

2014 年度地方債計画と「アベノミクス」2 年目の地方債の効率的活用

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 2014年度地方債計画は、2014年4月に予定されている消費税率引き上げを織り込み、地方税の増収や臨時財政対策債発行の抑制といった地方財政好転が浮き彫りになる内容であった。
2. 2014年度地方債計画で示された公共施設等の解体撤去に関する地方債や第三セクター等改革推進債の経過措置を見る限り、活用する地方公共団体がステークホルダーである投資家に対して、当該地方公共団体の財政の持続可能性に寄与しうることをわかりやすくかつ丁寧に説明することが安定した起債の実現に不可欠であろう。
3. 今後の地方債市場を見通すと、各国中央銀行による金融緩和政策縮小（テーパリング）の可能性等の外部要因の不透明性が影響を与える可能性がある。「アベノミクス」2年目となる2014年度に効果的に起債運営するためには、金利情勢や投資家需要等を踏まえながら、従来の償還年限やタイミングの選択といった柔軟性の向上のみならず、定時償還方式の公募債、物価連動債、変動利付債といった商品性の多様化にも視野を広げることも有意義になろう。市場と注意深く向き合うことを通じて、機動的な起債を意識することが、地方公共団体が安定かつ低利な調達を行うカギになると考えられる。

I. はじめに

総務省は2013年12月24日、「2014年度地方債計画」を公表した¹。地方債市場関係者にとって、地方債の発行予定額や内訳が含まれる地方債計画は、次年度の市場の方向性を見極める上での重要な材料となっている。特に、2014年度地方債計画は、2014年4月に予定されている消費税率引き上げを織り込んだ新たな地方財政の構図を見極める上でも注目点が多い内容となった。

本稿は、2014年度の地方債計画における6つの注目点を論考する。その上で、地方債市場の状況を踏まえた「アベノミクス」2年目の地方債の効率的活用について検討する。

¹ 総務省「平成26年度地方債計画」2013年12月24日。

Ⅱ. 2014 年度地方債計画の注目点

2014 年度地方債計画等においては、(1) 消費税率引き上げを織り込んだ地方財政の構図、(2) 資金区分における市場公募のウェイト増加、(3) 借換債を含めた市場公募地方債発行予定額とネット・ベースの発行予定額、(4) 公共施設等の解体撤去に関する地方債、(5) 第三セクター等改革推進債の経過措置、(6) 地方法人税の交付税原資化、といった点が注目される。以下において、各ポイントを論考する。

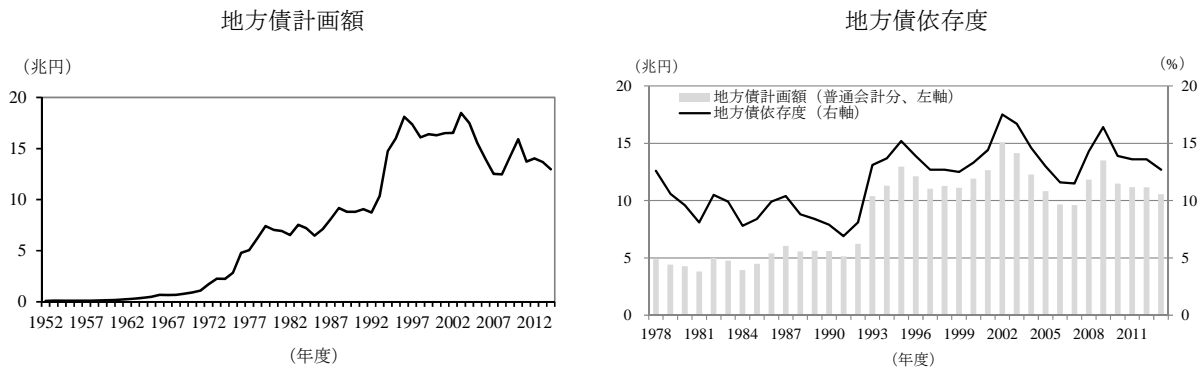
1. 消費税率引き上げを織り込んだ地方財政の構図

2014 年度の地方債計画の合計規模（通常収支分と東日本大震災分）は、前年度比 7,051 億円減（同 5.2%減）の 12 兆 9,827 億円となった（図表 1 左参照）。計画規模の縮小は、消費税率引き上げや景気回復を背景とした国税・地方税の増収等を受けて臨時財政対策債の発行額が前年度比 6,180 億円減（同 9.9%減）の 5 兆 5,952 億円と大幅に減少したことが主因である。また、通常収支分の規模（12 兆 8,301 億円）は、2014 年 4 月からの消費税率引き上げの影響を勘案する前となる 2013 年 8 月に策定された「2014 年度地方債計画（案）」の規模（13 兆 3,923 億円）よりも、5,622 億円少ない水準となっている²。地方債計画の規模は、2000 年代半ばに地方公共団体による財政健全化や公共事業の減少等を背景に、規模が縮小した後、昨今の金融危機、欧州周辺国を中心としたソブリン危機に伴う景気後退等を受けて 2009～2010 年度に一旦規模が増加したが、2011 年度から通常収支分については縮減傾向となっている。

一方、地方財政全般の構図を見渡すために、地方債計画と同日に公表された「2014 年度地方財政対策」に焦点を当てると、地方債依存度（地方財政計画において地方債が占める割合〔通常収支分〕）は、12.7%と前年度から 0.9 ポイント減少している（図表 1 右参照）。これは、(1) 社会保障関係費増加等を背景として、分母の地方財政計画の規模が前年度比約 1 兆 4,546 億円増（同約 1.8%増）の約 83 兆 3,700 億円となったこと、(2) 地方交付税総額はリーマンショック後の危機対応であった地方交付税の別枠加算（約 1 兆円）が約 4 割縮減された結果、前年度比 1,769 億円減（同 1.0%減）の 16 兆 8,855 億円とされたものの、地方税収が前年度比 9,952 億円増（同 2.9%増）の 35 兆 127 億円と見込まれたことから、分子である地方債の割合が相対的に低下したこと、が主因である。

