

2023 年度地方債計画

—世界初のグリーン共同発行地方債発行と起債運営に向けた論点—

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 2023 年度地方債計画や地方財政対策では、財政健全化の継続が示されるとともに、地域の脱炭素化の推進についても重層的に施策が掲げられた。特に、2023 年度後半に 10 年債として発行予定である地方団体におけるグリーンボンドの共同発行は、世界初のグリーン共同発行地方債発行になる可能性がある。
2. 2023 年度の地方債市場を見据えると、国内金利の動向を含めて金融市場環境の先行きを見通すのが難しい状況が続くとみられる。このような中、2023 年度の起債運営に向けた全体の論点としては、柔軟性の確保や投資家への丁寧な対応が挙げられる。グリーン共同発行地方債を含めた持続可能な開発目標（SDGs）への貢献を意図した債券（SDGs 債）における起債運営の論点としては、SDGs 債としての主目的を軸にした資金調達がカギになり得る。
3. 特に、SDGs 債の発行に当たっては、主目的である地域課題を軸に据えた起債運営が大切と言える。投資家が着目する可能性のある論点（地域のマテリアリティ〔重要課題〕への焦点、インパクトの追求及び開示、追加性の創出）を把握し、適切に対応することが求められる。加えて、財投機関、事業会社、金融機関等の地方公共団体以外による SDGs 債にも投資している投資家からも賛同を得られるように、各発行体による持続可能な社会の実現に向けた取り組みを把握し、必要に応じて対応を行うことが重要である。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・江夏あかね「2022 年度地方債計画—持続可能な財政運営と脱炭素化の両立に向けて—」『野村サステナビリティクォーターリー』第 3 巻第 1 号（2022 年冬号）。
- ・江夏あかね「2016 年度地方債計画と『アベノミクス』4 年目の地方債の総合管理」『野村資本市場クォーターリー』2016 年冬号（ウェブサイト版）。
- ・江夏あかね「ドイツの新たな共同発行地方債と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』第 18 巻第 1 号（2014 年夏号）。

I はじめに

総務省は2022年12月23日、「2023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。

2023年度地方債計画及び同日に公表された地方財政対策は、前年度に引き続き、税収の伸び等を背景に、臨時財政対策債の発行予定額の減少が続く等、財政健全化の進展が見られる内容だった²。また、地域の脱炭素化の推進についても、地方団体におけるグリーンボンドの共同発行等を含めて重層的に施策が示された。

本稿では、2023年度地方債計画及び地方財政対策に関して、地方債計画の構成と地域脱炭素化の推進に資する施策に関する主なポイントを分析した上で、2023年度の地方債市場の展望と起債運営に向けた論点を検討する。

II 地方債計画の構成に関する論点

地方債計画の構成に関する主な論点としては、(1) 制度創設以降で最低水準となる臨時財政対策債の発行予定額、(2) 引き続き過去最高水準となった市場公募資金の割合、(3) 市場公募地方債の需給環境とフレックス分の増加、が挙げられる。

1. 制度創設以降で最低水準となる臨時財政対策債の発行予定額

2023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6,820億円減（同6.7%減）の9兆4,994億円となった（図表1左上参照）。計画規模の縮小は、臨時財政対策債の発行予定額が前年度比7,859億円減（同44.1%減）の9,946億円となったことが主因である（図表1右上参照）。

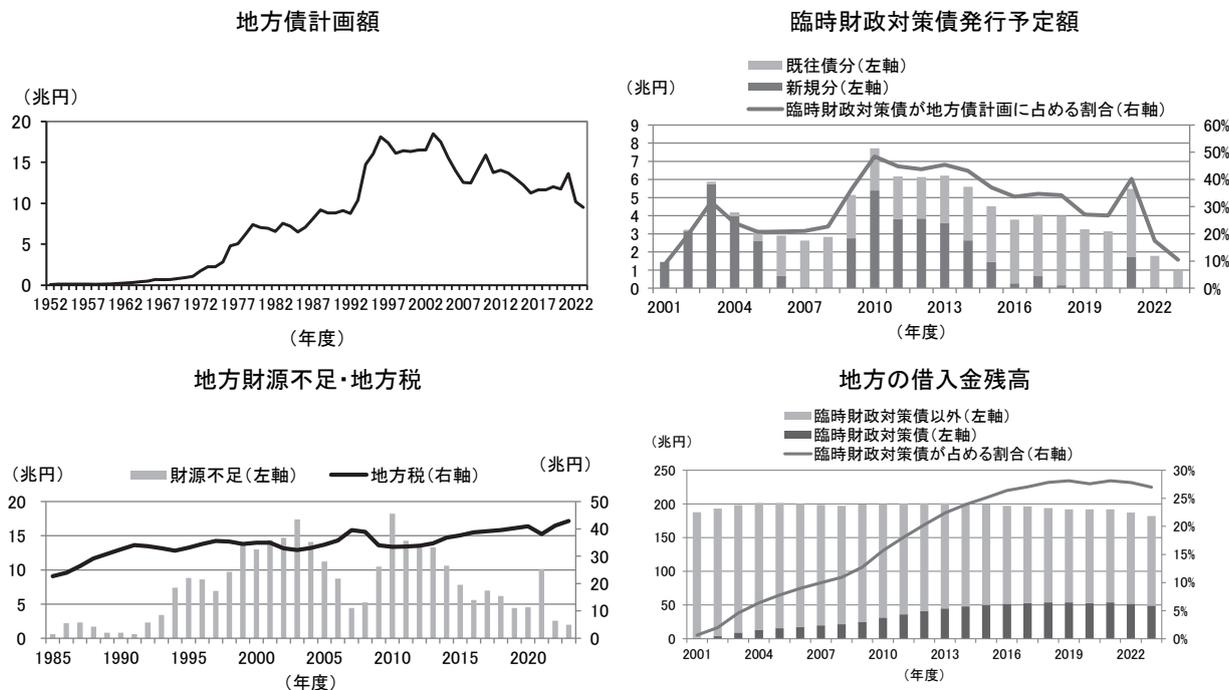
臨時財政対策債は、地方一般財源の不足に対処するため、投資的経費以外の経費にも充てられる地方財政法第5条の特例として発行される地方債であり、2001年度から発行されてきたものである。財源不足額に充当する地方交付税の財源（国税の一定割合）が不足する場合、国と地方で折半し、地方分は臨時財政対策債として発行することとなっており

¹ 総務省「令和5年度地方債計画」2022年12月23日。

² 2022年度地方債計画及び地方財政計画に関する詳細は、江夏あかね「2022年度地方債計画—持続可能な財政運営と脱炭素化の両立に向けて—」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第1号（2022年冬号）、を参照されたい。

(折半ルール³)、臨時財政対策債の元利償還金は、全額交付税措置される(後年度の基準財政需要額に算入される)。

図表1 地方債計画額等の推移



(注) 地方債計画額及び臨時財政対策債発行予定額は、当初ベース(通常収支分と東日本大震災分の合計)。地方の借入金残高は、2022~2023年度については年度末見込み。

(出所) 総務省「地方財政計画」及び「地方債計画」各年度、総務省「地方財政の借入金残高の状況」、より野村資本市場研究所作成

2023年度の臨時財政対策債の発行額(9,946億円)は、同地方債が創設された2001年度以降で最低水準となった。これは、新規分が引き続きゼロになった上⁴、既往分(既発の臨時財政対策債の元利償還金分)についても減少が続いたことが背景である(図表1右上参照)。

臨時財政対策債の発行予定額の減少は、発行可能額の割り当てが比較的多い普通交付税の交付団体で財政規模が大きい道府県や政令指定都市にとって、起債総額の抑制につなが

³ 国と地方の折半ルールは、2001年度以降続いている仕組みで、総務・財務両大臣の合意に基づく地方財源不足の補填ルールである。基本的には、地方の財源不足額のうち、財源対策債の発行や、国の一般会計加算(既往法定分)等を除いた残余の財源不足額(折半対象財源不足額)を国と地方が折半して補填する仕組みとなっている。これに基づき、国は折半対象財源不足額の2分の1を一般会計から加算(臨時財政対策特例加算)することにより地方交付税を増額し、残り2分の1は特例地方債(臨時財政対策債)を発行することにより補填する。(三角政勝「財源不足が拡大する中で一般財源総額の確保—平成29年度地方財政対策—」『立法と調査』第385号、参議院事務局、2017年2月)

