

日本の地方債制度とその格付け

〈地方債市場の持続可能性に焦点を当てて〉

江夏あかね

はじめに

日本の地方債市場は、右肩上がりの経済成長の終焉とバブル崩壊後に講じられた経済政策の影響に加えて、地方分権や財政投融资改革といった公的セクター改革などを背景に、二〇一一年度末の地方債発行残高（民間等資金）は約九一兆円となっており、二〇〇一年度末の規模と比べると約一・六倍に拡大している。また、日本の地方債市場（民間等資金のうち、証券形式）の規模は約六八兆円^①と、国内一般債市場の約三割を占めている。

日本の地方債市場はこれまで、地方財政制度の向上、格付けを始めとした金融インフラの拡充や投資家層の拡大などに下支えされ、順調に拡大・発展してきた。とりわけ、地方債格付けに関しても、一九九〇年代後半からその概念が日本の地方債市場にも浸透し始め、二〇〇八年度頃まで市場公募地方債発行団体を中心に依頼格付けの取得が進んできた。

一方で、近年においては、低金利環境、民間セクターへの貸出需要の低迷などを背景に、地方公共団体の資金調達は良好かつ安定的に推移している。このような環境下、二〇〇九年度頃からは、地方公共団体による依頼格付けの取得は限定的にとどまっている。

地方債市場の拡大傾向は今後も続くと思込まれる。そのよう
 な中、地方財政を大きく下支えしている国の財政状況の悪化が
 進んでいる上、本格的な社会インフラの更新需要が到来する見
 込みであることに鑑みて、今後も地方財政や地方債市場の持続
 可能性を確保できるのかは注目されるところである。

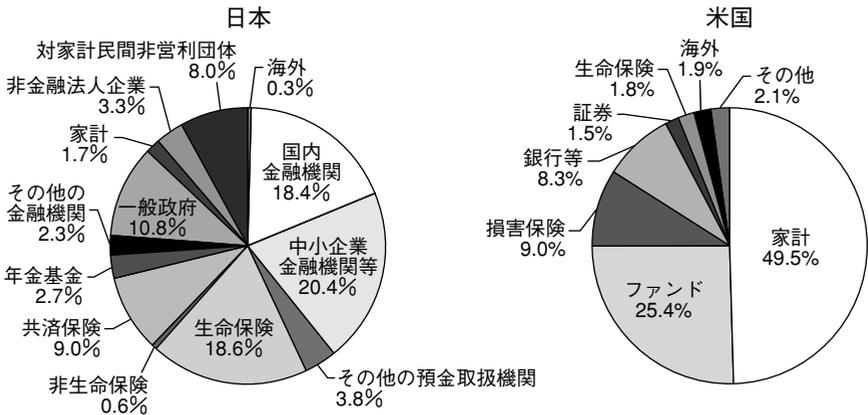
そこで、本稿では、日本の地方債制度とその実態、地方債格
 付けの発展の経緯を地方財政・地方債制度の変遷とともにまと
 めたのち、地方債市場の持続可能性を考察する。

1 日本の地方債制度等の現状

日本における地方債は、「地方公共団体が財政上必要とする
 資金を将来その資金を償還する等の債務を負うことにより外部
 から調達する」仕組みで、その「履行が一会計年度を超えて行
 われるもの」と定義付けられている。⁽²⁾ 日本国内の地方債の保有
 者は、大部分を金融機関が占めており、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な構図となっ
 ている。⁽³⁾ (図1)。

地方債の債務履行に関する仕組みに焦点を当てると、日本の

図1 日本と米国の地方債保有者構成の比較 (2012年3月末)



(注) 日本のデータは、速報ベース。

(出所) Board of Governors of the Federal Reserve System 「Flow of Funds Accounts of the United States - Flows and Outstandings (First Quarter 2012)」2012年6月7日、日本銀行「資金循環統計」2012年6月19日

