財投機関債と地方債の行方

〔要　　旨〕

1　公的セクターにおける資金調達額は近年急速に拡大しており，その調達の場となる国債市場をはじめとした公共債市場では，様々な変革が必要とされている。その中でも，今後最も大きな変化が予想されるのが財投機関債市場と地方債市場であろう。市場規模の拡大だけでなく，財投機関債，地方債とも「暗黙の政府保証」の存在が指摘される中で，現在進行中の財投改革，政府系金融機関の改革，地方分権の進展などによって，制度・環境面での整備が，両債の金融商品そのものに大きな変化を及ぼす可能性がある。

2　財投機関は，財投改革の進展とともに財投借入の規模が急速に縮小する中で，機関債発行を今後の資金調達の中心と位置づけていくことが期待されている。８政府系金融機関についてみてみると，緩やかながらその資金調達手段は機関債にシフトしていると言えよう。さらに，現在政府保証債について，財投債か機関債への移行が指摘されているため，今後も機関債での調達額は拡大していくことが予想される。

3　地方公共団体は，新規の地方債発行を抑制する一方で，政府資金での引受額が減少しているため，市場公募債での調達を促進していくことが求められている。特に都道府県，政令指定都市においては，市場公募債での調達割合が大幅に高まっていくと予想される。また，今後中期的には借換債も増加していくと考えられるため，今後の市場公募債による調達額は非常に大きくなっていくであろう。

4　財投機関債および地方債とも，市場では「暗黙の政府保証」の存在が指摘され，発行額が急拡大する中で，その金融商品としての不透明さはより問題となってくるであろう。05年から始まる政府系金融機関の組織改革論議，地方債における06年の起債許可制度の廃止と協議制移行，財投債および地方債の大きな引受先であった郵政公社の民営化など，大きな環境変化を前に財投機関債，地方債の今後の動向が注目される。

目　次

はじめに
1　財投機関債市場
(1)　財投機関債の動向
(2)　政府系金融機関の資金調達
(3)　財投機関債の市場での評価
(4)　政府系金融機関にみる財投機関債の行方
2　地方債市場
(1)　地方債発行の現状
(2)　地方債の評価
(3)　地方債市場の行方
おわりに

はじめに

公的セクターにおける資金調達額は近年急速に拡大しており，その調達の場となる国債市場をはじめとした公共債市場では，様々な変革が必要とされている。その中でも，今後最も大きな変化が予想されるのが財投機関債市場(注1)と地方債市場であろう。市場規模の拡大だけでなく，財投機関債，地方債とも「暗黙の政府保証」の存在が指摘される中で，現在進行中の財投改革，政府系金融機関の改革，地方分権の進展などによって，制度・環境面での整備が，両債の金融商品そのものに大きな変化を及ぼす可能性がある。本稿では，昨今の両市場の動向と今後の行方を検討する。

（注１）本稿では，特に８つの政府系金融機関が発行する財投機関債を中心に紹介した。

1　財投機関債市場

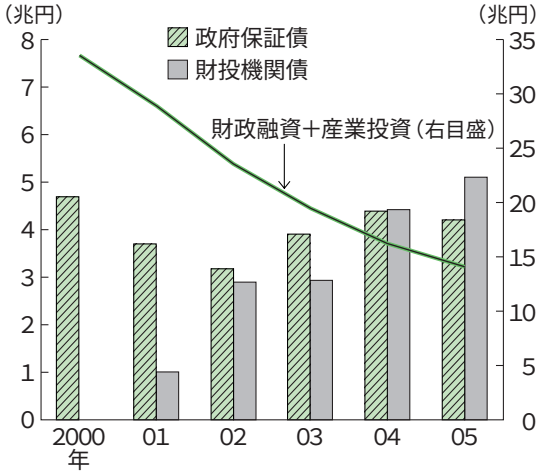
(1)　財投機関債の動向

2001年度から開始された財投改革の下で，財投機関は資金調達方法を大きく変化させることが求められた。特に自らの責任で発行する財投機関債は，財投改革の大きな柱の一つであった。

財投機関全体での原資調達額の状況をみた場合，第１図のようになる。各機関が財政融資資金特別会計等からの借入によって調達する額は，急速に減少しているのが見て取れる。他方で財投機関債の発行額は増大し，政府保証債を上回る額に達している。

