払の多い第4四半期(10~12月期)に残高が減少するといった特徴がある。^(注4)

歳計現金は、収納(入金)されてから支払が行われるまで一時的に滞留する資金であり、その運用は流動性が高いもので行われ

第1図 地方公共団体の資金動向



資料 地方財務協会「地方財政統計年報」

(注)1. 都道府県と市町村の合計。

2. 第2四半期(2Q)の歳入歳出には前年度出納整理期間中のものを含む。

なければならない。資金運用の内容については、要求払預金で運用される場合が多いが（後掲第3表）、資金繰り等を勘案しながら、出金時期に合わせてたとえば期間1か月程度の大口定期預金で運用するなどの工夫がなされているようである。

（注4） 地方公共団体の資金が4～6月期に季節的に増加することは、地方公共団体と取引関係の深い地銀の預金増加につながり、この時期に地銀のコール市場での資金放出が増えるなど、一般金融市場にも影響を与えている。

（3） 基金の運用

歳計現金のほかに、地方公共団体が資金

運用を行うものとして基金がある。「普通地方公共団体は、条例の定めるところにより特定の目的のために財産を維持し、資金を積立て、又は定額の資金を運用するための基金を設けることができる」（地方自治法第241条第1項）とされ、地方債償還のための減債基金や財政調整基金などが設けられている。これらの基金は、歳入歳出予算から支出されたり、決算剰余金のなかから積み立てられたりしている。基金の運用については、「条例で定める特定の目的に応じ、及び確実かつ効率的に運用しなければならない」（同法同条第2項）と定められ、このうち

第2表 地方公共団体の基金の運用状況（1998年度末）

（単位 億円）

		現預金	信託	有価証券	土地	その他共合計
都道府県	積立金	40,802	1,126	1,479		46,789
	財政調整基金	4,043	56	5		4,103
	減債基金	18,577	139	644		19,873
	その他特定目的基金	18,182	931	830		22,813
	定額運用基金	5,002	81	6	2,601	15,179
	土地開発基金 その他定額運用基金	4,054 948	34 47	6	2,571 30	8,441 6,738
合計		45,804	1,207	1,485	2,601	61,968
市町村	積立金	95,012	3,891	2,808	352	105,691
	財政調整基金	25,090	1,508	493		27,738
	減債基金	13,891	79	524		15,012
	その他特定目的基金	56,031	2,304	1,791	352	62,941
	定額運用基金	8,847	37	22	7,438	19,450
	土地開発基金 その他定額運用基金	7,086 1,761	12 25	5 17	7,270 168	16,832 2,618
合計		103,859	3,928	2,830	7,790	125,141
特別区	積立金	5,908	50	13		6,236
	財政調整基金	1,368				1,368
	減債基金	609				609
	その他特定目的基金	3,931	50	13		4,259
	定額運用基金	611			277	927
	土地開発基金 その他定額運用基金	304 307			240 37	545 382
合計		6,519	50	13	277	7,163

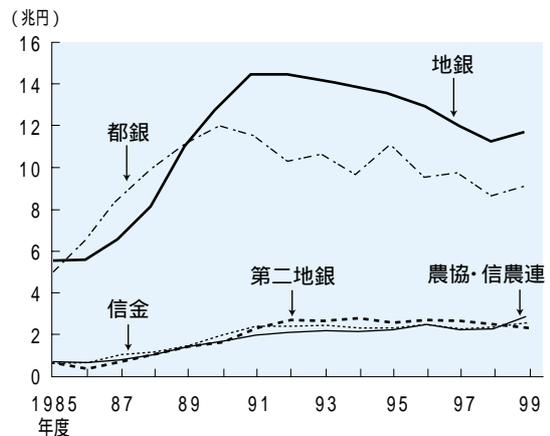
資料 地方財務協会「地方財政統計年報」

財政調整基金については「銀行その他の金融機関への預金，国債証券，地方債証券，政府保証証券，その他の証券の買入れ等の確実な方法によって運用しなければならない」(地方財政法第4条の3第3項)とされている。基金設置の目的に沿って，安全確実に効率的な運用が求められている。

基金の残高は，積立金と定額運用基金を合わせて，98年度末で都道府県が6兆円，市町村が13兆円保有しており，特別区が保有するものも含めると，全体で19兆円と多額なものとなる。これらの基金の運用の内訳は第2表のようになるが，19兆円のうち現預金が16兆円でシェア80%と高く，このほかの金融資産による運用では信託が3%，有価証券が2%のシェアとなっている。また，土地開発基金を中心に土地保有が5%程度のシェアを占めている。

8割のシェアを占める金融機関預金等による運用では，3か月から1年程度の期間の大口定期預金やCD，外貨預金などで回転させている例が多いとみられる。金融機関に対しては，金利入札によって好条件のものを優先的に採用すること等で運用効率の向上を図っているが，指定金融機関や指定代理金融機関，収納代理金融機関等の取引状況を勘案し，取引のある金融機関にはある程度預金を置くような配慮がなされているようである。預金以外の金融資産による運用では，貸付信託や国債，政府保証債，地方債などの公共債のほか，有価証券の現先運用などもあるとみられるがシェアはそれほど大きくない。

第2図 主要金融機関の公金預金残高の推移



資料 日銀『金融経済統計月報』

次に，こうした地方公共団体による資金運用を金融機関の側からみると，都銀，地銀，第二地銀，長信銀，信託(銀行勘定)の5業態と，信用金庫，農協・信農連における公金預金の残高は，98年度末で28兆円である。これらの公金預金には，基金に属するものだけでなく，歳計現金や地方公共団体以外の政府関係機関の預金なども含まれているが，最も大きなウェイトを占めるのは地方公共団体の基金である。公金預金の残高は，業態別には地銀が最も多く，都銀がこれに次ぎ，第二地銀，農協・信農連，信金はほぼ同程度の水準にある(第2図)。地銀のシェアが高いのは，指定金融機関に指定されているところが多い(前掲第1表)ことや，後でも述べるように，地方債の引受けなどでも高いシェアを持っていることなどによるものであろう。都銀は指定金融機関の数では地銀に及ばないが，東京，埼玉，愛知，大阪，兵庫など規模の大きい都府県等で指定金融機関に指定されるなどの取引実績があり，地銀に次ぐ公金預金を

第3表 主要金融機関の公金預金の内容（1998年度末）

（単位 億円）

	要求払預金	定期性預金	外貨預金	その他共合計
国内銀行	67,389	128,941	41,831	238,180
うち都銀	26,448	33,178	26,732	86,372
地銀	37,131	68,462	6,713	112,310
第二地銀	3,152	19,778	1,776	24,708
長信銀	551	1,285	5,401	7,239
信託	104	6,236	1,207	7,548
信用金庫	3,114	18,822	358	22,298

資料 日銀『金融経済統計月報』

（注）公金には地方公共団体のほか政府関係預り金を含む。

獲得している。

都銀や地銀などの国内銀行と信金について、98年度末の公金預金の種類別内容をみると、定期性預金の割合が過半を占めるが、都銀や長信銀では外貨預金のシェアが高くなっている（第3表）。前記の基金や歳計現金の一部がこれらで運用されているものとみられる。流動性預金のシェアは地銀と都銀で高いが、流動性を必要とする歳計現金が指定金融機関に指定されているこれらの銀行に集中しているためとみられる。

（注5）98年度末の都地銀等5業態と信金、農協・信農連の合計公金預金残高28兆円から、同時期の都道府県・市町村の資金残高5兆円と基金に属する現預金の残高16兆円との合計額を差し引いた残り（7兆円）が、都道府県・市町村以外の地方公共団体や政府関係機関の預金等に相当するものと考えられる。

