

ユーロ圏の政府債共同発行構想

杉田 浩 治

要約

欧州プライマリー・ディーラーズ協会が欧州共同政府債発行についての報告書を発表した。その内容は「ユーロ圏諸国の政府債発行を一本化して、大規模化により流動性を高めることにより、発行・流通コストを引き下げよう」という構想を具体化したものである。

共同発行のメリットと問題点を整理するとともに、共同発行の具体的方法として六つの案を掲

げ、それぞれについての債券ディーラーの評価をも載せている。

その結果、最も現実的な案は六ヶ月TBの共同発行であるとしたうえで、その発行は「ユーロが世界における準備通貨として保有されることや、コモディティ価格がユーロ建てで表示されることを促進する可能性がある」とも述べている。

なお、世界における債券共同発行の前例を集めた資料の中では日本の地方債共同発行の例も取り上げている。

はじめに

EUが一九九九年初に単一通貨ユーロを採用してから一〇年を経過しようとしている。

EU委員会は域内の金融・資本市場の一体化についても検討を進めてきているが、そうした中で、〇八年九月に欧州プライマリー・ディーラーズ協会 (European Primary Dealers Association、米国証券業金融市場協会 (SIFMA) の関連団体)⁽¹⁾ が、「欧州共同政府債 (A Common European Government Bond)」、発行についてのディスカッション・ペーパー (討議のための報告書)⁽²⁾ を発表した。

その内容は、「ユーロ圏諸国の政府債発行を共同化 (一本化) して、大規模化により流動性を高めることにより、発行・流通コストを引き下げよ

う」という構想を具体的に検討したものである。

共同発行のメリットと問題点を整理するとともに、共同発行の具体的方法を列挙し、債券ディーラーの評価等を比較した結果を載せている。また世界における債券共同発行の前例を集めた資料の中では日本の地方債共同発行も取り上げるなど、全体として興味深い内容となっている。

以下、レポートの要約を紹介する。

一、検討の背景

一九九九年のEMU (欧州通貨統合) の実施からほだない二〇〇〇年一月にジオバンニニグループ (Giovannini Group)⁽³⁾ は、ユーロ域内の政府債発行に関するレポートを発行した。そのレポートは、加盟諸国の政府債発行について発行方法等の違いから生じる「市場の不統一性」に焦点

を当て、その改善により市場の効率性が向上することを指摘した。そしてユーロ建て政府債の流動性を高める改善策として、「各国の政府債発行方法を調整するという緩やかな共同化」から「単一政府債発行」に至るまで四つの選択肢を掲げていた。

その後八年を経過したが、ユーロ政府債市場に大きな改善は見られず、米政府債市場との流動性格差は縮まっただけと言えない。むしろこの間に新興国政府債市場が拡大し欧州と競合するに至っている。また二〇〇七年夏以降の信用危機は、ユーロ諸国間の政府債利回りの格差を拡大させ、市場の不統一コストを増大させている。

こうした状況下、EMU一〇周年を前にした今年には、欧州政府債市場などEMUの将来を考える絶好の機会である。欧州委員会は二〇〇八年五月に発行したEMU一〇周年記念レポートの中で、

ユーロ政府債市場はもっと効率的に統合できるはずであるとして、統合のメリットを強調したうえで「残っている問題の解決に取り組むことが重要だ」と述べている。

二、政府債共同発行のメリットと問題点

(1) 流動性の拡大―発行者および納税者にとってのメリット

ユーロ諸国の政府債発行がバラバラに行われていることは、不効率の源であり、流動性プレミアム（流動性が低いことから生じる上乗せ利回り）が高いことの一因となっている。

共同発行により期待されることは、一銘柄の発行量の拡大であり、EU全体の政府債ベンチマークが創出される可能性である。これは各国の借り

入れコストを低下させ、したがって納税者の負担を軽くする。現在、小規模発行国が最大の流動性プレミアムを負担しており、それは信用格付けの違いによる部分より大きい。言い換えれば、経済ファンダメンタルズの良好な小規模発行国の政府債利回りは、GDPに対する債務比率が高い大規模発行国の政府債利回りより高くなっている。この現象は最近の信用危機の中でさらにひどくなっている。

