

金融市場からみた地方債

調査季報153号特集 非「成長・拡大」時代の財政改革

1 本稿の目的

地方自治体が道路整備、福祉事業や窓口サービスを行なっていくためには、当然ならんかの財源が必要である。このような地方自治体の活動を支える主な財源としては、市民から納められる住民（市民）税、固定資産税等の地方税や標準的行政水準の維持を目的として国から地方自治体に支払われる地方交付税、国が政策誘導的な観点等から市に支払う国庫補助金などがあるが、これらに加えて、市の借入金¹、地方債が有力な財源となっている（横浜市の平成15年度一般会計予算においては全体の約10%²約1450億円³）。

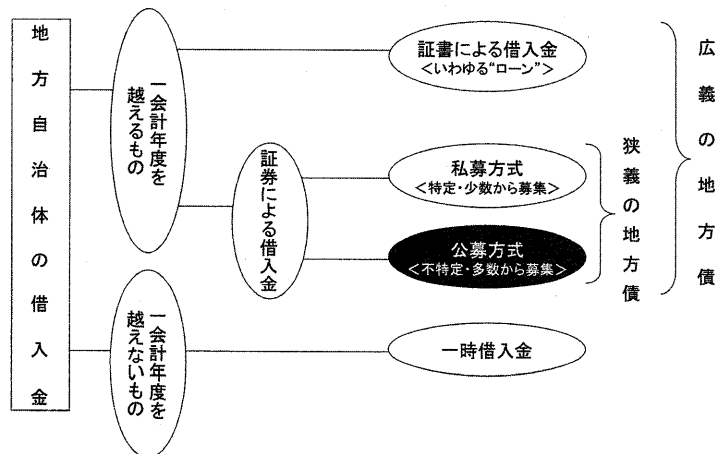
このように「地方債」は地方自治体にとって非常に重要な財源であるが、その調達手段には様々なものがある（図-1）。例えば、それぞれの地方自治体と関係の深い金融機関（民間企業でいうところのメインバンク）からの融資という方法で資金を借り入れる場合もあるが、近年における財政投融資改革等の金融制度に関する改革

の流れを受けて、地方自治体が金融市場において債券を発行し、資金を借り入れる方式、いわゆる「市場公募地方債」の重要性が増している（図-1の「証券による借入金」のうち「公募方式」のもの）。すなわち、この市場公募地方債は、その他の地方債と異なり、市場で不特定多数の投資家の間を流々転々と取引されるものであることから、発行した地方自治体は「市場からの評価」を受けつつけることとなり、財務内容を健全に保つなど一定の自助努力を地方自治体に促すという重要な効果が想定されているのである。

ところで、この「市場の評価」というものは、どのように表現されるのだろうか。もちろん、個別の投資家が市場公募地方債の発行団体にいろいろ意見を言う、ということも一つの評価であろうが、それは市場全体の評価とはいえないだろう。では、市場全体の評価とは何か。それは、市場で付いている価格がまさにその評価なのである。例えば、ある市場公募地方債の発行団体の財政基盤を揺るがす大事件がおきた場合、その発行団体の債務償還能力に対する市場の評価が低下し、その結果、市場公募地方債は市場で売られ、その売りが市場全体の大きな流れ（投資家の大多数がその評価の低下を認めた）となれば、価格が下落するだろう。このことは、逆の視点から見ても、ある発行団体の市場公募地方債の市場の価格を分析することによって、その発行団体に對する市場の評価というものを知ることができると考えられるのである。さらには、その分析結果を踏まえ、市場の評価を改善するためにどのような手段をとるべきかを考える材料を与えてくれるのである。

本稿は、このような視点から、金融市場での市場公募地方債の価格（後述のように正確には利回り⁴）の動きなどを分析することによって、その価格に込められている市場の意図などを論じようとするものである。

図-1 地方債の種類



水野

敦志

都市経営局政策部政策課
担当課長

2

債券市場分析に関する基本的な考え方

市場公募地方債の分析に入る前に、一般的な債券分析の基本的な事項について簡単に説明しておく。新聞やテレビ等で株価の動

きと併せて長期国債（国が発行している債券）の動きを説明することがあるが、その時に債券は株と同じように、「価格」で、「上がっ

た・下がった”を説明しているだろうか。おそらく、そうではなく“長期国債の利回りは〇〇%上がった(下がった)”と説明しているのではないだろうか。金融についてある程度の知識をもっている方にとっては当然かもしれないが、債券の価格と利回りは反比例の関係にあり、したがって、債券利回りが上がった(下がった)ということは、債券価格は下がった(上がった)ということになる。

なぜ、そのようなことになるのか、であるが、最も簡単な債券利回り(価格)の算出式を見てみれば一目瞭然である。

$$r = c + (R - P) / n / P$$

※ r: 債券利回り, c: 表面利率 (毎年支払われる利子の率), R: 額面, P: 債券価格, n: 償還までの年数

この式をP(債券価格)について解くと次のようになる。

$$P = (nc + R) / (1 + nr)$$

したがって、市場の評価を知ることには、債券利回りを分析することによっても可能であるといえるほか、債券市場においても通常は債券価格ではなく、債券利回りで債券の評価が論じられていることもあり、本稿でも債券利回りの分析を行なうことで、市場の評価を分析することとした。

