

ドイツの地方債市場から得られるわが国への示唆

三宅 裕樹

■ 要 約 ■

1. ドイツの地方債市場は、ほぼ一貫して拡大傾向が続いている。発行形式別にみると、証書形式での発行が証券形式を上回っている。州・地方政府に対する融資の77.9%（2006年末時点）は国内銀行によって行われており、特に州立銀行や貯蓄銀行による貸付けがその多くを占めていると考えられる。国内銀行は、融資の財源の一部をファンドブリーフ債の発行によって資本市場から調達している。
2. もっとも、近年、ドイツ地方債の発行形式は証書形式から証券形式に移りつつある。地方債証券が地方債発行残高全体に占める割合は、2007年末時点で38.1%となっている。その背景には、債券市場の発達や、州立銀行・貯蓄銀行に対する政府保証の廃止というファンドブリーフ債をめぐる制度改革の実施が挙げられる。
3. 地方債証券を発行する州政府は、自らにとってより有利な条件で安定的に地方債を発行するべく、様々な取り組みを行っている。変動利付債や仕組債・デリバティブの活用はその一例である。また、複数州が共同して発行する地方債証券（ジャンボ債）も普及している。
4. 州政府の歳入の過半は、連邦政府からの、あるいは州政府間での財源移転による収入によって占められている。また、財政状態が深刻化した際の財政支援については、明文化された制度は存在しないものの、1994年よりブレーメン州・ザールラント州に対して行われた実績がある。大手格付機関は、こうした制度・歴史の存在を根拠に、ドイツ地方債の信用力は比較的高いものと評価している。
5. わが国においては、ここ数年、地方債市場が拡大し、特に市場公募債の発行が増えてきており、ドイツの動きと重なるところがある。ドイツ州政府による発行条件の多様化や共同発行債の活用などは、わが国地方自治体にとって参考になると思われる。同時に、債券市場の発展に向けた取り組みも求められよう。また、国内銀行においては、カバード・ボンドの活用も検討に値するものと考えられる。

I はじめに

本レポートは、ドイツの地方債制度・市場の現状について検討し、わが国への示唆を得ることをその目的としている。ドイツは、わが国と同様、かつては証書形式による地方債の発行が中心であり、主に州立銀行や貯蓄銀行からの借入れによって資金調達を行っていた。しかし、ここ数年、財政規模が比較的大きい州政府においては、証券形式での起債が増えつつある。また、自らにとって少しでも有利な資金調達を行うべく、発行条件も次第に多様化が進んできている。わが国においては、公的資金から民間資金へというシフトが進みつつある中で、地方債市場、特に地方債証券市場が拡大しつつある。これと並行して地方自治体の起債自主権も拡充されてきている。こうしたわが国の現状は、ドイツ地方債市場における近年の変化と重なるところが多く、それゆえその検討を通じて一定の示唆が得られるものと思われる。

本レポートでは、さらにドイツ地方債の信用力を支える地方財政制度にも焦点を当てる。ドイツの州・地方政府の歳入の過半は、共通税や連邦政府・州政府からの財源移転による収入によって占められている。加えて、財政危機に陥った州政府に対して財政支援が行われた実績もある。大手格付機関は、こうした制度の存在とその安定性を踏まえて、ドイツ地方債の信用力を比較的高く評価している。わが国の地方債の信用力は、地方交付税や国庫支出金といった財源移転の制度、あるいは地方財政が深刻化した場合の対応を定めた財政再建団体制度など、様々な地方財政制度を通じた「暗黙の政府保証」によって支えられている部分が多く、この点でもドイツとわが国の状況は類似しているといえよう。

II ドイツの地方債市場

1. 地方債の発行制度

ドイツ州政府は原則的に自由に起債を行うことができる。ドイツは連邦制国家であり、ドイツ基本法（連邦レベルの憲法）において、州政府は連邦政府から財政的に独立した存在として規定されている。実際には、後述するとおり、各州政府の固有税源からの収入が州政府の歳入全体に占める割合は小さく、課税自主権も大幅に制約されているが、州政府の起債自主権については比較的幅広く認められているといえる。

各州政府の起債制度はそれぞれの州憲法・州法によって定められている。もともと、その内容は大方共通しており、地方債の発行目的を投資的経費（道路建設や施設整備など、その便益が長期的に続くと考えられる公共サービスに要する費用）への充実に原則として限定している。多くの州では、経常的な経費を賄うための赤字地方債の発行は、景気の悪化に対する財政政策の実施を目的とする場合に限られている。

