

### 地方債市場の中期見通し

#### ～ 市場公募債拡大の背景と今後の課題 ～

丹羽 由夏

#### 要旨

地方債市場における市場公募債の発行が急増している。今後も政府資金の縮小、借換債の拡大、公募団体の増加などの要因で、市場公募債の発行額は増大していくことが予想される。このように増大する地方債の円滑な消化のためには、投資家層の拡大に資する環境整備、情報提供が重要となり、地方公共団体にも中央政府の国債管理政策と同様、地方債管理政策が必要となつてこよう。

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受けられている。民間向け地方債は、地元金融機関などに引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、地元住民など個人向けのミニ公募債に分けられるが、2003年度以降、市場公募債の発行額が急増している。

本稿では、地方債市場の中期見通しとして市場公募債に注目し、発行額拡大の要因を整理、今後の動向を考察する。さらに円滑な消化のために必要な環境整備について検討する。

#### 地方債計画にみる市場公募債

近年、地方債計画において政府資金が縮小し、市場公募債を含む民間資金の引受額が急増している。市場公募債の額は過去4年間で倍増しており（表1参照）、併行して市場公募債の発行市場には大きな変化が起こっている。従来、全公募団体が同一の発行条件を設定していたが注）、2002年度よりツートーブル方式、2003年度には共同発行債が導入され、本年度からは東京都と横浜市が個別条件決定方式に移行した。

注）地方債市場の変化」金融市場03年5月号参照。

表1 地方債計画の資金別推移

区 分	2004年度計画額		2003年度計画額		2002年度計画額		2001年度計画額	
	億円	構成比%	億円	構成比%	億円	構成比%	億円	構成比%
政府資金	56,000	32.1	76,900	41.6	76,000	46.1	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
垂保資金	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	16,140	9.2	17,800	9.6	19,000	11.5	19,600	11.9
民間等資金	102,703	58.7	90,145	48.8	70,239	42.5	67,298	40.8
市場公募	31,600	18.1	24,000	13.0	19,400	11.7	16,900	10.2
銀行等引受	71,103	40.7	66,145	35.8	50,839	30.8	50,298	30.5
合 計	174,843	100	184,845	100	164,239	100	164,998	100

資料 総務省ホームページ

## 今後の市場公募債拡大要因

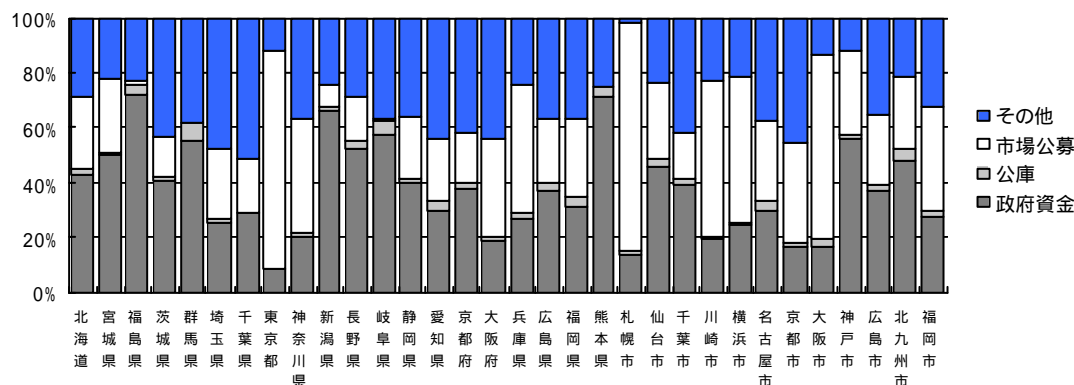
今後も市場公募債は急速に拡大していくことが予想される。この要因として以下の5点があげられよう。

- 政府資金の縮小
- 借換債の増大
- 公募団体の増加
- 銀行等引受債からのシフト
- 新規発行額の増大

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资分科会の2003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くると考えられる。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ことになる。

2002 年度における公募団体の地方債資金

図1 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 地方債統計年報

別割合（一般会計債、許可額ベース）をみると図1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、2002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、今後の資金調達の变化が予想される団体である。