2. 地方公共団体の資金調達の現状

（1）一時借入金の調達

地方公共団体が行う資金調達には、一時借入金の借入と地方債の発行がある。

一時借入金は、地方公共団体が一時的な

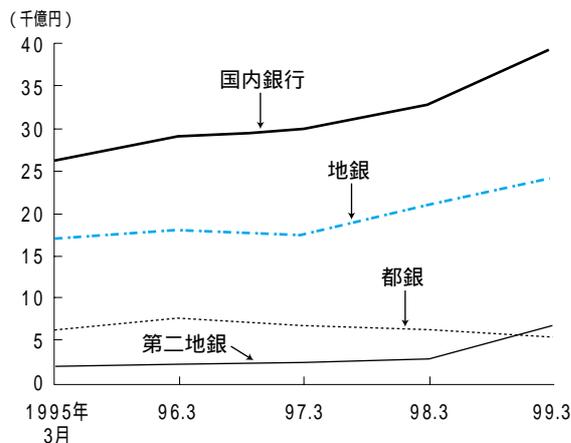
資金繰りのために行う借入金で、歳入と歳出の時期的なズレなどが生じた場合に行われる。「歳出予算内の支出をするため、一時借入金を借り入れることができる」（地方自治法第235条の3第1項）が、「その会計年度の歳入をもって償還しなければなら

ない」（同法同条の3第3項）と定められ、「一時借入金の最高額は、予算でこれを定めなければならない」（同法同条の3第2項）とされている。このように、予算で定めた借入最高額の範囲であれば、繰り返し借入することができるが、年度末（出納閉鎖期間を含む）には必ず償還され、この点で、年度をまたがって借入が継続する地方債とは異なる。

一時借入金の残高推移をみると、前掲第1図のように、各年度とも第2四半期末（6月末）が最も少なくなり、以後次第に増加して第4四半期末（12月末）か第1四半期末（3月末）が高い水準となる。近年のピーク時での借入金残高は、都道府県と市町村とを合わせて3～4兆円程度である。第2四半期末の借入水準が低いのは、出納閉鎖期間の5月末にいったん返済されることや、地方税や地方交付税の入金がこの時期に多く、資金繰りに余裕があることなどのためである。この点で、第1章(2)で述べた歳計現金の動きとは逆になる。

一時借入金の調達については、資金運用部などの政府資金からの借入も可能である

第3図 主要金融機関の地方公共団体貸出



資料 地方債協会「地方債統計年報」(原典は日銀「金融経済統計月報」)

(注) 貸出金には当座貸越を含み、地方債許可に基づく証書貸付は含まない。

が、大半は民間金融機関からの借入である。第3図のように、地銀が最も多く都銀や第二地銀がこれに次いでいる。前にも述べたように、指定金融機関制度に基づく公金取扱業務と貸付の取引は本来別の業務であるが、現実には民間金融機関からの借入は、指定金融機関となっている金融機関を利用することが多く、このため地銀の貸出が多くなっている。

一時借入金の借入形態は、当座貸越契約に基づく当座貸越や手形借入などにより行われ、短期プライムレートなどが適用されている。

(2) 地方債発行と地方債の市場構造

a. 地方債発行による資金調達

地方公共団体の年度をまたがる資金調達は、地方債の発行によって行われる。「普通地方公共団体は、予算の定めるところにより地方債を起すことができる」(地方自治

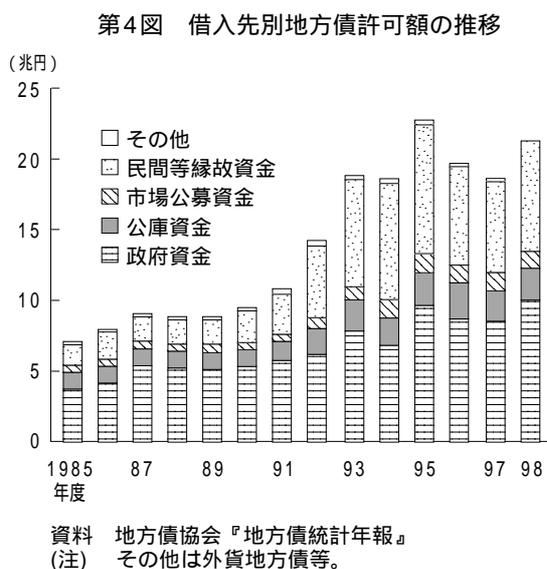
法第230条第1項)、この場合、「地方債起債の目的、限度額、起債の方法、利率及び償還の方法は予算でこれを定めなければならない」(同法同条第2項)とされている。なお、どのような資金でも地方債の起債が可能だけでなく、「地方公共団体の歳出は、地方債以外の歳入をもってその財源としなければならない。ただし、次に掲げる場合には地方債をもってその財源とすることができる」(地方財政法第5条第1項)として、交通、ガス、水道事業など公営企業の経費、地方債の借換えのための経費、災害復旧事業等の財源、公共または公用施設の建設事業費などが定められている(同法同条第1項)。なお、このほかに特例法^(注6)によって発行される地方債もある。

こうした地方債の起債や起債方法・利率もしくは償還方法の変更は、地方財政法の規定により、これまでは、都道府県や政令指定都市等については自治大臣の許可を、それら以外の市町村等については都道府県知事の許可を受けなければならないものとされていた(いわゆる地方債の許可制)。2000年4月の法改正で許可制が事前協議制に変更された(ただし、実施は2006年度から)が、これについては第3章(1)で詳述する。

地方債の許可制度は、国の予算を前提とした地方財政計画や財政投融资計画の策定とともに、地方債計画が作成され、これに基づいて許可が行われるという仕組みで運営されてきた。また、地方債の償還については、地方財政計画を作成する上で償還元利金が地方公共団体の義務的経費として取

り扱われ、地方交付税を算定する際に償還金を基準財政需要額に算入することによって、償還金を政府が事実上保証するという形がとられてきた。こうした点もあって、BISによる銀行の自己資本比率の計算においても、地方債のリスクウェイトは国債と同様にゼロとなっている。

地方公共団体の歳入に占める地方債発行収入の割合（地方債依存度）は、90年代になって急速に上昇し、98年度には14.7%に達している。また、地方債による資金調達には、政府資金（郵便貯金や公的年金等を原資とする資金運用部資金や簡易保険積立金から借入するもので、財政投融资計画のなかで計上される）が全体の約5割を占め、公営企業金融公庫資金（原資は同公庫が債券発行等で調達）が約1割、残りの4割が民間等資金となっており、これらの資金調達先別の動向をみると、第4図のようになる。90年代には、民間等縁故資金の割合が高まっている。



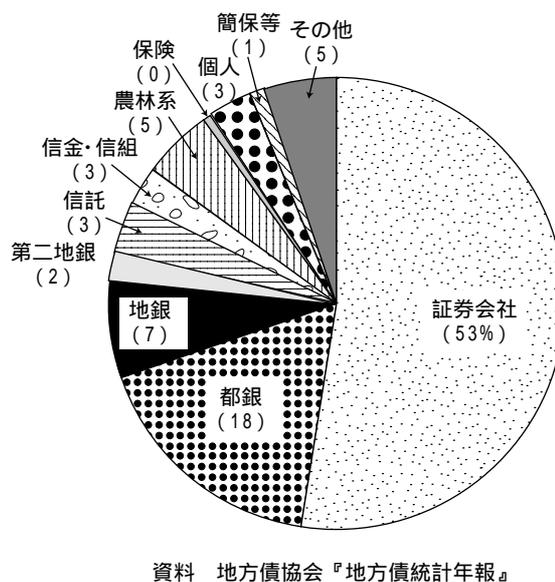
(注6) 特例法を根拠に起債されるものとして、たとえば、地方財政再建促進特別措置法に基づいて財政再建団体が起債する財政再建債や退職手当債などがある。

b. 地方債の市場構造

政府資金と公庫資金は証書形式による貸付であり、民間金融市場に出てくることはないため、ここでは、これらを除く民間等資金にかかる地方債の市場構造について考察する。民間等資金には市場公募債の発行と銀行等への縁故債の発行によるものがある。