共同発行により、政府債供給量は安定的で予測可能度の高いものになる。そして流動性管理コストの減少は、現在、政府債の満期にもなう短期的資金不足を補うために長期的なキャッシュ・ポジションの維持コストを負っているという各国の問題を解決するであろう（現在においても、各国間でキャッシュを融通し合っているが・・）。

財政が黒字で政府債残高が減少している国に

とって共同発行は、コスト高の「自国の政府債流通市場およびプライマリー・ディーラー・システムの維持」に代わる手段を提供するとともに、債券買入れオペに代わる低コストの金融政策の採用をも可能にしよう。また起債ニーズの小さい国にとって共同発行は効率的な資金調達を可能にする。一方、代表的起債国であるドイツ・フランスにとつてのメリットは小さいが、それでも共同発行により米国防務省証券市場の規模に迫ることができれば、すべての発行国にとって流動性プレミアムが改善する可能性がある。

ただし、本報告書に盛り込まれた市場調査の結果によれば、共同発行のメリットは、①発行方法、②「支払保証スキーム」を採用する場合の方法・程度、③可能な限り高い格付けを得るメカニズムの内容、の如何によつて異なる。そして多くの発行国にとつての関心は「自国の財政状態や

ニーズに応じて自らの意思で自由に債券を発行できる」という現在の柔軟性を犠牲にすることに比べ、流動性プレミアムの改善にともなうメリットの方が大きいかどうか」という問題である。

したがって共同発行は、いかなる方法をとるにせよ次の二つの条件を満たすことが必要になるう。

①各国が（財政状態の変動に対処できるようにするため）政府債共同発行機関と予め同意した年間発行スケジュール（月別の発行計画）については変更できるオプションを持つこと、②しかし年間発行総量については、予め定めた国別割り当て比率を逸脱しないようにすること。

(2) デイリーラーにとつてのメリット

各国政府債の発行を一つの発行機関に統合することは、現在プライマリー・デイリーラーが行って

いる個別政府債のマーケット・メイク（政府債の魅力を増すため、セカンダリー・マーケットにおける流動性を高めることを目的に行っている値付け）義務をなくすことになるう。現在、プライマリー・デイリーラーは各国政府から引受諮団の組成・入札などの面で有利な取り扱いを得られることを期待してマーケット・メイクのコストを負担している。マーケット・メイクは政府債購入者に流動性を提供し、それが発行利回り（納税者の負担）を低下させるという好循環をもたらしているが、もしマーケット・メイクが要らなくなれば、そのメリットは発行コストの節約を通じ納税者に還元されるであらう。

(3) ユーロにとつてのメリット、投資家の投資機

会

ユーロ政府債の共同発行は、世界でもっとも流

動性の高い米国政府債市場と競争できる力を欧州に与える。前述の欧州委員会のペーパーも「現在バラバラに発行しているため、ユーロ建て政府債市場が、流動性の面で米国や日本の政府債市場と競争できない結果を招いている」と述べている。

将来を見据えると、発展途上国（BRICなど）の経済がより強くなり、安定性を増すにつれ、欧州諸国は投資資金獲得の面でさらに厳しい競争に直面することになる。

共同発行の中でも特に「短期政府債の統一発行」は、世界で準備通貨としてユーロが保有されることを促進することになる。また世界市場でコモディティその他がユーロ建てで値付けされるようになれば、EMU加盟国はもつと安い価格で商品輸入および資金調達ができることになる。何故ならドルから転換するという為替コストを必要としなくなるからである。

一方、共同発行により高い流動性を持つ一銘柄の欧州政府債が発行されることは、ユーロ建て投資物件の「多様性」を狭めることになる。しかし現在の状況は、欧州域内における欧州各国政府債のヘッジ手段の有効性を著しく制限している。

