

JAPAN
CORPORATE BOND
RESEARCH

2007年1月11日

Municipalities

日本

江夏 あかね
(03) 5574-4218
akane.enatsu@nikkocitigroup.com
東京

R&I

神戸市に依頼格付けを付与

セクター内に格上げが続く可能性

日本国内限定配布 — 本レポートは、日本国内の顧客に対してのみ配布されるものです。

このレポートは **Fixed Income Direct Japan** (<http://fidirect.nikkocitigroup.com>)
より入手可能です。お問い合わせは担当セールスまでご連絡ください。

<R&I、神戸市に依頼格付けを付与> セクター内に格上げが続く可能性

- ▶ 格付投資情報センター（R&I）は1月10日、神戸市に依頼格付けを付与した。格付けおよび格付けの方向性は、「AA/安定的」
- ▶ R&Iはこれまで、神戸市の公開情報に基づく格付けを「AA-op」としていた。R&Iの今回の格付けについては、2005年度決算が2006年秋に公表されたことや、R&Iが首長の自治体運営について重視していることなどを勘案すると、サプライズではないとみている。弊社は、神戸市のクレジットについては基本的にはR&Iと同方向に判断しており、域内経済回復や財政健全化努力に下支えされ、改善傾向が続く、と考えている
- ▶ 今後に関しては、地方公共団体の財政状況の改善傾向や、セクター内の格付分布調整の可能性、などを踏まえると、近い将来にセクター内に格上げが続く可能性がある、と予想している。弊社では、R&Iから「AA-op」を付与されている団体では、比較的優位な位置にあるとみられる大阪府や兵庫県に格上げのポテンシャルがある、とみている
- ▶ 神戸市債のクレジット・スプレッドに関しては、今回の格上げに伴う影響は、現時点では見られていない。ただし、地方債市場では、投資家が銘柄選別の機会をうかがう展開になるとみられる。そのため、クレジットが改善傾向にある団体が発行した地方債に関して、クレジット・スプレッドのタイトニング余地があると考えている

R&I、神戸市に依頼格付けを付与

R&I、神戸市に「AA/安定的」を付与

これまで、長らく国内格付機関が公開情報に基づく格付けを付与してきた

格付投資情報センター（R&I）は1月10日、神戸市に依頼格付けを付与した¹。格付けおよび格付けの方向性は、「AA/安定的」（図表5）。

これまで、日本の地方公共団体については長らく、国内格付機関が市場公募地方債発行団体について、R&I²が「op格付け³」および「財務ランク⁴」、日本格付研究所（JCR）が「p格付け⁵」を付与してきたが、両格付機関とも基本的には、公開情報に基づく格付けであった。

¹ 「新規格付け：神戸市」（2007年1月10日、R&I）、「格付けファイル：地方自治体 神戸市」（2007年1月10日、R&I）

² R&Iは、市場公募地方債発行団体以外では、近江八幡市に依頼格付けを付与している。（出所：「新規格付け：近江八幡市」（2004年12月17日、R&I））

³ op格付け：一般に開示している公開情報に基づく格付け。

⁴ 財務ランク：域内の経済力、自治体の財政状況、自治体の債務水準に関する指標に比重をかけて総合得点を算出して順位付けしたもの。市場公募地方債発行団体については域内の経済特性、税財政改革の方向性といった定性要因も加味してランクを決定。財務ランクでは、計算で決まった総合得点の順位と各ランクの配分割合に応じて機械的に振り分け、ランク毎の配分割合はIを10%、IIを20%、IIIを40%、IVを20%、Vを10%としている。

⁵ p格付け：格付対象先からの依頼に基づかず、主として公開情報に基づく格付け。

S&P およびムーディーズは、2006年10月に地方公共団体に関してアクションを起こす

今回の R&I による格付けは、国内格付機関による初の市場公募地方債発行団体に対する依頼格付け

地方公共団体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっている

一方、国際格付機関においては、スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) が 2004 年より、契約者向けの信用力分析サービスの一環として、33 の市場公募地方債発行団体に信用力評価を実施してきた⁶。ただし、S&P は 2006 年 10 月上旬、横浜市に初の依頼格付けとなる「発行体格付け」を付与した^{7, 8}。さらに、ムーディーズも 2006 年 10 月下旬、日本の地方公共団体に対する格付けアプローチ^{9, 10}を発表している。