² 総務省「平成 26 年度地方債計画（案）」2013 年 8 月 30 日。

図表 1 地方債計画額及び地方債依存度の推移



(注) 当初計画による。2012年度以降の地方債計画額は、通常収支分と東日本大震災分の合計。
 (出所) 総務省「平成26年度地方債計画」2013年12月24日、5頁、総務省「平成26年度地方財政対策の概要」2013年12月24日、参考2、地方債協会『地方債統計年報(第34号)』2012年、11-12頁 (http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf、http://www.soumu.go.jp/main_content/000266273.pdf)

なお、2014年4月の消費税率引き上げ(合計8%)に伴い、地方消費税率は現行の1.0%から1.7%に引き上げられる予定となっている³(図表2参照)。地方公共団体にとっては、消費税率引き上げを通じて、2014年度地方財政対策上で、合計で7,030億円(地方消費税の引き上げ分[4,696億円]及び消費税の交付税法定率分[2,334億円])の歳入確保が見込まれている⁴。ただし、国が一旦徴収した上で都道府県に払い込まれるというプロセスで数ヵ月を要することから、初年度である2014年度については平年度ベースよりも少ない額が計上されることとなる。一方、地方消費税の引上げ分については、社会保障・税一体改革の趣旨を踏まえて、社会保障の充実分等の地方負担額(合計3,491億円)に充当される予定となっている⁵。

このように、消費税率引き上げは「アベノミクス」の経済効果と相まって、地方財政にとってポジティブに寄与するとみられるが、地方税が歳出全体の半分も賄えない状況は継続している。地方公共団体の財源不足は、前年度比2兆6,870億円減(同20.2%減)の10兆5,938億円と大幅に縮小見込みであるものの、高水準であることは変わらない。2013年度までの時限措置であった臨時財政対策債は2014~2016年度まで延長される方向性となった上、臨時財政対策債が地方債計画に占める割合も前年度比2%ポイント低下の43%と高止まりしており、地方財政が引き続き厳しい状況にあることを浮き彫りにしている。

³ 消費税率の5%から8%の引き上げに伴い、地方消費税率の引上げ及び消費税に係る地方交付税の増加で、全体の8%のうち、3.1%が地方分となる。

⁴ 総務省「平成26年度地方財政対策の概要」2013年12月24日、5頁。

⁵ 消費税率の5%から8%の引き上げに伴い、引き上げ分のうち、5分の1は社会保障の充実に、5分の4は社会保障の安定化に使われる予定となっている。

図表 2 消費税及び地方消費税の税率

区分／適用開始日	現行	2014年4月1日	2015年10月1日
消費税率	4.0%	6.3%	7.8%
地方消費税率	1.0% (消費税額の 25/100)	1.7% (消費税額の 17/63)	2.2% (消費税額の 22/78)
合計	5.0%	8.0%	10.0%

- (注) 1. 経済財政状況の激変にも柔軟に対応する観点から、消費税率引上げの前に、経済状況等を総合的に勘案した上で、消費税率の引上げの停止を含め所要の措置を講ずることとされている。
 2. 引上げ後の税率は、経過措置が適用されるものを除き、適用開始日以後に行われる資産の譲渡等について適用される。
 3. 消費税に係る地方交付税率（現行 29.5% [消費税率換算 1.18%]）については、2014 年度から 22.3%（消費税率換算 1.40%）、2015 年度から 20.8%（消費税率換算 1.47%）、2016 年度から 19.5%（消費税率換算 1.52%）とする。

(出所) 国税庁「No.6303 消費税及び地方消費税の税率」、閣議決定「社会保障・税一体改革大綱」2012 年 2 月 17 日、40 頁、より野村資本市場研究所作成
<http://www.nta.go.jp/taxanswer/shohi/6303.htm>、
<http://www.cas.go.jp/jp/seisaku/syakaihosyou/kakugikettei/240217kettei.pdf>

2. 資金区分における市場公募のウェイト増加

地方債の資金を調達先の観点からみると、国内資金と国外資金に分けられる。また、国内資金は、公的資金（財政融資資金と地方金融機構資金）と、民間等資金（市場公募資金と銀行等引受資金）等に分類することができる。なお、地方債計画については 2012 年度より、2011 年 3 月に発生した東日本大震災を受けて、通常収支分と東日本大震災分の 2 つの柱で構成されている。東日本大震災分に関しては引き続き地方債計画に計上されている全額が公的資金で確保される。

2014 年度地方債計画の資金区分においては、すべての資金区分において、額が前年度に比して減少することとなっている（図表 3～4 参照）。資金割合の観点からは、公的資金対民間等資金は、前年度とほぼ同水準の約 42:58 となった。公的資金対民間等資金の割合は、財政投融资改革や地方分権の流れの中、2000 年代前半から半ばにかけて、それまでの約 6:4 から約 4:6 に転換し、基本的には同様の割合が継続されている。