何故なら、先物取引が実質的に一銘柄（ドイツ長期国債）を対象として行われているからである。

ディーラーが手持ちポジションのヘッジ対象とするベンチマークは、欧州最大のデリバティブ市場であるEurexのドイツ長期国債先物契約である。

そのため、ドイツ長期国債の業者間先物市場の流動性は、原資産であるドイツ長期国債あるいは他の欧州政府債の現物市場の流動性よりもはるかに大きい。したがって市場ウォッチャーは、「欧州政府債市場は実質的に先物市場であって現物市場ではない」と主張している。金利スワップ市場も同様に先物市場取引の方が大きい。Dunne、

Moore and Portes は欧州政府債市場を分析した二〇〇六年の著書の中で、「米国では米国政府債の市場利回りが金利のメルクマール（米ドル金利を示す指標）となっているのに対して、ユーロ金利指標は業者間市場におけるスワップのイールドカーブによって形成されている」と述べている。

（前記著者は現物市場と先物市場の取引高を比較し、欧州では「現物三五〇億ユーロ・先物プラス金利スワップ二、八〇〇億ユーロ」であるのに対し、米国では「現物二、〇〇〇億ドル・先物プラス金利スワップ二、七五〇億ドル」であるというデータを提示している。）

さて、先物取引が有効なヘッジ手段であるためには、取引コスト（bidとofferの差）を小さくするため流動性が大きくなければならない。Eurexのドイツ長期国債先物は取引コストが小さいのでこの要件を満たす。一方で、有効なヘッジ

手段はヘッジ対象との連動性が高いことを要する。しかし昨年の信用危機発生以来、先物市場の原資産である〔ドイツ国債利回り〕と〔他のユーロ諸国政府債〕のスプレッド（利回り差）のボラティリティー（変動性）が高まった結果、連動性は大きく低下してしまった。

ユーロ政府債が共同発行されれば、先物取引も〔Eurexのドイツ長期国債先物契約〕から〔新しい共同発行債を対象とする先物契約〕に変わることになり、その取引はEurexだけでなく各地で幅広く行われようから、取引量は今以上に拡大しよう。また原資産が共同発行債であるので、各国政府債間のボラティリティー・リスクはなくなり、共同発行債の現物市況と先物市況は完全に連動しよう。その結果、新しい先物取引は現物のヘッジ手段としてより有効に機能することになる。

更に、共同発行債の規模は米国政府債のそれに匹敵するものとなるうから、現物取引の流動性も米国政府債並みに高まろう。加えて共同発行債の現先 (repo) 市場も大規模かつ流動性の高い市場になる可能性がある。そうなるとディーラーが短期ポジションを取りやすくなり、現物市場の流動性を一層高めることが期待される。このように現物・レポ・先物の三市場がお互いの流動性を増す好循環が期待され、域内諸国の借入れコストを低下させることになろう。

共同発行の方法にもよるが、各国の起債時期が重なる問題も緩和されよう。現在は各国間で若干の調整は行われるものの、発行日が重なる(複数発行国の入札が同日に行われる)こと―特に同一償還期限の債券が集中して発行される事態が起こっている。たとえば三〇年債について見ると、二〇〇六年六月から二〇〇七年六月に至る一年間

の発行額の三分の一が、二〇〇七年初めの四五日間に集中していた。ユーロ政府債がもつと時期的に分散して効率的に発行されることは特に投資家に歓迎されることになろう。

なおユーロ諸国の政府債を一本にして発行すると、①投資家や金融仲介者の投資選択の範囲や裁定機会を狭める、②セルサイドにとつても派生物創出や各国政府に対する助言といったビジネスチャンスが縮小する、といった議論がある。しかし格付けがトリプルAに満たない国は、共同債以外に別途政府債を発行する必要があり、それにより投資家の投資機会(金融仲介者やヘッジファンによる債券裁定取引など)や、セルサイドのビジネス機会が維持されよう。また先物・レポ市場が効率化することを併せて考慮すれば、メリットはコストをはるかに上回るとことになろう。