⁴ 新規分については、地方税収(通常収支分)が堅調な法人関係税の伸びに牽引され、前年度比1兆6,446億円増(同4.0%増)の42兆8,751億円と増加し、財源不足額が引き続き縮小(前年度比5,659億円減[同22.1%減]の1兆9,900億円)した結果、国と地方の折半ルールの対象となる折半対象財源不足が引き続きゼロとなった。

る可能性がある⁵。そして、地方財政全体の健全化の観点からも、臨時財政対策債の発行抑制効果や交付税及び譲与税配付金特別会計（交付税特別会計）借入金償還の前倒し⁶も寄与し、地方の借入金残高見込みが2022年度末の187兆円程度から2023年度末には182兆円程度と、臨時財政対策債が創設される以前の2000年度並みの水準に減少することも評価される（図表1右下参照）。しかしながら、2023年度末の地方の借入金残高（対GDP比）の見込みは32%（2022年度末は33%）と、経済協力開発機構（OECD）加盟国の平均（2020年〔州政府を除く〕、8.6%）に比して依然として突出していることや昨今の先進国における金利上昇傾向等に鑑みると、財政健全化に向けて引き続き手綱を引き締めることが不可欠な状況と言える⁷。

2. 引き続き過去最高水準となった市場公募資金の割合

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公共団体金融機構資金）と、民間等資金（市場公募資金と銀行等引受資金）に分類することができる。資金区分の観点からは、公的資金対民間等資金は、前年度とほぼ同水準の約4:6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2参照）。

2023年度地方債計画の資金区分について、4つの資金区分の全てが減少したが、公的資金と民間等資金の内訳はほぼ同水準とされたほか、市場公募資金の割合が2022年度に引き続き過去最高水準の35.9%となったことが特徴と言える（図表3参照）。

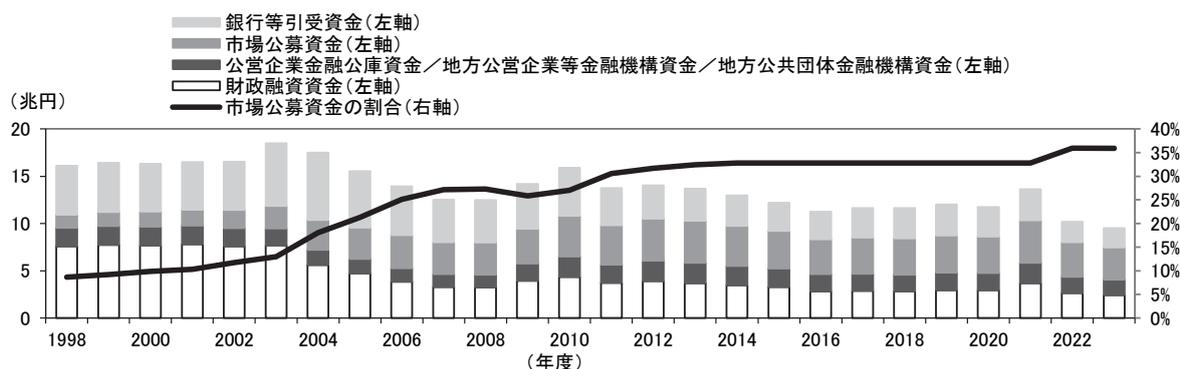
市場公募地方債をめぐっては、21世紀に入った頃から、地方公共団体の間でも財源確保の自己責任の重みが増加する中、資金調達手段を多様化し、透明性が高くかつ安定的で有利な資金調達を目指す一環で、市場のニーズが底堅く流動性が比較的高い市場公募債の発行を選択する動きが増加している。さらに後述のグリーンボンド等への堅調な需要等も背景に、地方債市場において一定の発行規模を確保すべく、市場公募資金への配分が最大となったとみられる。

⁵ 臨時財政対策債の発行可能額は、財源不足額基礎方式に基づき、財政力に応じて逡増するものの、原則的には普通交付税の配分額が大きい団体ほど多く割り当てられる。財源不足額基礎方式は、人口基礎方式（すべての地方公共団体を対象とし、各団体の人口を基礎として算出）による臨時財政対策債発行可能額を振り替えたときに、財源不足額が生じている計算となる地方公共団体を対象とし、当該不足額を基礎として算出（財政力に応じて逡増）するものである。（総務省「平成25年度臨時財政対策債発行可能額について」）

⁶ 従来の交付税特別会計借入金の償還計画において、2023年度の償還額は、5,000億円とされていたが、2023年度地方財政対策では、8,000億円増額され、1兆3,000億円と示された。これに伴い、2023年度末の交付税特別会計借入金残高についても、従来の29兆1,123億円から、28兆3,123億円と見込まれた。（総務省「令和5年度地方財政の姿」2023年1月）

⁷ 総務省「国・地方の債務残高（GDP比）の国際比較【2020】」、財務省「我が国の財政事情（令和5年度予算政府案）」2022年12月。

図表2 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「地方債計画」各年度、より野村資本市場研究所作成

図表3 2023年度地方債計画の資金内訳(億円)

区分	2022年度計画		2023年度計画		差引 (B-A) (C)	増減率 (C) / (A)
	(A)	構成比	(B)	構成比		
公的資金	43,728	42.9%	40,657	42.8%	-3,071	-7.0%
財政融資資金	26,264	25.8%	24,238	25.5%	-2,026	-7.7%
地方公共団体金融機構資金	17,464	17.2%	16,419	17.3%	-1,045	-6.0%
(国の予算等貸付金)	(335)	-	(266)	-	(-69)	(-20.6%)
民間等資金	58,086	57.1%	54,337	57.2%	-3,749	-6.5%
市場公募	36,600	35.9%	34,100	35.9%	-2,500	-6.8%
銀行等引受	21,486	21.1%	20,237	21.3%	-1,249	-5.8%
合計	101,814	100.0%	94,994	100.0%	-6,820	-6.7%

(注) 1. 市場公募地方債については、借換債を含め6兆3,200億円(前年度比3,000億円減〔同4.5%減〕)を予定している。
2. 国の予算等貸付金の括弧書は、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「令和5年度地方債計画」2022年12月23日、より野村資本市場研究所作成

3. 市場公募地方債の需給環境とフレックス分の増加

2023年度地方債計画の資金区分の中で最もシェアが高い市場公募資金は、計画の全体額が減少する中、前年度比2,500億円減(同6.8%減)の3兆4,100億円となった。これは、新規事業に対する地方債のみの合計であり、借換分を含めた2023年度の市場公募地方債発行額については、新規発行分に2兆9,100億円を上乗せした6兆3,200億円(前年度比3,000億円減〔同4.5%減〕)とされた。

野村資本市場研究所の試算によると、2023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、発行額の減少と償還額の増加を背景に、前年度比5,206億円減(同38.1%減)の8,441億円が見込まれた(図表4参照)。すなわち、ネットベースの市場公募地方債発行予定額から見ると、2023年度の地方債市場の需給環境は引き続き良好に推移する可能性が示唆される。

しかしながら、後述の通り、2022年度半ば頃からの国債金利上昇局面では、地方債の対国債スプレッドが拡大し、地方債市場全般で重めの展開をしており、2023年度につい

ても需給環境よりも金利動向が地方債市場全体のモメンタムにより大きく影響を及ぼす可能性がある。

図表 4 2023 年度 市場公募地方債発行予定額（億円）

年度	2021	2022	2023	前年度比	
発行額	72,399	66,200	63,200	-3,000	-4.5%
償還額	55,338	52,552	54,759	2,206	4.2%
ネット発行額	17,061	13,648	8,441	-5,206	-38.1%

(注) 2021 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。2022～2023 年度の発行額は、地方債計画に基づく予定。2022～2023 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「令和 5 年度地方債計画」2022 年 12 月 23 日、日本証券業協会「公社債発行額・償還額等」、「公社債便覧」及び「公社債発行銘柄一覧」、より野村資本市場研究所作成

