

金融市場の状況と地方公共団体の資金調達

2017年10月20日

大和証券株式会社

金融市場調査部

シニアクレジットアナリスト

浜田 浩史

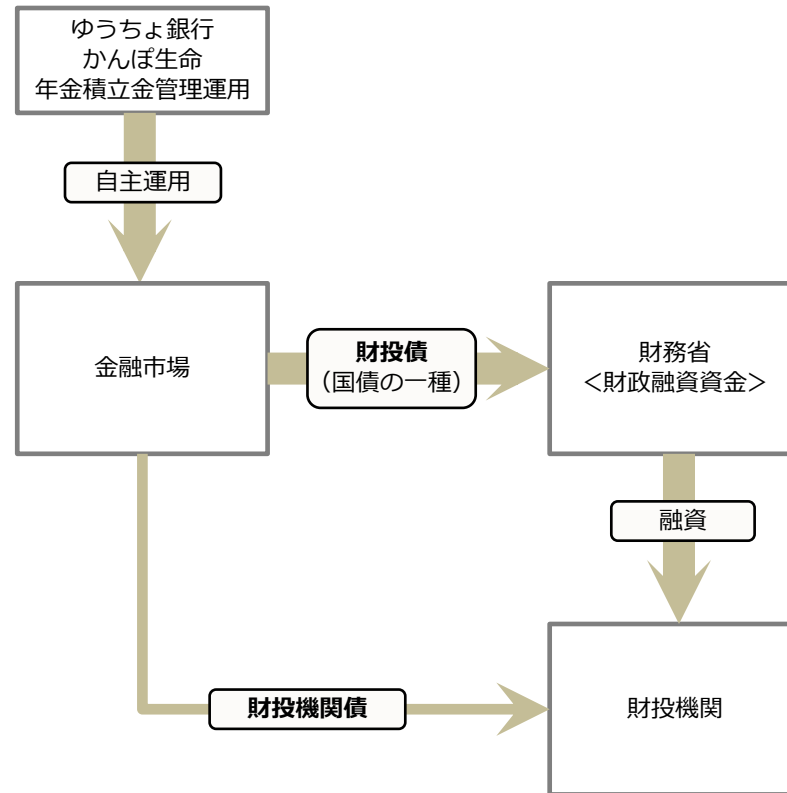
転機は2001年度の財政投融资改革

- 2001年度の財政投融资改革で、財政融資資金の原資は財投債＝国債に
→ **債券市場へアクセス可能な都道府県・政令指定都市**は**自己調達**を推進

財投改革（2001年度）前の資金の流れ



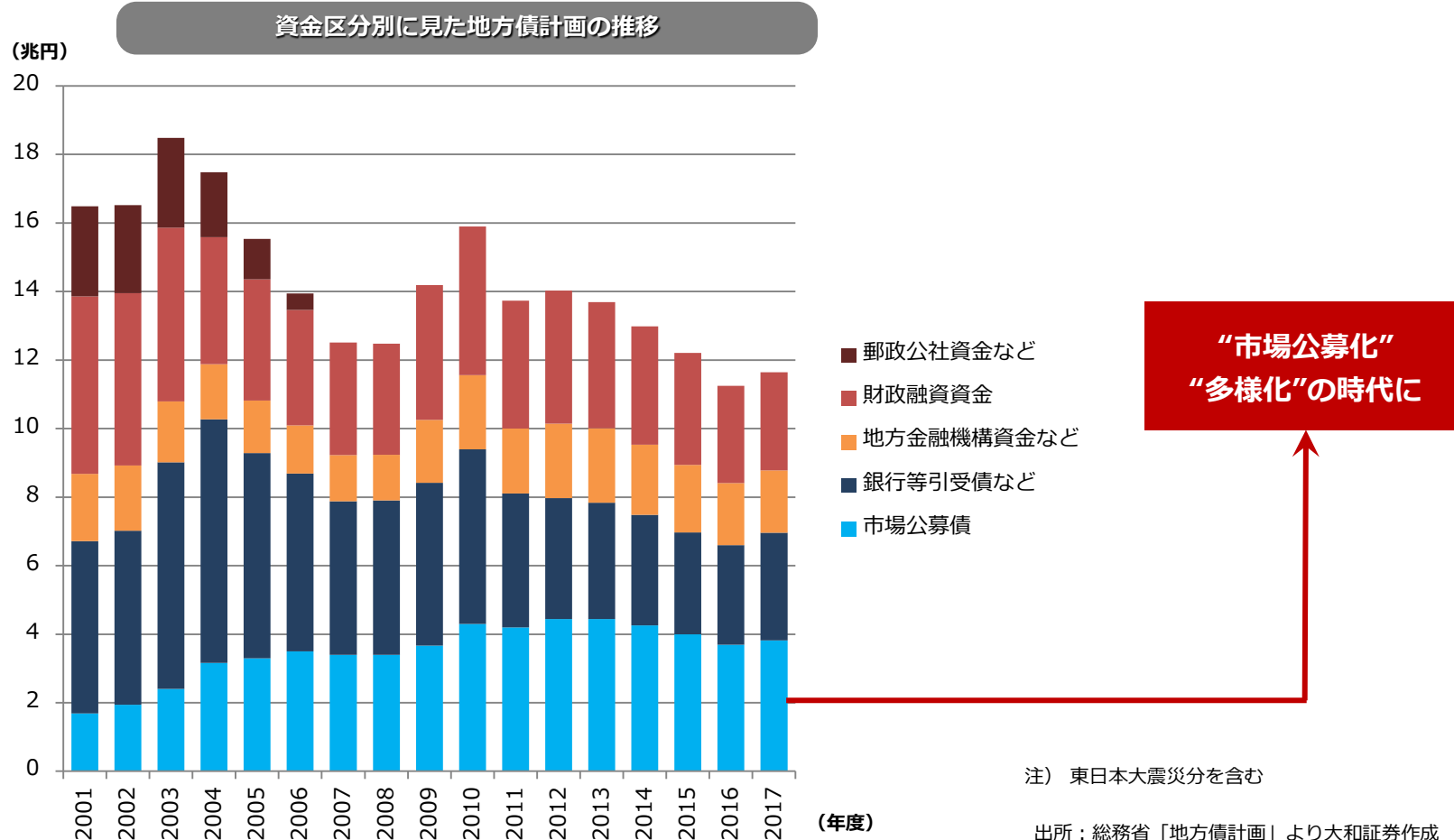
財投改革（2001年度）後の資金の流れ



出所：財務省資料より
大和証券作成

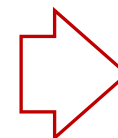
存在感を増す市場公募地方債

- 〔財投改革前〕 公的資金：民間資金 = 6 : 4 → 〔現在〕 **公的資金：民間資金 = 4 : 6** に逆転
- 〔財投改革前〕 民間資金は銀行等引受債 >> 市場公募債 → 〔現在〕 **市場公募債 > 銀行等引受債** に逆転



拡大する市場公募団体

- 2001年度の財投改革を契機に、**2000年代から県の新規参入**が増加
- 人口要件の緩和で、**2000年代から政令指定都市へ移行**する市も増加



市場公募団体の
多様化

市場公募団体の新規参入状況

年度	団体数	新規公募化団体	
1952	8	東京都、大阪府、兵庫県	横浜市、名古屋市、京都市、大阪市、神戸市
1973	18	北海道、神奈川県、静岡県、愛知県、広島県、福岡県	札幌市、川崎市、北九州市、福岡市
1975	22	宮城県、埼玉県、千葉県、京都府	
1982	23		広島市
1989	27	茨城県、新潟県、長野県	仙台市
1994	28		千葉市
2003	29		さいたま市
2004	33	福島県、群馬県、岐阜県、熊本県	
2005	35	鹿児島県	静岡市
2006	38	島根県、大分県	堺市
2007	42	山梨県、岡山県	新潟市、浜松市
2008	44	栃木県、徳島県	
2009	47	福井県、奈良県	岡山市
2010	49	三重県	相模原市
2011	51	滋賀県、長崎県	
2012	52		熊本市
2013	54	高知県、佐賀県	
2015	55	秋田県	

財投改革後
約2倍に拡大

※非公募の県は 残り12団体

出所：地方債協会資料より大和証券作成

多様化する発行年限

- 1990年代までは10年債のみ → 2000年度に5年債、2003年度に20年債と30年債
- 2008年度の3年債を契機に**さらなる年限の多様化**が進む
- 特に近年は**長期化**も進展



**発行年限の
多様化・長期化**

市場公募債の年限別発行実績

(単位：億円)

年度	10年債				2年債		3年債		5年債		6年債		7年債		超長期債								超長期債 比率											
	個別発行		共同発行		団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	12年債		15年債		18年債		20年債			25年債		30年債								
	団体数	発行額	団体数	発行額											団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額		団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数	発行額	団体数
1998	28	17,540																																
