

地方債市場の現状

地方債の概況と地方債投資家の動向

〔要 旨〕

1. 地方公共団体による資金調達方法は、証書形式（ローン）、証券形式の縁故債発行、市場公募債発行の3つの形態に分けられる。財投改革の下、従来の「政府資金、公営企業金融公庫資金を主な借入先とする証書形式」から、「民間資金導入のための市場公募債、縁故債（証書・証券形式）」へという形で民間資金へのシフトが急速に進んでいる。
2. 民間資金の導入は、証券形式の活用が投資家層の裾野を広げるうえでは課題となるが、近年の特徴的な動きとして、地公体サイドからはペイオフ対応として公金預金との相殺が容易であり、また引受金融機関サイドからは当面時価会計の対象とならないという理由で、双方のニーズにより証書形式を選択するケースも増えている。
3. 民間資金の調達手段としての地方債の発行であるが、実際は郵貯・簡保の公的資金が最大の地方債保有機関となっている。これに続く地方債投資家が、共済、生損保等であり、長期運用を必要とする投資家が上位を占めている。これらの機関の地方債保有額を合計すると、地方債総額（市場公募債と証券形式の縁故債）の5割を超え、投資家の偏りがみられる。一方で、発行段階での引受シェアが最も大きい都市銀行の地方債保有は数パーセントに過ぎない。
4. 同じ公的資金でも郵貯と簡保の地方債保有状況には違いがみられ、郵貯は比較的各都道府県均等に一定割合を保有している傾向があるのに対し、簡保は公募債発行団体の属する地域の地方債を保有するという偏りがみられる。
5. 現在の地方債市場についてみると、発行市場は指定金融機関制度に大きく影響され起債条件も含め地公体よりの市場である。流通市場では、投資家層が限定され、流動性が低い市場であることは否定できない。2003年度からスタートする共同発行債の動向が注目されるとともに、地方債市場の発展のためには、IR活動の充実、地公体による引受金融機関・投資家サイドからの情報収集や、自らの変革姿勢が必要とされている。

目次

はじめに

1. 地方債の発行形態
2. 地方債市場の現状

3. 郵貯・簡保の保有動向

4. 地方債市場の課題

はじめに

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。民間等資金のうち市場公募債も前年度比23.7%増の2.4兆円と急速に増大している（第1表）。

来年度は今後の公募地方債の主軸となることが期待されている共同発行債というはじめての資金調達手段が試される年でもある。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、以下では地方債市場の現状と課題について検討することとしたい。

1. 地方債の発行形態

地方公共団体（以下「地公体」という）が地方債（長期借入金）により資金調達をする場合、証書による借入（ローン）、証券形式の縁故債発行^{（注1）}、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入方式となる。両資金は、00年度末時点で地方債資金の過半を占める地方債の主要な資金源である。しかし、現在は財投改革の下、同資金による地方債の直接引受は伸び悩んでおり、将来的に縮小傾向にあることは明らかである（第2表）。

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（および）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

第1表 2003年度地方債計画（資金別）

（単位 兆円，%）

	地方債（計画）	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

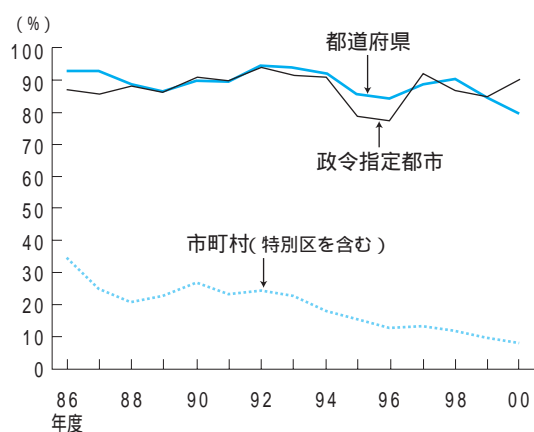
資料 総務省ホームページ

第2表 資金別地方債残高(2000年度末)
(単位 兆円, %)

	残高	シェア
政府資金	57.3	44.8
資金運用部	45.4	35.4
簡保	11.9	9.3
公営企業金融公庫	8.3	6.4
市中銀行	40.6	31.7
その他金融機関	5.2	4.1
保険会社等	0.5	0.4
市場公募債	12.0	9.3
共済等	1.6	1.2