一方、2023 年度の市場公募地方債の年限構成（借換分を含む）では、(1) 後述のグリーンボンドも含めた 10 年共同発行が前年度横ばいの約 1.2 兆円、(2) 住民参加型市場公募地方債が 2022 年度の 150 億円程度から微増の 170 億円、(3) 償還年限未定分としてフレックス分が 2022 年度の 0.9 兆円程度から 2023 年度には 1.4 兆円、とされたほかは、2022 年度比減と示された（図表 5 参照）。なお、10 年共同発行の一部は、後述のとおり、グリーンボンドとして発行が予定されている。

図表 5 2023 年度市場公募地方債発行予定額（借換分含む、兆円）

年度	2022	2023	前年度比	
全国型市場公募地方債	6.6	6.3	-4.5%	
内訳	10 年共同発行	1.2	1.2	0.0%
	10 年個別発行	2.2	2.0	-9.1%
	中期債(5 年債等)	1.2	1.0	-16.7%
	超長期(20 年債及び 30 年債等)	1.1	0.7	-36.4%
	フレックス分	0.9	1.4	55.6%
住民参加型市場公募地方債	0.015	0.017	13.3%	
合計	6.6	6.3	-4.5%	

(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. 共同発行分には、共同発行分（グリーンボンド）での発行を予定している額を含む。
4. フレックス分には、償還年限未定分を計上している。

(出所) 総務省「令和 5 年度地方債計画」2022 年 12 月 23 日、より野村資本市場研究所作成

フレックス発行は、一般的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、予め起債時期や償還年限等を特定しない発行枠（フレックス枠）を設定し、金利の動向や債券需要等に応じて、適切な年限、額、時期等を柔軟に決定し、発行する方法であり、近年、同方法を活用する地方公共団体が増加している。

市場環境が先行き不透明な中、年度を通じた全償還年限別の発行計画を策定することは困難であり、フレックス枠の活用は有効な方策と言える。一方で発行計画額に占めるフレックス枠が多くなった場合、投資家需要に偏りが生じたり、地方公共団体・投資家ともに年度を通じた計画を立てづらくなるといったことがある。そのため、発行計画において時期や年限を定めた定時発行とフレックス枠による機動的な発行を適切に組み合わせることが求められる。

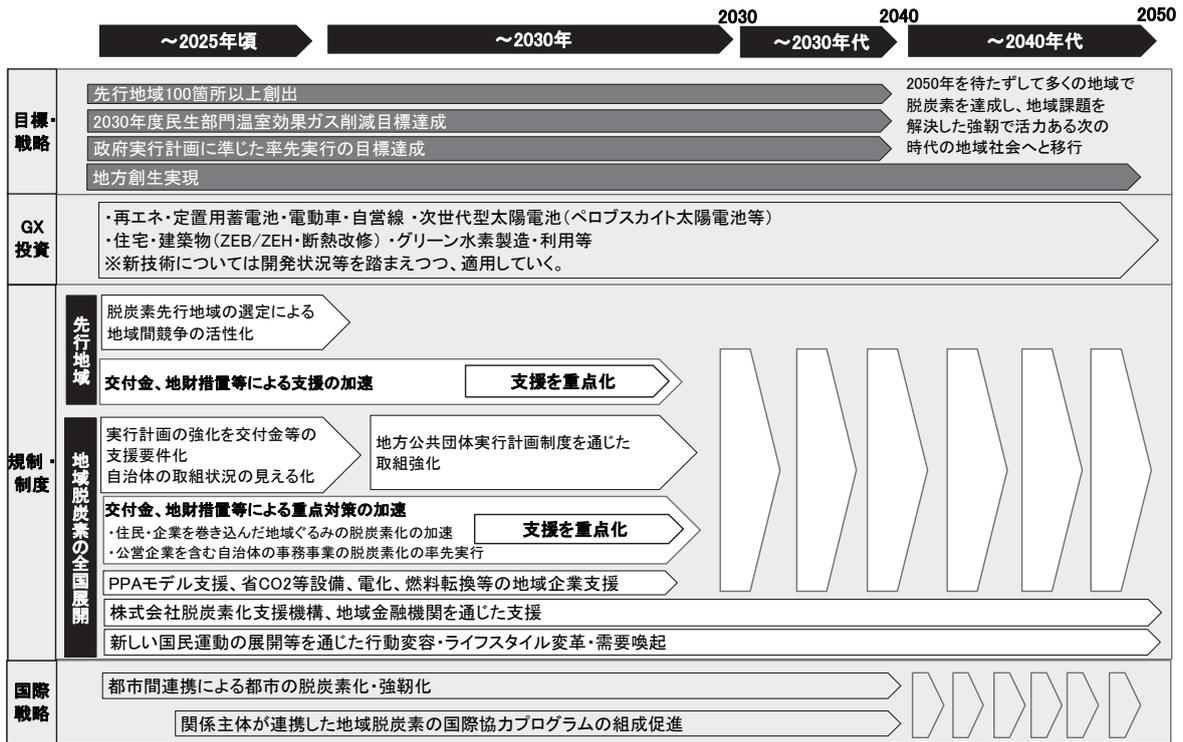
他方、全国型市場公募地方債発行団体に関して、2023 年度地方債計画には特に新規団体は示されていない。ちなみに、例年のスケジュールでは、総務省は 4 月頃に、借換分を含めた団体別の翌年度の全国型市場公募地方債発行額を発表している。

III 地域の脱炭素化の推進

政府の GX（グリーン・トランスフォーメーション）実行会議が 2022 年 12 月 22 日に決定した「GX 実現に向けた基本方針」においては、地域・くらしの脱炭素化の実現に向けた項目が掲げられた（図表 6 参照）。このような流れも受け、2023 年度地方財政対策では、地域の脱炭素化を推進すべく、（1）脱炭素化推進事業債（仮称）の創設、（2）公営企業の脱炭素化、（3）地方団体におけるグリーンボンドの共同発行、に関する施策が挙げられた。

図表 6 地域・くらしの脱炭素化の実現

■ 地域・くらしの脱炭素化の実現に向け、脱炭素先行地域の選定や、公営企業を含む自治体の事務事業に係る重点対策の率先実施の加速等による地域脱炭素の全国展開を図るとともに、新しい国民運動の展開等を通じた行動変容・ライフスタイル変革を促し、地域特性に応じた産業・社会の構造転換や脱炭素製品の面的な需要創出を進める。



（出所）内閣官房 GX 実行会議「GX 実現に向けた基本方針（案）参考資料」GX 実行会議（第 5 回）資料、2022 年 12 月 22 日、より野村資本市場研究所作成

1. 脱炭素化推進事業債（仮称）の創設

2023年度地方財政対策では、新たな地方債として「脱炭素化推進事業債（仮称）」の創設が掲げられた（図表7参照）。2017年度に創設された公共施設等適正管理推進事業債をめぐっては、脱炭素化事業が2022年度に加わっていたが、2023年度には対象事業や交付税措置率を一部で充実化⁸させた上で、脱炭素化推進事業債（仮称）という新たな地方債として1,000億円が計上された。充当率（90%）及び事業期間（2025年度まで）は、従来通りとされた。

2023年度に対象事業として加わった公用車における電動車の導入については、全国知事会の脱炭素・地球温暖化対策本部会議が2022年7月に決定した「脱炭素・地球温暖化対策行動宣言」⁹において、都道府県が新たに導入する公用車は、原則電動車を目指す旨が掲げられたこともあり、各地の地方公共団体で導入が進む傾向が見られている。

地域脱炭素化をめぐっては、地域脱炭素移行・再エネ推進交付金を始めとして政府の各府省庁にて様々な支援ツール・枠組みがあるが¹⁰、脱炭素化推進事業債（仮称）の活用も通じてさらに多くの団体で地域脱炭素の取り組みが進む可能性がある。

図表7 脱炭素化推進事業債（仮称）の概要

項目	概要		
対象事業	地方公共団体実行計画に基づいて行う公共施設等の脱炭素化のための地方単独事業（再生可能エネルギー、公共施設等のZEB化、省エネルギー、電動車）		
事業期間	2025年度まで（地球温暖化対策計画の地域脱炭素の集中期間と同様）		
事業費	1,000億円		
地方財政措置	対象事業	充当率	交付税措置率
	再生可能エネルギー （太陽光・バイオマス発電、熱利用等） 公共施設等のZEB（Net Zero Energy Building）化 省エネルギー （省エネ改修、発光ダイオード（LED）照明の導入）	90%	50%
	公用車における電動車の導入 （電気自動車〔EV〕、燃料電池自動車〔FCV〕、 プラグインハイブリッド車〔PHEV〕）		財政力に応じて30～50%
			30%