1999	28	20,610																																
2000	28	19,390							12	3,300																								
2001	28	17,940							15	4,300																								
2002	28	20,580							17	6,150																								
2003	20	23,710	27	8,470					19	10,450												3	700					1	200					2.1%
2004	25	26,770	27	12,430					22	12,320							1	150				5	1,350				2	300					3.4%	
2005	29	29,100	27	13,080					24	13,020							1	200				9	2,350				4	700					5.6%	
2006	32	26,500	29	13,240					25	10,550			1	400								15	3,600				5	700					8.0%	
2007	34	24,400	28	12,140					26	10,650			1	200								19	4,950				10	1,790					12.5%	
2008	37	26,550	30	12,300			2	750	25	11,580												19	7,780				10	1,850					15.8%	↓多様化
2009	39	32,100	33	13,900	1	280	2	800	27	14,080												20	8,260				9	1,700					14.0%	
2010	43	31,250	35	16,200	1	200	4	700	31	14,920			1	500								22	6,590				11	1,620					11.9%	
2011	45	26,180	35	15,360	2	500	2	200	32	13,260			2	300			6	1,200				22	6,090				10	1,400					13.5%	
2012	46	26,160	36	15,150	2	700			33	12,300	2	300	4	600	1	280	5	1,270				24	6,060				6	920					13.4%	
2013	49	28,730	36	15,170	1	900	2	450	32	12,580	2	200	6	810	2	370	6	1,420				23	6,300				8	1,900					14.5%	
2014	48	26,930	36	14,740	1	900	2	260	32	12,120			4	700	1	200	10	2,240	1	150		23	7,690				10	1,800					17.8%	
2015	50	27,100	36	14,210	1	600			32	11,710			3	600	1	120	7	1,400				24	8,000				13	2,590					18.3%	
2016	50	25,790	36	12,040					31	10,100							3	500				26	8,870	1	150		22	4,770					23.0%	長期化

拡大する市場公募定時償還債

- 市場公募債は1992年度に一齐に満期一括償に移行 → 2013年度から**定時償還債を再び発行**
- 発行団体数・1団体あたりの発行額が**急速に拡大中**