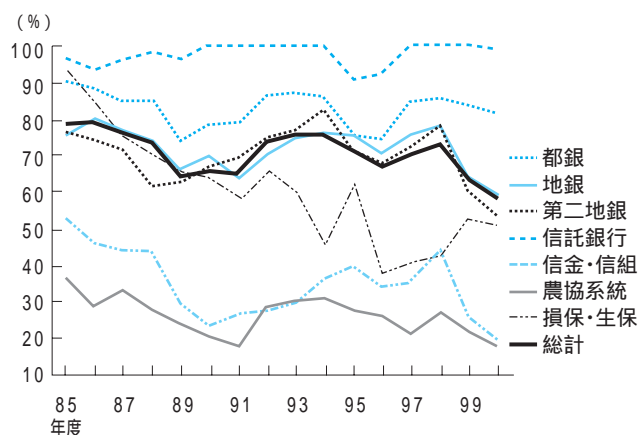
資料 地方財政白書平成14年度版
(注) 借入・発行時の引受ベースの残高。

第1図 団体別縁故資金に占める証券形式での資金調達の割合



資料 『地方債統計年報』各年度版

第2図 業態別縁故債引受にみる証券形式の割合



資料 第1図に同じ

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券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の発行による資金調達の割合は現在1割にも満たない状況である。近年,都道府県レベルでも証券形式の割合が減少し,証券の割合が若干ながら増えてきたことがわかる(第1図)。

一方で,引受側である金融機関の業態別に縁故債引受の方式をみると,証券形式での引受割合(第2図)は都銀,信託銀行でその8割以上,地銀,第二地銀では6割程度,信金・信組,農協系統などの協同組合系の中小金融機関では2割に満たない状況となる。98年度をピークに証券形式の引受割合が減少してきており,特に地銀,第二地銀,信金・信組の業態で証券形式へのシフトが顕著であったことが見て取れる。

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券形式,および引受金融機関サイドからは時価会計導入により当面は対象とならない証券形式のニーズが高まり,縁故債に占める証券形式の割合が減少傾向にあったことが第1,2図より読み取れる。

(注1) 2003年度からは銀行等引受という名称に変更された。

(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。なお,ミニ公募債に関しては本稿では対象としていない。

2. 地方債市場の現状

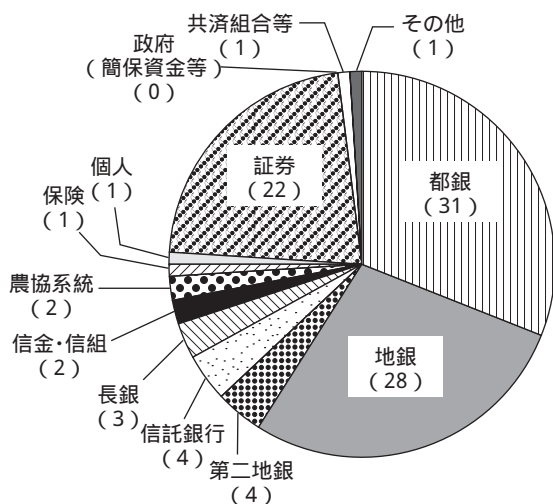
前項において地公体の資金調達手段について概観したが、地方債市場に流通するものは、証券形式を除く、東京都等の28団体が発行する公募地方債と縁故関係によって金融機関（主に指定金融機関など）が引受た証券形式の縁故債である。本項では、市場公募債と証券形式の縁故債（以下「縁故債」という）を対象に、地方債市場の現状について紹介する。

ここでの地方債のデータは上記2種類の債券の合計をさし、これらの地方債について発行時点での引受状況をみたものが、第3図である。都銀、地銀、証券会社の順で引受額が大きい。市場公募債のみでは、証券会社を除けば、指定金融機関となってい

る都銀、続いて地銀の引受が大きくなる（00年度引受先シェアは証券会社52%、都銀24%、地銀8%）。縁故債の場合もその性格上、地公体の指定金融機関になっている都銀、地銀等の引受額が大きい（00年度末、地銀44%、都銀34%）。地方債（市場公募+証券形式の縁故債）全体でみたとき、都銀および地銀でほぼ6割を引受ていることになり、指定金融機関制度が大きな影響を与えている^(注3)と考えられる。