州政府による起債に関して、連邦政府は基本的には関与しない。ただし、連邦政府が景

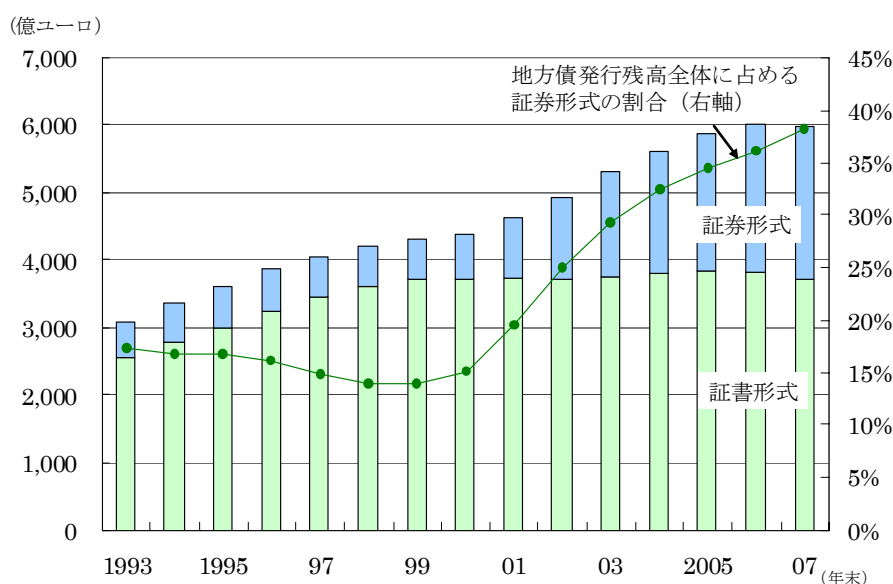
気対策を実施する際には、各州政府の代表者により構成される連邦参議院の同意を前提とした上で、州政府による地方債の発行に対して一定の制約が課される場合がある。また、EU（欧州連合）加盟国であるドイツは、マーストリヒト条約の規定を満たす必要がある。同条約は、政府の毎年度の財政赤字を対 GDP 比で 3%以内に、また政府債務残高を同 60%以内に、各々抑えることを要求している。この規定を満たすべく、連邦政府と州政府はそれぞれの財政運営について協議・調整を行っており、場合によっては州政府による地方債の発行がこのために一定の制約を受けることもある。とはいえ、こうした措置はあくまで例外的なものといえる。

州政府の下位組織である地方政府の起債制度については、各州政府が規定している。州政府の場合と同じく、起債目的は投資的経費への充当に原則として限られているほか、財政状態が一定以上の健全性を維持していることも起債の条件とされている。その上で、地方政府は、州政府からの起債許可を前提として起債を行うことができるとされている。

2. 地方債市場の現状

ドイツの地方債市場は、1990年代以降、ほぼ一貫して拡大傾向が続いている（図表 1）。1990年代半ば頃までの地方債発行残高の増加の背景の一つとして、東西ドイツ統一後に旧東ドイツ諸州においてインフラ整備の需要が拡大したことが挙げられる。1993年から1998年までの間の地方債発行残高の推移をみると、旧西ドイツ諸州においては 2,762.7 億ユーロから 3,499.0 億ユーロへと約 1.2 倍に上昇しているのに対して、旧東ドイツ諸州に

図表 1 ドイツにおける地方債発行残高の推移



(注) 1998年以前については、1ユーロ=1.95583マルクで換算している。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より、野村資本市場研究所作成

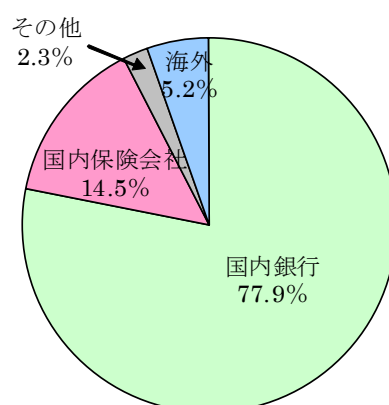
においては 325.4 億ユーロから 705.9 億ユーロへと約 2.1 倍となった¹。その後、1990 年代末においては、地方債の発行残高は比較的安定して推移していたが、2000 年代に入ると、ドイツ経済の低迷に伴って特に旧西ドイツ諸州において財政状態が深刻化し、再び地方債の発行残高は増加基調に転じた。この時期には、例外的措置としての赤字地方債の発行も行われた²。もっとも、直近では景気回復の影響を受けてこの傾向も収まりをみせている。2007 年末時点における地方債発行残高は 5,994.1 億ユーロとなっている。これを 2006 年度の州・地方政府の歳入 4,073.7 億ユーロと比較すると³、地方債の発行残高はその約 1.4 倍の規模に相当する。

地方債の発行形式別の内訳をみると、証書形式の割合が大きい。1990 年代においては発行残高ベースで地方債の 8 割以上は証書形式であった。その割合は近年、低下傾向にあるとはいえ、証書形式は現在でもなお証券形式を上回っており、2007 年末時点における証書形式の割合は 61.9%となっている。

州・地方政府に対する第一の融資主体は国内銀行である（図表 2）。地方債（証書形式）の保有状況の内訳（2006 年末時点）をみると、国内銀行の保有割合は 77.9%と圧倒的に大きく、国内保険会社（14.5%）と海外（5.2%）がこれに続いている。なお、地方政府が発行する地方債（証書形式）については、99.6%が国内銀行によって保有されている。言い換えれば、国内保険会社や海外が保有する地方債（証書形式）は、ほぼ全て州政府が発行したものである。

国内銀行の中でも特に地方債（証書形式）を多く保有しているのは、州・地方政府が出資している州立銀行・貯蓄銀行であると考えられる⁴。貯蓄銀行とは、地域密着型サービ

図表 2 地方債（証書形式）の保有者内訳（2006 年末時点）



（出所）Statistisches Bundesamt Deutschland, *Statistical Yearbook 2007* より、野村資本市場研究所作成

¹ 1 ユーロ=1.95583 マルク（ユーロ移行時の為替レート）で換算を行っている。以下、同様に換算を行う。

² 例えばシュレスヴィヒ=ホルシュタイン州は、2002 年に投資的経費を超えての地方債の発行、すなわち赤字地方債の発行を自らに容認した。同州の地方債目論見書添付資料参照。

³ *Finanzbericht 2008* より算出。

⁴ ドイツの州立銀行・貯蓄銀行については、齋田温子「ドイツの州立銀行再編の動き」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008 年冬号参照。

スを提供する公的銀行であり、地元から預金を集めて、住宅ローンの提供や中小企業向け融資などを行っている。州立銀行は、州内の貯蓄銀行の決済業務を行う組織として、基本的に州単位で設立されている金融機関である。金融機関による州・地方政府への融資のうち6割以上はこれら州立銀行・貯蓄銀行によるものとされている⁵。

