

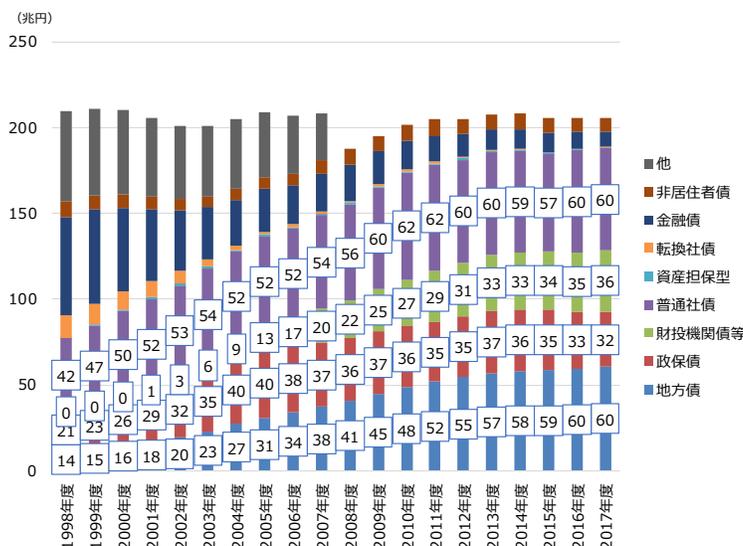
# 地方債の評価 – ひと味違う視点から

日本の地方債は、債券市場の中で国債に次ぐアセットクラスです。しかし、地方債の信用スプレッド（以下スプレッド）は薄いうえ、発行体別のスプレッドの差異もほとんどなく、投資の魅力に欠けるのが現状です。地方債のクレジットは中央政府の強い支援に支えられていますが、よくみると、すべての地方債が全く同じ信用力を有するとまでは言い難いといえます。本稿では、地方債の信用力とスプレッドの比較について、ひと味違う視点からの評価方法をご紹介します。

## 1. 地方債の市場規模

日本証券業協会（以下、日証協）の発行額・償還額統計によると、市場公募地方債全体の現存額は1998年度の13.5兆円から一貫して増加を続けており、2015年度には地方債の現存額が普通社債のそれを初めて上回りました。2018年3月末現存額は60兆円と、国債を含む公社債全体の5.2%を占め、普通社債の現存額（60兆円）に匹敵します。日証協の統計上は財投機関債等に含まれている地方公共団体金融機構債の残高約20兆円も合わせると、実質的な規模は80兆円程度と考えられ、債券市場において無視できない存在です。

【図表1】 公社債現存額（除く国債）

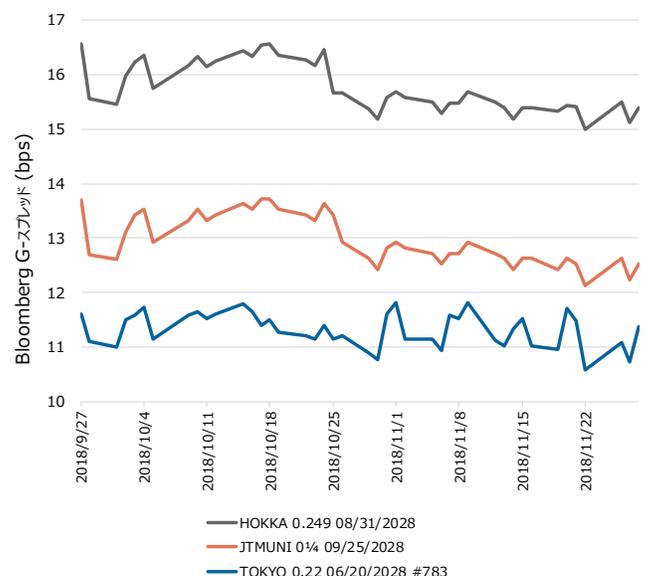


出所：日本証券業協会資料よりPGIM ジャパン作成  
2018年12月10日現在

## 2. 薄いスプレッド、銘柄間の差も小さい

無視できない規模を誇るとはいえ、地方債のスプレッドは薄く、投資の魅力に欠けるのが現状です。最大の地方債銘柄である共同発行市場公募地方債（JTMUNI）の10年近傍のスプレッドは足元で国債+12-14bpsと、国債利回りのボラティリティを吸収することさえ難しいと思われるレベルです。また、発行体間のスプレッドの差もわずかであり、最もタイトな東京都債と最もワイドな北海道債のスプレッドの差は4bp程度にとどまります。