図表 3 2014 年度地方債計画の資金内訳（億円）

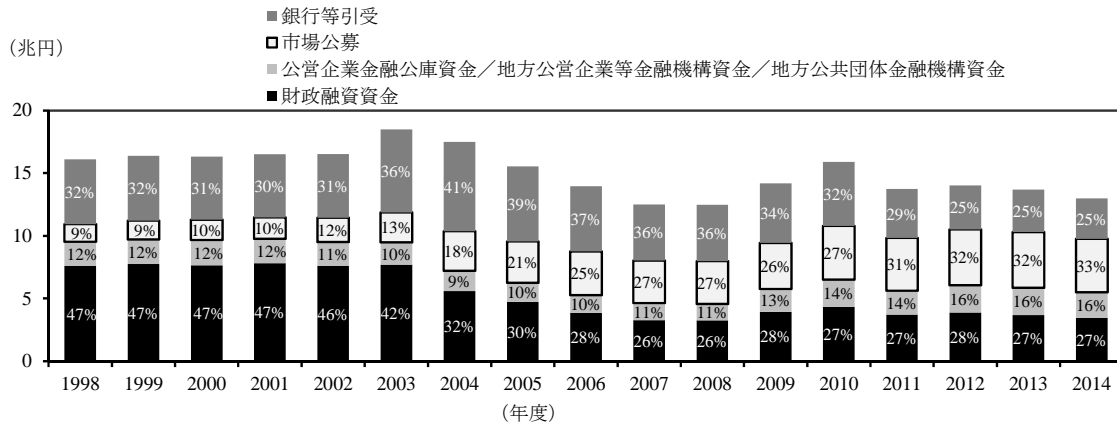
区分	2014 年度計画		2013 年度計画		差引 (A-B) (C)	増減率 (C) / (B) × 100
	(A)	構成比	(B)	構成比		
公的資金	55,030	42.4%	58,530	42.8%	-3,500	-6.0%
財政融資資金	34,530	26.6%	36,810	26.9%	-2,280	-6.2%
地方公共団体金融機構資金 (国の予算等貸付金)	20,500 (770)	15.8% -	21,720 (689)	15.9% -	-1,220 (81)	-5.6% (11.8%)
民間等資金	74,797	57.6%	78,348	57.2%	-3,551	-4.5%
市場公募	42,600	32.8%	44,400	32.4%	-1,800	-4.1%
銀行等引受	32,197	24.8%	33,948	24.8%	-1,751	-5.2%
合計	129,827	100.0%	136,878	100.0%	-7,051	-5.2%

(注) 1. 市場公募地方債については、借換債を含め 7 兆 5,800 億円（前年度比 1,800 億円、2.3%減）を予定している。

2. 国の予算等貸付金の（）書は、災害援護資金貸付金などの国の予算等に基づく貸付金を財源とするものであって合計には含めていない。

(出所) 総務省「平成 26 年度地方債計画」2013 年 12 月 24 日、8 頁
http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf

図表 4 地方債計画 資金別構成比の推移



(注) 当初計画による。

(出所) 総務省「平成 26 年度地方債計画」2013 年 12 月 24 日、8 頁、地方債協会『地方債統計年報（第 34 号）』2012 年、11-12 頁 (http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf)

2014 年度地方債計画の資金区分の中で唯一シェアが向上したのは、市場公募資金である。これは、「地方分権の進展に伴い、地方公共団体の自己責任による行財政運営が一層求められる中、市場における地方債資金の調達を一層充実する」⁶との趣旨が背景であり、市場公募資金の地方債計画に占める割合は、1998 年度には 8.6% だったのが、2014 年度には 32.8% と大きく拡大している（図表 4 参照）。市場公募へのシフトがより鮮明化しているのは、地方公共団体の間でも、財源確保の自己責任の重みが増加する中、資金調達手段を多様化し、透明性が高くかつ安定的で有利な資金調達を目指す一環で、市場のニーズが底堅く流動性が比較的高い市場公募債の発行を選択する動きが増加していることを反映しているとみられる。ただし、近年増加傾向であった全国型市場公募地方債発行団体に関して、2014 年度について新規団体は示されていない⁷。

3. 借換債を含めた市場公募地方債発行予定額とネット・ベースの発行予定額

地方債計画における 2014 年度の市場公募地方債発行予定額は、前年度比 1,800 億円減（同 4.1% 減）の 4 兆 2,600 億円となっているが、この額は新規事業に対する地方債のみの合計である（図表 3 参照）。借換分を含めた 2014 年度の市場公募地方債発行額については、新規発行分に 3 兆 3,200 億円を上乗せした 7 兆 5,800 億円（前年度比 1,800 億円減、同 2.3% 減）が見込まれている（図表 5 参照）。そして、年限別構成においては、市場公募地方債の基幹年限である 10 年債の増加が見込まれた一方、2、3、5、7 年債において前年度比減が予定されている。

⁶ 総務省「平成 26 年度地方債計画」2013 年 12 月 24 日、11 頁。

⁷ 例年のスケジュールでは、総務省は例年 4 月頃に、借換分を含めた団体別の翌年度の全国型市場公募地方債発行額を発表している。

図表 5 2014 年度市場公募地方債発行予定額（借換分含む、兆円）

年度	2013	2014	前年度比	
全国型市場公募地方債	7.5	7.3	-2.7%	
内訳	10年個別発行	3.5	3.6	2.9%
	10年共同発行	1.5	1.5	0.0%
	2年債、3年債、5年債及び7年債	1.9	1.6	-15.8%
	超長期（20年債及び30年債）等	0.6	0.6	0.0%
住民参加型市場公募地方債	0.3	0.3	0.0%	
合計	7.8	7.6	-2.3%	

(注) 1. 上記数値は、表示数値未満を四捨五入したものであるため、合計と一致しない場合がある。

2. 上記の発行予定額は変更される可能性がある。

3. 2013年度の数値は2013年度計画ベースの数値。

(出所) 総務省「平成26年度地方債計画」2013年12月24日、11頁

(http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf)