州立銀行・貯蓄銀行を含めて、国内銀行は、州・地方政府への融資資金の一部をドイツのカバード・ボンドであるファンドブリーフ債の発行によって調達している⁶。カバード・ボンド（ファンドブリーフ債）とは、公的セクター向け・不動産向け・船舶向けの融資債権のうち、一定の条件を満たす信用力の高いもの（適格担保資産）を担保として発行される債券である。証券化商品と異なり、担保として設定された融資債権が通常、金融機関の資産として残されている点にその大きな特徴がある。ファンドブリーフ債の多くは、州・地方政府などの公的セクター向け融資債権を担保とする公的ファンドブリーフ債である。2008年3月末時点の発行残高ベースでみると、公的ファンドブリーフ債（4,270.8億ユーロ）は、ファンドブリーフ債全体（5,647.2億ユーロ）の75.6%を占めている⁷。

こうした国内銀行などの金融機関からの融資が、これまでドイツ地方債市場において中心を占めていたが、近年この状況に大きな変化がみられる。地方債発行残高全体に占める証券形式（地方債証券）の割合が、2000年末時点の15.1%から2007年末時点には38.1%へと、ここ数年で急速に上昇しているのである。

証券形式での発行が伸びている背景には、大きく次の二つの変化があるものと考えられる。一つはドイツ国内の債券市場の発達である（図表3）。1990年の東西ドイツ統一後、旧東ドイツのインフラ整備や経済対策の実施を目的として、ドイツ国債を中心とする公債（証券形式）の発行が1990年代前半に拡大した。また、これと同時期に、政府部門の資金需要に融資で応えるべく、国内銀行による資本市場からの資金調達、すなわち公的ファンドブリーフ債の発行も増加した。1990年から1995年間の推移をみると、公債（証券形式）の発行残高は2,839.5億ユーロから6,447.9億ユーロに、また公的ファンドブリーフ債の発行残高は1,891.3億ユーロから3,700.6億ユーロに、それぞれ増加した。こうしたドイツ国内における債券発行残高の増加とともに、国債においては投資家から資金を引き付けるために発行条件の多様化や入札方式の改革が進められた⁸。また、債券市場における流動性の向上を図って、ファンドブリーフ債においては発行金額を10億マルク（1999年以降は10億ユーロ）以上とするジャンボ・ファンドブリーフ債が1995年より発行開始となった。こうした取り組みもあってドイツ債券市場は厚みを増し、州・地方政府が地方債証券を発行して資本市場から直接資金を調達することも徐々に容易となった。

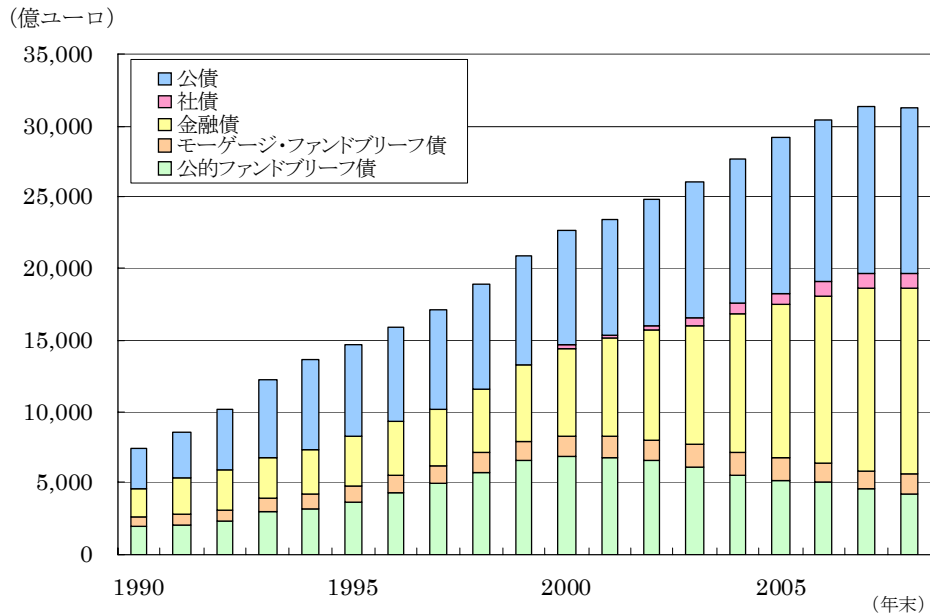
⁵ Gisela Farber, "Local government borrowing in Germany," Burnand Dafflon edited., *Local Public Finance in Europe*, 2002.

⁶ カバード・ボンド（ファンドブリーフ債）については、林宏美「規模の拡大と多様化が進展するカバード・ボンド市場」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年春号参照。

⁷ Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より算出。

⁸ 飯野由美子「金融 — 競争・再編下の金融市場」戸原四郎・加藤榮一・工藤章編『ドイツ経済』（有斐閣、2003年）第三章参照。

図表3 ドイツ国内債券の発行残高の推移



(注) 1. 「金融債」はファンドブリーフ債を除く。
 2. 1998年以前については、1ユーロ=1.95583マルクで換算している。
 3. 2008年は3月末時点。

(出所) Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より、野村資本市場研究所作成

もう一つの変化はファンドブリーフ債をめぐる改革である。従来、州立銀行や貯蓄銀行には州・地方政府による公的保証（保証義務・維持義務）が付与されていたため、同行が発行するファンドブリーフ債は、その保証を受けて自動的に最高格付けを得ることができた。しかし、この公的保証によって公正な競争条件の実現が阻害されているとして、1999年に民間の商業銀行による不服申し立てがEU委員会に対して行われた。その結果、2001年にドイツ連邦政府とEU委員会の間で、2005年までに州立銀行・貯蓄銀行に対する公的保証を撤廃することが合意された。これにより州立銀行・貯蓄銀行のファンドブリーフ債が最高格付けを得ることは保証されなくなり、州立銀行・貯蓄銀行は州・地方政府に対する融資の原資となる資金の調達を、高格付けのファンドブリーフ債の発行によって自らにとって有利な条件で行うことが必ずしも容易ではなくなった。その結果、公的ファンドブリーフ債の発行残高は2000年をピークとして、以後現在に至るまで一貫して減少傾向をたどっている。また公的ファンドブリーフ債と州政府が発行する地方債証券の利回りを比較すると、前者が後者を上回っていたとする指摘もある⁹。

