

地方債市場における ESG 投資、デジタル証券化等の 環境変化への対応

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書

令和6年3月

一般財団法人 地方債協会

は し が き

私ども一般財団法人地方債協会では、1979(昭和54)年4月の発足以来、毎年度、「地方債に関する調査研究委員会」を設置し、学識経験者、総務省、地方団体、金融機関等の専門家の皆様にお集まりいただき、その時々々の時代環境に即した地方債に関するテーマについて調査研究を行っております。この44年の間に上梓した調査研究報告書は48にも及び、いずれも地方債制度の改革とその運用の改善に大いに寄与してきたものと自負いたしております。

地方債については、特に、地方分権・財政投融资制度改革以降の自由化・市場化の流れの中で、民間資金による資金調達ますます求められるようになってきたことを踏まえ、近年の委員会では、円滑かつ安定的な資金調達を行うための起債運営に関する課題・対応策や金融環境の変化による投資家ニーズの変化、銀行等引受債の現状と課題等について調査研究を行い、具体的な方策を提言してきたところであります。

2023(令和5)年以降、世界経済は、コロナ禍からの社会経済活動の正常化が進むもと、長期化する地政学的リスクや欧米中銀による政策金利高止まりの影響を受けつつも、底堅く推移しています。我が国金融市場では、雇用・所得環境が改善する中、消費者物価指数の前年比上昇率を2%とする物価目標の持続的・安定的な実現が見通せたことから、日本銀行は、2024(令和6)年3月の金融政策決定会合において大規模金融緩和政策を変更しました。

そのような中で本年度は、『地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応』をテーマとし、足許の金融環境が地方債市場に及ぼす影響や資金調達手段の多様化について、調査研究を進めて参りました。具体的には、SDGs推進を梃子にした調達手段の広がりについて調査するとともに、地方債市場におけるデジタル証券の活用の可能性を検討しつつ、昨今の金利水準の上昇も踏まえ、住民参加型市場公募地方債における地方団体の起債運営上の課題等を整理し、とりまとめてまいりました。

金融環境が変化しているなか、資金調達手段の多様化が地方債市場へも波及している状況において、地方団体が安定的に資金調達を継続するためには、資金調達手段や起債運営等に関して普段から様々な検討を、主体的に行っておくことが重要となってまいります。

そのような観点からも本報告書が必ずや、地方債資金の安定調達の維持・向上、そして今後の地方債市場の発展の一助になるものと考えております。

今後、地方債協会における調査研究をさらに充実したものとしていくためにも、本報告書に対するご意見、ご感想を頂戴できれば幸いです。

なお、本調査研究委員会については、日本財団から格別の助成を賜っております。ここに、同財団に対して深く感謝の意を表する次第であります。

2024(令和6)年3月
一般財団法人 地方債協会
理事長 有岡 宏

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」

－ 委員名簿 －

委員長	末宗 徹郎	地域総合整備財団 理事長
委員長代理	神門 純一	総務省 自治財政局 地方債課長
委員	新井 雅治	三井住友銀行 公共・金融法人部長
	安藤 高広	地方公共団体金融機構 資金部 資金課長
	石田 裕一	北洋銀行 執行役員公務金融部長
	稲生 信男	早稲田大学 社会科学総合学術院 教授
	江夏 あかね	野村資本市場研究所 野村サステナビリティ研究センター長
	岡地 俊季	大阪府 財務部 財政課長
	香月 康伸	みずほ証券 グローバル投資銀行部門 サステナビリティ推進部 サステナビリティ戦略開発室 SDGsプライマリーアナリスト
	川人 解	ゴールドマン・サックス証券 投資銀行部門 資本市場本部 公共法人・インフラストラクチャー部長
	河村 小百合	日本総合研究所 調査部 主席研究員
	後藤 康弘	川崎市 財政局財政部 資金課長
	小西 砂千夫	総務省 地方財政審議会 会長
	嵯峨 和道	東京都 財務局主計部 公債課長
	白川 良昭	かんぽ生命保険 クレジット投資部 担当部長
	末澤 豪謙	SMB C日興証券 金融経済調査部 金融財政アナリスト
	高田 修	みずほ銀行 社会・産業基盤第一部長
	浜田 浩史	大和証券 金融市場調査部 シニア財政・クレジットアナリスト
	福田 邦裕	福岡県 総務部副理事 兼 財政課長
	丸山 達也	パークレイズ証券 投資銀行部門 債券資本市場部長
	三石 隆文	千葉銀行 地方創生部 地方創生担当部長
	三宅 裕樹	京都府立大学 公共政策学部 准教授
	宮崎 幸司	野村証券 キャピタル・マーケット部 DCMグループ 公共債担当部長
	山縣 良行	三菱UFJモルガン・スタンレー証券 投資銀行本部 デット・キャピタル・マーケット部 公共債セクターチームヘッド

(50音順、敬称略)

目 次

調査研究テーマの趣旨	1
第1章 我が国地方債市場を取り巻く環境	
第1節 世界と日本の経済・金融市場等の状況.....	3
1 世界の経済・金融市場等の状況.....	3
2 日本の経済・金融市場等の状況.....	6
第2節 地方債市場の動向.....	7
1 地方債計画の推移.....	7
2 国債・地方債の発行残高の推移.....	8
3 全国型市場公募地方債の状況.....	10
4 共同発行市場公募地方債の状況.....	12
5 住民参加型市場公募地方債の状況.....	14
6 市場公募地方債の対国債スプレッドの推移(2016年～)	15
第3節 地方債(証券)保有投資家の推移.....	18
1 地方債(証券)保有額の推移.....	18
2 金融部門の保有額の推移.....	19
3 非金融部門の保有額の推移.....	20
4 海外部門の保有額の推移.....	21
第4節 投資家の有価証券(地方債)投資の状況.....	22
1 投資有価証券の保有状況.....	22
2 銀行等引受債としての証書借入の状況.....	24
第5節 債券投資に係る投資家動向.....	25
1 債券ポートフォリオの推移.....	25
2 クレジット商品等の投資スタンスの推移.....	26

第2章 足許の調達・投融資を取り巻く環境

第1節 足許の地方債市場の動向.....	30
1 2023(令和5)年度の全国型市場公募地方債の発行額.....	30
2 市場公募地方債の発行条件推移.....	32
第2節 地方債の起債運営.....	33
1 全国型市場公募地方債.....	33
2 非公募団体における公募化の検討状況.....	37
3 銀行等引受債.....	38
第3節 住民参加型市場公募地方債.....	45
1 住民参加型市場公募地方債の概要.....	45
2 足許の発行状況.....	50
3 今後の発行に向けて.....	57

第3章 サステナブルファイナンスをめぐる環境の変化

第1節 国内外のSDGs債の市場動向.....	60
1 SDGs債の市場規模.....	60
2 SDGs債の発行条件の推移.....	63
第2節 地方債市場におけるSDGs債の動向.....	64
1 地方団体におけるSDGs債の起債動向.....	64
2 投資家のSDGs債への投資動向.....	67
3 SDGs債の発行に向けた課題.....	71
4 グリーン共同発行市場公募地方債.....	73
第3節 SDGs債における適切な情報開示.....	75
1 地方団体のレポーティング実績.....	75
2 投資家が重視するレポーティング項目.....	77
3 非財務情報開示基準.....	79
4 SDGs債の発行に向けた課題と留意点.....	82
【補論】トランジション・ファイナンスと地方団体.....	85
【補論】サステナビリティ関連情報開示の現状について.....	89

第4節 グリーンローン.....	95
1 グリーンローンの動向.....	95
2 地方団体による調達事例.....	96
3 今後の利用拡大に向けて.....	98

第4章 デジタル証券について

第1節 デジタル証券の概要.....	101
1 デジタル証券の定義.....	101
2 デジタル証券のメリット.....	102
第2節 わが国における活用事例.....	103
1 国内での発行事例.....	103
2 社債セキュリティトークン.....	104
第3節 地方債での活用の可能性.....	107
1 現状整理	107
2 デジタル証券の活用に向けて.....	112

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書(概要)

テーマ：地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応

我が国地方債市場を取り巻く環境(第1章)

- ▶ 世界経済は、新型コロナウイルス感染症のパンデミックやロシアのウクライナ侵略の影響を受けた物価高騰の危機から持ち直しているが世界的に金融引締め長期化が見込まれる中で、先進国の一部において減速が見られる。金融資本市場の変動や物価上昇等による下振れリスクに留意。また、長期化の様相を見せるウクライナ侵略及び中東情勢や資源・穀物価格の動向、主要地域において予定される選挙など激化する地政学的分断の影響、中国での長期化する不動産不況の動向やその影響等の不確実性が極めて高いリスク要因の上振れないし下振れの可能性にも注意
- ▶ 日本経済は、雇用・所得環境が改善するもとで、引き続き持ち直していくことが期待されるが、海外景気の下振れが国内景気を下押しリスクとなっており、物価上昇、ウクライナ侵略、中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動等の影響に十分留意。また、日本銀行によるYCC政策の運用柔軟化も踏まえ、マイナス金利政策の解除を見込む動きから、長期ゾーンを中心に金利の変動率は上昇しやすい展開
- ▶ こうした中、令和6年度地方債計画額は約9.2兆円(前年度比▲0.3兆円)、市場公募資金の資金区分別割合は35.9%を見込む
- ▶ 地方財政の2024(令和6)年度財源不足額は約1.8兆円、2024(令和6)年度末の長期債務残高は179兆円となる見込み
- ▶ 地方債(証券)を保有する投資家は金融部門が引き続き最大。保有割合は銀行等において逡増、信金・信組、生命保険業態で逡減傾向

足許の調達・投融資の状況(第2章)

【足許の地方債市場の動向(第1節)】

- ▶ 2023(令和5)年度の市場公募債発行額は2023(令和5)年度当初に6.6兆円が計画されており、実績は共同債含め5.5兆円となった
- ▶ 10年債のうち共同発行市場公募地方債の対国債スプレッドは、高止まりする物価指標や堅調な雇用指標、金融不安の再燃を受けた米国金利の不透明さを意識しつつも、日本銀行による金融政策運営の修正もあり、イールドカーブの歪みの解消や金利上昇に伴う絶対値利回りへの好感を背景に旺盛な需要が集まったことで、カーブ+30bp(4月)からカーブ+9bp(10月)まで急速にタイト化し、以降横這いで推移

【全国型市場公募地方債(第2節)】

- ▶ 2023(令和5)年の発行計画では、①満期一括償還債の償還年限の短期化、②定時償還債の発行減少、③フレックス枠の再拡大を企図する地方団体が多く確認。引き続き不透明な金融環境の中で、金利のボラティリティの高まりによる超長期債や定時償還債の需給悪化を懸念しており、フレックス枠については、前年度に多くみられた中期債での活用を企図し、再拡大しているとみられる
- ▶ 投資家の、市場公募地方債への投資要因が①安全性、②流動性、③国債の代替、という構造に大きな変化なし
- ▶ 金利上昇による利回りの上昇により、特に満期一括償還債の投資残高について増加を図る投資家が多数確認されたものの、金利の先高観や日本銀行の大規模な金融緩和と政策の正常化の可能性を考慮し、投資年限は短期化を志向

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書(概要)

テーマ：地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応

足許の調達・投融資の状況(第2章)

【銀行等引受債(第3節)】

- 銀行等引受債と市場公募債のバランスを取りながら調達していくという地方団体の方針に変化は見られないが、銀行等引受債を最も有力な資金調達手段と位置付ける地方団体は減少傾向
- 発行形式は引き続き証書形式が中心。償還年限は直近5年間で短期化しており、特に超長期債の割合が減少傾向
- 指定金融機関においては引き続き採算改善に向けた動きが検討されているが、関係性に大きな影響は及ぼしていない

【住民参加型市場公募地方債(第4節)】

- 5年債が主流の住民参加債は、日銀によるマイナス金利政策の導入に伴い、5年国債金利がマイナス圏に沈んだことから、2006(平成18)年度の発行団体数124団体、発行額3,513億円から、2022(令和4)年度には発行団体数7団体、発行額182億円とピーク時の5%の水準
- 継続的に住民参加債の発行を取り組む数少ない団体では、住民参加債の基本的な観点である「住民の行財政への参画意識の高揚」や「住民への事業のPR」等を企図しつつ、SDGs債や金利水準の高い外貨建てで発行するなど、魅力向上策を伴った取組みが行われている。また、発行や引受が困難になっている理由として、地方団体、金融機関および証券会社いずれにおいても「募集残発生への懸念」が多く挙げられ、金利が大幅な低下局面に入って以降の状況認識に変化はみられない
- 足許では「住民の行財政への参画意識の高揚」に加え、需要喚起の大きな要素となっていた「金利」の水準が、欧米各国の中央銀行による急ピッチの利上げや日銀の政策修正等により上昇しており、その魅力を訴求できる水準に差し掛かりつつあると考えられる。また、共同発行形式による個人向けグリーンボンドや、募集金額全額をネット証券を通じて販売するなど新しい取組みも出現
- また、2024(令和6)年より新NISA制度が開始され、個人投資家における「貯蓄から投資へ」の関心は確実に高まっている。住民参加債を含め地方債は特定公社債として直接投資の対象となっていないものの、価格変動リスク等の高い株式や金融派生商品等と比較し、極めて安定した商品であり、満期保有を前提とした場合は元本棄損リスクのない金融商品であることから、個人投資家が投資を始めるに当たって馴染みやすい金融商品であり、魅力的な商品となることが考えられる。
- 地方団体においては、こうした金利環境や個人投資家の特性を踏まえつつ、他団体における住民参加債の発行再開・新たな取組等の動向を継続的に情報収集し、住民参加債発行への関心や発行機運を高め、個人投資家が中心となる資金調達チャネルを着実に確保していくことが望まれる。その際には、魅力的な商品設計と販売拡大に向けた取組みの実践が必要であり、過年度の対象事業も踏まえれば、特にSDGs債との親和性・類似性が高く、SDGsの取組みを広くPRしていきたいと考える地方団体にとっては、住民参加債は有効なツールとなることが期待される。

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書(概要)

テーマ： 地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応

サステナブルファイナンスをめぐる環境の変化(第3章)

【国内外のSDGs債の動向(第1節)】

- ▶ 債券市場の復調や、政府機関等によるグリーンボンド発行拡大を背景に、国内外のSDGs債市場は再拡大
- ▶ 地方債市場においても、引き続き発行団体数、発行額ともに顕著に増加しており、発行実績の蓄積が市場全体の拡大を後押ししている状況。グリーンiumも2023年初の水準を維持しつつ、ラベルを問わず中長期のSDGs債で継続的に確認

【地方債市場におけるSDGs債の動向(第2節)】

- ▶ ソーシャル事業が資金使途となることから、特にサステナビリティボンドの検討を行う地方団体が足許増加傾向
- ▶ 地方団体がSDGs債を発行するにあたり課題となっていることは、ロットの確保や資料作成等にかかる業務負担、第三者評価取得費用。SDGs債に対する地方債市場のニーズやこうした地方団体が抱える課題の解消等の観点から、共同発行形式でのグリーンボンドの発行が開始され、初年度となる2023(令和5)年度には42団体が参加し、第1回債(11月)は500億円、第2回債(3月)は564億円が発行された
- ▶ 投資家がESG投資を行う上では、「ネガティブ・スクリーニング」と「サステナブル・テーマ投資」が多く選択され、グローバルベースで中心的な「エンゲージメント」を選択する社は限られた。SDGs地方債への投資にあたっては、充当候補事業やフレームワークに対するセカンドオピニオンを特に重視しており、日銀の気候変動オペにおいて説明責任が課されていることが要因と推察。また、通常債との金利差(グリーンium)も併せて注視しており、投資により得られるメリットと金銭的なデメリットを比較しつつ投資を行っている状況が伺える

【SDGs債における適切な情報開示(第3節)】

- ▶ グリーンボンドを中心にレポート実績が増加。主に戦略や具体的な環境改善効果(KPI)に重きを置き開示しているものの、KPIについては事業完工前の想定数値で行わざるを得ない場合があることや、発行団体間で統一性がないことが指摘
- ▶ 投資家は、地方団体のレポートにおいて気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)の提言で示された4項目を特に重視。非財務情報開示の要求水準の高まりについては、SDGs債への継続的な投資判断を行ううえで好感されているものの、対応不十分な発行体への投資に消極的となる懸念
- ▶ SDGs債の発行にあたっては、自団体がSDGs債を発行する意義を改めて確認し、最新の原則に対応した非財務情報開示を行う必要がある。それぞれの投資家が求める情報内容の質やボリューム等に差異がある状況が想定されるため、SDGs達成に向けた取組みがグローバルベースで行われている点に留意しつつ、先行する他団体の様々な起債の取組み、情報開示内容の実際等について、可能な限り情報収集・共有を図り続けることが重要
- ▶ そのうえで、起債に際しては、それぞれの投資家の提供情報に対する満足度を高めるため、対話を重視したIR活動などを通じ、投資家と密にコミュニケーションを図ることが望まれる。自団体の取組みをよりアピールする観点からは、国際的なイニシアチブなど全セクターを横断的に統一的な比較ができる指標を示すことは、投資家とのエンゲージメントに役に立つと考えられる

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書(概要)

テーマ： 地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応

サステナブルファイナンスをめぐる環境の変化(第3章)

【グリーンローン(第4節)】

- ▶ わが国におけるグリーンローンの借入金額・件数は、2022年に急増し、2023年も増加が継続している。
- ▶ 地方団体では、滋賀県守山市と栃木県那須塩原市、千葉県が調達を実施。現時点では、具体的な検討を行っている団体は限られるが、地方団体が気候変動対応を進めるなかで、潜在的なニーズは一定程度あると考えられる。特に、市場公募形式でのSDGs債発行が困難な非公募団体やその他市区町村においては活用余地が大きいと考えられ、このような団体が気候変動対応を進めていくためにも、グリーンローンを推進していくことが必要である。
- ▶ 今後の利用拡大に向けては、グリーンファイナンス固有の事務負担軽減が重要であり、そのためには①グリーン共同債の事例の活用、②金融機関による取組みの拡大が有効であると考えられる。
- ▶ ①については、グリーンボンドとグリーンローンは、対象となる事業の範囲やフレームワークを策定し外部評価を取得することなど重要な要素が共通しており、グリーン共同債の枠組みを参考にすることができる。②については、SDGs債は、フレームワークの策定等について証券会社等から支援を受けて発行するケースが多く、グリーンローンについても、貸付を行う金融機関が同様の支援を行うことが効果的であると考えられる。この点について、委員会では、地域銀行などの金融機関が地方団体へのグリーンローンに積極的に取り組んでいく意向も確認できたところであり、今後の取組みを期待したい。

令和5年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書(概要)

テーマ： 地方債市場におけるESG投資、デジタル証券化等の環境変化への対応

デジタル証券について(第4章)

【デジタル証券の概要(第1節)】

- ▶ デジタル証券（セキュリティトークン）は、株式や債券、投資信託などを、ブロックチェーン技術を使い、証券保管振替機構（ほふり）のシステムを利用せずに電子的に発行、管理する有価証券。2020年5月に施行された改正金融商品取引法等により、法律上の取扱いが明確化され、債券のデジタル証券には通常の振替債と同様の規制が課されている。
- ▶ デジタル証券のメリットとしては、①効率性、②改ざん不可、③小口化、④自動化、⑤投資家とのダイレクトなつながり、⑥非金銭リターンの付与、といった点が一般的に挙げられる。

【わが国における活用事例(第2節)】

- ▶ わが国においては、金融商品取引法上の扱いが明確化されて以降、デジタル証券の発行が徐々に拡大している。発行事例としては、不動産を裏付け資産とした受益証券発行信託の発行が最も多く、債券としては、投資家とのダイレクトなつながりなど、デジタル証券のメリットを活かした社債の発行が行われている。

【地方債での活用について(第3節)】

- ▶ 地方債については、現行法令において、振替債を除くほか、証券発行の方法による地方債で券面不発行のものは想定されておらず、発行実績は存在しない。
- ▶ もっとも、資金調達手段の多様化などのメリットに期待して、一部の地方団体は、デジタル証券による地方債の発行に関心を示している。市場環境が変化した場合であっても安定的な資金調達を継続するために、調達方法や調達先の多様化は非常に重要であり、地方団体はこれまでも多様化の取組みを進めてきた。社債における動きを踏まえると、デジタル証券についても、その一手法としての活用が考えられることから、デジタル証券による発行が可能となるように検討を行うべきである。
- ▶ 地方債での活用について、委員会では、地域の特産品を非金銭リターンとして付与するなど、デジタル証券の特徴を活かした個人向け商品が例として挙げられた。デジタル証券という新規性のある商品にオンライン販売などを組み合わせることで、個人向け地方債の購入層を広げることができるのではないかと。また、SDGs債の新商品としての活用も考えられる。
- ▶ 一方で、発行に際しては、情報セキュリティリスクなどへの丁寧な対応が求められる。この点、委員会においては、社債では、金融機関のみが参加する「プライベート型/コンソーシアム型」のブロックチェーンが利用されており、情報セキュリティのレベルは非常に高い、との指摘がなされた。地方債においても、こうした他分野の事例を参考にしつつ、適切に対応していくことが求められる。また、発行コストや対応できる金融機関が限定されることなど課題も存在しており、活用にあたっては、自団体の状況を考慮して慎重に検討を行うことが必要。
- ▶ もっとも、デジタル証券を調達手段の選択肢の一つとすることは、地方団体の資金調達の安定化に寄与するものであるほか、将来的に債券市場全体としてデジタル証券の発行が増加すれば、発行コストの低減などが進み、幅広い団体に利用が広がることも考えられる。そのため、デジタル証券の発行が可能となるよう、必要な対応の検討を進めていくことが求められる。

調査研究テーマの趣旨

SDGs や脱炭素への関心は、2006(平成 18)年の責任投資原則 (PRI) において、投資意思決定プロセスの観点の一つとしてESGが組み込まれたことを契機に、急速に拡大している。グリーンボンド原則等のガイドラインも整備され、国際機関が中心であったグリーンボンドの発行体は、政府や一般企業、金融機関にも裾野を広げており、本邦の地方団体においても、2017(平成 29)年の東京都によるグリーンボンド起債を契機として、グリーンボンドを中心にSDGs 債の起債が大きく増加している。

他方、デジタル技術の進展に加え、新型コロナウイルス感染症の影響により、デジタル化についても加速的に進んでいる。とりわけ金融市場では、分散型台帳技術を基盤とした有価証券の性質を持つ電子的なトークン(セキュリティトークン)による、新たな資金調達の試みが事業会社において先行して行われており、将来的に地方債市場へ波及してくることが推測される。

このような急速な環境変化の中でも、地方団体は安定した財源確保へ向けた主体性が求められることから、資金調達や起債運営等に関して普段から様々な検討を行っておくことが重要であると考えられる。こうした考えのもと、本年度の調査研究委員会では、足許の地方債市場を取り巻く環境の変化について調査を行った。特に「グリーンウォッシュ」を懸念した規制・ルール強化の動向や、グリーン以外のラベル債、グリーンローン等の広がりについて調査・分析を行った(3章)。また、デジタル証券形式での地方債の起債の可能性について関係法令の改正や地方団体の起債体制、投資家ニーズ等の調査・検討を行いつつ(4章)、金利水準が上昇した場合や、デジタル化が波及した際に「小口化」ニーズに対応した資金調達手法として想定される、住民参加型市場公募地方債についても調査・分析や検討を行い(2章3節)、地方団体の起債運営上の実務的な課題等を整理のうえ、提言等を行った。

委員会開催状況

【第1回委員会】

2023(令和5)年7月24日(月)開催

調査研究テーマ(案)、運営スケジュール、調査の進め方に関する説明

地方債の最近の動向等について

各説明・報告についての質疑

【第2回委員会】

2023(令和5)年10月27日(金)開催

事例報告

アンケート調査結果概要の報告

【第3回委員会】

2023(令和5)年11月30日(木)開催

事例報告

今後の進め方についての説明と質疑

【第4回委員会】

2024(令和6)年1月30日(火)開催

調査研究委員会報告書(案)の説明と質疑

来年度のテーマについての意見交換

第1章 我が国地方債市場を取り巻く環境

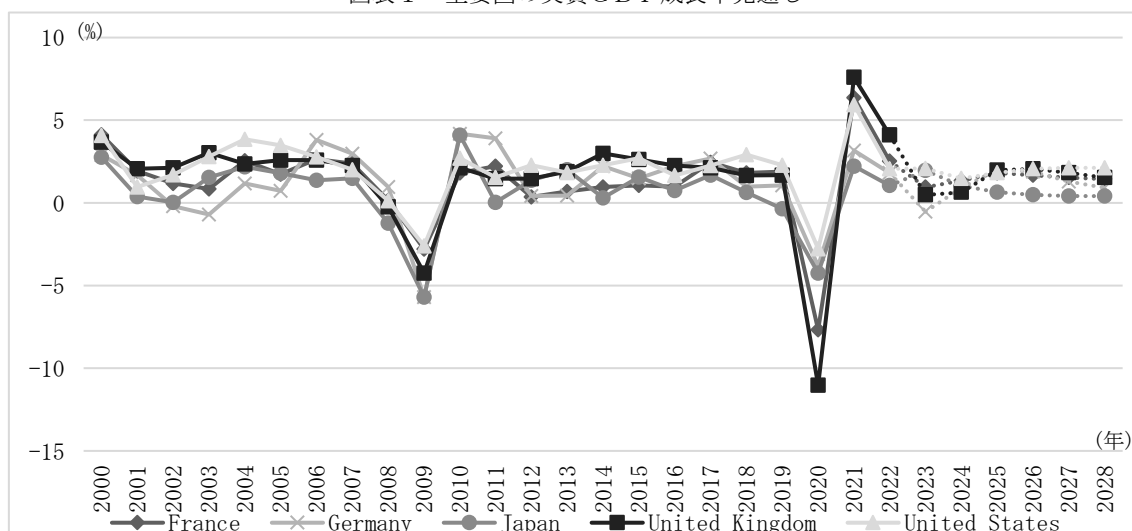
第1節 世界と日本の経済・金融市場等の状況¹

1 世界の経済・金融市場等の状況

世界経済は、新型コロナウイルス感染症(以下、「感染症」という)のパンデミックやロシアのウクライナ侵略の影響を受けた物価高騰の危機から回復傾向をたどり、総じてみれば持ち直しているが、欧米を中心とした政策金利の高止まりや、労働需要の逼迫、根強い物価上昇圧力による不確実性が高まるもとで、先進国の一部において減速が見られる。感染症の影響により、2020(令和2)年の年央にかけて大きく落ち込んだ主要国の実質GDPは、主要国の大規模な財政・金融政策の効果やパンデミック後の経済活動再開を見越したサービス需要の回復などを背景に持ち直しの傾向を辿り、その後は、世界的なインフレ圧力を受けた各国中央銀行の金融引締め強化により回復ペースは鈍化しつつも、概ね底堅く推移している(図表1)。

世界経済の先行きについては、中国の景気減速や欧米の政策金利高止まりの影響で減速が懸念される米国経済を中心に緩やかな持ち直しの動きが続くことが期待されるが、世界的な金融引締めの長期化が見込まれる中で金融資本市場の変動や物価上昇等による下振れリスクの高まりに留意する必要がある。さらに、長期化の様相を見せるウクライナ侵略及び中東情勢や資源・穀物価格の動向、主要地域において予定される選挙など激化する地政学的分断の影響、中国での長期化する不動産不況の動向やその影響など、不確実性が極めて高いリスク要因の上振れないし下振れの可能性にも注意が必要である(図表2)。

図表1 主要国の実質GDP成長率見通し



(出所) IMF World Economic Outlook Database (October 2023) より地方債協会作成

¹ 特に断りのない限り、内閣府「月例経済報告」(2024(令和6)年2月21日公表)、日本銀行「経済・物価情勢の展望」(2024(令和6)年1月24日公表)等より。

(1) 米国経済

米国では、金融引締めの中でも底堅い雇用・所得環境に支えられ、堅調に推移している。2023(令和5)年10-12月期のGDP成長率(第1次推計値)は、個人消費が増加したことなどから、前期比年率3.3%増となった。先行きについては、既往金融政策の影響により企業の資金調達環境が悪化し、景気中立的な財政政策へ転換がなされるもとでも、構造的な人手不足による根強い労働需給の逼迫と産業政策に後押しされた供給制約の緩和による財価格の安定化により、ソフトランディング²が見込まれる。ただし、すでにFRBは中立金利を大きく超える水準まで利上げを行っており、中東情勢の混乱など地政学的リスクの高まりによるインフレの再燃や商業用不動産市況の更なる悪化により金融不安が再燃した場合には、長期間かつ高水準の政策金利維持を迫られることとなり、景気の下振れリスクが高まることが考えられる。

2023(令和5)年の米国10年国債利回りは、金融不安が懸念されつつも、堅調な景気と金融引締めの長期化観測や国債需給の悪化により、一時4.99%まで大きく上昇した。金融政策については、FOMCは、2023(令和5)年6月の会合において、2022(令和4)年1月会合以来11会合ぶりに利上げを見送った。同年7月には0.25ポイントの追加利上げを実施し、政策金利の誘導目標水準を5.00%から5.25%の範囲とし、その後は物価上昇ペースの一服と景気下押し懸念の高まりを背景に、3会合連続で政策金利の据置きがなされた。12月の会合において、金融引締めからの転換が示唆されると、10年国債利回りは3.8%台まで低下したものの、労働市場の堅調さが改めて確認され早期利下げ観測が後退したことから、金利は4%台へと上昇に転じている。

(2) ヨーロッパ経済

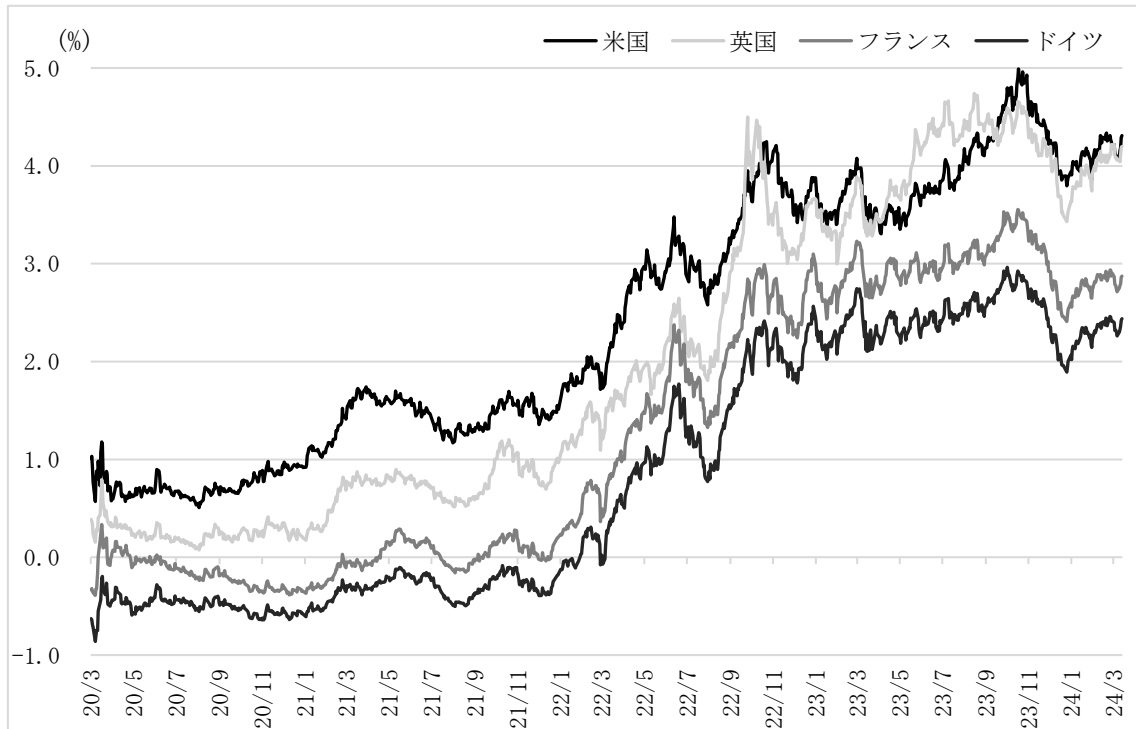
ヨーロッパ地域では、ユーロ圏の景気は、物価高や金融引締めの影響で内需が低迷し、弱含んでいる。高止まりしている物価上昇率が消費を下押ししており、金融引締め政策の長期化やウクライナ侵略及び中東情勢に起因するエネルギー制約の影響等による更なる下振れリスクに留意する必要がある。英国においても、物価高による個人消費の低迷や金融引締めの影響により景気は弱含んでおり、先行きについても弱さが見込まれる。

ユーロ圏の2023(令和5)年10-12月期のGDP成長率は、前期比年率0.0%増(前年比年率0.2%増)となった。また英国では、2023(令和5)年10-12月期のGDP成長率は、前期比年率0.3%減(前年比年率1.4%減)となった。

金融政策については、欧州中央銀行(ECB)は、2023(令和5)年10月の理事会で、2022(令和4)年6月以来11会合ぶりに政策金利を据え置き、4.50%とすることを決定した。また、イングランド銀行(BOE)もこれに先立ち、9月の金融政策委員会で、2021(令和3)年11月以来15会合ぶりに政策金利を据え置き、5.25%とすることを決定した。その後、ECB、BOEともに、根強い賃金上昇圧力やサービス価格インフレに対する既往の金融引締めの影響を見極めることとし、連続で政策金利の据え置きが決定されている。

² 飛行機が緩やかに降下し着陸する様子から、主に景気が過熱しているときに、急激な景気後退や混乱を招くことなく、緩やかに減速させて安定成長へと移行させることを指す。

図表2 米国・英国・フランス・ドイツの10年国債利回り



(出所) QUICKデータより地方債協会作成

(3) 中国経済

中国では、「ゼロコロナ」政策が終了し経済活動が正常化するも、不動産市況の悪化が長期にわたり継続していることにより、持ち直しの動きに足踏みがみられる。先行きについては、各種政策の効果もあり、持ち直しに向かうことが期待されるが、不動産市場の動向や輸出の低迷、米欧を中心とする規制強化の影響等を注視する必要がある。2023(令和5)年10-12月期のGDP成長率については、前年同期比5.2%増となったものの、先行きの経済成長については、厳しい雇用環境や不動産市場の調整がもたらす金融不安がくすぶるなか、関係性を維持しつつもリスク低減を図る米欧の対中政策の影響等による直接投資の下振れにより、成長ペースの鈍化が見込まれる。こうした事態を受け、中国政府は新規国債発行のほか、地方債の前倒し発行を可能とするなど財政出動を後押ししている。

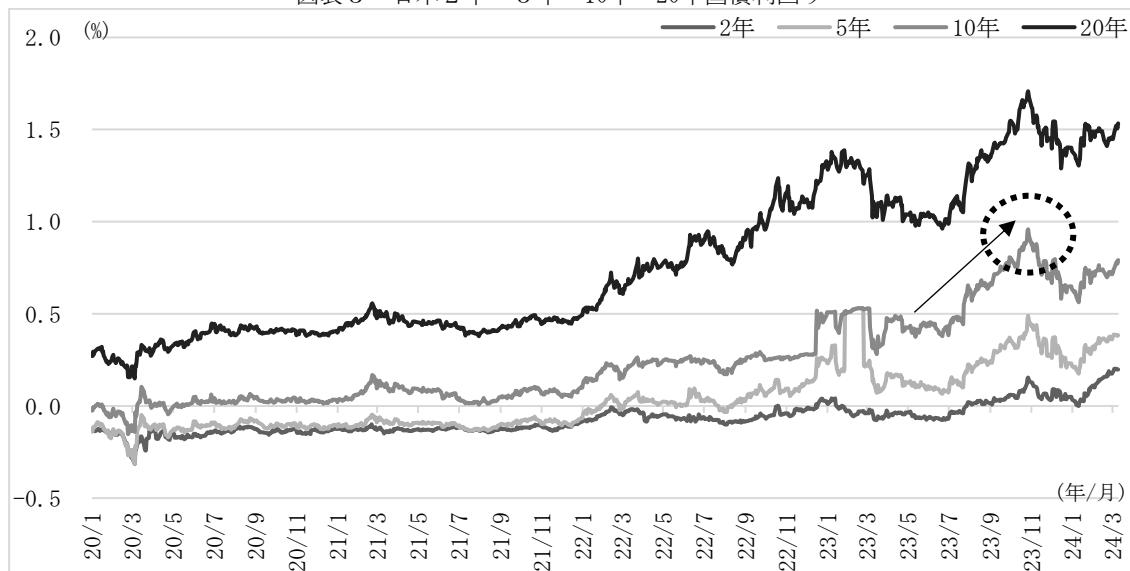
2 日本の経済・金融市場等の状況

日本経済は、世界的な金融引締めに伴う影響や中国経済の先行き懸念など、海外景気の下振れが我が国の景気を下押しするリスクを伴いつつも、雇用・所得環境が改善するもとの、各種政策の効果もあって緩やかな回復が続いている。一方で、2023(令和5)年10-12月期の実質GDP成長率(季節調整済、1次速報値)は、個人消費の減少により前期比年率で実質0.1%減(前期比年率0.4%減)となるなど、足許では弱さが見られており、先行きについても、物価上昇、ウクライナ侵略及び中東地域をめぐる情勢、金融資本市場の変動等の影響に十分注意する必要がある。

金融政策については、日本銀行は、2023(令和5)年7月27~28日の金融政策決定会合において、長短金利操作のうち長期金利(10年物国債利回り)について、「ゼロ%程度」という目標水準は据え置いたものの、変動幅を従来の「±0.5%程度」から「±0.5%程度を目途」に拡大し、連続指値オペの利回り水準を0.5%から1.0%に引き上げた。また、同年10月30~31日の金融政策決定会合において、連続指値オペは金利実勢を踏まえた機動的な運営に見直し、水準としていた1.0%を「目途」とすることで、長期金利の水準が1.0%を超えることも許容する方針とした。10年物国債金利は、同年10月31日に一時0.955%を付けるなど長期ゾーンを中心に金利の変動率が大きく上昇したものの、同年12月18~19日の金融政策決定会合において、大規模な金融緩和策の維持が決まったことを受け、マイナス金利政策の早期解除観測の後退から、0.6%台へと下落した。2024(令和6)年1月23~24日の金融政策決定会合にて政策転換の前提となる物価安定目標の実現確度が徐々に高まっているとのスタンスが示されると、早期の金融政策修正観測が一段と強まったことで、0.7%台に上昇して推移している(図表3)。

なお、日本銀行は、同年3月18~19日の金融政策決定会合において、持続的・安定的な物価上昇の目標達成が見通せると判断し、マイナス金利政策の解除ならびにYCCなど大規模な金融緩和の枠組みの終了に踏み切った。

図表3 日本2年・5年・10年・20年国債利回り



(出所) 財務省「国債金利情報」より地方債協会作成

第2節 地方債市場の動向

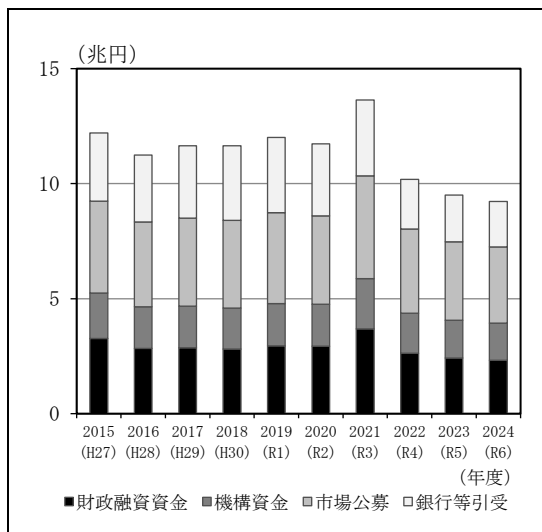
1 地方債計画の推移

令和6年度地方債計画は、引き続き厳しい地方財政の状況の下で、地方財源の不足に対処するための措置を講じ、また、地方団体が緊急的に実施する防災・減災対策、公共施設等の適正管理及び脱炭素化並びに地域の活性化への取組み等を着実に推進できるよう、所要の地方債資金の確保を図ることとするとともに、東日本大震災に関連する事業を円滑に推進できるよう、所要額についてその全額を公的資金で確保を図ることとして策定された。

通常収支分と東日本大震災分を合計した規模は9兆2,191億円（前年度比▲2,803億円）となっている（図表4）。通常収支分のうち、臨時財政対策債の発行については、地方財政の健全化の推進から前年度比▲5,402億円と抑制され、制度創設以来最も低い発行額となったが、引き続き地方財源の不足に対処するため4,544億円を計上している。

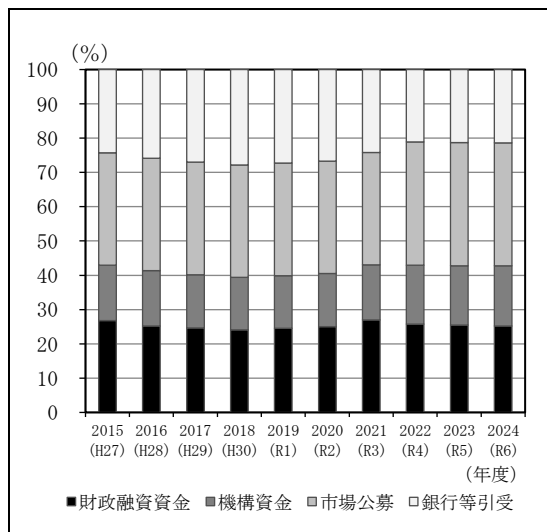
また、資金別構成比を見ると、公的資金が42.8%（財政融資資金25.2%、地方団体金融機構資金17.5%）、民間等資金が57.2%（市場公募資金35.9%、銀行等引受資金21.3%）となっている。なお、2011（平成23）年度以降、市場公募資金が最も高い比率を占めており、2023（令和5）年度は前年度同様に過去最高の比率となった（図表5）。

図表4 地方債計画額(当初計画)の推移(資金別)



(出所) 総務省「地方債計画」より地方債協会作成

図表5 地方債計画額(当初計画)における資金別構成比の推移



(出所) 総務省「地方債計画」より地方債協会作成

2 国債・地方債の発行残高の推移

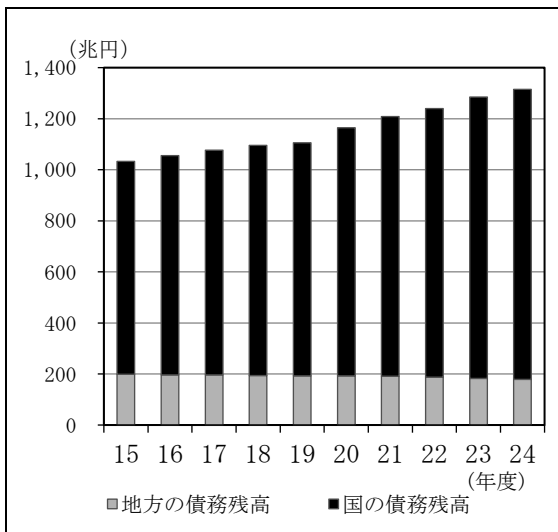
国の予算は、歴史的な転換点の中、時代の変化に応じた先送りできない課題に挑戦し、変化の流れを掴み取るものとされた。あわせて、「経済財政運営と改革の基本方針2023」（令和5年6月16日閣議決定）における令和6年度予算編成に向けた考え方に基づいて、持続可能な成長の実現に向けた経済構造の強化を進め、「構造的賃上げの実現」「官民連携による投資の拡大」「少子化対策・こども政策の抜本的強化」「防衛力の抜本的強化」といった重要政策課題に必要な予算措置を講ずる観点から編成された。こうした結果、2024(令和6)年度予算案の一般会計総額は、当初案としては112兆円台となっている。一方で、2024(令和6)年度における国債の新規発行額は、2023(令和5)年度当初予算と概ね横ばいの、35.5兆円となった。普通国債残高は、2024(令和6)年度末には1,105兆円に上る見込みである。

地方財政においては、2023(令和5)年度の財源不足額は、約1.8兆円となる見込みである。「こども未来戦略」に掲げる「こども・子育て支援加速プラン」を踏まえたこども・子育て支援や定額減税、給与改定・会計年度任用職員への勤勉手当支給に向けた財源確保、地域の脱炭素化推進によるグリーン社会の実現、地域の人への投資（リスキリング）の推進、地方への新たな人の流れの拡大等による地方創生の推進、防災・減災、国土強靱化を始めとする安全・安心なくらしの実現など、地方団体が活力ある地域社会の実現等に取り組むことができるよう、地方交付税総額について前年度を約0.3兆円上回る18.7兆円を確保した。地方の借入金残高は依然高水準で推移するものの、2024(令和6)年度末は約179兆円と前年度比4兆円程度減少する見込みである。

また、国及び地方の長期債務残高は2024(令和6)年度末には約1,315兆円に達するものと見込まれており、対GDP比で214%程度となる見込みである(図表6)。

なお、国際通貨基金(IMF)による2023(令和5)年末における一般政府ベースの債務残高対GDP比の国際比較では、255.2%となる見込みである。当該IMFの基準はSNA(System of National Accounts：国際比較に資するため、世界共通の基準に基づいて行われた集計値)ベースで作られており、「国・地方の長期債務残高」に加え、国庫短期証券や社会保障基金債務等を合計した数値となっている(図表7)。

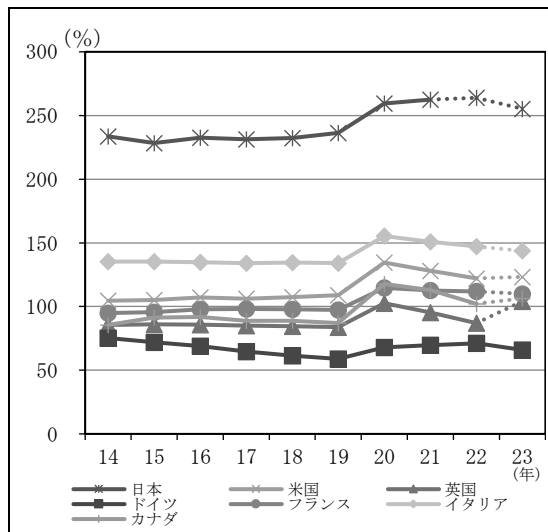
図表6 国及び地方の長期債務残高の推移



(出所) 財務省「我が国の財政事情」より地方債協作成

(注) 2023(令和5)年度以降は実績見込み

図表7 債務残高の国際比較(対GDP)



(出所) 財務省「我が国の財政事情」より地方債協作成

(注) IMF World Economic Outlook Database(2023年10月)によるもので、数値は一般政府ベース。日本は2022年及び2023年、それ以外の国々は2023年が推計値。

