

21 世紀の地方債市場の持続可能性 — 地方公共団体の主要財源の安定調達に向けて —

江夏 あかね

■ 要 約 ■

1. 21 世紀の地方債市場は、市場公募化が進展する中で、金融政策を始めとして金融市場全般の動きの影響も受けたが、地方債の安全性を守る仕組み、地方債関連制度の進化、各地方公共団体による地方債の安定消化を意識した取り組み等を背景に、総じて安定して推移した。
2. 地方財政は、財政の硬直化傾向はあるものの、地方公共団体の財政健全化努力や国からの財政移転にも下支えされ、改善傾向が確認された。ただし、今後の地方財政の持続可能性を考えると、厳しい国の財政状況、地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り等の課題を抱えていることが明らかになった。
3. 今後も、地方公共団体にとって地方債が重要な財源の 1 つである状況は不変と想定され、地方債市場から安定的に資金調達が行えらるとともに、同市場の持続可能性が維持されることが大切なのは言うまでもない。そのための主な論点としては、(1) 資金調達コスト低減に向けた取り組み、(2) 臨時財政対策債のさらなる縮減、(3) 減債基金の効率的な運用、が挙げられる。
4. 特に、2001 年度に創設された臨時財政対策債は、2025 年度地方債計画において、2025 年度の発行額が制度が始まって以来初となるゼロとされた。地方財政の健全性の観点から評価されるものの、発行残高（2025 年度末見込み、約 42 兆円）を踏まえると、フローの発行額とともに、ストックの発行残高についてもさらに縮減していくことが求められる。

野村資本市場研究所 関連論文等

- ・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「人口減少と地方財政運営の論点—人口減少開始以降の地方財政分析を踏まえて—」『野村資本市場クォーターリー』2024 年夏号。
- ・江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007 年。

I 地方公共団体の主要な財源である地方債とそれを支える地方債市場

地方債市場では、21 世紀に入って市場公募化が進展したが、地方債の安全性を守る仕組みの存在もあり、比較的安定して推移してきた。しかし、21 世紀に入った頃と 2024 年末現在の地方債市場や地方財政を取り巻く状況は異なっている。

地方債は、地方公共団体にとって重要な財源の 1 つであり、安定的に確保していくことが地方公共団体のみならず、それを取り巻く地方債市場、地方財政、そして地域経済社会の持続可能性を維持する上で不可欠なのは言うまでもない。

本稿では、21 世紀の地方債市場をめぐる変遷を概観するとともに、地方財政の現状及び課題を分析する。その上で、21 世紀の地方債市場が持続可能性を維持する上での論点を考察する。

II 21 世紀の地方債市場をめぐる変遷

本章では、21 世紀の地方債市場をめぐる変遷について、市場公募地方債を中心に、地方債市場に関する様々な動きや関連制度に触れながら振り返る。具体的には、最初に変遷の全体像を概観した上で、時期別の動向として、4 つの時期（財政投融资改革を控えた 2000 年～2005 年、2006 年～グローバル金融危機下の 2008 年、2009 年～新型コロナウイルス感染症問題が顕在化する直前の 2019 年、直近の 2020 年～2024 年末）に分けて整理する。

1. 21 世紀の地方債市場の変遷の全体像

21 世紀の地方債市場を 2024 年末時点で振り返ると、市場公募化が進展する中で、金融政策を始めとして金融市場全般の動きの影響も受けたが、総じて安定して推移した（図表 1 参照）。これは、（1）地方債の安全性を守る仕組みの存在、（2）地方債関連制度の進化、（3）各地方公共団体による地方債の安定消化を意識した取り組み、が下支えしていると考えられる（図表 2 参照）。

図表 1 全国型市場公募地方債 クレジット・スプレッド等の推移



（注） 残存 10 年程度、対国債スプレッド、ミッドプライス。bp は 0.01%。

（出所） 日本証券業協会「売買参考統計値」、ブルームバーグより、野村資本市場研究所作成

図表 2 21 世紀の市場公募地方債の変遷

時期	詳細
2000 年 7 月	市場公募地方債 5 年債の発行
2002 年 3 月	住民参加型市場公募地方債の発行
2002 年 4 月	2 テーブル方式(東京都・その他団体)による条件交渉方式の導入
2002 年 10 月	第 1 回合同投資家向け説明会(IR)の開催
2003 年 4 月	共同発行市場公募債の発行
2003 年 7 月	市場公募地方債 20 年債・30 年債の発行
2004 年 4 月	東京都・横浜市が個別条件交渉方式へ移行
2004 年 11 月	東京都が外債(政府保証無)を発行
2004 年 12 月	市場公募地方債 15 年債の発行
2006 年 1 月	一般債振替制度の導入
2006 年 4 月	地方債許可制度から協議制度へ移行
2006 年 4 月	神奈川県・名古屋市が個別条件交渉方式へ移行
2006 年 5 月	合同条件交渉方式の導入
2006 年 8 月	市場公募地方債 7 年債の発行
2006 年 9 月	個別条件交渉方式への移行
2006 年 10 月	横浜市がスタンダード&プアーズ(S&P、現・S&P グローバル)から市場公募地方債では地方公共団体初の依頼格付けを取得
2007 年 6 月	「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」成立
2008 年 1 月	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
2008 年 9 月	ユーロ円債発行のための政令改正
2009 年 1 月	市場公募地方債 3 年債の発行
2009 年 4 月	日本銀行適格担保の拡充
2009 年 12 月	非居住者等非課税手続の簡素化等の閣議決定
2010 年 3 月	市場公募地方債 2 年債の発行
2012 年 4 月	地方債届出制度の導入
2012 年 6 月	市場公募地方債 12 年債の発行
2012 年 7 月	市場公募地方債 6 年債の発行
2013 年 11 月	市場公募地方債の定時償還方式の再開
2014 年 8 月	市場公募地方債 18 年債の発行
2016 年 4 月	地方債制度の協議不要基準を緩和
2016 年 10 月	市場公募地方債 25 年債の発行
2017 年 10 月	東京都がグリーンボンドを発行
2019 年 3 月	市場公募定時償還債の年間発行額が 1 兆円超え
2021 年 4 月	共同発行市場公募債(1 年)の発行
2023 年 11 月	グリーン共同発行市場公募債の発行

(注) 2024 年 12 月末時点。

(出所) 市場公募地方債発行団体連絡協議会幹事(山梨県総務部財政課)「市場公募地方債の最近の動向について」2024 年 10 月 24 日、より野村資本市場研究所作成

1 点目について、21 世紀に入って地方分権が進められたものの、地方債には、元利償還に対する国の財源保障を始めとした地方債の安全性を守る仕組みが存在し、バーゼル規制の標準的手法におけるリスク・ウェイトが国債と同様に 0%とされている(図表 3 参照)。

2 点目について、21 世紀に入って、例えば(1)起債運営の透明性を確保する取り組み(個別条件交渉方式への全面移行等)、(2)資金調達の効率性向上に向けた対応(共同発行市場公募地方債、地方債協議・届出制度の導入等)、(3)投資家を始めとしたス

テークホルダーへの理解を促す取り組み（合同投資家向け広報〔IR〕の導入等）、が進められてきた。

3 点目について、地方公共団体は、（1）償還年限の多様化、（2）商品性の拡充（市場公募の定時償還債、国内外債建て地方債、持続可能な開発目標〔SDGs〕に貢献する事業に充当される SDGs 債等）、（3）起債運営の効率化向上に向けた取り組み（フレックス枠の活用等）、（4）投資家を始めとしたステークホルダーへの理解を促す取り組み（個別 IR の実施、信用格付けの取得）等に向けた工夫を重ねてきている。

図表 3 地方債の安全を守る仕組み

1 地方債の元利償還に対する国の財源保障
・ 自らの課税権に基づいて地方税収入を確保
・ 地方財政計画の歳出に公債費（地方債の元利償還金）を計上
・ 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
・ 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 → 地方債の元利償還に必要な財源を国が保障
2 早期是正措置としての起債許可制度
・ 実質公債費比率が 18%以上の地方公共団体に対する起債制限
・ 赤字団体への起債制限 → 個々の地方公共団体が地方債の元利償還に支障を来さないよう、地方債の発行を事前に制限
3 「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」の施行
・ 財政指標の公表による情報開示の徹底
・ 財政指標が早期健全化基準以上となった団体について自主的な改善努力に基づく財政健全化
・ 財政指標が財政再生基準以上となった団体について国等が関与した財政再生

（出所）総務省「地方債証券のあらまし」、より野村資本市場研究所作成

2. 地方債市場の時期別動向

1) 財政投融资改革を控えた 2000 年～2005 年

21 世紀に入って、地方債市場は、2001 年春の財政投融资改革・特殊法人等改革を背景とした財投機関債市場の不安定な動きによる影響を一時的に受けたものの、クレジット・スプレッドは比較的安定して推移した。一方で、この時期には、地方債市場の方向性に影響を及ぼす複数の動きとして、（1）臨時財政対策債の発行開始、（2）2 テーブル方式の導入、（3）共同発行市場公募地方債の発行開始、があった。

1 点目の臨時財政対策債は、地方一般財源¹の不足に対処するため、投資的経費²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、2001 年度に発行が始まった。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

¹ 一般財源は、地方税、地方譲与税、地方特例交付金及び地方交付税の合計額。市町村においては、これらのほか、都道府県から市町村が交付を受ける利子割交付金、地方消費税交付金、ゴルフ場利用税交付金、特別地方消費税交付金、自動車取得税交付金及び軽油引取税交付金（大都市のみ）を加算した額を指す。

² 投資的経費は、道路、橋りょう、公園、学校、公営住宅の建設等社会資本の整備等に要する経費であり、普通建設事業費、災害復旧事業費及び失業対策事業費で構成される。

なっており（折半ルール）、臨時財政対策債の元利償還金は、全額交付税措置³される（後年度の基準財政需要額⁴に算入される）。臨時財政対策債をめぐっては当初、2001 年度から 2003 年度までの措置として創設されたが、度重なる経済情勢の不振等に伴う地方財政の財源不足等への対応を目的として、2024 年度時点でその措置は延長されている。

