

東北3県の財政状況と地方債発行の選択肢の多様化

～わが国の地方債マーケットの活性化に向けての一考察～

島津 洋隆

要 約

東日本大震災で大きな被害に遭った岩手県、宮城県、福島県の東北3県では、復旧・復興事業による歳出拡大、地方債発行額の増加により、財政状況が長期的に悪化する可能性が考えられる。それは、阪神・淡路大震災後、神戸市と兵庫県における地方債残高が高水準で推移していたことなど、財政状況が長期間にわたって悪化していた事例から想定される。

神戸市と兵庫県の財政状況の教訓を踏まえ、復旧・復興に係る資金を民間から広く調達することと、地方債発行のバリエーション（選択肢）を多様化させることにより資金調達コストを抑えることが求められる。

地方債発行のバリエーションの具体的な手法として、共同発行市場公募債、東北3県の共同発行地方債、カバード・ボンド、レベニュー債、住民参加型市場公募債などがある。

東北3県が地方債発行のバリエーションを多様化させることは、わが国における地方債マーケットの活性化に資するものと考えられる。また、その前提として、地方分権、国と地方の役割分担の明確化、地方自治体のモニタリングが解決すべき本質的な課題である。

目 次

- 1 章 本稿の目的
- 2 章 東北3県の財政状況
- 3 章 阪神・淡路大震災後の神戸市と兵庫県の財政状況
- 4 章 東北3県の震災後の財政面と地方債マーケットの見通しと課題
- 5 章 東北3県の地方債発行のバリエーション
- 6 章 地方債マーケット活性化の前提となる本質的な課題

1章 本稿の目的

3月11日の東日本大震災は、東北地方を中心として東日本地域に甚大な被害をもたらした。特に、同地域の公共財や民間資本に著しい損害を及ぼしたため、今後のインフラ整備が急がれるところである。現在、震災後6カ月を経過したところであるが、がれきが完全に処理しきれていない状況である。そのため、政府や県レベルでの復興計画を策定しても、がれき処理の遅れが被災地域の新たなインフラ整備の着手を阻んでいる状況であるといわれている。

本稿では、最初に、震災で大きな被害に遭った岩手県、宮城県、福島県（以下、東北3県と記載）に焦点を当てて、同地域の財政状況と地方債についての現状と将来の見通しを述べる。また、阪神・淡路大震災を振り返り、当時の神戸市と兵庫県の財政状況と地方債にいかなる影響を及ぼしたのかを考察する。それを踏まえ、東北3県における課

題を挙げる。

このことを踏まえて、東北3県の地方債を用いた資金調達の選択肢を提示する。地方債の大半は財政投融资等の政府資金や地方自治体の指定金融機関等の地域金融機関が消化している状況である。投資家による地方債購入の拡大を図り、地方債マーケットを活性化させることが、わが国金融資本市場の活性化にもつながろう。また、地方債マーケットの活性化は、地方自治体が自立的な財政運営を行う中で、効率的な資金調達のために必要不可欠である。

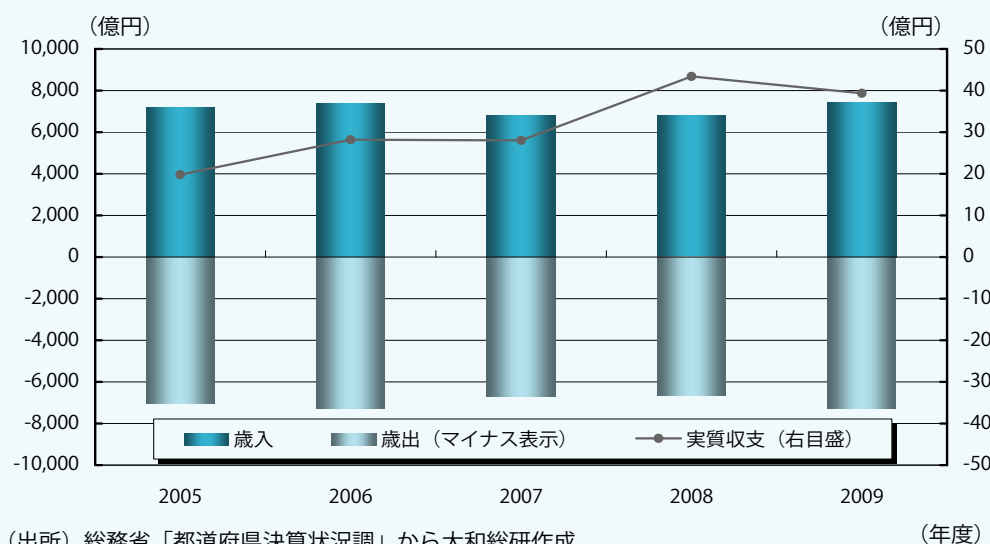
最後に、東北3県だけでなく、わが国の地方自治体の地方債マーケットの前提となる本質的な課題について挙げる。

