

平成 21 年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書

# 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

平成 22 年 3 月

財団法人 地方債協会

## は し が き

私ども財団法人地方債協会は、昭和54年の発足以来毎年度、「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、地方公共団体、金融機関、証券会社及び機関投資家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応したテーマについて地方債の調査研究を行っております。

この30年の間に上梓した調査研究報告書は34にも及び、いずれも地方債制度の改善・改革に大いに寄与しているものと自負いたしております。

昨今の地方分権の推進や財政投融资制度改革の趣旨を踏まえた様々な動きの中で、地方債資金については、民間資金による調達ますます求められるようになったことから、ここ数年の当調査研究委員会においては、市場からより円滑な資金調達を行うための様々なスキーム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。

今年度の本調査研究委員会においては、『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』をテーマとして、地方公共団体の資金調達を巡る財政・金融・市場環境が大きく変化してきていることを踏まえ、投資家の地方債ニーズや資金調達手法の実践等を的確に情報共有するとともに、それらを踏まえた今後の資金調達手法の留意点を示すため、実態把握と課題整理を行うことといたしました。

昨今の金融危機や市場の混乱などにより、地方公共団体の資金調達は大きな影響を受けております。このような中であって、本報告書が、地方債の円滑な発行や地方債市場の安定化の一助になるものと考えております。

今後とも、地方債協会における調査研究を更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、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。

平成22年3月

財団法人 地方債協会

理事長 高島 進

平成21年度「地方債に関する調査研究委員会」

－ 委 員 名 簿 －

(50 音順、敬称略)

委員長	荒 木 慶 司	財団法人自治体衛星通信機構理事長
委員長代理	満 田 誉	総務省自治財政局地方債課長
	五十嵐 誠 一	横浜市行政運営調整局財政部財源課長
	稲 生 信 男	東洋大学国際地域学部教授
	江 夏 あかね	日興シティグループ証券調査本部投資戦略部シニアクレジットアナリスト (～21. 9. 30)
		シティグループ証券調査本部投資戦略部シニアクレジットアナリスト (21. 10. 1～)
	大 東 辰 起	大阪市財政局財務部資金担当課長
	大 柳 奨	みずほコーポレート銀行証券部長
	岡 田 聡	横浜銀行営業本部公務金融渉外部長
	岡 本 三 成	ゴールドマン・サックス証券資本市場本部マネージング・ディレクター
	河 村 小百合	日本総合研究所調査部主任研究員
	菊 池 善 信	地方公共団体金融機構資金部資金課長
	児 玉 哲 哉	ドイツ証券グローバル・キャピタル・マーケット本部マネージングディレクター
	小 西 砂千夫	関西学院大学大学院経済学研究科教授
	末 澤 豪 謙	大和証券SMB C 金融市場調査部長 (～21. 9. 30)
		日興コーディアル証券金融市場調査部長 (21. 10. 1～)
	高 島 俊 史	みずほ銀行証券業務部長
	田 中 慎 一	東京都財務局主計部公債課長
	田 上 晋 哉	三菱UFJ 証券投資銀行本部デット・キャピタル・マーケット部 エグゼクティブ・ディレクター
	西 川 昌 宏	野村証券金融市場本部チーフ財政アナリスト
	藤 井 英 雄	秋田県総務企画部財政課長
	前 葉 泰 幸	デクシアクレディローカル銀行東京支店副支店長
	宮 垣 淳 一	日本生命保険資金証券部長
	持 田 信 樹	東京大学大学院経済学研究科教授
	安 田 稔	格付投資情報センター格付本部チーフアナリスト
	山 崎 康 至	富山県経営管理部財政課長
	藪 本 訓 弘	兵庫県企画県民部企画財政局財政課資金公債室長
	吉 野 直 行	慶応義塾大学経済学部教授

# 目 次

第1章 調査研究テーマの趣旨	1
第2章 金融市場環境の変化と地方債市場	3
1 世界と日本の金融市場環境の変化	3
1-1 世界の経済・金融市場の動向	3
1-2 日本の経済・金融市場の動向	4
2 地方債市場の動向	6
2-1 国と地方の長期債務残高の推移	6
2-2 地方税収の推移	7
2-3 地方債計画の推移	8
2-4 全国型市場公募地方債発行団体の推移	9
2-5 共同発行市場公募地方債発行団体の推移	10
2-6 市場公募地方債年限別発行団体数・発行額の推移	11
2-7 金融危機による地方債資金調達への影響	12
第3章 地方債投資ニーズの動向の把握	15
1 地方債の発行の状況	15
1-1 市場公募団体の資金調達の現状	15
1-2 非公募団体の資金調達の現状	17
2 地方債の消化・引受の状況	19
2-1 市場公募地方債（10年債）の消化状況	19
2-2 市場公募地方債（5年債）の消化状況	20
2-3 共同発行市場公募地方債の消化状況	22
2-4 銀行等引受債（証券発行）の引受状況	23
2-5 銀行等引受債（証書借入）の引受状況	24
3 地方債の売買等の状況	26
3-1 地方債等の売買の状況	26
3-2 地方債等の売買回転率の状況	27
4 地方債の保有状況	28
4-1 主要機関の保有状況（昭和63年度～平成20年度）	28
4-2 金融・非金融部門の最近の保有状況	29
5 地方債への投資姿勢と課題等	38
5-1 地方債への投資ニーズの状況	38
5-2 機関投資家の地方債投資銘柄の選定基準等の状況	40
5-3 地方公共団体による格付け取得の状況	41
5-4 金融危機による地方債への投資ニーズへの影響	43
第4章 地方債の安定消化策	44

1	市場公募地方債の商品性向上策	44
1-1	個別発行市場公募地方債	44
1-2	共同発行市場公募地方債	47
2	銀行等引受債の商品性向上策	48
2-1	銀行等引受債の商品性向上策	48
2-2	日銀適格担保拡充による銀行等引受債への影響等	50
3	海外投資家による投資促進に向けた環境整備	53
3-1	海外投資家層拡大の意義	53
3-2	海外投資家の動向と業態	53
3-3	非居住者等非課税制度の創設と制度改善	54
3-4	ユーロ円債発行のための地方財政法施行令の改正	56
3-5	地方債海外 I R の取組み事例	56
3-6	海外投資家層拡大における課題	58
第5章 地方公共団体による I R 活動の向上策		59
1	I R（投資家向け情報提供）活動の実施状況	59
1-1	I R 活動の重要性	59
1-2	投資家等による地方債情報の収集手段・方法	60
1-3	投資家等が重視する地方公共団体の情報	64
1-4	「財政健全化4指標」公表の影響	68
1-5	地方公共団体による I R 活動の現状	70
1-6	地方公共団体による I R 活動への満足度	72
2	地方公共団体による I R 活動の留意点	73
2-1	地方公共団体による I R 活動の分類	73
2-2	地方公共団体の I R 活動における留意点	75
第6章 資金調達手法の多様化と留意点		78
1	地方債の市場化推進に向けた環境整備	78
1-1	市場化推進に係る制度改正の変遷	78
1-2	市場公募地方債の発行条件決定方式の変遷	80
2	市場公募地方債の発行条件決定方式	81
2-1	市場公募地方債の発行条件決定方式の特徴	81
2-2	市場公募地方債の発行条件決定方式の留意点	87
2-3	金融危機前後における市場公募地方債の発行条件決定方式別の発行状況	89
2-4	市場混乱時における市場公募地方債の発行条件決定方式の留意点	92
3	銀行等引受債の条件決定方式	94
3-1	銀行等引受債の条件決定方式別調達額の推移	94
3-2	銀行等引受債の条件決定方式の留意点	95
「地方債に関する調査研究委員会」報告書概要（昭和54年度～平成20年度）		99

## 第1章 調査研究テーマの趣旨

### テーマ 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

一昨年の世界金融危機やこれに伴う実体経済の悪化、景気対策に伴う国債大量発行、バーゼル金融規制改革の動きなどにより、地方公共団体の資金調達を巡る環境は大きく変化してきている。

このような中、地方財政は、大幅な税収不足により財源不足額が拡大し、臨時財政対策債など、地方債の増発が見込まれている。一方、金融危機時には、一時的に市場公募地方債の発行が見送られたほか、対国債スプレッドが拡大するなどの影響がみられたものの、次第に落ち着きを取り戻し、現在は金融危機前の水準にほぼ戻ってきている。しかしながら、今後、税収不足等に伴う地方債の大量発行が引き続き想定されるため、地方公共団体の資金調達は、依然として厳しい状況に置かれている。

地方分権の推進や財政投融资改革等を踏まえ、公的資金の縮減・重点化とともに、民間資金の拡大が進んできたが、税収不足に伴う地方債の発行増加への対応として、来年度は更に急増する臨時財政対策債を引き受けるため、本年度に引き続き、来年度も公的資金の引受額が増加されることになった。また、昨年6月には、地方公営企業等金融機構が地方公共団体金融機構に改組され、一般会計向け貸付け業務が拡大された。

銀行等引受債についても、金融機関のALMの徹底、アウトライヤー基準の導入等に伴うリスク管理の強化、さらにバーゼル金融規制改革案に伴う資本基盤の強化や流動性規制等により、地方債への投資姿勢等の変化が懸念される。

こうした中、平成19年に成立した地方公共団体財政健全化法に基づき、各地方公共団体の実質赤字比率等の四つの財政指標が平成19年度決算に基づき平成20年9月に公表開始され、本年度から本格施行されている。地方公社や第三セクターなどの出資法人に対する財政負担も含めてより広い範囲で、各地方公共団体の財政状況を把握すると共に、早期の財政健全化と財政再生という二段階の再建手法をとることで、より早い段階から財政の健全化を促すという点から、セーフティネットが強化されるものとして、市場からも評価を受けている。今後、この法律の的確な運用により、地方債に寄せられる信頼度がさらに高まることが期待されている。

このようなことから、地方公共団体の資金調達を巡る環境や、引受金融機関・機関投資家を取り巻く環境も大きく変化しており、それらの変化を踏まえた今後の資金調達のあり方を検討することの必要性が高まってきている。

以上のことから、本年度の調査研究委員会においては、『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』をテーマとし、金融危機後の地方債市場の動向、投資家の地方債投資ニーズの動向、IR活動の状況、地方公共団体の資金調達手法の多様化の各項目について検討を行い、検討の結果を今後の留意点・課題等としてまとめ、地方債の安定的な資金調達の促進に資することを目的とするものである。

## アンケート調査等の実施について

委員会で調査研究を行ううえでの基礎資料を得るため、アンケート調査、面談調査等を実施した。実施時期、対象先等は下記のとおりである。

## ○アンケート調査について

地方債に関する商品性、日銀適格担保、情報提供、引受手法等の調査項目を設定のうえ、調査対象先を、①発行団体、②引受金融機関、③機関投資家の3つのセクターに分けて、アンケート調査を行った。

## &lt;アンケート実施概要&gt;

アンケート実施期間	アンケート送付日：平成21年8月10日（月） アンケート締切日：平成21年8月28日（金）	
アンケート対象先等【発行団体】	公募団体……………	(47/47(100%))
	非公募団体（県）………	(18/18(100%))
【引受金融機関】	銀行……………	(33/79( 42%))
	証券会社……………	(16/29( 55%))
【機関投資家】	銀行……………	(35/86( 41%))
	生損保(ファンド資金含む)・	(14/83( 17%))
	系統金融機関……………	(11/30( 37%))
	合 計 ……………	(173/372( 47%))
※カッコ内は回収率等を表す		

## ○面談調査等について

アンケート調査の回答結果を踏まえ、追加調査を行う必要のある対象先について、訪問面談、個別電子メールでの照会等の調査を行った。

## &lt;面談調査等実施概要&gt;

面談調査等実施期間	平成21年11月9日（月）～20日（金）の2週間程度	
面談調査等対象先	【発行団体】	公募団体（ 8団体） 非公募団体（県）（18団体）
	【引受金融機関】	調査研究委員会委員の所属する金融機関 （銀行3行、証券会社4社）
	【機関投資家】	銀行（2行） 生損保・アセットマネジメント（3社） 系統金融機関（5機関）

## 第2章 金融市場環境の変化と地方債市場

### 1. 世界と日本の金融市場環境の変化

#### 1-1 世界の経済・金融市場の動向

平成20年9月のアメリカ大手投資銀行リーマン・ブラザーズの破たんを契機として一気に深刻化した世界的な金融危機は、金融市場のみならず、信用収縮等を通じて実体経済にも強く影響を与えた。欧米先進国では、平成19年の秋ないし年末頃から景気は後退していたが、平成20年秋以降、悪化ペースが急速に増すとともに、アジアの多くの国でも急激に景気後退に陥った。危機から1年以上が経過した現在、世界経済は引き続き深刻な状況にあるが、金融危機後、各国において、金融システム安定化に向けた取組みとともに、財政刺激策や金融緩和策等が実施されたことにより、アジアを中心に持ち直しの動きが広がっている。

国により財政による経済刺激策の規模は様々であるが、GDP比で、中国では6.3%、アメリカでは4.9%、ドイツでは3.6%など、多くの国で規模の大きな対策が実施されている。対策の内容としては、減税や公共投資による有効需要創出に加え、雇用対策やセーフティネット関連のもの、環境対策等を兼ねた成長力強化関連のものなど、様々な分野にわたっている。

主要国の実質経済成長率は、平成20年10～12月期から平成21年1～3月期にかけて総じて大幅なマイナスとなり、経済の収縮が続いたが、アジアにおいては、中国では、景気刺激策により、平成21年1～3月期以降、成長率が前期比でみて再び高まる傾向となった。また、景気刺激策や中国向け輸出増等により、韓国では1～3月期に、日本、台湾では4～6月期に成長率がプラスに転じている。少し遅れて、欧米においては、政策効果にも支えられて、アメリカでは7～9月期に前期比でプラスに転じ、ヨーロッパでは、ドイツ、フランスで平成21年4～6月期に、さらにユーロ圏全体でも7～9月期にプラスに転じた。

以上のように、世界経済は持ち直しの動きが広がっているものの、回復のペースは地域によって差がみられ、アジアが先行して回復に向かっている。アジアでは、アメリカで組成された証券化商品の保有が少なく、金融システムへの直接的な影響が比較的軽微であった。これに加え、中国では、平成20年11月以降、大規模な景気刺激策が実施されており、平成21年初からこうした政策の効果が現れ始め、内需を中心に景気は回復している。その他のアジア地域でも、各国で行われた景気刺激策の効果や在庫調整が速いペースで進んだことに加え、中国の景気刺激策の効果が中国向け輸出の増加を通じて波及し、景気は総じて持ち直している。

他方、金融危機の震源地となった欧米では、平成20年秋以降、各国において金融安定化策が打ち出され、金融市場は落ち着きを取り戻しつつあり、また各国で実施され



た景気刺激策や金融緩和策の効果もあって、アメリカやドイツ、フランス等、一部の国では平成 21 年半ば頃から景気に下げ止まりがみられるが、信用収縮は依然として続いており、景気の回復に影響を及ぼしている。特に、直接金融については改善傾向にあるものの、間接金融では深刻な収縮が続いている。さらに、欧米では、雇用情勢は総じて悪化が続いており、失業率が 10%前後まで上昇している。アメリカでは長期失業者が 600 万人近くまで増加しているほか、ユーロ圏では若年失業率が 20%に達しているなど、こうした雇用情勢の悪化が消費を低迷させ、景気の自律的回復を妨げる懸念もある情勢となっている。

金融面について、アメリカの長期金利(10 年ものアメリカ財務省証券)の動きを中心みると、平成 21 年は、前年暮れの連邦準備制度理事会 (FRB) によるゼロ金利政策や量的緩和政策等により 2.0%台割れ寸前まで低下したものの、オバマ新政権による大型景気対策に対する国債増発懸念、さらには 4 月のロンドン G20 金融サミットで採択された景気対策への期待感等により、米長期金利は 3%近くまで上昇した。一方、5 月にはイギリス連邦国債(AAA 格)に対する格付会社 S&P 社による「安定的」から「ネガティブ」への下方修正により米国の格下げ懸念が喚起され、米長期金利は 3%台後半まで上昇した。

また、6 月には、市場における景気回復観測が強まったことなどから、年内の利上げが想起され、米長期金利は 4%台となるなど、年初の 2%台前半から 6 月には、ほぼ倍の水準へと上昇した。

年央から年末にかけては、上海株式市場の大幅下落(8 月)、連邦準備制度理事会 (FRB) によるゼロ金利政策継続の方針決定(8 月)、ドバイ・ショック(11 月)等により、米長期金利は 3.2%~3.5%レンジを推移したものの、年末にかけては世界的な経済成長率の回復が確認されたことなどにより、米長期金利は 3%台後半の水準へと上昇した。

平成 22 年については、世界的な経済成長の回復が確かなものとなるか、あるいは各国の経済対策等の政策効果剥落懸念や、ギリシャの財政危機問題に端を発するソブリン・リスクの拡大懸念等もあり、アメリカの長期金利は強弱感が拮抗する状況となっている。

## 1-2 日本の経済・金融市場の動向

日本経済は、世界的な金融危機に対し、当初、サブプライムローン等を組み込んだ証券化商品の保有額が少ないことから、欧米先進国に比べ、影響は小さいとみられていたが、輸出の急激で大幅な減少により、金融危機後の経済の落ち込みは、先進各国の中で最も大きいものとなった(平成 20 年 10-12 月期の実質 GDP は前期比-3.0%)。

こうした中、各国による財政・金融政策による対処、特にアメリカの 78 百億ドルの大型景気対策や中国による 4 兆元規模の公共投資政策、各国中央銀行による協調利下げ等による海外経済の持ち直しなどにより、アジアを中心とした輸出が伸び、また我

が国政府による景気対策(エコカー減税・補助、エコポイント、公共事業等)の効果、日本企業の迅速な在庫調整などにより、平成21年4-6月期には、前期比1.3%と成長率がプラスに転じている。

金融面について、長期金利(国債10年もの)でみると、平成20年12月に1.155%の最低水準から年明け以降、平成21年の年央にかけて年間最高となる1.560%(6月)まで上昇過程を辿った。その間、日銀による利下げ(0.3%→0.1%:平成20年12月)、格付会社ムーディーズによる円建て日本国債の「Aa3」から「Aa2」への格上げ(平成21年5月)、日経平均株価の8カ月ぶりの1万円台回復(6月)などがあった。

年末にかけては、長期金利は徐々にその水準を切り下げ、1.2%台半ばへと低下した。

この間、16年振りの政権交代により民主党を中心とする政権が発足(9月)。国債増発を懸念する声の一部にあったものの、大手都市銀行等の巨額の預貸ギャップを背景とした国債購入の増加等により、そうした懸念が顕現化することはなかった。

また、11月には、日本政府の長期債務残高が極めて厳しい状況にあるとするIMFレポートが公表されたが、政府のデフレ宣言及び日銀による新型資金供給オペの導入、さらには政府が平成22年度予算編成において新規国債発行額を約44兆円に抑える目標を示したことから、過度の国債増発に対する懸念はさらに後退することとなった。

一方、平成22年1月に格付会社スタンダード・アンド・プアーズ社は、日本の外貨建て・自国通貨建ての長期ソブリン格付けを変更した(「AA」のアウトルックを「安定的」から「ネガティブ」)。

平成22年に入ってから長期金利については、各国政府による財政刺激策、金融緩和政策などの政策効果の剥落や実体経済の回復がどの程度確かなものとなるか等、決して予断を許さないものの、我が国の潤沢な家計貯蓄などを背景に、平成21年とほぼ同様のレンジ内での動きを予想する向きが多い。

そのような状況の中、景気悪化等による企業業績の低迷などを背景にした法人税等の大幅な減少を要因として、平成22年度政府予算編成において、税収は前年度(当初)比8兆7,070億円減(同18.9%減)の37兆3,960億円となり、新規国債の発行額は、前年度(当初)比11兆90億円増(同33.1%増)の44兆3,030億円となり、昭和21年以降初めて国債発行額が税収を上回る状況にある。

## 2. 地方債市場の動向

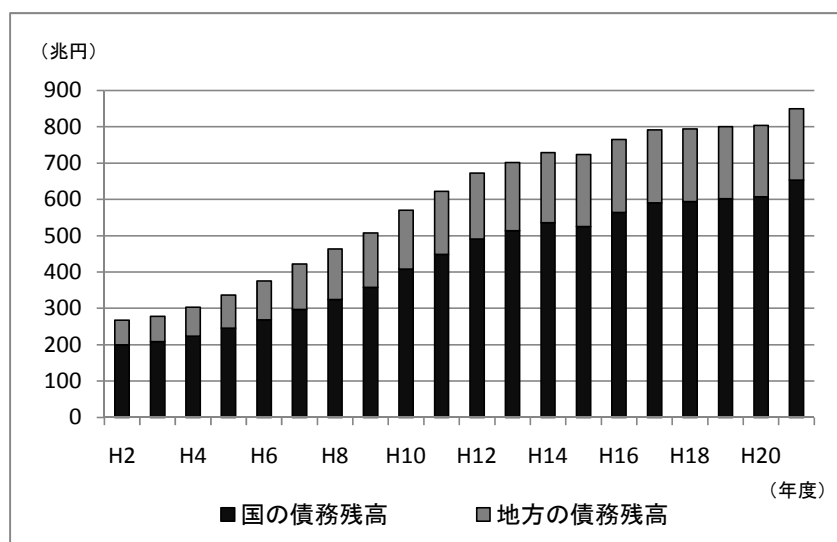
### 2-1 国と地方の長期債務残高の推移

国の財政は、バブル経済崩壊後の景気の低迷や減税等によって平成15年度には一般会計税収が43.3兆円まで落ち込み、累次にわたる総合的景気対策とも相まって財政赤字が拡大した。その後、景気回復や財政健全化努力により財政赤字は縮小傾向にあったが、平成20年度以降、景気悪化に伴う税収の減少等により再び拡大している。また、財政赤字とその補てんのための国債発行が高い水準で続き、長期債務残高は年々増加の一途をたどっており、平成21年度末には627兆円に上る見込みである。

地方財政においても地方税収等の落ち込みや国の政策による減税等により、平成6年度以降財源不足が急激に拡大、平成15年度には約17兆円に達した。その後、財源不足は縮小傾向にあったものの、景気後退に伴う地方税や地方交付税の原資となる国税5税の落ち込みにより、平成21年度は約10.5兆円と大幅に拡大し、平成22年度には過去最高の約18兆円となる見通しである。このような地方税収等の落ち込みや減税による減収の補てん、景気対策等のための特例地方債の増発等により地方の長期債務残高は急増し、平成21年度末には197兆円となる見込みである。(図表1)

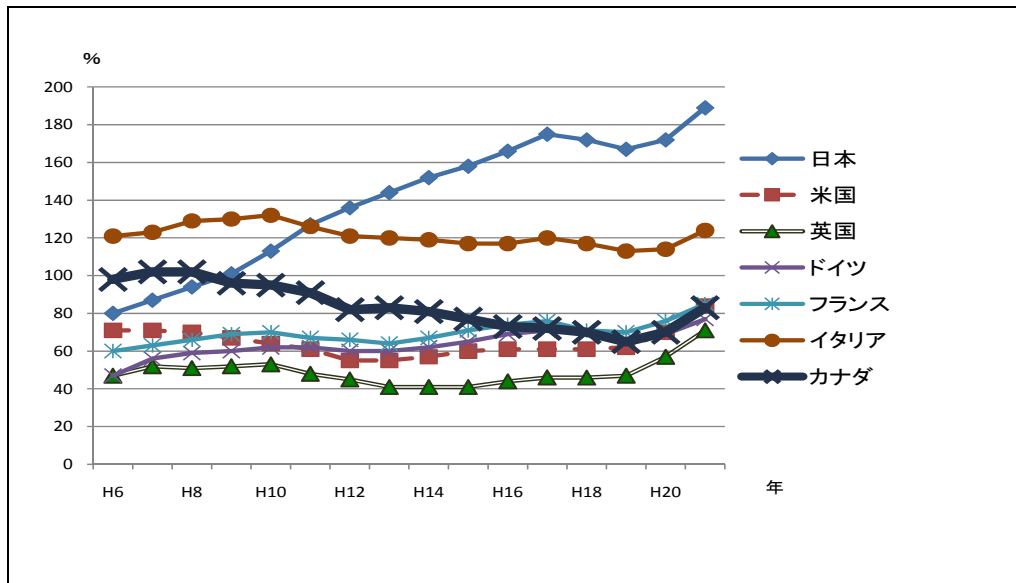
これら国及び地方の長期債務残高は平成21年度末で約825兆円、対GDP比で174%と高水準にある。なお、主要各国とも最近の債務残高(対GDP比)増加率が高い状況となっている。(図表2)

図表1 国・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」平成22年1月

図表2 主要国の債務残高（対GDP比）

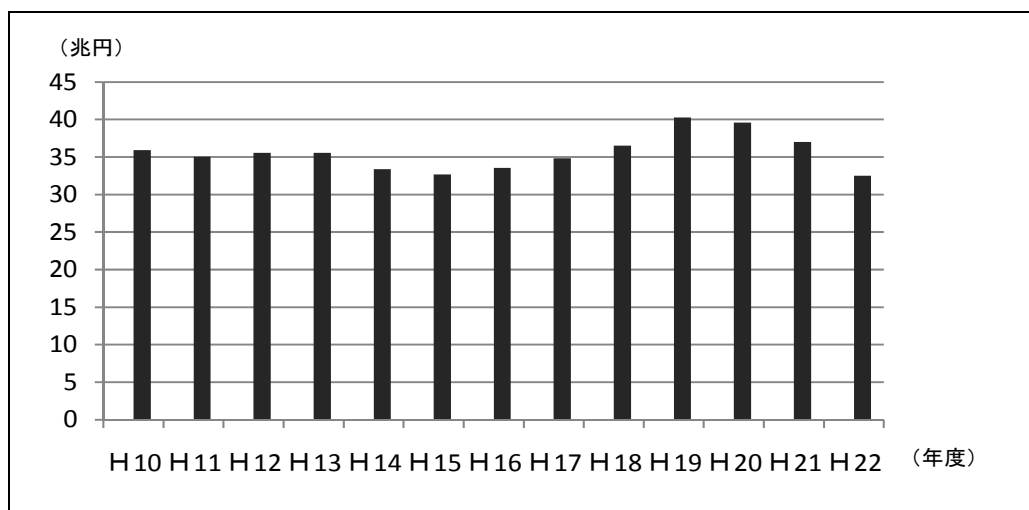


（出所）財務省「我が国の財政事情」平成22年1月

## 2-2 地方税収の推移

地方税収はバブル経済崩壊後の景気の低迷や国の減税政策等により、平成15年度には32.7兆円にまで落ち込んだ。その後、景気回復や所得税から個人住民税への税源移譲によって増収傾向となり、平成19年度には40.3兆円となった。しかし、平成20年度の金融危機を契機とした景気後退によって平成21年度以降は大幅な税収減が見込まれており、平成22年度地方財政計画では32.5兆円と見込まれている。（図表3）

図表3 地方税収の推移



（注）平成20年度までは決算、平成21年度以降は地方財政計画額

（出所）総務省「平成20年度地方公共団体普通会計決算の概要」、「平成22年度地方財政計画」

### 2-3 地方債計画の推移

国、地方の財政状況が厳しい中、近年、地方債資金については地方分権の推進、財政投融资改革等を踏まえ、公的資金の縮減・重点化とともに民間資金、とりわけ市場公募資金の拡大が進んできたところである。

また、景気回復局面にあったことから、平成15年度をピークに地方財政の財源不足額も減少傾向し、その裏返しとして臨時財政対策債やそれを反映した地方債発行総額も概ね減少傾向にあり、地方財政の健全化も進展してきた。

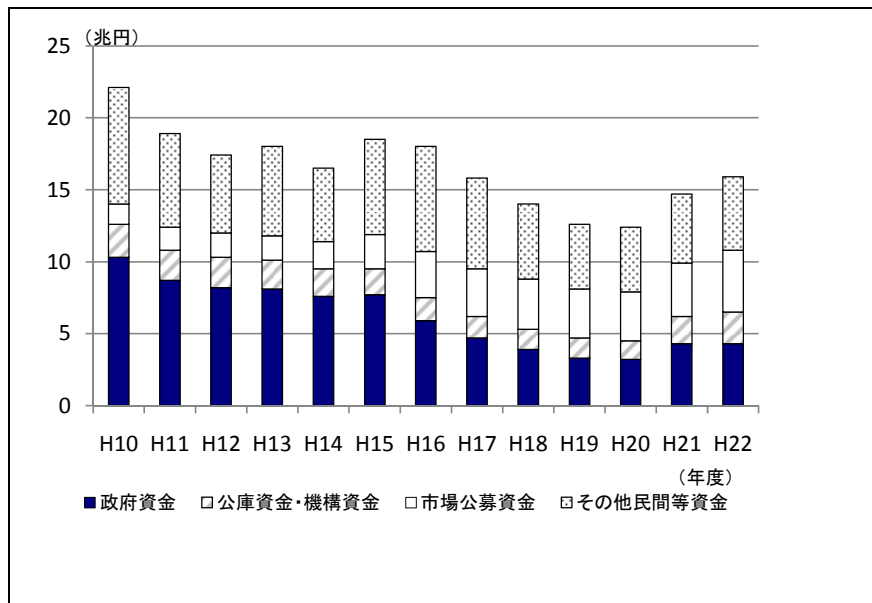
平成12年度以降の地方債計画額（改定後計画。以下、本項において地方債計画は改定後を指す。）の推移をみると、平成12年度に17兆3,197億円であった計画額は、平成15年度に18兆4,845億円となり、その後は平成20年度の12兆4,776億円まで減少した。しかし、平成20年秋以降の世界的金融危機に端を発した景気悪化に伴い、大幅な税収不足等により財源不足額が拡大し、それに対応するため、平成21年度地方債計画において臨時財政対策債が前年度比+81.7%と大幅に増加し、地方債計画全体としても6年ぶりに増加に転じており、その額は14兆5,844億円となった。（図表4）

一方、平成12年度以降の地方債計画資金別構成比の推移を見ると、平成12年度においては公的資金が59.1%、民間等資金が40.8%であったが、平成16年度においてその割合が逆転し、平成20年度には公的資金36.6%、民間等資金63.4%となった。

しかし、平成21年度計画においては、地方債の大幅な増加へ対応し、地方公共団体の資金調達を円滑にするため、財政投融资資金や地方公共団体金融機構資金といった公的資金を大幅に増加させたため、公的資金の割合が7年ぶりに増加し、公的資金42.1%、民間等資金57.9%となっている。（図表5）

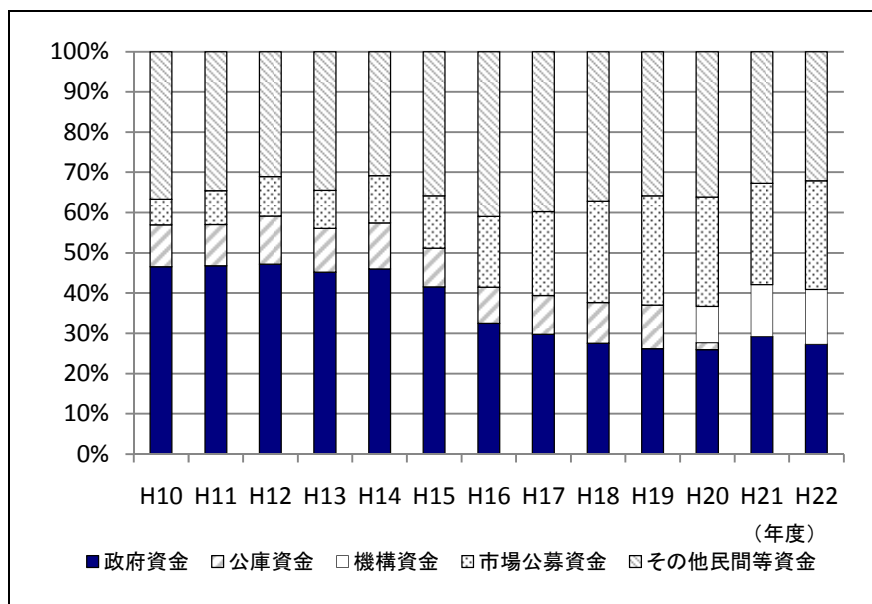
平成22年度地方債計画（当初計画）においては、引き続き厳しい地方財政の状況の下、過去最高額となる臨時財政対策債が計上されたことから計画額は増額となっているが、公的資金、民間等資金の構成比は、平成21年度と同程度となった。

図表4 地方債計画額（改定後）の推移（資金別）



(出所)総務省「地方債計画」

図表5 地方債計画額（改定後）における資金別構成比の推移



(出所)総務省「地方債計画」

#### 2-4 全国型市場公募地方債発行団体の推移

地方分権改革、財政投融资改革等を踏まえ民間等資金での調達額が増加するのに伴い、安定的かつ円滑に資金を調達するため、全国型市場公募地方債発行団体が増加している。

昭和27年度から東京都など8団体が全国型市場公募地方債発行団体となり、昭和

48 年以降はその数が漸増した。特に平成 15 年度以降は毎年度発行団体が増加しており、平成 22 年度においても 2 団体が加わって 49 団体が全国型市場公募地方債を発行する予定である。(図表 6)

図表 6 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
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
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
昭和 50 年度	22	宮城県、埼玉県、千葉県、京都府
昭和 57 年度	23	広島市
平成 元年度	27	茨城県、新潟県、長野県、仙台市
平成 6 年度	28	千葉市
平成 15 年度	29	さいたま市
平成 16 年度	33	福島県、群馬県、岐阜県、熊本県
平成 17 年度	35	鹿児島県、静岡市
平成 18 年度	38	島根県、大分県、堺市
平成 19 年度	42	山梨県、岡山県、新潟市、浜松市
平成 20 年度	44	栃木県、徳島県
平成 21 年度	47	福井県、奈良県、岡山市
平成 22 年度 (予定)	49	三重県、相模原市

## 2-5 共同発行市場公募地方債発行団体の推移

共同発行市場公募地方債（以下「共同発行債」という。）は、民間資金調達が一層必要となる中、共同発行により発行ロットの確保を図り、安定的かつ有利に調達を行うため、地方財政法第 5 条の 7 に基づいて平成 15 年 4 月から 27 団体により発行された。

その後、地方債資金の市場化の進展に伴って参加団体数、発行額ともに順次増加し、7 年目を迎えた平成 21 年度には参加団体数 33、発行額 1 兆 3,900 億円となっている。

なお、平成 22 年度には参加団体数 35、発行額 1 兆 6,200 億円程度を予定している。  
(図表 7)

図表 7 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
平成 15 年度	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	
平成 16 年度	27	12,430		
平成 17 年度	27	13,080		
平成 18 年度	29	13,240	熊本県、鹿児島県	
平成 19 年度	28	12,140	大分県、静岡市	福岡県、横浜市、 名古屋市
平成 20 年度	30	12,300	岐阜県、新潟市	
平成 21 年度	33	13,900	福島県、岡山県、徳島県	
平成 22 年度 (予定)	35	16,200程度	三重県、奈良県	