2 点目について、2002 年度には市場公募地方債の発行方式に関しても変更が行われた。市場公募地方債の発行方式において、長らく採用されていたのは、統一条件交渉方式であった。同方式の下、市場公募地方債の毎月の発行条件については、最終的には発行団体とシンジケート団（シ団）との間で締結される個々の契約に規定された。ただし、統一条件交渉方式の下では長らく、市場公募地方債の発行条件の交渉にあたり、国債や政府保証債などの債券の発行条件や金融情勢などを勘案し、総務省が発行団体の窓口となって、銀行や証券会社などで構成するシ団の代表であったみずほコーポレート銀行（当時）が協議をして交渉を行い、発行条件を決定してきた（「ナショナル・シ団方式」）。そのため、市場公募地方債の発行条件は、2001 年度発行分までは、同月に発行される同年限の地方債は全て同一条件だった。

しかし、2002 年度からは、銘柄間の発行量に基づく流動性の差などを勘案し、東京都とそれ以外の市場公募地方債発行団体に区分する「2 テーブル方式」が導入された。2 テーブル方式の導入以後、2006 年 9 月からの個別条件交渉方式への全面移行までの間、複数の団体が統一条件方式から個別条件交渉方式に移行した⁵。このように、統一条件交渉方式から徐々に地方公共団体が個別条件交渉方式へ移行していったことは、流通市場で各団体の財政状況等を反映してクレジット・スプレッドが決定される傾向にあることを、発行体及び発行市場が意識する第一歩になったと言える。

3 点目について、共同発行市場公募地方債⁶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ある。商品

³ 交付税措置は、地方債の元利償還金（公債費）について、事業の性質や財源構成により、相当部分が地方交付税によって措置されることを指す。具体的には、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相当部分を算入することにより、地方債の元利償還に必要な財源を国が保障している。

⁴ 基準財政需要額は、各地方団体の財政力を合理的に測定するために、当該地方団体について地方交付税法第 14 条の規定により算定したもので、地方公共団体の標準的な税収入の一定割合により算出された額。

⁵ 2004 年度からは、統一条件交渉方式と、金融機関と独自に市場公募地方債発行条件の決定交渉を行う個別条件交渉方式という区分に変更され、東京都及び横浜市が個別条件交渉方式へ移行した。さらに、2006 年度からは神奈川県と名古屋市も個別条件交渉方式へ移行した。

⁶ 共同発行市場公募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）、同「世界初の共同発行形式によるグリーン地方債―地域のカーボンニュートラル達成に向けた一歩に―」『野村サステナビリティクォーターリー』2024 年冬号、を参照されたい。

性の特徴としては、連帯債務方式⁷と流動性補完措置⁸が挙げられる。

共同発行市場公募地方債をめぐっては 2024 年 12 月末時点で、信用格付けは付与されていないものの、毎月 1,000 億円規模で発行されることもあり、投資家にとって運用計画に組み入れやすい商品として位置付けられ、地方債市場全体のベンチマーク銘柄としての地位を確立していった⁹。

2) 2006 年～グローバル金融危機下の 2008 年

2006 年に入って、地方債市場の様相は、大きく変わった。2006 年は、近年の地方債市場の歴史の中でも、最も様々な出来事を経験した変革の 1 年であった。地方債市場では、2006 年度から地方債協議制度¹⁰が導入され、それ自体は特にクレジット・スプレッド等への影響はなかった。しかし、(1) 2006 年 6 月に夕張市が財政再建団体（当時、現・財政再生団体）の指定を総務省に申請する方針を正式表明したこと¹¹、(2) 2006 年上半期に開催された地方分権 21 世紀ビジョン懇談会において、「再生型破綻法制」が検討されたこと、(3) 2006 年 7 月の日本銀行のゼロ金利政策解除前後の金利上昇及びスワップ・スプレッドの拡大、等を背景に、地方債のクレジット・スプレッドは、2006 年春から夏にかけて大きく拡大した。加えて、銘柄間のスプレッド格差も広がる傾向が見られた。一方、2006 年 9 月債の発行以降、全ての市場公募地方債発行団体が個別条件交渉方式に移行した。

このような変革の流れの中、横浜市が 2006 年 10 月、日本の全国型市場公募地方債を発行する地方公共団体として初となる依頼に基づく格付けをスタンダード&プアーズ（S&P、現・S&P グローバル）より取得した。S&P に続いて、格付投資情報センター（R&I）、ムーディーズ及び日本格付研究所（JCR）も全国型市場公募地方債発

⁷ 共同発行市場公募地方債は、地方財政法第 5 条の 7 に基づき、参加団体全てが毎月連名で連帯債務を負う方式により発行されている。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」。

⁸ 共同発行市場公募地方債では、流動性補完措置として、発行団体に万一の災害等に伴う不測の事態にあっても、遅滞なく元利金償還が行えるよう、各団体の減債基金の一部を募集受託銀行に預け入れる形で流動性補完を目的とするファンドが創設されており、その年度において最も元利金支払いが多い月の元利金支払い額の 10 分の 1 程度の額を積み立てることとされている。

⁹ 共同発行市場公募地方債（10 年債）は、2003 年度に 27 の全国型市場公募地方債発行団体が参加の上で発行が始まり、その後も参加団体は徐々に増加し、2024 年度には 37 団体が参加している。ただし、2007 年度には福岡県、横浜市及び名古屋市が離脱した。これらの 3 団体については、2006 年度までの既発債に関する連帯債務及び流動性補完措置を目的とするファンドに関しては、償還まで責任を負い続けた。

¹⁰ 地方債協議制度は、「地方分権の推進を図るための関係法律の整備等に関する法律」（地方分権一括法）の施行を通じて、2005 年度までの地方債許可制度に替わって 2006 年に導入された。同制度の下では、地方公共団体が地方債を発行する場合、都道府県・政令指定都市にあっては総務大臣、市町村・特別区等にあっては都道府県知事と協議しなければならない。同意のある地方債については、公的資金を借り入れることが可能な上、元利償還金が地方財政計画に算入される。地方公共団体が同意のない地方債を発行する場合には、あらかじめ議会に報告しなければならない。なお、赤字団体、実質公債費比率の高い団体、赤字公営企業等、標準税率未滿団体は、地方債を発行する場合には、総務大臣または都道府県知事の許可を受けなければならない。

¹¹ 夕張市の財政破綻に関する詳細は、江夏あかね「人口減少から財政破綻に至ったデトロイト市に関する一考察」『野村資本市場クォーターリー』2014 年秋号、を参照されたい。

行団体に対して依頼に基づく格付けの付与を開始した。地方公共団体による依頼格付けの取得が相次ぐ中、地方債に関して非居住者等非課税制度が 2008 年 1 月に導入されたこともあり、投資家層が徐々に拡大する兆しも観察された。

3) 2009 年～新型コロナウイルス感染症問題が顕在化する直前の 2019 年

世界の金融市場においては、米国金融セクターにおけるサブプライム・ローン問題、2008 年 9 月のリーマン・ブラザーズの破綻、2009 年後半頃からのギリシャ等の欧州周辺国のソブリン財政危機等を背景に、市場の大部分においてボラティリティが高まり、流動性が大きく低下した。また、先進国を中心に景気が大幅に後退する中、日本においては、2011 年 3 月に東日本大震災が発生した。

しかし、地方債市場においては、リーマン・ブラザーズの破綻後や東日本大震災発生直後の一時期を除き、国債金利低下等も背景に、クレジット・スプレッドのタイト化が進んだ。これは、金融危機や東日本大震災発生時に、中央政府が地方公共団体に対して地方財政措置等を通じて良好な関与・支援スタンスを示したことに加え、(1) 地方債の公的資金による引受の拡充、(2) 日本銀行適格担保の範囲拡充、(3) 「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、等の動きが主因と考えられる。加えて、金融危機等を背景とした質への逃避や、東日本大震災発生後の電力債の発行減少等を通じて、地方債市場の需給環境が安定化していった。

特に、2007 年 3 月に成立し、2009 年 4 月に本格施行された地方公共団体財政健全化法は、後述のとおり、2006 年上半期に開催された地方分権 21 世紀ビジョン懇談会で論点となった再生型破綻法制や地方債の債務不履行(デフォルト)の仕組みは導入されなかった。

同法は、(1) 2 段階の財政再建スキームを通じたより早い段階での地方公共団体の財政再建の促進、(2) 健全化判断比率の公表を通じたより広い範囲での地方公共団体の財政把握、などの特長を有しており、それまでの地方財政再建促進特別措置法に基づく旧制度の問題点を克服すべく制定されている。すなわち、地方公共団体が財政破綻に陥る前の歯止めがより強くなり、地方公共団体の財政健全化を促す仕組みが明確に提示されており、セーフティネットが強化されたと言える。地方公共団体財政健全化法の本格施行は、前述の公的資金による引受の拡充等とともに、投資家の地方債投資に対する安心感を高め、地方債市場のクレジット・スプレッドの安定化に寄与したと言える。

一方、この頃の地方債市場においては、(1) 地方債届出制度及びフレックス枠の活用を通じた機動的な起債、(2) 商品性の多様化(市場公募の定時償還債、国内外貨建て地方債)、が観察された。

1 点目について、多くの地方公共団体は、投資家の需要を適切に見極めた起債運営を行うべく、地方債届出制度やフレックス枠の活用を通じて、従来以上に機動的な起

債に取り組むようになった。地方債届出制度は、地方債協議制度を見直し、地方公共団体の自主性・自立性を高める観点から、一定の要件を満たす地方公共団体が民間等資金債を発行する場合、原則として協議を不要とし、事前届出によることとするもので、2012 年度に導入された¹²。同制度の主なメリットとしては、地方債発行タイミングの自由度の拡大や事務手続きの簡素化が挙げられる。同制度の導入を通じて、地方債の発行時期の平準化、弾力化が徐々に進み、地方公共団体にとって資金調達の実定性が向上することとなった。

