



日本銀行ワーキングペーパーシリーズ

地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化

大山慎介*

shinsuke.ooyama@boj.or.jp

杉本卓哉*

takuya.sugimoto@boj.or.jp

塚本満*

mitsuru.tsukamoto@boj.or.jp

No.06-J-23
2006年11月

日本銀行
〒103-8660 日本橋郵便局私書箱 30号

* 日本銀行金融市場局

日本銀行ワーキングペーパーシリーズは、日本銀行員および外部研究者の研究成果をとりまとめたもので、内外の研究機関、研究者等の有識者から幅広くコメントを頂戴することを意図しています。ただし、論文の中で示された内容や意見は、日本銀行の公式見解を示すものではありません。

なお、ワーキングペーパーシリーズに対するご意見・ご質問や、掲載ファイルに関するお問い合わせは、執筆者までお寄せ下さい。

商用目的で転載・複製を行う場合は、予め日本銀行情報サービス局までご相談ください。転載・複製を行う場合は、出所を明記してください。

地方債の対国債スプレッドと近年の環境変化[†]

2006年11月

日本銀行金融市場局

大山慎介[†] 杉本卓哉[‡] 塚本満^{*}

【要 旨】

近年——特に2006年入り後——、地方債を取り巻く環境や市場の動態に変化がみられ始めている。本稿では、地方債のうち市場公募債の対国債スプレッドに焦点を当てて、動態や背後にある環境変化を分析する。

分析結果によると、2006年春以降、市場公募債の市場は、全銘柄のスプレッドを押し上げる要因と、財政状況に対する評価が相対的に低い銘柄のスプレッドを拡大させる要因の影響を受けている。これらの要因は、地方債を取り巻く環境——地方公共団体の財政状況、地方債の引受構造、地方債の債務履行に関する法制度——の変化、あるいは先行きの変化の予兆などに起因していると考えられる。

今後、国と地方の役割分担や地方財政のあり方が広範に見直されていく中、地方債を取り巻く環境も継続的に変化していくとみられる。そうした変化が、地方財政などを巡る広範な議論の中でバランスのとれたかたちで進んでいくのか、それを市場参加者がどのように受け止めていくのか、といった点に留意しつつ、今後とも地方債の市場動態を観察していく必要がある。

[†] 本稿の作成に当たって、多くの市場参加者の方々、日本銀行のスタッフから有益なコメントを頂戴した。特に今川玄氏（野村証券）、江夏あかね氏（日興シティグループ証券）、柿本与子氏（スタンダード・アンド・プアーズ）、河合祐子氏（日本銀行）、河野圭志氏（同）、肥後雅博氏（同）からは暫定稿に対する建設的なコメントを頂戴した。この場を借りて深く感謝の意を表したい。文中に残る誤りは、すべて筆者の責任である。また、本稿における意見などはすべて筆者の個人的な見解であり、日本銀行および金融市場局の公式見解を示すものではない。

[†] 日本銀行金融市場局（E-mail: shinsuke.ooyama@boj.or.jp）

[‡] 日本銀行金融市場局（E-mail: takuya.sugimoto@boj.or.jp）

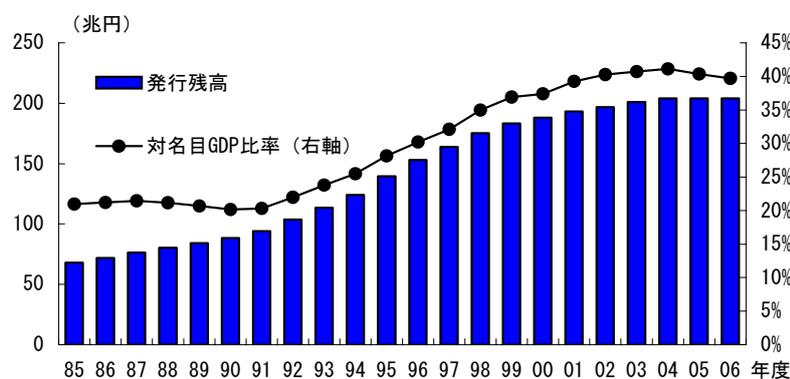
^{*} 日本銀行金融市場局（E-mail: mitsuru.tsukamoto@boj.or.jp）

1. はじめに

地方債は、総務省の定義によると「地方公共団体が1会計年度を超えて行う借入れ」であり、債券発行および証書借入を含んでいるため、金融市場で一般に認識される「債券」とは異なる概念である¹。そのうち、金融市場で認識されるいわゆる「地方債」は、市場公募債と銀行等引受のうち市中売却された縁故債の一部である。地方債を構成する資金調達手段としては、上記のほか、政府（国や日本郵政公社）や公営企業金融公庫による引受などがある。

それらを合計した残高は、2005年度で204兆円（対名目GDP比40.4%）と、国の負債である国債（2005年度、発行残高626兆円、対名目GDP比123.9%）の約1/3に達する（図表1）。このうち市場公募債は、残高31兆円（2005年度）と国債の5%であり、その売買高や売買回転率（売買高/発行残高）は、国債には及ばないが、政府保証債や財投機関債、普通社債を上回っている（図表2）。このように、地方債は大きなプレゼンスを有する。

（図表1）地方債の発行残高



（注） 1. 2004～2006年度の発行残高は地方財政計画による見込み額。
2. 2006年度の名目GDPは内閣府経済見通し。

（資料） 地方債協会「地方債統計年報」、内閣府

¹ 地方債の概要については、別紙1を参照。なお、本稿では、総務省の定義する「地方債」と、その内訳である市場公募債を主な議論の対象とする。

(図表 2) 地方債の売買高・売買回転率 (2005年度)

	売買高 (兆円)	売買回転率 (回)
国債	6,901	10.4
地方債	81	2.6
政保債	56	1.4
財投機関債	19	1.5
普通社債	80	1.5

(注) 地方債は市場公募債のみ。

(資料) 日本証券業協会

地方債は、その債務履行に関する法制度と、安定的な投資家構造という 2 点に金融資産としての特徴がある。

第 1 に、地方債の「信用力」の評価に際しては、地方債の債務履行に関する国の法制度——元利償還に対する国のマクロ的な財源保障、起債協議制度、財政再建制度——を勘案して、金融市場では国による「暗黙の保証」が存在していると認識されていることである²。その結果、地方債は、国債に準じた高格付（日本格付投資情報センター<以下 R&I>では AAA~AA-）となっており³、市場におけるプライシングも、国による法制度の変更がない限り、地方債がデフォルトすることはほとんどないという認識に立脚したものとなっている⁴。換言すれば、格付や市場公募債の発行・流通利回りには、個々の地方公共団体の財政状況に関する市場の評価などを反映して格差が生じるが、地方債の債務履行に関する法制度の存在が前提となっているため、格差は総じて小さいものに止まっている。この点で、地方債は事業法人や金融法人の社債と大きく異なる。

第 2 に、地方債は、引受から償還まで「持ち切り」で保有する投資家が消化する割合が高い。地方債残高のうち、政府資金（財政融資資金、郵政公社資金）と公営企業金融公庫が保有する分は半分程度の割合を占めてきた。残りの民間等資金をみても、系統金融機関、地域金融機関、年金基金の多くは、起債額の一定割合を「持ち切り」で購入する投資家である（図表 3）。

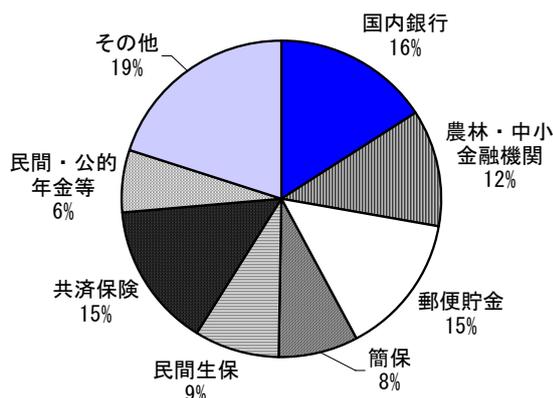
² 地方債の債務履行に関する法制度については、別紙 2 を参照。

³ 地方債の格付に関する格付会社の考え方については、別紙 3 を参照。

⁴ 本稿では、「デフォルト」（債務調整）を、必ずしも債権の毀損（元本や利息の減額など）のみを意味するものではなく、元利金が予定の期日に支払われないという、いわゆる「タイムリー・ペイメント」を実行できないことを含む概念として用いる。

他方で、市況に応じてポジションを調整するのは生命保険やアクティブ投資のファンド（一部年金の運用を受託しているとみられる）などに限られているといわれている。その結果、地方債の市場は、一旦需給が大きく軟化すると、買い向かう勢力が現れにくく、需給軟調が長引きやすい、との指摘が多い。

（図表 3）地方債の最終投資家（2006年3月末）



（注）証券形式による発行分のみ。
（資料）日本銀行「資金循環統計」

地方債を巡っては、近年——特に 2006 年入り後——、それを取り巻く環境や市場動態に変化がみられ始めており、市場参加者も関心を寄せている。そこで、本稿では、市場公募債の対国債スプレッド（地方債の流通利回り－国債の流通利回り）に焦点を当てて、近年の動態や背後にある環境変化などを特徴付ける。

本稿のポイントを予め整理すると、次のとおりである。

- 市場公募債の対国債スプレッドをみると、2001 年後半から 2006 年初めにかけて概ね低位安定していたが、2006 年春以降、市場公募債全体のスプレッド水準が上昇するとともに、銘柄間のばらつきが急速に拡大した。
- 主成分分析によると、市場公募債の流通市場では、2006 年春以降、全銘柄の対国債スプレッドを押し上げる要因と、財政状況への評価が相対的に低い銘柄のスプレッドを拡大させる要因が顕在化している。これらの 2 つの要因は、地方債を取り巻く近年の環境変化、あるいは先行きの変化の予兆などに起因しているとみられる。
- 地方債を取り巻く近年の環境変化は、(1) 地方公共団体の財政状況、(2) 地方債の引受構造、(3) 地方債の債務履行に関する法制度、の 3 点に整理できる。

- 第1に、地方公共団体の財政状況は、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。そうした変化が底流となる中、夕張市の財政再建団体の指定申請を巡る報道（2006年6～7月）をきっかけに、市場参加者が一部地方公共団体の財政悪化が深刻であると認識したことが、対国債スプレッドの格差拡大の一因となった。
- 第2に、地方債の安定消化を支えてきた引受構造に変化がみられ始めている。行財政改革の影響などもあって、公的資金による引受が縮減しているほか、一部地域金融機関が縁故債の引受・保有に慎重になっているとされている。こうした中、2006年8月に発表された市場公募債の統一条件交渉方式の見直しは、財政状況に対する市場の評価の違いを発行条件にも反映することを促し、対国債スプレッドの格差が拡大する一因となった。
- 第3に、2006年に入ってから、地方債の債務履行に関する法制度の見直しが検討されている。現時点では、少なくとも現行の地方債については、債務調整が実際に行われる可能性はごく小さい、との見方が一般的である。ただし、長い目でみれば、何らかの制度変更が加えられる可能性が皆無ではない、と市場参加者が認識したことが、第1、第2の要因と相俟って、対国債スプレッドの水準や銘柄間格差を上げた面があると考えられる。
- なお、2006年には、量的緩和政策やゼロ金利の解除を巡って金利のボラティリティが上昇した局面があった。そうした金利のボラティリティ上昇は、他の債券（国債を除く）と同様、市場公募の地方債の対国債スプレッドを拡大させる方向に何がしか作用したとみられる。
- 2006年に入ってから地方債制度を巡るさまざまな動き——市場公募債の統一条件交渉方式の見直し、地方債の債務履行に関する法制度の見直しなど——は、基本的には、地方債市場や地方財政に対して、市場機能を一層活用しながら、効率的な資源配分を促していく方向での変化と捉えることができる。現在、国と地方の役割分担や地方財政のあり方が広範に議論されつつある中で、地方債制度についても、そうした動きとバランスのとれたかたちで検討が進められることが重要である。また、今後の地方債市場を展望するうえでは、こうした広範な議論の行方、とりわけ、地方債の債務履行に関する諸制度の見直しがどのように進むのか、それを市場がどのように受け止めるのか、といった点を注視していく必要がある。