3 全国型市場公募地方債の状況

市場公募地方債の発行額は、2023(令和5)年度は5兆5,008億円であった(外貨建て債を除く)。なお、地方債資金の市場公募化の推進に伴い、2023(令和5)年度には新たに石川県が市場公募団体となり、2023(令和5)年度現在の市場公募団体は61団体である(図表8)。

図表8 全国型市場公募地方債発行団体の推移

年度	団体数	新規公募化団体
1952(昭和27)年度	8	東京都、大阪府、兵庫県、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市
1973(昭和48)年度	18	北海道、神奈川県、静岡県、愛知県、広島県、福岡県、札幌市、川崎市、北九州市、福岡市
1975(昭和50)年度	22	宮城県、埼玉県、千葉県、京都府
1982(昭和57)年度	23	広島市
1989(平成元)年度	27	茨城県、新潟県、長野県、仙台市
1994(平成6)年度	28	千葉市
2003(平成15)年度	29	さいたま市
2004(平成16)年度	33	福島県、群馬県、岐阜県、熊本県
2005(平成17)年度	35	鹿児島県、静岡市
2006(平成18)年度	38	島根県、大分県、堺市
2007(平成19)年度	42	山梨県、岡山県、新潟市、浜松市
2008(平成20)年度	44	栃木県、徳島県
2009(平成21)年度	47	福井県、奈良県、岡山市
2010(平成22)年度	49	三重県、相模原市
2011(平成23)年度	51	滋賀県、長崎県
2012(平成24)年度	52	熊本市
2013(平成25)年度	54	高知県、佐賀県
2015(平成27)年度	55	秋田県
2019(令和元)年度	56	宮崎県
2020(令和2)年度	58	和歌山県、鳥取県
2021(令和3)年度	59	富山県
2022(令和4)年度	60	岩手県
2023(令和5)年度	61	石川県

(出所) 地方債協会作成

2023(令和5)年度の償還年限別の市場公募債発行額の内訳は、10年債3兆2,799億円(59.6%)、2年債150億円(0.3%)、5年債1兆5,634億円(28.4%)、超長期債6,425億円(11.7%)となった(図表9-1、9-2)。2024(令和6)年度の市場公募債の発行予定額(借換分を含む)は、令和6年度地方債計画によると、臨時財政対策債の減少が見込まれることから、6.0兆円程度(前年度当初計画比▲0.3兆円程度)を見込む。内訳は、10年債3.2兆円程度(うち共同発行分1.2兆円程度、個別発行分2.0兆円程度)、中期債0.9兆円程度、超長期債0.4兆円程度、フレックス分1.5兆円程度である。

なお、市場公募地方債の発行額の動向等については、第2章第1節にて概観する。

図表 9-1 年限別発行額(含借換債)の推移

(単位：億円)

年度	全国型市場公募地方債															合計
	10年債			1年債	2年債	3年債	5年債	6年債	7年債	超長期債						
	個別発行	共同発行	グリーン共同発行	共同発行						12年債	15年債	18年債	20年債	25年債	30年債	
08	26,550	12,300				750	11,580						7,780		1,850	60,810
09	32,100	13,900			280	800	14,080						8,260		1,700	71,120
10	31,250	16,200			200	700	14,920		500		400		6,590		1,620	72,380
11	26,180	15,360			500	200	13,260		300		1,200		6,090		1,400	64,490
12	26,160	15,150			700		12,300	300	600	280	1,270		6,060		920	63,740
13	28,730	15,170			900	450	12,580	200	810	370	1,420		6,300		1,900	68,830
14	26,930	14,740			900	260	12,120		700	200	2,240	150	7,690		1,800	67,730
15	27,100	14,210			600		11,710		600	120	1,400		8,000		2,590	66,330
16	25,790	12,040					10,100				500		8,870	150	4,770	62,220
17	22,410	12,060					10,600				600		10,350	150	4,760	60,930
18	23,480	12,070					10,740				800		10,370	200	5,350	63,010
19	23,730	12,370					11,680				300		10,170	450	5,750	64,450
20	27,380	12,060					13,560				650		10,750	300	5,150	69,850
21	26,480	13,750		343			14,300				600		11,720	200	4,950	72,343
22	20,365	12,000				200	13,775				90		6,919		1,839	55,188
23	20,905	10,830	1,064		150		15,634				150		5,615		660	55,008

図表 9-2 年限別発行団体数(含借換債)の推移

(団体数)

年度	全国型市場公募地方債															合計
	10年債			1年債	2年債	3年債	5年債	6年債	7年債	超長期債						
	個別発行	共同発行	グリーン共同発行	共同発行						12年債	15年債	18年債	20年債	25年債	30年債	
08	37	30				2	25						19		10	44
09	39	33			1	2	27						20		9	47
10	43	35			1	4	31		1		1		22		11	49
11	45	35			2	2	32		2		6		22		10	51
12	46	36			2		33	2	4	1	5		24		6	52
13	49	36			1	2	32	2	6	2	6		23		8	54
14	48	36			1	2	32		4	1	10	1	23		10	54
15	50	36			1		32		3	1	7		24		13	55
16	50	36					31				4		26	1	22	55
17	50	36					33				5		34	1	23	55
18	50	36					33				3		36	1	23	55
19	51	36					35				2		36	2	21	56
20	53	36					35				2		37	2	21	58
21	53	37		9			35				3		37	1	23	59
22	54	37				1	36				1		35		14	60
23	54	37	42		1		41				1		32		7	61

(出所) 地方債協会作成

(注) 東京グローバル都債(外債)及び外債建て国内債は、除いている。

4 共同発行市場公募地方債の状況

2003(平成15)年4月から27団体で発行が開始された共同発行市場公募地方債(以下、「共同発行債」という)は、発行から21年を迎えた。2023(令和5)年度において、参加団体は市場公募団体61団体のうち37団体、その発行額は1兆830億円となっており、参加団体推移は以下の図表のとおりである(図表10)。

近年、発行額が減少傾向にある主な要因としては、市場公募債の発行総額そのものが減少傾向であったこと、個別団体によっては年限の多様化・資金調達手法の多様化等に取り組んでいることに加え、後述のグリーン共同発行市場公募地方債(以下、「グリーン共同債」という)の発行が本年度より行われる予定であったことから、共同発行債の持寄額を減少させていることが挙げられる。2024(令和6)年度も引き続き、地方財政の健全化による臨時財政対策債の抑制等により、地方債全体の発行額が減少する見込みであり、2023(令和5)年度対比、共同発行債の発行額も横這いから微減が見込まれているが、基幹年限である10年債におけるプレゼンスは変わらず高く、今後も地方債市場におけるベンチマーク債としての役割が期待される。

図表10 共同発行市場公募地方債発行団体数の推移

年度	団体数	発行額(億円)	新規参加団体	脱退団体
2003(H15)	27	8,470	北海道、宮城県、茨城県、埼玉県、千葉県、神奈川県、新潟県、長野県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、広島県、福岡県、札幌市、仙台市、千葉市、川崎市、横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市、広島市、北九州市、福岡市	
2004(H16)	27	12,430		
2005(H17)	27	13,080		
2006(H18)	29	13,240	熊本県、鹿児島県	
2007(H19)	28	12,140	大分県、静岡県	福岡県、横浜市、名古屋市
2008(H20)	30	12,300	岐阜県、新潟市	
2009(H21)	33	13,900	福島県、岡山県、徳島県	
2010(H22)	35	16,200	三重県、奈良県	
2011(H23)	35	15,360		
2012(H24)	36	15,150	福井県	
2013(H25)	36	15,170		
2014(H26)	36	14,740		
2015(H27)	36	14,210		
2016(H28)	36	12,040		
2017(H29)	36	12,060		
2018(H30)	36	12,070		
2019(R元)	36	12,370		
2020(R2)	36	12,060		
2021(R3)	37	13,750	浜松市	
2022(R4)	37	12,000		
2023(R5)	37	10,830		

(出所) 地方債協会作成

また、2023(令和5)年度には、地方団体における持続可能な社会の実現に向けた取組推進の観点に加えて、地方債市場におけるグリーンボンド等のSDGs債³への需要増加を背景に、安定的な資金調達の見地における重要性の高まりを踏まえ、初めて共同発行形式により10年債のグリーンボンドが発行された(図表11)。

なお、グリーン共同債の概要については第3章第2節において詳しく述べる。

図表11 グリーン共同発行市場公募地方債の概要

年度	団体数	発行額(億円)	参加団体
2023(R5)	42	1,064	北海道、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、埼玉県、千葉県、新潟県、富山県、福井県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県、島根県、岡山県、広島県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、鹿児島県、札幌市、仙台市、さいたま市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、浜松市、京都市、堺市、岡山市、広島市、北九州市、福岡市

(出所) 地方債協会作成

グリーン共同債は2024(令和6)年度においても発行する予定であり、2024(令和6)年度の共同発行債の発行額(グリーンボンドの共同発行分を含む)は、1兆2,000億円程度と見込まれている。

³ 調達資金が、環境改善効果をもたらすことを目的としたプロジェクトに充当される債券をグリーンボンド、社会課題解決に貢献する事業に充当される債券をソーシャルボンド、そしてその両方の性格を有する事業、あるいは両方の事業に充当される債券をサステナビリティボンドと呼ぶ。現在、上記3つのラベルに加え、資金使途は限定されないものの、将来の発行体のサステナビリティ目標の達成状況に連動するサステナビリティ・リンク・ボンド、二酸化炭素排出量の観点からグリーンボンドの発行基準を満たさないものの、低炭素社会へ移行するための事業に充当されるトランジションボンドを合わせた合計5つのラベル債が発行されている。一般には、ICMA(The International Capital Market Association: 国際資本市場協会)が策定したグリーンボンド原則等に適合していることを第三者が評価するプロセスを経てグリーンボンド等と認識されている。日本においては、環境省がグリーンボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、金融庁がソーシャルボンドのガイドラインを公表しており、経済産業省がトランジション・ファイナンスへの取組みを推進している。これらの債券の総称に関するコンセンサスはない(令和3年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書71頁)が、本書では総称して「SDGs債」とする。

5 住民参加型市場公募地方債の状況

住民参加型市場公募地方債（以下、「住民参加債」という）の発行額は2006（平成18）年度の3,513億円をピークに減少傾向にある。特に2016（平成28）年度以降は低金利環境となり、個人投資家需要の減退から発行を見送った団体が多かったが、2023（令和5）年度発行額は、前年度に引き続きESGをテーマとした個人向け地方債の起債が増加したことから272億円となっている（図表12）。また、兵庫県並びに県下14市町村において、「ひょうごグリーン県民債」として、2016（平成28）年以来7年ぶりとなる共同発行形式での起債も行われた。2024（令和6）年度は、225億円程度の発行規模となることが見込まれている。

図表12 住民参加型市場公募債の団体区分別発行状況

（単位：億円）

年度	都道府県		政令指定都市		市区町村		合計	
	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額
2001 (H13)	1	10					1	10
2002 (H14)	17	1,420	5	140	12	76	34	1,636
2003 (H15)	30	2,195	9	310	40	178	79	2,682
2004 (H16)	31	2,697	8	360	55	220	94	3,276
2005 (H17)	32	2,769	8	380	66	297	106	3,445
2006 (H18)	31	2,428	10	728	83	358	124	3,513
2007 (H19)	27	2,012	11	742	85	329	123	3,083
2008 (H20)	25	1,678	12	710	65	262	102	2,650
2009 (H21)	21	1,550	11	704	56	234	88	2,488
2010 (H22)	22	1,491	12	714	57	236	91	2,441
2011 (H23)	17	1,380	12	554	51	203	80	2,137
2012 (H24)	18	1,331	11	523	49	175	78	2,028
2013 (H25)	17	1,217	11	509	47	138	75	1,864
2014 (H26)	15	1,067	11	539	40	140	66	1,746
2015 (H27)	16	980	9	394	36	110	61	1,486
2016 (H28)	6	271	3	30	23	72	32	373
2017 (H29)	2	110	2	25	9	47	13	182
2018 (H30)	4	140	2	25	7	44	13	209
2019 (R元)	1	100	2	25	5	28	8	153
2020 (R2)	2	115	1	20	4	28	7	163
2021 (R3)	2	115	2	25	2	16	6	156
2022 (R4)	3	120	3	50	1	12	7	182
2023 (R5)	6	160	6	102	15	10	26	272

（出所） 地方債協会作成

（注） 2024（令和6）年3月15日条件決定分まで

都道府県と市区町村による共同発行の発行額は都道府県の発行額に含めている。例えば2023年度における市区町村の発行団体は15団体となっているものの、うち14団体は都道府県との共同発行（ひょうごグリーン県民債）によるものであり、その発行額10億円は都道府県の発行額の欄に参入している。

外債での発行は日本円換算の概算額を記載

6 市場公募地方債の対国債スプレッドの推移(2016年～)

日本の長期金利は、2016(平成28)年1月29日に日本銀行がマイナス金利政策の導入を発表して以降一段と低下し、同年2月には初めてマイナス圏に入った。その後、長期金利のマイナス化が定着し、そのマイナス幅も更に深くなったため、地方債の流通市場では、従前の対国債スプレッドを基準とする取引ではなく、金利の絶対値(下限金利)を意識した取引が行われる局面もあった。

その後、同年9月に日本銀行は、長短金利の操作を行う「イールドカーブ・コントロール(YCC)」と、消費者物価指数の前年比上昇率が2%とする物価目標を安定的に見通せる状況になるまで、マネタリーベースの拡大方針を継続する「オーバーシュート型コミットメント」からなる「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。2018(平成30)年7月には、強力な金融緩和を粘り強く続けていく観点から、政策金利のフォワードガイダンスを導入することにより、「物価安定の目標」の実現に対するコミットメントを強めるとともに、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の持続性を強化する措置を決定した。

2016(平成28)年11月以降、米国の金利上昇に伴い、日本の長期金利も概ねプラス圏で推移してきていたが、2018(平成30)年12月以降はマイナス圏での推移となった。2020(令和2)年には、感染症の世界的な流行により世界経済が大幅に悪化したが、各国の財政・経済政策により市場はすぐに落ち着きを取り戻し、日本においても長期金利が0%近辺のプラス圏で安定的に推移した。その後、2021(令和3)年2月にかけて、米国の経済回復期待を背景とした米国株価・長期金利の上昇につれて日本の10年国債金利も0.175%まで上昇する場面も見られたものの、変異株の出現による感染症の再拡大を背景に、5月以降は再び0.1%近辺での推移となった。2022(令和4)年3月以降、10年日本国債金利は、海外金利上昇の影響もあり、金利変動幅上限の0.25%近辺に張り付く状況下、イールドカーブ・コントロール(YCC)の副作用によるイールドカーブの歪みが拡大し、起債環境に影響を及ぼす状況となったことで、日銀は12月の金融政策決定会合で長期金利の変動幅を±0.25%から±0.50%に拡大した。2023(令和5)年1月には、米国地銀の経営破綻を発端とする金融不安により一時的に金利低下は見られたものの、日銀総裁交代を控える中で早期の金融施策修正の思惑の高まりから、2月から3月にかけて10年国債金利は金利変動幅上限の0.5%近辺に張り付いた。植田新総裁のもと急速な金融政策の修正観測が後退し金利水準は一旦低下するも、7月の金融政策決定会合において、将来的な物価上振れリスクに備え、金融緩和政策の持続性を高めるために、許容する長期金利の変動幅を「±0.5%程度」から「±0.5%程度を目途」に、連続指値オペの水準を0.5%から1.0%に引上げる決定がなされた。また、10月の会合では、内外経済や金融市場の不確実性が高まる中、金融市場で円滑な金利形成が行われるように、連続指値オペの運用を金利の実勢に合わせて実施するように見直し、長期金利の上限を「1.0%を目途」とすることで、1.0%超を容認する方針をとった。その後、10年国債金利

はボラティリティが高まりつつ米長期金利との連動性が高まるもとの、金融政策の正常化の時期をめぐる思惑等から上昇圧力がかかりやすい地合いでの推移となっている。

この間の共同発行債の発行条件について、2019(令和元)年6月には過去最低の利回り(0.02%)を記録し、その後絶対値(下限金利)による条件決定が続いた。2021(令和3)年度は、ベース金利である10年日本国債が狭いレンジで安定的に推移していること等を背景に、応募者利回り0.1%前後で安定的に推移したが、2022(令和4)年6月の逆イールド発生以降、需給環境の悪化等から対国債スプレッドが拡大傾向となり、応募者利回りは12月債では0.5%台にまで上昇し、同月の金融政策決定会合の長期金利変動幅の拡大を受けて2023(令和5)年1月債では0.80%となった。その後、同年7月債では、ベース金利の下落により0.590%まで下落したものの、足許では0.700%~0.900%台のレンジで推移している。

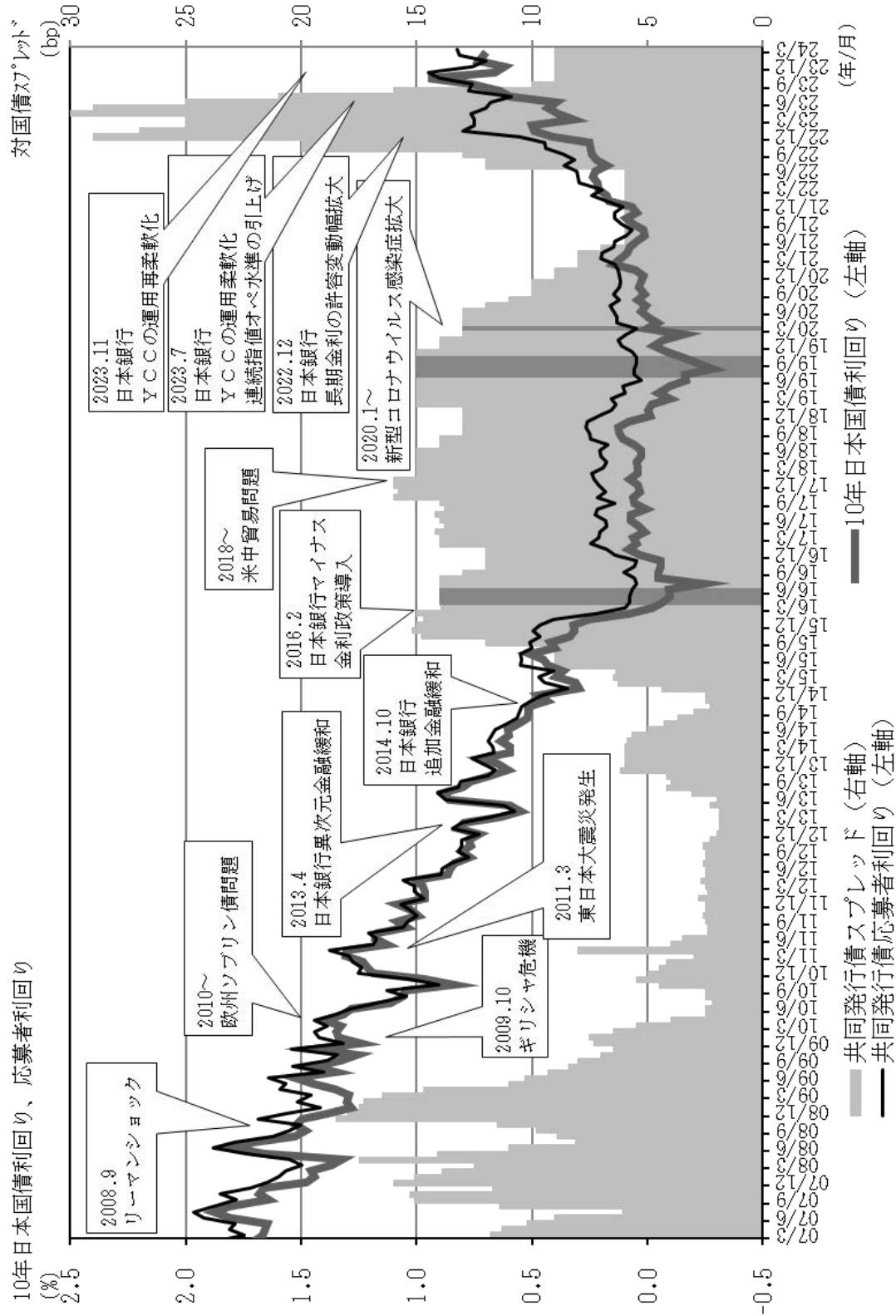
対国債スプレッドは、2020(令和2)年度以降、感染症の拡大等に対して講じられた大規模な財政・金融政策のもと、低位安定推移する金利動向、一定の利回り水準が見込まれる安全資産としての地方債に対する投資需要、国債利回りが低位推移する状況下での国債代替ニーズや銀行等の預貸ギャップの拡大⁴等の旺盛な需要を背景に、年度当初のカーブ+13.0bpから2021(令和3)年6月には6.0bpへとタイト化が進み、2022(令和4)年6月まで横這い推移となった。

しかし、2022(令和4)年7月以降はイールドカーブの歪みを嫌気した投資家が様子見姿勢を強めたことから需給が悪化し、日銀のイールドカーブ・コントロール(YCC)の運用変更と対国債スプレッドの拡大を通じて流通実勢との乖離は縮小したものの、2023(令和5)年4月には対国債スプレッドは30.0bpまで拡大した。同年5月以降は、日銀の金融政策変更によるイールドカーブの歪みの解消や、スプレッド水準が好感された地方債には旺盛な需要が集まり、同年10月には対国債スプレッドは9.0bpまで縮小し、年度当初からの縮小幅は21.0bpとなった。一方で、債券市場の機能回復と分厚いスプレッドの水準に起因した起債環境の大幅な改善は、対国債スプレッドが急速に縮小したことで一旦落ち着きを見せており、日銀のマイナス金利解除に伴う大規模金融緩和からの正常化も意識されることから、国内外の経済状況やウクライナ侵略や中東情勢も見極めつつ、投資家需要の動向等を注視する必要がある(図表13)。

なお、2023(令和5)年度以降の動向については、第2章第1節にてより詳しく述べる。

⁴ 【預貸ギャップの拡大】預貸ギャップとは、金融機関等において預金額から貸出額を控除することで算出される余剰資金量を表している。こうした余剰資金が増加(預貸ギャップが拡大)した場合は、日本銀行の当座預金に預けることも可能だが、日本銀行当座預金の三層構造(日本銀行の当座預金は、所定の基準により、適用金利がプラスの部分(基礎残高)、0%の部分(マクロ加算残高)、マイナスの部分(政策金利残高)の三層で構成されており、当座預金残高が増加するほど収益に不利に働く可能性が高くなる。)を踏まえると、有価証券運用ニーズの増加につながりやすい。

図表 13 10年日本国債利回り、共同発行債応募者利回り及び共同発行債対国債スプレッドの推移(10年債)



(出所) QUICK データ等より地方債協会作成

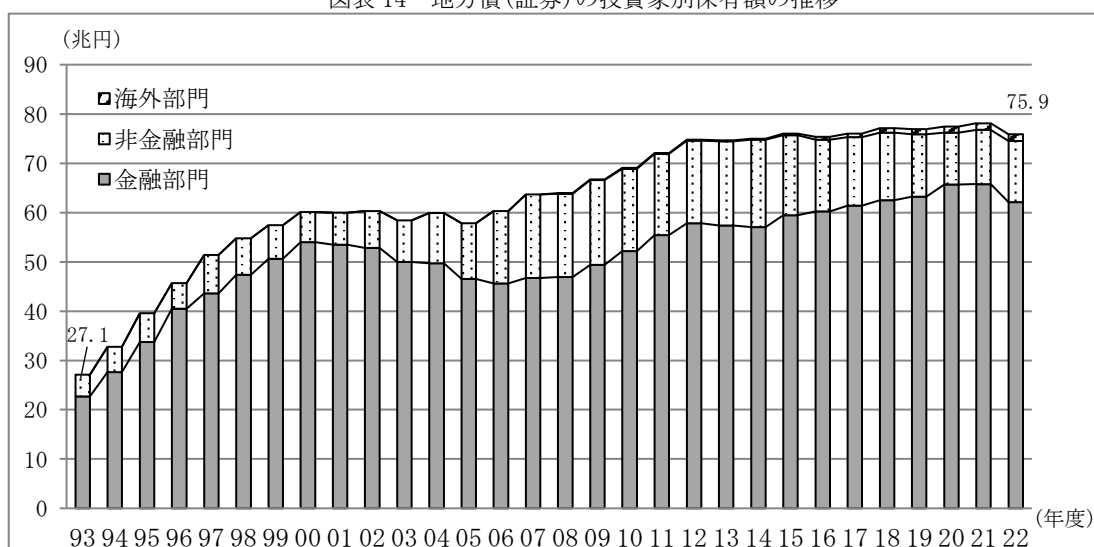
(注) 2016(平成28)年5月~7月債、2019(令和元)年7月~10月債、2020(令和2)年3月債における対国債スプレッドは、長期金利の動向次第で、スプレッドプライシングが有効であった場合の仮水準

第3節 地方債(証券)保有投資家の推移

1 地方債(証券)保有額の推移

投資家による地方債(証券)の保有残高は、1993(平成5)年度末には27.1兆円であったものが、2022(令和4)年度末には75.9兆円へと約50兆円増加し、同期間で約2.9倍に規模が拡大している。また、2022(令和4)年度末の投資家別の保有額をみると、「金融部門」が62.1兆円(81.8%)、「非金融部門」が12.4兆円(14.1%)、「海外部門」が1.3兆円(1.8%)となっている(図表14)。

図表14 地方債(証券)の投資家別保有額の推移



(単位：兆円、%)

区分	合計	金融部門 (割合)	非金融部門 (割合)	海外部門 (割合)
1993(平成5)年度	27.1	22.7(83.7)	4.4(16.3)	0.00(0.0)
1998(平成10)年度	54.7	47.4(86.5)	7.4(13.5)	0.00(0.0)
2003(平成15)年度	58.4	50.0(85.7)	8.4(14.3)	0.00(0.0)
2008(平成20)年度	63.9	46.9(73.3)	16.9(26.5)	0.12(0.2)
2013(平成25)年度	74.6	57.4(76.9)	17.0(22.8)	0.19(0.3)
2014(平成26)年度	75.0	57.0(76.1)	17.7(23.6)	0.23(0.3)
2015(平成27)年度	76.0	59.5(78.3)	16.2(21.3)	0.35(0.5)
2016(平成28)年度	75.4	60.2(79.9)	14.6(19.4)	0.57(0.8)
2017(平成29)年度	76.0	61.4(80.8)	13.9(18.3)	0.70(0.9)
2018(平成30)年度	77.1	62.4(81.0)	13.8(17.9)	0.86(1.1)
2019(令和元)年度	76.9	63.3(82.3)	12.5(16.3)	1.07(1.4)
2020(令和2)年度	77.5	65.7(84.8)	10.5(13.6)	1.23(1.6)
2021(令和3)年度	78.1	65.8(84.2)	11.0(14.1)	1.36(1.7)
2022(令和4)年度	75.9	62.1(81.8)	12.4(16.4)	1.36(1.8)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

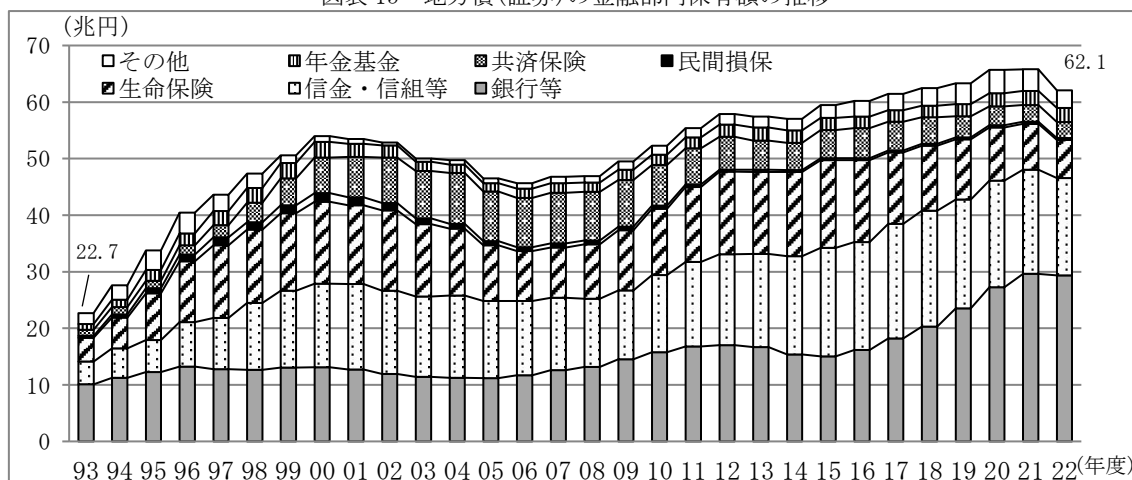
(注) 数値は全て期末の値である。四捨五入により合計が合わない場合がある

2 金融部門の保有額の推移

金融部門の保有額は、金利変動率の高まりにより投資が手控えられたことから、2022(令和4)年度に減少に転じた。

2022(令和4)年度末時点における金融部門主体別の地方債(証券)の保有残高をみると、保有額の大きい順に、銀行等 29.4 兆円、信金・信組等 17.2 兆円、生命保険 6.8 兆円となっている。2008(平成20)年度以降、銀行、信用金庫・信用組合等の保有額が増加してきたが、足許では銀行等の伸びが目立つ一方、信用金庫・信用組合等は減少傾向にある。また、生命保険は絶対金利水準の低下から保有額が減少している(図表15)。

図表15 地方債(証券)の金融部門保有額の推移



(単位：兆円、%)

区分	金融部門合計 (割合)	銀行等 (割合)	信金・信組等 (割合)	生命保険 (割合)	その他 (割合)
1993(平成5)年度	22.7(83.7)	10.1(37.2)	4.0(14.9)	4.2(15.6)	4.4(16.1)
1998(平成10)年度	47.4(86.5)	12.7(23.1)	11.8(21.6)	12.9(23.6)	9.9(18.1)
2003(平成15)年度	50.0(85.7)	11.4(19.6)	14.2(24.3)	12.8(21.9)	11.6(19.9)
2008(平成20)年度	46.9(73.4)	13.4(20.6)	12.0(18.8)	9.6(15.0)	12.1(18.9)
2013(平成25)年度	57.4(76.9)	16.7(22.3)	16.5(22.1)	14.5(19.4)	9.8(13.1)
2014(平成26)年度	57.1(76.1)	15.4(20.5)	17.4(23.2)	14.9(19.8)	9.4(12.6)
2015(平成27)年度	59.5(78.3)	15.1(19.8)	19.1(25.2)	15.5(20.4)	9.8(12.9)
2016(平成28)年度	60.2(79.9)	16.2(21.4)	19.1(25.3)	14.5(19.2)	10.5(13.9)
2017(平成29)年度	61.4(80.7)	18.2(24.0)	20.2(26.6)	12.6(16.6)	10.4(13.6)
2018(平成30)年度	62.4(81.0)	20.3(26.4)	20.5(26.6)	11.5(14.9)	10.2(13.2)
2019(令和元)年度	63.3(82.3)	23.5(30.6)	19.3(25.1)	10.6(13.8)	9.9(12.9)
2020(令和2)年度	65.7(84.8)	27.3(35.2)	18.8(24.3)	9.4(12.1)	10.2(13.1)
2021(令和3)年度	65.8(84.2)	29.6(37.9)	18.4(23.6)	8.1(10.4)	9.6(12.3)
2022(令和4)年度	62.1(81.8)	29.4(38.7)	17.2(22.6)	6.8(8.9)	8.8(11.6)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

(注) 数値は全て期末の値である。()内の割合は図表14の合計(金融部門+非金融部門+海外部門)に対する割合。

金融部門の内訳は主要保有先のみ掲載(民間損保、共済保険、年金基金、その他は省略している)。

四捨五入により合計が合わない場合がある。

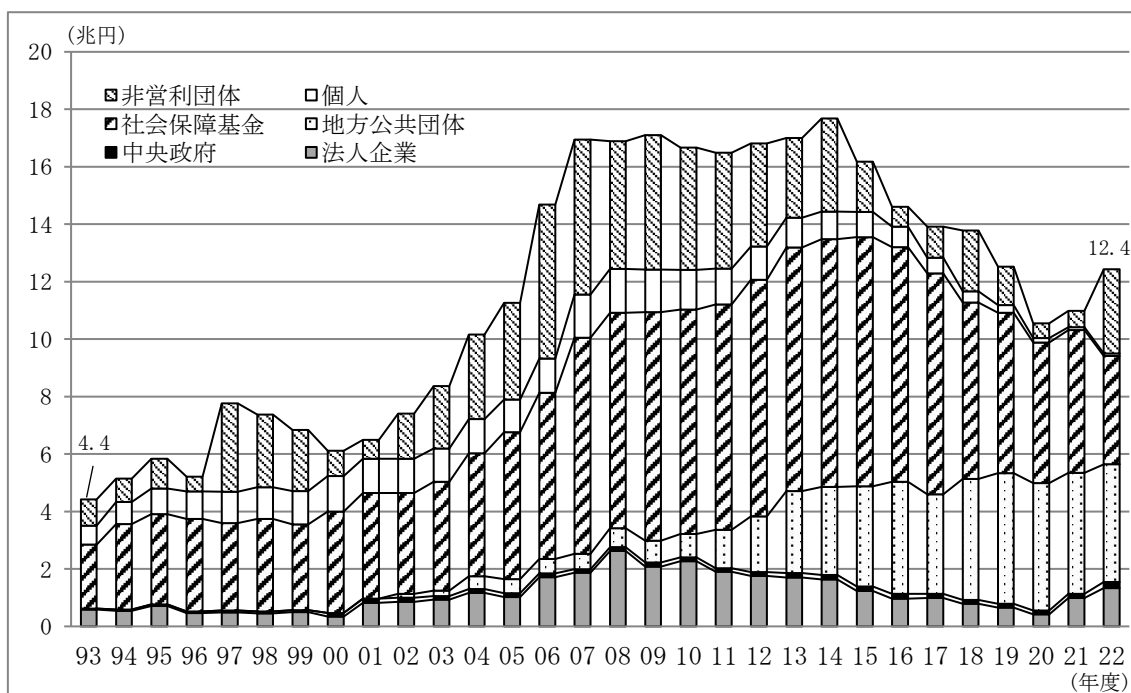
3 非金融部門の保有額の推移

非金融部門の保有額は、2014(平成26)年度をピークとして減少傾向となっていたが、2022(令和4)年度末時点では、非営利団体の保有額が増加したことにより微増となった。

2022(令和4)年度末時点における非金融部門主体別の地方債(証券)の保有残高は、法人企業が1.3兆円、社会保障基金(公的年金を含む)が3.8兆円、非営利団体が2.9兆円となっている。

近年では地方団体の保有額が増加傾向にあったが、これは、主に減債基金等の基金運用によるものと考えられる。また、社会保障基金については、財政投融资制度改革により、それまで財政投融资特別会計に預託されていたものが、2001(平成13)年度以降自主運用に変更されたことから増加したものであり、その後は概ね横ばいで推移してきたが、2015(平成27)年度以降、減少している(図表16)。

図表16 地方債(証券)の非金融部門保有額の推移



(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協会作成

(注) 数値はすべて期末の値である。

(単位：兆円、%)

区 分	非金融部門 合計 (割合)	法人企業 (割合)	地方公共 団体 (割合)	社会保 障 基金 (割合)	非営利団体 (割合)	その他 (割合)
1993(平成5)年度	4.4(16.3)	0.6(2.2)	0.0(0.0)	2.2(8.2)	0.9(3.4)	0.7(2.6)
1998(平成10)年度	7.4(13.5)	0.4(0.8)	0.0(0.0)	3.2(5.9)	2.5(4.6)	1.2(2.1)
2003(平成15)年度	8.4(14.3)	0.9(1.6)	0.2(0.3)	3.8(6.5)	2.2(3.7)	1.3(2.2)
2008(平成20)年度	16.9(26.4)	2.6(4.1)	0.7(1.0)	7.5(11.7)	4.4(6.9)	1.7(2.6)
2013(平成25)年度	17.0(22.8)	1.7(2.3)	2.9(3.8)	8.5(11.4)	2.8(3.7)	1.2(1.6)
2014(平成26)年度	17.7(23.6)	1.6(2.2)	3.1(4.1)	8.6(11.5)	3.2(4.3)	1.1(1.5)
2015(平成27)年度	16.2(21.3)	1.2(1.6)	3.5(4.6)	8.7(11.4)	1.7(2.3)	1.0(1.4)
2016(平成28)年度	14.6(19.4)	1.0(1.3)	3.9(5.2)	8.2(10.8)	0.7(0.9)	0.9(1.1)
2017(平成29)年度	13.9(18.3)	1.0(1.3)	3.5(4.5)	7.7(10.1)	1.1(1.4)	0.7(0.9)
2018(平成30)年度	13.8(17.9)	0.8(1.0)	4.2(5.5)	6.1(8.0)	2.1(2.8)	0.5(0.7)
2019(令和元)年度	12.5(16.3)	0.7(0.9)	4.5(5.9)	5.6(7.3)	1.3(1.7)	0.4(0.5)
2020(令和2)年度	10.5(13.6)	0.4(0.5)	4.4(5.7)	4.9(6.3)	0.5(0.6)	0.3(0.4)
2021(令和3)年度	11.0(14.1)	1.0(1.3)	4.2(5.4)	5.0(6.4)	0.6(0.7)	0.2(0.3)
2022(令和4)年度	12.4(16.4)	1.3(1.8)	4.1(5.4)	3.8(5.0)	2.9(3.9)	0.3(0.4)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」より地方債協作成

(注) 数値は全て期末の値である。()内の割合は図表15の合計(金融部門+非金融部門+海外部門)に対する割合。
非金融部門の内訳は主要保有先のみ掲載(中央政府、個人は省略している)。
四捨五入により合計が合わない場合がある。

4 海外部門の保有額の推移

海外部門は、2008(平成20)年1月に非居住者等利子非課税制度が創設されたことや、2010(平成22)年6月から同制度の手続きが簡素化されたことを受けて増加基調にあった。

足許においては、海外の中央銀行や資産運用会社等において地方債を購入する動きが見られ、2022(令和4)年度末時点の保有額は1兆3,550億円(1.8%)であった(前掲図表14)。

第4節 投資家の有価証券(地方債)投資の状況

投資家の資金特性を把握するため、「投資有価証券の保有状況」、「銀行等引受債としての証書借入の状況」について整理する。

1 投資有価証券の保有状況

地方債(証券)の保有先のうち、都銀、地銀、第二地銀、信用金庫のセクターごとの保有状況をみると、足許では、金額、シェア共に都銀では増加しており、地銀、第二地銀では横這いとなっているが、信用金庫では減少傾向にある(図表17)。

図表17 セクターごとの地方債(証券)保有状況

区分	地方債 (証券) 合計	地方債(証券)保有先					銀行等+ 信金合計
		都市銀行 (割合)	地方銀行 (割合)	第二地銀 (割合)	信用金庫 (割合)	その他 (割合)	
2013(平成25)年度	74.6	1.1(1.5)	10.1(13.5)	1.6(2.2)	8.0(10.8)	53.8(72.1)	20.8(27.9)
2014(平成26)年度	75.0	1.0(1.4)	9.4(12.5)	1.5(2.1)	8.7(11.7)	54.3(72.4)	20.7(27.6)
2015(平成27)年度	76.0	1.2(1.6)	9.4(12.4)	1.6(2.2)	9.5(12.5)	54.3(71.4)	21.7(28.6)
2016(平成28)年度	75.4	1.9(2.5)	9.9(13.1)	1.7(2.2)	9.2(12.2)	52.7(69.9)	22.7(30.1)
2017(平成29)年度	76.0	2.3(3.0)	10.5(13.8)	1.8(2.3)	9.2(12.1)	52.2(68.7)	23.8(31.3)
2018(平成30)年度	77.1	3.1(4.0)	11.9(15.4)	1.8(2.3)	9.3(12.1)	51.0(66.1)	26.1(33.9)
2019(令和元)年度	76.9	4.3(5.6)	13.9(18.1)	2.0(2.6)	8.6(11.2)	48.1(62.5)	28.8(37.5)
2020(令和2)年度	77.5	6.0(7.7)	15.6(20.1)	2.3(3.0)	8.5(11.0)	45.1(58.2)	32.4(41.8)
2021(令和3)年度	76.0	7.0(9.2)	16.8(22.1)	2.4(3.2)	8.4(11.1)	41.4(55.5)	34.6(45.5)
2022(令和4)年度	75.9	7.1(9.4)	16.8(22.1)	2.4(3.2)	7.6(10.0)	42.0(55.3)	33.9(44.7)

(単位：兆円、%)

(出所) 日本銀行「資金循環統計」「民間金融機関の資産・負債」、地域・中小企業研究所「全国信用金庫概況」より地方債協会作成

(注) 四捨五入により合計が合わない場合がある。

セクターごとの投資有価証券の保有状況をみると、投資有価証券の残高は、感染症の拡大を受けた大規模な財政・金融政策を背景として2020(令和2)年度に増加したが、以降は減少に転じている。また、投資有価証券に占める地方債の保有割合は、都市銀行、地方銀行、第二地方銀行においては近年増加傾向にあるが、信用金庫は足許で減少傾向となっている(図表18、19、20、21)。

図表18 都市銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	有価証券保有先			
		国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2013(平成25)年度	127.4	78.5(61.6)	1.1(0.9)	7.6(6.0)	40.1(31.5)
2014(平成26)年度	123.4	67.4(54.7)	1.0(0.8)	7.3(5.9)	47.7(38.6)
2015(平成27)年度	109.4	53.2(48.6)	1.2(1.1)	7.6(6.9)	47.4(43.4)
2016(平成28)年度	94.1	44.0(46.7)	1.9(2.0)	7.9(8.4)	40.4(42.9)
2017(平成29)年度	97.9	45.5(46.4)	2.3(2.4)	8.5(8.6)	41.7(42.6)
2018(平成30)年度	97.0	40.0(41.2)	3.1(3.2)	9.0(9.3)	44.9(46.3)
2019(令和元)年度	105.6	40.9(38.7)	4.3(4.1)	9.7(9.2)	50.7(48.0)
2020(令和2)年度	136.9	68.5(50.0)	6.0(4.4)	9.7(7.1)	52.7(38.5)
2021(令和3)年度	139.9	74.9(53.5)	7.0(5.0)	10.2(7.3)	47.8(34.2)
2022(令和4)年度	136.9	63.6(46.5)	7.1(5.2)	10.3(7.6)	55.8(40.7)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 19 地方銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2013(平成 25)年度	77.0	34.0(44.1)	10.1(13.1)	16.7(21.7)	16.3(21.1)
2014(平成 26)年度	81.7	33.8(41.4)	9.4(11.5)	15.9(19.5)	22.6(27.7)
2015(平成 27)年度	78.6	30.1(38.3)	9.4(12.0)	15.4(19.6)	23.7(30.1)
2016(平成 28)年度	75.4	25.4(33.7)	9.9(13.1)	14.7(19.6)	25.3(33.6)
2017(平成 29)年度	70.1	20.8(29.7)	10.5(14.9)	14.0(20.0)	24.7(35.3)
2018(平成 30)年度	66.0	16.1(24.4)	11.9(18.0)	13.7(20.8)	24.3(36.8)
2019(令和元)年度	65.9	13.7(20.8)	13.9(21.1)	13.7(20.8)	24.6(37.3)
2020(令和 2)年度	73.5	14.7(19.9)	15.6(21.3)	13.4(18.3)	29.8(40.5)
2021(令和 3)年度	74.9	15.0(20.0)	16.8(22.5)	13.1(17.4)	30.1(40.1)
2022(令和 4)年度	71.4	12.7(17.7)	16.8(23.5)	12.8(17.8)	29.2(40.9)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 20 第二地方銀行の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2013(平成 25)年度	16.3	6.9(42.1)	1.6(10.0)	4.4(27.2)	3.4(20.7)
2014(平成 26)年度	17.2	6.8(39.3)	1.5(8.9)	4.3(25.1)	4.6(26.6)
2015(平成 27)年度	16.6	6.0(35.9)	1.6(9.9)	4.3(25.8)	4.7(28.5)
2016(平成 28)年度	15.8	5.0(31.5)	1.7(10.7)	4.0(25.3)	5.2(32.6)
2017(平成 29)年度	15.0	4.1(27.1)	1.8(12.1)	3.8(25.3)	5.3(35.4)
2018(平成 30)年度	13.2	3.1(23.3)	1.8(13.9)	3.4(25.3)	5.0(37.4)
2019(令和元)年度	12.6	2.8(22.1)	2.0(15.8)	3.2(25.8)	4.6(36.4)
2020(令和 2)年度	13.5	2.9(21.3)	2.3(16.9)	3.1(23.3)	5.2(38.4)
2021(令和 3)年度	13.2	2.8(20.9)	2.4(18.2)	3.0(22.6)	5.1(38.3)
2022(令和 4)年度	13.1	2.6(19.6)	2.4(18.5)	3.1(23.3)	5.0(38.5)

(出所) 日本銀行「民間金融機関の資産・負債」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

図表 21 信用金庫の有価証券保有状況

(単位：兆円、%)

区分	有価証券合計	国債(割合)	地方債(割合)	社債(割合)	その他(割合)
2013(平成 25)年度	40.0	10.2(25.4)	8.0(20.1)	16.7(41.8)	5.1(12.8)
2014(平成 26)年度	42.3	9.9(23.5)	8.7(20.7)	17.1(40.5)	6.5(15.4)
2015(平成 27)年度	43.2	9.3(21.5)	9.5(21.9)	17.1(39.6)	7.4(17.0)
2016(平成 28)年度	43.2	8.6(20.0)	9.2(21.3)	16.3(37.6)	9.1(21.1)
2017(平成 29)年度	42.6	7.7(18.0)	9.2(21.6)	15.6(36.5)	10.1(23.7)
2018(平成 30)年度	43.3	6.8(15.7)	9.3(21.5)	15.2(35.0)	12.0(27.6)
2019(令和元)年度	43.1	6.5(14.9)	8.6(19.9)	15.5(35.9)	12.6(29.1)
2020(令和 2)年度	46.6	7.7(16.6)	8.5(18.3)	16.0(34.1)	14.4(33.3)
2021(令和 3)年度	48.7	8.4(17.3)	8.4(17.2)	16.1(33.1)	15.8(32.4)
2022(令和 4)年度	46.4	7.7(16.6)	7.6(16.3)	15.9(34.3)	15.2(32.8)