これらを踏まえると、今回の R&I による格付けは、国内格付機関による初の市場公募地方債発行団体に対する依頼格付けという意味で意義のあることだとみられる。このように、格付機関による日本の地方公共団体セクターに対するアプローチが活発化しているのは、日本の地方公共団体セクターを取り巻く状況が背景となっているとみられる。

日本の地方公共団体セクターは、財政投融资改革¹¹や地方分権の流れなどに伴う地方債計画¹²における民間等資金¹³のウェイトの増加などが示唆するように、国の地方に対するコミットメントが縮小し、地方公共団体の財源確保が中央政府依存型から地方公共団体自身の責任にシフトする傾向がここ数年続いている。さらに、2006 年 9 月より、市場公募地方債における全ての発行団体の個別条件交渉方式¹⁴への移行¹⁵などの動きもある。このような環境下、地方公共団体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっているといえる。

⁶ 「地方自治体信用力分析」サービスを開始 (2004年3月8日、S&P)、「夕張市財政破綻に見る流動性管理の重要性—自治体と銀行の信用力に与える影響」(2006年7月24日、S&P)

⁷ 「日本で初の依頼に基づく自治体格付けを付与、横浜市を「AA-」に」(2006年10月4日、S&P)

⁸ S&P による横浜市の格付け付与に関する弊社の見解は、2006年10月5日付「S&P、横浜市に格付けを付与—日本の地方自治体セクターにとっての「2つの初」」を参照されたい。

⁹ 「ムーディーズ、日本の地方自治体に対する格付けアプローチを公表」(2006年10月30日、ムーディーズ)、「日本の地方自治体に複合デフォルト分析手法を適用した格付けはAa格に」(2006年10月、ムーディーズ)

¹⁰ ムーディーズの格付けアプローチに関する弊社の見解は、2006年11月2日付「ムーディーズ、日本の地方自治体に対する格付けアプローチを発表—セクターの格付け分布は「Aa」に」を参照されたい。

¹¹ 財政投融资改革: 財政投融资改革以前の財政投融资は、郵便貯金・年金積立金等から国(資金運用部)に義務預託された資金を特殊法人等に運用する仕組みだった。しかし、2001年度に抜本的な改革が行われ、資金調達という観点からは、郵便貯金・年金積立金について、資金運用部への預託義務が廃止され、全額自主運用(原則市場運用)される仕組みへと改められた。この仕組みの下では、特殊法人等が行う財投事業について民業補完の観点から事業を見直すとともに、真に必要な事業の資金調達については特殊法人等(財投機関)自身が財投機関債(特殊法人等が民間の金融市場において個別に発行する政府保証のない公募債券)の発行により市場での自主調達に努め、さらに必要な資金需要に限り、国(財政融資資金)が国債(財投債)の発行により市場で資金を調達し、貸し付けることとなった。これにより、郵便貯金・年金積立金と財政投融资の直接的つながりは制度的に解消された。

¹² 地方債計画: 地方債は、借り入れることができる事業が定められているが、普通会計および公営企業会計における事業毎に地方全体の年度起債計画を立てたもの。

¹³ 民間等資金: 銀行等引受と市場公募。

¹⁴ 個別条件交渉方式: 個別条件交渉方式とは、市場公募地方債の発行条件決定方式の1つで、金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う方式。市場公募地方債の発行条件は、2001年度発行分までは、同月に発行されるものは全て同一条件だった。しかし、2002年度からは、銘柄間の発行量に基づく流動性の差などを勘案し、東京都とそれ以外の市場公募債発行団体に区分する「2テーブル方式」が導入された。さらに、2004年度からは、統一交渉方式と金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う「個別条件交渉方式」という区分に変更され、2004年度から東京都および横浜市が、2006年度から神奈川県および名古屋市が移行している。また、総務省は2006年8月、市場公募地方債の発行において統一条件交渉方式を適用している34団体に対し、現在の統一条件交渉方式を見直し、9月債の発行以降、発行条件を各発行団体ごとに決定する個別条件交渉方式に移行することを検討するように、との趣旨の連絡を行った。

¹⁵ 市場公募地方債の統一条件交渉見直しに関する弊社の見解は、2006年8月16日付「市場公募地方債発行における統一条件交渉方式、見直し検討へ—市場の透明性を高めるポテンシャル」を参照されたい。

