

地方債のクレジットと地方債市場の持続可能性

野村資本市場研究所
主任研究員

江夏あかね

2015年5月28日

本資料は野村資本市場研究所の研究員による資料をもとに作成した、野村證券の著作物です。
巻末に記載されている重要なディスクレイマーをお読み下さい。

STRICTLY PRIVATE AND CONFIDENTIAL
株式会社野村資本市場研究所

目次

| | | |
|------|-----------------------|-----|
| I. | 地方公共団体におけるクレジットの決定要因 | 2頁 |
| II. | 地方債市場の現状 | 11頁 |
| III. | 地方債市場の持続可能性を確保するための課題 | 19頁 |
| IV. | まとめ | 24頁 |

I. 地方公共団体におけるクレジットの決定要因

地方債のクレジットとは

■ 地方債のクレジットの基礎

- クレジットは、一般的に、「いかに安定的にキャッシュフローを創出し、債務を返済できるか」が分析の焦点
 - 地方公共団体の場合、地方税が中核的なキャッシュフロー
 - 民間セクターと異なり、中央政府による財政移転や地方財政制度等も重要な分析要素
 - 地方公共団体は、公共政策上の責任に基づき、必ずしも高い採算性を確保することが可能でない行政サービスも含めて執行する役割を担っている→中央政府による関与・支援等を通じて、地方公共団体が円滑に行政サービスを執行することが可能に

■ 地方債のクレジットをめぐる2つの分析要因(マクロ要因と個別要因)

- マクロ要因: 地方財政制度と中央政府による信用補完及びその可能性
- 個別要因: 各地方公共団体の要素(域内の経済状況、財政状況及び見通し等)

■ 公的セクターに特徴的な要素であるマクロ要因

- 「地方公共団体は、住民の福祉の増進を図ることを基本として、地域における行政を自主的かつ総合的に実施する役割を広く担うものとする」(地方自治法第1条の2)
- マクロ要因の分析の主な要素
 - 中央政府(もしくは上位政府)と地方公共団体との関係
 - 地方公共団体の行財政運営における義務、権限、財源などを定める法律や規制
 - 地方財政制度や財政移転に関して、地方公共団体の財政面における予見可能性や柔軟性がどの程度あるのか
 - 政治的環境や地方分権などを通じて、これらの要素が変化する可能性や度合い など

地方債のクレジットとは(続き)

■ 各国で異なるマクロ要因の強さ

図表1: S&P:システムサポートの評価

| グループ1 (予見可能で支援的) | グループ2 (予見可能で均衡の取れた) | グループ3 (発展中だが健全) | グループ4 (強化されてグループ5 いるが一様でない) | グループ5 (整備中で不均衡) | グループ6 (不安定で資金不足) |
|---------------------------|----------------------------|--|--------------------------------|--------------------|----------------------|
| オーストラリアの州と ビクトリア州の地方政府 | ベルギーの州と地方政府 | チェコの地方政府 | ブラジルの州及び 地方政府 | インドネシアの地方政府 | アルゼンチンの州と地方政府 |
| オーストリアの州 | カナダの州、地方政府、準州 | スペインの特別州及び県、 通常州及び地方政府 | ブルガリアの地方政府 | マケドニアの地方政府 | ベラルーシの州 |
| ドイツの州 | フランスの州、県、地方政府 及びインターシティ | ドイツのノルトライン・ ヴェストファーレン (NRW) 州の地方政府 | コロンビアの州及び 地方政府 | メキシコの地方政府 | ナイジェリアの州 |
| ニュージーランドの 地方政府 | 日本の都道府県と市 | イスラエルの地方政府 及び地方下水道公社 | クロアチアの地方政府 | ロシアの州と地方政府 | ウクライナの地方政府と 自治共和国 |
| ノルウェーの地方政府 | スイスのジュネーブ州と ヴォー州の地方政府 | イタリアの特別州、 通常州、県及び地方政府 | ラトビアの地方政府 | | |
| スウェーデンの地方政府 と郡 | 米国の州 | 韓国の地方政府 | メキシコの州 | | |
| スイスの州 | | マレーシアの州 | | | |
| 英国の地方政府 | | ポーランドの地方政府 | | | |
| | | フランス領ポリネシア | | | |
| 平均スコア | | | | | |
| 1~1.5 | 1.75~2.25 | 2.5~3.0 | 3.25~3.75 | 4.0~4.25 | 4.5~5.0 |

(注) システムサポートの度合いの評価は、地方財政制度が地方公共団体に与える継続的な支援(予見可能性、歳入と歳出の一致、透明性と説明責任、財政政策の枠組み)及び非常時に想定される特別な支援の強さと度合いを分析する。

(出所) S&P, *Institutional Framework Assessments For International Local and Regional Governments*, June 30 2014, P.3.

地方債のクレジットとは(続き)