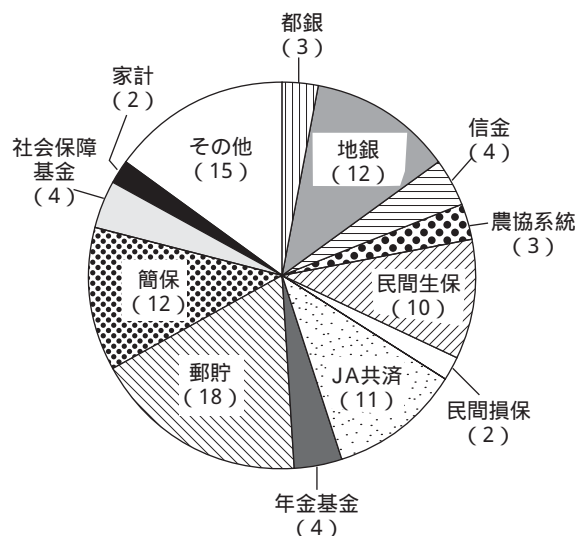
第4図は、実際の保有状況をみたものである。発行段階で引受を行っていない郵貯・簡保などの公的金融機関が地方債総額の3割を保有している。これに続くのがJA共済であり、郵貯・簡保の公的資金を除くと民間最大の地方債保有者ということになる。この上位3機関に民間生損保分を含めると、地方債総額の5割を超える額を保有

第3図 発行段階での引受シェア
(2000年度, ()内%)



資料 地方債協会「地方債統計年報」
(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。

第4図 地方債の保有状況
(2001年度, ()内%)



資料 日銀「金融経済統計月報」
(注) 第3図に同じ

している。一方で都銀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。

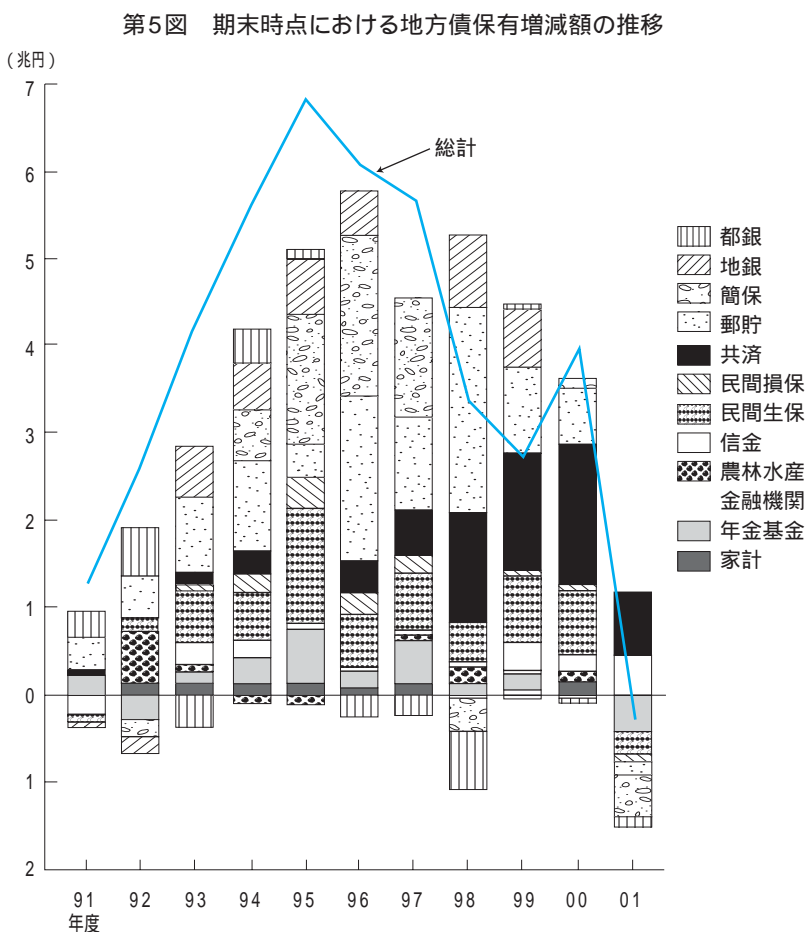
このように地方債の保有状況を見ると、投資家の偏り、限定が見て取れる。郵貯、簡保、JA共済の3機関で実に地方債の4割強を保有しているのである。地方債は公募債にみられるように10年満期一括の長期債の割合が高く、負債の性格上、長期運用を必要とする生損保、簡保、共済等が主要な投資家となるのは理解できよう。また、最大保有者である公的資金はその運用方針に