地方財政史において、地方債が債務不履行（デフォルト）となった事例は、一九二五年の北海道留萌町債の事例のみである。⁽⁴⁾ 一方、総務省は、現行制度に関して地方債のデフォルトの仕組みは存在しないと見て、地方債の債務履行の確実性を下支えする三つの仕組み（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」（地方公共団体財政健全化法）の施行）を挙げている。⁽⁵⁾ また、日本の地方債は一部の外貨建て債を除き、中央政府が明示的に保証しているわけではないが、大山・杉本・塚本（二〇〇六）は、国による三つの信用補完を通じて「市場参加者は、地方債にはいわゆる「国による『暗黙の保証』がある」と受け止めている」と指摘している。⁽⁷⁾

2 地方債格付けの発展の経緯、その意義

地方債格付けとは、「地方公共団体が負う当該債務に関する支払確実性についての定性的指標」⁽⁸⁾と定義付けられる。日本の地方公共団体において格付けを取得しているのは、二〇一二年七月末現在、二〇一一年度の全国型市場公募地方債発行団体（五二団体）のうち五割弱に当たる二五団体となっている（図2）。二〇一一年度の全国型市場公募地方債発行団体以外では二〇一二年七月末現在、宮崎市が格付けを取得している。これらの格付けは、発行体格付け及び（もしくは）債務格付けである。

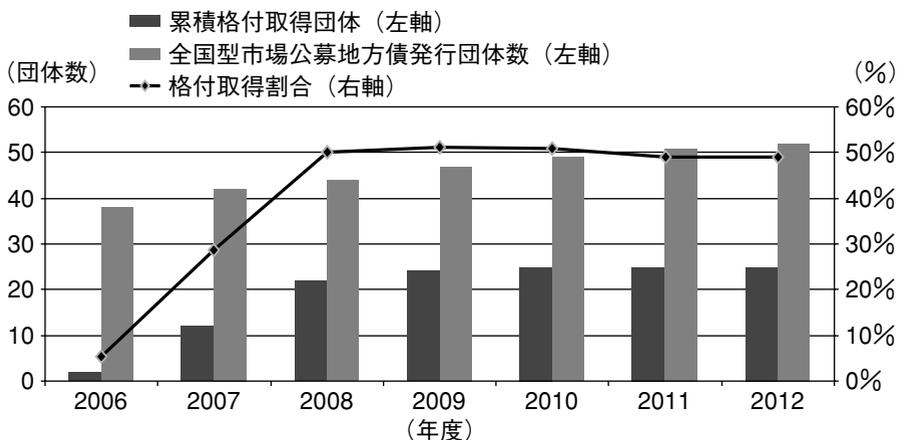
以下で、一九九〇年代後半から日本の地方債市場において発展の歴史を遂げている地方債格付けに関して、地方債市場における動きや地方財政制度等に照らしながら、四つの時期に分けて整理する。

(1) 一九九〇年代後半～財政投融资改革前

一九九〇年代後半の地方公共団体の財政状況の悪化や金融危機等を背景に、地方債の信用リスクに投資家が注目するようになった。東京都、神奈川県、愛知県、大阪府といった複数の地方公共団体が財政危機宣言を行ったことに加えて、一部の地方債登録機関や指定金融機関である金融機関が厳しい経営状況を抱えていた。地方債市場においては、これらの固有の要因を抱え、クレジット・スプレッドが乱高下した。