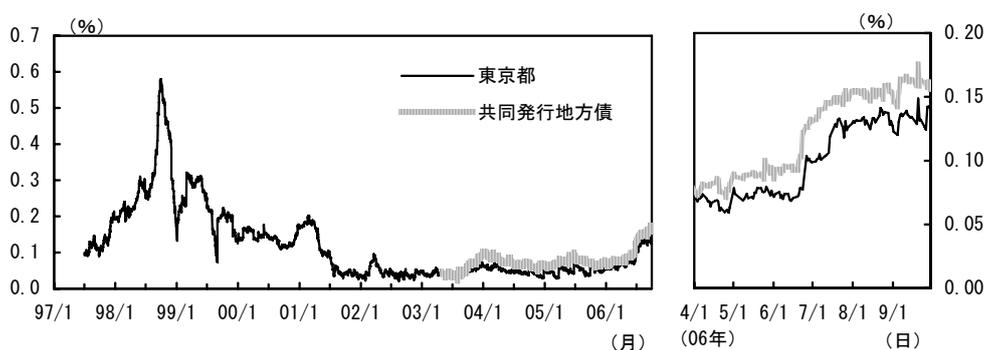
以下の構成は、次のとおりである。まず、第 2 節では、市場公募債の対国債スプレッドをイベント・スタディと主成分分析により分析し、近年の特徴を明らかにする。第 3 節では、地方債を取り巻く近年の環境変化を整理し、対国債スプレッドへの影響を議論する。第 4 節では、マクロの金融環境と対国債スプレッドとの関係を分析する。第 5 節で第 3 節、第 4 節の議論を改めて整理したうえで、第 6 節で、結びに代えて、先行きの展望や含意を述べる。

2. 市場公募債の対国債スプレッドの分析

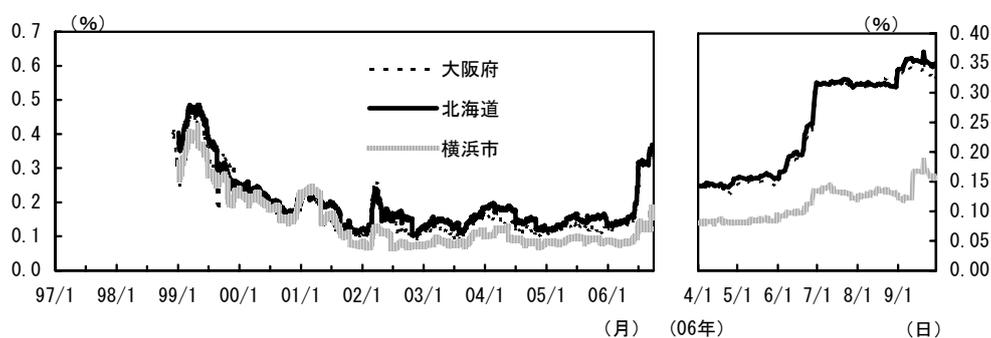
2.1. イベント・スタディ

ここでは、はじめに、市場公募債の流通利回りの対国債スプレッドについて 1990 年代後半から 2006 年 9 月末の推移を概観する（図表 4）。イベントや市場参加者の指摘などを勘案すると、過去の推移は次の 4 局面に大別できる。

（図表 4－1）東京都債、共同発行地方債の対国債スプレッド

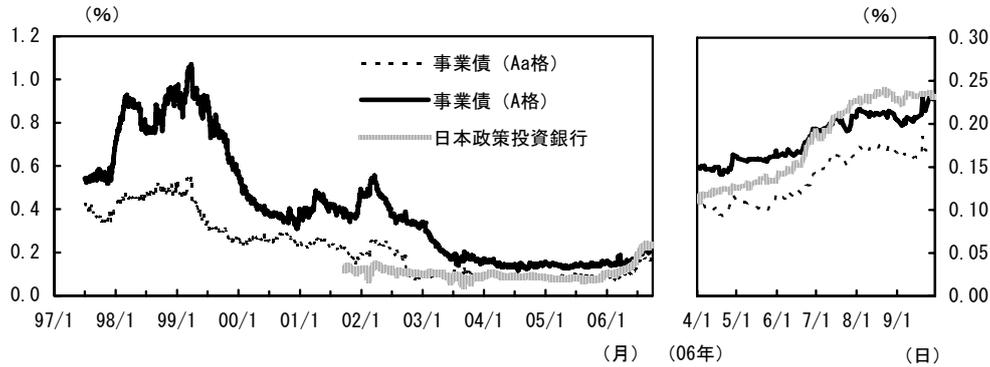


（図表 4－2）北海道、大阪府、横浜市の対国債スプレッド



（注） 1. 年限は10年。
2. 直近は9/29日。
（出所）日本証券業協会

(図表4-3) 参考：事業債、日本政策投資銀行債の対国債スプレッド



(注) 1. 年限は5年。ただし、事業債は、2002年9月24日以降の計数につき、
残存年数4年以上6年未満の銘柄より平均利回りを算出。
2. 格付はMoody'sによる。
3. 直近は9/29日。

(出所) 日本証券業協会

まず、1997年末から1999年初めにかけての大幅な拡大局面である。当時は、金融システム危機の下、事業債など多くの債券の対国債スプレッドが拡大していた。市場公募債も、一部金融機関の登録機関・指定金融機関としての機能を懸念する声がある中、東京都（1998年9月）など幾つかの主要な地方公共団体が財政危機宣言をしたほか、当時一般的であった繰上償還条項が地方公共団体の任意で実行されるとの懸念もあったことから⁵、スプレッドが拡大していた。

次は、1999年後半から2001年前半にかけてスプレッドが緩やかな縮小傾向を辿った局面である。この背景には、公的資金の投入などにより金融システムに対する不安感が一旦後退したことや、市場公募債の繰上償還条項が削除されたことなどがある。なお、2001年前半に一旦スプレッドが拡大した動きについては、例年春にみられる需給の悪化に加えて、4月からの財政投融资改革の影響によるものであると考えられる。

2001年後半から2006年初めにかけては、量的緩和政策が継続される下、市場公募債をはじめ債券全般でスプレッドが概ね低位安定した局面である。なお、2002年3月の一時的なスプレッドの拡大は、(1)特殊法人の廃止・民営化を巡る不透明感の強まりにより財投機関債の対国債スプレッドが拡大した余波と⁶、(2)

⁵ 当時、市場公募債の繰上償還が行われたとの報道があり、繰上償還条項があっても行使されないと考えていた投資家が動揺した。そうした状況を受けて、1998年10月債から、市場公募債の繰上償還条項が削除されたほか、既発債についても、「地方債月報」（1998年10月号）に繰上償還を否定する記述が掲載された（丹羽 2004）。

⁶ 当時、日本道路公団債や成田国際空港債の対国債スプレッドが急拡大していた。

一部金融機関が北海道債の引受シ団から離脱した影響を反映している。

最後が、2006年春から9月末にかけてのスプレッドの拡大局面である。この局面では、多くの債券の対国債スプレッドも緩やかに拡大しているが、地方債全体のスプレッド拡大と銘柄間のばらつきの拡大が印象的である。6月初めから9月末にかけての対国債スプレッドをみると、東京都や横浜市は7bps拡大しているが、大阪府と北海道は、それぞれ19bpsと17bpsと大幅に拡大している（図表5）。その結果、北海道と大阪府の東京都とのスプレッド格差は、過去の平均が8～10bpsであったにもかかわらず⁷、9月末には北海道が21bps、大阪府が19bpsとなっており、銘柄間のばらつきが目立つ。

（図表5）スプレッド格差

		（対国債スプレッド）			（bps）
		6月2日 (a)	9月29日 (b)	(b-a)	
東京都	AAA	7	14	7	
横浜市	AA+	9	16	7	
大阪府	AA-	16	33	17	
北海道	AA-	16	35	19	

		（対東京都債スプレッド）			（bps）
		過去の平均	6月2日 (a)	9月29日 (b)	(b-a)
横浜市	AA+	2	2	2	0
大阪府	AA-	8	9	19	10
北海道	AA-	10	9	21	12

- （注） 1. 年限は10年。
 2. 格付は2006年9月末時点。
 3. 対東京債スプレッドの過去の平均は1999年1月～2006年5月。
 （資料） 日本証券業協会、R&I

2.2. 対国債スプレッドの主成分分析

次に、市場公募債の対国債スプレッドの主成分分析を通じて、市場公募債の流通市場がどのようなショックに直面していたかを分析する。

具体的には、東京都、大阪府、北海道、横浜市の対国債スプレッドを対象に主成分分析を行う。データは日次ベースで、サンプル期間は1999年1月4日～2006年9月22日。結果をみると、第1主成分と第2主成分で全分散の98.0%を説明している（図表6）。

⁷ 具体的には、振れを均すため、各銘柄の対国債スプレッドのうち、中心23か月移動平均±1σを超えるサンプルを除去して平均的なスプレッドを計算し、東京都債との格差を計算した。サンプル期間は、1999年1月～2006年5月。

(図表6) 対国債スプレッドの主成分分析

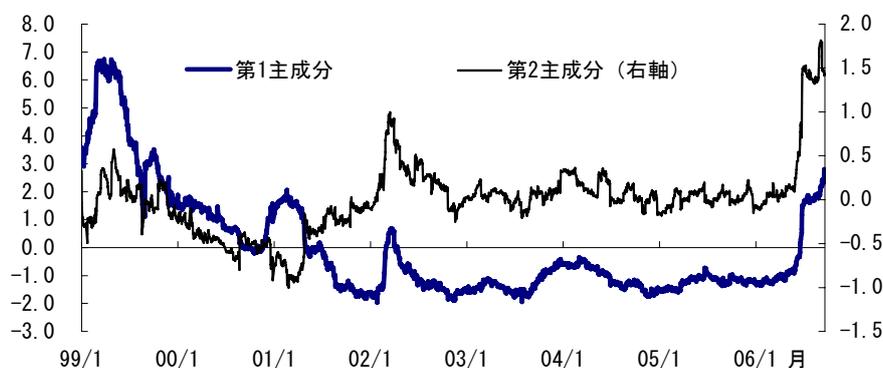
成分	固有値	差	比率	累積比率
1	3.758	3.758	0.940	0.940
2	0.163	0.104	0.041	0.980
3	0.059	0.039	0.015	0.995
4	0.020		0.005	1.000