次に、別の視点から債券利回り

の理論的な決定方法について説明したい。債券にお金を投資するということは、債券の発行者にお金を貸すということであるが、貸したお金はしっかり返済されるのであるか、利子は約束どおり支払われるのだろうか。それはその発行者の財務状況や収益能力などといった返済能力によると思われるが、少なくとも、より返済能力の低い者には、返済能力の高い者よりも高い利子を取らないと危なくて貸せない”というのが自然な考え方である。

このような直感的な理解とおり、実際の市場においても、債券利回りは返済能力が劣る(と市場が評価する)者ほど高い利回りになるように設定されている。具体的には、ある債券発行者が市場で債券を発行する場合には、国内で最も返済能力が高いと想定される国債で当該債券と同じ満期ものの利回りを基準として、その利回りに当該発行者の返済能力に応じて金利を上乗せするという方法で債券の利回りが決定されるのである※

②. この上乗せ金利は“信用リスクプレミアム”と呼ばれるものである。

例えば、“1年後に倒産する確率が1%である企業に100万円の資金を1年間貸す場合の適正金利はいくらか。ただし、満期1年の国債の金利は5%、倒産時の貸付金の回収率は0%とする。”と

いう場合、理論上の信用リスクプレミアムは次のように算出される。

国債で安全に運用した場合の収益 $\equiv 100 \text{万円} \times 1 \cdot 05 \equiv 105 \text{万円}$ ①

この企業に貸した場合の期待収益 $\equiv 0 \times 0 \cdot 01 + 100 (1 + r) \times 0 \cdot 99$ ②

※ r: この企業に対する適正貸付金利

①√②ならば、この企業に貸す者はおらず、②√①ならば、国債で運用するものはいないと考えられることから、均衡状態では①=②となる。これを解くと $r = 0 \cdot 06 \equiv 6\%$

したがって、信用リスクプレミアムは6%—5%(国債金利) $\equiv 1\%$

と、算出されることになる。また、通常、国債は非常に大量に発行されており、市場での取引

3 市場公募地方債の現状

続いて、本題である市場公募地方債の分析を行ないたい。前に市場公募地方債の現状について簡単に説明しておきたい。まず、市場公募地方債の発行額(10年債)であるが(表1)、平成14年度実績で28の地方自治体が約2兆円の市場公募地方債を発行している。発行額が最も多いのは東京都

量も多いことなどから、換金しようと思ったときには、素早く換金できる”と考えられる一方、国債以外の債券は発行量も少なく、市場での取引量も少ないため、換金しようと思つたけど、思うように換金できず、収益チャンス逃してしまった”ということが、

国債よりも高い確率で発生しそうである。したがって、このようなリスクも国債以外の債券の利回りに織り込む必要金利を上乗せする必要がある。この上乗せ金利は“流動性プレミアム”と呼ばれるものである※③。

以上のことから、国債以外の債券(無論、市場公募地方債も含む)の金利は次のような式で表現することができる。

国債以外の債券利回り \equiv 国債の利回り + 信用リスクプレミアム + 流動性プレミアム

の年間5000億円、最も少ない団体が長野県・千葉市の200億円となっており、1団体あたりの年間平均発行額は735億円となっている。なお、横浜市は950億円発行している。年間発行回数が多いのは東京都の12回(毎月発行)であるが、多くの団体が2回又は1回と発行回数は少な

※①…1450億円のうち750億円は国の制度改革に基づき地方交付税削減の代替措置として発行した地方債(臨時財政対策債)。横浜市としては、この750億円の地方債については、地方交付税と同等の性格を有する地方債であると考えていることから、「広義の地方交付税」と位置づけ、通常の地方債とは区別している。

※②…返済能力は、理論的には発行者の財務諸表等から得られる情報を統計的な手法を活用して分析することによって、「返済不能に陥る可能性は…程度である」と推計することが可能であり、さらに、その返済不能に陥る確率を踏まえ、当該発行者が発行する債券の期待収益率を導き出し、その期待収益率を基に最終的な債券利回り(理論値)を決定することになる。無論、この利回りはあくまで理論値であるので、実際にどうなるかは別の話である。また、景気動向などの周辺環境の変化によって、理論値すらも変わりうるものであることにも注意が必要である。

※③…本来、流動性プレミアムには、市場の構造や制度などからも発生する信用リスク以外のあらゆるリスクが含まれるべきとも考えられるので、単に“換金しやすいかどうか”という表現は、流動性プレミアムの全てを示すには適当ではないと思われるが、ここでは単純化のため、このような表現をとることとした。