(出所) 信金中央金庫 地域・中小企業研究所「全国信用金庫概況」より地方債協会作成

(注) その他には株式、外国証券等が該当、四捨五入により合計が合わない場合がある。

2 銀行等引受債としての証券借入の状況

銀行等引受債を証券・証券形式別にみると、発行額に対する証券借入の割合は、流動性を重視する金融機関の取引姿勢を背景に、2018(平成30)年度にかけて逡減していた。感染症の流行が始まった2020(令和2)年度以降は、反転し増加傾向となっている。2022(令和4)年度において、発行額に占める割合は、証券借入が13.0%、証券借入は87.9%となっており、過年度と比較して証券形式の割合が伸長している(図表22)。

図表22 銀行等引受債(証券・証券)の発行額及び発行残高の状況
(都道府県・政令指定都市・市区町村の計)

(単位：兆円、%)

区 分	銀行等引受債(証券・証券)発行額			銀行等引受債(証券・証券)残高		
		証券(割合)	証券(割合)		証券(割合)	証券(割合)
2013(平成25)年度	7.3	1.2(16.4)	6.1(83.6)	54.8	15.0(27.4)	39.8(72.6)
2014(平成26)年度	7.7	1.4(18.3)	6.3(81.7)	54.4	13.6(25.0)	40.8(75.0)
2015(平成27)年度	7.2	1.3(18.1)	5.9(81.9)	54.4	12.7(23.3)	41.8(76.8)
2016(平成28)年度	7.3	1.8(24.5)	5.5(75.5)	54.9	12.7(23.1)	42.2(76.9)
2017(平成29)年度	7.2	1.9(26.4)	5.3(73.6)	54.6	12.6(23.1)	42.0(76.9)
2018(平成30)年度	7.4	2.1(28.6)	5.2(71.4)	55.8	12.6(22.6)	43.2(77.4)
2019(令和元)年度	8.0	2.3(28.5)	5.7(71.5)	57.8	13.6(23.4)	44.2(76.6)
2020(令和2)年度	7.7	1.8(23.4)	5.9(76.6)	59.0	13.8(23.4)	45.2(76.6)
2021(令和3)年度	6.1	1.1(18.0)	5.0(82.0)	57.8	13.5(23.4)	44.3(76.6)
2022(令和4)年度	5.4	0.7(12.1)	4.8(87.9)	56.4	12.7(22.5)	43.7(77.5)

(出所) 地方債協会「地方債統計年報」10-1-1、10-3-1

(注) 四捨五入により合計が合わない場合がある。

第5節 債券投資に係る投資家動向

本節では、投資家の債券投資に対するスタンスの変化を、みずほ証券が実施しているD I (Diffusion Index ディフュージョン・インデックス)調査を通じて整理する。

[参考] D I (Diffusion Index ディフュージョン・インデックス)とは

内容	指数を構成する複数の指標のうち、上昇・拡張・改善・積極化などの動きを示す指標の割合を示す指数。変化の方向性を表す。
算出方法	判断項目について3個の選択肢を用意し、選択肢毎の回答社数を単純集計し、全回答社数に対する「回答社数構成百分比」を算出した後、次式により算出する。 D I = (第1 選択肢の回答社数構成百分比) - (第3 選択肢の回答社数構成百分比)

1 債券ポートフォリオの推移

次頁図表 23・24 は、投資家が各調査時点において、「債券ポートフォリオの残高」、「債券ポートフォリオのデュレーション」、「ポートフォリオ(株式、債券、オルタナティブ等を含む全資産)全体のリスク量」について、当面(3～6ヵ月)の間、どのような対応をとる意向かを調査したものである。

図表 23 のとおり、2018(平成 30)年 6 月調査にかけて、日銀のマイナス金利政策導入により縮小した債券ポートフォリオのリバランスから、残高D I は 30 台半ば、デュレーションのD I は 20 台半ばまで上昇した。その後、日銀による金融緩和政策の調整や米国における経済の先行き不透明感から、債券投資への様子見姿勢を強めたことで、両D I は反転し 10 台前後まで低下した。2019(令和元)年 3 月調査では、世界的な景気減速懸念から金利水準の低下が見られたことで、一時的に両D I は 30 台まで上昇したが、10 年国債利回りがマイナス圏に沈んだことで債券への投資妙味が薄れ、残高D I は再び 10 台前半まで低下した。2020(令和 2)年 3 月調査以降、10 年国債利回りがプラス圏に戻ったことで両D I は 20～30 台で推移しており、リバランスが図られたとみられる。

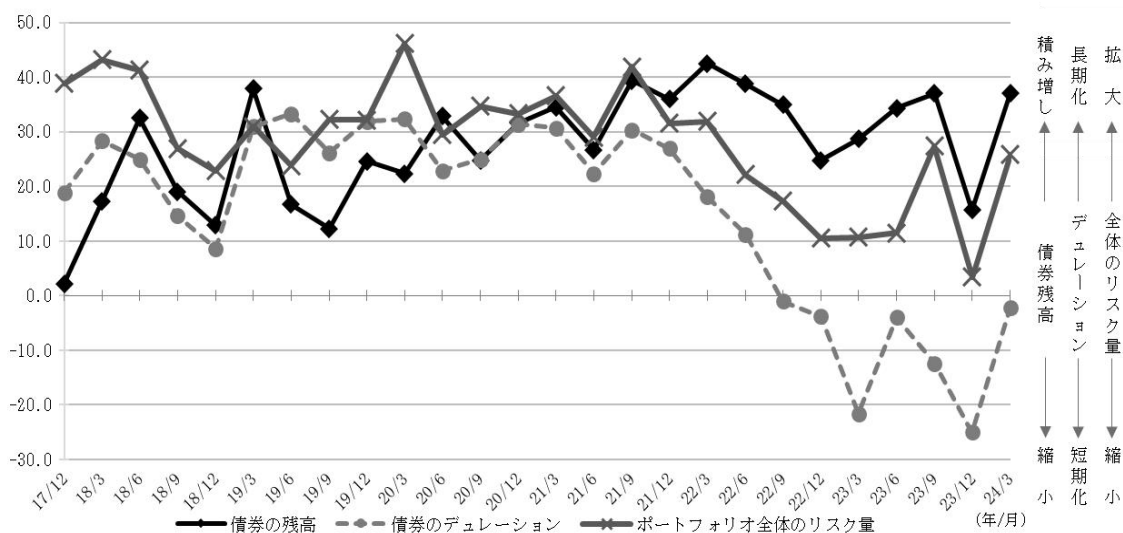
この間のリスク量D I は概ね 30 台前後で推移しており、低金利環境が続く中で多くの投資家が収益性を維持するために、リスク資産への投資に取り組んでいたことが伺える。

2021(令和 3)年後半にかけては、コロナ禍からの景気回復が意識されるなか、インフレ圧力の高まりにより金利が上昇し、デュレーションD I の低下が見られた。2022(令和 4)年 6 月調査では、ウクライナ侵略や中国のゼロコロナ政策などの地政学的リスクの高まりにより全てのD I が低下し、以降同年 12 月調査に至るまでインフレ動向や景気後退懸念など経済環境の不確実性の高まりも相まって低下が継続しており、投資家が慎重な姿勢に変化したことが伺える。

2023(令和 5)年入り後、デュレーションD I は、日本銀行の金融政策の先行きに不透明感が強まるなかマイナス圏での推移を続けており、特に同年 12 月調査では過去最低水準である-25.0 まで低下した。足許の 2024(令和 6)年 3 月調査においてもデュレーションD I は依然マイナスとなっているものの、前回調査比+22.8 と大きく上昇しており、

金融緩和政策正常化の織り込みが進んできたことで、中立的なスタンスに戻すことを想定しているとみられる。

図表 23 債券ポートフォリオにおける投資スタンスD Iの推移



区分	17/12	18/3	18/6	18/9	18/12	19/3	19/6	19/9	19/12	20/3	20/6	20/9	20/12
債券の残高	2.2	17.3	32.5	19.1	12.9	37.9	16.7	12.3	24.6	22.4	32.9	24.8	31.7
債券のデュレーション	18.9	28.4	25.0	14.6	8.6	31.0	33.3	26.2	31.9	32.4	22.9	25.0	31.4
ポートフォリオ全体のリスク量	38.9	43.2	41.3	27.0	22.9	31.0	23.8	32.3	32.2	46.2	29.5	34.7	33.3

21/3	21/6	21/9	21/12	22/3	22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9	23/12	24/3
34.5	26.7	39.4	36.0	42.5	38.8	35.0	24.8	28.7	34.4	37.1	15.7	37.1
30.7	22.4	30.4	27.0	18.1	11.2	-1.0	-3.8	-21.6	-4.0	-12.4	-25.0	-2.2
36.6	29.1	41.9	31.6	31.9	22.2	17.3	10.5	10.7	11.5	27.4	3.4	25.8

(出所) みずほ証券「Investor Survey」

図表 24 調査項目及びD Iの算出方法

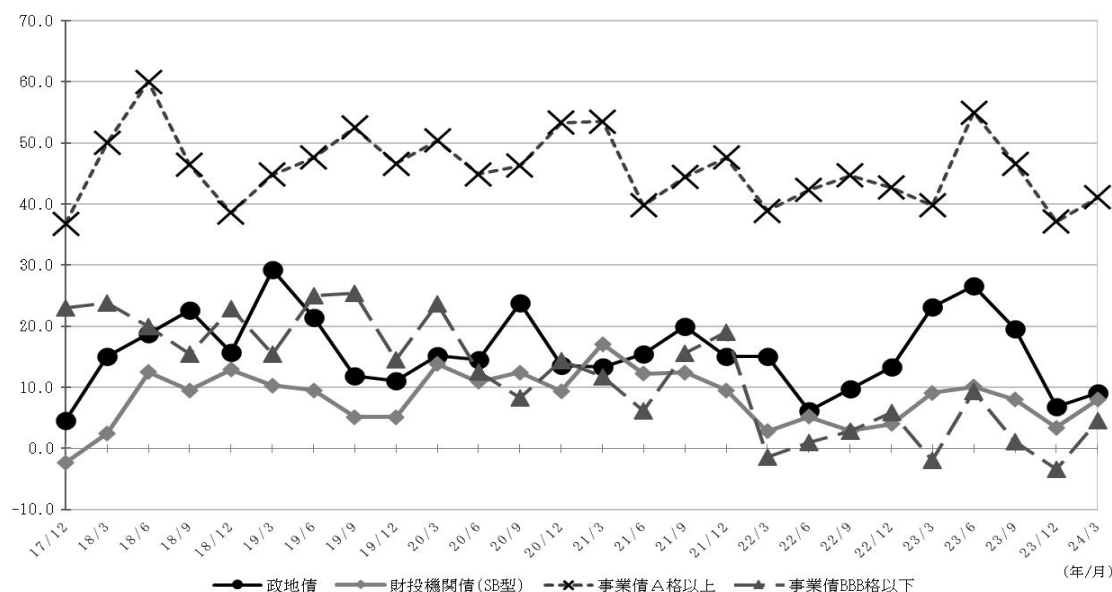
調査項目	D Iの算出方法
債券ポートフォリオの残高	「積み増し」(%) - 「縮小」(%)
債券ポートフォリオのデュレーション	「長期化」(%) - 「短期化」(%)
ポートフォリオ全体のリスク量	「拡大」(%) - 「縮小」(%)

2 クレジット商品等の投資スタンスの推移

次に、地方債（この調査では「政地債」（政府保証債と地方債）として区分）をはじめとするクレジット商品等への投資スタンスの変化について整理する（次頁図表 25）。ここでのD Iは、「積み増し(%) - 縮小(%)」により算出される。

2023(令和5)年度は、信用力の高い「事業債(A格以上)」や世界的な潮流となっている「サステナブル債」への投資意欲が継続的に高く推移した一方で、年度当初にみられた「政地債」への積極的な投資姿勢は、急速なタイト化と金融政策の見通しを巡る大幅な金利変動により、年度末にかけて落ち着きを見せている。

図表 25 クレジット商品等の投資スタンスD I の推移



区分	政地債	財投機関債(SB型)	住宅機関MBS	事業債A格以上	事業債BBB格以下	サムライ債	劣後債	証券化商品	CLN CLL	REIT	投資法人債	物価連動債	サステナブル債
17/12	4.6	-2.3	14.9	36.8	23.0	27.6	28.7	-2.3	10.3	28.7	4.6	0.0	-
18/3	15.0	2.5	21.3	50.0	23.8	28.8	23.8	11.3	8.8	36.3	2.5	-2.5	-
18/6	18.8	12.5	20.0	60.0	20.0	35.0	27.5	3.8	11.3	41.3	6.3	0.0	-
18/9	22.6	9.5	15.5	46.4	15.5	32.1	17.9	8.3	10.7	33.3	4.8	0.0	-
18/12	15.7	12.9	14.3	38.6	22.9	41.4	11.4	1.4	2.9	31.4	2.9	-1.4	-
19/3	29.3	10.3	19.0	44.8	15.5	36.2	15.5	0.0	8.6	29.3	5.2	3.4	-
19/6	21.4	9.5	14.3	47.6	25.0	38.1	29.8	3.6	9.5	42.9	7.1	0.0	-
19/9	11.9	5.1	3.4	52.5	25.4	35.6	37.3	3.4	13.6	49.2	15.3	-3.4	-
19/12	11.0	5.1	7.8	46.6	14.5	18.6	34.2	10.3	5.2	34.2	7.7	0.0	-
20/3	15.2	13.8	12.3	50.4	23.7	3.1	43.6	9.4	7.4	42.8	8.8	-0.7	-
20/6	14.5	10.9	13.9	44.9	12.5	16.8	29.7	-0.7	4.4	25.7	6.6	-1.5	-
20/9	23.8	12.4	16.5	46.3	8.3	15.6	34.7	9.1	7.4	13.9	3.3	-2.5	-
20/12	13.6	9.4	14.9	53.3	14.4	15.3	35.3	2.5	6.8	27.1	6.8	-1.7	21.2
21/3	13.3	17.1	13.4	53.5	11.7	18.8	39.6	10.0	3.6	34.5	6.4	3.6	34.2
21/6	15.5	12.2	16.3	39.8	6.1	18.3	37.8	8.8	5.0	24.7	6.2	-1.2	30.5
21/9	20.0	12.4	20.0	44.4	15.6	16.7	45.6	3.3	5.6	25.6	6.7	2.2	30.0
21/12	15.1	9.5	18.8	47.6	19.0	15.5	39.3	9.5	10.7	20.2	4.8	5.9	29.4
22/3	15.1	2.8	9.9	38.9	-1.4	4.2	26.8	4.2	5.6	23.9	0.0	8.6	27.8
22/6	6.2	5.2	10.4	42.3	1.0	6.3	24.0	-1.1	9.5	24.2	5.3	3.2	20.0
22/9	9.8	2.9	1.0	44.7	2.9	3.9	15.5	1.0	5.0	16.0	1.0	7.8	22.5
22/12	13.3	4.0	3.9	42.7	5.9	11.8	7.8	-1.0	3.0	16.8	0.0	4.8	18.6
23/3	23.2	9.1	0.0	39.8	-2.0	7.1	10.2	1.0	4.1	13.3	3.1	2.0	16.2
23/6	26.6	10.1	5.9	55.0	9.4	14.4	11.7	2.5	4.3	14.7	2.6	5.1	18.0
23/9	19.5	8.0	5.7	46.6	1.1	13.6	14.9	1.1	2.3	11.5	-1.1	-1.1	21.6
23/12	6.8	3.4	-2.3	37.1	-3.4	20.7	10.2	0.0	5.7	12.5	-4.5	0.0	12.5
24/3	9.1	8.0	4.5	41.1	4.5	15.6	6.8	1.1	2.3	9.1	4.5	0.0	23.6

(出所) みずほ証券「Investor Survey」

なお、政地債への投資スタンスの変化については、「積み増し」または「横ばい」とする投資家が継続的に8～9割を占めた。金利の上昇や変動性の高まりによる国債回帰など流動性の高い商品を選好する動きが見られるなかで、安全性が高く、国債に対する一定の上乗せスプレッドがある政地債への需要は、引き続き底堅く推移している(図表26)。

図表 26 政地債への投資スタンス（「積み増し」＋「横ばい」）の推移

区分	17/12	18/3	18/6	18/9	18/12	19/3	19/6	19/9	19/12	20/3	20/6	20/9	20/12
積み増し	17.2%	26.3%	25.0%	28.6%	24.3%	31.0%	26.2%	27.1%	22.0%	23.9%	18.1%	26.2%	22.9%
維持	66.7%	60.0%	62.5%	63.1%	61.4%	65.5%	61.9%	52.5%	61.0%	63.8%	71.0%	65.6%	62.7%
合計	83.9%	86.3%	87.5%	91.7%	85.7%	96.5%	88.1%	79.6%	83.0%	87.7%	89.1%	91.8%	85.6%

21/3	21/6	21/9	21/12	22/3	22/6	22/9	22/12	23/3	23/6	23/9	23/12	24/3
16.8%	20.2%	27.8%	20.9%	26.0%	13.4%	14.7%	19.0%	26.3%	27.5%	27.6%	15.9%	15.9%
76.1%	70.2%	62.2%	68.6%	57.5%	76.3%	75.5%	71.4%	66.7%	65.8%	58.6%	67.0%	65.9%
92.9%	90.4%	90.0%	89.5%	83.5%	89.7%	90.2%	90.4%	93.0%	93.3%	86.2%	82.9%	81.8%

(出所) みずほ証券「Investor Survey」

第2章 足許の調達・投融資を取り巻く環境

本章以降では、例年実施している地方団体・投資家等を対象にしたアンケート調査等を基に、足許の地方団体の調達、投資家の投融資を取り巻く環境と、それぞれの動向についてまとめた。

内 容	調査研究テーマに即した事項全般	
実施期間	下記のとおり配布 市場公募団体、非公募団体（県）、中核市・特例市、市区町村、証券会社、都銀・地銀等、第二地銀・信金・信組 宛	
アンケート送付日	2023(令和5)年9月13日(金)	
アンケート締切日	2023(令和5)年9月28日(木)	
対 象 先	発行団体	公募団体・・・・・・・・・・61/61(100.0%)
と		非公募団体(県)・・・・・・・・・・6/6(100.0%)
回 答 数		中核市・特例市・・・・・・・・・・52/85(61.2%)
		その他の市区町村・・・・・・・・・・48/81(59.3%)
	証券会社	・・・・・・・・・・14/25(56.0%)
	都市銀行・地方銀行・第二地方銀行等 ^{※1}	・・・・・・・・45/107(42.1%)
	信用金庫・信用組合 ^{※2}	・・・・・・・・30/50(60.0%)
	生保・アセマネ等 ^{※3}	・・・・・・・・10/35(28.6%)
	合計	・・・・・・・・266/450(59.1%)
	(回答数/調査先数の内訳)	
	※1：都市銀行 4/5 行、地方銀行 30/62 行、第二地方銀行 18/37 行、 その他(旧長期信用銀行、公的銀行)1/3 行 (業態区分は金融庁「銀行免許一覧(令和5年1月4日現在)」に準拠)	
	※2：信用金庫 29/55 金庫、信用組合 1/2 組合	
	※3：信託銀行 1/3 行、生命保険会社 2/10 社、損害保険会社 0/4 社、 投資顧問会社(アセットマネジメント)1/11 社、系統上部 2/7 社、 信用農業協同組合連合会 1/10 連合会、その他公的機関 2/5 先	

なお、以下本文においては都市銀行を「都銀」、地方銀行と第二地方銀行を「地銀」、信用金庫を「信金」、信用組合を「信組」とする。

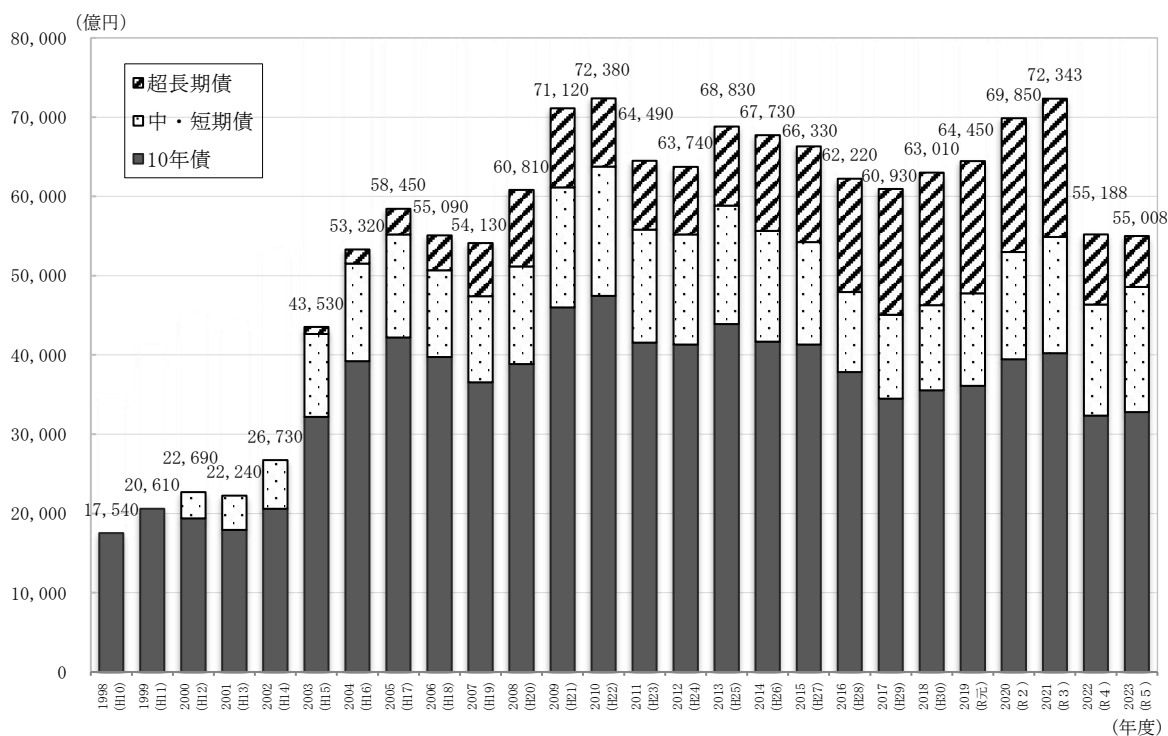
また、特に断りのない限り、2022(令和4)年度の実績、2023(令和5)年度のアンケート調査時点での現況を調査している。

第1節 足許の地方債市場の動向

1 2023(令和5)年度の全国型市場公募地方債の発行額

2023(令和5)年度の全国型市場公募地方債の発行額は、年度当初では、6兆0,063億円が計画されて⁵おり、着地は5兆5,008億円となった(図表1)。

図表1 全国型市場公募地方債の償還年限別発行額推移



(出所) 総務省資料より地方債協会作成

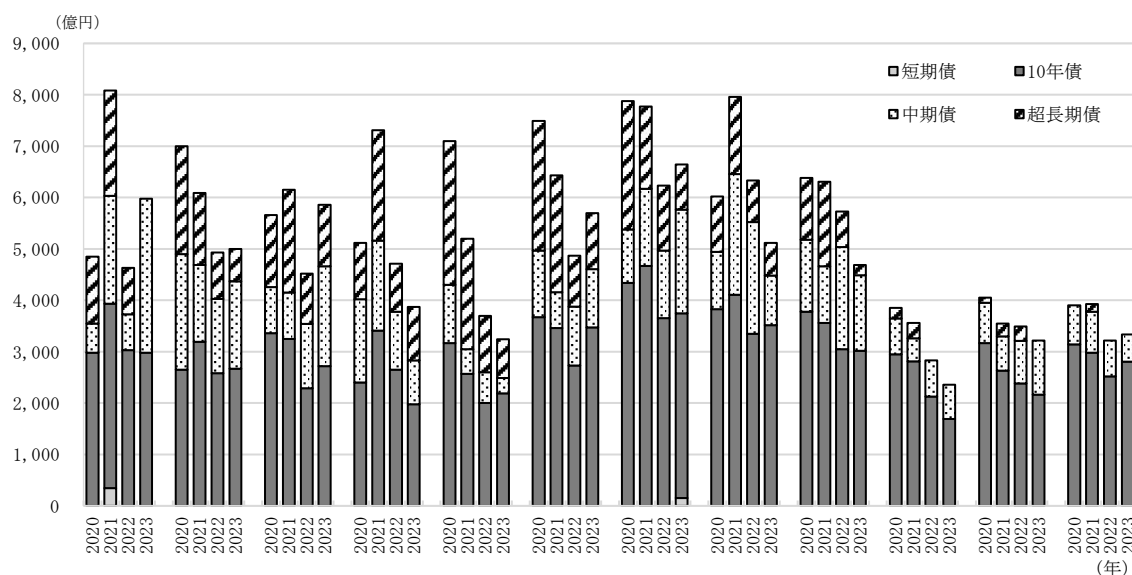
(注) 共同発行債を含む。住民参加型市場公募地方債、外貨建て債は除く。
「超長期債」とは、「償還年限が10年超」である全国型市場公募地方債を指す。

⁵ 2023(令和5)年4月17日総務省報道資料「令和5年度全国型市場公募地方債発行計画額」。総務省では、毎年度4月に地方公共団体の市場公募地方債の発行計画をまとめて公表している。

2023(令和5)年度全国型市場公募地方債の発行額(実績)を月別に見ていくと、2023(令和5)年4月は、計画段階で1,500億円程度であった中期債の発行規模が、増額発行が重なり最終的に3,000億円まで膨らんだことを受け、例年以上の発行額となった。日銀の金融政策運営の変更への思惑や欧米での金融不安から金利のボラティリティが高まるもとの、マーケティングレンジを広く設定し、投資家との対話を慎重に重ね、流通実勢に即した条件決定となった結果、旺盛な投資家需要を獲得したとみられる。

また、7月以降、債券市場の価格変動率が上昇する環境下、10月には、新規公募団体である石川県の5年債発行をはじめ、例月以上に起債が集中したが、金利上昇に伴う利回りの上昇が好感されて旺盛な需要が集まったことで、特段問題なく消化された(図表2)。

図表2 全国型市場公募地方債の月別発行額の状況



(億円)

年度	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	合計
2019	6,020	5,560	4,700	6,220	4,380	7,100	7,290	5,710	5,320	3,830	4,460	3,860	64,450
2020	4,850	7,000	5,660	5,120	7,100	7,490	7,880	6,020	6,980	3,850	4,050	3,900	69,850
2021	8,083	6,090	6,150	7,310	5,100	6,430	7,770	7,960	6,310	3,560	3,550	3,930	72,343
2022	4,630	4,930	4,520	4,711	3,700	4,866	6,231	6,330	5,730	2,830	3,490	3,220	55,188
2023	5,980	5,000	5,860	3,870	3,240	5,698	6,645	5,120	4,686	2,360	3,215	3,334	55,008

(出所) 地方債協会HP

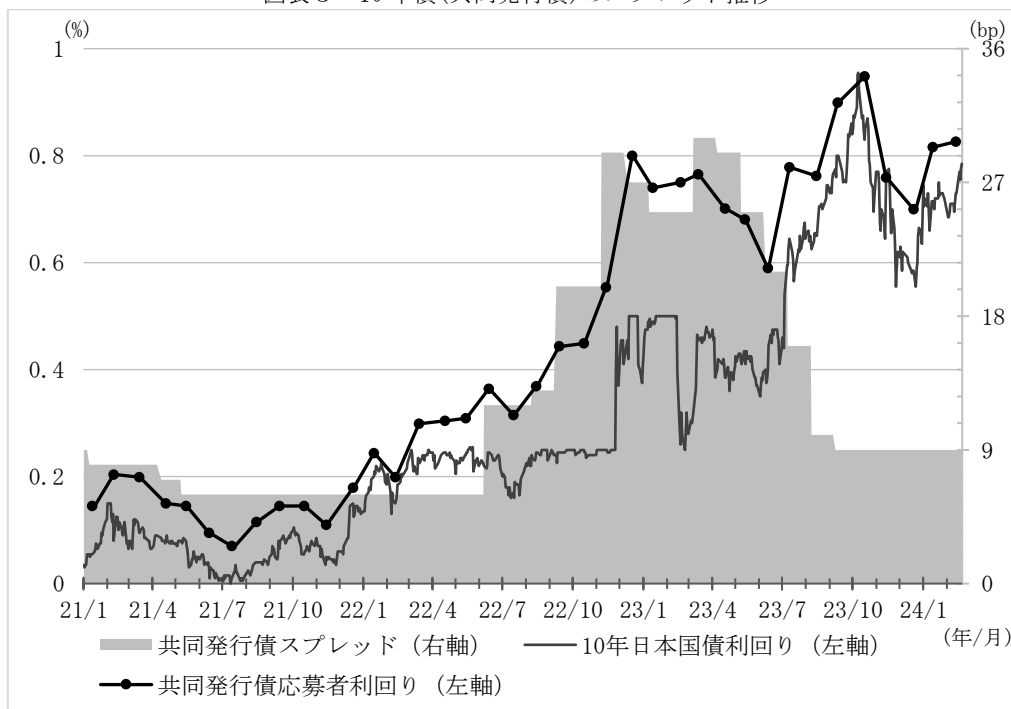
(注) 共同発行債を含む。住民参加型市場公募地方債、外貨建て債は除く。

2 市場公募地方債の発行条件推移

2023(令和5)年度の市場公募地方債(10年債)の発行条件のうち、共同発行債の発行条件は、図表3のように推移した。

第241回4月債での対国債スプレッド(カーブ比)は、米国地銀の経営破綻を発端とする金融不安や、同月に交代を控える黒田日銀総裁の下での金融政策修正に対する根強い警戒感によって、金利のボラティリティが高まり、カーブ比+30.0bpで条件が決定された。4月9日に日本銀行総裁が黒田氏から植田氏へ交代し、その後4月25~26日の植田新総裁の下での初めての金融政策決定会合において、大規模金融緩和の継続と長期視点での多角的レビューの実施を公表すると、早急な政策修正実施に対する観測が後退。高止まりする物価指標や堅調な雇用指標、金融不安の再燃を受けた米国金利の不透明さを意識しつつ、国内長期金利の先高観後退やイールドカーブの歪みの解消を背景に、第244回7月債ではカーブ比+21.0bpまでタイト化に至った。7月27~28日の金融政策決定会合において、YCCの運用柔軟化が決定。長期金利水準の上昇やスプレッド水準が好感されたことで地方債へは旺盛な需要が集まり、第247回10月債ではカーブ比+9.0bpで条件決定された。10月30~31日の金融政策決定会合において、日本銀行はYCCの再修正を決定。金利のボラティリティが高く推移するとともに、年度当初から6カ月間で21.0bpのタイト化進行により国債対比の投資妙味が一時希薄化したものの、マイナス金利政策解除観測を背景とする金利上昇を好感した底堅い投資家需要により、第252回3月債まで6カ月連続カーブ比+9.0bpの条件決定となった。

図表3 10年債(共同発行債)のスプレッド推移



(出所) QUICK 等より地方債協会作成

第2節 地方債の起債運営

1 全国型市場公募地方債

(1) 公募団体の年間発行計画の変化

公募団体の、2023(令和5)年度の市場公募債年間発行計画について、2022(令和4)年度の実績から「変化あり」と回答した公募団体は35団体(57.4%)であった(図表4)。

図表4 公募団体の年間発行計画の前年度からの変化(複数回答)

区分		2022(令和4)年度	2023(令和5)年度
変化あり	満期一括償還債の償還年限の長期化	2 3.3%	1 1.6%
	満期一括償還債の償還年限の短期化	8 13.3%	10 16.4%
	定時償還債の増加	0 0.0%	4 6.6%
	定時償還債の減少	12 20.0%	10 16.4%
	計画段階でのフレックス枠の拡大	8 13.3%	15 24.6%
	計画段階でのフレックス枠の縮小	7 11.7%	4 6.6%
変化なし		28 46.7%	26 42.6%
(回答数)		60	61

(出所) アンケート調査

(注) 2022(令和4)年度は実績、2023(令和5)年度は計画

主な変化の内容を見ると、「満期一括償還債の償還年限の短期化」、「定時償還債の減少」並びに「計画段階でのフレックス枠の拡大」が多く回答された。これらは、令和4年度の「地方債に関する調査研究委員会」報告書でも指摘したことと同様の動きとなるが、国内金利が上昇する状況下において超長期ゾーンの金利上昇による需給悪化等を懸念したものと考えられる。

なお、従来超長期債の起債で活用されてきたフレックス枠については、2022(令和4)年度において需要が堅調であった中期債の起債で活用された事例が多くみられており、2023(令和5)年度においてはそうした動きを踏まえつつ、発行時期の柔軟性を確保する意味合いからフレックス枠の再拡大が図られたものと推察される。

(2) 投資家の業態別の地方債への投資状況

アンケート調査に回答いただいた投資家の地方債に対する投融資について、2022(令和4)年度の実績、2023(令和5)年度のアンケート時点での現況は、図表5のとおりである。

全国型市場公募地方債(個別債)(以下、「個別債」という)へ投資している、都銀・地銀、信金・信組、生保・アセマネ等の投資家は、8割程度となっている。共同発行市場公募地方債(共同発行債)に投資している投資家は、5割程度となっている。

図表5 業態別の全国型市場公募地方債の投資実績と方針

地方債の種類	投融資実績	都銀・地銀		信金・信組		生保・アセマネ等	
		2022 (令和4) 年度	2023 (令和5) 年度	2022 (令和4)年 度	2023 (令和5) 年度	2022 (令和4)年 度	2023 (令和5) 年度
全国型 市場公募 地方債 (個別債)	投資有	39 88.6%	39 90.7%	19 63.3%	20 66.7%	9 90.0%	8 80.0%
	投資無	5 11.4%	4 9.3%	11 36.7%	10 33.3%	1 10.0%	2 20.0%
	(回答数)	44	43	30	30	10	10
共同発行 市場公募 地方債	投資有	18 41.9%	20 47.6%	14 48.3%	17 58.6%	5 55.6%	6 66.7%
	投資無	25 58.1%	22 52.4%	15 51.7%	12 41.4%	4 44.4%	3 33.3%
	(回答数)	43	42	29	29	9	9

(出所) アンケート調査

都銀・地銀並びに信金・信組の業態における個別債への投資・見送り理由については、図表6、7のとおりである。

投資理由としては、回答したほとんどの社が「リスクウェイトが0%であるなど、安全性が高いため」を選択したほか、「日本銀行適格担保として活用可能であるため」、「流通市場における売買がしやすいため」、「利回りの絶対値が投資目線に見合うため」といった理由が多く選択された。

一方で、投資しなかった理由としては、「利回りの絶対値が投資目線に見合わないため」、「対国債スプレッドが投資目線に見合わないため」が多く選択された。

図表6 個別債への投資理由(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計
社債等と比較して1回あたりの発行額が大きい	9 22.0%	4 15.4%	13 19.4%
多様な年限への投資が可能である	4 9.8%	3 11.5%	7 10.4%
利回りの絶対値が投資目線に見合う	15 36.6%	13 50.0%	28 41.8%
対国債スプレッドが投資目線に見合う	11 26.8%	9 34.6%	20 29.9%
満期一括償還債・定時償還債を選択することができる	3 7.3%	7 26.9%	10 14.9%
流通市場における売買がしやすい	19 46.3%	14 53.8%	33 49.3%
発行計画が明示されており、計画的に投資可能である	6 14.6%	4 15.4%	10 14.9%
安全性が高い	35 85.4%	23 88.5%	58 86.6%
日本銀行適格担保として活用可能である	23 56.1%	13 50.0%	36 53.7%
その他	10 24.4%	3 11.5%	13 19.4%
(回答数)	41	26	67

【その他】

- ・自社がシ団メンバーに入っているため(都銀・地銀)
- ・グリーンボンドへの投資のため(地銀)
- ・当行の営業基盤となる地公体が発行体となる債券であるため(地銀)
- ・地元団体のSDGs債(サステナビリティボンド)であったため(信金)

(出所) アンケート調査

図表7 個別債へ投資しなかった理由(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計
1回あたりの発行額が小さい	1 14.3%	0 0.0%	1 4.8%
利回りの絶対値が投資目線に見合わない	2 28.6%	10 71.4%	12 57.1%
対国債スプレッドが投資目線に見合わない	3 42.9%	4 28.6%	7 33.3%
発行条件の交渉と決定の間に時間的なリスクがある	1 14.3%	2 14.3%	3 14.3%
流通市場における売買がしづらいため	1 14.3%	1 7.1%	2 9.5%
共同発行市場公募地方債と比較して地域色がある	1 14.3%	1 7.1%	2 9.5%
その他	2 28.6%	2 14.3%	4 19.0%
(回答数)	7	14	21

【その他・補足意見】

- ・運用対象の中心が地元自治体であるため(地銀)

(出所) アンケート調査

(3) 投資家(銀行・信金等)の投資残高・年限に関する方針

2022(令和4)年度および2023(令和5)年度における、各業態の投資家の投資残高、年限に関する実績・方針は図表8のとおりである。

まず、投資残高の2023(令和5)年度の方針について、都銀・地銀においては満期一括償還債の残高増加を図り、定時償還債の残高減少を図る動きが見られた。

一方で、信金・信組で満期一括償還債は残高を減少させる方針が多く選択されたうえ、定時償還債についても、2022(令和4)年度から一転し減少を選択する社が見られた。

次に、年限については、都銀・地銀並びに信金・信組どちらの業態においても2022(令和4)年度の実績および2023(令和5)年度の方針ともに「変化なし」を選択する社が多くみられたが、2023(令和5)年度の方針では、投資環境の変化を背景に「短期化を図る」を選択する割合が増加している。

図表8 投資家(都銀・地銀、信金・信組)の投資残高・年限に関する方針

方針	都銀・地銀				信金・信組				
	満期一括償還債		定時償還債		満期一括償還債		定時償還債		
	2022 (令和4) 年度	2023 (令和5) 年度	2022 (令和4) 年度	2023 (令和5) 年度	2022 (令和4) 年度	2023 (令和5) 年度	2022 (令和4) 年度	2023 (令和5) 年度	
投資残高	増加を図る	9 21.4%	14 33.3%	4 10.3%	3 7.7%	13 44.8%	11 37.9%	7 28.0%	2 8.3%
	減少を図る	8 19.0%	5 11.9%	4 10.3%	7 17.9%	2 6.9%	5 17.2%	2 8.0%	6 25.0%
	変化なし	25 59.5%	23 54.8%	31 79.5%	29 74.4%	14 48.3%	13 44.8%	16 64.0%	16 66.7%
	(回答数)	42	42	39	39	29	29	25	24
年限	長期化を図る	1 2.4%	1 2.4%	1 2.5%	0 0.0%	4 13.8%	1 3.4%	2 8.0%	1 4.0%
	短期化を図る	9 21.4%	15 35.7%	6 15.0%	9 22.5%	5 17.2%	9 31.0%	2 8.0%	4 16.0%
	変化なし	32 76.2%	26 61.9%	33 82.5%	31 77.5%	20 69.0%	19 65.5%	21 84.0%	20 80.0%
	(回答数)	42	42	40	40	29	29	25	25

(出所) アンケート調査

2 非公募団体における公募化の検討状況

非公募団体における市場公募化に向けた検討状況について調査したところ、5 団体が情報収集を継続しているものの、1 団体は銀行等引受債で安定調達ができていることから、現時点では検討していないと回答した(図表 9)。

図表 9 非公募団体における市場公募化に向けた検討状況

区分	回答
今後数年内の市場公募化に向けて準備を進めている	0 0.0%
市場環境、地域情勢等を勘案しつつ、適切なタイミングでの市場公募化に向けて具体的検討を進めている	0 0.0%
将来的な市場公募化に向けて、ネックとなっている課題(例：発行コスト、起債事務処理体制、指定金融機関との関係)を中心に検討の具体化を進めている	0 0.0%
市場公募化に向けた検討の具体化には至っていないが、必要な情報収集を進めている	5 83.3%
検討を進めることができていない	0 0.0%
その他	1 16.7%
(回答数)	6

【収集している情報や検討課題の具体的内容】

- ・調達コストの比較、I R 経費及び事務負担の増加、実質公債費比率への影響
- ・証券会社等を通じ、市場動向や導入に向けた他自治体の情報収集
- ・市場公募化のメリット・デメリット含めた必要性
- ・直近の市場公募化した他県の現地視察を行い、導入時の経緯や流れ、体制等について聞き取り実施
- ・現在借入を行っている地元金融機関との意見交換の実施

(出所) アンケート調査

3 銀行等引受債

(1) 公募団体における銀行等引受債の位置づけ

公募団体に対して、銀行等引受債(共済や市町村振興協会からの調達は含まない。以下同じ)の位置づけを尋ねたところ、図表 10 のとおりとなった。市場公募債と銀行等引受債のバランスを取りながら調達をしていることが伺えるものの、銀行等引受債を「資金調達の最も有力な手段」と回答する公募団体は減少傾向にある。

図表 10 公募団体における銀行等引受債の位置づけ

内容	2020 (令和2) 年度	2021 (令和3) 年度	2022 (令和4) 年度
資金調達の最も有力な手段	20 33.9%	17 28.3%	16 26.2%
他の資金(市場公募債、公的資金)と同程度の重要性	23 40.0%	26 43.3%	29 47.5%
他の資金(市場公募債、公的資金)の補完的役割	16 27.1%	17 28.3%	15 24.6%
他の資金(市場公募債、公的資金)による調達で資金需要を賄うことができしており、銀行等引受債による調達は想定していない	0 0.0%	0 0.0%	1 1.6%
(回答数)	59	60	61

(出所) アンケート調査

(注) 2020(令和2)年度回答は2021(令和3)年度アンケート調査、2021(令和3)年度回答は2022(令和4)年度アンケート調査より。

(2) 投資家の投融資の状況

都銀・地銀、信金・信組、生保・アセマネ等における、銀行等引受債の2022(令和4)年度以降の投融資実績及び方針を見ると、都銀・地銀の約9割、信金・信組の約5割、生保・アセマネ等の約3割が「投融資有」と回答している(図表 11)。

図表 11 銀行等引受債への投融資状況

投融資・ 取扱実績	都銀・地銀		信金・信組		生保・アセマネ等	
	2022(令和4) 年度	2023(令和5) 年度	2022(令和4) 年度	2023(令和5) 年度	2022(令和4) 年度	2023(令和5) 年度
投融資有	40 90.9%	39 90.7%	15 53.6%	15 53.6%	3 33.3%	2 22.2%
投融資無	4 9.1%	4 9.3%	13 46.4%	13 46.4%	6 66.7%	7 77.8%
(回答数)	44	43	28	28	9	9

(出所) アンケート調査

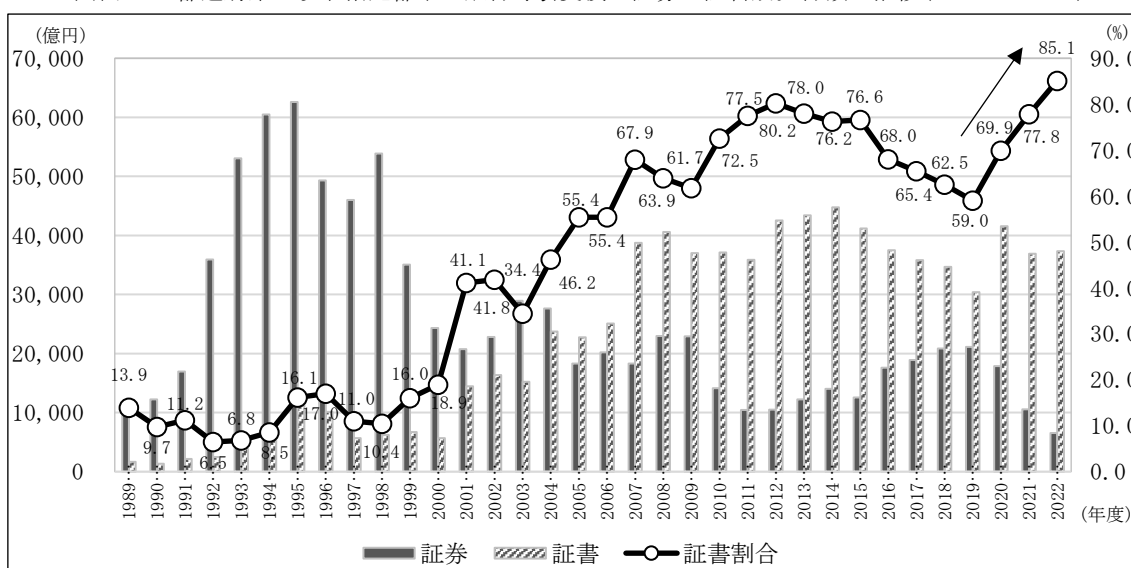
(3) 発行(証券・証書)形式

銀行等引受債の証券・証書別の発行額の推移は、都道府県・政令指定都市については図表 12、政令指定都市を除く市区町村については図表 13 のとおりである。

都道府県・政令指定都市の証書形式での発行割合の推移については、2019(令和元)年度までは減少傾向にあったものの、2020(令和2)年度以降、反転し急増に転じている。これは、コロナ禍のリモートワーク等による人手不足により、発行事務がより容易な証書形式が選択されたためと推察される。

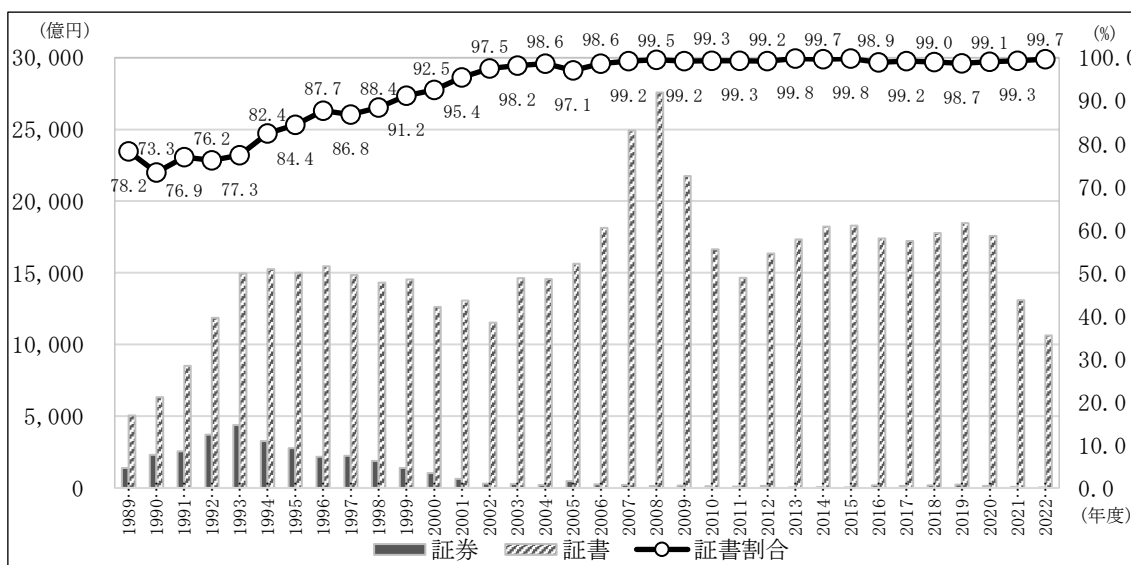
一方で政令指定都市を除く市区町村の証書形式での発行割合は、100%近い状況で推移しており、証券形式での発行額はごくわずかとなっている。

