

第5節 個人向け地方債発行に向けた課題と対応

今後、個人向け地方債の発行を円滑化していくうえで、近年、発行団体数が減少してから相応の期間が経過したことによる、業務知識や発行事務等を経験した人員の欠如等の組織体制の課題が挙げられる他、発行関連手数料の水準や募残リスク、オンライン販売を採用する際の特有の課題などが想定される。また、金利状況の変化や政府による資産所得倍増プランによって個人の投資への意識に変化が出始めている中で魅力ある投資先という観点から、発行の意義を捉えなおすといった面も含めて本節ではそれらの課題の整理を行っていく。

1 組織体制について

(1) 課題

先述の図表 37・38 において、「個人向け地方債を発行するための組織、人員体制が確保できているか」という質問に「確保できている」と回答した公募団体は 33.3%。その他市区町村においては 4.7%。また金融機関においては 9.6%とそれぞれ組織体制が十分ではないことがうかがわれる。

アンケート結果の通り、組織体制が不十分な地方団体・金融機関が散見される中、委員会においても金融機関の委員を中心に、現場には過去の発行ノウハウや経験を持っている人員はほとんど残っていないことや証券引受部署における人員削減により追加業務を受け入れる余地がないという意見が上がった。

さらに委員会での意見として、金融機関においては支店数や行員が減少している状況下で、個人投資家向け資料の作成や支店への発行情報等の周知、また店頭販売時における金融商品取引法に則った投資リスクの説明などの事務負担が大きくなっており、人員が減少したままで業務を増やす余地がないとの意見も聞かれた。また、個人向け地方債は発行頻度が少ないため、業務負担の低減や販売力の向上に寄与すると考えられるシステム投資やDX投資を行うことも容易ではないとの指摘もあった。

(2) 対応

金融機関における組織体制については、今後、個人向け地方債の発行を検討する団体数や発行額の推移を注視し、発行に携わった際には、機会を逃すことなく発行事務や知識を習得し、組織内での情報共有に取り組むことが望ましい。さらに人員等の不足については、販売関連資料の作成やPR戦略（例えばセミナーやイベント開催）を引受金融機関共同で実施するなど地域金融機関、証券会社も含めて負担をできるだけ分散する方法を検討することも有用であると考えられる。

また地方団体については、今後の地方債への個人投資家ニーズの高まりや他の地方団体の発行状況を継続的に情報収集し、自団体で発行を検討する場合は、前述の金融機関

の状況を勘案し、速やかに指定金融機関等の担当部署へ情報提供するとともに、十分な準備期間を設けて綿密なコミュニケーションを行うことが重要であると考えられる。

2 手数料について

(1) 課題

先述の図表 34 において、「個人向け地方債と他発行手段（市場公募地方債・銀行等引受債）を比較した際の発行手数料について」という質問に対して、「高い」と回答した公募団体は 74.0%、その他市区町村においては 68.3%であり、大半の地方団体が他発行手段の手数料水準以上より個人向け地方債の発行手数料の方が高いと認識していた。

地方団体が引受金融機関に支払う手数料は主に引受手数料、受託手数料、新規記録手数料、元利払い手数料の 4 種類であり、市場公募地方債の引受手数料については、どの都道府県も横並びであることが多く、実質的にはほぼ均一であると推察される。

一方で、個人向け地方債の引受手数料は、総じて発行時期や発行額、発行目的等について個別色が強く、均一性が低いと考えられる。地方団体の中には、市場公募地方債を発行している都道府県や政令指定都市もあれば、個人向け地方債しか証券発行の経験を有していない市区町村も存在していることから、手数料については個別団体ごとの対応となるケースになっていると考えられる。

このようなことから市場公募地方債と個人向け地方債とでは、発行額や発行頻度、特定のプロモーション活動など、個人投資家への周知に対する取り組み度合いにより手数料に差が生じやすい。また、募残リスクや発行等の業務負担もある中で、少額な調達金額に対する手間と費用が相応に生じることで引受手数料率は市場公募地方債よりも若干高くなるケースもある。

また、個人向け地方債の発行規模は市場公募地方債と比較すると少額であるため、手数料は市場公募地方債よりも高いものの、引受金融機関側が受け取る手数料総額が比較的低い水準となり、結果として積極的に販売を推進するインセンティブに乏しくなりやすい課題も浮かび上がる。

(2) 対応

手数料に関しては、第 6 節の「4 インターネット環境を利用した発行（オンライン販売）」で詳しく述べるように、オンライン販売等が十分機能すれば、金融機関側の販売負担等の低減策になると考えられるが、まずは、実質的に均一化が図られていると考えられる市場公募地方債の発行関連手数料などを基準に、規模感や発行時期、販売方法等の話し合いを行い、地方団体、引受金融機関双方で納得感のある手数料水準の目線を合わせることを肝要であると考えられる。

3 募残リスクについて

(1) 課題

個人向け地方債発行の課題については、アンケート結果（図表 19・22）や委員会での発言においても、発行団体、金融機関、証券会社ともに「募残リスクの懸念」への意見が多かった。募残が発生する要因の一つとして個人向け地方債の認知度の低さがあると考えられる。

図表 54 各債券の特徴比較

内容	経済性	安全性	購入機会	中途換金の容易さ
個人向け地方債	○	◎	△	○
個人向け国債	○	◎	◎	◎
リテール社債	◎	○	△	△

（出所）地方債協会作成

上記の図表 54 のように個人向け地方債には競合商品の存在がある。個人向け地方債の安全性は個人向け国債と同等に高いものの、毎月発行される個人向け国債と比較すると発行頻度は、個々の地方団体が発行していることや発行団体の資金ニーズに起因することから必ずしも高くなく、毎月などの定例発行は難しい。結果として「買いたいときに買える（購入時期を選べる）商品」という位置付けになっておらず、個人向け国債のように、安全性を重視した個人投資家の有価証券運用の金融商品として十分認知されていない状況となっている。このほか、委員会では、個人向け国債における中途換金の容易さが個人投資家需要の獲得につながっているとの意見も聞かれた。

また、地方債は、個人向け地方債のみならず市場公募地方債全般においても金融商品として個人に対して販売のほとんどが対面で販売されていることもあって知名度が低く、故に新規層の獲得も難しい状況にある。また、引受金融機関の立場から見れば、個人向け地方債は不特定多数の個人投資家を販売対象とすることから、発行額に対する精度の高い需要予測は困難であることも挙げられる。

さらに個人向け地方債については、募集期間内で売れ残った場合には流動性が低いために、その後の売却価格が低くなる可能性がある。募残売却に時間を要した場合には、買い手が見つかりにくいこととも合わせて、売却時の損失が大きくなることが懸念される。

また、中途換金が発生した場合には、販売金融機関は、個人投資家の中途換金ニーズへ応える必要があるものの、前述のように売却の困難性から積極的な販売推進を妨げている可能性もある。

（２）対応

現状、個人向け地方債を販売推進していく上で募残リスクは避けては通れない課題であると考ええる。まずは、リスクの軽減には個人向け国債と同等の安全性を持ち、国債よりも利率が優位となりやすい商品性を積極的に訴求し、個人投資家に浸透させていくことが必要である。また、個人向け国債における中途換金の仕組みなどを参考にして商品性の拡充を図ることなどについても検討していくことが考えられる。

