

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

地方金融機構、自治体と運命共同体

地方公共団体金融機構に改組して8年。10年債の発行がこの9月で第100回を迎えた。機構資金部長の石山英顕氏と資金課主事の長野剛氏に、機構の特色や債券の発行計画などを聞いた。

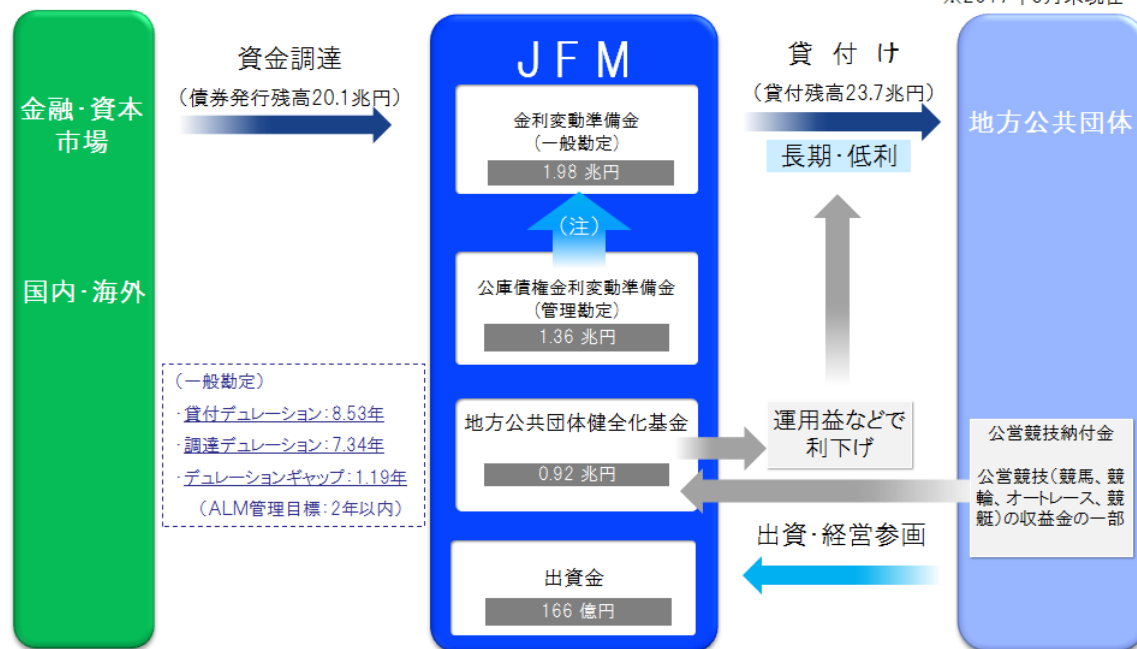
■ JFM = 公営公庫 → 地方公営企業等金融機構 → 地方公共団体金融機構

--機構の概要について

地方公共団体のみに対して長期・低利の資金を融資する団体。逆側から見れば、地方共同の資金調達機関。特別の法律に基づく地方共同法人というカテゴリーに属する。1957年（昭和32年）に設立された国の特殊法人である公営企業金融公庫が前身。小泉純一郎首相の改革の一環で、国の出資を引き上げ、地方公共団体出資

JFMの基本的な仕組み（1）

※2017年3月末現在



(注) 2008年度から10年間で毎年2,200億円ずつ振替え(合計2.2兆円)