## 2-6 市場公募地方債年限別発行団体数・発行額の推移

以上のように、地方債資金の市場化の進展に伴って市場公募地方債の発行団体数が増加しており、年限の多様化も進展している。

平成 12 年度には、従来の 10 年債に加えて 5 年債が発行され、平成 18 年度に 7 年債、平成 20 年度に 3 年債、更に平成 21 年度 3 月には 2 年債が初めて発行された。また、超長期債への取り組みとしては、平成 15 年度に 20 年債並びに 30 年債、平成 16 年度に 15 年債が初めて発行されている。

発行団体は順次拡大しているが、とりわけ超長期債においては飛躍的に増加しており、従来、主に公的資金でまかなわれてきた超長期ゾーンの資金が市場公募資金へシフトしていることが見てとれる。

住民参加型市場公募地方債については、地域住民の行政への参加意識の高揚や資金調達先の多様化を図る観点から、平成 13 年度に初めて発行されて以来 9 年目を迎えた。これまで都道府県、政令指定都市から市区町村に至るまで発行の取り組みがなされており、年限については、5 年債が中心となりつつ、3 年債や 7 年債など、個人の需要を勘案した多様化がなされている。(図表 8)



図表8 年限別発行団体数・発行額の推移

(単位:億円)

年度	全 国 型 市 場 公 募 地 方 債										住民参加型 市場公募 地方債		外貨地方債				
	10 年債		3 年債	5 年債	7 年債	超 長 期 債			合計								
	個別発行 数	共同発行 数				15 年債	20 年債	30 年債									
										団体 数	発行 額	団体 数		発行 額	団体 数	発行 額	団体 数
H10	28	17,540								28	17,540		2	293			
H11	28	20,610								28	20,610		2	257			
H12	28	19,340		12	3,350					28	22,690		1	197			
H13	28	17,940		15	4,300					28	22,240	1	10.0				
H14	28	20,580		17	6,150					28	26,730	34	1,635.5				
H15	20	23,710	27	19	10,450			3	700	1	200	29	43,530	79	2,682.0		
H16	25	26,770	27	22	12,320		1	150	5	1,350	2	300	33	53,320	94	3,276.3	
H17	29	29,100	27	24	13,020		1	200	9	2,350	4	700	35	58,450	106	3,445.2	
H18	32	26,500	29	25	10,550	1	400	1	100	15	3,600	5	700	38	55,090	123	3,513.1
H19	34	24,400	28	26	10,650	1	200		19	4,950	10	1,790	42	54,130	122	3,083.3	
H20	37	26,550	30	25	11,580				19	7,780	10	1,850	44	60,810	102	2,649.5	
H21 (1月末実績)	39	27,050	33	25	11,530				20	7,110	7	1,400	47	59,190	73	2,162.4	

(出所) 総務省公表資料、地方債協会公表資料

## 2-7 金融危機による地方債資金調達への影響

地方債による資金調達は、財政投融资改革に伴う公的資金の縮減による民間資金（とりわけ市場公募資金）の増加、地方債協議制や市場公募地方債の全面的な個別条件交渉方式への移行、銀行等引受債での調達手法の多様化等、急速な自由化、市場化に伴ってより直接的に金融市場の動きの影響を受けるようになった。

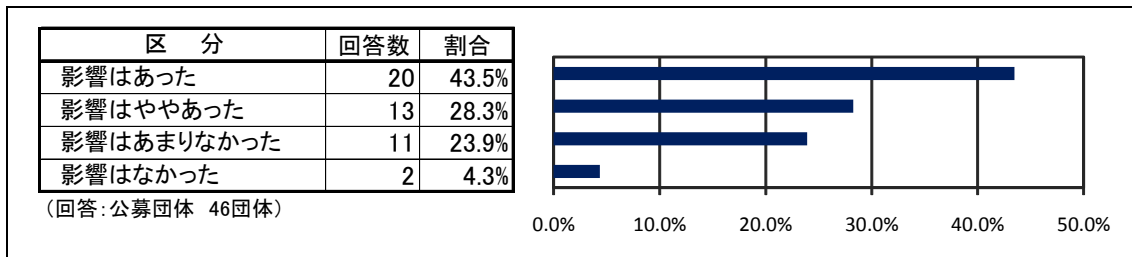
例えば、平成20年9月のリーマン・ショックをきっかけとした国内外金融市場・クレジット市場の混乱を受け、10月の市場公募地方債は発行の休止・延期が相次いだ。

また、金融市場の動揺が続く中、10月上旬に入札によって条件決定を行った北海道公募5年債において、発行条件の国債上乗せ金利（スプレッド）が前回の30bp程度から60bp程度へ急拡大した例もあった。

都道府県及び政令指定都市へのアンケート調査では、平成20年秋以降の金融危機時における資金調達への影響について、公募団体、非公募団体の7割程度が影響は「あった」、「ややあった」と回答しており、公募・非公募にかかわらず、地方公共団体で広く金融危機の影響を受けていることが分かった。（図表9、10）

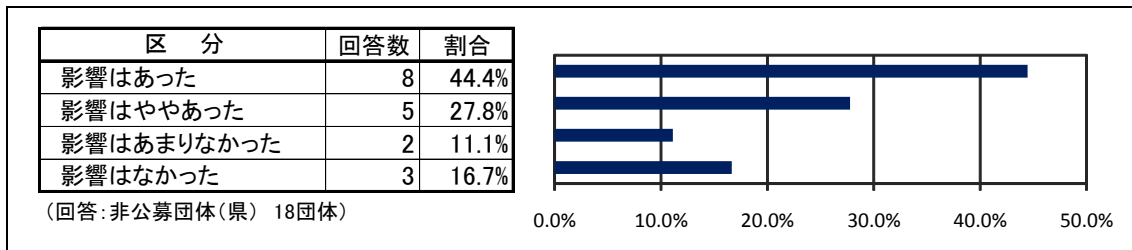
影響の内容としては、スプレッド拡大等の発行条件の悪化、それらを考慮しての発行（借入）の延期等の回答が目立ったが、入札参加者の減少、金融機関の貸付限度額の見直しといったものもあった。

図表9 金融危機による資金調達への影響（公募団体）



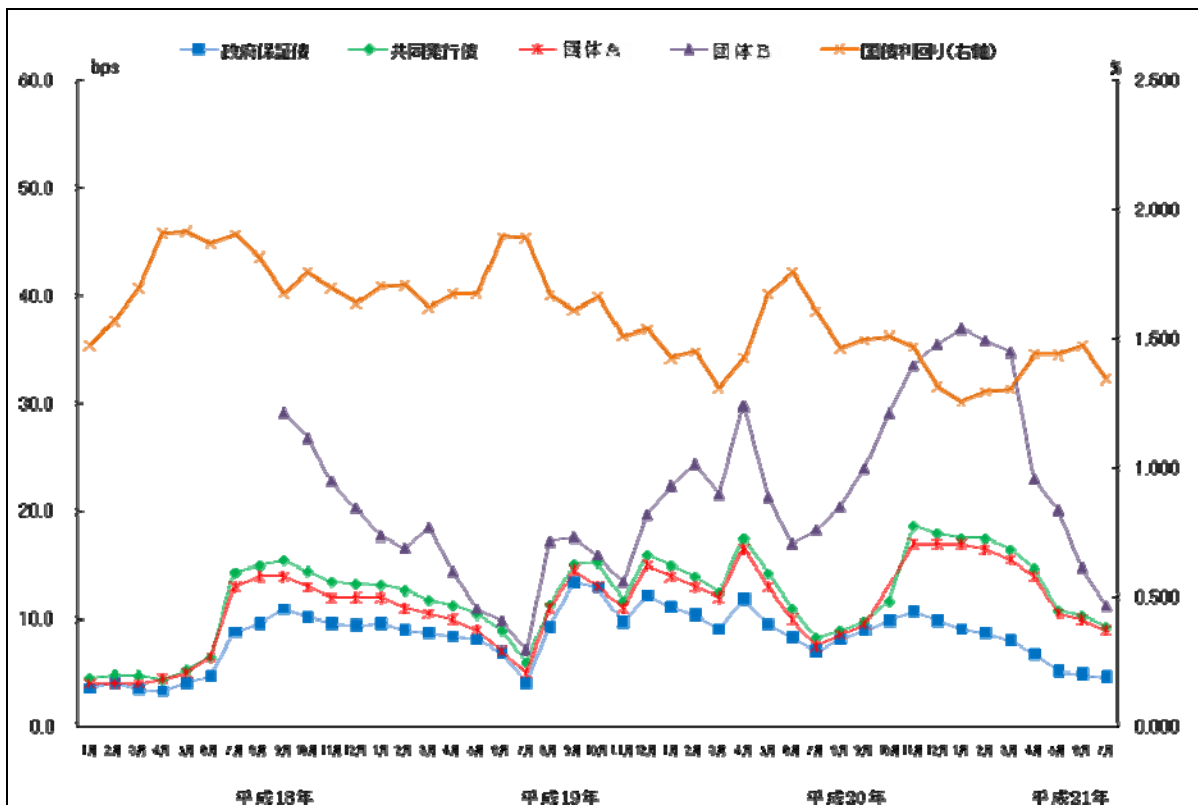
(出所) アンケート調査

図表10 金融危機による資金調達への影響（非公募団体）



(出所) アンケート調査

図表11 政府保証債・公募地方債等の発行条件推移

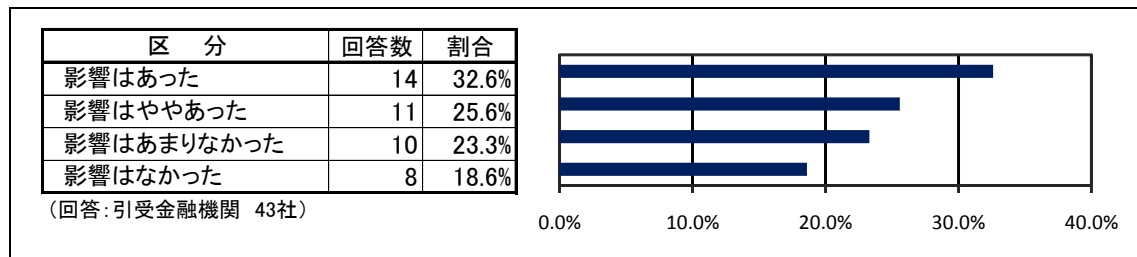


(出所) Bloomberg データより作成

同じく、引受金融機関における金融危機による地方債の引受・募集についてのアンケート調査では過半数が、影響が「あった」、「ややあった」と回答している。(図表12)

影響の主な内容としては、地方債の流動性の急激な低下による引受姿勢の消極化や、スプレッド拡大等の条件の急激な変化、といったものであった。

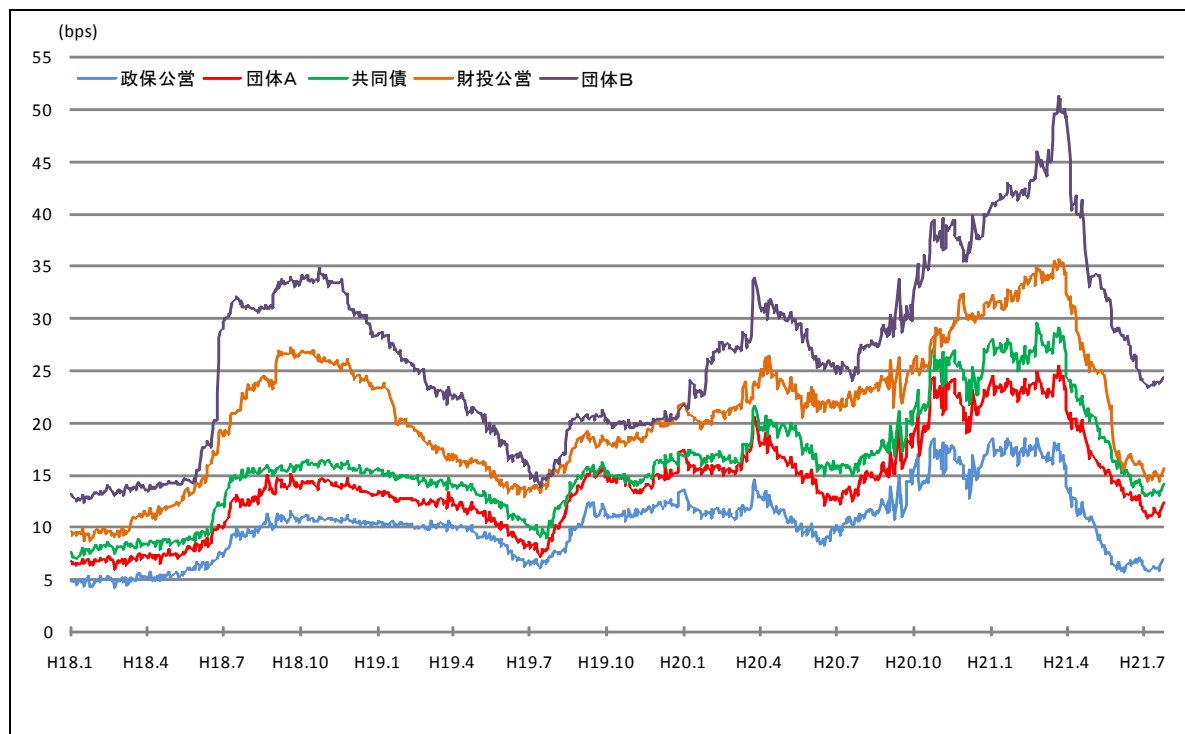
図表 12 金融危機による地方債の引受・募集への影響（引受金融機関）



(出所)アンケート調査

このように、金融市場の混乱を受けて市場公募地方債の一部発行延期や発行・借入時における条件の悪化等があったものの、起債可能であった銘柄が電力債等の高格付債にほぼ限定されていた事業債とは異なり、市場公募地方債は翌11月から予定通りに発行された。また、流通市場における対国債スプレッドも平成21年3月までは拡大傾向にあったが、4月以降は縮小し始め、7月頃には概ねリーマン・ショック前の水準まで回復した。(図表13)

図表 13 セカンダリスプレッド（対国債）の推移



(出所)日本証券業協会 店頭売買参考統計値より作成

## 第3章 地方債投資ニーズの動向の把握

### 1. 地方債の発行の状況

#### 1-1 市場公募団体の資金調達の現状

##### (1) 市場公募団体の資金調達の状況

市場公募団体へのアンケート調査では、平成20年度の資金調達は起債総額の55.5%を市場公募資金で調達し、銀行等引受資金による調達が36.6%、公的資金による調達が7.9%という構成となっている。

市場公募資金の調達は、全国型市場公募地方債（個別発行）（以下、「個別発行債」という。）が77.2%（起債総額の42.8%）、共同発行債が19.3%（起債総額の10.7%）、その他住民参加型市場公募地方債である。

また、銀行等引受債の証書借入による資金調達が起債総額の25.7%となっており、市場公募団体の資金調達は個別発行債、銀行等引受債（証書借入）が主流となっている。（図表1）

図表1 平成20年度地方債資金別調達額（公募団体）

（回答団体数：44団体）

（単位：百万円）

区 分	政府資金	公庫資金 機構資金	公的資金・計	市場公募資金			銀行等引受資金		(民間等資金・計)	合 計
				個別債	共同債	住民参加型	証券発行	証書借入		
起債額	657,840	244,778	902,618	4,913,721	1,229,919	219,800	1,249,634	2,951,618	10,564,692	11,467,310
割合	5.7%	2.1%	7.9%	42.8%	10.7%	1.9%	10.9%	25.7%	92.1%	100.0%

（出所）アンケート調査

##### (2) 市場公募団体の資金調達の動向

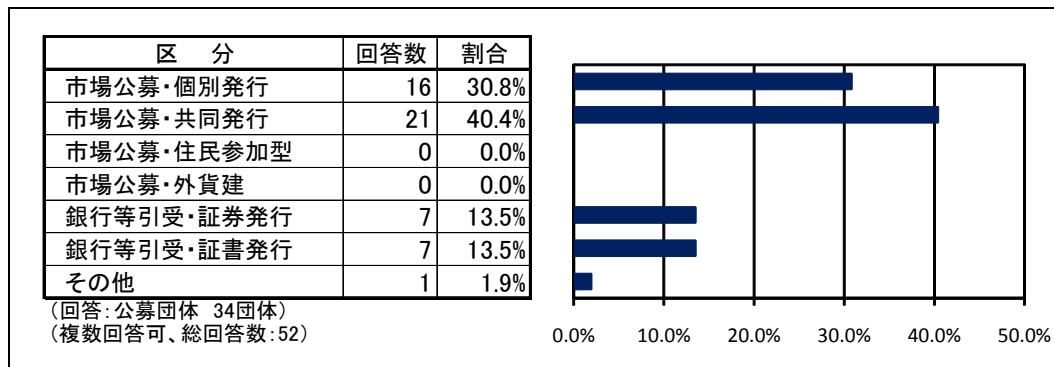
今後の資金調達の動向について、増額あるいは新たに発行・借入を希望する資金区分について市場公募団体の意向をアンケート調査した。

その結果、国、地方ともに厳しい財政状況の下、臨時財政対策債等の特例地方債の増額を始めとして起債総額が増加傾向にあり、また、公的資金が都道府県、政令指定都市より一般市町村へ手厚く手当てされる中で、全国型市場公募地方債の発行を増額させる意向が見られた。

その中でも、金利の低減や事務負担の軽減を図ることができることから共同発行債が有力な選択肢として挙げられている。

また、各地方公共団体の独自性を出し、投資家層を拡大させ、安定した資金調達を目指す観点から、個別発行債を志向する傾向も強い。（図表2）

図表2 今後増額させたい資金区分（市場公募団体）



(出所) アンケート調査

### （3）個別発行債と共同発行債による資金調達の捉え方

市場公募資金における個別発行債と共同発行債による資金調達の現状では、個別発行債による調達額が多かった（1－1（1））。

発行体ごとの市場公募資金における資金調達の捉え方も、「個別発行債を重視して調達」「個別発行債を重視しているが、共同発行債による調達もあり」を合わせると75%にのぼり、個別発行債を重視のうえ共同発行債でも調達している状況が見て取れた。

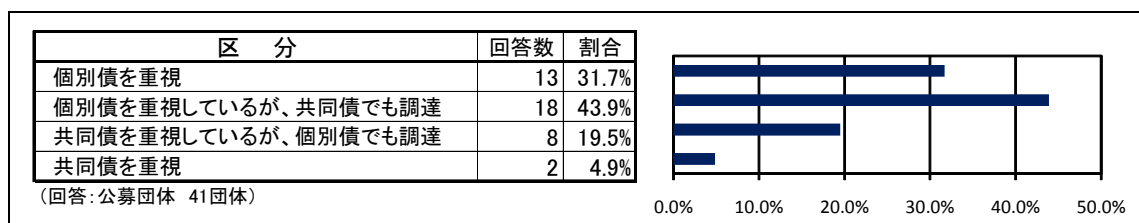
（図表3）

その理由としては、資金の自力調達の重視、あるいは、個別発行債における発行時期や償還年限等の設定の柔軟性が挙げられている。

また、「共同発行債を重視しているが、個別発行債による調達もあり」、「共同発行債を重視して調達」と回答した理由としては、発行条件が相対的に有利であり、発行コストの低減が図れることが挙げられている。

以上のことから、現状では市場公募団体は個別発行債による自力調達や起債の柔軟性を重視しつつ、共同発行債の発行コストの良さも取り入れて資金調達していると考えられる。

図表3 個別発行債と共同発行債による資金調達の考え方



(出所) アンケート調査

## 1-2 非公募団体の資金調達の現状

### (1) 非公募団体の資金調達の状況

非公募団体（県）へのアンケート調査では、平成20年度の資金調達は銀行等引受資金が起債総額の86.1%、住民参加型市場公募資金が1.0%、公的資金が12.9%という構成となっている。

銀行等引受資金の借入形態における証券発行と証書借入の割合を見ると、証券発行による資金調達が55.8%（起債総額の48.0%）、証書借入による資金調達が44.2%（起債総額の38.0%）であり、非公募団体（県）の資金調達は銀行等引受債（証券発行）が比較的多い状況となっている。（図表4）

図表4 平成20年度地方債資金別調達額（非公募団体）

（回答団体数：18団体）

（単位：百万円）

区 分	政府資金	公庫資金 機構資金	〔公的資金・計〕	市場公募資金	銀行等引受資金		〔民間等資金・計〕	合 計
				住民参加型	証券発行	証書借入		
起債額	245,057	13,586	258,643	20,000	959,593	760,123	1,739,715	1,998,358
割合	12.3%	0.7%	12.9%	1.0%	48.0%	38.0%	87.1%	100.0%

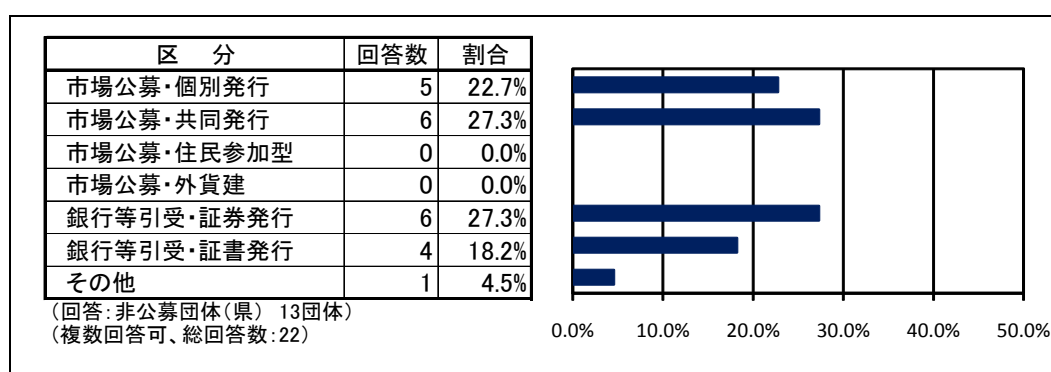
（出所）アンケート調査

### (2) 非公募団体の資金調達の動向

今後の資金調達の動向について、増額あるいは新たに発行・借入を希望する資金区分について非公募団体（県）の意向をアンケート調査した。

その結果、証書形式に比べて流動性が高い銀行等引受債の証券発行を増額させる傾向がうかがえた。また、資金調達先の多様化のため、全国型市場公募地方債（共同発行債、個別発行債）による新たな資金調達を希望する団体も多く見られた。（図表5）

図表5 今後増額させたい資金区分（非公募団体）



（出所）アンケート調査

同じくアンケート調査では、非公募団体 18 県のうち 12 団体が公募化に向けた検討を行っており、上記「今後増額させたい資金区分」の結果を裏付ける形となった。(図表 6)

これらの団体が公募化に向けた検討をしている理由として、公的資金の縮減傾向が続いたことや臨時財政対策債等の地方債の発行増といった環境の変化を挙げている。

また、公募化を検討していると回答した 12 団体のうち 4 団体が何らかの形で指定金融機関から公募化の要望を受けている。

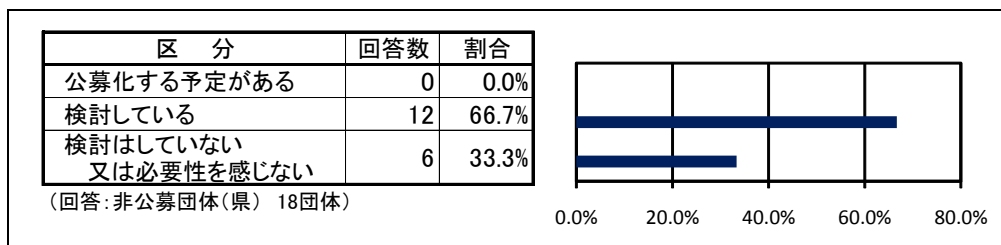
一方、公募化にあたっての障害としては、発行手数料や満期一括償還化による元利償還金の増加等のコスト面の課題、職員の専門性の向上や発行事務の増加等、事務面の課題を挙げている。

ここ数年度においては、実際に公募化に踏み切る団体が続いているが、その理由として、ある団体は金融市場混乱時の調達リスクの顕在化が契機であったと回答している。

第2章2-7でも見たように、金融市場が混乱した場合、公募・非公募にかかわらず何らかの形で資金調達に影響を受ける。その際、少数の金融機関の引受余力に左右されるのではなく、多様な投資家を確保し、投資家偏在リスクを回避して資金調達の安定化を図ることが重要である。

これまでの地方分権、財政投融资改革の趣旨による市場公募化の推進に加え、金融市場が混乱している状況においても安定した資金調達を実現する必要があることから、引き続き公募化を始めとする資金調達の多様化を目指す必要がある。

図表 6 公募化の検討状況



(出所) アンケート調査

## 2. 地方債の消化・引受の状況

### 2-1 市場公募地方債（10年債）の消化状況

過去10年間の全国型市場公募地方債10年債（共同発行債を除く。）の消化状況の推移をみると、その全体額は平成11年度に2兆610億円であったが、平成15年度には2兆3,710億円へと約1.15倍となった。その後は増減しつつ、平成20年度には2兆6,560億円となっている。これは、地方分権の推進や財政投融资改革に伴う市場公募化の推進により市場公募地方債全体の発行額が増加したことなどによるものである。

主な消化先をみると、各年度とも証券会社が最も多くなっている。これは、引受段階において新規記録された証券会社名で報告がなされることがあることや、引受後まもなく、業者（証券会社）間売買がなされ、証券会社の手元に地方債が保有されているなどの状況が想定される。

証券会社を除いた平成20年度の消化先では、都市銀行が最も多く、2,445億円（全体に占める割合9.21%）となっている。そのほかは地方銀行2,087億円（7.36%）、信金・信組1,759億円（6.63%）、一般政府（中央政府、地方公共団体、社会保障基金）1,535億円（5.78%）である。

平成15年度から平成20年度にかけて増加額の大きな主体をみると、最も増加額が大きいのは一般政府であり、平成15年度の73億円（0.31%）から平成20年度の1,535億円（5.78%）へと1,462億円増加している。これは地方公共団体の基金運用において、地方債購入が進められたことなどが挙げられる。次いで信金・信組が平成15年度の328億円（1.39%）から平成20年度1,759億円（6.63%）へと1,431億円増加した。また、農漁林系統も平成15年度の212億円（0.89%）から平成20年度1,280億円（4.82%）へと1,068億円増加している。これらのほか、その他が平成15年度539億円（2.27%）から平成20年度1,689億円（6.36%）へ1,150億円、保険会社が平成15年度42億円（0.18%）から平成20年度1,086億円（4.09%）へと1,044億円増加しているが、これは平成19年度の民営化に伴ってゆうちょ銀行、かんぽ生命がそれぞれ加算されたことによる影響が大きい。

減少した主体（証券会社を除く。）をみると、都市銀行が平成15年度5,680億円（23.96%）から平成20年度2,445億円（9.21%）へと3,235億円、個人が平成15年度859億円（3.62%）から平成20年度269億円（1.01%）へと590億円、また、旧長期信用銀行が平成15年度220億円（0.93%）から平成20年度78億円（0.29%）へと142億円減少している。（図表7）



図表7 市場公募地方債（10年債）消化状況の推移

(単位：上段 億円、下段括弧内 %)

年 度		H11	H12	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20
銀行	都市銀行	4,800 (23.29)	4,722 (24.41)	3,866 (21.55)	4,356 (21.17)	5,680 (23.96)	4,530 (16.92)	4,274 (14.69)	3,707 (14.31)	1,991 (8.67)	2,445 (9.21)
	長期信用銀行	357 (1.73)	409 (2.11)	299 (1.67)	295 (1.43)	220 (0.93)	227 (0.85)	172 (0.59)	116 (0.45)	111 (0.49)	78 (0.29)
	信託銀行	668 (3.24)	643 (3.32)	529 (2.95)	571 (2.77)	638 (2.69)	426 (1.59)	497 (1.71)	582 (2.25)	604 (2.63)	537 (2.02)
	外資系金融機関	— —	— —	— —	— —	— —	— —	113 (0.39)	22 (0.08)	38 (0.16)	55 (0.21)
	地方銀行	1,578 (7.65)	1,467 (7.59)	1,367 (7.62)	1,238 (6.01)	1,156 (4.88)	1,278 (4.77)	1,548 (5.32)	1,428 (5.51)	1,490 (6.49)	2,087 (7.86)
	第二地銀	408 (1.98)	360 (1.86)	299 (1.67)	273 (1.33)	208 (0.88)	284 (1.06)	314 (1.08)	352 (1.36)	506 (2.20)	555 (2.09)
	信金・信組	753 (3.65)	401 (2.08)	337 (1.88)	310 (1.51)	328 (1.39)	419 (1.57)	431 (1.48)	321 (1.24)	743 (3.24)	1,759 (6.63)
農漁林系統		1,568 (7.61)	304 (1.57)	259 (1.45)	211 (1.03)	212 (0.89)	191 (0.71)	262 (0.90)	415 (1.60)	1,359 (5.92)	1,280 (4.82)
保険会社		43 (0.21)	20 (0.10)	9 (0.05)	49 (0.24)	42 (0.18)	71 (0.26)	107 (0.37)	238 (0.92)	492 (2.15)	1,086 (4.09)
共済組合		261 (1.27)	122 (0.63)	137 (0.76)	175 (0.85)	89 (0.37)	444 (1.66)	567 (1.95)	530 (2.05)	518 (2.26)	416 (1.57)
一般政府		75 (0.36)	56 (0.29)	57 (0.32)	82 (0.40)	73 (0.31)	501 (1.87)	384 (1.32)	402 (1.55)	1,250 (5.45)	1,535 (5.78)
個 人		483 (2.34)	383 (1.98)	1,195 (6.66)	1,652 (8.03)	859 (3.62)	937 (3.50)	900 (3.09)	351 (1.36)	256 (1.12)	269 (1.01)
証券会社		9,222 (44.74)	9,992 (51.67)	8,588 (47.87)	10,579 (51.40)	13,667 (57.64)	16,487 (61.59)	18,402 (63.24)	16,666 (64.35)	11,792 (51.38)	12,759 (48.06)
その他		396 (1.92)	462 (2.39)	997 (5.56)	788 (3.83)	539 (2.27)	975 (3.64)	1,128 (3.88)	770 (2.97)	1,800 (7.84)	1,689 (6.36)
合 計		20,610 (100.00)	19,340 (100.00)	17,940 (100.00)	20,580 (100.00)	23,710 (100.00)	26,770 (100.00)	29,100 (100.00)	25,901 (100.00)	22,950 (100.00)	26,550 (100.00)

(注1) 平成19年度より、保険会社にはかんぽ生命、その他にはゆうちょ銀行を含む。

(注2) 一般政府は、中央政府、地方公共団体、社会保障基金が該当

(注3) 共同発行債を除く。

(出所) 地方債協会「地方債統計年報」

(参考) 市場公募地方債の消化状況とは、金融機関・証券会社によって引き受けられ、募集・販売が行われた際に、どのような投資家が応募（購入）したかという状況を表している。

## 2-2 市場公募地方債（5年債）の消化状況

平成12年度に初めて発行された全国型市場公募地方債5年債の消化状況の推移をみると、その全体額は平成12年度に3,350億円であったが、平成15年度には1兆450億円へと約3.12倍となった。その後は増減しつつ、平成20年度には1兆1,580億円となっている。

主な消化先をみると、10年債と同じく各年度とも証券会社が最も多くなっている。これは、先に触れたとおり、引受段階において新規記録された証券会社名で報告がなされることがあることや、引受後まもなく、業者（証券会社）間売買がなされ、証券会社の手元に地方債が保有されているなどの状況が想定される。

証券会社を除いた平成20年度の消化先では、都市銀行が最も多く、818億円（全体に占める割合7.06%）となっている。そのほかは個人797億円（6.88%）、その他695億円（6.00%）、信金・信組677億円（5.85%）、地方銀行664億円（5.73%）といった状況である。

平成15年度から平成20年度にかけて増加額の大きな主体（証券会社を除く。）をみると、最も増加額が大きいのは信金・信組であり、平成15年度の165億円（1.58%）から677億円（5.85%）へと512億円増加している。次いで農漁林系統が平成15年度の41億円（0.39%）から平成20年度の430億円（3.71%）へと389億円増加した。

また、その他も平成15年度の368億円（3.53%）から平成20年度695億円（6.00%）へと327億円増加している。これらのほかに、地方銀行が平成15年度417億円（3.99%）から平成20年度664億円（5.73%）へ242億円、一般政府が平成15年度33億円（0.32%）から平成20年度269億円（2.33%）へと239億円増加している。

減少した主体をみると、個人が平成15年度1,619億円（15.50%）から平成20年度797億円（6.88%）へと822億円、都市銀行が平成15年度1,610億円（15.41%）から平成20年度818億円（7.06%）へと792億円減少している。（図表8）

図表8 市場公募地方債（5年債）消化状況の推移

（単位：上段 億円、下段括弧内 %）

年 度		H12	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20
銀 行	都市銀行	563 (16.79)	487 (11.32)	656 (10.66)	1,610 (15.41)	1,180 (9.58)	1,354 (10.40)	799 (7.83)	647 (6.29)	818 (7.06)
	長期信用銀行	43 (1.28)	45 (1.05)	55 (0.90)	75 (0.72)	90 (0.73)	44 (0.34)	15 (0.14)	7 (0.07)	30 (0.26)
	信託銀行	90 (2.70)	104 (2.42)	102 (1.66)	188 (1.80)	165 (1.34)	203 (1.56)	194 (1.90)	256 (2.48)	190 (1.64)
	外資系金融機関	— —	— —	— —	— —	— —	105 (0.80)	18 (0.17)	17 (0.16)	25 (0.22)
	地方銀行	109 (3.29)	99 (2.31)	106 (1.73)	417 (3.99)	594 (4.82)	635 (4.88)	485 (4.75)	614 (5.96)	664 (5.73)
	第二地銀	43 (1.27)	12 (0.29)	20 (0.33)	75 (0.71)	125 (1.02)	108 (0.83)	108 (1.06)	151 (1.47)	134 (1.16)
	信金・信組	141 (4.20)	59 (1.37)	52 (0.85)	165 (1.58)	310 (2.52)	235 (1.80)	258 (2.53)	630 (6.12)	677 (5.85)
農漁林系統		49 (1.47)	20 (0.47)	11 (0.17)	41 (0.39)	65 (0.53)	103 (0.79)	154 (1.51)	286 (2.78)	430 (3.71)
保険会社		— —	3 (0.07)	1 (0.01)	17 (0.16)	49 (0.40)	21 (0.17)	250 (2.41)	92 (0.89)	168 (1.45)
共済組合		1 (0.03)	9 (0.22)	11 (0.19)	43 (0.41)	33 (0.27)	190 (1.46)	130 (1.27)	312 (3.03)	120 (1.03)
一般政府		8 (0.23)	198 (4.60)	330 (5.36)	33 (0.32)	37 (0.30)	230 (1.77)	287 (2.81)	113 (1.09)	269 (2.33)
個 人		217 (6.48)	752 (17.48)	1,342 (21.83)	1,619 (15.50)	1,927 (15.64)	1,603 (12.31)	882 (8.65)	675 (6.55)	797 (6.88)
証券会社		1,980 (59.11)	2,193 (50.99)	2,951 (47.98)	5,798 (55.48)	6,931 (56.26)	7,600 (58.37)	5,912 (57.96)	5,601 (54.38)	6,564 (56.69)
その他		107 (3.19)	319 (7.42)	513 (8.34)	368 (3.53)	813 (6.60)	590 (4.53)	714 (7.00)	898 (8.72)	695 (6.00)
合 計		3,350 (100.00)	4,300 (100.00)	6,150 (100.00)	10,450 (100.00)	12,320 (100.00)	13,020 (100.00)	10,200 (100.00)	10300 (100.00)	11,580 (100.00)