2章 東北3県の財政状況

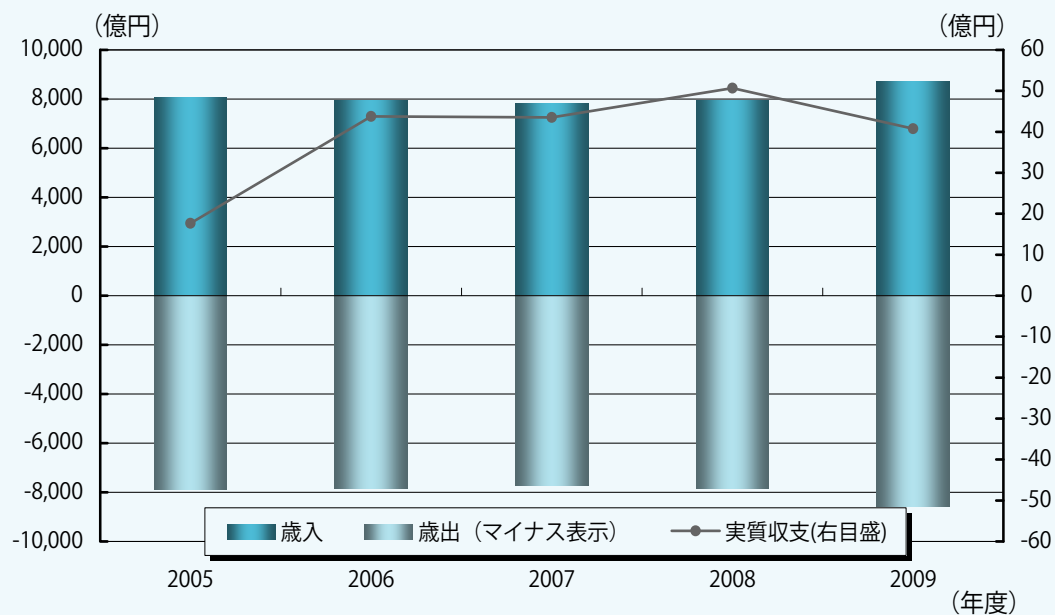
1. 震災直前までの歳入・歳出動向

東北3県の近年の財政状況を歳入・歳出面で見

図表1 岩手県の普通会計歳入、歳出、実質収支の推移

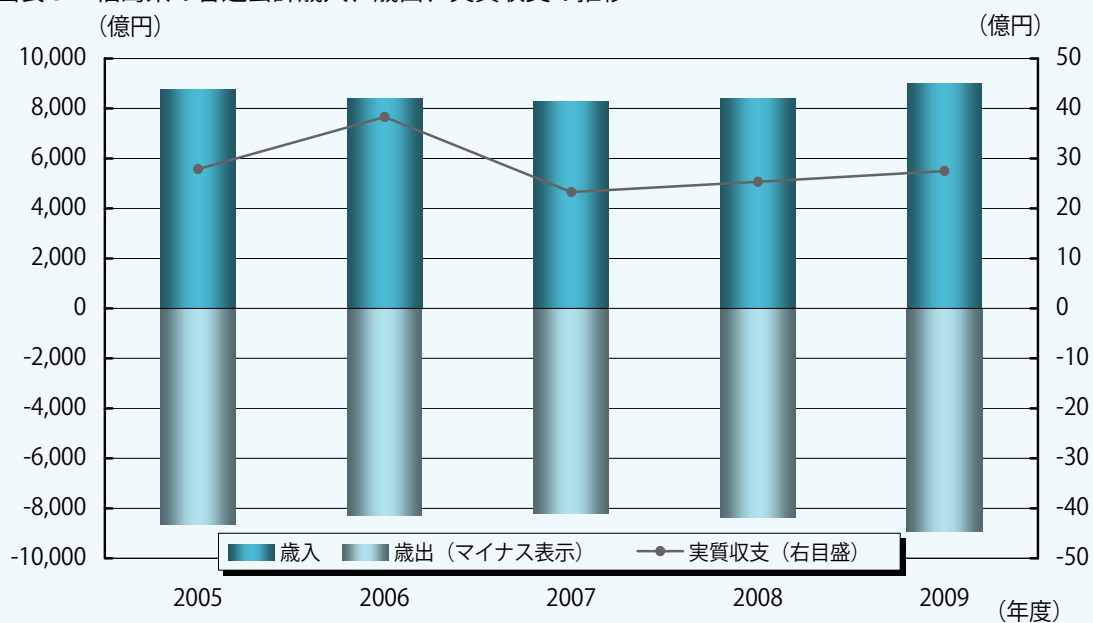


図表2 宮城県の普通会計歳入、歳出、実質収支の推移



(出所) 総務省「都道府県決算状況調」から大和総研作成

図表3 福島県の普通会計歳入、歳出、実質収支の推移



(出所) 総務省「都道府県決算状況調」から大和総研作成

ると以下のとおりである。（図表1から図表3）。なお、本稿で用いる地方財政の会計指標は、ことわりのない限り普通会計¹を用いる。

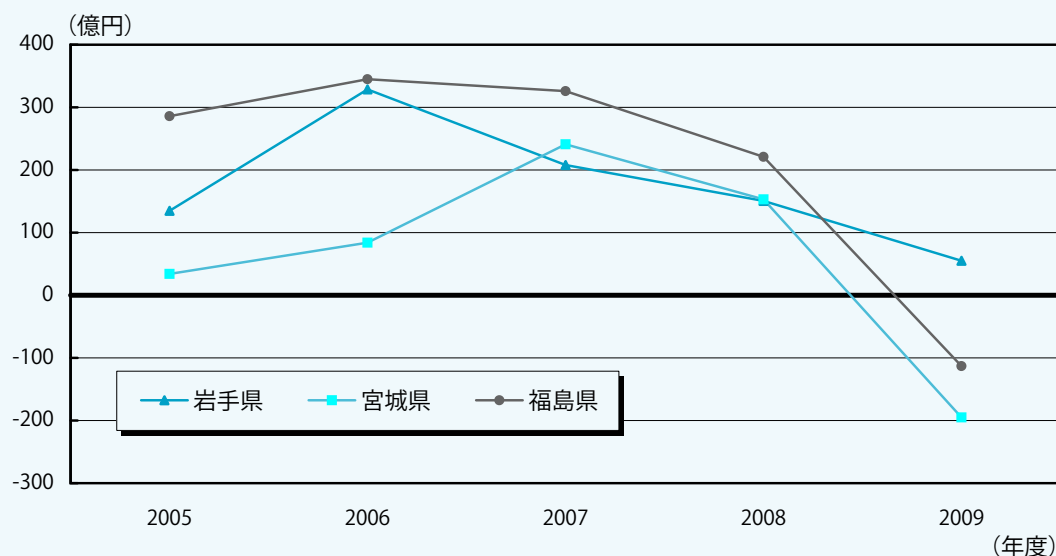
歳入面では、東北3県共通して2008年度から09年度にかけて増加している。これは、08年秋のリーマン・ショック後の景気低迷による法人事業税や住民税等の県税等の税收落ち込みを補う形で、09年度において国の経済対策等により国庫補助金が大幅に増額されたことによるものである。

歳出面についても、東北3県ともに08年度から09年度に増加している。歳出抑制のための行財政改革等が行われているものの、社会福祉行政の充実化による民生費の増加が続いていることと、インフラ整備の充実化による普通建設事業費が09年度に増加したことによるものである。

ここで基礎的な財政収支を示すプライマリー・バランスについて見てみる。プライマリー・バランスは、一般的には、公債費（臨時財政対策債²〈臨財債〉・県債管理基金からの取崩分を控除）から地方債発行収入（臨財債を控除）を引いた額により算出される。プライマリー・バランスが、黒字を達成しているならば、その年度の借入の返済（元金＋利子）が新たな借入を上回っている状態であり、後の世代に負担を残さない財政運営であることを意味する。逆に、この数値が赤字の場合は、債務が積み上がっている状況にあることを意味する。

東北3県の08年度から09年度にかけてのプライマリー・バランスは悪化しており、09年度では宮城県と福島県は赤字に転じ、岩手県のみがかうじて黒字を維持している状況である（図表4）。

図表4 東北3県普通会計のプライマリー・バランスの推移



（出所）各県決算資料から大和総研作成

1) 地方公共団体における地方公営事業会計以外の会計。具体的には、一般会計と特別会計のうち地方公営事業会計に係る会計以外の純計額。

2) 地方一般財源の歳入不足を補うために、公共事業等投資的経費以外にも充てられる地方債のこと。なお、この地方債は、地方財政法第5条（地方債の制限に関する規定）の特例である。

2. 東日本大震災前までの県債発行動向

東北3県の県債新規発行額（借換債を除くベース、以下本稿では地方債新規発行額については借換債を除くベースとする）については、06年度あるいは07年度が底となっているが、09年度で大幅に増加した（図表5）。これは、リーマン・ショック後の景気低迷に伴う税収不足を補うために、臨財債を増加させたこと等によるものである。

05年度以降の東北3県の県債残高は増加し続けている（図表5）。特に、08年度と09年度にかけて、県債残高の増加のペースは他の年度に比べて速くなっている。先述のプライマリー・バランスが08年度から09年度に悪化しているということにつながっている。

3. 県債購入先の内訳

東北3県の地方債保有者別の構成比について見ると、08年度末時点では、財政投融资等の政府

資金が34%、市中銀行資金が39%、市場公募が15%となっている（図表6）。

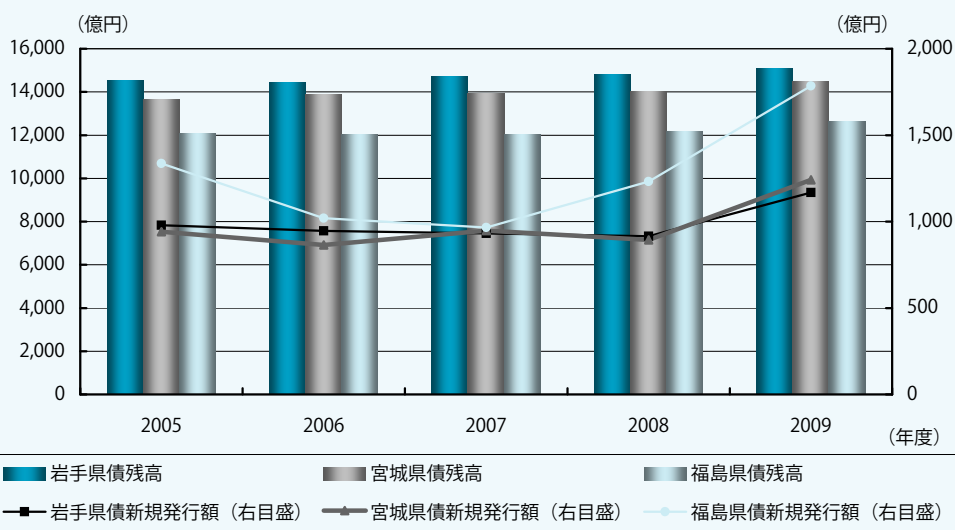
この背景には、東北3県における地元経済・産業の低調さから、県税等自主財源を確保しづらい状況が続いていることがある。そのため、財政投融资資金等の政府資金や県の指定金融機関への県債引受による資金調達に依存する状況からオープンマーケットにおける地方債の市場公募（資金調達）への切り替えが進んでいないことも挙げられる。東北3県の地方債発行のバリエーション（選択肢）に乏しい実態もうかがえよう。

3章 阪神・淡路大震災後の神戸市と兵庫県の財政状況

1. 神戸市の財政と市債残高

1995年1月の阪神・淡路大震災により大きな被害を受けた神戸市の財政状況について見ると以下のとおりである。

図表5 東北3県の普通会計ベースの県債残高と新規発行額の推移



（出所）各県決算資料から大和総研作成

図表6 東北3県の地方債残高と資金調達先の資金区分

	2008年度末 現在高 (A)	資金区分					
		政府	市場公募 (B)	市中銀行 (C)	その他金融 機関 (D)	市中消化分 (E = B + C + D)	市中消化率 (E / A) (%)
岩手県	14,808	5,272	93	6,596	1,543	8,232	55.6
宮城県	14,043	3,278	4,311	5,768	208	10,287	73.3
福島県	12,007	5,488	1,802	3,686	424	5,912	49.2
3県合計	40,858	14,038	6,207	16,050	2,175	24,431	
3県合計のシェア (%)		34.4	15.2	39.3	5.3	59.8	
全国	972,564	260,580	326,123	302,289	38,946	667,358	
全国のシェア (%)		26.8	33.5	31.1	4.0	68.6	