- マクロ要因の強さは、地方債発行や財政危機に対する中央政府の関与の違いにも反映

図表2: 主要国の地方債発行に関する中央政府関与・発行に関するルール

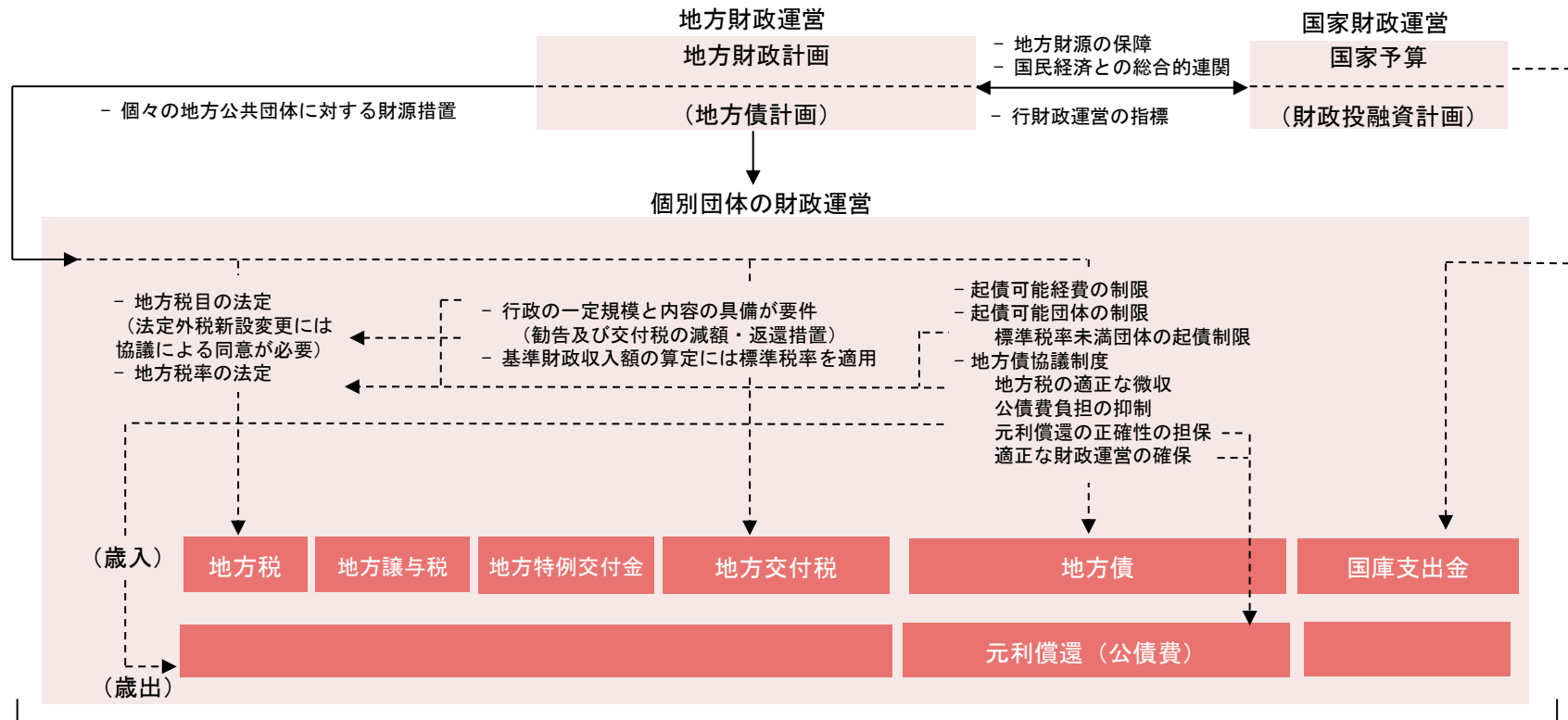
| 国名 | 地方債発行に関する中央政府の関与 | 地方債発行に関するルール | 財政危機の地方公共団体に対する国の支援 | 地方公共団体の破産に関するルール |
|--------|--|--|---|----------------------|
| 日本 | 国による地方債協議制度がとられている(2012年度からは民間等資金に関して地方債届出制度が導入されている)。 | 健全化判断比率が一定割合を超えると地方債の発行が制限される。 | 「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」に基づく財政健全化制度において、再生振替特例債の資金に対する配慮等、財政再生計画の円滑な実施について国及び他の地方公共団体は適切な配慮を行うとされている。 | 定められていない。 |
| 英国 | 2003年地方自治法により起債制限が撤廃され、自主決定システムへ移行。 | 2003年地方自治法により、国務大臣が地方公共団体の資金の借入に対して制限を課すことや、借入規模の制限を設けることが可能である旨が規定されているほか、ポンド以外の借入に対する大蔵省の同意等のプロセスが定められている。 | 財政危機への予防措置は地方自治法等の規定によってはかられている。 | 定められていない。 |
| フランス | 国の関与は大幅に削減されている(事前許可制は1982年に廃止、地方長官による監督も事後的監督に改正されている)。 | 予算の実質均衡原則、公債費の予算計上、資本支出財源への限定等が定められている。 | 財政危機に陥った地方公共団体に対して、中央政府による財政支援を義務付ける法律はないものの、例外措置として非常に少額の均衡補助金を供与することが可能であるほか、中央政府が地方公共団体に対して一時的に資金援助を行うことがある。 | 定められていない。 |
| スウェーデン | 国の関与は特にない。 | 予算の均衡原則、資本支出への限定等のルールはあるが規制は比較的緩やかである。 | 財政困難な地方公共団体に対してケースに応じた支援が行われる場合がある。 | 定められていない。 |
| ドイツ | 連邦の関与は原則としてない。市町村に対しては各州の市町村法により規定されている。 | 大部分の州については、ドイツ基本法第115条に沿って、原則として赤字公債が認められていない。市町村の起債に関しても、連邦や州と同様に、赤字公債不発行の原則が多くの場合において盛り込まれているほか、州の監督官庁による起債許可が必要な旨等が定められている。 | 過去には、財政危機に陥った団体に対して連邦補充交付金(財政再建特別補充交付金)が交付されたケースがある。ドイツ基本法にも危機的財政状況に陥った地方公共団体に対する財政支援が規定されている。 | 定められていない。 |
| 米国 | 州に対する連邦の関与はない。地方公共団体に対しては州の関与がある場合がある。 | 一般財源保証債については州法により、発行額上限規制、地方議会の議決・住民投票の義務付け、発行利率上限規制等の規則が設けられているケースが多い。レベニュー債については一般財源保証債のような制限は原則としてない。 | 連邦の州に対する支援措置は原則として行われず、地方公共団体に対しては州が独自に支援を行うケースがある。 | 破産法の適用がある(連邦破産法第9章)。 |
| カナダ | 連邦の関与はない。地方公共団体に対しては州の許可が必要な場合が多い。 | 州は起債に関する規制(上限規制等)は原則として持たない。財政均衡等に関するルールについて1990年代半ば以降各州が導入。市町村に対しては州が上限規制のルールを設けているケースが多い。 | 州に対する支援措置はない。地方公共団体に対しては州が独自に支援制度等を定めている。 | 定められていない。 |

地方債のクレジットとは(続き)

■ 日本のマクロ要因の状況

- 中央政府が制度や財政移転等を通じて、重層的に関与・支援
 - 地方公共団体がある程度の財政状況を維持するために、中央政府が関与を行う仕組みが重層的に存在
 - 地方公共団体が住民に対して円滑に行政サービスを執行することを可能とすべく、中央政府が地方公共団体の財政運営について、地方債に関する部分も含めて保障している(例: 公的資金による地方債の引受け、地方債の交付税措置等)

図表3: 地方財政制度の概要



「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」(地方公共団体財政健全化法)に基づく財政健全化制度等

地方債のクレジットとは(続き)

■ 定性面・定量面で構成される各地方公共団体の個別要因

- 定性分析: 域内の経済状況、財政状況及び見通し等
- 定量分析: 「限られた財源のなかでどのように歳入源を確保し、歳出、債務のレベルを管理するか」というキーワードが焦点

図表4: 個別要因分析のポイント(定性分析)

域内の経済状況

- 経済成長力・景気動向(域内総生産等)
- 産業構造(産業分散、地域経済の成長を牽引する業種の集積)
- 人口動態(増減、年齢層の分散)
- 1人当たり所得水準
- 地価の動向

財政状況及び見通し

- 普通会計
 - ▶ 歳入(税込基盤、自主財源、一般財源)、歳出(経常的経費、投資的経費)、収支等(実質収支、基金の積立状況)、地方債発行及び発行残高、債務負担行為
- 公営事業会計
 - ▶ 収支・損益の状況、不良債務、累積欠損金、他会計繰入金、地方債発行及び発行残高
- 出資法人等
 - ▶ 地方独立行政法人、地方三公社(土地開発公社、地方道路公社、住宅供給公社)及び第三セクター等が地方公共団体本体の財政に影響を及ぼす可能性
- 行財政運営の状況及び見通し
 - ▶ 財政健全化への取り組み及び実効性

図表5: 個別要因分析のポイント(定量分析)

健全化判断比率

- 実質収支比率
- 連結実質収支比率
- 実質公債費比率
- 将来負担比率

その他の主な指標

- 自主財源比率
- 財政力指数
- 経常収支比率
- 債務償還可能年数

(ご参考) 地方公会計に基づく分析指標

- 資産形成度(住民一人当たり資産額、有形固定資産の行政目的別割合、歳入額対資産比率、資産老朽化比率)
- 世代間公平性(純資産比率、社会資本等形成の世代間負担比率[将来世代負担比率])
- 持続可能性・健全性(住民一人当たり負債額、基礎的財政収支、債務償還可能年数)
- 効率性(住民一人当たり行政コスト、性質別・行政目的別行政コスト)
- 弾力性(行政コスト対税収等比率)
- 自律性(受益者負担の割合)