さらに、発行団体及び引受金融機関の宣伝・周知等の販売体制や引受金融機関が窓口販売となる場合には、支店対応等の十分な販売体制を構築することでリスクの低減は可能になりうると推察される。

４ オンライン販売について

（１）利点

インターネット環境を活用したオンラインでの個人向け地方債の販売方法は、主に証券会社や金融機関のホームページ上にあるオンライン販売サイトに購入者自らがアクセスして地方債等を購入する方法である。地方団体のホームページ上でも地方債の発行情報や販売金融機関を掲載することで集客を促し、不特定多数の個人投資家やインターネットの活用頻度が高い若年層に向けて情報を発信でき、かつ購入方法も比較的簡単であるなど、購入層の裾野の広がりが期待できることや、対面販売よりコストが割安であるという利点がある。

（２）課題

一方で、総じて受身的な販売方法であり、金融機関の支店等での対面販売のように販売側が営業に出向くような主体的な動きは難しい。また、不特定多数の個人投資家に向けての販売となることから、明らかに需要が強いなどの局面を除き、需要の予測がしにくいといえる。さらに、オンライン販売サイトを有している金融機関各社では、人気を博している個人向け国債をはじめとして国内外の社債や投資信託等の多種多様な運用商品が掲載されており、運用商品を探す個人投資家が地方債を選好するためには、商品性やPR戦略を含めた認知度向上への施策がより一層必要であると考えられる。

現状、地方債の販売を全額オンラインにて行った団体は岩手県のみであり、埼玉県や川崎市などは発行額の一部をオンライン販売で対応し、発行額の太宗は対面販売にて行っている。また、すべての証券会社、金融機関がオンライン販売に対応している状況ではないため、今後オンライン販売を推進する際には、システムの構築や販売体制等を検討する必要があると考えられる。需要に限られる中でのシステム導入に見合った費用対効果が得られるかが不確定であり、収益性の観点からシステム投資に動き出すことは容易ではないと考えられる。また、アンケート調査の回答では、オンライン販売での個人

向け地方債の購入者が対面販売での購入者よりも年齢層が若く、現状の地方債の購入者層が高齢であることから、「地方債投資に馴染みのある個人投資家層が離れる可能性がある」との意見もあった。さらには、直近では、ネット証券の勢いが伸びている一方で、大手総合証券の中には支店を増やしていく営業戦略を打ち出しているところもあり、オンライン販売のメリットを認識しつつも、金融機関の間でも個人への販売戦略の違いが表れている状況も見えてとれる。日本の個人の金融資産の分布は高齢者層に大きく偏っており、かつ高齢者の投資家はネットより対面での大口の取引を好む傾向にある。地方債でも大口販売は高齢者層のウエイトが大きい。ただそうした高齢世代はやはりインターネットをはじめとするデジタル技術に対する抵抗感が大きく、今後オンライン販売を推進する上では、そのような側面にも目を向けて対応していくことが必要である。

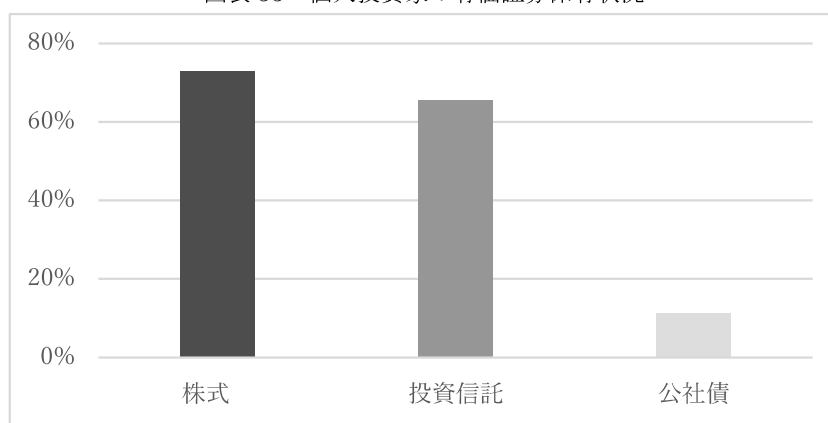
今後の対応について第6節の「4 インターネット環境を利用した発行（オンライン販売）」で触れることとする。

第6節 個人向け地方債の発行円滑化に向けて

1 地方債の認知度向上について

個人向け地方債の発行円滑化を目指す中で、現状の地方債の個人投資家からの認知度の低さは課題である。図表 55 では、新 NISA の開始などを受け、個人投資家の資本市場への参入が続く中で、個人投資家（個人の有価証券保有者）の商品別の保有率は株式が 72.9%、投資信託：65.6%、公社債：11.4%といった状態であくまでも主役は株式・投資信託となっている。また、保有率の低い公社債の中でも、地方債の認知度はさらに低い状況と考えられる。