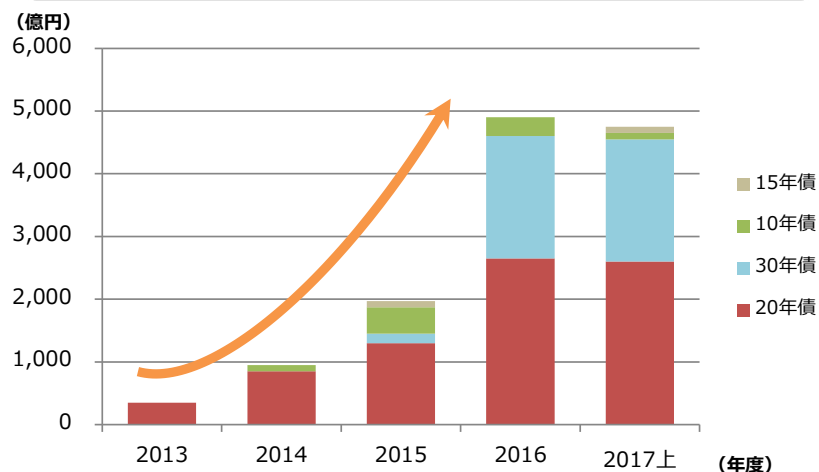


投資家と発行体にとっての市場公募定時償還債のメリット



- 減債基金積立不要
- 残高逓減→利払費抑制
- 投資家層拡大
- 高利回り確保

市場公募定時償還債の年限別発行額



注：2017年度は上期 出所：大和証券作成

市場公募定時償還債の発行団体と発行年限・本数

発行体名	2013年度	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度（上期）
京都府	20	20	20	20	
静岡県	20	20 20	20	20 20	20 20
埼玉県	20	20	20	20 30	20 30
名古屋市		10	10		
千葉県		20	20 20	20 20	20 30
福岡県		20	10 20	10 20 20 30	20 20 30
兵庫県			10 10 15 20	20 20 20 30 30	30 20
福岡市			20	20 30 30	20 30 10
北九州市			20 30	10 20 20 30 30	20 30
横浜市			30	20 20 20 30 30	15 30
札幌市			20	30 30	30 30
宮城県			20 20	20 20 30	20
大阪府				30	30
大阪市				20	20
茨城県				20	20
京都市				30	20
北海道					20
群馬県					20
川崎市					20
徳島県					20
大分県					20
奈良県					20
発行体数	3	6	12	15	19

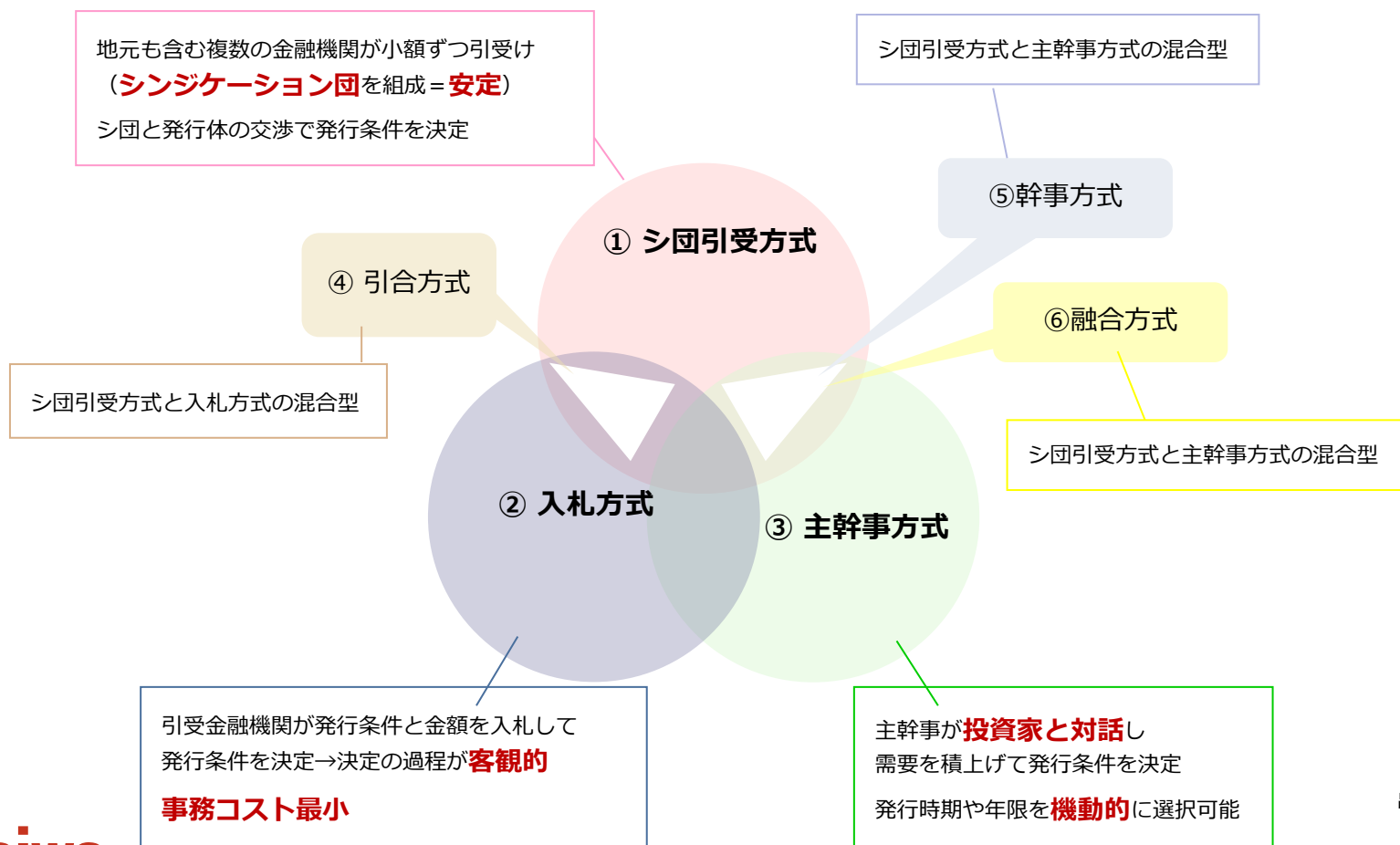
注：数字は年限、□の数は発行回数

出所：大和証券作成

市場公募地方債の発行方式

- 地方債ではシ団引受方式、入札方式、主幹事方式の3方式が軸
- **主幹事方式**は事務の手間がかかるが**投資家と最も丁寧に対話**が可能 ← 社債の発行形式