現公募団体の新規地方債発行額が将来的に同額であったとしても、政府資金調達分（1.5兆円）の大半は、漸次民間資金にシフトせざるを得ず、市場公募債を軸として民間資金での調達額の大きな拡大要因となろう。

ちなみに、公募団体および非公募県について政府資金の縮小動向をみてみると表2のようになる。

表 2 地方債発行額に占める政府資金の割合  
(%)

	許可額	発行額	
	2002	2002	2003
公募団体	29.1	24.6	17.8
非公募県	52.2	51.8	52.1

注) 地方債月報の発行額は 4 月から翌 3 月までの年度期間内発行額。NTT 無利子貸付を除く。許可額は全会計債。

資料 地方債月報、地方債統計年報

前述の許可額における資金別内訳のデータは、現時点では 2002 年度までしかないため、2003 年度の動向を地方債月報より把握した。前年度分の地方債発行が出納整理期間に集中するなどの理由で、地方公共団体の会計年度区分の数値(許可額)とは異なるが、2003 年度中の地方債発行額における政府資金の割合は、公募団体で対前年度 7 パーセントポイントも縮小している。

2004 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。

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借換需要が存在する注 1)。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 10 年後の満期到達時に一定額が償還され、残額が借換えられる。例えば 20 年償還を前提にしている団体では、10 年満期一括償で調達した場合、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 2)。

注 1) 公債費負担対策下の公営公庫分などを除く。

注 2) 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。他に 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。

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。2001 年度からは 5 年債というより短い償還期間の公募債が発行され、発行額も過去 4 年間で 3 倍に近い額に増大している(表 3)。このため今後も借換需要は大きいと考えられる。

しかし、地方債の場合、借換債発行額の全体像を事前に把握することは非常に難しい。国債であれば、毎年末、翌年度の借換債も含めた国債発行計画が公表され、1 月には「国債整理会計の資金繰り状況等についての仮定計算」の公表により中期的にみた借換債需要をある程度見通すことが出来る(04 年 1 月時点では 2017 年度まで公表)。地方公共団体の予算上、借換債発行額は一般会計に計上されないケースが多く、特別会計(公債管理特別会計など)によって対応されている注)。

注) 借換債を歳入と歳出(公債費)の両建てで計上する団体もある。

後述する各団体の値を積み上げていく方法を別とすれば、公表資料として、総務省が 3 月に公表する「市場公募債発行予定額」(表 3 の B 値)や地方債計画の市場公募債発行額(同 A 値)などのデータが存在する。B の数値は借換分も含む市場公募債の発行額であることから、当該年度の新発債分である A の値との差が借換分と推察できそうであるが、表 2 と同様に出入整理期間中の問題がある(表 3 の注を参照)。

表 3 市場公募債の発行額

(億円)

	A 地方債計画 (最終)の市 場公募債	決算(純計) の市 場公 募債	B 市場公募債 発行額	内訳			B-A 差額
				5年	10年	20年超	
1992	8,700	6,660	11,135		11,135		2,435
1993	10,600	8,580	13,710		13,710		3,110
1994	14,500	12,437	15,840		15,840		1,340
1995	14,880	12,915	19,740		19,740		4,860
1996	14,400	12,407	19,222		19,222		4,822
1997	14,400	12,549	18,510		18,510		4,110
1998	13,900	12,165	17,540		17,540		3,640
1999	15,600	13,856	20,610		20,610		5,010
2000	17,000	14,799	22,690		22,690		5,690
2001	16,900	14,116	22,240	4,300	17,940		5,340
2002	19,400	19,191	26,730	6,150	20,580		7,330
2003	24,000		43,230	10,350	31,980	900	19,230
2004	31,600		51,710	11,930	38,430	1,350	20,110

注) A は当該会計年度分であるが、B は当該期間内の発行額であるため、繰越分や特に出納整理期中の扱い、例えば 2003 年 4 月の 2002 年度分の発行額は A では 2002 年度、B では 2003 年度に含まれるなどの違いがある。B の 2003 年度は改訂後の発行計画値である。2004 年度も現時点での発行計画であることから、年度後半になるにつれ改訂される可能性は高い。  
資料) 地方債統計年報、地方財政白書により作成