図表 12 都道府県・政令指定都市の銀行等引受債の証券・証書別発行額の推移(フローベース)



(出所) 地方債統計年報 10-3-2(2)より地方債協会作成

図表 13 政令指定都市を除く市区町村の銀行等引受債の証券・証書別発行額の推移(フローベース)



(出所) 地方債統計年報 10-3-2(3)より地方債協会作成

2022(令和4)年度以降における、前年度からの証券・証書形式の構成比の変化について、都道府県・政令指定都市では2022(令和4)年度においては証書形式を増加させる動き見られたが、2023(令和5)年度においては「変化なし」が多く回答された。中核市・特例市、その他市区町村では、いずれの年度においても「変化なし」が一貫して大半を占めている(図表14)。

図表14 証券・証書形式の構成比の変化

区分	都道府県・政令指定都市		その他市区町村	
	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度
証券発行形式の割合の増加	5 7.5%	5 7.9%	0 0.0%	3 3.0%
証書借入形式の割合の増加	23 34.3%	4 6.3%	0 0.0%	0 0.0%
変化なし	39 58.2%	54 85.7%	99 100.0%	96 97.0%
(回答団体数)	67	63	99	99

【証券発行形式の割合の増加を図る理由】

・引受金融機関からの要請

(出所) アンケート調査

一方で、銀行・信金等に対し、2022(令和4)年度以降における投融資の形式(証券発行・証書借入)について、前年度対比、証券形式の比率を高めようとしているかどうか尋ねたところ、証券形式の比率を前年度対比「高めようとしなない」との回答が大半を占めた(図表15)。

図表15 銀行・信金等が証券形式の比率を高めようとしているか

区分	都銀・地銀		信金・信組	
	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度
高めようとする	3 7.0%	4 9.3%	0 0.0%	0 0.0%
高めようとしなない	40 93.0%	39 90.7%	26 100.0%	26 100.0%
(回答社数)	43	43	26	26

【証券発行形式の比率を高めようとする理由】

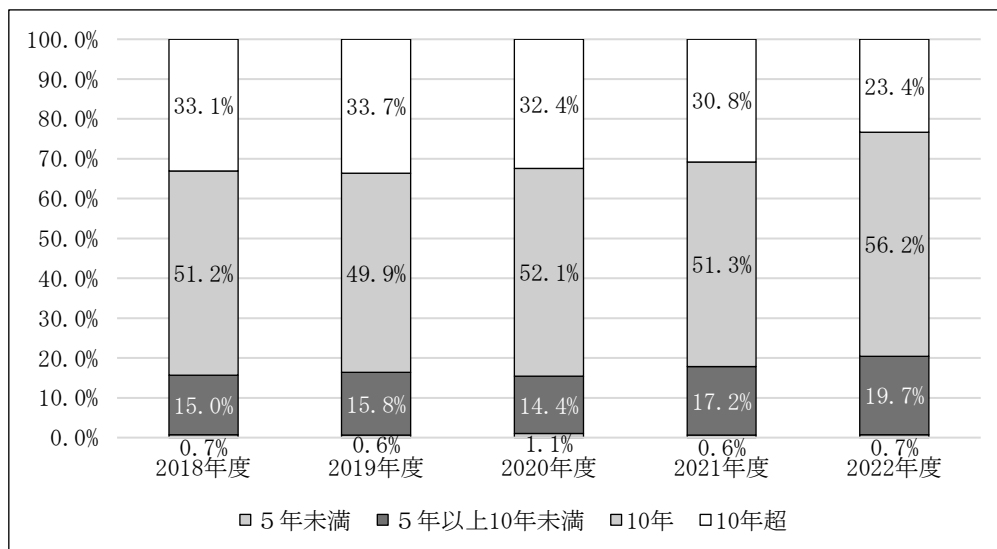
・転売が容易であるため
・利率(クーポン)が証書借入より高いため

(出所) アンケート調査

(4) 償還年限・投融資年限

銀行等引受債の償還年限は、2018(平成30)年度から2022(令和4)年度の5年間をみると、10年超の年限が占める割合は逡減しており、足許では30.0%を下回っている。一方で、10年が5.0%、5年以上10年未満が4.7%増加しており、全体として年限が短期化している(図表16)。

図表16 銀行等引受債の発行年限の推移(全団体、証券・証書形式計)



(出所) 地方債統計年報10-3-3より地方債協会作成

2022(令和4)年度以降における前年度からの償還年限の変化については、太宗が「変化なし」と回答したものの、一部の都道府県・政令指定都市において、低利での調達メリット享受を企図し、「償還年限を長くした」が挙げられた(図表17)。

図表17 銀行等引受債の償還年限の変化

区分	都道府県・政令指定都市		中核市・特例市、その他市区町村	
	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度
償還年限を長くした	2 3.0%	3 4.6%	0 0.0%	1 1.0%
償還年限を短くした	11 16.4%	4 6.2%	2 2.0%	2 2.0%
変化なし	54 80.6%	57 87.7%	97 98.0%	97 99.0%
(回答団体数)	67	65	99	98

(出所) アンケート調査

金融機関(銀行・信金等)側にも前年度からの投融資年限の変化について尋ねたところ、「変化なし」と回答した社が大半を占めていたが、都銀・地銀等の一部で「償還(貸付)年限を短くした」との回答がみられた(図表 18)。投融資年限を変化させた背景・狙いとしては、2022(令和4)年度は団体からのニーズに対応するため、2023(令和5)年度以降は金利リスクを抑制するためとの理由が挙げられた。

図表 18 金融機関の銀行等引受債の投融資年限の変化

区分	都銀・地銀		信金・信組	
	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度	2022(令和4)年度	2023(令和5)年度
償還(貸付)年限を長くした	1 2.4%	2 4.8%	0 0.0%	0 0.0%
償還(貸付)年限を短くした	6 14.3%	3 7.1%	2 7.7%	2 7.7%
変化なし	35 83.3%	37 88.1%	24 92.3%	24 92.3%
(回答社数)	42	42	26	26

(出所) アンケート調査

(5) 指定金融機関との関係性

現在、指定金融機関を務めている金融機関に対して、指定金融機関業務に対する基本的なスタンスについて確認したところ、都銀・地銀等の5割強が「金融環境等によっては、地方団体と採算の改善に向けた対話を行うことを検討する」と回答した(図表 19)。次に多く挙げられた回答は「引き続き、金融環境等にかかわらず、指定金融機関業務を維持・継続する方針である」であった。以上から都銀・地銀等では、採算改善を意識している金融機関が比較的多い様子が窺われた。

一方で、信金・信組においては約5割が「引き続き、金融環境等にかかわらず、指定金融機関業務を維持・継続する方針である」と回答した。次に多く挙げられた回答は、3割弱で「金融環境等によっては、地方団体と採算の改善に向けた対話を行うことを検討する」であった。以上から信金・信組においては、これまで通り指定金融機関業務に取り組むとする金融機関が多くみられた。

図表 19 指定金融機関業務に対する基本スタンス

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計
引き続き、金融環境等にかかわらず、指定金融機関業務を維持・継続する方針である	10 25.0%	11 52.4%	21 34.4%
金融環境等によっては、地方団体と採算の改善に向けた対話を行うことを検討する	23 57.5%	7 33.3%	30 49.2%
金融環境等によっては、取組スタンスについて見直すことを選択肢の一つとして検討する	5 12.5%	3 14.3%	8 13.1%
その他	2 5.0%	0 0.0%	2 3.3%
(回答社数)	40	21	61

【その他の回答】

- ・指定金融機関業務は維持・継続するが、業務に係るコストについては一部負担に向けた対話を継続する(地銀)
- ・採算の改善に向けた対話を行っており、その回答次第によっては取組スタンスを見直すことを検討する(地銀)

(出所) アンケート調査

一方で、指定金融機関から示されている意向について調査したところ、図表 20 のとおりとなった。公募団体、その他市区町村では 1 割程度で「引受額を増やしたい」との意向を受けているものの、6～7 割程度が「特段の意向は示されていない」と回答した。

非公募団体(県)においては 6 団体のうち 4 団体(66.7%)が「金利もしくは引受手数料を引き上げてほしい」を選択しており、公募団体と比べ採算の改善意向をより受けられていると考えられる。

図表 20 指定金融機関から近年示されている意向(複数回答)

内容	公募団体	非公募団体 (県)	その他 市区町村	合計
引受額を増やしたい	10 16.4%	2 33.3%	11 11.0%	23 13.8%
引受額を減らしてほしい	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
年限を短期化してほしい	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
証券発行による調達を増やしてほしい	1 1.6%	0 0.0%	0 0.0%	1 0.6%
変動金利による調達を増やしてほしい	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
指定金枠の設定・相対交渉方式の比率の向上等を 図ってほしい	3 4.9%	1 16.7%	7 7.0%	11 6.6%
金利もしくは引受手数料を引き上げてほしい	7 11.5%	4 66.7%	8 8.0%	19 11.4%
指定金融機関業務の手数料や当該業務に要する経 費等も加味して検討してもらいたい	7 11.5%	1 16.7%	6 6.0%	14 8.4%
特段の意向は示されていない	38 62.3%	1 16.7%	75 75.0%	114 68.3%
その他	2 3.3%	1 16.7%	2 2.0%	5 3.0%
(回答団体数)	61	6	100	167

【その他の回答】

- ・年限の長期化を行う場合の引受条件の変更(公募団体)
- ・市場公募債対比のシェアを一定程度確保したい(公募団体)
- ・償還期間が長くなった場合、途中での金利見直し(非公募団体(県))
- ・これ以上の金利引き下げはできない(その他市区町村)
- ・指定金融機関枠を復活してほしい(その他市区町村)

(出所) アンケート調査

また、地方団体に対して指定金融機関以外の金融機関等の銀行等引受債に関する直近の動向について尋ねたところ、図表 21 のとおりとなった。過半の団体において「入札等において競争的なレートの提示や、引受額増額の要望など、積極的に取り組んでいる」との回答があるほか、「指定金融機関による対応が困難な案件の受け皿となっている」との回答も一部にみられる。一方で、公募団体、その他市区町村の 2 割程度、非公募団体(県)の 5 割程度において、「指定金融機関が全面的に支援してくれているので、特段動きは見られない」との回答が選択されている。

図表 21 指定金融機関以外の金融機関等の銀行等引受債に関する直近の動向(複数回答)

内容	公募団体	非公募団体 (県)	その他 市区町村	合計
入札等において競争的なレートの提示や、引受額増額の要望など、積極的に取り組んでいる	38 62.3%	2 33.3%	44 44.9%	84 50.9%
他都道府県の地銀・信金・農協等が参入してきている	4 6.6%	2 33.3%	4 4.1%	10 6.1%
証券会社による入札案件への応募が増加している	1 1.6%	0 0.0%	0 0.0%	1 0.6%
指定金融機関による対応が困難な案件の受け皿となっている	3 4.9%	0 0.0%	8 8.2%	11 6.7%
調達額の大きさがネックとなり、引受に消極的になっている	3 4.9%	0 0.0%	2 2.0%	5 3.0%
調達年限の長さがネックとなり、引受に消極的になっている	3 4.9%	0 0.0%	5 5.1%	8 4.8%
調達金利の形態(固定金利・変動金利)がネックとなり、引受に消極的になっている	0 0.0%	0 0.0%	1 1.0%	1 0.6%
調達金利の水準がネックとなり、引受に消極的になっている	5 8.2%	0 0.0%	4 4.1%	9 5.5%
シンジケート団・協調融資団から外れたいと希望する金融機関が出てきている	2 3.3%	0 0.0%	0 0.0%	2 1.2%
指定金融機関が全面的に支援してくれているので、特段動きは見られない	11 18.0%	3 50.0%	18 18.4%	32 19.4%
その他	3 4.9%	0 0.0%	25 25.5%	28 17.0%
(回答団体数)	61	6	98	165

【その他】

- ・発行条件の見直し(債権譲渡を前提とするもの)について要望がある。
- ・指定金融機関以外の金融機関と交渉を行っていないため、特に動きは見られない。また、近年は他行からの貸付の営業等が無くなっているように感じる。
- ・金融機関によっては、全面的に辞退される場合もある
- ・近年、市中銀行からの借入が減少してきており、少額の借入の場合は入札を行っても辞退されることがある。

(出所) アンケート調査

第3節 住民参加型市場公募地方債

住民参加債は、2001(平成13)年度にその制度が創設されてから数年間、金融システム危機等による金融機関の預金に対する不安感や、新興国(BRICs)の景気拡大などに伴う金利上昇などもあり、発行団体数・発行額が共に順調に拡大した。しかしながらリーマンショック等の金融市場の不安定化や、日本銀行による異次元の金融緩和政策導入等による超低金利を背景に発行規模は大幅に縮小傾向を辿っている。特に比較的規模が大きい公募団体で、積極的に継続発行を行っていた団体は金利水準が低位化したことに伴い、全国型市場公募債との比較感から発行を断念せざるを得ず、休止状態となった団体は多いと考えられる。足許、需要喚起の大きな要素となっていた金利水準が、欧米各国の中央銀行による数次の利上げや日銀の政策修正等により上昇しており、その魅力を訴求できる水準に差し掛かりつつあると考えられる。今回はこうした金利環境の変化が、住民参加債の発行再開へ向けた機運に影響を与えているのかどうかに着目し、調査を行った。

1 住民参加型市場公募地方債の概要

(1) 住民参加型市場公募地方債の発行状況の推移

住民参加債は、主に自治体内の地域住民など個人投資家から証券発行形式で資金を調達する市場公募地方債のひとつである。主な制度目的として、①住民の行政参加意識の高揚、②住民に対する施策のPR、③資金調達手法の多様化、④個人金融資産の有効活用、⑤市場公募化のためのノウハウ取得、が挙げられる。地方分権の推進や財投改革等に伴う将来的な公的資金の縮小方針を踏まえ、特に知名度が低く比較的小規模な地方団体が、全国ベースではなく地域限定型で発行ロットの小さい公募債を発行することが可能となる新たなスキームとして、当委員会において提案された。

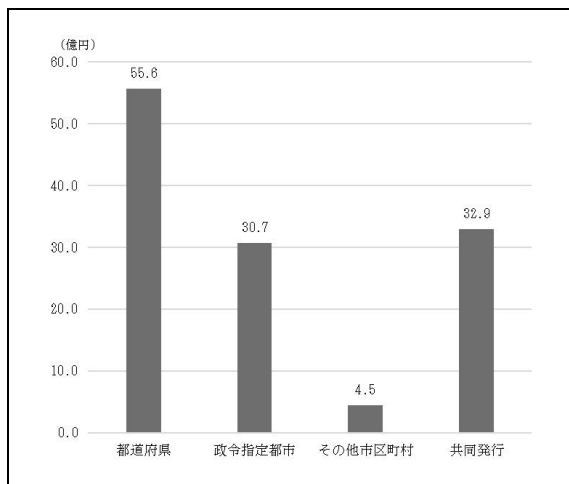
過年度の発行実績をみると、発行団体数並びに発行額のピークはいずれも2006(平成18)年度の124団体、3,513億円であり、発行実績の2022(令和4)年度までの累計は、共同発行も含め発行団体数229団体により、1,299銘柄、3兆5,903億円となっている(前掲図表12)。

1銘柄あたりの発行額は、都道府県で平均60億円程度、政令指定都市で平均30億円程度であるのに対し、その他市区町村では平均5億円程度と10億円に満たない規模となっている(図表22)。また、償還年限は5年債での発行が2兆6,154億円(86.1%)と最も多く、次いで3年債が8,084億円(10.5%)となっており、地域住民が購入しやすいという観点から短中期での発行が主流となっている(図表23)。

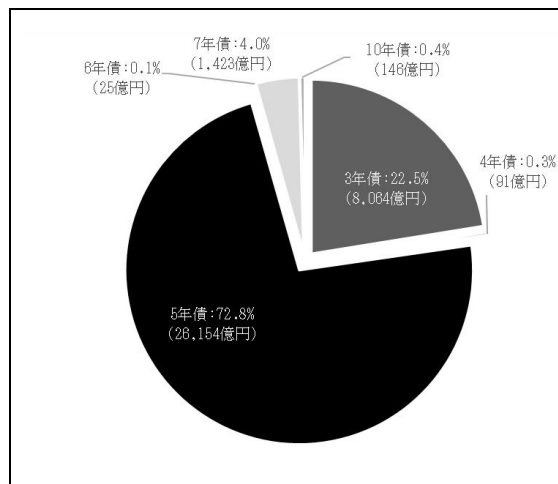
住民参加債の発行条件の決定にあたっては、参照銘柄として償還年限が5年の国債や全国型市場公募地方債が採用されることが多かったが、この5年国債の金利水準は2016(平成28)年1月以降、日本銀行によるマイナス金利政策の導入決定に伴い、マイナス圏に沈む状態がしばらく続くこととなった。このため、住民参加債は投資商品とし

での魅力づくりが困難となり、引受金融機関において募集残が発生する事例もみられるなど、募集販売にそれまでにない労力が費やされることとなった。このようなことから、2021(令和3)年にかけて、住民参加債の発行額は大幅に減少した(図表24)。

図表22 1銘柄当たりの平均発行額

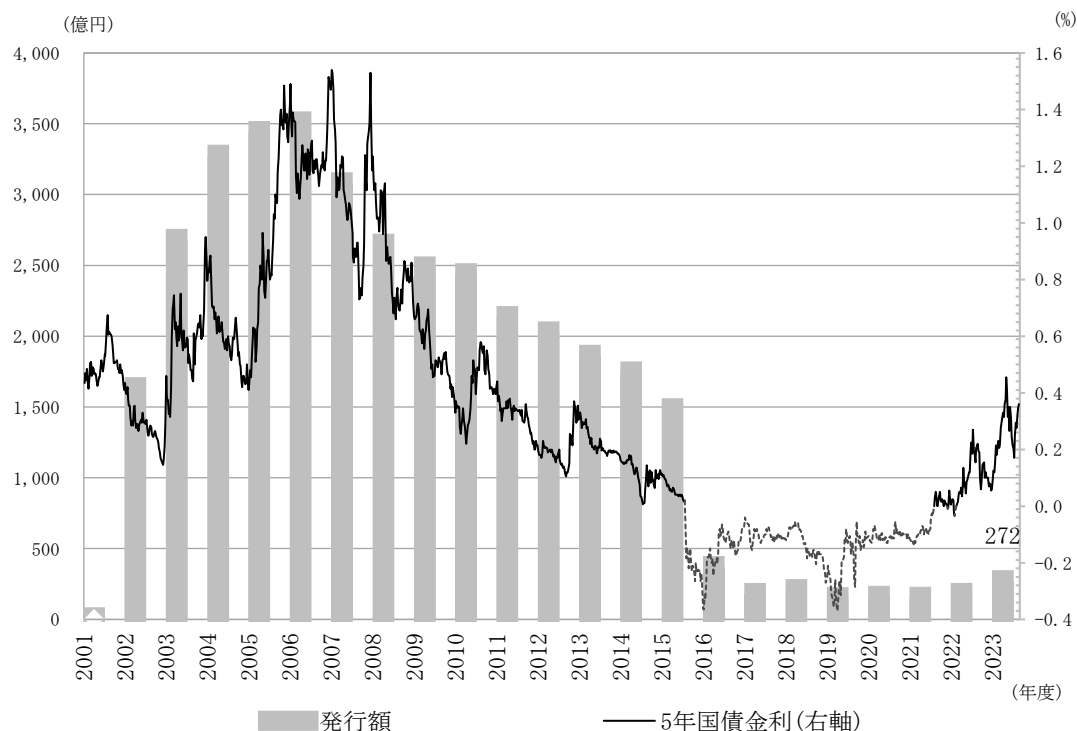


図表23 償還年限別の発行実績



(出所) 地方債協会 HP より地方債協作成
(注) 2022(令和4)年度発行分まで

図表24 住民参加債の発行総額と5年国債の金利の推移



(出所) QUICK、地方債協会 HP より地方債協作成
(注) 点線部分はマイナス金利となっている部分

(2) 良好な販売や発行額拡大に向けた取組事例

住民参加債は、主な投資家層として地域住民が想定されていることから、群馬県の「愛県債」や名古屋市の「なごやか市民債」、倉敷市の「倉敷よい子いっぱい債」のような愛称の設定をはじめとして、発行団体独自の特色が多く表れている。

特に、2000年代から2010年代前半にかけて、金利以外の「特典の付与」として、地元特産品の進呈のほか、人間ドックの受診券、充当事業となる対象施設の見学会等といった付加価値を高める動きが多く見られた(図表25)。

図表25 金利以外の特典を付与する事例

団体名	銘柄名称(愛称)	発行時期	充当事業	特徴
神戸市	こうべ市民債	2002/10	総合リサイクルセンター整備	・大学の無料受講証を交付
南部町	なんぶ町民債	2006/3	医療機器等整備	・人間ドック無料受診券進呈
広島県 広島市	新広島市民球場債	2008/11	広島市新球場(仮称)の建設	・購入証明書を贈呈 ・抽選で施設見学会に招待
塩尻市	しおじりワイン債	2010/4	市民交流センター建設	・塩尻産ヌーボーワイン贈呈 ・施設交流イベントへの招待(市民) ・ワイナリーフェスタへの参加券(市民以外)

(出所) 各種データより地方債協会作成

また、引受金融機関を介さずに地方団体が直接発行し、間接経費を抑えようとする事例や、金利条件を参照銘柄(同年限の国債や全国型市場公募地方債など)よりも低い利率に設定し、金利負担軽減分を、例えば緑化基金への積立や他事業に充当するといった、事業の魅了を住民に強く訴求し、調達コストの抑制を図る事例などもみられた(図表26)。

図表26 非金利特典の付与以外の、特色のある発行事例

団体名	銘柄名称(愛称)	発行時期	充当事業	特徴
熊野市	ささゆり熊野市民債	2004/5	資源化ストックヤード整備	・引受機関を介さずに販売
川崎市	川崎緑化推進債	2006/9	公園緑地施設、リサイクルパークあさおの整備等	・国債アンダーの発行条件 ・金利負担軽減分を緑化基金に積立
徳島県 徳島市	しっかり!ぼう債	2006/12	県立学校改築、強度文化会館施設整備、橋りょう修繕等	・国債アンダーの発行条件 ・金利負担軽減分を防災関連事業に充当
宮崎市	みやざきアイビー債	2009/1	フェニックス自然動物園や市内小学校校舎の整備等	・S&Pより格付を取得 ・購入対象者を地域住民に限定せず

(出所) 各種データより地方債協会作成

他にも、全国型市場公募地方債の発行経験を多く有する都道府県が主導し、共同発行債の仕組みを活用した共同発行も行われた(図表 27)。

「兵庫のじぎく債」や「大好きいばらき県民債」は、長期間にわたり継続して発行されたものの、低金利の市場環境で魅力ある商品性を確保することが困難となったことから、2017(平成 29)年度に発行が休止された。

2023(令和 5)年度には、金利水準が上昇したことに加え、SDGs の機運が個人投資家においても高まってきていることを踏まえ、兵庫県並びに県下 14 団体において、共同発行形式での個人向けグリーンボンド「ひょうごグリーン県民債」が発行された。

図表 27 共同発行がなされた住民参加債の事例

銘柄名称(愛称)	発行時期	参加団体
兵庫のじぎく債	2003/5	兵庫県、伊丹市、宝塚市、川西市、三田市、篠山市
北東北みらい債	2003/12	青森県、岩手県、秋田県
大好きいばらき県民債	2004/12	茨城県、水戸市、土浦市、下館市、取手市、牛久市、鹿嶋市
ひょうごグリーン県民債	2023/8	兵庫県、姫路市、尼崎市、豊岡市、加古川市、西脇市、三木市、小野市、加西市、南あわじ市、淡路市、加東市、多可町、香美町、新温泉町

(出所) 各種データより地方債協作成

図表 28 SDGs 債として発行された住民参加債の事例

団体名	種類	発行時期	充当事業
東京都	グリーンボンド	2017/12	都有施設・道路の照明の LED 化、ヒートアイランド現象に伴う暑熱対応(遮熱性・保水性の向上)等
北九州市	サステナビリティボンド	2021/10	洋上風力発電関連事業、豪雨災害等から市民を守るための防災対策、公共施設の省エネルギー化の推進等
三重県	グリーンボンド	2022/10	電気自動車やハイブリッド車両の購入、信号機等の新設、改良(LED化等)、水害・高潮・高波・土砂対策等
兵庫県並びに県下 14 団体	グリーンボンド	2023/8	照明の LED 化、空調設備の更新、従来比省エネ性能の高いごみ処理施設の整備、公共施設の緑化、電気自動車等の導入、充電設備の導入、ため池防災対策等
仙台市	グリーンボンド	2023/9	市有施設への太陽光パネル設置、ごみ処理施設の省エネルギー化改修、環境性能の高い市有施設の新築等
川崎市	グリーンボンド	2023/11	環境配慮技術導入事業、五反田川放水路整備事業、地域エネルギー会社出資金、清掃船(電気推進船)の建造等

(出所) 各種データより地方債協作成

また、岩手県ではインターネットを通じて募集金額全額を販売する事例が見られた(図表 29)。本事例の狙いとしては、購入対象者に居住、勤務地域などの具体的な制限を設けず、ネットの特性を活かし、利回りを重視する個人投資家層の全国的な取り込みを図るとともに、従来捕捉できていなかった 20 歳代から 40 歳代までの年齢層に対するアプローチが企図された。

図表 29 インターネットを通じて販売された住民参加債の事例

団体名	銘柄名称 (愛称)	発行時期	特徴
岩手県	わんこ債	2023/12	<ul style="list-style-type: none"> ・募集金額全額(10 億、5 年、満期一括償還)についてネット証券を通じて販売 ・販売ページに、県の移住・定住、就職支援等の取組みやふるさと納税のホームページのリンクを掲載し PR を実施 ・こうした取組みのターゲットと、ネット販売により想定される購入層が一致(県外在住の 20 代から 40 代までの若者)。

(出所) 各種データより地方債協会作成

「わんこ債」に投資した投資家の年齢別、地域別の分析では、投資件数 1,948 件のうち、年齢別では 40 歳代以下が 51.5%(1,004 件)を占め、また、地域別では東北地方以外が 86.0%(1,675 件)を占めており、当初の狙いが達成された(図表 30)。このような販売における工夫は、安定的な資金調達に向けて参考になると考えられる。

図表 30 「わんこ債」の販売状況

年代・所在地データ



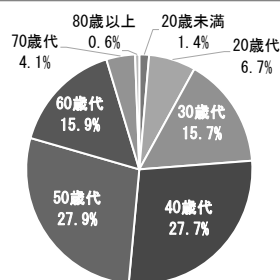
■ 購入者平均年齢は48.3歳、およそ半数が40代以下

✓ 他リテール債と比しても平均年齢は低く、ターゲットである若年層の販売は達成したものと史料

地域別 件数データ

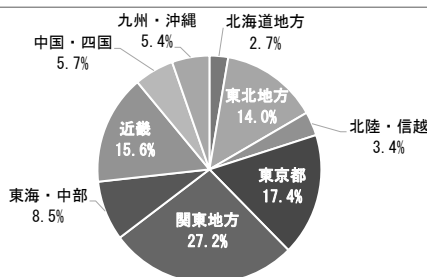
年代	件数	件数比率
20歳未満	27	1.4%
20歳代	131	6.7%
30歳代	306	15.7%
40歳代	540	27.7%
50歳代	544	27.9%
60歳代	309	15.9%
70歳代	79	4.1%
80歳以上	12	0.6%
総計	1,948	100.0%

件数比率



地域別 件数データ

所在地	件数	件数比率
北海道地方	53	2.7%
東北地方	273	14.0%
北陸・信越	66	3.4%
東京都	339	17.4%
関東地方	530	27.2%
東海・中部	166	8.5%
近畿	304	15.6%
中国・四国	112	5.7%
九州・沖縄	105	5.4%
総計	1,948	100.0%



Strictly Confidential ©2023 SBI Securities Co., Ltd. All Rights Reserved

(出所) SBI 証券作成

2 足許の発行状況

(1) 地方団体における起債動向

アンケートに回答いただいた地方団体における住民参加債の発行実績の有無は、「単独で起債したことがある」、「自団体が中心となり、他の地方団体と共同発行形式で起債したことがある」、「他団体が主導した共同発行の形式で起債したことがある」との回答をした地方団体は、48.5%であった(図表 31)。

図表 31 住民参加債の発行実績の有無(複数回答)

内容	公募団体	非公募団体 (県)	その他 市区町村	合計
単独で起債したことがある	46 75.4%	1 16.7%	25 25.0%	72 43.1%
自団体が中心となり、他の地方団体と共同発行形式で起債したことがある	8 13.1%	0 0.0%	0 0.0%	8 4.8%
他団体が主導した共同発行の形式で起債したことがある	2 3.3%	0 0.0%	4 4.0%	6 3.6%
発行したことはない	10 16.4%	5 83.3%	71 71.0%	86 51.5%
(回答団体数)	61	6	100	167

(出所) アンケート調査

また、発行実績がない86団体のうち、銀行等引受債での調達時に証券形式で発行したことがないのは69団体(80.2%)であった(図表 32)。特に、地方債の証券形式での発行経験がないその他市区町村においては、将来的に住民参加債の検討に備え、ノウハウを蓄積しておくことが望ましいと考えられる。

図表 32 銀行等引受債(証券発行形式)の起債実績の有無

内容	公募団体	非公募団体(県)	その他市区町村	合計
ある	9 90.0%	5 100.0%	3 4.2%	17 19.8%
ない	1 10.0%	0 0.0%	68 95.8%	69 80.2%
(回答団体数)	10	5	71	86

(出所) アンケート調査

アンケートに回答いただいた地方団体のうち、2019(令和元)年度以降で住民参加債の発行実績がある地方団体は、12団体(11.4%)に留まっている(図表 33)。住民参加債を発行した背景としては、住民参加債の基本的な観点である「住民の行財政への参画意識の高揚」や「資金調達手法の多様化」、「住民への事業のPR」が企図されている(図表 34)。

発行しなかった背景としては、「発行コスト(手数料、事務費等)が他の調達方法に比べ割高となることへの懸念」や「起債事務が銀行等引受債に比べ、煩雑となることへの懸念」が多く回答され、加えて公募団体では「低金利環境下において、売れ残り(募集残)が発生することへの懸念」、その他市区町村では「起債対象として適切な事業がない」ことが挙げられた(図表 35)。

図表 33 2019(令和元)年度以降の住民参加債の起債実績の有無

内容	公募団体	非公募団体(県)	その他市区町村	合計
した	7 12.5%	0 0.0%	5 10.4%	12 11.4%
していない	49 87.5%	1 100.0%	43 89.6%	93 88.6%
(回答団体数)	56	1	48	105

(出所) アンケート調査

図表 34 住民参加債を起債した理由(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村	合計
住民の行財政への参画意識の高揚	7 100.0%	5 62.5%	14 93.3%
住民への事業のPR	5 71.4%	4 50.0%	9 60.0%
資金調達手法の多様化	6 85.7%	5 62.5%	11 73.3%
発行に関するノウハウの習得・維持	2 28.6%	0 0.0%	2 13.3%
金利水準の上昇に伴う個人投資家の関心の高まり	3 42.9%	0 0.0%	3 20.0%
県からの呼びかけがあったため	0 0.0%	2 25.0%	2 13.3%
(回答団体数)	7	8	15

(出所) アンケート調査

図表 35 住民参加債を起債しなかった理由(複数回答)

内容	公募団体	非公募団体(県)	その他市区町村	合計
起債対象として適切な事業がない	6 12.2%	0 0.0%	14 33.3%	20 21.7%
低金利環境下において、売れ残り(募集残)が発生することへの懸念	23 46.9%	0 0.0%	8 19.0%	31 33.7%
低金利環境下において、国債等への上乗せ金利(スプレッド)が過大となることへの懸念	11 22.4%	0 0.0%	3 7.1%	14 15.2%
発行コスト(手数料、事務費等)が他の調達方法に比べ割高となることへの懸念	20 40.8%	1 100.0%	21 50.0%	42 45.7%
起債事務が銀行等引受債に比べ、煩雑となることへの懸念	21 42.9%	1 100.0%	20 47.6%	42 45.7%
発行額が小さい	11 22.4%	0 0.0%	3 7.1%	14 15.2%
人事異動、退職等により発行ノウハウが継承されていないため	4 8.2%	1 100.0%	8 19.0%	13 14.1%
その他	6 12.2%	0 0.0%	5 11.9%	11 12.0%
(回答団体数)	49	1	42	92

【その他の回答】

- ・ 県民の参画意識の醸成や県施策のPR等の当初の目的は一定程度達成されたものと考えられるため
- ・ 全国型市場公募地方債で金融機関店頭での県民向け発行を可能としているため

(出所) アンケート調査

(2) 発行・引受事務の動向

アンケート調査先のうち、2019(令和元)年度以降に住民参加債の起債実績のある地方団体(前掲図表 32)に限定し、発行事務の動向について調査した。

引受・募集の体制については、公募団体ではシンジケート団が、その他市区町村では指定金融機関が中心となっていて行われている(図表 36)。

また、中心的な購入層は50代から70代と過去の多くの事例と同様の傾向であり、購買層拡大のための広報活動は、インターネットツールやテレビ・ラジオ等のメディアの活用や、引受金融機関店頭でのリーフレット配布や掲示物貼り付けなどが行われている(図表 37、38)。

一方で、住民参加債の創設当時に商品性の魅力向上策として多くの団体で取組まれた「金利以外の購入特典」の付与については、今回のアンケート調査ではほとんど回答がみられなかった。

図表 36 住民参加債の引受・募集体制

内容	公募団体	その他市区町村	合計
指定金融機関が引受・募集	0 0.0%	5 100.0%	5 41.7%
シンジケート団が引受・募集	6 85.7%	0 0.0%	6 50.0%
自団体自らが募集(引受金融機関なし)	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
その他	1 14.3%	0 0.0%	1 8.3%
(回答団体数)	7	5	12

【その他の回答】

・共同売出人による販売

(出所) アンケート調査

図表 37 住民参加債の主たる購入層(上位3つ)

内容	公募団体	その他市区町村	合計
40代以下	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
50代	5 71.4%	1 20.0%	6 50.0%
60代	6 85.7%	2 40.0%	8 66.7%
70代	6 85.7%	2 40.0%	8 66.7%
80代	1 14.3%	1 20.0%	2 16.7%
(回答団体数)	7	5	12

(出所) アンケート調査

図表 38 地方団体が購入者層の拡大を図るために実施していること(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村	合計
公式 SNS 等のインターネットツールの活用	4 57.1%	4 80.0%	8 66.7%
「広報誌」等への折り込みチラシ	5 71.4%	1 20.0%	6 50.0%
地元のテレビ、ラジオ、新聞等のメディアへの掲載	5 71.4%	0 0.0%	5 41.7%
引受金融機関の店頭へのポスター貼付、リーフレット等の配布	6 85.7%	2 40.0%	8 66.7%
金利以外の購入特典の付与	1 14.3%	1 20.0%	2 16.7%
購入可能な対象地域の拡大	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
(回答団体数)	7	5	12

(出所) アンケート調査

地方団体に、住民参加債の発行で苦慮している点・妨げとなっている点について、また、金融機関、証券会社に対しても、引受金融機関として苦慮している点、あるいは発行団体は苦慮していると考えられる点について尋ねたところ、いずれも「募集残発生の懸念」、「他の調達手法対比、高い調達コスト（需要喚起に必要な上乗せスプレッドが過大等）」が多く選択された。次いで、地方団体では「起債に適した事業の不足」が、金融機関、証券会社では、「下限金利の設定・証券会社のキャンペーン等がある他商品（個人向け国債等）の存在」多く挙げられた(図表 39、40)。

図表 39 地方団体にとって発行において苦慮している点・妨げとなっている点(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村	合計
募集残発生の懸念	3 42.9%	2 40.0%	5 41.7%
他の調達手法対比、高い調達コスト（需要喚起に必要な上乗せスプレッドが過大等）	1 14.3%	3 60.0%	4 33.3%
起債に適した事業の不足	1 14.3%	3 60.0%	4 33.3%
下限金利の設定・証券会社のキャンペーン等がある他商品（個人向け国債等）の存在	2 28.6%	0 0.0%	2 16.7%
(回答団体数)	7	5	12

(出所) アンケート調査

図表 40 引受金融機関として苦慮している点または発行団体が苦慮していると考えられる点(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	証券	合計
募集残発生の懸念	11 40.7%	2 15.4%	5 35.7%	18 54.5%
他の調達手法対比、高い調達コスト（需要喚起に必要な上乗せスプレッドが過大等）	6 22.2%	2 15.4%	4 28.6%	12 36.4%
発行団体における起債に適した事業の不足	1 3.7%	0 0.0%	2 14.3%	3 9.1%
下限金利の設定・証券会社のキャンペーン等がある他商品（個人向け国債等）の存在	4 14.8%	1 7.7%	5 35.7%	10 30.3%
(回答社数)	11	8	14	33

【その他の回答】

- ・金利低下により絶対値妙味が薄まる際は需要感が急転する可能性や他商品との競争力で劣る場合、販売面で苦慮するリスクがある。
- ・絶対値志向の強い個人投資家が対象となるため、年限が短く、高利回りのリテール向け社債等と募集時期が重なる場合の販売の難しさ

(出所) アンケート調査

また、住民参加債の継続的な発行に有効と考えられる点についても、地方団体、金融機関並びに証券会社に尋ねたところ、いずれも「魅力的な金利の設定」及び「住民にとって意義・関心の大きい事業に対する起債」などの回答が多く、金融機関、証券会社では、「起債対象施設に関心を持ってもらう取り組み（見学・利用の機会の提供等）」も多く挙げられた(図表 41、42)。

図表 41 【地方団体回答】住民参加債の継続的な発行に有効と考えられる点(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村	合計
魅力的な金利の設定	4 57.1%	4 80.0%	8 66.7%
発行規模の調整	1 14.3%	2 40.0%	3 25.0%
購入者にかかる居住地等の要件の緩和	1 14.3%	0 0.0%	1 8.3%
購入限度額の緩和	1 14.3%	0 0.0%	1 8.3%
住民にとって意義・関心の大きい事業に対する起債	2 28.6%	3 60.0%	5 41.7%
起債対象施設に関心を持ってもらう取り組み（見学・利用の機会の提供等）	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
(回答社数)	7	5	12

(出所) アンケート調査

図表 42 【金融機関・証券会社回答】住民参加債の継続的な発行に有効と考えられる点(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	証券	合計
魅力的な金利の設定	24 68.6%	14 73.7%	13 92.9%	51 75.0%
発行規模の調整	6 17.1%	1 5.3%	8 57.1%	15 22.1%
購入者にかかる居住地等の要件の緩和	5 14.3%	0 0.0%	8 57.1%	13 19.1%
購入限度額の緩和	4 11.4%	1 5.3%	6 42.9%	11 16.2%
住民にとって意義・関心の大きい事業に対する起債	17 48.6%	13 68.4%	10 71.4%	40 58.8%
起債対象施設に関心を持ってもらう取り組み(見学・利用の機会の提供等)	8 22.9%	6 31.6%	5 35.7%	19 27.9%
(回答団体数)	35	19	14	68

(出所) アンケート調査

(3) 今後の住民参加債への取組意向

今後、住民参加債について「積極的に発行していく」または「発行を検討していく」と回答した地方団体は公募団体で7団体(11.7%)、その他市区町村で4団体(4.0%)であり(図表 43)、地方団体における住民参加債の取組意向に大きな変化はみられず、住民参加債の発行再開等の機運が乏しい結果となった。

図表 43 地方団体の今後の住民参加債への取組意向

内容	公募団体	非公募団体	その他市区町村	合計
積極的に発行していく	4 6.7%	0 0.0%	0 0.0%	4 2.4%
発行を検討していく	3 5.0%	0 0.0%	4 4.0%	7 4.2%
発行は様子見とする	28 46.7%	3 50.0%	44 44.0%	75 45.2%
発行するつもりはない	25 41.7%	3 50.0%	52 52.0%	80 48.2%
(回答団体数)	60	6	100	166

(出所) アンケート調査

(4) 金融機関、証券会社の提案状況

都銀・地銀、信金・信組並びに証券会社に、地方団体への住民参加債の提案状況を尋ねたところ、図表 44 のとおりとなった。金融機関においては国内で広範囲に拠点網を有するメガバンクを中心に「都道府県・政令指定都市(指定金先)」への提案が実施されているものの、地銀や信金・信組においては「提案したことがない」との回答がほとんどであった。証券会社においては「都道府県・政令指定都市(既存取引先あり先)」を中心に、中核市・特例市やその他市区町村といった非公募団体に対しても提案が行われている。

図表 44 2019(令和元)年度以降に住民参加債での調達を提案した地方団体の区分(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計	内容	証券
都道府県・政令指定都市 (指定金先)	4 9.5%	0 0.0%	4 5.6%	都道府県・政令指定都市 (既存取引有あり先)	10 71.4%
都道府県・政令指定都市 (指定金先以外)	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	都道府県・政令指定都市 (新規先)	3 21.4%
中核市・特例市 (指定金先)	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	中核市・特例市 (既存取引有あり先)	3 21.4%
中核市・特例市 (指定金先以外)	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	中核市・特例市 (新規先)	1 7.1%
その他市区町村 (指定金先)	2 4.8%	0 0.0%	2 2.8%	その他市区町村 (既存取引有あり先)	3 21.4%
その他市区町村 (指定金先以外)	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	その他市区町村 (新規先)	1 7.1%
提案したことはない	36 85.7%	29 100.0%	65 91.5%	提案したことはない	4 28.6%
(回答社数)	42	29	71	(回答社数)	14

(出所) アンケート調査

こうした金融機関や証券会社からの提案を受けた地方団体においては、住民参加債での調達を検討する動きが見られた(図表 45)。その背景としては住民参加債の基本的な趣旨に加え、「金利水準の上昇に伴う個人投資家の関心の高まり」が挙げられており、金利水準の上昇局面を捉えた動きが確認された(図表 46)。

図表 45 【金融機関・証券会社回答】提案を踏まえた地方団体の対応(複数回答)

内容	都銀・地銀	証券	合計
住民参加型市場公募地方債での調達を予定している (又は調達した)	5 83.3%	9 90.0%	14 87.5%
具体的な調達時期は未定だが、将来的に住民参加型 市場公募地方債での調達を検討している	0 0.0%	6 60.0%	6 37.5%
特に検討はしていない	1 16.7%	2 20.0%	3 18.8%
(回答社数)	6	10	16

(出所) アンケート調査

図表 46 【金融機関・証券会社回答】地方団体が住民参加債の起債の検討を開始した理由(複数回答)

内容	都銀・地銀	証券	合計
住民の行財政への参画意識の高揚	4 80.0%	7 77.8%	11 78.6%
住民への事業のPR	0 0.0%	9 100.0%	9 64.3%
資金調達手法の多様化	0 0.0%	7 77.8%	7 50.0%
発行に関するノウハウの習得・維持	0 0.0%	3 33.3%	3 21.4%
金利水準の上昇に伴う個人投資家の関心の高まり	2 40.0%	8 88.9%	10 71.4%
(回答社数)	5	9	14

(出所) アンケート調査

3 今後の発行に向けて

(1) 安定した資金調達チャネルの確保

地方団体が地方債を発行するうえで、投資家層の拡大や調達先の多様化を図ることは安定調達の観点から非常に重要である。主な購入層を機関投資家とする全国型市場公募地方債、指定金融機関等の地域金融機関を中心に借入れを行う銀行等引受債に加え、主に地域住民である個人投資家や地域の法人企業等を対象とする住民参加債を発行することで、地方団体は安定した新たな資金調達チャネルを確保することができる。

個人投資家は、その投資特性として、債券を満期まで保有する傾向の高く、安定的な保有者であり、急激な相場変動が起きた際には市場の「防波堤」となることも期待され、底堅い投資家層と考えられる。更に、一般的に「投資リスク」に慎重な個人投資家は多いと考えられるが、住民参加債は、価格変動リスク等の高い株式や金融派生商品等と比較し極めて安定した商品であり、満期保有を前提とした場合は、元本毀損リスクのない金融商品と言える。このため、「貯蓄から投資へ」の観点からも、個人投資家が投資を始めるに当たって馴染みやすい金融商品であり、魅力的な商品となることが考えられる。

(2) 魅力的な商品設計と販売拡大に向けた取組みの実践

商品設計として、地元特産品の贈呈や、起債対象施設の見学会、人間ドック受診券の贈呈等、地域の特色や実情に沿った取組等が多く行われてきたものの、低金利環境下では、起債中止などによりそうした取組みも大幅に減少した状況にある。魅力的な金利設定が可能となる金融環境下にあつて、こうした特典、非金銭的リターンの付与は、他の金融商品に対し、比較優位性を発揮できる特徴的な金融商品となるほか、地域資源のアピールや、地域住民の生活満足度の向上等に有用な役割を果たすことも期待される。

2024(令和6)年1月から開始された新NISA制度では、国債や地方債、事業債などの特定公社債⁶は直接投資の対象商品とはなっておらず(「成長投資枠」による直接投資は除外。「つみたて投資枠」では投資信託の債券重視型等の商品を介した投資は可能。この場合、全国型市場公募地方債が投資対象となることが想定される。)、このため、住民参加債は税制上のメリットは享受できないことが想定されてはいるものの、当該制度の運用開始により個人投資家における「貯蓄から投資へ」の関心は確実に高まっている。こうした状況を捉え、新NISA制度と住民参加債それぞれの創設等の趣旨を踏まえつつ、魅力的な住民参加債の設計の検討に取り組むことが望まれる。具体的には、運用の柔軟性(購入者の居住要件や購入限度額の上限拡大・撤廃等)を図ることや、住民にとって値ごろ感のある発行条件の設定、非金銭的メリットとなる「特典の付与」など、個

⁶ 国債、地方債、外国国債および地方債、公募公社債、上場公社債、2015年12月31日以前に発行された公社債(同族会社が発行した社債を除く。)など2013年度税制改正の「金融所得課税の一体化」の対象となった一定の公社債。2016年1月から、特定公社債の利子や売却や償還により譲渡損益が発生した場合に原則確定申告が必要となったことに伴い、特定口座での取扱いが可能となり、上場株式の配当や売却による所得と合わせた計算(損益通算)及び繰越控除ができるようになった。