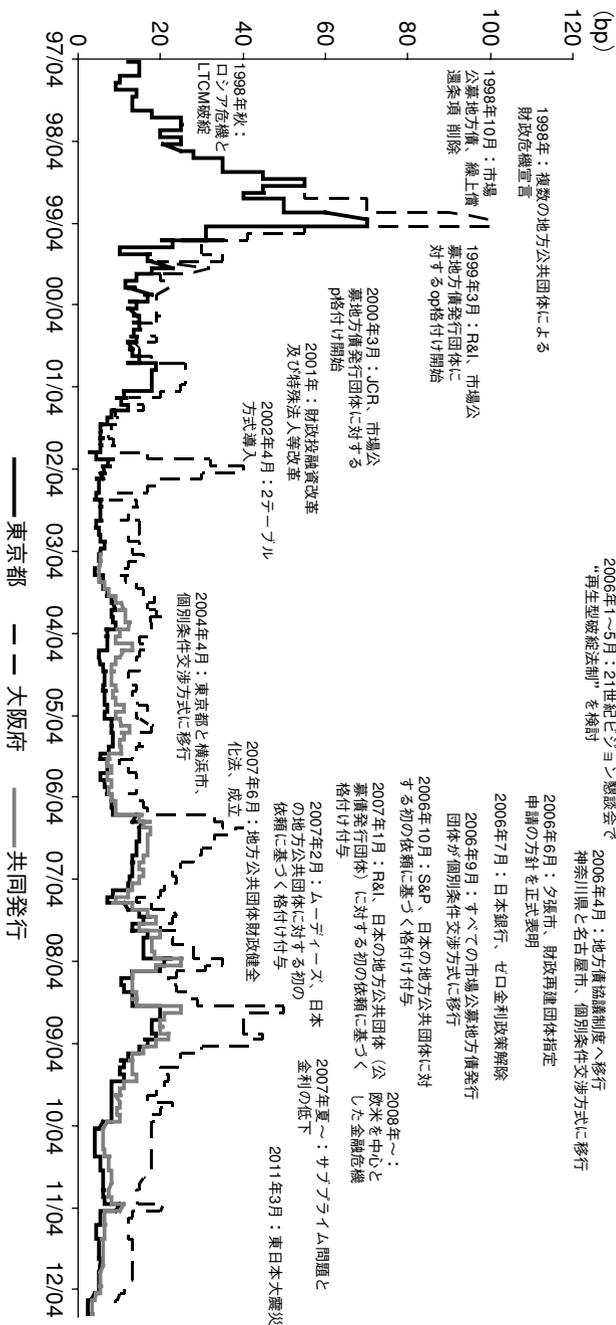
加えて、「地方分権の推進を図るための関係法律の整備等に関する法律」(地方分権一括法)の二〇〇〇年四月の本格施行を通じた地方分権の流れ、二〇〇一年四月からの財政投融资改革を通じて、地方公共団体ができる限り民間等資金、とりわけ市場公募により資金調達をすることが促された。そのような中、一九九〇～二〇〇〇年にかけて、R&I及びJCRが相次いで市場公募地方債発行団体に公開情報に基づく格付けを付与した。

図2 日本における依頼に基づく地方債格付けの取得団体数の推移



(注) 1. 累積格付取得団体は、各年度において、いずれかもしくは複数の格付会社から依頼に基づく格付けを取得している全国型市場公募地方債発行団体の数。2012年度は、2012年7月31日現在。
 2. 右軸は、各年度末時点の全国型市場公募地方債発行団体のうち、いずれかもしくは複数の格付会社から依頼に基づく格付けを取得している全国型市場公募地方債発行団体数の割合。
 (出所) 総務省「平成24年度全国型市場公募地方債発行予定額」2012年4月9日、ムーディーズ、S&P、R&I、JCR、より作成

図3 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、ミッドブレイク
 (出所) 日本証券業協会「売買参考統計値」より、作成

(2) 財政投融资改革～二〇〇五年まで

二〇〇一年春の財政投融资改革から二〇〇五年までの地方債市場は、財政投融资改革・特殊法人等改革を背景

とした特殊債・財投機関債市場の不安定な動きを一時期受けた以外は、近年の中ではクレジット・スプレッドが比較的安定して推移していった。

しかし、財政投融资改革を始めとして地方債市場の方向性を決定付ける複数の制度面での動きがあり、これらを通じて二〇〇六年から本格化する依頼に基づく地方債格付けの付与開始の素地が形成されていく。制度面では、二〇〇一年度の臨時財政対策債発行開始、二〇〇四～二〇〇六年度の三位一体改革、二〇〇二年度の二テーブル方式の導入及びその後の個別条件交渉方式移行団体の増加が注目される場所である。特に、二〇〇四～二〇〇六年度の三位一体改革においては、地方分権の流れの中、国庫補助負担金改革、税源移譲、地方交付税の見直しが一体として行われ、国から地方公共団体への財政移転が二〇〇四～二〇〇六年度合計で約六・八兆円削減された。大山・杉本・塚本⁽⁹⁾は、当時の地方公共団体の財政状況に関して、「総じて厳しく、国から地方への分権化の動きとも相俟って、ばらつきが拡大している」と指摘している。