まず、市場公募地方債についてみると、98年度の場合、発行団体は東京都や大阪府などの16都道府県と大阪市や名古屋市などの12指定都市の28団体が存在し、発行額は1.8兆円となっている。各発行団体ごとに証券会社や銀行などからなる引受けシ団が編成されているが、シ団メンバーの銀行には、指定金融機関等に指定されている銀行

第5図 公募地方債の消化状況（1998年度）



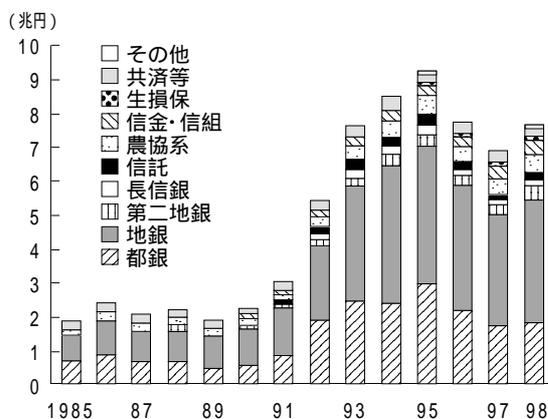
のほか、販売力のある都銀や長信銀などが加わっている。毎月の発行額や発行条件の決定は、各発行団体とシ団の個別協議ではなく、自治省(現総務省)と28シ団の代表者からなるシ団連絡会議の協議によって行われ、発行条件は同じ時期に発行されるものは各銘柄とも同一である。新発債が発行されると、各シ団による引受けや募集取扱いが行われ、最終投資家に販売されるが、98年度の公募地方債の消化シェアは第5図のようになっている。証券会社が過半を占め、都銀や地銀がこれに次いでいる。償還年限は10年債が中心だが、2000年になって5年債も発行されるようになった。

次に、縁故地方債は、都銀や地銀等の銀行のほか、信金や農協系金融機関、共済組合など、発行体である地方公共団体となんらかの縁故関係にある金融機関等に引き受けられるものである。公募地方債と同じ証券形式のものほかに、証書形式のものがあり、都道府県やある程度の規模を持つ市では証券形式のものが多いが、規模の小さ

い市や町村などでは証書形式での借入が多くなっている。また、前節で述べた政府資金や公庫資金による地方債引受けも証書形式である。

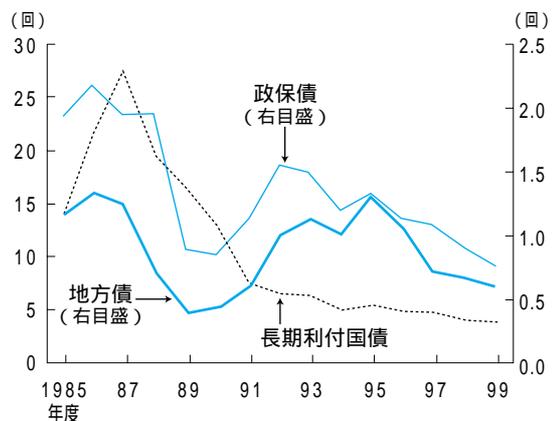
引受け形態は、規模の大きい都道府県や市では金融機関による引受けシ団を構成しているところもあるが、金融機関が直接相対で引き受けるところもある。発行条件の決定は、基本的には引受金融機関との相対交渉によるが、大半が公募地方債と同条件で行われている。公募地方債は92年度発行分から期日一括償還となっており、^(注7)縁故地方債は、10年債の場合3年据置後元金均等償還のものが多いが、期日一括償還のものも増えてきている。なお、縁故地方債についても、これまで10年債が中心だったが、2000年になって5年債のほか15年債なども発行されるようになった。縁故地方債の引受け構造をみると、第6図のように、地銀が最も多く、都銀や農協・信農連、信金などがこれに次いでいる。

第6図 消化先別縁故地方債発行額



資料 地方債協会『地方債統計年報』

第7図 国債、地方債、政保債の売買回転率



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。

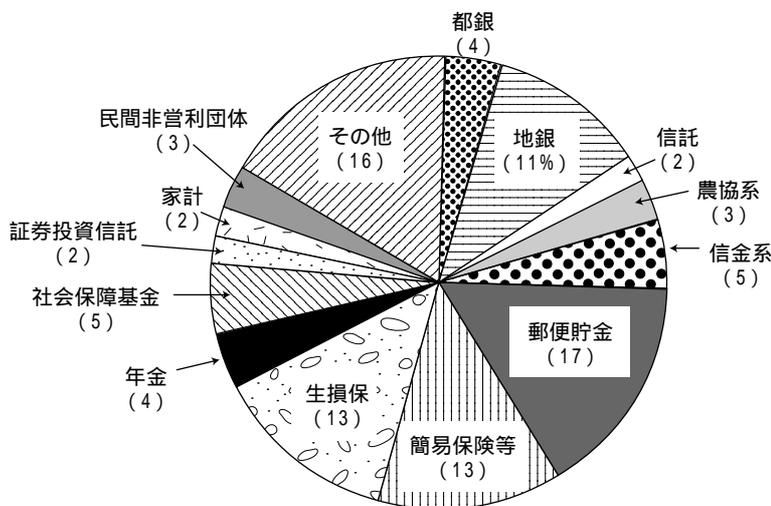
3. 売買回転率 = 売買高 / (発行残高の期首・期末平均)。

証券形式の地方債の流通市場をみると、売買高では公募債に比べて縁故債のウェイトが高く、日本証券業協会の調査によれば、98年度の場合地方債全体の売買高28兆円のうち縁故債が7割強を占めている。これは公募債の発行高が少ないためとみられる。第7図によって地方債の売買回転率（売買高／発行残高）をみると、98年度の場合0.6回程度であり、国債はもちろんのこと政保債に比べても回転率が低い。発行銘柄が多くロット

が小さいことなどから流通性が乏しく、いったん投資家に購入されると満期まで保有されるケースが多いことがうかがわれる。

地方債の保有構造をみると、郵貯(自由化対策資金運用分)や簡保、生保や地銀の保有が多く(第8図)、90年代後半以降の動きをみても、これらの投資家のシェアが高まっている。地銀のシェア増加はもともと引受けが多く、これを途中売却せず持ち続けるケースが多いためと考えられる。郵貯や簡保、生保は、調達資金が長期運用に適した資金であることから、国債よりも利回りの高い地方債を選好しているものとみられる。これらの投資家の引受けシェアは高くないため、都銀や証券会社(公募債の場合)などが引受け後転売し、これを流通市場で購入しているものと思われる。なお、家計(個人)^(注8)の保有は2%程度と少なく、地方公共団

第8図 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のものは含まず。
 2. 郵便貯金は自由化対策資金運用分。

体という発行体の特性を考えれば、地域住民の保有を増やしていくことが今後の課題といえよう。

(注7) 地方債には、従来繰上償還条項や抽選償還条項が付いていたが、オーバーパー(時価が額面価格を上回る状態)で繰上償還されると、投資家が不利益を被る恐れがある。このため、92年度発行分から公募地方債は期日一括償還となった。

(注8) 国債の個人保有シェアも2%とほぼ同程度であり、地方債が特別低いということではない。

3. 地方公共団体の資金調達・運用をめぐる環境変化

(1) 地方債をめぐる制度改正

a. 地方債の事前協議制への移行

第2章(2)aでも述べたように、地方債はこれまで許可制度のもとで運営されてきた。地方債の起債はもとより、起債方法や利率、償還方法を変更するには、都道府県や政令指定都市は自治大臣の許可を、それ