一方、弊社の試算によると、2014年度のネット・ベース（発行額－償還額）の市場公募地方債発行予定額は、前年度比9,056億円減（同32.8%減）の1兆8,574億円が見込まれた（図表6参照）。つまり、地方債市場の需給観点からは、2014年度は2013年度に比して良好に推移する可能性がある。ネット・ベースの発行予定額が大幅に減少となったのは、グロスベースの発行予定額の減少に加えて、償還予定額も2001年度から発行開始された臨時財政対策債の償還が本格化していること等を反映し、前年度比大幅増となったことが主因である。なお、2013年度地方債計画の特徴の1つであった10年前に発行した多額の臨時財政対策債の借換需要を市場公募資金から、需要に厚みのある銀行等引受資金（主として証書形式）に振り替えること等を通じて、地方債市場の安定性を維持しようとする地方公共団体の姿勢は継続しているとみられる⁸。

図表 6 2014 年度 市場公募地方債発行予定額（億円）

年度	2012	2013	2014	前年度比	
発行額	65,768	77,600	75,800	-1,800	-2.3%
償還額	35,684	49,970	57,226	7,256	14.5%
ネット発行額	30,084	27,630	18,574	-9,056	-32.8%

(注) 2012年度の発行額と償還額は、日本証券業協会の統計に基づく実績。2013年度及び2014年度の発行額は、地方債計画に基づく予定。2013年度及び2014年度の償還額は日本証券業協会の統計に基づく予定。

(出所) 総務省「平成26年度地方債計画」2013年12月24日、8頁、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」（日本証券業協会）、日本証券業協会「公社債便覧（第154号、2013年3月末現在）」、より野村資本市場研究所作成（http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf、<http://www.jsda.or.jp/shiryo/toukei/hakkou/index.html>、<http://market.jsda.or.jp/shiraberu/saiken/kousyashi/kousyashi/binran154.html>）

⁸ 詳細は、江夏あかね「臨時財政対策債借換需要の本格到来と求められる地方公共団体の対応—2013年度地方債計画と起債運営」『野村資本市場クォーターリー』第16巻第4号（2013年春号）、2013年、を参照されたい。

4. 公共施設等の解体撤去に関する地方債

2014 年度地方債計画における新たな施策としては、「公共施設等の総合的な管理による老朽化対策等の推進」が示された。財政措置としては、(1) 公共施設等の解体撤去に関する地方債（資金手当）、(2) 公共施設等総合管理計画作成に要する経費について特別交付税措置、が挙げられている（図表 7 参照）。

図表 7 公共施設等の総合的な管理による老朽化対策等の推進

<ul style="list-style-type: none"> 過去に建設された大量の公共施設等の更新時期に対応するため、地方公共団体に対し、公共施設等の総合的な管理の推進を要請 上記の推進にあたり必要な計画（公共施設等総合管理計画）の作成に要する経費について特別交付税措置を実施 計画に基づく公共施設等の除却について、地方債の特例措置を創設
<p>1. 公共施設等総合管理計画</p> <p>地方公共団体に対し、以下の内容等を定めた計画の作成を要請</p> <ul style="list-style-type: none"> 公共施設等の現況及び将来の見通し (例) 公共施設等の状況（数、延べ床面積等） 財政状況、人口動態 など 公共施設等の総合的な管理に関する基本的な方針 (例) 統合・更新・長寿命化等に関する基本的な考え方 総量等に関する数値目標 など
<p>2. 計画の策定に係る支援</p> <ul style="list-style-type: none"> 各地方公共団体において、人口動向や財政・施設の状況等の地域の実情を踏まえ、かつ、全施設類型にわたる横串の計画を作成することができるよう、留意事項等を助言 計画作成に要する経費について特別交付税措置 措置率 1/2
<p>3. 計画に基づく公共施設等の除却についての地方債の特例措置</p> <ul style="list-style-type: none"> 計画に基づく公共施設等（公営企業に係るものを除く）の除却について、地方債の特例措置を創設（地方財政法を改正） 特例期間 2014 年度以後の当分の間 地方債の充当率 75%（資金手当） 地方債計画計上額 300 億円（一般単独事業（一般）の内数） ※なお、公営企業については、水道施設等に限定されていた施設処分に関する経費の財源に充てるための公営企業債の発行を認める取扱いを全ての事業区分に広げる（地方債計画計上額 120 億円〔公営企業債各事業の内数の計〕） <p>(出所) 総務省「平成 26 年度地方債計画」2013 年 12 月 24 日、10 頁、より野村資本市場研究所作成 (http://www.soumu.go.jp/main_content/000266312.pdf)</p>

日本の地方公共団体は、1960 年代の高度経済成長期頃から公共施設等を整備してきたが、近年では公共施設等の老朽化に伴う更新需要が本格化する兆しにある。しかし、現行の地方債制度では、建設公債原則⁹の下、公共施設等の解体撤去に充当する経費については、一部の例外を除き、解体撤去費用のみに充当することはできず、建て替えの場合など建設事業と一体と捉えることができる費用についてのみ建設費の一部として対象とされている¹⁰。そのため、地方公共団体は、仮に老朽化施設等の廃止を決定した場合、一般財源等から解

⁹ 日本の地方債制度の下では、適債事業に関して地方財政法第 5 条に公共施設及び公用施設の建設事業費等が列挙されているほか、特例措置に基づいて地方債を財源とすることが可能とされている。

¹⁰ 総務省「平成 25 年度地方債同意等基準運用要綱（平成 25 年 4 月 11 日付総務副大臣通知）（抄）」第一 簡易協議等手続に関する事項 一 一般的事項 2 (4)。

体撤去費用を捻出せざるを得ず、解体費が捻出できずに廃止した施設を放置するケースも見られるようになった。しかし、廃止した施設が放置された場合、地域における治安悪化や地域コミュニティの崩壊といった社会環境問題にもつながりかねず、また、さらなる財政悪化を招くことも懸念される状況であった。