依頼格付け取得が浸透すれば投資が促進される可能性

今後、日本の地方公共団体による依頼格付け取得が浸透すれば、発行体に関するより多くの情報や詳細な分析へのアクセスが可能になり、市場においてセクターのクレジットへの理解が深まることを通じて、投資が促進される可能性があることなどが期待できる。また、投資が促進されれば、地方債市場の需給環境も改善されるポテンシャルがあると考えられる。

R&Iによる神戸市の格付けの背景－「AA/安定的」

今後も財政の改善が続く可能性が高いとの見方に基づき、方向性は「安定的」

R&Iはこれまで、神戸市の公開情報に基づく格付けを「AA-op」としていた。ただし、依頼格付けを「AA」とした背景としては、「堅実な財政運営を続けてきたことで、全会計ベースの債務償還可能年数¹⁶が2005年度には11.8年と政令市¹⁷の平均値（13.3年）を下回るまでに改善するなど、財政の健全性をかなり取り戻した（図表1、図表7）」ことなどを挙げ、市場公募地方債発行団体の格付分布（東京都はAAAop、それ以外の団体はAA+op～AA-op、図表5）の中位と位置付けたと説明した。さらに、格付けの方向性について、日本国をネガティブにしているのに対して、神戸市を安定的とした理由については、「市長が先頭に立ってさらなる行財政改革に取り組んでおり、今後も財政の改善が続く可能性が高い」とコメントしている。

図表1. 神戸市と政令指定都市との比較

	年度	2001	2002	2003	2004	2005
自主財源比率	神戸市	57.1%	58.4%	55.9%	56.8%	57.4%
	政令市平均	59.6%	59.8%	58.4%	59.5%	60.4%
修正単年度収支比率	神戸市	11.0%	9.6%	13.6%	23.4%	15.8%
	政令市平均	-8.1%	-8.2%	-7.1%	-1.1%	0.4%
債務償還可能年数（年） （全会計ベース）	神戸市	14.8	15.6	14.3	13.5	11.8
	政令市平均	12.9	13.5	13.6	13.7	13.3

注1：自主財源比率（%）＝自主財源／歳入総額。自主財源＝地方税＋分担金・負担金＋使用料＋手数料＋財産収入＋寄附金＋繰入金＋繰越金＋諸収入

注2：修正単年度収支比率（%）＝修正単年度収支／標準財政規模。修正単年度収支＝単年度収支＋積立金残高増減額－地方債残高増減額。

注3：債務償還可能年数（年）＝地方債現在高（全会計ベース）／返済余資。返済余資＝一般財源総額－（経常経費充当一般財源－公債費のうち元金償還額）

注4：神戸市の各種指標の計算にあたっては、阪神・淡路大震災復興基金の返済にかかる影響額を除いて計算している。政令市平均は各年度ごとにデータが取得できる団体の加重平均値。

出所：「新規格付け：神戸市」（2007年1月10日、R&I）、日興シティグループ証券

都道府県と政令指定都市の財務ランクは、2007年度初めをめどに公表予定

なお、R&Iは現在、神戸市の財務ランクを「IV」としている¹⁸。財務ランクについては、R&Iは今年、全国市および東京23区¹⁹の分を公表しており、都道府県と政令指定都市については、「2007年度初めをめどに2005年度決算データに基づいたランキングを公表する予定」とコメントしている²⁰。

¹⁶ 債務償還可能年数：実質債務残高／返済余資。実質債務残高＝普通会計の地方債残高＋翌年度以降に支出を予定している債務負担行為の額－積立金残高－実質収支。返済余資＝一般財源総額－（経常経費充当一般財源－公債費のうち元金償還額）。一般事業会社の分析指標である、債務／EBITDAに似ており、自治体の抱える債務を何年で返済できるかを示している。低いほうが好ましい。

¹⁷ 政令指定都市：政令指定都市は、「政令で指定する人口50万以上の市」と定義されている（地方自治法第252条の19）。政令指定都市制度とは、大都市行政の特殊性を考慮し、一般市とは異なる権限や特例を認める制度。2006年4月1日現在、15の市が政令指定都市となっている。