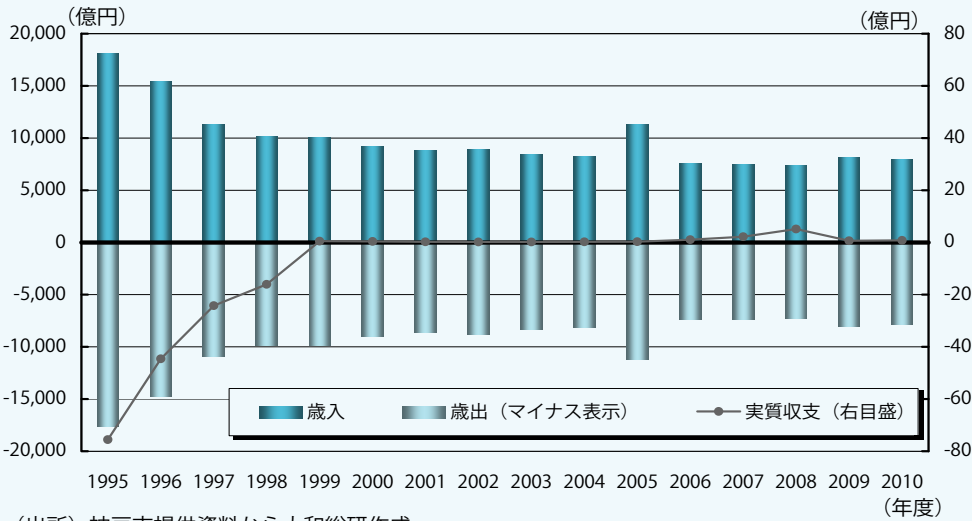
(出所) 財団法人地方債協会「平成22年度版地方債統計年報」から大和総研作成

歳入については、95年度は市民税、法人税、固定資産税等の市税の急激な減収に見舞われた。そのため、市税収入の減収補填と復旧・復興費用を賄うための地方債発行により大幅に増加した。だが震災からの復興とともに、2005年度を除き1996年度から2008年度にかけて歳入は減少傾向にある。

歳出については、復旧・復興経費がかさみ、1995年度から97年度にかけて1兆円を超える規模となった。震災発生直後の95年度は前年度比で7,000億円増加している。だが、その後は2005年度を除き、行財政改革等の政策効果もあったことから、歳出は抑制傾向にある(図表7)。

ちなみに、05年度の歳入・歳出増加については、

図表7 神戸市普通会計の歳入・歳出、実質収支の推移



(出所) 神戸市提供資料から大和総研作成

阪神・淡路大震災の復興資金を調達した際の市債の償還が、当該年度に集中したことによるものである（これは、次に述べる 05 年度における兵庫県も同様）。

市債発行額（図表 8）について見ると、震災により 1995 年度に大幅に増加し、その残高は 95 年度で約 1.6 兆円と前年度比で約 6 割超増加した。このため、起債制限比率³は 95 年度で 18.0%、98 年度には 21.4%⁴となり、2005 年度まで 20%を超えて推移していた⁵。

だが、神戸市の行財政改革の成果により、プライマリー・バランス（一般会計ベース）は、1995 年度で 4,700 億円の赤字から、97 年度になってようやく黒字転換し、その後も黒字を維持し続けている（図表 9）。また、市債残高も

2004 年度から 09 年度にかけて減少している。

2. 兵庫県の財政と県債残高

神戸市の財政状況が改善傾向を示していることに比べ、兵庫県は財政状況や県債残高の状況はよくない。その背景には以下のようなことが考えられる。神戸市においては高密度に産業が集積していることに加え、インフラ等が蓄積していることにより、市税収入をある程度確保しやすい。そのため、歳出が拡大し、市債発行額が増加しても、市税収入等の歳入で市債残高を抑制しやすい。これに対して、兵庫県は神戸市よりも県税等の歳入規模（図表 9、図表 10 参照）は大きいものの、兵庫県全域の市町村の震災復旧・復興事業を担っていたことから、歳出がかさんだ。加えて県税収

図表 8 兵庫県債と神戸市債の普通会計ベースの残高と新規発行額の推移



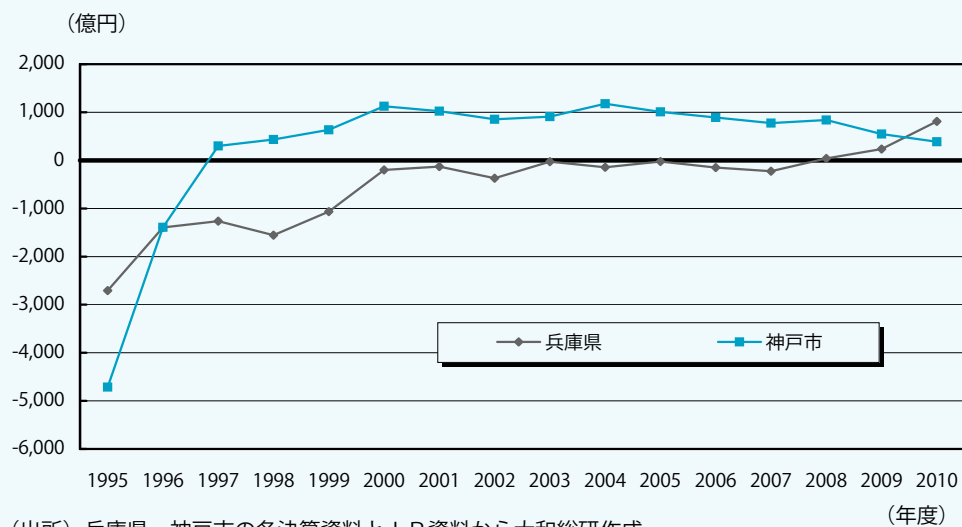
（出所）兵庫県と神戸市の各決算資料・IR資料から大和総研作成

3) 各地方公共団体における市税や地方交付税等使途制限のない財源に対する地方債の元利償還費の割合。2005 年度まで施行されていた地方債許可制度の下では、当該比率が 20%を超えるとその地方公共団体は原則「一般単独事業債」などの地方債の発行が国から制限されていた。2006 年度から地方債における起債許可制から起債協議制への移行に伴い、「起債制限比率」に代わる新たな指標として「実質公債費比率」が導入されることとなった。

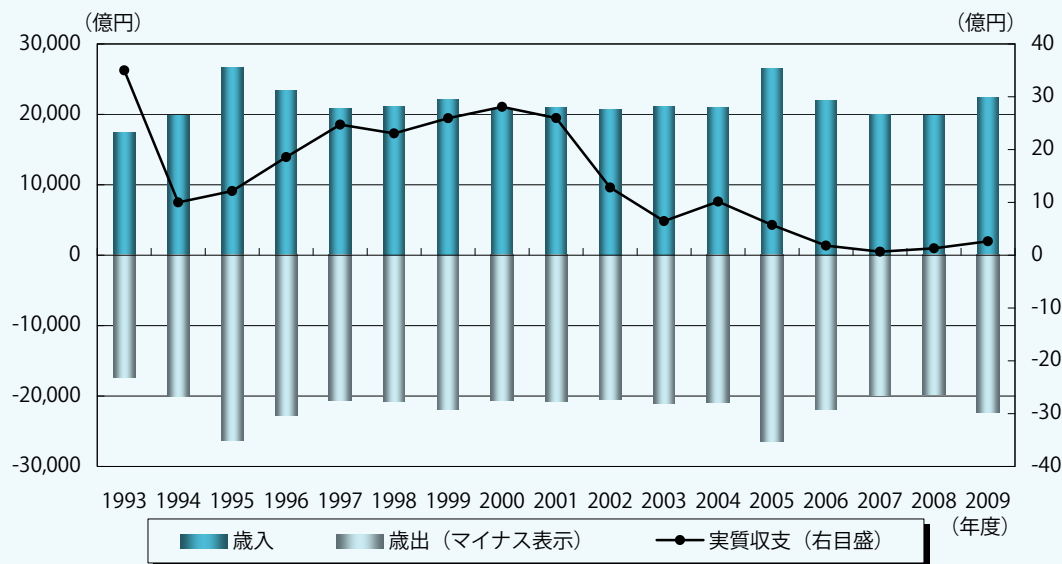
4) 本来ならば起債制限団体となるところであったが、1999 年度に一般単独事業債の発行が旧自治省から認められた。