以外の市町村については都道府県知事の許可を受けなければならなかった。しかし、90年代後半になって地方分権推進の機運が高まり、地方分権推進委員会の第二次勧告のなかで、地方財源充実確保の一環として地方債の許可制廃止と事前協議制への移行が打ち出された。これを受けて、99年7月に成立した地方分権一括法で地方財政法等の関係法律が改正され、2000年4月から施行されるに至った。

改正地方財政法では「地方公共団体は、地方債を起し、又は起債の方法、利率もしくは償還の方法を変更しようとする場合は、自治大臣又は都道府県知事に協議しなければならない」(同法第5条の3第1項)と定められ、「協議の上、自治大臣又は都道府県知事の同意を得ないで、地方債を起し、又は起債の方法、利率もしくは償還の方法を変更しようとする場合には、その旨をあらかじめ議会に報告しなければならない」(同法同条の3第5項)とされた。このように、自治大臣や都道府県知事の同意が得られなくても、議会へ報告することで地方債の発行ができることとなった。ただし、「協議において自治大臣又は都道府県知事の同意を得た地方債についてのみ、公的資金を借り入れることができる」(同法同条の3第3項)とされ、郵貯や簡保などの公的資金の借入は、同意を得たものに限定された。

地方債の事前協議制への移行は、自治大臣や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、発行ないしは発行

条件の変更が最終的に地方公共団体の判断でできるようになったことに意味がある。自治大臣等の同意が得られない場合公的資金の借入はできないが、東京都などの大規模自治体では現在でも地方債発行に占める公的資金の割合は低く、そう大きな問題にはならない。事前協議制への移行によって発行体の自主性が増す一方で、金融市場との関連では、債券の価格形成に発行体の信用力が反映される余地がより広がることとなる。

なお、事前協議制への移行は2006年度からであり(同法第33条の7第3項)、財政構造改革期間中の2005年度までは現在の許可制が続くこととなっているが、制度改正の趣旨を反映し、2000年度から地方債許可制度の弾力運用が図られており、財政内容が良好な地方自治体(起債制限比率が10%未満であるなど)に対して、地方債許可対象範囲の拡大や許可手続きの簡素化などが行われている。

b. 財政投融资改革と地方債

2001年度から始まる財政投融资制度改革も、地方債をめぐる制度改革の重要な点である。財政投融资制度は、郵貯や厚生年金などの積立金を資金運用部に預託し、これを特殊法人などの財投機関に融資するものであるが、地方公共団体も融資対象の一つであり、地方債資金の約6割を占める政府資金や公庫資金はこの財投資金を原資としていた。2001年4月から開始される財政投融资改革では、資金運用部が廃止され、

郵貯や年金積立金の資金運用部への全額預託義務はなくなり、簡保積立金の財投機関等への融資も廃止されて、これらは市場運用に移行する。一方、これまで資金運用部等から融資を受けていた特殊法人等は、自ら財投機関債を発行するか政府保証債を発行することで資金調達を行い、これらが困難な特殊法人等は、財投債を発行して資金調達する財政融資資金(特別会計)から融資を受けることとなる。こうしたなかで、地方公共団体向け資金については、郵貯と簡保積立金が、市場運用の例外として、地方債計画・財政投融資計画の枠内で直接融資を行うこととなった。この結果、公的資金による地方債引受けは、郵貯、簡保の直接融資と財政融資資金特別会計、公営企業金融公庫からの借入の三つのルートとなる。

郵貯と簡保の地方公共団体向け直接融資の貸付金利は、従来の一律国債クーポンレート上乘せ方式(0.2%程度)から、「市場原理に即して政府が定める統一的貸付条件」^(注9)によることとなり、具体的には、貸付期間に応じて金利を設定し(貸付期間が2年、5年、10年の場合それぞれ金利が異なる)、その金利は貸付期間に相当する残存期間の国債利回り(2年、5年、10年国債の利回りなど)を基準金利とする方式や、貸付期間が10年を超えるものは10年ごとに金利を見直す方式などが考えられている。財政融資資金の貸付金利もほぼ同様のものとなる見込みである。

郵貯と簡保積立金の直接融資が行われることもあり、政府資金による地方債引受け

には当面大きな変化はないとみられるが、市場原理に即した金利設定など漸進的ではあるが市場の動きが反映される仕組みに変わりつつある。また、郵政審議会の研究会の提言でも、地方公共団体向け直接融資については「将来的には市場を通じた地方債への運用へ移行することを目指すべきである」^(注10)とされており、将来は市場運用に移行していくことも考えられる。地方公共団体にとっては、市場の動向により配慮した資金調達が求められることとなる。

(注9) 大蔵省「財政投融資制度の抜本的改革案(骨子)」による。

(注10) 郵政省「郵貯・簡保資金運用研究会最終報告」(2000年6月9日)による。

(2) 時価会計の導入と地方債

99年11月に企業会計審議会が「金融商品にかかる会計基準の設定に関する意見書」(以下「意見書」という)を公表し、2000年1月には日本公認会計士協会が「金融商品会計にかかる実務指針(中間報告)」(以下「実務指針」という)を公表して、2000年度から金融商品に時価評価が導入されることとなった。時価会計の導入は、投資家の有価証券保有形態に少なからぬ影響を及ぼすことが予想されている。地方公共団体にかかわりの深いものとして、ここでは地方債への影響について考察する。

有価証券は、従来、原価法ないしは低価法のいずれかによって評価され、地方債については、取引所に上場されるか店頭気配が公表されている一部の銘柄以外は原価法による評価が一般的であった。しかし、「意

見書」では、「客観的な時価が把握でき、当該価格により換金・決済できる金融商品は時価評価し、当期の損益に反映させる」ととされた。「意見書」によると、有価証券は、時価の変動により利益を得ることを目的として保有するもの（売買目的有価証券）、満期まで所有する意図をもって保有するもの（満期保有目的の債券）、子会社株式および関連会社株式、その他有価証券の四つに分類され、の売買目的有価証券は時価評価とし、評価差額を当期の損益に計上することとされた。の満期保有目的の債券は償却原価^(注11)が適用され、の子会社株式・関連会社株式は取得原価による評価となった。のその他有価証券は時価評価ではあるが、評価差額は資本の部に直接計上するか、評価益の場合は資本に計上し評価損は損益に計上するかのどちらかとなった。^(注12)

資産のなかで大きなウェイトを占める投資目的で保有する有価証券は、満期保有目的の債券かその他有価証券かの区分けが問題となるが、満期保有目的の債券の判定は「企業が償還期限まで所有するという積極的な意思とその能力に基づいて保有する」（「実務指針69」）場合とされ、満期保有目的の債券に分類した有価証券を途中売却した場合にはかなりの負荷が課せられる。^(注13)このため、投資有価証券のかなりの部分が、その他有価証券に分類されるのではないかと予想されている。

評価の基準となる時価は、「意見書」によれば「市場価格に基づく時価」と「合理的

に算定された価格」とからなり、公募地方債だけでなく、非上場あるいは店頭気配等のない縁故地方債についても、投資家自らが合理的に算定した価格を用いることにより、時価評価が行われることとなる。

時価評価の導入が地方債市場に与える影響としては、次のような点が考えられる。第一は、中短期債の選好が高まることである。債券は長期債ほど価格変動率が高いという傾向があるため、価格変動率の低い中短期債が好まれることになり、特に、金利上昇局面でその傾向が強くなる。前にも述べたように、地方債の発行は10年債が大部分である。今後は、中短期の地方債の発行を考える必要があるろう。

第二は、長期ないしは超長期債券についての変動金利制の採用である。債券の価格変動率を低下させる手段としては中短期化とともに変動金利制の採用がある。今後はこうした面で投資家の要望も高まってこよう。

第三は、流通性の向上である。価格変動リスクを低める手段として転売の容易さが必要である。先々金利上昇が予想される場合には、投資家は金利上昇前に早く転売してリスクを除く必要がある。流通性を向上するには、公募債の発行増加、発行ロットの大型化や期日一括償還の採用、決済システムの整備などが重要となってこよう。