このような状況の下、格付けに関しても少しずつ動きが顕在化する。S & Pは、二〇〇四年三月より契約者向けに信用力調査レポートを提供するサービスの一環として、市場公募地方債を発行している主要地方公共団体に信用力評価を実施していることを公表した。⁽¹⁰⁾一方、R & Iは二〇〇四年一二月、近江八幡市に対して日本の地方公共団体で初となる依頼に基づく格付けを付与した。⁽¹¹⁾近江八幡市による格付け取得は、市民病院の改築事業をPFI方式で実施する際に民間金融機関から協調融資を受けることなどが契機となっている。

(3) 二〇〇六年～金融危機前まで

二〇〇六年に入って、地方債市場の様相は、大きく変わった。江夏⁽¹²⁾は、「地方債市場にとって、二

〇〇六年度はここ数年の中で、最も様々な出来事を経験した変革の一年であった」と述べている。二〇〇六年前半に開催された「地方分権二一世紀ビジョン懇談会」における再生型破綻法制の検討、二〇〇六年六月の夕張市による財政再建団体指定申請の方針の正式表明、などを通じて、クレジット・スプレッドが大きく拡大し、投資家は地方公共団体の信用力を意識することとなった。また、二〇〇六年九月債の発行以降、全ての市場公募地方債発行団体が個別条件交渉方式に移行した。

このような変革の流れの中、横浜市が二〇〇六年一〇月、日本の全国型市場公募地方債を発行する地方公共団体に初となる依頼に基づく格付けをS&Pより取得した。⁽¹³⁾ S&Pに続いて、R&I、ムーディーズ及びJCRも全国型市場公募地方債発行団体に対して依頼に基づく格付けの付与を開始した。地方公共団体による依頼格付けの取得が相次ぐ中、地方債に関して非居住者等に対する非課税措置が二〇〇八年一月に導入されたこともあり、投資家層が徐々に拡大する兆しも観察された。

地方債市場においては、二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破綻を中心とした金融危機頃まで、日本の市場公募地方債発行団体による依頼に基づく格付け取得が散見された。そして、二〇〇八年末には全国型市場公募地方債発行団体のうち、半数が依頼に基づく格付けを取得したこともあり、JCRが二〇〇八年二月、R&Iが二〇〇八年二月に相次いで公開情報に基づく格付けを取り下げることとなった。

一方、地方債市場においても、二〇〇七年三月に成立した「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)の内容が、再生型破綻法制は導入されず、地方債償還に係るセーフティ・ネットが強化される方向性となったことを背景に、クレジット・スプレッドは落ち着きを取り戻していった。さらに、総務省が二〇〇六年八月に地方公共団体に通知した「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針」(行革⁽¹⁴⁾)

指針)を通じて、地方公共団体が財務書類四表(貸借対照表、行政コスト計算書、資金収支計算書、純資産変動計算書)を基準モデルもしくは総務省方式改訂モデルで三〜五年後までに整備することとされるなど、地方公共団体の財務情報の開示の観点からも進展があった。

(4) 金融危機〜現在まで

世界の金融市場においては、米国金融セクターにおけるサブプライム・ローンに関する問題、二〇〇八年九月のリーマン・ブラザーズの破綻、二〇〇九年後半頃からのギリシャなどの欧州周辺国のソブリン財政危機等を背景に、市場の大部分においてボラティリティが高まったほか、流動性が大きく低下した。

経済状況に着目すると、日本も含めて先進国を中心に景気が大幅に後退する中、日本においては、二〇一一年三月に東日本大震災が発生し、数次に渡って補正予算が組まれた。そのような中、地方公共団体に対しては、地方債の公的資金による引受の拡大や震災復興特別交付税の交付等を含めて重層的に財政措置が講じられた。

一方、地方債市場においては、国債金利が低下し、安定して推移する中、クレジット・スプレッドも、リーマン・ブラザーズの破綻後や東日本大震災発生直後の一時期を除き、大幅にタイト化した。これは、①銀行の預貸率の低下を背景とした債券市場への資金流入、②金融危機等を背景とした質への逃避、③日本銀行による資産買入等の基金の創設とその後の基金の規模の拡大、④東日本大震災発生後の電力債の発行抑制等、を通じて、需給環境が極めて良好となったことが背景である。このような良好な起債環境下、依頼に基づく格付けを取得する地方公共団体は、二〇〇九年度以降限定的となった。