（注）再エネ・ZEB化は、新築・改築も対象。

（出所）総務省「令和5年度地方財政対策の概要」2022年12月23日、より野村資本市場研究所作成

⁸ 2022年度の公共施設等適正管理推進事業債における脱炭素化事業の対象は、地球温暖化対策計画において、地方団体が率先的に取り組むこととされている事業と示された。具体的には、太陽光発電の導入、建築物におけるZEB（Net Zero Energy Building）の実現、省エネルギー改修の実施、発光ダイオード（LED）照明の導入とされていた。また、交付税措置率は、財政力に応じて30～50%とされていた。

⁹ 全国知事会 脱炭素・地球温暖化対策本部会議「脱炭素・地球温暖化対策行動宣言」2022年7月5日。

¹⁰ 環境省「地域脱炭素の取組に対する関係府省庁の主な支援ツール・枠組み」2022年6月。

2. 公営企業の脱炭素化

地方公共団体の施設類型毎の温室効果ガス排出量を見ると、警察施設、廃棄物処理施設、スポーツ施設、下水道施設を始めとして、複数の部門で排出量の削減に向けた取り組みを進める必要があることが明らかとなっている（図表8参照）。そのような状況下、2023年度地方財政対策では、一般行政部門のみならず、公営企業についても脱炭素化推進事業債（仮称）と同様の措置に加え、公営企業に特有の事業（小水力発電〔水道事業等〕やバイオガス発電、リン回収〔下水道事業〕、電動バスの導入〔バス事業〕）等についても措置する旨が記された。また、総務省と地方公共団体金融機構の共同事業として、専門アドバイザーを派遣し、公営企業の脱炭素化の取り組みを支援する旨が記された。今後、公営企業においても、さらに幅広く脱炭素化に向けた動きが見られると期待される。

図表8 施設・設備種別毎の温室効果ガス排出量の平均値（t-CO₂/年）

類型	排出量	類型	排出量	類型	排出量
施設類型毎					
集会施設	386	高等学校	4,422	公営住宅	16
文化施設	944	大学	444	公園	269
図書館	217	その他学校	843	廃棄物処理施設	9,012
博物館等	693	その他教育施設	3,372	水道施設	4,243
スポーツ施設	6,716	保育所	967	下水道施設	6,710
レクリエーション施設・観光施設	5,469	幼稚園	85	その他供給施設	277
保養施設	684	幼児・児童施設	158	鉄軌道・バス施設	3,908
産業系施設	337	福祉施設	1,140	港湾施設	275
農業施設	169	保健施設	198	空港施設	133
畜産施設	233	医療施設	2,965	火葬場・斎場・墓地	271
水産施設	228	庁舎	4,275	公営競技場	517
林業施設	54	消防施設	226	市場・と畜場	915
小学校	2,241	警察施設	9,226	その他施設	366
中学校	1,389	防災・治水施設	1,116		
設備類型毎					
街路灯・信号機等	300	船舶	94		
自動車	534	飛行機・ヘリコプター	208		

（注） 環境省大臣官房環境計画課委託調査に基づく。対象は、都道府県・市町村（特別区を含む）。

（出所） 野村総合研究所「令和2年度地方公共団体における地球温暖化対策の推進に関する法律施行状況調査 調査結果報告書」2021年3月、より野村資本市場研究所作成

3. 地方団体におけるグリーンボンドの共同発行

2023年度地方財政対策及び地方債計画では、グリーンボンド等への需要の高まりを受け、初めて共同債形式でグリーンボンドを2023年度後半に発行予定である旨が記された（図表9参照）。後述のとおり、野村資本市場研究所の調査に基づく、世界初のグリーン共同発行地方債になる可能性がある。

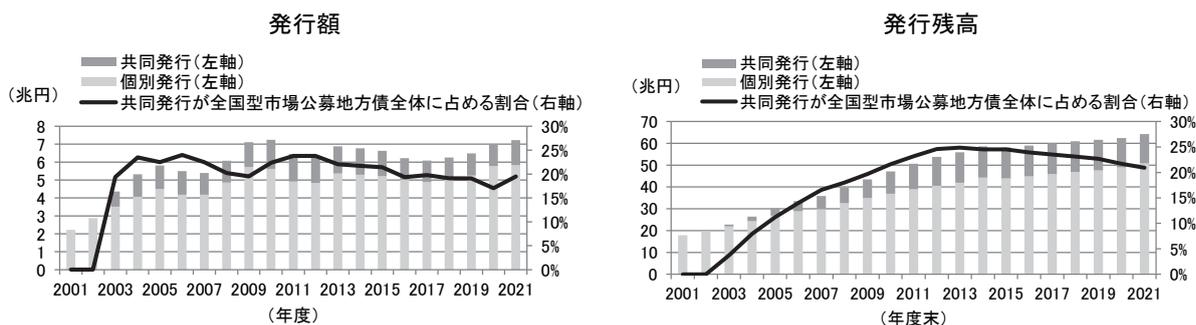
1) グリーンボンドの共同発行に至った経緯

共同発行市場公募地方債は、全国型市場公募地方債を発行する地方公共団体が共同して地方財政法第5条の7に基づき発行する地方債で、2003年度から10年満期一括債として毎月発行されている¹¹⁾、¹²⁾。2023年度は、2022年度と同じく、37団体が1兆2,000億円程度を発行する予定とされた。共同発行市場公募地方債は、地方債市場において最大の発行額を誇る銘柄として、長年に渡りベンチマーク債の機能を発揮してきた(図表10参照)。

図表9 2023年度共同発行市場公募地方債(グリーンボンド)について

<p>・ 我が国の地方債市場におけるグリーンボンド等のESG/SDGs債への需要の高まりを踏まえ、地方団体の安定的な資金調達のため、2023年度から初めて共同発行形式でグリーンボンドを発行する。</p>
<p>【グリーンボンドの共同発行のメリット】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 複数の地方団体が対象事業を持ち寄ることにより、個別にロットを確保できない団体においてもグリーンボンドの発行が可能。 ・ フレームワーク作成等に係る事務負担や外部評価取得等に係る費用負担が軽減できる。
<p>【発行概要】</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 参加希望団体数 30団体 ・ 発行予定額 10年債共同発行分 1.2兆円程度の一部 ・ 発行時期・年限 2023年度後半に10年債を発行予定 <p>※ 共同発行方式とは、複数の地方団体が共同して地方債を発行する方式。発行した地方債の元利金償還については、参加団体が連帯して債務を負う。</p>
<p>【参考】個別団体によるESG/SDGs地方債の発行見込(2023年度)</p> <ul style="list-style-type: none"> ・ 発行予定団体数 20団体 ・ 発行予定額 2,155億円(グリーンボンド1,455億円、ソーシャルボンド300億円、サステナビリティボンド250億円、サステナビリティ・リンク・ボンド50億円)
<p>(注) 1. 環境・社会・ガバナンス(ESG)／持続可能な開発目標(SDGs)地方債とは、ここでは国際資本市場協会(ICMA)による原則等のほか、国内外の機関により策定された原則に準拠して発行された地方債を指している。</p> <p>2. 上記発行予定団体数及び発行予定額は、全て2022年12月23日時点の数字である。</p>
<p>(出所) 総務省「令和5年度地方債計画」2022年12月23日、より野村資本市場研究所作成</p>

図表10 共同発行市場公募地方債発行額及び発行残高推移



(出所) 地方債協会『地方債月報』及び『地方債』各号、より野村資本市場研究所作成

¹¹⁾ 共同発行地方債に関する詳細は、江夏あかね「2016年度地方債計画と『アベノミクス』4年目の地方債の総合管理」『野村資本市場クォーターリー』2016年冬号(ウェブサイト版)、を参照されたい。