表一 最近の公募地方債の発行状況<発行額>

	平成14年度			平成13年度			平成12年度		
	発行総額A	発行回数B	A/B	発行総額A	発行回数B	A/B	発行総額A	発行回数B	A/B
東京都	5,000	12	417	4,900	12	408	5,700	12	475
大阪府	1,500	6	250	750	3	250	900	3	300
大阪市	1,300	6	217	1,100	5	220	1,400	5	280
埼玉県	1,000	4	250	1,000	4	250	1,000	4	250
北海道	1,000	4	250	1,000	3	333	950	3	317
横浜市	950	4	238	1,000	5	200	1,200	6	200
神奈川県	800	4	200	680	3	227	580	3	193
名古屋市	820	3	273	560	3	187	550	3	183
兵庫県	800	3	267	400	2	200	510	2	255
愛知県	840	2	420	640	2	320	640	2	320
静岡県	700	2	350	500	2	250	680	2	340
千葉県	640	2	320	300	1	300	660	2	330
福岡市	500	2	250	500	2	250	550	3	183
京都市	450	2	225	400	2	200	300	2	150
広島県	400	2	200	300	1	300	250	1	250
札幌市	400	2	200	400	2	200	400	2	200
神戸市	400	2	200	180	1	180	300	2	150
新潟県	320	2	160	220	1	220	200	1	200
川崎市	300	2	150	350	2	175	300	2	150
宮城県	330	1	330	330	1	330	330	1	330
広島市	330	1	330	300	1	300	280	1	280
北九州	330	1	330	300	1	300	280	1	280
福岡県	300	1	300	300	1	300	300	1	300
京都府	300	1	300	400	1	400	330	1	330
仙台市	250	1	250	200	1	200	200	1	200
茨城県	220	1	220	220	1	220	200	1	200
千葉市	200	1	200	510	2	255	200	1	200
長野県	200	1	200	200	1	200	200	1	200
合計・平均	20,580	75	274	17,940	66	272	19,390	69	281

<参考>

国債	216,000	12	18,000	204,000	12	17,000	178,000	12	14,833
----	---------	----	--------	---------	----	--------	---------	----	--------

※ 10年債について集計

く、1団体あたりの平均年間発行回数は2・7回となっている。なお、横浜市は年4回発行している。また、1回あたりの団体別発行額は愛知県の420億円が最も多く、最も少ないのは川崎市の150億円となっており、全国平均では274億円となっている。なお、横浜市は238億円となっている。ちなみに長期国債(10年)の年間発行額は21・6兆円、発行回数は12回、1回あたりの発行額は1・8兆円となっており、国債と比較して市場公募地方債の市場規模

横が小さいことが分かる。次に発行条件であるが、債券を発行する場合には、債券発行者と投資家の間で入札等の手続を経て※④、①その債券を額面100円あたりいくらかで投資家が購入するか。(発行価格)、②年間の支払い利率をいくらにするか。(表面利率)の二つを決める※⑤こととなるが、市場公募地方債に関する最近の発行条件の決定状況は表12のとおりである。以前は市場公募地方債(10年債)の発行条件は、全団体について同一条件で国が決

定していたところ、東京都とその他団体と区別して発行条件を決定する仕組みに改められたが、ここ最近の発行条件決定においては、結果的に東京都とその他団体の発行条件は同一のものとなっている。したがって、最近の国債との発行条件における金利格差は東京都債、その他団体債ともに概ね0・05〜0・09%程度となっている※⑥。

表二 最近の公募地方債の発行状況<発行条件>

	<単位:%・円>											
	東京都			その他団体			(参考)国債			(A)-(C)	(B)-(C)	
	表面利率	発行価格	応募者利回り(A)	表面利率	発行価格	応募者利回り(B)	表面利率	発行価格	応募者利回り(C)			
平成十四年度	4月債	1.4	99.53	1.45	1.4	99.38	1.47	1.5	100.85	1.40	0.05	0.07
	5月債	1.4	99.45	1.46	1.4	99.30	1.48	1.4	100.17	1.38	0.08	0.10
	6月債	1.4	99.65	1.44	1.4	99.62	1.44	1.4	100.30	1.37	0.08	0.08
	7月債	1.3	99.57	1.35	1.3	99.54	1.35	1.3	100.09	1.29	0.06	0.06
	8月債	1.3	99.72	1.33	1.3	99.69	1.34	1.3	100.52	1.24	0.09	0.09
	9月債	1.3	99.92	1.31	1.3	99.92	1.31	1.3	100.52	1.24	0.07	0.07
	10月債	1.3	99.97	1.30	1.3	99.97	1.30	1.2	99.98	1.20	0.10	0.10
	11月債	1.1	99.82	1.19	1.1	99.82	1.19	1.1	100.64	1.03	0.17	0.17
	12月債	1.0	99.27	1.08	1.0	99.27	1.08	1.0	99.93	1.01	0.07	0.07
	1月債	0.8	99.17	0.89	0.8	99.17	0.89	0.9	100.47	0.85	0.04	0.04
	2月債	0.8	99.12	0.90	0.8	99.12	0.90	0.8	99.42	0.81	0.09	0.09
	3月債	0.8	99.97	0.80	0.8	99.97	0.80	0.8	100.39	0.76	0.05	0.05
平成十五年度	4月債	0.7	99.92	0.71	0.7	99.92	0.71	0.7	100.67	0.63	0.08	0.08
	5月債	0.6	99.62	0.64	0.6	99.62	0.64	0.6	100.49	0.55	0.09	0.09
	6月債	0.5	99.57	0.55	0.5	99.57	0.55	0.5	100.28	0.47	0.08	0.08
	7月債	1.1	99.62	1.14	1.1	99.62	1.14	0.9	99.40	0.97	0.18	0.18

※ 10年債について集計

加えて20年債を発行している。歴史的に見て極めて低い金利水準であることや財政投融资改革などにより、これまで長期資金の主たる調達先であった財政投融资資金が減少しているという事情などを考えれば、20年債のような超長期の債券を市場公募で発行することは、発行者の立場からすれば、非常に利になかった行動であると考えられる。