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う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第5図のようになり、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年度までは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、00年度まで一貫して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。都銀は96年度以降、一貫して地方債保有額を減少させている。01年度は共済および信金のみが地方債保有額を増大させた状況である。

（注3） 47都道府県と市場公募債を発行している政令指定都市の指定金融機関の状況は後添第3表の通り。



第3表 都道府県および公募債発行を行う政令指定都市の概況

	指定金融機関	公募債 指金関 引受 シエア	公募債 発行 開始 年	公募債 残高(01 年度末, 10億円)	縁故債シ団		指定金融機関	公募債 指金関 引受 シエア	公募債 発行 開始 年	公募債 残高(01 年度末, 10億円)	縁故債シ団
北海道	北洋	13.0	1973	711	北海道	滋賀	滋賀				
札幌市	北洋	11.0	1973	494	損保協会	京都	京都	23.5	1975	223	
青森	青森				みちのく他	京都市	UFJ (旧三和)	15.5(旧三和分のみ)	1952	397	
岩手	岩手					大阪	大和	11.8	1952	1,071	紀陽
宮城	七十七	16.6	1975	261		大阪市	輪番(UFJ, 三井住友, 大和,みずほ)	13.5(みずほ), 他各11	1952	1,428	
仙台市	七十七	17.4	1989	153	仙台,仙台信金						
秋田	秋田					兵庫	三井住友	18.1	1952	568	百十四他
山形	山形					神戸市	三井住友	17.7	1952	394	公共連
福島	東邦					奈良	南都				奈良農協
茨城	常陽	33.5	1989	117		和歌山	紀陽				
栃木	足利				安田生命	鳥取	山陰合同				
群馬	群馬				東和,県信連, 公共連,損保引 受団	島根	山陰合同				
埼玉	あさひ	24.0	1975	646		岡山	中国				
千葉	千葉	27.3	1975	531	県信連,農 中,信組,信金, 公共連他	広島	広島	10.0	1973	193	
千葉市	千葉	28.9	1994	100	千葉市農協	広島市	広島	15.8	1982	199	広島総合,せと うち,広島信金
神奈川	横浜	16.5	1973	603	公共連,一勸	山口	山口				
横浜市	横浜	17.7	1952	1,232	公共連	徳島	阿波				
川崎市	横浜	20.5	1973	378		香川	百四				
山梨	山梨中央					愛媛	伊予				
東京	みずほ	31.8	1952		農中,公共連, 生保協会他	高知	四国				
新潟	第四	22.6	1989	115		福岡	福岡	10.0	1973	295	協調融資団
長野	八十二	28.4	1989	148		福岡市	福岡	11.0	1973	387	
富山	北陸					北九州市	輪番(福岡 みずほ)	22 (みずほ)	1973	199	公共連他
石川	北国					佐賀	佐賀				
福井	福井					長崎	輪番(親 和,十八)				協調融資団
岐阜	十六				県出損財団	熊本	肥後				県信連
静岡	静岡	18.7	1973	640		大分	大分				
愛知	UFJ (旧東海)	28.1	1973	489		宮崎	宮崎				
名古屋市	UFJ (旧東海)	20.0	1952	667	市職員共済, 公共連	鹿児島	鹿児島				
三重	百五				第三,三重, 県信連	沖縄	輪番(琉 球,沖縄)				