（注11） 償却原価とは、「債券を債権額より高く又は安く取得した場合、当該差額を毎期利息として計上し、取得原価に加減した価額」（99年1月22日付企業会計審議会「金融商品に係る会計基準」注解5による）をいい、アモチゼーションやアキュムレーションを行ったものをいう。

（注12） 資本の部に直接計上する場合は、損益には

影響しないが資本を増減させるため、自己資本比率などの資本にかかわる経営諸比率に影響を与える。

(注13) 満期保有目的の債券に分類した債券を途中売却した場合には、すべての満期保有目的の債券をその他有価証券等へ振り替えるとともに、以後2年間は満期保有目的の債券の分類ができないなどの負荷が課せられている(実務指針83)。

(3) ペイオフ導入と地方公共団体の 資金運用

96年の預金保険法の改正以後、2001年3月までの時限的な措置として金融機関への預金は全額保護されていた。2000年5月の同法の改正により、全額保護期間が2002年3月まで延長されるとともに、同年4月から預金者保護制度としてペイオフ(保険金支払方式)が導入されることとなった。ペイオフ導入後は、地方公共団体の公金預金も預金保険の対象となり、保険金支払は1金融機関当たり1千万円までに限られること^(注14)となる。

地方公共団体が金融機関に預入れている預金は、第1章で述べたように、歳計現金や基金などから構成されるが、法律によって「確実かつ効率的な」運用を義務づけられている。保険金支払の対象とならない1千万円を超える預金について、安全確実な運用手段を考える必要がある。

一方、金融機関にとっては、公金預金が預金保険の対象となったことから、預金保険料負担が生じ(現行保険料率は預金額の0.04%)、新たなコストアップ要因になる。地方公共団体から預入れている公金預金は、預入金融機関としては指定金融機関に

なっている地銀や都銀などが多いが、歳計現金や基金などを合わせると20兆円を超える多額なものであり、1千万円を超える部分について預け替え等が行われると、個々の金融機関に与える影響も大きくなる。

このため、2002年度からのペイオフ実施に備えて、地方公共団体や金融機関の双方で、公金預金の取扱いについて研究がなされている。地方公共団体側では、金融機関が破綻した場合に公金預金と借入金(地方債等)を相殺できるように契約書を整備することや^(注15)、取引金融機関の数を増やして預金を分散させることなどが検討されている^(注16)。一方、金融機関側でも、第二地銀などでは預金保険機構が取り扱う預金保険に加えて、業態内部で特別の基金を設置して非保険対象の預金を保護する案などが検討されている^(注17)。

こうした公金預金の保護の仕組みの検討とともに、金融機関としては経営内容の改善に努め、自己資本比率の向上などにより高格付けを維持して、顧客の信頼を高める努力が必要であろう。

(注14) 2000年5月の預金保険法の改正により、公金預金は個人保有の金融債などとともに新たに付保対象に加わった。定期性預金等については1金融機関当たり1千万円までだが、流動性預金は2003年3月までは全額保護されることになっている(2003年4月以降は流動性預金も1千万円が限度)。

(注15) 2001年1月12日付日本経済新聞によれば、総務省「地方公共団体におけるペイオフ解禁への対応方策研究会」における提言にこうした内容が盛り込まれる見込みである。

(注16) 東京都が設立した「都府県市ペイオフ対応研究会」ではこうした項目が検討されている(2000年9月13日付日本経済新聞による)。

(注17) 2000年11月17日付日本経済新聞による。

4 . 米欧の地方公共団体の金融活動

(1) 米国の地方公共団体の資金調達と運用

a . 資金調達

金融環境等の変化のなかで、日本の地方公共団体の資金調達や資金運用が今後どのように変わっていくかを考えるに際して、諸外国の事例をみておくことも有益である。米国は、地方公共団体の資金調達や資金運用において、市場原理が行き渡っている代表的な国であり、示唆するところも多いと思われる。

最初に、米国の地方公共団体の資金調達についてみると、日本では約6割が政府・公庫などの公的資金であるが、米国ではすべて民間資金による調達である。センサス局の調査によれば、米国には8万を超える地方債(Municipal Securities)を発行可能な自治体がある。州(states)や市(cities)、郡(counties)などであるが、これらの自治体が発行している地方債の銘柄数はおよそ140万と膨大な数になる。Municipal Securities Rulemaking Board(地方債基準作成委員会、以下「MSRB」という)によれば、99年末の地方債の発行残高は1.5兆ドルであり、米国債(3.3兆ドル)やモーゲージ証券(2.3兆ドル)、社債(3.0兆ドル)よりは少ないが、連邦政府機関債(1.6兆ドル)にほぼ近い水準である。

地方債の種類としては、償還期限が1年

以内の短期債(Note)と、償還期限が1年を超える長期債(Bond)とがあり、さらに長期債は、返済財源を税収におく一般財源債(General obligation bonds)と、特定の事業の収益から返済するレベニュー債(Revenue bonds)とに分けられる。

地方債の起債には、連邦政府による規制はなく、州によっては州法等による規制があるところもある。地方債は安全性に優れた債券であるとされ、Official Statementなどによって財政状態がディスクロージャーされているほか、投資家は格付けによって債券の安全性を判断することができる。^(注18)格付けを高めるために第三者(保険会社等)による債務保証を付けたりすることも行われている。

米国の地方債市場には、大小さまざまなディーラーが存在し、債券の引受けを行っている。大手のディーラーには、モルガンスタンレーやソロモンスミスパーニーといった投資銀行があり、中小の銀行や証券ディーラーを含めて2,000を超えるディーラーが存在する。新発債の引受け方法としては、競争入札(Competitive Underwriting)と協議引受け(Negotiated Underwriting)とがあり、前者は、発行体による入札参加の勧誘に対してディーラーが競争入札に応ずるもので、後者は、発行体と引受業者が発行条件等を協議して引受けを行うものである。98年の場合、発行額の4分の3が協議引受けにより、4分の1が競争入札によって行われた。^(注19)大型の起債やレベニュー債が協議引受けによることが多く、大手の証券

会社が中心となってこれに参加している。競争入札に参加するのは比較的小規模の業者が多い。

米国の地方債の特徴の一つは、利子に対する連邦所得税の課税が免除され (Tax Exempt), 多くの州で自州で発行された地方債が免税対象となっていることである。^(注20) このため、税引後利回りがほぼ同一水準にある課税対象の米国債に比べると、地方債のクーポンレートはかなり低くなり、^(注21) 有利な発行が可能となっている。こうした免税債券としての特徴は、個人投資家の保有が多いことにもつながっており、99年末で総発行残高のうち個人保有が35%のシェアを占めている (第9図)。個人以外の投資家としては、ミューチュアルファンド (シェア16%) とMMF (同14%) があり、損害保険会社や商業銀行がこれに次いでいる。

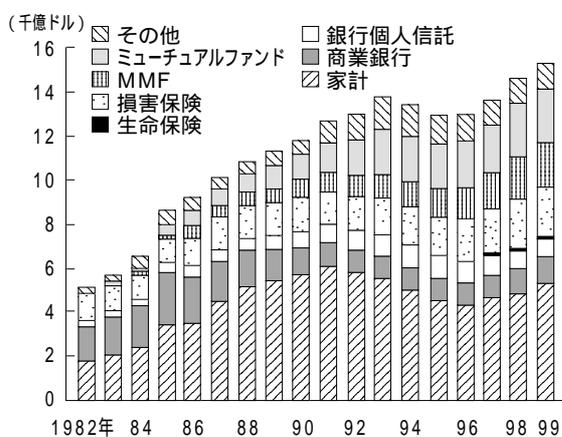
地方債の流通は、銘柄が多いこともあって、取引所ではなく店頭市場を主体に行われている。地方債の流通市場は各地にある