¹⁸ 「都道府県・市・東京23区の財務ランク：関東・東海が高ランク－大阪府の順位上昇目立つ」（2005年8月11日、R&I）

¹⁹ 特別区：大都市制度として、指定都市制度とともに地方自治法に定められている。特別区制度は、都が大都市行政の一体性及び統一性を確保するために一般の市の権能の一部を担い、特別区に関する調整を行うというもの。現在、東京都に23存在する。地方自治法の施行により、1947年に都の区が新たに特別区となり、特別地方公共団体として位置づけられた。

²⁰ 「首都圏で高く北海道、東北、九州など低水準－2004年度決算による全国市・東京23区の財務ランク」（2007年1月、「R&Iレーティング情報」、R&I）

クレジット・インプリケーション

弊社の見方

大震災などに伴い脆弱な財政状況を抱えているが、いくつかのポジティブ材料を有する

神戸市²¹は、95年に発生した阪神・淡路大震災に伴い、復興に際する投資的経費²²が嵩み、累積で約1兆円（一般会計²³ベース）の起債を余儀なくされたほか、景気低迷などの影響もあり、扶助費²⁴が大幅に増加したことなどを背景に、脆弱な財政状況を抱えている。ただし、（1）震災後からの財政健全化に取り組んできたこと、（2）人口が堅調に増加していること、（3）域内の景気拡大や人口増加などを追い風に、税収が回復基調にあること、（4）市債残高（図表6）や公債費²⁵が減少傾向にあることなどは、ポジティブな材料であると考えている。

財政改善への取り組みは、計画の実効性を証明している

特に、財政改善への取り組みについては、神戸市は、96年度から実施した2回の財政健全化計画（96～98年度、99～2003年度）で単年度収支²⁶不足額を960億円改善させるなど、計画の実効性を証明している。さらに、現在は、「行政経営方針（2004～2010年度）」に基づき、（1）一般会計における実質市債残高を2003年度末の3分の2程度まで圧縮（削減額：約5,000億円）、（2）事業・施設の見直し・休止、（3）3,000人の職員削減、などに取り組んでいる。目標に掲げられた実質市債残高に関しては、阪神・淡路大震災復興基金²⁷への貸付金にかかる市債償還終了などもあり、2004～2006年度の3カ年で、計画の約9割にあたる4,467億円の実質市債残高の圧縮を達成見込みである。

神戸市のクレジットは、改善傾向が続く見通し

今後に関しては、一部の公営企業会計²⁸や外郭団体で経営状況が懸念される部分はあるものの（図表2）、神戸市の財政規模や経営健全化努力を勘案すると、クレジットに大きな影響が及ぶ可能性は高くない、と考えている。また、弊社では、2006年2月に開港した神戸市営空港²⁹による域内経済への影響や土地処分の見通しなどに注目している。ただし、神戸市のクレジットは、域内経済回復や財政健全化努力に下支えされ、改善傾向が続く、と考えている。

²¹ 神戸市のクレジットに関する弊社の見解は、2005年8月25日付「神戸市－震災から10年を経て」を参照されたい。

²² 投資的経費：道路、橋りょう、公園、学校、公営住宅の建設等社会資本の整備等に要する経費であり、普通建設事業費、災害復旧事業費および失業対策事業費から構成されている。

²³ 一般会計：行政に要する収支を総合的に経理するもので、地方公共団体の基本的な活動に必要なあらゆる経費を計上した根幹となる会計。

²⁴ 扶助費：性質別歳出の一分類で、社会保障制度の一環として地方公共団体が各種法令に基づいて実施する給付や、地方公共団体が単独で行っている各種扶助に係る経費。なお、扶助費には、現金のみならず、物品の提供に要する経費も含まれる。

²⁵ 公債費：地方公共団体が発行した地方債の元利償還等に要する経費。

²⁶ 単年度収支：実質収支は前年度以前からの収支の累積であるので、その影響を控除した単年度の収支のこと。具体的には、当該年度における実質収支から前年度の実質収支を差し引いた額。

²⁷ 阪神・淡路大震災復興基金：阪神・淡路大震災からの早期復興のための各般の取り組みを補完し、被災者の救済及び自立支援並びに被災地域の総合的な復興対策を長期・安定的、機動的に進め、災害により疲弊した被災地域を魅力ある地域に再生させることを目的として、95年4月1日に兵庫県および神戸市によって設立された。基金は、兵庫県及び神戸市から95～2005年度にかけて無利子で借り受けた8,800億円を運用し、運用益などで、被災者の住宅の再建等住宅の復興を支援する事業や被災者の生活の安定・自立及び健康・福祉の増進を支援する事業などを実施している。なお、8,800億円の無利子借入金は、2005年度中に基金から兵庫県及び神戸市に償還した。