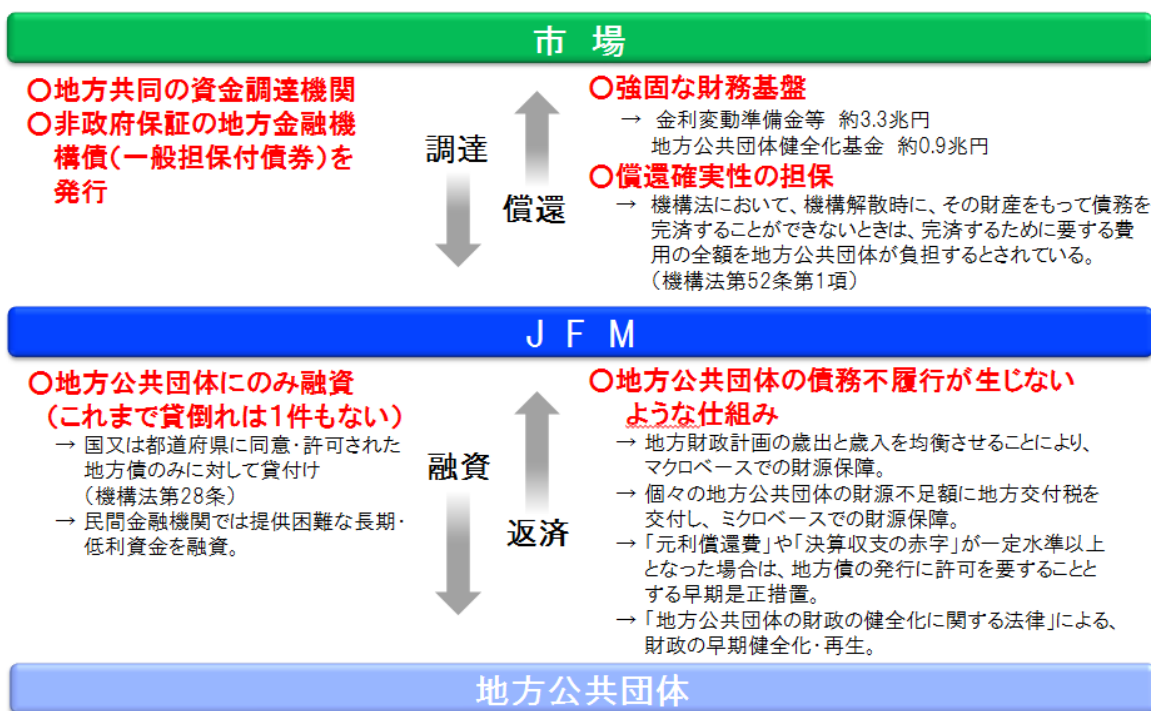


地方金融機構 資金部長
石山 英顕 氏

の団体となり、全ての権利・義務を承継して2008年10月に再スタートしたのが地方公営企業等金融機構。折しもこの年の9月にリーマンショックが起き、当時の麻生太郎内閣の経済対策によって貸付対象を一般会計事業に拡大したことで公営企業という名称がすぐわなくなり、2009年6月に地方公共団体金融機構に改組して今に至っている。

金融・資本市場から主に債券の発行によって資金を調達し、地方公共団体に貸し付ける。貸し付けにおける大きなキーワードが長期と低利。長期は決めの問題だが、低利の方をどうやって実現しているかということ、地方公共団体健全化基金というのが9200億円（2017年3月末現在）あり、この基金の運用益などで利下げをし

JFM の基本的な仕組み (2)



て自治体に融資をする。そのおカネは、公営競技納付金という地方財政法の附則に位置付けられている制度があって、競馬、競輪、オートレース、競艇という公営ギャンブルの収益金の一部を頂戴している。

■ 貸し倒れ無し

我々の信用力の土台がいくつかある。まず、強固な財務基盤で、3兆円を超える金利変動準備金等を有し、先ほど紹介した健全化基金がある。また、機構の設置法のなかで投資家保護が謳われている。解散を念頭にしているわけではないが、機構の解散時に全財産で債務を完済できない、つまり債務超過の状態の場合は、完済に要する費用の全額を設置者たる地方公共団体が負担するという規定がある。資産サイドの安心材料としては、融資先が地方公共団体のみと法律で決まっている。その地方公共団体の財政運営についてはまずマクロベースの財源保障があって、国の毎年度の予算編成と並行して地方財政計画が作られており、そのなかで歳出入を均衡させている。ミクロで言うと、毎年地方交付税の算定を通して団体が法律に基づいた仕事がきちんとできるように、理論的に計算されて財源保障が成されている。

さらに、各団体で異なる行財政事情があるわけで、それを毎年度の決算でチェックする体制になっており、元利償還費や決算収支の赤字が一定水準以上になった場合に地方債発行を許可制にするだとか、「地方公共団体の財政健全化に関する法律」で、4つの指標を計算させ、一定の数字に達すると、職員の給与をカットしたり公共施設を閉鎖する、場合によっては税率を上げるなど、議会に承認してもらって計画を作って数年がかりでも健全化させる。

この制度で、自治体の財政状況により早期健全化団体と財政再生団体という分類がある。早期健全化団体は、制度ができた当初は相応に存在したがどんどん減ってきて、2014年度決算以降は該当団体が出ていない。この制度によって自治体の健全化が進んでいることも我々の信用力の柱の一つ。貸し付けを行うのは国または都道府県に同意・許可された地方債のみで、これも制度的に信用力の源になっており、公庫の時代から貸し倒れが1件も無い。これらの制度によって、今後もその余地は無いだろう。