【図表2】 地方債の対国債スプレッド



出所：ブルムバーグ  
2018年11月28日現在

### 3. 地方債の信用力に差はあるのか？

小さいとはいえ、地方債にも発行体間でスプレッド格差は存在しますが、総務省・地方債協会の説明では、「地方債は、どの地方公共団体（以下、地公体）が発行するものも、（中略）確実に元利償還が行われる仕組み」と説明されています<sup>1</sup>。仕組みの具体的な説明として、1）地方債の元利償還に対する財源保障（「マクロ・マイクロベースでの財源保障」）、2）早期是正措置としての起債許可制度、3）「地方公共団体の財政の健全化に関する法律」の施行、の3点が挙げられています。

ここでは詳細には触れませんが、代表的な地方交付税交付金をはじめとした、こうした仕組みが、「日本の地方債の信用力が、地公体を問わず同一である」ということには直結しません。個々の地公体の財政収支、地方税収のトレンドやその内容、債務負担の重さ、さらには背景にある人口動態、地価、産業集積など、実際には団体間の差が小さくないからです。また、歴史的に見れば、平成24年度から、一定の要件を満たす地公体が発行する地方債について、国または都道府県との協議制から、事前届出制になるなど、地方債発行に関する地公体の自主性は高まる方向にあります。実際、(株)格付投資情報センター（以下「R&I」）は、地方債格付について、「自治体の行財政運営の自主性が徐々に高まり、信用力にも差がつく方向にあることを織り込んでいる」<sup>2</sup>とし、地公体間での信用力の差を認めています。

1 地方債協会ホームページ<http://www.chihousai.or.jp/02/03.html>; <http://www.chihousai.or.jp/02/04.html>

2 R&I「地方自治体の格付の考え方」2016年3月10日付け

【図表3】実質公債費比率と将来負担比率の関係

(団体数)		将来負担比率						計
		100%未満	100%以上150%未満	150%以上200%未満	200%以上300%未満	300%以上400%未満	400%以上	
実質公債費比率	5%未満	3	0	0	0	0	0	3
	5%以上10%未満	8	3	2	0	0	0	13
	10%以上15%未満	0	10	19	13	0	0	42
	15%以上18%未満	0	0	2	3	1	0	6
	18%以上	0	0	1	1	1	0	3
計		11	13	24	17	2	0	67