が、中心はニューヨーク市場である。大型銘柄や発行体の知名度の高い銘柄が全国的に売買されるほか、所得税の税率が高い州において、相対的に有利な免税債が地域的に売買されている。前記のように、地方債は個人投資家やミューチュアルファンドなどの保有が多く、これらの投資家は償還期限まで保有する傾向があるため、流通市場での売買はその他の債券に比べてそれほど多くはない。MSRBの調査によれば、98年5月から99年4月までの1年間の地方債の売買高は6.0兆ドルであり、発行残高1.5兆ドルに対して売買回転率 (売買高 / 発行残高) は4回である。^(注22) 米国債の22回に比べれば低い。日本の地方債の0.6回 (98年度) に比べると売買は盛んであるといえる。投資家が地方債の流通価格等の情報を得るには、金融関連の新聞情報や地方債市場関連業者のインターネットなどが利用できる。

米国の地方債市場を日本と比較した時の主要な相違点は第4表のようになるが、これをさらに要約すると次のようになる。

第一は、中央政府の規制の違いである。米国では中央政府の規制はないが、日本では地方債の起債や条件変更は許可制である。都道府県や政令指定都市が地方債を起債したり条件を変更するには自治大臣の許可が必要であり、その他の市町村については都道府県知事の許可が必要である。地方債許可は国の予算と一体となった地方財政計画や地方債計画の下で許可が行われ、発行額の約6割について郵便貯金等を原資とする公的資金が使用され、元利償還金につ

第9図 米国地方債の投資家別保有残高



資料 FRB "Flow of Funds Accounts"

第4表 日米の地方債市場の主要な相違点

	米 国	日 本
起債・条件変更にかかる中央政府の規制	なし	許可制(2006年度から事前協議制に移行)
資金調達先	民間資金	公的資金が約6割 民間資金が約4割
償還財源による分類	一般財源債のほか事業収益で返済するレベニュー債がある	償還はすべて一般財源
格付けの付与	一般的(信用力が弱いものには債務保証を付与)	R&Iが公募地方債の格付けを開始(99年3月)
発行条件(金利)決定	信用力(格付け)に応じ条件(金利)が決まる	発行条件(金利)は各発行体とも一律
利子課税	連邦所得税免除、自州発行のものは地方税免除の州が多い	地方債利子に対する特別扱いはない
保管・決済等	book entry方式と登録債 T+3決済(94年6月)	登録債 T+3決済(99年10月)

資料 各種資料から筆者作成

いても地方交付税制度を通じて面倒をみる仕組みとなっている。第3章(1)でみたように、2006年度から事前協議制に移行するが、地方債をめぐる日米の規制のあり方については大きな差がある。

第二は、地方債の発行条件(金利)等の決定の仕方である。米国の地方債は社債等と同様に格付けが一般化しており、格付けに基づいて発行条件(金利)等が形成されている。格付けが低い地方自治体では、格付けを上げるために第三者(保険会社等)による債務保証を付与することも行われている。これに対し、日本では、前記のような地方債制度の存在を前提に、地方債の発行条件は東京都のような大規模な自治体でも小規模の市町村でも基本的に同一である。2001年度からの財政投融资制度改革後もこの点は大きくは変わらない見込みである。

第三は、地方債利子に対する非課税措置

の有無である。前記のように、米国では連邦所得税が免除されているほか、地方税についても、自州で発行される地方債については非課税としている州が大半である。このため、課税債券である米国債や社債等と比べると、かなり低い利率で発行が可能となる。また、地方債の保有について、非課税措置もあって個人投資家のシェアが高く、ミューチュアルファンド等の投資信託がこれに次いでいる。公的資金や機関投資家の保有が中心である日本の状況とは異なっている。

以上のように、米国では、中央政府の関与が少なく、格付けによって発行条件等が決まるなど市場原理が行き渡っている点が特徴的である。

(注18) 米国の地方債の格付機関として、ムーディーズ、S&P、Fitchなどがある。

(注19) Wilson White, The Municipal Bond Market: Fundamentals, Vantage Press, p. 71.

(注20) 地方債の利子に対する地方税の取扱いは、自州で発行されたものは免税扱いが大部分であるが、他州で発行されたものの取扱いは州によって異なっている。

(注21) 免税効果は納税者が属する税率階層によって異なるが、所得税率が31%の階層では、利回り5.5%の米国債(期間10年)の税引後利回りは、同期間のA格の地方債利回りが4.5%のものと同程度となる。

(注22) 米国債売買回転率は97年のデータである。井上広隆「G7諸国の国債市場」『日本銀行調査月報』99年7月号、62頁参照。

b. 資金運用

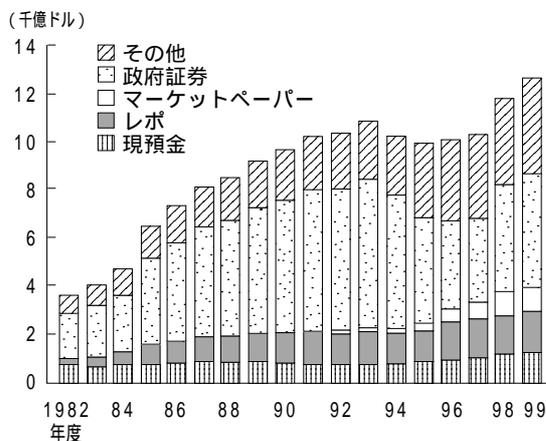
次に、米国の地方公共団体の資金運用について考察する。第1章でもみたように、日本の地方公共団体の資金運用は金融機関

への預金が中心であり、有価証券等による資金運用は少ない。しかし、米国の場合は、第10図のように、金融機関への預金はあまり多くなく、米国債等の政府証券やレポなどでの運用が多くなっている。

米国の地方公共団体においても、収入の主たる源泉は税金であり、これらの資金は公共サービスの提供や公共的なプロジェクト遂行などに効果的に使われなくてはならない。また、納税者に対する責任を果たすうえからも、資金が支出されるまでの間、安全・確実に、かつ効率的に運用する必要がある。このため、こうした資金の運用や管理については、州法等で規制されている例が多く、資金運用の対象として認められているものとして、米国債や政府機関債、レポ、CD、CP等マネーマーケットペーパーなどがある。

公共目的に支出されるまでの間の資金運用であるという点から、地方公共団体の資金運用は短期の運用が大半であり、米国債や政府機関債で運用する場合もTB (Tre

第10図 米国の地方公共団体の資金運用残高



資料 FRB "Flow of Funds Accounts"

sury Bill)や短期のNoteが中心である。このため、米国の地方公共団体は米国のマネーマーケットにおける大手の投資家の一つとなっている。

レポ (Repurchase Agreement) による資金運用は、一定期間後に売り戻す約定で米国債や政府機関債などの債券を買い入れることであるが、売買される債券が担保 (担保額は債券の額面金額の102%が一般的) となり、安全確実な運用として優れている。CD (Certificates of Deposit) は銀行預金に該当するが、10万ドルを超える場合にはFDICによる預金保険の対象とならない。地方公共団体の場合は10万ドルを超えるのが一般的であり、銀行によっては国債で担保されたCD (Treasury-collateralized CDs) を発行して対応しているところもあるようである。ただし、この場合には通常のCDよりも金利はやや低くなる^(注23)。CPで運用する場合は、格付けの最も高いものに限って行うなどの対応もとられている。

いずれにしても、安全・確実で、かつ効率的な運用を図るべく工夫がなされている。

(注23) Christopher N. Orndorff, Ashvin Syal, Investing Local Government Funds, McGraw-Hill, P8