²⁸ 公営企業会計：交通事業、ガス事業、水道事業など、当該事業を行うことによって得られる収入で当該事業の経費を賄っていく、独立採算を原則とした会計。地方公営企業法を適用する法適用の公営企業会計と適用しない法非適用の公営企業会計がある。

²⁹ 神戸市営空港は、2006年2月に第3種空港（地方公共団体が設置・運営）として開港。全体事業費（3,140億円）のうち、国庫補助金は302億円のみで、その他（約2,838億円）は起債などで賄っている。債券の償還原資については、埋立部分については、将来の土地処分金を充当する予定。

図表2. 神戸市における公営企業会計・特別会計・外郭団体のうち経営状況が懸念される部分

名称	形態	市の出資	財政状況(2005年度)	詳細
高速鉄道事業会計	公営企業	100%	単年度赤字=40億円 累積損失=1,119億円	乗車料収入が低迷している。2006年度に海岸線のランニング収支の赤字を全線で解消することを目指して、経営改革に取り組んでおり、単年度赤字は減少傾向にある。
病院事業会計	公営企業	100%	単年度赤字=5億円 累積損失=338億円	延患者数の減少等に伴い医業収益は減収となったが、経営改善に取り組んでおり、単年度赤字は減少傾向にある。
自動車事業会計	公営企業	100%	単年度赤字=8億円 累積損失=310億円	乗車料収入が低迷しているが、2006年度の単年度収支均衡を目指して、経営改革に取り組んでおり、単年度赤字は減少傾向にある。
新都市整備事業会計	公営企業	100%	単年度黒字=13億円 累積損益=13億円	単年度収支は黒字が続いているものの、ポートアイランド2期地区の土地処分が予定より遅れている。ただし、税の軽減、分譲価格割引などのインセンティブを導入し、これまでに可処分土地の約5割を処分した。
神戸市住宅供給公社	外郭団体	100%	当期利益=10億円 債務超過=38億円	分譲事業資産などの評価額見直しにより、債務超過となったが、当年度損益は黒字を確保。

出所：「平成18年度 神戸市IR 投資家説明用資料」（神戸市）、日興シティグループ証券

神戸市は、震災関連の影響などを背景に、実質公債費比率が高い

なお、地方債協議制度³⁰、³¹における早期是正措置が発動される水準を判断する指標である「実質公債費比率³²、³³」に関して、神戸市の2005年度の数値は24.0%であった。地方債協議制度の下では、実質公債費比率が18%以上の地方公共団体は、2006年度以降も地方債発行にあたり、引き続き許可を要する³⁴、³⁵「許可団体」となる。神戸市によると、実質公債費比率が高くなっているのは、震災関連の財政負担が大きく影響しており、震災関連の影響を取り除くと16%程度になると試算している。また、行財政改革により、早期に「協議団体」への移行を目指すとしている。

神戸市が「許可団体」であることに関するクレジットへの影響はない

弊社では以前から指摘しているように、実質公債費比率などの判断により、例え「協議団体」ではなく、「許可団体」になったとしても、急激に財政状況が悪化したわけではなく、判断の基準が変更になっただけである上、2005年度まで施行されていた地方債許可制度³⁶と同様の手続きがとられるとみている。そのため、弊社ではクレジットの観点からは、実質公債費比率や「協議団体」と「許可団体」の区分のみでは、理論的には格差がつかない、と判断している。そのため、神戸市が「許可団体」であることに関するクレジットへの影響はない、と考えている。

³⁰ 地方債協議制度：地方公共団体の自主性を高めるために、一部の例外を除き、協議という手続きを経れば、総務大臣もしくは都道府県知事の同意がなくても、地方債の発行を可能とする制度。2006年度から地方債許可制度に替わって施行された。