人投資家の関心や購入可能性を高めていくことにより魅力的な商品づくりを行うことが重要であると考えられる。

また、住民参加債は、住民の行財政への参加意識の高揚や施策のPRの観点から、資金使途を明確化することも重要である。実際の起債運営においても、地域住民に関心の高い事業を選定することにより、より魅力的な商品とすることで募集販売活動を円滑に行いたいと考える地方団体は多い。さらに、近年においては、SDGsに関連した事業の位置付けとして、過去に行っていた同趣旨の事業（例えば、太陽光発電、地熱発電、風力発電等を対象とした事例）が、更にアピール性の高いものへ昇華している。この点からも、対象事業の明確化は、重要性を増している。しかし一方で、住民参加債の継続的な発行に重点を置く地方団体においては、対象事業を絞り込み過ぎてしまうと、発行自体が困難となってしまう恐れがある。このため、資金の継続的な安定調達という観点にも留意し、時には柔軟な事業選定の対応を行うことも重要である。

先述のように、これまでの過去の住民参加債の対象事業では、防災機能・橋梁震災対策（和歌山県 H17. 1. 25）や水力（都留市 H18. 1. 31）・風力（横浜市 H19. 2. 27）・太陽光（北九州市 H25. 7. 31）等の発電施設、交通バリアフリー法重点地区の整備（川崎市 H19. 12. 12）などの採用事例が既にあり、このことは、足許で発行が増加しているグリーンボンドやサステナビリティボンド等のSDGs債のカテゴリーと親和性、類似性が高いものでもある。特に、SDGsの取組みを広くPRしていきたいと考える地方団体にあっては、住民参加債は有効なツールとなることが期待される。

（3）足許の金融環境を踏まえた対応

金融環境をみると、近年においては、先述のように、低金利状態が継続したことが大きな要因となり、住民参加債の発行団体数、発行額ともに大幅に減少した状態が続いている。公募団体にあっては、全国型市場公募地方債の5年債金利の歴史的な低位化と、これとの比較感や募集残発生懸念から、住民参加債の発行を断念せざるを得なくなった団体も多い。一方で、こうした厳しい状況においても、継続的に発行に取り組んでいる地方団体もある。こうした地方団体では、起債運用面において、様々な工夫を凝らしたうえ、広報・募集販売活動にも大変多くの労力が割かれるといった環境が続いてきた。

足許においては、日銀による金融政策正常化への期待等から金利水準が上昇している。先行きについても、欧米先進国におけるインフレの鈍化傾向や、景気中立的な財政運営に向けた議論等の動向に注視する必要があるものの、我が国においては、いよいよデフレ経済からインフレ経済への転換を見据え、マイナス金利政策の解除等が議論され、国債利回り等、金利水準の一層の上昇も見込まれるところとなっている。

また、足許の地方債市場においては、2016（平成28）年3月より「絶対金利」方式で発行条件の決定がなされた全国型市場公募地方債の5年債が、2022（令和4）年2月より国内金利の上昇を背景に、流通市場での国債利回りに一定の金利を上乗せする「スプレッ

ドプライシング」方式での発行条件決定へ転換しており、正常な起債運営へ回帰した状況となっている。

今回のアンケート結果では、住民参加債は、全国型市場公募地方債や銀行等引受債などの他の調達手法と比較し、低金利状態が強く意識されたためか、これまで同様に募集困難な事態や募集残の発生懸念が多く、多くの団体で課題として挙げられた。その一方で、証券会社のアンケート結果の中に、足許の金利上昇を捉え、個人投資家に対し魅力的な金利設定の実現可能性が高まりつつあり、住民参加債の発行を推奨する動きがみられた。このことは大きな環境変化の始まりと捉えられる。

先述のように、兵庫県においては、低金利の市場環境で魅力ある商品性を確保することが難しいことなどから、2017(平成29)年度に発行が一旦休止されていたが、2023(令和5)年度、金利がやや上昇局面を迎えたことを捉え、これまで最大となる14市町の参加による共同発行形式の住民参加債の発行が再開された。再開に際しては、個人投資家においてもSDGsへの関心が高まってきていることを踏まえ、銘柄名を個人向けグリーンボンド「ひょうごグリーン県民債」として発行されている。

また、岩手県においてネット証券を通じて募集金額全額を販売した「わんこ債」では、購入対象者に居住、勤務地域等の具体的な制限を設けなかったことで、全国規模で個人投資家の需要にこたえている。加えて、これまでの住民参加債の中心的な投資家の年齢層が60歳代、70歳代であるのに対し、「わんこ債」では年齢別の内訳として40歳以下がおよそ半数を占めるなど、若年層への裾野拡大が行われている。

このような取組みは、SDGsへの関心の高まりに加え、足許の金利上昇を適確に捉えた動きと言える。地方団体においては、こうした金利環境や個人投資家の特性を踏まえつつ、他団体における住民参加債の発行再開・新たな取組等の動向を継続的に情報収集し、住民参加債発行への関心や発行機運を高め、個人投資家が中心となる資金調達チャネルを着実に確保していくことが望まれる。

第3章 サステナブルファイナンスをめぐる環境の変化

持続可能な社会の実現に向け世界経済全体で様々な取組みが行われており、金融市場においても、新たな産業・社会構造への転換を促すサステナブルファイナンスの推進が不可欠となっている。E（環境）・S（社会）・G（ガバナンス）の要素を投資方針上重視する「ESG投資」は世界的に拡大し、我が国においても、欧米同様にESG投資を推進する制度整備が進められ、国内機関投資家の間でESG投資へのニーズが高まっている。2023（令和5）年度には、国際公約と産業競争力強化・経済成長を同時に実現していくため、GX経済移行債の個別銘柄として「クライメート・トランジション利付国債」が発行されるなど、脱炭素等の取組みを金融面から支援するこうした動きはさらに進んでいくものと考えられる。

第1節 国内外のSDGs債の市場動向

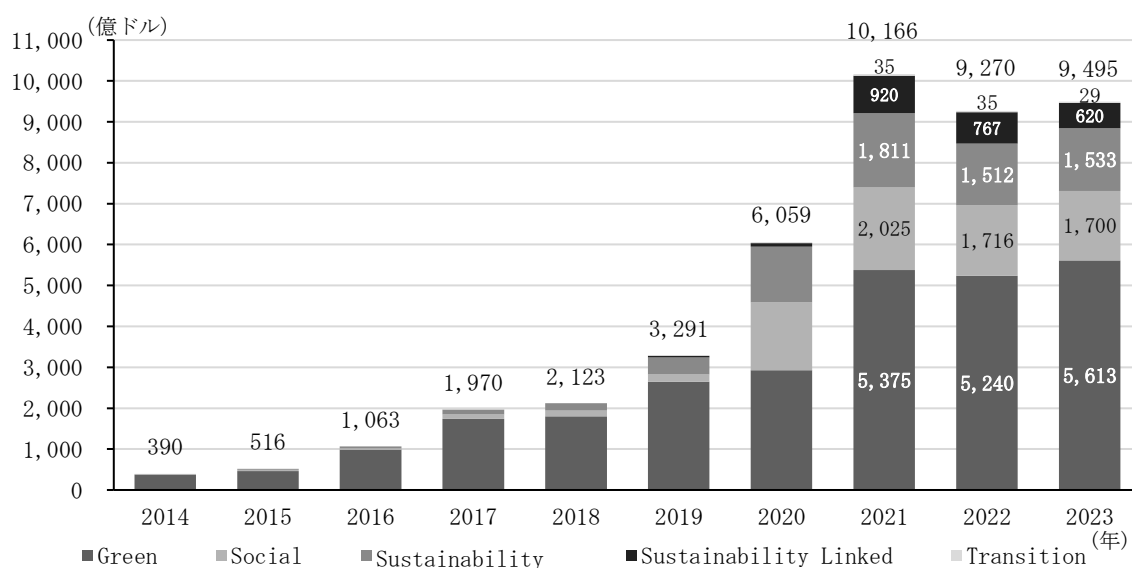
1 SDGs債の市場規模

（1）グローバル市場における発行額の推移

グローバル市場におけるSDGs債の発行状況を見ると、2023（令和5）年の年間発行額は9,495億米ドルと、2021（令和3）年に次ぐ過去2番目の発行額となった（図表1）。

ラベルごとの内訳は、発行総額9,495億米ドルのうちグリーンボンドが59.1%（5,613億米ドル）と引き続き最大を占める。続いてソーシャルボンドが17.9%（1,700億米ドル）、サステナビリティボンドが16.1%（1,533億米ドル）、サステナビリティ・リンク・ボンドが6.5%（620億米ドル）、トランジションボンドが0.3%（29億米ドル）となっている。

図表1 グローバル市場におけるSDGs債の発行額の推移



（出所）Environmental Finance よりみずほ証券作成

（注）ドル換算

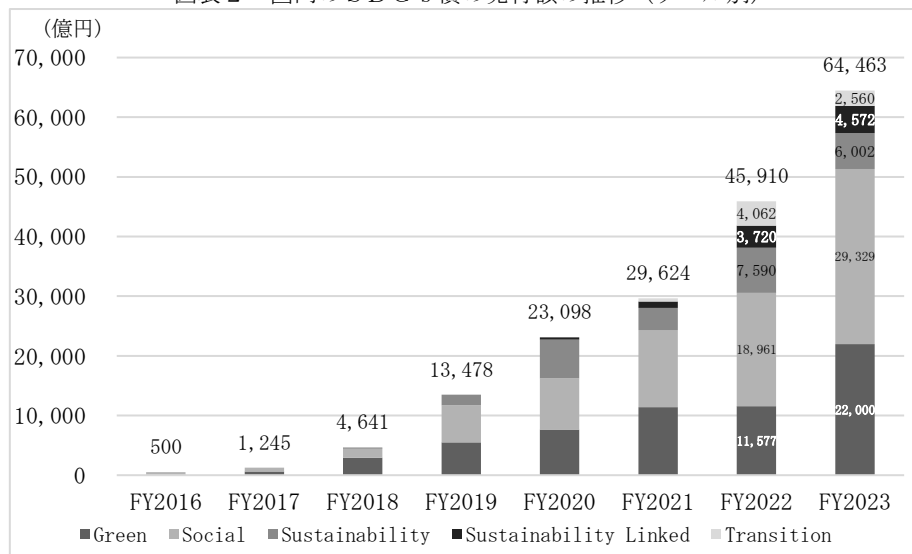
クライメート・トランジション利付国債を含まない

(2) 国内市場における発行額の推移

国内におけるSDGs債の発行状況を見ると、発行額は増加を続け、2023(令和5)年度は2024(令和6)年3月8日時点で6兆4,463億円が発行されている(図表2)。

発行業態別でみると、地方団体・地方公社の発行額は、2022(令和4)年度は発行総額4兆2,333億円に対し2,491億円(5.9%)、2023(令和5)年度は2024(令和6)年3月8日時点での発行総額6兆4,463億円に対し4,690億円(7.3%)を占めている(図表3)。

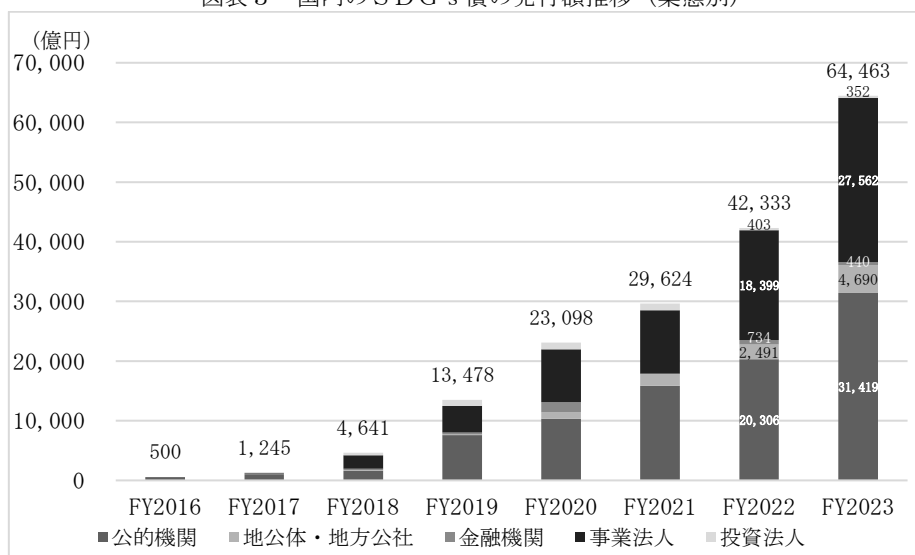
図表2 国内のSDGs債の発行額の推移(ラベル別)



(出所) みずほ証券調べ

(注) クライメート・トランジション利付国債を含まない

図表3 国内のSDGs債の発行額推移(業態別)



(出所) みずほ証券調べ

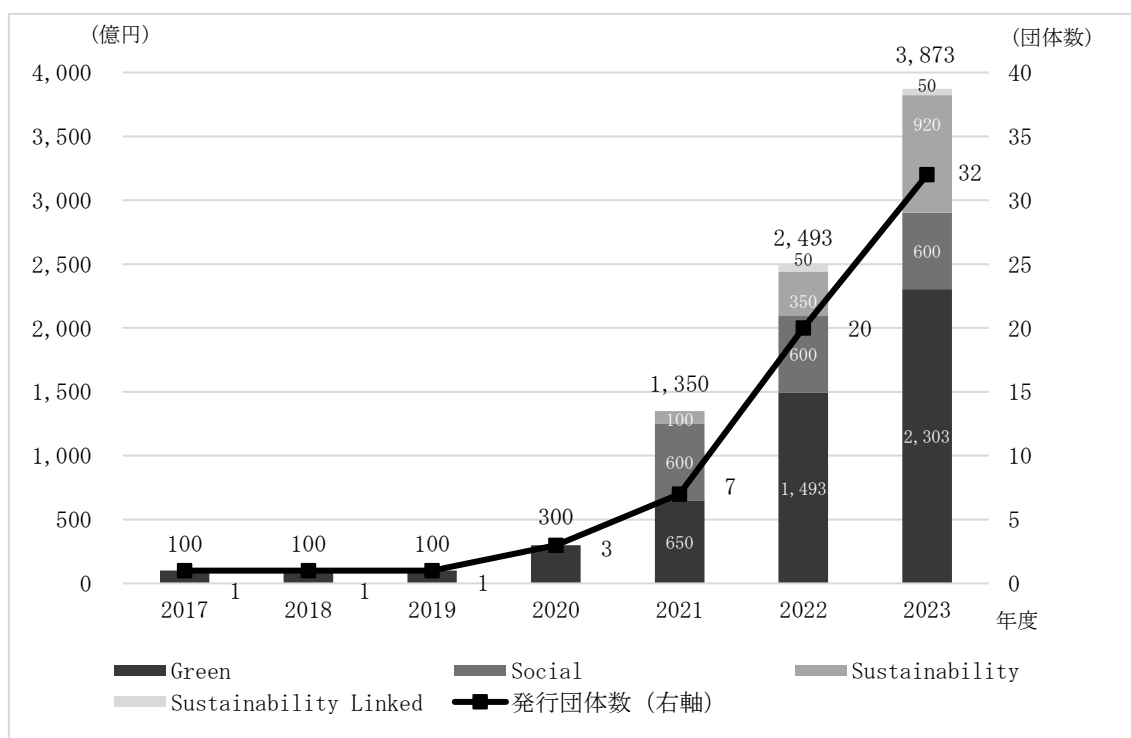
(注) クライメート・トランジション利付国債を含まない

(3) 地方債市場における発行額の推移

日本の地方団体におけるSDGs債の発行状況を見ると、2017(平成29)年度に東京都が地方団体で初のグリーンボンドを発行して以来、2021(令和3)年度以降、特に発行総額の増加が続き、2023(令和5)年度については3,873億円(2024年3月15日条件決定分まで)の発行があった(図表4)。

団体数についても、2019(令和元)年度までは東京都のみであったのに対し、2023(令和5)年度においては32団体まで拡大している。

図表4 全国型市場公募地方債におけるSDGs債の発行推移(2024年3月15日条件決定分まで)



(出所) 地方債協会 HP より地方債協作成

(注) 全国型市場公募地方債に限る、ICMA 原則等の国際原則に準拠したもののみを集計

ラベルごとの発行額の割合を見てみると、2023(令和5)年度については、発行総額3,873億円に対し、グリーンボンドが59.5%(2,303億円)、ソーシャルボンドが15.5%(600億円)、サステナビリティボンドが23.8%(920億円)、サステナビリティ・リンク・ボンドが1.3%(50億円)となっており、トランジションボンドの発行事例は見られていない。サステナビリティボンドについては、2021(令和3)年度が発行総額1,350億円に対し100億円(7.4%)、2022(令和4)年度が発行総額2,493億円に対し350億円(14.0%)であったことを踏まえると、発行が活発化していることが伺える。

なお、神戸市や名古屋市では、事業運営方針等に対しSDGsに資するとの第三者評価を取得することで、発行するすべての債券を「SDGs債」として発行している。

また、岩手県や千葉市において、調達資金の全部または一部を水資源に関連する事業に充当することとして、ブルーボンド⁷の発行も見られている。

2 SDG s 債の発行条件の推移

グローバル市場をみると、グリーン債については、発行条件が同じである他の債券と比較して利率が下回る「グリーンium」が観測されているとの報告がなされている⁸。

「同一月内同一スプレッド」の慣行がある本邦地方債市場においては、プライマリー市場において同一月内の通常債(ノンラベル債)とSDG s 債における金利差が発生しており、よりわかりやすい形でグリーンiumが観測されている(図表5)。

図表5 10年個別債における発行条件(対国債スプレッド<カーブ比>)の推移

条件決定月	ノンラベル債	SDG s 債	グリーンium	種類
2022/9	13.0bp	13.0bp	-	グリーンボンド サステナビリティボンド
2022/10	20.0bp	19.0bp	1.0bp	グリーンボンド
2023/1	27.0bp	25.0bp	2.0bp	グリーンボンド
2023/5	29.0bp	27.0bp	2.0bp	グリーンボンド
2023/8	16.0bp	14.0bp	2.0bp	サステナビリティボンド
2023/9	10.0bp	8.0bp	2.0bp	サステナビリティ・リンク・ボンド
2023/12	9.0bp	7.0bp	2.0bp	グリーンボンド サステナビリティボンド
2024/1	9.0bp	7.0bp	2.0bp	グリーンボンド

(出所) 地方債協会 HP より地方債協作成

10年債におけるグリーンiumは、2022(令和4)年10月にグリーンボンドにおいて1.0bp発生し、2023(令和5)年1月では2.0bpに拡大した。同年8月にはサステナビリティボンド、同年9月にはサステナビリティ・リンク・ボンドにおいて、グリーンボンドと同様に2.0bpのグリーンiumが発生し、以降同水準での発行が確認されている。

また、ソーシャルボンド(5年債)においても、2023(令和5)年2月より通常債マイナス1.0bpで条件決定がなされており、グリーンiumが確認されている。

一方で、グリーンボンドやサステナビリティボンドにおいて発行実績のある償還期限が10年超のSDG s 債では、2024(令和6)年3月時点でグリーンiumは確認されていない。

⁷ ICMAの定めるグリーンボンド原則(GBP)において、ブルーボンドは「海洋資源の持続可能な利用の重要性の強調及び関連する持続可能な経済的活動の促進を目的」のための債券であって、「GBPの4つの核となる要素に適合」しているもの限ると整理しており、グリーンボンドに含有していると解される。2023年9月には、ICMAのほか国際金融公社(IFC)、国連グローバル・コンパクト(UN Global Compact)、アジア開発銀行(ADB)と共同で、実務的なガイダンスを策定し公表している。

⁸ 例えば、Climate Bonds InitiativeによるGreen Bond Pricing Paper(H1 2023)では、グリーンiumを「プライマリーで市場における債券価格が、セカンダリー市場において取引される同一債券と比較し、高い価格で発行されること」と定義し、50の非ソブリン債で作成した際のイールドカーブと50のグリーンボンドを比較した際に、16のグリーンボンドの価格がイールドカーブの下に位置付けられた。

第2節 地方債市場におけるSDGs債の動向

1 地方団体におけるSDGs債の起債動向

(1) グリーンボンド

公募団体に、2022(令和4)年度までにグリーンボンドの発行実績があるかどうか尋ねたところ、16団体(26.2%)が「ある」と回答した(図表6)。発行に至った背景としては、「自団体におけるSDGsに関する目標達成のための有効な手段であるから」、「環境に配慮しているとのアピールが可能だから」が多く挙げられた(図表7)。

図表6 2022(令和4)年度までのグリーンボンドの発行実績の有無(複数回答)

内容	回答
はい	16 26.2%
いいえ	45 73.8%
(回答団体数)	61

(出所) アンケート調査

図表7 グリーンボンドの発行に至った背景(複数回答)

内容	回答
自団体におけるSDGsに関する目標達成のための有効な手段であるから	14 87.5%
環境に配慮しているとのアピールが可能だから	11 68.8%
投資家の高い需要が期待できるから	4 25.0%
通常の地方債と異なる新規投資家の確保が期待できるから	9 56.3%
資金調達条件が他の方法よりも有利だから	5 31.3%
他団体での起債実績が増加しているから	4 25.0%
その他	3 18.8%
(回答団体数)	16

(出所) アンケート調査

また、発行実績のない45団体(前掲図表6)においても、2023(令和5)年度における検討状況としては、17団体が「発行を予定している(または発行した)」または「具体的な発行時期は未定だが、将来的な発行を検討している」と回答した(図表8)。

検討を開始したきっかけとしては、2022(令和4)年度までにグリーンボンドを発行した団体の発行理由(前掲図表7)に加え、「通常の地方債と異なる新規投資家の確保が期待できるから」、「他団体での起債実績が増加しているから」との回答が多く選択され、発行実績の蓄積が市場全体の拡大を後押ししている状況が伺える(図表9)。

図表8 2023(令和5)年度におけるグリーンボンドの検討状況(複数回答)

内容	回答
発行を予定している(または発行した)	11 24.4%
具体的な発行時期は未定だが、将来的な発行を検討している	6 13.3%
特に検討はしていない	29 64.4%
その他	1 2.2%
(回答団体数)	45

(出所) アンケート調査

図表9 グリーンボンド発行の検討を開始するに至った背景(複数回答)

内容	回答
自団体におけるSDGsに関する目標達成のための有効な手段であるから	10 58.8%
環境に配慮しているとのアピールが可能だから	14 82.4%
投資家の高い需要が期待できるから	15 88.2%
通常の地方債と異なる新規投資家の確保が期待できるから	17 100.0%
資金調達条件が他の方法よりも有利だから	6 35.3%
他団体での起債実績が増加しているから	15 88.2%
その他	0 0.0%
(回答団体数)	17

(出所) アンケート調査

(2) ソーシャルボンド/サステナビリティボンド/サステナビリティ・リンク・ボンド
 公募団体に、2022(令和4)年度までにグリーンボンド以外のSDGs債の発行実績が
 あるかどうか尋ねたところ、あると回答したのは全体の1割程度であった(図表10)。

図表10 2022(令和4)年度までにグリーンボンド以外で発行実績のあるSDGs債(複数回答)

内容	回答
ソーシャルボンド	1 1.6%
サステナビリティボンド	3 4.9%
サステナビリティ・リンク・ボンド	1 1.6%
発行したことはない	53 86.9%
その他	3 4.9%
(回答団体数)	61

<主な起債理由> ・社会的に支援を必要とする地域住民や事業者を支えていくとともに、サステナブルファイナンス市場を活性化していくため(ソーシャルボンド) ・社会的課題、環境的課題のどちらにも充当することが可能なため(サステナビリティボンド) ・市債の調達手法の多様化を進め、安定的な資金調達に取り組むため(サステナビリティボンド) ・県で推進するCO ₂ ネットゼロの計画実現に向けた取組の一環として、目標へのコミットメントを明確に示すため(サステナビリティ・リンク・ボンド)
--

(出所) アンケート調査

また、発行実績のない53団体(前掲図表10)に、2023(令和5)年度における検討状況について尋ねたところ、「発行を予定している(または発行した)」または「具体的な発行時期は未定だが、将来的な発行を検討している」と回答したのは、ソーシャルボンドで2団体、サステナビリティボンドで7団体、サステナビリティ・リンク・ボンドで1団体であった(図表11)。

図表11 2023(令和5)年度におけるグリーンボンド以外のSDGs債の検討状況(複数回答)

内容	ソーシャルボンド	サステナビリティボンド	サステナビリティ・リンク・ボンド
発行を予定している(または発行した)	0 0.0%	4 7.5%	0 0.0%
具体的な発行時期は未定だが、将来的な発行を検討している	2 3.8%	3 5.7%	1 1.9%
特に検討はしていない	50 94.3%	46 86.8%	52 98.1%
その他	1 1.9%	1 1.9%	1 1.9%
(回答団体数)	53	53	53

(出所) アンケート調査

証券会社に、地方団体がグリーンボンド以外のSDGs債の起債に至った背景として把握している内容を尋ねたところ、図表12のとおりとなった。

ソーシャルボンドはSDGs債の発行額極大化、充当候補事業の確保がしやすい、商品性の多様化、サステナビリティボンドは資金使途の対象事業が幅広いことから、ロットの確保が可能、との回答があった。

サステナビリティ・リンク・ボンドは、起債事例が1団体のみであるものの、他と差別化された取組みのアピールにつながることで、資金使途に制限がないこと、野心的な目標設定による県民の機運醸成や政策管理目標へのコミットとの回答がなされた。

図表12 【証券会社回答】 地方団体がグリーンボンド以外のSDGs債を発行した背景

種別	内容
ソーシャル	<ul style="list-style-type: none"> ・SDGs債の発行額を極大化するため ・既に発行しているグリーンボンドと異なる商品として発行可能であるため ・グリーン事業だけでなくより広範に政策を推進するため ・公共セクターにおいては、発行体の性質上アセットが確保し易い分野であるため ・ソーシャル事業のPRを兼ねて発行を検討している
サステナビリティボンド	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーン事業とソーシャル事業を組み合わせることで、SDGs債として纏まった発行金額を確保することが可能となるため ・投資ニーズの高まりに加え、自治体に限らず、発行体独自の取組みを幅広く周知する手法として効果的であったため ・グリーン・ソーシャル双方の要素を包含しており、地球温暖化の防止やそれに起因する気候変動に対応するため。
サステナビリティ・リンク・ボンド	<ul style="list-style-type: none"> ・グリーン・ソーシャルに限らずESGに対する取組全体を資金使途の対象にできるため ・事例がないなかで発行体の取組みを広くアピール可能であるため ・県の野心的な目標へのコミットメントを示し、県内全体のCO₂ネットゼロへの機運を高めるため

(出所) アンケート調査

2 投資家のSDGs債への投資動向

(1) ESG投融資方針

地方債に投資をしている投資家に対し、自社のESG投資方針について尋ねたところ、図表13のとおりとなった。都銀・地銀並びに生保・アセマネ等においては、「気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に賛同している」との回答が多く選択された。都銀・地銀では次いで「投資金額に具体的な数値目標を設定している」が、また、生保・アセマネ等においては、「全運用資産を対象に、ESGの要素を組み込んでいる」、「責任投資原則(PRI)に署名している」との回答も挙げられた。

一方で、信金・信組では「特に意識していない」との回答が最も多く選択されている。

図表 13 ESG投資に対する方針や目標(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
投資金額に具体的な数値目標を設定している	14 36.8%	1 5.0%	4 40.0%	19 27.9%
SDGs債以外への投資を控えている	0 0.0%	0 0.0%	1 10.0%	1 1.5%
責任投資原則(PRI)に署名している	3 7.9%	0 0.0%	5 50.0%	8 11.8%
気候関連財務情報開示タスクフォース(TCFD)に賛同している	23 60.5%	1 5.0%	5 50.0%	29 42.6%
全運用資産を対象に、ESGの要素を組み込んでいる	3 7.9%	1 5.0%	6 60.0%	10 14.7%
特に意識していない	6 15.8%	15 75.0%	0 0.0%	21 30.9%
その他	5 13.2%	4 20.0%	2 20.0%	11 16.2%
(回答社数)	38	20	10	68

(出所) アンケート調査

また、ESG投資を行う上で取り入れている手法⁹を尋ねたところ、図表 14 のとおりとなった。都銀・地銀では「ネガティブ・スクリーニング」が最も多く挙げられ、次いで「ポジティブ・スクリーニング」、「サステナブル・テーマ投資」が選択された。また、生保・アセマネ等では「エンゲージメント・議決権行使」、「ESGインテグレーション」が最も多く挙げられ、次いで「ネガティブ・スクリーニング」が選択された。

しかしながら、信金・信組においては「強く意識する手法はない」との回答が多く選択されている。

⁹ サステナブル投資を普及するための国際組織である GSIA (Global Sustainable Investment Alliance) では、ESG 投資手法を①ネガティブ・スクリーニング(倫理的理由等から特定の業種・セクターを投資対象としない)、②ポジティブ・スクリーニング(財務情報と ESG の 2 つのスクリーニングを使用)、③国際規範に基づくスクリーニング(OECD、ILO、UNICEF 等の国際規範に基づいた投資)、④ESG インテグレーション(運用プロセスに ESG 要因を体系的に組み込んだ投資)、⑤サステナブル・テーマ投資(再生エネルギー・環境技術・農業等のテーマに着目した投資)、⑥インパクト投資(社会・環境・コミュニティに与えるインパクトを重視する投資)、⑦エンゲージメント・議決権行使(主に ESG のエンゲージメント方針に基づき、株主として企業に働きかける)の 7 種類と定義している。

図表 14 ESG投資を行う上で取り入れている投資手法(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
ネガティブ・スクリーニング	13 40.6%	1 5.6%	5 50.0%	19 31.7%
ポジティブ・スクリーニング	8 25.0%	1 5.6%	3 30.0%	12 20.0%
国際規範に基づくスクリーニング	3 9.4%	0 0.0%	1 10.0%	4 6.7%
ESG インテグレーション	3 9.4%	1 5.6%	6 60.0%	10 16.7%
サステナブル・テーマ投資	8 25.0%	4 22.2%	4 40.0%	16 26.7%
インパクト投資	4 12.5%	3 16.7%	4 40.0%	11 18.3%
エンゲージメント・議決権行使	1 3.1%	0 0.0%	6 60.0%	7 11.7%
強く意識する手法はない	9 28.1%	12 66.7%	2 20.0%	23 38.3%
(回答社数)	32	18	10	60

(出所) アンケート調査

(2) SDGs債への投資実績

投資家のSDGs債への投資動向は、図表 15 のとおりである。グリーンボンドを中心に7割程度の投資家が、SDGs債への投資実績がある。

図表 15 投資実績のあるSDGs債(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
グリーンボンド	26 60.5%	17 58.6%	7 70.0%	50 61.0%
ソーシャルボンド	17 39.5%	10 34.5%	5 50.0%	32 39.0%
サステナビリティボンド	18 41.9%	16 55.2%	6 60.0%	40 48.8%
サステナビリティ・リンク・ボンド	14 32.6%	4 13.8%	2 20.0%	20 24.4%
投資したことはない	15 34.9%	7 24.1%	3 30.0%	25 30.5%
その他	1 2.3%	2 6.9%	0 0.0%	3 3.7%
(回答社数)	43	29	10	82

【その他の回答】

・名古屋市SDGs債に投資実績がある

(出所) アンケート調査

SDG s 債に投資するうえで重視していることを尋ねたところ、図表 16 のとおりとなった。都銀・地銀、信金・信組、生保・アセマネ等いずれにおいても「ノンラベル債との金利差」が最も多く選択されている。併せて「充当予定事業」や「想定される環境改善効果」「フレームワークに対するセカンドオピニオン」も多く挙げられており、投資によって得られるメリットと、投資した瞬間に含み損となってしまうなどの金銭的デメリットを比較しつつ、投資を実施している状況が伺える。

また、都銀・地銀においては、「日本銀行による「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」¹⁰の対象となること」も重視していた。

図表 16 SDG s 債に投資するうえで重視していること(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
充当予定事業	12 48.0%	5 23.8%	4 57.1%	21 39.6%
想定される環境改善効果	8 32.0%	6 28.6%	3 42.9%	17 32.1%
フレームワークに対するセカンドオピニオン	10 40.0%	3 14.3%	4 57.1%	17 32.1%
ESG 格付機関による ESG 格付もしくは ESG 評価指標	5 20.0%	1 4.8%	2 28.6%	8 15.1%
過年度の発行実績	3 12.0%	1 4.8%	2 28.6%	6 11.3%
日本銀行による「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」の対象となること	14 56.0%	3 14.3%	2 28.6%	19 35.8%
ノンラベル債との金利差	14 56.0%	11 52.4%	5 71.4%	30 56.6%
自社独自のスコアリング等の基準	0 0.0%	0 0.0%	1 14.3%	1 1.9%
その他	2 8.0%	4 19.0%	0 0.0%	6 11.3%
(回答社数)	25	21	7	53

(出所) アンケート調査

証券会社に、投資家がSDG s 債に投資するうえで重要視していると思われることを尋ねたところ、都銀・地銀との回答結果と概ね同様となった。(図表 17)

¹⁰ 民間における気候変動対応を支援するため、適格担保を担保として、気候変動対応に資する投融資の残高の範囲内において、貸出利率0%で資金を貸付ける取組み。対象となる投融資は、国際原則または政府の指針に適合するグリーンボンド/ローン、サステナビリティボンド/ローン、トランジション・ファイナンスであり、対象とする貸付先は気候変動対応に資するための取組みについて、TCFD が提言する4項目(ガバナンス、戦略、リスク管理、指標と目標)及び投融資の目標・実績を開示している銀行、信金、信組、農組。なお、系統中央機関の会員金融機関への貸付けについては、一時的に系統中央機関を通して実施される。金融調整上の支障がない限り、2031年3月31日まで実施される予定。

図表 17 【証券会社回答】投資家がSDGs債に投資する際に重視していると思われること(複数回答)

内容	回答
充当予定事業	14 100.0%
想定される環境改善効果	11 78.6%
フレームワークに対するセカンドオピニオン	12 85.7%
ESG 格付機関による ESG 格付もしくは ESG 評価指標	10 71.4%
過年度の発行実績	5 35.7%
日本銀行による「気候変動対応を支援するための資金供給オペレーション」の対象となること	12 85.7%
ノンラベル債との金利差	11 78.6%
自社独自のスコアリング等の基準	1 7.1%
その他	1 7.1%
(回答社数)	14

【その他の回答】

- ・希望する配分額を取れる程度の発行額であるかどうか

【補足意見】

- ・SDGs 債を選好する投資家や、気候変動オペを背景に購入する先は散見されるものの、通常債との利回り差を背景に、通常債を優先的に購入する先も確認された
- ・発行体の充当予定事業やレポートを見る先、日銀による気候変動オペ見合いでの投資需要が一定程度確認
- ・地元の発行体であるか否か、また、発行体全体の SDGs への取組み(独自評価に基づく投資判断を重視)

(出所) アンケート調査

3 SDGs債の発行に向けた課題

地方団体に、SDGs債の発行に向けて課題と感ずることを尋ねたところ、ロットの確保や資料作成等にかかる業務負担、第三者評価取得費用が挙げられた(図表 18)。

まず、ロットの確保については、充当候補事業の執行率を勘案した金額の調整が必要となることや、レポートに備え、改善効果指標等の計測が可能な事業の選別などから、起債に値する金額の確保が難しいことを課題と感ずている(図表 19)。

次に、資料作成等に係る業務負担については、証券会社や外部評価機関のサポートを受けながら、対応している状況が伺える(図表 20)。

最後に、第三者評価取得費用については、SDGs債の発行実績のない団体を中心に多く挙げられた。グリーンボンドやサステナビリティボンドの発行実績がある団体においては、環境省の補助金¹¹を活用することで費用負担の軽減を図っていると考えられる。

¹¹ 環境省では、グリーンボンド等にて資金調達をしようとする企業や自治体などに対し外部レビュー(発行前・発行後・期中)の付与、フレームワーク整備のコンサルティング等により支援を行う資金調達支援者に対して、その支援に要する費用の一部を補助している。対象となる資金調達手段は、充当事業や KPI の設定について一定の要件を満たしたグリーンボンド/ローン、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド/ローンであり、資金調達支援者は、グリーンファイナンスサポーターズ制度へ登録していることが求められる。

こうした課題の解決に向けては、後述のグリーン共同債を活用することも有効であると考えられる。

図表 18 SDGs 債の発行に向けて課題と感じていること(複数回答)

内容	グリーンボンド	ほかラベルボンド
フレームワークやレポートについて、資料の作成など業務負担が増加する	49 80.3%	52 85.2%
資金使途が限られており、ロットの確保が難しい	42 68.9%	36 59.0%
第三者評価取得にかかる金銭的なコストが発生する	33 54.1%	37 60.7%
起債したい年限において、利率面であまり有利ではない	1 1.6%	4 6.6%
(回答団体数)	61	61

(出所) アンケート調査

図表 19 充当事業の選定する際に庁内での調整を進めるにあたり課題と感じていること(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村
事業の執行率低下に備え、実際の発行額との間にバッファを持たせる必要がある	46 79.3%	3 50.0%
レポート指標となるような数値を計測していない	29 50.0%	0 0.0%
実施事業に対する適切なラベル(グリーン、ソーシャル、サステナビリティ)がわからない	10 17.2%	2 33.3%
その他	7 12.1%	1 16.7%
(回答団体数)	58	6

【その他の回答】

・関連部局が複数にまたがるため、部局間調整が煩雑となる

(出所) アンケート調査

図表 20 フレームワークの作成について相談を実施した専門家(複数回答)

内容	公募団体	その他市区町村
証券会社	32 55.2%	0 0.0%
金融機関	2 3.4%	1 16.7%
格付会社(外部評価機関)	21 36.2%	2 33.3%
シンクタンク・コンサルティング会社	0 0.0%	0 0.0%
起債実績のある他団体	8 13.8%	0 0.0%
相談したことはない	19 32.8%	3 50.0%
(回答団体数)	58	6

(出所) アンケート調査

4 グリーン共同発行市場公募地方債

SDGs 債に対する地方債市場のニーズや前述のような地方団体が抱える課題の解消等の観点から、グリーン共同債が創設され、初年度となる 2023(令和 5)年度は 42 団体が参加し、総額 1,064 億円が発行された(図表 21)。

図表 21 2023(令和 5)年度グリーン共同債の概要

	第 1 回債	第 2 回債
条件決定日	2023/11/17(金)	2024/3/15(金)
発行日	2023/11/30(木)	2024/3/29(金)
金額	500 億円	564 億円
期間	10 年	10 年
表面利率	0.846%	0.893%
対国債スプレッド(カーブ比)	7.0bp	7.0bp
外部評価	(株)格付投資情報センター、(株)日本格付研究所より取得	
参加団体	北海道、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、埼玉県、千葉県、新潟県、富山県、福井県、長野県、岐阜県、静岡県、愛知県、京都府、大阪府、兵庫県、奈良県、和歌山県、島根県、岡山県、広島県、佐賀県、長崎県、熊本県、大分県、鹿児島県、札幌市、仙台市、さいたま市、千葉市、川崎市、新潟市、静岡市、浜松市、京都市、堺市、岡山市、広島市、北九州市、福岡市	

(出所) 地方債協会 HP より地方債協会作成

グリーン共同債の特徴としては、共同債の仕組みを活用することで、複数の地方団体が対象事業を持寄り十分な発行額を確保できるため、資金使途の制約がありロットの確保が難しい地方団体においても発行が可能となることやフレームワークには事業類型を大枠で記載し汎用性を持たせることで参加団体のニーズに長期的に応えられる設計になっていることが挙げられる。また、第三者評価費用など発行にあたり必要となる費用は、参加団体数等に応じて按分されるため、1 団体当たりの負担軽減につながる仕組みとなっている¹²。

第 1 回債(11 月)は、日銀の金融政策運営の早期修正観測や米国における金利高止まり懸念などの影響で金利のボラティリティが高まる中での条件決定となったものの、発行額を上回る需要があり、かつグリーンIAM は個別債と同水準となる 2.0bp となった。

第 2 回債(3 月)は、18~19 日の金融政策決定会合での大規模金融緩和と政策の変更が強く意識される中での条件決定となったものの、流通市場における需給改善や利回り水準が好感され、幅広い投資家層から需要が寄せられた。

本取組は、一般社団法人環境金融研究機構主催の「第 9 回サステナブルファイナンス大賞¹³」において特別賞を受賞するなど評価を得ている。

¹² 地方債協会報「地方債」2023 年 12 月号に「第 1 回グリーン共同発行市場公募地方債の発行について」と題し、総務省地方債課の文谷氏へのインタビュー記事を掲載しているのでご参考いただきたい。

¹³ 「新規性」「ESG 度」「Impact1 (他の金融機関への波及)」「Impact2 (顧客・社会への影響)」、「収益性」、「企業評価」の 6 項目をスコアリングし、その総合点を踏まえ、さらに審査員会議での合議による定性的な評価により、日本市場での環境金融・サステナブルファイナンスの発展に貢献した金融機関・企業・機関・団体等(日本組織に拘らず)を顕彰するもの。

公募団体と非公募団体（県）に対し、2024(令和6)年度におけるグリーン共同債への参加方針について尋ねたところ、アンケート調査時点で公募団体のうち2団体より「新規で発行団体への参加を検討している」との回答があり、その背景としてはSDGs債発行についてのノウハウの取得が挙げられた。(図表 22)。一方で、引き続き参加見送りを予定している先からは、施策のPR効果の面から個別発行債の方が有利、十分なロットの確保が難しい、といった声が聞かれた。

図表 22 2024(令和6)年度のグリーン共同債への参加方針(複数回答)

内容	公募団体	非公募団体(県)
持寄り額の増加が見込まれる	3 4.9%	- -
持寄り額は概ね不変で、発行団体への参加を継続する	21 34.4%	- -
持寄り額の減少が見込まれるものの、発行団体への参加は継続する	8 13.1%	- -
新規で発行団体への参加を検討している	2 3.3%	0 0.0%
発行団体に参加しない見込み	14 23.0%	5 83.3%
その他	13 21.3%	1 16.7%
(回答団体数)	61	6

【今後の方針に対する理由・補足意見】

<新規で参加を検討>

- ・具体的な手続き等について知識を得る機会が欲しい。
- ・令和5年度は共同債の初年度であるため、事務負担の程度が不明であることから発行を見送った。

<参加は見送る予定>

- ・施策のPR効果の面から、個別発行債が有利であると考えているため。
- ・ロットの確保上、共同発行債まで配分できる金額の確保が困難なため。
- ・発行時期や発行額の決定など市場環境に応じて柔軟にできないところがあるため。

(出所) アンケート調査

第3節 SDGs債における適切な情報開示

SDGs達成に向けた金融面からの取組みが急速に拡大する中、グリーンウォッシュへの懸念が強まるにつれ、投資家の投融資判断において非財務情報の重要性が高まりつつある。市場からの信頼性向上を図るべく、ICMAによるグリーンボンド・ガイドライン等の国際原則は毎年度改訂され、発行体に対する情報開示の要求水準も高まりを見せるなど、サステナブルファイナンスの質を追求する取組みは着実に進展している。

地方債市場においてもこうした潮流が波及する可能性は十分に考えられ、先行する起債事例や投資家評価の情報収集等を行いながら、適切に対応していくことが望まれる。

1 地方団体のレポーティング実績

2022(令和4)年度までにSDGs債の発行実績のある公募団体のうち、レポーティング実績があるのは公募団体で13団体であり、他のラベルに比べ先行して発行が行われたグリーンボンドを中心に実施されている(図表23)。地方団体においてSDGs債の発行が活発になったのは2022(令和4)年度からであり、債券発行後1年以内の実施が求められているレポーティングについては、1年を経過した時点での実施を予定していることを背景に、現時点までに実施したことはないとする回答も見られた。

図表23 2022(令和4)年度までにレポーティング実績のあるSDGs債(複数回答)

内容	回答
グリーンボンド	10 50.0%
ソーシャルボンド	1 5.0%
サステナビリティボンド	2 10.0%
サステナビリティ・リンク・ボンド	0 0.0%
実施したことはない	7 35.0%
(回答団体数)	20

(出所) アンケート調査

具体的な開示項目としては、「戦略・取組み」「具体的な環境改善効果(KPI)」が多く挙げられた(図表24)。写真や図表により、視覚的な資料、第三者評価を取得することで透明性をさらに確保するといった工夫が行われている一方で、環境改善効果指標の算定が課題との回答があった。

図表 24 レポーティングにおける具体的な開示項目(複数回答)

内容	回答
組織・地域概要等	4 33.3%
首長からのメッセージ	2 16.7%
ステークホルダーとのコミュニケーション	1 8.3%
ガバナンス	2 16.7%
マテリアリティの特定	2 16.7%
ESG リスク・機会の認識	3 25.0%
戦略・取組み	10 83.3%
具体的な環境改善効果 (KPI)	12 100.0%
(回答団体数)	12

<工夫していること>

- ・図や写真などを多く使い、簡潔な文章で、わかりやすく記載する事
- ・充当事業の写真を掲載するなど、視覚的に見やすい資料となるよう工夫した
- ・分かりやすく作成することと、環境政策のPRも併せて実施した。
- ・充当結果については、フレームワークに従い、作成・公表してきたところだが、実際に調達した資金を充当した事業の状況や、環境効果を投資いただいた皆様にわかりやすく示すべく、「インパクトレポート」を新たに作成。投資家への訴求力の高い構成・デザインとして、視覚的にわかりやすく説明したことで、投資家から好評。

<課題と感ずること>

・内容の校正、充当事業実績の取りまとめ、環境改善効果の計算等をしなければならず、事務手間及び作成期間がかかること。

- ・単年度では効果を測定できない事業の効果の開示方法
- ・事業部局において充当実績を取りまとめる必要があり、手間を要する点
- ・事業選定の時点から、環境改善効果を出せるよう手法等を共有しておくこと。
- ・独自で環境改善効果の算定が必要な場合があり、適切な算定方法が判断できない。

(出所) アンケート調査

証券会社に対し、地方団体がレポーティングの際に開示した項目について尋ねたところ、公募団体と同様に「戦略・取組み」「具体的な環境改善効果 (K P I)」が特に多く選択された(図表 25)。

また、地方団体がレポーティングを実施するうえで工夫していると感じる点については、地方団体からの回答結果と同様にデザイン面での工夫について回答されたほか、レポーティングへの第三者評価の取得も他団体との差別化の工夫として挙げられた。