5) 「神戸市の財政状況 平成 17 年度版」

図表9 兵庫県、神戸市の一般会計ベースのプライマリー・バランスの推移



図表10 兵庫県普通会計の歳入・歳出、実質収支の推移



入の回復のペースは復旧・復興費用の増加のペースに比べると鈍く、復旧・復興費用の不足分を賄うための県債発行をせざるを得なくなったため、県債残高の累増を抑制しづらかったとみられる。

プライマリー・バランス（一般会計ベース）について見ると、2008年度にようやく黒字に転じた（前掲図表9）。だが、県債残高は神戸市のように減少しておらず、震災10年後にあたる05年度にいったん減少したものの、06年度から09年度にかけて増加基調にある（前掲図表8）。

4章 東北3県の震災後の財政面と地方債マーケットの見通しと課題

1. 財政面での見通しと課題

東日本大震災に対応するために、東北3県は今年度に入り補正予算を矢継ぎ早に編成した。しかしながら、既に08年秋のリーマン・ショック後の地方経済低迷に対処するための財政出動を行っており、県債残高を減らせない状況が続いている。東北3県の今後の財政見通しと課題について、阪神・淡路大震災後の神戸市と兵庫県の財政状況を踏まえながら、歳入、歳出、地方債マーケットの観点から見てみる。

まず、当面の歳入面では、阪神・淡路大震災後の兵庫県や神戸市のように、税収の悪化が想定されよう⁶。大震災後、東北3県沿岸地域における津波等による公的インフラおよび民間インフラの甚大な被害、ならびに原発事故に伴う放射能汚染による周辺地域の産業停滞により、法人税収は大きく落ち込むものとみられる。加えて、人口流出や失業増加による住民税収減も考えられる。

一方、中長期的な歳入面の問題点として、東北3県の経済規模は兵庫県や神戸市に比べても小さいため、地方債の返済原資となる県税収入の回復が期待しにくいことがある。東北3県で既存産業の再生や新たな産業創出により、県税収入等の歳入増を図る必要があろう。

歳出面では、がれき処理等復旧経費に加え、新規インフラ整備の復興経費もかさむことが見込まれるため、歳出は中長期的に高水準で推移することが考えられる。他方、国からの普通交付税の繰り上げ交付⁷や特別交付税（図表11）⁸の交付もあり、歳入不足には国からの支援が行われることが考えられる。これは、阪神・淡路大震災における被災地域への交付税の積み増しの前例を踏襲する形となろう。

だが、特別交付税等の交付をいつまでも受けることはできない。このことを踏まえつつ、長期的

6) 福島県の試算によると、2011年度の県税収入は100億円以上減収するとしている。その背景として、「当初予算で計上していた核燃料税が原発事故の影響で見込めなくなったため、6月定例会で36億円を減額補正した。また、津波などで大量の自動車在使用不能となったため、自動車税が減るほか、廃業したり風評被害を受けたりした県内企業からの法人税が大幅に減るとみられる。」（2011年9月1日付 Yomiuri Online）ことが挙げられている。

7) 4月1日、東日本大震災にかかる災害救助法適用市町村が所在する7県および当該県内の市町村に対して、4月概算交付（6,213億円）を行うとともに、災害救助法適用市町村が所在する7県および災害救助法が適用された185市町村に対して、6月に定例交付すべき普通交付税の一部を繰り上げて交付（3,553億円）し、合計で9,767億円を交付。さらに6月2日、青森県、岩手県、宮城県、福島県、茨城県、栃木県、千葉県、新潟県、長野県および「東日本大震災に対処するための特別の財政援助及び助成に関する法律」に定める特定被災区域内の208市町村に対して、6月概算交付（3,372億円）を行うとともに、6月8日に、9月に定例交付すべき普通交付税の一部を繰り上げて交付（4,409億円）し、合計で7,781億円を交付済み。

8) 特別交付税の増額については、特別交付税の4月特例交付分（図表11）に加え、1,200億円を増額した。この措置を講じるための「平成23年度分の地方交付税の総額の特例等に関する法律」が平成23年5月2日に成立し、同日に公布、施行。ちなみに、阪神・淡路大震災の際には、国の補正予算に合わせて、特別交付税を300億円増額した。

図表11 特別交付税の特例交付額（4月8日交付）

（単位：億円）

	県分	市町村分	県・市町村合計
岩手県	90	116	206
宮城県	131	171	302
福島県	40	69	109
3県合計	261	356	617
全国合計	332	430	762

（出所）総務省公表資料から大和総研作成

な財政政策のスタンスのあり方として、一定の復旧・復興が進捗した段階で、公務員人件費の抑制等、歳出削減のコミットメントを打ち出すことが求められよう。

2. 地方債マーケットの見通しと課題

東日本大震災後における、日本の地方債の対国債スプレッドは、8月時点でおしなべて低水準に推移している状況である。この背景には、電力債の発行が再開できない中で、信用力が安定している地方債が投資資金の受け皿となっているという指摘もある⁹⁾。現時点では、東北3県は普通交付税の前倒し交付や特別交付税の特例交付が行われたため、全国型市場公募地方債によらずとも、各県が流動性を潤沢に確保していることが考えられる。

他方、低位・安定していた神戸市債の対国債スプレッドが、阪神・淡路大震災後、「震災プレミアム」が上乘せされて、財政状況がやや脆弱な銘

柄と同様の水準で推移する傾向が近年まで続いたという指摘もある¹⁰⁾。

だが、地方債の対国債スプレッドが低水準で推移している現在の状況は、先述した特殊要因がもたらしたものと考えられる。神戸市債のように、今後東北3県の地方債の対国債スプレッドが拡大し、発行条件が悪化する可能性も否定できない。このような事態を避けるためには、現在の地方債マーケットにおける特殊要因に左右されることなく、安定的な発行条件で、投資家にとっても魅力的な地方債をいかに発行できるかが鍵となろう。その方策について次章で取り上げることとする。

5章 東北3県の地方債発行のバリエーション

大和総研は3月18日に国による震災復興調達資金のあり方について提言¹¹⁾を行った。この提言のポイントは以下の4点である。第一に目的を

9) 「地方債スプレッド約8年ぶりに低水準、需給タイト化」（Bloomberg 日本語サイト、2011年8月18日付）

10) 江夏あかね著「神戸市の経験を生かす 地方債『震災プレミアム』の解消法」（『エコノミスト』2011年6月14日号）

11) 「未曾有の大震災からの復興へ『復興基金』と『復興連帯税』の創設を提言する」（2011年3月18日）。

震災復興に限定した「東日本大震災復興基金（仮称）」を創設、第二にその財源を復興基金債券により機関投資家・個人により調達、第三に被災した自治体等に投融資し、効率的かつ計画的に復興を展開、最後に償還財源として復興後の収入を想定するほか、「臨時の復興連帯税（仮称）」を創設。

本稿も民間から広く資金調達するという点で、地方債市場においても目指すところが共通している。

地方債の発行手法のバリエーション（選択肢）を広げることにより、内外の投資家等に魅力的な地方債を提供し、東北3県の資金調達の効率化についてはわが国の地方債マーケットの活性化が図られると考える。また、これにより、地方債の流動性が増し、地方自治体の地方債発行による資金調達コストが低下するというメリットももたらされるところと考える。

1. 共同発行市場公募債

共同発行市場公募債は、全国型市場公募債を発行する地方公共団体が共同して発行する債券である。2003年4月から毎月発行しており、11年度¹²は35団体が参加している。発行団体および発行額も増加傾向にある。

この債券の特徴は3点ある。第一に、地方財政法第5条の7¹³に基づき、共同発行に参加する全団体が連帯債務¹⁴を負う方式で発行されること。第二に発行団体が災害等の不測の事態を被っ

ても、遅滞なく元利金償還を行うために、連帯債務とは別に各団体の減債基金¹⁵の一部を募集引受銀行に預け入れることにより流動性補完ファンドを設けていること。第三に、発行ロットが毎月1,000億円超と大きく、流動性が比較的高いとされていること。

東北3県においては、宮城県、福島県、さらに政令指定都市の仙台市が既に参加・発行実績があり、共同発行のスキームを活用することにより復旧・復興に係る資金調達を容易にすることができると考えられる。

だが、これについての最大の課題は発行参加団体のモラルハザードの可能性が指摘されている¹⁶。財政状況が良くない団体が共同発行する市場公募債に参加し、資金調達したほうが利払い等資金調達コストを抑えることができ、財政状況の改善を怠り、このスキームにただ乗りする可能性も否定できない。仮に、この団体が財政破綻した場合、財政状況の健全な団体に負担を強いることになる。