¹²⁾ 共同発行地方債にはこのほか、兵庫県が県下の市町と発行した「兵庫のじぎく債」等の共同発行方式の住民参加型市場公募地方債や、1962～1965年度にかけて大阪府と大阪市が共同発行方式で発行した政府保証外債がある。また、2021年4月には、新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受けた地方税の徴収猶予の特例措置に伴い生じる一時的な減収に対応することを目的として、地方団体の資金調達ニーズを受けて、共同発行債の枠組みを活用した1年債(発行額343億円、9団体が参加)が初めて発行された。

共同発行市場公募地方債は、参加団体にとって、(1)発行コストの低減（発行ロットの大型化を通じた流動性の向上や、連帯債務方式での発行や流動性補完措置としてのファンドの設置を通じた信用リスクの低減及び優れた商品性の実現）、(2)市場評価に対するセーフティネットの形成（個別の地方公共団体にネガティブな影響が起きた場合でも、セーフティネット機能を果たし、安定調達の一助になること）といったメリットがある。一方、投資家にとっては、市場公募地方債の中で最大の発行額を誇る銘柄である共同発行市場公募地方債は、毎月発行の上、発行額が比較的大きいため、運用計画に組み入れやすく、定時・平準購入等が可能な金融商品としての位置付けを有している。

なお、地方公共団体による持続可能な開発目標（SDGs）に貢献する事業に充当されるSDGs債¹³の発行をめぐることは、欧米の地方公共団体に比して当初はやや遅行したものの、東京都が2017年度にグリーンボンドを発行して以降、徐々に発行団体数の増加や商品性の多様化が進んできた（図表11～12参照）。特に、菅義偉内閣総理大臣（当時）が2020年10月に2050年までに温室効果ガス排出量を実質ゼロにする「カーボンニュートラル」を目指すことを宣言して以降、新たに複数の地方公共団体が環境／SDGs関連施策の一環としてグリーンボンド等の発行を位置付け、検討を進める動きが観察された。加えて、日本銀行が2021年12月に開始した「気候変動対応を支援するための資金供給オペ」（気候変動対応オペ）の対象にグリーンボンド、サステナビリティボンド等が含まれたこともあり、堅調な投資需要を集めている¹⁴。

図表11 日本の地方公共団体等によるSDGs債の発行状況

発行体	種類(発行開始年度)	発行体	種類(発行開始年度)
東京都	グリーン(2017)、ソーシャル(2021)	三重県	グリーン(2021)
地方公共団体金融機構	グリーン(2019)	滋賀県	サステナビリティ・リンク(2022)
大阪府住宅供給公社	ソーシャル(2020)	埼玉県	サステナビリティ(2022)
東京都住宅供給公社	ソーシャル(2020)	仙台市	グリーン(2022)
長野県	グリーン(2020)	兵庫県	グリーン(2022)
神奈川県	グリーン(2020)	静岡県	グリーン(2022)
名古屋高速道路公社	ソーシャル(2020)	大阪府	グリーン(2022)
神戸市	SDGs(2021)	愛知県	グリーン(2022)
川崎市	グリーン(2021)	横浜市	サステナビリティ(2022)
北九州市	サステナビリティ(2021)	名古屋市	SDGs(2022)
京都市	SDGs(2021)、グリーン(2022)	大阪市	グリーン(2022)
福岡市	グリーン(2021)		

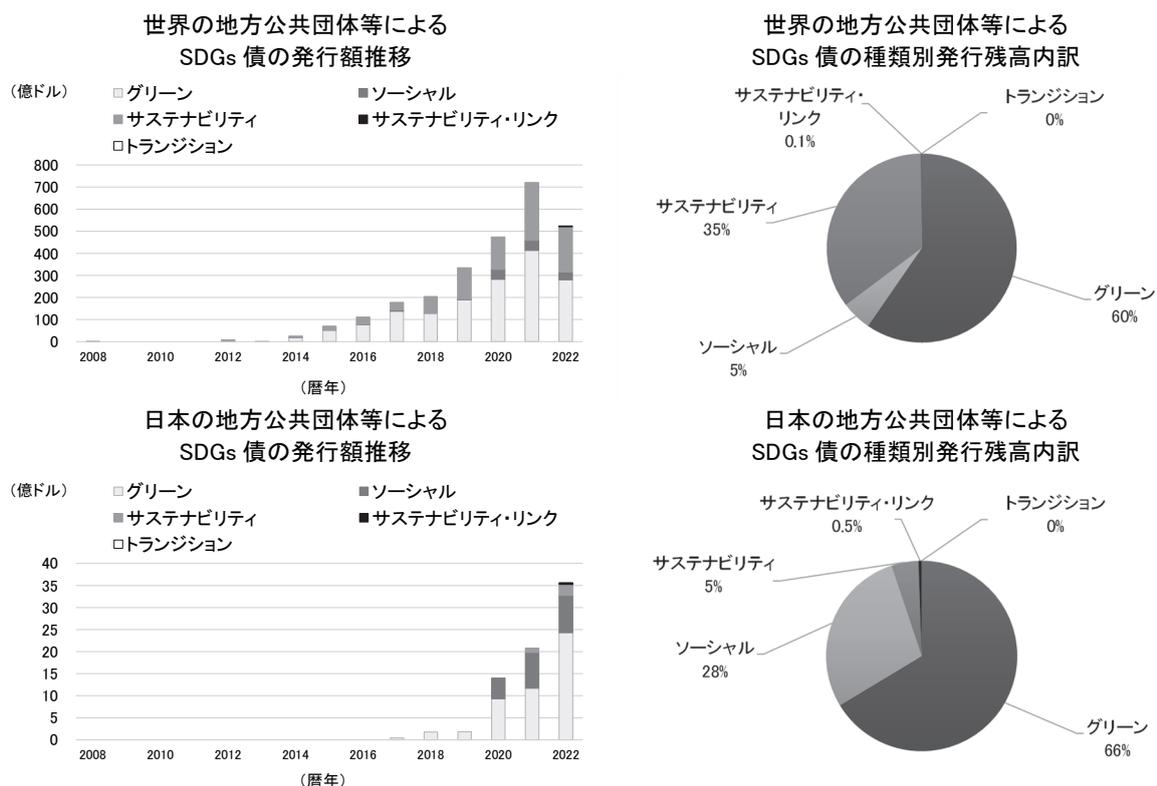
(注) 2023年1月末時点。ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド及びサステナビリティ・リンク・ボンドの判定基準と、発行体の公表資料に基づく。発行開始時期順に掲載。括弧内は発行開始年度。

(出所)ブルームバーグのデータ、発行体の公表情報、より野村資本市場研究所作成

¹³ 日本証券業協会によると、SDGs債は、発行体のサステナビリティ戦略における文脈に即し、調達資金がSDGsに貢献する事業に充当される債券や、SDGsの実現に貢献する重要業績評価指標（KPI）設定／サステナビリティ・パフォーマンス・ターゲット（SPTs）達成型の性質を持つ債券、いわゆる「SDGs債」には、SDGsの中でも環境・社会へのポジティブなインパクトを有し、一般的にスタンダードとして認められている原則に沿った債券や、事業全体がSDGsに貢献すると考えられる機関が発行し、インパクト（改善効果）に関する情報開示が適切になされている債券が含まれる。具体的には、グリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド、トランジションボンド等が含まれる。（日本証券業協会「SDGs債について」）

¹⁴ なお、日本銀行が2023年1月に実施した政策決定会合では、気候変動対応オペの対象先を拡大し、新たに系統会員金融機関を含めることを決定した。

図表 12 地方公共団体等による SDGs 債の発行状況



- (注) 1. 発行額及び発行残高（2022年12月末時点）は、ブルームバーグによるグリーンボンド、ソーシャルボンド、サステナビリティボンド、サステナビリティ・リンク・ボンド及びトランジションボンドの判定基準に基づく。証券化商品を除く。ドル換算ベース。
 2. 地方公共団体等には、地方公共団体の他、関連組織（地方共同資金調達機関、公社等）が含まれる。
 3. 2022年12月末時点の地方公共団体等による発行残高は、世界が約2,649億ドル、日本が約74億ドル。
 (出所) ブルームバーグのデータを基に、野村資本市場研究所作成