また、総務省が公募債年間発行計画の公表を始めたのは 2002 年度からであり、それ以前は実績値(B 値)のみである。将来の見通しができるような公表資料、つまり国債整理会計の資金繰りに見られるような地方債全体での借換分の将来試算値は存在していない。

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(表 4 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。

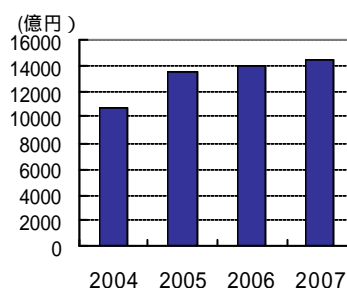
現在の国債をみると、新発債 36.6 兆円に対し、借換債 84.5 兆円(2004 年度)と巨額の資金調達が必要とされる状況で、国債管理政策が重要視されているが、地方債に関しても借換債の管理は大きな課題の一つと言える。

さらに、近年民間資金での調達額が増えていく状況では、借換債は将来的に急増してい

くと推測される。図 2 では、現時点(2004 年 7 月)で借換分の将来試算値を IR 活動の中で公表している 16 団体(29 団体中)の見通しを示した。

2005 年度以降 3 年間分の額であるが、借換需要が拡大していることがわかる。東京都など資金調達規模の大きな団体が公表していないため、全体像の把握は難しいが、借換分の資金調達額は、今後の市場公募債の拡大の大きな要因の一つとなると言えよう。

図 2 公募 16 団体の借換需要の動向



注) 現時点での試算値合計であり、今後変動あり。

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「将来的に全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、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。非公募県の地方債の政府資金引受け分は 2002 年度許可額ベースで 52% (全会計債、図 3 参照) 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。

の民間資金内での銀行等引受債から公募債へのシフトは、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り、非常に地域差があると言える。しかし、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や、一部には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、地域的には拡大要因であると言える。

の新発債の拡大については、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の改革の動向、臨財債や退職手当債などの状況から注視する要因であるだろう。