政府保証債に関しては，01年度および02

第１図　財投機関の原資調達額の推移



資料　財務省『財政金融統計月報』
（注）　04年度は計画,05年度は要求ベース。

年度は減少したものの，03年度からは逆に増加した。この原因の一つは，道路系公団の資金調達額における政府保証債の発行が急増している点である。これは，組織の民営化が予定されていることから，財政融資金法上，財政融資からの借入ができなくなるという理由もあり，その分が政府保証債にシフトしている。この点は過渡期の措置と認識されており，財政制度等審議会財政投融資分科会（注２）（以下，分科会）でも同様に説明されている。また，本年10月の同分科会の議論では，政府保証債について，原則財投債と財投機関債に移行すべきという指摘がなされており，今後，機関債の重要度はより一層増していくと考えられる。

（注２）財務大臣の諮問機関である財政制度等審議会の分科会。

⑵　政府系金融機関の資金調達

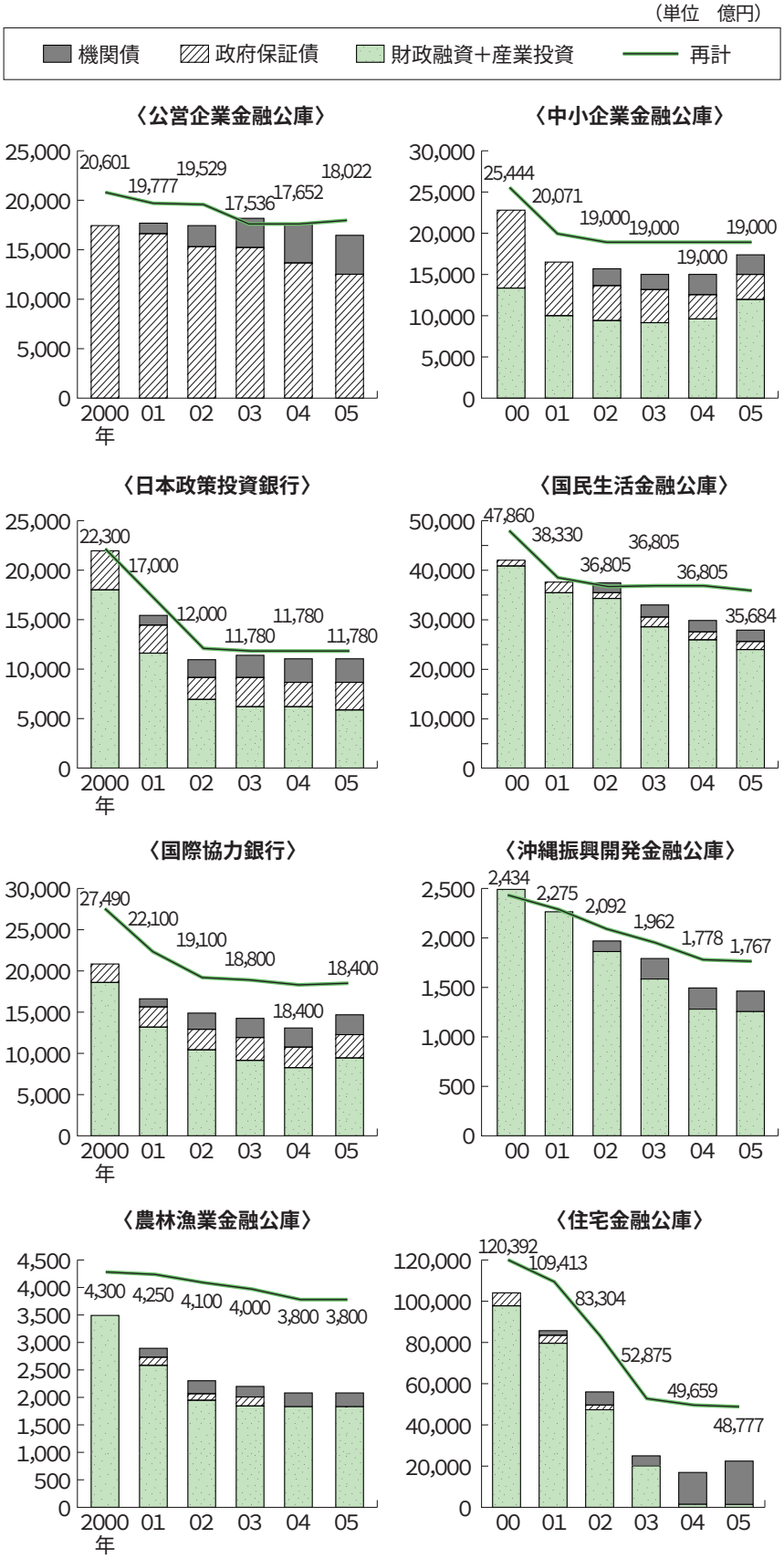
以下では，財投機関債の発行量約5.1兆円（05年度計画額）のうち７割弱を占める８政府系金融機関（住宅金融公庫，国民生活金融公庫，中小企業金融公庫，公営企業金融公庫，日本政策投資銀行，国際協力銀行，農林漁業金融公庫，沖縄振興開発公庫）について資金調達の動向を紹介する。