こうした状況が生まれたことによって、地方債市場は大きな影響を受け、地方債証券の活用が進んだものと考えられる。なお、地方債証券の発行は、ほぼ全て州政府によって行

⁹ Alexander Schulz and Guntram B. Wolff, “The German sub-national government bond market: evolution, yields and liquidity”, 2008年。

われている¹⁰。また、地方政府の起債制度は先述のとおり州政府によって規定されていることから、以下では特に州政府による地方債の発行を念頭において、考察を進めることとする。

3. 地方債証券における発行条件の多様化

ドイツ州政府は、地方債証券の発行条件の設定についても裁量権が認められており、自身によるリスク管理の下でこれを自由に行うことが原則的に可能である。それゆえ各州政府は、投資家にとっての魅力を高めるため、また自らの起債コストを少しでも引き下げするため、発行条件を多様化させる工夫を行っている。

金利の設定についてみると、中心は固定利付債であり、ここ数年は発行額ベースで 6～8 割を占めている¹¹。ただし、その割合には州政府間で差異がみられ、例えばニーダーザクセン州においては、1992 年以降に同州が発行した地方債証券のうち固定利付債が占める割合は約 4 割にとどまり、変動利付債などの発行がこれを上回っている。

また、仕組債の発行やデリバティブの活用を行っている州政府もある。ブランデンブルク州は、2006 年より仕組債の発行を開始し、これまでに 5 回の発行を行っている¹²。またシュレスヴィヒ＝ホルシュタイン州は、借入金利コストを抑えるべく 1990 年代前半よりデリバティブ契約を結び、資金の返済期限の変更や金利スワップの活用による金利負担の固定化を図ったりしている¹³。

その他、外国人投資家からの資金を引き付けようと、1999 年より発行が可能となった外貨建て地方債証券を活用する州もある¹⁴。これまで、ザールラント州など 6 州が発行を行った。通貨別の内訳をみると、2007 年第 3 四半期までの発行分のうち、円建て債が 35%以上を占めており、以下、スイスフラン建て（約 25%）、米ドル建て（約 20%）と続いている。ただし、地方債証券の発行額全体に占める外貨建て債の割合は必ずしも大きくなく、最もその割合が高かった 2005 年で 9%、直近 2007 年の同比率は 3%となっている。なお、外貨建て地方債証券の発行に際しては、為替スワップの活用による為替リスクのヘッジが行われている。

ドイツ地方債証券市場においては、こうした各州の個別の取り組みのみならず、複数の州が共同して発行する地方債証券（ジャンボ債）も普及している。これは、発行債券の流動性を向上させることで利回りを引き下げることが主目的としており、一回あたりの平均発行額は約 10 億ユーロと、各州が個別に発行する地方債証券の 7 倍以上の規模となっている¹⁵。通常、発行には比較的財政規模が小さい 5～7 の州政府が参加しており、その顔

¹⁰ 2007 年末時点の発行残高ベースで、地方債証券全体に占める州政府発行分の割合は 99.9%となっている。Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より算出。

¹¹ 注 9 参照論文図 6。

¹² “German federal state issues fifth product” *Structured Retail Products*, 06/23/2008 参照。

¹³ 同州の地方債目論見書添付資料参照。

¹⁴ 注 10 参照論文。

¹⁵ 同上

ぶれはおおよそ固定化されている。例えば 2006 年に発行されたジャンボ債（第 25 回）の発行に参加した州は、ブレーメン州・ハンブルク州・メクレンブルク＝フォアポメルン州・ラインラント＝プファルツ州・ザールラント州・シュレスヴィヒ＝ホルシュタイン州・チューリンゲン州の 7 州であるが¹⁶、これらの州の税収額（2006 年度、共通税含む）の順位は、16 州中全て 7 位以下となっている¹⁷。地方債証券の発行額全体に占めるジャンボ債の割合は、1996 年の発行開始以降 1 割前後の水準で一貫して推移している¹⁸。

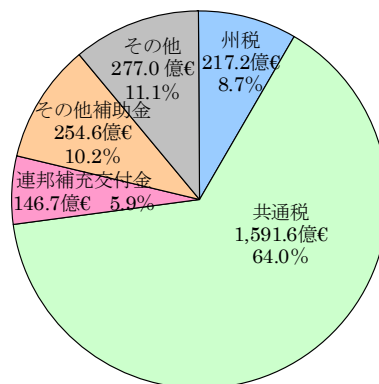
III ドイツ地方債の信用力

1. ドイツ地方債の信用力を支える地方財政制度

州政府による地方債証券の発行が進み、地方債証券市場が拡大すると、地方債の利回りには、地方債保有に伴うリスク、特にその信用リスクに対する債券市場からの評価が次第に反映されてくることとなる。信用リスクの評価においては、地方債の元利償還財源となる州政府の歳入の状況と、財政状態が深刻化した州政府に対する財政支援措置の有無およびその内容が、重要な考慮事項となるものと考えられる。