(2) ドイツの地方公共団体の資金調達

(1)では米国の地方公共団体の資金調達と運用について述べたが、近年の欧州での特徴的な動きとして、ドイツの地方公共団体における地方債の共同発行がある。

ドイツの地方公共団体には、州(16州)と市町村(1万6千程度)があり、これらの地

方公共団体の資金調達には、バイエルンやヘッセンといった大きな州や大都市で地方債が発行されていたが、調達資金に占める割合はそれほど大きなものではなく、大部分が金融機関からの債務証券借入で調達されていた。特に、市町村でこうした傾向が強かった。ドイツには州が設立した自治体銀行(ランデスバンク)があり、州や市町村の債務証券借入はこの自治体銀行から行われる場合が多いが、自治体銀行は地方公共団体向け貸出のファイナンスを、自治体債券(金融債の一種で、資金用途を地方公共団体向け貸出に特定したもの。地方公共団体の債務証券が担保になる)の発行によって賄っており、これらは主として個人や貯蓄銀行、保険会社などに消化されていた。

90年10月のドイツ統一後、旧東ドイツ地域の財政支援やインフラ投資の拡大もあって、政府部門の財政赤字が拡大したが、地方公共団体の財政も、州間の財政調整制度^(注24)による旧東ドイツ州への資金移転などもあって赤字が拡大した。このため、債務証券借入の需要が増し、自治体債券の発行額を増やす必要がでてきた(第11図)。自治体銀行は、自治体債券の発行規模の拡大(10億マルク以上、いわゆるジャンボ債)や、従来国内が中心であった消化を外国機関投資家にも拡大するなどの工夫を行い、これが成功して発行コストも低下した。

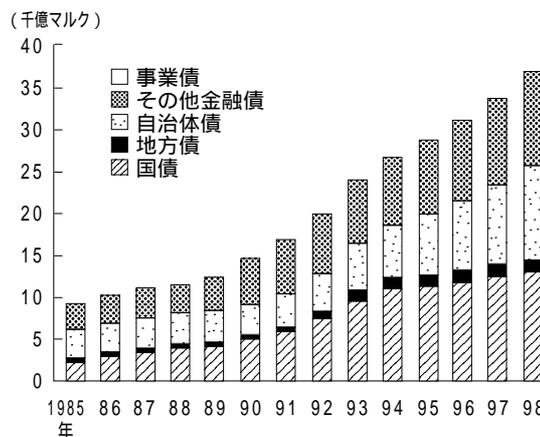
こうした自治体債券の動向等もあり、州が発行する州債についても、いくつかの州が集まって共同発行する動きがでてきた。96年8月にベルリン、ヘッセン、ハンブルグ

など7州が40億マルクの債券(発行期間10年、返済義務は各州が資金取得額に応じて負担)を共同発行したのが手始めとなり、以後こうした共同発行の動きが続いている。当初は格付けなしで発行され、国際的な機関投資家の消化もあまり多くなかったが、その後は欧州系の投資家を中心に国際的に消化されてきている。発行条件はその時の市場情勢にもよるが、連邦債+15~20ベース・ポイント程度である。

また、近年では、共同発行ではないが、有力な州が米国のムーディーズやS&Pなどの格付けを取得し、大型のロットで海外投資家の消化を狙いに発行するケースもでてきている。通貨統合にともなう市場の拡大もあって、州レベルでの格付け取得の動きが広がっている。一方で、格付けが発行条件に及ぼす影響が大きくなると、格付けが高い州は格付けが低い州と共同発行する誘因が乏しくなるなどの問題もある。

日本においても、地方債の共同発行は可

第11図 ドイツの債券発行残高の推移



資料 Deutsche Bundesbank, Capital Market Statistics
 (注)1. 国債は連邦債のほか政府関係機関発行債券を含む。
 2. その他金融債は抵当債など自治体債以外の金融債。

能であるが(地方財政法第5条の6),国内では共同発行が行われた事例は今のところない。日本の地方債の今後の共同発行の可能性をさぐるうえでも,ドイツの動きは参考となる。

(注24) ドイツの州間財政調整制度とは,ドイツ国民がどの州でも「同価値の生活条件」を得られる(ドイツ基本法)ように,財政力の豊かな州から財政力の乏しい州に資金移転をする制度で,日本の地方交付税制度に類似のものである。ドイツ統一により旧東ドイツ州が加わったことで,巨額の資金移転が行われるようになった(詳しくは飯野由美子「ドイツのレンダー・ジャンボ債発行」地方債協会『地方債月報1998年11月号』参照)。

5. 資金調達・運用をめぐる 環境変化への対応

(1) 資金調達をめぐる環境変化への 対応

これまで,日本の地方公共団体の資金運用と調達の現状,地方債制度の変化や時価会計の導入,ペイオフ導入など地方公共団体の金融活動を取り巻く環境変化について述べてきた。また,米国やドイツなど海外の動向について考察してきた。本章では,こうした環境変化や分析を踏まえて,地方公共団体の資金調達と運用の今後の対応方向や課題について考えてみたい。

第2章でも述べたように,地方公共団体の資金調達には一時借入金と地方債があるが,一時借入金は年度内に償還するものであり,中心となるのは地方債である。地方債を取り巻く環境は,発行体側では許可制度から事前協議制への移行があり,投資家側では財政投融资改革や時価会計の導入な

どの制度変化がある。こうしたなかで,地方債の民間等資金の最大の引受者である地銀(その業界団体である地銀協)が地方債のあり方について要望書を出すなどの動きも出ている^(注25)。地銀協の要望の内容は,公募債の比重拡大や発行体の信用度に応じた発行条件の見直し,発行ロット拡大や商品性多様化による流通性の向上などであるが,地方債の流通性が乏しいなかで,引受け後含み損を抱えるケースが多く,時価会計の導入でこうした含み損が表面化する恐れがあることなどが,こうした要望の背景にある。

これらの要望書でも主張されているように,地方債市場の問題点の一つは流通性が乏しいことであり,流通市場の厚みを増していくことが今後の課題となる。流通市場が発達し機動的な売買が可能であれば,含み損を抱えるリスクや時価会計で決算期末に損失を計上するリスクも小さくなる。また,発行体である地方公共団体にとっても,機動的な資金調達が可能となり発行コストの低下につながることから基本的に望ましいことといえる。地方債の流通性が乏しい理由には,民間市場を対象とした発行が量的に少ないうえに,銘柄数(発行体数)が多く,かつ発行ロットが小さいことなどがある。

地方債の流通市場の発達のためには,民間市場を対象とする発行量の増加,特に,市場公募債の増加が必要ではないかと思われる。地方債の発行残高は96年度末で164兆円に達しているが,政府資金と公庫資金いずれも証書形式が約6割を占め,残りの民

間等資金のなかでも証券形式のものが全体の1割程度あるため、証券形式で発行されるのは地方債発行残高の3割程度(50兆円強)に限られる。さらに市場公募債となるとそのうちの4分の1程度で、年度間発行額も98年度で1.8兆円にすぎない。市場公募債の発行増加には、地銀協が要望している公募地方債発行団体における公募債の比重拡大とともに、現在28団体にとどまっている公募地方債発行団体を増やすことも必要であろう。たとえば、47都道府県や一定規模以上の都市(たとえば人口30万人以上の中核市^(注26)など)まで段階的に広げていくことなども考えられる。

2001年度からの財政投融资改革では、財政力の弱い地方公共団体に対しては郵貯や簡保積立金による直接融資が例外的に行われることとなったが、「財政力が弱い地方公共団体」の範囲は必ずしも明確ではない。郵貯や簡保の直接融資や財政融資資金からの借入等からなる政府資金は、小規模の都市や町村などに極力限定し、前記のように、都道府県や中核市等一定規模以上の都市については民間資金による調達を主体とし、順次公募団体に加えて市場公募債の発行を可能としていくことが望ましいのではないかと思われる。公募地方債が増えて、米国の地方債市場のように発行市場や流通市場が拡大すれば、郵貯や簡保の市場運用も広がり、財政投融资改革の本来の趣旨にも沿うこととなる。