出所：総務省「平成28年度決算」よりPGIMジャパン作成  
2018年12月10日現在

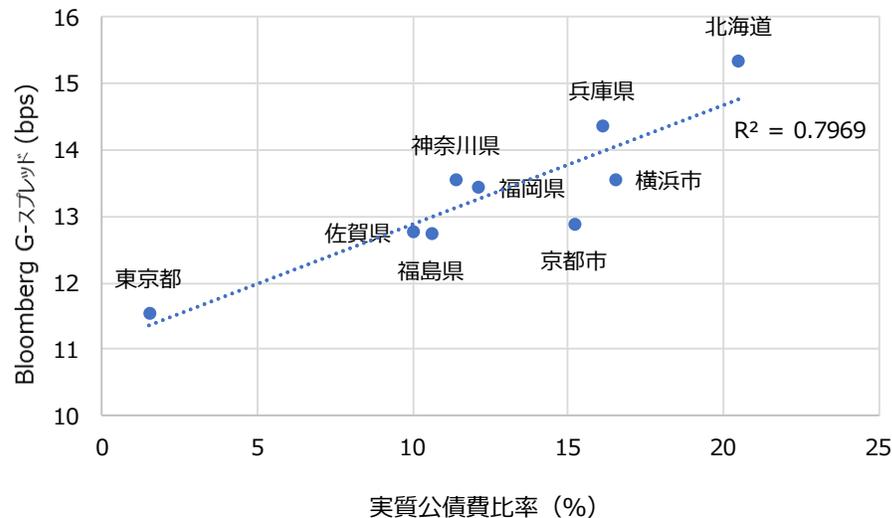
### 4. 信用指標とその限界

R&Iは、日本の地方自治体の格付フレームとして、域内経済力、債務水準、財政状態、行財政の運営方針・能力、公営企業や外郭団体の動向、流動性の6つを重視するとしています。流動性については、「自治体ごとに財源不足額が政府から分配されるため、年度全体として個別自治体の流動性は確保される」ため検証不要としています。それ以外の5つについては、複数の指標や定性的チェックポイントを挙げています。ただ、それらを定性要因も含めてすべて把握、算定、評価するには相当の手数が必要です。

より簡便に地公体の相対比較を行う手段として、総務省発表の健全化判断比率、中でも実質公債費比率、将来負担比率が一般に利用されます。実質公債費比率は地公体の収入に対する負債返済の割合、将来負担比率は収入に対する実質的な負債総額の割合として計算されます。前者はフロー、後者はストックの面で、それぞれ地公体の債務負担を表しており、それぞれ小さいほど負担が軽いと考えられます。この2つの指標を都道府県・政令市ごとにまとめると（図表3参照）、どちらかが良好であれば他方も良好という相関関係が認められました。

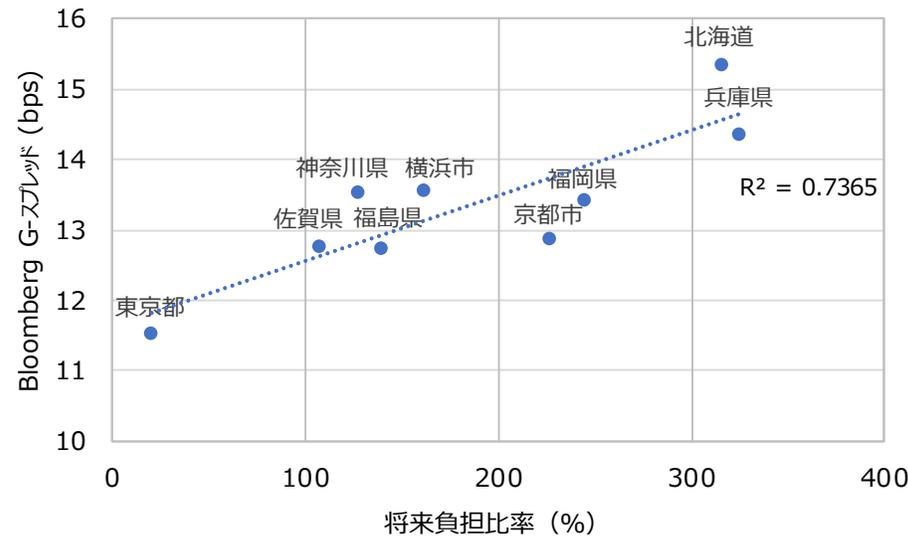
公募地方債を発行する地公体のうち、各比率に幅のある9団体をピックアップして、発行後1年程度経過した10年債のスプレッドと両比率の関係を検証してみたところ、実質公債費比率との相関係数は0.89、将来負担比率との相関係数は0.85と、高い相関関係が認められました。各団体のスプレッドの序列は、実質公債費比率や将来負担比率の順とおおむね一致しているようです。