■年間 1.8 兆円

--機構融資の利率について

主な融資事業の貸付期間は最長で 40 年。民間の金融機関で対応しにくい長期の年限で貸しているというのが我々の存在意義になっている。それを低利で実施する。固定金利方式と利率見直し方式を毎月算定していて、例えば 30 年・固定金利方式・5 年据え置き型での機構基準利率（8 月 25 日以降）は 0.70%、機構特別利率は 0.60%。基準利率というのは、債券を主に発行して市場から資金調達して、証券会社に手数料を払ったりといったコストを引き直してペイできる利率。そしてほぼ全ての事業について自治体に融資する際に適用しているのが特別利率。基準と特別の差が先程言った利下げ効果だ。ただ、特別利率は財政融資の利率を下回ってはいけないという規定があり、現状は特別利率と財政融資利率は同じ値となっている。

国の予算編成と並行して地方財政計画が毎年度作られ、その一部が地方債計画。地方債全体のボリューム、プログラムになっている。2017 年度はトータル 11 兆 6445 億円のボリュームのなかで機構の資金が 1 兆 8117 億円、全体に占める割合としては 15.6%で、近年は 15~16%近辺で推移している。機構資金と財政融資資金を合わせた公的資金は、地方全体のファイナンスのなかで、民業圧迫を避け、マーケットから自力で調達するのが健全な姿という観点から最近では 4 割程度の推移。こうした枠組みのなかから機構の貸し付けの量なども決まってくる。

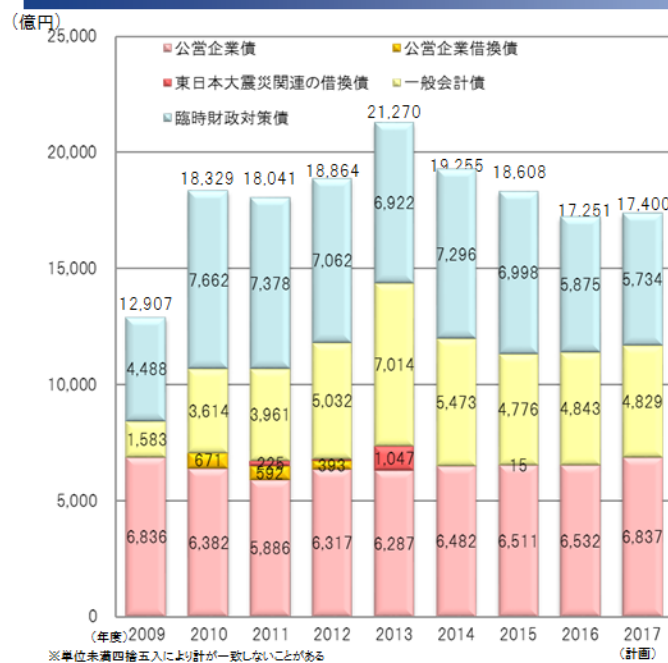
貸出額の推移と状況

年間の貸付額は、最近では 1 兆 7000~1 兆 8000 億円あたりで推移している。団体別の残高を見ると、市町村・特別区が 6 割と最も多い。事業別では全体の 3 分の 1 を下水道が占め、次いで水道。一般会計では合併特例債や、東日本大震災後の緊急防災事業などに活用してもらっている状況だ。

全国津々浦々の様々な事業で機構の資金が使われ、公共サービスの提供や地域振興に役立っている。その点で機構は、地方創生に取り組む自治体を金融の面でしっかりと支援する社会的役割を担い、役職員一丸となって取り組んでいる。

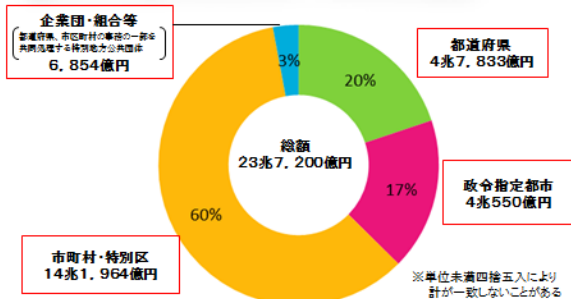
--機構債の特色は

格付けは国債と同等で、国内の公共債発行機関では最高位（AA+：R & I/A1：ムーディーズ/A+：S & P）を付与されている。国債・地方債との違いは BIS リスクウェイトで、我々は 10%のグループに入っている。課税権の有無がポイントに