(4) 信用の質その他

共同発行に対する慎重論の第一に挙げられる点は、「格付けの異なる発行国を一つにまとめることは難しい」ということである。しかし共同発行のメリットを最大にするには、共同発行債が高い格付け—願わくはトリプルAを得られるように設計されるべきである。本報告における市場調査でもその点に最大の配慮をし、国際的な格付け機関三社と非公式な意見交換を行った。その結果、浮かび上がった重要事項は次のとおりである。

- ・ 共同発行債発行後は、「共同発行債が各国の自国名で発行する債券よりも上位に位置する（元利払いについて優先すること）」を各国が保証することの義務付け（法的措置の実施）
- ・ 政治的介入を受けない独立の共同発行体の存在
- ・ すべての発行国が償還期限別に比例割り当てを受ける義務を負うこと

・ 参加国の格付けが異なる場合の共同発行について、償還金支払いに対応する流動性を確保するため「流動性クッション (liquidity cushion)」または「保証基金 (guarantee fund)」を持つこと

共同発行にあたっては、政治的介入から排除された一個の独立発行機関が参加国の資金調達ニーズを集計し、種々の償還期限の債券を市場で発行していくことになろう。そして各参加国は、それぞれの資金調達ニーズに対応するすべての債券について、償還義務比率を設定することが想定される。

今回の市場調査にあたっては六種類の発行債券を想定して作業にあたった。このうち三種類については、「保証基金」または「流動性クッション」を設けた。これらは独立発行機関により管理され、参加国のうち一カ国または複数国が支払不能

に陥った場合に支払い義務を満たすに十分な資金量を持つものとして想定されている。

一方、格付けがトリプルAに満たない国による共同債発行を制限して、その不足分は当該国が自国名で発行する方法があり得る。この方法は、非トリプルA格付け国の元利払い不能の可能性およびデフレ・シジョン・リスクをなくすことにより、共同発行債がトリプルAの格付けを得ることに役立つ。さらに別の案として、大部分の各国政府債を購入する機関 (best buyer) として独立機関を設立し、その購入政府債を見合いに独立機関がトリプルA格付けの債券を発行する方法もあり得る。この場合には、各国政府は依然として別々に政府債を発行し、大部分の政府債がこの独立機関によって直接購入されることになる。

参加諸国の信用格付けの格上げまたは格下げが共同債の格付けに響かないような仕組みを盛り込

むことは可能であると考える。保証基金の例をとれば、トリプルAから格下げされた国に対して現金担保を保証基金に提供させるといったことになろう。

(5) 国別の責任

政府債の共同発行は、EMU発足時に取り極めたマーストリヒト条約の「非救済条項 (no bail-out clause)」に違反する、あるいはそれを損なうのではないかという議論がある。共同発行がそれに当るかどうかは、ひとえに共同発行にあたって採用する方式如何による。もし加盟国が個別に (連帯しないで) 債務を負うのであれば非救済条項との不一致は生じない。今回市場調査のために提示した六つの案はすべて参加国が個別に債務を負うことにしている。言い換えれば如何なる参加国も他の国の債務を背負い込むことはないの

である。参考資料Cに記述しているとおり、ドイツの州債共同発行の例をふくめ、既の実施されている多くの共同発行スキームは個別債務方式によっている。

(6) 政治的問題

共同発行に懐疑的な意見として、政府債の共同あるいは単一発行のための調整作業にあたって「自国の財政の自立性を侵害する」と主張する国があるうから、ユーロ圏全体としての現実的なオプションにはなりえないという見方がある。しかし一〇年前にEMU加盟国は各国の金融政策をECB（欧州中央銀行）に移管することを認めた前例があることを指摘できよう。

三、考えられる発行方法のオプションと市場調査の結果

(1) 六種類の「理論上の債券

（オプションⅠ～Ⅵ）」の構築

今回の検討に当たっては、政府債共同発行の現実的可能性を探るため、六種類の「理論上の債券」を作って、それぞれについて欧州政府債の主要ディーラー（三社に評価（値付け）してもらった。この六種類の「理論上の債券」の設定にあたっては、格付け機関三社、学者、EPDA（欧州プライマリー・ディーラー協会）のメンバーとの非公式な意見交換をベースに、次のファクターを考慮した。