表 4 公募団体の地方債発行額

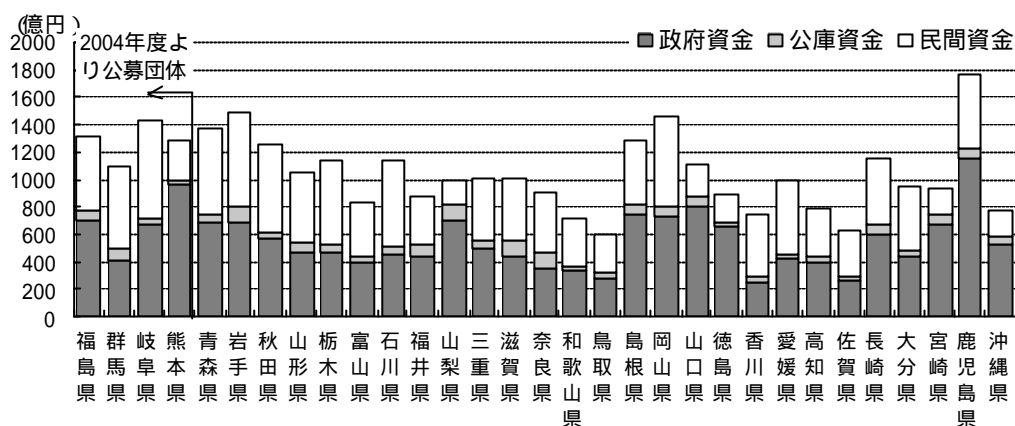
		新発分 (億円)	借換分 (億円)	合計 (億円)	新発債に対する借換債(%)
北海道	2003	4,545	913	5,458	20.1
	2004	4,291	1,400	5,691	32.6
宮城県	2003	1,049	248	1,297	23.6
	2004	1,078	480	1,558	44.5
茨城県	2003	1,794	41	1,834	2.3
	2004	1,499	41	1,540	2.7
埼玉県	2003	2,647	640	3,287	24.2
	2004	2,205	959	3,164	43.5
千葉県	2003	2,265	523	2,788	23.1
	2004	2,002	1,033	3,035	51.6
東京都	2003	5,378	5,505	10,883	102.4
	2004	4,829	3,983	8,812	82.5
神奈川県	2003	2,599	1,763	4,362	67.8
	2004	2,250	2,558	4,808	113.7
新潟県	2003	1,844	361	2,204	19.6
	2004	1,700	295	1,995	17.3
長野県	2003	1,073	393	1,466	36.6
	2004	951	433	1,384	45.5
静岡県	2003	1,680	885	2,565	52.7
	2004	1,512	788	2,300	52.1
愛知県	2003	3,640	1,477	5,117	40.6
	2004	3,507	1,723	5,230	49.1
京都府	2003	1,247	433	1,680	34.7
	2004	1,130	475	1,604	42.0
大阪府	2003	3,340	2,285	5,625	68.4
	2004	2,971	2,993	5,964	100.7
兵庫県	2003	3,164	789	3,953	24.9
	2004	2,789	1,030	3,819	36.9
広島県	2003	1,674	80	1,754	4.8
	2004	1,548	139	1,687	9.0
札幌市	2003	919	118	1,037	12.9
	2004	788	248	1,036	31.5
仙台市	2003	596	193	789	32.4
	2004	536	307	844	57.2
さいたま市	2003	639	0	639	0.0
	2004	492	246	737	49.9
千葉市	2003	577	166	-	28.7
	2004	650	392	-	60.3
川崎市	2003	1,103	162	1,266	14.7
	2004	653	371	1,023	56.8
横浜市	2003	1,544	788	2,332	51.1
	2004	1,456	1,129	2,586	77.5
名古屋市	2003	1,431	499	1,930	34.9
	2004	1,301	549	1,850	42.2
京都市	2003	924	433	-	46.9
	2004	852	461	-	54.2
大阪市	2003	2,280	1,139	-	50.0
	2004	2,175	1,500	-	68.9
神戸市	2003	584	216	800	37.0
	2004	612	392	1,005	64.0
広島市	2003	679	286	965	42.1
	2004	511	387	898	75.7
北九州市	2003	635	198	833	31.2
	2004	610	411	1,020	67.4
福岡市	2003	898	325	1,223	36.2
	2004	819	239	1,058	29.1
合計	2003	50,747	20,861	-	41.1
	2004	45,716	24,959	-	54.6

注 1) 福岡県含まず。

注 2) さいたま市の借換え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。

注 3) 千葉市、京都市、大阪市の借換分は全会計分。一般会計の括りは団体によって異なる。

図 3 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) 地方債統計年報より作成

## 地方債保有の動向

ここで、地方債の保有者構造をみると、表 5 のようになる。2 年前の 2001 年度末時点では、簡保が第 2 位の地方債保有主体であったが、現在は共済の保有額が超え、共済が第 2 位となっている。共済は JA 共済の保有額 (2002 年度末値で 7.4 兆円) が 9 割以上を占めている。

近年の動向を期末残高の増減額でみると (図 4 参照)、過去 3 年間で、郵貯と簡保は一貫して保有額を減少させている。2003 年度においては共済と信用金庫の増大、民間生保の減少が顕著である。農林水産金融機関は全体では減少させているものの、農協の保有額は増大していると報告されている。