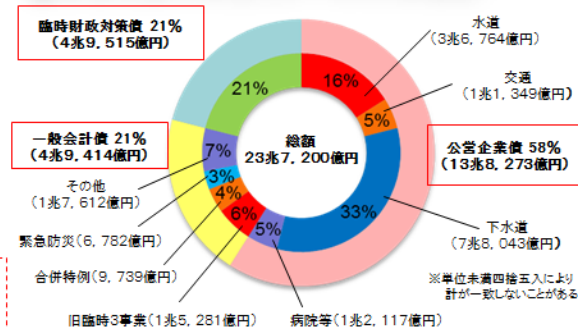


・一般会計債：公営住宅、地方道路、防災対策、学校教育施設、社会福祉施設などに充てられる地方債
 ・公営企業債：水道事業、交通事業、下水道事業、病院事業などに充てられる地方債
 ・臨時財政対策債：地方財政収支の不足額を補うため、特別に発行を認められた地方債

■団体別貸付状況(2017年3月末残高)



■事業別貸付状況(2017年3月末残高)



なったようで、我々はゼロ%ではなく、それ以外では最下限の 10%になっている。一方、野村証券や大和証券の債券インデックスでのカテゴライズでは機構債は地方債の扱い。市場では地方債に類するものとして認識してもらっていると思う。

資産の安全性という観点では、最大の東京都から、離島の小さな町村まで全て BIS リスクウェイトゼロ%である地方自治体のみが貸し付け対象。これを考えれば機構のリスクが限りなくゼロ%に近いということを理解してもらえないのではないか。

国内最大級の発行体として多様な年限を起債しており、定例債は、5、10、20、30 年というラインアップで、四半期ごとに起債計画を公表している。次の 10 月はこれら全ての年限揃い踏みのトランシェで発行する月になる。自治体のためになるべく低コストで安定調達をするというのが一つのミッションでありながら、主幹事方式を採って、投資家動向を踏まえて弾力的に、マーケットに向き合いながら起債運営することを組織として常々心がけている。信用力では地方債と同等ながら、9 月の 10 年債での国債スプレッドを比較すると上位地方債プラス 1bp という位置で、投資家にとって多少なりとも妙味のある商品だと自負している。



近年では毎年度 2 兆円ほどの資金調達をしていて、今年度は 2 兆 1150 億円、このうち非政府保証の公募債が 8400 億円。政保債は、基本的には公庫時代の管理業務で、公庫債券を償還する業務に必要な範囲で財務省から認められている。基本的にフェードアウトするものだが、2017 年度は 4000 億円（前年度 2000 億円）に増えている。これは、公庫債権金利変動準備金などの合計額が、管理業務を円滑に運営するのに必要な額を上回る場合、前倒しで準備金を国庫に帰属させなさいという規定に基づくもので、いわば特殊要因で増えている。

--公募債にはどんなものがあるのか

公募債 8400 億円のうち、9 月で第 100 回となった毎月発行の 10 年債が 2100 億円。上半期に 200 億円ずつの調達をしてきて、下半期は 150 億円ずつで計画している。20 年債は四半期に 2 回、第 1 四半期で言うと 4 月と 6 月、期初と期末に発行し、年間 8 回を予定。トータル 1000 億円ということで、基本的な持ち出しは上半期に 150 億円で作ってきて、下半期には 100 億円を計画している。5 年と 30 年は半年に 1 回であり、下半期は 10 月ということで公表済み。独自商品の FLIP（Flexible Issuance Program：柔軟な起債運営）債は、原則として四半期の期初月に発行する。外債は、ベンチマークサイズと言われる 10 億ドルであったり、10 億ユーロといった規模で年間 2 回程度発行する。今年度については、様々な不確定要素があることから早めの準備をして 4 月と 9 月に発行を済ませている。それから、投資家の需要が旺盛だったときに増額するなど、機動的に対応できるフレックス枠も設けている。