こうしたモラルハザードを防ぐために、ドイツのレンダー・ジャンボ（Länder jumbo）債やフランスのC U（Communautés Urbaines de France）債のように、共同発行債に参加する各州や各都市が債券全体に対して償還義務を負わず、各州や各都市の持分に応じて償還義務を負うスキームとなっている。

12) 2011年度の発行予定額は15,360億円、10年満期一括償還、各公債の金額は10万円、利息は固定金利（財団法人地方債協会パンフレット）。

13) 「証券を発行する方法によつて地方債を起す場合においては、二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。」

14) 共同発行市場公募地方債に参加する全団体が連帯債務を負うことについては、地方債の共同発行に関する協定書の第15条で、共同発行債の償還及び利払いで自己調達にかかる額を期日までに支払い、他の共同発行団体に自己調達に係る額を負担させないとする条項がある。ただ、この条項は法的拘束力があるものではなく、連帯債務であることを前提としつつ、自らの借入は自らで返済することを確認した紳士協定的な取り決めであると考えられる。

15) 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基金のこと。

16) 『変革期の地方債市場』（野村資本市場研究所、2007年、p.27）

わが国ではこうした発行スキームは法的に整備されていない。しかし、地域主体の復興計画を遂行しなければならない中、各団体の持分に応じた償還義務を負わせるスキームの整備を検討すべきであろう。

2. 東北3県の共同発行地方債

共同発行市場公募債とは別に、ここで取り上げる共同発行地方債というスキームもある。これは、特定地域の複数の地方公共団体で構成される発行団体が、共通するプロジェクトに要する資金調達のために発行するものである。共同発行市場公募債の発行に先駆けて、地方財政法第5条の7に基づく地方債の共同発行の実績もある。具体的な例として、大阪府と大阪市による「政府保証付外債」の共同発行や、兵庫県と兵庫県下の自治体が「兵庫のじぎく債」、青森県、岩手県、秋田県の「北東北みらい債」の事例がある。

全国型の共同発行市場公募債と異なるのは、特

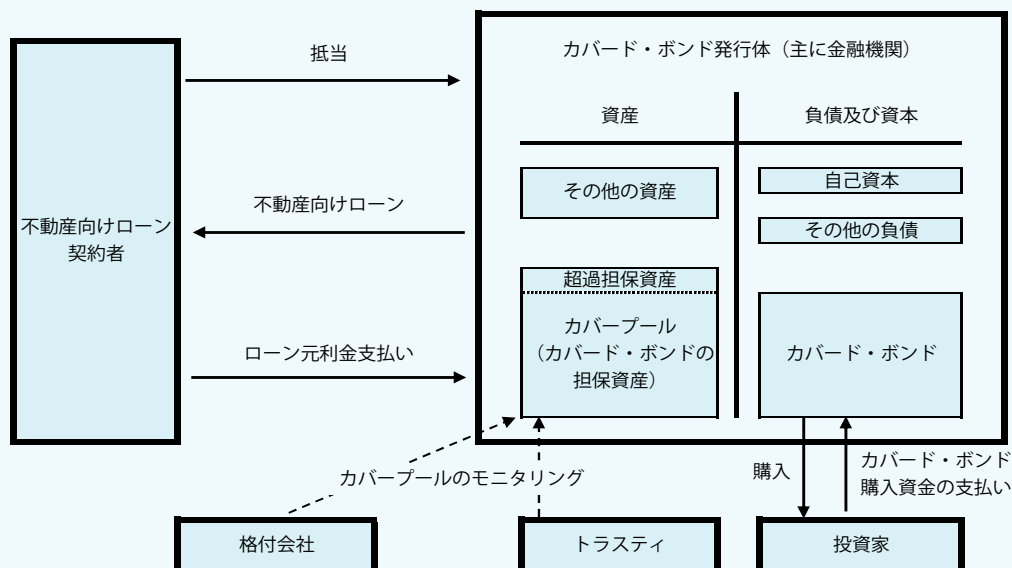
定地域のプロジェクトの資金調達であることが明らかとなっていることである。先に述べた、「兵庫のじぎく債」や「北東北みらい債」は、同一地域あるいは近接地域における事業に絞った資金調達であり、使途目的が明確である。ただし、先に述べた全国共同発行市場公募債よりも発行ロットが小さくなるだけでなく、発行利回りが高くなる可能性もある。

しかしながら、東北3県が大震災で被災し、複数県にまたがる道路等インフラ整備を目的とした地方債発行であれば、調達資金の使用使途を明確化する観点から投資家に対する透明性が確保できるというメリットもある。

3. カバード・ボンド（担保付債券）

カバード・ボンドとは、債権担保付社債の一種である。信用力の高い債権で構成されるカバールプを担保として発行される。また、発行体（主に金融機関）と担保の双方に二重リコースが可能

図表12 一般的なカバード・ボンドの発行の仕組み



(出所) 「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」(2011年7月 日本政策投資銀行) から大和総研作成

なことから、投資家からは安定的な金融商品と認識されている（図表 12）。金融機関の長期資金調達等に活用されている債券である。なお、これは欧州の金融機関を中心に広く発行されている¹⁷（図表 13）。欧州では、カバード・ボンドの担保資産は、不動産向けローンが大半を占め、公的セクター向けの債権も担保資産としてよく利用されている。

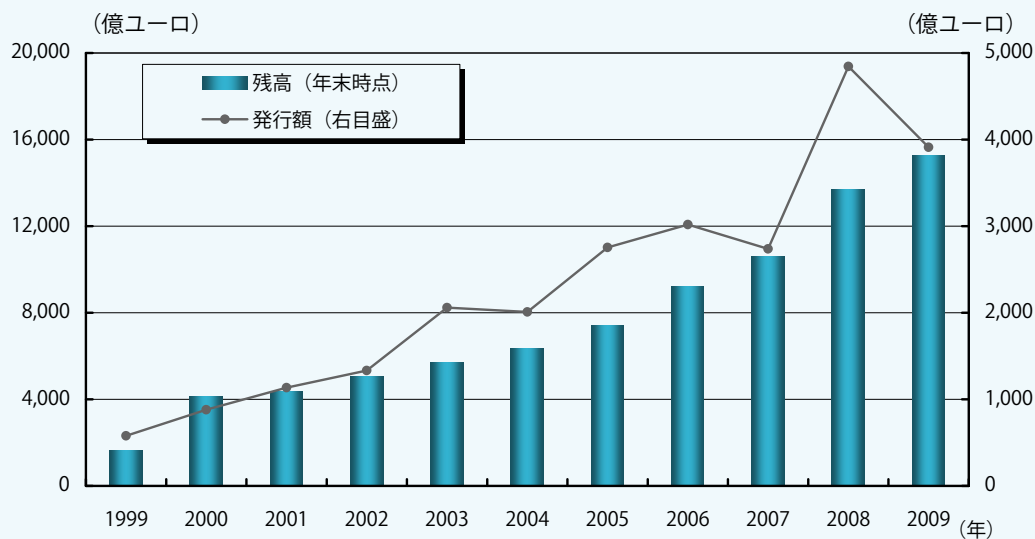
現在、日本国内ではカバード・ボンドに関する法制度が整備されていないことにより、国内金融市場で日本の民間金融機関がこの手法を用いた実例が現在のところない¹⁸。また、主要な発行体として想定される銀行が資金需要の低迷と預金中心の調達構造による資金余剰等によりカバード・ボ

ンドの導入は総じて喫緊に必要なものではないとしている。

しかし、今後東北3県の地方債発行の増加に伴い、同地域の金融機関の地方債引受が増加することが見込まれる。加えて、総務省が地方債の安全性について「B I S 規制におけるリスクウェイトは0%」¹⁹と述べているように、カバード・ボンドの適格資産となり得ると考えられる。

東北3県の地方債を保有する地域金融機関などが、東北3県の地方債を担保としてカバード・ボンドを組成することも一考に値しよう。カバード・ボンドを用いることで、政府資金や東北3県の指定金融機関等の地元金融機関以外の民間から資金調達を行いつつ、東北3県の復興財源の調達に加

図表13 欧州域内におけるカバード・ボンド発行額・残高の推移



（出所）2009EMF HYPOSTATから大和総研作成

17) 欧州の2009年の発行額は3,911億ユーロ。2009年度末の発行残高は1.5兆ユーロ（European Covered Bond Council）。

18) 「カバード・ボンド研究会とりまとめ」（日本政策投資銀行編、2011年7月）。新生銀行がストラクチャード・カバード・ボンド（証券化手法を活用した、法制に基づかないカバード・ボンド）発行を検討していたが、実際に発行に至っていない。また、日本の金融機関がカバード・ボンドに関わった例として、三菱UFJ信託銀行がドイツの金融機関が発行するカバード・ボンドのカバールールに日本のアセットを含めた際に、債権信託の受託を行った例がある。