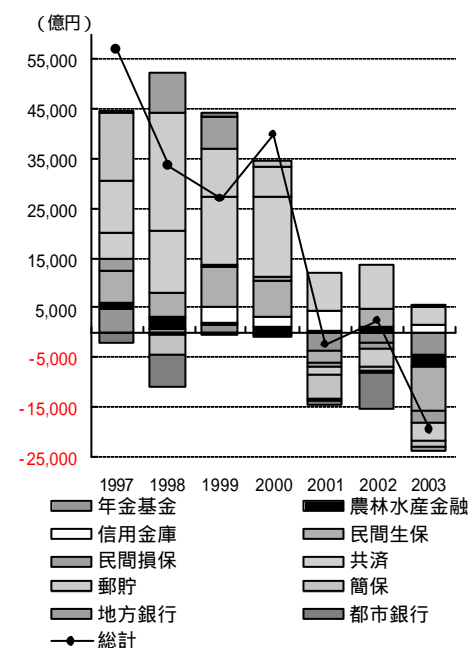
表 5 2003 年度末の地方債保有状況

	期末残高	シェア
	億円	%
郵貯	97156	16.3
共済	83234	14.0
簡保	73640	12.4
地方銀行	66389	11.4
民間生保	55585	9.4
信用金庫	26753	4.6
社会保障基金	19952	3.4
農林水産金融	19012	3.2
年金基金	16955	2.9
都市銀行	12796	2.2
家計	11927	2.0
総計	594354	100

注) 地方銀行、信金、都市銀行の期末残高は簿価。その他は時価であり、シェアは時価での試算値。地方債には、公募債、銀行等引受の証券などを含む。

資料) 日銀「金融経済統計月報」資金循環より作成

図 4 主要機関別にみた期末残高の増減額



資料) 表 5 に同じ

今後急速に拡大する市場公募債の円滑な消化のためには投資家層の拡大は喫緊の課題である。地方債投資家の中では、民営化を控えた郵貯・簡保の動向を今後も注視しておかなければならない。郵貯・簡保が近年見られるように将来的にも地方債保有を減少させるようであれば、あるいは郵貯・簡保が新勘定と旧勘定を区別し、旧勘定の運用部分が定額貯金の満期と併行して消滅するだけの勘定となれば資金運用の短期化など、その運用スタンスは地方債市場にとってより大きな変動要因となろう。また、地方債市場は満期保有を目的とした投資家が多いと指摘されているが、負債の期間が長い生保は地方債投資家として最も期待される主体の一つであり、2003年度の民間生保の保有額の大幅な減少は注意が必要である。

## おわりに

以上見てきた通り、地方債市場、特に市場公募債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（から）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。現公募団体に限らず全ての団体で、より市場を意識した行動が要求されるであろう。現在、発行市場の整備（条件決定方式の変更など）が最も大きな課題であることは間違いないが、他方で、地方公共団体には地方債管理という新たな政策が必要とされている。

国においては国債管理政策の下、借換債も含めた発行額の管理、国債市場懇談会、国債投資家懇談会（地方債投資家懇談会も存在するが議事録などの公表はされていない）などによる市場との対話、今年度はプライマリー

ディーラー制度の導入や、専門家の登用など様々な施策を試みている。

地方債においては、情報提供という点だけをとっても、IR活動がやっと始まったばかりであり、前述のように借換需要などに見られる中長期的な資金調達計画に関する情報の整備は依然として不十分である。さらに、現在の起債許可制度の下では、事前に資金別調達額を把握することは難しく、出納期間中の銀行等引受債発行の集中などは、地元の金融機関からみても課題が大きいと言える。

情報提供の重要性は「地方債に関する調査研究会」でも指摘されているが、現行でも十分な情報提供をしていると考える団体があるであろう。しかし、地方財政情報が地方公共団体の予算管理上の視点や総務省の管理上の視点から発生してきている情報であることは否めず、より投資家の視点にたった数値の整備、即時性が求められる。

市場公募債の急増は、地方債市場の現在の環境を大きく変容させる圧力となる。さらに、今後市町村レベルでの民間資金の調達方法が検討されていく過程で、兵庫県内で見られたような共同発行の仕組みが活用される方向で進むなら、地方債市場の拡大はより加速されるだろう。しかし、地方債の投資家をみると、郵貯、簡保、民間生保などの主要投資家が保有額を縮小させており、今後の安定的な消化のためには、より一層の投資家層の拡大が必要とされる。地方公共団体は地方債だけにみられる発行慣行や提供情報を、一市場参加者という視点から早急に見直す時期に来ているといえる。