（注1）平成19年度より、保険会社にはかんぽ生命、その他にはゆうちょ銀行を含む。

（注2）一般政府は、中央政府、地方公共団体、社会保障基金が該当

（出所）地方債協会「地方債統計年報」

### 2-3 共同発行市場公募地方債の消化状況

平成15年度に初めて発行された共同発行債の消化状況の推移をみると、その全体額は平成15年度に8,470億円であったが、平成18年度に1兆3,240億円となり、その後やや減少したものの、平成20年度には1兆2,300億円と平成15年度比約1.45倍となっている。

平成20年度の消化先では、一般政府が最も多く、4,304億円（全体に占める割合34.99%）となっている。次いで農漁林系統2,645億円（21.51%）、さらに信金・信組1,382億円（11.24%）、その他法人（学校法人、宗教法人等の非課税法人等）882億円（7.17%）、信託銀行678億円（5.51%）といった状況である。

平成15年度から平成20年度にかけて増加額の大きな主体をみると、最も増加額が大きいのは農漁林系統であり、平成15年度の491億円（5.80%）から2,645億円（21.51%）へと2,152億円増加している。次いで一般政府が平成15年度の2,166億円（25.60%）から平成20年度の4,304億円（34.99%）へと2,138億円増加した。また、信金・信組も平成15年度の943億円（11.10%）から平成20年度1,382億円（11.24%）へと439億円増加している。

減少した主体（証券会社を除く。）をみると、その他法人が平成15年度1,531億円（18.10%）から平成20年度882億円（7.17%）へと649億円、保険会社が平成15年度657億円（7.80%）から平成20年度498億円（4.05%）へと159億円減少している。（図表9）

図表9 共同発行市場公募地方債の消化状況の推移

(単位：上段 億円、下段括弧内 %)

年 度		H15	H16	H17	H18	H19	H20
銀 行	都市銀行	187 (2.20)	89 (0.70)	214 (1.63)	132 (1.00)	140 (1.15)	171 (1.39)
	信託銀行	428 (5.00)	482 (3.90)	968 (7.40)	998 (7.54)	891 (7.34)	678 (5.51)
	地方銀行	413 (4.90)	101 (0.80)	212 (1.62)	80 (0.61)	299 (2.46)	544 (4.43)
	第二地銀	63 (0.70)	49 (0.40)	105 (0.80)	32 (0.24)	21 (0.17)	62 (0.50)
	信金・信組	943 (11.10)	975 (7.80)	1,393 (10.65)	961 (7.26)	899 (7.40)	1,382 (11.24)
	農漁林系統	491 (5.80)	2,608 (21.00)	2,340 (17.89)	1,840 (13.90)	2,434 (20.05)	2,645 (21.51)
	保険会社	657 (7.80)	879 (7.10)	205 (1.57)	1,357 (10.25)	644 (5.31)	498 (4.05)
	共済組合	224 (2.60)	887 (7.10)	1,382 (10.56)	1,172 (8.85)	458 (3.77)	484 (3.93)
	一般政府	2,166 (25.60)	2,553 (20.50)	3,006 (22.98)	4,315 (32.59)	4,204 (34.63)	4,304 (34.99)
	個 人	154 (1.80)	206 (1.70)	218 (1.67)	62 (0.47)	36 (0.29)	45 (0.37)
その他法人	1,531 (18.10)	1,897 (15.30)	2,151 (16.45)	1,404 (10.60)	1,405 (11.57)	882 (7.17)	
証券会社	1,017 (12.00)	945 (7.60)	759 (5.80)	635 (4.79)	544 (4.48)	400 (3.25)	
その他	196 (2.30)	760 (6.20)	129 (1.00)	252 (1.90)	166 (1.40)	205 (1.60)	
合 計		8,470 (100.00)	12,430 (100.00)	13,080 (100.00)	13,240 (100.00)	12,140 (100.00)	12,300 (100.00)

（注1）一般政府には中央政府、地方公共団体、社会保障基金が該当

（注2）その他法人は、学校法人、宗教法人等の非課税法人等が該当

（出所）募集受託会社より提供された資料より作成

#### 2-4 銀行等引受債（証券発行）の引受状況

銀行等引受債（証券発行）引受額の過去10年間の推移をみると、増減を繰り返しつつも減少傾向にあって、平成11年度には3兆6,458億円であったが、平成15年度に2兆9,212億円となり、平成20年度には2兆3,113億円と平成11年度の約6割となっている。

平成20年度の引受先では、地方銀行が最も多く、1兆7,949億円（全体に占める割合77.66%）となっている。次いで都市銀行1,561億円（6.75%）、第二地方銀行1,252億円（5.42%）となっており、これら三つの主体で全体の89.83%を占めているといった状況である。また、平成11年度以降の10年間に於いて、常にこの三主体で全体の80%以上を占めている。

平成15年度から平成20年度にかけて増加した主体をみると、地方銀行が平成15年度の1兆7,160億円（58.74%）から平成20年度の1兆7,949億円（77.66%）へと789億円増加している。また、その他が平成15年度の実績なしから平成20年度932億円（4.03%）へと皆増した。これは平成19年度の民営化に伴って、区分外であったゆうちょ銀行が加算されたことによる影響が大きい。

なお、平成20年度の銀行等引受債（証券発行）の全体額が平成15年度と比較して6,099億円減少しているため、増加した主体はこれら二主体のみであった。

減少額の大きな主体をみると、都市銀行が平成15年度7,990億円（27.35%）から平成20年度1,561億円（6.75%）へと6,429億円減少した。また、信託銀行が平成15年度383億円（1.31%）から平成20年度18億円（0.08%）へと365億円、信金・信組が平成15年度905億円（3.10%）から平成20年度623億円（2.70%）へと282億円減少している。（図表10）

図表 10 銀行等引受債（証券発行）の引受状況の推移

(単位：上段 億円、下段括弧内 %)

年 度		H11	H12	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20
銀 行	都市銀行	12,258 (33.62)	8,652 (34.12)	8,442 (39.52)	8,372 (36.24)	7,990 (27.35)	7,998 (28.71)	3,446 (18.34)	3,186 (15.58)	1,731 (9.37)	1,561 (6.75)
	長期信用銀行	1,505 (4.13)	1,028 (4.06)	609 (2.85)	130 (0.56)	110 (0.38)	144 (0.52)	59 (0.31)	14 (0.07)	22 (0.12)	25 (0.11)
	信託銀行	1,561 (4.28)	1,012 (3.99)	797 (3.73)	559 (2.42)	383 (1.31)	385 (1.38)	120 (0.64)	67 (0.33)	39 (0.21)	18 (0.08)
	外資系金融 機関	— —	— —	— —	155 (0.67)	121 (0.41)	117 (0.42)	104 (0.55)	67 (0.33)	57 (0.31)	26 (0.11)
	地方銀行	15,895 (43.60)	11,042 (43.55)	8,640 (40.45)	11,339 (49.08)	17,160 (58.74)	16,256 (58.35)	13,265 (70.61)	15,334 (74.99)	14,277 (77.25)	17,949 (77.66)
	第二地銀	2,115 (5.80)	1,415 (5.58)	954 (4.47)	971 (4.20)	1,495 (5.12)	1,283 (4.61)	758 (4.03)	545 (2.67)	937 (5.07)	1,252 (5.42)
	信金・信組	799 (2.19)	620 (2.45)	668 (3.13)	557 (2.41)	905 (3.10)	771 (2.77)	408 (2.17)	459 (2.24)	529 (2.86)	623 (2.70)
	農漁林系統	963 (2.64)	600 (2.37)	546 (2.56)	602 (2.61)	798 (2.73)	673 (2.42)	528 (2.81)	371 (1.81)	480 (2.60)	677 (2.93)
	保険会社	709 (1.95)	483 (1.91)	152 (0.71)	60 (0.26)	68 (0.23)	148 (0.53)	7 (0.04)	— —	— —	11 (0.05)
	共済組合	646 (1.77)	467 (1.84)	517 (2.42)	347 (1.50)	183 (0.63)	85 (0.31)	91 (0.48)	84 (0.41)	77 (0.42)	39 (0.17)
その他	7 (0.02)	38 (0.15)	32 (0.15)	8 (0.03)	— —	— —	— —	— (1.56)	320 (1.80)	332 (1.80)	932 (4.03)
合 計		36,458 (100.00)	25,357 (100.00)	21,358 (100.00)	23,101 (100.00)	29,212 (100.00)	27,860 (100.00)	18,786 (100.00)	20,448 (100.00)	18,482 (100.00)	23,113 (100.00)

(注) 平成 19 年度より、保険会社にはかんぽ生命、その他にはゆうちょ銀行を含む。

(出所) 地方債協会「地方債統計年報」

(参考) 銀行等引受債の消化状況は、募集・販売の要素がなく、総額引受の形態となるため、引き受けた金融機関がそのまま消化した投資家として表れる。

## 2-5 銀行等引受債（証書借入）の引受状況

銀行等引受債（証書借入）引受額の過去 10 年間の推移をみると、ほぼ一貫して増加傾向にあり、平成 11 年度には 2 兆 1,215 億円であったが、平成 15 年度に 2 兆 9,837 億円となり、平成 20 年度には 6 兆 8,162 億円と平成 11 年度の約 3.21 倍となっている。

これは、平成 12、13 年度以降 3、4 年は地方公共団体のペイオフ対策及び金融機関の時価会計上のメリット（証書形式であれば時価評価が不要）、近年は主に公的資金の補償金免除繰上償還にかかる借換えによる影響が大きい。

平成 20 年度の引受先では、地方銀行が最も多く、2 兆 8,766 億円（全体に占める割合 42.20%）となっている。次いで都市銀行 1 兆 1,099 億円（16.28%）、さらに信金・信組 1 兆 426 億円（15.30%）、農漁林系統 9,905 億円（14.53%）である。

平成 15 年度から平成 20 年度にかけて増加した主体をみると、地方銀行が平成 15 年度の 1 兆 1,949 億円（40.05%）から平成 20 年度の 2 兆 8,766 億円（42.20%）へと 1 兆 6,817 億円増加している。また、都市銀行が平成 15 年度の 4,109 億円（13.77%）から平成 20 年度 1 兆 1,099 億円（16.28%）へと 6,990 億円増加した。さらに、信金・信組が平成 15 年度 4,072 億円（13.65%）から平成 20 年度 1 兆 426 億円（15.30%）

へと 6,354 億円、農漁林系統が平成 15 年度 4,691 億円（15.72%）から平成 20 年度 9,905 億円（14.53%）へと 5,214 億円増加している。

減少した主体をみると、共済組合と信託銀行の二主体のみであり、それぞれ平成 15 年度 1,332 億円（4.46%）から平成 20 年度 1,126 億円（1.65%）へと 206 億円、平成 15 年度 101 億円（0.34%）から平成 20 年度 72 億円（0.11%）へと 29 億円減少している。（図表 11）

図表 11 銀行等引受債（証書発行）の引受状況の推移

（単位：上段 億円、下段括弧内 %）

年 度		H11	H12	H13	H14	H15	H16	H17	H18	H19	H20
銀 行	都市銀行	2,387 (11.25)	1,949 (10.65)	2,959 (10.76)	3,455 (12.38)	4,109 (13.77)	4,517 (11.79)	4,677 (12.19)	5,896 (13.64)	8,762 (13.76)	11,099 (16.28)
	長期信用銀行	— —	— —	1 (0.00)	38 (0.14)	54 (0.18)	77 (0.20)	102 (0.27)	339 (0.78)	420 (0.66)	66 (0.10)
	信託銀行	— —	8 (0.04)	9 (0.03)	81 (0.29)	101 (0.34)	174 (0.45)	102 (0.27)	325 (0.75)	82 (0.13)	72 (0.11)
	外資系金融 機関	— —	— —	— —	— —	7 (0.02)	27 (0.07)	419 (1.09)	998 (2.31)	1,526 (2.40)	55 (0.08)
	地方銀行	8,706 (41.04)	7,390 (40.38)	11,592 (42.15)	12,216 (43.79)	11,949 (40.05)	17,474 (45.63)	15,481 (40.35)	19,302 (44.67)	31,039 (48.75)	28,766 (42.20)
	第二地銀	1,402 (6.61)	1,221 (6.67)	2,368 (8.61)	2,845 (10.20)	2,940 (9.85)	4,226 (11.03)	3,715 (9.68)	2,792 (6.46)	3,674 (5.77)	4,227 (6.20)
	その他銀行	— —	— —	— —	— —	— —	— —	— —	— —	— —	167 (0.25)
	信金・信組	2,284 (10.77)	2,525 (13.80)	4,507 (16.39)	3,981 (14.27)	4,072 (13.65)	5,018 (13.10)	5,231 (13.64)	5,396 (12.49)	8,000 (12.57)	10,426 (15.30)
	農漁林系統	3,427 (16.16)	2,739 (14.97)	3,570 (12.98)	3,212 (11.51)	4,691 (15.72)	4,823 (12.59)	6,321 (16.48)	6,101 (14.12)	7,322 (11.50)	9,905 (14.53)
	保険会社	646 (3.04)	468 (2.56)	176 (0.64)	183 (0.66)	261 (0.87)	249 (0.65)	312 (0.81)	72 (0.17)	753 (1.18)	1,462 (2.14)
共済組合	1,633 (7.70)	1,501 (8.20)	1,511 (5.50)	1,485 (5.32)	1,332 (4.46)	1,299 (3.39)	1,245 (3.25)	1,102 (2.65)	1,082 (1.70)	1,126 (1.65)	
その他	729 (3.44)	497 (2.72)	808 (2.94)	402 (1.44)	323 (1.08)	416 (1.09)	758 (1.98)	892 (2.06)	1,008 (1.58)	791 (1.16)	
合 計		21,215 (100.00)	18,299 (100.00)	27,503 (100.00)	27,897 (100.00)	29,837 (100.00)	38,299 (100.00)	38,364 (100.00)	43,214 (100.00)	63,667 (100.00)	68,162 (100.00)

（注）平成 19 年度より、保険会社にはかんぽ生命、その他にはゆうちょ銀行を含み、平成 20 年度よりその他銀行にゆうちょ銀行を含む。

（出所）地方債協会「地方債統計年報」

### 3. 地方債の売買等の状況

#### 3-1 地方債等の売買の状況

地方債の売買高の過去10年間の推移を見ると、地方債全体として平成17年度まで毎年度増加しており、平成11年度の28兆4,561億円に対し、平成17年度は88兆8,747億円と約3倍の増加となった。特に公募地方債においては、平成17年度は平成11年度の7兆4,096億円対比で7.6倍の56兆836億円となっている。

平成17年度以降は徐々に減少し、平成20年度には、世界的な金融危機による流動性の落ち込みの影響等により、地方債全体で平成19年度の75兆4,014億円のほぼ半分となる39兆3,417億円に減少している。

他の債券の売買高についても金融危機前の平成19年度と金融危機時の平成20年度の比較で見ると、長期国債が4,016兆円から3,639兆円へ、政府保証債は34兆7,136億円から19兆4,198億円へ、金融債は17兆5,786億円から12兆6,462億円へと低下した。普通社債を除けば、地方債同様、金融危機前の平成19年度より金融危機時の平成20年度では、売買高が大幅に低下している。(図表12)

図表12 主要公社債の売買高

(単位：億円)

区 分	長期国債				政府保証債	普通社債	金融債
		公 募 地方債	銀行等 引受債	地方債			
平成11年度	10,174,362	74,096	210,465	284,561	168,256	220,953	321,473
平成12年度	10,312,739	119,917	315,811	435,728	326,940	435,207	445,844
平成13年度	11,427,689	139,236	445,403	584,639	318,663	538,685	508,143
平成14年度	13,939,613	254,287	356,152	610,439	484,437	672,521	450,399
平成15年度	18,389,341	423,491	359,291	782,782	541,524	781,211	399,056
平成16年度	21,568,024	483,961	337,648	821,609	735,302	898,239	325,634
平成17年度	23,797,827	560,836	327,911	888,747	814,986	798,506	304,273
平成18年度	28,391,706	428,361	339,589	767,950	526,341	585,124	196,016
平成19年度	40,168,072	482,493	271,521	754,014	347,136	507,327	175,786
平成20年度	36,399,009	240,355	153,062	393,417	194,198	524,208	126,462

(注1) 住民参加型市場公募地方債除く。

(注2) 表中「長期国債」は10年利付国債を指す。

(出所) 日本証券業協会HP

### 3-2 地方債等の売買回転率の状況

地方債全体の売買回転率の過去10年間の推移を見ると、平成11年度の0.56から平成17年度の1.50まで毎年度上昇し、特に公募地方債においては、売買回転率は著しく伸び、平成11年度の0.51から平成17年度には1.85となっていた。

一方、平成17年度以降の地方債の売買回転率は下降し、平成20年度においては金融危機前の平成19年度1.24のほぼ半分となる0.63まで低下している。公募地方債においても同様の傾向となり、平成20年度は平成19年度1.35の半分以下の0.60へと低下した。

他の債券の売買回転率についても金融危機前の平成19年度と金融危機時の平成20年度の比較で見ると、長期国債が20.2から17.0へ、政府保証債は0.94から0.53へ、金融債は0.80から0.61へと低下した。普通社債を除けば、地方債同様、金融危機前の平成19年度より金融危機時の平成20年度では、売買回転率が大幅に低下している。

平成20年度での地方債と他の債券の売買回転率の単純比較では、長期国債に対し大幅に低いものの、政府保証債等とほぼ同様の水準となっている。(図表13)

図表13 主要公社債の売買回転率の状況

(売買回転率=売買高/現在高)

区 分	長期国債	地方債			政府保証債	普通社債	金融債
		公 募 地方債	銀行等 引受債				
平成11年度	8.25	0.51	0.59	0.56	0.74	0.47	0.58
平成12年度	7.72	0.75	0.88	0.84	1.24	0.87	0.93
平成13年度	7.98	0.77	1.24	1.08	1.10	1.03	1.21
平成14年度	8.97	1.29	1.02	1.12	1.52	1.26	1.27
平成15年度	11.07	1.86	1.08	1.40	1.53	1.46	1.32
平成16年度	12.37	1.83	1.07	1.41	1.85	1.73	1.22
平成17年度	13.19	1.85	1.13	1.50	2.05	1.54	1.19
平成18年度	15.24	1.27	1.29	1.28	1.38	1.13	0.86
平成19年度	20.19	1.35	1.10	1.24	0.94	0.93	0.80
平成20年度	17.02	0.60	0.67	0.63	0.53	0.93	0.61

(注1) 住民参加型市場公募地方債除く。

(注2) 表中「長期国債」は10年利付国債を指す。

(出所) 日本証券業協会HP及び地方債協会「地方債月報」より算出

#### (参考) 地方債の売買回転率

公募地方債の売買回転率は、募集販売が行われた後、移転したものについて売買がカウントされている。

一方、銀行等引受債に関しては、総額引受をした金融機関が市場に放出した時点から売買としてカウントされる。このため、銀行等引受債の売買回転率は公募地方債の回転率より高めに表れる傾向がある。

また、平成20年度の回転率は、銀行等引受債に対し公募地方債の減少率が高い。これは、近年、現在高が増加を続ける公募地方債(平成11年度残高14.6兆円から平成20年度残高39.7兆円へ)は、現在高が減少傾向となる銀行等引受債(同35.8兆円から22.9兆円へ)に比べ、分母となる現在高が相対的に増えているためと考えられる。



## 4. 地方債の保有状況

有価証券形式の地方債に関する主要機関保有状況について、日本銀行「資金循環統計※」等を基に整理を行うとともに、金融機関・機関投資家への面談調査等による保有意識などの状況についても調査のうえ、整理を行った。

### 4-1 主要機関の保有状況（昭和63年度～平成20年度）

昭和63年度以降の主要機関の地方債（証券発行）保有残高の状況をみると、昭和63年度に21兆2,963億円から、平成10年度には54兆7,267億円へと約2.5倍となった。その後、平成15年度には59兆4,354億円、平成20年度には66兆7,347億円へと拡大している。これは、地方分権の推進や財政投融资改革等に伴う市場公募化の推進、あるいはバブル経済崩壊後の景気対策で地方債の発行が増加したことなどによる。（図表14）

平成20年度の主要機関別保有状況では、銀行等（国内銀行、在外銀、農林水産金融機関、中小企業金融機関等）が最も多く、25兆2,723億円（全体に占める割合37.9%）となっている。さらに主要機関別保有状況を保有額の大きな順でみると、中小企業金融機関等が12兆316億円（18.0%）、国内銀行10兆1,311億円（15.2%）、生命保険9兆5,733億円（14.3%）、共済保険8兆7,278億円（13.1%）、対家計民間非営利団体（学校法人、宗教法人、社会福祉法人等）8兆4,444億円（12.7%）となっている。

平成15年度から平成20年度にかけて主要機関別に増加額の大きな主体（一般政府を除く。）をみると、最も増加額が大きいのは中小企業金融機関等で、平成15年度の4兆3,024億円（7.2%）から平成20年度の12兆316億円（18.0%）へと7兆7,292億円増加している。これは平成19年度の民営化に伴って、銀行等の区分外であった郵便貯金が中小企業金融機関等に加算されたことによる影響が大きい。次いで対家計民間非営利団体が、平成15年度の3兆5,703億円（6.0%）から平成20年度8兆4,444億円（12.7%）へと4兆8,741億円増加した。3番目は、非法人金融企業で、平成15年度の1兆1,072億円（1.9%）から平成20年度3兆5,435億円（5.3%）と2兆4,363億円増加した。

保有額の減少した主体をみると生命保険が最も減少し、平成15年度12兆8,058億円（21.5%）から平成20年度9兆5,733億円（14.3%）へと3兆2,325億円減少した。次いで非生命保険（民間損害保険会社）が1兆527億円（1.9%）から平成20年度6,872億円（1.0%）へと3,655億円減少した。なお、減少した主体は、これら2主体のみであった。

また、平成20年度に海外の保有額が1,192億円（0.2%）、年度ベースで初めて計上されている。これは平成20年1月以降、非居住者等に対する振替地方債の受取利子の非課税措置が適用されることとなったことが要因として挙げられる。

図表 14 地方債(証券)の主要機関保有状況

(単位: 億円)

区 分	昭和 63 年度	平成 5 年度	平成 10 年度	平成 15 年度	平成 20 年度
銀行等	108,366	119,508	155,314	157,256	252,723
国内銀行	61,484	82,594	105,299	93,789	101,311
在日外銀	25	32	2,175	1,323	6,787
農林水産金融機関	18,107	18,252	19,070	19,120	24,309
中小企業金融機関等(注1)	28,750	18,630	28,770	43,024	120,316
郵便貯金	5,055	21,648	89,680	98,722	-
合同運用信託	2,618	1,283	599	0	0
生命保険	44,355	42,175	129,268	128,058	95,733
うちかんぽ生命保険(注2)	37,541	31,689	80,338	72,059	45,563
非生命保険(民間損害保険会社)	4,140	3,170	13,431	10,527	6,872
共済保険	7,186	10,889	34,420	83,695	87,278
年金基金(企業年金・その他年金)	6,132	10,116	25,738	16,284	16,356
その他金融仲介機関	3,561	18,085	24,544	3,069	4,455
非仲介型金融機関	87	85	578	2,810	7,692
非金融法人企業	5,315	5,887	4,497	11,072	35,435
一般政府	13,210	22,560	32,881	35,231	61,790
中央政府	134	308	684	700	838
地方公共団体	-	-	-	3,149	7,660
社会保障基金(含む公的年金)	13,076	22,252	32,197	31,382	53,292
家 計	5,195	6,631	11,032	11,927	13,377
対家計民間非営利団体(注3)	7,743	9,130	25,285	35,703	84,444
海 外	-	-	-	0	1,192
合 計	212,963	271,167	547,267	594,354	667,347

(注1) 平成19年第4四半期以降、郵便貯金は中小企業金融機関等に加算。平成20年度は61,772億円(ゆうちょ銀行「決算公告」より)。

(注2) 平成20年度「うちかんぽ生命保険」はかんぽ生命保険「決算公告」による。

(注3) 対家計民間非営利団体は、学校法人、宗教法人、社会福祉法人等が該当

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、ゆうちょ銀行「決算公告」、かんぽ生命保険「決算公告」より作成

(※参考) わが国における金融機関、法人、家計といった各部門の金融資産・負債の推移などを、「預金」や「貸出」といった金融商品毎に記録した統計(1954年から作成。四半期毎。作成部署は日本銀行調査統計局)。本統計に関する解説資料として「資金循環統計の解説」(日本銀行調査統計局、05/12月)がある(HPからダウンロード可能 <http://www.boj.or.jp/type/exp/stat/data/exsj01.pdf>)。

## 4-2 金融・非金融部門の最近の保有状況

### (1) 金融部門の全般的な保有状況

金融部門のうち銀行は、地方公共団体の指定金融機関等として地方債引受の中心的な役割を担ってきている。最近の保有状況をみると、金融部門全体としては、平成10年度の47兆円(7.9%)から平成20年度は49兆円(5.7%)へと2兆円増加(割合は低下)している。(図表15)

金融危機を挟んだ動向について四半期毎の状況でみると、平成19年3月末から平成

20年9月末の間は、46兆円前後となっている。金融危機後となる平成20年12月末以降は、徐々に保有額が増加し、21年9月末では48.7兆円の状況にある。(図表16)

また、地方債残高全体に占める金融部門のシェアをみると、平成19年3月末の75%から平成20年9月末に70%強まで下降し、それ以降、70%強の水準を維持している。

図表15 金融部門の有価証券保有状況

(単位：兆円)

区 分	平成20年度末	平成10年度末	増 減
国債・財投債	500(57.9%)	284(47.9%)	216
株 式	102(11.8%)	153(25.8%)	▲ 51
国庫短期証券	90(10.4%)	25( 4.2%)	65
事業債	57( 6.6%)	49( 8.3%)	8
政府関係機関債	50( 5.8%)	68(11.5%)	▲ 18
地方債	49( 5.7%)	47( 7.9%)	2
金融債	15( 1.7%)	33( 5.6%)	▲ 18
合 計	863(100%)	593(100%)	270

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

図表16 金融部門の地方債(証券)保有状況

(単位：兆円)

区 分	合 計	銀行等					生命保険	共済保険	その他
			国内銀行	在日外銀	農林系	その他			
平成19年3月末	45.8	24.8	9.0	0.4	2.2	13.1	8.8	8.7	3.4
6月末	45.6	25.2	9.4	0.5	2.3	12.9	8.4	8.6	3.4
9月末	45.9	25.2	9.2	0.6	2.3	13.2	8.4	8.8	3.5
12月末	46.4	25.4	9.3	0.7	2.3	13.1	8.5	8.9	3.6
平成20年3月末	47.0	25.4	9.4	0.9	2.3	12.8	8.9	9.0	3.7
6月末	46.2	25.3	9.8	0.8	2.4	12.3	8.6	8.6	3.7
9月末	46.2	25.1	9.6	0.8	2.4	12.3	8.9	8.6	3.7
12月末	47.4	25.6	10.0	0.7	2.4	12.4	9.3	8.8	3.6
平成21年3月末	47.1	25.3	10.1	0.7	2.4	12.1	9.6	8.6	3.6
6月末	47.8	25.7	10.6	0.6	2.4	12.0	9.9	8.5	3.7
9月末	48.7	26.1	10.8	0.5	2.5	12.2	10.2	8.5	3.9

(注) その他にはゆうちょ銀行を含む。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

## ※上記金融部門の地方債保有合計額に対する割合

(単位：％)

区 分	合 計	銀行等					生命 保険	共済 保険	その他	地方債残 高(証券) に対する 金融部門 の割合
		国内 銀行	在日 外銀	農林系	その他					
平成19年3月末	100.0	40.5	14.7	0.7	3.7	21.4	14.4	14.2	5.6	74.6
6月末	100.0	41.0	15.4	0.8	3.8	21.0	13.7	14.1	5.5	74.3
9月末	100.0	40.2	14.5	1.0	3.6	21.0	13.4	14.0	5.6	73.2
12月末	100.0	39.8	14.6	1.1	3.6	20.5	13.3	13.9	5.6	72.6
平成20年3月末	100.0	38.9	14.4	1.3	3.6	19.6	13.6	13.7	5.7	71.9
6月末	100.0	39.6	15.4	1.2	3.8	19.2	13.5	13.4	5.7	72.1
9月末	100.0	38.5	14.8	1.2	3.6	18.9	13.7	13.2	5.7	71.0
12月末	100.0	38.3	15.0	1.1	3.7	18.6	14.0	13.2	5.5	71.0
平成21年3月末	100.0	38.0	15.2	1.0	3.6	18.1	14.4	12.9	5.4	70.7
6月末	100.0	37.9	15.7	0.9	3.6	17.8	14.7	12.5	5.5	70.6
9月末	100.0	38.1	15.8	0.8	3.7	17.8	14.9	12.3	5.7	71.0

## (2) 金融部門のセクター毎の保有状況

国内銀行についてみると、金融危機前後で保有額を増加させている(平成20年9月末46.2兆円から平成21年12月末47.4兆円等：図表16)。

国内銀行は、資金余剰の傾向が継続している一方、貸出需要が伸び悩んでいることから、安全資産である公共債への投資を増加させており、安全資産としての地方債の買増しが行われたためと考えられる。

なお、日本銀行の資金循環統計上は都市銀行、地域銀行といった区分が存在しないため、その他の統計(日本銀行「金融機関の資産・負債」)を活用して銀行の業態別地方債保有状況をみると、以下のとおりであった。

## (ア) 都市銀行

都市銀行の最近の動向をみると、世界的な金融危機により損失等が大きかった証券化商品、株式、外国証券等(図表17中「その他」の区分に該当)への投資を急激に減少させている一方、安全資産である国債への投資を大幅に増加させている。平成20年3月末の40兆円台から平成21年3月末には50兆円半ばまで増加し、平成21年12月末では73.1兆円と大幅に増加している。(図表17)

地方債は、国債と比べ保有額自体が少額となっているため、増減の規模は小さいが、1兆円を下回る水準へ減少している。その理由としては、「アウトライヤー規制等に伴い、年限の短い国債への投資が中心となっている。」や「都市銀行の投資単位(ロット)は最小でも100億円であり、地方債においては一銘柄(ワンショット)でそれだけの投資がしづらいことから、国債へ傾斜する結果となっている。」などの意見があった。

図表 17 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				
		国 債	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	98.0	44.7	1.3	13.0	39.0
6月末	94.3	47.5	1.3	12.6	32.9
9月末	92.6	42.0	1.2	12.0	37.4
12月末	85.5	40.4	1.1	12.0	32.0
平成20年3月末	89.9	42.5	1.0	12.2	34.2
6月末	89.4	45.5	1.0	12.0	30.9
9月末	86.1	42.8	1.0	11.9	30.4
12月末	92.9	51.2	1.0	11.4	29.3
平成21年3月末	98.4	56.7	1.0	11.1	29.6
6月末	104.8	66.1	0.9	10.9	26.9
9月末	113.8	73.0	0.9	11.0	28.9
12月末	110.8	73.1	0.9	11.0	25.8

(注) その他には株式、外国証券等が該当

(出所) 日本銀行「金融機関の資産・負債」

※上記、都市銀行の有価証券保有合計額に対する割合

(単位：%)

区 分	有価証券合計				
		国 債	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	100.0	45.6	1.3	13.3	39.8
6月末	100.0	50.4	1.4	13.4	34.9
9月末	100.0	45.4	1.3	13.0	40.4
12月末	100.0	47.3	1.3	14.0	37.4
平成20年3月末	100.0	47.3	1.1	13.6	38.0
6月末	100.0	50.9	1.1	13.4	34.6
9月末	100.0	49.7	1.2	13.8	35.3
12月末	100.0	55.1	1.1	12.3	31.5
平成21年3月末	100.0	57.6	1.0	11.3	30.1
6月末	100.0	63.1	0.9	10.4	25.7
9月末	100.0	64.1	0.8	9.7	25.4
12月末	100.0	66.0	0.8	9.9	23.3

## (イ) 地方銀行

地方銀行は、平成19年3月末の6.8兆円から平成19年6月末に7.4兆円へと増加し、さらに平成21年6月末には8.4兆円になっており、金融危機を挟んだ動きとしても拡大基調を続けている。(図表18)

また、金融部門での地方債保有額の増加は、地方銀行の増加分にほぼ対応している。

面談調査等によれば、この増加の背景は、「国債対比若干のスプレッドが確保でき、投資商品としての魅力を認識している」ことや、「地元団体からの証券形式での引き受けが相応に存在している」、「地元経済の冷え込みから、貸出に振り向ける資金が証券投資に向かっている」、「預金の流入が続き、預貸ギャップが拡大している」こと等が挙げられた。

図表 18 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	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	60.0	22.6	6.8	12.5	18.1
6月末	58.6	23.9	7.4	12.6	14.7
9月末	60.0	22.0	7.1	12.9	18.0
12月末	56.9	21.8	7.2	13.4	14.5
平成20年3月末	56.4	20.2	7.3	14.0	14.9
6月末	58.5	22.0	7.8	14.2	14.5
9月末	56.7	21.0	7.6	14.1	14.0
12月末	55.5	21.3	7.8	13.9	12.5
平成21年3月末	54.5	21.2	7.9	13.7	11.6
6月末	57.1	23.0	8.4	14.0	11.8
9月末	58.0	23.7	8.4	13.9	11.9
12月末	58.1	24.5	8.5	13.7	11.4

(注) その他には株式、外国証券等が該当

(出所) 日本銀行「金融機関の資産・負債」

※上記、地方銀行の有価証券保有合計額に対する割合

(単位：%)

区 分	有価証券合計				
		国 債	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	100.0	37.7	11.3	20.8	30.2
6月末	100.0	40.8	12.6	21.5	25.1
9月末	100.0	36.7	11.9	21.5	30.1
12月末	100.0	38.3	12.7	23.6	25.5
平成20年3月末	100.0	35.8	12.9	24.8	26.4
6月末	100.0	37.6	13.3	24.3	24.8
9月末	100.0	37.0	13.4	24.9	24.7
12月末	100.0	38.4	14.1	25.0	22.5
平成21年3月末	100.0	38.9	14.5	25.1	21.3
6月末	100.0	40.3	14.7	24.5	20.7
9月末	100.0	40.9	14.5	24.0	20.5
12月末	100.0	42.2	14.6	23.6	19.6