・ 2017 年 4～9 月の国内公募債

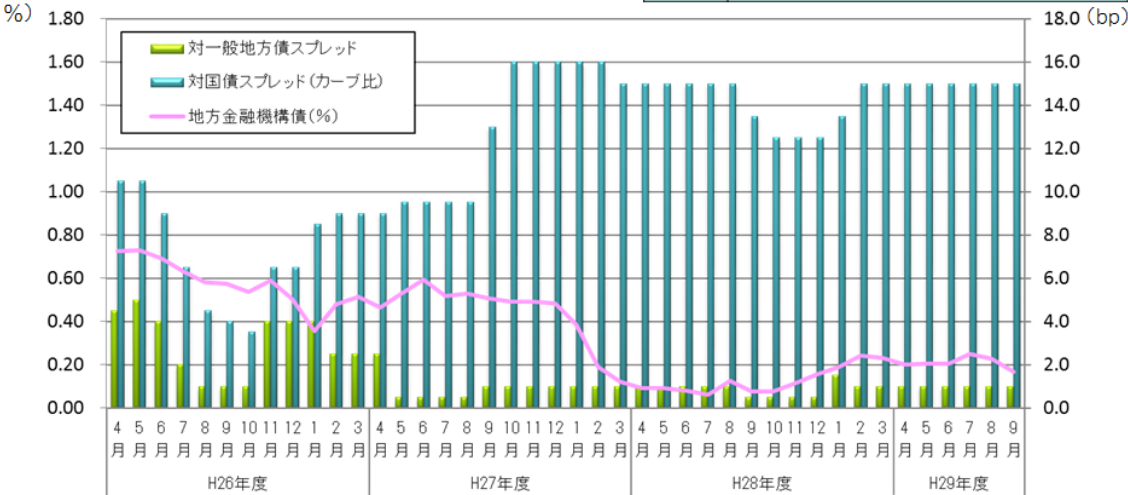
条件決定	回号	年限	発行額	表面利率	対国債	対カーブ	対地方債	主幹事
4/11	21	5	200	0.010	14.9#	-	0.0	みずほ/大和/東海東京
4/11	95	10	200	0.200	15.5	15.0	1.0	大和/野村
5/12	96	10	200	0.205	15.5	15.0	1.0	S M B C 日興/みずほ
6/8	97	10	200	0.205	15.0	15.0	1.0	みずほ/三菱UFJMS
7/11	98	10	200	0.250	15.5	15.0	1.0	三菱UFJMS/S M B C 日興
8/8	99	10	200	0.225	15.5	15.0	1.0	野村/みずほ
9/12	100	10	200	0.165	15.0	15.0	1.0	S M B C 日興/大和
4/11	59	20	150	0.669	5.0	4.5	0.0	S M B C 日興/三菱UFJMS/野村
6/8	60	20	200	0.616	5.5	4.5	0.0	野村/大和/しんさん
7/11	61	20	150	0.673	5.0	4.5	0.0	みずほ/大和/S M B C 日興
9/12	62	20	200	0.592	5.0	4.0	0.0	三菱UFJMS/野村/東海東京
4/11	4	30	100	0.946	11	11.0	0.0	三菱UFJMS/S M B C 日興/G サックス

*発行額：億円/表面利率：%/対国債・地方債：+bp
 *第 21 回 5 年債は絶対値プライシング。

地方金融機構債（10 年債）の спреッド 推移

回号	条件決定日	発行額 (億円)	利率 (%)	対 国 債 S P (bp)	対地方債 S P (bp)
第98回	平成29年 7月11日	200	0.250	15.0	1.0
第99回	平成29年 8月 8日	200	0.225	15.0	1.0
第100回	平成29年 9月12日	200	0.165	15.0	1.0

10年債引受体制(50音順)	
シ団①	S M B C 日興証券 大和証券 野村証券 みずほ証券 三菱UFJモルガン・スタンレー証券
シ団②	ゴールドマン・サックス証券 しんきん証券 東海東京証券
シ団③	岡三証券 シティグループ証券 パークレイズ証券 メリルリンチ証券



(注) カーブ比(bp)は機構が独自に算出した理論値。「一般地方債」は、同月に条件決定をする地方債のリーディング銘柄の発行実績による。
 平成28年4～7月は絶対値にて条件決定。(対国債スプレッドは参考値)

10 年債の地方債との格差は、機構債の需要が旺盛なときに 0.5bp だったり、地方債に先んじて調整した場合に 1.5bp になったりと、変化があるものの、おおむね 1bp で推移している。直近 3 カ月は、対国債、対地方債ともにスプレッドは横ばい。クーポンは 7、8 月債で 0.2%を超えていたが、8 月の金利急低下の影響で 9 月債は 0.165%で決着した。5、20、30 年債は地方債フラットのスプレッドとなっている。