地方債のクレジットを支える仕組みと分析の必要性

■ 地方債のクレジットを支える仕組み

- 日本の地方債は、債務不履行(デフォルト)の仕組みがないと解釈されている
 - 地方債の安全を守る3つの仕組み(総務省「地方債の安全性」(http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/c-zaisei/chihosai/chihosai_c.html))
 - 地方債の元利償還に要する財源の確保
 - 早期是正措置としての起債許可制度
 - 「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」の施行

■ 日本の地方債にクレジット分析が必要とされる背景

- ロジック1: 日本の地方公共団体の債券は、一部の外貨建て債を除き、日本政府が明示的に保証をしているわけではない
 - 地方公共団体は、地方財政制度を通じて重層的に政府支援を享受している
 - マクロ要因のみならず、各地方公共団体のクレジット要因の分析が必要
- ロジック2: 流動性や評価損益等を勘案して投資における効率的ポートフォリオ形成を目的としたクレジット分析などの必要性
 - 日本の地方公共団体セクターの格付けは現在、大部分がAA格→ AA格近辺のデフォルト率は極めて低い
 - セクター内において、格付けやクレジット・スプレッドに格差が生じている
- ご参考: S&Pのロジック→バーゼルII及びIIIの標準的手法における本国通貨建ての日本の地方公共団体のリスク・ウェイトは0%だが、クレジット分析が必要な背景
 - 銀行のリスク管理の観点と、期日通りの債務履行(タイムリー・ペイメント)を重視して信用力を測るという格付会社のアプローチが異なる
 - 海外において地方公共団体のリスク・ウェイトを0%としている国もあるが、格付格差が存在

ご参考: 地方債格付け

- 地方債格付けは、発行体である地方公共団体やその個別債務の債務履行能力について、すなわちデフォルトリスクを評価した、格付会社の意見
- 2015年度全国型市場公募団体のうち、5割弱に当たる25団体が依頼格付けを取得

図表6: 2015年度全国型市場公募地方債発行予定団体の格付一覧(2015年4月末時点)

| 都道府県 | ムーディーズ | S&P | R&I | JCR | 政令指定都市 | ムーディーズ | S&P | R&I | JCR |
|------|-------------------|-----------|---------|-----|--------|-------------------|-----------|---------|-----|
| 北海道 | - | - | - | - | 札幌市 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - |
| 宮城県 | - | - | AA/安定的 | - | 仙台市 | - | - | - | - |
| 福島県 | - | - | - | - | さいたま市 | - | - | - | - |
| 茨城県 | - | - | - | - | 千葉市 | - | - | AA/安定的 | - |
| 栃木県 | - | - | AA+/安定的 | - | 横浜市 | - | AA-/ネガティブ | - | - |
| 群馬県 | - | - | - | - | 川崎市 | - | - | - | - |
| 埼玉県 | - | - | AA+/安定的 | - | 相模原市 | - | - | - | - |
| 千葉県 | - | - | - | - | 新潟市 | - | - | - | - |
| 東京都 | - | AA-/ネガティブ | - | - | 静岡市 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - |
| 神奈川県 | - | - | - | - | 浜松市 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - |
| 新潟県 | A1/安定的 (BCA : a3) | - | - | - | 名古屋市 | A1/安定的 (BCA : a3) | - | - | - |
| 福井県 | - | - | AA/安定的 | - | 京都市 | A1/安定的 (BCA : a3) | - | - | - |
| 山梨県 | - | - | - | - | 大阪市 | A1/安定的 (BCA : a3) | AA-/ネガティブ | - | - |
| 長野県 | - | - | - | - | 堺市 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - |
| 岐阜県 | - | - | - | - | 神戸市 | - | - | AA+/安定的 | - |
| 静岡県 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | AA+/安定的 | - | 岡山市 | - | - | - | - |
| 愛知県 | - | AA-/ネガティブ | AA+/安定的 | AAA | 広島市 | - | - | - | - |
| 三重県 | - | - | - | - | 北九州市 | - | - | - | - |
| 滋賀県 | - | - | - | - | 福岡市 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - |
| 京都府 | - | - | - | - | 熊本市 | - | - | - | - |
| 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 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - | | | | | |
| 徳島県 | - | - | AA/安定的 | - | | | | | |
| 高知県 | - | - | - | - | | | | | |
| 福岡県 | A1/安定的 (BCA : a2) | - | - | - | | | | | |
| 佐賀県 | - | - | AA/安定的 | - | | | | | |
| 長崎県 | - | - | - | - | | | | | |
| 熊本県 | - | - | - | - | | | | | |
| 大分県 | - | - | - | - | | | | | |
| 鹿児島県 | - | - | - | - | | | | | |

(注)BCAは、自治体固有の信用力評価。
 (出所) 各格付会社資料より、野村資本市場研究所作成

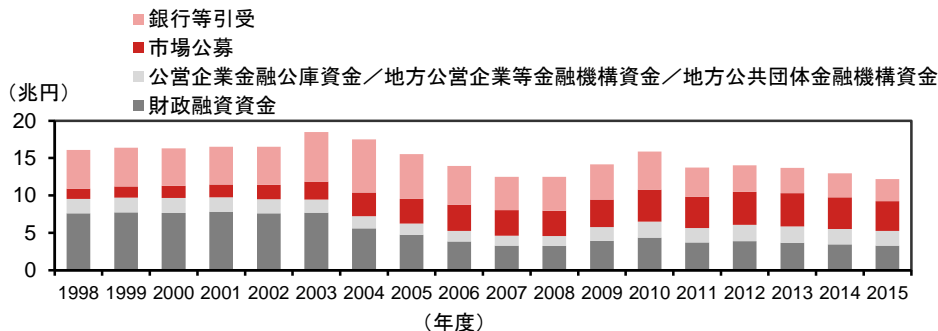
- 地方債のクレジットは、税収を中心としたキャッシュフロー創出能力を踏まえた償還
確実性に加えて、中央政府による財政移転等も重要な分析要素
- 2つのクレジット要因：マクロ要因（地方財政制度と中央政府による信用補完及び
その可能性）と個別要因（各地方公共団体のクレジット要因）
- 日本の地方債は、債務不履行（デフォルト）の仕組みがないと解釈されているが、
クレジット分析は必要