本年度まで，民間金融機関の不良債権集中処理期間と位置づけられているため，政府系金融機関の改革議論はストップし，事業規模の急激な縮小などは起こっていない。各機関の財投改革後の資金調達方法は，財投機関債の発行，財政融資からの借入（財投債），政府保証債発行，および自己資金であり，特に財投機関債の発行が中心となることが求められている。今後，05年から07年度までに政府系金融機関は将来の姿を検討し，08年度以降に新体制に移行する予定となっている。05年度以降の議論の進展により，組織の統廃合，事業規模の縮小などの変化が期待され，財投機関債も大きな影響をうけることが予想される。

政府系金融機関における資金調達の状況は，第２図のとおりである。「再計」というのは，自己資金を含めた当該年度の事業規模に等しい金額である。この事業規模をみると，先行して廃止（07年度より新しく設立される独立行政法人に継承）が決まった住宅金融公庫の縮小が顕著に見て取れるが，その他の政府系金融機関はゆるやかな減少にとどまっている。近年は各機関の事業規模のみをみる限り，大幅な縮小などはおきていない状況で，改革があまり進展していないことがわかる。

資金調達方法の変化についてみると，03年度には，日本政策投資銀行および国民生活金融公庫の政府保証債が増大したことが注目される。財政融資からの借入の部分が若干シフトした状況となったのだが，政府保証債の発行の必要性について，機関側からは資産と負債のデュレーションのミスマッチを解消させるALM上の観点からと説明されている。04年度，住宅金融公庫において財政融資からの借入が1,456億円と対前年度比92.7％の減少となった。しかし，これは繰上償還などにより多額の自己資金が滞留し，財政融資への要求が急減したと

第2図　政府系金融機関の資金調達状況（商中は除く）

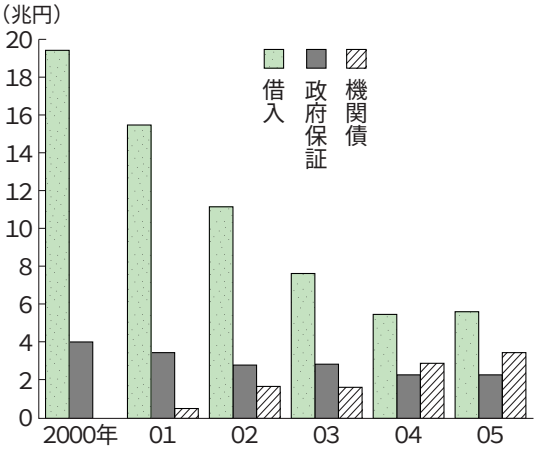


いう特殊な要因があり，前述の通り，事業規模で縮小したわけではなかった。

財投改革開始の01年度以降，３年間で財投機関債はすべての政府系金融機関で発行されたが，依然として資金調達の中心にまでは拡大していない。住宅金融公庫を除く７つの機関の中で，最も機関債発行額が大きい公営企業金融公庫でも，資金調達額の２割にとどまっている（04年度）。

８政府系金融機関全体での動きをみたものは第３図である。財投借入が急速に減少し，ゆるやかながら財投機関債の発行が拡大しているのがわかる。ちなみに財投全体に対する政府系金融機関のシェアは，借入では53.9％（01年度）→40.2％（05年度），政府保証債発行では

第3図　政府系金融機関全体での動き



資料　第1図に同じ

92.2%（01年度）→54.0%（05年度），機関債発行では51.4%（01年度）→67.9%（05年度）と変化している。

(3)　財投機関債の市場での評価

ここで，財投機関債のリスクと金利との関係について紹介する。第１表は財投機関債に対する格付けをみたものである。S&Pおよびムーディーズは政府系金融機関の間で差をつけてはいない。前述の分科会では，どの格付機関も財務などを反映した発行体自身の債務履行能力ではなく，中央政府との距離（補助金，政策上の役割など）という視点を格付けに強く反映させていると指摘している。

第２表は各機関の財投機関債発行時の条件を対国債スプレッドでみたものである。

流通市場では，政府系金融機関間での発行量の差が大きく（沖縄と農林は他機関の10分の１程度），それに伴う流動性等の影響もあるが，概して格付けに影響されたスプレッドが付与されていると考えられている。政策投資銀行と国際協力銀行では，民間に競合相手が存在しない国際協力銀行の方が，スプレッドが小さいという指摘もある。