一方で、課題であると思われることについては、具体的な環境改善効果(K P I)について、発行団体ごとに開示項目や具体性が異なり統一性がないこと、対象事業の進捗次第で環境改善が着実になされているか確認できないことなどが指摘された。

図表 25 【証券会社回答】 地方団体がレポーティングで開示した項目(複数回答)

内容	回答
組織・地域概要等	4 28.6%
首長からのメッセージ	5 35.7%
ステークホルダーとのコミュニケーション	4 28.6%
ガバナンス	6 42.9%
マテリアリティの特定	5 35.7%
ESG リスク・機会の認識	5 35.7%
戦略・取組み	11 78.6%
具体的な環境改善効果 (KPI)	11 78.6%
(回答社数)	14

<工夫していると思われること>

- ・発行団体独自の充当事業にフォーカスしたビジュアルにするなど、投資家からの関心を惹きやすい内容を記載。
- ・第三者評価を取得し透明性を高めるとともに、世界基準でのレポーティングを実施することで他団体との差別化を図っている
- ・事業毎にレポーティング指標の統一化等
- ・写真付きで実際の施策実施前後の様子を明瞭に開示している
- ・環境改善効果を示す数値だけでなく、目で見てわかる様に写真などを使う団体が増加傾向

<課題と感ずること>

- ・具体的なインパクト効果を計測する為の関連部局との連携に負担が生じている。
- ・環境効果等の測定・算定が難しい項目がある点
- ・環境改善効果の開示項目や具体性が発行体毎に異なり、投資家が比較可能な内容として統一されていないこと
- ・投資家やその他の関係者に対するアピール・認知度の向上
- ・地方債は、SDGs 債の調達資金を充当完了した時点でレポーティングが終了する 경우가大宗。但し、一部事業については、事業の一部に調達資金が充当され、工事の完工は翌年度以降の事例もある。こういったものの環境改善効果が着実に実現できているかどうか、投資家側から確認する術が無い
- ・効果測定として明確な KPI 指標を十分に開示出来ていない場合が確認される

(出所) アンケート調査

2 投資家が重視するレポーティング項目

投資家が、SDGs 債を発行する地方団体に求めている非財務情報の開示事項としては、「戦略・取組み」「具体的な環境改善効果 (KPI)」が多く挙げられており、次いで、都銀・地銀では「ガバナンス」、生保・アセマネ等では「ESG リスク・機会の認識」が選択された。(図表 26)

また、証券会社からみた、投資家が SDGs 債を発行する地方団体に求めていると思われる非財務情報の開示事項としては、投資家の回答結果と同様であった(図表 27)。

図表 26 投資家が地方団体に求める非財務情報開示項目(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
組織・地域概要等	9 27.3%	4 21.1%	1 10.0%	14 22.6%
首長からのメッセージ	5 15.2%	1 5.3%	1 10.0%	7 11.3%
ステークホルダーとのコミュニケーション	7 21.2%	1 5.3%	4 40.0%	12 19.4%
ガバナンス	14 42.4%	3 15.8%	4 40.0%	21 33.9%
マテリアリティの特定	8 24.2%	2 10.5%	3 30.0%	13 21.0%
ESG リスク・機会の認識	10 30.3%	2 10.5%	5 50.0%	17 27.4%
戦略・取組み	19 57.6%	9 47.4%	7 70.0%	35 56.5%
具体的な環境改善効果 (KPI)	16 48.5%	7 36.8%	8 80.0%	31 50.0%
その他	5 15.2%	7 36.8%	2 20.0%	14 22.6%
(回答社数)	33	19	10	62

(出所) アンケート調査

図表 27 【証券会社回答】投資家が地方団体に求めていると思われる非財務情報開示項目(複数回答)

内容	回答
組織・地域概要等	4 28.6%
首長からのメッセージ	5 35.7%
ステークホルダーとのコミュニケーション	8 57.1%
ガバナンス	10 71.4%
マテリアリティの特定	9 64.3%
ESG リスク・機会の認識	8 57.1%
戦略・取組み	11 78.6%
具体的な環境改善効果 (KPI)	13 92.9%
(回答社数)	14

【補足意見】

- ・個別投資家へのエンゲージメント MTG を実施している発行団体も確認される。
- ・SDGs 債の発行にあたり策定した ESG リスク・機会の認識や戦略に基づく災害リスク等に対する具体的な取り組みの開示。実際の ESG 事業の施行実績や定量的な環境改善効果の見込みの開示が確認

(出所) アンケート調査

3 非財務情報開示基準

投資家が参考としている非財務情報開示基準を尋ねたところ、図表 28 のとおりとなった。都銀・地銀、生保・アセマネ等において、「気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による最終報告書」「国際統合報告協議会（IIRC）による国際統合報告書<IR>フレームワーク」が多く選択された。

図表 28 投資家が投資を行う際に参考としている非財務情報開示基準(複数回答)

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保・アセマネ等	合計
国際統合報告協議会（IIRC）による国際統合報告書<IR>フレームワーク	13 36.1%	0 0.0%	4 40.0%	17 25.8%
気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）による最終報告書	26 72.2%	4 20.0%	6 60.0%	36 54.5%
GRI スタンダード	5 13.9%	0 0.0%	3 30.0%	8 12.1%
サステナブル会計基準審議会（SASB）による SASB スタンダード	6 16.7%	0 0.0%	4 40.0%	10 15.2%
価値協創ガイダンス	7 19.4%	1 5.0%	2 20.0%	10 15.2%
環境報告ガイドライン	3 8.3%	1 5.0%	1 10.0%	5 7.6%
有価証券報告書	16 44.4%	7 35.0%	1 10.0%	24 36.4%
コーポレートガバナンスに関する報告書	10 27.8%	1 5.0%	2 20.0%	13 19.7%
その他	4 11.1%	8 40.0%	1 10.0%	13 19.7%
(回答社数)	36	20	10	66

(出所) アンケート調査

同様に、証券会社に対し、投資家が参考としていると思われる非財務情報開示基準を尋ねたところ、投資家の回答結果と同様であった(図表 29)。

図表 29 【証券会社回答】投資家が参考にしていると思われる非財務情報開示基準(複数回答)

内容	回答
国際統合報告協議会 (IIRC) による国際統合報告書<IR>フレームワーク	8 57.1%
気候関連財務情報開示タスクフォース (TCFD) による最終報告書	12 85.7%
GRI スタンダード	7 50.0%
サステナブル会計基準審議会 (SASB) による SASB スタンダード	9 64.3%
価値協創ガイダンス	5 35.7%
環境報告ガイドライン	7 50.0%
有価証券報告書	8 57.1%
コーポレートガバナンスに関する報告書	6 42.9%
その他	1 7.1%
(回答社数)	14

【その他の回答】

・開示方法を問わず、投資家内部での ESG 債発行に伴う発行体の資金の活用状況や目標に向けた進捗を確認する為の情報を探る声を確認。ESG 債のアンニュアルレポート等から情報収集をする投資家も確認。

(出所) アンケート調査

また、投資家、証券会社ともに足許注視している非財務情報開示基準としては、自然関連情報開示タスクフォース(TNFD)、国際サステナビリティ基準審議会(ISSB)との回答があった。(図表 30)

図表 30 足許注視している非財務情報開示基準(記述)

回答先	内容
地銀	・TNFD(自然関連財務情報開示タスクフォース)
生保	・現在は、国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) によるサステナビリティ開示基準および自然関連財務情報開示タスクフォース (TNFD) の開示フレームワークについて注視。
共済組合	・現在これと注視している基準はないが、GHG 排出量、抑制量 (年間) については本邦においても今後より開示が進められていくだろうと考えている。
証券	<p>・投資家毎に求めている情報については異なるものの、投資家内部で購入債券のモニタリングを行う際に、毎年の資金活用状況及び環境改善効果が分かる情報開示を求める声を確認している。一方で、多くの案件で投資家が求める情報開示が十分に行われていない状況となっている。</p> <p>・IFRS 財団傘下の国際サステナビリティ基準審議会 (ISSB) が、2023 年 6 月に公表した「IFRS S1 号及び S2 号 (IFRS サステナビリティ開示基準)」。同財団傘下の国際会計基準審議会 (IASB) の IFRS 会計基準は、日本を含めて国際的に適用されており、今回の IFRS サステナビリティ開示基準は、今後企業が主に投資家に対してサステナビリティ情報を提供する際の国際的な基準となることが期待され、会計基準同様に国内企業への影響が大きいと想定されるため、注視されている。</p> <p>・2023 年 9 月 18 日に公表された TNFD (自然関連財務情報開示タスクフォース)。「自然資本 (自然環境・生物多様性)」が企業の業績に与える影響を開示するための枠組みを構築するための組織、またはフレームワークそのもの。生物多様性に関する開示を含んでおり、自治体の取組む生物保護といった取り組みへの関心が高まる可能性がある。</p>

(出所) アンケート調査

こうした非財務情報開示基準のグローバルなベースラインを作る動きが及ぼすSDG s 債への投資行動の変化を投資家に尋ねたところ、SDG s 債への継続的な投資検討の一助になるとの回答があった。一方で、取組みが不十分な発行体への投資にはより慎重になることも想定していた(図表 31)。また、証券会社に対しても、投資家の投資行動の変化として想定されることを尋ねたところ、投資家の回答結果と同様であった。

図表 31 非財務情報基準の共通化が及ぼすSDG s 債への投資判断への影響(記述)

回答先	内容
都銀	・ステークホルダーから高い評価を獲得するためには、適切な情報開示が必要との認識のため、特段影響なし
地銀	・今後発行する債券については、厳格化により資金使途等が明確化され前向きな投資行動につながる。 ・SDG s 債の資金使途及び資金活用結果を明確に開示している発行体への投資を優先する方針。
信金	・資金使途の明確化や定例的な取組報告の実施により、継続的な投資検討が可能。 ・ESG への取組内容によっては、投資を見送る可能性がある。
生保	・情報開示基準厳格化の内容次第だが、投資可能銘柄が制限される懸念あり
アセマネ	・発行体の財務面も含め総合的に評価し投資判断を行っており、直接的な影響は限定的。ただし、得られる情報精度の向上は、分析の制度向上に寄与することで、取組みが不十分な発行体にはリスクに見合ったプレミアムを求めていくものと想定。
証券	・ステークホルダーから高い評価を獲得するため適切な情報開示が必要であることは、投資家にとって共有認識となっているため、直ちに大きな影響は生じないと理解 ・レポート内容がより充実することとなり、投資家のSDGs 債への投資行動がより促進されるものと想定します。 ・投資家にとって十分な開示が行われていない場合については、投資判断に影響を及ぼす可能性がある。一方で、特定の情報開示が対応されていないことのみを背景に、購入を見送る投資家は非常に限定的と史料。

(出所) アンケート調査

4 SDGs債の発行に向けた課題と留意点

(1) 安定的な調達に向けた対応

地方債による資金調達においては、投資家層の拡大を図ることにより、より安定した資金調達を実現・継続することが重要である。特に、今後想定される金利上昇、為替変動等に加え、地政学的リスク等により、刻一刻と変化する市場や外部環境の影響を受けて、投資家における地方債への投資スタンスが、投資家セクター毎や個々の投資家において様々な形で強弱に差異が生じる可能性がある。そのような投資家の投資スタンスの変化に対しても、資金調達のレジリエンス(柔軟性、弾力性、回復力等)を高める観点からも、近年新たに発行の取組みが拡大し、多くの投資家の高い関心を集めるSDGs債による起債を資金調達メニューに加えることは、大変有効な資金調達の安定策となり得る。

地方団体が、SDGs債を発行する意義、効用については主に2点あり、1点目は持続可能な脱炭素社会の実現に向けた取組みの推進に寄与する点、2点目は現状においては金利差が発生するほどの旺盛な投資家需要があり、新たに事務負担が増加することとなるものの、安定的・効率的な資金調達の可能性が高まる点である¹⁴。

委員会では、脱炭素社会の実現に向けた取組みに関連し、世界人口の約55%が都市部に居住し、世界で消費されるエネルギーの約70%が都市部で消費されているという実態を鑑みれば、地方団体は気候変動の影響を大きく受けるセクターとなっており、この意味で気候変動への対応を行う最前線に位置しているとの指摘がなされた。地方団体においては、これまでも公害対策をはじめ、様々なSDGsに相当する事業・対策等を各種講じてきているところではあるが、世界的に広く認知される対策等としてSDGsが位置付けられた今日においても、引き続き、適切にこれに対応する必要がある。

足許でSDGs債の発行を検討する団体は増加しており、地方団体という特性上、確保が比較的容易であると思われる、ソーシャル事業を組み込むことのできるソーシャルボンドや、サステナビリティボンドや資金用途の制約を受けないサステナビリティ・リンク・ボンドの発行を検討することは、発行プロダクトの多様化に加え、SDGs債の発行額の安定的確保という観点からも有用である。

また、足許で地方団体の発行実績はないものの、グリーンプロジェクトに該当せずとも脱炭素に向けた移行プロジェクトに充当可能なトランジションボンドがある。脱炭素社会の実現に向けた長期的な戦略に則り、着実な温室効果ガス削減の取組みを支援することを目的とするトランジション・ファイナンスを、脱炭素社会の実現に向けて極めて重要な手段と位置付ける政府の積極的な後押しにより、国内民間企業を中心に発行事例が積みあがっている。2024(令和6)年2月には日本が政府機関として世界初の発行を行ったこともあり、官民連携による地域脱炭素達成の観点で地方団体に波及する余地は高いと考えられることから、継続的に情報収集を行うことが望ましい。

¹⁴ 2022(令和4)年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書117頁

なお、足許で生じているグリーンiumについては、SDG s 債の需給に応じて変動する可能性がある点に留意が必要である。地方団体においては、安定的な資金調達の観点からも、投資家のニーズを的確に把握しつつ、起債運営を行うことが求められる。

(2) 継続的な情報収集と投資家とのコミュニケーション

一方で、こうしたSDG s の達成に向けた取組みは、近年グローバルベースで行われ、SDG s 債の市場規模は年々拡大を見せる中で、欧米を中心に実態の伴わない環境配慮でESG投資を志向する投資家を誤認させる「グリーンウォッシュ」への懸念の高まりから、「非財務情報」の開示の要求が高まっている。こうしたSDG s を取り巻く環境変化、評価等にも留意する必要がある。

発行体がSDG s 債を発行する際に参照すべき原理、原則等は、国内外の様々な主体により随時改訂が行われているところもあり、それぞれの動向等を金融機関・シンクタンクの専門家等を通じ、適切に把握していく必要がある。ICMA(国際資本市場協会)によるグリーンボンド原則をはじめとするガイドラインは毎年度改訂されており、例えば「ソーシャルボンド原則」では、新たに「対象となる人々を特定する」ことが求められている。また、IFRS(国際会計基準)の策定を担う民間の非営利組織であるIFRS財団により設立されたISSB(国際サステナビリティ基準審議会)は、TCFD(気候関連財務情報タスクフォース)の枠組みに沿った統一的なサステナビリティ基準を公表した。日本においても、金融庁が有価証券報告書等へのサステナビリティ情報の開示を義務化、SSBJ(サステナビリティ基準委員会)がISSBを基に日本版の基準策定に着手するなど、民間企業に対し非財務情報開示基準にグローバルなベースラインをつくる、といった動きが活発化している。

地方団体においては、こうした最新の動向を、先行する地方団体や、金融機関・シンクタンクの専門家等から逐一情報収集したうえ、充当候補事業の選定や、レポートイング指標の設定を行う必要がある。アンケート調査では、地方団体のレポートイングについて、開示項目や具体性が発行体毎に異なり、投資家が比較可能な内容として統一されていないことや、事業が複数年度にわたる場合、事業完工前に想定数値を用いたレポートイングを実施せざるを得ないといった声が聞かれた。必要に応じて追加的なレポートイングの実施などを行い、より一層、透明性を高めていくことが望まれている。

また、投資家がESG投資を行う上で活用している手法としては、「エンゲージメント」「ESGインテグレーション」「ネガティブ・スクリーニング」が主流となっているが、今回のアンケート調査では、ESG投資の際に「エンゲージメント」を取り入れていると回答する投資家は少なかった。

投資家のSDG s 債への投資需要を後押ししている大きな要因として挙げられている日銀の気候変動オペは、2023(令和5)年4月よりその対象先が系統会員金融機関まで拡大している。金融機関等は、制度適用にあたり、発行体が基準とした国際原則や、適

合性判断のための具体的な手続きを開示するのみならず、自社の気候変動に資する取組みを開示する必要がある。

こうしたことから、投資家、発行体の双方のSDGsに向けた取組みや、SDGs債がもたらす具体的な環境改善効果への認識を一致させるニーズはより高まりを見せ、今後投資家においてはESG投資の際に「エンゲージメント」をより取り入れていくことが考えられることから、発行体においてはIR等を通じた積極的な投資家との対話が求められる。

その際には、非財務情報開示についてのスコアリングを活用することも検討していく必要がある。例えば、環境省もサプライチェーンメンバーとなっているCDPでは、アンケート調査を実施し気候変動対策に注力する地方団体のスコアリングを行っており、日本からは、2022(令和4)年版では東京都、京都市、相模原市、新潟市、福岡市の5団体が、2023(令和5)年度版では東京都が最上位となるAリストに組み込まれている。こうした国際的イニシアチブは、全セクターを横断的に統一的な比較ができる指標として投資家とのエンゲージメントに役に立つと考えられる。

地方団体においては、自団体がSDGs債を発行する意義を改めて確認し、最新の原則等に対応した非財務情報開示を行う必要などがある。その際、現状においては、アンケート結果でも明らかになったように、それぞれの投資家が求める情報内容の質やボリューム等に差異がある状況が想定されるため、SDGs達成に向けた取組みがグローバルベースで行われている点に留意しつつ、先行する他団体の様々な起債の取組み、情報開示内容の実際等について、可能な限り情報収集・共有を図り続けることが重要である。そのうえで、起債に際しては、それぞれの投資家の提供情報に対する満足度を高めるため、対話を重視したIR活動などを通じ、投資家と密にコミュニケーションを図ることが望まれる。

【補論】 トランジション・ファイナンスと地方団体

野村資本市場研究所

野村サステナビリティ研究センター長

江夏あかね

脱炭素社会への移行に向けた金融（トランジション・ファイナンス）とは

トランジションとは、日本語で「移行」を意味する。持続可能な社会の実現に向けた金融（サステナブルファイナンス）の文脈では、多くの場合、脱炭素社会への移行を指す。脱炭素社会の実現に当たっては、温室効果ガス（GHG）を排出しない産業や事業の拡大が求められる。しかしながら、現時点で GHG 排出量が多く、技術的に短期間では脱炭素化が難しい業界や事業も存在し、既に脱炭素の水準に至っている事業への取り組みに加えて、省エネルギー・燃料転換等含む着実な脱炭素化に向けた移行が脱炭素社会の実現に当たって不可欠と言える。

脱炭素社会への円滑な移行を進めるに当たっては、多額の資金を要することが見込まれている。そのために必要な資金を金融資本市場から調達することをトランジション・ファイナンスと呼ぶ。

なお、トランジション・ファイナンスと共に GHG 削減や脱炭素社会の実現を目指す金融手法として、グリーン・ファイナンスがある。両者の主な違いは、端的には、ファイナンスを通じて支援する対象である。トランジション・ファイナンスの対象はこれからグリーン化（低炭素化、脱炭素化）を目指す分野であるのに対し、グリーン・ファイナンスの対象は既にグリーン化している分野と言える。

トランジション・ファイナンスの発展経緯

トランジション・ファイナンスをめぐっては、香港の電力会社の子会社であるキャッスル・ピーク・パワー・ファイナンスが世界初となるトランジションボンドを 2017 年 7 月に起債して以降、資金調達事例が見られるようになった。その後、フランスの大手金融機関のアクサ・インベストメント・マネージャーズが 2019 年 6 月に新たな資産クラスとしてトランジションボンドを提唱し、独自のガイドラインを公表したこともきっかけとなり、債券市場にかかる自主規制団体である国際資本市場協会（ICMA）が 2020 年 12 月に「クライメート・トランジション・ファイナンス・ハンドブック」（CTFH）を公表した。

日本では、金融庁・経済産業省・環境省が 2021 年 5 月、「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」（基本指針）を公表した。基本指針は、ICMA によるハンドブックが示す 4 要素（トランジション戦略とガバナンス、ビジネスにおける環境面のマテリアリティ〔重要度〕、科学的根拠のある戦略、実施の透明性）に基づき、開示に関する論点、開示事項・補足、独立したレビューに関する事項を記載している。そ

して、経済産業省では 2021 年度から GHG 多排出産業の 2050 年カーボンニュートラル実現に向けた具体的な移行の方向性を示すため、分野別技術ロードマップを策定した¹⁵。同ロードマップは、企業がトランジション・ファイナンスを活用した気候変動対策を検討するにあたり、参照することを想定している。金融機関等において、企業が資金調達を行う際に、脱炭素に向けた企業の戦略・取り組みがトランジション・ファイナンスとして適格かどうかを判断する際の一助になることを意図している。CTFH、基本指針及びロードマップ等の整備もあり、トランジション・ファイナンスの活用が進みつつある。

トランジションボンドの発行状況

トランジションボンドをめぐって、世界では 2017 年から発行が見られるようになり、日本では 2021 年夏頃から発行体、発行額ともに増える傾向にある。直近では、日本政府が 2024 年 2 月、「脱炭素成長型経済構造移行債」（GX 経済移行債）を「クライメート・トランジション利付国債」（CT 国債、約 1.6 兆円）として発行し¹⁶、世界及び日本の発行残高が大きく伸びた。（図表参照）。

世界の発行残高（約 244 億ドル、2024 年 2 月末時点）の内訳を見ると、（1）発行体の国・地域別では日本が全体の 6 割強でイタリアが 2 割を占める状況、（2）通貨別では日本円、ユーロ、米ドル、中国元で構成、（3）年限別では 10 年債や 5 年債が中心、となっている。加えて、発行体の産業別発行残高内訳においては、日本の CT 国債の存在により、国（ソブリン）が占める割合が最も大きいのが、電力、ガス、石油等の GHG 排出量が比較的多い産業が続いている。

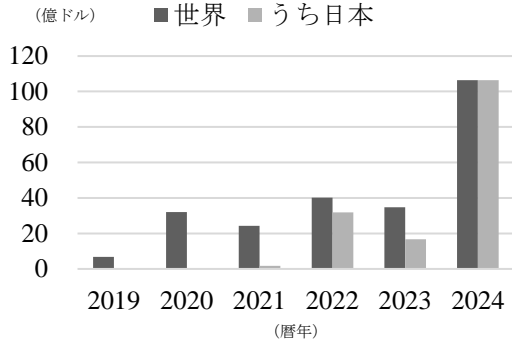
日本以外の国・地域で、トランジションボンドの発行が必ずしも順調に伸びているわけではないのは、CTFH がトランジション・ファイナンスを実施する上での開示のガイドラインであり、グリーンボンド原則（GBP）のような商品としての充当事業の適格性の有無を判断するような原則・ガイドラインではないことが主因とみられる。そのため、日本以外における発行体の移行戦略を表現した資金調達は、既に金融資本市場で浸透しており、資金使途が限定されないサステナビリティ・リンク・ボンド（SLB）で行われるケースが多い傾向にある。このように、トランジションボンドの発行は、2024 年 2 月末時点では、グリーンボンド等に比べると歴史が浅いこともあり、発行額が少ないうえ、国・地域や発行体が属する産業についても限られているが、今後、様々な支援・推進策も後押しし、広がる余地があると考えられる。

¹⁵ 国土交通省においても脱炭素化に向けた技術、方向性を示すロードマップ等を公表している。

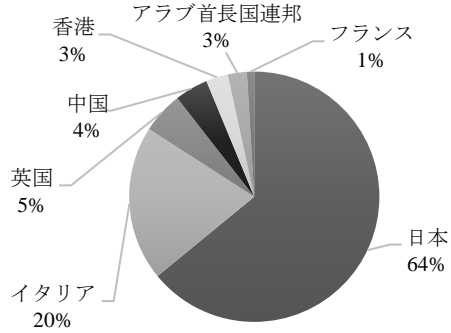
¹⁶ GX 経済移行債は、国債の一種だが、化石燃料賦課金や特定事業者負担金により 2050 年度までに償還される仕組みとなっている。GX 経済移行債は、CT 国債との名称の下、個別銘柄で発行する方法のほか、通常の国債と同一の金融商品として統合発行する方法もある。

図表 トランジションボンドの発行状況

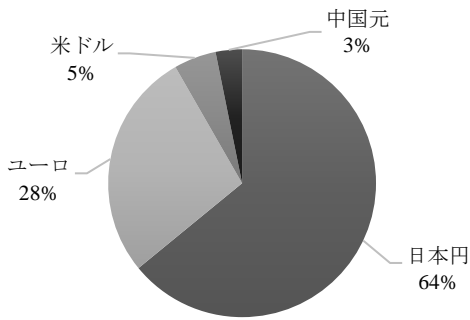
発行額推移（世界及び日本）



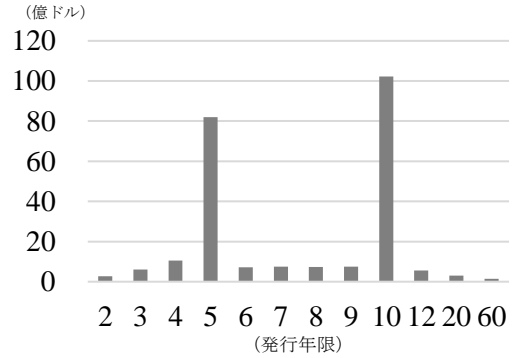
発行体の国・地域別発行残高内訳（世界）



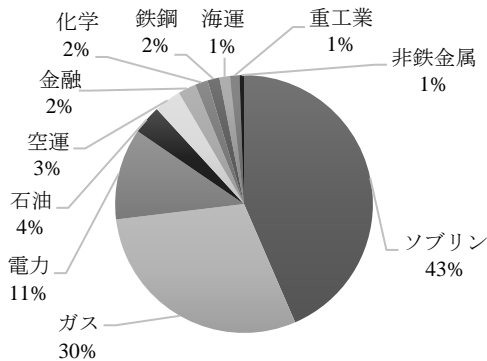
通貨別発行残高内訳（世界）



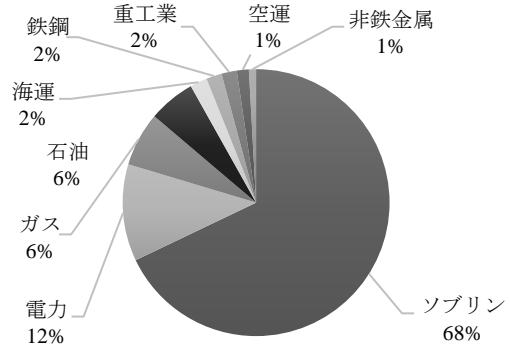
発行年限別発行残高内訳（世界）



発行体産業別発行残高内訳（世界）



発行体産業別発行残高内訳（日本）



注：発行残高は、2024年2月末時点で、ブルームバーグによるトランジションボンドの判定基準に基づく。ドル換算ベース。発行残高（2024年2月末時点）は、世界が約244億ドル、日本の発行体が約157億ドル。

出所：ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

地方団体にとってのトランジション・ファイナンスに関する論点

トランジション・ファイナンスは比較的新しい資金調達手法だが、今後世界及び日本における脱炭素社会の実現に当たって重要な財源確保手段になり得る。地方団体にとってトランジション・ファイナンスに関して注目に値する主な論点として、(1) 域内の脱炭素化としてのトランジション、(2) CT 国債の動向、が挙げられる。

1 点目について、域内の脱炭素化目標の達成に向けては、地方団体自身のみならず、産業、民生及び運輸部門における取り組みも不可欠である。例えば、日本の場合、コンビナートが立地している太平洋ベルト地帯で工業製品の大部分が生産されており、地域の雇用の中心となるとともに、石油精製、化学、鉄鋼、電力等の GHG 多排出産業が集積している。近年、いくつかのコンビナートでは、地方団体が企業とも連携しながら脱炭素化に向けた取り組みが行われているが、例えば、地方団体が域内の脱炭素社会への移行に向けてトランジション・ファイナンスを財源の 1 つとして検討することも意義があると考えられる。

2 点目について、CT 国債は 2024 年 2 月に発行された約 1.6 兆円に続き、2024 年度にも約 1.4 兆円発行予定となっている。CT 国債は、日本における持続可能な開発目標 (SDGs) に貢献する債券 (SDGs 債) の起債の中でも大規模であるため、発行条件が同じ通常の国債との金利差 (グリーンプレミアム) が、地方債、社債を含めた一般債の流通市場においても一定程度参照される場合もあるとみられる。その意味で、地方団体における今後の SDGs 債の起債に当たって、CT 国債の動向も勘案した上で検討を進めることが大切になると言える。

【補論】サステナビリティ関連情報開示の現状について

みずほ証券

サステナビリティ推進部

香月康伸

1. サステナビリティ関連情報開示に関する近年の動向

サステナビリティに関する情報開示の社会的要請が、近年、企業・発行体に強まっている。この「サステナビリティ」の概念は、様々な主体によって使い分けられる余地があるが、日本のコーポレートガバナンス・コードやスチュワードシップ・コードで「ESG 要素を含む中長期的な持続可能性」とされており、その開示は、中長期的な視点に基づく E（環境）、S（社会）、G（ガバナンス）の取り組みを、経営方針・経営戦略等との整合性を意識して説明するものと解釈される。

ESG 情報に代表される非財務情報の開示は、1970 年代の欧州に遡り、先進企業が「環境報告書」を作成し始めたのは 1980 年代である。日本では 1990 年代後半に、環境庁（当時）が「環境報告書の作成手引き」を公表したが、日本企業の環境報告書作成の動機づけとなったのは、1996 年に発行された ISO14001（環境マネジメントシステム規格）とされる。

さらに、世界的に「環境報告」の時代は、2000 年代に入ると「サステナビリティレポート」が主流となり、最近では、財務情報と非財務情報を統合した「統合報告書」を作成・公表するケースが広がっている。

このように、開示基準策定の流れは、主に「環境」面で先行し、「人的資本」や「ダイバーシティ」や「生物多様性」等の ESG 要素に展開されていく潮流にあるが、気候関連の開示基準については、複数基準が国際サステナビリティ基準審議会（ISSB）の策定する「IFRS サステナビリティ開示基準」に統一され、これをベースとした各国基準を策定するステージにある。IFRS サステナビリティ開示基準が各国で幅広く用いられることにより、複数の開示基準が乱立する現状が、解消されることが期待されている。

具体的な動きとしては、2023 年 6 月 26 日、ISSB が「IFRS サステナビリティ開示基準」として、「サステナビリティ関連財務情報の開示に関する全般的な要求事項（IFRS S1）」及び「気候関連開示（IFRS S2）」を最終化し公表した。S1 及び S2 は、2024 年 1 月 1 日以後に開始する事業年度を報告対象期間として適用開始（早期適用も可）され、本邦では、サステナビリティ基準委員会（SSBJ）が S1 及び S2 を踏まえた日本版開示基準を策定中である。2024 年度中に確定基準の公表を予定し、将来的には有価証券報告書等の開示事項取り込まれる方向である。

生物多様性、人的資本などの気候関連開示（S2）以外の個別テーマは、今後策定される予定である。

■図表 1 : S1 および S2 の概要

S1 (全般的な要求事項)	S2 (気候関連開示)
<ul style="list-style-type: none"> ・ サステナビリティに関する全ての情報を開示。重要性がないと自主判断した場合は開示の必要はなし ・ 開示項目は、TCFD と同様の、①ガバナンス、②戦略、③リスク管理、④指標と目標の4項目 ・ リスクと機会の特定に当たっては、IFRS サステナビリティ開示基準に加え、サステナビリティ会計基準審議会の SASB スタンダードも参照 ・ 開示は、財務情報開示と対象期間・開示時期を揃えるべき <p>(重要性の定義) 「サステナビリティ関連財務開示の文脈において、情報は、それを省略したり、誤表示したり、不明瞭にしたりしたときに、利用者が、財務諸表及びサステナビリティ関連財務開示を含む、特定の報告企業に関する情報を提供する当該報告書に基づいて行う意思決定に、当該情報が影響を与えることが合理的に見込まれる場合には、重要性がある」</p>	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大枠は TCFD を基礎としつつも、業種毎の細分化された開示項目も規定 <p>①ガバナンス - 気候関連のリスクと機会を監督する部署と経営者の役割の説明</p> <p>②戦略 - 気候関連のリスク及び機会が企業のビジネス・モデル及びバリュー・チェーンに与える現在の及び予想される影響 - 気候関連の移行計画 - 気候レジリエンスの評価は、シナリオ分析を活用</p> <p>③リスク管理 - リスク、機会を識別、評価、監視するためのプロセス、等</p> <p>④指標と目標 - スcope 1、2、3 の GHG 排出量、インターナル・カーボン・プライシング、役員報酬との連動・考慮方法 - SASB スタンダードに基づく 68 業種毎の指標</p>

出所： ISSB 資料よりみずほ証券作成

2. サステナビリティ関連情報開示を整理する上での視点

サステナビリティ情報開示を比較・検討する際には、①環境等の個別テーマに限定か、ESG 全体か、②シングルマテリアリティか、ダブルマテリアリティか、といった視点で整理する必要がある。

サステナビリティの世界では、一般に「企業が取り組むべき重要課題」のことを「マテリアリティ」というが、ここで使われるシングルマテリアリティとは、「財務にもたらす影響」に焦点を当てる分析・開示方法を指す。例えば、気候変動に起因する災害や事業環境の変化が与える財務インパクトを開示するケースが典型的である。

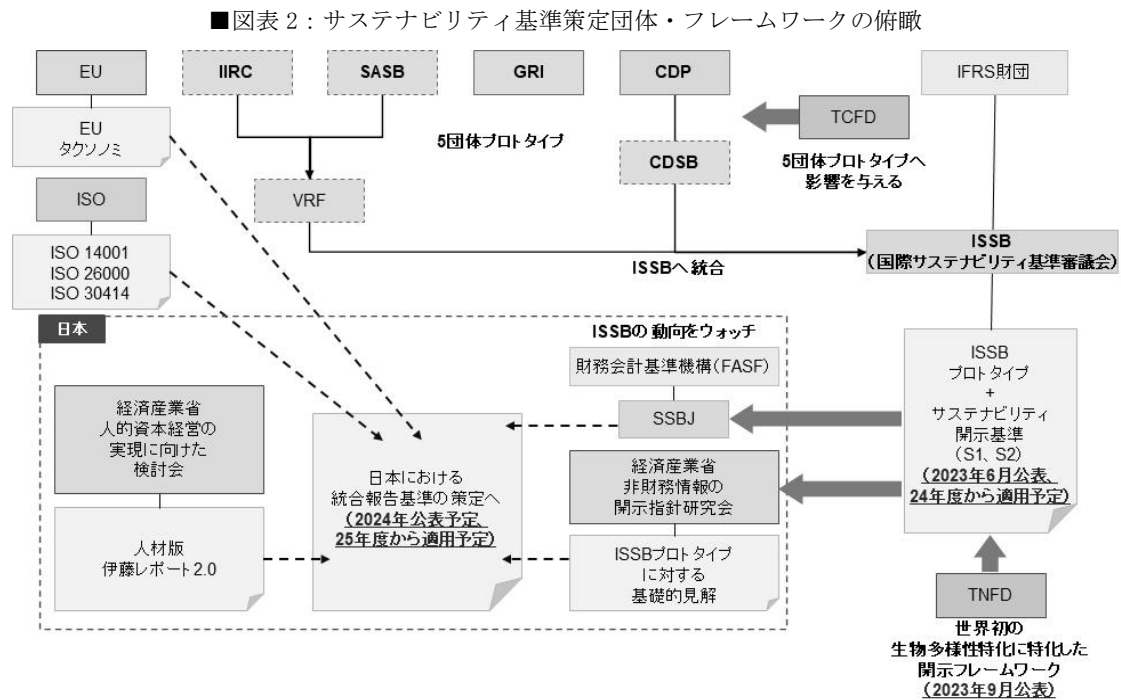
ダブルマテリアリティとは、財務インパクト（シングルマテリアリティ）と、企業活動が社会や環境に与えるインパクト（影響）との両面に焦点を当てる分析・開示方法である。

このようにみると、シングルマテリアリティは、主に投資判断の財務分析を行う投資家を意識した開示であり、ダブルマテリアリティは、投資家に限らず、地域社会などの多様なステークホルダーを意識した開示といえる。ESG 投資の中で、社会や環境へのインパクトを重視する ESG 投資家の要請の声も小さくない。

また、マテリアリティは時間の経過とともに変化する可能性がある。その変化に対応するため、報告の都度、重要性を再評価することをダイナミック・マテリアリティという。

3. 開示基準策定団体とフレームワーク

図表 2 は、国際的なサステナビリティ関連情報開示の基準策定団体およびフレームワークと、日本への影響を俯瞰したものである。特に注目される動きは、①5 団体の ISSB への統合、②TCFD や TNFD の影響といえよう。また、図表 3 は、各基準策定団体・フレームワークの概要をまとめたものある。



出所：『サステナビリティ情報開示ハンドブック』（北川哲雄 編）を参考に、みずほ証券作成

■図表 3：サステナビリティ基準策定団体・フレームワークの概要

	名称	概要	開示項目/対象	マテリアリティ
IIRC	International Integrated Reporting Council (国際統合報告評議会)	企業が持続的な価値創造について統合報告を通じて説明するための枠組み	財務 / 製造 / 知的 / 人的 / 社会・関係 / 自然資本	シングル
SASB	Sustainability Accounting Standards Board (米国サステナビリティ会計基準審議会)	企業が投資家に対して財務的に重要な持続可能性に関する情報を開示するための基準	環境、社会	シングル
VRF	Value Reporting Foundation (価値報告財団)	IIRC と SASB が合併		
GRI	Global Reporting Initiative	企業が経済・環境・社会に与えるインパクトを特定し、サステナビリティ報告書として開示するための基準	経済、環境、社会	ダブル
CDP	Carbon Disclosure Project	企業・都市が環境へのインパクトを認識し、持続可能な経済を実現すべくスコアリングの上、開示	気候変動、水、森林	ダブル

CDSB	Climate Disclosure Standards Board (気候変動開示基準委員会)	環境情報を財務情報に統合することで環境に係る投資家の意思決定を支援することを目的とする枠組み	環境情報 (気候変動、生物多様性等)	シングル
IFRS 財団	International Financial Reporting Standards (IFRS Foundation)	世界の金融市場に透明性、説明責任及び効率性をもたらす IFRS 基準を開発すること目的とした財団。1973 年に設立された国際会計基準委員会 (IASC) に代わる機関として 2001 年に設立	—	—
ISSB	International Sustainability Standards Board (国際サステナビリティ基準審議会)	国際会計基準をつくる IFRS 財団が、サステナビリティ開示基準開発のために 21/11 に設立。他の開示基準設定団体 CDSB と VRF を統合。IOSCO 承認後、各国当局が基準の活用可能	—	—
TCFD	Taskforce on Climate-related Financial Disclosures (気候変動財務情報開示タスクフォース)	気候変動に関連するリスク・機会情報を企業が金融市場参加者に対して一貫した枠組みで開示	気候変動によるリスク・機会	シングル
TNFD	Taskforce on Nature-related Financial Disclosures (自然関連財務情報開示タスクフォース)	TCFD の生物多様性の位置付け。CDP や ISSB も TFD	生物多様性に関わるリスク・機会	ダブル
ISO 14001	「環境マネジメントシステム」に関する認証規格。組織の自主的な環境への取り組みを支援することが目的			
ISO 26000	「社会的責任」の情報開示に関するガイドライン			
ISO 30414	「人的資本」の情報開示に関するガイドライン			

出所：各種開示資料よりみずほ証券作成

以下、地方団体にも関係のある CDP、気候変動および生物多様性に関する開示フレームワークとなる TCFD と TNFD について、概要を紹介したい。

① CDP

CDP (Carbon Disclosure Project) はロンドンに本拠を置く国際環境 NGO。2000 年に設立され、企業や自治体に二酸化炭素の排出量や気候変動への取り組みに関する質問書を送り、集めた情報をスコア化して公開するもので、数多く存在する ESG 関連評価の中でも、信頼度が高いと評価されている。サステナビリティ基準やフレームワークを策定する団体ではない。

スコアは A~D-までの 8 段階 (A、A-、B、B-・・・)、A が最高評価となり、企業や自治体が環境問題への当事者責任を果たしていることを意味する。

「気候変動」「水セキュリティ」「フォレスト」の 3 種類があり、自治体に対しては「シティ」という分野で調査されている。

なぜ、企業にとどまらず自治体（都市）までがカバーの対象となっているかについては、世界人口の55%は都市部に居住していること、世界で消費されるエネルギーの2/3は都市部で消費されていること、そして、海面上昇や異常気象の影響を最も受けるのが自治体という行政区域であることが理由に挙げられている。

この分野における5回目となった2022年のAリスト122都市のうち、日本からは東京都、京都市、福岡市、新潟市、相模原市の5都市が入っていたが、2023年は東京都のみとなった。東京都は3年連続のAリスト選出である。

② TCFD

TCFDとは、G20の要請を受け、金融安定理事会（FSB）により、気候関連の情報開示及び金融機関の対応を検討するため設立された「気候関連財務情報開示タスクフォース（Task Force on Climate-related Financial Disclosures）」のこと。2017年6月に最終報告書を公表し、企業等に対し、気候変動リスクに関する（1）ガバナンス、（2）戦略、（3）リスク管理、（4）指標・目標の4つの項目における、11の開示内容が推奨されている。

世界全体では金融機関をはじめとする4,925の企業・機関が賛同を示し、日本では最多の1,488の企業・機関が賛同している（2023年11月24日時点）。

■図表4：TCFDが推奨する11の開示内容

ガバナンス	戦略	リスク管理	指標と目標
気候関連のリスク及び機会に係る組織のガバナンスを開示する。	気候関連のリスク及び機会をもたらす組織のビジネス・戦略・財務計画への実際の及び潜在的な影響を、そのような情報が重要な場合は、開示する。	気候関連リスクについて、組織がどのように識別・評価・管理しているかについて開示する。	気候関連のリスク及び機会を評価・管理する際に使用する指標と目標を、そのような情報が重要な場合は、開示する。
推奨される開示内容			
a) 気候関連のリスク及び機会についての、取締役会による監視体制を説明する。	a) 組織が識別した、短期・中期・長期の気候関連のリスク及び機会を説明する。	a) 組織が気候関連リスクを識別・評価するプロセスを説明する。	a) 組織が、自らの戦略とリスク管理プロセスに即して、気候関連のリスク及び機会を評価する際に用いる指標を開示する。
①取締役会による監視体制	③リスクと機会	⑥リスクを評価・識別するプロセス	⑨リスクと機会の評価に用いる指標
b) 気候関連のリスク及び機会を評価・管理する上での経営者の役割を説明する。	b) 気候関連のリスク及び機会が組織のビジネス・戦略・財務計画に及ぼす影響を説明する。	b) 組織が気候関連リスクを管理するプロセスを説明する。	b) Scope 1、Scope 2及び当てはまる場合はScope 3の温室効果ガス（GHG）排出量と、その関連リスクについて開示する。
②経営者の役割	④ビジネス・戦略・財務計画への影響	⑦リスクを管理するプロセス	⑩スコープ1、2、あてはまる場合は3の排出量
	c) 2℃以下シナリオを含む、さまざまな気候関連シナリオに基づく検討を踏まえて、組織の戦略のレジリエンスについて説明する。	c) 組織が気候関連リスクを識別・評価・管理するプロセスが組織の総合的リスク管理にどのように統合されているかについて説明する。	c) 組織が気候関連リスク及び機会を管理するために用いる目標、及び目標に対する実績について説明する。
	⑤シナリオに基づく戦略のレジリエンスの説明	⑧⑥⑦が総合的リスク管理に統合されているか	⑪リスクと機会の管理に用いる目標と実績

出所：JPX「TCFD提言に沿った情報開示の実態調査」より

既述の通り、ISSBにより、「IFRS サステナビリティ開示基準」が最終化され、TCFDの開示枠組みをとりいれたIFRS S1、S2が定められたことに伴い、TCFDは活動を終了。企業の情報開示の進捗管理とレポート発行はISSBが引き継ぐ予定である。

③ TNFD

TCFDの生物多様性版となるTNFDは、自然関連財務情報開示タスクフォース(Taskforce on Nature-related Financial Disclosures)のこと。2019年にダボス会議で着想され、2021年6月、国連開発計画(UNDP)、世界自然保護基金(WWF)、国連環境開発金融イニシアチブ(UNEP FI)、そして英環境NGOであるGlobal Canopyらの非公式WGメンバーらにより正式に発足。2023年9月、v1.0のフレームワークを公表した。

TNFDは主に、①提言(14の「開示推奨項目」)、②開示の為の分析手法である「LEAPアプローチ」、③補助ガイダンスで構成。LEAPアプローチとは、Locate(自社事業と自然の接点を再評価)、Evaluate(自然への影響や依存を診断)、Assess(リスクと機会を評価)、Prepare(開示を準備)のプロセスで、開示を支援するツール。

■図表5：TNFDが推奨する14の開示内容

開示推奨項目(v1.0)				TCFDとの大きな違いは、「リスク・機会」に加え、「依存・影響」も開示すること
ガバナンス	戦略	リスクとインパクトの管理	指標・目標	
自然関連の依存・インパクト・リスク・機会に関する組織ガバナンスの開示	自然関連の依存・インパクト・リスク・機会が事業・戦略・財務計画に与える実際・潜在的インパクトを開示	自然関連の依存・インパクト・リスク・機会を特定・評価・優先付け・監視する為のプロセスを開示	自然関連の依存・インパクト・リスク・機会を評価・管理するための指標・ターゲットの開示	
a. 取締役会による監督 b. 評価・管理する上でのマネジメントの役割 c. 評価・対応における、先住民・地域社会・影響を受けるステークホルダーへの組織としての人権方針・エンゲージメント活動、取締役会・経営陣による監督	a. 短期・中期・長期 b. ビジネスモデル・バリューチェーン・戦略・財務計画に与えた影響・移行計画・分析 c. 複数のシナリオを考慮した戦略のレジリエンス d. 直接操業、及び可能であれば上流と下流における、 優先地域にある資産・活動拠点の位置	a. (i) (直接操業において) 特定・評価・優先付けの為の組織プロセス a. (ii) (上流・下流のバリューチェーンにおける) 特定・評価・優先付けの為の組織プロセス b. 管理の為の組織プロセス c. 自然関連リスクの特定・評価・管理プロセスの組織全体におけるリスク管理への組み込み方法	a. 組織の戦略とリスク管理プロセスに沿って、リスク・機会の評価・管理するための指標 b. 自然に対する依存・インパクトを評価・管理するための指標 c. 組織としての管理のためのターゲット・指標及びパフォーマンス	
TCFDとの違い	先住民や地域社会等に関する人権対応も開示	優先地域の位置情報開示		サプライチェーン上流・下流(気候変動分野開示における「スコープ3」)も開示