19) 「地方債の安全性」（総務省自治財政局地方債課、総務省ウェブサイト）。

え、地方金融機関の地方債に偏重したポートフォリオの改善に資するものと考えられる。

4. レベニュー債

レベニュー債（図表 14）とは、地方自治体や公営企業がプロジェクトを遂行するための資金調達を目的に発行される債券である。その返済原資は、プロジェクトの収益に限定される。したがって、当該地方自治体の税収がレベニュー債の返済に充てられることはない。つまり、レベニュー債によるプロジェクトは、当該地方自治体の一般会計、特別会計から独立した仕組みとなる。

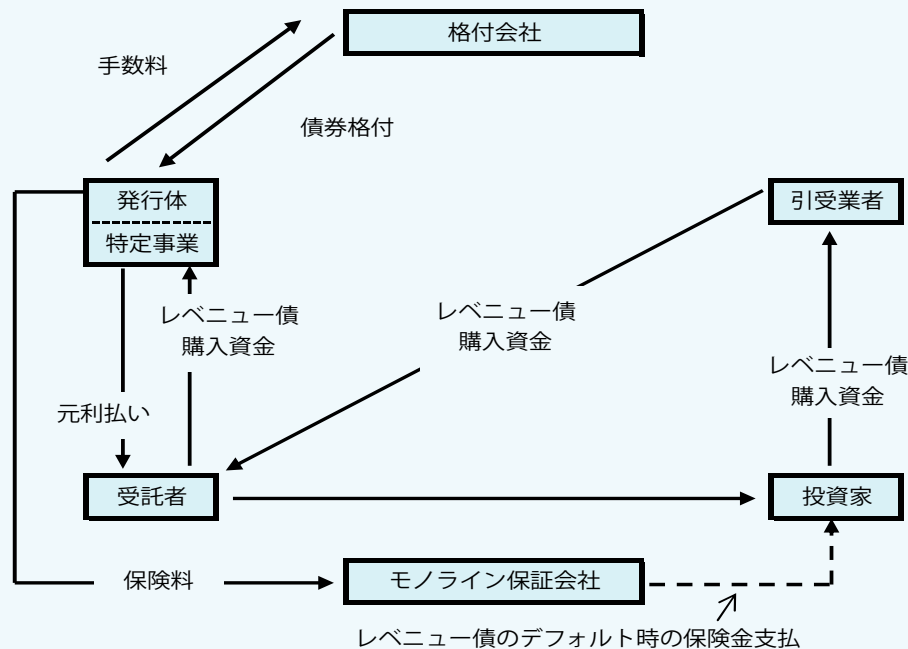
レベニュー債は発行体の資金使途が特定され、当該発行体の運営する事業収益が返済財源とされる。そのため、不採算事業に関して債券発行を行

おうとすれば、当該債券の金利が上昇し、資金調達が困難となる。したがって、不採算事業の抑制ならびに財政規律を保持する効果もあるとされる。

レベニュー債は米国での発行事例が多く、公益事業、教育、輸送等公共サービスを実施する際の資金調達手段として広く活用されている。米国では 1897 年にレベニュー債が初めて発行され、2009 年時点では、発行ベースで米国の地方債の約 6 割を占めている（図表 15）。残高ベースでは、11 年第 1 四半期末時点で約 2,000 億ドル存在する（図表 16）。ちなみに、米国におけるレベニュー債を含めた地方債のデフォルト例は散見されている²⁰。

震災後 1 年も経過していない東北 3 県におい

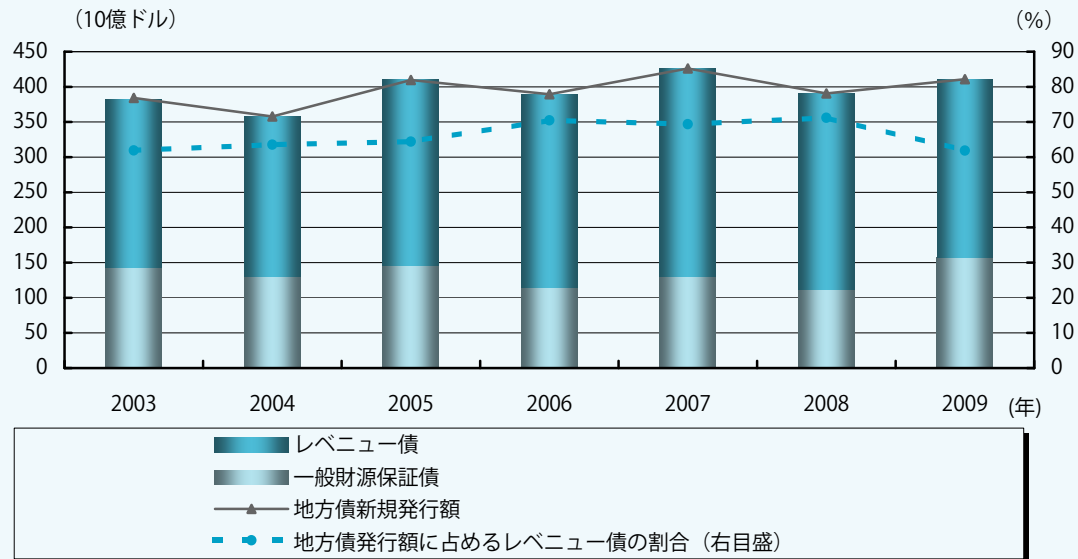
図表 14 レベニュー債の発行、償還等の仕組み



（出所）大和総研作成

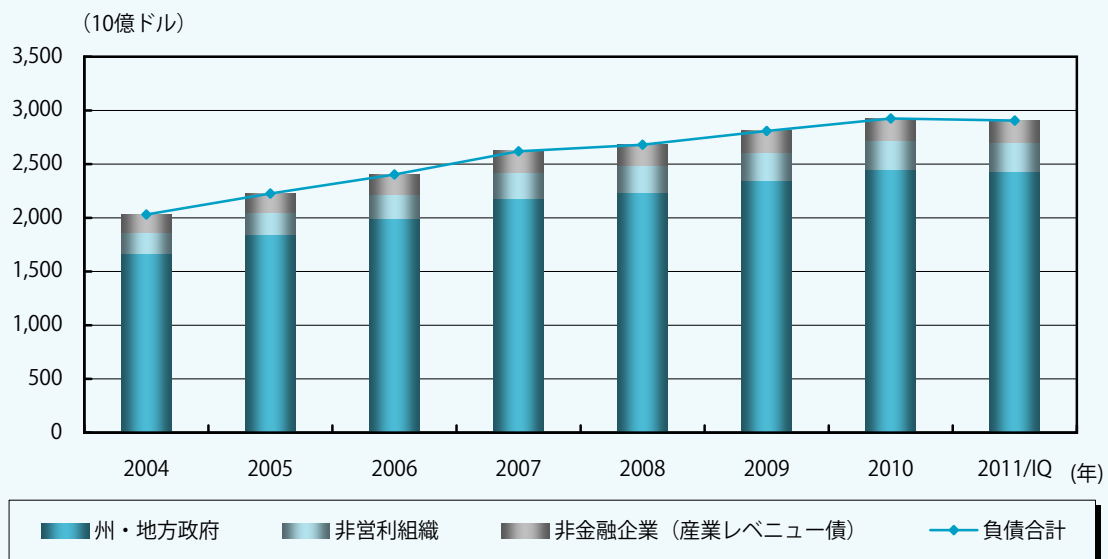
20) U.S. Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970-2009 (Moody's) によると、1970 年から 2009 年の間の米国における地方債発行体の 1 年間の累積平均デフォルト率は 0.01%。ちなみに、全世界的に展開する企業の 1 年間の累積平均デフォルト率は 1.57%。

図表15 米国における地方債発行額と発行形態の内訳の推移



(出所) U.S. Census Bureau, Statistical Abstract of the United States 2011から大和総研作成

図表16 米国における地方債残高（長期債・短期債合計）とその内訳の推移



(出所) FRB Flow of Funds Accounts of the U.S., June 9, 2011から大和総研作成

て、経済情勢の低迷と財政状況の悪化が想定されることを鑑みると、復旧・復興プロジェクトの収益を返済原資とするレベニュー債の導入の環境は十分に整っているとは考えられない。さらに、わが国では、地方債には「暗黙の政府保証」が備わり、レベニュー債をわざわざ用いなくても、従来型の地方債発行による資金調達コストが低く抑えられるため、レベニュー債発行のインセンティブが生じなく、発行に至らないという指摘もある²¹⁾。