第1表　格付け

	R&I	S&P	ムーディーズ
公営企業金融公庫	AAA	AA−	
中小企業金融公庫	AA＋		A2
日本政策投資銀行	AAA	AA−	A2
国際協力銀行	AAA	AA−	A2
国民生活金融公庫	AA＋		
沖縄振興開発金融公庫	AA＋		
農林漁業金融公庫	AA		

資料　各社ホームページより農中総研作成

このようなスプレッドでの格差がマーケットでの一つの評価といえるが，この現状をどのように理解したらよいのか。分科会での議論をみると，市場が規律づけするというのが財投機関債導入の目的であったが，その目的の達成に対しては，導入以降一貫して否定的な意見が多い。財投機関の財務効率へのプレッシャーを期待して導入したものの，投資家，格付機関は「暗黙の政府保証」が付与されていると機関債を評価しているという意見である。03年12月23日の分科会の議事録では，「市場の洗礼をうけるはずの財投機関債が暗黙の政府保証という形で低いコストで発行できているが，それでも政府保証債との間に中途半端な形でスプレッドがあり，これは発行体の負担増となっている，これをどのように考えたらよいのか」という問題が提示されていた。

第2表　発行時の対国債スプレッド

（単位　b. p.）

	格付け（R&I）	2003年						2004年				
		7月	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5
公営企業金融公庫	AAA		10（10年）						10（10年）		8（10年）	
日本政策投資銀行	AAA	5（5年）			12（10年）						8（10年）	
国際協力銀行	AAA							10（5年）	11（5年）		8（10年）	
中小企業金融公庫	AA＋	5（5年）			10（5年）							8（5年）
国民生活金融公庫	AA＋		5（5年）		8（5年）						8（5年）	12（10年）
沖縄振興開発金融公庫	AA＋			15（10年）								
農林漁業金融公庫	AA										14（10年）	

資料　第1表に同じ

(4)　政府系金融機関にみる財投機関債の行方

本年度末まで金融円滑化のためのセーフティネットとしての役割が政策金融に期待され，特殊法人改革としての政府系金融機関の改革は，05年度以降に先送りされている。財投改革の下で，資金調達手段のみ変革を求められてきた状況である。その動向は，非常にゆるやかではあるが，資金調達手段を機関債にシフトさせているといえた。他方，市場では財投機関債の「暗黙の政府保証」を評価し，財投改革で当初期待されたような財投機関の事業に対する規律づけという目的は果たされていない。03年度の分科会では財投機関債そのものの是非などを問題提起する意見すらあったが，現実にはすでに４年目の発行となり，本年度は全体で約4.4兆円を超える額が発行されている。

「特殊法人等整理合理化計画の指摘に対する進展状況」（分科会提出資料より）から05年度の各機関の動向をみると，ほぼ事業規模で横ばいという状況であり，ここからは改革の進展はあまりみられない。06年度中の廃止とその後証券化支援事業等を行う独立行政法人を設置することが決まっている住宅金融公庫でも，要求ベースで資金融通事業量が１割縮小したのみであり，証券化支援事業をあわせた事業規模では前年度比1.8％と増加している。日本政策投資銀行，農林漁業金融公庫，国際協力銀行，中小企業金融公庫では事業規模に変化はなく，沖縄振興開発金融公庫，国民生活金融公庫でも縮小規模は対前年度で数％にとどまっている。中小企業金融公庫では，過去の中小企業債の償還がピークを迎えることから財投借入額が増加しており，公営企業金融公庫では借換債ニーズも含めると増加している。政府保証債については，機関債か財投借入にシフトする方向が示されているが，各機関が分科会に提出した資料の中では，積極的に政府保証債の削減をする機関はみられない。財政融資特別会計等からの借入は縮小していかざるを得ないことを前提とするなら，組織の統廃合が明確に議論され，最終的な姿が提示されるまでは，

今後も機関債の発行による資金調達が緩やかながら増えていくことになろう。

今後の政府系金融機関の発行する機関債の動向は，05年度以降の組織改革議論の進展が大きなポイントとなる。既存の政府系金融機関が，どのように統合整理されるのか，新しくできる組織の事業内容と中央政府との距離はどのようになるのか，そして機関債の商品性に最も影響すると考えられる倒産に関する環境整備などが注目される点である。また，政府保証債は分科会で財投債または機関債への移行が指摘されていることからも，政府保証債発行額（８政府系金融機関の発行合計額）の約６割を占める公営企業金融公庫の今後の資金調達方法は，特に注目すべき点であろう。

２　地方債市場

(1)　地方債発行の現状

地方公共団体が発行する地方債は公的資金（政府資金と公営企業金融公庫資金）と民間資金によって引き受けられており，後者は，地元金融機関などに引き受けられる銀行等引受債（証券形式と証書形態の２つがある），機関投資家などが購入する市場公募債，地元住民などが購入するミニ公募債に分けられる。以下では特に市場公募債の動向を中心に紹介する。

