

科学研究費助成事業 研究成果報告書

平成 30 年 5 月 28 日現在

機関番号：12601
研究種目：基盤研究(B) (一般)
研究期間：2015～2017
課題番号：15H03359
研究課題名(和文) 地方債の動態的実証分析 信用力の基盤とその強化策

研究課題名(英文) The analysis of Local government borrowing

研究代表者
持田 信樹 (MOCHIDA, Nobuki)

東京大学・大学院経済学研究科(経済学部)・教授

研究者番号：20157829

交付決定額(研究期間全体)：(直接経費) 12,200,000円

研究成果の概要(和文)：地方債の信用力は発行団体ごとの財政状況によって規定される部分と地方財政制度全体として地方債の償還確実性を担保する仕組みによって規定される部分とに分けて考えることができる。前者と後者は完全に分離されているとより、前者が後者にも影響を及ぼしている。近年の地方債市場は個別条件決定方式、夕張市の財政破綻などのイベントを経験したが、コンテイジョン(伝染・伝播)リスクと思われる金利スプレッドの拡大が観察された。低廉で安定的な資金調達確保と、発行体の財政状況に即した地方債スプレッドの形成を通じた市場による規律づけの確保のいずれを重視するかの政策判断が重要になる。

研究成果の概要(英文)：The creditworthiness of municipal bonds can be divided into a portion defined by the financial situation of each issuing organization and a portion defined by a mechanism to ensure certainty of redemption of local bonds as a whole of the local fiscal system. The former and the latter are completely separated, but the former also affects the latter. Although local municipal bond market in recent years experienced events such as rapid expansion of market bond and fiscal collapse of Yubari city, expansion of interest spread which seems to be contagion risk (transmission) was observed. It is important to make policy judgment as to whether to place importance on securing inexpensive and stable fund procurement or ensuring market discipline through the formation of local bond spreads in line with the issuer's fiscal situation.

研究分野：財政学

キーワード：地方債 信用リスク 格付け 市場公募債 銀行等引受債 地方財政 コモンプール 救済

1. 研究開始当初の背景

(1) 従来、日本では地方債の発行・償還に対する国の関与により、地方公共団体がデフォルトはないと一般に市場では認識されてきた。しかし、アカデミックな研究に目を転じれば、地方公共団体の信用力の差が地方債の発行条件に反映していることは、周知に属する。先行研究としては連携研究者の中里の実証分析がある。こうした中、地方債をめぐる市場による規律付けの確保と(交付税や地方財政計画を通じた)国の信用補完による安定的な資金調達の内ずれをどの程度重視するのが論争点になっている。

(2) 国の債務である国債については長い議論の歴史と蓄積がある。これに対し、地方政府の債務、すなわち地方債は限られた研究者の興味の対象となってきたにすぎず、OECDや欧米諸国での広範な研究蓄積に比べ、わが国でアカデミックな研究が進んでいるとは言い難い。また従来の日本での研究は、制度論的なアプローチから、地方債の信用リスクはないと説くものが多いが、それでは近年、地方金融機関が地方債の保有を減らしていることを説明できない。本研究は地方債の「信用力」について、経済学的な分析を踏まえて政策提言を行うものであって、この分野での研究の進展に大きく貢献する、従来にない研究プロジェクトである。

2. 研究の目的

第1に地方債発行に対する国の関与の変遷、地方債消化の市場化、地方債の保有構造について近年の変化を考察する。第2に、地方政府債務の持続可能性についてマイクロデータを用いた計量分析を行う。第3にわが国における「市場による規律付け」の効果や格付けの役割を定量的に推定する。とくにリーマンショック、東日本大震災、異次元の金融緩和といった、金融市場のボラティリティが高くなった直近の時期に分析期間を拡張する。第4に従来の研究では欠落していた銀行等引受債の発行条件がどのように決定されているかについてパネル推定を行う。

3. 研究の方法

第1に地方債制度の変遷を検証し、かつ地方債の経済分析に必要となるデータセットを整備する。債務残高、基礎的財政収支、債務償還年限、経常収支、対国債スプレッド、売買回転率などの基本的なデータを収集する。第2に地方債の経済分析に必要となる最新の理論モデルを再検討してデータセットを用いた計量分析を行う。第3に市場公募債及び銀行等引受債に関する地方公共団体及び金融機関向けの「地方債アンケート」調査を実施する。実施したアンケート調査で得られた集計データを用いてマイクロレベルでの分析を試みる。