資料 地方債統計年報ほか
 (注) 非公募債発行団体

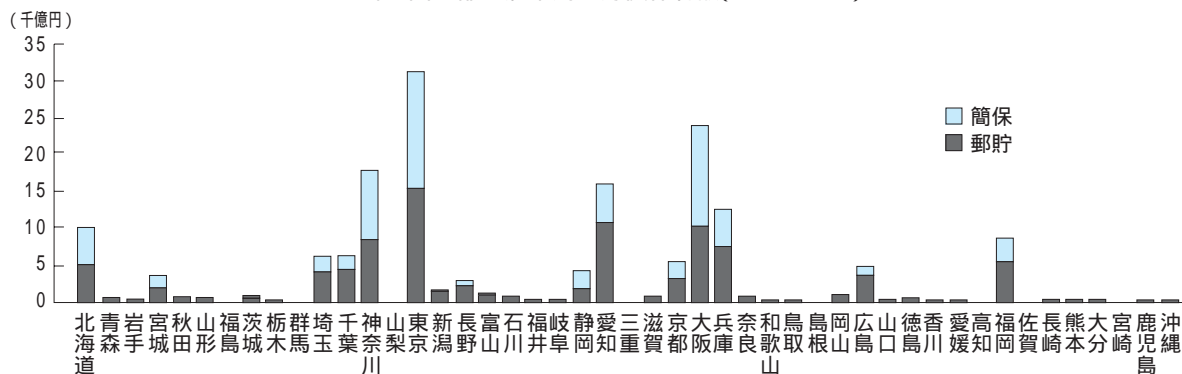
3. 郵貯・簡保の保有動向

以下では地方債（市場公募債と証券形式の縁故債）の最大の保有者である郵貯と簡保の保有動向について紹介する。データは都道府県ごとの保有残高を利用した。ここで利用している保有残高には市町村も含まれるため、例えば北海道であれば、公募債の北海道債と札幌市債を含み、縁故債は証券形式を発行している市町村であればすべて含まれることになる。両機関の地方債保有額は

総額で、郵貯は約9.9兆円（01年度末時点）、簡保は7.2兆円（同）に上る。保有している地方債の銘柄を都道府県別に分けた場合（第6図）、東京都、大阪府、神奈川県で保有額が大きい。

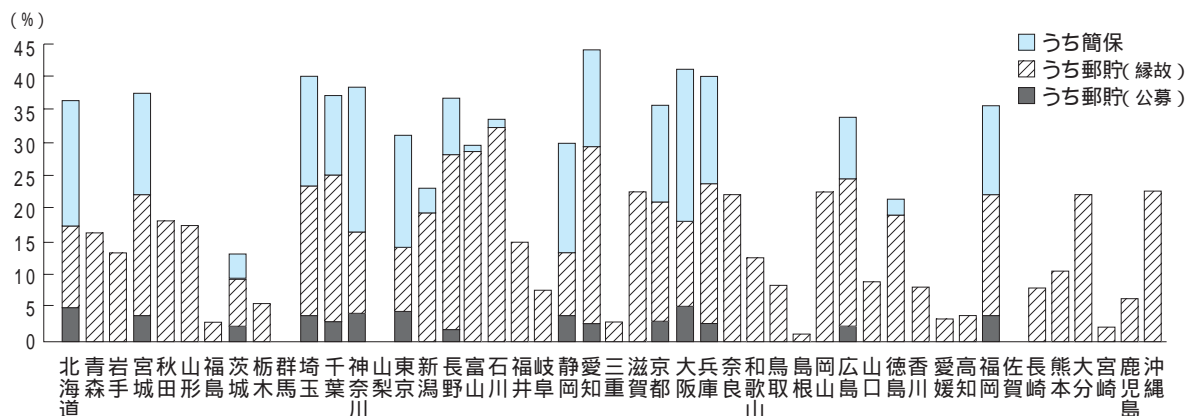
一方で、各都道府県では発行している地方債残高が大きく異なるため、市町村を含む各都道府県の地方債発行残高（証券形式の縁故債は含まず）^(注4)に占める郵貯と簡保の地方債保有割合をみたものが第7図である。愛知県（43.9%）を筆頭に、大阪府、兵庫県、埼玉県で4割を超える保有率となっている。

第6図 都道府県別地方債保有額(2001年度末)



資料 「郵便貯金2002」「簡易保険2002」より農中総研作成

第7図 地方債残高に占める公的資金の割合(2000年度末)