※④…市場公募地方債に関する具体的な条件決定方法の仕組みについては特集5-②を参照。

※⑤…国債以外の債券の場合には、最終的な債券の利回りが国債の利回り対比どのくらいになるかをみながら、①・②を決定していくことになる。

※⑥…稀に0.17%や0.18%といった大きめの金利格差が生じているが、これは長期国債の市場金利が乱高下するなど債券市場が不安定化した場合などにおきる特殊な現象と解される。

4 市場公募地方債の金利に関する 地方財政関係者の考え方

3で市場公募地方債の発行条件に関する説明の中で、市場公募地方債と国債の発行時における金利格差の存在が明らかになったが、この発行条件は最近では結果的に全発行団体について同一であるため、国債との金利格差は全団体について同一のものとなっている。しかしながら、この市場公募地方債が市場で流々転々と取引される場面になると、その利回りは発行団体毎に異なり、その結果、当然であるが、国債との金利格差も発行団体毎に異なるものとなっている。図-2は市場公募地方債のうち横浜市並びに利回りが最も低い東京都及び最も高い大阪府のもの

の流通利回りを、そして図-3はこれらの団体の市場公募地方債流通利回りの対国債流通利回りの金利格差（これをスプレッドという）をグラフ化したものである。⑦が、スプレッド最小の東京都と最大の大阪府のスプレッド格差は平成14年度平均で約0.1%程度となっている。ちなみに横浜市と東京都の平成14年度平均スプレッド格差は約0.02%となっており、大阪府ほど格差はないもの、やや東京都よりもスプレッドが厚めである。

ところで、この市場公募地方債

と国債の金利格差をどのように解釈すべきなのだろうか。国債に上乘せされる金利は、債券を発行する主体の信用リスクプレミアムと債券発行量等に基づく流動性プレミアムであるが、流動性プレミアムはともかくとして、市場公募地方債について信用リスクプレミアムがあるとすれば、地方

図-2 主な公募地方債の流通利回り

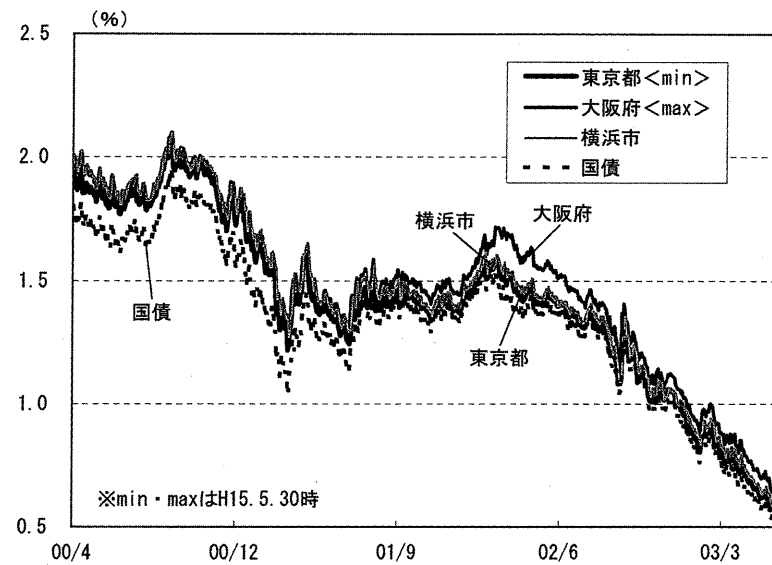
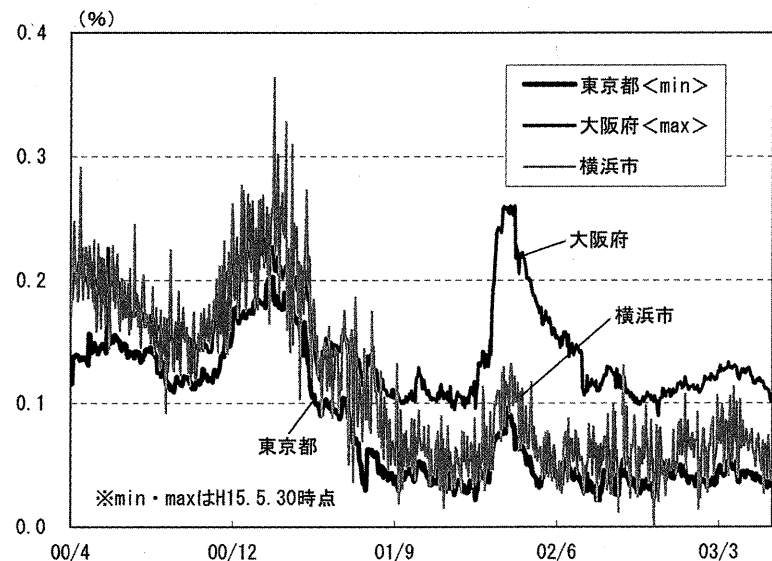


図-3 主な公募地方債流通利回りの対国債スプレッド



自治体は（確率は低いにせよ）借金を返せない可能性があるということになるが、そういう事態は本当にありうるのだろうか。このような疑問について総務省及び各地方自治体の財政担当者などの地方財政関係者からは、「現行の地方財政制度のもとでは地方自治体が借金を返せない事態はありえない」としている。現行の地方財政制度とは、具体的には、次