4. 研究成果

(1) 第1に、わが国の地方政府債務が持続可能性であるのか否かをパネル推定によって検証した。政府債務の持続可能性についての実証研究は、1990年後半から盛んに行われてきたが、これまでは中央政府の政府債務を対象にしたものが多く、地方政府債務を単独の対象として行われた実証は乏しい。本研究ではそれらの手法の比較検討を通じて、わが国の地方公共団体の財政運営が異時点間の政府予算制約を満たしているのかどうかを検証した。従来の研究にない独自性として、1) 財政ルールの有効性を検証するため公債費負担比率などのダミー変数を追加する、2) 基礎的財政収支の改善を要因分解法によって抽出することがあげられる。本研究では分析対象を都道府県から政令指定都市に拡張して、Bohnの手法を用いて推定を行った結果、政府債務の対県民総生産比が増大すると当初は基礎的財政収支が悪化するが、ある点を超えると改善に向かうという非線形の関係が確認された。

(2) 第2に、地方債の信用力は、発行団体ごとの財政状況によって規定される部分(単体としての信用力)と地方財政制度全体として地方債の償還確実性を担保する仕組み(システムサポート)によって規定される部分とに分けて考えることができる。本研究では、地方公共団体の財政状況や経済状況と地方債利回りの関係について、市場公募地方債の流通市場を対象に、31団体(15都道府県11政令市)の2007年から2011年にかけてのパネルデータを用いて実証分析を行った。財政状況を表す変数に注目すると、実質収支比率の低下、実質公債費比率の上昇、自主財源の割合の上昇が、地方債スプレッドを拡大させる方向に働くことが分かった。このうち実質公債費比率と自主財源の割合については、マクロ要因とは独立して各団体に固有の財政状況を代表する指標として作用している可能性が確認できた。その他の要因を表す変数に注目すると預貸率や地方銀行との親密性が、地方債スプレッドを拡大させることが分かった。

(3) 第3に、市場公募債及び銀行等引受債に関する地方公共団体及び金融機関向けの「地方債アンケート」調査を実施した。地方債に関する既存のアンケート調査では、内閣府や地方債協会によるものがある。しかし、本研究のサンプル数はこれらの先行研究よりもはるかに大規模であり、調査項目も多い。すなわち地方公共団体は1456団体で回収率80.6%、金融機関では481機関(回収率37.2%)であった。この調査により地方債計画上の資金構成では民間等資金が6割を占めており市場公募化が進展しているが、アンケート調査では民間等資金を選択するものは8.2%にとどまっており、市場公募資金を優先

的に利用する団体は限定されていることがわかった。また指定金融機関制度について、発行体と金融機関サイドの間でどのような共通認識があるのか、またスタンスの違いは何か浮き彫りにされた点は大きな収穫であった。

(4) 第4に、上記のアンケート結果にもとづいて、本研究では銀行等引受債の発行条件についてパネル推定を行った。従来の研究では主に大都市・府県が発行する市場公募債のみを対象にしてきた。しかし、市町村レベルでは相対交渉で発行される銀行等引受債が圧倒的に多い。本研究では、1)銀行等引受債を起債するにあたり、金融機関同士の競争環境が弱ければ、金融機関の交渉力が強まる結果、銀行等引受債の金利が上昇する、2)公的資金のウェイトが高い地域ほど、金融機関の寡占・独占の弊害が小さくなるため、銀行等引受債の金利が低下する、という2つの仮説をたてた。実証研究の結果、この2つの仮説はサンプルを全国規模の拡大しても妥当することが判明した。

(5) 第5に、本研究の実証分析から得られる政策的なインプリケーションは以下の通りである。国という切り口から見ると、統一条件交渉方式の見直しや協議制・事前届出制の導入の地方債制度改革は地方公共団体の財政規律に対して市場の監視を導入しようという含意があった。実質公債費比率と地方債流通利回りがプラスに相関したことを鑑みればこの方向性における制度改革は一定の成果を上げていると評価できる。一方で、指定金融機関との親密性を通じた市場原理のゆがみの存在などは否定できないため、今後の改革に向けた論点も示唆できた。次に、地方公共団体という切り口から見ると、利子コストの節約のために財政規律を改善する必要があるという認識を強めなければ、市場の監視の意義が薄れてしまう。市場の監視機能を最大限活かすためには、IRなどを通じて投資家との接点を増やしていくことも必要になってくるであろう。最後に、市場と投資家という切り口について、実質公債費比率と利回りとの相関から得られる示唆としては、投資家が法制度上の指標だけを参照している市場の監視が働いているとは言い難い。満期保有によるなれ合いを防ぐためにも、市場における取引の活発化が求められている。