他方、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、年間の発行計画上、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、発行する方法である。地方債届出制度やフレックス発行は、地方公共団体にとっては、投資家の需要を適切に見極めながら、より機動的かつ安定的な起債運営を行うことを可能にしたと考えられる。

2 点目の商品性の多様化について、市場公募の定時償還債は、2013 年 10 月に京都府によって約 21 年ぶりに発行され¹³、その後複数の団体による起債が続いており¹⁴、全国型市場公募地方債市場の中で一定の存在感を示している¹⁵。他方、国内外貨建て地方債については、地方公共団体が発行する際の発行通貨は外貨建てであるが、国内法に準拠することから、主に本邦市場において流通することが想定されている地方債であり、国内外の金利・為替環境によっては有利な資金調達になり得るというものである。静岡県が 2018 年 11 月、日本の地方公共団体として初めて外貨地方債を発行してから、複数の団体が米ドル建てを中心に取り組んでいる。

4) 直近の 2020 年～2024 年末

2020 年に入った頃から流行が始まった新型コロナウイルス感染症は、日本を含む世界各地域で僅か数ヵ月のうちに急拡大し、世界の金融市場の環境を一変させた。日本の地方債市場は、他の資産クラスに比べるとある程度の安定性を維持していた中、一時的にやや重めの需給環境となったが、日本銀行や総務省による各種地方財政措置も背景に、2020 年度後半頃から落ち着きを取り戻していった。

商品性の多様化の観点からは、2021 年度ごろから持続可能な開発目標（SDGs）に

¹² 地方債届出制度については、施行から 3 年を経て、地方債発行に係る国の関与の在り方について抜本的見直しが行われ、2016 年度から仕組みが一部変更となった。主な変更点は、協議不要基準の緩和（実質公債費比率：16%→18%等）や新発債 4 月条件決定分の届出実施等であり、国の関与の重要性及び地方債のリスク・ウェイト（0%）堅持の観点から、許可基準は変更されなかった。

¹³ 市場公募の定時償還債については、（1）20 年、据置なし、半年毎 2.5%償還、（2）10 年、据置なし、半年毎 5.0%償還、等で投資家の需要が観察されている（地方債協会「平成 26 年度『地方債に関する調査研究委員会』報告書 地方債をとり巻く中長期的な状況変化も見据えた地方公共団体の資金調達と減債基金の運用方策」2015 年 3 月）。

¹⁴ 市場公募地方債については、1992 年度より全てが満期一括償還方式となっていた。

¹⁵ 市場公募の定時償還債に関する詳細は、江夏あかね「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」『野村資本市場クォーターリー』2014 年冬号（ウェブサイト版）、を参照されたい。

貢献する事業に充当される SDGs 債（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等）の発行に取り組む団体が増加していった。地方公共団体による SDGs 債は、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、安定的な投資需要を集めている。そのような中、地方公共団体が発行する SDGs 債において、2022 年 10 月頃から通常の地方債に比して低い金利（グリーニアム¹⁶が発生する形）で条件決定する状況が観察されたほか、2023 年度からは複数の参加団体によるグリーン共同発行市場公募地方債（年限 10 年）も発行されている。

一方、日本銀行による金融政策の変更、特に、長短金利操作（イールドカーブ・コントロール、YCC）の運用見直し（2022 年 12 月、2023 年 7 月）及び撤廃（2024 年 3 月）、政策金利の引き上げ及び長期国債買い入れの減額計画の決定（2024 年 7 月）を通じて、地方債市場の様相も変化していった。

Ⅲ 地方財政の現状及び 3 つの課題

本章では、地方財政の現状について地方債務残高と主要財政指標に焦点を当てて概観した上で、地方財政が抱える 3 つの課題（厳しい国の財政状況、地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り、新たに直面する課題）を紹介する。

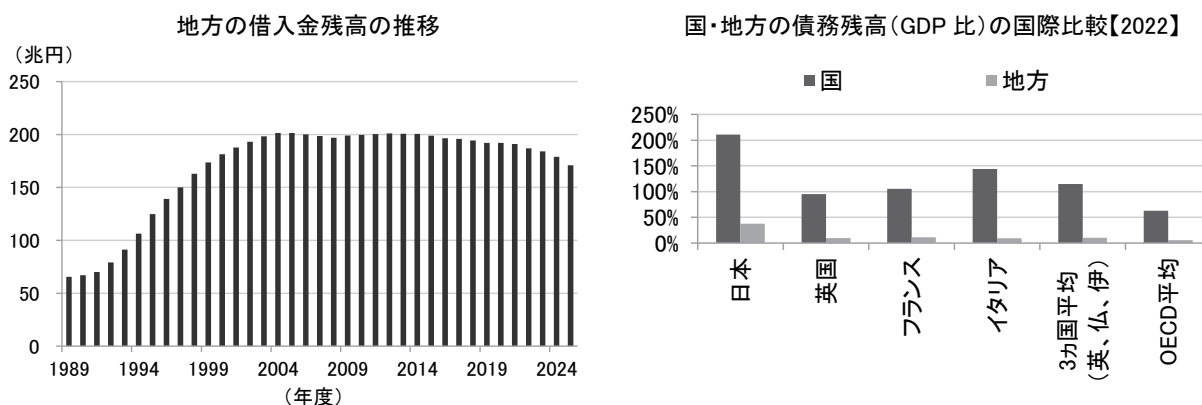
1. 地方財政の現状

1) 地方債務残高

日本の地方財政の借入金残高は、バブル経済崩壊後の 1990 年代頃から増加していったが、2000 年代半ばをピークに減少傾向となっている（図表 4 左参照）。これは、1990 年代後半頃からの財政健全化の中での投資的経費の抑制に加え、2009 年度に本格施行された地方公共団体財政健全化法も通じて、地方公共団体による財政健全化への意識がより高まる傾向にあることが背景とみられる。

¹⁶ グリーニアムは、「グリーン」と「プレミアム」の合成語で、発行条件が同じである他の債券と比較してグリーン債の価格が高く（利回りは低く）なる現象をいう。グリーン債の希少性や投資家需要の大きさ等によって、このような現象が生じると考えられる（地方債協会「令和 4 年度『地方債に関する調査研究委員会』報告書 市場環境の変化局面が投資家に与える影響と投資ニーズを捉えた地方債による安定的な資金調達の検討」2023 年 3 月）。

図表 4 地方の借入金残高の推移と国・地方の債務残高（GDP 比）の国際比較



- (注) 1. 地方の借入金残高について、2024年度、2025年度は見込み。
 2. 経済協力開発機構（OECD）平均について、連邦国家の場合、地方政府に州政府を含めていない。また日本を含めていない。
- (出所) 総務省「地方財政の借入金残高の状況」、総務省「国・地方の債務残高（GDP 比）の国際比較【2022】」、より野村資本市場研究所作成

地方公共団体財政健全化法は、前述の夕張市の財政破綻事例等も踏まえて、それまでの再建法制（地方財政再建促進特別措置法）を抜本的に見直したもので、財政指標の整備とその開示の徹底を図るとともに、財政の健全化や再生のための法律として位置付けられる¹⁷。同法律は、地方公共団体の確実な財政健全化を促すべく、

（1）健全化判断比率¹⁸の公表、（2）2段階の財政再建スキーム、（3）国の勧告、配慮等、（4）公営企業の経営の健全化、（5）外部監査、等が柱となっている。特に、健全化判断比率の1つである将来負担比率は、後述の通り、地方公共団体の借入金など、現在抱えている負債の大きさを、その地方公共団体の財政規模に対する割合で表したものであり、地方公共団体の財政の健全性をより包括的にとらえるという意味で、意義深い指標と言える。

地方公共団体健全化法は、地方公共団体の財政健全化を後押しし、地方債務残高の抑制に寄与した可能性がある。しかしながら、日本の地方債務残高（対国内総生産〔GDP〕比）を国際比較すると、高い水準にある（図表4右参照）。さらに、後述のとおり、公共施設等の適正化に向けて相応の財源調達ニーズが想定されることに鑑みると、楽観視できる状況にあるとは言えないところである。

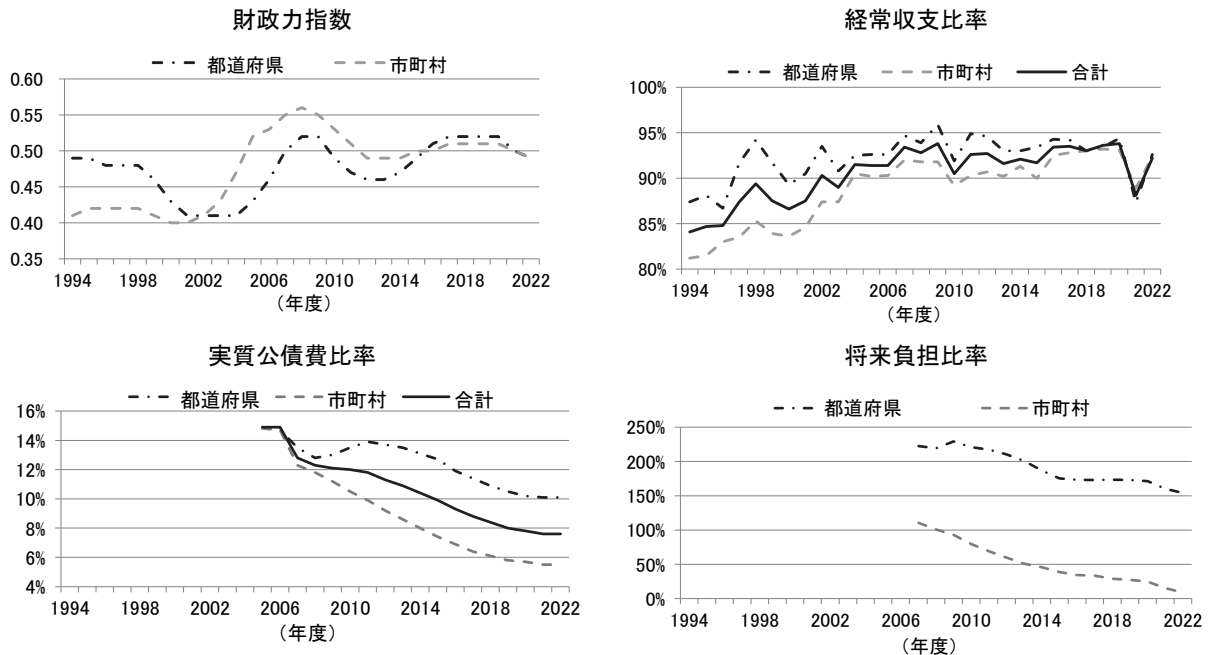
2）主要財政指標

主要財政指標の観点からは、（1）財政力指数、（2）経常収支比率、（3）実質公債費比率、（4）将来負担比率、を取り上げる（図表5参照）。

¹⁷ 地方公共団体財政健全化法に関する詳細は、江夏あかね『地方債の格付けとクレジット』商事法務、2009年、を参照されたい。

¹⁸ 健全化判断比率は、実質赤字比率、連結実質赤字比率、実質公債費比率及び将来負担比率の4つの財政指標の総称である。地方公共団体は、健全化判断比率のいずれかが一定基準以上となった場合には、財政健全化計画または財政再生計画を策定し、財政の健全化を図らなければならない。