① 共同発行国を、ユーロ圏一五カ国の全てにするか、限定するか

②各国政府債発行額の全部を共同発行にするか、共同発行を各国発行額の五〇％に抑えるか、あるいはT-Bill（短期債）に限定するか、

③参加国メンバーがデフォルト（支払い不能）に陥った場合に支払いを保証する「保証基金」制度を取り入れて共同債の信用格付けを高めるようにするか否か。

①については三つのオプションを設けた。一五カ国全部とする案、一二カ国（三大発行国であるイタリア、ドイツ、フランスを除く）とする案、トリプルA格付けを得ている中小六カ国（オーストリア、フィンランド、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン）に限定する案である。

②についても三つのオプションを設けた。一五カ国の発行額全部にすることにより流動性プレミアム（注）の削減を狙う案、共同発行額を各国発行額の

五〇％に限定して共同債から信用リスクを分離する案、そしてT-Bill（短期債）だけを共同発行する案である。

③については、二つのオプションを設けた。EU加盟一五カ国の信用格付けが異なる中で、共同発行債について可能限り高い格付けを得るための「保証基金（guarantee fund）」制度を設ける案と、設けない案である。保証基金を設ける場合には、トリプルAに格付けされない国からの資金拠出を想定している。

一方、六種類の理論上の債券（オプションI-VI）について、次の事項は共通とした。

・各国の発行総額および発行残高はEU経済金融委員会のEU政府債市場小委員会（Thomsen Group）発表の二〇〇六年データ（筆者注：百二十六ページに掲載）によった。

・信用格付けは主要格付け機関との意見交換に

よった。ただし公式なものではない。

・償還期限別の発行量内訳は、域内三大発行国（フランス・ドイツ・イタリア）およびアメリカの実績を参考に次の通りとした（アメリカの実績をも考慮に入れた理由は、共同発行債の年間発行総量がアメリカ政府債のそれに匹敵するかもしれないからである）。

償還期限	年間発行量の割り当て
6ヶ月	50%
2年	15%
5年	15%
10年	12%
15年	5%
30年	3%
合計	100%

・オプシオンⅡからⅣに盛り込んでいる「保証基金（guarantee fund）」または「流動性クッション（liquidity cushion）」は、共同発行参加国が支払い不能に陥った場合に元利払いを保証するに十分な資金量を持つことを前提としている。そのコストは、トリプルA以外に格付けさ

れている国が予め現金担保を共同発行機関に供することにより負担する。

(2) プライマリー・ディーラーの評価

以上の前提により構築した理論上の共同発行政府債の種類は表1のとおりであり、それぞれに対するプライマリー・ディーラーの評価は表2のようになった。なお、プライマリー・ディーラーの評価は、三ヶ月ものLIBOR（ロンドン銀行間金利）を基準に、それとの利回り差をベシスポイント（一ベシスポイントは〇・〇一％）で表示する方法によって行っている。

ユーロ圏の政府債共同発行構想

表1 「理論上の債券」の種類

項目 オプション	共同発行参加国	共同発行で起債 する割合	保証基金 制度	年間発行額 (十億ユーロ)	発行残高 (十億ユーロ)	格付け
I	15カ国全部	100%	なし	1,474	4,426	A/A/A 1
II	15カ国全部	100%	あり	1,474	4,426	A A A
III	15カ国全部	50% (残額は個別発行)	あり	737	2,123	A A A
IV	中小12カ国 (除く仏、独、伊)	100%	あり	566	1,376	A A A
V	仏、独を除く AAA6カ国(注1)	100%	必要ない	173	763	A A A
VI	15カ国全部	1年未満債のみ	必要ない (注2)	849 (注3)	-	A A A

(注1) オーストリア、フィンランド、アイルランド、ルクセンブルグ、オランダ、スペイン

(注2) 15カ国のうち、マルタの短期債は3社の格付け機関のうち2社が、ギリシャの短期債は1社がA A Aに格付けしており、両国の発行比率は合せて全体の3.5%に過ぎないので、共同発行6ヶ月債は保証基金なしでもA A A格付けを得られる。