市場公募債の主な発行方式



出所：大和証券作成

多様化する発行方式

- 基幹年限の5・10年債は主にシ団引受方式を採用 = 地方債の発行方式の中心
- **超長期債**など5・10年債以外の年限（含む**定時償還債**）は**全て主幹事方式**で起債
- **5・10年債**でも、通常はシ団引受方式だが**年に何回かスポット**で**主幹事方式**を採用する団体も増加



発行方式の
多様化

各団体の5年・10年・その他年限の発行方式

	5年債	10年債	その他
共同債	-	シ団	-
北海道	シ団	シ団	主幹事
宮城県	シ団	シ団	主幹事
秋田県	-	シ団	-
福島県	シ団	シ団	-
茨城県	シ団	主幹事	主幹事
栃木県	-	シ団	-
群馬県	シ団	シ団	主幹事
埼玉県	シ団	シ団	主幹事
千葉県	シ団	シ団	主幹事
東京都	-	シ団	融合
神奈川県	シ団	シ団	主幹事
新潟県	-	シ団	主幹事
福井県	主幹事	シ団	主幹事
山梨県	-	シ団	-
長野県	シ団	-	-
岐阜県	-	シ団	-
静岡県	シ団	主幹事	シ団
愛知県	主幹事	シ団	主幹事
三重県	-	シ団	-
滋賀県	-	シ団	-
奈良県	シ団	-	主幹事
京都府	シ団	主幹事	シ団
大阪府	引合	引合	主幹事
兵庫県	-	入札	主幹事
島根県	シ団	シ団	主幹事
岡山県	-	シ団	主幹事
広島県	シ団	シ団	主幹事

	5年債	10年債	その他
徳島県	-	シ団	主幹事
高知県	-	シ団	-
福岡県	主幹事	幹事	主幹事
佐賀県	-	シ団	-
長崎県	-	シ団	主幹事
熊本県	シ団	シ団	-
大分県	-	シ団	主幹事
鹿児島県	シ団	-	-
札幌市	シ団	シ団	主幹事
仙台市	シ団	-	主幹事
さいたま市	-	シ団	-
千葉市	-	シ団	-
横浜市	主幹事	主幹事	主幹事
相模原市	-	シ団	-
川崎市	シ団	シ団	主幹事
新潟市	-	シ団	-
静岡市	-	シ団	-
浜松市	-	シ団	-
名古屋市	主幹事	幹事	主幹事
京都市	シ団	主幹事	シ団
大阪市	主幹事	主幹事	主幹事
堺市	-	シ団	主幹事
神戸市	主幹事	主幹事	主幹事
岡山市	-	シ団	-
広島市	シ団	シ団	主幹事
北九州市	シ団	幹事	主幹事
福岡市	シ団	主幹事	シ団
熊本市	-	シ団	-

出所：大和証券作成

拡大する主幹事方式への新規参入

- 2003年度に20年債・30年債と共に**主幹事方式**が導入される
- 当初：年間発行額1,000億円以上の大規模団体 → 2010年度以降：1,000億円未満の**小規模団体へ拡大**

各団体の主幹事方式の導入時期

採用初年度	条件決定日	発行体名	年限	発行方式	2017年度発行計画
1					
2					
3					
4					
5					
6					
7					
8					
9					
10					
11					
12					
13					
14					
15					
16					
17					
18					
19					
20					
21					
22					
23					
24					
25					
26					
27					
28					
29					
30					
31					
32					
33					