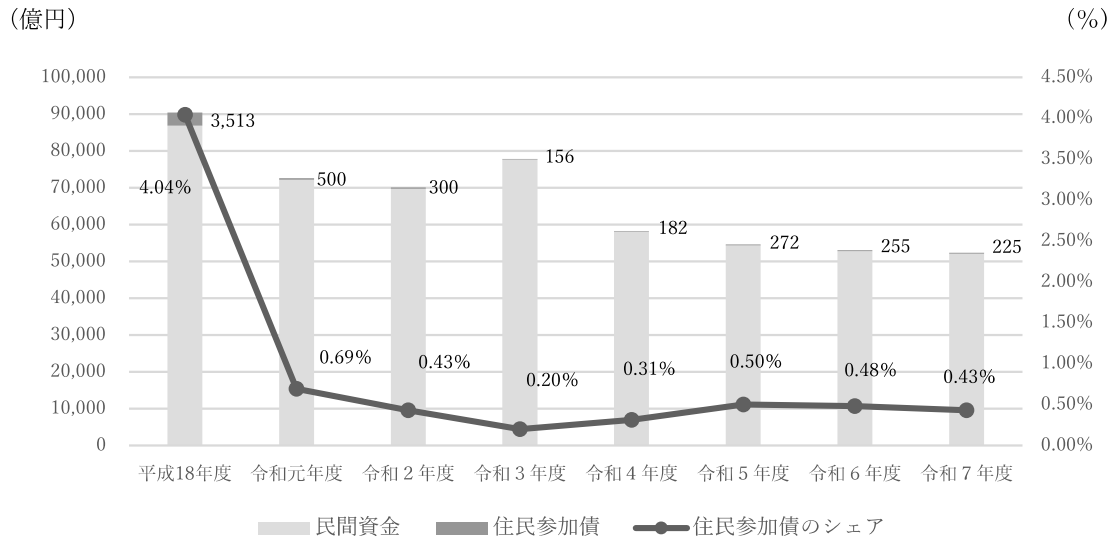
図表 55 個人投資家の有価証券保有状況



（出所）日本証券業協会「個人投資家の証券投資に関する意識調査」2024 年度調査分より地方債協会作成

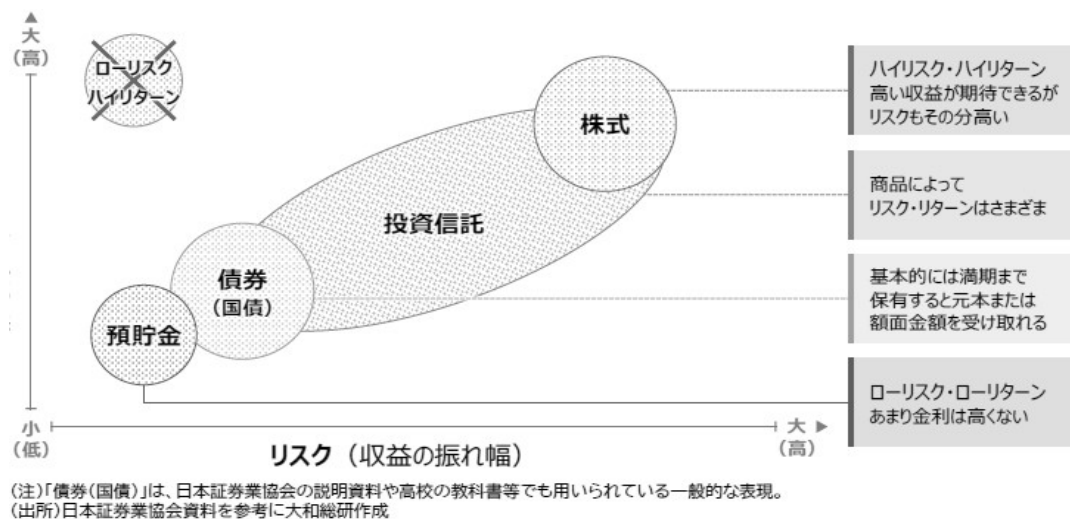
また、地方債計画において政府資金を除く民間発行総額に対しての個人向け地方債の割合を見ていくと、個人向け地方債の最盛期であった 2006（平成 18）年度の個人向け地方債の発行額は約 3,513 億円でシェアは 4.04%であったが、令和 7 年度の地方債計画時点では住民参加債の発行予定額は 225 億円、シェアは 0.43%に留まっており、国債において個人向け国債の発行が占める割合が 5～10%で推移しているのと比較すると、かなり小さいといえる。個人向け地方債が最盛期を迎えた平成 18 年度や、現状の新規国債における個人向け国債のシェアと比較しても、今後個人向け地方債の発行量の増加余地はあるものと推察される。（図表 56）

図表 56 民間等資金に占める住民参加債の割合



今後、個人向け地方債の発行円滑化のためには、個人向け地方債が投資商品の選択肢に入っていない未到達層へのアプローチが必要不可欠である。また、N I S Aの開始を契機に投資信託や株式などの投資を始めた層にもN I S Aの対象ではないものの、地方債を知ってもらうことが必要である。このように「未到達層へのアプローチ」と「対象とする個人に投資や商品の知識がないこと」を考慮すると、金融経済教育を積極的に行っていくことが効果的である。

図表 57 投資リスクリターンの関係図



上記の図は金融経済教育の場において使われている投資のリスクリターンの一般的な関係図であり、債券の部分を見てみると債券(国債)と記載されている。このような記載は図表 57 のみならず日本証券業協会や高校の公民の教科書においても債券(国債)

と記載されていることが多い。金融経済教育の場において運用商品としての地方債は触れられないことがないため、今後の周知策次第では認知度向上の余地が大きいと考えられる。

そのような状況下、2024（令和6）年に設立された金融経済教育推進機構（J-FLEC）の活用を検討することも一案といえる。下記図表 58 の通り同年8月から本格稼働しており各地域において様々な金融経済のセミナーを開いている。セミナー講師は弁護士やファイナンシャルプランナーなどが多く、テーマは多様であるが、資産形成などの講義において、価格変動リスク等も含めて安全性が国債とほぼ同等である有価証券の1つとして地方債を言及してもらうことは地方債の認知度向上の第一歩となるといえる。

図表 58 金融経済教育推進機構が開催するセミナーでの登壇者

J-FLECが開催するセミナーでの登壇者の例			
登壇者	登壇者肩書	主なテーマ	開催地
竹川美奈子	ファイナンシャルジャーナリスト	資産形成	浜松市
バックンマックン	お笑い芸人	家計管理、資産形成	宇都宮市、 YouTube配信
久保敏	J-FLEC認定アドバイザー	家計管理、資産形成	前橋市
八代英輝	国際弁護士	家計管理、資産形成、 金融経済教育	松江市
杉村太蔵	元衆議院議員	資産形成、金融経済教育	広島市

（出所）J-FLEC公式ウェブサイトより大和総研作成

前述のセミナーや金融機関でのセミナーの他にも川崎市が 2023（令和5）年より開催している「Colors, Future! Summit」では個人向けグリーンボンドを紹介するカンファレンスを実施しており、自治体側からの積極的な発信や、働きかけも地方債の認知度向上につながり、個人向け地方債の認知度向上とともに個人投資家の購入促進へとつながるものと考えられる。このように、金融経済教育の様々な機会を活用して、個人投資家に対する地方債の認知度を高める取り組みとして行っていくことが重要である。

2 個人向け地方債の発行の意義の再構築とテーマ性のある発行について

近年の金利水準の変化や政府による資産所得倍増プランが実施される中で、従来型の「地域住民の参画意識の醸成」といった観点に加え、国債と同様に魅力ある投資先であるという観点も含めて、発行の意義を再構築することが発行の円滑化・拡大に資すると考えられる。また、今後、個人向け地方債の発行の円滑化を図るうえで、地方債により一層の関心を寄せられるような工夫を行うことが必要である。そのためには地方債の発行目的や充当事業に何らかのテーマ性を持たせることが効果的であると考えられる。例えば、アンケート結果（図表 39）において国債に“復興”というテーマ性をもって販売された際、需要が増加したとの意見も上がっていた。

実際に個人向けに販売されたテーマ性のある地方債発行の事例を挙げてみる。

まずは、2018(平成 30)年に発生した豪雨災害の復興目的で発行した倉敷市の事例を紹介する。

図表 59 倉敷市豪雨復興債の概要

債券名称	年限	発行総額	発行期間
平成30年7月豪雨復興債	5年（満期一括償還）	11億円	令和元年度～4年度

（出所）地方債協作成

倉敷市は2018(平成30)年の7月に豪雨災害が発生し、2019(令和元)年度から2022(令和4)年度にかけて復興債を総額11億円で発行した。本来はその災害復旧に対し、市民からの協力が欲しいという意味合いでの復興債の発行であったが、実際には災害復旧事業については財政融資資金が充当できるということで、別の災害復旧以外の災害復興事業、例としては災害公営住宅の整備、発災時の避難路や避難地整備、河川堤防の拡幅事業に充当した。販売後のアンケートにおいて「倉敷市が豪雨復興債を発行することをどのようにして知ったか」についてアンケートを取ったところ、一番多かったのは金融機関での勧誘であったものの、市の広報誌での案内を主に行っており、市民の間で復興債としての認識が高まったことから問い合わせの量が増加する結果となった。

言うまでもなく、自然災害が発生しないことが望ましいことではあるものの、万が一災害が発生した際、世間からの支援の受け入れを通じて必要な復興資金を調達する有力な手法といえる。また、国際イベント等の開催を契機とした都市整備等の目的に着目した個人向け地方債を発行することにより、イベント自体のPR効果のみならず、個人向け地方債の知名度向上や需要の増加に効果が期待できると考えられる。