このような中、埼玉県は2013年3月、国の構造改革特区制度に対して、「公共施設アセットマネジメントによる地方債の特例」¹¹として、一定の条件下で公共施設等の除却費用について、地方債を充当可能にすることを提案した。その後、総務省が全国的にどの程度解体撤去の意向がある公共施設等があるかを調査した結果、12,251件（解体撤去費用見込み約4,039億円）に上ることが明らかになり¹²、2014年度地方債計画において、公共施設等総合管理計画に基づく公共施設等の除去についての地方債の特例措置等が示された。当該措置をめぐっては、2014年1月からの通常国会に、地方財政法改正案として提出される予定となっている。

公共施設等の除却に関する地方債の特例措置は、公共施設等の総合的かつ計画的な管理計画（公共施設等総合管理計画）に基づく公共施設等の除却について経費の75%を地方債で充当できるものである。ただし、当該地方債は、あくまでも資金手当であり、交付税措置等はない¹³。また、償還期間に関しては、建設公債原則に基づかない地方債であるが、公共施設の更新等に係る財政負担を平準化することも当該特例措置の目的であることから、原則10年以内とされた。加えて、当該地方債の特例措置の期間は、今後更新需要が本格化する見込みであることを踏まえて、当分の間と示された。また、当該地方債は、許可を必要とする多くの特例債とは異なり、地方債協議制度の下、都道府県・政令指定都市は総務大臣、市町村・特別区等は都道府県知事と協議を行い、そのプロセスの中で公共施設等総合管理計画の内容等の適正さ等が判断されることになる。

公共施設等の解体撤去に関する地方債の資金区分としては民間等資金とされている。日本の地方債に関しては、課税権が実質的な担保となると解釈されており、地方債の流通市場のこれまでの傾向と同様に、充当目的によって同じ地方公共団体のクレジット・スプレッドに差がつくことはない想定される。しかし、当該地方債が建設公債原則の例外となる起債であるため場合によって財政規律の観点から疑義が生まれかねないことや、地方公共団体の負の遺産への対応といったネガティブな印象を与えかねないことに鑑みると、住民、議会、投資家といった地方公共団体のステークホルダーに対して、公共施設等総合管理計画が当該地方公共団体の財政の持続可能性に寄与しうる内容であることをわかりやすく説明する必要があると言える。さらに、地方公共団体の公共施設等更新に関連する他の政策（インフラ長寿命化基本計画、コンパクトシティ化、定住自立圏構想等）とどの程度シナジー効果が創出されるかといった点が注目される。

¹¹ 内閣官房地域活性化統合事務局「構造改革特区及び地域再生の提案受付状況について」2013年4月25日。

¹² 総務省「公共施設等の解体撤去事業に関する調査結果」2013年12月。

¹³ 公共施設等総合管理計画作成に要する経費について、特別交付税措置（措置率1/2）がある。

5. 第三セクター等改革推進債の経過措置

2014年度地方財政対策においては、第三セクター等改革推進債（三セク債）の経過措置が示された。三セク債とは、「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）の本格施行から5年間で地方公営企業、地方公社及び第三セクターの抜本的改革を集中的に行うように措置された特別の地方債で、地方公営企業、地方公社及び第三セクターの整理・再生（廃止、解散、事業再生等）に要する経費について、一定の要件を満たしたものについて、措置するものであり、5年間（2009～2013年度）の時限措置として創設された¹⁴。

三セク債が創設された背景としては、経営が悪化した第三セクター等をめぐり、現状維持よりも廃止・清算等の抜本的な改革を行ったほうが、中長期的には地方公共団体の財政負担の軽減や第三セクター等の経営破綻に伴う突発的な財政負担リスクの回避につながる場合があるものの、一時的に損失補償の履行等を通じて多額の支出を一般財源で負担せざるを得ず、抜本的改革が進まないという事情があったことが挙げられる。

第三セクター等の抜本的改革をめぐっては、赤字法人や債務超過法人の整理を含め、相当の成果が上がり、三セク債も創設から累計で1兆円近い許可額が見込まれる等、有効活用が進んだことが明らかになっている¹⁵。一方で、改革に関する計画策定や多数の関係者との調整に想定以上に時間を要するケースも散見され、地方公共団体から三セク債の措置延長が要望されていたほか、「抜本的改革に着手していながら何らかの事情により2014年3月末までに抜本的改革を完了させることが間に合わなかった地方公共団体に対しては、必要最低限の経過措置を特例的に講じることもやむを得ない」¹⁶との見解も示されていた。

そのような中、2014年度地方財政対策では、期限である「2013年度末までに抜本的改革に着手していながらその完了が間に合わなかった地方公共団体については、2016年度まで起債を可能とする経過措置を講じる」¹⁷ことが示された。具体的には、第三セクター等の整理・再生に取り組むこと等を定めた計画を2014年度当初に提出し、総務大臣の承認を受けた場合に限り、2016年度まで起債を可能とする経過措置を講じることになる。三セク債の発行に当たっては、従来と同様に、議会の議決を受けた上で、総務大臣又は都道府県知事の許可を受けるといった手続きが踏まれることとなるが、その申請に当たって必要となる議会の議決については、実際に起債の申請をする2016年度までの間に得ることとなる。

2014～2016年度までの三セク債の起債をめぐり、あくまでも経過措置であることやこれまでの発行実績を踏まえると、地方債市場の需給環境を変化させるような規模にはならな

¹⁴ 第三セクター等改革推進債については、江夏あかね「第三セクター等改革推進債の現状と課題—求められる市場と向き合う努力—」『野村資本市場クォーターリー』第16巻第4号（2013年春号）、2013年、を参照されたい。