3 日本の地方債市場の持続可能性をめぐる論点

地方債市場は近年、全般的に順調に発展してきた。また、地方債市場は、金融市場においては比較的安定性を享受している。地方公共団体の財政状況に着目すると、地方財政の借入金残高は二〇一二年度末に、約二二七兆円⁽¹⁵⁾に達する見込みであるが、足元では、財政健全化努力や税源移譲等を背景に、全般的に緩やかな改善傾向にある。ただし、今後も税収の大幅な伸びを期待するのは困難な状況下、さらに財政運営手腕が問われる状況になると考えらえる。

一方、中期の地方債市場の安定性の継続可能性を考慮するに当たり、三つの論点（財政の脆弱化が進む国の財政状況、予算制約のソフト化の問題、インフラ更新需要の本格的な増加の兆しと現在の地方公会計制度ではとらえられない「将来負担」の存在）を踏まえると、必ずしも近未来の地方債市場の安定性が確保されるとは言い切れない可能性が浮き彫りになる。以下で、三つの論点を考察する。

（1）財政の脆弱化が進む国の財政状況

日本の国の財政状況は、右肩上がりの経済成長の終焉とその後の景気対策に加えて、近年では、金融危機、欧州ソブリンの財政危機、東日本大震災を通じて、財政悪化が加速している。日本の国及び地方の長期債務残高は、二〇一二年度には約九四〇億円（対GDP比で一九六％）とかつてない水準に膨らむ見通しとなっている⁽¹⁶⁾。

このような状況を踏まえて、石井（二〇〇一）は、「今日のように地方債発行残高が天文学的な数字となっている現在では、国がその能力を超える負担を負うこともありうるし、また何らかの事情で地方自治体に対する支援ができない状態になることも考えられる」と述べた上で、「昭和三〇年代の地方財政危機発生時には、国家財

政には現在よりも余力があった」と指摘している⁽¹⁷⁾。一方、関口(二〇一二)は、日本国債に関して「特異な安定性を見せる資金調達環境」に触れ、「リファイナンスの安定性が状況の鍵を握るということは、逆に言えば、一度信認が失われた時には、一挙に債務負担リスクが顕在化する恐れをはらんでいる」と述べている⁽¹⁸⁾。

(2) 予算制約のソフト化の問題

予算制約のソフト化とは、ハンガリーの経済学者のコルナイ・ヤーノツシユが社会主義国における国有企業の場合には、企業が政府による救済を予め期待することから、経済的自立に向けたインセンティブをもたなくなるため、社会的に見て経済の効率性が損なわれるというものである⁽¹⁹⁾。

日本の地方財政に関する先行研究では、予算制約のソフト化をめぐり、財政規律が十分に機能せず、債務拡大等の財政悪化につながっていることなどが複数の観点から指摘されている。例えば、土居(二〇〇四)は、交付税措置等に触れ、「そもそも、利払いや償還は将来の自地域の税收で行うべきである。それが調達できない見通しならば、現時点での起債、ひいては当該事業を中止するという財政規律を働かせるべきである。しかし、その公債費について自地域で租税負担をほとんど負わずに起債できるため、財政力が弱い自治体は、地方債を発行して事業を実施しようとする。こうして、財政規律が働かず、必要以上に将来あるいは他地域の負担に転嫁するインセンティブが生じている」と指摘している⁽²⁰⁾。

一方、持田(二〇〇八)は、「地方債に対する交付税措置及び交付税特別会計借入れのために、個別地方自治体は「地方借入残高」の半分以下しか債務として認識していない可能性」があり、「債務の保有と最終的な償還