近年，財投改革の影響から地方債計画において政府資金の引受額が急速に縮小し，市場公募債を含む民間資金の引受額が急増している（第３表参照）。民間資金でも，特に市場公募債の額は過去５年間で倍増している。

このように市場公募債の発行が急拡大している中で，同債の発行市場には大きな変化が起こっている。特に全公募団体が同一に発行条件を設定していた従来の発行方式への批判は大きくなり(注３)，02年度よりツーテーブル方式に移行された。これは東京都とその他の団体とで発行条件が二つに分かれるものであり，はじめて公募債の発行条件に差が生じることになった。03年度には東京都を除く公募団体が連帯債務方式で発行する共同発行債が導入された。本年度から

第3表　地方債計画の資金別推移

（単位　億円，%）

	2005年度計画額		04		03		02		01	
政府資金	50,400	31.2	56,000	32.0	76,900	41.6	76,000	46.0	78,100	47.3
財政融資資金	…	…	37,000	21.2	50,700	27.4	50,300	30.5	51,800	31.4
郵貯資金	…	…	7,000	4.0	10,000	5.4	9,800	5.9	10,000	6.0
簡保資金	…	…	12,000	6.9	16,200	8.8	15,900	9.6	16,300	9.9
公営公庫資金	17,600	10.9	16,140	9.2	17,800	9.6	19,000	11.5	19,600	11.9
民間等資金	93,782	58.0	102,703	58.7	90,145	48.8	70,239	42.5	67,298	40.8
市場公募	34,200	21.1	31,600	18.1	24,000	13.0	19,400	11.7	16,900	10.2
銀行等引受	59,582	36.8	71,103	40.7	66,145	35.8	50,839	30.8	50,298	30.5
合　計	161,782	100.0	174,843	100.0	184,845	100.0	164,239	100.0	164,998	100.0

資料　総務省ホームページ
（注）　05年度計画額（案）は04年8月時点の公表値であり,通常年末の地方財政対策等を経て決まる05年度地方債計画とは乖離がある。公営公庫資金には借換債を含む。

は東京都と横浜市が個別条件決定方式に移行し，公募債の発行条件は，東京都，横浜市，そしてその他の団体という３つが存在することになった。来年度以降も，個別条件決定方式に移行する団体が現れる可能性があり，将来的には全団体が個別に条件決定を行うことが想定されている。

今年度は，個別条件決定方式に移行した横浜市が，入札により国債を上回る好条件を獲得するなど大きな話題をよんだ。

また，02年度から始まった個人向けの地方債（ミニ公募債）の発行も拡大し，本年は12月までの予定額で2,538億円，58団体の発行となっている。

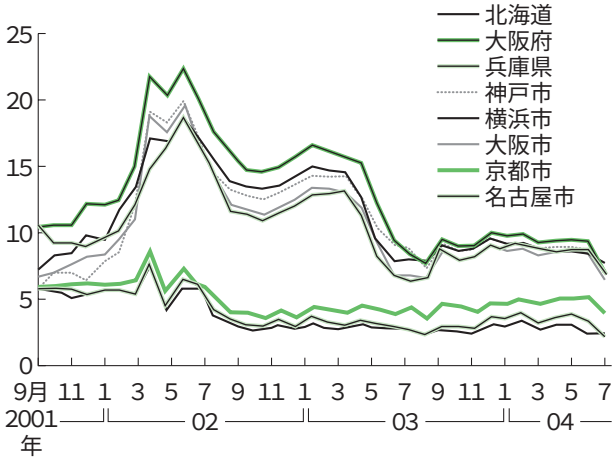
（注３） 拙著（2003）「地方債市場の変化」『金融市場』５月号参照。

⑵　地方債の評価

各団体が発行する地方債は，流通市場では評価が分かれているもの[注４]の，前述の通り，発行段階では東京都と横浜市以外の団体は統一条件決定方式によって，団体にかかわらず金利条件は同じである。現在，手数料において団体間で若干の格差が存在している。

地方債市場における各団体債の評価には，機関債同様，「暗黙の政府保証」の存在が大きな影響を及ぼしているといえる。「暗黙の政府保証」について，機関債では各機関を個別に国との距離，関与度合いなどをみる傾向がある一方で，地方債では，地方債全体を取り巻く制度自身の持続可能性が議論されていると言える[注５]。

第４図　対都債スプレッドの推移
（7年以上8年未満）



資料　日本証券業協会公表の店頭売買参考統計値より農中総研作成

（注４） 拙著（2004）「地方債発行の将来」『総研レポート』参照

（注５） 詳細は，拙著（2004）「地方債の信用力」本誌１月号を参照のこと。

⑶　地方債市場の行方

今後も市場公募債の発行は急速に増大していくことが予想される。この要因として，①政府資金の縮小，②借換債の増大，③公募団体の増加，さらに団体によっては，銀行等引受債からのシフトや新規発行額の増大があげられる。