図表 5 地方公共団体の主要財政指標の推移



(注) 実質公債費比率は 2005 年度分、将来負担比率は 2007 年度分から公表されている。

(出所) 総務省「地方公共団体の主要財政指標一覧」各年度、より野村資本市場研究所作成

(1) 財政力指数

財政力指数は、地方公共団体の財政力を示す指標であり、普通交付税¹⁹の算定に用いた基準財政収入額²⁰を基準財政需要額で除して得た過去 3 年間の平均値を示す。財政力指数は大きいほど、一般的に財政力があると言われている。財政力指数は、景気変動の影響を受けながら推移しているものの、全般的には緩やかな右肩上がりとなっている（図表 5 左上参照）。これは、分子の基準財政収入額の構成要素である地方税について、（1）地方分権推進の一環での所得税から個人住民税への税源移譲²¹（約 3 兆円）、（2）社会保障関係費の増加に伴う消費税率引き上げ²²、（3）労働参加率の増加、等を通じて増加基調が続いてきたことが背景と言える。

¹⁹ 普通交付税は、地方交付税の主体をなすもので、その総額は地方交付税総額の 94%に相当する額である。基準財政需要額が基準財政収入額を超える地方公共団体に対して、その差額（財源不足額）を基本として交付される。

²⁰ 基準財政収入額は、各地方団体の財政需要を合理的に測定するために、当該団体について地方交付税法第 11 条の規定により算定した額で、各行政項目別にそれぞれ設けられた「測定単位」の数値に必要な「補正」を加え、これに測定単位ごとに定められた「単位費用」を乗じた額を合算することによって算定される。

²¹ 日本では、「地方にできることは地方に」という理念の下、「国から地方への補助金・負担金を廃止・縮減」「地方への税源移譲」「地方交付税の見直し」を同時に行う改革として、三位一体の改革が行われた。同改革の一環で、2007 年 1 月に国から地方への税源移譲が行われ、所得税（国税）から住民税（地方税）へ、約 3 兆円の税源移譲が実施された（総務省「税源移譲」）。

²² 日本では、1989 年に 3%で消費税が導入されてから、5%、8%、そして 2019 年 10 月から 10%と税率が引き上げられてきた。そのうち地方消費税は 1997 年に 1%で導入され、2014 年には 1.7%、そして 2019 年 10 月には 2.2%に引き上げられた。また、2014 年 4 月以降、税率引き上げ分については、制度として確立された年金、医療及び介護の社会保障給付並びに少子化に対処するための施策に要する経費その他社会保障施策（社会福祉、社会保険及び保健衛生に関する施策）に要する経費に充てられることとされている（総務省「地方消費税」）。

（２）経常収支比率

経常収支比率は、地方公共団体の財政構造の弾力性を判断するための指標である。地方税、普通交付税を中心とする毎年経常的に収入される一般財源（経常一般財源）が、人件費²³、扶助費²⁴、公債費²⁵のように毎年度経常的に支出される経費（経常的経費）にどの程度充当されているかという点に着目して、経常的経費に充当された一般財源額の経常一般財源総額に対する割合を示している。

経常収支比率は高いほど、財政構造に弾力性がなく硬直化していると言える。同指標は、少子高齢化の中での扶助費の増加等を受けて、21 世紀に入って 80% 台後半から 90% 台前半の水準になっており、臨時の財政需要への余力が少なくなってきたことを示唆している（図表 5 右上参照）。

（３）実質公債費比率

実質公債費比率は、地方債の返済額（公債費）の大きさを財政規模に対する割合で示したものであり、資金繰りの程度を表す指標と言える。具体的には、一般会計等が負担する元利償還金及び準元利償還金の標準財政規模²⁶を基本とした額に対する比率であり、3 カ年の平均をとっている。地方債協議制度の下では、同比率が 18% 以上の団体は起債に当たり、総務大臣若しくは都道府県知事からの許可が必要となる。また、同比率は、地方公共団体財政健全化法の健全化判断比率の 1 つとしても位置付けられており、早期健全化基準²⁷は 25%、財政再生基準²⁸は 35% とされている。

実質公債費比率は、地方公共団体の財政健全化を通じた地方債残高の減少や金利水準の低下等を反映し、2010 年代から一貫して低下傾向にある（図表 5 左下参照）。

（４）将来負担比率

将来負担比率は、端的には、地方債など現在抱えている負債の大きさを、その地方公共団体の財政規模に対する割合で表したものであり、将来財政を圧迫する可能性の度合いを示す指標とも言えるものである。具体的には、地方公社や損失補償を行っている出資法人等に係るものを含め、当該地方公共団体の一般会計等が将来負担すべき実質的な負担に対する、標準財政規模を基本とした額の比率である。

将来負担比率は、実質公債費比率と同様に地方債残高が減少していることに加え、

²³ 人件費は、職員給、地方公務員共済組合等負担金、退職金、議員報酬等、委員等報酬等で構成される。

²⁴ 扶助費は、社会保障制度の一環として、生活困窮者、児童、老人、心身障害者等を援助するために要する経費。

²⁵ 公債費は、地方債元利償還金及び一時借入金利子の支払いに要する経費。

²⁶ 標準財政規模は、地方公共団体の標準的な状態で通常収入されるであろう経常的一般財源の規模を示すもので、標準税収入額等に普通交付税を加算した額。

²⁷ 地方公共団体財政健全化法の下では、地方公共団体は、健全化判断比率のいずれかが早期健全化基準以上である場合には、当該健全化判断比率を公表した年度の末日までに、「財政健全化計画」を定めなければならない。

²⁸ 地方公共団体財政健全化法の下では、地方公共団体は、再生判断比率（健全化判断比率のうちの将来負担比率を除いた 3 つの指標）のいずれかが財政再生基準以上である場合には、当該再生判断比率を公表した年度の末日までに、「財政再生計画」を定めなければならない。

第三セクター等の抜本的改革²⁹（集中的取組期間：2009～2013 年度）を通じた損失補償付債務の減少等を通じて、数値の公表が始まった 2007 年度から一貫して低下傾向にある（図表 5 右下参照）。

2. 地方財政が抱える課題

地方財政の現状を地方債務残高及び主要財政指標を通じて見る限り、財政の硬直化傾向はあるものの、地方公共団体の財政健全化努力も背景に、地方債残高の縮減や健全化判断比率の改善傾向が確認された。しかし、今後の地方財政の持続可能性を考えると、前述のとおり、3 つの課題（厳しい国の財政状況、地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り、新たに直面する課題）を抱えていると考えられる。

1) 厳しい国の財政状況

日本の地方財政が、国からの財政移転によって支えられている面は大きい。例えば、地方税等の地方公共団体自らが調達する財源である自主財源³⁰が歳入全体に占める比率（自主財源比率³¹）の過去 20 年ほどの動向を見ると、ほとんどの期間で 5 割を僅かに下回る水準で推移している（図表 6 左参照）。また、国と地方の基礎的財政収支³²（プライマリー・バランス、PB）対国内総生産（GDP）比の推移を見ても、国による財政移転が、地方財政における経済状況の変動に伴う影響を軽減してきた構図が明らかになっている（図表 6 右参照）。

日本の国家財政状況を見ると、経済成熟化と少子高齢化の進展の中で歳入・歳出のバランスが崩れ、硬直化が進むとともに、近年は東日本大震災、新型コロナウイルス感染症問題等も通じて債務残高が大幅に拡大している（図表 7 左参照）。国家財政の現状や国と地方の関係を踏まえると、国が地方公共団体に対して良好な関与・支援する「意思」は続くともみられるものの、財政移転等の「能力」が低下する可能性はゼロではないと言える。とりわけ、国の一般会計予算の歳出内訳で、地方交付税交付金等が社会保障関係費に次ぐ主要な項目になっていることを踏まえると、国家財政の厳しさが増した場合に地方への財政移転に何らかの影響が及ぶ可能性が否めないとも考えられる（図表 7 右参照）。

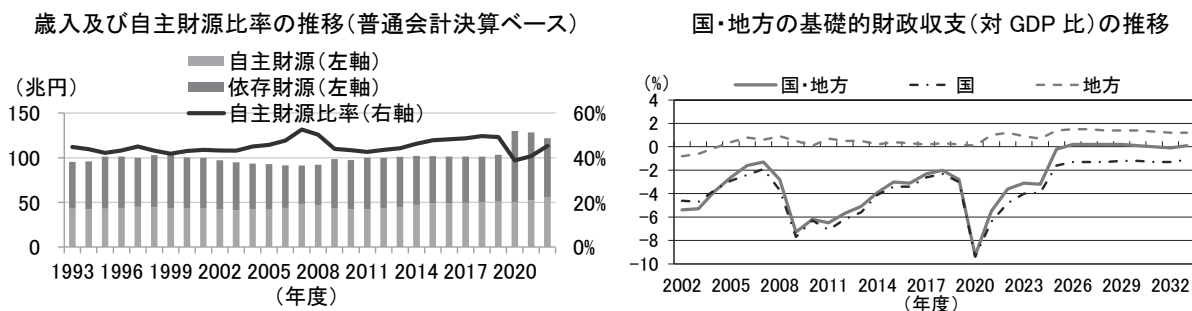
²⁹ 第三セクター等の抜本的改革に関する詳細は、江夏あかね「第三セクター等の抜本的改革とその意義―集中的取組の最終年度を迎えて―」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号（ウェブサイト版）及び同「第三セクター等改革推進債の現状と課題―求められる市場と向き合う努力―」『野村資本市場クォーターリー』2013 年春号（ウェブサイト版）、を参照されたい。