	固有ベクトル			
	1	2	3	4
東京都	0.502	-0.427	0.566	-0.495
大阪府	0.498	0.566	0.424	0.501
北海道	0.502	0.424	-0.563	-0.501
横浜市	0.498	-0.563	-0.427	0.503

第1主成分は、全分散の94.0%を説明し、全ての銘柄の対国債スプレッドに対して正の相関を持つ。これは、市場公募の地方債全体に影響を及ぼす共通の要因（以下、「共通ショック」）であり、地方債の債務履行に関する法制度やマクロの金融環境に関する諸要因を捕捉していると考えられる。また、第1主成分の固有ベクトルが全銘柄でほぼ同程度であり、過去、これらの銘柄が共通ショックにほぼ平行に反応していたことが分かる。

共通ショックの推移をみると、前述の局面展開と概ね整合的な推移となっている（図表7）。すなわち、1999年初め、2001年前半、2002年春、2006年春以降という4時点では、共通ショックが顕著に上昇しており、市場公募債全体にスプレッド拡大圧力がかかっていたことが分かる。また、2001年後半から2006年初めにかけては、2002年春を除けば、共通ショックが総じて低位安定しており、量的緩和政策の時期と符合している。そして、2006年春以降、共通ショックが緩やかに高まり、6月から急速に上昇している。ただし、その上昇幅は、1999年初めを大きく下回っており、ショックの程度が1999年初めの金融システム不安、財政危機宣言、繰上償還懸念の影響と比べて小さいことが分かる。

(図表7) 第1主成分と第2主成分の推移



次に、第2主成分をみると、全分散の4.1%を説明しており、大阪府と北海道に正の相関を、東京都と横浜市に負の相関を、それぞれ持つ。大阪府と北海道は、格付が明らかになっている地方債の中では最も低いAA-（R&I、以下同じ）である一方、東京都がAAA、横浜市がAA+である。また、市場参加者の間では、大阪府と北海道は、大阪市、兵庫県、神戸市とともに、財政状況が相対的に芳しくない地方公共団体の例とみなされている。こうした点を勘案すると、第2主成分は、財政状況への評価が相対的に低い銘柄のスプレッドを拡大させる要因（以下、「銘柄間格差ショック」）と位置付けることができる。

銘柄間格差ショックの動きをみると、2002年春に一旦急上昇している。これは、前述した北海道債の引受シ団からの一部金融機関の離脱の影響によるものと考えられる。その後、銘柄間格差ショックは、横這い圏内で推移してきたが、2006年半ば以降、大幅に上昇し、既往最高水準に達している。これは、2006年半ば以降、個別の地方公共団体の財政状況に対する評価の違いなどが、市場公募債の流通利回りに従来以上に織り込まれるようになってきている——換言すれば、市場で地方債の均質性に対する認識が大きく変化している——ことを示唆している。

以上の主成分分析からも、地方債市場は、2006年春以降、市場公募債のスプレッド全般を押し上げる要因と銘柄間格差を拡げる要因に直面していることが確認される。こうした2つの要因は、近年——特に2006年入り後——の地方債を取り巻く環境の変化に起因すると考えられる。そこで、次節では、近年の環境変化を概観し、それらが市場公募債の対国債スプレッドに及ぼした影響を議論する（なお、第3～4節の議論と上述の共通ショック・銘柄間格差ショックとの関係については、第5節で改めて整理する）。

3. 地方債を取り巻く近年の環境変化

近年の環境変化は、(1)地方公共団体の財政状況に関連する動き、(2)地方債の引受構造に係る変化、(3)地方債の債務履行に関する法制度を巡る検討、の3点に整理できる。

3.1. 地方公共団体の財政状況に関連する動き

3.1.1. 地方公共団体の厳しい財政状況、ばらつきの拡大

まず、地方公共団体の財政状況に関連する動きから概観する。第 1 に、地方公共団体の財政状況が総じて厳しく、地方公共団体の間でばらつきが拡大していることがある。地方公共団体の財源不足額（2006 年度見込み、8.7 兆円）は、景気回復を背景に 2003 年度をピークに幾分減少しているが、地方債残高は大幅に増加している（前掲図表 1）。これは、バブル崩壊以降、地方税収の落ち込みや減税に伴う減収の補填分が嵩んできたほか、累次の景気対策を実施した結果である。

同時に、地方公共団体間で財政状況の格差が広がっている。例えば、肥後(2005)は、近年、地方圏ほど、財政状況が悪化していると述べている。具体的には、高齢化に伴う社会保障関連支出の増大や人件費の高止まりを背景に、県民所得の低い地方圏の道県ほど、経常収支比率が上昇しており⁸、財政構造の硬直化が進んでいることを示している。また、土居・林・鈴木(2005a)は、地方債の歳入に占める割合が高い都道府県ほど、地方債発行額の対県民総生産に占める割合が高いことを示して、そうした都道府県では地域経済が地方債に依存していると指摘している。吉澤・柿本(2004)は、地方公社の再建に伴う債務整理が、地方公共団体の格付に大きく影響するケースは多くはないものの、偶発債務や将来の財政負担となり得る、としている。

3.1.2. 国から地方への分権化の進展

第 2 に、「三位一体改革」に代表される国から地方への分権化の進展がある。「三位一体改革」は、地方が決定すべきことは地方が自ら決定するという地方自治の本来の姿の実現に向けて、(1)国庫補助負担金の削減、(2)国から地方への税源移譲、(3)地方交付税の見直しを行うものである。総務省の試算によれば、改革の進展に伴って、国から地方への財政移転は、2004～2006 年度累計で 6.8 兆円削減されている（図表 8）。これは、2006 年度の地方財政計画（83.2 兆円）の 8%に相当する規模となっている。

⁸ 経常収支比率＝経常経費に充当された一般財源÷経常一般財源の総額

(図表 8) 「三位一体改革」が地方の歳入に及ぼす影響

	(兆円)			合計
	2004年度	2005年度	2006年度	
国庫補助負担金の削減	▲ 1.0	▲ 1.8	▲ 1.9	▲ 4.7
地方交付税の削減	▲ 2.9	▲ 1.0	▲ 1.3	▲ 5.1
税源移譲	0.7	1.1	1.2	3.0
計	▲ 3.2	▲ 1.6	▲ 1.9	▲ 6.8

(資料) 総務省

こうした財政移転の削減の影響は、全国の地方公共団体に対して一様ではなく、歳入に占める国庫補助負担金や地方交付税など「依存財源⁹」の割合が高い地方公共団体ほど、影響が大きくなりやすい、と指摘されている。

なお、2006年度から、従来の「地方債許可制度」が廃止されて¹⁰、「地方債協議制度」に移行している。この制度の下では、地方公共団体は、一部の例外を除いて、協議という手続きを経れば、総務大臣もしくは都道府県知事の同意がなくても、地方債を発行できるようになっており、地方公共団体の財政面での自主性が高まっている。

このように、近年、地方公共団体の財政状況のばらつきが漸進的に拡大してきた。これ自体は、2006年に入って市場公募債の対国債スプレッドが拡大した直接の引き金ではなく、むしろ底流というべき変化である。そして、引き金のひとつとなったのは、夕張市の財政再建団体の指定申請を巡る動き（2006年6～7月）である。

⁹ 地方公共団体の歳入のうち、国の意思決定により交付・割り当てされるもの。具体的には、国庫補助負担金、地方交付税、地方譲与税、地方債などが該当する。

¹⁰ 「地方債許可制度」（2006年3月末で廃止）は、地方債を発行する、あるいは起債方法や利率などを変更する場合、総務大臣または都道府県知事の許可を受けることを求めたもの。その目的は、国や都道府県の関与を通じて、個々の地方公共団体の財政上の健全性を確保するほか、地方全体と国との間で財政面の調整を行うことである。2006年4月から施行された「地方債協議制度」については、別紙2を参照。

因みに、市場関係者の間では、「地方債許可制度」から「地方債協議制度」への移行は、将来の可能性を別とすれば、短期的には地方債市場に大きな影響は及ぼさないと見方が大勢である。その主な理由は、同意債と不同意債との間で弁済の優先劣後関係がないことである。また、実際には不同意債が発行される可能性があまり高くないと想定されていることなども、そうした見方の背景にある。

「地方債協議制度」では、早期是正措置の発動を判断する指標が従来の「起債制限比率」から「実質公債費比率」に見直された。しかし、この見直しについても、(1)単年度の元利金の償還負担を測るフローの指標であり、これひとつで地方公共団体が償還能力を有するか、明らかではないほか、(2)仮に実質公債費比率が18%を超えたとしても、協議債と同様の許可債が発行できることなどから、影響は限定的との評価が一般的である。

3.1.3. 夕張市の財政再建団体の指定申請を巡る動き

2006年6月20日、夕張市は、財政再建制度における「財政再建団体」の指定を総務省に申請する方針を市議会で明らかにした（以下、一連の動きを「夕張市ショック」と呼ぶ）。同市は、一時借入金で財源不足を穴埋めして黒字決算を続けて負債を増やしてきた結果、債務残高が632億円（2005年度見込み、6月29日時点）と標準財政規模¹¹（2004年度、45億円）の14倍に達していた。また、同市が、本来は北海道知事の許可が必要となる「空知産炭地域総合発展基金」から無許可で長期借入¹²を行っていたほか、「6月末に期限を迎えた一時借入金の一部の期日延長手続きを実行した」との報道（7月7日付け北海道新聞）があったことも、関係者の注目を集めた¹³。

こうした夕張市を巡る一連の動きは、3月以降、軟調な展開が続いていた地方債市場において、一部の地方公共団体の財政悪化が深刻であることを市場参加者が強く認識することとなり、市場公募債の対国債スプレッドが拡大するきっかけとなった¹⁴。ただし、関連報道が一巡した7月初めには、市場公募債の発行・流通市場は落ち着きを幾分取り戻した。

3.2. 地方債の引受構造に係る変化

次に、地方債を取り巻く近年の環境変化のうち、引受構造に係るものを整理する。後述の変化のうち、地方債における公的資金の引受縮減、一部地域金融機関の縁故債引受の慎重化、結果としての市場公募債への依存度の高まりは、漸進的な動きであり、2006年半ばに市場公募債の対国債スプレッドが拡大する底流となったものである。そして、スプレッド拡大の引き金のひとつとなったのが、2006年8月の統一条件交渉方式の見直しである。

¹¹ 地方公共団体の経常的一般財源の規模を示すもので、標準税収入額＋普通地方交付税額＋地方譲与税額で算出する。

¹² 北海道は、夕張市を含めた旧産炭地の6市町が「ヤミ起債」を行っていたことを明らかにし、一括返済を行うよう指示している。

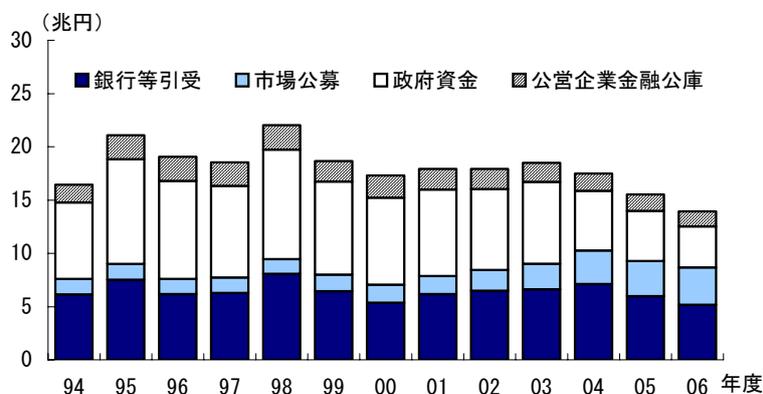
¹³ 夕張市の財政再建団体申請を巡る動きの詳細については、別紙4を参照。

¹⁴ 北海道などのCDSスプレッドが先行するかたちで上昇したことが、市場公募債の対国債スプレッドの拡大を牽引した面があり、「地方公共団体のCDS市場の成長を意識させる出来事であった」との指摘も聞かれている。なお、日本の地方公共団体のCDS市場については、別紙5を参照。