II. 地方債市場の現状

日本の地方債市場の規模

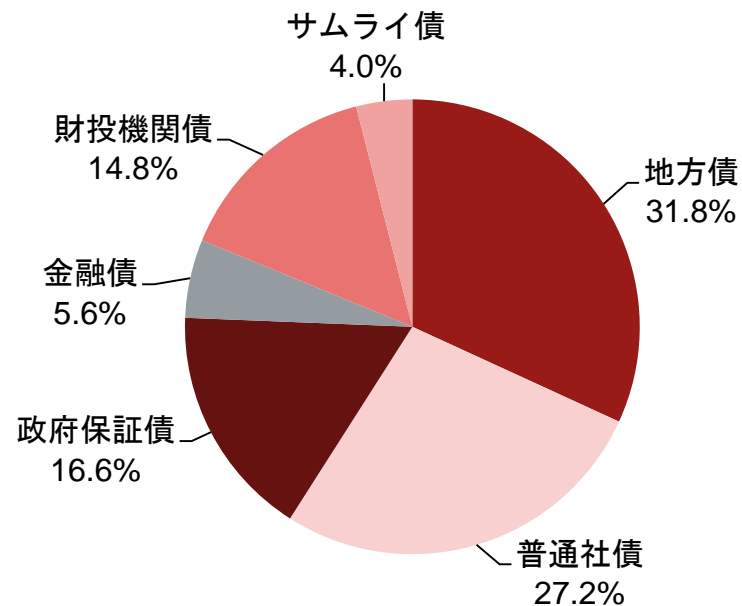
- 拡大が続く日本の地方債市場 ⇒ 過去10年間で約1.5倍に
 - 公的資金の重点化と地方債資金の公募化が進捗
 - 日本の地方債市場の規模: 約96兆円(民間資金分、都道府県・政令指定都市による発行分)
 - 国内一般債市場の中で最も大きいサブセクターとなった地方債市場

図表7: 地方債計画(資金別構成比)推移



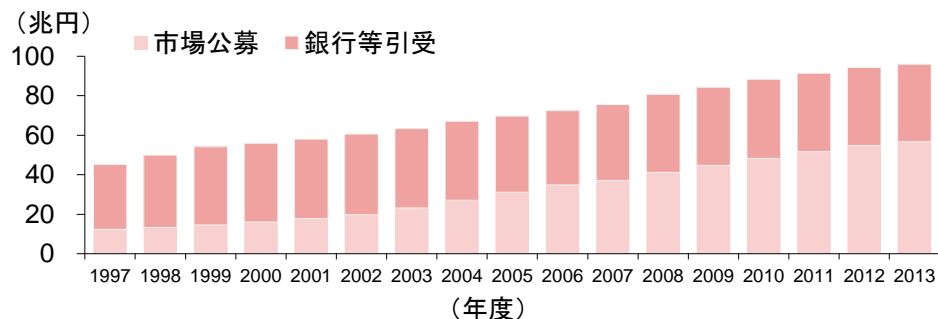
(注)当初計画による。
(出所)総務省「地方債計画」各年度、より野村資本市場研究所作成

図表9: 国内一般債市場内訳



(注)2014年3月末の発行残高に基づく。地方債は、都道府県及び政令指定都市発行の証券形式分。
(出所)地方債協会『地方債』第400号、2013年6月、統計(8)頁、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、より野村資本市場研究所作成
(<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>)

図表8: 地方債発行残高(民間等資金分)推移



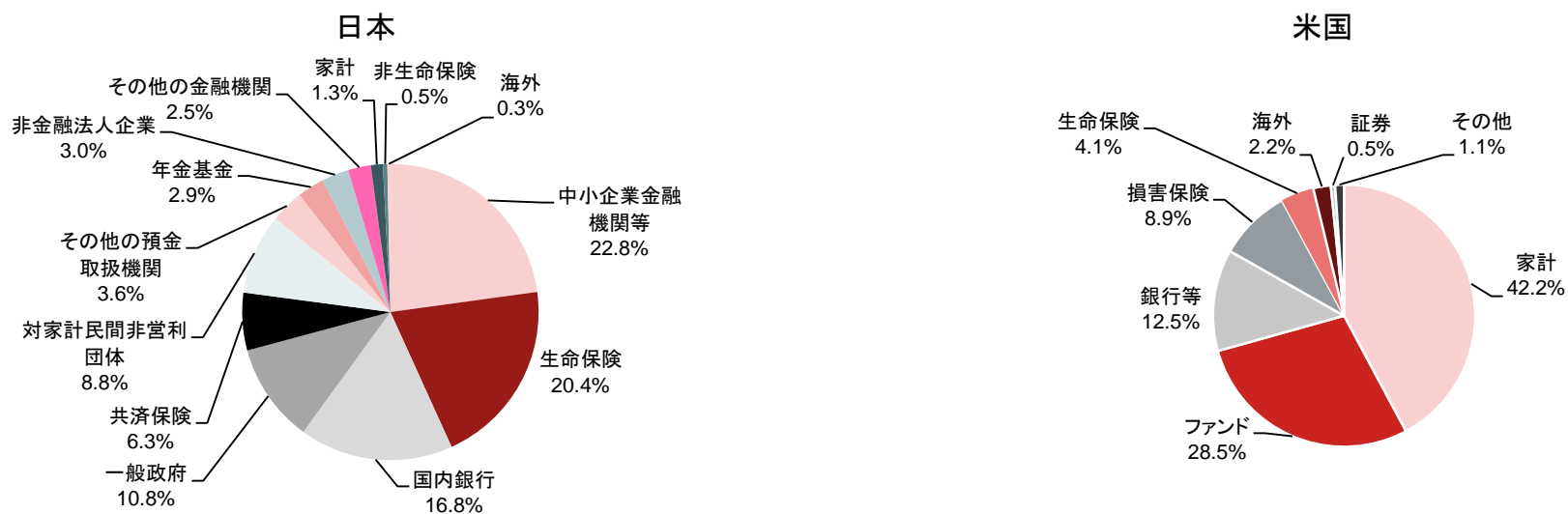
(注)都道府県及び政令指定都市による発行分。
(出所)地方債協会『地方債』各号、より野村資本市場研究所作成

地方債の保有者構造

■ 日本国内の地方債の保有者は、全体の約4分の3を金融機関が占める構造

- 住民参加型市場公募地方債を除き、債券の売買単位が一般的に大きい
- 公共法人等、指定金融機関等及び非居住者等を除き、基本的には地方債の利子所得が課税対象となること、などが背景
- 米国の地方債の保有者に関して個人が多くを占めている構図とは対照的
 - 米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子については連邦所得税が課税されない
 - 直接金融が発展している米国に対して、日本では間接金融が資金調達手段の中核である傾向があるため、家計の預金を通じて、金融機関が地方債などの金融商品で運用する傾向
 - 日本は、米国に比して確定拠出年金(DC)が浸透していない

図表10: 日本と米国の地方債保有者構成の比較 (2014年12月末)

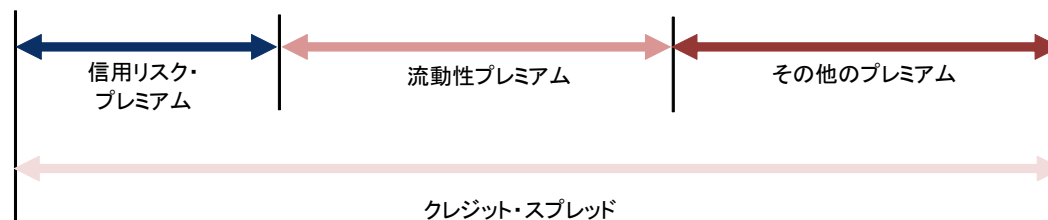


(注) 日本のデータは、速報ベース。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」2015年3月18日、Board of Governors of the Federal Reserve System, *Flow of Funds Accounts of the United States—Flows and Outstandings (Third Quarter 2014)*, March 12 2015.