出所：TNFD資料を参考にみずほ証券作成

2024年1月、TNFDの早期開示を表明した企業がダボス会議で公表された。世界全体で321社・団体のうち、日本企業は1/4を占める81社で、TCFD同様、最多となっている。

第4節 グリーンローン

1 グリーンローンの動向

サステナブルファイナンスにおける負債性の資金調達手段としては、グリーンボンドを始めとした債券だけでなく、ローン形式の金融商品も存在している。その中の1つであるグリーンローンは、近年グローバルに組成額が拡大している。

グリーンローンは、環境省のグリーン・ファイナンスポータルでは「企業や地方団体等が、国内外のグリーンプロジェクトに要する資金を調達するために用いる融資」とされている。グリーンプロジェクトを資金用途とする点が共通するグリーンボンドと比較すると、共に国際原則¹⁷や国内ガイドラインが存在しており、調達資金の用途など核となる4つの重要要素も共通している。また、グリーンボンドでは、これらの重要要素を含めたフレームワークを策定し、国際原則への適合性について外部評価を取得することとなるが、グリーンローンでも同様の対応が一般的に行われているほか、日本銀行による「気候変動対応を支援するための資金供給オペ」についても対象となるなど、類似点が多い（図表32）。

図表32 グリーンローンの概要

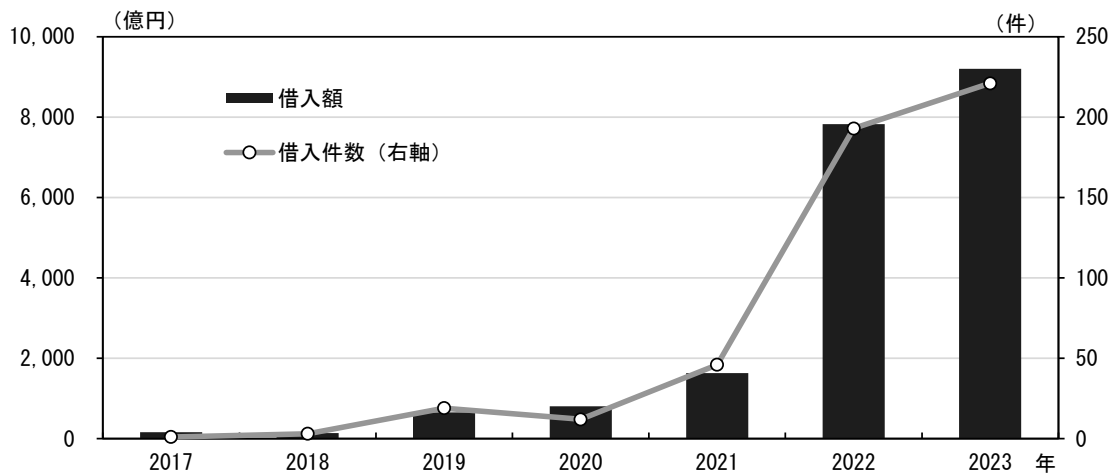
	グリーンボンド	グリーンローン
主な国際原則	グリーンボンド原則（ICMA）	グリーンローン原則 （ローン・マーケット・アソシエーション等）
国内ガイドライン	グリーンボンドガイドライン （環境省、2020年策定、2022年最終改訂）	グリーンローンガイドライン （環境省、2020年策定、2022年最終改訂）
開示すべき情報の重要要素	① 調達資金の用途（対象となるグリーン事業区分はボンド・ローン同一） ② プロジェクトの評価と選定のプロセス ③ 調達資金の管理（追跡管理方法等） ④ レポーティング（充当状況、環境改善効果等） ※ 基本的に、上記4要素を含めたフレームワーク（FW）の作成及び外部評価（レビュー）の取得が実施されている	
日銀気候変動オペ	ボンド・ローンともに対象	

（出所）総務省作成

グリーンローンは、前述のようにサステナブルファイナンスの一手法としてグローバルに活用されているが、わが国においても、事業会社などを中心に利用が拡大している。環境省のデータを用いて、わが国におけるグリーンローンの組成動向をみると、借入金額・件数ともに増加傾向にあり、2022（令和4）年に急速に増加した後、2023（令和5）年も借入件数221件、借入金額9,203億円と増加が継続している（図表33）。

¹⁷ 「グリーンローン原則」は、ICMAの「グリーンボンド原則」を踏まえて、アジア太平洋ローン・マーケット・アソシエーション（APLMA）、ローン・マーケット・アソシエーション（LMA）、ローン・シンジケーション&トレーディング・アソシエーション（LSTA）が策定。

図表33 グリーンローンの組成動向



(出所) 環境省「グリーン・ファイナンスポータル」より総務省作成

(注) 2024(令和6)年3月4日時点

2 地方団体による調達事例

地方団体におけるグリーンローンの調達事例としては、滋賀県守山市、栃木県那須塩原市、千葉県の3団体が挙げられる(2024(令和6)年3月時点)。本項では、この3事例について、委員会での報告等に基づき、概要を紹介する。

(1) 滋賀県守山市

(概要)

借入年月	借入額	借入先	外部評価機関
2021(令和3年)9月	27億9,870万円	滋賀銀行	格付投資情報センター (R&I)

(対象事業)

名称	事業内容
環境施設の整備	守山市環境センター(一般廃棄物処理施設)の整備資金

(調達の背景)

環境施設のPRと社会的評価の獲得を期待してのもの。当該施設は、守山市の地形的条件から、住民の多い地域に建設する必要があったため、市民の理解を得ることが非常に重要であった。第三者評価期間により「グリーンローンに期待される事項」に適合する施設との評価を得たことで、脱炭素社会への取組を行っていることを広く周知する有効な機会となり、当該施設に対する安全・安心な運営を行っていることへの市民の方への理解にもつながることとなった。

(調達に際しての懸念点、課題)

借入前の懸念点は、前例がなくグリーンローン組成までの事務の流れが不明瞭であったこと。そもそも、フレームワークとは何なのか、レポーティングも含めてどの程度詳細な情報が必要となるのか、などグリーン・ファイナンス固有の事務について情報が不足したまま検討を進めていく必要があった。借入後については、レポーティングに必要な情報の収集やそれらをまとめる事務にかなりの時間を要していることが挙げられる。

(今後の方針)

当面は環境関係施設の整備を予定しておらず、充当対象事業が存在しないため、次の借入は未定。もっとも、対象となる事業が出てきた場合には、前回の経験を活かして積極的に利用を検討したい。

(2) 栃木県那須塩原市

(概要)

借入年月	借入額	借入先	外部評価機関
2022(令和4)年5月	9,050万円	足利銀行	格付投資情報センター (R&I)

(対象事業)

那須塩原市スマートライティング事業 (道路灯のLED化+ネットワーク化+環境センサー設置により、遠隔管理、熱中症予防情報を配信)
太陽光パネル一体型街路灯設置事業

(調達の背景)

気候変動対策の実施にあたって掲げている「那須野が原グリーンプロジェクト」の取組として、グリーンローンによる借入を実施。環境施策に充当して市の取組をより一層PRしていくことに加え、市域内のESG地域金融を推進することも目的だった。

(調達に際しての懸念点、課題)

調達に際しては、グリーンファイナンスに係るノウハウがない中で、従来の業務に追加して対応する余力がなく、フレームワークを1から作りあげるのは困難だった。また、地方団体によるグリーンローンの事例が少なく、自団体での実施可能性や有効性の判断材料が乏しかったため、グリーンボンドの事例を参考に事業を検討した。

(今後の方針)

2023(令和5)年度もグリーンローンによる資金調達を進めており、充当対象事業として、一次エネルギー消費量の削減やCO₂排出量の削減などを環境改善効果とする「青木ふるさと物産センター整備事業(充当見込額:約6.5億円)」、「箒根学園体育館改築工事(同:約2.3億円)」を選定済み(充当額確定後に借り入れ予定)。

(3) 千葉県

(概要)

借入年月	借入額	借入先	外部評価機関
2024(令和6)年2月	50億円	千葉銀行ほか ¹⁸	日本格付研究所(JCR)

(対象事業)

河川・海岸・砂防整備事業等の「千葉県サステナビリティファイナンス・フレームワーク」に定められた適格プロジェクト

(調達背景)

県として、行政はもとより県民や事業者をはじめ幅広いステークホルダーを巻き込み、SDGs達成に向けた取組みを推進している。また、グリーンローンの活用を契機とし、SDGsに係る県の先進的な取組みを理解してもらうとともに、SDGs推進に向けた県全域での機運を醸成していくことも目的。

3 今後の利用拡大に向けて

地方団体によるグリーンローンの利用実績は、前項で紹介した3団体のみに留まっている。検討状況に係る地方団体へのアンケート調査でも、公募団体やその他市区町村で一部検討を行っている団体がみられるものの、全体の9割以上の団体では、現時点で具体的な検討が行われていない結果となった(図表34)。

図表34 グリーンローンの検討状況

内容	公募団体	非公募団体	その他 市区町村	合計
グリーンローンでの調達を予定している (又は調達した)	0 0.0%	0 0.0%	2 2.1%	2 1%
具体的な調達時期は未定だが、将来的にグリーンローンでの調達を検討している	2 3.3%	0 0.0%	2 2.1%	4 3%
特に検討はしていない	57 93.4%	6 100.0%	84 90.4%	145 92%
その他	2 3.3%	0 0.0%	5 5.3%	6 4%
(回答団体数)	61	6	94	157

(出所) アンケート調査

¹⁸ 千葉銀行、君津信用組合、京葉銀行、佐原信用金庫、館山信用金庫、千葉興業銀行、千葉信用金庫、銚子商工信用組合、銚子信用金庫、東京東信用金庫、東京ベイ信用金庫、房総信用組合によるシンジケートローン。

もともと、地方団体が気候変動対応を進めていく中で、必要資金の調達等を目的としてSDGs債の発行を急速に拡大させていることを踏まえると、グリーンローンについても、潜在的なニーズは一定程度存在すると考えられる。特に、市場公募形式でのSDGs債発行が困難な非公募団体やその他市区町村においては、グリーンローンの活用余地が大きいと考えられ、このような団体が気候変動対応を進めていくためにも、グリーンローンを推進していくことが必要である。

今後の利用拡大に向けては、前項で紹介した2団体が課題として挙げた、グリーン・ファイナンス固有の事務負担の軽減が重要であるが、そのためには(1)グリーン共同債の事例の活用、(2)金融機関による取組みの拡大が有効であると考えられる。

(1) グリーン共同債の事例の活用

グリーン・ファイナンス固有の事務は多岐に渡るが、前項で紹介した3団体においては、①充当候補事業の選定、②フレームワークの策定、③レポーティング作業を負担の大きい事務として挙げている。グリーンボンドとグリーンローンは、対象となる事業の範囲やフレームワークを策定し外部評価を取得することなど重要な要素が共通しており、以下の通りグリーン共同債の枠組みを参考にすることが可能と考えられる。

① 充当候補事業の選定

充当候補事業の選定にあたっては、グリーン・ファイナンスに該当する事業の選定に際して、グリーン共同債フレームワークを参考にすることができる。グリーン共同債は、複数団体による充当事業の選定を円滑に行うために、外部評価機関に認められた要件やレポーティング項目を含む形で、充当可能な対象事業類型を全てフレームワークに記載している。当該フレームワークを用いた長期的な発行を見据えて、発行年度に利用予定のある事業に限定せず、地方団体においてニーズがあると思われる事業を幅広く記載しており、多くの団体で活用の余地があると思われる。

② フレームワークの策定

前述のように、グリーンボンドとグリーンローンは核となる4要素が共通しており、国際原則や国内ガイドラインへの適合性認定のために、フレームワークに記載する必要のある事項も同様となっている。グリーン共同債フレームワークは、国際資本市場協会(ICMA)策定の「グリーンボンド原則2021」に適合していることを、外部評価機関2社(株式会社格付投資情報センター[R&I]及び株式会社日本格付研究所[JCR])から認められており、グリーンローンのフレームワーク策定時においても参考とすることができると考えられる。

③ レポートニング作業

グリーン共同債では、2023(令和5)年度発行分の資金充当状況・環境改善効果に関するレポートニングについて、2024(令和6)年秋頃の公表を予定している。そのため、今後グリーンローンによる調達を行う場合には、レポートニング作業に際しても、グリーン共同債の事例を参考とすることが可能になると思われる。

(2) 金融機関による取組みの拡大

地方団体がSDGs債を発行する場合、引受を担当する証券会社などがアドバイザーとして支援することが多い。グリーン・ファイナンスに初めて取り組む団体が、全ての事務を独力で行うことは非常に難しく、グリーンローンにおいても、貸付を行う金融機関が同様の支援を行うことがグリーンローンの利用拡大に向けて効果的であると考えられる。この点、地方団体へのアンケート調査をみると、金融機関からグリーンローンの提案を受けたことのない団体が大半であり、このことが地方団体によるグリーンローンでの調達が低調である要因の1つとも考えられる(図表35)。

図表35 金融機関からの提案状況(グリーンローン)

内容	公募団体	非公募団体	その他市区町村	合計
ある	8	1	2	11
	13.1%	16.7%	2.1%	6.8%
ない	53	5	92	150
	86.9%	83.3%	97.9%	93.2%
(回答団体数)	61	6	94	161

(出所) アンケート調査

委員会では、地域銀行などの金融機関が地方団体へのグリーンローンに積極的に取り組んでいく意向も確認できたところであり、今後の金融機関による取組みと、それを受けた地方団体によるグリーンローンの利用拡大が期待される。

一方で、委員会では、事務負担の大きいグリーンローンの支援と銀行等引受債で主に利用されている入札・相見積もり方式は相性が悪いのではないかと、という懸念も示された。この点について、前述の那須塩原市は、フレームワークの策定や借入金利といった費用面だけでなく、策定支援にかかる能力評価も行い、それらを合わせて借入先の選定を行っている。また、委員会では、地方団体と長期的な関係性を築いている指定金融機関¹⁹との連携やシンジケートローン方式の採用についても議論が行われた。グリーンローンの利用にあたっては、こうした仕組みの活用など、グリーンファイナンスの支援を行う金融機関と地方団体の相互にメリットのある仕組みを構築していく工夫も求められる。

¹⁹ 令和4年度「地方債に関する調査研究委員会」の報告書では、指定金融機関との関係についてアンケート調査を基にまとめたうえで、安定した資金調達に向けて、「資金調達の安全性と競争性のバランスをよく考慮しつつ、相対交渉方式による指定金枠を一定程度設定するなど、指定金融機関をはじめとした金融機関との繋がりを維持、継続しておくことが重要である」ことを指摘している。

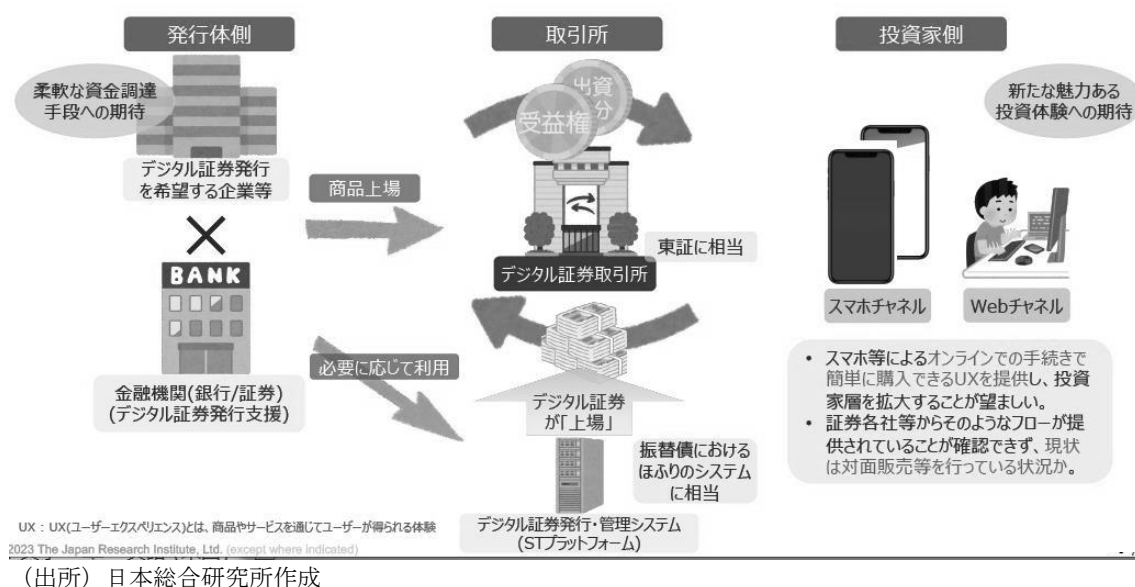
第4章 デジタル証券について

第1節 デジタル証券の概要

1 デジタル証券の定義

デジタル証券は、株式や債券、投資信託などを、ブロックチェーン（分散型台帳）技術²⁰を使い、券面を発行せず電子的に発行、管理する有価証券である。同じく券面不発行の振替債が、証券保管振替機構（ほふり）のシステムを利用するのに対して、デジタル証券は、ブロックチェーン技術によって取引を記録する「STプラットフォーム」を基盤とする（図表1）。

図表1 デジタル証券の全体像



国内では「セキュリティトークン」もほぼ同義の言葉として使用されるが、デジタル証券は、2020(令和2)年5月に施行された改正金融商品取引法及び関連法令によって取扱いが明確化され、法令上類型化されている（図表2）。具体的には、「電子記録移転有価証券表示権利等」が総称であり、元となる権利等によって分類される。地方債をデジタル証券形式で発行した場合は、「トークン化された有価証券権利」となり、通常の方債と同様に、第一項有価証券として、開示規制や販売における業規制、日本証券業協会の自主規制の対象となる。

²⁰ データをブロックという単位でまとめてチェーン状につなげ、複数のノード（ブロックチェーンネットワークを構成するコンピューターやサーバー等）で分散して保存する技術。

図表2 デジタル証券の法的整理

元となる権利		開示規制の種別	業規制の登録種別	主な自主規制機関
第一項有価証券の権利 (国債・地方債、社債、株券等)	トークン化された 有価証券表示権利 株式や社債等、2条1項各号の 有価証券がトークン化されたもの 通称	第一項有価証券 原則として発行・ 継続開示の義務あり	第一種金融商品取引業 登録時の最低資本金5,000万円、 自己資本比率の継続的なモニタリング など、高水準の規制を受ける	日本証券業協会
	電子記録移転権利 法令用語 集団投資スキーム、信託受益 権等、2条2項各号の権利が トークン化されたもの	第一項有価証券 (改正前) 第二項有価証券	第一種金融商品取引業 (改正前) 第二種金融商品取引業	日本 STO 協会 改正に基づき新たに設立
第二項有価証券の権利 (信託受益権、匿名組合持分等)	通称 適用除外電子記録移転権利 内閣府令により、電子記録 移転権利から除外されるもの	第二項有価証券 原則として発行・ 継続開示の義務なし	第二種金融商品取引業 最低資本金は1,000万円以下でよく、 自己資本規制も受けない	

上記を総称して「電子記録移転有価証券表示権利等」(法令用語)や「トークン化有価証券」(通称)と呼称

(出所) 日本総合研究所作成

2 デジタル証券のメリット

デジタル証券は、STプラットフォームを利用することで、ブロックチェーン技術の特性を活用することが出来るほか、これまでほふりが対象としていなかった分野に適用することも可能となる。日本STO協会によると、デジタル証券の利用には、一般的に以下のような効果が期待される²¹。

① 効率性

ポストトレード（証券の約定後の業務処理全般）において、ブロックチェーンを利用したプラットフォームを導入するため、大規模な取引所や保管振替機構などが不要となる。

② 改ざん不可

ブロックチェーン上に記録された情報の場合、ある特定の取引データを改ざんするためには、それ以降に発生した全ての取引について改ざんする必要があり、改ざんが極めて困難。このため、取引データや有価証券に関連する情報の信頼性を高めることができる。

③ 小口化

取引全体のコスト低下により、機関投資家向けの証券化商品やオルタナティブアセットへの少額参加を可能にすることで、個人投資家を呼び込み、流動性の低いアセットクラスで流動性を向上できる可能性がある。

²¹ 金融庁「デジタル・分散型金融への対応のあり方等に関する研究会」
 (<https://www.fsa.go.jp/singi/digital/index.html>)。説明文は一部加筆。

④ 自動化

スマートコントラクト（ブロックチェーン上にプログラムを保存し、実行する技術）を利用することで、利払い等の自動執行が可能。また、本人確認など一定のコンプライアンス機能をビルトイン可能。

⑤ ダイレクトなつながり

発行体が投資家を継続的に把握することができるようになり、投資家とダイレクトにつながる（ほふりを利用する場合は、口座管理機関が階層状になっているため、投資家の継続的な把握は困難）。例を挙げると、社債の場合、社債原簿に投資家の氏名や住所が記載されるため、それを確認することが可能となる。

⑥ 非金銭リターン

ファンユーザー向けのマーケティング要素の導入が可能となる。

第2節 わが国における活用事例

1 国内での発行事例

わが国では、2020(令和2)年5月に法整備が行われて以降、デジタル証券の発行が徐々に拡大している。発行事例をみると、不動産の信託受益権を裏付け資産とした受益証券発行信託が最も多くなっているほか、債券としては、社債において発行がみられている（図表3）。

図表3 デジタル証券の発行状況

全アセットST			
■ 株式（自己募集（第三者割当）：未上場株） <small>未上場企業による第三者割当増資をSTで実施（実証実験的な発行にとどまっている。）</small>	株式等	私募（第三者割当）	3件
	1.01億円		
■ 社債 ① 発行会社が自己募集する際にSTOを利用するケース ② 発行会社が発行する社債を証券会社が引受け又は募集の取扱いを行い、STOで募集するケース ③ 私募の際にSTOを利用するケース	社債	自己募集	3件
		公募	2件
		私募	1件
18億円（私募案件を除く）			
不動産等ST			
■ 受益証券発行信託（受益証券） <small>一項有価証券のセキュリティトークン化</small>	受益証券発行信託	公募	10件 予定3件
292億円			
■ 電子記録移転権利 <small>匿名組合出資持分（GK-TK）のセキュリティトークン化</small>	GK-TK	公募	2件 予定1件
14億円			
■ 適用除外電子記録移転権利 <small>特定投資家向けの投資事業有限責任組合（LPS）をトークン化</small>	LPS	私募	1件
未公表			

（出所）日本総合研究所作成

2 社債セキュリティトークン

本項では、社債でのデジタル証券の発行事例について、委員会での報告等に基づき、概要を紹介する。

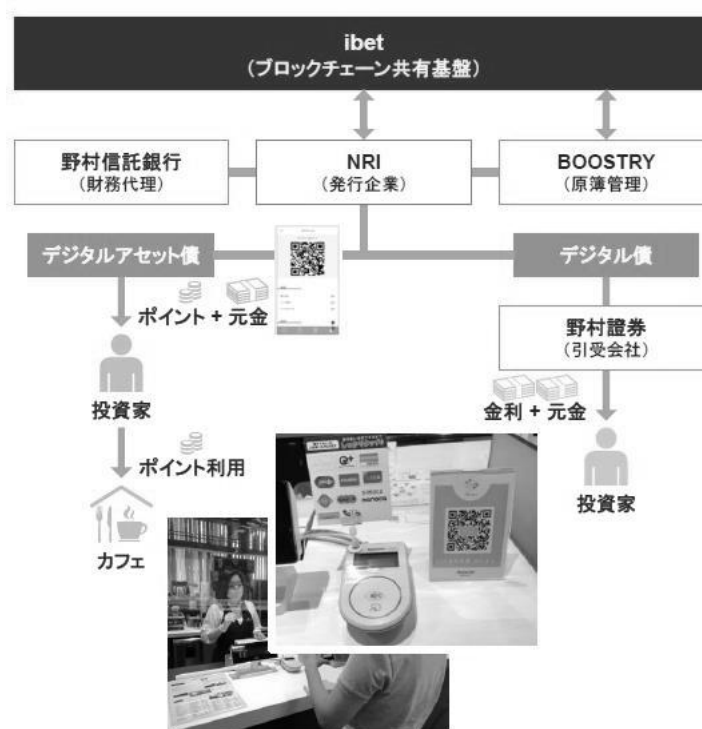
(1) 野村総合研究所

(概要)

調達日	発行額	年限	利率
2020(令和2)年3月	計3,000万円	3カ月	0.5974%

リテール社債として、「デジタル債（発行額：2,500万円）」と「デジタルアセット債（同：500万円）」を発行。共にほふりのシステムを利用せずに、ブロックチェーン技術を利用したSTプラットフォームを使用しているため、発行体が社債権者を継続的に把握できる。また「デジタルアセット債」については、金融機関を経由せずに直接投資家を募る自己募集の形態を取っているほか、利金の代わりに相当する「カフェポイント（カフェの店舗で利用できるポイント）」という非金銭リターンの付与も行われた（図表4）。

図表4 デジタル証券のスキーム（野村総合研究所）



(出所) 野村証券作成

(2) スパークス・グループ

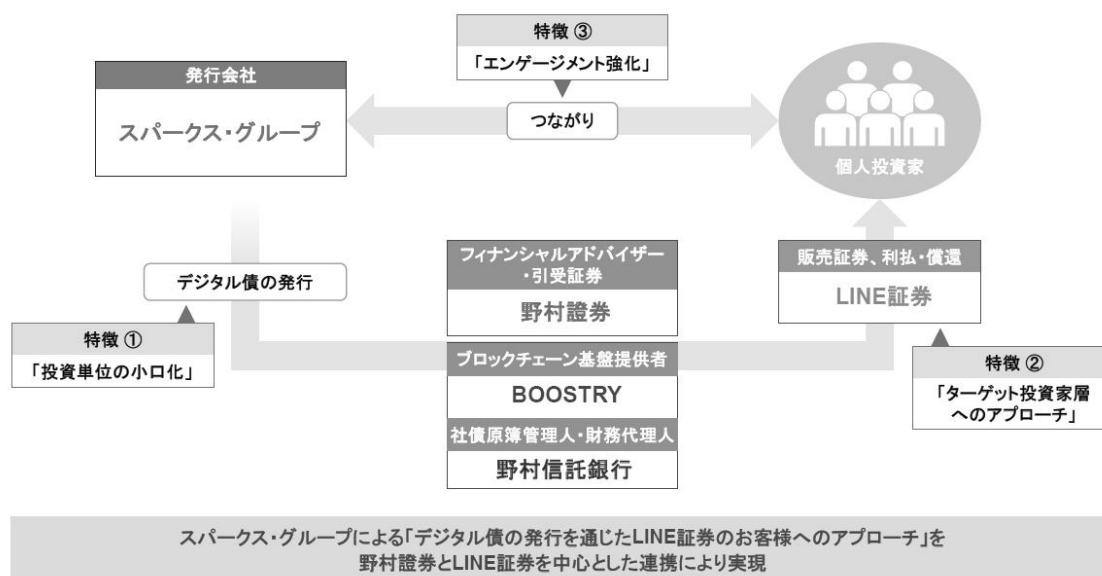
(概要)

調達日	発行額	年限	利率
2022(令和4)年6月	10億円	1年	2.5%

スパークス・グループが顧客層の拡大等を目的にリテール債を発行。LINE 証券に販売委託を行い、同社の顧客基盤である若年層を中心とする個人家へアクセスできる建付とした。

デジタル証券を活用したことの主なメリットは、①投資単位の小口化、②投資家とのエンゲージメント強化。①事業会社のリテール向け振替債では、管理コストの観点で100万円単位が一般的だが、本件では5万円に設定されている。②投資家を継続的に把握出来る点を活かして、投資家のLINE アカウントへの情報発信を行い、投資への興味やスパークス・グループの認知度向上を図るほか、抽選でプレゼントが当たるキャンペーンも併せて実施(図表5)。

図表5 デジタル証券のスキーム(スパークス・グループ)



(出所) 野村証券作成

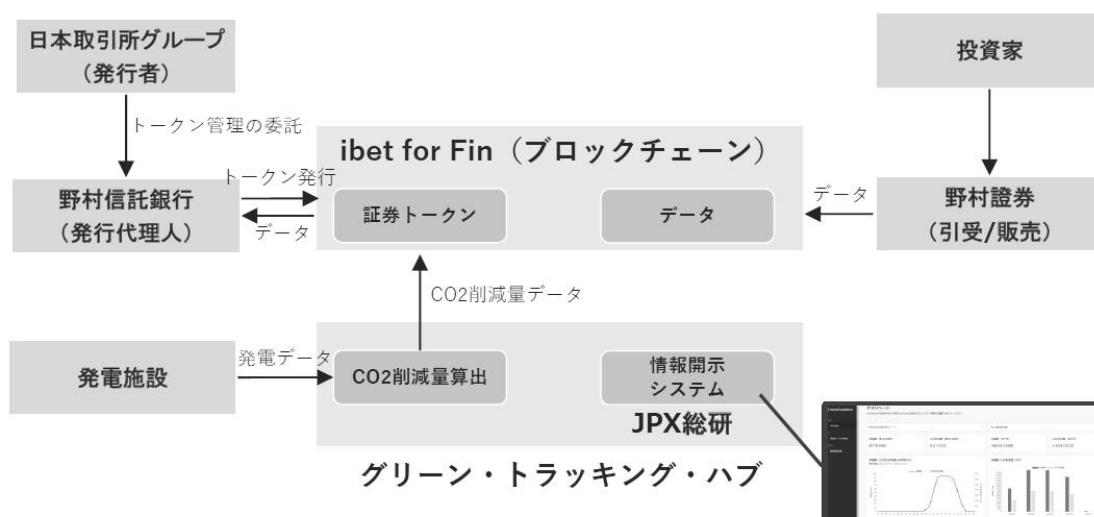
(3) 日本取引所グループ（グリーン・デジタル・トラック・ボンド）

（概要）

調達日	発行額	年限	利率
2022(令和4)年6月	5億円	1年	0.05%

ホールセール向けデジタル証券の市場づくりを目的として発行。従来のグリーンボンドでは、グリーン事業にかかるデータの透明性やデータ収集作業の複雑さが課題となっていたが、本件ではスマートメーターを経由して充当事業である発電施設の発電量が自動的に集計され、CO₂排出削減量への換算がなされる。また、この情報がJPX総研の開発したシステムに連携され、投資家が常時閲覧可能であるだけでなく、STプラットフォームにも自動で記録されており、データ収集・レポートの事務負担を削減しつつ、ブロックチェーン技術によって改ざんを防止することで透明性も高めている（図表6）。

図表6 デジタル証券のスキーム（日本取引所グループ）



（出所）野村証券作成

第3節 地方債での活用の可能性

前述のように社債などにおいては既にデジタル証券の発行が行われているが、地方債については、現行法令において、振替債を除くほか、証券発行の方法による地方債で券面不発行のものは想定されておらず、発行実績は存在しない。もっとも、政府のデジタル臨時行政調査会²²において、デジタル原則を踏まえたアナログ規制の見直しの一つとして、セキュリティトークンの技術を活用したデジタル地方債証券（無券面）の発行についての要望が挙げられており、先行的な地方団体においては、デジタル証券の活用に向けた動きもみられている。本節では、デジタル証券形式での地方債の発行について、地方団体や金融機関へのアンケート調査を基に現状を整理した上で、地方債での活用について論ずる。

1 現状整理

デジタル証券での起債について、地方団体に主に魅力的だと感じる点を確認したところ、公募団体を中心に「資金調達手段の多様化につながる」という回答が最も多くみられた。そのほか、「事務のデジタル化等による事務負担の軽減が期待できる」や「DXの取組みをアピールできる」などについても回答がみられている（図表7）。

図表7 デジタル証券による起債で主に魅力的だと感じるもの（複数回答可）

内容	公募団体	非公募団体	その他 市区町村	合計
リアルタイムでの保有投資家の把握が可能になる	20 32.8%	0 0.0%	3 3.2%	23 14.6%
DXの取組みをアピールできる	18 29.5%	1 25.0%	25 26.9%	44 27.8%
募集・販売単位の小口化により、個人投資家の需要喚起を図ることができる	16 26.2%	0 0.0%	2 2.2%	18 11.4%
事務のデジタル化等による事務負担の軽減が期待できる	21 34.4%	1 25.0%	49 52.7%	71 44.9%
自己募集ができる	6 9.8%	1 25.0%	3 3.2%	10 6.3%
資金調達手段の多様化につながる	35 57.4%	1 25.0%	41 44.1%	77 48.7%
グリーンプロジェクト等において、指標のモニタリングが容易になる	2 3.3%	0 0.0%	5 5.4%	7 4.4%
その他	5 8.2%	2 50.0%	15 16.1%	22 13.9%
(回答団体数)	61	4	93	158

(出所) アンケート調査

²² デジタル化の急速な進展が世界にもたらす根本的な構造変化、発展可能性の拡大を踏まえ、デジタル改革、規制改革、行政改革に係る横断的課題を一体的に検討し実行することにより、国や地方の制度・システム等の構造変革を早急に進め、個人や事業者が新たな付加価値を創出しやすい社会とすることを目的として、2021(令和3)年から開催。

一方で、デジタル証券での起債で課題として考えられるものについては、「初期・ランニングコストを含めた費用水準」という回答が最も多かったほか、「自団体の条例・規則等の改正手続」や「引受証券会社や金融機関の対応・取扱状況」、「セキュリティリスクの高まりへの懸念」などについても回答がみられた（図表8）。

図表8 デジタル証券による起債で課題と考えられるもの（複数回答可）

内容	公募団体	非公募団体	その他 市区町村	合計
投資家による地方債デジタル証券への投資需要の有無	42 68.9%	2 40.0%	19 20.4%	63 39.6%
引受証券会社や金融機関の対応・取扱状況	44 72.1%	4 80.0%	41 44.1%	89 56.0%
自団体の条例・規則等の改正手続	42 68.9%	2 40.0%	52 55.9%	96 60.4%
セキュリティリスクの高まりへの懸念	34 55.7%	1 20.0%	45 48.4%	80 50.3%
初期・ランニングコストを含めた費用水準	52 85.2%	5 100.0%	64 68.8%	121 76.1%
流通（セカンダリー）市場取引の安定性	21 34.4%	1 20.0%	11 11.8%	33 20.8%
その他	2 3.3%	0 0.0%	15 16.1%	17 10.7%
（回答団体数）	61	5	93	159

（出所）アンケート調査

こうしたなかで、デジタル証券の検討状況をみると、ほとんどの団体において検討が行われていないものの、公募団体の一部では「利用意向があり、活用に向けて具体的な事業の検討をしている」、「興味・関心があり、活用に向けた検討を始めた」といった回答がみられた（図表9）。

図表9 デジタル証券による調達への検討状況

内容	公募団体	非公募団体	その他 市区町村	合計
利用意向があり、活用に向けて具体的な事業の検討をしている	1 1.6%	0 0.0%	0 0.0%	1 0.6%
興味・関心があり、活用に向けた検討を始めた	1 1.6%	0 0.0%	0 0.0%	1 0.6%
知っているものの、検討始めるまでには至っていない	37 60.7%	6 100.0%	34 34.3%	77 46.4%
今回初めて聞いた	22 36.1%	0 0.0%	65 65.7%	87 52.4%
（回答団体数）	61	6	99	166

（出所）アンケート調査

また、デジタル証券への対応については、先ほどの設問で検討を行っているという回答した団体の数以上に、「事業会社の取組事例について情報収集を行っている」や「証券会社等との情報交換を実施している」、「地方債での活用可能性やメリット・デメリット等を検討している」といった回答がみられ、デジタル証券形式での地方債の発行について、市場公募団体を中心に一定程度の団体が関心を寄せている様子が伺われる（図表10）。

図表10 デジタル証券への対応

内容	公募団体	非公募団体	その他 市区町村	合計
事業会社の取組事例について情報収集を行っている	6 9.8%	0 0.0%	0 0.0%	6 4.3%
証券会社等との情報交換を実施している	12 19.7%	0 0.0%	1 1.4%	13 9.4%
地方債での活用可能性やメリット・デメリット等を検討している	3 4.9%	1 33.3%	2 2.7%	6 4.3%
不動産STを活用した、保有資産（不動産等）の流動性向上を検討している	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
その他	32 52.5%	2 66.7%	71 95.9%	105 76.1%
(回答団体数)	61	3	74	138

(出所) アンケート調査

また、証券会社にデジタル証券の引受・募集の取扱い実績を確認したところ、社債や受益証券発行信託などで引受実績のある証券会社がそれぞれ2割程度みられる（図表11-1）。今後の取組みについても、全体の半数が「積極的に対応していく」と回答しており、前向きに取り組んでいる先が多い（図表11-2）。

図表11-1 デジタル証券の引受・募集の取扱い実績

内容	証券
未上場株式	0 0.0%
社債	3 21.4%
受益証券発行信託	3 21.4%
電子記録移転権利（匿名組合出資持分）	1 7.1%
適用除外電子記録移転権利（特定投資家向けの投資事業有限責任組合）	1 7.1%
引受または募集の取扱いをしたことはない	8 57.1%
(回答団体数)	14

(出所) アンケート調査

図表11-2 デジタル証券の引受・募集の取扱いについての今後の方針

内容	証券
積極的に対応していく	7
	50.0%
前向きに対応を検討	1
	7.1%
対応可否について慎重に検討	2
	14.3%
現時点で対応は考えていない	4
	28.6%
(回答団体数)	14

(出所) アンケート調査

一方、銀行などについては、デジタル証券の引受の実績がある先はみられない（図表12-1）。今度の方針についても慎重な回答をする先が多いが、「前向きに対応を検討する」という回答もみられており、前述の証券会社と併せると、デジタル証券の引受に関心を示す先は一定程度存在している（図表12-2）。

図表12-1 デジタル証券の引受・募集の取扱い実績

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計
未上場株式	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
社債	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
受益証券発行信託	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
電子記録移転権利（匿名組合出資持分）	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
適用除外電子記録移転権利（特定投資家向けの投資事業有限責任組合）	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
引受または募集の取扱いをしたことはない	42	30	72
	100.0%	0.0%	100.0%
(回答団体数)	42	30	72

(出所) アンケート調査

図表12-2 デジタル証券の引受・募集の取扱いについての今後の方針

内容	都銀・地銀	信金・信組	合計
積極的に対応していく	0	0	0
	0.0%	0.0%	0.0%
前向きに対応を検討	1	0	1
	2.3%	0.0%	1.4%
対応可否について慎重に検討	6	1	7
	14.0%	3.4%	9.7%
現時点で対応は考えていない	36	23	64
	83.7%	96.6%	88.9%
(回答団体数)	43	29	72

(出所) アンケート調査

市場公募地方債の主要な買い手である金融機関に、デジタル証券への投資について確認したところ、実績のある先はみられず（図表13-1）、今後の方針についてもほとんどの金融機関が消極的な回答となっている（図表13-2）。

図表13-1 デジタル証券への投資実績

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保 アセマネ等	合計
未上場株式	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
社債	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
受益証券発行信託	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
電子記録移転権利（匿名組合出資持分）	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
適用除外電子記録移転権利（特定投資家向けの投資事業有限責任組合）	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
投資したことはない	43 100.0%	29 100.0%	10 100.0%	82 100.0%
（回答団体数）	43	29	10	82

（出所）アンケート調査

図表13-2 デジタル証券への今後の投資方針

内容	都銀・地銀	信金・信組	生保 アセマネ等	合計
積極的に投資を行う	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%	0 0.0%
前向きに投資を検討	0 0.0%	1 3.4%	0 0.0%	1 1.2%
投資可否について慎重に検討	3 7.1%	0 0.0%	0 0.0%	3 3.7%
現時点で投資予定はない	38 90.5%	28 96.6%	10 100.0%	76 93.8%
その他	1 2.4%	0 0.0%	0 0.0%	1 1.2%
（回答団体数）	42	29	10	81

（出所）アンケート調査

2 デジタル証券の活用に向けて

市場環境が変化した場合であっても安定的な資金調達を継続するために、調達方法や調達先の多様化は非常に重要であり、地方団体は、これまでも多様化の取組みを進めてきた。具体的には、市場公募地方債における住民参加型市場公募地方債・定時償還債・国内外の外貨建て債、SDGs債などが挙げられる。社債における動きを踏まえると、デジタル証券についても、これらと同様に多様化に資する新商品としての活用が考えられることから、デジタル証券による地方債の発行が可能となるように検討を行うべきである。

地方債での活用について、特に住民参加型市場公募地方債のような個人向け商品に関し、保有者を把握できるというデジタル証券のメリットを活かした購入経験者への継続的な購入の働きかけや、購入者との情報等のやり取りが可能となることが考えられる。購入者との情報等のやり取りの例として、委員会では、地域の特産品を非金銭リターンとして付与することや、公共施設等の運用面などのアンケート調査を行うことなどが例として挙げられた。デジタル証券という新規性のある商品に関心を持つのは比較的若年層が多いと思われるため、現在は対面が中心となっている販売方式のオンライン化などとも組み合わせることで、個人向け地方債の購入層の多様化に資することが考えられる。また、地方団体が気候変動対応を進める中でSDGs地方債の発行は急速に拡大しており、グリーン・デジタル・トラック・ボンドを活用することで、投資家需要の喚起やレポーティング作業の簡略化などにつなげることも考えられる。

一方で、発行に際しては、情報セキュリティリスクやBCP対応など、新たな発行方式を用いることによるリスクについて丁寧な対応が求められる。この点、地方団体からも課題として挙げられていた情報セキュリティリスクについては、委員会において、社債では、不特定多数の個人や組織が参加する「パブリック型」ではなく、証券会社や銀行等の金融機関のみが参加する「プライベート型/コンソーシアム型」のブロックチェーンが利用されており、情報セキュリティのレベルは非常に高い、との指摘がなされた。また、海外におけるデジタル証券による地方債の発行事例では、デジタル証券形式の地方債への投資を判断する上で必要な情報に特化したIRが行われた。こうした他分野における事例を参考にしつつ、適切に対応していくことが求められる。

また、現行法令には、デジタル証券として地方債を発行した際の権利の所在について、譲渡の際の第三者対抗要件等に関する規定が存在しない。そのため、デジタル証券の発行に向けては、券面発行を前提とした現行規定の見直しだけでなく、取引の安全性を確保する観点から、既に発行実績のある社債の関連法令との比較・整理を行ったうえで、譲渡の際の第三者対抗要件等も含めた法制面の整備を行うことが必要である。

この他、地方債の発行という観点では、(1) 発行コスト、(2) 金融機関の対応状況、(3) 投資家需要も課題として挙げられる。

(1) 発行コスト

デジタル証券はほふりを活用しないため、発行にあたってほふりへ支払われる新規記録手数料は必要なくなる。一方で、ブロックチェーン利用料を支払う必要があり、具体的な金額は利用するプラットフォームによっても異なるが、振替債と比べると発行費用は増加することが見込まれる。この他、新しい取組みであることもあり、下図の通り発行事務も増加する見通し（図表14）。これにより、発行時の団体における事務負担が増加するほか、新規に作成する契約書等についての弁護士費用などが追加で必要となることも考えられる。

図表14 デジタル証券の起債事務



（出所）野村証券作成

(2) 金融機関の対応状況

前項で示した通り、デジタル証券への対応に前向きな証券会社が多くみられるが、銀行などにおいては消極的な対応方針が多い。地方団体がデジタル証券の発行を行う場合、引受を行う証券会社だけでなく、受託銀行もデジタル証券に対応している必要があり、検討に際しては地元金融機関の対応状況がネックになりうる。

(3) 投資家需要

また、同様に前項で示した通り、地方債の主要投資家である金融機関はデジタル証券への投資に消極的であり、デジタル証券形式で機関投資家向けの債券発行を行う場合、現時点では投資家需要が不足し、調達が不安定化することが懸念される。

デジタル証券の活用にあたっては、これらの点について、自団体の状況を考慮して慎重に検討を行うことが必要となる。もっとも、前述したように、資金調達手段の多様化という観点から、調達に際しての選択肢の一つとすることは、地方団体の資金調達の安定化に寄与するものであると考えられる。また、上記の課題についても、将来的に債券市場全体としてデジタル証券の発行が増加していくことになれば、発行コストの低減や対応金融機関の増加、デジタル証券に関心を持つ投資家層の拡大などが進み、デジタル証券の活用が幅広い団体に広がることも考えられる。そのため、デジタル証券の発行が可能となるよう、必要な対応の検討を進めていくことが求められる。

「地方債に関する調査研究委員会」報告書

概要

(1979(昭和54)年度～2022(令和4)年度)