## (ウ) 第二地方銀行

第二地方銀行については、平成19年3月末から全期間を通して都市銀行同様に地方債保有額は少額である。このような中、平成21年12月末の直近でみると、都市銀行とは逆に地方債保有額がわずかながら増加し、1兆円に乘せる状況となっている。

(図表19)

図表19 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	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	13.5	6.4	0.6	0.0	6.5
6月末	13.5	6.9	0.7	0.0	5.9
9月末	13.6	6.4	0.7	0.0	6.5
12月末	13.5	6.4	0.7	0.0	6.4
平成20年3月末	13.1	6.2	0.7	0.0	6.2
6月末	13.9	6.6	0.8	0.0	6.5
9月末	13.1	6.3	0.7	0.0	6.1
12月末	13.0	6.2	0.7	0.0	6.1
平成21年3月末	12.5	6.2	0.8	0.0	5.5
6月末	13.4	6.8	0.8	0.0	5.8
9月末	13.5	6.8	0.9	0.0	5.8
12月末	13.7	6.9	1.0	0.0	5.8

(注) その他には株式、外国証券等が該当

(出所) 日本銀行「金融機関の資産・負債」

※上記、第二地方銀行の有価証券保有合計額に対する割合

(単位：%)

区 分	有価証券合計				
		国 債	地方債	社 債	その他
平成19年3月末	100.0	47.4	4.4	0.0	48.1
6月末	100.0	51.1	5.2	0.0	43.7
9月末	100.0	47.1	5.1	0.0	47.8
12月末	100.0	47.4	5.2	0.0	47.4
平成20年3月末	100.0	47.3	5.3	0.0	47.3
6月末	100.0	47.5	5.8	0.0	46.8
9月末	100.0	48.1	5.3	0.0	46.6
12月末	100.0	47.7	5.4	0.0	46.9
平成21年3月末	100.0	49.6	6.4	0.0	44.0
6月末	100.0	50.7	6.0	0.0	43.3
9月末	100.0	50.4	6.7	0.0	43.0
12月末	100.0	50.4	7.3	0.0	42.3

**(エ) 在日外銀**

在日外銀は、金融危機前においては我が国地方債、特に超長期債の積極的な買いの主体であったが、金融危機の影響で、本国の経営状態が極度に悪化したところが多く、バランスシート圧縮等を急激に進めたことから、地方債の保有残高も減少している。

平成20年3月末では、0.9兆円まで増額されたが、平成21年9月末では、0.5兆円まで減少している。(図表16)

この理由として、在日外銀が、投資の原資となる円資金の調達を、預金ではなく市場調達で行っているため、投資行動が市場変動の影響を受けやすい構造にあることが指摘されている。具体的には、金融危機時においては、わが国短期金融市場において外銀・外証に対する資金供給に対し、大幅な上乗せ金利(プレミアム)を要求する動きが広がった。さらには、資金貸出や投資自体を取り止める(クレジットライン自体を閉じる)金融機関も散見される状況となった。

**(オ) 共済保険**

共済保険の地方債保有額は、平成19年3月末で8.7兆円、平成20年3月末9.0兆円、平成21年3月末8.6兆円とほぼ9兆円弱の水準が維持されている。(図表16)

共済保険は、長期安定的な運用を基本としているが、共済保険の系統上部機関において、投資規模が大きな投資家もあり、投資ポートフォリオの安定的な構成要素として地方債に継続的に投資が行われている。

また、地方組織である県信連等の系統下部においては、地元での運用先が限定であることを主因に、継続的な投資が行われている。

**(カ) 生命保険会社**

生命保険会社の地方債保有額は、平成20年度に8兆円から9兆円台へ増加し、平成21年9月末では、10.2兆円へと増加している。(図表16)

生命保険会社については、通常、負債の平均残存年数が20年等の超長期に及ぶ。このため、資産・負債の償還年数の格差(デュレーション・ギャップ)を埋める必要性から、特に超長期債(20年、30年)に対する投資ニーズが強く、地方債においても、超長期債の積極的な購入者となっている。また、金融危機の影響からリスク資産への警戒が高まる一方、安全資産への投資も拡大しているとの指摘もある。

地方債の超長期ゾーンの全体的な投資家動向でみると、上述の在日外銀の減少を生命保険会社が補う状況となっている。

**(3) 非金融部門のセクター毎の保有状況**

非金融部門は、非金融企業、一般政府、家計、非営利団体(学校法人や財団法人等)、



海外で構成されている。非金融部門全体の地方債保有残高は、平成10年度末の7兆円から平成20年度末の19兆円まで12兆円増加している。(図表20)

金融危機を挟んだ状況でみると、平成19年3月末の15.6兆円から平成20年9月末18.9兆円まで順次増加し、さらに金融危機後の平成20年12月末には19.3兆円へと拡大、平成21年9月末では、19.9兆円まで増加している。

また、地方債残高全体に占める非金融部門のシェアをみると、平成19年3月末の25%から平成20年9月末に30%弱まで上昇し、以降、30%弱の水準を維持している。

図表20 非金融部門有価証券保有状況

(単位：兆円)

区 分	平成20年度末	平成10年度末	増 減
国債・財投債	182(27.5%)	54(10.5%)	130
株 式	389(58.8%)	397(77.4%)	▲ 8
国庫短期証券	26( 3.9%)	5( 1.0%)	21
事業債	10( 1.5%)	14( 2.7%)	▲ 4
政府関係機関債	32( 4.8%)	11( 2.1%)	21
地方債	19( 2.9%)	7( 1.4%)	12
金融債	4( 0.6%)	25( 4.9%)	▲ 21
合 計	662(100%)	513(100%)	149

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

また、セクター毎の状況をみてみると、非金融企業と非営利団体の保有額が増加しており、平成19年3月末と平成21年3月末では、非金融企業が2.0兆円から3.6兆円へ1.6兆円増加、非営利団体が6.6兆円から8.5兆円へと1.9兆円増加している。(図表21)

これら非金融企業、非営利団体の増加の要因としては、金融危機の影響から既存のポートフォリオに相応の損失(評価損含む。)が発生したため、安全資産である地方債の投資ウェイトを高めたことが考えられる。

この他のセクターでは、家計や海外などが注目されるものの、金融危機を挟んだ状況をみても、漸増の状況が継続しており、特に大きな変動はない状況となっている。

図表 21 非金融部門の地方債（証券）保有状況

(単位：兆円)

区 分	合 計					
		政 府	非金融企業	家 計	非営利団体	海 外
平成19年 3月末	15.6	5.7	2.0	1.2	6.6	0.0
6月末	15.8	6.0	2.2	1.1	6.5	0.0
9月末	16.8	6.1	2.0	1.3	7.5	0.0
12月末	17.5	6.1	2.2	1.2	7.9	0.0
平成20年 3月末	18.3	6.2	2.6	1.3	8.3	0.0
6月末	17.9	6.1	2.6	1.3	7.9	0.1
9月末	18.9	6.2	2.7	1.3	8.7	0.1
12月末	19.3	6.2	3.3	1.3	8.5	0.1
平成21年 3月末	19.5	6.2	3.6	1.3	8.5	0.1
6月末	19.9	6.2	3.9	1.4	8.5	0.1
9月末	19.9	6.2	3.9	1.4	8.4	0.1

(出所) 日本銀行「資金循環統計」

※上記非金融部門の地方債保有合計額に対する割合

(単位：%)

区 分	合 計						地方債残高 (証券)に対 する非金融 部門の割合
		政 府	非金融企業	家 計	非営利団体	海 外	
平成19年 3月末	100.0	9.3	3.2	2.0	10.8	0.0	25.4
6月末	100.0	9.7	3.5	1.8	10.6	0.0	25.7
9月末	100.0	9.7	3.1	2.0	11.9	0.0	26.8
12月末	100.0	9.6	3.5	1.9	12.4	0.0	27.4
平成20年 3月末	100.0	9.5	4.0	2.0	12.6	0.0	28.1
6月末	100.0	9.5	4.0	2.0	12.3	0.2	27.9
9月末	100.0	9.5	4.2	2.0	13.3	0.2	29.0
12月末	100.0	9.3	5.0	2.0	12.7	0.2	29.0
平成21年 3月末	100.0	9.3	5.4	2.0	12.7	0.2	29.3
6月末	100.0	9.2	5.8	2.0	12.5	0.2	29.4
9月末	100.0	9.1	5.7	2.0	12.3	0.2	29.0

## 5. 地方債への投資姿勢と課題等

### 5-1 地方債への投資ニーズの状況

#### (1) 市場公募地方債への投資実績・今後の投資予定

市場公募地方債についての機関投資家へのアンケート調査では、市場公募地方債（個別発行債）について強い継続的投資姿勢が見られたが、共同発行債に関しては生損保等による投資が限定的であった。（図表 22）

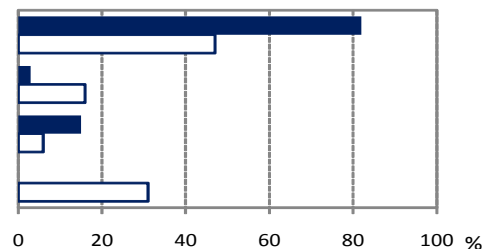
機関投資家への面談調査等では、共同発行債への投資経験がない理由として、「個別発行債と比較して信用リスクが計りづらい」（地方銀行）、「信用リスク的には 33 団体連帯債務であっても、発行体はあくまでその債券の発行体になるため、それぞれにリスク量が割り当てられることになり、別途個別発行債を購入する際に、リスク超過になってしまう」（生命保険）、「投資対象銘柄の選定に関し、スプレッドを重視している」（系統金融機関）といった点が挙げられた。

図表 22 地方債（個別発行債・共同発行債）への投資実績・今後の投資予定

#### 銀行

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	個別発行債	27	81.8%
	共同発行債	15	46.9%
投資経験なし、今後投資する予定	個別発行債	1	3.0%
	共同発行債	5	15.6%
投資経験あり、今後投資する予定なし	個別発行債	5	15.2%
	共同発行債	2	6.3%
投資経験なし、今後投資する予定なし	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	10	31.3%

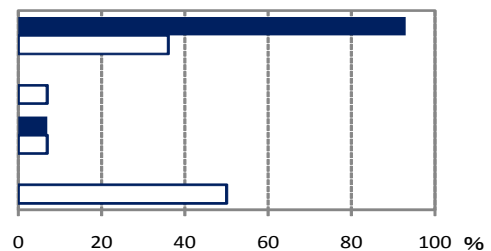
（回答：個別発行債33行、共同発行債32行）



#### 生損保等

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	個別発行債	13	92.9%
	共同発行債	5	35.7%
投資経験なし、今後投資する予定	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	1	7.1%
投資経験あり、今後投資する予定なし	個別発行債	1	7.1%
	共同発行債	1	7.1%
投資経験なし、今後投資する予定なし	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	7	50.0%

（回答：14社）

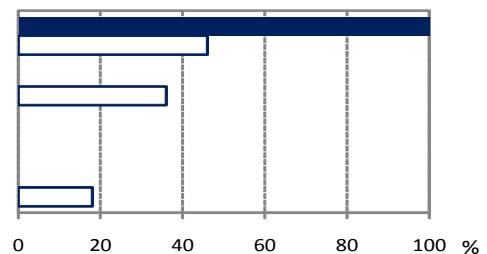


#### 系統金融機関

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	個別発行債	11	100%
	共同発行債	5	45.5%
投資経験なし、今後投資する予定	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	4	36.4%
投資経験あり、今後投資する予定なし	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	0	0.0%
投資経験なし、今後投資する予定なし	個別発行債	0	0.0%
	共同発行債	2	18.2%

（回答：11社）

（出所）アンケート調査



（参考）地方債証券は、国債証券（以下「国債」）と同様に金融商品取引法の企業内容開示における情報開示制度の適用が除外される「適用除外証券」と位置付けられている（金融商品取引法第3条）。

## （２）銀行等引受債への投資実績・今後の投資予定

銀行等引受債についての機関投資家へのアンケート調査では、「銀行等引受債（満期一括償還方式・定時償還方式）への投資実績・今後の投資予定」について、銀行は、「投資の経験があり、今後も投資する予定」との回答がどちらの方式でも最も多かった（満期一括償還方式 90.9%、定時償還方式 87.9%）。一方、生損保等では、回答のあった14生損保等では、現在までの投資実績の有無に関わらず「今後投資する予定はない」との回答が多かった（満期一括償還方式 71.5%、定時償還方式 85.7%）。（図表 23）

系統金融機関の場合、満期一括償還方式に「投資したことがあり、今後も投資する予定である」（72.7%）の回答が7割以上を占め、定時償還方式については、今後投資する予定が45.5%（「投資したことがあり、今後も投資する予定」36.4%、「投資したことはないが、今後投資する予定」9.1%）となっている。

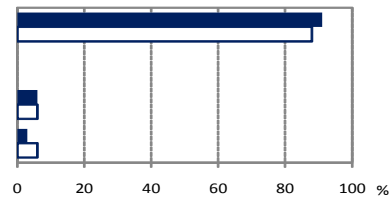
面談調査等では、系統金融機関は、銀行等引受地方債（証券発行方式）について、流動性の確保・管理上の便宜等の理由により、市場公募地方債と同様、満期一括償還方式が望ましいとの回答があった。銀行では、定時償還方式は、一般的に資産負債管理（ALM）上好ましいとされているものの、生命保険等では、流動性の点で定時償還方式は満期一括償還方式よりも劣後するとの指摘があった。

図表 23 銀行等引受債（満期一括償還、定時償還）への投資実績・今後の投資予定

### 銀行

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	満期一括償還	30	90.9%
	定時償還	29	87.9%
投資経験なし、今後投資する予定	満期一括償還	0	0.0%
	定時償還	0	0.0%
投資経験あり、今後投資する予定なし	満期一括償還	2	6.1%
	定時償還	2	6.1%
投資経験なし、今後投資する予定なし	満期一括償還	1	3.0%
	定時償還	2	6.1%

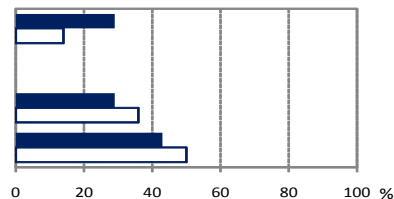
（回答：33行）



### 生損保等

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	満期一括償還	4	28.6%
	定時償還	2	14.3%
投資経験なし、今後投資する予定	満期一括償還	0	0.0%
	定時償還	0	0.0%
投資経験あり、今後投資する予定なし	満期一括償還	4	28.6%
	定時償還	5	35.7%
投資経験なし、今後投資する予定なし	満期一括償還	6	42.9%
	定時償還	7	50.0%

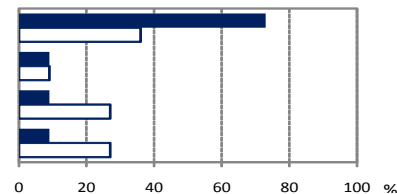
（回答：14社）



### 系統金融機関

投資実績・今後の投資予定	区 分	回答数	割合
投資経験あり、今後も投資する予定	満期一括償還	8	72.7%
	定時償還	4	36.4%
投資経験なし、今後投資する予定	満期一括償還	1	9.1%
	定時償還	1	9.1%
投資経験あり、今後投資する予定なし	満期一括償還	1	9.1%
	定時償還	3	27.3%
投資経験なし、今後投資する予定なし	満期一括償還	1	9.1%
	定時償還	3	27.3%

（回答：11社）



（出所）アンケート調査

（参考）現状、市場公募地方債は全て満期一括償還方式である一方、銀行等引受債については満期一括償還方式と定時償還方式（元利均等償還又は元金均等償還）がある。

## 5-2 機関投資家の地方債投資銘柄の選定基準等の状況

### (1) 地方債の保有姿勢

地方債の保有姿勢についての機関投資家へのアンケート調査では、銀行は、中長期保有が最も多く(78.1%)、満期保有は15.6%との回答であった。一方、生損保等は、満期保有が最も多く(71.4%)、中長期保有は28.6%となっており、系統金融機関も、満期保有が72.7%、中長期保有は18.2%となっている。(図表24)

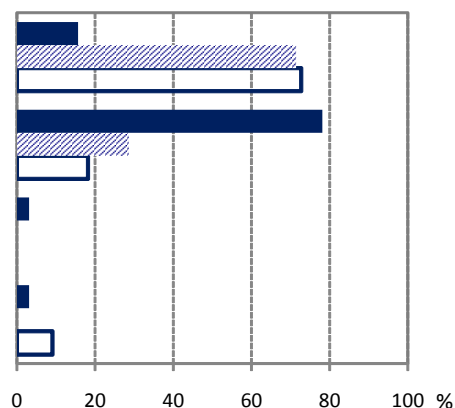
また、今後の地方債保有比率の増減について、アンケート調査では、「どちらともいえない」という回答が大半であった。(図表25)

面談調査等によれば、その理由は「金利環境や経営環境により、国債の保有額の増減がより大きくなるため、地方債の保有比率の増減については一概には言えない」(銀行)、「国債対比のスプレッド水準次第」(生損保等)、「適正なスプレッドが確保される範囲においては地方債投資を継続する」(系統金融機関等)などが挙げられた。

図表24 地方債の保有姿勢

保有姿勢	区 分	回答数	割合
途中売却せず、満期まで保有	銀行	5	15.6%
	生損保等	10	71.4%
	系統金融機関	8	72.7%
途中売却を想定しつつ、中長期的に保有	銀行	25	78.1%
	生損保等	4	28.6%
	系統金融機関	2	18.2%
途中売却を想定し、短期間保有	銀行	1	3.1%
	生損保等	0	0.0%
	系統金融機関	0	0.0%
その他	銀行	1	3.1%
	生損保等	0	0.0%
	系統金融機関	1	9.1%

(回答:銀行32行、生損保等14社、系統金融機関11社)

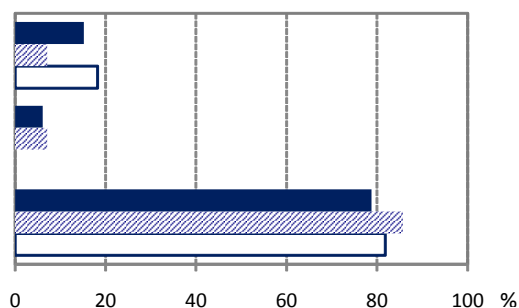


(出所) アンケート調査

図表25 今後の地方債保有比率の増減の検討

保有比率の増減の検討	区 分	回答数	割合
地方債保有比率の増加を検討	銀行	5	15.2%
	生損保等	1	7.1%
	系統金融機関	2	18.2%
地方債保有比率の減少を検討	銀行	2	6.1%
	生損保等	1	7.1%
	系統金融機関	0	0.0%
どちらともいえない	銀行	26	78.8%
	生損保等	12	85.7%
	系統金融機関	9	81.8%

(回答:銀行33行、生損保等14社、系統金融機関11社)



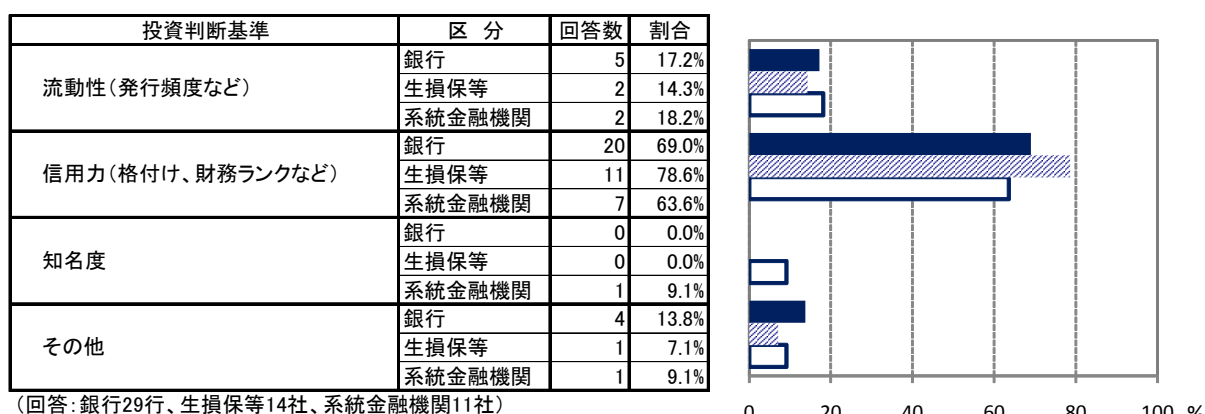
(出所) アンケート調査

## （２）地方債の投資基準等

地方債の投資基準等についての機関投資家へのアンケート調査では、個別発行債に投資する際、「信用力（格付け、財務ランクなど）」に基づいて投資判断を行っているとの回答が銀行、生損保等、系統金融機関のいずれにおいても最も多く見られ、次いで、流動性を判断基準にしているとの回答があった。（図表 26）

機関投資家への面談調査等では、各種財政指標、発行体による依頼格付け、財務ランク（R & I）等の情報に基づき市場公募団体毎に投資可能上限金額（クレジットライン）に差を設定している投資家もあり、発行体間の相対比較となった場合、信用力の高い銘柄を選好するとの指摘があった。

図表 26 全国型市場公募地方債（個別発行債）に投資する際の投資判断基準



（出所）アンケート調査

### 5－3 地方公共団体による格付け取得の状況

平成 18 年 10 月に市場公募地方債では初めて、横浜市がスタンダード・アンド・プアーズ(S&P)から依頼格付けを取得（AA－）したのを皮切りに、平成 19 年には、神戸市が格付投資情報センター(R&I)から、東京都がムーディーズ(Moody's)から依頼格付けを取得し※1、以降は、京都市、福岡県、大阪市、静岡県といった主に超長期債発行団体において、国内外の格付機関から依頼格付けを取得するケースが見られるようになった。

平成 22 年 1 月現在では、12 都県および 12 政令指定都市が単数もしくは複数の格付機関から依頼格付けを取得している。（図表 27）

格付機関の動きとしては、国内格付機関である R&I が、平成 19 年末に従来の勝手格付けの取り下げに合わせて、公募団体を 4 段階に分類した新財務ランク※2を公表した。

※1 平成 21 年 8 月ムーディーズは東京都の依頼格付けを取り下げた。

※2 平成 21 年 12 月 24 日付で公表中止を発表した。

図表 27 全国型市場公募地方債発行団体による依頼格付の取得状況

## (都道府県)

区 分	ムーディーズ	S & P	R & I	J C R
北海道	—	—	—	—
宮城県	—	—	—	—
福島県	—	—	—	—
茨城県	—	—	—	—
栃木県	—	—	AA+/安定的	—
群馬県	—	—	—	—
埼玉県	—	—	AA+/安定的	—
千葉県	—	—	—	—
東京都	—	AA/ネガティブ	—	—
神奈川県	—	—	—	—
新潟県	Aa2/安定的	—	—	—
福井県	—	—	AA/安定的	—
山梨県	—	—	—	—
長野県	—	—	—	—
岐阜県	—	—	—	—
静岡県	Aa2/安定的	—	AA+/安定的	—
愛知県	—	AA/ネガティブ	AA+/安定的	AAA
三重県※	—	—	—	—
京都府	—	—	—	—
大阪府	—	—	—	—
兵庫県	—	—	—	—
奈良県	—	—	AA/安定的	—
島根県	—	—	—	—
岡山県	—	—	AA/安定的	—
広島県	Aa2/安定的	—	—	—
徳島県	—	—	AA/安定的	—
福岡県	Aa2/安定的	—	—	—
熊本県	—	—	—	—
大分県	—	—	—	—
鹿児島県	—	—	—	—

## (政令指定都市)

区分	ムーディーズ	S & P	R & I	J C R
札幌市	Aa2/安定的	—	—	—
仙台市	—	—	—	—
さいたま市	—	—	—	—
千葉市	—	A+/安定的	—	—
横浜市	—	AA-/安定的	—	—
川崎市	—	—	—	—
相模原市※	—	—	—	—
新潟市	—	AA-/安定的	—	—
静岡市	Aa2/安定的	—	—	—
浜松市	Aa2/安定的	—	—	—
名古屋市	Aa2/安定的	—	—	—
京都市	Aa2/安定的	A+/安定的	—	—
大阪市	Aa2/安定的	AA-/ネガティブ	—	AA+
堺市	Aa2/安定的	—	—	—
神戸市	—	—	AA/安定的	—
岡山市	—	—	—	—
広島市	—	—	—	—
北九州市	—	—	—	—
福岡市	Aa2/安定的	—	—	—

注) 格付けは、2010年1月26日現在

ムーディーズの格付けは、依頼に基づく自国通貨建ておよび外貨建て発行体格付け

S&amp;P、R&amp;I、JCRの格付けは、依頼に基づく発行体格付け

※平成22年度において新規に全国型市場公募地方債発行団体となる予定

#### 5-4 金融危機による地方債への投資ニーズへの影響

##### (1) 金融危機による地方債の引受・募集への影響

金融危機による地方債の引受・募集への影響についての引受金融機関へのアンケート調査では、影響はあったとの回答が 58.1%（「影響はあった」32.6%、「やや影響はあった」25.6%）に対し、影響はなかったとの回答が 41.9%（「あまり影響はなかった」23.3%、「影響はなかった」18.6%）となっており、過半数は金融危機時において地方債への引受・募集への影響はあったとなっている。

影響の内容は、流動性選好が極度に高まったため、流動性プレミアムの拡大を通じて地方債のスプレッドが拡大、外国金融機関の業務縮小・撤退等のマイナスの影響が見られた一方、「質への逃避」の結果、信用力の高い債券への投資資金割合（アロケーション）の増加に伴い地方債市場に資金が流入したとの指摘もあった。

引受金融機関へのアンケート調査では、金融危機時における地方債の引受姿勢に変化はなかったが 68.2%、引受姿勢が変化したが 31.8%となっており、金融危機時において、地方債の引受・募集への影響はあったが、地方債の引受姿勢には大きな変化は見られなかった。

##### (2) 金融危機による投資家の動向

引受金融機関へのアンケート調査では、金融危機による投資家の動向について、金融危機前と比較し、金融危機時に投資家の数・資金量は減少したと感じたが 71.4%（「減少したと感じた」50.0%、「かなり減少したと感じた」21.4%）となっている。

一方、現在（金融危機後）においては、金融危機前と同程度に戻ったが 51.2%、危機前より増加したが 19.5%となっており、金融危機によって地方債への投資が一時大きく縮小したもののアンケート調査時点（8～9月）では回復したとする回答が多くを占めた。

##### (3) 金融危機による投資行動への影響

機関投資家へのアンケート調査では、金融危機による投資行動への影響について、金融危機による投資行動（債券全般）に対して影響はあったが 77.2%（「影響はあった」56.1%、「やや影響はあった」21.1%）で、7割以上を占めた。一方、金融危機による地方債への影響は債券全般への影響と比較して小さかったが 78.6%であったのに対し、債券全般に対して同程度の影響があったという回答は 12.5%にとどまり、金融危機により短期的に影響を受けたものの、地方債への影響は限定的であったと言える。

金融危機による地方債への影響は限定的であったが、今後の波乱要因として、国債発行増によるソブリン・リスクの浮上、IFRS の強制適用やバーゼル金融規制改革案（銀行の資本基盤の強化と流通性規制等）に向けた投資家や銀行の準備行動といった政策・制度要因に起因する投資家動向の変化等に留意する必要がある。

※IFRS : International Financial Reporting Standards（国際財務報告基準）



## 第4章 地方債の安定消化策

### 1. 市場公募地方債の商品性向上策

#### 1-1 個別発行市場公募地方債

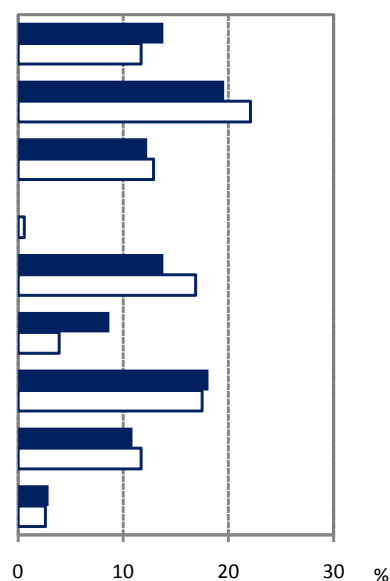
個別発行市場公募地方債についての引受金融機関・機関投資家へのアンケート調査では、商品性向上策として、「償還年限の多様化」（引受金融機関 19.6%、機関投資家 22.1%）が最も多く挙げられた（図表1）。

年限の多様化については、市場公募地方債は、10年債が中心となっているが、平成12年7月に5年債の発行が始まって以来、20年債（平成15年7月）、30年債（平成15年7月）、15年債（平成16年12月）、7年債（平成18年8月）、3年債（平成21年1月）、2年債（平成22年3月）が発行されている。しかし、現状では、地方公共団体（発行体）の個別事情や、投資家のニーズがあまり見られないことにより7年債や15年債はほとんど発行されていない。（図表2）

図表1 市場公募地方債（個別発行債）の商品性を向上させるための方策

内 容	区 分	回答数	割合
1銘柄あたりの発行ロットの拡大	引受金融機関	19	13.8%
	機関投資家	18	11.7%
償還年限の多様化	引受金融機関	27	19.6%
	機関投資家	34	22.1%
変動金利の導入	引受金融機関	17	12.3%
	機関投資家	20	12.9%
物価連動債の導入	引受金融機関	0	0.0%
	機関投資家	1	0.6%
マーケットメイクの充実	引受金融機関	19	13.8%
	機関投資家	26	16.9%
税制面での優遇	引受金融機関	12	8.7%
	機関投資家	6	3.9%
発行団体に関する情報提供	引受金融機関	25	18.1%
	機関投資家	27	17.5%
地方財政制度・地方債制度に関する情報提供	引受金融機関	15	10.9%
	機関投資家	18	11.7%
その他	引受金融機関	4	2.9%
	機関投資家	4	2.6%

（回答：引受金融機関49行・社、銀行33行、生損保等14社、系統金融機関11社）  
※複数回答：引受金融機関117、機関投資家146）



（出所）アンケート調査

図表2 年限別発行団体数・発行額の推移

(単位:億円)

年度	全 国 型 市 場 公 募 地 方 債											住民参加型 市場公募 地方債	外貨地方債						
	10 年 債		3 年 債	5 年 債	7 年 債	超 長 期 債			合 計										
	個別発行 数	発行 額				15 年債 数	20 年債 数	30 年債 数											
										共同発行 数	発行 額			数	発行 額	数	発行 額		
H10	28	17,540							28	17,540		2	293						
H11	28	20,610							28	20,610		2	257						
H12	28	19,340		12	3,350				28	22,690		1	197						
H13	28	17,940		15	4,300				28	22,240	1	10.0							
H14	28	20,580		17	6,150				28	26,730	34	1,635.5							
H15	20	23,710	27	19	10,450		3	700	29	43,530	79	2,682.0							
H16	25	26,770	27	22	12,320		1	150	5	1,350	2	300	33	53,320	94	3,276.3	1	217	
H17	29	29,100	27	24	13,080			1	200	9	2,350	4	700	35	58,450	106	3,445.2	1	607
H18	32	26,500	29	25	10,550	1	400	1	100	15	3,600	5	700	38	55,090	123	3,513.1	1	499
H19	34	24,400	28	26	10,650	1	200			19	4,950	10	1,790	42	54,130	122	3,083.3	1	499
H20	37	26,550	30	2	750	25	11,580			19	7,780	10	1,850	44	60,810	102	2,649.5		
H21 (1月末実績)	39	27,050	33	2	500	25	11,530			20	7,110	7	1,400	47	59,190	73	2,162.4		

(出所) 総務省公表資料、地方債協会公表資料

機関投資家へのアンケート調査では、預金等短期資金を運用原資とする銀行や系統金融機関は、デュレーションの短期化による金利リスク回避姿勢等を理由に、5 年を選好する傾向にある。一方、生命保険会社等は、資産と負債のデュレーションマッチング、ソルベンシー・マージン比率の見直し等を背景に、超長期債を志向している。

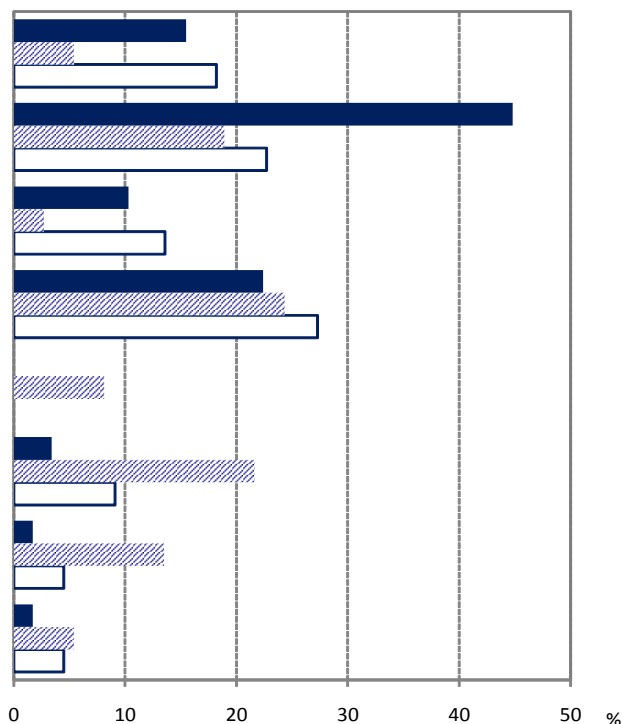
(図表 3)

図表3 市場公募地方債（個別発行債）に望む年限

年 限	区 分	回答数	割合
3年	銀行	9	15.5%
	生損保等	2	5.4%
	系統金融機関	4	18.2%
5年	銀行	26	44.8%
	生損保等	7	18.9%
	系統金融機関	5	22.7%
7年	銀行	6	10.3%
	生損保等	1	2.7%
	系統金融機関	3	13.6%
10年	銀行	13	22.4%
	生損保等	9	24.3%
	系統金融機関	6	27.3%
15年	銀行	0	0.0%
	生損保等	3	8.1%
	系統金融機関	0	0.0%
20年	銀行	2	3.4%
	生損保等	8	21.6%
	系統金融機関	2	9.1%
30年	銀行	1	1.7%
	生損保等	5	13.5%
	系統金融機関	1	4.5%
その他	銀行	1	1.7%
	生損保等	2	5.4%
	系統金融機関	1	4.5%

(回答:銀行33行、生損保等14社、系統金融機関11社)※複数回答:銀行58、生損保等37、系統金融機関22

(出所) アンケート調査



投資家の資金には、その業態により、例えば、預金等の短期資金を運用原資とする金融機関や生命保険・年金等の超長期資金を原資とする資金規模の大きい投資家が存在している。このようなことから、地方債の償還年限の設定に関しては、それぞれの投資家の運用原資の性質等を勘案し、償還年限を設定することが重要である。