3.2.1. 地方債における公的資金の引受縮減

発行市場の引受構造をみると、第 1 に、地方債の資金供与者において、政府資金（財政融資資金＋郵政公社資金）と公営企業金融公庫（以下、公営公庫）資金から構成される公的資金が縮減傾向にある。2006 年度地方財政計画では、公的資金は 2001 年度計画対比▲36 兆円減少し、資金別の構成比も 2001 年度計画の 59.2%から 37.7%に大幅に低下している（図表 9）。これは、国の財政健全化を目指す行財政改革や、その一環としての財政投融资制度の見直し（郵政公社の民営化に伴う自主運用への移行を含む）などに伴うものである。

（図表 9）資金別地方債計画



（資料）地方債協会「地方債統計年報」

3.2.2. 地方公共団体と地域金融機関との関係の限界的な変化

第 2 に、地域金融機関をはじめとする金融機関は、全体としてみれば、引き続き地方債の有力な引受主体であるが、一部の地域では、地方公共団体と地域金融機関との関係が、限界的であれ、変化しているとの指摘がある。土居・林・鈴木 (2005a)や市場参加者は、次の 5 点を指摘する。

- (1) 指定金融機関としての公金取扱や地方債の引受に係るコストが意識されている^{15, 16}。

¹⁵ 指定金融機関とは、地方公共団体が公金の収納や支払いの事務を行わせるために、議会の議決を経て指定した金融機関。地方自治法上、都道府県は指定金融機関を必ず指定しなければならないが、市町村は「指定することができる」との定めとなっている。

¹⁶ 全国地方銀行協会は、2004 年 1 月に公表した意見書「地方公共団体とのお取引の維持・発展に向けて」の中で、指定金融機関業務の効率化に遅れがあり、地方銀行全体で年間 1,000 億円以上のコスト負担となっていることを指摘している。

- (2) 縁故債の引受が「条件面（利率、期間など）で民間企業への貸付よりも魅力的ではない」と考える金融機関が一部に現れている¹⁷。
- (3) 地方公社の特定調停の適用申請とそれに伴う債務整理を受けて、財政状況が相対的に芳しくない地方公共団体への与信姿勢を見直す動きがある¹⁸。
- (4) 時価評価や VaR の考え方が浸透するにつれて、一部金融機関が、引受と同時に含み損を抱えやすい低格付の地方債の保有量を見直している。
- (5) いわゆるバーゼルⅡの「アウトライヤー規制」などを理由として、償還期間が長い地方債の「持ち切り」を抑える傾向が一部に出ている。

3.2.3. 地方債に占める市場公募債の比率上昇

第3に、近年、地方債に占める市場公募債の比率が上昇していることがある¹⁹（前掲図表9）。これは、上述した公的資金の引受縮減や、縁故債引受に対する一部地域金融機関の慎重化などを反映したものである²⁰。また、市場公募債の発行団体数も、漸増傾向にある（2005年度35団体→2006年度38団体）。市場公募債への依存度が高まると、地方公共団体の財政状況などに関する金融市場の評価が明らかになる。その結果、市場公募債の発行条件、延いては縁故債を含めた地方公共団体の調達コスト全体の見直しにもつながっていく可能性がある²¹。

3.2.4. 市場公募債の統一条件交渉方式の見直し

総務省は、2006年8月14日付けの事務連絡において、市場公募債を発行している地方公共団体に対して「統一条件交渉方式」から「個別条件交渉方式」に移行することを促した^{22, 23}。そのポイントは、次の2点である。

¹⁷ 土居・林・鈴木（2005a）の金融機関アンケートの結果に基づく。

¹⁸ 吉澤・柿本（2004）の指摘を踏まえている。

¹⁹ 地方債協会「地方債統計年報」をみると、2001～2004年度にかけて、市場公募債の許可額が計画を上回る一方で、銀行等引受債の許可額が計画を下回る傾向が続いており、実績ベースでは計画ベース以上に市場公募債の比率が高まっている。

²⁰ 近年、地方公共団体は、財政再建に向けた取り組みの一環として、地方単独事業を抑制しており、それが縁故債の減少の一因となっている、との指摘がある。

²¹ 土居・林・鈴木（2005a）の金融機関アンケートによると、都道府県については、証券・証書形式を問わず、縁故債の発行条件は「同月発行の市場公募債と同一」、あるいは「市場公募債の応募者利回りに連動」となっている。

²² 統一条件交渉方式は、市場公募債の発行条件を決める方法のひとつ。2006年4月以前は総務省が窓口となり、5月以降は地方公共団体の代表が窓口となり、毎月、引受シ団の代表と当該月に起債される市場公募債全てに適用される発行利回りを交渉・決定していた。な

- (1) 総務省として、それぞれの地方公共団体が個別に条件を決める個別条件交渉方式が基本である、との考えを明らかにした。
- (2) 公正取引委員会から、「本年度から新たな協議制度が施行されたことを契機に、……、早急に統一条件交渉方式の廃止に向けた具体的な検討が行われることが競争政策上望ましい」との見解が示された。

これまで、市場公募債の流通市場では、地方公共団体の間で財政状況などに対する評価の差が流通利回りの差として表面化していたが、発行市場においては、個別条件交渉方式を適用していた一部の先以外は、統一条件交渉方式の下でそうした違いが顕在化していなかった。個別条件交渉方式への全面移行は、そうした評価の差が発行条件に反映されることを通じて、発行・流通市場間の利回り格差を縮小させる効果を持つ。

個別条件交渉方式への移行後の起債状況をみると、8月の事務連絡直後となった9月債では、発行予定銘柄の大半が休債となり、起債されたのは、10年債が大阪府と埼玉県、5年債が大阪府と千葉県、福岡県と計5本に止まった。そのうち大阪府(AA-)の発行スプレッド(発行利回りの対国債スプレッド、以下同じ)は、30bpsと8月債から14bps拡大し、埼玉県(AA+, 16bps)との格差が14bpsとなった。この間、東京都は、8月債、9月債とも14bpsで変わりがなかった。

続く10月債では発行予定銘柄全てが起債されて、発行スプレッドは、北海道(AA-)が33bps、大阪市(AA-)が31bps、大阪府が28bpsとなる一方、愛知県、千葉県などは15~18bpsとなった(因みに東京都は13bps)。北海道や大阪市、大阪府は、同じAA-格である熊本県の発行スプレッドが17bpsであることを勘案すると、投資家から10bps以上のプレミアムを要求されたことになる。このように10月債の起債では、財政状況に関する評価に応じて銘柄間格差が広がった。

9月半ばから10月半ばにかけての流通利回り(対国債スプレッド)は、北海道が34~37bps、大阪府が33~35bpsである。新発債のプレミアムを勘案すれば、9~10月債の発行利回りは、流通利回りの実勢にかなりの程度近いものである。これは、統一条件交渉方式の見直しをきっかけに、流通市場においてみられて

お、市場公募債の条件交渉方式の変遷は、別紙6を参照。

²³ 市場参加者の間では、以前から、将来的には統一条件交渉方式が見直されるであろうとの見方が大勢であった。これは、発行利回りが流通市場で形成される実勢を大きく下回る銘柄を引受・販売する場合に、証券会社が損失を被っていたためである。しかし、2006年8月に予兆もなくこの事務連絡が出たことに、唐突感を指摘する市場参加者が多かった。

いた市場の評価の違いが、発行スプレッドにも反映されるようになったことを意味する。

3.3. 地方債の債務履行に関する法制度を巡る検討

近年の環境変化のうち、3 つめの要素となるのが、2006 年入り後、地方債の債務履行に関する法制度の見直しについて検討が始まったことである。

総務省は、2006 年 1 月、総務大臣の私的諮問機関として、将来の国と地方のあるべき分権の姿を議論する「地方分権 21 世紀ビジョン懇談会」(以下、「ビジョン懇」) を新設した。ビジョン懇は、道州制を視野に入れた国と地方の役割分担、国と地方の財政健全化、地方の行政改革など広範な論点を議論し、7 月 3 日に報告書を発表した。その中で、地方制度の現状の問題点として、「行き過ぎた国の関与と地方の財政依存」、「地方の累積債務の増大」など 6 点を指摘したうえで、改革の方向性の各論のひとつとして、早期是正措置を含めた再生型破綻法制の整備が必要である、と主張した。

次いで、政府は 7 月 7 日に経済財政政策の指針となる「骨太の方針 2006」(正式には「経済財政運営と構造改革に関する基本方針 2006」) を閣議決定した。その中には、「……住民の視点に立った地方公共団体の自発的な取組が促進されるような制度改革を行う。そのため、再建法制等も適切に見直すとともに……」との表現が盛り込まれた。

その後、総務省は、新しい地方財政再生制度の法制化に向けた具体的な枠組みを検討するため、「新しい地方財政再生制度研究会」(第 1 回会合、8 月 31 日) を開催した。同研究会が 9 月 25 日に発表した中間報告(「方向性の提示」)は、(1)公営事業会計や第三セクターを含む実質的な債務を捕捉するフロー・ストック指標の整備と情報開示の徹底、(2)早期是正スキームの導入、(3)自助努力のみで財政健全化が困難な団体については、国・都道府県の関与の下で再生する制度などを盛り込んでいる。しかし、市場参加者が注目していた再生段階における地方公共団体の債務調整の是非については、検討課題とし、2006 年 11 月末を目処にとりまとめる最終報告に結論を先送りしている。

以上の検討は、国による「暗黙の保証がある」との市場参加者の認識に影響を及ぼす可能性があるだけに、市場参加者も検討の行方に注目している。また、

地方債の債務履行に関する法制度について将来の変更の可能性が俎上に載ったことは、長期的にみれば、大きな変化の兆しであり、2006年半ばのイベントと相俟って、市場公募債の流通利回り全体を何がしか押し上げた面があると考えられる。

もともと、目下のところ、市場公募債の対国債スプレッドの拡大が7～19bps（前掲図表5）に止まっており、市場参加者が、少なくとも現行の枠組みで発行される市場公募債（既発分を含む）については、地方公共団体に対して実際に債務調整が認められる可能性はごく小さい²⁴、とみていることが窺われる。

4. マクロの金融環境が対国債スプレッドに及ぼす影響

4.1. 2006年に入ってから金融市場の動き

このように、2006年に入ってから、地方債市場に大きく影響し得るさまざまな動きがみられたが、この時期は、マクロの金融環境も、量的緩和政策・ゼロ金利の解除など大きな転換期にあった。

平年、地方債市場では、年度末の3月や出納整理期間（4～5月）に、縁故債を中心として起債が集中し、市場の需給が軟調になる傾向がある。2006年については、年初から日本銀行の量的緩和政策の解除や先行きの金利上昇が意識されていたため、7月頃までは、生命保険や地域金融機関を中心に債券全般に対する投資意欲が平年以上に低調となる局面がみられていたといわれている。