①は，財投改革の下，財投資金の規模が急速に縮小していることが原因であるが，財政制度等審議会財政投融資分科会の03年度における議論において，「財投改革の方針に沿って，地方公共団体の財政運営の自立性を高める観点から，資金調達能力のある都道府県，および政令指定都市が起債する地方債への公的資金の充当は妥当か」という論点が示され，政府資金の縮小ペースも団体間で大きな違いが出ている。つまり，

限られた公的資金は市町村レベルへ重点的に配分され，公募債発行による資金調達が可能な団体は，より民間資金で調達する方向に進んでいく。

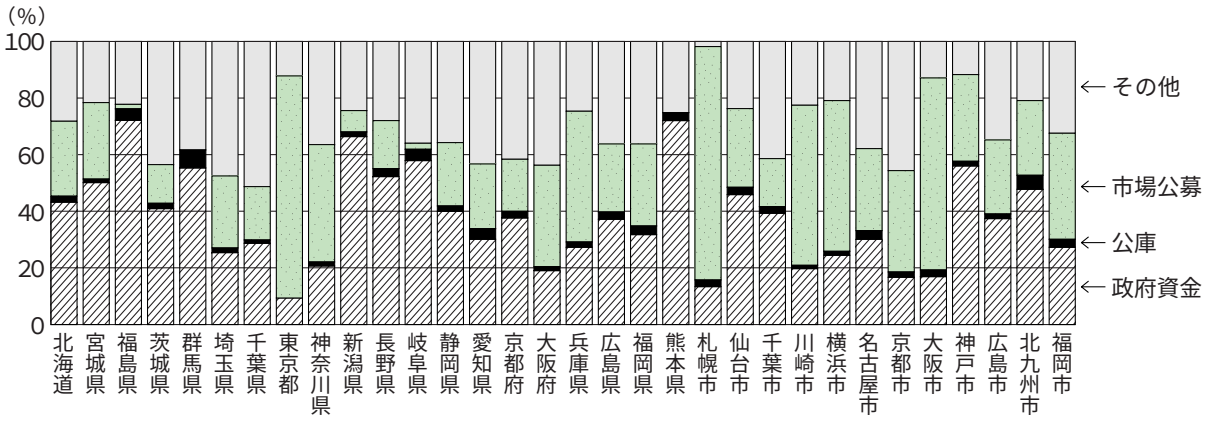
02年度における公募団体の地方債資金別割合（一般会計債，許可額ベース）をみると第５図のようになり，現行の公募団体全体で３割強を政府資金によって調達していることがわかる。個別にみると，札幌市は市場公募債の割合が82.7％と最も高く，ついで東京都の78.9％となる（全会計債では，上位２団体は，東京都71％，札幌市57％となる）。一方で，市場公募債での調達割合が低い団体は，02年当時非公募団体であった４県（群馬，岐阜，福島，熊本）を除けば，新潟県であり（一般会計債8.1％，全会計債11.7％），政府資金による調達が過半（同67.6％，54.1％）を占め，今後の資金調達の変化が予想される団体である。

04年度は，「地方債許可方針の運用について」などにも都道府県及び政令指定都市の民間資金による調達を一層推進することが述べられており，公募団体の中には，予算ベースで本年度の政府資金の割合が１割以下に急減している団体が少なくない。

②の借換債は，民間資金で調達された地方債にのみ発生するもので，銀行等引受債と市場公募債発行分には借換需要が存在する。(注６) 償還期間30年を前提にすると，10年債であれば２回，５年債であれば５回借換えが行われる。全額が借り換えられるのではなく，減債基金に償還のための積立が行われ，満期到達時に一定額が償還され，残額が借り換えられる。例えば20年償還を前提にしている団体では，10年満期一括債で調達した場合，10年後に元本の42％が償還され，58％分は借換債が発行される。(注７)

国債は60年償還ルールがあるが，地方債の場合はより短い償還期間が想定されている。10年後に借換えを行わず全額償還することも財政状況によっては可能であるが，近年の厳しい財政状況では借換債発行を行う団体が一般的である。特に01年度からは５年債というより短い償還期間の公募債が

第５図　公募団体の地方債資金別割合（一般会計債,許可額ベース）



資料　地方債協会『地方債統計年報』

発行され，発行額も過去４年間で３倍に近い額に増大している。このため今後も借換需要は大きいと考えられる。

ここで，各団体のHP公表資料，ＩＲ資料や各団体への問い合わせにより借換分の把握を試みた（第４表参照）。一般会計債分であるが，公募団体全体ですでに借換債の発行額は，新発債の５割近くに達しようとしている。東京都や神奈川県のように新発債に匹敵する借換需要のある団体もある。