また、地方公共団体においては、債券の需給動向、投資家のニーズ等を踏まえつつ、コスト（利払い負担等）、借換え時の金利上昇リスク、将来の償還額、借換え額等も総合的に勘案の上、適切な発行年限の設定及び適切な組み合わせの年限構成になるよう留意が必要である。

アンケート調査で挙げられた「1銘柄あたりの発行ロット（発行単位）の拡大」については、地方債証券の市場における流動性の向上を図る観点から、同一日に同一の条件で発行するものについては、会計別、事業債別、借換債、過年度債等により区分することなく、1銘柄に統合して発行することも考えられる。また、地域別共同発行債等を利用して、発行単位的大型化を図ることも一助となる。

## 1-2 共同発行市場公募地方債

引受金融機関・機関投資家へのアンケート調査では、「共同発行債の商品性向上策」について、「償還年限の多様化」（引受金融機関 21.7%、機関投資家 21.4%）が最も多く挙げられた。（図表 4）

引受金融機関への面談調査等によれば、5 年債及び 20 年債へのニーズが多かった。5 年債は投資家層が 10 年債の投資家とほとんど同じであり消化が可能との意見があった。一方、20 年債については、「投資家ニーズは強いことから、主幹事方式など引受リスクを極小化するような工夫をした上で、安定消化が可能」との意見があった。

また、平成 20 年度海外地方債 IR において、欧州投資家から共同発行債の 5 年債や 20 年債の発行の可能性について質問があるなど、海外投資家からの関心も寄せられた。

アンケート調査では、「償還年限の多様化」以外にも、「マーケットメイクの充実」、「発行団体（共同発行債の仕組み等）に関する情報提供」等が挙げられた。

マーケットメイクに関しては、社債市場の活性化に関する懇話会ワーキング・グループ（日本証券業協会）※においての議論等が参考になる。

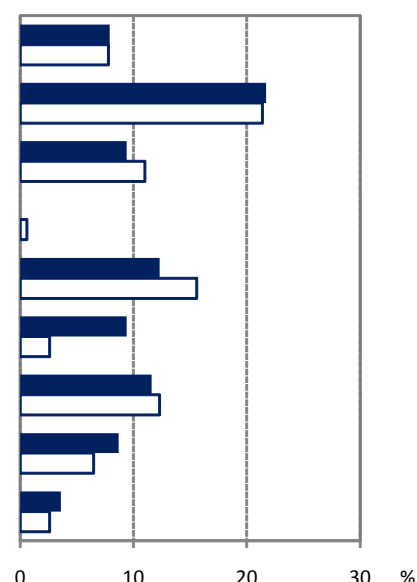
また、引受金融機関への面談調査等では、共同発行債の情報提供について、主要な個別投資家への訪問を行うなどの IR 活動の充実の必要性が指摘された。

※「社債市場の活性化に関する懇話会」（日本証券業協会）

我が国の金融・資本市場の機能強化及び安定化のために、社債市場の活性化を図り、企業の中長期の資金調達手段、投資家の運用手段の多様化を図ることが必要であることから、幅広く市場関係者及び有識者が参加し、社債市場の現状及び活性化に向けた様々な課題について議論することを目的として、日本証券業協会の諮問機関として設置された。

図表 4 共同発行債の商品性を向上させるための方策

内 容	区 分	回答数	割合
1銘柄あたりの発行ロットの拡大	引受金融機関	11	7.9%
	機関投資家	12	7.8%
償還年限の多様化	引受金融機関	30	21.7%
	機関投資家	33	21.4%
変動金利の導入	引受金融機関	13	9.4%
	機関投資家	17	11.0%
物価連動債の導入	引受金融機関	0	0.0%
	機関投資家	1	0.6%
マーケットメイクの充実	引受金融機関	17	12.3%
	機関投資家	24	15.6%
税制面での優遇	引受金融機関	13	9.4%
	機関投資家	4	2.6%
発行団体に関する情報提供	引受金融機関	16	11.6%
	機関投資家	19	12.3%
地方財政制度・地方債制度に関する情報提供	引受金融機関	12	8.7%
	機関投資家	10	6.5%
その他	引受金融機関	5	3.6%
	機関投資家	4	2.6%



（回答：引受金融機関49行・社、銀行33行、生損保等14社、系統金融機関11社）

※複数回答：引受金融機関138、機関投資家154

（出所）アンケート調査

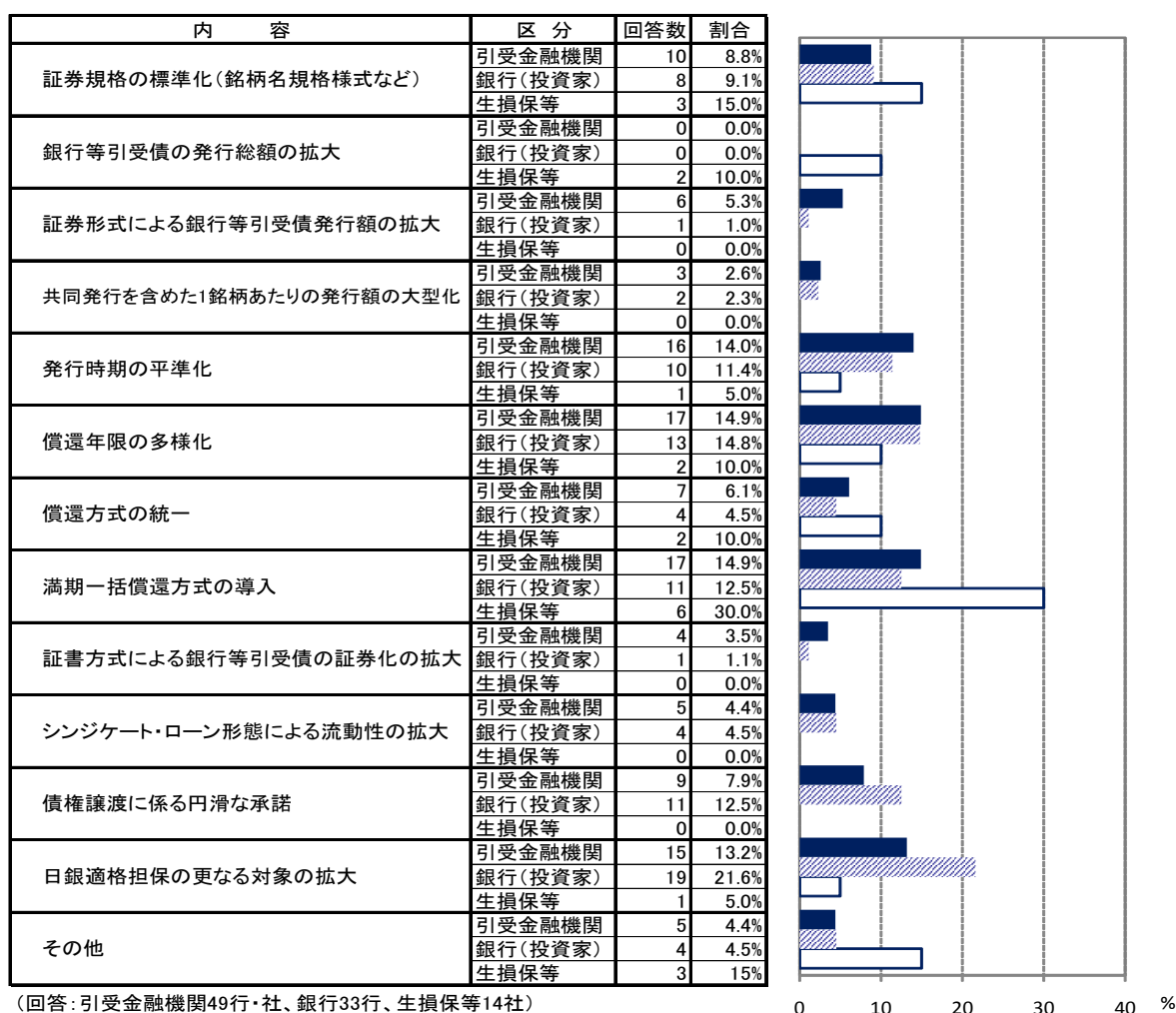
## 2. 銀行等引受債の商品性向上策

### 2-1 銀行等引受債の商品性向上策

引受金融機関・機関投資家（銀行・生損保等）へのアンケート調査では、「銀行等引受債の商品性向上策」として、最も多いのは「満期一括償還方式の導入」、「日銀適格担保の更なる対象の拡大」との回答であった。（図表5）

現状、銀行等引受債については、満期一括償還方式と定時償還方式（元利均等償還又は元金均等償還）がある。機関投資家への面談調査等によれば、証券発行の場合、定時償還方式は満期一括償還方式に比べ流動性の点で劣後する、償還単位での事務負担が発生する等の理由から満期一括償還方式が選好されており、証書発行の場合、最終期日までの持ち切りを前提とするため平均償還年限が短縮されることから、金利リスク対比で収益性の高い定時償還方式が望ましいとの意見があった。

図表5 銀行等引受債の商品性を向上させるための方策



定時償還方式については、地方公共団体（発行体）では元本の逡減により支払金利総額の抑制を図りやすいことや、金融機関では平均償還年限が短縮されることから、一般的に資産負債管理(ALM)上好ましいとされていること等のメリットはあるものの、流動性の点で満期一括償還方式よりも劣後するというデメリットがあるため、メリット・デメリットを十分に踏まえ、判断することが重要である。

また、証書借入方式については、金融機関等との相対取引の中で、双方のニーズに応じた多様な商品性の設定が可能であることから、各地方公共団体の事情を踏まえ、適切な償還方式を検討することが重要である。

## 2-2 日銀適格担保拡充による銀行等引受債への影響等

### (1) 日銀適格担保拡充の内容と影響

日本銀行の適格担保基本要領の一部改正（平成21年4月7日決定）により、従来から対象とされてきた市場公募地方債等に加え、以下の（ア）及び（イ）の適格基準を満たす地方公共団体に対する証書貸付債権が、新たに適格担保の対象とされた。

#### 「適格担保取扱基本要領」の一部改正等について

地方公共団体に対する証書貸付債権

- （ア） 入札等の貸付条件の決定方法、債務者における公募地方債の発行実績等を勘案して、日本銀行が適格と認めるものであること。
- （イ） 残存期間が10年以内のものであること。

また、これまで、証券形式による非公募地方債については、発行年限が同じである市場公募地方債と表面利率が一致すること等の条件を満たすものに限り、適格担保の対象とされてきたが、平成16年4月以降に発行された証券形式による非公募地方債については、発行年月が同じである市場公募地方債との表面利率の差が0.04%（4bp）のものまで、適格担保の範囲が拡大された。

これらの措置により、金融機関の資金繰りの改善及び貸出余力の増大、地方債の流動性の改善及び地方債資金の円滑化・発行条件の改善が期待されている。

#### 日銀適格担保について

##### （定義）

日本銀行が適格と認める担保であること。金融機関等は、日本銀行に差し入れている適格担保の範囲内で、共通担保供給オペ、補完貸付、日中当座貸越など、日本銀行から様々な形態で与信を受けることができる。

##### （適格基準）

##### イ 信用度

債務者の財務内容、格付機関から格付を取得している場合には、その格付等債務者に関する事情を勘案して、元利金の支払いが確実であると本行が認めるものであること。

##### ロ 市場性

金融市場における取引実態等に照らして、換価処分による資金化が容易であると本行が認めるものであること。

##### ハ その他の適格基準

- （イ） 円建てであること。
- （ロ） 国内において発行、振出または貸付等が行われたものであること。
- （ハ） 準拠法が日本法であること。
- （ニ） （イ）から（ハ）までのほか、本行による担保権その他の権利の行使に支障がないと認められること。

機関投資家としての銀行へのアンケート調査及び面談調査等では、定時償還の形式をとるものなど、適格担保の対象が拡大された証券形式の地方債の利用状況については、「利用している」が8件(25.0%)、「利用を検討」が3件(9.4%)となった。「利用している」理由として、「定時償還方式の地方債を担保とすることができたため、引受余力にはプラスの効果があつた。」などが挙げられた。さらに日本銀行の新型オペ(平成21年12月導入)の担保にも活用可能となったことから、「積極的に利用したい。」とする意見もあった。

また、初めて適格担保の対象とされた証書形式の地方債については、「利用している」は回答がなく、「利用を検討している」が6件(18.8%)となった。検討内容としては、「縁故債の起債が増加していけば、担保に使う可能性は出てくる。」などが挙げられた。

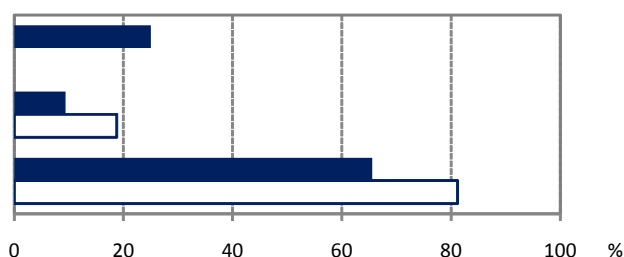
一方、「利用していない」は26件(81.2%)と最も多く、この理由としては、「現時点においての資金繰り上、証書形式の債権を担保に入れる必要はなかったため、利用していない。」などが挙げられた。(図表6)

図表6 日銀適格担保としての地方債の利用状況

区 分	形 式	回答数	割合
利用している	証券形式	8	25.0%
	証書形式	0	0.0%
利用を検討	証券形式	3	9.4%
	証書形式	6	18.8%
利用していない	証券形式	21	65.6%
	証書形式	26	81.2%

(回答:機関投資家(銀行)32行)

(出所) アンケート調査



(参考) 日本銀行が受け入れている担保の残高

(単位: 億円)

種 別	H20. 12. 30	H21. 3. 31	H21. 6. 30	H21. 9. 30	H21. 12. 30	H22. 2. 26
	額 面 (担保価額)	額 面 (担保価額)	額 面 (担保価額)	額 面 (担保価額)	額 面 (担保価額)	額 面 (担保価額)
国 債	679,297 (658,836)	720,685 (701,699)	674,512 (656,109)	692,408 (679,334)	702,948 (692,852)	776,807 (766,618)
国庫短期証券	176,320 (174,409)	205,228 (203,037)	180,672 (178,786)	192,685 (190,663)	202,772 (200,660)	246,331 (243,772)
政府保証付債券	24,093 (23,716)	27,270 (23,934)	21,313 (21,006)	19,622 (19,452)	19,101 (19,111)	19,173 (19,145)
政府保証付短期債券	—	0	0	0	0	0
地方債(証券)	29,642 (28,960)	29,856 (29,183)	28,539 (27,856)	29,110 (28,573)	29,668 (29,380)	28,863 (28,513)
地方公共団体向け 証書貸付債権	—	—	0	195 (162)	442 (353)	616 (486)
財投機関等債券	12,660 (11,946)	11,648 (10,938)	11,163 (10,542)	10,614 (10,181)	10,242 (9,884)	10,355 (9,921)
社 債	11,051 (10,622)	15,367 (14,796)	15,750 (15,241)	15,741 (15,391)	15,616 (15,554)	15,770 (15,680)

(出所) 日本銀行



## （２）日銀適格担保拡充の課題等

日銀による金融緩和および預金の流入が継続している環境において、金融機関の資金繰りには総じて問題がない状況となっている。

適格担保は「金融機関が自らの資金繰りの一環として活用するもの」であることから、資金繰りに困窮する状況となっていないことも、地方債の担保としての活用が進んでいない一因である。

日銀適格担保のさらなる拡充策として、証書貸付債権の適格要件の緩和（「3 金融機関以上の競争入札により金利決定した債権」の要件緩和等）、適格対象の拡大（残存期間10年超及び債権譲渡が行われた貸付債権（セカンダリー債権）の対象化）などを望む意見があった。また、証券発行の日銀適格担保制度の運用においては、公募債に準ずる市場性の認定基準の緩和（参照対象としての「発行年月が同じである市場公募地方債」がないあるいは極めて少ない超長期債についても、セカンダリー市場での実勢価格等を勘案して適格担保として認知）を求める指摘があった。

今後、日銀適格担保の対象範囲が拡大され、利用が促進されるような環境づくりや実務的な理解の促進などが継続して行なわれることも重要である。

### 3. 海外投資家による投資促進に向けた環境整備

#### 3-1 海外投資家層拡大の意義

現在、日本国内の機関投資家における豊富な資金量を背景に、地方債による民間資金調達に特段の支障は生じていない。しかしながら、今後の地方債発行残高の積み上がりや金融市場環境の変化による国内投資家の投資動向の変調がある場合に備えるためにも、投資家層の多様化は必要であり、特に、国内投資家とは異なる投資行動を取る海外投資家層の拡大は中長期的に重要な課題となると考えられる。

#### 3-2 海外投資家の動向と業態

現在、本邦債券に係る非居住者等による保有割合は、日本銀行「資金循環統計（平成21年9月末速報値）」によると、国債は6.1%、政府関係機関債は4.3%、事業債は1.1%となっている。一方、地方債における保有割合は、0.2%の1,253億円にとどまり、非居住者等による地方債投資はそれほど進んでいない状況にある。（図表7）

図表7 非居住者等による日本の公社債保有状況

（単位：億円）

区 分	合 計	うち非居住者等の保有額	非居住者等の占める割合
国債(含:財投債)	6,807,821	394,403	5.8%
地方債	687,145	1,253	0.2%
政府関係機関債	721,540	30,777	4.3%
金融債	201,972	0	0.0%
事業債	726,103	7,807	1.1%

（出所）日本銀行資金循環統計（2009年9月末の速報値）

本邦地方債投資を行う海外投資家の種類については、（1）アセット・スワップ・プレーヤーと（2）円ポートフォリオ保有ニーズのある投資家が想定され、具体的には、カバード・ボンド※発行銀行、アセット・マネジメント、ヘッジファンド、さらに中央銀行、政府系ファンド(SWF)等が挙げられる。（図表8）

地域特性で見た場合、欧州はカバード・ボンドの適格資産として本邦地方債を位置付けている国もある一方、アジア地域については、主に外貨準備の観点から円を保有していることなどが特性として指摘されている。（図表9）

※カバード・ボンド(Covered Bond)とは、「担保付債券」を意味する。担保には、住宅ローン、地方公共団体向け貸付や船舶等が挙げられ、資産をバランスシートに残したまま担保権を設定して発行される債券のことである。

図表8 海外投資家の業態

(1) アセット・スワップ・プレーヤー	(2) 円ポートフォリオ保有ニーズ
<ul style="list-style-type: none"> <li>・クロス・カレンシー・アセット・スワップ後の地方債利回りが現地の投資商品と比べて収益に魅力のある場合に積極的に購入。</li> <li>・外債への投資経験がある。</li> <li>・発行規模は、さほど問題ではない。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・通貨分散や外貨準備等の観点から円の投資商品を保有する必要がある為、現地の投資商品との収益比較を必ずしも絶対視しない。</li> <li>・短期ものへのニーズがある。</li> <li>・発行規模の大きさや高い流動性を求める。</li> </ul>

図表9 海外投資家の地域別特性

地 域	特 性
欧 州	<ul style="list-style-type: none"> <li>・カバード・ボンド適格担保資産として日本の地方債を位置付けている国（フランス、ドイツ、アイルランド、ルクセンブルグ）もあり、投資実績がある。</li> </ul>
アジア	<ul style="list-style-type: none"> <li>・外貨準備の観点から円を多く保有している政府系ファンド等がある。</li> <li>・国債の代替投資資産として地方債を位置付けている投資家がいる。</li> </ul>
米 国	<ul style="list-style-type: none"> <li>・開示情報等の観点から SEC に登録された有価証券を購入する傾向がある。</li> <li>・国内市場が十分に大きいことから、他国証券（欧州を含む）への投資は少ない。</li> </ul>

### 3-3 非居住者等非課税制度の創設と制度改善

#### (1) 振替地方債利子の非課税制度の創設

平成20年1月以前、本邦地方債（国内債）に関して、非居住者等が受け取る利子については、所得税法第161条第4号および第213条により、基本的には15%の源泉徴収が行われてきた。

平成19年3月に成立した租税特別措置法第5条の2の改正に伴い、一定の要件を満たせば、平成20年1月1日以降に非居住者等に支払われる振替地方債の利子については、非課税措置が適用されることとなった。

#### 租税特別措置法第5条の2

- 1 非居住者又は外国法人が支払いを受ける振替地方債の利子については、振替国債と同様に、非課税適用申告書の提出等を要件として、所得税又は法人税を課さないこととし、源泉徴収を免除する。
- 2 振替国債の利子について非課税適用申告書を提出している場合には、一定の要件の下に振替地方債の利子について非課税適用申告書を提出しているものとみなすなど、所要の特例措置を講ずる。

#### (2) 非居住者等の非課税手続きの簡素化等について

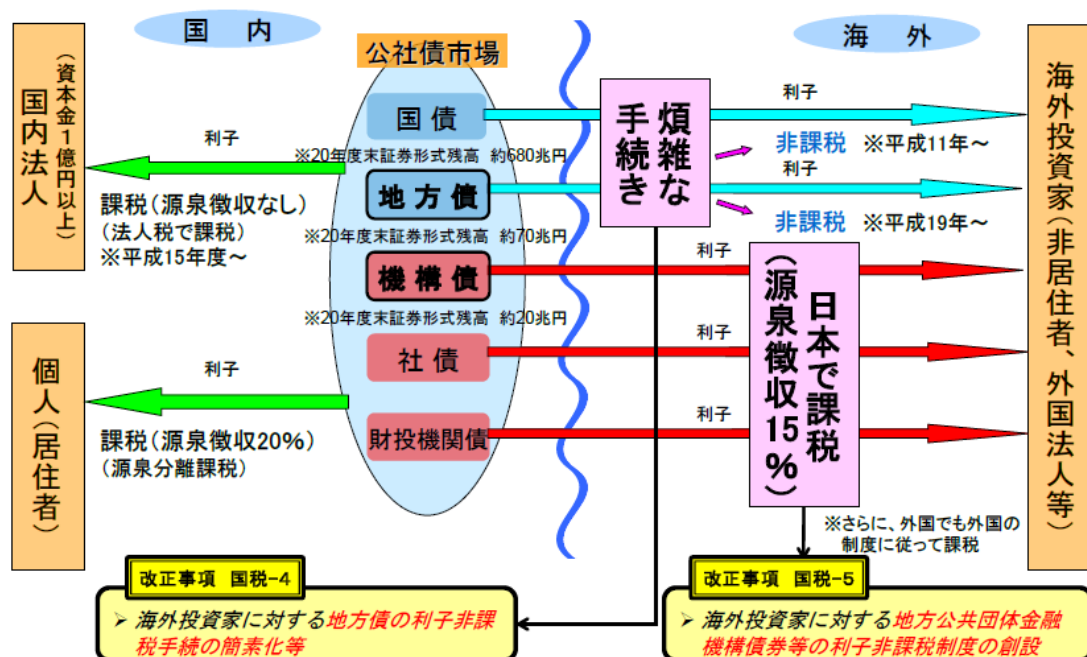
海外投資家による我が国の金融・資本市場への投資の促進に向けた非課税制度の改善案が、平成22年度税制改正大綱として平成21年12月に閣議決定された。平成22

年度税制改正の主要要望結果の概要によれば、「非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税手続きの簡素化及び非課税対象者等の拡充[所得税、法人税]」、「非居住者等の受け取る振替地方公共団体金融機構債券等の利子等に係る非課税制度の創設[所得税、法人税]」が盛り込まれた。

この決定を受けて、「非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税手続きの簡素化及び非課税対象者等の拡充として、(1)非課税措置の適用手続きを発行体毎(多数)ではなく振替機関毎に変更するなどの手続きの簡素化、(2)非居住者等の範囲を海外の年金基金等が対象となるよう明確化するなどが実現されることとなった。なお、地方公共団体金融機構債等の利子についても非課税の対象とされることになる。

以上のような非課税措置の簡素化・拡充への取組みは、海外からの投資家の呼び込みによる地方債市場の活性化に繋がると期待する声強い。

**非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税手続きの簡素化及び非課税対象者等の拡充  
非居住者等の受け取る振替地方公共団体金融機構債券等の利子等に係る非課税制度の創設**



(出所) 総務省

### 3-4 ユーロ円債発行のための地方財政法施行令の改正

平成20年2月に地方債協会が単独で海外IR（欧州）を実施した際、多数の海外投資家から日本国内債への投資につなげるためのステップとして、海外投資家が購入し易いユーロ円債の発行も行うべきである旨の強い要望を受けた。これらを受け、ユーロ円債の発行が可能となるよう平成20年9月に政令改正が行われた。

金融情勢にもよるが、ユーロ円債の発行は海外投資家に対する一つの有効なアプローチ手法と考えられる。

地方財政法施行令

（国外地方債証券の特例）

第三十六条 国外地方債証券（本邦以外の地域において発行する地方債証券をいう。以下同じ。）の発行、国外地方債証券の記名式と無記名式との間の転換、国外地方債証券に関する帳簿ならびに欠けている利札のある国外地方債証券の償還及び当該利札の所持人に対する支払いについては、第二十四条から前条までの規定にかかわらず、当該国外地方債証券の準拠法又は発行市場の慣習によることができる。

### 3-5 地方債海外IRの取組み事例

地方債の流動性確保や将来にわたる安定的な資金調達環境の整備等の観点から、国内投資家とは異なる運用ニーズを持つ海外投資家層の拡大を目的として、平成20年度（欧州）、平成21年度（アジア地域）に総務省、地方公共団体、(財)地方債協会の三者共催により地方債の海外IRを実施した。

また、全国型市場公募地方債発行団体の中には、東京都、福岡県、福岡市などのように単独での海外IRを実施している団体もある。平成19年度から現在までの取組み状況は以下のとおりである。（図表10）

図表 10 地方公共団体による海外 I Rの実施状況

団 体 名	時 期	訪 問 都 市	内 容
東京都	平成 19 年 5 月	ロンドン	Japan Capital Markets Summit に参加、他は個別投資家訪問
東京都	平成 19 年 10 月	ロンドン、パリ、フランクフルト	副知事、公債課長等による個別投資家訪問、オリンピック会場視察等
福岡県	平成 20 年 1 月	フランクフルト、デュッセルドルフ、パリ	副知事、財政課副課長による個別投資家訪問
(財)地方債協会	平成 20 年 2 月	ロンドン、パリ、フランクフルト	理事長他による個別投資家訪問及びセミナー
東京都	平成 20 年 7 月	ソウル、北京、香港	副知事、公債課長等による個別投資家訪問
総務省、静岡県、川崎市、京都市、(財)地方債協会	平成 20 年 10 月	ロンドン、ベルリン、フランクフルト、パリ、ダブリン	総務省自治財政局審議官、地方債課課長補佐、静岡県総務部財政室参事、川崎市財政局財政部資金課長、京都市理財局担当課長、地方債協会理事長等による個別投資家訪問及びセミナー
福岡市	平成 20 年 11 月	ソウル	財政局長、総務資金課担当による個別投資家訪問
東京都	平成 21 年 6 月	ロンドン、パリ	Japan Fixed Income Forum(6/22)に参加。他は公債課長等による個別投資家訪問
静岡県	平成 21 年 6 月	ロンドン、フランクフルト、デュッセルドルフ	Japan Fixed Income Forum(6/22)に参加。他は財政室担当による個別投資家訪問
総務省、静岡県、川崎市、(財)地方債協会、地方公共団体金融機構	平成 21 年 10 月	ソウル、シンガポール、香港、北京	総務省自治財政局審議官、地方債課課長補佐、静岡県総務部財政室長、川崎市財政局財政部資金課長、地方債協会理事長他による個別投資家訪問及びセミナー。 地方公共団体金融機構理事はセミナーに参加

### 3-6 海外投資家層拡大における課題

総務省、全国型市場公募地方債発行団体、(財)地方債協会が主体となって実施した欧州（平成20年度）及びアジア地域（平成21年度）地方債海外IRでのアンケート結果によれば、海外投資家による地方債投資のために、言語、ドキュメンテーション、流動性、決済等の問題が解決されることを望むとの指摘が多く挙げられた。

なお、欧州およびアジアの両地域において、本邦地方債の信用力が地方債投資を阻むと考える回答は無かった。（図表11）

以上のことから、海外投資家に向けた各種IR資料を英語で準備すること等が必要である。さらに、海外投資家へ英語での情報提供を行うに際し、一貫性を持って行うことができるよう一元的に提供することが望ましい。

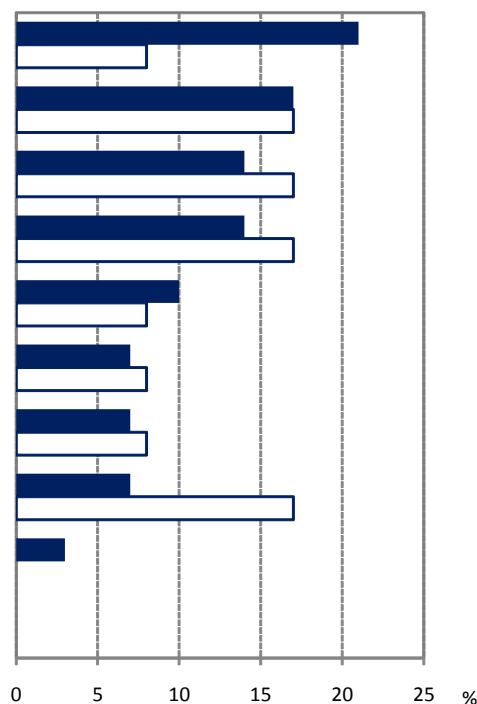
地域別の特色としては、欧州の投資家の多くが既に本邦地方債への投資経験があることから、地方債の高い信用力や償還の確実性について概ね理解しており、さらに細かい実務的な点、特に決済等についての関心が高い。一方、アジアの投資家は地方債の商品性そのものに対する認知度が低いことから制度面を含めた地方債全般に対する関心が高くなっている。

以上の点を踏まえ、海外投資家層の投資傾向・投資動向等について、適宜、情報収集を行うことも重要である。

図表11 海外投資家による地方債投資を阻むと考えられる主な要因

内 容	区 分	回答数	割合
決済(Settlement)	欧州	6	20.7%
	アジア	1	8.3%
言語(Language)	欧州	5	17.2%
	アジア	2	16.6%
ドキュメンテーション(Documentation)	欧州	4	13.8%
	アジア	2	16.6%
流動性(Liquidity)	欧州	4	13.8%
	アジア	2	16.6%
開示状況(Disclosure Levels)	欧州	3	10.3%
	アジア	1	8.3%
スプレッド(Spread/Yield)	欧州	2	6.9%
	アジア	1	8.3%
日本の地方財政制度の複雑さ(Complexity of Japanese Local Public Finance)	欧州	2	6.9%
	アジア	1	8.3%
格付取得(Availability of Credit Ratings)	欧州	2	6.9%
	アジア	2	16.6%
その他(通貨等)(Others(Currency))	欧州	1	3.4%
	アジア	0	0.0%
信用力(Credit Quality)	欧州	0	0.0%
	アジア	0	0.0%

(回答:欧州29(ロンドン、ベルリン、フランクフルト)、アジア12(シンガポール、香港))



## 第5章 地方公共団体によるIR活動の向上策

### 1. IR（投資家向け情報提供）活動の実施状況

#### 1-1 IR活動の重要性

市場公募地方債の発行条件決定方式については、平成18年9月より従前の「統一条件交渉方式」から「個別条件交渉方式」へ全面的な移行が行われた。この変更に伴って、市場公募地方債の発行に際しては、不特定多数の投資家が参加する市場での個々の発行体に対する評価が地方債発行の資金調達コストに反映されることとなった。

これまで、総務省・地方公共団体ともに積極的に地方債に関するIR活動を推進してきたことから、地方債の商品性やその信用力を支える地方財政制度の仕組み（①地方交付税を中心とした地方財政制度に基づくマクロ・ミクロ両面での財源保障、②地方債発行に係る同意・許可制度、③地方公共団体財政健全化法に基づく早期健全化・再生制度）については、既に多くの機関投資家の理解を得ているところである。

地方分権の流れや財政投融资改革などを受け、今後、さらに市場化の推進はより一層進められることが予想される。こうした地方債を取り巻く環境変化の下、地方公共団体による安定的かつ円滑な資金調達の実現・地方債の安定消化のためには、投資家が地方債に関する理解を深め、適切な投資判断を行うことができるように、毎年度変化するそれぞれの地方公共団体の財政運営の状況や将来の見通しについても十分な情報提供を行うことが不可欠である。

地方公共団体のIRの内容・手段の充実を図り、投資家との双方向型コミュニケーションを図ることで、投資家からの信任を獲得し、地方債保有が促進され、最終的には地方債の円滑な消化および発行コストの低減に寄与することとなる。

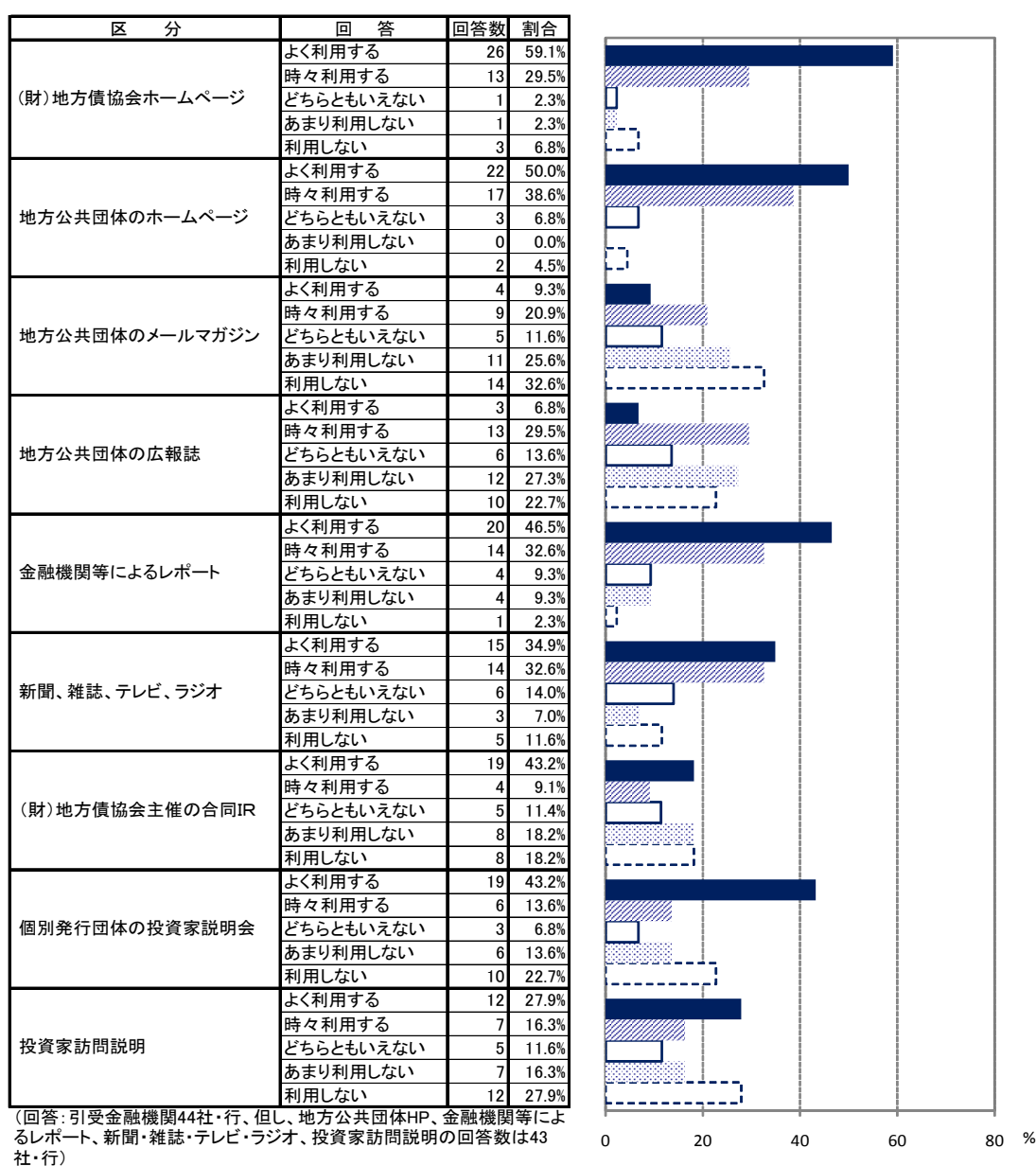


## 1-2 投資家等による地方債情報の収集手段・方法

投資家等による地方債情報の収集手段・方法としては、電子媒体であるホームページ、メールマガジン、現物媒体である金融機関のレポート、地方公共団体の広報誌・刊行物、パンフレット、ポスター等に加え、IR説明会や投資家訪問説明といったものがある。