- 日本の地方債は、国債に対してある程度のスプレッドが上乗せされて取引される
- 地方債のクレジット・スプレッドは主に3つの要素によって成り立っている
 - 信用リスク・プレミアム
 - 日本の地方債には、デフォルトの仕組みはないが、タイムリー・ペイメントまで保証する仕組みは存在していない
 - 地方債の格付けに格差が存在
 - 夕張市の財政再建団体指定、“再生型破綻法制”が検討されたことなどを通じて、投資家は銘柄間の財政状況の差を意識
 - 流動性プレミアム
 - 取引を行いたいタイミングで実際に取引を執行することが可能か(売買のしやすさ)
 - その他のプレミアム ⇒ 公的セクターの債券に特有の要素
 - 制度面における先行きの不透明さ: 政権交代などにより、マクロベースの関与・支援体制に変化が起こるシナリオ
 - 「ヘッドライン・リスク」: 報道を中心とした「ヘッドライン」に対して想定される信用リスクよりも市場が過敏反応する傾向

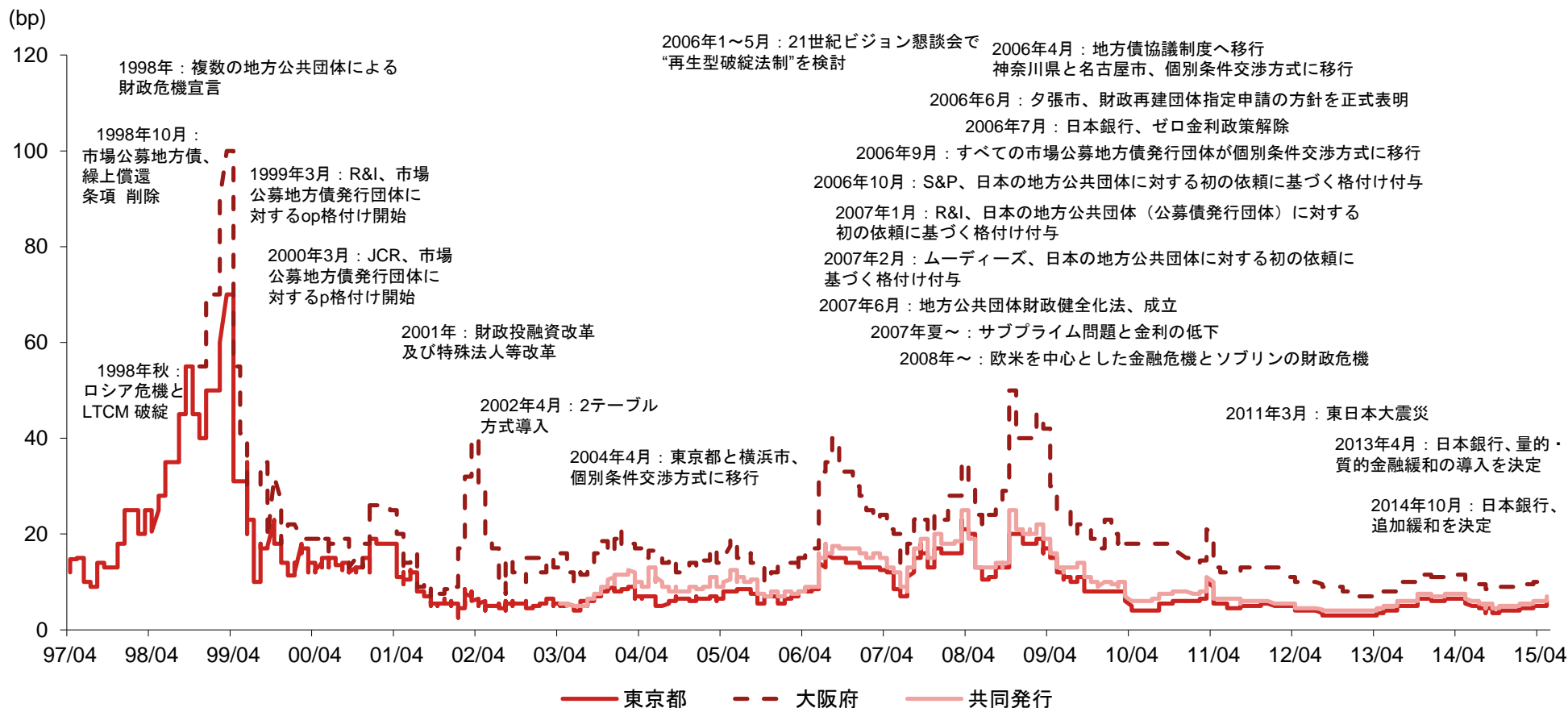
図表11: 地方債におけるクレジット・スプレッドの構成要素



地方債のクレジット・スプレッドの推移

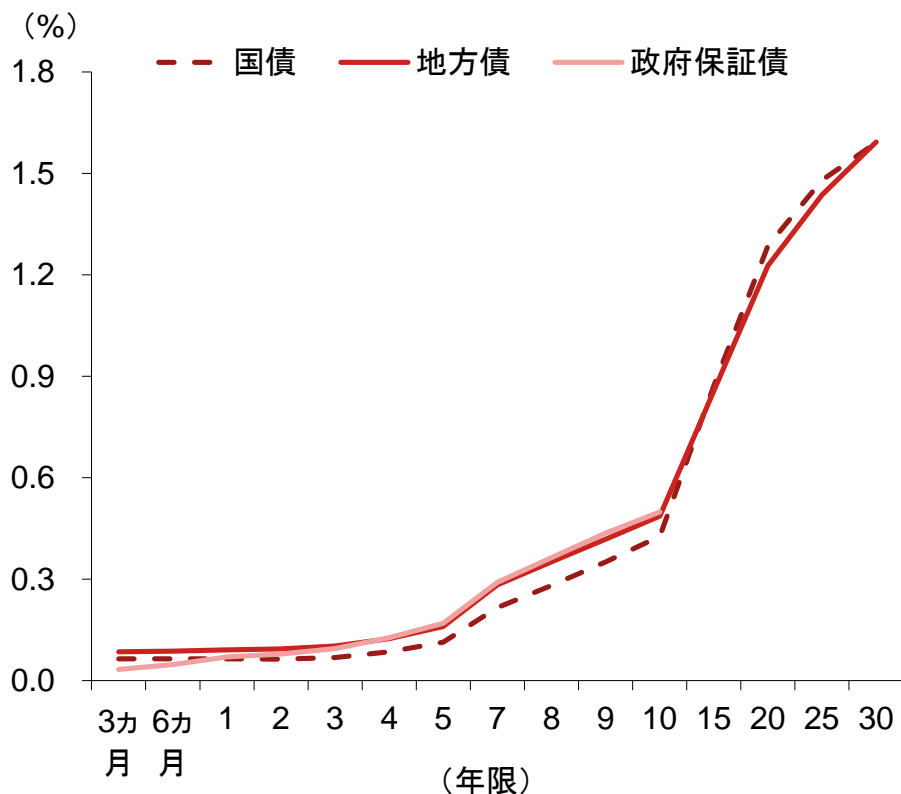
- 1990年代後半及び2000年代後半の金融危機、2006年上半期頃を除き、基本的には低位安定して推移