近年の地方債市場では、共同発行市場公募地方債の商品性多様化の一環として、年限の更なる多様化とともに、SDGs債発行の取り組み等を期待する投資家も観察されていた¹⁵。これらの流れも踏まえて、2023年度に共同発行方式のグリーンボンドの発行が予定されることになったとみられる。

なお、野村資本市場研究所の調査に基づく、諸外国では、ドイツやフランスにおいて地方公共団体による共同発行債の起債実績がある¹⁶（図表13参照）。ただし、日本の共同発行市場公募地方債のような連帯債務方式ではなく、各発行体の持ち分に応じて償還義務を負う方式となっている。加えて、共同発行形式のグリーンボンドについては2022年12月末時点で発行実績がないとみられるため、日本の地方公共団体に

¹⁵ 地方債協会『令和3年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書 地方債市場の環境変化の点検と発展に向けた検討—個別発行と共同発行の比較を踏まえて—』2022年。

¹⁶ ドイツ及びフランスの共同発行地方債については、江夏あかね「ドイツの新たな共同発行地方債と今後の展開」『野村資本市場クォーターリー』第18巻第1号（2014年夏号）、同「『地方による地方のための』共同資金調達機関—フランス地方金融公社（AFL）—」『野村資本市場クォーターリー』2015年秋号（ウェブサイト版）を参照されたい。

よるグリーンボンドの共同発行は、世界初のグリーン共同発行地方債となる可能性がある。

図表 13 諸外国の地方公共団体による共同発行債

発行開始時期	概要
ドイツ	
1996 年 8 月	州共同債(Länder-Jumbo、レンダー・ジャンボ)。2023 年 1 月末時点で、62 回起債。全てユーロ建てで、各回号で異なる条件(参加団体、発行額、年限)
2013 年 5 月	バイエルン州の 2 つの市(ニュルンベルク市とヴェルツブルク市)が共同する形で発行(1 億ユーロ、償還年限約 10 年)
2013 年 6 月	連邦・州共同債(Bund-Länder-Anleihe)。連邦政府と 10 の州政府が共同する形で発行(30 億ユーロ、償還年限約 7 年)
2014 年 2 月	ノルトライン・ヴェストファーレン州(NRW)の 6 つの市(ドルトムント市、エッセン市、ヘルネ市、レムシャイト市、ゾーリンゲン市、ヴッパータール市)による共同債(Gemeinsame Kommunalanleihe NRW、4 億ユーロ、償還年限約 4 年)
フランス	
2004 年 12 月	大都市共同体(Communauté Urbaine、CU)による共同債。2023 年 1 月末時点で、4 回起債。全てユーロ建てで 20 年変動利付定時償還。発行額は各回で異なる。第 3 回債の場合、13 の大都市共同体が参加
2012 年 10 月	44 の地方公共団体による総額 6.1 億ユーロの共同債(償還年限 10 年)。団体の構成(団体数)は、大都市共同体(8)、都市圏共同体(12)、コミューン(10)、県(9)、州(4)、組合(1)

(注) 2023 年 1 月末時点の情報に基づく。

(出所) 各種資料、より野村資本市場研究所作成

2) グリーンボンドの共同発行の仕組み

2023 年度地方債計画に示された共同発行方式のグリーンボンドは、10 年共同発行分の予定額(1.2 兆円程度)の一部として起債予定である。すなわち、連帯債務方式¹⁷及び流動性補完措置¹⁸といった共同発行市場公募地方債の商品性に変更はない。

2023 年度地方債計画において、共同発行形式のグリーンボンドへの参加希望団体数は 30 と示された(前掲図表 9 参照)。内訳は、都道府県及び政令指定都市だが、2022 年度共同発行市場公募地方債の参加団体(37 団体)と必ずしも共通していない、つまり、共同債の参加団体の一部と、これまでに参加していなかった団体で構成されているとみられる。加えて、2023 年度地方債計画に指摘されているように、個別発行だと事業規模の関係でロットの確保ができなかった団体についても、共同発行の形式であればグリーンボンド起債に取り組めるといったメリットもあり、地方債計画策

¹⁷ 連帯債務方式は、地方財政法第 5 条の 7 (証券を発行する方法によって地方債を起す場合においては、2 以上の地方公共団体は、議会の議決を経て共同して証券を発行することができる。この場合においては、これらの地方公共団体は、連帯して当該地方債の償還及び利息の支払の責めに任ずるものとする。)に基づく。

¹⁸ 流動性補完措置は、参加団体において万一の災害等に伴う不測の事態にあっても元利金償還に万全を期すため、各団体の減債基金の一部を募集受託銀行(みずほ銀行)に預け入れる形で流動性補完を目的として創設したファンドである。具体的には、参加団体合計で、その年度において最も元利金支払が多い月の元利金支払額の 10 分の 1 程度の額を積み立てることとしている。募集受託銀行は、万一の事態が生じた場合、債権者保護のために必要な一切の行為を行う権限を有しており、ファンドの預金債務と元利償還に係る債務を相殺することも選択肢として考えられる。また、募集受託銀行は、各参加団体に対して適当と考える額をそれぞれ請求することも可能である。その際、各団体は債務償還のために直ちに使用可能な原資としてファンドを取り崩して活用することができる。

定後に参加を希望する団体が出現する可能性もあり得る。なお、発行時期は 2023 年度後半と示されているが、回数等は明らかにされていない。

一方、2023 年度地方債計画の記述に基づくと、共同発行形式のグリーンボンドは、フレームワーク方式（後述参照）によるものと想定される。グリーンボンドの発行に当たっては、国際資本市場協会（ICMA）によるグリーンボンド原則（GBP）や環境省によるグリーンボンドガイドライン等に沿って進める方法が一般的となっている¹⁹。調達資金は、適格なグリーンプロジェクトに充当されることが求められるが、資金使途の決定方法については、（1）当初から資金を充当する個別のプロジェクトを確定し、資金管理を行う方法（個別プロジェクト方式）と、（2）当初段階では個別のプロジェクトが確定しておらず、資金を充当する範囲とグリーンボンドとして適合する基準を定めて、発行後にプロジェクトを選定する方法（フレームワーク方式）、が市場で見られている。昨今の発行事例においては、フレームワーク方式による資金使途の決定が多い傾向にある。フレームワークは、一般的に GBP 等に定められている 4 要素（調達資金の使途、プロジェクトの評価及び選定のプロセス、調達資金の管理、レポートング）についてまとめられる。

IV 地方債市場の展望と起債運営に向けた論点

2023 年度地方債計画や地方財政対策では、財政健全化の継続が示されるとともに、地域の脱炭素化の推進についても重層的に施策が掲げられた。2023 年度の地方債市場を見通す上で、まずは 2022 年度の地方債市場を概観した上で、2023 年度の地方債市場の展望と起債運営に向けた論点を考察する。

1. 2022 年の地方債市場の回顧

2022 年度の地方債市場において、発行額は前年度比大幅減となっているが、金利上昇や変動幅の増幅等も背景に対国債スプレッドが拡大し、全般的に重たい展開が続いている。20 年や 30 年といった超長期ゾーンでは、金利上昇に伴う投資家の投資余力が減退し、発行団体によっては当初予定よりも減額して起債を試みるケースが見られた。5 年や 10 年といった中長期ゾーンでも、これまで地方債の担保活用ニーズの背景であった日本銀行による「新型コロナウイルス感染症対応金融支援特別オペレーション」の段階的な終了に向けた動きが見られる中、2022 年 6 月に国債の逆イールドが発生した頃から投資需要が弱まり、多くの発行団体が発行時期の見極めに苦勞する状況が観察された。

上記とは対照的に、SDGs 債については、前述のとおり日本銀行が 2021 年 12 月に開始した気候変動対応オペの対象にグリーンボンド、サステナビリティボンド等が含まれたこともあり、堅調な投資需要の下、地方債市場に円滑に吸収された。2022 年度も発行団体

¹⁹ 環境省によるグリーンボンドガイドラインは、GBP 等の国際原則との整合性に配慮した内容になっている。

数が増加したほか、滋賀県が日本の地方公共団体初となるサステナビリティ・リンク・ボンドを発行し、商品性の多様化にもつながった。加えて、2022年秋～冬頃は、一部の銘柄の起債において通常の地方債に比してグリーンニアム²⁰が発生、すなわち、利率が低い条件で決定する状況が観察された²¹（図表 14 参照）。