引受金融機関へのアンケート調査では、地方公共団体による情報提供手段の中では、限られた時間の中で迅速かつ確実に情報を入手する手段として、(財)地方債協会ホームページ、地方公共団体ホームページが最もよく利用されている。(図表1)

図表1 投資家等による地方債情報の収集手段・方法（引受金融機関の回答）



(出所) アンケート調査

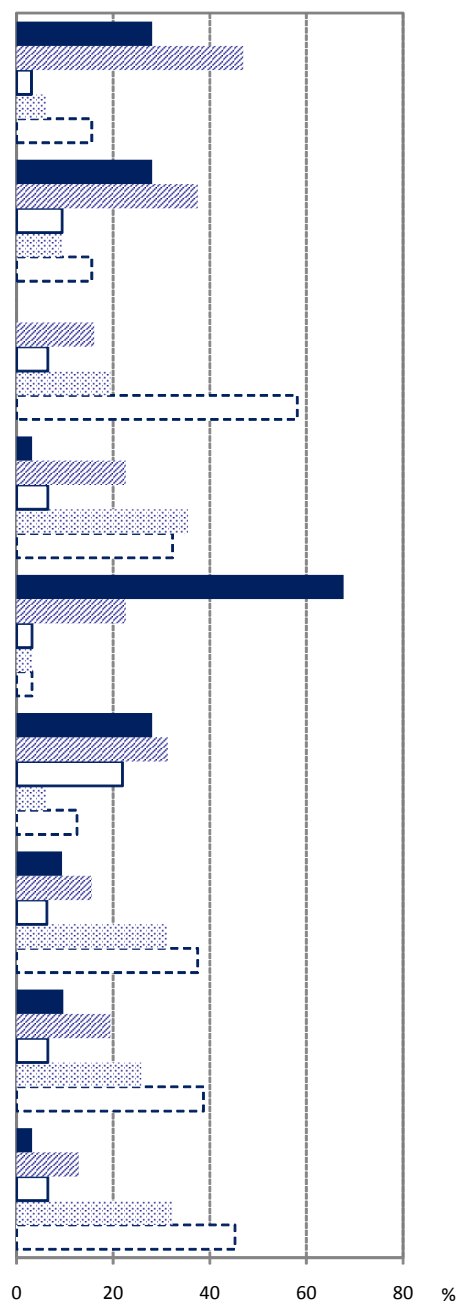
機関投資家へのアンケート調査では、金融機関等によるレポート、(財)地方債協会のホームページ、地方公共団体のホームページの利用度合いが高く、投資家説明会はそれらに次ぐものとなっている。(図表2)

図表2 投資家等による地方債情報の収集手段・方法（機関投資家の回答）

## ＜機関投資家(銀行)＞

区 分	回 答	回答数	割合
(財)地方債協会ホームページ	よく利用する	9	28.1%
	時々利用する	15	46.9%
	どちらともいえない	1	3.1%
	あまり利用しない	2	6.3%
	利用しない	5	15.6%
地方公共団体のホームページ	よく利用する	9	28.1%
	時々利用する	12	37.5%
	どちらともいえない	3	9.4%
	あまり利用しない	3	9.4%
	利用しない	5	15.6%
地方公共団体のメールマガジン	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	5	16.1%
	どちらともいえない	2	6.5%
	あまり利用しない	6	19.4%
	利用しない	18	58.1%
地方公共団体の広報誌	よく利用する	1	3.2%
	時々利用する	7	22.6%
	どちらともいえない	2	6.5%
	あまり利用しない	11	35.5%
	利用しない	10	32.3%
金融機関等によるレポート	よく利用する	21	67.7%
	時々利用する	7	22.6%
	どちらともいえない	1	3.2%
	あまり利用しない	1	3.2%
	利用しない	1	3.2%
新聞、雑誌、テレビ、ラジオ	よく利用する	9	28.1%
	時々利用する	10	31.3%
	どちらともいえない	7	21.9%
	あまり利用しない	2	6.3%
	利用しない	4	12.5%
(財)地方債協会主催の合同IR	よく利用する	3	9.4%
	時々利用する	5	15.6%
	どちらともいえない	2	6.3%
	あまり利用しない	10	31.3%
	利用しない	12	37.5%
個別発行団体の投資家説明会	よく利用する	3	9.7%
	時々利用する	6	19.4%
	どちらともいえない	2	6.5%
	あまり利用しない	8	25.8%
	利用しない	12	38.7%
投資家訪問説明	よく利用する	1	3.2%
	時々利用する	4	12.9%
	どちらともいえない	2	6.5%
	あまり利用しない	10	32.3%
	利用しない	14	45.2%

(回答:機関投資家としての銀行31行、但し、協会HP、地方公共団体HP、新聞・雑誌・テレビ・ラジオ、協会主催合同IRの回答数は32行)

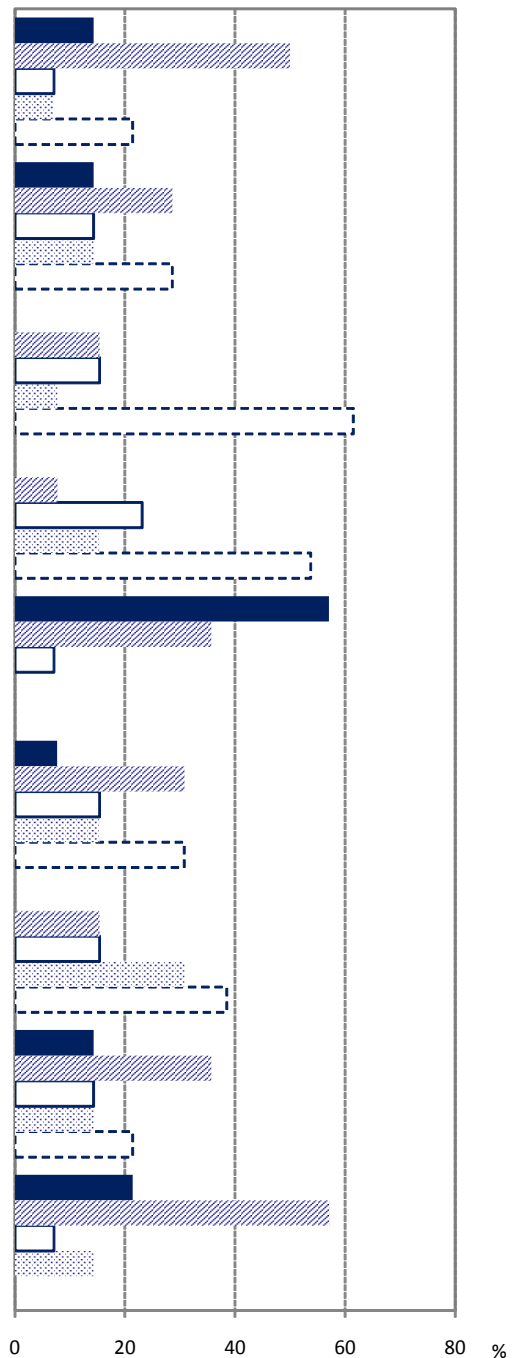


(出所) アンケート調査

## ＜機関投資家(生損保等)＞

区 分	回 答	回答数	割合
(財)地方債協会ホームページ	よく利用する	2	14.3%
	時々利用する	7	50.0%
	どちらともいえない	1	7.1%
	あまり利用しない	1	7.1%
	利用しない	3	21.4%
地方公共団体のホームページ	よく利用する	2	14.3%
	時々利用する	4	28.6%
	どちらともいえない	2	14.3%
	あまり利用しない	2	14.3%
	利用しない	4	28.6%
地方公共団体のメールマガジン	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	2	15.4%
	どちらともいえない	2	15.4%
	あまり利用しない	1	7.7%
	利用しない	8	61.5%
地方公共団体の広報誌	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	1	7.7%
	どちらともいえない	3	23.1%
	あまり利用しない	2	15.4%
	利用しない	7	53.8%
金融機関等によるレポート	よく利用する	8	57.1%
	時々利用する	5	35.7%
	どちらともいえない	1	7.1%
	あまり利用しない	0	0.0%
	利用しない	0	0.0%
新聞、雑誌、テレビ、ラジオ	よく利用する	1	7.7%
	時々利用する	4	30.8%
	どちらともいえない	2	15.4%
	あまり利用しない	2	15.4%
	利用しない	4	30.8%
(財)地方債協会主催の合同IR	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	2	15.4%
	どちらともいえない	2	15.4%
	あまり利用しない	4	30.8%
	利用しない	5	38.5%
個別発行団体の投資家説明会	よく利用する	2	14.3%
	時々利用する	5	35.7%
	どちらともいえない	2	14.3%
	あまり利用しない	2	14.3%
	利用しない	3	21.4%
投資家訪問説明	よく利用する	3	21.4%
	時々利用する	8	57.1%
	どちらともいえない	1	7.1%
	あまり利用しない	2	14.3%
	利用しない	0	0.0%

(回答:生損保等14社、但し、地方公共団体メールマガジン、地方公共団体の広報誌、新聞・雑誌・テレビ・ラジオ、協会主催の合同IRの回答数は13社)

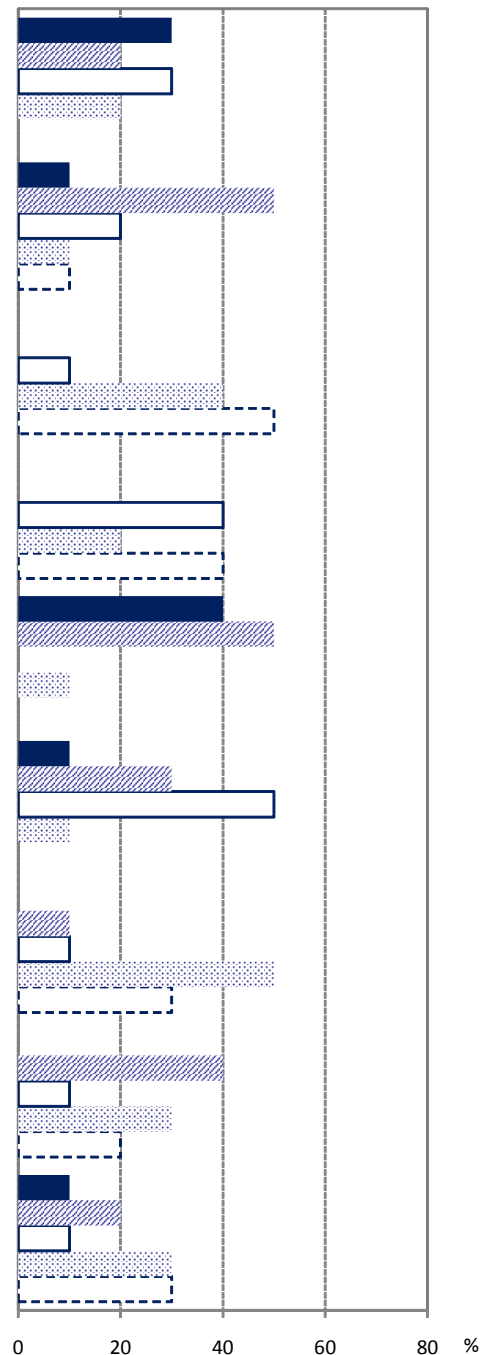


(出所) アンケート調査

## ＜機関投資家(系統金融機関)＞

区 分	回 答	回答数	割合
(財)地方債協会ホームページ	よく利用する	3	30.0%
	時々利用する	2	20.0%
	どちらともいえない	3	30.0%
	あまり利用しない	2	20.0%
	利用しない	0	0.0%
地方公共団体のホームページ	よく利用する	1	10.0%
	時々利用する	5	50.0%
	どちらともいえない	2	20.0%
	あまり利用しない	1	10.0%
	利用しない	1	10.0%
地方公共団体のメールマガジン	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	0	0.0%
	どちらともいえない	1	10.0%
	あまり利用しない	4	40.0%
	利用しない	5	50.0%
地方公共団体の広報誌	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	0	0.0%
	どちらともいえない	4	40.0%
	あまり利用しない	2	20.0%
	利用しない	4	40.0%
金融機関等によるレポート	よく利用する	4	40.0%
	時々利用する	5	50.0%
	どちらともいえない	0	0.0%
	あまり利用しない	1	10.0%
	利用しない	0	0.0%
新聞、雑誌、テレビ、ラジオ	よく利用する	1	10.0%
	時々利用する	3	30.0%
	どちらともいえない	5	50.0%
	あまり利用しない	1	10.0%
	利用しない	0	0.0%
(財)地方債協会主催の合同IR	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	1	10.0%
	どちらともいえない	1	10.0%
	あまり利用しない	5	50.0%
	利用しない	3	30.0%
個別発行団体の投資家説明会	よく利用する	0	0.0%
	時々利用する	4	40.0%
	どちらともいえない	1	10.0%
	あまり利用しない	3	30.0%
	利用しない	2	20.0%
投資家訪問説明	よく利用する	1	10.0%
	時々利用する	2	20.0%
	どちらともいえない	1	10.0%
	あまり利用しない	3	30.0%
	利用しない	3	30.0%

(回答:系統金融機関10社)



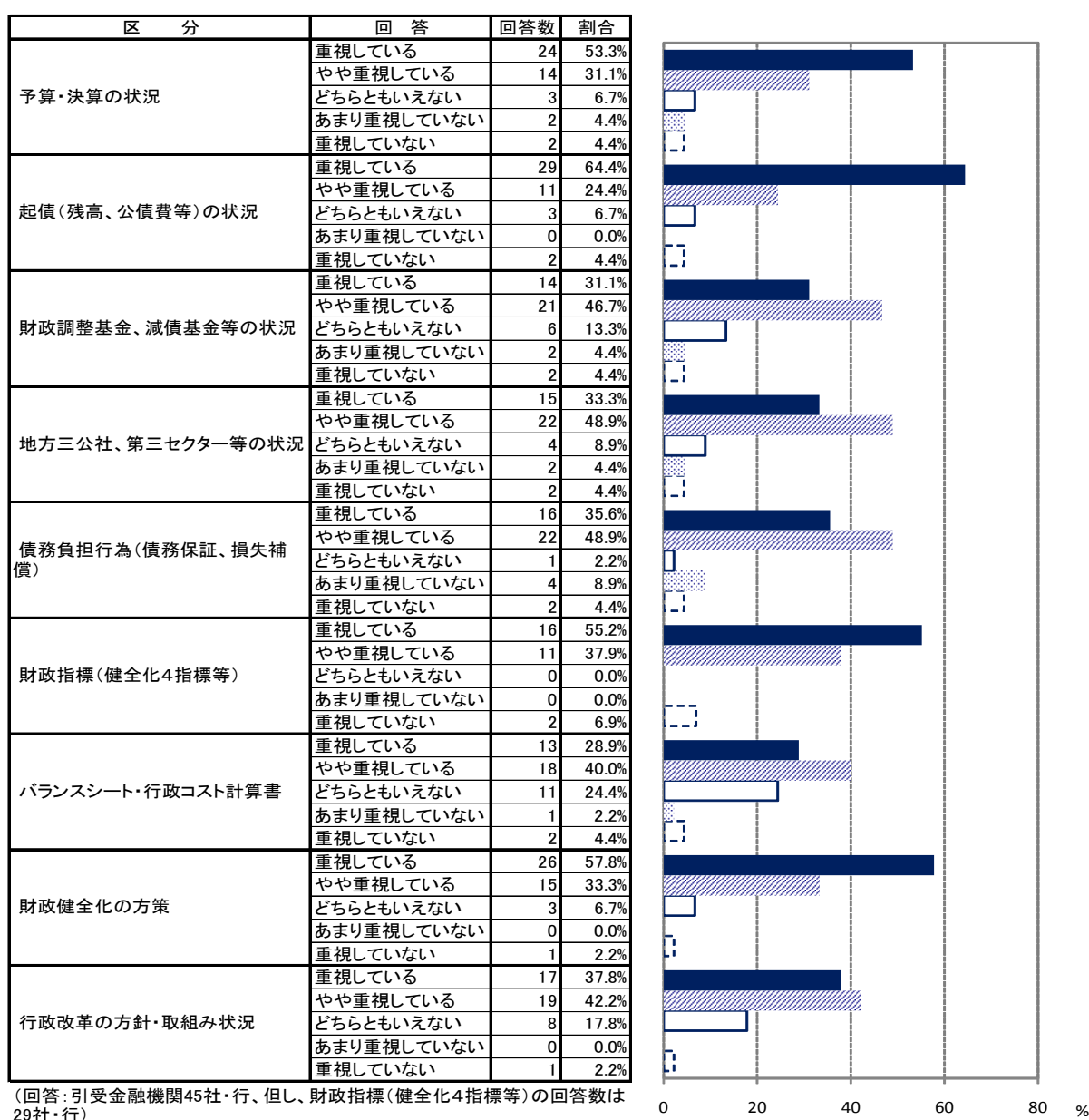
(出所) アンケート調査

### 1-3 投資家等が重視する地方公共団体の情報

地方公共団体が提供する地方債に関する情報は、予算・決算の状況、起債（残高・公債費等）の状況、基金の状況、地方三公社、第三セクター等の状況、債務負担行為（債務保証、損失補償）、健全化4指標に代表される財政指標、バランスシート・行政コスト計算書、財政健全化の方策、行政改革の方針・取組み状況等が挙げられる。

引受金融機関へのアンケート調査では、地方公共団体の財政状況に関する情報の中で、起債（残高・公債費等）の状況、財政健全化の方策、財政指標（健全化4指標等）、予算・決算の状況等を特に重要視している。（図表3）

図表3 投資家等が重視する地方公共団体の情報（引受金融機関の回答）



（出所）アンケート調査

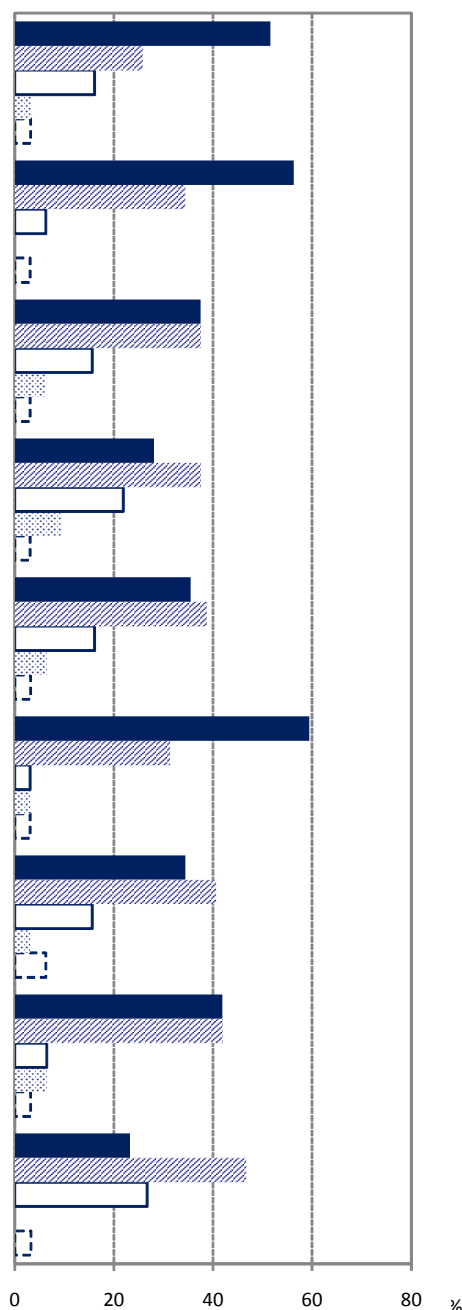
機関投資家へのアンケート調査では、地方公共団体の財政状況に関する情報の中で、起債（残高・公債費等）の状況、財政指標（健全化4指標等）、財政健全化の方策、予算・決算の状況に加え、行政改革の方針・取組み状況を特に重要視している。（図表4）

図表4 投資家等が重視する地方公共団体の情報（機関投資家の回答）

## ＜機関投資家（銀行）＞

区 分	回 答	回答数	割合
予算・決算の状況	重視している	16	51.6%
	やや重視している	8	25.8%
	どちらともいえない	5	16.1%
	あまり重視していない	1	3.2%
	重視していない	1	3.2%
起債（残高、公債費等）の状況	重視している	18	56.3%
	やや重視している	11	34.4%
	どちらともいえない	2	6.3%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	1	3.1%
財政調整基金、減債基金等の状況	重視している	12	37.5%
	やや重視している	12	37.5%
	どちらともいえない	5	15.6%
	あまり重視していない	2	6.3%
	重視していない	1	3.1%
地方三公社、第三セクター等の状況	重視している	9	28.1%
	やや重視している	12	37.5%
	どちらともいえない	7	21.9%
	あまり重視していない	3	9.4%
	重視していない	1	3.1%
債務負担行為（債務保証、損失補償）	重視している	11	35.5%
	やや重視している	12	38.7%
	どちらともいえない	5	16.1%
	あまり重視していない	2	6.5%
	重視していない	1	3.2%
財政指標（健全化4指標等）	重視している	19	59.4%
	やや重視している	10	31.3%
	どちらともいえない	1	3.1%
	あまり重視していない	1	3.1%
	重視していない	1	3.1%
バランスシート・行政コスト計算書	重視している	11	34.4%
	やや重視している	13	40.6%
	どちらともいえない	5	15.6%
	あまり重視していない	1	3.1%
	重視していない	2	6.3%
財政健全化の方策	重視している	13	41.9%
	やや重視している	13	41.9%
	どちらともいえない	2	6.5%
	あまり重視していない	2	6.5%
	重視していない	1	3.2%
行政改革の方針・取組み状況	重視している	7	23.3%
	やや重視している	14	46.7%
	どちらともいえない	8	26.7%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	1	3.3%

（回答：機関投資家としての銀行32行、但し、予算・決算の状況、債務負担行為、財政健全化の方策は31行、行政改革の方針・取組み状況は30行）



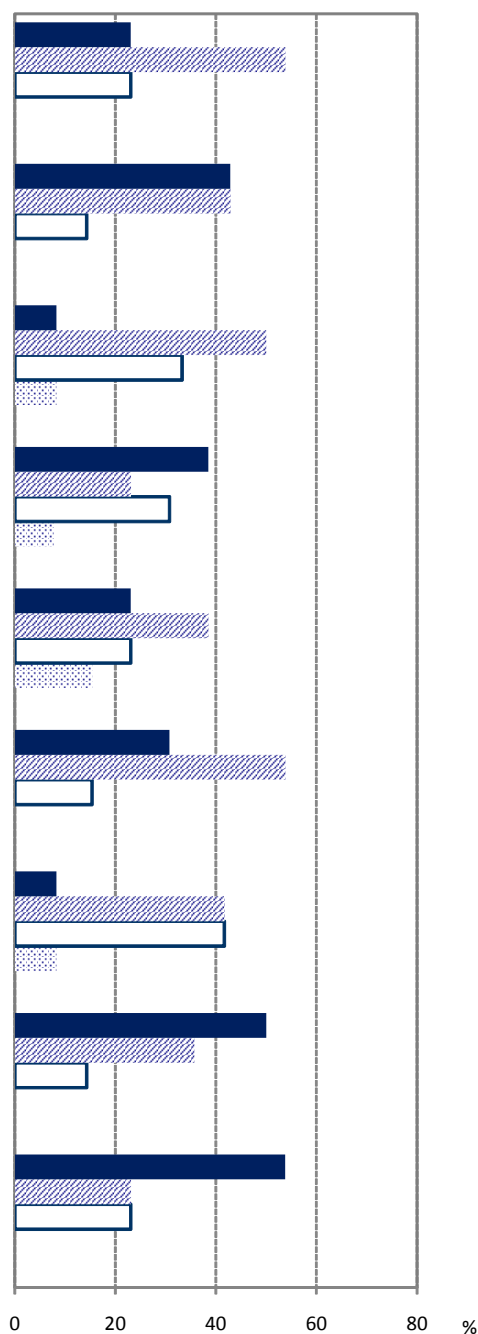
（出所）アンケート調査

## ＜機関投資家(生損保等)＞

区 分	回 答	回答数	割合
予算・決算の状況	重視している	3	23.1%
	やや重視している	7	53.8%
	どちらともいえない	3	23.1%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
起債(残高、公債費等)の状況	重視している	6	42.9%
	やや重視している	6	42.9%
	どちらともいえない	2	14.3%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
財政調整基金、減債基金等の状況	重視している	1	8.3%
	やや重視している	6	50.0%
	どちらともいえない	4	33.3%
	あまり重視していない	1	8.3%
	重視していない	0	0.0%
地方三公社、第三セクター等の状況	重視している	5	38.5%
	やや重視している	3	23.1%
	どちらともいえない	4	30.8%
	あまり重視していない	1	7.7%
	重視していない	0	0.0%
債務負担行為(債務保証、損失補償)	重視している	3	23.1%
	やや重視している	5	38.5%
	どちらともいえない	3	23.1%
	あまり重視していない	2	15.4%
	重視していない	0	0.0%
財政指標(健全化4指標等)	重視している	4	30.8%
	やや重視している	7	53.8%
	どちらともいえない	2	15.4%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
バランスシート・行政コスト計算書	重視している	1	8.3%
	やや重視している	5	41.7%
	どちらともいえない	5	41.7%
	あまり重視していない	1	8.3%
	重視していない	0	0.0%
財政健全化の方策	重視している	7	50.0%
	やや重視している	5	35.7%
	どちらともいえない	2	14.3%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
行政改革の方針・取組み状況	重視している	7	53.8%
	やや重視している	3	23.1%
	どちらともいえない	3	23.1%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%

(回答:生損保等13社、但し、起債の状況、財政健全化の方策の回答数は14社、財政調整基金等の状況、バランスシート・行政コスト計算書の回答数は12社)

(出所) アンケート調査

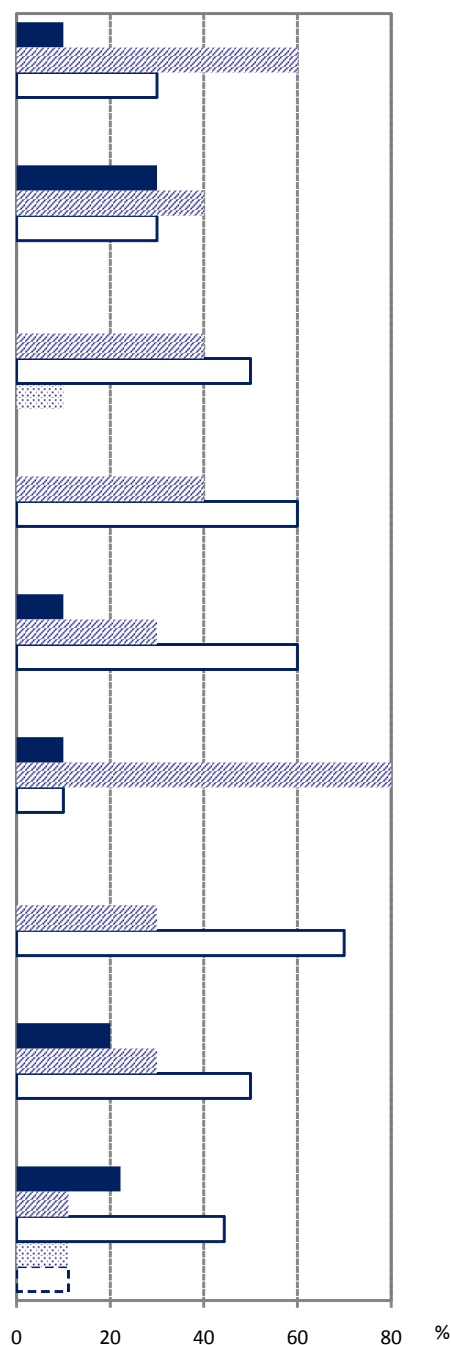


## ＜機関投資家(系統金融機関)＞

区 分	回 答	回答数	割合
予算・決算の状況	重視している	1	10.0%
	やや重視している	6	60.0%
	どちらともいえない	3	30.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
起債(残高、公債費等)の状況	重視している	3	30.0%
	やや重視している	4	40.0%
	どちらともいえない	3	30.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
財政調整基金、減債基金等の状況	重視している	0	0.0%
	やや重視している	4	40.0%
	どちらともいえない	5	50.0%
	あまり重視していない	1	10.0%
	重視していない	0	0.0%
地方三公社、第三セクター等の状況	重視している	0	0.0%
	やや重視している	4	40.0%
	どちらともいえない	6	60.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
債務負担行為(債務保証、損失補償)	重視している	1	10.0%
	やや重視している	3	30.0%
	どちらともいえない	6	60.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
財政指標(健全化4指標等)	重視している	1	10.0%
	やや重視している	8	80.0%
	どちらともいえない	1	10.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
バランスシート・行政コスト計算書	重視している	0	0.0%
	やや重視している	3	30.0%
	どちらともいえない	7	70.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
財政健全化の方策	重視している	2	20.0%
	やや重視している	3	30.0%
	どちらともいえない	5	50.0%
	あまり重視していない	0	0.0%
	重視していない	0	0.0%
行政改革の方針・取組み状況	重視している	2	22.2%
	やや重視している	1	11.1%
	どちらともいえない	4	44.4%
	あまり重視していない	1	11.1%
	重視していない	1	11.1%

(回答:系統金融機関10社、但し、行政改革の方針・取組み状況の回答数は9社)

(出所) アンケート調査



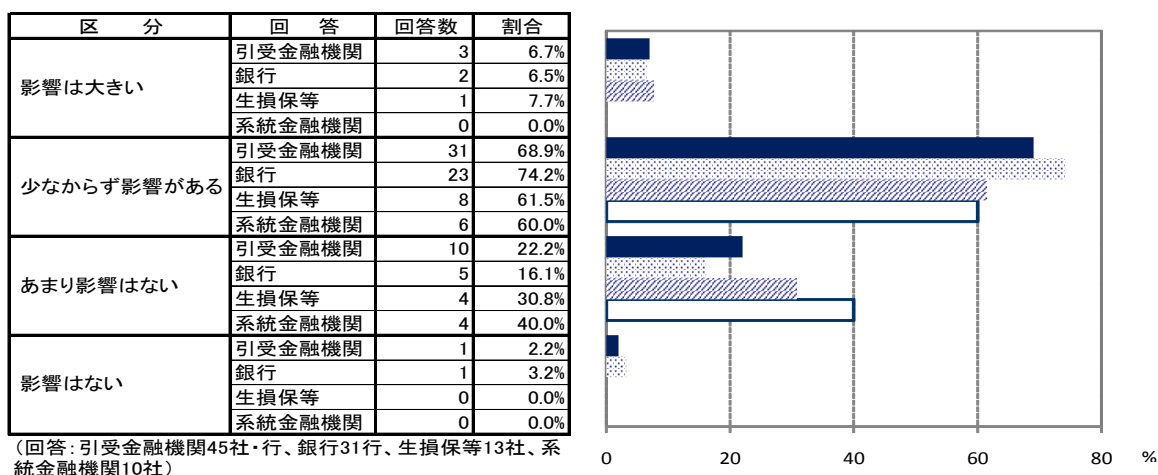


#### 1-4 「財政健全化4指標」公表の影響

地方公共団体（都道府県、市町村及び特別区）の財政状況を客観的に表し、財政の早期健全化や再生の必要性を判断するためのものとして、平成19年6月、「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」が公布され、「健全化判断比率」として、4つの財政指標（①実質赤字比率、②連結実質赤字比率、③実質公債費比率、④将来負担比率）の公表が義務付けられた。

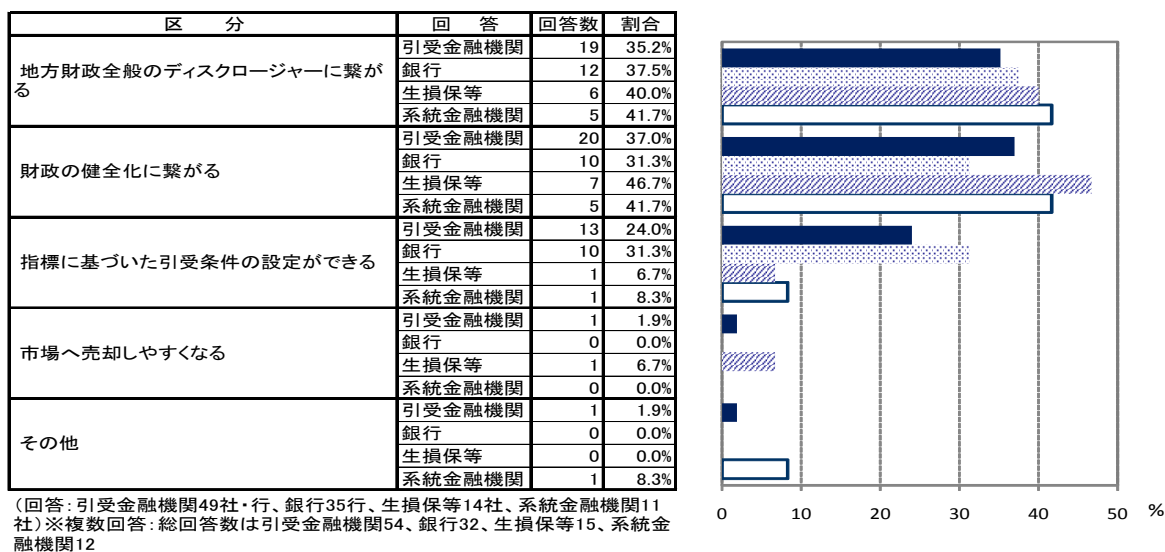
引受金融機関・機関投資家へのアンケート調査では、財政健全化指標の公表により流通市場へ「少なからず影響がある」（引受金融機関68.9%、銀行74.2%、生損保61.5%、系統金融機関60.0%）との回答が最も多く（図表5）、影響の内容としては、銘柄間格差が発生するという意見があった。しかし、財政健全化指標の公表は、地方財政全般のディスクロージャーに繋がる、財政の健全化に繋がるとの期待が多かった。（図表6）