¹⁵ 2009～2013年度（第1次分同意等予定額通知時点の予定額）の累計は、8,457億円に上る。（総務省第三セクター等のあり方に関する研究会「第三セクター等のあり方に関する研究会 中間まとめ—第三セクター等の抜本的改革の評価と今後の課題等について—」2013年9月17日、資料2）

¹⁶ 総務省第三セクター等のあり方に関する研究会「第三セクター等のあり方に関する研究会 中間まとめ—第三セクター等の抜本的改革の評価と今後の課題等について—」2013年9月17日、2頁。

¹⁷ 総務省「平成26年度地方財政対策の概要」2013年12月24日、5頁。

いと想定される上、これまでと同様に他の地方債と区別されて取引されるようなことはないと思われる。しかしながら、過去に係る負の遺産への対応となる抜本的改革が着実に進んでいることをステークホルダーに明確に説明することが、ヘッドライン・リスクを回避し、円滑かつ安定した起債を実現するカギになると予想される。

6. 地方法人税の交付税原資化

2014 年度地方財政対策の中で、地方公共団体の財政構造に中長期的に影響を及ぼす可能性のある項目としては、地方法人税の交付税原資化が挙げられる。

近年の地方財政では、地域間の税源の偏在性の是正が課題とされている¹⁸。2008 年度税制改正では、税源の偏在性を緩和すべく、消費税を含む税体系の抜本的な改革が行われるまでの間の暫定措置として、地方法人特別税及び地方法人特別譲与税が創設された。都道府県が企業に課税する法人事業税の所得割・収入割の標準税率を引き下げることによって、法人事業税の約半分に当たる 2.6 兆円を分離し、国税である地方法人特別税を創設し、これを各都道府県に人口及び従業員数を基準として地方法人特別譲与税の形で再配分するという仕組みである。

その後、2014 年 4 月からの消費税率 8%への引き上げが決定したことから、2014 年度税制改正の大綱の地方法人課税の偏在是正案として、(1) 地方法人特別税及び地方法人特別譲与税の規模の縮小、(2) 法人住民税の交付税原資化、が謳われた¹⁹。これは、法人事業税の 3 分の 1 相当（平年度ベースで 0.7 兆円程度）を還元する一方、都道府県や市町村が企業に課す法人住民税法人税割の税率を引き下げるとともに、当該引下げ分に相当する課税標準を法人税額とする地方法人税を国税として創設（平年度ベースで 0.5 兆円程度）するというものである。新設される地方法人税の税額は、地方交付税の原資として国の交付税及び譲与税配付金特別会計（交付税特別会計）に直接繰り入れられ、他の地方交付税の原資である国税 5 税の一定割合とともに、地方交付税として地方公共団体に配分されることになる。

消費税率が引き上げられた際、地方公共団体の増収効果は、人口や店舗数が多い都市部ではより大きくなる上、東京都のような不交付団体の場合、基準財政収入額の増加に伴う地方交付税の縮減といった影響も受けなため、財政的なメリットは増幅することになる。一方で、人口が少ない地域で交付団体の場合、財政面のメリットはあまり大きくないことが見込まれているため、税制見直しを行わなければ格差が広がる可能性があったことが税制改正決定の背景とみられる。他方、2008 年度税制改正を通じて導入された地方法人特別税は、法人住民税の交付税原資化を通じて税収減となる都市部の地方公共団体等に配慮して、縮小されることとなった。

これらの税制改正は、2014 年度 10 月 1 日以後に開始する事業年度から適用されるため、

¹⁸ 2011 年度決算では、人口 1 人当たり税収額の偏在度（各都道府県の人口 1 人当たりの税収額の最大値を最小値で除した数値）が、地方税全体で 2.5 倍、地方消費税（清算後）で 1.8 倍、地方法人 2 税で 5.3 倍といった状況であった。

¹⁹ 閣議決定「平成 26 年度税制改正の大綱」2013 年 12 月 24 日。

初年度となる 2014 年度にはその影響がほとんど及ばない見込みである。しかし、2015 年度以降については、財政力が強固でない地方公共団体に対して再配分の割合が増加することから、地方公共団体間の財政力の格差是正に寄与することが期待されている。すなわち、日本の地方公共団体の場合、現行の地方財政制度の下でも信用力格差は比較的小さい状況であるが、さらに地方公共団体セクター全体の信用力の均衡化が進むことが見込まれる²⁰。ただし、地方公共団体にとって自主財源である地方税を一部国税化した上で、再配分するといったスキームは、地方公共団体による企業誘致、地域経済活性化といった税源涵養努力を損なう可能性もあることから、新たな税制導入後にも税収動向等を注意深くモニタリングし、適宜税制を見直すことも必要と考えられる。

Ⅲ. 今後の見通し—「アベノミクス」2 年目の起債運営戦略

1. 2014 年度地方債計画と 2013 年の地方債市場の回顧

2014 年度地方債計画においては、「アベノミクス」下の景気回復や消費税率引き上げの恩恵を受けた地方税の増収や臨時財政対策債発行の抑制といった地方財政好転の状況が浮き彫りになったほか、ネット・ベースの発行予定額が前年度比約 3 分の 1 減となったこと等を踏まえると、市場公募地方債市場の需給環境が引き続き良好に推移する可能性が示唆された。