こうした中、3月の量的緩和政策の解除を挟んで短期金利のボラティリティが高まると、地方債や財投機関債の市場では、需給が軟化し、買い手が限定的である満期の短い債券から順に、対国債スプレッドが拡大した。また、量的緩和政策の解除に伴い、それまで縮小していた債券に係る流動性プレミアムが拡大

²⁴ その根拠として市場参加者が指摘するのは、次の3点である。

- (1) 総務省が、「課税権を有する地方公共団体で債務調整を行うことが法的に可能かなどの法制的な問題をはじめ多面的な検討が必要」と指摘している（総務省自治財政局財政課「地方税財政改革について」、2006年6月14日）。
- (2) ビジョン懇の報告書も、激変緩和のための移行期間（10年程度）中は、既発債と新発債を2つの勘定に分けて管理し、再生型破綻法制の適用は新勘定に限定する、との考えを示している。
- (3) 仮に債務調整を認めることになれば、地方公共団体の債務残高が大きいだけに、大きな経済的な混乱が予想される。

した、という指摘も聞かれている。さらに、7月のゼロ金利の解除前にも、短期金利が上昇するとともに、金利のボラティリティが高まる中、多くの債券の対国債スプレッドが広がる局面がみられた。

4.2. 市場公募債の対国債スプレッドと金利環境の関係

こうしたマクロの金融環境の変化は、地方債の市場公募債のみならず、債券全般に影響を及ぼすはずである。そこで、市場公募債と事業債の流通利回りの対国債スプレッドを比べると、量的緩和政策の解除を挟む期間（2006年1月4日～3月31日）には、全銘柄の変化幅が▲1bpsから2bpsに止まっており、量的緩和政策の解除が債券の対国債スプレッドに及ぼした影響がごく限界的であったことが示唆される（図表10）。また、ゼロ金利の解除と「夕張市ショック」を含む期間（3月31日～7月31日）をみると、東京都・横浜市、事業債（AAとA）の拡大幅が4～6bpsに止まった一方、大阪府と北海道は17bps拡大した。ここから、(1)ゼロ金利解除前後の金融環境の変化が市場公募債全体の対国債スプレッドを4～6bps程度押し上げたこと、(2)「夕張市ショック」により大阪府と北海道の対国債スプレッドが上昇し、スプレッドの銘柄間格差が広がったこと、が示唆される。

（図表10）市場公募債と事業債の対国債スプレッド

		(bps)					
		対国債スプレッド		対国債スプレッドの変化幅			
		1月4日	9月29日	(b-a)	1月4日～ 3月31日～ 7月31日～		
		(a)	(b)		3月31日	7月31日	9月29日
東京都	AAA	6	14	8	1	6	1
横浜市	AA+	9	16	7	▲1	4	4
大阪府	AA-	12	32	20	2	17	1
北海道	AA-	14	35	21	1	17	3
事業債	AA	9	17	8	1	6	0
事業債	A	16	23	7	▲0	6	2

（注） 1. 年限は10年。
2. 格付は地方債がR&I、事業債がMoody's。2006年9月末時点。
（資料） 日本証券業協会、R&I、Moody's

次に、マクロの金融環境の変化が市場公募債の対国債スプレッドにどのような影響を及ぼすかを定量的に分析する。具体的には、金利の水準やボラティリティと対国債スプレッドとの関係に注目する。

市場公募債を含む債券の流通利回りの対国債スプレッドと金利環境との関係

についての市場参加者の認識を聴取すると、金利のボラティリティ（あるいは先行き不透明感）が高まれば、地方債の対国債スプレッドが拡大する傾向がある、との点について、コンセンサスがある。これは、（投資家がリスク回避的であると仮定すれば）無リスク資産の金利のボラティリティが拡大すると、リスク性資産の投資に消極的になると考えられるためである。

一方、金利の水準とスプレッドとの関係については、国内の市場参加者の間で必ずしもコンセンサスはない。一部の市場参加者は、名目利回りの絶対水準を目標とする投資家の存在を理由に、金利の水準が一定以下まで低下すると、対国債スプレッドが縮小するという正の相関を指摘する。他方で、金利の水準は、対国債スプレッドには何の影響も及ぼさないという指摘もある。なお、事業債を対象とした米欧の先行研究の多くは²⁵、金利の上昇はスプレッドの低下をもたらすという負の相関を検出している。

そこで、流動性が高い銘柄の代表格である東京都の対国債スプレッドと金利との関係を定量的に分析する²⁶。具体的には、東京都債（新発 10 年）の対国債スプレッド（前週差、以下同じ）を定数項、国債 10 年物利回り、国債 10 年物利回りのインプライド・ボラティリティで回帰した。サンプル期間は、1999 年 1 月 8 日週～2006 年 9 月 29 日週。推計方法は最小二乗法（OLS）。

結果をみると、金利にかかるパラメータは統計的に有意に負であり、金利のボラティリティにかかるパラメータは有意に正である²⁷（図表 11）。

²⁵ Longstaff and Schwartz (1985)、Duffee (1998)、Landschoot (2004)など。

²⁶ 阿竹 (2006)は、東京都の対国債スプレッドと 10 年のスワップ・スプレッド（スワップ・レート－国債流通利回り）との正の相関を報告している。

²⁷ 事業債の対国債スプレッド（前日差、以下同じ）と金利環境との関係を同様の定式で分析すると、金利の水準にかかるパラメータは負となり、金利のボラティリティにかかるパラメータは正となる。

(図表11) スプレッドと金利

モデル : $\Delta s_t = c + \alpha \Delta r_t + \beta \Delta \sigma_t + \varepsilon_t$
 Δs_t : 新発10年地方債スプレッドの前週差
 Δr_t : 国債10年利回りの前週差
 $\Delta \sigma_t$: 10年金利のインプライド・ボラティリティの前週差

サンプル期間 : 1999/1/8~2006/9/29、週次

α	β	c	Adj. R ²	D.W.
-0.047 (-4.71)	0.004 (2.06)	0.000 (-0.23)	0.054	2.22

(注) カッコ内はt値。

このうち、金利のボラティリティに関する結果は、市場参加者の指摘と整合的である。つまり、量的緩和政策・ゼロ金利の解除を巡る動きは、金利のボラティリティ拡大を通じて市場公募債の対国債スプレッドを何がしか押し上げる方向で作用し、それが共通ショックの拡大につながったと評価できる。

一方、金利とスプレッドの負の相関については、一部の市場参加者の指摘とは必ずしも整合的ではない。こうした負の相関を説明する仮説としては、次のものが考え得る。新たなショックが生じると、流動性の高い国債市場ではそれを速やかに消化する。一方、大半の最終投資家が「持ち切り」を前提とする地方債市場では、ショックの消化に時間がかかる。その結果、地方債の対国債スプレッド（流通利回り－国債利回り）と国債利回りが逆相関になる。いずれにしても、定量分析の結果を勘案すると、政策変更に伴う金利水準の上昇がスプレッドの拡大に直結したとはいえないことになる。

5. 2006年春以降の対国債スプレッド拡大の要因整理

最後に、上述してきた地方債を取り巻く環境やマクロの金融環境を巡る動きと2006年春以降の対国債スプレッドの拡大との関係をまとめる。足下の対国債スプレッド拡大は、地方債を巡るここ数年間の漸進的な環境変化と2006年入り後に生じた環境変化が、「夕張市ショック」や統一条件交渉方式の見直しなどの要因によって顕在化した複合的な現象である。

これを前述した主成分分析の結果に則して整理すると、まず、2006年春以降、例年春の需給軟調の下、地方債の債務履行に関する法制度が将来的に変化する

可能性が、皆無ではないことを市場参加者が改めて認識したことが、6月以降のイベントをきっかけに市場公募債の流通利回りに反映された。なお、量的緩和政策やゼロ金利の解除を挟んだ金利のボラティリティ上昇は、他の債券と同様、市場公募債にとって対国債スプレッドの拡大につながった面があるとみられる。2006年春以降の共通ショックの拡大は、これらの複合的な要素を捕捉したものと評価できる。

また、2006年半ばから銘柄間格差ショックが大きく拡大したのは、底流として地方公共団体間で財政状況の格差が拡大している下で、以下の2つの要因をきっかけに、財政状況に対する市場参加者の評価が流通利回りに反映されるようになったことを反映していると考えられる。ひとつは、6～7月の「夕張市ショック」を契機に、一部の地方公共団体の財政悪化が深刻であることが強く認識されたことである。もうひとつが、8月に統一条件交渉方式の見直しが引き金となり、財政状況に対する評価が芳しくない先のスプレッドにそうした評価がより鮮明に反映されたことである。

6. 結びに代えて

本稿では、市場公募債の対国債スプレッドに焦点を当てて、近年の動態や背後にある環境変化などを分析してきた。そのポイントは、要旨や第1節で述べたとおりである。ここでは、結びに代えて、地方債市場の先行きを簡単に展望し、その含意を探る。

地方債市場を巡る近年の環境変化は、第3節で述べたとおり、地方債の債務履行に関する法制度について、評価の見直しを直ちに迫るものではない。目下のところ、地方公共団体の均質性が低下し、マクロの金融環境が変化する中、個々の財政状況に対する評価や流動性の違いなどがより直接的に利回りに反映されることを促すものである。

今後、地方債を取り巻く環境は、国と地方の役割分担や地方財政のあり方が見直されていく中で、継続的に変化していくとみられる。まず、注目されるのは、経済財政諮問会議における「地方の改革」を巡る議論である。そこでは、地方分権改革の方向性として、国から地方への行政の権限と責任の移譲、地方財源——交付税、税目・税源配分、補助金、地方債——を巡る改革、地方の行

政改革・歳出削減など、多岐にわたる論点が検討されている。こうした検討の帰趨は、地方債市場にも大きな影響を及ぼすと考えられる。

また、「新しい地方財政再生制度研究会」における再生型破綻法制を巡る議論も注目されている。同研究会は、2006年11月末を目処に最終報告をとりまとめる予定である。そして、その内容を踏まえた法案が、最も早い場合には2007年度通常国会に提出される可能性がある。

同様に、夕張市の財政再建がどのように進むか、なお不透明な部分が少なくない。現時点では、夕張市の財政再建団体の指定申請は、地方債のデフォルトとは考えられていないが、財政再建団体制度の下、国や北海道が夕張市の債務をどのように処理するのかに注目が集まっている²⁸。

最後に、2007年度以降、日本郵政公社の民営化（2007年10月）、公営公庫の廃止と地方公共団体が共同設立する新たな組織への移行（2008年度中）が予定されている。日本郵政公社と公営公庫は、地方公共団体にとって大口の資金供与者である。このため、仮に公社の民営化・公庫の廃止に伴って地方公共団体に対する与信が減少すれば、その分をどのようにリファイナンスするかは大きな課題となり得る。また、公営公庫に代わる新組織が、地方債と同程度の「信用力」の債券を発行することになれば、地方債の需給にも影響が及び得る。

足下、発行体である地方公共団体や投資家の行動に、変化の兆しがみられている。地方公共団体の側では、横浜市が2006年10月4日にS&Pから依頼格付（AA-²⁹）を取得したほか、東京都も格付取得の意向を明らかにしている。また、相対的な優位性を強調するため、IR（インベスター・リレーションズ）が積極化する動きがある。一方、投資家側にも、変化の兆しがある。例えば、地方債の流通スプレッドが拡大した2006年半ば以降、海外勢の一部（例えば、長期のデュレーションに関心を持つ欧州系の金融機関など）は³⁰、超長期債を中心に地方債への関心を高めている模様である。