① 地方財政計画による財源保障制度
地方財政計画による財源保障制度とは、国が全国の地方自治体が行なう標準的行政に必要な総歳出額と全国の地方自治体が得ることができる地方税、国庫補助負担金等の標準的な総歳出額を算出し、その差額分を地方交付税等によって財源確保することによって、全国の地方自治体が少なくとも標準的な行政を実施できるように保障

※⑦…なお、本稿において市場公募地方債の流通利回りを分析する場合には、平成14年度実績で年間発行額が3回以上の地方自治体が発行したもの（新規発行債）に限ることとした。これは比較・分析対象とする市場公募地方債毎の残存年限の差があまり大きなものにならないようにするためである。また、流通利回りは日本証券業協会が公表している「公社債店頭売買参考統計値」を利用している。

する制度のことである。この「標準的行政に必要な総歳出額」の中に、地方債（利用料金等による償還が予定されている地方公営企業に係る地方債は除く。）の償還財源は全て計上されているため、地方債を償還できないことはありえないとされる。

② 地方債の発行許可（同意）制度

地方自治体が地方債を発行するためには、都道府県・政令指定都市であれば国、政令指定都市以外の市町村であれば知事の許可（将来的には同意）を得る必要がある。起債制限比率といった財務指標が一定のレベルに達すると地方債の発行が許可されない仕組みとなっている。その結果、いわゆる財務状況が健全でない地方自治体、つまり地方債の償還が懸念される地方自治体が地方債を発行すること

はないとされる。

③ 財政再建制度

財政状況が大きく悪化した場合には、地方財政再建促進特別措置法に基づく国による管理のもと、地方自治体の財政再建が強制的に実施される仕組みとなっている。その結果、地方債の償還ができないという危機的状況に陥る前に財政の健全化が図られるため、地方債の償還ができないことはありえないとされる。

②・③は規制措置なので、必ずしも、地方債の償還財源を確保・するという直接的な意味で償還の保障をしているわけではないが、①については、まさに償還のための資金をしっかりと確保しているということであるから、極めて強力な措置といえよう。

5 市場公募地方債の金利格差は流動性リスクで説明可能か？

4で説明したような強力な措置を考慮すれば、地方債が償還不能に陥る可能性は全くありえないことになり、国債と市場公募地方債の金利格差は全て流動性プレミアムで説明できることになる。ここでは、これが本当なのかどうか検証してみることにしたい※⑧。

常に難しい存在であることから、その存在を検証することは非常に困難であるが、先に説明したように流動性プレミアムを「市場で換金しやすいかどうか」、「市場での取引が容易か」という基準で決定されるものであるとするならば、市場での流通量というものが流動性プレミアムの水準を説明する一

つの指標と考えられる（流通量が多ければ流動性プレミアムは小さくなる）。そこで次の問題として「市場での流通量とはなにか？」という問題であるが、通常、債券は1回の発行毎に第〇〇回（号）債と名づけられ（これを回号という）、この回号毎に取引されている実態を踏まれば、年間総発行額や地方債残高ではなく、1回あたりの発行額が流動性プレミアムに関係する「市場での流通量」ということになると考えられる。そこで平成14年度における1回あたりの平均発行額と平均スプレッドの関係进行分析してみる（表-3）。

1回あたり平均発行額が多い東京都・名古屋市はスプレッドも薄く、この上位2つまでは1回あたり平均発行額とスプレッドの関係は予想どおりのものとなっている（発行量が多いので流動性プレミアムが小さく、その結果、スプレッドが薄い）。しかしながら、それ以下については、平均スプレッドの順位と1回あたり平均発行額の間には特に関係はなさそうである。非常に荒い分析ではあるが、この分析結果からは流動性プレミアムだけでは市場公募地方債のスプレッドは説明が困難であるように思われる。

続いて、政府保証債と市場公募地方債のスプレッドを比較するという方法で検証してみることにする。政府保証債は仮にその政府保証債を発行した団体が返済不能に陥った場合、国がその返済を100%肩代わりする（この点、地方財政制度等によるある意味で間接的な保障に止まっている地方債とは異なる性格を有している）という債券である。したがって、政府保証債と国債の利回り格差は基本的に流動性プレミアムしか存在しないと考えられることになる。そこで、1回あたりの発行額が市場公募地方債とほぼ同程度、つまり、流動性プレミアムの水準が市場公募債とほぼ同程度と考えられる政府保証債と市場公募地方債のスプレッドを比較し、市場公募地方債のスプレッドが流動性プレミアムのみに構成されているのか検証する（図-4）。

市場公募地方債の図-4では東京都・大阪府・横浜市のスプレッドと国民生活金融公庫債（政府保証債）の推移が描かれているが、1回あたりの発行額は、東京都・大阪府・横浜市については200億円、400億円程度、国民生活金融公庫債については300億円となっており、概ね同水準といえる。これらのスプレッドの水準をみると、東京都債は概ね国民生活金融公庫債と同水準となっており、東京都債のスプレッドは概ね流動性リスクプレミアムのみによって構成されているものと考えられる。横浜市債のスプレッドについては、平均すると0.02%