発行ロットの拡大については、政府資金から民間資金へのシフトで発行量が増加す

れば発行ロットの拡大にもつながるほか、地方自治体間の共同発行の活用も一つの方法であろう。幾つかの地方自治体が一体となって行う広域的な建設事業などであれば、資金需要や資金の返済も似通ったものとなり、共同発行を利用する余地がある。この点はドイツの事例が参考になろう。

地方債市場の課題の第二は、前記の地銀協の要望にもあるように、発行体の信用力を反映した価格形成の実現である。発行条件については、地方債許可制度や地方財政計画、地方交付税制度などを通じて償還が保証されているとの考え方から、全地方公共団体が均一的な条件となっている。しかし、今後の地方分権推進のなかで、地方への財源移譲が進み交付税制度が変化していけば、こうした前提も変わる可能性がある。90年代に地方財政が悪化したのが、米国のように格付けによって市場の評価を受けることは、地方公共団体の財政規律を保つためにも意義のあるものと考えられる。

第三の課題は、地方債の商品性の改善である。これまでは10年債が大部分で金利変動リスクが大きかったほか、繰上償還リスクなども投資家が地方債購入をためらう要因の一つであった。この点については、5年債の発行(2000年度)や繰上償還条項の削除など改善が進みつつあるが、国債はすでに2,4,5,6年債の発行が行われるなど多様化が進んでおり、地方債についても引き続き商品性改善が進むことが期待される。

第四の課題として、地方債の個人消化の問題がある。日本の地方債の保有構造をみ

ると、郵貯や簡保、生保や地銀などの機関投資家の保有が多く、個人消化はこれまで低調であった。これは国債などその他の債券にも共通しているが、地域の政府である地方公共団体が発行する債券という性格を考えれば、もっと個人消化が進んでもよいと思われる。特に、今後において、前記のような公募団体の増加を想定した場合には個人消化の拡大が不可欠である。米国で地方債の個人消化が進んでいることの理由の一つに、連邦所得税が免除されていることがある。個人消化が進むためにはそれなりの魅力が必要であり、たとえば、各地方自治体の権限で設定可能な特典（地方自治体が提供する有料サービスの割引など）を付与した地方債の発行なども考えられよう。

（注25）地銀協が公表した地方債に関する要望書として、「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）と「今後の地方公共団体との取引のあり方」（2000年6月14日付）があるが、これらのなかで、公募地方債発行団体における公募債の発行比重拡大、地方公共団体の信用度に応じた発行条件の見直し、発行ロットの拡大と発行時期平準化等による流通性の向上、償還期限の短期・多様化、繰上償還条項の完全撤廃、公募債を発行しやすい環境整備、金利変動型地方債の導入、などが要望されている。

（注26）自治省（現総務省）によれば、中核市の要件は人口30万人以上で面積100km²の市であり、この要件に該当する市は34市存在する。47都道府県と12政令指定都市とを合わせると93となり、これらが公募団体となれば、現行の28から3倍強に増加する。

（2）資金運用をめぐる環境変化への対応

地方公共団体の資金運用をめぐる当面の課題は、ペイオフ対応である。第1章で述

べたように、地方公共団体が保有する現金は、法律によって「確実かつ有利な」方法による運用が求められている。ペイオフ導入後は、公金預金も預金保険の対象となるが、保険金支払は1金融機関当たり1千万円までに限られるため、これを超える資金の保全が検討課題となる。

このための対策として、第3章(3)で述べたように、地方公共団体側で、公金預金を地方債を含む借入金と相殺する契約とすることや取引金融機関の数を増やし預金を分散化することなどが検討されており、金融機関側では一部の業態で特別の基金を設置する案などが検討されている。

米国の地方公共団体の資金運用では、預金の保有は少なく、TBなどの短期金融市場商品による運用や、国債や政府機関債を担保としたレポを多く利用している。日本においても、資金運用の規模が大きい都道府県や大都市においては、「確実かつ有利」な条件を満たす運用として、TB（短期割引国債）やFB（政府短期証券）などの直接保有のほか、国債などを担保とするレポ（現金担保付債券貸借取引等）等による市場運用拡大も考慮の余地がある。

レポの場合、資金の利用期間に応じて期日がある程度自由に設定でき、金利も同期間のその他の短期金融市場商品との裁定が働いているため、通常の短期金利での運用が可能である。担保として国債等の債券を取得することができ、決済等も国債振替決済制度に加入すれば現物を保有することの事務負担もない。また、金融機関にとって

も、預金と比べて担保を提供する必要はあるが、預金保険料負担や準備預金コストが節約できるメリットがある。

地方債の市場調達が進んでいけば、市場の動向に習熟し市場取引の事務にも精通した職員が増えてくる。こうした職員が資金運用面での役割も担うことで、資金の調達と運用の両面で市場と向き合う体制が形成されていくのではないと思われる。

おわりに

20世紀の日本経済は、中央集権的体制のもとで目覚ましい経済成長を遂げたが、90年代にこうした体制が行き詰まり、21世紀は分権型社会の構築が求められている。中央集権体制下での地方公共団体は、3割自治ともいわれるように、交付税や補助金、許可制による地方債発行など財政収入の過半を国に誘導されていた。しかし、2000年4月の地方分権一括法の施行を機に、地方分権の方向に動き出している。

地方分権が実のあるものになるためには、財政収入の過半は地方公共団体自らが調達するとともに、健全な財政運営を行っていく必要がある。そのためには、市場によるチェック機能が働く体制が望ましいのではないと思われる。市場原理が働く厚みのある地域の金融市場を育成するために、地方公共団体自らが積極的な情報開示を行いつつ、資金の調達・運用者として市場に参加し、国もこれを後押ししていくこ

とが望ましいと思われる。

参考文献

1. 地方債制度研究会編『地方債 - 民間等資金』ぎょうせい1996年
2. 高寄昇三著『現代地方債論』劉草書房、1988年
3. 日本格付投資情報センター編『地方債格付け』日本経済新聞社1999年
4. 碓井光明著『要説自治体財政・財務法』学陽書房1997年
5. 地銀協「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)
6. 地銀協「今後の地方公共団体との取引のあり方」(2000年6月14日)
7. 福浦裕介「財政投融资制度の抜本的改革と地方債」地方財務協会編『地方財政』2000年7月号
8. 郵政省「郵貯・簡保資金運用研究会最終報告 資金運用の基本方針について」2000年6月9日
9. 朝日監査法人編『金融商品会計の実務』東洋経済新報社2000年
10. 三村泰司「指定金融機関(地方銀行)からみた地方債について」地方債協会『地方債月報』2000年5月号
11. 宮元義雄著『地方財務制度と指定金融機関』金融財政事情研究会1965年
12. 宮元義雄著『地方財務事務』学陽書房1991年
13. 吉野直行「ゼロ金利政策・財政投融资改革と地方債」地方債協会『地方債月報』2000年5月号
14. John E. Petersen and Dennis R. Strachota, Local Government Finance Concepts and Practices, Government Finance Offices Association, 1991
15. Wilson White, The Municipal Bond Market: Fundamentals, Vantage Press, 1999
16. Christopher N. Orundorff Ashvin Ayal, Investing Local Government Funds, Mcgraw-Hill, 1997
17. Marcia Stigum, The Money Market, Business One Irwin, 1990
18. 吉田仁美「ドイツ地方債発行の変容」公社債引受協会『公社債月報』98年11月号
19. 飯野由美子「統一後ドイツの資本市場 - 自治体債市場の新展開を中心に - 」地方債協会『地方債月報』97年11月号
20. 飯野由美子「ドイツのレンダー・ジャンボ債発行」地方債協会『地方債月報』98年11月号

(鈴木 博・すずきひろし)