(注3) 年間発行額は米国 T-Bill に近い規模となる。

表2 「理論上の債券」に対するプライマリー・ディーラーの評価

13社の値付けの平均値を示した。(3ヶ月もの LIBOR との利回り差をベースポイントで表示。)

数字の小さい(マイナス幅の大きい)ものほど評価が高い(低利で発行できる)ことを示す。

たとえばオプション I の6ヶ月もの(-70.2)は、3ヶ月 LIBOR より0.702%低いレートで発行できると評価されている。

償還期限 オプション	6ヶ月	2年	5年	10年	15年	30年
I	-70.2	-51.9	-12.9	2.1	11.9	20.7
II	-77.7	-63.7	-32.0	-18.0	-6.6	3.7
III	-78.3	-68.2	-36.5	-23.2	-10.4	-1.2
IV	-74.2	-59.7	-27.7	-11.7	-1.9	8.2
V	-76.6	-65.8	-35.3	-21.9	-11.1	-1.4
VI	-78.6	—	—	—	—	—

四、結論と今後の課題

(1) 市場調査の結論

前記三(2)に示したプライマリー・デューラーの評価およびその他関係者の意見によって、最も望ましいオペションは「単純で分かりやすい債券であること」が明らかになった。それは、①六ヶ月短期債（オペションⅥ）と、②中小・トリプルA格付け国の共同発行（オペションⅤ）である。

六ヶ月短期債は六案の中でもっとも現実的オペションで、投資家に受け入れられやすいと評価されている。短期であることと、それにより参加国の格付けの差が小さいことから信用リスクも限定される。さらに、各国が中長期利付債発行への影響を考慮して債務を慎重に管理するインセンティブを与えよう。

一方、中小・トリプルA格付け国による共同発行は、流動性プレミアムを小さくし発行利回りを下げることに貢献しよう。

オペションⅢ（一五カ国の起債額のうち共同発行分を五〇％に抑え、かつ保証基金を設ける案）は、中小国共同発行案より若干高く評価された。信用リスクが共同発行以外の五〇％の方に帰属すると考えられたからであろう。しかしデューラーは保証基金の設置に拒否感を持っている（一種のストラクチャード証券になると受け止められている）。

最も評価の低かったのは一五カ国全部の起債額全額を統合する（保証基金なし）オペションⅠであった。流動性メリットは大きいにもかかわらず、信用度の低下がネックとなった。

また保証基金のあることだけがオペションⅠと異なるオペションⅡは、オペションⅠより高く値

付けされた。IとIIの差は保証基金の有無だけであるから、その差は信用スプレッドと解釈され、六ヶ月ものでも七・五ベーシスポイントの差がついた。

(2) 今後の課題

共同発行については種々の問題があるにせよ、潜在的メリットがあることは明らかである。特に全ての参加国によるT-Bill（短期債）発行あるいは中小国の共同発行について検討を深めるべきであろうとEPDAは判断している。

そして共同発行が成功するかどうかは投資家ニーズに沿えるかどうかによる。したがって、今後、共同発行が公式に検討される過程においては、バイサイドとセルサイドの双方の関係者を議論に加えることを強く推奨する。