また、わが国の地方財政の法制度が、レベニュー債の発行を前提としていないため、地方財政法等の改正も必要であると考えられる。

東北3県が地域振興を実現する可能性が高い復興計画を策定し、復興が軌道に乗り、経済、財政状況が改善すれば、地域主体で収益性の蓋然性の高いプロジェクトの資金調達のためのレベニュー債発行も可能となろう。また、地域住民に本当に必要なインフラが形成され、不必要なインフラ形

成を抑える有効な一つの資金調達手法ともなり得るだろう。

5. 住民参加型市場公募債

わが国における住民参加型市場公募債の発行実績は、01年度より始まり、11年度の発行予定額は1,958億円（84団体）に上る予定である。住民参加型市場公募債は、地域住民に地方財政や行政に対する関心を高め、地方自治への参加意識を高めることに資すると考えられている。また、この地方債は、発行団体が調達資金の対象事業や使用用途を明示しているケースが多いことから、地域住民の関心を地方債購入につなげる効果も考えられる。

しかし、発行額、発行団体数は06年度をピークに今日まで減少傾向にある（図表17）。制度開始当初は、商品性の目新しさやペイオフ対策といった点が評価され、販売も良好であった。たが、ベース

図表17 住民参加型市場公募債の発行額の推移

（単位：億円）

	岩手県	宮城県	福島県	全国
2005年度	20	30	30	3,169
2006年度	20	30	30	3,186
2007年度	20	30	40	2,754
2008年度	20	20	40	2,398
2009年度	20	34	40	2,254

（注）全国は各都道府県と指定都市を含むベース

（出所）財団法人地方債協会「平成22年度版地方債統計年報」から大和総研作成

21) わが国においては、2011年6月29日茨城県における公共処分場（財団法人茨城県環境保全事業団）の自立的経営を目指してレベニュー信託が導入（調達金額100億円、金利2.51%＜固定＞、償還期間原則24年以内）された。

となる国債金利の低下により投資家の投資ニーズが減退し、一部銘柄で応募額が発行額に満たない「募集残」が生じるケースも散見される²²⁾。

被災地域の復興事業に際して地域住民の理解と共感を獲得しつつ、各団体が魅力的な復興事業を計画すれば、地域住民が自らの地域の地方債を購入することにつながるものと考えられる。

この点について、被災地域の住民の金融資産が自らの住宅再建、事業再建、生活資金等により目減りし、こうした地方債を購入する余裕がないという指摘もあろう。だが、6月末時点の被災地域の地方銀行の預金残高（譲渡性預金を含むベース）は、被災者の保険金等の受け入れ等により震災直後と比べ約13%と大きく増加している（図表18）²³⁾。このことを踏まえると、余剰資金の活用という意味においても、復興を目的に地方債の購入に資金が回る可能性もあろう。

また「募集残」を防ぐための方策として、この

地方債の購入者を地域住民に限定せずに、他地域の住民にも開放することも一つの方策である。地方自治体の復興事業の関心を抱き続けてもらえる意味でも一考に値しよう。

6. 地方債の流動性の向上のための他の論点

1) 地方債を日銀買いオペの対象とする検討

現時点では、わが国の地方債は「共通担保資金供給オペ」「補完貸付」「日中当座貸越」などの適格担保としてのみ日本銀行に受け入れられている（11年8月末時点の残高で額面価格2.7兆円受け入れ）²⁴⁾。国債（11年6月末時点で767.9兆円。ただし借入金と政府短期証券を除くベース）²⁵⁾に比べ、地方債の発行残高（09年度末で139.3兆円）が少なく、現状では買いオペの対象となりづらい。

だが、地方分権に伴う国からの財源移管が完全

図表18 東北3県の地方銀行の2011年6月末時点の預金残高（含む譲渡性預金）

		2011年6月末残高 (単位：億円)	2011年3月末対比
岩手県	岩手銀行	27,390	14.7%
	北日本銀行	11,877	3.3%
	東北銀行	6,874	6.4%
宮城県	七十七銀行	64,474	14.4%
	仙台銀行	9,269	20.7%
福島県	東邦銀行	34,792	13.1%
	大東銀行	6,687	9.6%
	福島銀行	6,130	6.8%
合計		167,493	12.8%

(出所)各地方銀行決算短信資料から大和総研作成

22) 「住民参加型市場公募地方債発行について」（総務省自治財政局地方債課、2010年8月27日）

23) 個人預金で地震保険金、生命保険金、義捐金だけでなく、震災に伴う国から地方自治体に交付された特別交付金等の公金預金も積み上がったことも預金残高を増加させた。

24) 「日本銀行が受入れている担保の残高」（日本銀行金融市場局、2011年9月2日）

25) 「国債及び借入金並びに政府保証債務現在高」（財務省報道資料、2011年8月23日）

に実現することにより、地方債の発行額が増加し地方債マーケットが国債並みに拡大し、かつ地方債の流動性が国債並みとなれば、地方債、あるいはレベニュー債や、地方債を担保とするカバード・ボンドなど今後発行された場合にも買いオペの対象となり得よう²⁶。

2) 税制面での優遇措置等の検討

東北3県やその地方自治体が発行する地方債に対する利子等（償還価格と取得価格の差額、つまり償還差益を含む）の課税につき税制面での優遇措置を設けることも検討に値しよう。これにより、これらの地方自治体が発行する地方債の実質利回りを引き上げて、国内投資家あるいは海外投資家

の購入意欲を高めることに資するものと考えられる。

また、レベニュー債が導入された場合には、米国においてその利子については非課税措置を講じていることも参考になる²⁷。

6章 地方債マーケット活性化の前提となる本質的な課題

大震災による東北地方の人口減少や経済的なダメージが、東北3県の税収減と財政悪化をもたらす蓋然性が高まってきている。当然がれき処理の遅れも出てきていることから、復旧の遅れやそれに伴う復興の遅れも生じつつあるといわれている。ま



²⁶ Mishkin（コロンビア大学教授、元米連邦準備理事会〈F R B〉理事）はF e dが公開市場操作で米国債を用いているのは、米国債が最も流動性が高いことに加え、大きな米国債市場が過剰な価格変動による国債マーケットの攪乱を起こすことなくF e dの介入を吸収する能力を保持しているためだと指摘している（The Economics of Money, Banking & Financial Markets 9th edition（Mishkin,2009））。これを裏返すと、地方債マーケットの規模が国債市場並みにならないうちに、中央銀行による地方債の大規模な公開市場操作を行うと地方債価格の過剰な変動をきたす可能性があるとして解釈できよう。

²⁷ 「米国の地方債制度—免税債を中心に—」（坂田和光著、国立国会図書館および立法考査局レファレンス平成19年9月号）pp.60-68

た地域的な復旧・復興の格差も生じつつある。

こうした中で地方債発行による資金調達が支障をきたす懸念もある。短期的な復旧費用に関しては、財投が地方債を購入し、政府が償還財源を補填する形で対応すると考えられる。一方で、長期的には、前章で述べたような地方債のバリエーション（選択肢）の多様化を図り、自立的に復興費用を調達することとなろう。しかし、阪神・淡路大震災後の兵庫県のように、震災後 16 年が経過しても、県債残高が高い水準で推移することは避けねばならない。

東北 3 県が復旧・復興費用を自立的に調達・償還する機能がうまく働くための具体的な方策については前章で述べた。この章では、東北 3 県だけでなく、わが国の地方自治体の地方債マーケットの前提となる本質的な課題について挙げることにする。

1. 被災地に「三ゲン」移管

東北 3 県の被災状況や復興のあり方は地域の実情によって異なり、一律の復興計画を実行するのは地域住民のニーズにマッチするとはいいきれず、復興後の地域活性化を阻害する可能性もある。復興の姿に関する地域のニーズをきめ細かく反映するためには、以下の 3 要素を国から移管することが重要である。その 3 要素は具体的には以下のとおりである。

第一に、被災地の県あるいは市町村に「権限」を移すこと。第二に、中央省庁についても現地の地方整備局や農政局などの出先機関に職員（「人

間」）を派遣すること。そして、この派遣職員には中央政府からの「権限」を与える。第三に、「財源」の移管である。これら「権限（ケンゲン）」「人間（ニンゲン）」「財源（ザイゲン）」の「三ゲン」を東北 3 県に移管することによって、東北 3 県が財政の自立性を備え、今後復興事業により地方債発行増によるプレミアムリスクと格下げリスクを抑えることが可能となるだろう。