図表 14 2022年度の ESG/SDGs 地方債の需要状況

発行体名	種別	条件決定日	発行額(億円)	スプレッド	需要倍率(倍)
10年債					
【2022年4月債】					
滋賀県	サステナビリティ・リンク	2022年4月22日	50	C+6bp	9.5
兵庫県	(非 ESG)	2022年4月14日	100	C+6bp	2.5
【2022年8月債】					
川崎市	グリーン	2022年8月5日	100	C+12bp	6.0
千葉市	(非 ESG)	2022年8月3日	100	C+6bp	1.9
【2022年9月債】					
埼玉県	サステナビリティ	2022年9月2日	150	C+13bp	4.0
北九州市	サステナビリティ	2022年9月2日	100	C+13bp	4.3
兵庫県	グリーン	2022年9月7日	100	C+13bp	4.9
愛知県	(非 ESG)	2022年9月2日	110	C+13bp	1.0
【2022年10月債】					
三重県	グリーン	2022年10月5日	65	C+19bp	8.2
千葉県	(非 ESG)	2022年10月5日	200	C+20bp	1.2
福岡県	(非 ESG)	2022年10月5日	150	C+20bp	1.1
【2022年11月債】					
大阪市	(非 ESG)	2022年11月2日	100	C+20bp	1.5
【2022年12月債】					
名古屋市	(非 ESG)	2022年12月2日	150	C+29bp	1.5
【2023年1月債】					
京都市	(非 ESG)	2023年1月6日	100	C+27bp	2.7
5年債					
【2022年9月債】					
仙台市	グリーン	2022年9月2日	50	C+9bp	8.4
静岡県	グリーン	2022年9月16日	50	C+9bp	9.8
横浜市	(非 ESG)	2022年9月2日	100	C+9bp	2.0
【2022年10月債】					
東京都	グリーン	2022年10月14日	150	C+8bp	8.6
神奈川県	グリーン	2022年10月20日	110	C+8bp	8.8
愛知県	(非 ESG)	2022年10月5日	300	C+9bp	1.2
【2022年11月債】					
埼玉県	(非 ESG)	2022年11月2日	300	C+12bp	2.0
【2022年12月債】					
愛知県	グリーン	2022年12月7日	100	C+11bp	9.7
埼玉県	(非 ESG)	2022年12月2日	250	C+12bp	1.8
東京都	(非 ESG)	2022年12月2日	700	C+12bp	1.0

(注) 報道ベース。スプレッドは、対国債スプレッド。bp=0.01%。

(出所) 総務省「令和5年度地方債計画等の概要について」2023年1月27日、より野村資本市場研究所作成

²⁰ グリーンニアムは、英国の非営利団体である気候債券イニシアチブ（Climate Bonds Initiative、CBI）によると、グリーンボンド発行時に債券価格が高くなった結果、同じ発行体の既発債の（その時点での）利回りと比較し、利回りが低くなる現象と定義付けられている。

²¹ 「ESG債、自治体共同発行へ23年度に新制度 起債しやすく」『日本経済新聞』2022年12月18日。

他方、発行団体が近年増えていた国内外債建て公募地方債は、米国金利上昇や円安等に伴う円建て債に見合う発行環境とならず、2022年度（2023年1月末時点）の発行は実現していない。

2. 2023年度の地方債市場と起債運営に向けた論点

日本経済や金融市場は、新型コロナウイルス感染症問題が続く中、2022年に入って米国等における利上げ、ウクライナ情勢等の地政学リスクの顕在化といった要素を背景に、金利上昇や円安進行、資源価格高騰も背景とした物価上昇といった近年では見られない様相となっている。さらに、日本銀行が2022年12月に実施した政策決定会合では、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用を一部見直し、長期金利の変動幅を従来の±0.25%程度から±0.5%程度に拡大することを決定するなど、国内金利の動向を含めて金融市場環境の先行きを見通すのが難しい状況が2023年度も続く可能性が示唆されている。

このような中、2023年度の起債運営に向けた全体の論点として、（1）柔軟性の確保、（2）投資家への丁寧な対応、を考察する。加えて、グリーン共同発行地方債を含めたSDGs債の起債運営の論点として、（3）SDGs債としての主目的を軸にした資金調達、を取り上げる。

1) 柔軟性の確保

地方債市場の過去の歴史も踏まえると、金融市場環境の変化が激しい環境下では、（1）発行年限や商品性（例えば通常債／SDGs債）といった起債の選択肢の幅を拡大、（2）予定していた発行時期に市場環境が良好でなかった場合に、タイミングを再度見極められるような運営体制の構築やフレックス枠の活用、が大切になり得る。

一方、地方公共団体は近年、財政健全化努力を通じて債務残高を縮小していることもあり、地方財政に金利変動の影響が短期的に及ぶ可能性は大きくないと想定される。しかしながら、仮に金利環境が良好でない局面で多額の借換ニーズが発生した場合、資金調達に際して相応の金利負担を求められる可能性も否めない。その意味で、償還スケジュールの山と谷の平準化を通常時から意識し、市場環境が良好でないタイミングで大量発行する必要がないようにする工夫が起債運営の柔軟性確保に結び付くと考えられる。

2) 投資家への丁寧な対応

上記で言及した柔軟性を確保するためには、投資家への丁寧な対応が大切である。日頃から資金の出し手である投資家への丁寧な対応を意識し、投資需要のある年限や商品性による起債、投資家向け広報（IR）等を通じて投資判断に必要とし得る情報の提供を適時、公平、継続して行うことが重要である。

一方、投資家層の変化にも耐え得るような投資家基盤の強化に向けた対応も求められる。地方債をめぐっては、各投資家層が投資対象とする年限は異なる傾向にある（図表15参照）。さらに、金利水準や形状の変化、2021年12月に始まった日本銀行による気候変動オペに伴うグリーンボンド等の投資需要の増大のような金融政策による影響等を踏まえて、投資需要や投資家構成が刻々と変化し得ると想定される（図表16参照）。

もちろん、足元で投資需要が旺盛な投資家層への対応も必要であるが、現状では投資需要が強固でないものの、将来的に主力となり得る投資家層がいることもある。そのため、どのような金融市場の局面でも適切な条件での起債が可能となるように、常日頃から幅広い投資家層に丁寧に対応することを心掛けることが重要と言える。