↓ 1,000億円未満の小規模団体も採用開始

55団体中33団体が採用

→ 1,000億円以上は全団体が採用完了

注：2017年度は10月初まで

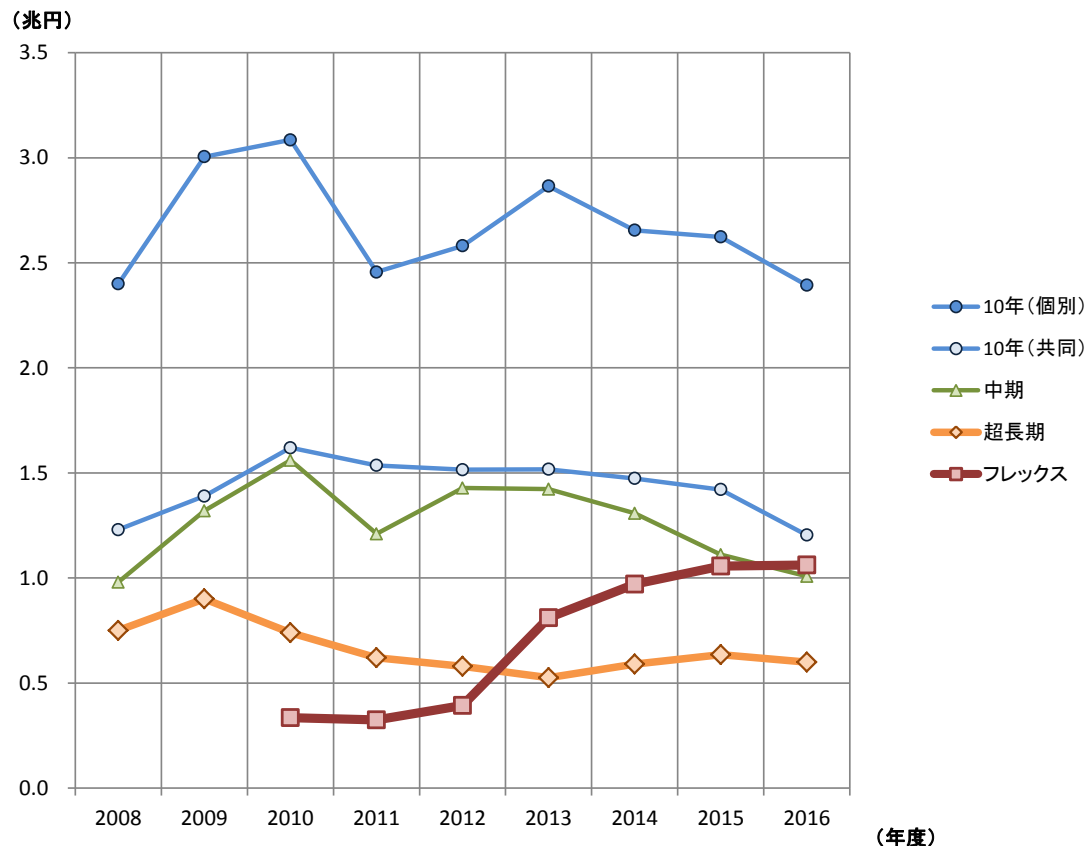
出所：大和証券作成

本資料は、当社が信頼できると判断した情報源から取得した情報に基づいて作成したものでありますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。本資料の内容につきましては、貴社のご判断に基づき、ご利用いただきますようお願いいたします。なお、本資料の内容に関する一切の権利につきましては当社に帰属し、本資料の全部又は一部を当社の承諾なしに公表又は第三者に伝達することはできませんので、貴社限りとしてご利用ください。

拡大するフレックス枠

- 市場公募地方債の発行額は全体に減少傾向。特に10年債や中期債が縮小中
- 発行額全体が減少するなか、**超長期債は一定額を確保**
- 環境に応じて**年限**や**発行方式**、**償還方式**を**機動的に選択**可能な**“フレックス枠”**が**拡大**

年限別の市場公募債発行計画額



出所：総務省「全国型市場公募地方債発行計画額」より大和証券作成

地方債市場は取引に制約あり

- 地方債市場は、**大型団体**による**大口発行**と**大口取引**に限定される
 - 地方債市場での**一般の市町村**の資金調達は**困難**

地方債市場の取引状況

項目	現状	コメント
発行市場の 地方債の取扱銘柄	市場公募団体55団体	公募発行は55団体のみ 他の団体は銀行等引受債が流通市場で取引される
流通市場の 地方債の取扱銘柄	47都道府県、20政令指定都市、東京23区	一般の市町村は信用力に厳しい見方 一般の市町村は団体数が多くモニタリングが困難
取引される発行形式	証券形式	証券形式は取引の事務コストが大きく 基本的に扱われていない
発行市場の 一般的な発行額	100億円以上10億円単位	小額発行は事務コストがかかる 小額発行は投資家が十分な配分を確保できない
発行市場・流通市場の 一般的な取引単位	1億円単位	1億円未満は“端債（はさい）”と言われ 流動性が落ちる

出所：大和証券作成



地方債市場は都道府県・政令指定都市向け

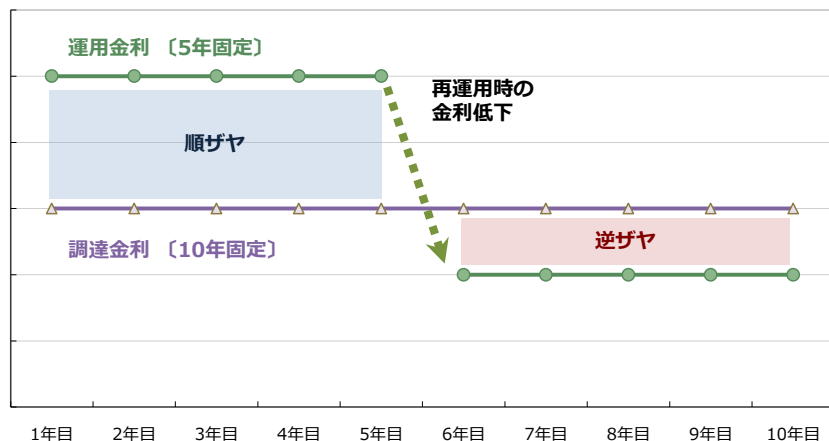
投資家の望ましい運用期間

- 投資家の**運用期間と調達期間の差が大きい**と、金利変動で**逆ザヤ**になるリスク
 - 調達期間に合わせた運用期間の選択が重要

投資家の運用期間・調達期間と逆ザヤリスク

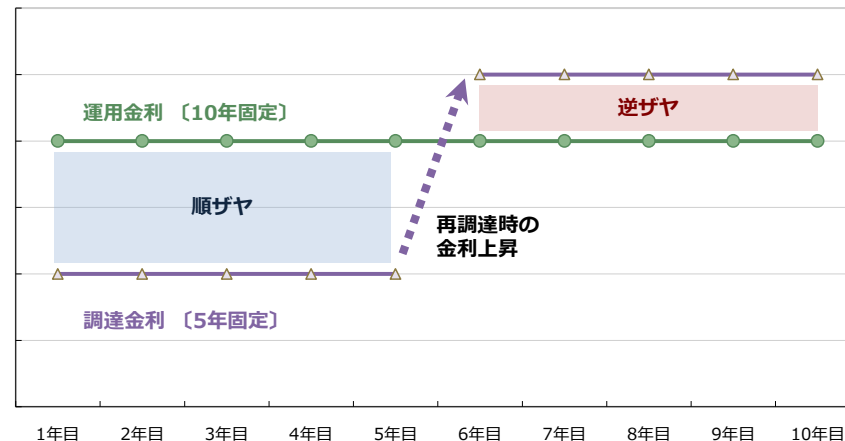
調達期間 > 運用期間 → 金利低下で逆ザヤ

(利回り、%)



調達期間 < 運用期間 → 金利上昇で逆ザヤ

(利回り、%)