このように、地方債を取り巻く法制度や引受構造、地方公共団体の財政状況

²⁸ 国による「暗黙の保証」から外れている一時借入金などについても、処理がなお不透明である。

²⁹ S&PのAA-は、日本のソブリン格付（自国通貨建て）と同じである。

³⁰ 総務省は、平成19年度税制改正要望として、「非居住者等の地方債流通市場への参加を促進する」ことを目標として、「非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税制度の創設」を掲げている。

は、当面、継続的に変化していく可能性が高い。また、そうした環境変化に対して、地方公共団体や投資家がどのように反応していくかは、明らかではない。

こうした動きは、基本的には、地方債市場や地方財政に対して、市場機能を一層有効に活用しながら、効率的な資金配分を促す方向に向かうものとみられる。他方で、地方債の債務履行に関する法制度の見直しなどは、地方分権のあり方や地方財政の見直しと不可分の面がある。このため、これらの議論がバランスのとれたかたちで進められていくことが重要であろう。また、その過程では、地方債のリスク・リターンに関する市場参加者の評価スキームも、修正されていくかもしれない³¹。これらの点が、今後も、地方債の市場動態を観察するうえで注目すべき事項となろう。

以 上

【参考文献】

- 阿竹敬之、「クレジット・ストラテジー 地方債スプレッドの適性水準再考」、クレジット・ウェブ：ウィークリー、日興シティグループ、2006年6月23日。
- 市崎良和、「市場公募債、個別条件交渉方式への移行についての一考察」、Credit Comments、野村証券、2006年8月17日。
- 江夏あかね、「地方債協議制度への移行」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2005年12月19日。
- 、「地方自治体セクター 2006年度の見通し」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年3月31日。
- 、「夕張市、財政再建団体の指定を申請へ」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年6月23日。
- 、「政策金融改革に係る制度設計、決定」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年6月29日。
- 、「地方債・財投機関債クレジット見通し」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年7月。
- 、「夕張市 一時借入金の期日延長手続きを実行か」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年7月11日。
- 、「市場公募債発行における統一条件交渉方式、見直し検討へ」、Japan Corporate Bond Research、日興シティグループ、2006年8月16日。
- 柿本与子、「日本の地方自治体の信用力評価」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2004年7月29日。

³¹ 地方債の評価に際しては、地方債の債務履行に関する法制度の評価とともに、地方公共団体のファンダメンタルズ分析も重要である。その点で、個々の地方公共団体の財政状況を捕捉する指標の整備や情報公開の拡充は、地方公共団体の財政状況に対する評価の適正化・精緻化に資するものと考えられる。

- 、「公募地方債の発行方式の変更～統一条件から個別条件へ」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2006年8月24日。
- 、「横浜市」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2006年10月24日。
- 、「クレジットFAQ：横浜市の格付と日本の地方自治体を取り巻く環境」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2006年10月31日。
- 、吉澤亮二、「夕張市財政破綻に見る流動性管理の重要性」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2006年7月24日。
- 香月康伸、「最近の地方債市場の需給悪化に関する整理」、Mizuho Securities Credit Research、みずほ証券、2006年6月30日。
- 河合祐子、糸田真吾、『クレジット・デリバティブのすべて』、財経詳報社、2005年7月。
- 末澤豪謙、「市場公募債、『個別条件交渉方式』移行へ」、ストラテジック・メモランダム、大和証券 SMBC、2006年8月18日。
- 地方債制度研究会、『平成18年度 地方債のあらまし』、地方財政協会、2006年4月。
- 、『地方債－民間等資金 地方単独事業活用マニュアル』、ぎょうせい、1996年12月
- 日本格付投資情報センター、『地方債格付け 自治体は本当につぶれないのか』、日本経済新聞社、1999年3月。
- 丹羽由夏、「地方債の信用力」、農林金融、2004年1月。
- 土居丈朗、林伴子、鈴木伸幸、「地方債と地域金融機関－金融機関アンケート調査結果を踏まえた地方債制度の今後のあり方－」、ESRI Discussion Paper Series No.154、2005年9月。
- 、-----、「地方債と地方財政規律－諸外国の教訓－」、ESRI Discussion Paper Series No.155、2005年9月。
- 肥後雅博、「地方財政の現状と今後の展望」、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、No.05-J-12、2005年7月。
- 平嶋彰英、「地方債制度の新展開」、共同発行市場公募債 IR 資料、総務省、2006年2月27日。
- 、植田浩、『地方自治総合講座9 地方債』、ぎょうせい、2001年2月10日。
- 吉澤亮二、柿本与子、「地方公社の破綻と、自治体、地銀の信用力」、レポート、スタンダード・アンド・プアーズ、2004年3月4日。
- Duffee, G., “The relation between treasury yields and corporate bond yield spreads.” *Journal of Finance*, 53, p.2225-2242, 1998.
- Landschoot, A. V., “Determinants of euro term structure of credit spreads.” ECB Working Paper Series No.397, 2004.
- Longstaff, F. A., and E. S. Schwartz, “A simple approach to valuing risky fixed and floating rate debt.” *Journal of Finance*, 50, p.789-819, 1985.

地方債の概要

1. 地方債の定義

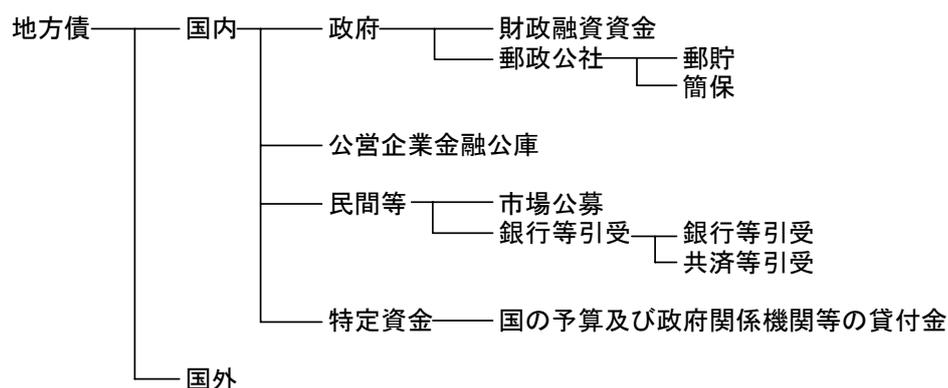
総務省によると、地方債とは、地方公共団体が一会計年度を越えて外部から財政上必要とする資金を調達することによって負担する債務、と定義される¹。その性格を列記すると次のとおり。

- (1) 地方公共団体が負担する債務である。
- (2) 資金調達によって負担する債務である。
- (3) 証書借入または証券発行の形式である。
- (4) 地方公共団体の課税権や地方交付税を受ける権利、地方公営企業の料金収入などを債務の実質的な担保としている。
- (5) 債務の履行が一会計年度を越えて行われる。

2. 地方債の資金

地方債は、一般的に借入先（資金属性）別に分類される（図表-別 1-1）。

（図表-別 1-1）地方債の借入先別分類



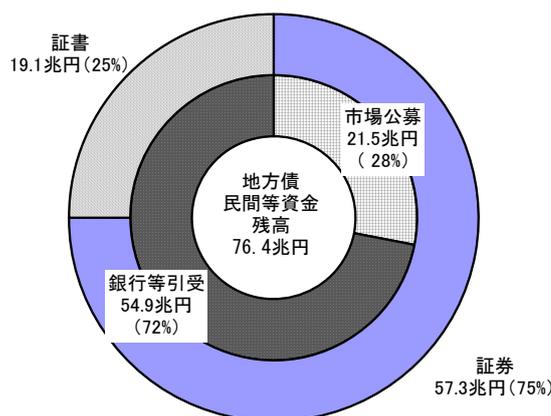
¹ 会計年度内で返済される債務は、一時借入金である。一時借入金は、当該年度の歳出予算の執行時期と歳入予算の収入時期とのずれから生じる年度途中における一時的な資金不足を補うために負担する債務である。

なお、このうち金融市場で認識されるいわゆる「地方債」は、「市場公募」と「銀行等引受」のうち市中売却された縁故債の一部である。

3. 地方債の保有状況

地方債の発行形式については、法律上の制限はない。一般的には、市場公募債など市場での流通を前提とするものや、地方債の引受者が転売・流通の可能性を念頭においたものは、証券発行の形式をとる。一方、流通を前提とせず、元利均等償還方式をとる場合には、地方公共団体が借入先に借用証書を提出し、資金を借り受ける証書発行による²。なお、地方債のうち「民間等資金」が引き受けたものを発行形式別に分類すると、証券発行が75%を占めている（図表-別1-2）。

（図表-別1-2）民間等資金の発行形式別・借入先別内訳（2003年度）

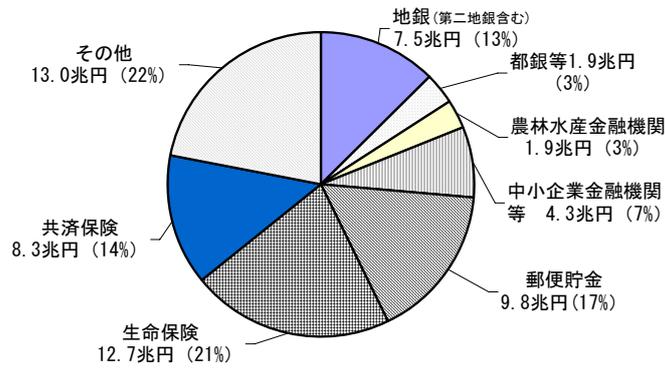


（注） 民間等資金とは、市場公募に銀行等引受を加えたものと定義する。
（資料） 地方債協会「平成17年度版 地方債統計年報」

証券で発行された地方債の保有先をみると、生命保険、郵便貯金、共済保険、地方銀行の4者が全体の7割弱を占める（図表-別1-3）。

² ヒアリングによると、近年、時価評価ではないとの理由で、地域金融機関が証書発行形式を選好するケースが増えている模様。また、地方公共団体からみれば、(1)事務手続きが簡単で諸手数料が安い、(2)証書発行形式の債務であれば、ペイオフ時の債権・債務の相殺に地方債を充当することができる（証券発行形式では、第三者に譲渡された場合には相殺できないが、証書発行方式では、第三者に譲渡された場合であっても、債務者である地方公共団体が異議なき承諾<民法468条>を行わない限り、相殺が可能である）、というメリットがある、と指摘されている。

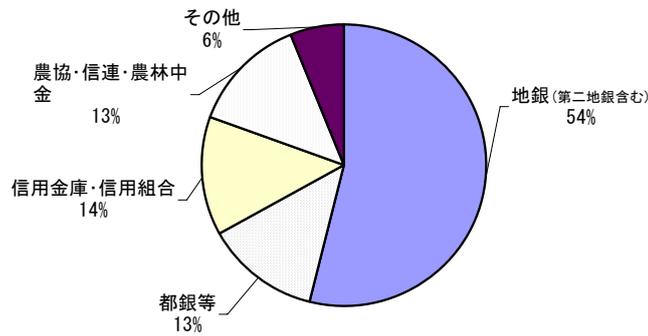
(図表-別 1-3) 地方債(証券形式)保有先状況(2003年度)