表-3 発行額とスプレッドの関係

<単位：億円・%>

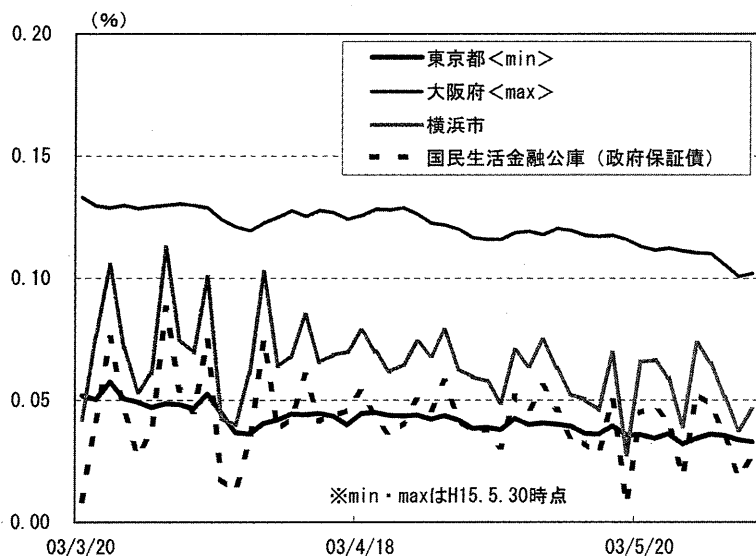
	東京都	名古屋市	兵庫県	大阪府	埼玉県	北海道	横浜市	大阪市	神奈川県
⑭平均1回あたり発行額	417	273	267	250	250	250	238	217	200
⑭平均スプレッド	0.042	0.058	0.112	0.133	0.067	0.121	0.063	0.116	0.065
発行額の順位	①	②	③	④	④	④	⑦	⑧	⑨
スプレッドの順位	①	②	⑥	⑨	⑤	⑧	③	⑦	④

※⑧—無論、市場が地方財政制度を正確に理解していなければ、市場が示す利回りを分析することに意味はないという議論もあるかもしれない。しかしながら、現実問題として市場の評価を受けて資金を調達する以上、このような議論は何の解決策も生み出さない。むしろ、市場が示すシグナルから市場の懸念等を読み取り、それを解決していく（それは誤解を解いていくということかもしれないが）ことがより前向きな姿勢であろう。

0・03%程度を国民生活金融公庫債のスプレッドに上乗せしたものとされており、流動性プレミアム以外のプレミアムが存在すると考えられるが、その水準はごく限られたものと評価できる。一方、大阪府債のスプレッドは平均すると0・07〜0・08%程度を国民生活金融公庫債のスプレッドに上乗せしたものとされており、流動性プレミアム以外のプレミアム

が相当程度存在するものと考えられる。以上の分析を踏まえると、市場公募地方債のスプレッドには流動性プレミアム以外のプレミアムは存在しない、すなわち信用リスクプレミアムは存在しない」という主張は市場では受け入れられないと解釈せざるをえないように思われる。

図-4 公募地方債と政府保証債の比較



6 市場公募地方債の信用リスク

とはなにか？

5で分析したように、市場は市場公募地方債の信用リスクを認識しているといわざるを得ないと考えられるが、現行の地方財政制度、特に地方財政計画に基づき、地方交付税の交付等によって全ての地方自治体の償還財源を保障する仕組みは、先にみたとおり非常に強固かつ全国共通であり、市場公募地方債の償還が不能になる可能性など皆無に等しく、さらにその保障の程度が個別の地方自治体によって異なる(信用リスクが異なる)ということは地方財政関係者にとっては理解しがたいものである。では、市場は何を根拠に市場公募地方債に信用リスク(しかも個別の地方自治体毎に異なる)の存在を主張しているのであろうか。本節ではこの問題について分析してみたい。

表-4は各種財政指標とスプレッドの関係をみたものである。まず、経常収支比率とスプレッドの一般的な関係であるが、経常収支比率は義務的な支出の多寡を示す指標であり、義務的支出が多いほど比率が高くなるものであるから、経常収支比率が高いほど財政の硬直性が高い、すなわち債務返済余力が弱いということになり、スプレッドは厚めになるはずであ

る。しかしながら、同表(1)を見ると、例えば、北海道は経常収支比率が同率で第2位となっているが、スプレッドは第8位となっているなど、経常収支比率によってスプレッドの水準を説明しきめることは困難のように見える。続いて、地方債の償還経費の負担水準を示す公債費負担比率とスプレッドの関係であるが、公債費負担比率が高いほど債務負担が重い、すなわち返済能力が低いということになり、スプレッドは厚めになるはずである。しかしながら、同表(2)を見ると公債費負担比率によってもスプレッドの水準を説明しきることが困難のように見える。

次に、財政の自立性など地方自治体の財政力一般を示す財政力指数とスプレッドの関係についても、同表(3)を見る限りでは、同指数によってスプレッドを説明しきめるのは無理があるように思われる。

さて、個別の主だった財政指標とスプレッドの関係は今ひとつであったが、ある意味で様々な財政指標及びこのような指標からはわからない、各種の情報等を総合的に勘案して各地方自治体に付されている格付けとスプレッドの関係を

みると(表-5)、格付けがAA+の地方自治体、AAの地方自治体、AA-の地方自治体という大きな塊で見れば、埼玉県を除いて、概ねスプレッドの序列に沿った格好となっているように見える。このような簡単な分析から断定することは難しいが、市場は個別団体の各種財政指標等を合成した評価指標である格付けをある程度は意識しながらスプレッド水準を決めているように思われる。