参考資料A：欧州諸国の政府債発行残高の現状（2006年末現在）

国名	国コード	政府債発行残高 (百万ユーロ)	通貨別内訳（ユーロ換算）			
			国内通貨	ユーロ	米ドル	その他
ユーロ圏						
ベルギー	BE	278,600		277,140	0	1,460
ドイツ	DE	916,564		912,596	3,968	0
ギリシャ	GR	204,281		199,005	1,446	3,830
スペイン	ES	312,457		308,332	3,037	1,088
フランス	FR	876,590		876,590	0	0
アイルランド	IR	35,918		35,918		0
イタリア	IT	1,256,946		1,247,712	3,590	5,688
ルクセンブルグ	LU	94		94	0	0
オランダ	NL	210,043		210,043	0	0
オーストリア	AT	145,265		136,946	0	8,319
ポルトガル	PT	108,557		108,202	4	351
スロベニア	SI	6,189	4,125	2,054	10	0
フィンランド	FN	58,904		58,860		44
非ユーロ圏						
ブルガリア	BG	3,562	1,096	1,404	1,062	0
チェコ	CZ	27,765	24,704	2,868	2	191
デンマーク	DK	71,595	60,896	10,081	615	3
エストニア	EE	100	0	100	0	0
キプロス	CY	13,005	11,605	1,400	0	0
ラトビア	LV	1,196	596	600	0	0
リトアニア	LT	4,001	801	3,200	0	0
ハンガリー	HU	58,172	41,824	16,347	0	0
マルタ	MT	2,990	2,990	0	0	0
ポーランド	PO	115,153	91,494	16,100	3,561	3,998
ルーマニア	RO	3,571	951	2,620	0	0
スロバキヤ	SK	13,997	10,554	3,373	2	68
スウェーデン	SE	140,599	121,840	4,269	7,863	2,078
イギリス	UK	680,800	678,525	0	2,275	0
合計	EU -27	5,546,913	1,052,001	4,435,854	27,435	27,117

参考資料B：最近7年間の各国政府債の償還年限別（付：利子形態）発行状況
（掲載省略）

参考資料C…世界における債券共同発行の前例

1. ドイツの州債共同発行

ドイツでは、六ないし一〇―一一の州が参加して州債を共同発行した例が一六例ある。一個の共同発行機関があるのではなく、各州が発行シェアに応じ個別に元利払い義務を負う。

フィッチは一六銘柄すべてをAAAに格付けたが、ムーディーズとスタンダード・アンド・プアーズは幾つかの共同発行債をAA3またはAAに格付けた。この格付けの違いは共同発行債がデフォルトした場合にドイツ連邦政府がどう対応するかの判断の違いにあったように思われる。

2. デンマークの銀行による交換可能な

住宅ローン担保債券の発行

デンマークでは、複数の銀行が個別に発行する

住宅ローン担保債券を、互いに代替可能な制度にしている。これは同一条件の住宅ローンを集めて担保化し、何種類かの債券を発行するもので、たとえば三〇年債についてクーポンが四%、五%、六%の三種類発行されるといったことになる。債券は各銀行が個別に発行するが、制度規約により債券の代替性が保証されており、たとえばある銀行が発行した四%利付・三〇年債は、他の銀行が発行した四%利付・三〇年債と交換可能な仕組みになっている。

3. 日本の共同発行地方債

日本では、地方財政法にもとづき地方債の共同発行が可能である。二〇〇七年には毎月二八の地方公共団体による共同債が発行された。二〇〇七会計年度の発行額は合計一兆二、一四〇億円（各月約一、〇〇〇億円）であった。これらは全て償

還期限一〇年、繰り上げ償還なしで統一されている。共同発行地方債は地方財政法五条の七にもとづき各地方公共団体名で共同発行され、参加地方公共団体は連帯して元利払いの債務を負っている。

4. スカンジナビア諸国の地方債

北欧四カ国では、各国とも地方公共団体向けに貸付を行う一個の非営利機関を作り、その機関が国際資本市場で債券を発行して資金調達する形を採用している。二〇〇六年末現在、四カ国の当該機関の貸出残高合計は三四六億ユーロに達している。

この地方公共団体向け貸付機関（＝債券発行機関）の信用度は、次のような最低流動性確保基準の設定・維持により保たれている。

・ノルウェーの Kommunalbanken は、今後一

二ヶ月間の純現金支払い必要見込み額（net cash requirement）以上の流動性を維持する）とが義務付けられている。

・デンマークの KommuneKredit は、貸し出し残高の二五％までの事前資金調達義務がある。

・スウェーデンの Kommuninvest i Sverige AB は五五億スウェーデン・クローネの流動資産を維持しなければならない

・フィンランドの Municipality Finance PLC は貸し出し額の五％以上の準備資産を維持しなければならない。

これら四機関の地方公共団体向け貸付について、上位五団体向け貸付残高が貸付残高全体に占める割合は一一・二％から一九・七％に止まっている（すなわち貸出先は分散している）。