5. 主な発表論文等

(研究代表者、研究分担者及び連携研究者には下線)

[雑誌論文](計9件)

持田信樹、地方財政研究の潮流 - 一財政学者の覚書、日本財政学会編『財政研究』、査読有、13巻、2017年、pp.92-102.

Masashi Nishikawa, Masayoshi Hayashi, Eric Weese, Meiji era Local Government, 国民経済雑誌、査読無、217(2)、2018年、pp.101-125.

石田三成、地公体向け貸出市場における寡占と公的金融の対抗力の検証 全国市町村データをを用いた分析、地方分権に関する基本問題についての調査研究会報告書、査読有、2巻、2017年、pp.124-179. Masayoshi Hayashi and Wataru Yamamoto, Information sharing, neighborhood demarcation and yardstick competition: an empirical analysis of intergovernmental expenditure interaction in Japan, International tax and public finance, 査読有、vol24.1, 2017, pp.134-163.

持田信樹、地方債市場と債券市場 - 回顧と展望 -、地方財政5月号、査読無、2016年、pp.4-12.

石田三成、銀行等引受債の金利スプレッドの低下と地域間格差、金融財政事情、査読無、67巻4号、2016年、pp.40-45. 山本航、林正義、地方公務員人件費の決定要因と市町村の相互参照行動、公共選択、査読有、65巻、2016年、pp.73-92. Mochida Nobuki, Fiscal Relations across levels of government and subnational fiscal rules in Japan, Kim eds, Institution of Intergovernmental Fiscal Relations, OECD, 査読有、2016, pp.127-142.

持田信樹、地方政府債務の持続可能性、日本財政学会編『財政研究』、査読有、2015年、pp.141-165.

[学会発表](計5件)

Masayoshi Hayashi, Wage Reform, Local Government Unions, and Intergovernmental Transfer, International Institute of Public Finance, 2017.

Masayoshi Hayashi, Takafumi Suzuki, Capitalization and Municipal Mergers: An Evaluation of the Heisei Territorial Reform in Japan, International Institute of Public Finance, 2017.

石田三成、地方公務員の初任給の決定要因、東洋大学ワークショップ、2017年。石田三成、地方分権の経済理論から考える国と地方の役割分担、沖縄経済同友会地方分権改革委員会(招待講演)、2017年。

石田三成、九州地方の市町村における銀行等引受債の金利に関する実証分析、日本財政学会、2015年。

[その他]

本研究の成果にもとづく出版企画として以

下の学術書を予定している。

持田信樹・林正義編『地方債の経済分析：理論と現場の架橋をめざして』有斐閣、2018年。

[目次と分担]

序章 地方債への経済学的アプローチ〔持田〕

第1章 地方財政における地方債の意義〔持田〕

第2章 地方債に関する国の関与の変遷〔橋都〕

第3章 地方債発行の市場化〔天羽〕

第4章 地方債の保有構造〔天羽、橋都〕

第5章 地方債の信用力と伝播〔中里、石田〕

第6章 格付け取得の効果〔石田〕

第7章 縁故地方債の経済分析〔石田〕

第8章 地方政府債務の持続可能性〔持田〕

第9章 地方債の経済分析：展望〔林〕

6. 研究組織

(1) 研究代表者

持田 信樹 (MOCHIDA, Nobuki)

東京大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：20157829

(2) 研究分担者

林 正義 (HAYASHI, Masayoshi)

東京大学・大学院経済学研究科・教授

研究者番号：70318666

石田 三成 (ISHIDA, Mitsunari)

琉球大学・法文学部・准教授

研究者番号:40571477

(3) 連携研究者

中里 透 (NAKAZATO, Toru)

上智大学・経済学部・准教授

研究者番号:30302673

天羽 正継 (AMOU, Masatsugu)

高崎経済大学・教養部・准教授

研究者番号:60598192

(4) 研究協力者

橋都 由加子 (HASHIZUME, Yukako)