次の発行事例として、川崎市グリーンボンド債を取り上げる。

図表 60 川崎市グリーンボンド概要

債券名称	年限	発行額	利率	発行日
第2回川崎市グリーンボンド5年公募公債（個人向け）	5年（満期一括償還債）	20億円	0.776%	令和6年12月12日

（出所）川崎市作成

川崎市は2024(令和6)年度に4年連続となるグリーンボンドの発行を行っており、前年度に続いて、個人投資家向けの「第2回川崎市グリーンボンド5年公募公債」を発行している。個人投資家向けとなっているものの地域法人の購入も可能であり、発行額は20億円で、発行の意図は脱炭素社会の実現に向けた市政の取組に対する理解や参画意識を醸成することである。

資金使途については主に7つあり、新小倉小学校の整備、公共施設等の照明のLED化、電気バス(BEV)の導入(市バス)、五反田川放水路の整備、防災行政無線の整備、

清掃船(電気推進船)の建造、下水道の管きょ・施設の整備である。「新小倉小学校」は、地域に大規模マンションが複数整備されて、子育て世代の方を中心に人口の増加が進んでいることに伴い新たに整備されるものであるが、「エコスクール」として、太陽光発電設備の設置や雨水利用、空調負荷軽減のための高断熱・高気密、屋上緑化、再生木材の使用など多くの環境負荷を軽減する技術を採用する。「清掃船(電気推進船)の建造」では船舶の安全な航行や着岸の支障となるごみの回収を行う清掃船の更新であり、CNP形成に向けた電気推進船の導入を行っている。

また、個人投資家向けのIRについては市政100周年を記念したイベント「Colors, Future! Summit2024」において、個人向けグリーンボンドを紹介するカンファレンスを実施することにより商品のPRを行った。

購入者からは「SDGsに対し関心があり、地元のグリーンボンドに投資できる機会は貴重」などの意見もあり、個人投資家との共感が購入につながる好事例といえる。利率以外の項目で投資判断ができることも地方債の魅力であり、発行事由に個人投資家が共感できるテーマ性を持たせることが、地方団体の関心を高め、地方債の個人消化の円滑化を図ることとなると考えられる。

以上の記載例は、復興債とグリーンボンドであったが、地方団体主催のイベントなどにおいても発行目的や充当事業とを掛け合わせ、個人向け地方債の発行を検討することができると考えられる。今後の個人向け地方債の発行に当たっては、注目度が高まりやすい事業等を選別して、発行していくことも一案であるといえる。

3 募残リスクへの対応

個人向け地方債発行時の募残リスクについては、アンケート調査や委員会内の議論において、引受金融機関の警戒感が非常に強いことが確認されており、個人向け地方債の発行円滑化に対する懸念材料の一つである。

1つ目のリスク軽減策としては、個人向け国債と同等の安全性を持ち、国債よりも利率が優位といえる商品性を積極的に訴求して、個人投資家層に浸透させていくことが挙げられる。また、2つ目としては、発行団体及び引受金融機関の宣伝・周知等の販売体制や引受金融機関が窓口販売となる場合には、支店対応等の十分な販売体制を構築することで販売力を強化することが考えられる。

しかし、それだけでは募残リスクを払しょくできるわけではない。引受金融機関に残る募残リスクを軽減するための取り組みを検討する必要があると考えられる。

その取り組みとして地方団体が個人向け地方債を発行する際、国債の新型窓口販売方式や、個人向け国債の募集形態に近似している「打切り発行¹²⁾」を選択肢として検討す

¹²⁾ 打切り発行とは、あらかじめ申込証に「応募総額が債券の総額に達しないときでも本公債はその応募額をもって成立する」旨の記載を行っておけば、応募のあった金額での発行(打切り発行)が可能となる。

ることが考えられる。打切り発行とは、あらかじめ申込証に「応募総額が債券の総額に達しないときでも本公債はその応募額をもって成立する」旨の記載を行っておけば、応募のあった金額での発行（打切り発行）が可能となる発行形式であり、従前の募集取扱形式による引受金融機関の売れ残りリスクを回避できる形態であるといえる。現状の地方債の発行体制では、引受金融機関がシ団引受方式もしくは主幹事方式によって募残リスクを背負っている状況であり、地方団体に募残に対するリスクは存在しない。

この打切り発行に対して、地方団体としては、近年、地方団体が推進している資金調達の多様化や銀行等引受債、フレックス枠をより一層活用し、弾力的な発行を行うことにより、打ち切り発行時の発行不足額への対応として検討していくことが考えられる。

とはいえ、打切り発行を採用する場合、当初の発行予定額に達しない事案が発生すれば、事前に策定した地方債の発行計画の修正を迫られる可能性がある点については注意しなければならず、募集販売環境が良好か否かなどに関する募集取扱金融機関からの事前の情報収集の徹底、発行時期や不足金額が発生した場合の調達手段の確保など十分な検討が必要になると考えられる。また、発行予定額といえども未達となれば議会やメディアでの対応が必要な場面も想定されることから関係方面への丁寧な説明、周知が必要なことに留意すべきである。

4 インターネット環境を活用した発行（オンライン販売）

個人向け地方債の円滑化を図るためには多くの個人投資家に購入の機会を与えることが必要であり、インターネット環境を活用した発行は効果的であると考えられる。

以下では、実際に個人向けESG債の一部をオンラインにて販売した埼玉県の事例を挙げることにする。

図表 61 埼玉県個人向け ESG 債の概要

債券名称	年限	発行額	利率
埼玉県第2回公募公債（サステナビリティボンド・10年・個人向け）	10年（満期一括償還）	20億円	0.933%

（出所）地方債協作成

埼玉県は「埼玉県版SDGs」を推進するための資金調達としてサステナビリティボンドを発行しており、県政への理解促進や多様な調達手段の確保を図るため、その一部を令和5年度より個人向けに発行した。二回目の発行となる令和6年度は、投資家層の拡大を企図して販売チャネルを拡充し、みずほ証券及び楽天証券の連携によりインターネットを通じた販売を実施している。個人投資家への広報活動として、引受証券会社と

地方財政法施行令第35条（地方債証券の応募額がその総額に達しない場合の特則）において、「地方債証券の応募額が第三十三条第一項の地方債証券申込証に記載した地方債証券の総額に達しない場合においても、当該地方債証券を成立させる旨を同項の地方債証券申込証に記載したときは、その応募額をもって当該地方債証券の総額とする」とされている。

埼玉県ホームページに購入案内を掲載しPR活動を行った。また、購入希望の閲覧者の誘導をスムーズに行うため、ホームページ上に募集の取扱会社のリンクを設定した。

また、インターネット販売を開始したことにより、対面販売のみを行っていた際は60、70代購入者が約7割であったが、30代から50代までのミドル世代の比率からの申し込みが増加するなど、購入者の年齢層の変化が見受けられた。インターネット販売を通じて、ミドル世代や埼玉県以外の投資家から多数の申し込みがあり、新たな購入者の獲得につながるといった成果がみられた。インターネット販売は窓口販売と比較して年齢層の若い30～50代の投資家が多く購入しており、窓口販売では埼玉県民の購入がほとんど（全体の81%）であったが、ネット販売では首都圏の購入者が36%と多いものの、それ以外の購入者は全国に分散しており、購入者層の地域拡大に大きく寄与している。