このうち、まず州政府の歳入についてみると、大きく州税、州政府間での財源移転（共通税・州政府間財政調整制度）、連邦政府からの財源移転（連邦補充交付金など）、その他から成る（図表 4）。このうち、州税が歳入全体に占める割合は 2006 年度で 8.7%に過ぎず、その圧倒的な割合は他の政府からの財源移転によって占められている。この点がドイツ地方財政における大きな特徴となっている。

図表 4 州政府の歳入の内訳（2006 年度）



(注) 歳入の内訳の額については、複数の資料を出所としており、一部算出によって求めている。
(出所) *Finanzbericht 2008*、*Deutsche Bundesbank, Monthly Report* などより、野村資本市場研究所作成

¹⁶ “Bundeslander planen neue Milliardenanleihe,” *Handelsblatt.com*, 09/21/2006 など参照。

¹⁷ Fitch Ratings, “German Laender” 2008 年 6 月 12 日より算出。

¹⁸ 注 10 参照論文より算出。

州税については、自動車税（89.3 億ユーロ）・不動産取得税（61.2 億ユーロ）・相続税（42.8 億ユーロ）がその主な税目となっている。州政府には、課税自主権はほとんど認められておらず、税率の設定は、連邦参議院からの同意を前提として連邦政府によって行われている。新たな税を課す場合にも、連邦政府により認められることが必要とされている。

州政府の歳入の過半を占める連邦政府・州政府からの財源移転には、主に共通税・州政府間財政調整制度・連邦補充交付金という三つの制度がある。

このうち共通税は、財源移転の中でも最も大きな歳入源となっているものであり、州政府の歳入全体においても 64.0%を占めている。ドイツの財政制度では、所得税・法人税・売上税の三税収は、連邦政府・州政府・地方政府の三政府間で共有されており、税目ごとに設定されている比率に応じてそれぞれに配分される。配分比率は、所得税と法人税についてはある程度固定されている一方、売上税については州政府や地方政府の財政需要の大きさに鑑みて変更がしばしば行われる。この点で、共通税のうち売上税の配分は連邦政府から州政府に対する垂直的な財政調整制度としての性格を備えているといえる。2006 年度の各政府の共通税収は、連邦政府が 1,414.3 億ユーロ、州政府 1,591.6 億ユーロ、地方政府 117.1 億ユーロとなっており、主に連邦政府と州政府の間で分有されていることがわかる¹⁹。

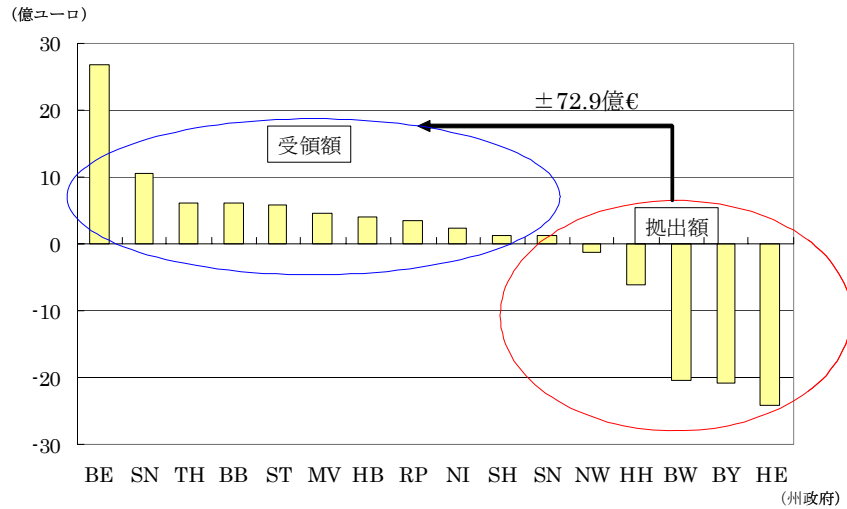
州政府に全体として割り当てられた共通税収のうち、所得税と法人税からの収入は地域収入原則（徴税地基準）に基づいて、すなわち州ごとの両税の徴税額に比例して各州政府に配分される。一方、売上税からの収入は、基本的には各州の人口に応じて配分されるものの、最大 25%は各州政府の人口一人当たり州税収額を基準として、財政力の弱い州政府に対して重点的に配分することとされている。よって、共通税のうち売上税の州政府全体への配分額 659.1 億ユーロのうち、同制度を通じた州政府間での財政調整は、その 25%の 164.7 億ユーロを上限に行われているということになる（2006 年度）²⁰。

第二の財源移転の制度である州政府間財政調整制度は、水平的な財政調整、すなわち財政力が比較的強い州政府から弱い州政府に対して一般補助金が支払われる仕組みである（図表 5）。そこでは、州政府の財政力は一人当たりの州税収と地方税収 64%の合計で計られ、これが連邦平均を超える州政府はその超過分の一定割合を拠出し、連邦平均を下回る州政府はその不足分の一定部分を受け取る権限を有する。同制度の存在により、最低でも一人当たりの税収額の連邦平均の 73.415%が全ての州に原則的に保障されることとなる。もっとも同制度の規模はさほど大きくなく、2006 年度における富裕州の拠出額、すなわち受領州の受取額は 72.9 億ユーロであった。なお、同制度を通じた州政府の受取額は、他の州政府の拠出によって相殺されるため、図表 4には表れていない。

¹⁹ *Finanzbericht 2008*, Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より算出。

²⁰ Deutsche Bundesbank, *Monthly Report* より推計。

図表5 州政府間財政調整制度（2006年度の状況）



(注) 値は、同制度を通じた受領額を示している。負値は拠出を行っていることを示す。
 (出所) Finanzbericht 2008 より、野村資本市場研究所作成