図表12: 地方債流通市場 クレジット・スプレッド推移



(注)残存10年程度、対国債スプレッド、ミッドプライス。bpは0.01%。
 (出所)日本証券業協会「売買参考統計値」、より野村資本市場研究所作成

図表13: 地方債等の年限別金利形状



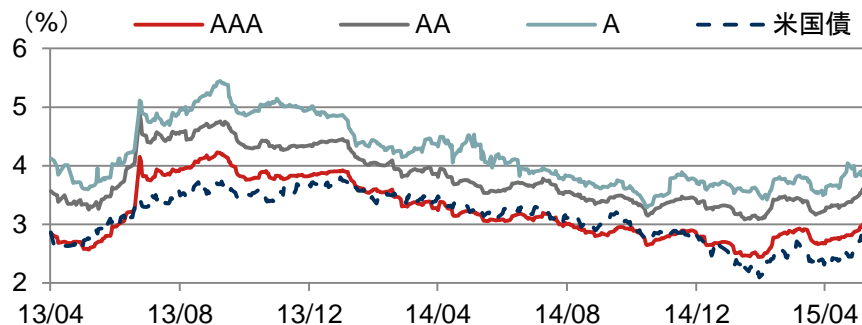
(注) 2015年5月25日の利回り(ミッド・プライス)のブルームバーグ・フェアマーケット・カーブ・インデックス(FMCI)に基づく。日本国債は、「JPY Japan Sovereign Strips」、地方債は、「JPY Tokyo Metro Government」、政府保証債は「JPY Non-JFM Japan Agency」。
(出所)ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

図表14: 主要国内債券売買高、発行残高及び回転率 (億円)

| 年度 | 地方債 | | 利付国債 | 政府保証債 | 財投機関債 | 普通社債 |
|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
| | 市場公募 | 銀行等引受 | | | | |
| 店頭市場売買高 | | | | | | |
| 2009 | 156,491 | 70,674 | 47,556,123 | 147,692 | 85,510 | 278,347 |
| 2010 | 153,288 | 64,243 | 51,254,846 | 152,103 | 109,620 | 351,965 |
| 2011 | 158,825 | 33,038 | 57,386,747 | 155,125 | 179,428 | 398,258 |
| 2012 | 136,915 | 23,234 | 59,343,849 | 151,178 | 124,153 | 357,123 |
| 2013 | 132,671 | 30,355 | 66,182,554 | 163,527 | 111,362 | 327,775 |
| 発行残高 | | | | | | |
| 2009 | 434,414 | 214,527 | 5,710,543 | 366,003 | 245,748 | 597,131 |
| 2010 | 472,736 | 192,461 | 6,209,820 | 358,968 | 271,733 | 621,136 |
| 2011 | 506,031 | 171,679 | 6,635,651 | 350,375 | 294,530 | 620,709 |
| 2012 | 537,621 | 156,946 | 7,047,603 | 351,090 | 311,193 | 602,665 |
| 2013 | 558,952 | 141,810 | 7,535,985 | 365,130 | 325,997 | 598,245 |
| 回転率 | | | | | | |
| 2009 | 0.4 | 0.3 | 8.3 | 0.4 | 0.3 | 0.5 |
| 2010 | 0.3 | 0.3 | 8.3 | 0.4 | 0.4 | 0.6 |
| 2011 | 0.3 | 0.2 | 8.6 | 0.4 | 0.6 | 0.6 |
| 2012 | 0.3 | 0.1 | 8.4 | 0.4 | 0.4 | 0.6 |
| 2013 | 0.2 | 0.2 | 8.8 | 0.4 | 0.3 | 0.5 |

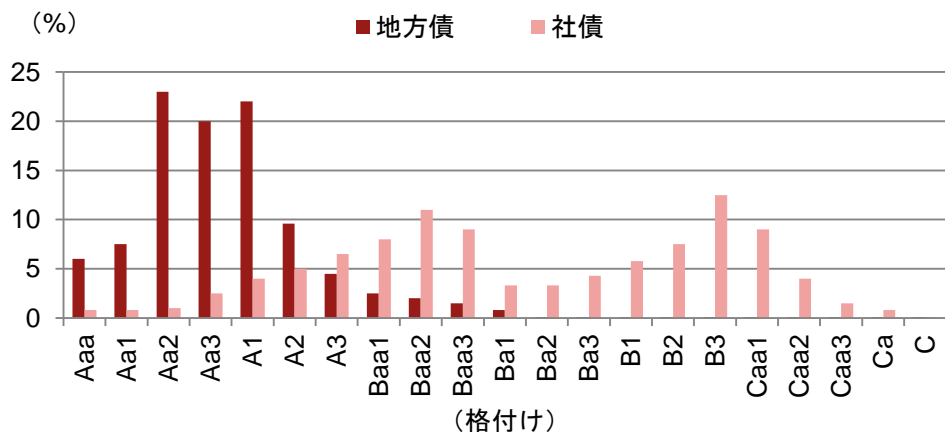
(注) 1. 売買高は、証券会社、ディーリング業務実施金融機関売買分を含む。
2. 地方債については、住民参加型市場公募地方債を除く。銀行等引受地方債は、都道府県、政令指定都市の証券形式のもののみを含め、地方公社の発行したものは含まない。国債については、市中消化分。
(出所) 日本証券業協会「公社債種類別店頭売買高」、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、地方債協会『地方債』各号より野村資本市場研究所作成 (<http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/shurui/index.html>、<http://www.jsda.or.jp/shiryō/toukei/hakkou/index.html>)

図表15: 米国地方債等の格付別金利推移



(注) 残存年限20年の利回り(ミッド・プライス)のブルームバーグ・フェアマーケット・カーブ・インデックス(FMCI)に基づく。地方債AAA格は、「BVMB20T Index」、地方債AA格(一般財源保証債)は、「BMSC2A20 Index」、地方債A格(一般財源保証債)は、「BMSC1A20 Index」、国債は、「BV200082 Index」。
(出所)ブルームバーグ、より野村資本市場研究所作成

図表16: ムーディーズ: 米国地方債と世界の社債の格付分布(2013年末)



(出所) Moody's, US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2013, May 7 2014, p.14.