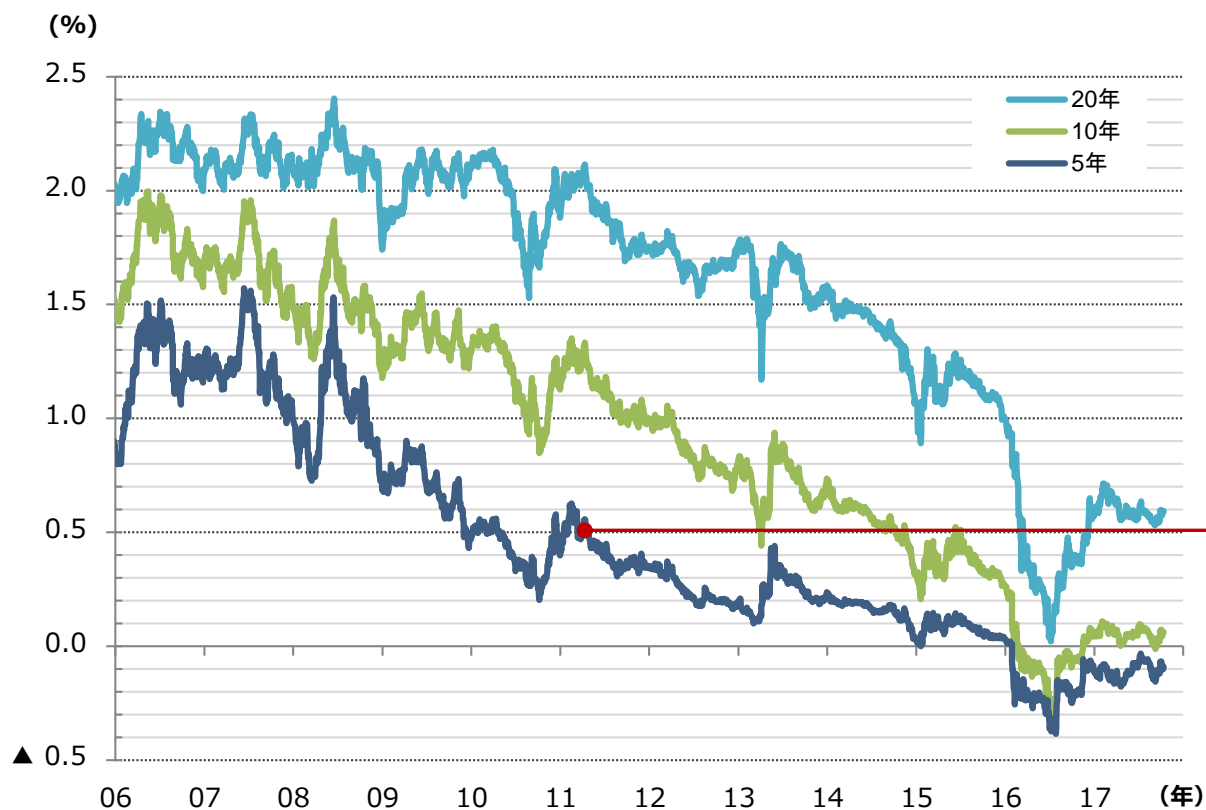
出所：大和証券作成

低下する国内金利

- 金融緩和の継続で日本国債は低下傾向が続く

→ **運用期間を長期化**しなければ**同じ利回りを確保できず**

年限別国債金利の推移



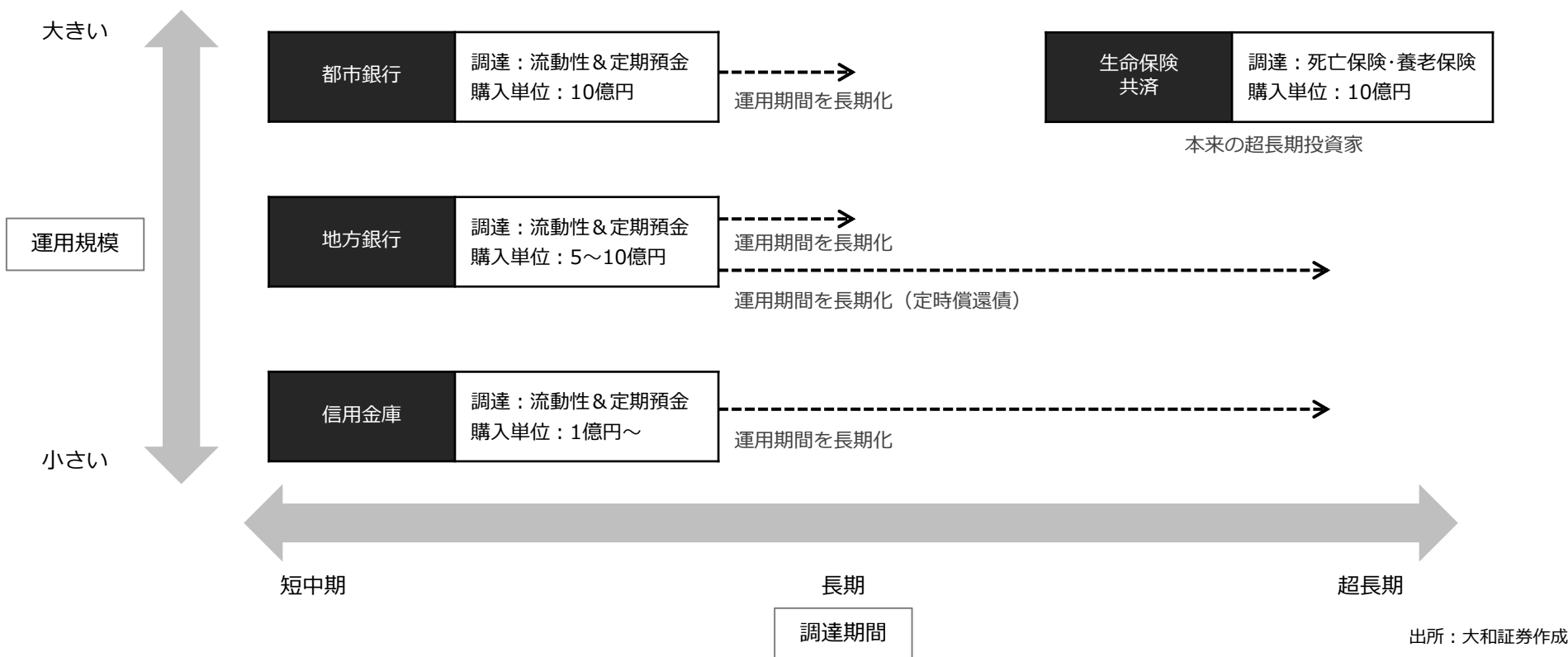
例えば0.5%を継続的に確保するには
5年→10年→20年への長期化が必要

出所：財務省より大和証券作成

長期化する運用期間

- 調達期間が超長期→運用期間も超長期の投資家は、もともと大口の生命保険や共済が中心
- 現在は調達期間が短中期の預金系金融機関が、歴史的な低金利下で運用期間を長期化し超長期債を購入