図表 62 埼玉県 ESG 債 購入年齢層・購入者居住地

	窓口販売		ネット販売	
	件数	シェア	件数	シェア
～19歳	4	0.8%	0	0.0%
20～29歳	5	1.0%	7	3.2%
30～39歳	15	3.1%	30	13.5%
40～49歳	27	5.6%	50	22.5%
50～59歳	72	15.1%	88	39.6%
60～69歳	138	28.9%	39	17.6%
70～79歳	163	34.1%	8	3.6%
80歳～	45	9.4%	0	0.0%
法人	9	1.9%	-	0.0%
合計	478	100%	222	100.0%

	窓口販売		ネット販売	
	件数	シェア	件数	シェア
北海道・東北	3	0.6%	12	5.4%
北陸	2	0.4%	3	1.4%
埼玉県内	388	81.2%	47	21.2%
関東（首都圏）	66	13.8%	80	36.0%
関東（首都圏以外）	5	1.0%	8	3.6%
中部	3	0.6%	18	8.1%
近畿	6	1.3%	30	13.5%
中国	0	0.0%	5	2.3%
四国	1	0.2%	7	3.2%
九州・沖縄	4	0.8%	12	5.4%
合計	478	100%	222	100.0%

（出所）埼玉県資料を参考に地方債協作成

埼玉県が今回のESG債の個人向け販売の「購入に至ったきっかけ」についてアンケート調査を行った結果、「証券会社の担当者経由で情報を得た」という意見が85.2%と一番多かったものの、二番目に多かった回答は「証券会社のホームページから知った」であり、今年度のPR活動が功を奏している。また、購入者に「インターネット販売による購入方法を利用したいか」というアンケートでは半数以上の54.5%の購入者がそう思わないと回答している。理由として「インターネット環境が整っていない」ことや「インターネットの操作が不慣れ」、「店頭や電話での申し込みが安心・確実と感じる」といった回答が多く、地方債購入者の多い高齢者層はインターネットによる購入に対応できていない実情が表れた。今後、高齢者層に対する窓口販売ツールを大切にしながらも、若者層に向けて、継続的にインターネット販売の利便性を訴求していくことも重要であるといえる。

次に個人向け地方債の全額をオンラインにて販売した岩手県の事例を挙げることにする。

図表 63 岩手県わんこ債の概要

債券名称	年限	発行額	利率	発行日
岩手県令和5年度第3回公募公債	5年（満期一括償還）	10億円	0.36%	令和5年12月25日

（出所）地方債協作成

岩手県は令和5年12月に、関係人口の拡大・U・Iターンの促進及びふるさと納税による歳入確保につながる新たな施策として、県外在住者の20代～40代までの若者・女性を対象にインターネットを通じて発行する個人向け地方債「わんこ債」を全国の地方団体で初めて発行した。債券の購入者が本県への興味や関心がある人だけでなく、「国債よりも高い利回りが期待できる地方債」という商品性に着目して購入する個人投資家も一定数いると判断し、地方債の購入をきっかけに、今まで本県の取り組み等を伝えることができていなかった層にアプローチすることで、関係人口の拡大を図ることを狙いとして発行された。

SBI証券が作成している債券の商品説明ページ等に、岩手県の移住・定住や就職支援等の取り組みを発信しているホームページのリンクを掲載することにより、当該ホームページへのアクセス数を増加させ、将来的に移住、定住のきっかけとなることを企図しつつ、各種ふるさと納税サイトへのアクセスも増加させた。なお、ふるさと納税の申込が多い年末に地方債を発行することで、より一層効果的なPRが可能となった。

ネット証券の選定にあたっては、証券口座開設数が証券会社の中で最も多く、また、県外在住者の20代から40代までの若者・女性の口座開設者も多いことを重視し、その対象者が移住・定住等の施策やふるさと納税のターゲット層と一致するために、SBI証券を選定した。

発行額10億円とし、販売件数は1,948件と多くの投資家を獲得したほか、購入者の平均年齢はほかの個人向け地方債よりも低い「48.3歳」であり、半数が40代以下で構成され、他の地方債よりも平均年齢が低いことが特徴となった。また、販売件数の4割を東京圏在住者が占めており、県外の若年・壮年層との債券購入を通じた関係人口の創出という発行目的を達成した。

インターネット環境を活用した個人向け地方債の販売について、引受金融機関のインターネットでの販売環境が十分に整っていない現況下においては、岩手県のように全額をネット証券にて販売することはなかなか容易ではないと考える。個人投資家の需要の予測は困難であり、対面販売のようにこちらから営業に出向くことはできず、個人投資家に地方債が発行されることを認知してもらう必要もあるため、引受金融機関にとってはインターネット環境を活用した受動的なオンライン販売には募残リスクといった懸念が残る。しかしながら、若年層や広域での新規投資家の獲得、さらには地方団体、金融機関の人員不足への対応にはオンライン販売が有用な販売手段となり得る。したがって、オンライン販売に多くの課題がある状況においては、若年層や高齢層、地域住民や

全国の投資家などのそれぞれの投資家層に合わせて対面販売とオンライン販売を併用することにより、販売機会の増加により地方債の認知度を向上させるとともに、オンライン販売の経験、実績を積み上げることが重要であると考えられる。このように現状では対面販売とオンライン販売の併用が現実的であるものの、将来的にインターネット環境がより浸透し、オンライン販売の体制が整えば、オンライン販売の拡大が進むものと考えられる。

5 地域連携による発行

地方団体や金融機関において個人向け地方債の発行事務や販売に関するノウハウや組織体制が失われつつある現状では、地域連携による共同発行も効果的であると考えられる。ここでは、地域連携による発行の事例として兵庫県の事例を挙げる。

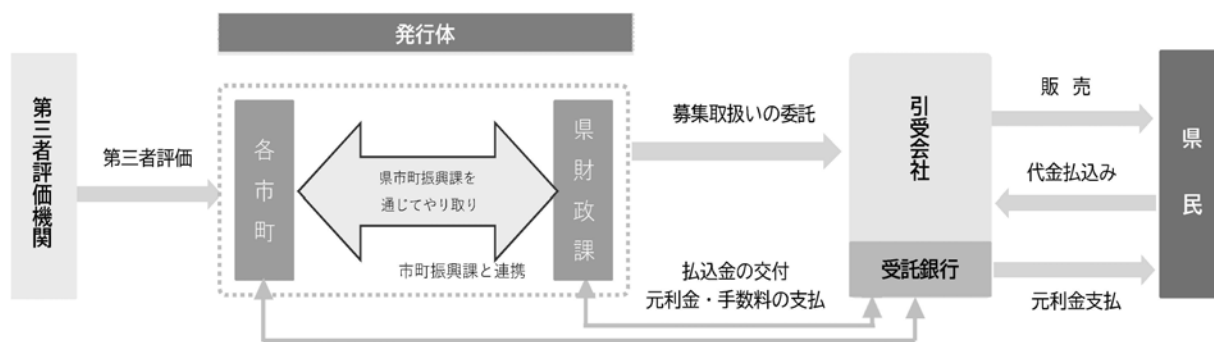
兵庫県は 2023（令和 5）年度より県市町共同での個人向けグリーンボンドを発行している。これまで県内市町と共同で住民参加型市場公募地方債を発行してきた経験に加え、県単独で法人投資家向けのグリーンボンドを発行している実績、さらには金利環境の変化から個人投資家にとっても妙味のある利率設定が可能となったことを背景に、全国で初めてとなる個人向けグリーンボンドを発行した。