第三の財源移転の制度は連邦補充交付金である。これは、連邦政府から州政府に対して直接に交付される一般補助金であり、いくつかの種類がある。一つは不足額補充交付金である。これは、州政府間財政調整制度による財源移転を受けても、なお財政力が弱い州政府に対して、連邦平均の一人当たり税収額の約93.6%以上の歳入を保証するべく交付されているものである。また、旧東ドイツ諸州や、財政規模が小さい州政府といった、特別な財政需要がある、あるいは公共サービスの供給に要する費用がどうしても高くなってしまふと考えられる州政府に対しても、財源移転が行われている（旧東ドイツ地域特別需要補充交付金・行政運営特別需要補充交付金）。その他、後述する、財政危機に陥ったブレーメン州・ザールラント州に対して1994年～2004年に実施された財政再建特別補充交付金も、この一種である。連邦補充交付金は、全体として146.7億ユーロの規模をもち、歳入全体の5.9%を占めている（2006年度）。

ドイツの州政府の財源は、こうした財源移転の制度の存在に大いに依存している。共通税・連邦補充交付金・その他補助金は、合わせて歳入全体の80.1%を占めており、また実質的な財政調整制度として州政府間の財政力格差を是正する機能を果たしている。共通税のうち売上税の配分や州政府間財政調整制度、連邦補充交付金の規模の単純合計は878.7億ユーロと、歳入総額2,487.1億ユーロの35.3%に相当する（2006年度）。

2. 財政危機に陥った州政府に対する財政支援²¹

地方債の信用力を支えるもう一つの制度は、財政状態が厳しくなった州政府に対する財政支援制度である。

ドイツにおいては、州政府に対する恒久的な財政支援制度は存在しない。すでにみた州政府の歳入の多くを支える財源移転の仕組み、財政調整制度においても、基本的には各州政府の歳入の側面にのみに焦点を当てて、配分額の算定が行われている。わが国の地方交付税制度のように、各州政府の個別的な財政需要の大きさには配慮されておらず、それゆえ財政状態が深刻となった場合でも、配分額が特別に加算されることは原則的にないと考えられる。

しかし、州政府には、やむをえず財政状態が悪化し、自助努力だけではその改善を図ることができないと考えられる場合、連邦政府や他の州政府に対して財政支援を要求する権利がドイツ基本法において認められている。そして実際、1980年代における州内の景気低迷や人口流出などの影響を受けて財政状態が深刻化したブレーメン州とザールラント州の両州政府は、この権利に基づいて財政支援を求める訴訟を連邦憲法裁判所に起こした。

審議の過程では、両州の財政状態がどの程度深刻であるのかを測る必要があった。そこで、①歳入ないし歳出総額に対する財政赤字、すなわち赤字地方債の発行必要額の比率（公債比率（Kreditfinanzierungsquote））と、②地方債の利払い経費の、州税収・州政府間財政調整制度による収入・連邦補充交付金の一部の合計に対する比率（利子・税収比率（Zins-Steuer-Quote））の二つの財政指標が用いられた。そして、二州の実績値を他州と比較した結果、1992年の判決では両州ともに「極度の財政緊急事態」にあると判断された。こうした財政状態の判断方法は、既存の法制度に定められたものではなく、審議の過程で独自に採られた方法であった。また、判決の中でも「極度の財政緊急事態」として認められる客観的な判断基準（数値基準）は具体的には示されていない²²。

この判決を受けて、新たに財政再建特別補充交付金制度が連邦参議院の同意の上で連邦政府により創設され、1994年より連邦政府からブレーメン州・ザールラント州に対する財政支援が開始された。当初は1998年までの実施予定であったが、その期間内に両州の財政再建は果たされなかったことから、実施期間は結局2004年まで延長された²³。

財政再建特別補充交付金制度を通じた両州に対する毎年度の交付額は、1994年度から1998年度（ザールラント州）ないし1999年度（ブレーメン州）までは、それぞれ一定額

²¹ 本節の内容は、Fitch Ratings, “State of Berlin (Land Berlin)” 02/13/2006、片木淳「ブレーメン州による財政調整違憲訴訟とドイツの第2期連邦制度改革」『平成19年度比較地方自治研究会調査研究報告書』（2008年）第3章などに基づいている。

²² 片木（2008年）は、判例の内容から推測して、公債比率は各州平均の2倍超、利子・税収比率が各州平均の1.7倍以上が、「緊急の財政緊急事態」の数値基準となっていると考えられる、としている。ただし、その両方が満たされる必要があるのか、片方だけでよいのかについては判断できないとしている。

²³ 2005年度以降、財政再建特別補充交付金制度を介した財政支援は行われていない。これに対して両州は、依然として自らの財政状態は深刻な状況にあると主張し、財政支援の再延長を求める提訴を現在起こしている。同訴訟に対する判決は、本稿執筆時点（2008年6月）ではまだ出されていない。

に維持され、それ以降は段階的に引き下げられた（図表 6）。これが各州の歳入全体に占める割合をみると、1998 年度までは歳入全体の 2 割以上の水準が維持され、その後交付額の減額と共に同割合も低下するものの、2004 年度時点においても歳入の約 1 割を占めていた。11 年間の交付額の合計は、ブレーメン州が 85.3 億ユーロ、ザールラント州が 66.4 億ユーロにのぼった。