(注) 合計: 59.4兆円。資料の違いにより、図表-別 1-2とは計数が異なる。
 (資料) 日本銀行「資金循環統計」、同「民間金融機関の資産・負債等」

一方、証券で発行された地方債の保有状況の代理変数として引受状況をみると、地方銀行が5割強のシェアを有している(図表-別 1-4)。

(図表-別 1-4) 地方債(証券形式)引受状況(2002~2004年度平均)



(資料) 地方債協会「地方債統計年報」

地方債の債務履行に関する法制度

地方債は、法制度上、次に掲げるとおり、国による信用補完が組み込まれており、これをもって総務省は、『地方債の元利金は、……確実に償還され』る』としている¹。こうした状況を捉えて、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。

1. 地方債の元利償還に対する国の財源保障

地方債の元利償還金（公債費）は、ほぼ全額、国が策定する地方財政計画の歳入と歳出に計上されて、マクロベースでの国からの財源保障を受ける。具体的には、(1)「地方財政計画に公債費（地方債の元利償還金）を計上」、(2)「公債費を含めた歳出総額と歳入総額が均衡するよう地方交付税の総額を確保」、(3)「地方交付税の算定において、標準的な財政需要額（基準財政需要額）に地方債の元利償還金の一部を算入」、という仕組みの下、「地方債の元利償還に必要な財源を国が保障」している。

2. 地方債発行時の措置：起債協議制度

起債協議制度の下でも、財政状況に懸念を生じるおそれのある地方公共団体については²、早期是正措置として——個々の地方公共団体が元利金償還に支障を来たさないよう——、地方債の起債に総務大臣または都道府県知事の許可を要する。なお、財政状況がさらに悪化した場合は³、地方債の発行が禁じられる。

なお、財政状況が相対的に良好で、上記の基準に該当しない地方公共団体は、大臣または知事との協議を経れば、仮に大臣または知事が何らかの理由で同意しなかった場合であっても、地方議会への事前報告を行ったうえで、起債する

¹ 引用部分は、総務省ホームページ「地方債に関する情報」のうち「地方債の安全性」から抜粋した。

² 具体的には、赤字比率が 2.5%以上（都道府県、政令指定都市）、または、実質公債費比率が 18%以上の地方公共団体。

³ 赤字比率が 5%以上の先。

ことができる（いわゆる「不同意債」であり、国によるマクロベースの財源保障の対象外となる）。

このように国が地方債の起債に関与する理由として、地方債制度研究会(2006)は、次の理由を挙げている。

- (1) 地方債償還財源の地方財政計画を通じた保障
- (2) 地方財政全体の健全性の確保
- (3) 資金需要の調整と資金の適正配分⁴
- (4) 一般財源措置との調整
- (5) 地方債の信用力の補完⁵

なお、片山元総務大臣は、起債許可・協議制度は地方債の元利償還を確実にするとの趣旨で国会答弁をしている⁶。

3. 地方公共団体が一定以上の実質赤字となった場合の措置：財政再建制度

地方公共団体が前年度決算の赤字比率（実質収支/標準財政規模）が一定規模（道府県が 5%、市町村は 20%）に達した場合、その団体は、指定申請を経て「財政再建団体」となり、国の管理の下で財政再建計画を作成し、赤字の解消に取り組むことになる（財政再建をしない場合には、地方債の起債が原則でなくなる）。総務省は、この点を「国が予算編成に関与することにより、地方債の元利金を確実に償還」する仕組みと指摘している。

⁴ 「地方公共団体全体の資金需要を国全体の資金計画の中に織り込み国及び民間の資金需要との調整を図る必要がある。また、地方公共団体の資金調達力には格差があるが、許可又は協議を通じた同意を通じて適正な資金の配分を行う必要がある。」

⁵ 「国の関与を通じた償還財源の保障によって、金融機関は地方公共団体の返済能力を個別に審査する必要がなくなり、円滑に地方債の発行を行うことが可能になる。これにより、地方債の信用力が高められ、地方債の保証に準じた機能を果たしている。」

⁶ （154 回衆議院総務委員会、2002 年 3 月 5 日、民主党中村議員への答弁）

「……地方債がデフォルトすることはありません。そのための許可制度です。……それから、地方団体そのものが赤字をたくさん出すことはありますよ、……その場合には財政再建、地方財政債権制度というのがご承知のとおりありますし、だからそういうことで、地方債そのものがデフォルトすることはありません。」

（154 回参議院行政監視委員会、2002 年 6 月 3 日、民主党大塚議員への答弁）

「……地方債というのは今は許可なんですよね。18 年度から協議に変わりますけれども、何で許可や協議をすかっていったら、地方債の元利償還について国が責任を持つということなんです。」

地方債の格付に関する格付会社の考え方

1. 基本的な考え方

地方債の発行体である地方公共団体の格付会社による評価（格付）は、人口動態や付加価値生産などの「経済基盤」と「財務状況」という 2 つの面を分析しつつ、地方債の債務履行に関する法制度の存在を強く織り込んだ、総合的な判断を示すものとなっている¹。ただし、この法制度が政府による個別の債務保証ではないことなどを勘案し、格付に小さな幅が生じている。

2. 日本格付投資情報センター（R&I）の格付方法

日本格付投資情報センター（以下、R&I）は、債務履行に関する国の法制度が、「総体として地方債の信用力を高いレベルで下支えするもの」と評価している²。そのうえで、「格付け上、地方債の信用力は基本的にその国の信用力を上回ることはできない」との考えから、格付の上限を国と同等の AAA としている。

R&I は、非依頼ではあるが、市場公募債を発行する 38 団体のうち 34 団体の格付を付与・公表しており、いずれも AAA から AA- という高格付となっている。これは、R&I が、地方公共団体のデフォルトを実際には想定していないことを意味する。

R&I は、定量評価を基礎として定性評価を加味するかたちで、地方公共団体の信用力を評価する。まず、定量評価では、次の要素を分析する。

- (1) 経済力指標：課税所得増減率、人口増減率、標準財政規模、自主財源比率、
 税込基盤の厚さなど。
- (2) 財政状況指標：修正経常収支比率、修正単年度収支比率など。
- (3) 債務水準指標：債務償還可能年数、インタレスト・カバレッジ・レシオなど。

その際、債務残高に対する返済能力を測るという趣旨で、ストックのデータを相対的に重視する傾向がある。なお、事業法人の格付で重視される手元流動

¹ 地方債の債務履行に関する法制度については、別紙 2 参照。

² 引用部分は、日本格付投資情報センター(1999)による。以下、同じ。

性については、高格付の先は流動性の確保が相対的に容易との判断から、ここではさほど重視していない。

定性評価では、(1)地方債の信用力を巡る国の制度改革の動き（例えば「三位一体改革」や政府系金融機関の改革など）や(2)首長の方針などを勘案している。

3. スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）の格付方法

スタンダード・アンド・プアーズ（以下、S&P）は、「国・地域のソブリン格付けに、自治体の格付けを直接連動させる考え方をとっていない」³。そのうえで、「日本の自治体の信用力は、地方財政制度や財政再建制度をはじめ、いくつかの仕組みによって重層的に支えられている。……これらの制度による支援はすべての自治体の信用力を国と同水準に押し上げるほど強固ではない」という判断を示している。具体的には、(1)「現行の財政再建制度は自治体の信用力を下支えしているが、同制度によって債務に関する支払いのタイムリー・ペイメント性（期日通りの支払い）が確保されるとはいえない⁴」、(2)「現状、財政再建制度が適用される前の段階で、国が早期是正措置を取る法的な枠組みが用意されていない」といった点を指摘している。

S&Pは、2006年10月4日、横浜市に対してAA-の長期発行体格付を付与した。これは、同社が初めて日本の地方公共団体に付与したものである。その資料をみると、次の項目について見解を示し、格付の根拠としている。

- (1) 地方財政制度と日本政府によるシステム・サポート
- (2) 財政再建制度の評価
- (3) 地域経済としての市の実力
- (4) 市の財政運営能力と行政の安定性、市長の行政能力
- (5) 市の財政制度の柔軟性、財政状況
- (6) 流動性と債務の管理状況
- (7) 債務の状況、潜在的な債務負担の発生可能性

なお、S&Pは、公募地方債を発行している主要地方公共団体に対して信用力

³ 引用部分は、柿本（2006年10月31日）による。以下、同じ。

⁴ ただし、同時に、「財政再建制度は、タイムリー・ペイメント性には欠けるものの、一時借入金のあっせんなど国による資金的支援が可能であり、自治体の最終的な債務履行能力を下支えする」ため、仮に日本の地方公共団体がデフォルトを起こしても「債権の最終的な毀損率は低めとなる可能性が高い」と述べている。

評価（非公表）を行っており、それが AA-から A-に分散していることを明らかにしている。また、他国の地方公共団体との比較において日本の地方公共団体の特徴として次の点を挙げている。

- (1) 公募地方債を発行している自治体は、いずれも規模が大きい。
- (2) 地方交付税による下支えもあって、投資的活動前収支に対する歳入の比率が比較的安定している。
- (3) 経済ストックが世界の平均的な水準を超えるなど、担税能力が優れている。
- (4) 自治体の行政負担と裏付けとなる財政との直接的な関係を把握しにくい。
- (5) 地方分権化の進み度合いは遅い。
- (6) 債務負担が大きい。
- (7) 首長が直接公選制であり、リーダーシップを発揮しやすい立場にある。

夕張市の財政再建団体申請を巡る動き (2006 年 6~11 月)

月/日	主なイベント (新聞報道などに基づく)
6/15	北海道庁、夕張市に財政再建団体申請検討を要請。
6/17	夕張市、財政再建団体の指定を国に申請する方針を固める。
6/20	後藤夕張市長、市議会で財政再建団体の申請方針を表明。
6/20	総務省、自治体の一時借入金の実態調査を実施へ。
6/23	高橋北海道知事、夕張市など道内の旧産炭地 6 市町 ¹ が無許可債を発行、道も容認していたことを明らかに。
6/29	夕張市、負債額 632 億 4000 万円と確定、北海道議会に報告。
7/19	夕張市、経費削減策の一部を公表 ² 。
7/20	夕張市、9 月末に発生する資金不足 18 億円について、金融機関に協調融資を要請。
7/25	北海道、夕張市の 2005 年度決算が赤字転落と発表。 なお、道の調査で、夕張市が 2001 年度から違法会計処理を行っていたことが判明。
7/25	総務省、夕張市の起債について一部同意しない方針を表明。
7/28	後藤夕張市長、来年 2 月を目処に再建計画を策定する方針を表明 ³ 。
7/31	横内北洋銀行頭取、「公的保証」を前提に夕張市への追加融資を検討する考えを明らかに。
8/4	北海道、無許可債を発行していた旧産炭地 6 市町に対し、一括返済軸に対応を検討するよう指示。
8/10	夕張市、今年度の歳出削減策 (職員の福利厚生費廃止など 85 項目、2,000 万円強) を追加公表。
8/14	総務省、関係団体に市場公募地方債の統一条件交渉方式の廃止検討を要請。
8/18	後藤夕張市長、財政再建の基本方針策定時期が 9 月末へずれ込む可能性を示唆。
8/21	総務省、地方自治体の破綻法制に関する研究会 (「新しい地方財政再生制度研究会」) を月内に発足させる方針を明らかに。