現在の国債をみてみると，新発債36.6兆円に対し，借換債84.5兆円（04年度）という巨額の資金調達需要が存在する状況で，国債管理政策が重要視されているが，地方債に関しても借換債の管理は大きな課題の一つと言える。

③の公募団体の増加は，平成15年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書「地方債に関する総合的な管理と商品性の向上」（『地方債月報』2004年４月号）で「将来的にすべての都道府県及び政令指定都市が全国型市場公募債を発行することを視野に

第４表　公募団体の地方債発行額

（単位　億円，%）

		新発分	借換分	合計	新発債に対する借換債			新発分	借換分	合計	新発債に対する借換債
北海道	2003年	4,545	913	5,458	20.1	札幌市	03	919	118	1,037	12.9
	04	4,291	1,400	5,691	32.6		04	788	248	1,036	31.5
宮城県	03	1,049	248	1,297	23.6	仙台市	03	596	193	789	32.4
	04	1,078	480	1,558	44.5		04	536	307	844	57.2
茨城県	03	1,794	41	1,834	2.3	さいたま市	03	639	0	639	0.0
	04	1,499	41	1,540	2.7		04	492	246	737	49.9
埼玉県	03	2,647	640	3,287	24.2	千葉市	03	577	*166*	―	*28.7*
	04	2,205	959	3,164	43.5		04	650	*392*	―	*60.3*
千葉県	03	2,265	523	2,788	23.1	川崎市	03	1,103	162	1,266	14.7
	04	2,002	1,033	3,035	51.6		04	653	371	1,023	56.8
東京都	03	5,378	5,505	10,883	102.4	横浜市	03	1,544	788	2,332	51.1
	04	4,829	3,983	8,812	82.5		04	1,456	1,129	2,586	77.5
神奈川県	03	2,599	1,763	4,362	67.8	名古屋市	03	1,431	499	1,930	34.9
	04	2,250	2,558	4,808	113.7		04	1,301	549	1,850	42.2
新潟県	03	1,844	361	2,204	19.6	京都市	03	924	*433*	―	*46.9*
	04	1,700	295	1,995	17.3		04	852	*461*	―	*54.2*
長野県	03	1,073	393	1,466	36.6	大阪市	03	2,280	*1,139*	―	*50.0*
	04	951	433	1,384	45.5		04	2,175	*1,500*	―	*68.9*
静岡県	03	1,680	885	2,565	52.7	神戸市	03	584	216	800	37.0
	04	1,512	788	2,300	52.1		04	612	392	1,005	64.0
愛知県	03	3,640	1,477	5,117	40.6	広島市	03	679	286	965	42.1
	04	3,507	1,723	5,230	49.1		04	511	387	898	75.7
京都府	03	1,247	433	1,680	34.7	北九州市	03	635	198	833	31.2
	04	1,130	475	1,604	42.0		04	610	411	1,020	67.4
大阪府	03	3,340	2,285	5,625	68.4	福岡市	03	898	325	1,223	36.2
	04	2,971	2,993	5,964	100.7		04	819	239	1,058	29.1
兵庫県	03	3,164	789	3,953	24.9	合計	03	50,747	20,861	―	41.1
	04	2,789	1,030	3,819	36.9		04	45,716	24,959	―	54.6
広島県	03	1,674	80	1,754	4.8						
	04	1,548	139	1,687	9.0						

（注）1　福岡県を含まず。
　　2　さいたま市の借換債は減税補填債の分で,政府資金での借換が決定している。
　　3　千葉市,京都市,大阪市の借換分は全会計分。
　　4　一般会計のくくりは団体によって異なる。

おきつつ，人口・財政規模の点で，現在の市場公募団体に準ずる資金調達能力を有すると考えられる大規模な県においては，早急に市場公募化に取り組むことが必要である」と述べられていることからも，市場公募債拡大の大きな要因となることがわかる。

実際に本年度より４県（福島200億円，群馬80億円，岐阜および熊本100億円）が公募団体に加わった。同様に05年度も公募団体の増加が予想される。非公募県の地方債の政府資金引受分は02年度許可額ベースで52％（全会計債），1.7兆円であり，これは将来的に漸次民間資金にシフトし，市場公募債に加わってくると考えられる。