主体の不一致が地方公共団体に「財政錯覚」を発生させ、地方債の累積を招いた原因であることは間違いないだろう」と述べている。⁽²¹⁾

(3) インフラ更新需要の本格的な増加の兆しと現在の地方公会計制度ではとらえられない「将来負担」の存在

日本の社会資本は、第二次世界大戦後の高度経済成長とともに着実に整備が進められてきたものの、税収低迷や社会保障関係費の増加等を背景に、国や地方公共団体による公共投資が削減されてきた経緯がある。今後に関しては、社会資本の高齢化が急速に進行し、維持管理費や更新費が急速に増加していく見通しとなっている。このような中、国土交通省(二〇一二)は、二〇一一年度から二〇六〇年度までの五〇年間に必要な更新費は約一九〇兆円と推計され、そのうち更新できないストック量が約三〇兆円(全体必要額の約一六%)との試算結果を公表している。⁽²²⁾一方、根本(二〇一一)は、「今後五〇年間の更新投資総額は、三三〇兆円にのぼる巨額な金額になる」との試算を示している。⁽²³⁾

このように試算の数値が乖離しているのは、現在の地方公会計制度では捕えられない将来負担の存在があることが主因と考えられる。地方公共団体は現在、新地方公会計制度の下、「基準モデル」と「総務省方式改訂モデル」を活用し、財務書類を作成しているが、大部分の団体が総務省方式改訂モデルを選択している。総務省方式改訂モデルでは、固定資産台帳の整備は段階的に行われることになっている。発生主義を適用している民間企業とは異なり、一部の例外を除いて現金主義を適用している地方公共団体の場合、固定資産台帳が必ずしも整備されているわけではないこともあり、将来のインフラ更新需要の把握が必ずしも簡単ではない状況となっている。

確かに、「公共施設マネジメント白書」⁽²⁴⁾を発表した神奈川県藤沢市のように、インフラ資産の将来の更新投資額を推計し、将来の財政制約を少しでも緩和するための提案制度を検討する団体も出現しつつあるものの、地方財政全体において、将来負担としてインフラ資産の更新需要を正確に把握するまでには時間を要する可能性が否めない状況となっている。

仮に、必要なインフラ更新が資金不足に伴い実施できない場合、米国で一九六七年に起きたウェストバージニア州とオハイオ州を連絡するシルバー橋の落橋をはじめとして、一九六〇年代後半頃から散見されたような事故につながりかねない。例えば、米国の場合、二〇〇〇年一月発効のGASB31を通じて、インフラ資産に関する財務報告が義務付けられているほか、将来を見据えたインフラ資産管理の仕組みを会計と別の枠組みで構築している。

4 むすびに代えて

日本の地方債市場は、地方財政制度の進化や金融インフラ等の整備が寄与し、これまで順調に発展してきた。しかし、本稿では、近未来の地方債市場における良好な起債環境の継続可能性をめぐり、三つの論点を踏まえると、必ずしも近未来の地方債市場の安定性が確保されるとは言い切れない可能性が浮き彫りとなった。言い換えると、将来の地方債市場の持続可能性に鑑みると、地方財政の自立化・自律化は現在から見据えるべきと考えられる。

今後に関して、国家財政の悪化、来たる本格的なインフラ更新需要の到来などを踏まえると、地方公共団体によるさらなる財政健全化努力に加えて、地方公共団体の資金調達の安定性の確保策（ディスクロージャーの拡充、

資金調達が多様化、民間資金の適切な導入、インフラ更新需要及び資金調達需要の時期の管理等）を引き続き講じる必要性があると考えられる。加えて、格付けに関しては、地方債市場の現状や格付け取得コスト等に鑑みると、さらに多くの団体が依頼に基づく格付けをすぐに取得する必要があるとは必ずしも言えない。しかし、発行体にとって資本市場へのパスポートとしての機能を担う格付けを必要に応じて将来取得することを可能とすべく、財政状況の実態把握及びその開示、金融市場と向き合うスタンスといった、地方公共団体の財政運営に係る不断の努力が不可欠と考えられる。