しかし、先に説明した極めて強固かつ全国共通の地方財政制度を考えると、個々の地方自治体の信用リスクプレミアムは問題とならないはずなのに、どうしてこのように個別の信用リスクプレミアムが市場では問題となってしまうのであろうか。そこで、市場公募地方債のスプレッドの構造をもう少し深く考えてみると、個々の地方自治体のスプレッドは図-5のような構造となつていいると思われ

る。図の中の個別団体の信用リスク分Aに対して地方財政制度による個別団体の信用リスク削減分Cが十分に大きいものであるならば、市場で観察されるスプレッドは個別団体の流動性リスク分Bだけになるだろう。今、市場で観察されている市場公募地方債のスプレッドが想定される流動性プレミアム分を超えて個々の地方自治体で異なるのは、個々の地方自治体の信用リスク量に対して相対的に

44●

表一4 各種財政指標とスプレッドの関係

<単位：%>									
(1) 経常収支比率									
	東京都	名古屋市	兵庫県	大阪府	埼玉県	北海道	横浜市	大阪府	神奈川県
経常収支比率	83.6	91.2	91.2	92.4	92.4	94.4	95.7	99.8	103.1
⑭平均スプレッド	0.063	0.058	0.121	0.042	0.112	0.067	0.065	0.116	0.133
経常収支比率の順位	①	②	②	④	④	⑥	⑦	⑧	⑨
スプレッドの順位	③	②	⑧	①	⑥	⑤	④	⑦	⑨

<単位：%>									
(2) 公債費負担比率									
	東京都	神奈川県	大阪府	大阪府	横浜市	名古屋市	埼玉県	兵庫県	北海道
公債費負担比率	11.3	12.0	17.4	17.9	18.5	18.9	19.0	19.7	22.0
⑭平均スプレッド	0.042	0.065	0.116	0.133	0.063	0.058	0.067	0.112	0.121
公債費負担比率の順位	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
スプレッドの順位	①	④	⑦	⑨	③	②	⑤	⑥	⑧

<単位：pts・%>									
(3) 財政力指数									
	東京都	名古屋市	大阪府	横浜市	神奈川県	大阪府	埼玉県	兵庫県	北海道
財政力指数	1.023	0.907	0.885	0.875	0.753	0.721	0.615	0.507	0.343
⑭平均スプレッド	0.042	0.058	0.116	0.063	0.065	0.133	0.067	0.112	0.121
財政力指数の順位	①	②	③	④	⑤	⑥	⑦	⑧	⑨
スプレッドの順位	①	②	⑦	③	④	⑨	⑤	⑥	⑧

地方財政制度によるサポート力が小さいからであると考えられる。問題は個々の地方自治体の健全化への努力も重要ではあるが、それとともに地方財政制度そのものの信用力も問われているということではないだろうか。

では、地方財政制度の信用力とはなんだろうか。それはまさにその制度そのものの持続可能性であ

ろう。表一6をみていただきたい。この表は地方財政制度の根幹をなす地方交付税を整理する平成13年度地方交付税特別会計の貸借対照表と業務費用・財源計算書(損益計算書のようなもの)である。地方交付税特別会計は本来であれば、地方交付税の原資となる国税5税の一定割合を同特別会計に繰り入れ、それを毎年、地方自治体

に交付するためだけの会計なので、基本的には業務費用・財源計算書の収支はほとんど0、貸借対照表の貸方も借方もほとんど0となるはずのものである。ところが、この財務諸表をみると、資産は約20兆円、負債は約43兆円、資産・負債差額は約23兆円となっている。この会計について民間会計の用語を用いることは適当でないか

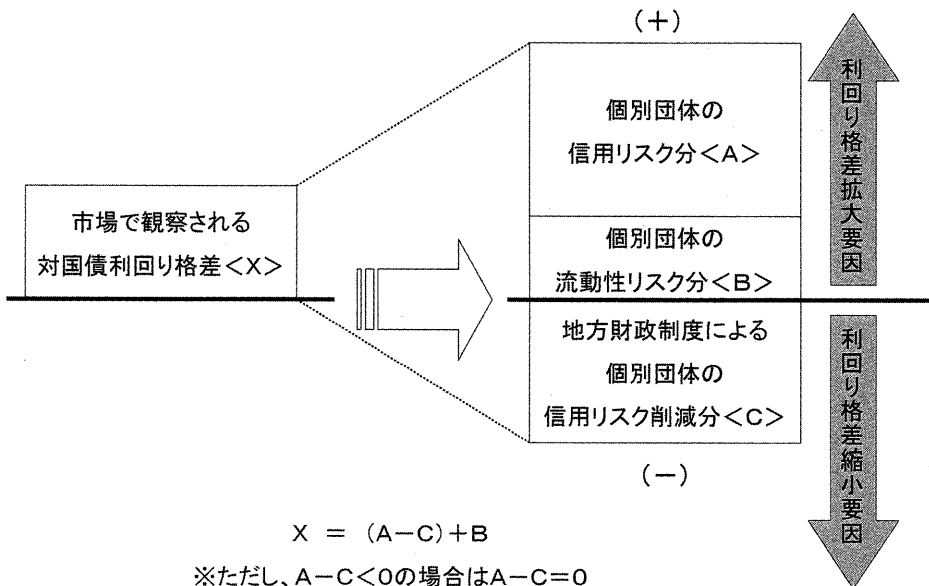
もしないが、要するに大幅な債務超過となっている。この大幅な債務超過を解消していくことが地方財政制度の持続可能性を高めていく上で必要不可欠となるわけだが、その方法としては、結局、毎年の収支をプラスにして埋めていくしかないだろう。そこで、その収支であるが、業務費用・財源計算書によれば、その