「三ゲン」移管とともに、将来的には道州制あるいは 3 県の連合体を模索し、震災後の復旧・復興に関する共通課題を共同して取り組むことにより、効率的な復興と行政コストの低減化に寄与するものと考えられる。

それを行う際に参考となるのが道州制特別区域における広域行政の推進に関する法律（いわゆる「道州制特区推進法」）（2007 年 1 月 26 日施行）²⁸ である。同法に掲げられている道州制特別計画に基づく法令の「特例措置²⁹」を拡大し、政府から大幅な権限を委譲し、東北 3 県の各知事や地域住民の合意が得られれば、東北 3 県の「州」を形成することも可能である。

ちなみに、東北 3 県の県内総生産（名目ベース）で見ると、東北 3 県の合計は、1997 年度から 2009 年度にかけて兵庫県より上回っている（図表 19）。これは、東北 3 県の連合体を形成する際の経済メリットを示唆するものとする。

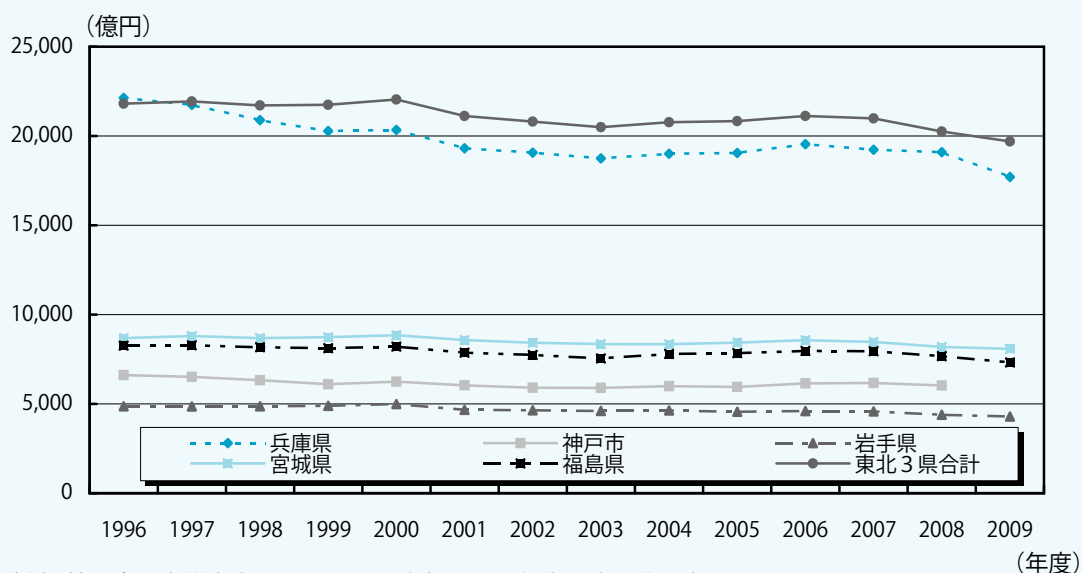
2. 「ナショナル・ミニマム」と「リージョナル・ミニマム」の明確化

国と地方の役割分担の明確化を図ることが重要

28) 本法律の眼目は、将来の道州制導入の検討に資するために、北海道またはそれに準ずる特定広域団体（自然、経済、社会、文化等において密接な関係が相当程度認められる 3 以上の都府県が合併した都道府県）と位置づけ、特定広域団体からの提案を踏まえ、国からの事務・事業の委譲を進めることにある。

29) 同法第 7 条から 18 条にかけて、特定広域団体が計画を定められた場合に、国からの特例措置（事務・事業の委譲と交付金の交付）が講じられる仕組み。しかし、同法で定められている事務・事業の範囲は限定的であり、今後その範囲を拡張することが課題。

図表19 東北3県、兵庫県、神戸市の県内総生産（名目）の推移



（注）神戸市県内総生産については現時点で2009年度以降は非公表

（出所）内閣府「県民経済計算」、各県、神戸市資料から大和総研作成

である。これは地方分権、ひいては道州制を実施する際の大前提であり国民的な議論が必要である。この議論の際には、国の最低限の仕事（ナショナル・ミニマム）と地方の最低限の仕事（リージョナル・ミニマム）を明確化することであり、ひいては国家財政の歳出肥大化の抑制と地方財政の自主性をもたらすことになるだろう。また、この議論を尽くすことにより、地方債における「暗黙の政府保証」に関する議論もクリアになるだろう。

3. 地方自治体のモニタリング

第二に、北海道夕張市のように財政破綻するケースや米国の地方債のデフォルトのような事態を防ぐために、地方自治体の財務状況のモニタリングを政府だけでなく、地域住民あるいは一般投資家が行うことが必要である。現状、財務省が財投資金の融資先としての地方公共団体の財務状

況把握を2007年度より実施している。地方公共団体の財務マネジメントのノウハウは年々充実しつつあるが、様々な目によるチェックを受けることにより地方財政の健全性は増すものと考えられる。チェックに厳格性が増すに伴い、地方自治体のさらなる財務マネジメントの洗練化は重要となろう。そのためにも、地方自治体は地方債の発行手法の多様化を前進させ、資金調達コストの抑制を図るべきである。

4. 終わりに

本稿では、東北3県の財政や地方債による資金調達のバリエーションの多様化を考察した。従来のままの地方債による資金調達は、被災地域に地域住民のニーズに合致しないインフラをもたらす可能性が残ると考えられる。現在、東北3県の各県、各市町村が復興計画を策定し、将来の新しい

街づくりを目指しているところである。しかしながら、必要以上のインフラを整備し、地方債の累増や地方財政の悪化を引き起こすならば、その地域住民にとって不幸な将来を招く可能性も否定できない。それを防ぐために、阪神・淡路大震災などの過去の教訓を活かした復興計画の策定とその財源については資金調達計画が必要となる。

地方債発行手段の多様化により、東北3県の復興資金調達コストの低下と財政の安定的な運営を図るとともに、東北3県を手始めに全国地方公共団体の財政や地方債マーケットの活性化が実現することを期待したい。

【参考文献】

- ・『地方債投資ハンドブック』（江夏あかね著、財経詳報社、2007年）
- ・『地方債改革の経済学』（土居丈朗著、日本経済新聞出版社、2007年）
- ・『税金読本 2011年度版』（大和証券株式会社、2011年）
- ・江夏あかね著「神戸市の経験を生かす 地方債『震災プレミアム』の解消法」『エコノミスト』2011年6月14日号）
- ・「平成22年度版地方債統計年報」（財団法人地方債協会、2010年）
- ・「平成23年度版地方財政白書」（総務省編、2011年）
- ・「カバード・ボンド研究会 とりまとめ」（日本政策投資銀行編、2011年7月）
- ・「希望の灯を点せ — 『東日本大震災』からの経済復興へのアイデア」（大和総研、2011年5月24日）
- ・「未曾有の大震災からの復興へ『復興基金』と『復興連帯税』の創設を提言する」（大和総研、2011年3月18日）
- ・「地方財政の現状と今後の展望」（肥後雅博著、日本銀行ワーキングペーパーシリーズ、2005年7月）
- ・「共同発行の市場公募債、遂に発行へ」（市川拓也著、大和総研 2003年3月28日）
- ・「米国の地方債制度—免税債を中心に—」（坂田和光著、国立国会図書館および立法考査局レファレンス平成19年9月号）
- ・『現代の金融政策 理論と実践』（白川方明、日本経済新聞出版社、2008年）
- ・「EMF HYPOSTAT 2009」（EUROPEAN MORTGAGE FEDERATION, November 2010）
- ・「The Economics of Money, Banking & Financial Markets 9th edition」（Mishkin, 2009）
- ・「阪神・淡路大震災教訓情報資料集」（内閣府編、1999年）
- ・「レベニュー・ボンド（事業別歳入債）による財政規律の構築」（吉野直行、Frank Robaschik 共著、財務省総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』November 2004）
- ・「レベニューボンド Revenue Bond と地方経済発展コメント」（吉野直行著、財務総合政策研究所編「財務省財務総合政策研究所と中国国务院発展研究中心との最終報告書」2004年6月）
- ・「岩手県東日本大震災津波復興計画 復興基本計画・復興実施計画（第1期）」（岩手県、2011年8月）
- ・「宮城県震災復興計画（案）」（宮城県、2011年8月）
- ・「福島県復興ビジョン」（福島県、2011年8月）

- ・「復興への提言 ～悲惨のなかの希望～」（東日本大震災復興構想会議、2011年6月25日）

[著者] _____
島津 洋隆（しまづ ひろたか）



調査提言企画室
兼 資本市場調査部
主任研究員
担当は、金融・資本市場