注

- (1) 都道府県及び政令指定都市による発行分。地方債協会『地方債』二〇二二年六月号の統計に基づく。
- (2) 平嶋彰英、植田浩『地方自治総合講座九 地方債』ぎょうせい、二〇〇一年 一～四頁
- (3) 江夏(二〇一二)は、日米において地方債の保有者構成が対照的な背景として、「米国の地方債は、原則として免税債とされ、その利子について連邦所得税を課税されない」ことに加えて、「①直接金融が発展している米国に比して、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にあること、②日本は、公的年金制度が比較的整備されていることもあり、米国に比して確定拠出型年金を保有するケースが少ないこと」を挙げている。(江夏あかね「ビルド・アメリカ債の意義とその効果」『地方債の一〇年と沖縄、震災復興「日本地方財政学会研究叢書」勁草書房 二〇二二年 二〇〇頁)
- (4) 石井恵美子「地方債の危機管理制度の必要性」『自治研究』第七七巻第八号 良書普及会 二〇〇一年 一二八～一二九頁

- (5) 総務省「地方債の安全性」(http://www.soumu.go.jp/main_sosiki/c-zaisei/chihosai/chihosai_ch.htm)
- (6) 政府の法人に対する債務保証に関しては、法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律（昭和二十一年九月二五日法律第二四号）第三条において、原則として禁じられている。ただし、地方公共団体が発行する政府保証付の外貨建て地方債については、国際復興開発銀行等からの外資の受入に関する特別措置に関する法律に基づき政府が保証契約をすることができる地方債証券を定める政令（昭和四〇年六月一四日政令第二〇三号）により充当できる事業が定められている。
- (7) 大山慎介、杉本卓哉、塚本満「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-123 一〇〇六年 別紙二一—
- (8) Anthony L. Loviscek and Frederic D. Crowley "Municipal Bond Ratings and Municipal Debt Management" New York: Marcel Dekker Inc, 1996, pp 475.
- (9) 大山慎介、杉本卓哉、塚本満「地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化」日本銀行ワーキングペーパーシリーズ 06-123 一〇〇六年 四頁
- (10) S & P 「地方自治体信用力分析サービス」を開始」二〇〇四年三月八日
- (11) R & I 「新規格付け…近江八幡市」二〇〇四年二月二七日。ただし、当該格付けは二〇〇七年八月に発行者が取り下げを申し出たため、取り下げられている。（R & I 「近江八幡市更新中止」二〇〇七年八月二〇日）
- (12) 江夏あかね「地方債投資ハンドブック」財経詳報社 二〇〇七年 一四九頁
- (13) S & P 「日本で初の依頼に基づく自治体格付けを付与、横浜市を「AA-」に」二〇〇六年一〇月四日
- (14) 総務省総務事務次官「地方公共団体における行政改革の更なる推進のための指針の策定について」二〇〇六年八月三

一日

- (15) 公営企業債（企業会計負担分）を含めた数値。（総務省自治財政局公営企業課「地方財政・地方公営企業の現状と課題」二〇一二年七月 一〇頁）
- (16) 数値は、政府見通しによる。（財務省「我が国の一九七〇年度以降の長期債務残高の推移」二〇一二年四月）
- (17) 石井恵美子「地方債の危機管理制度の必要性」『自治研究』第七七巻第八号 良書普及会 二〇〇一年 一二五、一三三頁
- (18) 関口健爾「経済・産業分析シリーズ「ソブリン格付け」の視点：格付会社が見る日本経済」『証券アナリストジャーナル』二〇一二年五月号 二〇一二年 日本証券アナリスト協会 六二頁
- (19) コルナイ・ヤーノシュ『「不足」の政治経済学』岩波現代選書へ九〇～岩波書店 一九八四年 二七～四九頁
- (20) 土居丈朗「国と地方：政府間財政関係の再設計」RIETI Discussion Paper Series 04-J-016 独立行政法人 経済産業研究所 二〇〇四年 一五頁
- (21) 持田信樹「地方債制度改革の基本的争点」貝塚啓明・財務省財務総合政策研究所編『分権化時代の地方財政』中央経済社 二〇〇八年 二〇五～二〇七頁
- (22) 国土交通省「平成二三年版国土交通白書」二〇一二年 (<http://www.mlit.go.jp/hakusyo/mlit/h23/hakusho/h24/html/n1216000.html>)
- (23) 根本祐二『朽ちるインフラ』日本経済新聞社 二〇一二年 七二頁
- (24) 藤沢市「公共施設マネジメント白書―施設を通じた行政サービスの現状と分析―」二〇〇八年十一月

（えなつ あかね・駒澤大学非常勤講師）