¹ 夕張市、芦別市、赤平市、三笠市、歌志内市、上砂川町。

² 特別職の給与を削減 (市長、助役、教育長の給与をそれぞれ 50%、40%、25%カット)。一般職については、基本給の 15%削減を労働組合に提案。

³ 「ゆーばり国際ファンタスティック映画祭」など 17 事業を中止・縮小。

- 8/22 北海道、夕張市へ短期資金を融資する方針を明らかに。
- 9/4 夕張市、財政再建の「基本的な考え方（基本方針）」を発表。
- 9/11 北海道庁、夕張市の財政運営調査の最終結果を報告。一般会計の赤字額を経過報告時点（8/1）から増額修正。
- 9/14 高橋北海道知事、旧産炭地 6 市町が無許可起債の一括返済を求められている問題で、「空知産炭地域総合発展基金⁴」の全額取り崩しを経産相らに直接要請。
- 9/18 夕張市議会、給与改正条例案を可決。
- 9/21 夕張市、市議会に財政再建団体申請の議案提出。
- 9/22 経産省、「空知産炭地域総合発展基金」の旧基金の取り崩しを容認へ（この結果、自力返済の目処が立っていなかった歌志内市と上砂川町の財政再建団体への転落は回避される見通し）。
- 9/25 「新しい地方財政再生制度研究会」の中間報告が公表（早期是正措置の導入が柱。債務調整の導入は、今後の検討課題とした）。
- 9/29 夕張市議会で財政再建団体申請の議案を可決。
- 11/2 総務省が、歳出削減の徹底などを条件に、夕張市に財政赤字の解消を目的とした地方債（赤字地方債）の発行を認める検討に入った、との報道。
- 11/14 夕張市が、職員数・給与の削減、固定資産税などの増税、公共料金の引き上げなどを柱とする再建案を市議会特別委員会で発表。解消すべき赤字額は 360 億円。再建期間は 20 年超と想定されており、地方公共団体の再建例としては最長となる。
-

⁴ 当基金は、国、北海道、旧産炭地 6 市町、および関連企業が積み立て、運用益を基盤整備事業に利用する目的で設立されたもの。無許可起債の引受先であった同基金は、①地域基盤整備に広く使えるが取り崩せない旧基金（50 億 5,000 万円）と、②取り崩しはできるが対象が新産業創出に限定されている新基金（45 億円）からなる。いずれも経産省が補助金を出しており、規定などの変更には経産省の承認が必要となる。

地方公共団体のクレジット・デフォルト・スワップ

1. クレジット・デフォルト・スワップの概要

クレジット・デフォルト・スワップ（以下、CDS）は、参照するクレジット主体が債務者となる債券やローンに、債務不履行などのクレジット・イベントが発生した際、支払いを受ける取引である。CDSでは、取引を締結した時点で、保証を受ける側の「プロテクションの買い手」は、保証を提供する側の「プロテクションの売り手」に保証料に相当するプレミアムを支払う。取引期間中に対象となる信用リスクの主体（「参照組織」）について、倒産や不払いなどの「クレジット・イベント」が発生し、一定の条件を満たすと、プロテクションの売り手から買い手に対して支払い（例えば、デフォルトした社債の元本相当額）が起こる。一方、取引期間中にクレジット・イベントが発生しなければ、売り手から買い手への支払いは生じない。

民間法人のCDSでは、一般にクレジット・イベントは以下の3つの要素から構成される¹。

- (1) バンクラプシー（Bankruptcy）
- (2) 支払い不履行（Failure to Pay）
- (3) リストラクチャリング（Restructuring）

地方公共団体の場合、一般にバンクラプシーではなく「履行拒否/支払い猶予」（Repudiation/Moratorium）が採用されて、上記の(2)と(3)とともにクレジット・イベントを構成する。履行拒否/支払い猶予は、「最低デフォルト額以上の債務について、債務者が債務の全部または一部を、否認、放棄、履行拒否、有効性に対する意義の申し立てなどを行うこと、もしくは、支払い猶予や支払い停止などを宣言すること」と定義されている。

2. 日本の地方公共団体を参照組織とするCDS市場

ヒアリングによると、日本の地方公共団体を参照組織とするCDSは、散発的

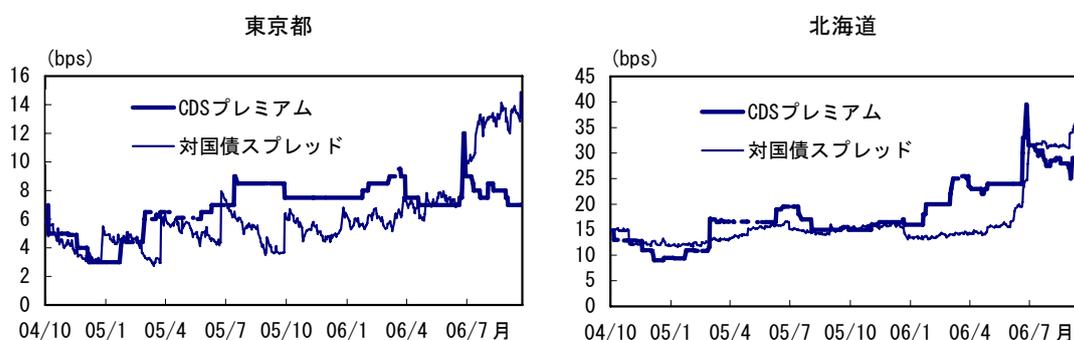
¹ クレジット・イベントを構成する要素の詳細については、河合・糸田(2005)を参照。

に取引されていたが、取引量が増えたのは2005年春以降である。現在のところ、参加者が証券会社など数社に限られており、流動性が非常に低いため、現物のポジションを調整する場にはなり得ていないほか、ショックに対してセンシティブに反応する傾向があるといわれている。

3. 地方公共団体のCDSプレミアムと地方債の対国債スプレッド

地方公共団体のCDSプレミアム（5年物）と地方債の対国債スプレッド（新発10年物流通利回りの対国債スプレッド）を比較すると、CDSプレミアムが対国債スプレッドを上回る局面がある（図表-別5）。

（図表 - 別5）CDSプレミアムと対国債スプレッド



（資料）BNPパリバ、日本証券業協会

両者の満期の違いを勘案すると、CDSプレミアムは、対国債スプレッド対比高めとなっている。この理由に関する仮説は、以下のとおりである。

- (1) CDSは、クレジット・イベントの範囲が地方債と比べて広い。例えば、一時借入金に関するリストラクチャリング（金利の減免、元本減額、利息・元本返済の繰り延べなど）は、CDSではクレジット・イベントになり得る。一方地方債の場合、一時借入金が発行後でも、一時借入金が地方債に含まれていないほか、地方債のデフォルト条項にも該当しないため、地方債そのものはデフォルトしない。
- (2) CDS市場は地方債の流通市場に比べて参加者が限定されており、ボラティリティが高い分、プレミアムが大きくなる。
- (3) 地方債を巡る制度の変更があった場合、地方債のうち既発分はそうした制度変更の影響を受けない可能性が高い。一方、CDSは、制度変更の影響を直ちに受けるため、制度変更を巡る議論にセンシティブに反応することになり、

制度変更に対するプレミアムが大きくなる。

4. 「夕張市ショック」と地方公共団体の CDS との関係

現時点で、夕張市を参照組織とする CDS は存在していないとされる。しかし、一連の「夕張市ショック」、とりわけ「一時借入金の期限延長手続きを実行した」との北海道新聞の報道を巡っては、市場関係者の間で、CDS のクレジット・イベントに該当するかに関する議論が行われた。

第 1 のポイントは、財政再建団体への移行がリストラクチャリングになるか否かである。現時点での多数意見は、財政再建団体への移行は、地方債の履行を確実にするための措置であり、リストラクチャリングを構成する要素に直結するわけではない、というものである。しかし、仮に移行過程や移行後に金利の減免や元本の減額、利息・元本返済の繰り延べなどが実施されることになれば、リストラクチャリングになる、との指摘もある。

第 2 のポイントは、「一時借入金の期限延長手続きを実行した」という報道の中身である。問題となるのは、「期限延長手続き」の内容である。現時点では、それが当座貸越あるいは手形貸付のロールオーバーであり、リストラクチャリングには当たらない、との見方が多い。

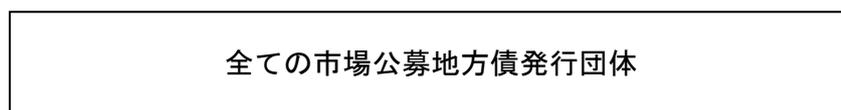
第 3 のポイントは、上記の北海道新聞の報道がクレジット・イベントの認定に当たるかである。クレジット・イベントを認定するためには、一般に、債務者自身の公式発表、あるいは、日経・朝日など大手新聞 2 社以上の報道が必要であるとされている。このため、今回のように北海道新聞 1 社の報道のみでは、クレジット・イベントの認定には当たらないとの見方が一般的である。

今後の「夕張市ショック」を巡る展開次第では、再び市場関係者の間で CDS のクレジット・イベントに関する議論が進められるとみられる。

市場公募債の条件交渉方式の変遷

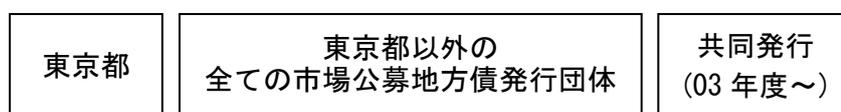
2001 年度まで

総務省が条件交渉



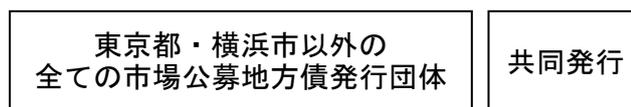
2002～2003 年度：2 テーブル方式

総務省が条件交渉

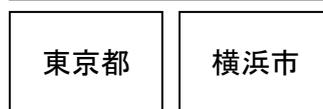


2004～2005 年度：2 団体が個別条件交渉方式を適用

総務省が条件交渉

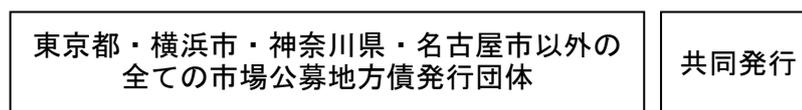


個別条件交渉

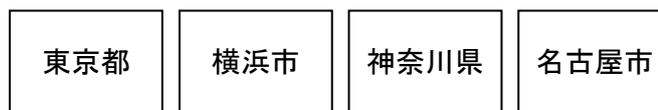


2006 年 4～8 月債：さらに 2 団体が個別方式を適用、総務省主導の統一条件交渉見直し

総務省または複数の
団体代表が条件交渉

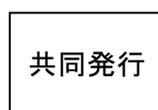


個別条件交渉

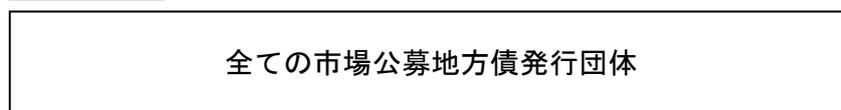


2006 年 9 月債～：全面的に個別条件交渉に移行

総務省が条件交渉



個別条件交渉



(注) 江夏 (2006 年 8 月 16 日)に基づく。