一方で、地方債市場を見ると、2013 年度については、新金融緩和政策が講じられたため、クレジット・スプレッドが低位安定して推移していた近年とは対照的な状況となっている。黒田東彦日本銀行総裁の就任直後の 2013 年 4 月 4 日に決定した新金融緩和策「量的・質的金融緩和」は、2%の「物価安定の目標」の実現を念頭に策定されたもので、長期国債買入れについては、(1) 保有額を 2 年で 2 倍に拡大すること、(2) 買入れの平均残存年限を従来の 3 年弱から 2 倍以上となる 7 年程度に延長すること、が示された。これを受けて、国債金利の変動率（ボラティリティ）の上昇が見られたほか、地方債市場においても、10 年ゾーンを中心に重めの展開となり、クレジット・スプレッドの拡大圧力に晒される状況となった。地方債市場は、2013 年度後半頃から一時期に比して落ち着きを取り戻す傾向が見られているものの、地方公共団体にとっては、起債の形式、償還年限、タイミング等を見極めるのが例年に比して困難な状況となっている。

2. 2014 年度の地方債市場の見通しと「アベノミクス」2 年目の起債運営の選択肢

2014 年度の地方債市場を見据えた場合、地方財政制度の大幅な変更や中央政府による地方公共団体セクターへのコミットメントの低下といった地方債市場そのもので起こるヘッドライン・リスクの可能性は限定的とみられる。しかしながら、各国中央銀行による金融

²⁰ 依頼格付けを取得している日本の地方公共団体の格付水準の差は 2014 年 1 月 22 日現在、2 ノッチにとどまっている。

緩和政策縮小（テーパリング）の可能性や新興国の経済減速等に伴う金利環境の変化といった外部要因の不透明性が続き、地方債市場に影響を与える可能性は否めない。このような状況を踏まえた「アベノミクス」2年目の効果的な起債運営戦略のカギは、起債の形式（証券・証書等）、償還年限や償還方式（満期一括・定時償還）、タイミング等の点で柔軟かつ弾力的な起債を行えるかといった点であろう。

近年においては、フレックス発行に代表されるように、地方公共団体が市場公募地方債を発行する際に、年間の発行計画上、予め起債時期や償還年限等の発行条件を特定せず、市場の金利環境、投資家の需要などに応じた起債を行うケースが増加してきた。2012年度に地方債届出制度が民間等資金に導入されたこともあり、より機動的に地方債を発行することが可能となったこともフレックス発行のような起債手法の浸透に寄与しているとみられる。

1) 償還方式を柔軟にする事例—定時償還方式の公募債

これまでは柔軟な調達償還年限やタイミングの選択が主眼とされていたのが、2013年度には償還方式を柔軟にする例として、定時償還方式の全国型市場公募地方債が出現した。地方債の償還方法としては、定時償還方式（元利均等償還と元金均等償還）と満期一括償還方式がある。公的資金において、財政融資資金は原則として定時償還方式（元利均等償還）、地方公共団体金融機構資金は、一部を除き定時償還方式（元利均等償還）となっている。一方、民間等資金では、銀行等引受資金の場合、借入先の金融機関との交渉で決定するため、様々な方法があるが、定時償還方式を採用している団体が比較的多い。他方、市場公募資金の場合、流動性の向上や事務負担の軽減といった効果が期待され、1992年度よりすべてが満期一括償還方式となっていた²¹。しかし、2013年10月に京都府がチャレンジ枠²²（発行形態未定）の中で、定時償還方式の公募債を発行して以降、一部の団体が同様の方式の公募債の発行に踏み切っている。

地方公共団体にとって、定時償還方式の起債は、満期一括償還方式とは異なり、元金が一定期間毎に償還されていくため、満期が到来した際の資金負担が大きい上、減債基金の積立が不要である。加えて、元本の通減によって、利金や各種手数料を含めた支払コストの抑制を図りやすいといったメリットがある。また、デメリットとしては、定時償還には多様な条件（据置期間、償還年限）があることから、金利決定方式が確立されておらず発行水準の見極めが困難な状況もあるほか、満期一括償還方式に比して流動性が見劣りする傾向にあるといった点が挙げられる。

一方、地方公共団体が定時償還方式の公募債で発行する場合、残存期間、残存額面、格付水準といった一定の要件を満たした場合、国内の主要な債券インデックスにも組み入れられることから、金利水準等に妙味があれば、パッシブ運用を行っている投資家層による

²¹ 自治省財政局地方債課内かん「市場公募地方債に係る満期一括償還方式の導入について」1992年1月20日。

²² チャレンジ枠は、新しい手法で京都府債を発行することにより、有利な資金調達や新たな投資家層の取り込み等を図ることを趣旨としている。

選好も期待することが可能となる。特に、定時償還方式の地方債は、対国債スプレッドが参照される傾向のある満期一括償還方式とは異なり、対スワップレートのスプレッドが参照される傾向にある。そのため、国債金利と金利スワップレートの形状によっては、満期一括方式で同じ平均残存年限の銘柄に比して、金融機関等の投資家にとって妙味のある水準に映ることもある。このような定時償還方式の公募債のメリットに鑑みると、金利情勢の変化や投資家需要に応じて柔軟かつ弾力的な発行に踏み切ることができるよう、地方公共団体が準備をする意義は十分にあると考えられる。

ちなみに、米国では定時償還方式の地方債として連続償還債（serial bonds）が広く根付いている。連続償還債は、一括償還債券（term bonds）とは異なり、連続する年において異なる満期日が設定されるものである²³。発行体の全信用力によってその元利償還が行われる一般財源保証債（general obligation bonds、GO）においては、この方式が採用されていることが多い。連続償還債は、既存の債務の元利償還額と、新たに発行する債券の元利償還額を調整し、各年の債務償還を平準化するため、新規発行債券の各満期日における元金償還額が異なることも多い。一般財源保証債の場合、州によっては債務や公債費の上限額が設定されていることもあるため、元金償還額の調整を図ることを通じて、起債に関する規定を遵守しているとみられる。一方、起債収入を利用した事業（事業体）から生じる利用料等の収入によって元利償還が行われる仕組みのレベニュー債では、連続償還債と一括償還債券を組み合わせ商品が構築されるケースが主流となっている。