各機関の発行債はトリプルAに格付けされているが、その理由は、貸出リスクが小さいこと、慎

重なる資産・負債管理、健全な流動性、市場における力の強さなどに加え、地方公共団体あるいは中央政府による支援・保証の仕組みがあることによる。すなわちデンマーク、スウェーデンの機関については地方公共団体による共同・複数の保証システムがあり、ノルウェーの機関の発行債券はノルウェー王国の支援状 (letter of support) の裏付けがある。

5. 予防接種のための国際金融ファシリテイ (International Financing Facility for Immunisation、略称—IFFI—)

英国政府により二〇〇三年に提案された仕組みで、国連ミレニアム開発目標の⁽⁴⁾一つである「開発途上国における小児死亡率の削減を図るための予防接種の促進強化等」を早期に達成するため、スポンサー諸国の将来拠出を前倒して利用できるよ

う考案された資金調達メカニズムである。スポンサー諸国が長期にわたって拠出することを約束した寄付金を元利払いの原資とする債券をIFFImが国際資本市場で発行する仕組みで、二〇〇六年に初回債一〇億ドル（五％利付き五年債）が発行された（筆者注：日本ではワクチン債とも呼ばれている）。イギリス、フランス、イタリア、スペイン、スウェーデン、ノルウェー、南ア連邦の七カ国が「法的拘束力のある寄付金協定締結国」となっている。

これら諸国の格付けは全てがトリプルAではないが、フィッチ、ムーディーズ、スタンダード・アンド・プアーズの三社はいずれもIFFIm債をトリプルAに格付けした。その理由は、元利払いの原資となる協定締結国からの寄付金が不払いとなるリスクは小さいと見なされたことにあり、その根拠として①債券発行高が寄付金支払協定総

額の現在価値の一部に限定されていること、②国際復興開発銀行（世界銀行）が I F F I m の財務管理者となっていることが挙げられている。

(注)

- (1) 欧州プライマリー・デューラー協会は、ユーロ諸国政府債のプライマリー・デューラー（政府債の引受け・流通市場の維持等に一定の責任を持つ政府公認取引業者）の有力業者が加盟する団体で二〇〇四年に設立された。設立時のプレス・リリースによると、設立時の加盟業者は ABN Amro, Barclays Capital, BNP Paribas, Calyon, CDC IXIS, Citigroup, Credit Suisse First Boston, Deutsche Bank AG, Dresdner Bank AG, Goldman Sachs International, HSBC, ING Bank NV, JP Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura, Societe Generale SA, UBS, Unicredit Banca Mobiliare SpA の二〇社であり、直近のプレス・リリースによると、欧州政府債取引量の八五%以上を取り扱っている。
- (2) http://www.sifma.org/research/pdf/EPDA-SIFMA-Common-Bond-Report_0810.pdf
- (3) E U の金融・資本市場の問題について検討する専門家グループで、委員長はイタリアの Unifortune Asset

Management SGR 社長 Giovannini 氏。

- (4) 日本の外務省ホームページの説明 (http://www.mofa.go.jp/mofaj/gaikou/oda/doukou/mdgs_gai.html) によれば、国連ミレニアム開発目標とは、二〇〇〇年九月にニューヨークで開催された国連ミレニアム・サミットに参加した一四七の国家元首を含む一八九の加盟国代表が採択した、二一世紀の国際社会の目標として国連ミレニアム宣言に掲げられた目標である。このミレニアム宣言は、平和と安全、開発と貧困、環境、人権とグッドガバナンス（良い統治）、アフリカの特別なニーズなどを課題として掲げ、二一世紀の国連の役割に関する明確な方向性を提示した。そこで、この国連ミレニアム宣言と一九九〇年代に開催された主要な国際会議やサミットで採択された国際開発目標を統合し、一つの共通の枠組みとしてまとめられたものがミレニアム開発目標（Millennium Development Goals: MDGs）である。MDGs は、二〇一五年までに達成すべき目標として八つを掲げている。

（すぎた こうじ・当研究所専門調査員）