図表17: 主要米国債券売買高、発行残高及び回転率(億ドル)

| 暦年 | 地方債 | 国債 | 政府機関債 | 社債 | 資産担保証券 |
|--------------|--------|-----------|--------|--------|--------|
| 市場売買高 | | | | | |
| 2010 | 48,622 | 1,927,752 | 74,646 | 40,880 | - |
| 2011 | 41,212 | 2,072,508 | 75,369 | 34,931 | 5,383 |
| 2012 | 41,215 | 1,899,338 | 82,772 | 35,613 | 5,606 |
| 2013 | 40,792 | 1,990,646 | 90,147 | 23,855 | 4,733 |
| 2014 | 35,989 | 1,844,733 | 97,405 | 19,346 | 5,412 |
| 発行残高 | | | | | |
| 2010 | 37,721 | 88,530 | 65,438 | 25,388 | 14,762 |
| 2011 | 37,194 | 99,284 | 66,181 | 23,269 | 13,299 |
| 2012 | 37,144 | 110,461 | 70,505 | 20,958 | 12,534 |
| 2013 | 36,712 | 118,544 | 74,579 | 20,569 | 12,523 |
| 2014 | 36,524 | 125,048 | 78,403 | 20,287 | 13,356 |
| 回転率 | | | | | |
| 2010 | 1.3 | 21.8 | 1.1 | 1.6 | - |
| 2011 | 1.1 | 20.9 | 1.1 | 1.5 | 0.4 |
| 2012 | 1.1 | 17.2 | 1.2 | 1.7 | 0.4 |
| 2013 | 1.1 | 16.8 | 1.2 | 1.2 | 0.4 |
| 2014 | 1.0 | 14.8 | 1.2 | 1.0 | 0.4 |

(出所) Securities Industry and Financial Markets Association, US Bond Market Issuance and Outstanding; Securities Industry and Financial Markets Association, US Bond Market Trading Volume、より野村資本市場研究所作成 (<http://www.sifma.org/research/statistics.aspx>)

- 21世紀に入り、大きく拡大した日本の地方債市場
- 地方債のクレジット・スプレッドは主に3つの要素（信用リスク・プレミアム、流動性プレミアム、その他のプレミアム）によって構成されており、1990年代後半及び2000年代後半の金融危機、2006年上半期頃を除き、基本的には低位安定して推移

III. 地方債市場の持続可能性を確保するための課題

地方債市場の健全な発展を下支えした要因

- 国主導による地方財政・地方債制度の改正等と地方公共団体による自助努力によりもたらされた、近年の日本の地方債市場の健全な発展及び地方公共団体の資金調達の実績の安定性

図表18: 地方財政・地方債制度改正、国による政策推進及び地方公共団体の自助努力

| 制度改正、政策推進及び取組み | 時期 |
|---|-------------|
| バーゼル規制におけるリスク・ウェイトの引き下げ | 1994年1月 |
| 市場公募地方債の繰上償還条項の削除 | 1998年10月 |
| 地方債IR | 1998年10月～ |
| 住民参加型市場公募地方債の創設 | 2002年3月 |
| 共同発行市場公募地方債の創設 | 2003年度 |
| 一般債振替制度の導入 | 2006年1月 |
| 地方債協議制度及び地方債届出制度への移行・導入 | 2006年度～ |
| 地方公会計の整備推進 | 2006年度～ |
| 市場公募地方債の個別条件交渉方式への全面移行 | 2006年9月 |
| 市場公募地方債発行団体による依頼格付け取得 | 2006年10月～ |
| 地方債に関する非居住者等非課税制度の創設 | 2008年1月 |
| 公営企業金融公庫から全地方公共団体出資の 地方債資金共同調達機関への移行 | 2008年10月 |
| ユーロ円債発行のための政令改正 | 2008年9月 |
| 日本銀行適格担保の拡充 | 2009年4月 |
| 地方公共団体財政健全化法に基づく新たな 地方財政健全化制度 | 2009年度～ |
| 第三セクター等の抜本的改革 | 2009～2013年度 |

- これらの取組み等を通じて、
①財政健全化・効率化、
②資金調達の円滑化、
③財政の透明性の確保と説明責任の履行
といった効果が創出された
- 特に、地方債協議制度及び地方債届出制度への移行・導入により、財政の効率化や資金調達の円滑化といった効果につながった

(注) 1. 地方公共団体による取組みとしては、この他にも商品性の多様化(起債形式[証券・証書]、償還年限、償還方式[満期一括・定時償還]、商品形態[変動利付債、外債等]) など様々なものがある。
2. 日本の地方公共団体が依頼に基づく格付けを取得した最初の事例は、近江八幡市(2004年12月に格付投資情報センター[R&I]より取得。ただし、当該格付けは、2007年8月に発行体の申し出により取り下げ)。