発行の趣旨・目的は、住民の地域行政への参画の推進、E S G 投資機運を捉えた投資家基盤の拡充、グリーンボンドの共同発行を通じた県市町連携での脱炭素化の推進等である。また、県が主体的に債券発行やグリーンボンドに関する事務を担うことで市町の負担軽減を図っている。これらの結果、過去に共同形式で発行した「のじぎく債」（平成 15～28 年度、平均 8 団体）よりも多くの市町が参加している。

発行概要については以下の通りである。

図表 64 令和 6 年度兵庫県市町共同個人向けグリーンボンド

発行団体	県内 14 団体 兵庫県、姫路市、豊岡市、加古川市、西脇市、三木市、小野市、南あわじ市、淡路市、加東市、多可町、神河町、太子町、新温泉町
発行額等	20 億円・5 年満期一括債
利率	0.619%（令和 6 年 7 月 1 9 日（金）条件決定）
募集期間等	令和 6 年 7 月 2 2 日（月）～8 月 9 日（金） 〔発行日：令和 6 年 8 月 2 1 日（水）〕
購入対象者	県内在住または在勤の個人、 県内に事業所等がある団体・法人
購入単位	額面 5 万円以上 5 万円単位（限度額 1,000 万円）
第三者評価	発行に際し、グリーンボンドの資金用途などを明記した発行の枠組み（グリーンボンド・フレームワーク）を策定し、第三者評価を取得済
扱金融機関	三井住友銀行、みなと銀行、但陽信用金庫、尼崎信用金庫、みずほ証券 SMBC 日興証券、三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券、野村證券、大和証券、岡三証券、東海東京証券、池田泉州 TT 証券、岩井コスモ証券、丸三証券



(出所) 兵庫県資料を参考に地方債協作成

個人消化の円滑化に資する広報活動については、各金融機関が活用するチラシを作成したほか、起債に合わせて1週間程度、人流の多い駅構内においてデジタルサイネージ広告を活用するなど、現役世代へのアプローチも試みた。また市町との共同発行というメリットを活かして、県のみならず市町の広報誌にも広告を掲載し、県と市町が一体となって住民へのPRに取り組むなど、個別での発行と比べて、よりきめ細かな広報・宣伝活動を実施している。

また、購入層の分析、購入者や参加市町、販売に携わった方のヒアリング結果によると、購入者の年齢層は60歳以上の個人が中心であり、平均購入額は300万円程度で、購入動機は、「安全性が高い」「利率が高い」といった投資面のほか、「地元の自治体を応援したい」「SDGsの取り組みに活用されるから」といった意見があり、グリーンボンドの商品性のみならず、地域へのロイヤリティを購入動機として持っているなどの声が聞かれた。一方で、販売方法が対面販売のみであるがゆえに、購入年齢は総じて高く、購入金額が相応に高額な水準であった。

また、参加した市町から、「自らの団体がグリーン施策に熱心であることのPRに一躍買っている」「県がまとめて募集や償還の事務をしてくれるので手間はかかっていない」といった共同形式に好意的な声が寄せられており、県と市町の窓口を担う市町振興課からも、「県と県内市町が共同でグリーン施策の推進に向け取り組むものであり、広域行政たる県としての役割を果たしている」「市町には、事務負担がさほどかからない点を強調し、1つでも多くの市町に参加してもらえるように取り組む」など、共同発行に肯定的な前向きな声が寄せられた。

さらに引受金融機関からは、「安全資産として購入する投資家が多く、新規口座開設に繋がった」「資金使途が明確な点を好感する投資家が多い」「運用に積極的でない顧客への提案に活用」「投資運用の第一歩として新規顧客のアプローチに活用」といった声が寄せられており、地方債のメリットである安全性やSDGs債の特徴である対象事業に紐付いた資金調達であること、さらに、これまで銀行等引受債での調達が大半であっ

た県内市町にとって市場公募地方債の発行は新規性が高く、新規顧客や新規資金の導入が見込みやすいことなどの特徴がヒアリング結果に表れてきているものと考えられる。

（参考）米国における地方債の個人投資家保有状況

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

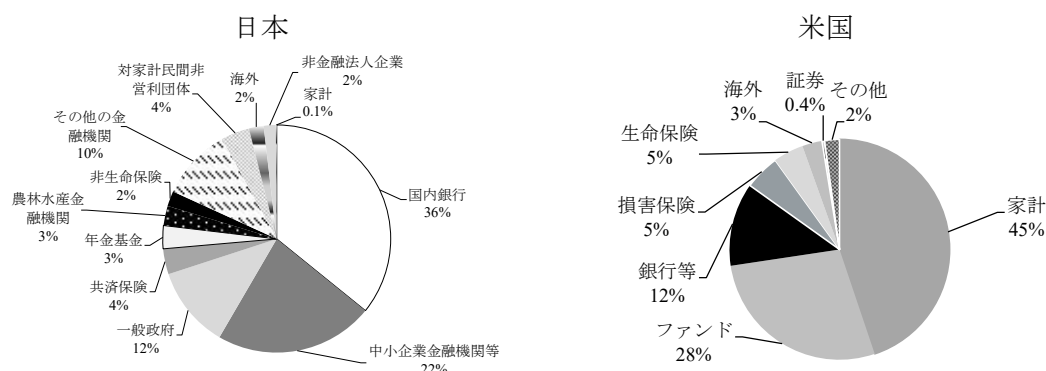
江夏あかね

1. 日米で対照的な地方債の保有者構成

日米の地方債の保有者構成は2024年9月末時点で、日本（証券分）¹³では金融機関が全体の約8割を占める一方、米国では家計が全体の半分弱、ファンドが3割弱を占めるといった対照的な状況となっている（図表1参照）。これは、日米の金融市場の構造¹⁴や税制の違いが主因と考えられるが、発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組みや、地方債市場のインフラ（情報開示、地方債格付け）の存在等も、米国における個人投資家層の存在感を下支えしているとみられる。

本稿では、米国地方債市場における投資家層の変遷、個人投資家の状況とともに、個人投資家を支える主な仕組みを紹介する。

図表1：日本と米国の地方債保有者構成の比較（2024年9月末）



注：日本のデータは、速報ベース。

出所：日本銀行「資金循環統計」2024年12月18日、Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts (Third Quarter 2024),” December 12, 2024、より野村資本市場研究所作成

¹³ 日本銀行の資金循環統計において、地方債は、登録債、振替債、現物債残高の合計からその総額を推計している（日本銀行「資金循環統計の作成方法」2024年10月）。

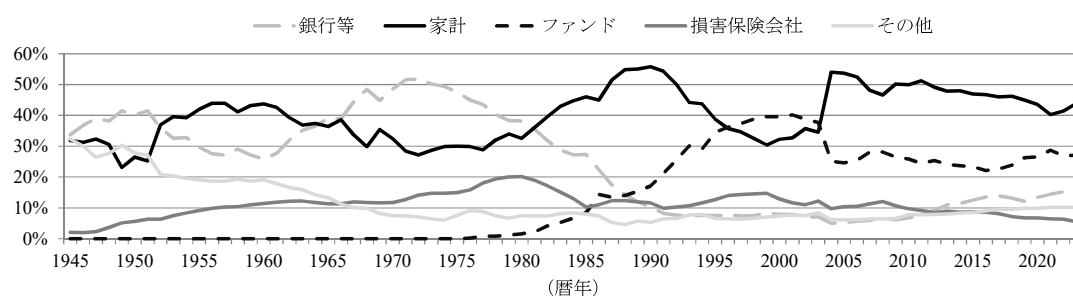
¹⁴ 米国は直接金融が中心の一方、日本は間接金融が中心である。日本の場合、家計の預金等を通じて、金融機関が地方債等の金融商品を運用する傾向が観察される。