³⁰ 自主財源は、地方公共団体が自主的に収入しうる財源で、地方税、分担金及び負担金、使用料、手数料、財産収入、寄附金、繰入金、繰越金、諸収入が該当する。もっとも繰越金及び諸収入の中には、例えば事業繰越に伴う繰越金のうち国庫支出金相当額等のように、厳密には依存財源に区分されるべきものもある。

³¹ 自主財源比率は、歳入に占める自主財源の割合で、その数値が大きいほどその団体の財政運営の自主性と安定性が確保されていると言われている。

³² 基礎的財政収支（PB）は、税収・税外収入と、国債費（国債の元本返済や利子の支払いに充てられる費用等）を除く歳出との収支のことを表し、その時点で必要とされる政策的経費（社会保障や公共事業をはじめ様々な行政サービスを提供するための経費）を、その時点の税収等でどれだけ賄えているかを示す指標である。

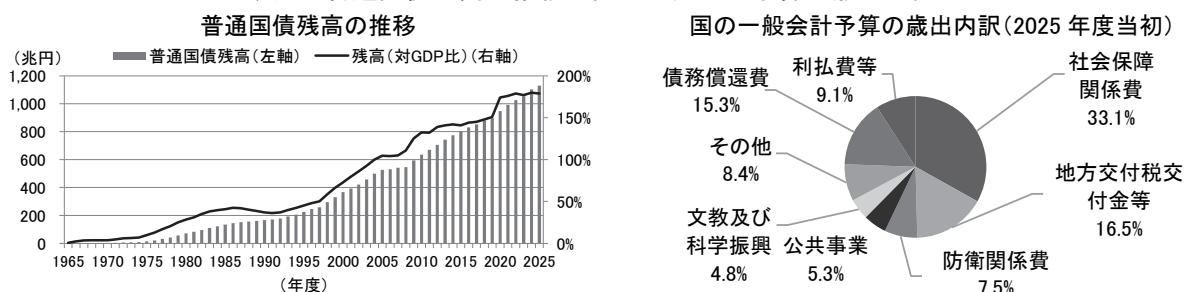
図表 6 歳入、自主財源比率、基礎的財政収支（対 GDP 比）の推移



（注）基礎的財政収支は、過去投影ケースに基づく。過去投影ケースは、全要素生産性（TFP）上昇率が直近の景気循環の平均並み（0.5%程度）で将来にわたって推移するシナリオ。中長期的に実質 0% 台半ば、名目 0% 台後半の成長。

（出所）総務省「地方財政統計年報」各年度、内閣府「中長期の経済財政に関する試算」2024 年 7 月 29 日、より野村資本市場研究所作成

図表 7 普通国債残高の推移と国の一般会計予算の歳出内訳



（注）公債残高は各年度の 3 月末現在額。2023 年度までは実績、2024 年度は補正後予算、2025 年度は予算に基づく見込み。

（出所）財務省「我が国の財政事情（令和 7 年度予算政府案）」2024 年 12 月、財務省「令和 7 年度予算のポイント」2024 年 12 月 27 日、より野村資本市場研究所作成

2）地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り

地方公共団体の財源の中心となる地方税については 2000 年代に入って比較的順調に伸びてきたものの、日本の人口動態³³や経済成熟化を踏まえると、今後大幅に伸びることは期待できず、地方公共団体は限られた財源で必要な施策を実施することが財政運営上でますます重要となることは言うまでもない（図表 8 参照）。

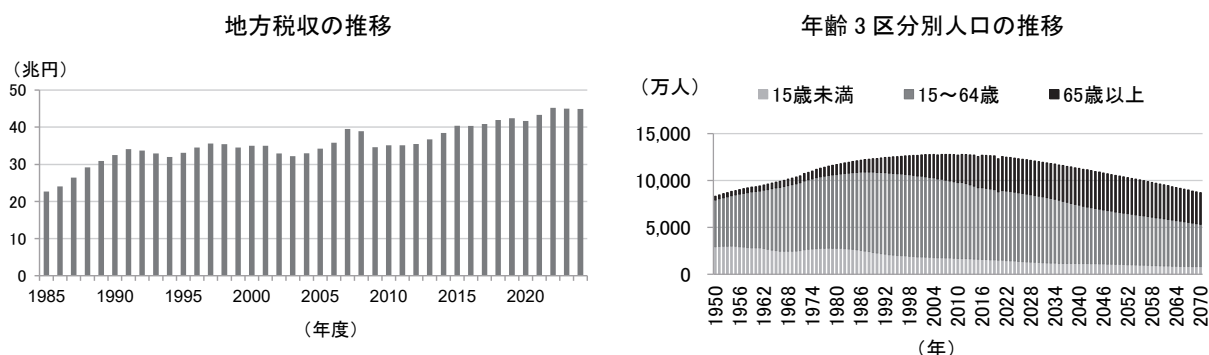
地方公共団体による主な歳出の推移を見ると、義務的経費³⁴である扶助費が高齢化進行等により増加し、財政構造の硬直化が進んできたものの、投資的経費（普通建設事業費³⁵等）を大幅に絞り込み、地方財政全体の健全性が維持されてきた（図表 9 参照）。しかしながら、地方公共団体は、後述のとおり、公共施設の適正化も併せて進めなければならず、投資的経費を従来以上に絞りこむことは難しい状況である。ここで、3 つの論点（社会保障、公共施設の適正化、新たに直面する課題）に分けて状況を概観する。

³³ 日本の人口動態と地方財政運営に関する詳細は、江夏あかね「人口減少と地方財政運営の論点—人口減少開始以降の地方財政分析を踏まえて—」『野村資本市場クォーターリー』2024 年夏号、を参照されたい。

³⁴ 義務的経費は、人件費、扶助費及び公債費で構成される。

³⁵ 普通建設事業費は、道路・橋りょう、学校、庁舎等公共又は公用施設の新增設等の建設事業に要する経費。

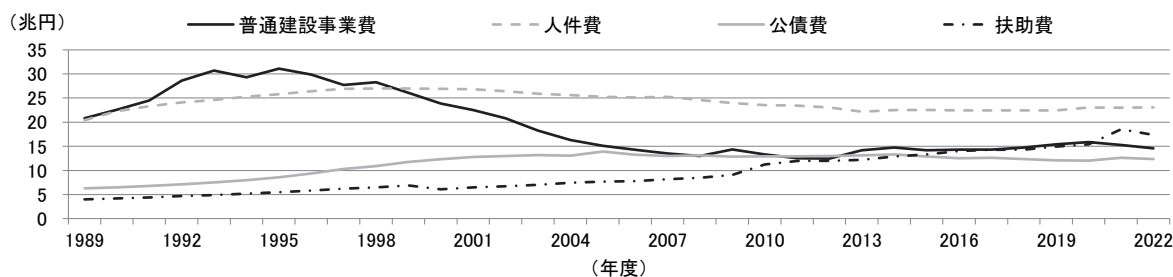
図表 8 地方税収及び年齢 3 区分別人口の推移



(注) 地方税収の表中における計数は、超過課税及び法定外税を含まない。2022 年度までは決算額、2023 年度及び 2024 年度は地方財政計画。

(出所) 総務省「地方税収（地方財政計画ベース）の推移」、国立社会保障・人口問題研究所「人口統計資料集（2023）改訂版」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口 令和 5 年推計」2023 年 8 月 31 日、より野村資本市場研究所作成

図表 9 地方公共団体の歳出の推移（普通会計決算ベース）



(出所) 総務省『地方財政統計年報』各年度、より野村資本市場研究所作成

(1) 社会保障

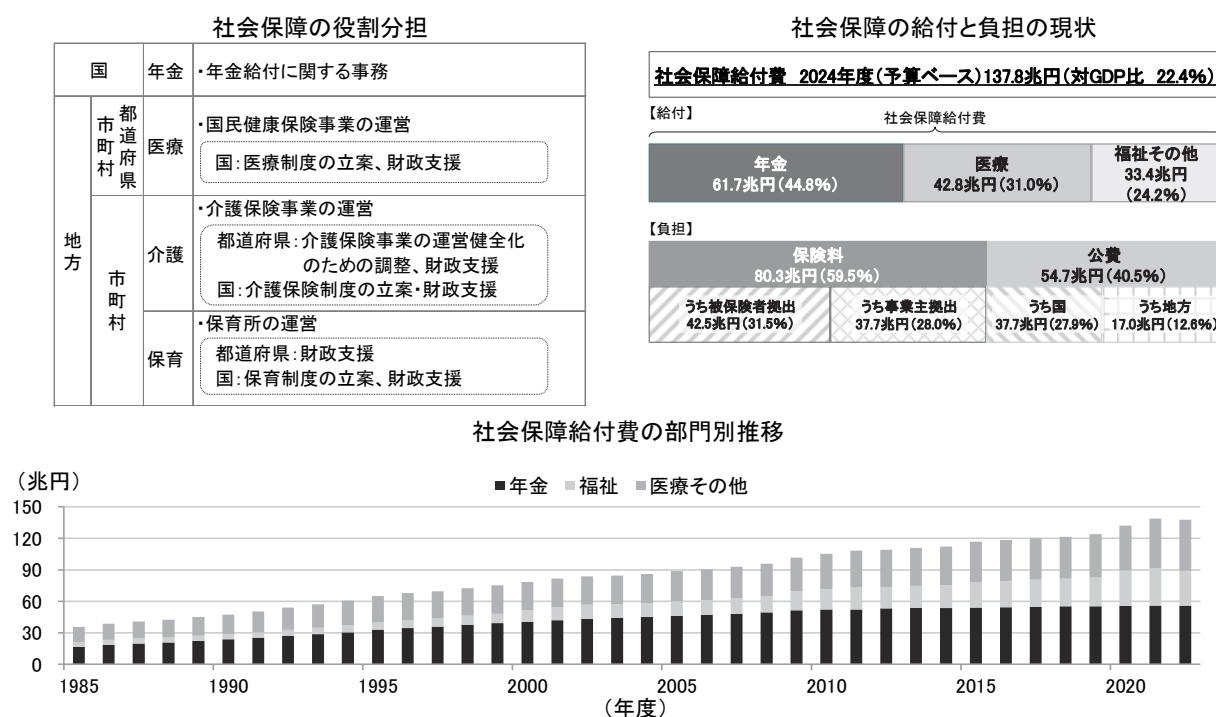
日本の社会保障制度の 4 分野において、年金以外の 3 分野（医療・介護・保育）は、主に地方公共団体の役割となっている（図表 10 左上参照）。社会保障給付費（2024 年度）公費負担のうち約 7 割が国費、残りが地方の一般財源によって賄われているが、少子高齢化が進展する中で社会保障給付費全体が増加傾向にある（図表 10 右上及び下参照）。