「地方債に関する調査研究委員会」報告書の概要（1979（昭和54）年度～2022（令和4）年度）

NO. 1

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
1979 （昭和 54）	地方債の住民消化のあり方	立田 清士	地方財政収支の不均衡と地方債の大量発行、民間資金による地方債の増大と資金源多様化の必要性、地方債の住民消化のあり方についての検討を取り上げている。更に、市場公募債の個人消化の現状として、欧米の公社債の個人消化と他の公社債のそれとを比較、また、市場公募地方債発行団体の施策の現状として、1979（昭和54）年9月末から10月初旬にかけて、公募22団体に対して行ったアンケートの結果を出している。それに、国債と電力債の個人消化の現状報告。アメリカ、イギリス、西ドイツにおける公共債の個人消化の現状の報告。地域内消化の現状として、住民消化運動の事例を取り上げている。また、神戸市の婦人団体協議会による市債引受運動についての現状を述べている。コミュニティーボンド発行事例は、神戸市丸山地区と岩手県山田町織笠地区におけるコミュニティーボンドの発行を紹介している。
	地方債証券の統一規格の検討	立田 清士	規格統一の現状について、アンケート調査を1979（昭和54）年9月末から10月上旬にかけて実施したが、これについての集計結果を掲載している。アンケートの項目別検討事項は、縁故地方債の発行券種、券面、利札の規格、様式、償還広告、繰上償還、発行銘柄の名称、登録、元利払い事務の取扱場所、抽選償還制度の整備、縁故地方債の便覧について8項目の結果をまとめている。今後の方向としては、関係機関にあって改善案について、さらに見直しが必要である。その改善案に沿った形で、地方債を発行していくことが望ましいとしている。
1980 （昭55）	地方公共団体の外債発行問題	山本 成美	地方公共団体における外債発行の制度・仕組み、地方自治法上の手続き、外債受入法上の手続き、外国為替及び外国貿易管理法上の手続きを法制度別に解説している。また、戦前の外債発行の概要を紹介し、戦後の外債発行実績、公社債の起債環境、その意義、評価等をまとめている。主要国の外債市場の概要と最近の動向と題して、米国市場、ユーロ・ドル市場、ドイツ・マルク市場、スイス・フラン市場を取り上げている。国際資本市場の拡大、外債市場の多様化という最近の動向をも取り上げている。後半では、今後における外債地方債発行の必要性と意義、さらに外債発行にあたっての配慮すべき事項を記載して、外債地方債発行についての考え方を検討している。
	公債償還と減債基金をめぐる諸問題	山本 成美	地方財政のオイルショックによる影響、それと財政構造に占める地方債のウエイトが増大している中で、今後の地方債発行と公債費の見直しについて分析している。さらに、地方債の特色に鑑み、地方債の適正な管理の必要性を考えている。また、減債基金の都道府県、政令指定都市、市町村別の設置状況について報告し、減債基金設置の意義を検討している。
1981 （昭56）	地方債の借換問題	石川 一郎	借換債の意義、借換債についての法制と沿革と発行の仕組み、借換方式採用の状況、発行実績を考慮した上、今後の見直しについて検討している。借換債の発行について、発行予定の銀行等縁故債の償還方法、期間、対象事業等の限定、銘柄のたて方、対象額、回数、償還方法、金利面、資金区分と引受先、旧証券保有者による乗り換え等を踏まえながら分析している。借換債の大量発行について、借換債の発行量の適正化を念頭に入れつつ、その市場への影響を検討し、資金源の多様化、発行、引受等の円滑化という面も考慮して、今後の借換問題についての対応策を検討した。
	地方債の流通問題	石川 一郎	公社債の流通市場は、公社債の発行市場と表裏一体をなしており、今後、地方債の発行と消化を一層円滑にするためにも、流通市場の仕組み及び実態を正しく理解することが必要であると考え、テーマとして取り上げた。 まず、地方債の流通問題の背景、公社債流通市場の現況、公社債流通市場における地方債の現況と位置付けについて調査研究を行った。次に公社債流通市場から見た地方債の今後の課題と対応策について、「定時償還方法の統一」、「繰上償還の適正化等」、「元利金支払、登録事務の整備」、「発行ロット」、「有価証券取引税」、「縁故地方債の日銀適格担保」の観点から研究結果をまとめた。流通市場から見た地方債の評価と今後の課題等を内容とし、地方債の流通問題をまとめた初めてのものであるといえる。
1982 （昭57）	地方公共団体における資金の調達と運用	福島 深	地方公共団体の資金管理には、調達・運用の各々の面でその合理化、効率化の努力が必要であり、運用については、安全性・確実性を確保し、総合的な見地に立って資金効率の向上が図られることが望ましい。 そこで、地方公共団体の「資金の調達と運用に関する制度、仕組み」、「資金管理と資金収支の状況」、「資金調達の状況」、「資金の調達・運用と指定金融機関」について調査研究を行った。次に、各種資金運用の方法の概要についてまとめ、最後に地方公共団体の資金管理のあり方について、資金計画の算定と資金管理体制の整備等、資金調達のあり方及び総合的な資金管理の確立に分けて調査研究したもので、地方公共団体の資金管理問題を総合的にまとめた初めてのものである。

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
1983 (昭 58)	地方債の発行方式のあり方	大橋茂二郎	<p>民間資金による地方債の引受が、我が国の金融・公社債市場において今後とも円滑に行われるよう、地方債の種類や発行形態等について広範な観点から調査研究を進めることを目的としてテーマの設定を行った。調査研究にあたっては、まず国債を中心に我が国における公社債の多様化の経緯と現状を明らかにするとともに、欧米主要国における公社債の実情も参考としながら調査研究を行っている。</p> <p>本研究会では、他の問題点に深く立ち入らず、主として流通性が高く、多様化の進んでいる国債の発行方式との比較において、現在の地方債の発行方式に関する諸事項について検討を加えている。公社債全般を通じて借換債の問題が大きくクローズアップされることもあり、今後円滑な地方債の発行、消化を図っていくためには、個々の状況の推移に応じて関係者の間で具体的な議論と取扱が行われることが期待されること等を報告した。</p>
	資金管理の効率化	森元 恒雄	<p>資金管理にあたっては、絶えず知識の蓄積と情報の収集に努めるなど資金管理の技術の向上を図る必要がある。そこで、歳計現金と基金という地方公共団体が保有する二種類の資金の運用に対象を絞り、両者の性格の違いに着目しつつ、具体的な運用手法のあり方について検討を進めた。</p> <p>併せて、民間企業における具体的な資金管理手法の事例を聴取し、地方公共団体が資金管理のあり方を検討する場合の参考になるようにした。また、金融機関や機関投資家等の中で広く用いられている資金管理、債券運用手法のひとつであるALMやポートフォリオについて、その概要を紹介し、民間部門における資金管理の現状に対する理解を深めるとともに、主として基金における債券管理の効率化に資するようにしている。さらに、財務事務の電算処理について触れ、その現状と今後の検討課題について研究を行った。</p>
1984 (昭 59)	地方債の流通性向上のための具体的方策	金子 憲五	<p>地方債の発行・流通市場をめぐる最近の動向に鑑み、民間資金に係る地方債の発行・消化をより一層円滑に進めるためにも、その流通性の向上は重要な課題である。そこで、流通性向上の問題をテーマとして掲げ、主として実務的な観点に立って、過去5年間の蓄積を活用しながら、具体的な改善策について検討を行った。</p> <p>内容としては、民間資金に係る地方債の現状と動向及び流通性向上のための諸提案と現況を調べ、次に改善のための方策として、(1)発行段階での方策、(2)事務処理手続きの簡素化・合理化のための方策、(3)償還にかかる方策、(4)環境整備を提言している。会計処理の面と流通の面を分けて考え、できる限り流通の便宜に適合させ、ロット化した発行の体制を整えるため、特別会計の設置、あるいは事務処理上必要な帳簿類を整備する工夫が必要となることを報告した。</p>
1985 (昭 60)	地方債における民間資金調達効率化	苫米地行三	<p>金融の自由化・効率化が進行している中で、今後とも地方債の円滑な発行・流通を進めるためには、市場の拡大や技術革新の展開に即した具体的対応策を講じて、資金調達の効率化を進めることが必要である。このようなことから民間資金調達の効率化について実務的な観点から調査研究を行った。</p> <p>内容としては、「非公募地方債の発行単位のロット化と発行方式の標準化の現状」、「公募発行・管理にかかる事務処理体制」、「地方債の銘柄コードの標準化」であり、それぞれのテーマの中から諸問題につき調査研究を行い、資金調達の効率化のための具体的方策として、「発行単位のロット化」、「発行方式の標準化と共同発行」、「公債管理特別会計と減債基金の活用」、「登録事務の迅速化」、「銘柄コードの標準化」の提言を行った。</p>
1986 (昭 61)	地方債の流通実態と資金源	辻 誠二	<p>公社債の流通市場は、発行市場と表裏一体をなすものであり、最新の流通市場の実態・動向を可能な限り把握し、理解を深めることは、今後の地方債の円滑な発行・消化のためにも極めて有意義なものであることから、最近の流通市場の動向をレビューするとともに、具体的な流通実態について収集し、分析を行った。</p> <p>「公社債の現状」においては、公社債市場制度と現況に関する基礎的な知識を提供するという観点から、公社債の発行市場・流通市場を概観するとともに、公社債の登録制度及び税制について紹介し、最近の市場の推移と現況について解説した。「地方債の流通実態」においては、登録機関や機関投資家等の幅広い範囲にわたって地方債の流通実態に関するデータを収集し具体的な分析を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
1987 (昭 62)	地方債の償還をめぐる諸問題	辻 誠二	<p>地方債の償還については、既にその方式・取扱い等が金融・資本市場に及ぼす影響をはじめ、財政運営に与える影響についても検討が行われてきたところであるが、最近、社債発行市場において、その活性化を図る見地から償還方式等の多様化の要請が強まっており、そうした金融・資本市場の動向を踏まえながら、主として公募地方債を念頭において、その償還方式等をめぐる諸問題について調査研究を行った。</p> <p>第一編においては、償還方式に対する理論的な考察を行い、実際の流通市場において償還方式の違いがどのように評価されているのかを検証した。第二編においては、地方債の償還方式、主として満期一括償還方式を導入する場合を想定して、いくつかの発行体に対して現実的に導入した場合のシミュレーションを行い、地方財政に与えるインパクトを検証し、その内容についても検討した。</p>
1988 (昭 63)	地方公共団体の外債発行の現状と課題	井下登喜男	<p>公社債をめぐる国際化、自由化の進展は著しく、また債券市場の拡大と資金調達手段・方法の多様化もめざましく、本邦企業による外債の発行についても増加するとともに様々な形態がとられている。このような中で、地方公共団体の外債発行の意義はますます高まるものと想定される。このようなことから、地方公共団体の外債発行の現状を分析、検討するとともに、基本的な考え方をとりまとめを行った。</p> <p>「我が国の外貨地方債の現状」では、外貨地方債の定義を述べ、また「主要外債市場の概要」では、外債の発行市場として重要な Yankee・ユーロ・スイス・ドイツ市場についての特色を述べた。更に「諸外国の外貨地方債」では、外貨地方債を多く発行している国の地方公共団体の事例をあげ、その特徴を整理した。「地方公共団体及び引受関係者から見た外貨地方債」では、国内・海外向けアンケートの解説を行い、「今後の外貨地方債発行の基本的考え方」では、外債を発行する上での今後の方向性をまとめた。</p>
1989 (平成元)	地方債のロット化と多様化	井下登喜男	<p>金融自由化の進む今日、各種金融商品が開発されている中で、地方公共団体にとって一層有利な資金調達方法を確保するために、証券市場のニーズに即した新たな証券方式を検討することも課題となっている。こうした観点から、地方債のロット化と多様化について調査研究を行った。流通性向上のために今後の実施検討事項とされた「ロット化」についてさらに深く研究するとともに、証券市場の要請に即した魅力ある地方債とするために、「多様化」の諸問題について検討した。</p> <p>第一章から第三章までは流通実態調査・アンケート調査をもとに、地方債の発行・流通の現状及び認識について分析を行い、ロット化と多様化の方法について検討した。第四章では、今後のロット化と多様化の考え方について、これらの検討結果に基づき提言を行った。</p>
1990 (平 2)	地方債の発行に関する諸問題	井下登喜男	<p>地方債の発行に関し、これまで行われてきた諸提言を総括し、その改善状況を把握するとともに、地方債発行の「あるべき姿」について再調査を行うため、研究テーマを「地方債の発行に関する諸問題」とした。</p> <p>報告書は、全体五章から構成され、調査研究は民間資金に焦点をあて、民間資金の発行条件を改善するという立場から検討を行った。民間資金は、質・量共に重要であり、発行条件が発行団体と引受金融機関の交渉によって決められ、近い条件となる公共債(国債・政府保証債)等に比較して発行条件の格差が顕著になってきた。第三章では、発行銘柄名と償還広告において、過去の研究における提言内容を更に進めた提言を行った。</p>
1991 (平 3)	地方公共団体の資金の調達と運用の多様化	平林 忠正	<p>我が国の金融環境が近年著しく変化する中で、地方公共団体の資金の調達と運用のあり方について具体的な検討を行っている。</p> <p>報告書は、三章から構成され、第一章の「金融環境の変化と影響」では、金融の自由化や国際化の進展等に対応するため、地方公共団体としては、これまで以上に金融機関との安定的な信頼関係の確保に努める必要性があることについて提言し、第二章の「地方公共団体の資金調達の多様化」では、B I S規制に係る地方債のリスク・ウェイトの是正及び市場公募地方債への満期一括償還の導入を強く提言するとともに、発行条件の改善に焦点を当てた。また、第三章の「地方公共団体の運用手法の多様化と基金の活用」では、減債基金の効率的な活用について検討を行った。</p>
1992 (平 4)	地方債の流通に関する諸問題	平林 忠正	<p>地方債を取り巻く環境は、地方財政の果たす役割の高まりとともに大きく変化しており、今後、地方債の活用が期待される状況が続くものと予想される中、円滑な地方債の発行を図るため、引き続き流通性の向上などの地方債の環境整備を行っていく必要がある。</p> <p>第一章の「地方債を取り巻く環境の変化」では、金融の自由化(金利の自由化と金融システムの自由化)や国際化の進展等により、わが国の金融環境が大きく変化する中で、地方債の流通性に関する諸問題について、実態と制度の両面から考察をすることの必要性を強調した。第二章の「地方債の流通実態と改善策について」では、地方債の流通性をめぐる諸問題について関係者の意見を参考に課題や対応策について検討した。第三章では「B I S基準によるリスク・ウェイトの是正」と題し、B I S基準の概要、導入の背景を分析するとともに、欧米主要5ヶ国と日本の地方財政制度を比較検討することで、地方債のリスク・ウェイト0パーセントへの是正の提言を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
1993 (平5)	各国地方公共団体の資金調達の実状と共同発行制度	平林 忠正	地方債の流通性向上には発行単位の大型化が不可欠であるが、複数の地方公共団体による共同発行がそれを達成する有効な手段のひとつであると考えられる。このようなことから、地方債の共同発行を今後取り組むべき中長期的な重点課題ととらえ、欧米主要国及びわが国の地方公共団体の資金調達の実状と共同発行制度について調査研究を行った。 報告書は全体四章から構成され、第一章では、地方債を取り巻く金融・経済環境の変化により民間資金による地方債の重要性が高まっている現状を分析し、地方債の流通性向上の必要性を強調した。第二章及び第三章においては、欧米主要国(米、仏、独、英)の地方債制度の基本的な仕組みと地方公共団体の資金調達の実状を概観するとともに、各国(米、仏、独)の実質的な共同発行制度についてその概要を調査した。第四章では、各国の制度との比較の意味から、わが国の実質的な地方債共同発行機関である公営企業金融公庫及び地方財政法上の共同発行制度の概要を紹介した。
1994 (平6)	地方債の流通の実況と減債基金の活用について	志村 哲也	地方債の発行・流通市場における投資家や金融機関の行動等について実証的な分析を加え、地方債の流通実態を正確に把握し、これを通じて今後の地方債の流通の促進を図るための方策を調査研究した。また、近年残高が増大している減債基金についても、地方債の流通性向上の観点から有効な運用方法について考察した。 報告書は全体三章の構成となっている。第一章では、「地方債を取り巻く環境」として、地方財政の現状や公社債市場の動向などを概観し、地方債の流通性向上の必要性を強調した。第二章の「地方債の流通の実況と流通性向上策」では、市場公募地方債についてはその市場育成を、銀行等縁故地方債については、償還方法の統一、発行ロットの大型化、地方債の流通性向上に対する地方公共団体の取り組み姿勢について提言した。第三章の「減債基金の活用方策」では、地方債の流通性向上策として有効と考えられる「減債基金による地方債の購入」に焦点を当て、減債基金の活用方策について考察を加えた。
1995 (平7)	民間資金債の発行の実状と安定消化	小坂紀一郎	景気の低迷に対処するための総合経済対策の実施などにより、地方債の大量発行が行われている。これまで、民間資金債は安定的に消化されてきたが、景気の回復に伴い民間の資金需要の拡大が地方債の安定消化へ影響することも想定される中で、地方債の発行市場、流通市場における投資家や引受金融機関について分析を加え、地方債の流通実態、発行状況及び消化・保有状況等の調査を通じて、今後の安定消化の方策を検討した。 内容としては、都道府県・政令指定都市・一般市町村に分けて、銀行等縁故債の発行形式(証券・証書の使い分け)、引受け方式、発行条件について現状分析を行うことにより、今後の安定消化のための方策の検討を行った。そして、都道府県・政令指定都市については、市場公募地方債市場の育成、縁故債のロットの大型化、償還年限の多様化、平準発行、満期一括償還方式などについて、一般市町村については、証書形式の銀行等縁故地方債の発行条件、都道府県による指導等について検討を行った。
1996 (平8)	地方債における個人消化について	小坂紀一郎	地方債が大量に発行された結果、地方財政の硬直化が進んでおり、地方財政の健全化が求められているが、地方債の役割を考えると、今後も一定規模の発行は必要となる。現在、地方債は比較的円滑に消化されているが、今後の情勢によっては不透明な面がある。このような中で、地方債の安定消化を目指すためには投資家層の拡大を図る必要があり、このため、個人投資家に着目し、地方債における個人消化の促進について検討を行った。 内容としては、アンケートによって、個人の投資の動向、個人消化に向けての取組状況、具体的な方策、問題点、投資信託の状況等について調査を行ったほか、個人消化に向けた取組事例、公社債における個人消化の実状、諸外国の状況等について調査を行った。さらにこれらの結果を踏まえ、個人消化のための方策として、年限の多様化、割引地方債、定期的発行、PR活動、事前マーケティング、公社債投資信託の活用等について検討を行った。
1997 (平9)	金融の変革と地方債	太田 和紀	我が国の経済活力の維持のために、金融システム改革、いわゆる金融ビッグバン構想がスタートした。この改革は根本的なものであり、我が国の金融システムは大きく変化することが予想される。地方債に関しても引受体制、発行市場、発行条件、流通市場の面で大きく影響があるものと考えられる。そこで、個々の制度改正や、金融機関の経営環境の変化について調査し、さらに今後の地方債発行・流通市場の変化について検討を行った。 内容としては、金融システム改革の背景・概要について現状調査を行い、その上で地方債に影響を与えると考えられる制度改正(外為法改正、投信の窓販解禁、早期是正措置の導入、債権流動化等)の影響を検討し、続いて金融機関の経営環境の変化が地方債に与える影響についてヒアリング調査をもとに検証した。また、この結果をもとに地方債の発行、流通市場への影響について、一般的な視点から分析を行った。最後に、地方公共団体の金融ビッグバンに対する意識についてアンケート調査を行い、結論としては、「引受に関して影響があることが想定できる」と報告した。

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
1998 (平 10)	公社債市場の拡大期における流通性向上等のための地方債のあり方	太田 和紀	<p>今日の地方財政は、長引く景気低迷等を受けて、地方税収等が伸び悩んでおり、大変厳しい状況にある。一方、日本経済は、国際化の進展に伴い大きく変化し、日本の金融市場及び公社債市場は金融ビッグバンという大きな流れの中にある。このような状況において、改めて流通性向上等のための地方債のあり方について、発行面を中心に検討した。</p> <p>内容としては、過去の地方債の流通性向上のための取組みを概観しつつ、アンケート調査及びヒアリング調査をもとに現状分析を行い、特に今回は「地方債の共同発行」、「縁故地方債における満期一括償還方式の導入」、「地方債に関する情報提供」を中心に検討を行った。この中で「地方債の共同発行」については、共同発行を発行面における流通性向上策の一つとして捉え、過去の共同発行の検討を踏まえながら、諸外国の最近の事例を紹介しつつ、現在考えられる共同発行の枠組みについても考察した。</p>
1999 (平 11)	地方債の商品性向上と個人消化について	太田 和紀	<p>長引く景気後退の影響により、地方債の発行残高は大きく膨らんでいる。一方、地方分権の推進に伴う行政需要の増加が予想され、財政の硬直化が懸念される。金融資本市場でも財政投融资制度改革や時価会計制度の導入、ペイオフ解禁など、制度面の改正が予定されている。このように地方公共団体を取り巻く環境は大きく変化してきている。</p> <p>内容としては、地方公共団体が将来にわたり安定的に資金調達を図るため、金融商品としての地方債の魅力を一層高める必要があるため、このような方策として、国債において初めて実現された5年債などを参考としつつ、地方債の償還年限の多様化の検討及び地方公共団体の情報提供などについて検討するとともに、地方債の安定消化先として、個人投資家、地域住民にも焦点を当て、将来にわたる地方債の安定消化方策の検討を行った。</p>
2000 (平 12)	縁故地方債を中心とした地方債の市場動向の分析と課題 ～地方債をとり巻く投資環境の変化に関連して～	湊 和夫	<p>2000(平成12)年度は、地方分権一括法の施行、市場公募地方債における初の5年債の発行、時価会計制度の導入、金融機関・証券会社等の再編など、地方債をとり巻く環境がこれまで以上に具体的に大きく変化してきている。一方、財政投融资制度改革や地方債の許可制度から事前協議制度への移行(2006(平成18)年度以降)など地方債の仕組みも変化している。このような中、近年の総合経済対策等に最大限に活用された縁故地方債は大量発行の状態が続いている。</p> <p>報告書の内容は、引き続き民間資金の中心となる縁故地方債の継続的な安定消化に資するため、市町村も含めた地方公共団体の縁故地方債の実態把握調査を行い、その分析を行うとともに、都道府県・政令指定都市と市町村に分けて、それぞれの縁故地方債における課題の洗い出しを行った。この中で時価会計制度導入等の環境変化が地方債に与える影響などについて、アンケート調査及び現地ヒアリング調査等により多くの意見を参考とした検討を行った。</p>
2001 (平 13)	地方分権時代における地方債制度の将来像について	成瀬 宣孝	<p>2001(平成13)年度の地方債に関する調査研究委員会においては、地方分権時代における地方債制度の将来像について、調査研究を行った。</p> <p>調査研究、議論及び関係機関へのアンケート等により、現在の地方債制度の現状や変遷について再確認した上で、地方債制度の将来像として総論的に資金調達にあたっての行動原理や公的資金の必要性等を論じ、さらに各論で地方債の流通性(商品性)の向上や調達手法の多様化、公平性・公正性・透明性の確保といった観点から具体的な提言を行った。</p> <p>中でも各論において、調達手法の多様化の観点から提言された「住民参加型ミニ市場公募債」は、国においても平成14年度地方財政対策で具体化され、地方債計画にも計上されたところであり、また、2002(平成14)年3月に先行して群馬県が「住民参加型ミニ市場公募債」を発行した。さらに、公平性・公正性・透明性の確保といった観点から、従来の統一条件決定方式を見直し、テーブル方式による条件決定を導入するといった提言についても、市場公募地方債発行団体間で議論がなされ、発行手数料の引き下げ等を含め実現したところである。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2002 (平 14)	地方債市場の発展に向けた環境整備について	成瀬 宣孝	<p>地方債を巡っては、地方分権や財投改革等の様々な動きがある中、今後はより一層市場原理に則した民間資金による資金調達求められる。地方債計画においても、政府資金の割合は一貫して縮小方向にあり、今後もこの方向性は続いていくと考えられる。地方債を巡る環境は昨今大変速いスピードで変化しているところであり、このような時期に、市場公募地方債、銀行等引受地方債を含めたトータルの地方債市場の環境を一層整備し、効率的な資金調達の仕組みを描くことが急務となっていることから、2002(平成14)年度の調査研究委員会においては、地方債市場の発展に向けた環境整備について調査研究を行い、提言を行った。</p> <p>特に、2003(平成15)年4月から発行されることとなった共同市場公募地方債については、その趣旨を整理した上で、メリットとして「発行コストの低減」、「市場評価に対するセーフティネットの形成」、「地方債市場全体のベンチマーク債としての機能の発揮」、「地方債の商品性の向上及び多様化による地方債市場の充実」の4項目を指摘し、さらに将来見通し及び留意点をまとめた。</p> <p>また、地方債の公募化や個人消化の促進という観点から、2002(平成14)年度から発行が本格化している住民参加型ミニ市場公募地方債について、その拡充発展に向け、商品性の向上に向けた課題を整理した。</p> <p>さらに、2002(平成14)年度から本格化してきた地方債のIR活動についても、その目的を整理し、具体的な方法や提供すべき情報等について提言を行ったところである。</p>
2003 (平 15)	地方債に関する総合的な管理と商品性の向上について	成瀬 宣孝	<p>地方公共団体の借入金残高は厳しい税収や景気動向の中で増大し、公債費負担についても高水準で推移していることから、将来にわたって地方債の発行及び償還を適切に管理することがこれまでも増して重要となっている。</p> <p>また、地方債を巡っては地方分権改革や財投投融资制度改革の推進によって大きく変化し、公的資金の貸付が重点化・縮減され、民間資金による調達のウェイトが高まる中、調達手段の多様化、商品性の向上を図ることが一層重要となっている。</p> <p>これらを踏まえ、2003(平成15)年度の調査研究委員会においては、地方債の管理に関する諸問題について検討を行い、地方公共団体において計画的な地方債管理を推進し、地方債の発行、償還、情報提供及び収集、事務処理体制の整備といった地方債管理全般についてより適切な対応を図っていく上で参考となるよう、ガイドラインを提示した。</p> <p>また、ここ数年、本調査研究委員会においては、地方公共団体が市場からより有利かつ安定的に資金調達を行うために、住民参加型市場公募地方債の発行、市場公募地方債の発行条件決定における2テーブル方式の導入、共同発行市場公募地方債の発行等、様々な取組みについて提言してきたところであるが、今後も、それらを踏まえつつ、民間資金調達の柱となる市場公募債を中心に取組みの一層の充実強化を図ることが必要であることから、市場公募化の推進と商品性の向上について検討し、提言を行った。</p>
2004 (平 16)	総合的な地方債管理の推進について	成瀬 宣孝	<p>厳しい税収や景気動向により地方公共団体の借入金残高は増大してきている。また、2006(平成18)年度より地方債の許可制度が廃止され、協議制へと移行する。さらに、地方分権の推進や財投投融资制度改革の進展により、民間資金のウェイトが高まってきており、将来にわたり安定的かつ有利な資金調達を図ることが必要となってきている。</p> <p>こうしたことを踏まえ、地方公共団体・市場関係者に対するアンケート調査を実施し、地方債管理の実態把握を行うとともに、検討・分析を行った。その結果を報告書において、「総合的な地方債管理の推進」「商品性の向上」「今後の留意点」としてまとめた。</p>
2005 (平 17)	市場化を踏まえた投資家層の拡大・商品の多様化と地方債管理	成瀬 宣孝	<p>現行の地方債を巡っては、地方分権の推進等の動向及び2006(平成18)年度からの起債の協議制への移行等を踏まえ、今後とも公的資金の縮減・重点化が図られるとともに、自己決定、自己責任に基づく資金調達や市場化推進の傾向が一層強くなるものと考えられる。</p> <p>これらの状況等を勘案し、地方公共団体において、地方債の円滑な発行と安定した資金調達を図るとする観点から標記のテーマについて調査研究を行い、地方債市場及び投資家ニーズの把握・分析のうえ、効果的な地方債の商品性の向上、地方債管理の取り組みを推進するためのより具体化した内容の提言等を行った。</p>
2006 (平 18)	協議制移行期における地方債の市場化推進と基盤整備	田村 政志	<p>地方分権の推進、財投改革の趣旨、郵政民営化、政策金融改革等の動向を踏まえ、地方債資金について、民間資金による資金調達の拡大の必要性が高まっている。</p> <p>こうしたことから、まず民間資金の調達における方針と考え方の整理を行い、これらを踏まえ、主に市場公募団体における戦略的な起債運営に向けた方策について、非市場公募団体における全国型市場公募地方債発行に向けた課題について、市町村における住民参加型市場公募債の発行に向けた課題について、地方公共団体の資金調達の基盤となる地方債管理、情報提供を充実・強化させていくための方策等について、それぞれ調査・研究を行い、その成果を報告書にまとめた。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2007 (平 19)	地方公共団体における仕組債等の資金調達多様化	田村 政志	<p>地方分権や財政投融资制度改革の進展、加えて 2006(平成 18)年度からは「地方債協議制度」への移行、全国型市場公募地方債における、「個別条件交渉方式」の導入など、地方債制度を取り巻く環境は大きな変革期を迎えている。</p> <p>一方で、銀行等引受地方債はその商品性についても、近年急速に多様化が進展している。従来は、借入条件の設定水準などについて、同月発行の国債や市場公募地方債を参考指標としていたケースが多くあったが、昨今は、高度な金融技術を駆使した商品の導入も散見されるようになってきている。</p> <p>こうしたことを踏まえ、銀行等引受地方債の中で、特に「仕組債」という新型の地方債に焦点を当て、仕組債等の導入状況を調査し、今後、地方公共団体において仕組債等を導入する際の留意点を明らかにし、資金調達手法が多様化する現況に適切に対応するための参考となるよう、実態把握・課題整理を行った。</p> <p>また地方債の市場化の推進における個人消化の促進という観点から、住民参加型市場公募地方債について、その拡充・発展に向けた望ましい運営方法の在り方及び商品性の更なる向上に関する検討を行うため、本年度は、当協会において、「地方債をめぐる諸問題についての研究会」を設置し、住民公募債について実態調査・課題整理を行い、今後に向けた提言をとりまとめ、参考資料に掲載している。</p>
2008 (平 20)	地方債の資金調達を巡る環境変化と今後の留意点	荒木 慶司	<p>財政投融资制度改革や世界的な金融危機の影響による景気悪化など、地方公共団体の資金調達をめぐる環境は大きく変化している。こうした中、地方債の増発と金融市場の混乱への対応策として 2009(平成 21)年度は、公的資金の引受増加や地方公共団体金融機構への改組が決定された。また、地方公共団体財政健全化法が本格的に施行され、地方公共団体の財政規律に関心が高まっている。</p> <p>このような地方公共団体の資金調達をめぐる市場・金融・財政環境が変化していることを踏まえ、その背景や方向の実態把握及び課題整理を行い、情報を共有するとともに、今後の資金調達のあり方と留意点について検討し、提言等を行った。</p>
2009 (平 21)	金融市場環境の変化を受けた地方債投資ニーズの動向と資金調達手法の変化	荒木 慶司	<p>世界的金融危機やこれに伴う実体経済の悪化、国債・地方債の発行量の増大、金融機関の引受姿勢の変化、地方公共団体の財政の健全化に関する法律の全面施行などにより、地方公共団体の資金調達をめぐる環境は大きく変化している。また、個別に発行条件を交渉し決定する方式への移行後 3 年間で経過し、資金調達手法が多様化が指摘されている。</p> <p>このような地方公共団体の資金調達をめぐる財政・金融・市場環境の変化を踏まえ、地方債投資ニーズの動向、地方債の安定消化策、地方公共団体による I R 活動の向上策、資金調達手法の多様化の各項目について検討を行い、地方債の安定的かつ有利な資金調達の実現のための方策について提言等を行った。</p>
2010 (平 22)	地方債流通市場の現状と流動性の向上策～欧州財政危機や金融規制改革も踏まえて～	荒木 慶司	<p>現在、我が国の地方債について、国内機関投資家の潤沢な資金運用ニーズ等を背景にその消化に支障は生じていない状況にある。ただ、財政投融资制度改革や厳しい財政状況により、民間資金による調達額は高水準が続き、地方債残高も増加しており、この状況が今後も続くと思込まれる。また、新パーゼル規制においては流動性に関する項目が重要となっていることもあり、情勢の変化によっては、投資家の引受余力が低下することなども懸念される。</p> <p>このような、地方債の流通市場の現状を網羅的に分析・整理し、市場公募債及び銀行等引受債の流通性向上についての留意事項の整理や提言を行った。</p>
2011 (平 23)	今後の地方債 I R の充実に向けて	荒木 慶司	<p>地方公共団体による安定的かつ円滑な資金調達を継続していくためには、投資家の地方債に関する理解を深め、適切に投資判断を行うことができるように、財政状況や将来の見通し等について十分な情報提供、I R 活動を行うことが求められている。このような状況下で、国内外の投資家等が求める地方債に関する適切な情報提供内容、提供手法等(ホームページ、投資家説明会、個別投資家訪問等)の現状及び課題を整理して、今後の地方債 I R 活動の改善策や留意事項等について検討し、提言等を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2012 (平 24)	民間資金調達手法の 多様化と今後の発展 に向けて ～地方債届出制の導 入も踏まえて～	森元 恒雄	<p>地方債は、現在のところ安定して消化され、対国債スプレッド(上乗せ金利)は極めて低位で推移しているが、今後、公共債市場が急激に変化する事態が発生しないとも限らない。今の段階から民間資金の調達先の多様化をはじめ、様々な手を尽くしておくことが必要である。また、民間資金の調達にあたっては、専門的な金融知識が必要であり、担当職員の金融リテラシーの向上を図ることも重要な課題である。</p> <p>このような認識のもと、外部環境の変化が地方債に及ぼす影響や、2012(平成 24)年度からスタートした地方債届出制の活用、市場公募化等の資金調達手法の多様化、地方債の商品性の向上、地方公共団体の職員の金融リテラシーの向上について調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題について協議を重ね、留意事項の整理や提言等を行った。</p>
2013 (平 25)	金融市場の環境変化に 備えた地方公共団体の 資金調達と今後の対応 策 ～大規模な金融緩和措 置等も踏まえて～	森元 恒雄	<p>地方債は、地方分権の進展や財政投融资制度改革等に伴い、公的資金の縮減・重点化と民間資金の拡大が進んでおり、地方公共団体にとって民間資金調達の安定性向上が従来にも増して重要な課題となっている。そのような中で 2013(平成 25)年 4 月に日本銀行が異次元の金融緩和措置を発表して以降、債券市場の環境は大きく変化し、地方債にも様々な影響が生じた。このような状況を勘案すると、平時から金融市場の環境変化に備えておくことが極めて重要である。</p> <p>このような認識のもと、外部環境の変化が地方債に及ぼす影響や、市場公募債・銀行等引受債の条件決定方式、銀行等引受債の借入先や商品性、住民参加型市場公募地方債の取組み、外貨建て地方債への取組み等について調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題や留意点について整理し、提言等を行った。</p>
2014 (平 26)	地方債をとり巻く中長 期的な状況変化も見据 えた地方公共団体の資 金調達と減債基金の運 用方策	森元 恒雄	<p>地方債は、地方分権の進展や財投改革等の結果、公的資金の縮減・重点化と民間資金の拡大が進んでおり、地方公共団体にとって民間資金の調達を安定的に行うことは重要な課題となっている。そのような中で、日本銀行による追加金融緩和により債券市場において長期金利は低下基調を辿った。</p> <p>こうした状況を勘案すると、今後、金融市場の環境変化に備え、資金調達の多様化や創意・工夫を凝らした起債運営等に関して様々な検討を行っておくことが重要であり、特に、今後予想される中長期的な状況変化(財政状況や金融環境の変化、少子高齢化の進展、公共施設の老朽化等)が金融市場にどのような影響を与えるか検討しておくことが必要となっている。さらに、近年減債基金への資金の積立が増加しており、より適切に減債基金を運用する必要があるとの問題意識が高まっている。</p> <p>このような認識のもと、我が国地方債市場を取り巻く環境や、地方債の各資金調達手法と商品性、住民参加型市場公募地方債の取組み、外貨建て地方債等の取組み、減債基金の積立・管理運用状況、地方債 I R 活動の取組み、地方債をとり巻く中長期的な状況変化とその対応について調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題や留意点について整理し、提言等を行った。</p>
2015 (平 27)	効果的な地方債 I R の 推進と銀行等引受債の 現状と課題	内貴 滋	<p>地方債は、地方分権の進展や財投改革等の結果、公的資金の縮減・重点化と民間資金の拡大が進んでおり、地方公共団体にとって民間資金の調達を安定的に行うことは重要な課題となっている。そのような中で、日本銀行による量的・質的金融緩和政策や、中国経済の減速、原油価格の下落等を受けて、長期金利は低下基調を辿り、10 年国債の利回りは、2016(平成 28)年 2 月に一時マイナス 0.035%と史上初めてマイナスを記録するなど金利低下が進む状況となった。</p> <p>こうした中、今後とも地方公共団体が低利かつ安定的に地方債による資金調達を行うためには、地方債制度の整備や健全な財政運営に加えて金融機関との日頃からの情報交換や投資家のニーズを踏まえた効果的な I R 活動の推進が重要である。また、銀行等引受債は、市場公募債に比べ発行方式や償還方式において商品設計の自由度が高く柔軟に資金調達することが可能であり、多様な商品性を有している。そのような銀行等引受債の全国的な状況を把握し地方公共団体の参考に供することは、より効率的な資金調達に資すると考えられる。</p> <p>このような認識のもと、我が国地方債市場を取り巻く環境や、投資家と対話する地方債 I R の実施、投資家が求める I R とのミスマッチの解消、タイムリーな情報提供、銀行等引受債における安定性と競争性のバランスへの配慮、借入条件の不断の見直し、金融リテラシーの向上等について調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題や留意点について整理し、提言等を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2016 (平 28)	地方債の調達方法の 多様化と金融リテラ シーの向上 ～大規模な金融緩和 政策下における地方 債の対応も含めて～	内 貴 滋	<p>地方公共団体にとって民間資金の調達を安定的に行うことは引き続き重要な課題となっている。そのような中で、日本銀行による金融緩和政策や欧米の政治経済情勢の変化等を受け、長期金利が2016(平成28)年7月にマイナス0.3%を付けるなど、未踏の領域に突入した。こうした中、全国型市場公募地方債の起債手法では、マイナス金利を回避するための下限金利の設定など、新たな対応事例が見られた。また、銀行等引受債の発行(借入)条件は、金融機関の採算レート等との関係から、従前対比、上乗せ金利が厚めとなる事例が見受けられた。</p> <p>また、地方債資金を安定的に調達するためには、投資家需要を見極める必要があり、金融リテラシーの向上を図ることも大変重要であると考えられる。</p> <p>2016(平成28)年度の調査研究委員会においては、我が国地方債市場をとり巻く環境や、地方債における調達方法の多様化、債券市場の環境変化に伴う市場公募地方債起債時の留意点、住民参加型市場公募地方債の推進に向けた取組み、銀行等引受債における安定的・継続的な資金調達の留意点、金融リテラシー向上等について調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題や留意点について整理し提言等を行った。</p>
2017 (平 29)	大規模な金融緩和政 策下における地方債 の発行の現状と課題	内 貴 滋	<p>地方公共団体にとって市場から民間資金の調達を安定的に行うことは引き続き重要な課題となっている。そのような中で、日本銀行による長短金利操作付き量的・質的金融緩和は2017(平成29)年度も継続されるなど、金利水準は低位で推移している。</p> <p>このような中、近年の大規模な金融緩和政策下における全国型市場公募地方債・銀行等引受債・住民参加型市場公募地方債の発行状況の実態を総括的に調査・整理のうえ、その結果について広く地方公共団体間で共有し、発行条件(上乗せ金利)や発行時期、償還年限、償還方式等を決定するにあたって参考とすることが重要である。</p> <p>2017(平成29)年度の調査研究委員会においては、足許の地方債の発行状況の現状と課題について、アンケート調査、銀行等引受債(証書)の借入条件分析、D I 調査を踏まえた投資家動向の調査等を通じ、総括的に調査研究を行い、今後の資金調達の円滑化に向けた課題や留意点について整理し、提言等を行った。</p>
2018 (平 30)	今後の地方債市場の 発展に向けて ～地方債市場・制度の 変遷と今後の課題～	内 貴 滋	<p>地方公共団体は、日本銀行の大規模な金融緩和政策により、資金調達コストが低位で推移する一方、低金利が資金利鞘・運用収益の減少を引き起こし、投資家は厳しい収益環境に置かれている。将来に目を向けると、金融緩和政策の方向性や金利リスク規制の動向によっては、投資家の投融資スタンスに変化が生じる可能性がある。</p> <p>このような変化局面では、地方公共団体は、地域金融機関をはじめとする投資家との対話を深化させるとともに、求められる対応を検討しておく必要がある。その際には、安定調達に向けた過去の対応等を振り返り、更なる制度的・実務的改善の余地を検討することも重要である。</p> <p>2018(平成30)年度の調査研究委員会では、起債動向等を継続的に把握するためのアンケート調査、有識者ヒアリング、地域金融機関による引受状況等の実地調査に加え、過去の変化局面や危機への対応等を調査した。これらの調査を通じ、将来の環境変化に備えるための対応策等を整理し、更なる制度的・実務的改善の余地について調査研究を行い、今後の地方債市場の発展に向けた所要の提言を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2019 (令和元)	地方債市場を巡る環境変化と安定的・効率的な資金調達の実現に向けて ～銀行等引受債による調達を中心に～	内貴 滋	<p>日本銀行の金融緩和政策により、金融市場では低位な金利水準が暫く継続しており、先行きも当面、低金利環境の継続が見込まれる中、地方公共団体は資金調達コストの面で低金利環境を享受する一方、投資家・金融機関等は資金利鞘・運用収益の減少により、厳しい収益環境に置かれている。</p> <p>こうした環境を踏まえると、低金利環境が金融機関の投融资スタンス等に与える影響を継続的に調査・分析し、地方公共団体による安定的かつ効率的な資金調達の継続に向けたより適切な地方債の商品性や調達手法の組合せ等に関する課題について整理することは重要である。</p> <p>特に銀行等引受債は、地方公共団体の重要な調達源であるが、主な担い手の地域金融機関では、低金利環境の長期化や金融当局の動向等を踏まえ持続可能なビジネスモデルの再構築を展望する中で、引受スタンス等が変化している可能性がある。</p> <p>2019(令和元)年度の調査研究委員会では、地域の経済・金融環境や地方公共団体の調達構造等の特性も踏まえつつ、昨年度に続き、アンケート調査、地域金融機関による引受状況等の実地調査を実施のうえ、団体の調達方針・方式、金融機関の引受スタンス等の実態・課題を整理し、所要の提言を行った。</p>
2020 (令2)	新型コロナウイルス感染症拡大の影響を踏まえた地方公共団体の資金調達方法と調達環境の整備について	内貴 滋	<p>新型コロナウイルス感染症が世界的に拡大し、各国の金融市場は一時的に大きな変動に見舞われたが、足もとでは各国政府や中央銀行による大規模な財政政策・金融政策により、全体として落ち着きを取り戻している。こうした中、わが国の地方債市場をみると、総じて底堅い投資家需要に支えられ、地方公共団体は安定して低利な資金調達を継続している。</p> <p>もっとも、地方公共団体は新型コロナウイルス感染症拡大への対応及びその影響による税収減等によって、追加的な資金調達が必要であり、その際、どのような資金調達(個別債、共同発行債、銀行等引受債等)を行ったのか、引受金融機関の引受スタンスや投資家の投資スタンスを踏まえて調査・分析することは意義があると考えられる。</p> <p>今後の感染症拡大の状況や大規模自然災害の発生等によっては、資金調達が困難化する事態も想定され得るため、今般の感染症拡大の影響を受けて、地方公共団体の資金調達の軸足や力点にどのような変化が生まれているのかを分析すること、危機時における資金調達手法の調査・分析を通して地方債の商品性の多様化に繋げること、2019年度に地方債の対象が拡充された日本銀行適格担保制度の活用状況や課題について検討を行い更なる活用を図ること、に重点を置き意義は大きいものと考えられる。</p> <p>2020(令和2)年度の調査研究委員会では、都道府県・政令指定都市を対象に、新型コロナウイルス感染症拡大の影響による資金調達計画の変更やそれに伴う金融機関等とのコミュニケーション等に関してアンケート調査を実施するとともに、地方公共団体や金融機関、証券会社へ商品性の多様化の状況やコミュニケーションの変化等をヒアリングし、実態把握と課題を整理のうえ、所要の提言を行った。</p>
2021 (令3)	地方債市場の環境変化の点検と発展に向けた検討 ～個別発行と共同発行の比較を踏まえて～	内貴 滋	<p>地方団体の主要な財源調達手段の1つである地方債は、良好な環境での発行が続いている。我が国の金融市場は、2020年入り後の新型コロナウイルス感染症の拡大を受けた、政府や日本銀行による財政政策・金融政策等を背景に、安定した状況が続いており、こうした中、我が国の地方債市場をみると、底堅い投資家需要に支えられ、地方団体は安定して低利での資金調達を継続している。</p> <p>このように良好な発行環境が継続している状況にあるとはいえ、市場全体をとりまく環境変化の点検、分析を踏まえ、必要に応じて発行手法等の見直しを検討することは、地方債市場全体の発展を促す観点から重要な取組である。</p> <p>こうした考えのもと、令和3年度の調査研究委員会では、都道府県・政令指定都市と金融機関を対象にアンケート調査を行い、いわゆるウィズコロナにおける金融経済環境において、地方債の良好な発行環境を支えている要因の変化を想定した場合の調達のあり方(調達年限、発行方式など)にかかる検討を行った。また、一般債市場全体として発行量が増加基調にあるSDGs債や外債について、地方債で発行する場合のメリット・デメリット等を整理しつつ、個別発行の場合と共同発行の場合とで比較を行い、今後の地方債市場の発展に向けた所要の提言を行った。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
2022 (令4)	市場環境の変化局面が投資家に与える影響と投資ニーズを捉えた地方債による安定的な資金調達の検討	末宗 徹郎	<p>足許の世界の金融経済は、欧米主要国を中心にインフレ基調が急速に高まるもとの、欧米各国の中央銀行は金融政策を転換し金融引き締め動く一方、日本銀行はイールドカーブ・コントロールを柱とした緩和的な金融政策を維持している。この間、国内の金融市場では、金融政策変更を見越した投資家による国債売却と、従前の金融政策運営に沿った日本銀行の国債購入が交錯するなか、金利変動率が高まると同時に先行き不透明感が増大している。こうした中、我が国の地方債市場をみると、総じて底堅い投資家需要に支えられているものの、上昇基調にある海外金利の見通しや国内の金融政策変更への思惑の高まりなどによって不透明さを増す金利環境が嫌気され、債券市場全体の地合いは悪化してきており、一部の投資家においては債券投資に慎重な姿勢がうかがわれる。</p> <p>このように金融市場における変化が地方債市場に波及しつつある状況において、将来想定しうる市場環境変化を見据え、過去の金利上昇時の教訓等を踏まえつつ、足許から将来にかけての投資家動向を調査し、必要に応じて調達計画や発行手法の見直しを検討することは、今後の金利環境変化時の備えとなることに加え、地方団体の主要な資金調達手段のひとつである地方債を安定的に調達していくために重要な取組みである。</p> <p>こうした考えのもと、2022(令和4)年度の調査研究委員会では、先行き不透明感が高まる局面で過去の事例等にも焦点を当てながら、現在および将来の投資家の投融資スタンス・投融資ニーズにどのような変化が生じ、地方債市場がどのような対応を求められるのか等を調査・分析した。そのうえで、投資家の投融資ニーズ等の変化を地方団体がどのように受け止め、どのように起債運営に反映させていくべきかについても調査を行うとともに、今後、蓋然性が高まっている金利環境の変化を見据え、地方債の安定的な消化に向け地方団体が対応すべき事柄・留意点等について検討を行い、所要の提言を行った。</p>

発 行 一般財団法人 地方債協会
〒102-0082
東京都千代田区一番町 25 番 全国町村議員会館 8 階
電 話 (03) 5211-5291
ファックス (03) 5211-5294
U R L <https://www.chihousai.or.jp/>

この報告書は、日本財団の助成金を受けて刊行したものである。