2. 米国地方債市場における投資家層の変遷

米連邦準備制度理事会（FRB）の資金循環統計によると、第二次世界大戦後の 1945 年から一貫して家計が占める割合が相応の水準で推移している（図表 2 参照）。これは、米国の地方債が原則として免税債とされることが主因である¹⁵。米国で地方債の利子については、原則として、連邦所得税を課税されない。その上、地方債を含む債券の利子所得が他の所得と合算して総合課税されるため、所得税率が高い階層になるほど、免税措置による地方債購入のメリットが発揮される¹⁶。そのため、個人投資家、特に高額所得者層にとって免税債が重要な投資対象になっている。また、米国では、地方債初のファンドとなる単位型投資信託（UIT）が免税債ファンドとして 1961 年に誕生し、1976 年税制改革法を通じてミューチュアル・ファンドの運用で発生した利子を投資家に免税にて分配することが可能となったため、ミューチュアル・ファンドの規模も拡大していった。さらに、1980 年代からの確定拠出型年金の浸透も背景に、家計の資金が地方債ファンドを通じて地方債市場に流入し、ファンドも相応の存在感を築いている。

一方、銀行はかつて、主要な地方債の投資家であったが、1970 年代後半の金利の急騰や 1980 年代の税制改正により、以前は認められていた支払利息（預金に対する利払い）の損金算入が徐々に縮小し、廃止されたことを通じて¹⁷、投資意欲が減退し、現在の 1 割弱程度のシェアに落ち着いていった。すなわち、1980 年代の連邦税制改革も通じて、地方債市場の投資家構造が金融機関等の機関投資家中心から個人投資家やファンド中心に変化していった。

図表 2：米国地方債の保有者構成の推移



出所：Board of Governors of the Federal Reserve System, “Financial Accounts of the United States—Flows and Funds, Balance Sheets, and Integrated Macroeconomic Accounts”、より野村資本市場研究所作成

¹⁵ 日本の場合、税制上の公共法人等、指定金融機関等及び非居住者等を除き、地方債の利子所得が課税対象となる。

¹⁶ 免税債と課税債で同水準の利回りを享受しようとした場合、限界税率が高い所得者層のほうが高い利回りの課税債を保有する必要があるため、高額所得者層にとって免税措置による地方債購入のメリットがより発揮されることを意味する。

¹⁷ 家計や金融機関以外の法人が免税債を購入または保有するために借り入れを行った場合、その支払利息を所得控除・損金算入することは認められていなかったが、商業銀行はかつて、この規定が免除されていた。商業銀行にとっての借り入れは預金であるが、免税債購入のために預金受け入れを行っているとは必ずしも考えられないという解釈からであった。しかし、1982 年課税の公正と財産責任のための法、1984 年財政赤字削減法及び 1986 年税制改革法を通じて、このような税制面のメリットは縮小・廃止された（井潟正彦・沼田優子・三宅裕樹「米国の地方債市場から得られる日本への示唆—発展の鍵を握る家計と投資信託—」『資本市場クォーターリー』第 10 巻第 3 号〔2007 年冬号〕）。

3. 米国地方債市場における個人投資家の状況

個人投資家は、(1) 証券会社から直接購入、(2) ファンド（ミューチュアル・ファンド、上場投資信託〔ETF〕）を通じて投資、といった方法により、米国地方債を保有することができる。

米国の地方債は、日本の地方債と同様に、取引所を介さない相対取引（OTC）の形式を採っており、満期保有目的での投資が大部分を占めているため、地方債の発行時に引受業者である証券会社から購入する方法が中心となっている。証券会社は、米国地方債を購入する個人投資家に対して、主に（1）投資家自身の判断で運用する「ブローカレッジ口座」、（2）専門家の助言を受けられる「アドバイザリー口座」、（3）SMA（Separately Managed Account¹⁸）等の「管理口座」、といった3つのサービスを提供している¹⁹。

個人投資家による米国地方債の投資状況の観点からは、（1）主に1～5年といった比較的短い償還年限の地方債への投資が中心、（2）信用力が比較的高い地方債を選好、といった傾向があるようだ²⁰。

4. 米国地方債市場で個人投資家を支える主な仕組み

米国の地方債市場では、個人投資家による地方債投資を支援すべく複数の仕組みが存在する。本稿では、（1）発行体による個人投資家に対する優先販売の仕組み、（2）、地方債市場のインフラ（情報開示、地方債格付け）、を概観する。

（1）発行体による個人投資家に対する優先販売

米国の地方公共団体は、個人投資家に対して地方債の優先販売を行うことがある²¹。機関投資家への販売に先駆けて個人投資家への販売を行う主な目的としては、（1）投資家層の多様化、（2）管轄区域の居住者がその地方債に投資できるようにする、（3）機関投資家向けの価格設定のイメージを醸成、（4）個人投資家のための公正な価格設定の支援、（5）有利な価格設定の実現、が挙げられる²²。

米国地方債市場の自主規制機関である地方債規則制定委員会（MSRB²³）では、証券会社が個人投資家向けの注文期間を公正かつ秩序ある方法で、発行体が意図する形の個人

¹⁸ SMA は、ラップアカウントの一種で、証券会社等の金融機関が、投資家から投資判断に関する一任を受けた上で、投資家の口座において、ポートフォリオの設計から運用に関するアドバイス、実際の売買・管理、アフターフォローまでを一括して提供するサービス。手数料・報酬は、運用資産残高に応じて一定の金額が支払われる。

¹⁹ Municipal Securities Rulemaking Board, “Ways to Buy Municipal Bonds,” March 2023.

²⁰ Morgan Stanley, “Evolution of the Municipal Tax-Exempt Market,” March 22, 2016.

²¹ 例えば、マサチューセッツ州の場合、個人投資家のみが購入できる優先期間として条件決定日前の1～2日を設置している（Commonwealth of Massachusetts State Treasurer’s Office, “Massachusetts Investor Program: Frequently Asked Questions”）。

²² Municipal Securities Rulemaking Board, “Issuer Considerations for Reaching the Retail Investor,” January 2016.