図表5 財政健全化指標の公表による流通市場への影響



(出所) アンケート調査

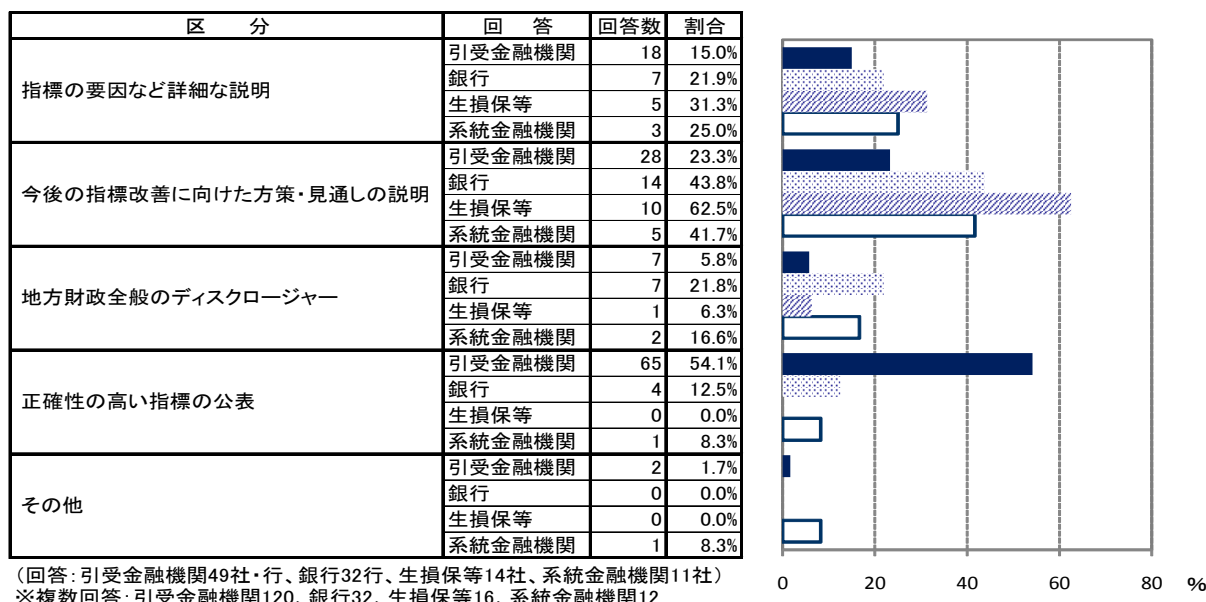
図表6 財政健全化指標の公表により期待できる事柄



(出所) アンケート調査

「財政健全化指標の公表に関連しての留意事項」についてのアンケート調査では、引受金融機関は「正確性の高い指標の公表」(54.2%)、機関投資家は「今後の指標改善に向けた方策・見通し」(銀行43.8%、生損保62.5%、系統金融機関41.6%)について留意すべきであるとしている。(図表7)

図表7 財政健全化指標の公表に関連しての留意事項

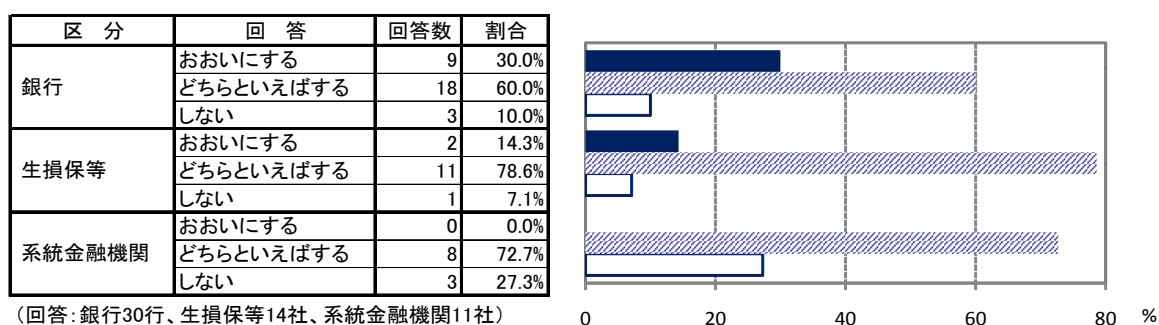


(出所) アンケート調査

「財政健全化指標を投資判断の材料とするかどうか」についてのアンケート調査では、銀行、生損保等、系統金融機関のいずれも「どちらかといえばする」との回答(銀行60%、生損保等78.6%、系統金融機関72.7%)が最も多くなっている。(図表8)

財政健全化指標については、起債情報や予算・決算の状況と同様に投資家等が重視する地方公共団体の情報として挙げられており、「1-3 投資家等が重視する地方公共団体の情報」参照)、財政健全化指標の公表はまだ始まったばかりだが、投資判断として一定程度材料とされている。

図表8 財政健全化指標を投資判断の材料とするかどうか



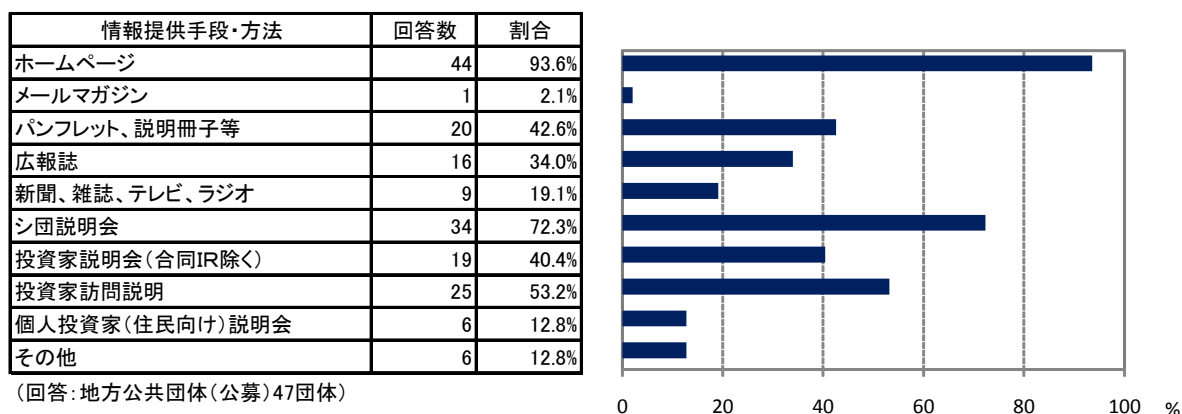
(出所) アンケート調査

## 1-5 地方公共団体によるIR活動の現状

### (1) 地方公共団体による情報提供手段・方法

「各地方公共団体の地方債に関する情報提供の主な手段」についてのアンケート調査（複数回答）では、ホームページが93.6%と最も多く、次いでシ団説明会(72.3%)、投資家訪問説明(53.2%)となっている。（図表9）

図表9 地方公共団体によるIR活動状況－情報提供手段・方法



(出所) アンケート調査

IR個別説明会については、平成20年度では、21団体/47団体が実施しており、ほとんどが東京で開催している（図表10）。一方、個別投資家訪問については、24団体/47団体が実施しており、在京投資家への訪問は22団体、地元投資家への訪問は9団体が実施しているとの回答があった。今後の意向については、実施団体のいずれも訪問回数を増やしたいと回答するなど意欲的な取組み姿勢が見受けられる。

その他、個別団体の中には、起債後のIR（アフターIR）やノンディールIR（起債を伴わないIR）の実施、情報交換として地方債以外の発行体（電力、通信、鉄道会社等）への訪問などを行っている団体がある。

また、通常のIR活動に加え、発行体から財政情報や起債運営にかかる基本姿勢に関する情報等を提供し、市場関係者からは意見等を得る「協働」の場を設定している団体もある。「協働」の場としては、①起債に関わる証券・銀行などの市場関係者の参加からなる「起債運営アドバイザー・コミッティ」、および②生損保等の機関投資家からなる「投資家懇談会」がある。

図表 10 平成21年度国内IR説明会実施状況

開催団体	開催日時	開催場所	主な説明項目	説明者
埼玉県	7月27日 (16:30～18:00)	東京 (都道府県会館)	県政の基本方針、起債運営の基本的な考え方、埼玉県の財政状況について	上田知事 企画財政部長 財政課長
東京都	10月19日	東京 (日本工業倶楽部)	東京都の財政状況について 東京都債について	佐藤副知事 財務局主計部長 公債課長
福井県	11月25日 (16:00～17:00)	東京 (大手町ファーストスクエア)	福井県の県政ビジョンについて、 福井県の財政状況について	西川知事 総務部長
静岡県	10月21日 (16:10～17:10)	東京 (ホテルフロラシオン青山)	静岡県政の運営方針 静岡県の財政状況と起債運営	川勝知事
岡山県	10月21日 (16:00～17:00)	東京 (ルポール麹町)	県政、岡山県の財政状況等と起債 運営について	石井知事 総務部長
福岡県	8月26日 (16:00～17:30)	東京 (ふくおか会館)	「新製品・新市場・雇用創出」 福岡県の財政状況	麻生知事 総務部長
札幌市	11月20日 (15:30～17:00)	東京 (スクワール麹町)	札幌市の概要・主要施策について、 札幌市の財政について、札幌 市の産業振興について	上田市長 財政局長 経済局長
千葉市	11月5日 (16:00～17:00)	東京 (全国都市会館)	千葉市の都市経営 千葉市の財政状況	熊谷市長 財政局長
横浜市	4月20日 (16:00～17:00)	東京 (都市センターホテル)	開港150年からのチャレンジ	中田市長
川崎市	8月20日 (14:00～15:30)	川崎市 (川崎市総合福祉センター)	川崎のまちづくりと市債 やさしい債券の活用法	阿部市長 証券会社
川崎市	3月25日 (16:00～17:00)	東京 (都市センターホテル)	川崎市の経営ビジョン パネルディスカッション	阿部市長 財政局長
新潟市	10月14日 (16:00～17:00)	東京 (東京グリーンパレス)	新潟市の都市経営 新潟市の財政状況	篠田市長 財務課長
浜松市	10月1日 (16:00～17:00)	東京 (都市センター)	「輝く浜松市の未来へ」 持続可能な行財政運営を目指し て	鈴木市長
京都市	11月4日 (17:00～18:00)	東京 (都市センターホテル)	「日本に京都があつてよかった」、 市の財政状況等について	門川市長 財政担当局長
大阪市	7月17日 (16:00～17:00)	東京 (ルポール麹町)	大阪市の経営ビジョンと財政、大 阪市財政の現状と見通し	平松市長 財政局長
北九州市	10月20日 (16:00～17:00)	東京 (野村アセットマネジメント)	経済と市の財政状況について	北橋市長
福岡市	8月6日	福岡市 (アクロス福岡)	福岡市の市政運営について、福岡 市民債について	吉田市長 財政局長
福岡市	11月5日 (16:00～17:00)	東京 (ルポール麹町)	福岡市の市政運営について 福岡市の財政状況について	吉田市長 財政局長
合同IR	10月29日 (13:00～17:00)	東京 (東京国際フォーラム)	地方債制度の現状 市場公募地方債の最近の動向 地方公共団体金融機構について	総務省 仙台市 機構
共同債IR	3月3日 (平成22年) (16:00～17:00)	東京 (グランドアーク半蔵門)	地方債計画と地方債制度 共同発行市場公募地方債の商品 性と今後の取組	総務省 千葉県

## （２）地方公共団体による情報提供の内容

「地方公共団体による情報提供の内容」についてのアンケート調査では、財政状況に関する情報提供（97.9%）、地方債の発行に関する情報（93.6%）や中長期的な財政計画等に関する情報（87.2%）が多く提供されている。財政状況に関する情報提供の内容は、予算・決算の状況、起債残高、基金の状況、財政健全化4指標、財政健全化の方策等になっている。

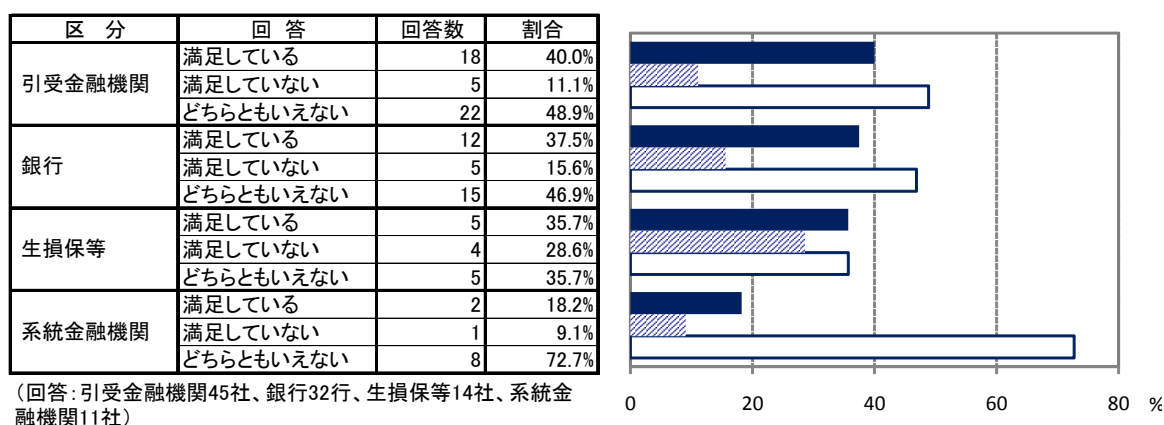
なお、地方債購入方法に関する情報（55.3%）や地方債の役割・位置づけに関する情報（44.7%）について提供を行っている団体は、約半数であった。

### 1－6 地方公共団体によるIR活動への満足度

様々な工夫を凝らして行われている地方公共団体のIR活動に対する満足度についてのアンケート調査では、引受金融機関は、満足しているが40.0%、どちらともいえないが48.9%となっている。機関投資家は「満足している」（銀行：37.5%、生損保：35.7%、系統金融機関等：18.2%）が「どちらともいえない」（銀行：46.9%、生損保：35.7%、系統金融機関等：72.7%）を下回っている状況にある。（図表11）

機関投資家への面談調査等では、「どちらともいえない」の回答理由として、地方公共団体（発行体）毎にIR活動への取組み姿勢や提供される情報内容の開示度合いについて団体間で差があるとの指摘があった。他にも、公開形式を標準化し、透明性が高く団体間比較が可能な形での情報公開を望む、財政状況に関する情報の更新については、迅速に実施して欲しいとの意見が寄せられた。

図表 11 地方公共団体によるIR活動への満足度



(出所) アンケート調査

## 2. 地方公共団体によるIR活動の留意点

### 2-1 地方公共団体によるIR活動の分類

IR (Investor Relations : インベスター・リレーションズ) とは、企業（発行体）が株主・債権者や投資家に対し、投資判断に必要な企業（発行体）情報を、適時、公平、継続して提供する活動のことをいう。企業（発行体）はIR活動によって資本市場で適切な評価を受け、資金調達などの戦略につなげることができる。

一般的に、IR活動といえば、エクイティIRとデットIRに分類される。前者は、企業（発行体）の成長性や収益拡大の戦略等株主利益の最大化に重きが置かれ、デットIRでは、企業（発行体）の中長期的な負債の償還の確実性・見通しに焦点が当てられる。

地方公共団体によるIR活動においては、自団体のお国自慢に傾斜しがちであるとの指摘もあることから、PR (Public Relations : 宣伝活動・広報活動) との違いに留意する必要がある。(図表 12)

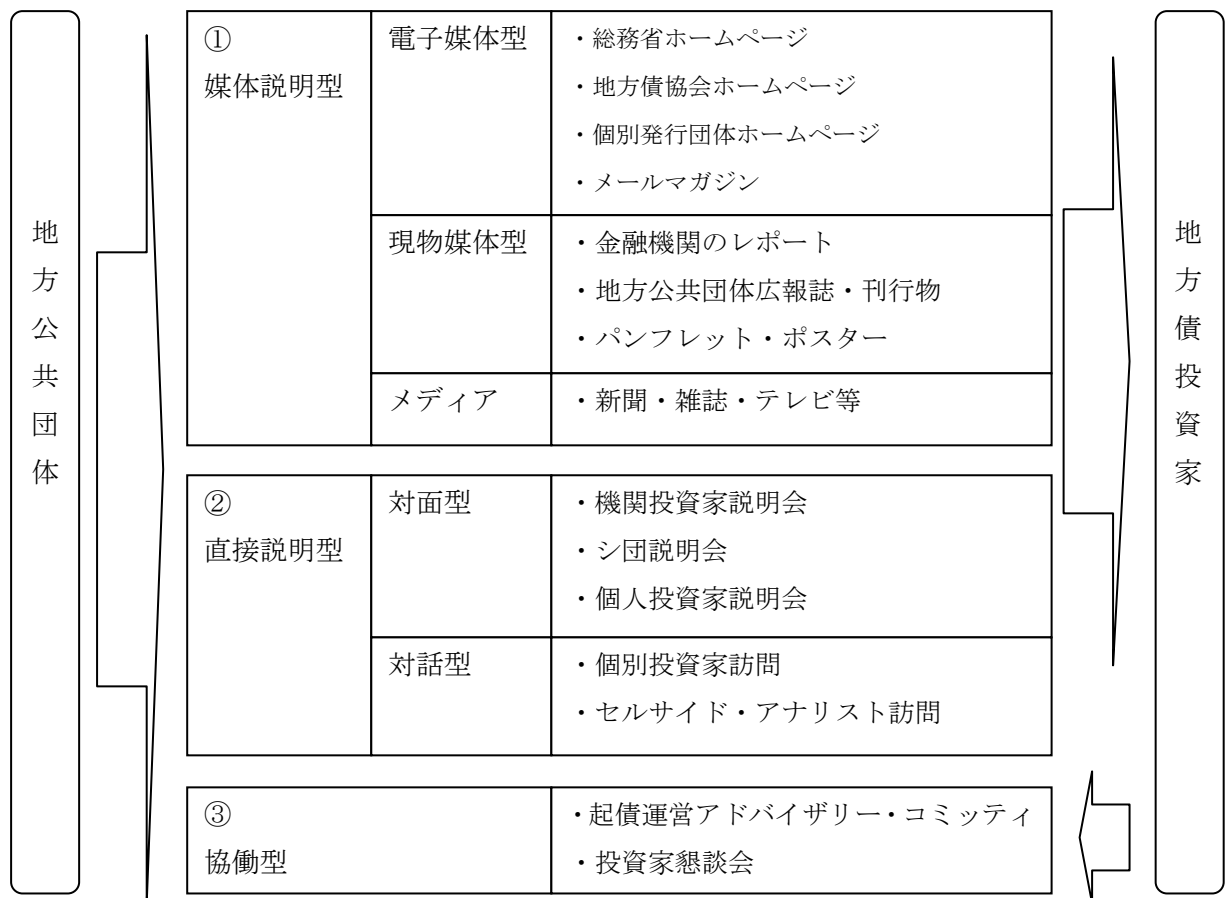
図表 12 PRとIRの違い（地方公共団体の場合）

区 分	PR (Public Relations)	IR (Investor Relations)
意 味	一般向け自団体イメージに関するプロモーション活動	団体の将来を判断するための情報・動向について自発的に開示する、投資家向け広報活動
目 的	如何に受け手に印象付けるか ⇒意外性・話題性	如何に受け手を納得させるか ⇒適時性・平等性
情報の種類	伝えたい情報を伝える ⇒団体イメージ	必要とされる情報を伝える ⇒団体の将来像、それを担保する具体性
情報の内容	お国自慢、特産品の説明等	債務償還能力など将来のキャッシュフロー生成能力（キャッシュフローを創出し、債務を返済できるか）を判断できる材料として有益と考えられる項目 ・人口動態等や域内産業基盤の構成（経済成長力・景気動向） ・財政状況（歳入・歳出、地方債発行額・残高）に加え、財政指標、自主財源比率、債務償還可能年数等の状況と見通し ・公営事業会計の状況・出資法人等の状況 ・行財政運営の状況及び見通し ・地方財政や地方債制度の概要

これまで、引受金融機関や機関投資家が地方公共団体のIR活動についてどのような内容や手段に着目しているか、また地方公共団体がどのような手段でIR活動に取り組んでいるかを見てきた。

地方公共団体によるIR活動を形態別に整理すると、その手法は、①人を介さず電子媒体や現物媒体等により情報提供を行う「媒体説明型」、②地方公共団体（発行体）の説明者が投資家へ直接説明を行うことにより情報提供を行う「直接説明型」に加え、③地方公共団体（発行体）と投資家との「協働型」に分類される。（図表13）

図表13 IR活動の分類



## 2-2 地方公共団体のIR活動における留意点

地方公共団体においては、様々な手法を通じたIR活動を実施しているが、取組み姿勢や開示度合いにおいて団体間で差があることから、IR活動への引受金融機関や機関投資家の満足度は高いとはいえない状況である。

引受金融機関や機関投資家からの指摘を踏まえ、地方公共団体（発行体）においては、IR活動の方法および提供情報の内容を充実させることが重要である。

具体的には、以下のことに留意する必要がある。

### <取組み姿勢>

#### ① 透明性の確保

情報開示の度合いについては、団体間で差があることから、自団体にとって不都合な内容の提供も含め可能な限り透明性の高い情報提供を行うことが重要である。

#### ② 継続性・定期性の確保

各地方公共団体における地方債に関する情報及び財政健全化への取組み等について投資家等のより適切な理解を得ることが必要であり、継続的・定期的にIR活動を行うことが重要である。

#### ③ 迅速・適時性の確保

迅速かつタイムリーな情報提供が極めて重要であることから、毎年度の予算・決算の各種計画、財政状況等が明らかになった段階で、ホームページ等を活用し、できる限り速やかに情報提供するとともに、常に、最新のデータ等に更新を図ることが重要である。

また、投資家の投資判断に影響を与える事項が発生した場合、その状況についてホームページを利用するなどして、出来る限り迅速に対応し、逐次、情報を提供することが重要である。

### <情報提供の手法>

#### ④ 経年比較の確保

財政状況に関する各種の数値、財政指標等については単年度のみならず経年比較が可能となるよう複数年度の情報を提供することが望ましい。

#### ⑤ 共通性の確保

情報提供に際しては、地方公共団体に共通のフォーマットを作成し、各団体が提供する情報内容の統一化を図ることが望まれる。



## ⑥ ホームページの利便性向上

多くの情報を迅速かつ適時適切に提供する観点とともに、情報更新の容易さからも、ホームページが有効であり、十分活用すべきである。その際、ホームページのトップページから該当情報が掲載されているページへ導くバナーを設ける等、ホームページ上における構成、操作性についても工夫を行うことが重要である。

また、財政指標等の数値の公表については、改ざん防止用にPDF形式での提供のみとなっている団体もあるが、投資家の利便性向上のためにエクセル形式でのホームページ掲載も望まれる。

## ⑦ 目的に応じた効果的手法の選択

IR説明会は、投資家にとって首長から直接説明を受けることができることや質問等を行うことができる点で、ホームページのような電子媒体にはないメリットがあることから、ホームページ同様に重要である。加えて、個別IRも対話型であることからきめ細かい情報提供が可能であるなどのメリットがあり、投資家層の拡大において有用である。IR活動においては、それぞれ重視する目的に応じて、効果的な手法を選択することが重要である。

各地方公共団体のIR活動において情報提供することが必要とされる主な事項は、以下のとおりである。

I R 活動において情報提供が必要とされる主な事項

- ① 地方公共団体（発行体）の概要  
（面積、人口、域内 GDP、地域の産業・経済情勢等）
- ② 財政状況に関する情報
  - ・ 起債等（起債残高、公債費、発行実績等）の状況
  - ・ 財政健全化 4 指標を中心とした各種財政指標の推移
  - ・ 財政健全化の方策
  - ・ 予算・決算の状況
  - ・ 税収（法人事業税、住民税、固定資産税等の主要税目の内訳）
  - ・ 基金（財政調整基金、減債基金、その他）の状況
  - ・ 関係団体（地方三公社、第三セクター、地方独立行政法人等）の状況
  - ・ 債務負担行為（債務保証、損失補償）の状況
  - ・ 行政改革の方針、その取組状況
  - ・ その他重要施策や将来の償還に影響を及ぼすと考えられる事項など
- ③ 財務状況に関する情報
  - ・ バランスシート（普通会計、連結バランスシート）や行政コスト計算書
- ④ 中長期的な財政計画、地方債発行計画及び償還計画に関する情報
- ⑤ 地方債の発行に関する情報（発行条件決定予定日、発行予定額等）
- ⑥ 購入方法に関する情報

（出所）「地方債に関する調査研究委員会」報告書（平成 18 年 3 月）内容を一部修正

※なお、地方債の役割・位置づけに関する情報及び地方債の信用力・安全性に関する情報については、総務省から周知されているため、機関投資家に広く理解されているところである。

## 第6章 資金調達手法の多様化と留意点

### 1. 地方債の市場化推進に向けた環境整備

#### 1-1 市場化推進に係る制度改正の変遷

地方債資金の市場化の進展に伴い、これまでに市場公募地方債の発行年限や商品の多様化に加え、地方債を取り巻く制度面での改正等が行われてきた。(図表1)

発行年限については、平成12年7月に、従来の10年債に加えて5年債が発行され、平成15年以降には20年債、30年債、15年債、7年債、3年債、2年債と多様化が図られてきている。

また、商品については、地域住民の行政への参加意識の高揚や、地方債の個人消化の観点から平成14年3月に初めて住民参加型市場公募地方債が発行され、平成15年度からは、発行ロットの大型化による安定的かつ有利な資金調達を図るため、地方財政法第5条の7の規定に基づく全国型の共同発行債の発行が開始された。

地方債の発行ルールについては、平成14年度から統一的な条件決定を前提としつつ、東京都とその他の団体に発行条件を分けた「2テーブル方式」が導入され、平成16年度からは、東京都及び横浜市が独自に条件交渉を行う個別条件交渉方式を、その他の団体は引き続き統一条件交渉方式を採用することとなり、平成18年度には、東京都と横浜市に加え、神奈川県と名古屋市が個別条件交渉方式へ移行し、5月には「統一条件交渉方式」の見直しにより、従来の総務省から市場公募地方債発行団体が交渉窓口となる合同条件交渉方式となった。そして、9月債からは単独で条件決定を行うこととなり、市場公募地方債を発行する全団体が個別条件交渉方式へ移行した。

また、平成18年度には、地方債許可制度から協議制へ移行し、制度上、地方公共団体は、国と事前に協議すれば、その同意の有無に関係なく起債できる仕組みとなった。

その他、平成18年1月に一般債振替制度が導入され、新規に発行される証券発行の地方債に関しては振替債として発行されるようになった。

また、海外投資家層の拡大を目的として、平成20年1月1日以降に非居住者等に支払われる振替地方債の利子については、非課税措置が適用されることとなり、その後、改善案が、平成22年度税制改正大綱として平成21年12月に閣議決定された。この決定を受けて、「非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税手続きの簡素化及び非課税対象者等の拡充」が実現される見込みとなった。このように、海外からの投資家の呼び込みによる地方債市場の活性化への取り組みも行われているところである。

図表1 地方債の市場化推進に係る変遷

平成4年4月	市場公募地方債の満期一括償還方式の導入
平成6年1月	BIS基準リスクウェイトの引き下げ
平成10年10月	市場公募地方債の繰上償還条項の削除
平成12年7月	市場公募地方債5年債の発行
平成14年3月	住民参加型市場公募地方債の発行
平成14年4月	2テーブル方式（東京都・その他団体）による条件交渉方式の導入
平成15年4月	共同発行市場公募債の発行
平成15年7月	市場公募地方債20年債・30年債の発行
平成16年4月	東京都・横浜市が個別条件交渉方式へ移行
平成16年11月	東京都が外債（政府保証無）を発行
平成16年12月	市場公募地方債15年債の発行
平成18年1月	一般債振替制度の導入
平成18年4月	地方債許可制度から協議制度へ移行
平成18年4月	神奈川県・名古屋市が個別条件交渉方式へ移行
平成18年5月	合同条件交渉方式の導入
平成18年8月	市場公募地方債7年債の発行
平成18年9月	個別条件交渉方式への移行
平成18年10月	市場公募地方債では、横浜市がS&P社から自治体初の依頼格付(AAーポジティブ)を取得
平成19年6月	「地方自治体の財政の健全化に関する法律案」成立
平成20年1月	非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税制度の創設
平成20年9月	ユーロ円債発行のための政令改正
平成21年1月	市場公募地方債3年債の発行
平成21年4月	日銀適格担保の拡充
平成21年12月	非居住者等非課税手続の簡素化等の閣議決定
平成22年3月	市場公募地方債2年債の発行

## 1-2 市場公募地方債の発行条件決定方式の変遷

現在までの市場公募地方債の発行条件決定方式の変遷を振り返ってみると、統一条件交渉方式から個別条件交渉方式への移行の経緯は、前述のとおりであり、その間の市場公募地方債の引受けは、シンジケート団引受方式（以下、「シ団引受方式」）をベースにしたものであった。

平成18年9月から市場公募地方債が個別条件決定方式に移行して以来、市場公募地方債発行団体は、より有利で安定的な資金調達を実現するために、従来のシ団引受方式に加え、主幹事方式や入札方式等様々な取組みを行ってきた。

そのような流れを背景に、平成18年9月当時は、合計38団体だった市場公募団体数は平成21年度には47団体にまで増加していることや、平成20年10月の世界的な金融危機の経験を活かし、市場からの資金調達手法に関して、平成18年度の調査研究委員会での検証結果をもとに、今年度は、各発行条件決定方式を再度検証することとする。

以下では、市場公募地方債発行団体や引受金融機関へのアンケート調査及び面談調査等をもとに、市場公募地方債の主な発行条件決定方式である①シ団引受方式、②主幹事方式、③入札方式に加え、④その他混合方式（引合方式）、⑤その他混合方式（幹事方式）について、安定的、競争的、機動的な調達等の観点から、各条件決定方式の特徴、メリット、デメリットなどを整理する。

図表2 市場公募地方債の発行条件決定方式の変遷



## 2. 市場公募地方債の発行条件決定方式

平成18年9月に市場公募地方債を発行する団体が個別条件交渉方式に移行してから、団体毎にさまざまな方式の取組みがなされてきた。主な方式は、(1) シ団引受方式、(2) 主幹事方式、(3) 入札方式、(4) その他混合方式(引合方式)、(5) その他混合方式(幹事方式)である。これらについて、その取組みを行ってきた地方公共団体、引受金融機関へのアンケート・面談調査等をもとに、それぞれの特徴、メリット、デメリット等を以下に整理した。

### 2-1 市場公募地方債の発行条件決定方式の特徴

発行条件決定とは、債券発行にあたり発行体と引受金融機関が、市場環境、発行体の財務状況、流通市場での評価等を踏まえ、利率や価格などを決定することをいう。

引受金融機関へのアンケート調査では、3、5、7、10年債の条件決定方式に関して、「安定的」な地方債消化を目的とした場合はシ団引受方式、「効率的・機動的」な消化を目的とした場合は「主幹事方式」が望ましいとの回答が多かった。一方、超長期債に関しては、いずれも「主幹事」方式が望ましいとの回答が最多であった。(図表3)

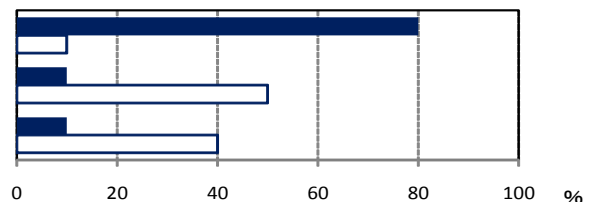
現在、公募団体の中には、「引合方式」(入札方式とシ団引受方式の中間方式)や、「幹事方式」(シ団引受方式と主幹事方式の中間方式)を採用している団体もある。

図表3 各年限別発行方式の適性について

#### 3年・5年・7年債

条件決定方式	優位性	回答数	割合
シ団引受方式	安定的	33	80.5%
	効率的・機動的	4	10.5%
主幹事方式	安定的	4	9.8%
	効率的・機動的	19	50.0%
入札・引合方式	安定的	4	9.8%
	効率的・機動的	15	39.5%

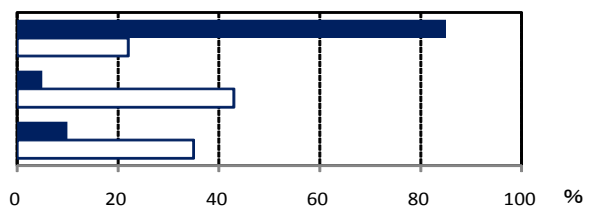
(引受金融機関回答: 安定的41社、効率的・機動的38社)



#### 10年債

条件決定方式	優位性	回答数	割合
シ団引受方式	安定的	33	84.6%
	効率的・機動的	9	22.5%
主幹事方式	安定的	2	5.1%
	効率的・機動的	17	41.5%
入札・引合方式	安定的	4	10.3%
	効率的・機動的	14	36.6%

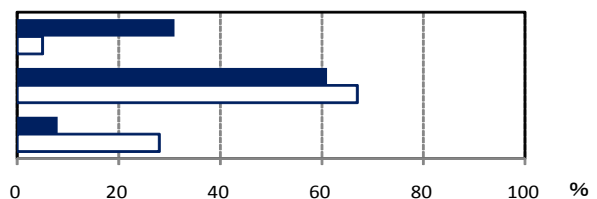
(引受金融機関回答: 安定的39社、効率的・機動的41社)



#### 超長期債

条件決定方式	優位性	回答数	割合
シ団引受方式	安定的	12	31.6%
	効率的・機動的	2	5.1%
主幹事方式	安定的	23	60.5%
	効率的・機動的	26	66.7%
入札・引合方式	安定的	3	7.9%
	効率的・機動的	11	28.2%

(引受金融機関回答: 安定的38社、効率的・機動的39社)



(出所) アンケート調査

市場公募地方債の主な条件決定方式である（１）シ団引受方式、（２）主幹事方式、（３）入札方式、（４）その他混合方式（引合方式）、（５）その他混合方式（幹事方式）の特徴、メリット、デメリットを整理すると次のとおりである。

### （１）シ団引受方式

金融機関及び証券会社から構成される引受シ団があらかじめ組成され、引受募集の方法により発行される方式であり、発行体と引受シ団との協議、交渉により発行条件を決定する方式である。共同発行債（10年）のほか、市場公募債発行団体の多くが採用している。