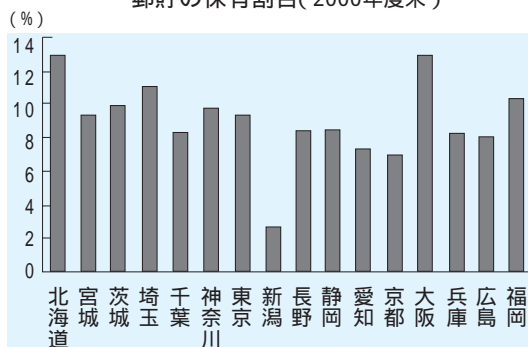
資料 「地方債統計年報」「郵便貯金2002」「簡易保険2002」より農中総研作成

簡保の地方債保有は地域別には偏りがあり、郵貯のディスクロ誌と違って公募債と縁故債の区別をしたデータを公表していないため詳細は不明であるが、データからは公募債発行団体の属す都道府県に偏った地方債保有をしているとみえる。一方で、郵貯の地方債保有状況は、山梨県、群馬県等のまったく保有していない県が一部みられるが、それらを除けば、公募債発行団体に限定されず、全国満遍なく縁故債まで購入している状況となっている。同じ公的資金であっても、郵貯と簡保の地方債保有状況には違いがあることがわかる。

第8図は、公募地方債に限定して公募地方債残高に占める郵貯の保有割合を県別にみたものである。新潟県以外についての地域では、その公募債残高の1割前後を保有しており、地域的偏りはみられず、発行体の残高の一定割合を等しく保有しているようにもみえる。

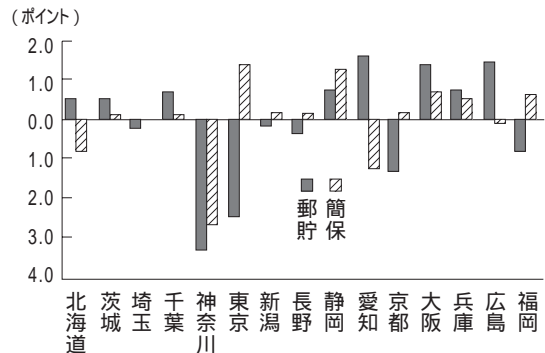
他方、郵貯の資金運用計画をみると地方債全体での運用額が公表されている(02年度の新規資金の運用計画では地方債は5,500

第8図 都道府県別公募地方債残高に占める郵貯の保有割合(2000年度末)



資料 「郵便貯金2002」

第9図 郵貯簡保の地方債保有額に占める地域別シェアの変動



資料 「郵便貯金」「簡易保険」各年度版

億円)。銘柄ごとの運用方針はない。郵貯簡保の年度末地方債保有額において、都道府県ごとの保有額のシェアについて変動をみると、両資金ともに年度間においてあまり大きな動きはないが、あえて動きのある地域を取り出すならば、簡保では神奈川県、愛知県が縮小、東京都、静岡県が拡大傾向にある。郵貯については神奈川県、東京都の減少幅が大きい。郵貯簡保が全く逆の動きをしている地域で特徴的なものは、北海道(郵貯+, 簡保-), 愛知(郵貯+, 簡保-), 東京(郵貯-, 簡保+), 福岡(郵貯-, 簡保+)である(第9図)。

(注4) 分母となる地公体発行残高の「地方債統計年報」によるの縁故債(証券)には出納整理期間中の数値が含まれるため、例えば4月に発行した前年度分の縁故債額は、分母には含まれるが分子の郵貯・簡保の保有額には含まれないことに注意を要する。

4. 地方債市場の課題

昨今、地方債流通市場で銘柄間格差が拡大し、特に5団体(北海道債、大阪府債、大

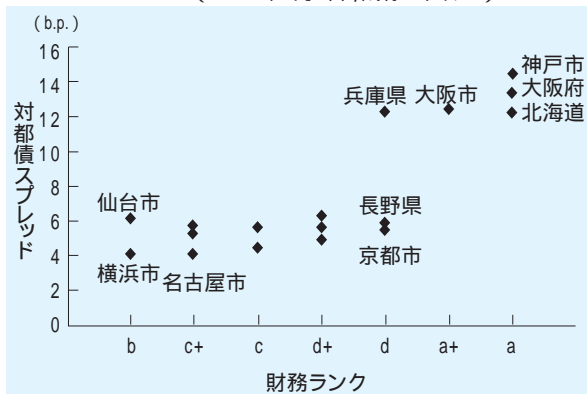
阪市債，兵庫県債，神戸市債）の価格下落が指摘される。この要因として，地方債にデフォルトリスクは無いものの，地公体の財政状況，それらを端的に示したR&I（株式会社日本格付投資情報センター）の地方債格付けと債券利回りとの相関が高いことがあげられる。R&Iの格付け，財務ランクが低い団体ほど価格が下落，対都債スプレッドが大きいと言える（詳細は弊社『金融市場』2002年8月号参照）。