さらに，団体によっては，従来の指定金融機関と地方公共団体との密接な関係が変化している状況，あるいはより一層の公募化を推進する目的で銀行等引受分の借換を市場公募債にシフトする団体も出てきていることから，民間資金内での銀行等引受債から公募債へのシフトを行っている。銀行等引受の発行条件が公募債に比して割安である団体が存在し，地元金融機関との関係から銀行等引受を重視する団体もあるので，全国的な動きとはいえないが，地域的には拡大要因であると言える。また，全国的に投資的経費が縮小傾向にあるものの，現在進行中の三位一体改革の動向，臨財債や退職手当債などの状況から，新発債の拡大も注視すべき要因であるだろう。

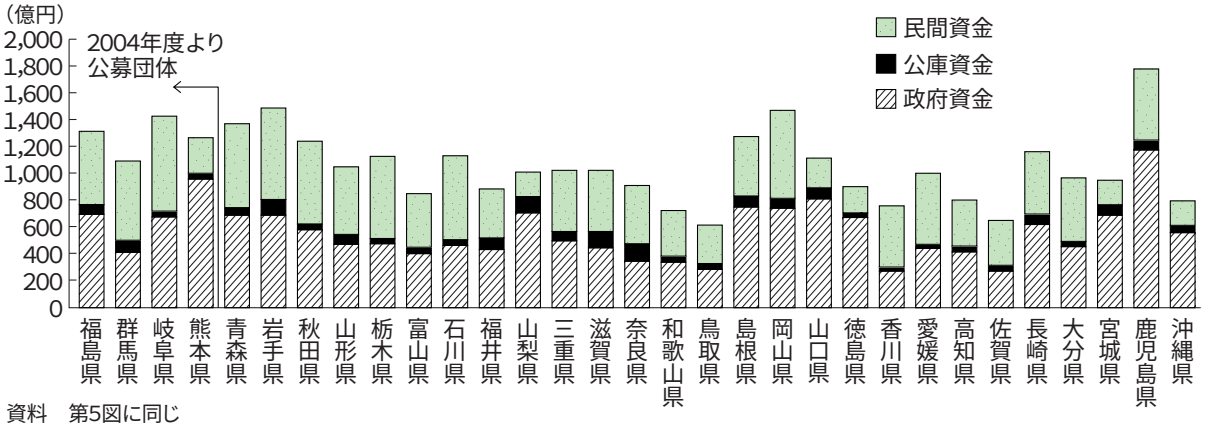
以上のように，市場公募債の発行額は今後急速に拡大していくと予想される。本稿で示した市場公募債の拡大要因（①～③）は，従来の財政悪化による地方債増発ではなく，財政状況の良好な団体であっても直面せざるをえない問題である。

（注６） 公債費負担対策下の公営公庫分などを除く。
（注７） 20年償還を前提に，３年据置きで元本の６％を７年間積み立てた場合の10年後のケース。ほかに30年償還を前提にして3.7％を積み立てるケースなど，団体により異なる。

おわりに

以上のように，本稿では財投機関債と地方債について近年の状況を踏まえながら今

第６図　非公募県における資金別地方債発行額（2002年度,許可額ベース,全会計）



資料　第5図に同じ

後の動向を検討した。財投機関債，地方債（市場公募債）ともに今後発行額は拡大していくと予想される。両債とも，財投改革下での政府資金の急速な縮小により，各発行体が今後の中心的資金調達手段と位置づけているものである。

現在，政府系金融機関と地方公共団体は，財投改革，特殊法人改革，三位一体改革，地方分権の推進など様々な大きな改革に直面しており，今後各発行体が発行する債券については，特に信用面での変化を注視していかなければならないであろう。財投機関債，地方債とも「暗黙の政府保証」の存在が指摘され，各発行体の信用力評価には大きな影響を与えている。つまり，財投機関債発行体と中央政府との距離，地方債については地方債を取り巻く諸制度が各債券の評価に大きく反映している。しかし，今後の改革の行方次第で「暗黙の政府保証」の存在が除去されていく可能性がある。特に財投機関債の約７割を発行する政府系金融機関については，組織の統廃合が2005年度より議論されることになっており，その最終的姿がどのように提示されるのかが，大きな注目点になろう。また，地方債に関しては，発行量の急拡大，発行体数の増大により，市場からのより強いプレッシャーが制度・環境の整備を促していくかもしれない。例えば，多くの団体が市場公募債を発行していく中で，発行段階で依然として特殊な条件決定方式をとっていることは，すでに大きな課題と認識されている。

05年から始まる政府系金融機関の組織改革論議，地方債における06年の起債許可制度の廃止と協議制移行，財投債および地方債の大きな引き受け先であった郵政公社の民営化など，大きな環境変化を前に財投機関債，地方債の今後の動向が注目される。

（内容は2004年12月５日現在）

（副主任研究員　丹羽由夏・たんばゆか**）**