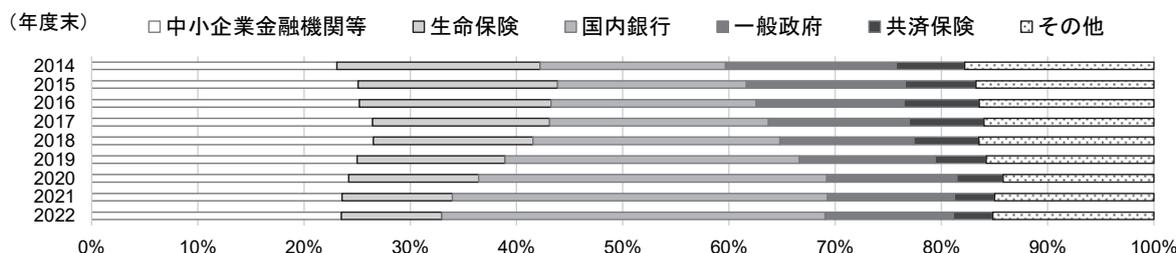
図表15 投資家の種類別の保有スタンス（基本的なパターン）

区分	具体例	特徴	主な投資年限
銀行	都銀／地銀／第二地銀／信託銀行(自己勘定)等	<ul style="list-style-type: none"> 構造的に貸出に対して預金超過である銀行が多く、投資資金は豊富 地方債保有では都銀は少なく、地銀・第二地銀は安定的に保有 	短期～長期
	信託銀行(他人勘定)	<ul style="list-style-type: none"> 年金資金を中心に受託運用を行っており、インデックス(指標)型運用を実施 	短期～超長期
生損保	生保	<ul style="list-style-type: none"> 保険契約預り金を原資とする 負債が超長期であることから、超長期債への投資を選好 	中期～超長期
	損保	<ul style="list-style-type: none"> 保険契約預り金を原資とする 運用原資である保険契約の関係上、中長期運用が主体 	短期～長期
中央公的	官公庁／特殊法人など	<ul style="list-style-type: none"> 投資資金が豊富であり、大口で投資を行っている先が多い ラダーポートフォリオを組み運用を行う機関が多数 	短期～超長期
地方公的	地公体／市町村共済／信用保証協会	<ul style="list-style-type: none"> 減債基金(地方公共団体)、市町村共済(貯金経理)等の運用で地方債を購入している 	中期～超長期
系統上部	全共連／農中／信中／労金連／組連	<ul style="list-style-type: none"> 系統下部で集めた資金を一括運用している(信中・農中・労金連・組連) 投資資金は豊富で、大口の投資を行うことがある 	短期～超長期
系統下部	信金／農協／信連／信組	<ul style="list-style-type: none"> 出資者以外への貸出に制限があることから、構造的に資金超過のところが多く、有価証券投資については安定的な投資家となる。系統金利を上回る利回り確保が購入条件 	中期～長期
投資信託投資顧問	アセット・マネジメント	<ul style="list-style-type: none"> 信託同様に年金資金を中心に多額の受託運用を行っている先が多い インデックス(指標)に組込まれた地方債を機械的に購入(パッシブ運用)したり、積極的に選別(アクティブ運用)することが多い 	短期～超長期
諸法人	財団法人／学校法人／宗教法人	<ul style="list-style-type: none"> 基金を運用している財団法人等が安全資産である地方債等を購入している 過去に仕組債や外貨建て国債などに積極的な投資家も存在 	短期～超長期
一般法人	一般事業法人	<ul style="list-style-type: none"> 大規模事業会社から中小零細まで多様な運用が行われている 事業運営資金の余剰部分が比較的短期の預貯金・債券現先等で運用が行われることが多い 近年、設備投資の待機資金が大規模に滞留しており、運用の動向が注目されている 	短期～長期
個人	個人投資家(住民)	<ul style="list-style-type: none"> 金融機関への預金が主流であり、堅実な運用を行う 個人向け国債が個人向けに優遇金利を設定しており、地方債を購入する者が大幅に減少 	短期～中期
非居住者等	海外投資家	<ul style="list-style-type: none"> グローバルは通貨分散の観点から、円資産保有ニーズがある 発行規模が大きいことや高い流動性を求める場合が多い 	短期～長期

(注) 市場環境、規制等により、投資スタンスが変化する場合がある。

(出所) 地方債協会『平成23年度「地方債に関する調査研究委員会」報告書 今後の地方債IRの充実に向けて』2012年、より野村資本市場研究所作成

図表 16 地方債保有者構成の推移



(注) 2022年度は、2022年9月末時点の数値。

(出所) 日本銀行「資金循環統計」、より野村資本市場研究所作成

3) SDGs 債としての主目的を軸にした資金調達

グリーン共同発行地方債を含めた SDGs 債においては、SDGs 債としての主目的を軸にした起債運営が大切になるとみられる。地方公共団体をめぐっては長年に渡り、財政の効率性向上を意識し、起債運営において商品性の多様化に取り組んできた。例えば、近年について、2013年度に約21年ぶりとなる定時償還方式の公募債、2018年度に国内外貸建ての地方債の発行が始まったのは記憶に新しい。SDGs 債についても2017年度に東京都が発行して以降、順調に発行団体数、発行額が拡大している。これらは、投資家の需要をしっかりと把握し、取り組んだ結果、投資家層の拡大にも寄与してきたと言える。

ただし、SDGs 債については、他の地方債と異なることを留意する必要がある。すなわち、投資家がリスク対比のリターン確保のみならず、インパクト²²の創出、つまり地域脱炭素を含めた地域課題の解決を期待して投資しているケースがあるという点である。そのような中、投資家が着目する可能性のある論点（地域のマテリアリティ²³〔重要課題〕への焦点、インパクトの追求及びインパクトレポートを通じた開示、追加性²⁴の創出）を把握し、適切に対応することが求められる²⁵。

²² インパクトには、「事業や活動の結果として生じた、社会的・環境的な変化や効果」（Global Steering Group for Impact Investment〔GSG〕国内諮問委員会）、「プロジェクトや計画によって生じる、直接的若しくは間接的、意図的若しくは意図的でないポジティブ・ネガティブな効果」（Impact Management Project〔IMP〕）等の定義がある。インパクトの詳細については、江夏あかね「持続可能な社会の実現に向けて不可欠なインパクトファイナンス」『野村サステナビリティクォーターリー』第2巻第2号（2021年春号）、を参照されたい。

²³ マテリアリティとは、重要課題のことを指す。国際的にサステナビリティを推進する非営利団体の GRI（グローバル・レポート・イニシアティブ）が策定したガイドラインでは、マテリアルな項目とは、「組織が経済、環境、社会に与える著しいインパクトを反映する項目、またはステークホルダーの評価や意思決定に対して実質的に影響を及ぼす項目」であり、マテリアリティを特定し、それらについて開示・報告すること、そして、組織がなぜそれをマテリアルな項目として特定したのかについて理由の開示を求めている。（GRI「GRI101：基礎」2016年）

²⁴ 追加性とは、サステナブルファイナンスの場合、(1) 資金の追加性（調達資金が新たなサステナビリティ関連のプロジェクトに活用されたか、もしくはプロジェクト向けの資金が増加したか）、(2) 環境的・社会的インパクトの追加性（SDGs 債等への投資がなければ生まれえなかった環境的・社会的インパクト）、を指す場合が多い。（富永健司「ESG の追加性」水口剛編著・野村資本市場研究所「ESG 債市場の持続的発展に関する研究会」『サステナブルファイナンスの時代—ESG/SDGs と債券市場—』金融財政事情研究会、2019年）

²⁵ 詳細は、江夏あかね「2022年度地方債計画—持続可能な財政運営と脱炭素化の両立に向けて—」『野村サステナビリティクォーターリー』第3巻第1号（2022年冬号）、を参照されたい。

さらに、投資家は必ずしも地方公共団体による SDGs 債のみに投資しているわけではなく、他の発行体セクターによる SDGs 債にも投資しているケースが多い。そして、地方公共団体に対しても、他の発行体セクターが行っている情報提供等も含めて同様の水準を求める可能性がある。日本で SDGs 債を起債している発行体は 2023 年 1 月末時点で、地方公共団体と同じ公的セクターである財投機関のみならず、事業会社、金融機関等の民間セクターも多数存在する。これらの発行体は近年、例えば、脱炭素社会への移行（トランジション）に向けた経営、非財務情報開示の拡充、投資家との対話（エンゲージメント）の充実化を始めとして、持続可能な社会の実現に向けて様々な取り組みを行っている。

地方公共団体においても、SDGs 債を発行する場合、地方公共団体以外の SDGs 債の投資を行っている投資家からも賛同を得られるように、他の発行体セクターによる取り組みを把握し、必要に応じて対応を行うことが大切と言える。その上で、主目的である地域課題を軸に据えた起債運営を行えば、グリーンウォッシュ²⁶等のヘッドライン・リスク²⁷の回避のみならず、地方債全体において安定な資金調達を実現することにつながると考えられる。

本稿では、2023 年度の起債運営に向けた全般の論点として、（1）柔軟性の確保、（2）投資家への丁寧な対応、グリーン共同発行地方債を含めた SDGs 債の起債運営の論点として、（3）主目的を軸にした資金調達、を取り上げた。これらはあくまでも一例であるが、日本経済や金融市場の先右行きを見通すのが困難な中、財政健全性の維持と脱炭素化を始めとした地域課題の解決を意識した行財政運営を続けることが、地方公共団体そのものの持続可能性を維持する上で不可欠と考えられる。

²⁶ グリーンウォッシュとは、実際は環境改善効果がなく、又はそれが不正に水増しされていたり、調達資金が適正に環境事業に充当されていないことを指す。（環境省「グリーンボンドガイドライン及びサステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン グリーンローン及びサステナビリティ・リンク・ローンガイドライン 2022年版」2022年7月5日）

²⁷ ヘッドライン・リスクとは、報道等を中心とした「ヘッドライン」に対して、市場が過敏に反応するリスク。