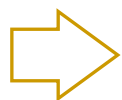
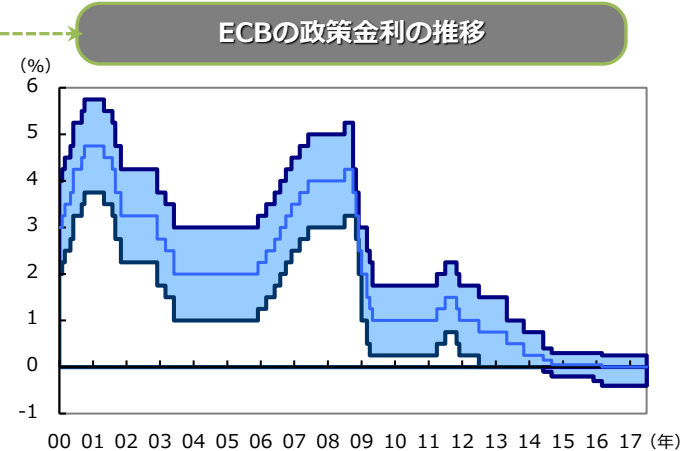
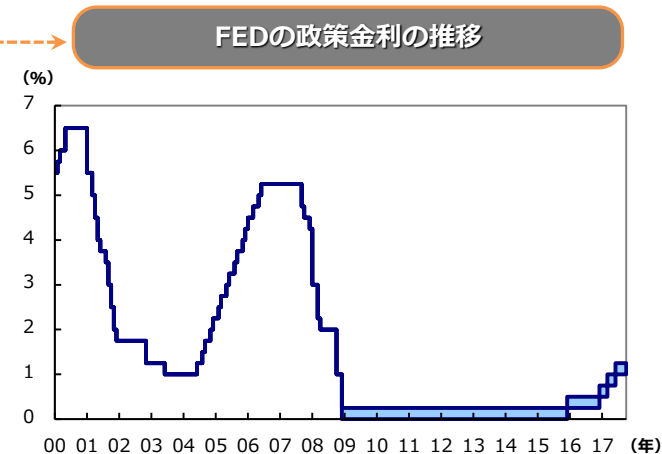
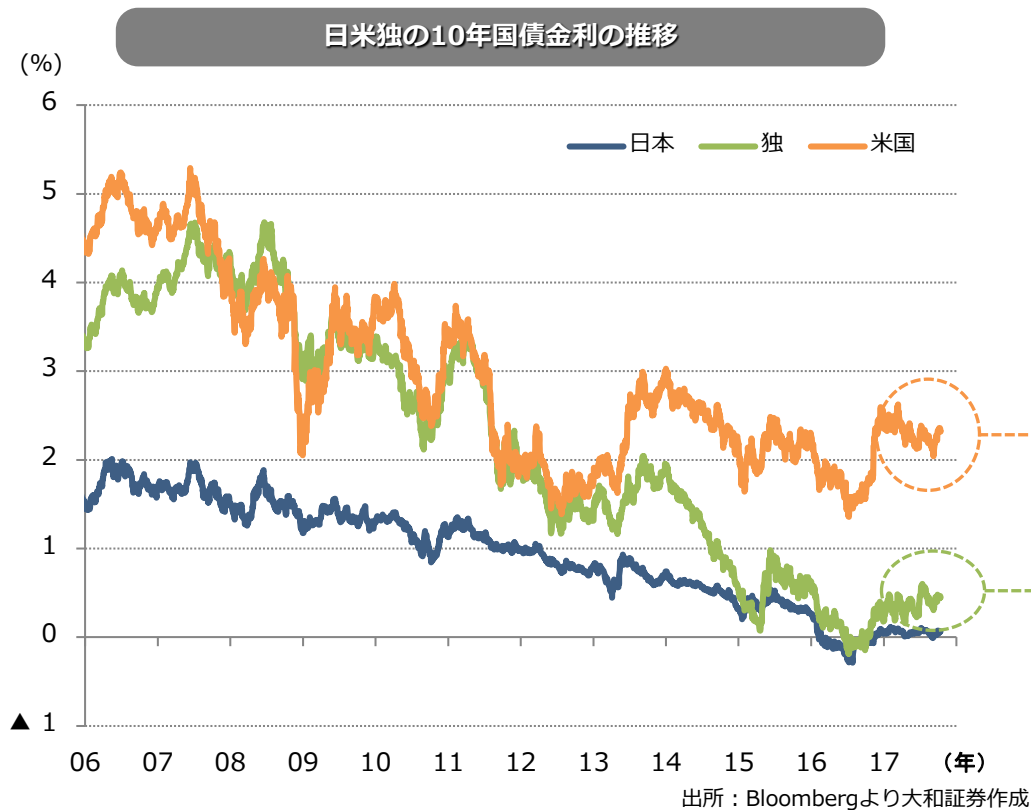
主な投資家業態の調達期間と運用規模