#### メリット

- ・複数のシ団メンバーによる引受であり、予定日に予定額の引受が行われることによって、各シ団メンバーの幅広い投資家層（ホールセール・リテール）への販売による安定した消化が期待できる。
- ・複数のシ団メンバーから「引受可能な条件」が提示されることから、発行条件の水準が把握し易い。
- ・シ団メンバーによる投資家への定期的な情報提供等も可能となり、継続的な安定消化の一助となる。
- ・起債運営に関する基本的な枠組みが確立しており、起債事務を効率的に行うことができる。

#### デメリット

- ・条件交渉が条件決定日の前日に行われることが多く、この場合、シ団が価格変動リスク（オーバーナイトリスク※）を負う。
- ・条件決定日の設定に機動性が欠ける。
- ・シ団に引受能力の乏しいメンバーがいる場合、流通実勢に悪影響を及ぼす可能性がある。
- ・シ団メンバーが固定化されやすく、適切な競争が働きにくい場合がある。

#### ※オーバーナイトリスク

市場公募地方債の条件決定は、条件決定日の前夜の交渉で国債指標銘柄の引値などを参考に表面利率と発行価格を内定し、翌朝に正式決定となる。このため、内定から正式決定までの間に金融・経済情勢等の変化により金利や価格が変動するリスクがある。この間の価格変動リスクを「オーバーナイトリスク」という。

## （２）主幹事方式

主幹事方式とは、債券発行に際して、発行体（地方公共団体）が主幹事となる金融機関を選定し、主幹事が中心となつて行う投資家需要の積み上げに基づき発行条件を発行体と協議して決定する方式である。主に、超長期債の発行などに採用されている。

主幹事の主な役割は、発行体と発行条件等を決定し、契約を締結すること、引受シ団組成や発行時期及び発行全般の事項について発行体に助言すること、引受シ団をとりまとめ、投資家への販売に責任を負うことである。発行後の流通市場においても、通常、投資家の販売を適切に仲介する（マーケットメイク※）役割を担うことが通常である。

主幹事は、１社の場合と２社以上が就任する場合があり、後者を共同主幹事方式という。共同主幹事方式は、一般的に、より広範な投資家への販売を可能にするため、特に発行額が大きい場合には、有効である。また、条件決定などの起債運営においても主幹事同士の判断を相互チェックする機能（牽制機能）が働く。

### ※マーケットメイク

主幹事など引受シ団が市場において、流通市場の円滑な価格形成を促進するために常に売値と買値を提示し、売買の仲介を積極的に行う行為をいう。

一般的に、主幹事を選定方法には、①想定発行条件（インディケーション）を重視した選定、②提案の内容に基づく選定、③総合的な判断に基づく選定の方法があるが、地方債において、最も多く採用されている方法は、②提案の内容に基づく選定である。

### ① 想定発行条件（インディケーション）を重視した選定

原則的に主幹事候補会社から提示された想定発行条件に基づき、最も良い条件を提示した会社を主幹事に選定する方法。発行条件の提示は、債券の利回りや、国債の流通利回りに対する上乗せ幅の提示（スプレッドプライシング方式）を求めることが一般的である。

但し、厳密な入札ではなく、条件以外の要素を完全に排除しているケースは稀となっている。

### ② 提案の内容に基づく選定

主幹事候補会社に対して起債に関する提案書の提出を求め、提案内容をもとに主幹事を選定する方法。現在、我が国では財投機関債のほか、大半の社債がこの方法を採用している。

提案書では、想定発行条件、販売する投資家層、金利見通し、起債タイミングなどを提案してもらうことが一般的である。主な提案内容の項目は以下のとおりである。



### 提案書の主な内容（項目）例

- ① 市場環境及び金利見通し
- ② 起債スケジュール
- ③ 投資家動向（発行市場の需給見通し）
- ④ 発行体動向
- ⑤ 販売戦略（購入投資家の見通し）
- ⑥ I R戦略
- ⑦ 想定発行条件
- ⑧ 安定調達のための方策等（中長期的な観点を含める）
- ⑨ 流通市場における取組み（マーケットメイク等）
- ⑩ 主幹事候補会社の引受実績等

### ③ 総合的な判断に基づく選定

過去の引受実績、日常の情報提供などの貢献等に基づいて選定する方法。主幹事候補会社に、定期的に起債環境の見通しや起債運営に関する提案書などを提出してもらっている場合が多い。

地方債において主に採用されている②提案選定型主幹事方式のメリット・デメリットは以下のとおりである。

#### メ リ ッ ト

- ・主幹事を通じて投資家の需要を把握することができる。とくに超長期債など、特定の投資家層がターゲットとされる場合等は、投資家の動向を捕捉しやすい。
- ・投資家需要が旺盛な時には、低利調達が可能な場合がある。
- ・主幹事を中心とした少数メンバーにより起債運営が行われるため、市場環境、投資家需要に応じた効率的、機動的な起債が可能である。
- ・複数の主幹事候補会社の提案を競わせることで、一定の競争性が確保される。

#### デメリッ ト

- ・需給が軟化している状況においては、発行総額の需要の積上げを前提とすると、シ団引受方式に比べ、想定以上に発行コストが高まる可能性がある。
- ・機動的な発行が可能であるが、条件決定日などを事前に公表しないこともあり当該主幹事が対象としない投資家が投資できないこともある。

### （３）入札方式

多数の入札希望者（金融機関等）から、希望する発行条件を価格（または利回り）提示（入札）してもらい、その入札結果に基づいて決定する方式。代表的な競争入札の条件決定方式として、①コンベンショナル方式（国債で採用）、②イールド・ダッチ方式がある。

#### ① コンベンショナル方式（価格による入札方式）

発行体があらかじめ表面利率（クーポン）を提示し、入札参加者が希望価格と購入希望額を入札する方式である。高い価格（低い利回り）のものから順次割り当てが行われ、参加者は、各々の入札価格により引き受ける。

#### ② イールド・ダッチ方式（利率（価格）と引受額を入札する方式）

発行体があらかじめ表面利率（クーポン）を提示せず、入札参加者が希望利回りと購入希望額を入札する方式である。低い利回り（高い価格）のものから順次引受額の割り当てが行われるが、各々の入札利回りにかかわらず、表面利率及び発行価格などの発行条件は最も高い利回り（最低入札価格）となる。つまり、参加者はそれぞれの入札利回りにかかわらず、単一の条件（＝最低入札価格）で債券を引き受けることとなる。

入札方式のメリット・デメリットは以下のとおりである。

#### メリット

- ・相場が安定している場合、競争性が高く、低利な発行条件の獲得が期待できる。
- ・発行条件決定に係る過程の透明性が高い。

#### デメリット

- ・市場環境が悪化している場合、不安定な調達や未達となる可能性がある。
- ・金融機関による引受競争が過熱し、実勢価格から乖離しすぎると、市場に影響が出る場合がある。

#### （４）その他混合方式（引合方式）

入札方式とシ団方式を組み合わせた方式であり、発行額の一部（５～６割程度）を入札の対象とし、残る部分（４～５割程度）をシ団引受分として、事前に行われる入札結果をもって発行条件とする方式である。

##### メリット

- ・入札により発行条件が決定されるため、価格の透明性が高い。
- ・入札とシ団方式の割合が、半々もしくは４対６の割合等になっており、シ団が組み込まれていることから安定消化に繋がる。

##### デメリット

- ・入札で決定した価格で、シ団メンバーに対する事前割当分も決まるため、シ団メンバーの引受リスクが高い。
- ・条件決定後に販売額が決定するため、事前に投資家との対話が難しい。

#### （５）その他混合方式（幹事方式）

固定（輪番）の幹事ではなく、起債の都度（複数回に一回も含め）幹事を選定する方式。シ団方式の中で幹事シェアと権限が特に大きい方式をいう。

契約上はシ団方式と変わらないが、幹事のシェアを高めることにより、運用面、特にマーケティングの運営や条件設定に際して、場合によっては需要積み上げを行うことも含め、幹事の権限を高める方式である。

現在、シ団方式に近い幹事方式を採用しているのは数団体、また、投資家需要の積み上げを行う主幹事方式に近い幹事方式を採用している団体もある。

##### メリット

- ・幹事候補間での競争が担保される。
- ・多くのシェアを有する幹事がシ団を代表して投資家と個別に交渉し、その結果を発行条件に反映させるため、より市場実勢を反映させることができる。
- ・起債運営の責任主体が明確化されており、発行額全体を考慮したより市場に即した起債運営を行うことができることに加え、シ団のメリットである多くの証券会社や銀行が関わることにより安定的な引受の両立を図ることができる。

##### デメリット

- ・引受各社のシェアが一定しないことにより長期的な販売計画を立てにくい。
- ・発行団体の事務的負担はシ団方式に比べて高い場合がある。

## 2-2 市場公募地方債の発行条件決定方式の留意点

各発行条件決定方式の特徴を踏まえ、起債時の市場情勢等を勘案の上、各地方公共団体の個々の実情に応じた適切な発行条件決定方式を選択することが、安定、競争、公正・透明の観点で有効な資金調達の実現に繋がるものである。

各条件決定方式の選択にあたっての留意点を整理すると以下のとおりである。

### (1) シ団引受方式

引受シ団の編成に際しては、公正性と競争性の観点で、シ団の選定基準を明確化するために、シ団編成基準を作成することが望ましい。その際には、地方債及びその他の公社債の引受・販売実績等の引受能力に関する要素はもとより、当該地方債を引き受けた場合の販売・保有に関する具体的方針、商品性に対する理解度や取組み姿勢等についても留意する必要がある。

また、定期的にシ団編成の見直しを行うことにより、公正性・競争性（効率性・機動性）を確保することが重要である。その際には、引受金融機関の財務状況等を注視し、引受能力を精査するよう留意すべきである。

#### シ団選定に際し考慮すべき事項

- |  |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>① 引受希望（額を含む）の程度（基本姿勢）</li> <li>② 地方債の引受に係る考え方（地方債の扱い、適正な条件交渉方式など）</li> <li>③ その他の地方債（銀行等引受債を含む）に対する引受姿勢</li> <li>④ 市場公募地方債の引受実績・流通市場での取扱実績</li> <li>⑤ 他の公社債（国債、政保債、社債）の引受実績・流通市場での取扱実績</li> <li>⑥ 販売戦略・促進策（PR状況、理解向上のための説明会等の開催状況を含む）</li> <li>⑦ 市場公募地方債の販売状況・商品性の評価（市場公募地方債の気配値（国債とのスプレッド））</li> <li>⑧ 経営状況、経営姿勢等</li> </ul> |
|--|

（出所）「地方債に関する調査研究委員会」報告書（平成19年3月）

### (2) 主幹事方式

投資家需要の積み上がりを反映したプライシングが可能な方式であるが、発行規模や市場の需給状況によっては、発行総額の需要の積上げを前提とすると、シ団引受方式に比べ、想定以上に発行コストが変動する可能性がある。また、発行体は投資家需要にかかる情報を主に主幹事会社を通じて入手することになるため、主幹事会社の引受能力に加え、投資家情報収集能力等を勘案して、主幹事選定を行うことが望ましい。

**（３）入札方式**

入札方式は、価格の競争性や起債過程の透明性が高い点が優れているが、入札手法を選択する場合は、各地方公共団体の資金調達の内容・規模、市場環境等の諸事情を踏まえつつ、検討することが重要である。

**（４）その他混合方式（引合方式）**

入札結果をもってシ団引受の発行条件とする方式であるため、一部の引受会社が他社と大きく異なる水準感を持って応札すること等で過熱しすぎた入札結果となったときには、その後の起債運営に影響が出る場合がある。

適切な運営を行っていくためには、入札シェアとシ団シェアの割合に留意する必要がある。

**（５）その他混合方式（幹事方式）**

主幹事方式に近い幹事方式では、投資家需要の積上に基づき発行条件が決定されるため、シ団引受方式（交渉方式）と比べて発行条件が起債環境に左右され易いことに留意する必要がある。

各条件決定方式の留意点は以上のとおりであるが、市場公募地方債の発行に際して、有利な発行条件で安定性、効率性、透明性の確保が図られる発行条件決定方式を選択することが重要であり、いずれの手法を採る場合であっても、発行条件の設定にあたっては、国債、政府保証債等の発行条件や流通実勢、長期プライムレート等の動向、投資家需要の動向等を継続的に把握し、適切な発行条件の設定に努める必要がある。

### 2-3 金融危機前後における市場公募地方債の発行条件決定方式別の発行状況

世界的な金融危機が発生した平成20年10月上旬は、リーマンショックに伴う金融機関の破たんリスクや信用収縮等により、金融資本市場は混迷を深めた。日本の債券市場における長期国債（10年債）流通利回りは、1.5%程度から一旦、1.375%（平成20年10月6日）まで下落（価格は上昇）した後、翌週には1.590%（同10月14日）へと大幅に上昇（価格は下落）するなど、変動の激しい状況となった。

#### （1）地方債の起債の中止・延期

債券市場における投資家の目線が極めて定まりにくい状況となる中、地方債については、北海道の公募5年債の入札が実施され（平成20年10月10日）、対国債スプレッドが平常時の30bp程度から60bp程度と大幅な拡大となった。

平成20年10月の中旬から下旬にかけ、地方債の起債市場は、市場が冷静さを取り戻すまでの間の対処として、個別発行体によって起債の中止・延期などを行う事例があった。（図表4）なお、このような中、対国債スプレッドが19bpで投資家の需要が確認された札幌市は、シ団引受方式により100億円（公募10年債）を調達した。

図表4 平成20年10月に地方債発行を中止・延期した地方公共団体

団体名	償還年限（年）	発行額（億円）	採用を予定していた条件決定方式
東京都	10	300	シ団引受方式
	20	200	主幹事方式
大阪府	5	200	入札・引合方式
愛知県	5	200	入札方式
兵庫県	10	100	入札方式
	5	100	入札方式
川崎市	20	100	主幹事方式
計		1,200	

#### （2）地方債の起債の状況

金融危機が発生した平成20年度における市場公募地方債の起債の取組みについて整理すると図表5のとおりとなる。

平成20年10月は、比較的起債環境が安定していた10月初旬（10日まで）に起債が実施され、発行銘柄数15、発行総額は3,200億円となった。共同発行債を除いた個別発行債の発行総額は2,200億円であり、前年度の10月の発行総額4,600億円（共同発行債除く）と比較すると、2,400億円のマイナスとなった。

年間の推移でみると、平成20年4月から9月までの半年間で1兆9,720億円、月間平均発行額3,287億円であり、平成20年11月から平成21年3月の5ヶ月間では2兆6,590億円、月間平均発行額5,318億円となった。金融危機後の11月以降は、月間平均発行額で上半期を2,000億円程度上回る発行となった。

図表5 金融危機前後における市場公募地方債の起債状況

(単位：億円)

発行 月	20 年 度										19 年 度	
	10 年 債			5 年 債		その他年限		総 計			総 計	
	銘柄	発行 総額	共同債 除 く	銘柄	発行 総額	銘柄	発行 総額	銘柄	発行 総額	共同債 除 く	発行 総額	共同債 除 く
4 月	8	2,600	1,550	4	700	0	0	12	3,300	2,250	3,100	2,100
5 月	12	3,200	2,200	5	950	4	800	21	4,950	3,950	4,400	3,400
6 月	13	3,250	2,250	4	550	5	800	22	4,600	3,600	4,200	3,200
7 月	9	2,400	1,400	8	1,200	5	750	22	4,350	3,350	4,640	3,600
8 月	9	2,500	1,450	3	450	3	520	15	3,470	2,420	3,220	2,200
9 月	11	3,300	2,250	9	1,400	4	500	24	5,200	4,150	4,800	3,800
10 月	12	2,800	1,800	3	400	0	0	15	3,200	2,200	5,600	4,600
11 月	19	3,850	2,800	6	850	9	1,600	34	6,300	5,250	5,750	4,700
12 月	20	4,350	3,350	7	1,200	7	1,560	34	7,110	6,110	4,950	3,950
1 月	8	2,800	1,750	8	1,130	4	1,150	20	5,080	4,030	3,740	2,740
2 月	14	4,050	3,000	6	1,100	10	1,800	30	6,950	5,900	5,230	4,200
3 月	14	3,750	2,750	9	1,650	4	900	27	6,300	5,300	4,500	3,500
合計	149	38,850	26,550	72	11,580	55	10,380	276	60,810	48,510	54,130	41,990
平均	12.4	3,238	2,213	6.0	965	4.6	865	23.0	5,068	4,043	4,511	3,499

(注) 発行総額の平均は、四捨五入。

**(3) 金融危機前後の発行条件決定方式別の状況（公募10年債）**

平成20年9月からの12月までの地方債の発行条件等について、共同発行債でみると、9月債は応募者利回り1.555%で対国債スプレッドは9.8bp(国債との償還月差を考慮しない数値)、10月債は1.502%でスプレッドは12.5bp、11月債は1.690%でスプレッドは20.0bp、12月債は1.561%でスプレッドは18.0bpという状況であった。

平成20年9月から平成21年2月までの間に各発行条件決定方式の採用により発行された個別発行債（10年債）及び共同発行債の発行条件における対国債スプレッドについて、発行条件決定方式別に整理した。その際、市場からの評価が比較的高い団体をAグループとし5団体、市場からの評価が比較的低い団体をBグループとし3団体についてそれぞれ参考とした。(図表6)

はじめに、シ団引受方式の有力主体である共同発行債の対国債スプレッドと個別発行債で採用されたシ団引受方式及び幹事方式の対国債スプレッドを比較する。比較については、それぞれ条件決定日、条件決定時間、発行額等の違いがあるため、できるだけ条件決定日が近い、同一の団体によって行う。

Aグループの各個別発行債と共同発行債のシ団引受方式、幹事方式のスプレッドは、ほぼ一定幅で推移した。共同発行債の対国債スプレッドは、10月の12.5bpから11月20.0bp、12月18.0bpとなったのに対し、Aグループでシ団引受方式を採用する団体(A-1)は、10

月 13.5bp(共同発行債との差+1bp)、11 月起債なし、12 月 19.0bp(同+1bp)と共同債と 1.0bp の差で推移した。また、同様に A グループで幹事方式を採用する団体(A-5)は、10 月 14.0bp(同+1.5bp)、11 月起債なし、12 月 19.0bp(同+1bp)と共同債と+1.0bp～+1.5bp の差となっている。

このため、金融危機時におけるシ団引受方式、幹事方式において、特に手法による優劣は明確なものとなっていない。A グループのシ団引受方式、幹事方式では、対国債スプレッドはワイド化したものの、拡大幅は比較的小さかった。

B グループの入札方式を採用する団体(B-1)と共同発行債のスプレッドは、平成 20 年 9 月の対国債スプレッドが 21.8bp(同+12.0bp)、11 月に 32.3bp(同+12.3bp)、平成 21 年 1 月 30.0bp(同+12.3bp)となり、金融危機の前後において、対国債スプレッドは拡大したものの、共同発行債とのスプレッドはほぼ一定の水準であった。B グループの入札・引合方式を採用する団体(B-2)では、9 月の対国債スプレッドが 24.0bp(同+14.2bp)、11 月に 35.0bp(同+15.0bp)、平成 21 年 1 月 37.0bp(同+19.3bp)となり、国債及び共同発行債とのスプレッドが拡大するところもあった。

図表 6 発行条件決定方式別対国債スプレッド(10 年債)

(単位: bp)

区 分	シ団方式		幹事方式		主幹事方式		入札・引合方式 (入札による条件決定)		入札方式	
	団体名	対国債 スプレッド	団体名	対国債 スプレッド	団体名	対国債 スプレッド	団体名	対国債 スプレッド	団体名	対国債 スプレッド
20 年 9 月	A-1(3)	11.0					B-2(3)	24.0	B-1(3)	21.8
	共同(4)	9.8								
	A-2(12)	9.5								
10 月	A-1(3)	13.5	A-4(10)	14.0			B-2(6)	29.9		
	共同(7)	12.5								
11 月	A-3(6)	21.0	A-5(6)	21.0	B-3(12)	38.0	B-2(12)	35.0	B-1(6)	32.3
	共同(7)	20.0								
	A-2(14)	17.0								
12 月	A-1(3)	19.0	A-5(3)	20.0	B-1(3)	34.0	B-2(3)	35.4		
	共同(4)	18.0	A-4(10)	19.0			B-3(3)	34.9		
	A-2(12)	17.0								
21 年 1 月	A-3(9)	19.0					B-2(13)	37.0	B-1(9)	30.0
	共同(14)	17.7						34.8		
	A-2(15)	17.0					B-3(13)			
2 月	A-1(4)	19.0	A-5(5)	19.0			B-2(4)	36.2	B-1(4)	30.2
	A-3(4)	19.0	A-4(10)	19.0			B-3(4)	34.7		
	共同(5)	17.5								
	A-2(13)	16.5								

(注 1) 図表中「共同」は共同発行債を指し、( ) 内の数字は条件決定日を表す。

(注 2) 償還月差は考慮しない。



## 2-4 市場混乱時における市場公募地方債の発行条件決定方式の留意点

市場混乱時（金融危機時等）での発行条件決定方式の選択にあたっての留意点を整理すると以下のとおりである。

### （1）シ団引受方式

市場混乱時においては、①市場実勢が不明確な状態では、発行条件水準についての意見集約（条件決定）に時間を要し、引受シ団各社の意見合意が困難となる場合がある。また、②シ団メンバーの財務力低下によるシ団構成メンバーの変動（シ団シェアの見直し要請やシ団構成員の離脱等）が起こる可能性や、③他の方式に比べ多くの金融機関が参加していることを踏まえ、条件決定から受渡日までの間、シ団メンバーの中に破綻が生じる可能性も想定しておく必要がある。②と③の場合に、シ団間で円滑に対応できるように留意する必要がある。

（参考）平成20年9月の一部金融機関（シ団メンバー）の破綻時において、追加引受リスクを多くのシ団メンバーで共同して負担する枠組みであったことから、発行までの間に円滑に調整が行われた事例があった。

### （2）主幹事方式

市場混乱時においては、①金利環境、需給環境如何によっては、投資家需要が集まらないことやワイドな水準での発行を強いられるなど、発行体の利払い負担が重くなる場合がある、②主幹事会社が市場混乱等の影響を、破綻の可能性を含め、どの程度受けているか十分把握する必要があると同時に、主幹事の起債戦略や個別販売網等についてもどのような影響を受けているか等に留意が必要である。

### （3）入札方式

市場混乱時においては、①市場環境が悪化した場合、流通市場での価格が不安定になり、多くの投資家、業者ともに水準が見えにくいため、結果として発行コストが上昇する可能性がある、②発行体にとって不利な条件での発行となる可能性が高く、札割れとなる場合もある、③落札者が多くなった場合、落札日から受渡日までの間、落札者の中に破綻が生じる可能性がある等に留意する必要がある。

### （4）市場混乱時における留意点（全般）

市場が混乱した場合に適宜・適切に対応することができるようにするため、地方公共団体の起債事務担当者は、日頃から他団体の起債状況を含め市場の動向を見極める能力を高めるとともに、市場混乱時において考え得る対応策をあらかじめ想定しておくことが重要である。

市場混乱時における対応としては、まずは、市場の状況について十分な情報を入

手するとともに、起債手続きがどの程度進捗しているかを確認したうえで、予定どおり起債を行った場合に未達となる可能性や金利面への影響を十分検証する必要がある。そして、まずは、プレマーケティングの期間延長などの運営面での対応が望ましいところである。そのような対応が困難である場合は、可能な限り予定通り起債することが安定的な市場との関係を構築する上で望ましいことを踏まえつつ、必要に応じ、最小限の予定変更を検討することが考えられよう。さらに、予定されていた起債の中止・延期といった最終手段をとるという意思決定を行う前に、投資家の資金需要を踏まえつつ、調達額の減額などを行うことも一つの検討材料となろう。

なお、調達額の減額等の対応策を講じる際には、当該団体の資金繰りの状況を踏まえ、一時借入金などによる代替対応の必要性の要否なども考慮する必要があるだろう。

いずれにしろ、長期的に市場の信認を得て起債運営を行うためには、どのような対応策を講じるにしても、その説明責任を果たして行くことが必要であり、適時・適切な情報発信に努めることが市場混乱時においては特に肝要である。

### 3. 銀行等引受債の条件決定方式

#### 3-1 銀行等引受債の条件決定方式別調達額の推移

銀行等引受債における条件決定方式は、大別して相対交渉方式、入札・引合方式、プロポーザル方式、シンジケート・ローン方式に分けられる。

過去5年間の条件決定方式別調達額を見ると、伝統的な相対交渉方式による調達とは別の入札・引合方式、プロポーザル方式、シンジケート・ローン方式の3方式による調達額が、公募団体、非公募団体問わず全体的に増加傾向にあり、条件決定方式の多様化が進んでいる。(図表7、8)

図表7 条件決定方式別調達額の推移（公募団体）

(単位：上段 百万円、下段括弧内 %)

区 分	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度
入札・引合方式	76,257 (2.7)	129,245 (5.8)	321,240 (14.1)	520,496 (15.2)	506,960 (12.8)
プロポーザル方式	15,337 (0.5)	139,618 (6.3)	230,215 (10.1)	182,203 (5.3)	310,976 (7.9)
シンジケート・ローン方式	159,969 (5.7)	311,716 (14.0)	315,569 (13.8)	433,469 (12.6)	399,204 (10.1)
銀行等引受債全体	2,811,844 (100.0)	2,220,597 (100.0)	2,281,401 (100.0)	3,428,637 (100.0)	3,956,786 (100.0)

(回答団体数：平成16年度～平成19年度 34団体、平成20年度 40団体)

(注) 銀行等引受債全体額はアンケート調査に応じた団体の合計であり、地方債統計年報（地方債協会）の数値とは一致しない。

(出所) アンケート調査、地方債協会『平成20年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書』

図表8 条件決定方式別調達額の推移（非公募団体）

(単位：上段 百万円、下段括弧内 %)

区 分	平成16年度	平成17年度	平成18年度	平成19年度	平成20年度
入札・引合方式	0 (0.0)	2,575 (0.5)	15,644 (2.1)	40,249 (4.6)	41,500 (4.5)
プロポーザル方式	0 (0.0)	0 (0.0)	0 (0.0)	998 (0.1)	0 (0.0)
シンジケート・ローン方式	116,408 (20.1)	104,753 (20.7)	152,588 (20.3)	145,931 (16.5)	136,765 (14.9)
銀行等引受債全体	578,549 (100.0)	505,025 (100.0)	750,836 (100.0)	882,312 (100.0)	916,920 (100.0)

(回答団体数：平成16年度～平成19年度 11団体、平成20年度 10団体)

(注) 銀行等引受債全体額はアンケート調査に応じた団体の合計であり、地方債統計年報（地方債協会）の数値とは一致しない。

(出所) アンケート調査、地方債協会『平成20年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書』

### 3-2 銀行等引受債の条件決定方式の留意点

銀行等引受債における主な発行条件決定方式である（１）相対交渉方式、（２）入札・引合方式、（３）プロポーザル方式、（４）シンジケート・ローン方式について、公募団体、非公募団体へ行った各方式の採用理由、不採用理由に関するアンケート調査等をもとに、安定性、効率性、透明性の観点からそのメリット・デメリット・留意点を整理すると以下のとおりである。

#### （１）相対交渉方式

地方公共団体と金融機関、共済組合等が相対で協議、交渉し、発行（借入）条件等を決定する方式であり、銀行等引受債においては最も一般的に採られている方式である。

##### メリット

- ・１対１で交渉することから関係者が少なく、事務手続きが簡素なため機動的かつ柔軟な発行（借入）が可能である。
- ・指定金融機関が相対交渉先となるケースがほとんどであり、総合的な取引関係を勘案されることが多いため、個別の採算性を重視される場合と異なり、条件決定が円滑に行われる場合や、継続して資金を調達できる場合が多い。

##### デメリット

- ・特定の金融機関とだけ交渉している場合は、競争性を欠くことになり、又、それによって透明性が低くなる恐れがある。

##### 留意点

- ・条件決定における妥当性を確保するため、長期金利の動向等を踏まえ、適切な金利水準を見出す必要がある。

#### （２）入札・引合方式

複数の入札（見積）希望者（金融機関）から希望する引受条件を価格（または利回り）提示させ、その入札（見積）結果に基づいて発行条件を設定する方式である。

証券発行の場合、総額引受を前提として入札された引受金利（利回り・スプレッド）により特定の金融機関に全額落札される方式が一般的である。

証書借入の場合も証券発行同様、総額引受を前提として入札された借入金利（利回り・スプレッド）により特定の金融機関に全額落札される方式が一般的である。

なお、実務的には、入札・引合方式には後述（３）プロポーザル方式による提案と、プロポーザル方式の提案の中に（４）シンジケート・ローン方式による提案が含まれ、引受金融機関を選定する、あるいは発行（借入）条件を決定する場合もある。

#### メリット

- ・公正な競争が担保され、条件決定過程の透明性が確保できる。
- ・安定した市場環境下では低利での調達が可能となる。

#### デメリット

- ・市場の環境変化を受けやすく、札割れとなる場合や極端に条件が悪化する場合がある等、安定的な調達に懸念がある。

#### 留意点

- ・極端に市場環境等の条件が悪化した場合に調達を中止すると、入札に参加した金融機関からの信頼を失う恐れがあるため、入札前に中止・延期する場合の条項を定め、あらかじめ参加者に周知する必要がある。

### (3) プロポーザル方式

地方公共団体が、一定の発行（借入）に関する条件を金融機関に提示し、これを受け、金融機関から個別に発行（借入）条件等を提案。地方公共団体がその提案内容を総合的に検討し、引受（借入）先、あるいは発行（借入）条件を決定する方式である。

提案に際しては発行（借入）条件や期間、償還方式等が提示されることが一般的である。

#### メリット

- ・発行（借入）方式、償還年限等、発行（借入）条件に関する多様な提案を通じて商品設計の自由度が高められる。
- ・複数の金融機関に自由に提案させることで競争性が向上する。

#### デメリット

- ・提案内容（金融商品）の理解に比較的高度な専門知識が求められる場合がある。
- ・提案を受けた商品の選定において、選定基準や意思決定に客観性や妥当性を確保することが難しい場合がある。

#### 留意点

- ・提案内容（金融商品）のリスク等について十分な確認を行う必要があり、相当程度、起債までの期間を見込む必要がある。
- ・提案内容（金融商品）の理解及び適切な判断のため、職員の専門性の向上を図ることが必要となる。
- ・複雑な仕組みが組み込まれている提案内容（金融商品）の選定等にあたっては、外部の専門的なアドバイスを受けることなども考えられる。

#### （４）シンジケート・ローン方式

貸手は複数の金融機関等から構成される引受シ団であり、借手である地方公共団体から指名を受けたアレンジャー（引受シ団の一員の場合が多い）がシ団、地方公共団体と協議、交渉し、発行条件等を設定する方式である。この場合、シ団参加者は同一の条件、契約書によって資金を貸し出す。

また、あらかじめ契約上、債権譲渡の承諾がなされることが一般的であり、金融機関の間で譲渡が行いやすくなっているため、市場型間接金融と整理される。

なお、実務的には、銀行等引受債において従来から組成されるシンジケート団が派生して、シンジケート・ローン方式の形態をとる場合や、新たにシンジケート団（単独行引受含む。）が組成される場合などがある。

##### メリット

- ・引受金融機関が複数あることで、発行規模にかかわらず安定的な調達が可能である。
- ・債権譲渡が行いやすいため、金融機関の貸出先の偏在が調整されやすく、安定調達が可能である。
- ・資金調達交渉の窓口を一本化することで、事務の簡素化、事務負担の軽減が図れる。

##### デメリット

- ・発行条件水準についてシ団メンバーの合意形成に時間を要し、機動的で柔軟な借入れが行えない場合がある。
- ・条件決定過程における競争性、透明性が低くなる恐れがある。

##### 留意点

- ・シ団メンバーの合意形成が難しい場合、条件決定日、借入日の設定に機動性が欠ける場合があるので留意が必要である。
- ・アレンジャーへの手数料等を含めた全体的な発行コストを考慮する必要がある。
- ・全シ団メンバーが納得する条件でない場合、引受機関がシ団を離脱する恐れがあるので留意が必要である。

それぞれの方式のメリット・デメリット・留意点は以上のとおりであるが、銀行等引受債の発行（借入）に際して、安定性、効率性、透明性の確保が図られる発行（借入）条件決定方式を選択することが重要であり、いずれの手法を採る場合であっても、発行条件の設定にあたっては、国債、政府保証債等の発行条件や流通実勢、長期プライムレート等の動向等を継続的に把握し、適切な発行（借入）条件の設定に努める必要がある。



# 「地方債に関する調査研究委員会」報告書

## 概要

(昭和54年度～平成20年度)





「地方債に関する調査研究委員会」報告書の概要（昭和54年度～平成20年度）

NO. 1

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
54	地方債の住民消化のあり方	立田清士	<p>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、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ボンドの発行を紹介している。</p> <p>規格統一の現状について、アンケート調査を昭和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。</p>
55	地方公共団体の外債発行問題  公債償還と減債基金をめぐる諸問題	山本成美  山本成美	<p>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・달러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。</p> <p>地方財政の危機と地方債の大量発行について、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、減債基金における、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。</p>
56	地方債の借換問題  地方債の流通問題	石川一郎  石川一郎	<p>借換債の意義、借換債についての法制と沿革と沿革と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。</p> <p>公社債の流通問題は、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。</p> <p>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。</p>
57	地方公共団体における資金の調達と運用	福島 深	<p>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、総合的な見地に立つて資金効率の向上が図られることが望ましい。</p> <p>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、地方公共団体の基金管理問題を総合的にまとめた初めてのものである。</p>

年度	調査研究項目	委員長名	要 旨
5 8	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> <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>
5 9	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>
6 0	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>
6 1	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
6 2	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>
6 3	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>
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>第一章より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>
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・量共に重要であることと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ること、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ことによるものである。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>
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規制に係わる地方債のリスク・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>
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
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現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上の共同発行制度の概要を紹介した。</p>
6	地方債の流通の現状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「地方債の流通の現状と流通性向上策」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>
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。</p>
8	地方債における個人消費について	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費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費の現状、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、個人消費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>
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
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>
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、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>
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>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（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、民間資金の中心とし、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況が続いている。</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>
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>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。</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、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、テーパー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
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、地方分権や財政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、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、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、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、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>
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、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、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り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>
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、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>
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>
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、財政改革の趣旨、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対する戦略的な起債運営に向けた方策について、非市場公募団体に対する全国型市場公募地方債発行に向けた課題について、市町村に対す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
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、現在は、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>
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關心が高まっている。</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>



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

---

発 行 平成 22 年 3 月 30 日  
発 行 人 高 島 進  
発 行 所 財団法人 地方債協会  
〒102-0082  
東京都千代田区一番町 25 番地 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 <http://www.chihousai.or.jp/>  
印 刷 株式会社山王プリント

---

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。