

近年の地方債発行市場の変化と地方債の信用力

(株)農林中金総合研究所 丹羽由夏

< 報告要旨 >

1. 地方債市場の現状

発行市場の近年の動き

地方債の発行市場では公募債発行団体は限定され、公募団体の発行条件は統一条件決定方式（ナショナルシ団方式）によって全ての団体が同じ条件で資金調達を行っていた。しかし、2002年以降、発行市場に急激な変化が起こっている。2002年度に東京都債とその他27団体債との2つに発行条件を分ける「ツーテーブル方式」が導入され、2003年度からは、都を除く27団体が連帯債務方式による共同発行債を発行することになった。2004年度は、東京都と横浜市が個別交渉方式へ移行し、その他の団体でも個別交渉方式への準備を始めている。

発行市場の変化の背景

地方債の発行市場が急激な改革を余儀なくされている背景として、第一に地方債引受資金における政府資金の急激な縮小、第二に流通市場での団体間利回り格差が上げられる。従来から地方債の過半は政府資金と公営企業金融公庫資金によって引受けられてきたが、財投改革により引受量が急減しており、2001年度の地方債計画で47%を引受けていた政府資金は、2004年度には32%となっている。これを代替するものとして民間資金の調達環境の整備が進められているのである。また、地方債発行市場では同一条件で発行されている地方債も、流通市場では利回り格差が存在し、近年その傾向は定着している。流通市場の現状をみると大阪府、北海道、神戸市、兵庫県、大阪市の5団体が、その他の団体と比して格差が大きいという状況であり、同5団体を除くその他の団体間でも、2002年度以降、最も対都債スプレッドが小さい横浜市と、大きい京都市との格差は2ベースポイント前後で定着している。このような流通市場での団体間利回り格差と発行段階での同一条件という矛盾から、発行市場の整備が必要とされているのである。

流通市場での利回り格差の背景には、流動性要因と信用力要因という2つの原因が指摘できるが、発行団体および総務省サイドは、地方債には中央政府による「暗黙の政府保証」が付与されているため信用力に団体間格差は存在しないと説明してきた。しかし、近年の各団体の流通市場での利回り格差を対都債スプレッドという形で示し、公募債期末残高とR&Iの財務ランク（または格付け）という二つの指標との関係を見た場合、明らかに財務ランク（または格付け）との関係が強く確認される。

2. 地方債の信用力とは

先に諸外国（アメリカ、フランス、ドイツ）の地方債の評価について紹介すると、アメ

リカ、フランスでは実際にデフォルトの事例があるため、地方債に投資する場合、地公体独自の債務償還能力（＝信用力）を評価しており、団体間に信用力格差が存在する。ドイツでは、デフォルト事例がなく、地方債の信用力格差には格付け会社間で異なる意見を公表している。しかし、実際は州間で州債の発行条件が異なる。地公体融資を行っている抵当銀行グループの貸出には、地公体の独自の債務償還能力を審査し、それに応じた金利設定が実施されている。

日本の地方債について、信用力は同一であると主張されている理由として、起債許可制度、地方債計画、地方財政計画、財投計画、財政再建法、地方交付税制度の存在があげられる。しかし、これら諸制度には問題点が多いことも明らかである。は 2006 年から協議制に移行することが決まっており、はマクロ的な計画で団体ごとの収支を保証するものではなく、普通会計のみしか対象としていないという欠点が指摘できる。は地公体からの申請制度であるという問題点をもち、の交付税制度は、三位一体改革の下、制度変更が議論されており、巨額な交付税特会の借入金にみるように既存の制度自身に持続可能性がない。以上のようにみても、「暗黙の政府保証」を形成する現在の諸制度は、万全ではなく、特に将来的に制度変更がされる可能性は否定できない。地方債は 10 年債を中心に、20 年、30 年という超長期債も発行されており、既存の地方債が明示的な政府保証債ではなく、「暗黙の政府保証」を形成する諸制度が持続可能ではない以上、地方債の信用力は発行団体自身の債務償還能力に帰するものと考えられる。投資家は、流通市場の利回り格差でも明らかのように、地方債を発行する団体間で信用力に差があると考え始めていると言える。

3. 今後の地方債市場の課題

今後の地方債市場を活用した資金調達の課題を提示すると、日本の地方債の信用力には団体間で差があり、その認識を地方債関係者が同様に持つことであると考えられる。近年頻繁に開催される地方債の IR 説明会でも、独自の債務償還能力という点からの情報提供が最も投資家が欲する情報であろう。また、今後の円滑な地方債の消化を考えると、保有者層の改善は重要である。現在は、郵政公社一機関で 3 割を超える状況であり、さらに、預金取扱銀行も 3 割に迫る状況にある。一方で、家計の所有は 2% にすぎない。家計の所有をどのように増やしていくのが大きな課題の一つとなる。

< 討論者からのコメント >

横浜国立大学 米澤康博

発行市場（制度）がこのまま（但し、起債許可制度は廃止）だと、どのような問題点が予想されるか？

それを回避するため、あるいはより積極的にはどのような改革が必要か？

< 討論者からのコメントに対するリプライ >

現在の横浜市、東京都を除く複数の団体が、現実の流通市場では評価が異なりながら、発行段階では、同一条件が付与されるという状況は異常であり、より早い段階で全団体が個別交渉方式に移行していく必要がある。昨年より地公体によっては引受シ団から抜けるという金融機関も出始めている。これは上記のような矛盾が原因であることは明らかであり、現行方式は発行体にとっても安定的な調達方法とは言えない。

さらに、最も必要な改革は、個別交渉方式と同時に、信用リスクが適切に金利に反映するような仕組み作りである。「暗黙の政府保証」を取り去り、債務の責任の所在を明確化すること、具体的には地方財政制度の環境整備が整えば、財政再建の仕組みにデフォルトの規定を組み込むことが必要となってくると考えている。