社会保障関係費が増加していく中、一部の地方公共団体では近年、財政負担軽減や施策の効果向上等も念頭に、ソーシャル・インパクト・ボンド³⁶（SIB）を活用し始めている。しかしながら、プロジェクト規模等に鑑みると、財政面での効果は現時点ではそれほど大きくない状況となっている³⁷。

³⁶ ソーシャル・インパクト・ボンド（SIB）は、民間資金を活用して革新的な社会課題解決型の事業を実施し、その事業成果（社会的コストの効率化部分）を支払の原資とすることを目指すもの（経済産業省商務・サービスグループヘルスケア産業課「新しい官民連携の仕組み：ソーシャル・インパクト・ボンド（SIB）の概要」）。

³⁷ 日本におけるソーシャルインパクトボンドに関する詳細は、江夏あかね「ソーシャルインパクトボンドの発展と今後の課題—地方公共団体の財源調達手段多様化の可能性—」『野村資本市場クォーターリー』2019 年夏号、江夏あかね・加藤貴大「不平等の是正に向けた取り組みと金融—日本における SDGs の目標 10 の達成に向けて—」『野村サステナビリティクォーターリー』2022 年春号、を参照されたい。

図表 10 社会保障の役割負担、給付と負担の現状及び社会保障給付費の部門別推移



(注) 社会保障の役割に関して、医療については、国民健康保険の他に、協会けんぽ、組合保険及び共済組合があり、それぞれ役割・公費負担は異なる。医療については、2018年度から都道府県が財政運営責任主体となる新制度へ移行。

(出所) 総務省「社会保障を支える地方財政制度」2019年9月20日、厚生労働省「給付と負担について」、国立社会保障・人口問題研究所「令和4年度 社会保障費用統計」2024年7月30日、より野村資本市場研究所作成

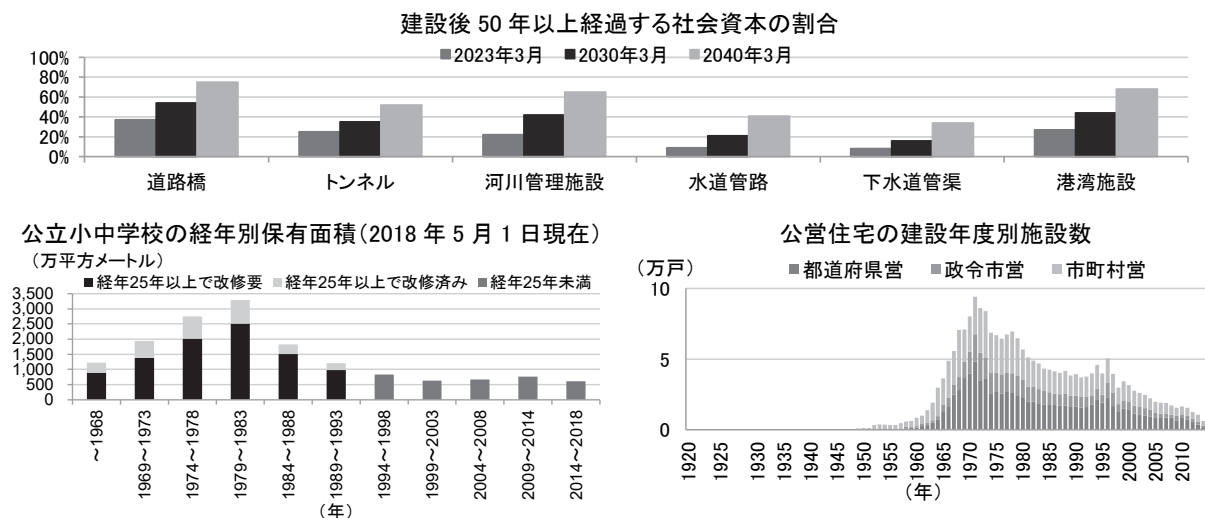
(2) 公共施設の適正化

日本の地方公共団体は住民に身近な公共施設等を管轄している。1960年代の高度経済成長期頃から形成されてきた公共施設等は、学校、公営住宅等を中心に老朽化が進んでおり、対策が必要な状況である³⁸ (図表11参照)。例えば、根本(2022)によると、全国の公共施設等の年平均更新投資必要金額は、約12.9兆円と推計され、地方公共団体にとっては相応の財政負担が想定される³⁹。

³⁸ 日本における公共施設等の老朽化に関する詳細は、江夏あかね「人口減少時代の公共施設等の総合管理への財務的アプローチ」『野村資本市場クォーターリー』2015年春号、を参照されたい。

³⁹ 同分析では、国または地方公共団体が保有する公共施設(学校、公営住宅、庁舎、社会教育施設等)及び土木インフラ(道路、橋りょう、トンネル、水道、下水道等)を対象としている。約12.9兆円の内訳は、公共施設約6.3兆円、水道約1.8兆円、道路約1.7兆円、下水道約1.2兆円、河川・港湾約1.0兆円、橋りょう約0.9兆円(根本祐二「インフラ老朽化対策と更新投資ファイナンスに関する考察」『フィナンシャル・レビュー』第147号、財務省財務総合研究所、2022年3月)。

図表 11 公共施設の老朽化の状況



(出所) 国土交通省「建設後 50 年以上経過する社会資本の割合」、文部科学省「効率的かつ効果的な学校施設の整備に関する事例集」2019 年 2 月、国土交通省「公営住宅 建設年度別施設数」、より野村資本市場研究所作成

また、日本の地方公会計制度は企業会計方式（発生主義・複式簿記）とは異なり、現金主義・単式簿記が基本となっており⁴⁰、公共施設等の更新費用が内部留保されずに、社会保障の財源として活用されてきたケースもある。このような状況も踏まえて、地方公会計制度改革が進められ、従来の現金主義会計に加えて、発生主義会計が採り入れられ、減価償却費等のコスト情報が可視化された⁴¹。

多くの団体は、2010 年代半ば頃から固定資産台帳の整備、公共施設等総合管理計画、個別の施設計画の策定等を進めた。そして、人口減少・少子高齢化の進展による人口動態の変化や市町村合併後の公共施設等の需要の変化を踏まえた公共施設等全体の最適化に取り組んでいる。国は現在、公共施設等適正管理推進事業債の仕組み等を通じて、地方公共団体の取り組みを支援しているが、地方公共団体は当面、適正化に向けて相応の財源を捻出する必要に迫られており、投資的経費が相応の規模になる見込みである。

（３）新たに直面する課題

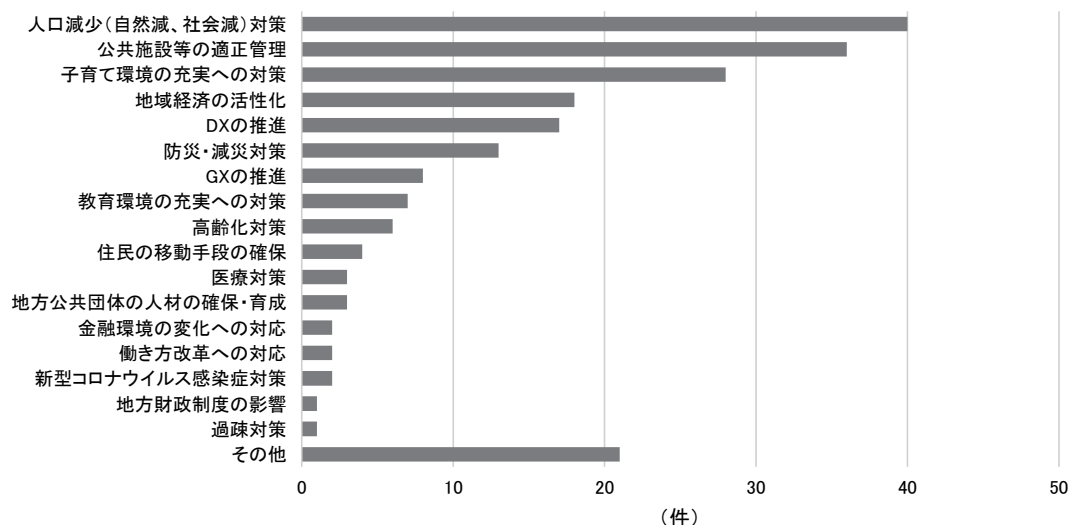
地方公共団体自身が意識している課題について、地方公共団体金融機構が実施した 2023 年度地方財務状況調査の一環としての財政状況ヒアリングの結果⁴²に基づき、考察する（図表 12 参照）。