財務ランクで下位に属す前述の5団体（R&Iによる格付けではAA-）とその他（京都市を除くとAA or AA+）で価格差が開いており，財政状況に投資家が敏感になっていることは否定できない事実であろう（第10，11図）。しかし，一方で，上記のような説明では，同じ財務ランクおよび格付けを付与されている，兵庫県，京都市の格差の要因が明らかではない。AA-の京都市の場合，投資家自身が同市に対して財政が厳しいというイメージを持っていないという指摘もある。また，地公体の財政状況以外

の要因，例えば引受金融機関側の状況なども利回り格差に影響している可能性がある」と推測される。引受段階と保有段階ではかなり違う顔ぶれとなる地方債市場においては，投資家の行動に加え，発行段階の引受金融機関側の動向も価格に大きく影響すると考えられる。引受シ団の編成については，近年柔軟な取組みが各団体でみられようになり，例えば京都市は02年度から支店条項を廃止し，シ団に外資系証券会社が入るなどの改善も加えられている。昨年より投資家に対するIR活動も始まったばかりであるが，地公体サイドの資金調達に対する意識の変更，引受金融機関・投資家サイドからの情報収集、そして地公体自らの改革に対する柔軟性が，円滑な資金調達における課題の一つとなっていると考えられる。

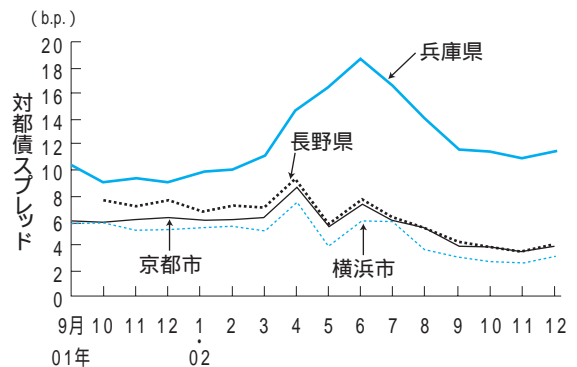
以上みてきたとおり，プレイヤーが少ないなかで，銘柄が多いというのが地方債市場の現状である。03年度から共同発行債という名で，東京都を除く27団体が参加した

第10図 財務ランクと対都債スプレッド
（2002年7月1日，残存9年以上）



資料 日本証券業協会，P&I 公表値より農中総研作成

第11図 対都債スプレッドの推移
（7年以上8年未満）



資料 第10図に同じ

地方債が発行される。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。現状ではその評価は難しいが、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。

(注5) R&I(株式会社 日本格付投資情報センター)において99年3月より日本で初めて地方債の格付けが公表された。格付けは国と地方との財政システムを考慮してAA+~AA-までの間に留められている。

(注6) R&Iが地公体の普通会計のデータを基にランク付けした指標。公募債発行団体以外の全国の県、市まで公表しており、各地公体の比較が広範囲に可能となっている。

(注7) 長野県も兵庫県および京都市と財務ランクはdで同じであるが、格付けでAAとなっている。

(研究員 丹羽由夏・たんばゆか)

発刊のお知らせ

2002年農林漁業金融統計

A4判 約180頁
頒 価 2,000円(税込み)

農林漁業系統金融に直接かかわる統計のほか、農林漁業に関する基礎統計も収録。全項目英訳付き。

なお、CD-ROM版をご希望の方には、有料で提供。

頒布取扱方法

編 集...株式会社農林中金総合研究所

〒100 0004 東京都千代田区大手町1 8 3 TEL 03(3243)7311
FAX 03(3270)2233

発 行...農林中央金庫

〒100 8420 東京都千代田区有楽町1 13 2

頒布取扱...株式会社えいらく営業部

〒101 0021 東京都千代田区外神田1 16 8 TEL 03(5259)7580
FAX 03(5259)1916

発行 2002年12月