2) 金利形態を柔軟にする事例—物価連動債や変動利付債

地方債の商品性拡充の観点から、例えば物価連動債や変動利付債といった商品も金融情勢等によっては検討に値する可能性がある。

1点目の物価連動債は、物価の動向に連動して元本額や利子額が変動する債券で、2世紀以上の歴史を誇る金融商品である²⁴。通常の債券は、支払金利と償還額が発行時に確定しているが、物価連動債は償還及び償還までに発生するキャッシュフローが変動するために名目ベースの受取額が変動する。一方、物価連動債は、キャッシュフローが物価水準を反映した額になるため、実質ベースでは債券発行時の想定受取額が維持されることになる。

日本においては、2003年度に物価連動国債が導入され、2008年度から発行停止となっていたが、日本銀行により消費者物価2%上昇を目指す「物価安定の目標」が導入されたことや海外投資家を中心とした根強い需要等を受けて、2013年10月に発行が再開された。また、公営企業金融公庫（公営公庫、当時、現・地方公共団体金融機構）が2004～2005年度にかけて物価連動債を発行した経緯がある。

一方、諸外国においては、国（ソブリン）のみならず、政府系機関、地方公共団体、金

²³ 地方公共団体の長期債の場合、元金償還は年1回、利払いは半年に1回が一般的である。（自治体国際化協会「米国地方債の概要とその活用事例」CLAIR REPORT NUMBER287、2006年8月31日、13頁）

²⁴ 物価連動債は、マサチューセッツ州政府による1742年発行の銀に連動する債券が最初とされている。（Mark Deacon, Andrew Derry and Dariush Mirfendereski, *Inflation-indexed Securities: Bonds, Swaps and Other Derivatives*, Second Edition, John Wiley & Sons, Ltd., 2004, p.2.）

融機関、事業会社等が物価連動債の発行体となっている。また、地方公共団体が物価連動債を発行している事例としては、米国、欧州各国等が挙げられる。例えば、米国の場合、1997年1月に物価連動国債（Treasury Inflation Protection Securities、TIPS）が発行されたのを受けて、1997年3月に米国では初めての物価連動地方債（CPI-linked municipal bonds）となるフロリダ州オーランド市の水道・下水道レベニュー債が発行されて以降、昨今の金融危機が始まる2007年半ば頃まで、水道・下水道、電力、野球場等で活用が進んだ。金融危機以降は、インフレ率の低下等を受けて地方公共団体による物価連動債の発行はほとんどないものの、景気回復がさらに底堅いものになれば、発行が再開される可能性もある。

日本の地方公共団体が物価連動債を活用する意義があるか否かは、商品性の多様化や投資家層の拡大といったメリットとともに、物価連動債の調達金利が従来の地方債に比して魅力的な水準か否かが最も重要なポイントとなる。一方、投資家にとっては、物価上昇リスクのヘッジといったメリットがあり、特に、機関投資家としては負債がインフレに連動する年金基金、個人投資家としては現役世代よりインフレ・リスクに晒されやすい高齢者等にとって魅力的な金融商品として映ることが多いと考えられる。

また、米国の地方公共団体は通常、スワップ契約を通じて物価上昇リスクをヘッジしているほか、公営公庫の物価連動公営企業債券も利子及び償還元金の変動をスワップ契約でヘッジしている²⁵。ただし、スワップ契約でヘッジした場合、金利環境にもよるが、通常の地方債に比して、トータル・コストが割高になる場合もある。さらに、日本の地方公共団体の場合、スワップ契約を締結したことがある団体数はそれほど多くないため、米国のように広く浸透するにはかなりの時間を要するとみられるものの、市場環境によっては、ノウハウを有する団体にとって、検討の意義がある可能性があると言える（もちろん、スワップ契約を締結しないで発行するといった選択肢もある）。加えて、比較対象となりうる物価連動国債と遜色のない商品設計（償還時の元本保証〔フロア〕の設定等）を行うことも必要と考えられる。

一方、物価連動債に比して商品性がシンプルな変動利付債も注目される。とりわけ、2013年10月に発行された個人向け変動利付国債においては、金利先高観を背景とした堅調な需要が観察された。そのため、金利情勢や投資家需要によっては、住民参加型市場公募地方債も含めて変動利付債として発行することを検討することも起債運営戦略として有効となる可能性がある。変動利付債は、投資家にとっては金利変動リスクのヘッジツールとして魅力的な金融商品として認識されることもある。一方、地方公共団体にとって、金利リスク管理が適切に行われれば、商品性の多様化や投資家層の拡大といったメリットを享受できると考えられる。なお、税込総額に占める法人二税の割合が比較的高い団体は、歳入が景気変動等の影響を受けやすい傾向にあることから、固定金利でほとんどの調達をしている場合、税込とある程度の相関がある変動金利をベースとした起債も一定部分について視野に入れることが、歳入歳出構造の安定化に寄与する場合もあると期待される。

²⁵ Joe Mysak, *Encyclopedia of Municipal Bonds*, Bloomberg Press, 2012, p.39、前葉泰幸「物価連動公営企業債券の企画立案から実現まで」『公営企業』第36巻第12号、地方財務協会、2005年3月、23頁。

3. 「アベノミクス」2年目の起債戦略—柔軟かつ弾力的な対応がカギ

「アベノミクス」2年目となる2014年度の効果的な起債運営においては、市場の先行き不透明感を払拭し、柔軟かつ弾力的な起債を行うことが重要であり、金利情勢や投資家需要等を踏まえながら、従来の償還年限やタイミングの選択といった柔軟性の向上のみならず、定時償還方式の公募債、物価連動債、変動利付債といった商品性の多様化にも視野を広げることが安定かつ低利の調達につながる可能性があると言える。