⁴⁰ 発生主義会計は、経済事象の発生に着目した会計処理原則。複式簿記は、経済取引の記帳を借方と貸方に分けて二面的に行う簿記の手法。現金主義会計は、現金の収支に着目した会計処理原則。単式簿記は、経済取引の記帳を現金の収入・支出として一面的に行う簿記の手法（総務省「地方公会計の推進と公共施設等の適正管理について」2023 年 8 月 30 日）。

⁴¹ 地方公会計に関する詳細は、江夏あかね「公共施設等老朽化対策の一助となる地方公会計—有形固定資産減価償却率を用いた組合せ分析—」『野村資本市場クォーターリー』2018 年秋号、を参照されたい。

⁴² 竹澤晃「地方公共団体金融機構（JFM）の最近の取り組み：令和 5 年度地方財務状況調査における財政状況ヒアリングの結果について」『公営企業』第 56 巻第 7 号、地方財務協会、2024 年 10 月。

図表 12 地方公共団体が直面する課題



- (注) 1. 地方公共団体金融機構による地方財務状況調査の一環としての財政状況ヒアリング
(2023年7～11月、73団体)の結果に基づく。
2. その他には、物価高騰対策やふるさと納税等が含まれている。

(出所) 竹澤晃「地方公共団体金融機構(JFM)の最近の取組み：令和5年度地方財務状況調査における財政状況ヒアリングの結果について」『公営企業』第56巻第7号、地方財務協会、2024年10月、より野村資本市場研究所作成

地方公共団体が現在直面する課題として、最も回答数が多かったのは「人口減少(自然減、社会減)対策」で、それに関連して3位に「子育て環境の充実への対策」も入った。また、2位には、「公共施設等の適正管理」が入り、更新需要の到来に伴う財政負担の増加が背景となっている。そのほか、地域経済の活性化を挙げた団体の中には、情報通信技術(ICT)の進展による新たな働き方が広がる中、ワーケーションの受け入れを推進する団体もある。そのほか、同調査の選択肢として2023年度に新設した「デジタル・トランスフォーメーション(DX)の推進」や「グリーン・トランスフォーメーション(GX)の推進」についても複数の団体が選択している。

特に、DXの推進に係る課題として、「デジタル人材の確保・育成」とともに「財源の確保」を挙げた団体も複数存在し、国の補助金や交付税措置があるものの、一般財源の持ち出しも多く、現状で補助がない機器やシステムの維持管理経費が将来的に大きな負担となることを予想し、さらなる国の支援を要望する声があったとのことである⁴³。

本調査結果からは、地方公共団体が新たに顕在化したものも含めて複数の課題に直面し、財源確保も含めて対応に苦悩していることが明らかになったと言える。

⁴³ 2025年度地方財政対策及び地方債計画においては、「デジタル活用推進事業債(仮称)」の創設が挙げられた。同地方債は、地方財政法の特例を設け、情報システムや情報通信機器等の整備財源に活用できる。償還年限は5年で、交付税措置率は50%である(江夏あかね「2025年度地方債計画ー財政健全化と新たな地域課題対応の両立に向けてー」『野村サステナビリティクォーターリー』2025年冬号)。

Ⅳ 21 世紀の地方債市場の持続可能性を維持する上での論点

21 世紀の地方債市場は、市場公募化が進展する中で、金融政策を始めとして金融市場全般の動きの影響も受けたが、地方債の安全性を守る仕組み、地方債関連制度の進化、各地方公共団体による地方債の安定消化を意識した取り組み等を背景に、総じて安定して推移した。一方、地方財政は、財政の硬直化傾向はあるものの、地方公共団体の財政健全化努力や国からの財政移転にも下支えされ、改善傾向が確認された。ただし、今後の地方財政の持続可能性を考えると、厳しい国の財政状況、地方公共団体の厳しい財政運営の舵取り等の課題を抱えていることが明らかになった。

今後も、地方公共団体にとって地方債が重要な財源の 1 つである状況は不変と想定され、地方債市場から安定的に資金調達が行えたとともに、同市場の持続可能性が維持されることが大切なのは言うまでもない。そのための主な論点としては、(1) 資金調達コスト低減に向けた取り組み、(2) 臨時財政対策債のさらなる縮減、(3) 減債基金の効率的な運用、が挙げられる。

1. 資金調達コスト低減に向けた取り組み

地方公共団体はこれまでも安定消化を意識した取り組みを続けてきたが、地方債市場が引き続き金融政策等に影響を受けて推移する可能性が高いことに鑑みると、資金調達コスト低減に向けた工夫を続ける必要がある。例えば、共同発行市場公募地方債を取り上げると、2003 年度の発行開始以降、20 年超のトラックレコードを有し、参加団体にとって安定的かつ有利な資金調達手段となってきたほか、基幹年限である 10 年債は地方債市場全体のベンチマーク債（指標銘柄）としての機能を果たしてきた⁴⁴。また、商品性の拡充の観点からは、2021 年には 1 年債、2023 年度からはグリーンボンドも発行されている。

同地方債が今後も、地方公共団体にとって安定的かつ有利な資金調達ツールかつ投資家にとってさらに魅力的な投資対象となるためには、リオープン方式の導入の検討も意義があると考えられる。リオープン方式は、新発債に、既発債と同じ利率、元利払期日を設定し、同一の回号を付すことで、発行時から新発債を既発債と同一銘柄として取り扱うものであり、同一銘柄の債券の発行量の増加を通じて市場の流動性を高めることが可能となる。同方式は、(1) 同一の債券として追加発行されるため、既発債の発行規模や流通量が追加発行直後に増加することで、カレント銘柄の市場流動性が高まり、ベンチマーク銘柄と

⁴⁴ 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は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、投資家にとって運用計画に組み入れやすい商品としての位置付けを有している（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〕）。

して機能しやすくなる、(2) 大型ロットの発行によりベンチマーク銘柄を作る場合に比べて、リオープンによるベンチマーク銘柄育成は、発行コストの抑制に繋がることもある、といったメリットがある⁴⁵。リオープン方式は、先進各国の国債のみならず、日本国債でも 2001 年 3 月から採用されており、共同発行市場公募地方債でも、流動性及びベンチマーク的位置付けを維持しながら、1 回の発行額を減少させる手段として検討に値すると考えられる。

2. 臨時財政対策債のさらなる縮減

地方財政の健全性が地方債市場の安定性を支える要素であることを踏まえると、地方の借入金残高の相応部分を占める臨時財政対策債のさらなる縮減は重要と考えられる（図表 13 参照）。

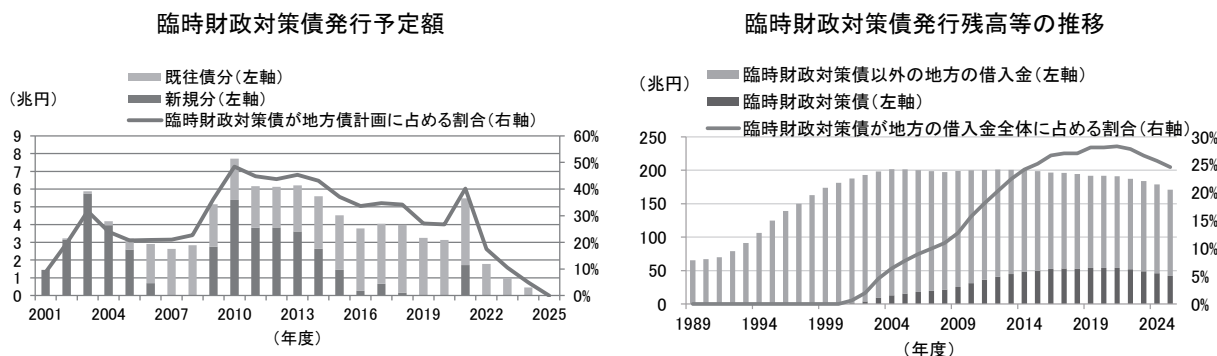
そもそも、臨時財政対策債が 2001 年度に創設された経緯⁴⁶を振り返ると、地方財政全体で財源不足が見込まれる場合、地方交付税の増額によって財源不足額の全額を補填することが本来の望ましい姿であるが、地方交付税の原資である国税収入も不足している状況が続いてきた。従前は、地方財源の不足に対処するために交付税及び譲与税配付金特別会計（地方交付税特別会計）による地方交付税の増額を基本として対応し、その償還金を国と地方で折半して負担してきた。しかし、地方公共団体の共同の借入金であるが、地方公共団体や住民に借入の実態がわかりにくい等の問題が指摘され、2001 年度より国負担分は一般会計からの繰り入れ、地方負担分は個々の団体による特例地方債発行という方式により、財源不足を補填することとし、国と地方の役割分担の明確化、財政の透明化等を図ることとした。これに基づいて各地方公共団体が発行する特例地方債が臨時財政対策債である。

臨時財政対策債は、前述のとおり、元利償還金が全額交付税措置されるものの、従前の方式と比べると、地方において、借入金への依存の実態が議会や住民に明らかになることにより経費支出の効率化・重点化の必要性について理解を深め、地方財政の健全化に向けた取り組みを促す効果が期待されてきた。

⁴⁵ 副島豊・花尻哲郎・嶋谷毅「国債流通市場と発行市場のリンケージ強化—主要 5 ヶ国の政治比較と実証分析—」『金融市場局ワーキングペーパーシリーズ』2001-J-2、日本銀行金融市場局、2001 年 7 月 27 日。

⁴⁶ 大井芳泰「臨時財政対策債の発行について」『地方債』第 389 号、地方債協会、2012 年 8 月。

図表 13 臨時財政対策債発行予定額及び発行残高推移



(注) 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、2024～2025 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

同地方債の導入当初は、地方議会で「赤字地方債である臨時財政対策債の残高が増えていくが、財政は大丈夫か、影響はどうか」といった質疑に対し、首長や財政当局が「臨時財政対策債の元利償還費は 100% 地方交付税で措置されており、償還に問題ない考える」と答えるやり取りが主だった⁴⁷。しかし、残高増加につれ、仕組みを理解した上で、「臨時財政対策債は、元利償還金が交付税措置されると言っても、県の借金である地方債である。廃止を国に求めるべきではないか」というような質疑が行われ、当局側も同調するような答弁をするようになった。