収入はほとんど一般会計からの受け入れ、つまり地方交付税の原資となる国税5税の一定割合+aで、その支出のほとんどが地方財政への支出、つまり地方交付税の交付となっている。こういう収支構造であるならば、一般会計からの確実な繰り入れと地方交付税の圧縮が地方財政制度の信用力を保つための唯一の手段であろう。具

表一5 格付けとスプレッドの関係

<単位：%>									
	東京都	埼玉県	名古屋市	横浜市	神奈川県	兵庫県	大阪府	北海道	大阪市
格付け	AA+	AA+	AA	AA	AA	AA-	AA-	AA-	AA-
⑭平均スプレッド	0.042	0.067	0.058	0.063	0.065	0.112	0.133	0.121	0.116
格付けの順位	①	①	③	③	③	⑥	⑥	⑥	⑥
スプレッドの順位	①	⑤	②	③	④	⑥	⑨	⑧	⑦

図一5 地方債の対国債利回り格差の構成要因 (概念図)



表一6 平成13年度交付税特別会計の財務状況

(1) 貸借対照表

(単位：億円)

資産の部		負債及び資産・負債差額の部	
現金・預金	7,259	未払費用	49
その他の債権※1	194,772	借入金	425,978
		その他の債務※2	7,836
		負債合計	433,863
		資産・負債差額	▲231,832
		内累積欠損金額	(▲107,123)
		内本年度欠損金額	(▲23,117)
資産合計	202,031	負債及び資産・負債差額合計	202,031

※1 法律により後年度において一般会計から交付税特別会計に繰り入れることとされている金額
 ※2 法律により後年度において交付税特別会計から繰り出されることとされている金額

(2) 業務費用・財源計算書

(単位：億円)

受入財源	197,420	業務費用	220,537
一般会計からの受入	167,056	地方財政への支出	218,755
租税収入	6,263	借入金利息	1,778
一般会計からの繰入未済金	24,101	業務支出	4
		受入財源－業務費用	▲23,117

(注) 交付税及び譲与税配付金勘定について作成

体的には一般会計からの受け入れを確実にするための強固な制度的保障、地方交付税の交付額の適正化、すなわち、国が財源保障する範囲について合理化・適正化を図りつつ（業務費用の縮小）、その財源保障範囲については、国はどこまでも責任をもつという今以上に強固な仕組みの構築であろう（受入財源の確保）。国の財源保障責任は地方財政法等に明確に定められているものの、その運用の実

態はどうであろうか。もし、財源保障責任が果たされているのであれば、地方交付税特別会計の財務諸表がこのようでありさまになることはないはずである。
 なお、究極的には国家財政の持続可能性も重要であることはいうまでもない。少なくとも国の当局は国家財政・地方財政の双方への目配り、国家財政と地方財政を連結して施策を考えていく発想が必要であろう。

7 円滑な公募地方債の発行に向けて

6において市場公募地方債の信用力の問題を論ずる上では、個々の地方自治体自身の信用力に加えて、地方財政制度のサポート力も問題であるとしたが、これは「国頼みの姿勢である」、「自主自立を目指す地方分権の流れに反することではないか」と思う向きもあるかもしれない。

しかしながら、これまでの地方行政制度、そしてそれを支える地方財政制度は、標準的行政水準維持の観点から一定の事務を国が地方に義務付け、その財源を保障するという仕組みであった以上、その仕組みの中で発行されてきた市場公募地方債について、その財源保障が不十分である可能性がある」と指摘することは、別段、地方分権の議論に反するものではない。また、今後についても、財源保障の範囲は縮小する方向で見直されていくと考えられるが、標準的行政水準維持の観点から必要とされる事業については、引き続き財源保障していくことは当然であり、そのために発行された地方債の元利償還についても、同様に財源保

障していくことは必要不可欠である⑨。

このような我が国の地方財政制度の性格及び今後の改革の方向性を踏まえれば、市場公募地方債の発行について、個々の地方自治体による財政健全化への取り組みや情報公開、積極的なIR活動などの自助努力が重要であることは言うまでもないことであるが、それらに加えて、地方財政制度そのものの信用力を問題としていくことは、特段、地方分権の流れに反することではないだろう。

市場公募地方債を発行していくためには、地方行政制度・地方財政制度の現状及び今後の改革の方向を踏まえ、実際の発行者である個々の地方自治体と地方財政制度を預かる国の当局が一致協力し、それぞれの責任を果たしていくことが必要である。また、市民も、地方自治体、ひいては市民にとって貴重な資金調達手段である地方債を守り育てていくために、全ての当事者が責任をまっとうするよう求めていかなければならないのである。

※⑨…地方財政全体として償還財源を保障していくことは必要であるが、個別の団体への財源保障の方法については改革すべき余地があるように思われる。現行の地方債発行実績＝事業量に応じた財源保障は、国庫補助負担金と同様に、地方自治体に対して地域のニーズに必ずしも合致しない事業の実施を促す効果などの副作用が懸念される。