【図表4】 実質公債費比率とスプレッド



出所：総務省資料、ブルムバーグよりPGIMジャパン作成  
2018年12月3日現在

【図表5】 将来負担比率とスプレッド



出所：総務省資料、ブルムバーグよりPGIMジャパン作成  
2018年12月3日現在

しかし、上記の2指標を算出する際に用いられる収入には地方交付税交付金が含まれており、地公体自身が収納する地方税等の自主財源の厚みを把握することができません。近年、地方交付税の財源が恒常的に不足しており、各地公体がそれを補うべく臨時財政対策債<sup>3</sup>（以下、臨財債）の発行を強いられています。臨財債の償還時には、その費用が国からの地方交付税により支援されますが、その時点でも依然として国における地方交付税の財源不足が解消されていない場合、臨財債でリファイナンスする必要が生じます。また、ある地公体の自主財源が豊かになって国から交付税を受けない状態（不交付団体）に移行した場合、臨財債残高はその地公体の自主財源で返済していかなければなりません。こうした事情を考慮すれば、地公体の信用力評価において、自主財源の厚みは今後重要度を増していくと考えられます。

地方交付税による平衡調整前の財政収支をみるための指標としては、総務省の財政力指数<sup>4</sup>が有用です。財政力指数は、実質公債費比率、将来負担比率との相関が必ずしも高いとはいえ、実質公債費比率や将来負担比率で表現できない地公体の実力差が、財政力指数で示されている、ということが分かりました（表は実質公債費比率との関係のみ）。また、先に取り上げた9団体の地方債について、財政力指数とスプレッドの相関係数は-0.43でした。市場は財政力指数をほとんど意識せずに価格形成を行っているように見えます。

<sup>3</sup> 国において地方交付税として交付すべき財源が不足した場合に、地方交付税の交付額の穴埋めとして、該当する地公体に発行が認められる地方債

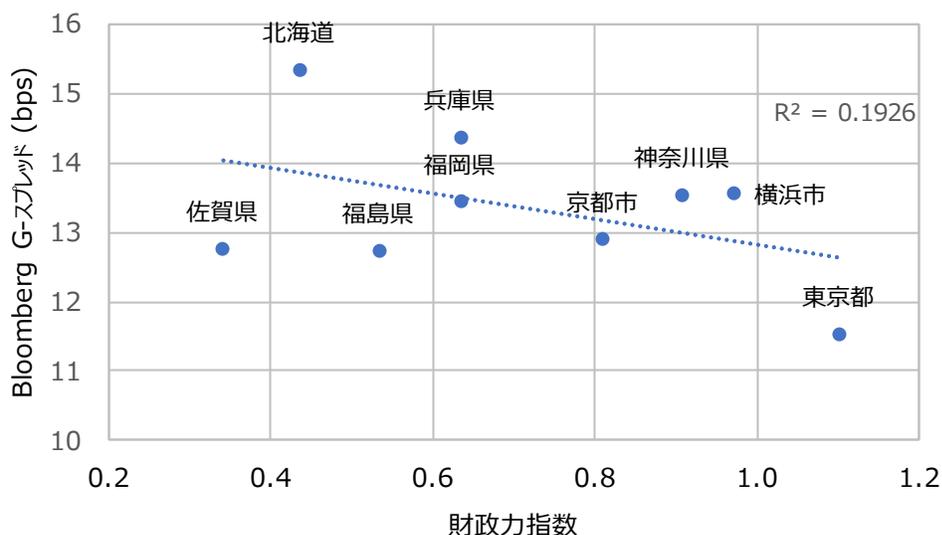
<sup>4</sup> 「地方公共団体の財政力を示す指数で、基準財政収入額を基準財政需要額で除して得た数値の過去3年間の平均値。財政力指数が高いほど、普通交付税算定上の留保財源が大きいことになり、財源に余裕があるといえる。」（総務省）財政力指数が1を上回ると、地方交付税不交付団体となる。

【図表6】実質公債費比率と財政力指数の関係

(団体数)		財政力指数						計
		0.3未満	0.3以上 0.4未満	0.4以上 0.6未満	0.6以上 0.8未満	0.8以上 1未満	1以上	
実質公債費比率	5%未満	0	0	0	1	1	1	3
	5%以上10%未満	1	2	0	1	8	1	13
	10%以上15%未満	2	11	13	11	5	0	42
	15%以上18%未満	0	1	1	1	3	0	6
	18%以上	0	1	1	1	0	0	3
計		3	15	15	15	17	2	67