²³ MSRB は、1975年に設立された地方債市場の自主規制機関である。同組織は、地方債の引受や売買を行う証券会社及び銀行を規制する規則を制定し、基準を設定することを目的している。

投資家による参加を実現すべく、各種規則を設けている²⁴。なお、MSRB を監督している米国証券取引委員会（SEC）では近年、発行体が求めた個人投資家向けの優先販売の契約に違反した引受証券会社に対して制裁金を科す等の対応を行っている²⁵。

（2）米国地方債市場のインフラ

米国地方債市場の主なインフラとしては、情報開示制度・仕組み及び地方債格付け等がある。これらは個人投資家向けに特化したものではないが、個人投資家が中心といった投資家構成も背景に整備・運営されており、市場のインフラとして米国地方債市場に根付いている。

〔1〕情報開示

SEC は、米国地方債市場が社債や国債といった他の債券市場と異なる特徴があると指摘している²⁶。主な特徴として、（1）発行体の多様性（約 5 万の発行体数に加え、種類も州、市町村、学校区、公営企業／公社等と多岐に亘る）、（2）銘柄数の多さ（約 100 万銘柄）、（3）複数の債券の種類（地方公共団体の課税権を含む全信用力を担保として発行される一般財源保証債、事業から生じる利用料等の収入等を償還財源として発行されるレベニュー債等）、を挙げている。その上で、地方債については発行体／証券レベル双方の情報開示が重要と説明している。

米国の地方債は従来、日本²⁷と同様に、企業等が株式や債券の募集・売出を行う際に課される情報開示規制は適用対象外だった。しかし、1975 年のニューヨーク市の財政破綻事例等も踏まえて、1934 年証券取引所法規則 15c2-12 による地方債取引業者を通じた間接的開示制度が 1989 年に制定され、1994 年には継続開示義務も付加された。

加えて、MSRB は 2009 年 7 月より電子地方債市場情報アクセスシステム（EMMA）を運用している。EMMA では、（1）特定銘柄の調査機能（証券の検索、価格の把握、情報追跡）、（2）発行体関連情報（銘柄一覧、目論見書等）の閲覧機能、（3）地方債市場関連の各種統計情報、等を提供している²⁸。MSRB は、地方債市場における事実上全ての地方債に関するデータ・情報源であり、投資家、地方公共団体、金融関連の専門家、一般の人々がより多くの情報に基づいた意思決定を可能とすべく、EMMA を無料にて提供している。

²⁴ 例えば、規則 G-11 では、発行体が注文の優先順位に関する要件を設定する権利を明確にした上で、引受業者を取りまとめるシニアマネージャー（主幹事）が、個人投資家向け注文期間の要件を含めた諸要件に関する情報を発行体から取得することを求めている。

²⁵ U.S. Securities and Exchange Commission, “UBS to Pay \$10 Million for Violating Rules Which Give Priority to Retail Investors in Municipal Offerings,” July 20, 2020; U.S. Securities and Exchange Commission, “RBC Charged with Failing to Give Priority to Retail and Institutional Investors in Municipal Offerings,” September 17, 2021.

²⁶ U.S. Securities and Exchange Commission, “The Importance of Disclosure for our Municipal Markets,” May 4, 2020.

²⁷ 金融商品取引法第 2 条第 1 項第 2 号、同法第 3 条第 1 項に基づく。

²⁸ Municipal Securities Rulemaking Board, “Discover the EMMA® Website,” January 2016.

〔2〕 地方債格付け

米国では、地方債の発行主体が格付けを取得しなければならない法的根拠はないが、20 世紀初頭より地方債格付けが浸透していった。Peppe et al. (2022) によると、(1) 1998 年～2017 年に発行された地方債のうち約 3 分の 2 の銘柄、発行残高の 9 割近くの銘柄が格付けを取得、(2) 格付取得銘柄の発行条件は、非取得銘柄に比して低い金利水準、といった傾向がある²⁹。

米国地方債には、前述のとおり、発行体の多様性や複数の債券の種類といった特徴がある。加えて、連邦破産法第 9 章や地方債の債務不履行（デフォルト）事例も存在する。さらに、連邦制国家の下、州毎の地方財政・地方債制度が異なるため、単一国家である日本に比して地方債の銘柄間の信用力の差は大きい³⁰。加えて、前述のとおり、個人投資家は信用力が比較的高い銘柄を選好する傾向がある。その意味で、個人投資家にとっては地方債格付けが投資判断の一助になっている可能性がある。

5. むすびに代えて

本稿では、米国地方債市場で個人投資家が主要投資家層となった経緯とともに、個人投資家の状況やこれらを支える主な仕組みを概観した。米国は、国家の形態、税財政制度、金融市場構造等が日本と異なるが、地方債市場は約 4 兆ドルと、中国に次いで世界第 2 位の規模を有している。今後も同市場における地方債の円滑消化に向けて、個人を含めた投資家を支援する仕組みの構築や様々な取り組みが進められると想定されるため、日本の地方債市場関係者にとっても米国地方債市場の動向は注目に値すると考えられる。

²⁹ Peppe M. D. et al., “Do Municipalities Pay More to Issue Unrated Bonds?” *FDIC CFR WP* 2022-12, September 2022.

³⁰ 日本の場合 2025 年 1 月末現在、地方債格付けは全国型市場公募地方債発行団体の約 4 割が取得しており、格付分布は AA 格～A 格となっている。米国の場合は、AAA からデフォルトを意味する格付符号まで幅広い分布となっている。

「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～2023(令和 5)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～２０２３(令和５)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 Bonds 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 Bonds 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、関係機関にあつて改善案について、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・ダラー市場、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つ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ェ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通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、今後の見通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が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へ、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間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。</p> <p>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 資金調達の効率化	苦米地行三	<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・管理にかかると事務処理体制」、「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ヤンキー・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つてきている。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 資金調達の現状と共 同発行制度	平林 忠正	<p>地方債の流通性向上には発行単位の大規模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現状と共同発行制度について調査研究を行った。</p> <p>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。第二章及び三章(米、仏、独)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状態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。</p>
1994 (平6)	地方債の流通の現況 と減債基金の活用について	志村 哲也	<p>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。</p> <p>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「地方債の流通の現況と流通性向上策」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。</p>
1995 (平7)	民間資金債の発行の 現状と安定消化	小坂紀一郎	<p>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。</p> <p>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って、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、証券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。</p>
1996 (平8)	地方債における個人 消化について	小坂紀一郎	<p>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。このようなか中で、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。</p> <p>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、具体的の方策、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現状、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。</p>
1997 (平9)	金融の変革と地方債	太田 和紀	<p>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事が予想される。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。</p> <p>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。</p>

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	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。 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。
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	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、財政の傾直化が懸念される。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とり巻く環境は大きく変化してきている。 内容としては、地方公共団体が将来にわたって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。
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	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、財政投融资制度の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。 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。
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	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。 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。 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。

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が進められてくる。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 I R 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政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政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、将来にわたって安定的かつ有利な資金調達を図ることが必要となってくる。</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の多様化	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 年間の経過し、資金調達手法の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ことと見込まれる。また、新バ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、情勢の変化によつては、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政改革等の結果、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が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うておくことが重要であり、特に、今後予想されう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政改革等の結果、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が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 ～大規模な金融緩和と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と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に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)	大規模な金融緩和と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と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と政策により、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、金融緩和と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～	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収支減等によって、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、に重点を置く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続いている状況にあるとはいえず、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で、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资スタンス・投融资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、投資家の投融资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> <p>SDGsや脱炭素への関心は、2006年(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債への起債が大きく増加している。</p> <p>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度的に進んでいる。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んじて行われており、将来的に地方債市場に波及してくることが推測される。</p> <p>このような資金調達手段が多様化する環境変化の中でも、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、ESG投資をめぐる規制や非財務情報開示の潮流、地方団体のSDGs推進を背景とした調達手法の広がりについて調査・分析を行った。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、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金利環境の変化が発行再開への機運について影響を与えているかどうか、調査・分析を行い、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。</p>
2023 (令5)	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	末宗 徹郎	

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。