10 年債は地方債を含めて商品が多いなか、市場からは地方債フラットが許容されていない。BIS リスクウェートの違いが大きいと思っている。他方で、20 年債や 30 年債は競合商品が少ない。安定かつ効率的に調達するという組織のミッションを追求していきたい。

■運命共同体

--地方自治体という投資家層が厚いと聞いている

超低金利が続いていて、地方公共団体が資金運用する際、地域金融機関に預金の引き合いをしても良いレートが出てこなかったり、辞退されたりしている。こうした状況があって債券運用に意識が向かいつつある。証券会社が自治体向けのセミナーを開くなど、意識や知識が積み上がってきている。我々が安定調達をしたのが、最後には自治体向けの貸出金利に跳ね返るような仕組みになっているので、自治体に IR で訪問する際には「運命共同体」という言い方もしている。また、自治体が資金運用する先として、首長や議会に対して説明しやすいという点もあろう。我々の出資者でもあるから。

--FLIP 債について詳しく

フレキシブル、柔軟たる所以の大きなところが年限。投資家の指定する年限で、ニーズに応じた発行額を出すというもの。我々の ALM の観点から年限を制限することがあるが、今年度の場合も 5 年を超えるところから 25 年未満と、幅を持たせて募集をかけているので、妙味を感じてもらえていると思う。ただし、定例債に相当する年限は除いている。1 件の発行額は 30 億円以上だが、複数の投資家が集まって、それを証券会社がまとめて発行する事例もある。四半期の期初月を募集時期としているものの、前倒しで発行する年度も多く、1 月に発行しない場合もままある。過去にはディープディスカウント債やアンダーパー発行、変動利付債、40 年債を発行しており、間口を広く構えている商品。

・7 月に発行された FLIP 債

公表日	回号	年限	発行額	償還日	表面利率	主幹事
7/20	F371	6	30	23/02/15	0.05	岡三
7/20	F372	6	30	23/02/17	0.05	Gサックス
7/20	F373	6	30	23/02/23	0.05	東海東京
7/20	F374	8	30	25/05/30	0.101	S M B C日興
7/20	F375	9	100	26/06/19	0.195	野村
7/20	F376	11	30	28/02/25	0.218	野村
7/20	F377	13	30	30/07/29	0.34	しんきん
7/20	F378	21	30	38/02/26	0.675	野村
7/20	F379	21	30	38/03/19	0.671	S M B C日興
7/21	F380	5	80	22/09/28	0.01	三菱UFJMS
7/21	F381	6	30	23/02/24	0.05	シティグループ
7/21	F382	6	30	23/02/27	0.05	パークレイズ
7/21	F383	6	30	23/02/28	0.05	大和
7/21	F384	6	30	23/05/30	0.05	みずほ
7/21	F385	11	30	28/02/28	0.222	大和
7/21	F386	11	30	28/07/28	0.249	三菱UFJMS
7/21	F387	15	30	32/07/28	0.414	三菱UFJMS
7/21	F388	19	30	36/03/31	0.564	みずほ

*発行額：億円/表面利率：%：+bp

直近のベンチマーク外債は初めての3年債で、9月8日に発行した（10億ドル、2.00%、MS+47bp、ブックランナー：メリル/バークレイズ/Gサックス/野村）。5年、7年では見かけなかった諸外国の中央銀行や公的機関の割合が高いなど、新しい体験ができた。また、基本的に年に1回個人向けの売出債を発行しており、直近では1月に米ドル・豪ドル建て債をそれぞれ出し、今年度も準備している。ほかには、海外市場での私募債を、この6月に2年ぶりに豪ドル建てで発行した。こうした商品も常時門戸を開いており、投資家ニーズをもとに証券会社から提案を受け、当方にも魅力があれば随時発行していく。

--外貨建てで調達するメリットは

資金調達の多様化と投資家層の拡大が目的。多くは国内の自治体への融資資金であり、外貨は全て円貨に転換するため、通貨スワップのレートによって国内債対比で遜色ないコストを追求している。海外を含めたマーケットで広く、効率的に安定調達するという観点から外債という手段を使っている。



資金部長 石山 英顕 氏（左）と
資金課主事 長野 剛 氏

図表等の出典：地方金融機構 IR 資料（2017年9月）

[2017/9/14 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]