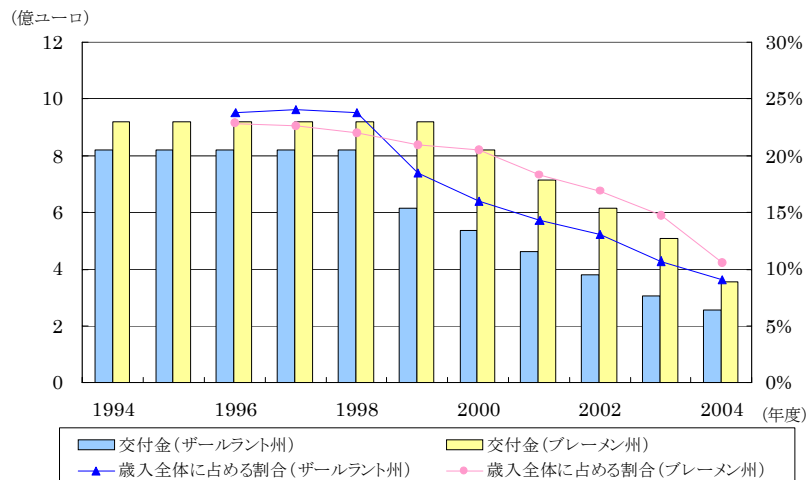
なお、ブレーメン州・ザールラント州のほかにも、財政支援を求める訴訟はベルリン州によって 2003 年に連邦憲法裁判所に対して起こされた。この訴訟をめぐる審議においては、ブレーメン州・ザールラント州の案件に際して用いられた財政指標である公債比率と利子・税収比率に、基礎的財政収支を加えた三つの指標によって同州の財政状態が評価された。2006 年に連邦憲法裁判所から出された判決では、同州の財政状態は「極度の財政緊急事態」にはあたらないとされ、財政支援の実施は認められなかった。同判決においても、やはり客観的な評価基準は示されなかった。

3. 地方債の信用リスクに対する市場の評価

以上でみてきたように、ドイツ州政府の歳入は財源移転収入によってその過半が占められており、また財政状態が深刻化した州政府に対する財政支援は制度化されていないものの、その実績が過去に存在する。こうした制度・歴史に支えられたドイツ地方債の信用リスクは、市場でどのように評価されているのだろうか。

これについて、大手格付機関 3 社がドイツ州政府に対して付与している格付けの水準をみると、フィッチは 16 州全てに対して AAA 格の長期格付けを付与しているのに対して、スタンダード・アンド・プアーズ（S&P）やムーディーズは、州政府間で格付けに一定の

図表 6 財政再建特別補充交付金制度を通じた 2 州への交付金の推移



(注) 交付金が歳入全体に占める割合については、データの都合上 1996 年度以降となっている。

(出所) Bundesministerium der Finanzen, “Bund/Länder-Finanzbeziehungen auf der Grundlage der Finanzverfassung, Ausgabe 2007”より、野村資本市場研究所作成

差を設けている（図表 7）。

フィッチは、共通税や州政府間財政調整制度、連邦補充交付金といった財政調整制度によって州政府間の財政力格差が大幅に是正されている点とともに、この強力な財政調整制度の対象は全ての州政府である点などを考慮して、州政府間には信用リスクの格差は存在せず、全ての州政府が連邦政府と同じ格付け水準にあるとしている²⁴。

これに対して S&P は、財政調整制度において歳出面が基本的に考慮されていないことや、地方債の元利償還に対する明示的な保証制度が存在しないこと、元利償還が予定された期日通りに行われないリスク（タイムリー・ペイメント・リスク）がなお残ることなどから、州政府間で信用リスクには格差があるとしている²⁵。こうした考え方を反映して、S&P が現在付与している 7 つの州政府に対する長期発行体格付けにおいては、AAA 格から AA- 格までのばらつきがみられる（2008 年 7 月 1 日時点）。

とはいえ、S&P においても財政調整制度の規模の大きさとその安定性に対して一定の評価がなされており、またベルリン州による訴訟の判決内容を踏まえると、財政支援の要求そのものは棄却されたとはいえ、連邦政府による財政支援の実施の原則が改めて確認されたとの考え方から、一般的にドイツ地方債の信用力は高いと評価している²⁶。ドイツの地方財政において財政調整制度が果たす役割の大きさや、財政状態が深刻化した場合の有効な財政支援の実施可能性の高さを積極的に評価している点では、フィッチと S&P の見解は共通しているといえよう。

また、これに関連して、投資家が財政状態の厳しい州政府に対する財政支援の実施につ

図表 7 各州政府の長期（発行体）格付けの現状（2008 年 7 月 1 日時点）

| 州政府 | | S&P | ムーディーズ | フィッチ |
|------------------|-----|-----|--------|------|
| バーデン・ビュルテンベルク | 広域州 | AA+ | Aaa | AAA |
| バイエルン | 広域州 | AAA | Aaa | AAA |
| ベルリン | 都市州 | | Aa1 | AAA |
| ブランデンブルク | 広域州 | | Aa1 | AAA |
| ブレーメン | 都市州 | | | AAA |
| ハンブルク | 都市州 | AA- | | AAA |
| ヘッセン | 広域州 | AA | | AAA |
| メクレンブルク・フォア・ポメルン | 広域州 | | | AAA |
| ニーダー・ザクセン | 広域州 | | | AAA |
| ノルトライン・ヴェストファレン | 広域州 | AA- | Aa1 | AAA |
| ラインラント・プファルツ | 広域州 | | | AAA |
| ザールラント | 広域州 | | | AAA |
| ザクセン | 広域州 | AA+ | | AAA |
| ザクセン・アンハルト | 広域州 | AA- | Aa1 | AAA |
| シュレスヴィヒ・ホルシュタイン | 広域州 | | | AAA |
| チューリンゲン | 広域州 | | | AAA |

（出所）各社資料より、野村資本市場研究所作成

²⁴ Fitch Ratings, “State of Berlin (Land Berlin),” 02/13/2006、同 “Institutional Framework for German Subnationals,” 04/28/2008、同 “German Laender,” 06/12/2008 参照。

²⁵ Standard & Poor’s, “German Local And Regional Governments Return To Normal, But Concerns Remain,” 04/02/2007、同 “Local and Regional Government 2002”（丹羽由夏「地方債の信用力」『農林金融』2004 年 1 月内の引用を参照）