(出所)野村資本市場研究所

今後の地方債市場を取り巻く課題

■ 健全な発展を遂げてきた日本の地方債市場だが、いくつかの課題が顕在化する可能性が視野に

図表19: 今後の地方財政・地方債市場で顕在化する可能性のある課題

国の厳しい財政事情

債務残高がかつてない水準に膨らむ中で、国が地方公共団体に良好な関与・支援する「意思」があっても「能力」が低下していく可能性も

地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り

経済成熟化、少子高齢化の進展に伴い、税収の伸び悩み、社会保障や公共施設等の老朽化対策に関する財源の捻出が今まで以上に困難になる可能性も

国内資金余剰の変化

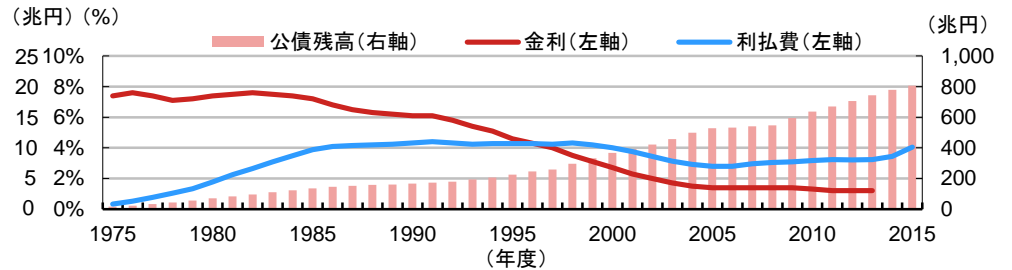
経済成熟化、少子高齢化の進展により、国内の資金余剰はさらに縮小する可能性も

金融規制見直しの動向

自己資本規制におけるソブリンのリスク・ウェイトの見直しの可能性。仮に、見直しが実現した場合に地方債も影響が及ぶ可能性も

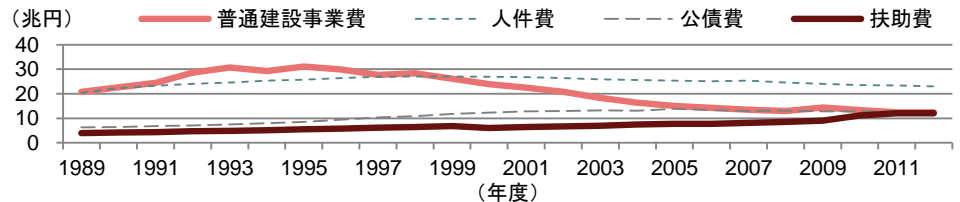
(出所)野村資本市場研究所

図表20: 国の利払費と公債残高



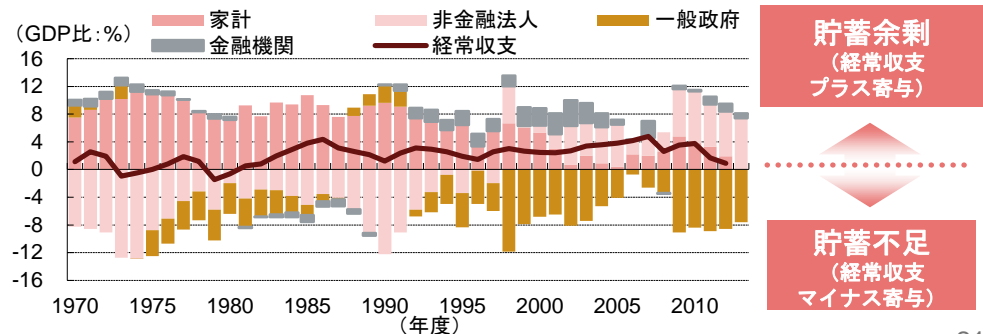
(出所)財務省「日本の財政関係資料」2015年3月、28頁

図表21: 地方公共団体の歳出



(出所)総務省『地方財政統計年報』各年度、より野村資本市場研究所作成

図表22: 国内の貯蓄余剰／不足主体

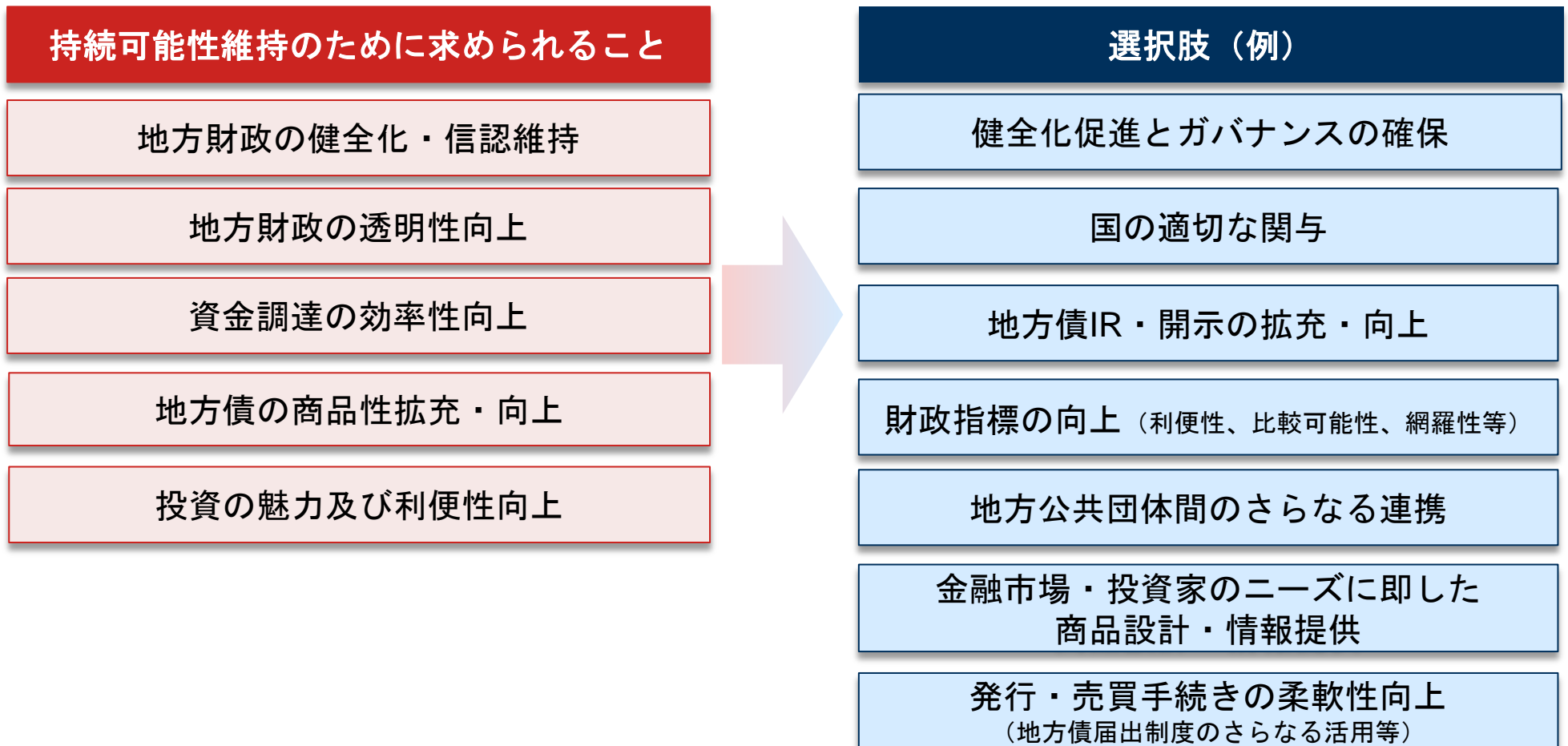


(出所)内閣府「国民経済計算」、財務省「国際収支」、より野村資本市場研究所作成

地方債市場の持続可能性を維持するために

- 地方財政・地方債等を取り巻く状況に鑑みると、地方債市場の持続可能性を確保するために、制度等の向上に加えて、地方公共団体の自助努力の継続が不可欠な状況

図表23: 地方債市場の持続可能性を維持するために求められること



- 国主導による地方財政・地方債制度の改正等と地方公共団体による自助努力によりもたらされた、近年の日本の地方債市場の健全な発展及び地方公共団体の資金調達の安定性
- 地方財政・地方債等を取り巻く状況に鑑みると、地方債市場の持続可能性を確保するために制度等の向上に加えて、地方公共団体の自助努力の継続が不可欠な状況

IV. まとめ

I. 地方公共団体におけるクレジットの決定要因

- 地方債のクレジットは、税収を中心としたキャッシュフロー創出能力を踏まえた償還確実性に加えて、中央政府による財政移転等も重要な分析要素
- 2つのクレジット要因：マクロ要因（地方財政制度と中央政府による信用補完及びその可能性）と個別要因（各地方公共団体のクレジット要因）
- 日本の地方債は、債務不履行（デフォルト）の仕組みがないと解釈されているが、クレジット分析は必要

II. 地方債市場の現状

- 21世紀に入り、大きく拡大した日本の地方債市場
- 地方債のクレジット・スプレッドは主に3つの要素（信用リスク・プレミアム、流動性プレミアム、その他のプレミアム）によって構成されており、1990年代後半及び2000年代後半の金融危機、2006年上半期頃を除き、基本的には低位安定して推移

III. 地方債市場の持続可能性を確保するための課題

- 国主導による地方財政・地方債制度の改正等と地方公共団体による自助努力によりもたらされた、近年の日本の地方債市場の健全な発展及び地方公共団体の資金調達の安定性
- 地方財政・地方債等を取り巻く状況に鑑みると、地方債市場の持続可能性を確保するために制度等の向上に加えて、地方公共団体の自助努力の継続が不可欠な状況

本資料は、ご参考のために株式会社野村資本市場研究所が独自に作成したものです。本資料に関する事項について貴社が意思決定を行う場合には、事前に貴社の弁護士、会計士、税理士等にご確認いただきますようお願い申し上げます。本資料は、新聞その他の情報メディアによる報道、民間調査機関等による各種刊行物、インターネットホームページ、有価証券報告書及びプレスリリース等の情報に基づいて作成しておりますが、株式会社野村資本市場研究所はそれらの情報を、独自の検証を行うことなく、そのまま利用しており、その正確性及び完全性に関して責任を負うものではありません。また、本資料のいかなる部分も一切の権利は株式会社野村資本市場研究所に属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製または転送等を行わないようお願い致します。