地方債市場の超長期の投資家業態は一時的に拡大

金融緩和の“出口”を探る欧米金利

- **米国**は既に政策金利の**利上げ**を開始
 - **欧州**も**量的緩和の縮小**を検討中
- **日本**の異次元緩和も**将来は縮小**へ？

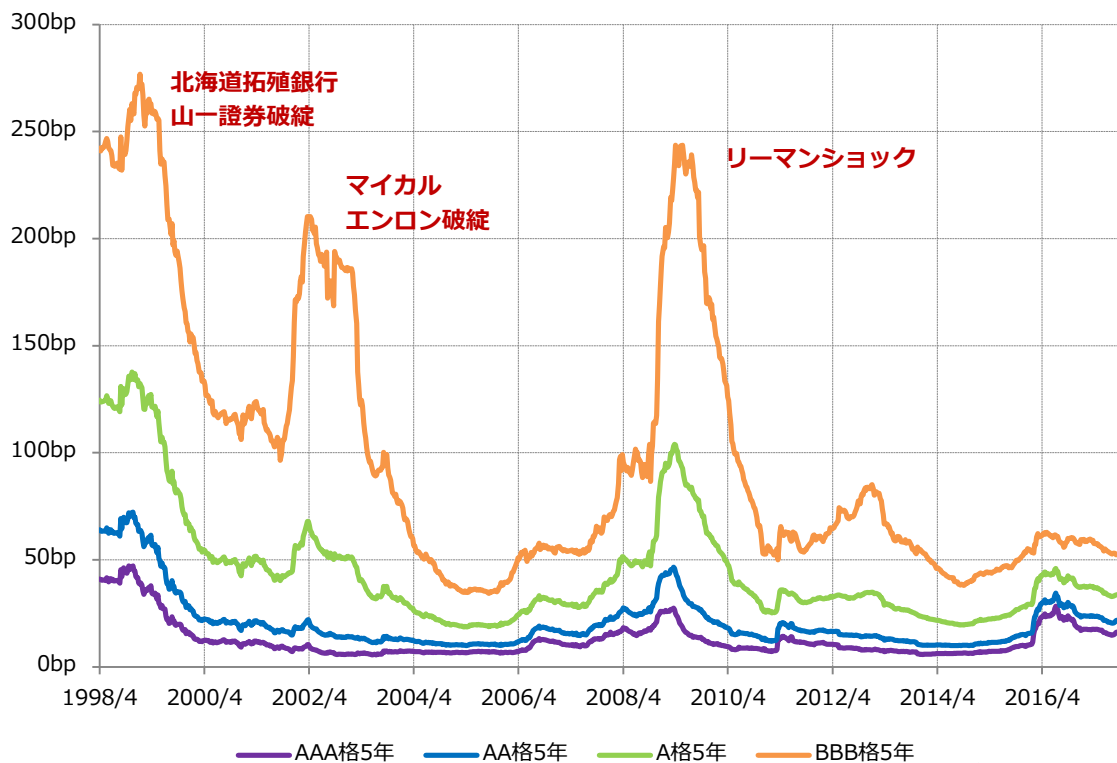


金利上昇で預金系金融機関は中期運用に回帰

信用危機では地方債市場の流動性も低下

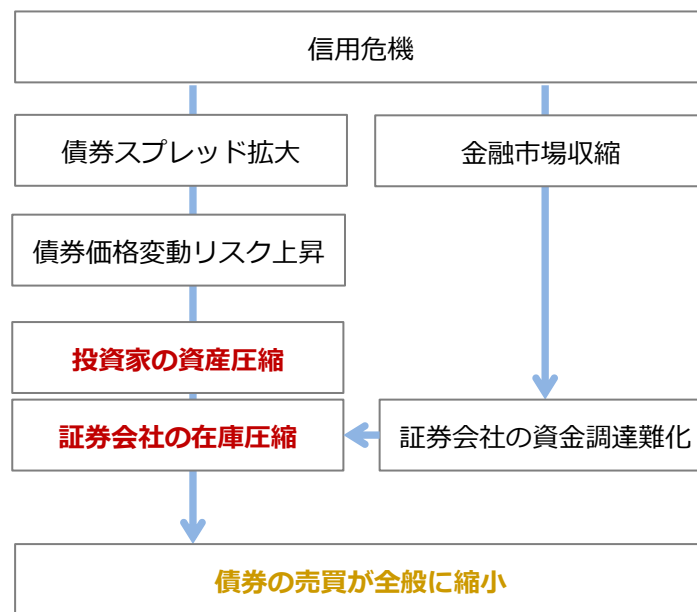
- 長期的には**過去に何度も発生**している**信用危機**
 - 危機が起これば信用力の高い**地方債も取引が困難**に

格付別スプレッドの推移



出所：大和証券作成

信用危機と一般債市場



出所：大和証券作成



信用危機の影響を受ける地方債市場

お取引にあたっての手数料等およびリスクについて

手数料等およびリスクについて

- 株式等の売買等にあたっては、「ダイワ・コンサルティング」コースの店舗（支店担当者）経由で国内委託取引を行う場合、約定代金に対して最大1.24200%（但し、最低2,700円）の委託手数料（税込）が必要となります。また、外国株式等の外国取引にあたっては、現地諸費用等を別途いただくことがあります。
- 株式等の売買等にあたっては、価格等の変動による損失が生じるおそれがあります。また、外国株式等の売買等にあたっては価格変動のほか、為替相場の変動等による損失が生じるおそれがあります。
- 信用取引を行うにあたっては、売買代金の30%以上で、かつ30万円以上の委託保証金が事前に必要です。信用取引は、少額の委託保証金で多額の取引を行うことができることから、損失の額が差し入れた委託保証金の額を上回るおそれがあります。
- 債券を募集・売出し等により、又は当社との相対取引により売買する場合は、その対価（購入対価・売却対価）のみを受払いいただきます。円貨建て債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外貨建て債券は、金利水準の変動に加え、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。また、債券の発行者または元利金の支払いを保証する者の財務状況等の変化、およびそれらに関する外部評価の変化等により、損失を生じるおそれがあります。
- 投資信託をお取引していただく際に、銘柄ごとに設定された販売手数料および運用管理費用（信託報酬）等の諸経費、等をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。

ご投資にあたっての留意点

- 取引コースや商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面、目論見書、等をよくお読みください。
- 外国株式、外国債券の銘柄には、我が国の金融商品取引法に基づく企業内容の開示が行われていないものもあります。

商号等 : 大和証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第108号
加入協会 : 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会