出所：総務省「平成28年度決算」よりPGIMジャパン作成  
2018年12月10日現在

【図表7】財政力指数とスプレッド



出所：総務省資料、ブルムバーグよりPGIMジャパン作成  
2018年12月10日現在

財政力指数が低いと、収入の多くを地方交付税に依存していることを意味するので、「実質公債費比率、将来負担比率が良好でも財政力指数が低い」状態は、「地方交付税に支えられて、債務負担が小さく見える」ことを意味します。反対に「実質公債費比率、将来負担比率が下位でも財政力指数が高め」の状態は、「債務負担が高くみえるが、自主財源は相応の厚みがある」こととなります。こうした地公体のどちらの信用力を上位とみるかは、解釈が分かれるところだと思います。地方交付税を通じた中央政府のサポートを背景にした債務負担の少なさを重視するのであれば前者が優位に見えますし、地方交付税の財源不足が恒常化しているという制度の脆弱性や、地方交付税によらずに債務を返済できるという自主財源の厚みを重視すれば、後者の方が比較優位にあるとの解釈になるでしょう。

## 5. 地方財政制度の捉え方次第でスプレッドの見え方は変わる

日本の地方債スプレッドが小さいのは、地公体の財政を支える制度的な枠組みにより、すべての地方債に一定程度以上の信用力が確保されていると市場が認識しているからだと考えられます。一方で、すべての地方債の信用力が完全に同一とまでは言い難いと思われます。実質公債費比率、将来負担比率による地公体の序列付けは最も簡便であり、実際、市場での地公体間の地方債のスプレッド格差もその序列に従っているように見えます。一方、こうした序列と異なる結果が財政力指数の分析から見出せますが、財政力指数はスプレッド格差にほとんど影響を与えていないように見えます。地方交付税の財源不足を背景に自主財源の豊かさや実力の収支の重要性が高まりつつあることを考えると、現状のスプレッド格差が信用力を的確に示しているかという、疑問が残ります。結果として、地方財政制度に対する考え方次第で、重視すべき指標は変わりますし、市場が提示するスプレッドの見え方も変わってくるでしょう。

注記 本レポートでは下記9団体の指数、債券を分析対象とした

債券ティッカー	団体名	財政力指数	実質公債費比率	将来負担比率	Bloomberg G-スプレッド
KANAP 0.23 09/17/27	神奈川県	0.90832	11.4	127.0	13.5378
FUKPRE 0.19 11/30/27	福島県	0.53346	10.6	139.2	12.7391
TOKYO 0.155 09/17/27	東京都	1.10133	1.5	19.8	11.5370
HYOGO 0.164 11/17/27	兵庫県	0.63363	16.1	324.7	14.3699
HOKKA 0.205 10/27/27	北海道	0.43523	20.5	315.7	15.3429
YOKOHA 0.23 10/15/27	横浜市	0.97000	16.5	160.7	13.5560
SAGAPR 0.19 11/30/27	佐賀県	0.34093	10.0	107.1	12.7585
FUKUPR 0.215 10/22/27	福岡県	0.63402	12.1	243.8	13.4317
KYOCTY 0.235 10/25/27	京都市	0.81000	15.2	226.2	12.8880

出所：財政力指数、実質公債費比率、将来負担比率は、総務省「平成28年度決算」。スプレッドは、ブルムバーグ。

本資料は、情報提供を目的としたものであり、特定の金融商品の勧誘又は販売を目的としたものではありません。また、本資料に記載された内容等については今後変更されることもあります。

記載されている市場動向等は現時点での見解であり、これらは今後変更することもあります。また、その結果の確実性を表明するものではなく、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。

本資料に記載されている市場関連データ及び情報等は信頼できると判断した各種情報源から入手したものです。その情報の正確性、確実性について当社が保証するものではありません。

過去の運用実績は必ずしも将来の運用成果等を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

“Prudential”、“PGIM”、それぞれのロゴおよび“ロックシンボル（The Rock）”は、プルデンシャル・ファイナンシャル（本社：米国ニュージャージー州ニューアーク）およびその関連会社のサービスマークです。英国プルデンシャル社とはなんら関係はありません。

PGIMジャパン株式会社  
 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号  
 加入協会 一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会