²⁶ 同上。

いて一定の信用を置いていることを示唆する研究がある²⁷。そこでは、ドイツ州政府が発行する地方債証券のリスク・プレミアムと、当該州政府の一人当たり債務残高との間には正の相関関係が存在する一方で、リスク・プレミアムと、利子・収入比率との間には負の相関関係が存在することが実証的に示されている。利子・収入比率は、先述のとおり、ブレーメン州・ザールラント州による訴訟などで財政支援の必要の有無を判断する一つの財政指標として用いられたものである。よって、同研究は、実証研究の結果を踏まえて、投資家は財政状態が深刻化していると判断される場合には当該州政府に対して有効な財政支援策が実施されるとの期待をもっており、地方債の信用リスクの評価にはこの期待が織り込まれていると考えられる、としている。

IV 結びに代えて

以上、本稿ではドイツの地方債市場の現状について検討を進めてきた。ドイツの州・地方府の資金調達、従来は国内銀行、特に州立銀行や貯蓄銀行からの借入に主に依存していた。しかし、国内債券市場の発展と、銀行の資金調達手段の一つとして活用されていたファンドブリーフ債をめぐる制度改革を背景として、州政府による地方債証券の発行が近年、進展している。

わが国においても公的資金から民間資金へと流れが進み、地方債市場が拡大しつつある。特に、資本市場において公募形式で発行される市場公募債が地方債発行額全体に占める割合は、従来の約1割から、近年では3割以上に急上昇している。こうしたわが国地方債市場の動向は、ドイツにおける動きと方向性を重ねており、今後も、特に財政規模が比較的大きな地方自治体において債券市場から直接に資金を調達する動きがいつそう進展する可能性は十分にあるものと思われる。

ドイツの事例を踏まえれば、わが国地方債市場におけるこうした昨今の流れをスムーズなものとするためには、ドイツ州政府にみられるような投資家の資金をひきつけるための取り組み、特に発行条件の多様化や共同発行債の活用などの工夫が、各地方自治体には求められよう。と同時に、ドイツ地方債証券市場の拡大を促した背景の一つであった債券市場の整備・発展も、合わせて検討されるべき課題と考えられる。

また、地方自治体向け融資を行う金融機関にとっても、ドイツの事例は一つの示唆を与えている。わが国の国内銀行、特に指定金融機関への指定などを通じて地方自治体との間で密接な関係を築いてきた地域金融機関は、第一の地方債投資家として、かねてより地方債市場において大きな役割を果たしてきた。しかし、わが国地方債の元利償還年限の主流は約5～10年とされていることから、銀行が地方債に投資を行う場合には、ALM上のリスクを適切に管理することが重要な課題の一つとなるものと考えられる。ドイツの国内銀

²⁷ Kirsten H. Heppke-Falk and Guntram B. Wolff, "Moral hazard and bail-out in fiscal federations: evidence for the German Länder," 2007年。

行は、ファンドブリーフ債の発行を通じて、州・地方政府への融資債権を担保として債券市場から資金を調達している。2005年の制度改正の影響を受けて、公的ファンドブリーフ債の発行残高はここ数年、減少傾向にあるとはいえ、依然として州・地方政府への融資資金の調達手段として、ファンドブリーフ債は活用されている。わが国の金融機関においても、今後の地方自治体向け融資において、カバード・ボンドの活用は検討に値しよう。

また、本稿では地方債を取り巻くドイツ地方財政制度と、信用リスクの関係についてもみてきた。ドイツ州政府の歳入の約8割は、連邦政府からの、あるいは州政府間での財源移転収入によって支えられている。また、財政状態が厳しくなったブレーメン州・ザールラント州に対して、1994年から11年間にわたって連邦政府による財政支援が行われた。こうした制度・実績を主な根拠として、大手格付機関はドイツ地方債の信用力は比較的高いと評価している。また、投資家においても、財政支援制度は明示的に設けられているわけではないにもかかわらず、その将来的な実施に対する期待が存在しており、信用リスクの評価にもこれが反映されているとの指摘がある。

これに関して、わが国においては、少なくともこれまでは中央集権的な地方財政制度が存在し、地方財政計画や、地方交付税制度・国庫支出金制度といった財源移転、財政再建団体制度といった様々な制度を通じて各地方自治体の財政運営は支えられてきた。地方債の信用リスクには、こうした地方財政制度に対する評価が大きな影響を与えており、一部にはこれら「暗黙の政府保証」の存在によって、地方債の信用リスクは国債とほぼ同程度とする見解もある²⁸。

しかし、わが国ではここ数年、地方分権改革が具体的な形で進展しており、地方自治体の財政運営における権限・責任を強化する方向で制度改革が行われている。そこでは、例えば国税から地方税への税源移譲に合わせて、地方交付税制度や国庫支出金制度の規模が大幅に縮小された。また、財政再建団体制度については、2007年にこれに代わる制度として地方財政健全化法が成立し、複数の財政指標による客観的な地方自治体の財政状態の把握の仕組みと、財政状態が深刻化した場合の健全化に向けたプロセスが整備された²⁹。こうした一連の改革は、わが国地方債の信用リスクに対して一定の影響を及ぼすものと考えられる。2007年の地方分権改革推進法の施行を受けて、地方分権改革は今後も継続して進められることとされており、引き続きその動向は注目されよう。

資料作成協力：齋田 温子

²⁸ わが国地方債の信用リスクに対する見解については、井瀧正彦・三宅裕樹「わが国地方債市場のインフラ整備の現状と展望」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2007年秋号参照。

²⁹ 地方財政健全化法については、三宅裕樹「地方財政健全化法施行令の制定」野村資本市場研究所『資本市場クォーターリー』2008年冬号参照。