また、赤井・石川（2019）は、臨時財政対策債で償還・積立の遅れ（交付税措置された償還財源の先食い）が問題視されている実態を取り上げ、3つの理由を挙げている⁴⁸。具体的には、（1）臨時財政対策債が近年、普通会計の地方債残高に占める割合を大幅に上昇させている地方債であり、元利償還金の支払いが発行から長い年月を経た後になる償還方式（満期一括償還方式等）が採用されることが多いため、償還不足や積立不足を招きやすい、（2）実質的に償還財源を制度から全額補填される前提を持つ地方債だが、近視眼的な行動をとる団体は、計画に基づく長期的な財源確保の必要性や償還・積立の重要性よりも眼前の措置額の大きさに目を奪われ、償還財源を先食いして、償還不足や積立不足を残す可能性がある、（3）地方交付税制度を通じて措置されるといっても、マクロ的に見れば、既往臨時財政対策債の理論償還費が新たに発行される臨時財政対策債に置き換わっているという意味において、地方公共団体全体で実質的な借換償還が行われているにすぎない、と指摘している。

このように、21 世紀に入って地方財政で注目を集めてきた臨時財政対策債だが、近年は税収増等を背景に新規分の発行がゼロとなっていた（図表 13 左参照）。さらに、2024 年

⁴⁷ 平嶋 彰英「臨時財政対策債 実態は特例の赤字地方債 減らぬ残高、国・地方で解消急務」『週刊エコノミスト』第 95 巻第 45 号、毎日新聞出版、2017 年 11 月 21 日。

⁴⁸ 赤井伸郎・石川達哉『地方財政健全化法とガバナンスの経済学—制度本格施行後 10 年での実証的評価』有斐閣、2019 年。

12月27日に公表された2025年度地方財政対策及び地方債計画では、2025年度の臨時財政対策債の発行額が既往分も含めてゼロとされた。これは、2025年度の予算政府案に基づく国税収入が過去最高と見込まれ、地方交付税の原資が確保されたことや、地方税収も伸びが想定される中、財源不足額が縮小したことが主因とみられる。2025年度の臨在財政対策債発行額のゼロは、制度が始まって以来初のことで、地方財政の健全性の観点から評価されるものの、発行残高（2025年度末見込み）は約42兆円と地方の借入金残高全体（同、約171兆円）の4分の1程度と高水準に留まると想定される。その意味で、臨時財政対策債については、フローの発行額とともに、ストックの発行残高についてもさらに縮減していくことが求められる。

3. 減債基金の効果的な運用

地方公共団体の基金⁴⁹の中で、地方債に関係するのは減債基金である。減債基金は、地方債の償還を計画的に行うための資金を積み立てる目的で設けられる。市場公募地方債で多くの銘柄が採用している満期一括方式の場合、満期到来時に一度に多額の償還財源が必要となり、地方債の本来の機能である「世代間の公平」が果たせなくなるため、満期日の到来までの間、償還財源を積み立てるべく、減債基金が設置されている⁵⁰。総務省の基準に基づく、満期一括償還地方債について10年債を2度借り換えて30年かけて償還する前提で、毎年度発行額の30分の1（3.3%）ずつ積むことになっている（図表14参照）。仮に、基準に沿って減債基金を積んでいない場合、積立不足額が実質公債費比率の分子に加算され、同比率が悪化することになる。

このように地方財政の観点からは重要な意義がある減債基金だが、地方公共団体の貸借対照表上では資産側の減債基金、負債側の地方債と両建てになる。そのため、効率的な運用に努めることが地方債の総合的な管理、地方財政の健全性を確保する上で重要であることは言うまでもない。効率的な運用の観点からは、（1）運用益の確保に向けた運用の多様化、（2）一括運用と共同運用、（3）買入消却、等が論点となり得る。

⁴⁹ 基金とは、地方公共団体が条例の定めるところにより、特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立て、または定額の資金を運用するために設けられる資金または財産である。基金は、「住民の福祉の増進に努めるとともに、最少の経費で最大の効果を挙げる」（地方自治法第2条第14項）とともに、「最も確実かつ有利な方法」（地方自治法第235条の4第1項）により現金及び有価証券を保管することが基本とされている（江夏あかね「意外と知らない『地公体』（第7回）基金運用の現状と課題」『金融財政事情』第66巻第41号、2015年11月2日）。

⁵⁰ 大阪府「減債基金について」2024年10月3日。

図表 14 地方債の総合的な管理について（通知、減債基金に関する部分の抜粋）

2 地方債の償還について

(1) 減債基金の積立て及び活用

① 減債基金への計画的な積立て

将来の償還財源の計画的な確保、資金の流動性の向上、償還確実性に対する市場の信認の一層の向上等を図る観点から、各団体における地方債現在高の状況及び公債費負担の今後の見通しに応じて、計画的な積立てを行われたいこと

② 満期一括償還地方債に係る積立ルールの標準化

満期一括償還地方債の元金償還に充てるための減債基金への積立てについては、実質公債費比率の算定上、毎年度の積立額を発行額の 30 分の 1 (3.3%) として設定しており、これを下回る分は減債基金の積立不足として取り扱われていることを踏まえ、計画的な積立てを行われたいこと

③ 満期一括償還地方債の借換えに係る公表

満期一括償還地方債の借換えについては、減債基金を活用した計画的な償還を行うこと等により、計画的な財政運営や地方債の償還に係る世代間の公平が図られるよう留意するとともに、その内容が対外的に明らかとなるよう、少なくとも以下の項目を公表されたいこと。（別紙例を参考）

ア 借換前の地方債の発行額(a)及び償還年限

イ 借換後の地方債の発行額(b)

ウ (b)/(a)

エ これらの地方債に係る償還ペースの考え方

④ 減債基金の運用

基金については、確実かつ効率的で有利な運用に努められたいこと。

その際、各団体の地方債管理の適正化、中長期的な公債費負担の平準化、利払い負担の抑制を図る観点のほか、市場公募地方債等の流通市場の育成や安定を図る観点からも、減債基金の運用として地方債証券等の保有や買入消却の活用を積極的に検討されたいこと

（出所）総務省自治財政局地方債課長「地方債の総合的な管理について（通知）」2021 年 3 月 26 日、より野村資本市場研究所作成

1 点目について、地方公共団体の基金は、「最も確実かつ有利な方法」での運用が規定されていることを反映し、大部分が現金・預金で、それ以外も国債を始めとした償還確実性が比較的高いとされる金融商品で運用されている⁵¹。預金については、普通預金や定期預金が主流になっており、町村では特に基金に占める預金の割合が高い傾向にある。基金を預金に配分することは、流動性確保の面でのメリットを享受することを意味する。一方、債券運用をめぐっては、2005 年 4 月にペイオフが全面解禁されたことや、金利状況や運用期間によっては預金よりも運用益を確保できる場合があるといった特徴を反映し、債券、特に国債、地方債、政府保証債、地方公共団体金融機構債、財投機関債等の運用に取り組む団体が近年、増えてきた⁵²。

2 点目について、地方公共団体が有する基金の一括運用も効率的な運用に資すると考えられる。具体的には、運用金額の拡大を通じて長期かつ安定的に運用できる基金が増加し、規模の利益を享受できるといったメリットがある。広い意味では、基金のみならず、歳計

⁵¹ 地方公共団体が購入できる債券について、地方財政法第 4 条の 3 第 3 項では、「積立金は、銀行その他の金融機関への預金、国債証券、地方債証券、政府保証債券（その元本の償還及び利息の支払について政府が保証する債券をいう。）その他の証券の買入れ等の確実な方法によって運用しなければならない」とされている。

⁵² 地方公共団体のペイオフ対策としては、全額が預金保険で保護される決済用預金での運用、債券等での運用、金融機関の破綻時の預金債権と借入金債務との相殺、金融機関の経営状況の把握・分析、公金管理運用基準の策定、公金管理をめぐる委員会やアドバイザーの設置等が挙げられる。

現金⁵³や一時借入金⁵⁴を一元的に管理することも意義があろう。なお、一元管理を行う際、仮に歳計現金が不足した場合、基金の繰替運用でも賄えない場合のみ、一時借入金を活用するといった選択肢を通じて支払金利の軽減にもつながることもあるほか、逆に、金利状況によっては繰替運用を行わずに一時借入を行ったほうがより長期運用に見合った収益を得られることもある。

加えて、2024 年末時点では行われていないとみられるが、複数の団体が有する減債基金を共同で運用し、規模の利益を得る仕組みを構築することを検討するのも意義があると言える。その場合、（1）運用主体の適切な選択及び同主体のガバナンス確保、（2）流動性を確保する仕組みの設置（共同発行市場公募地方債における流動性補完措置のようなイメージ）等が考え得る論点となる。

3 点目の買入消却は、発行体が自身の発行した債券を、流通市場を通して債券保有者から市場価格で買い取り減債する方法であり、時価が額面額を下回っているときは発行体にとって有利、時価が額面額を上回っているときは不利となるものである⁵⁵。例えば、日本国債については、（1）特定の期間に集中する債券の満期償還の平準化、（2）債務残高の圧縮、（3）需給改善、（4）流動性向上、等の目的で買入消却が行われている⁵⁶。地方債は、満期保有目的での保有が多い傾向にあり、買入消却を行ったことのある地方公共団体は少数に留まるが⁵⁷、購入機会が到来した際に検討することも、地方債の総合的な管理、地方財政の健全性確保の観点から意義があると言える。

⁵³ 歳計現金は、一会計年度における一切の収入または支出にかかる現金。

⁵⁴ 一時借入金は、一会計年度内において、歳計現金が不足した場合に、その不足を補うために借り入れる金銭。

⁵⁵ 地方債協会「債券の種類及び概要」。

⁵⁶ 財務省理財局「債務管理レポート 2024」2024 年 6 月。

⁵⁷ 川崎市債に関する調査研究会「川崎市債に関する調査研究会報告書」2005 年 12 月。