³¹ 地方債協議制度に関する弊社の見解は、2005年12月19日付「地方債協議制度への移行 - 2006年4月に向けて」を参照されたい。

³² 実質公債費比率：地方公共団体における公債費による財政負担の度合いを判断する指標として、起債に協議を要する団体と許可を要する団体の判定に用いられるもの（地方財政法第5条の4第1項第2号）。起債制限比率について、準元利償還金の範囲等の見直しを行ったものであり、実質公債費比率が18%以上となる地方公共団体については、地方債協議制度移行後においても、起債に当たり許可が必要となる。

³³ 実質公債費比率に関する弊社の見解は、2006年7月28日付「総務省、実質公債費比率公表 - 「協議団体」と「許可団体」のクレジット」を参照されたい。

³⁴ 実質公債費比率が18%以上25%未満の団体は公債費負担適正化計画の策定を前提に一般的な許可基準により許可。なお、25%以上35%未満の団体は一般単独事業債等、35%以上の団体は一般公共事業（災害関連事業を除いた事業）、教育・福祉施設等整備事業等に係る地方債を起すことができない。（出所：「地方債の概要と最近の状況」（総務省自治財政局地方債課、2006年6月22日））

³⁵ 地方債協議制度においては、実質公債費比率のみならず、決算収支の赤字も早期是正措置が発動される水準を判断する指標となっている。

³⁶ 地方債許可制度：地方債を発行、または起債方法、利率や償還方法を変更する場合は、総務大臣または都道府県知事の許可を受ける必要があるという制度。2006年度から地方債協議制度に移行した。

セクター内に格上げが続く可能性

R&Iの今回の格付けは、サプライズではない

R&Iの今回の格付けについて、(1) 財政改善傾向が引き続き確認された2005年度決算(図表7)が2006年秋に公表されたこと、(2) R&Iが2006年秋に、地方公共団体の財政状況の分析において、「首長の自治体運営についての考え方や、組織の行財政運営能力がこれまで以上に重要になっている³⁷⁾」とコメントしたこと、などを勘案すると、サプライズではないと考えている。また、クレジットの見解についても、基本的に弊社の見方と同方向であるとみている。

近い将来にセクター内に格上げが続く可能性

今後に関しては、(1) 景気の回復基調や財政健全化努力などに下支えされ、全般的に地方公共団体の財政状況に改善傾向が見られること³⁸⁾、(2) 地方公共団体セクター内の格付分布調整の可能性、などを踏まえると、近い将来にセクター内に格上げが続く可能性がある、と考えている。

格上げの可能性がある団体は、効率的な財政運営を行っている団体が中心となる見通し

弊社では、地方公共団体の財政状況が全般的には改善傾向にあるものの、地域間、事業間において財政健全化のペースに差異があることなどを勘案すると、限られた財源の中でどのように歳入源を効率的に確保し、歳出、債務のレベルを管理するかという問題を克服することを主眼に置いた財政運営を行っている団体を中心に、格上げの可能性があると予想している。

大阪府や兵庫県に格上げのポテンシャル

このような見方を踏まえると、弊社では、R&Iから「AA-op」を付与されている団体では、比較的優位な位置にあるとみられる大阪府³⁹⁾や兵庫県⁴⁰⁾に格上げのポテンシャルがある、と考えている。

クレジット市場における影響は限定的

神戸市債の流通市場における位置付け

現在、地方債の流通市場では、R&Iの格付けを参考に4つのグループに分類されて取引される傾向にある。神戸市の地方債は、他の格付けが低めの市場公募地方債発行団体とともに分類される傾向があり、神戸市の10年市場公募地方債はJGB+25bp近辺で取引が見られる(図表3、図表4)。

今回の格上げに伴う影響は、現時点ではみられていない

地方債市場では、需給状況の改善⁴¹⁾やクレジット・ファンダメンタルズが安定化したことなどを背景に、全般的にクレジット・スプレッドがタイトニング傾向にある。しかし、神戸市債のクレジット・スプレッドに関しては、今回の格上げに伴う影響は、現時点では見られていない。

クレジットが改善傾向にある団体の地方債に関して、タイトニング余地がある

ただし、今後については、投資家が2006年の地方債セクターを取り巻く様々な出来事などを背景に、地方公共団体のクレジット分析を進め、銘柄選別の機会をうかがう展開になるとみられる。そのため、クレジットが改善傾向にある団体が発行した地方債に関して、クレジット・スプレッドのタイトニング余地があると考えている。

³⁷⁾ 「地方自治体の格付け体系に見直し余地 - 域内経済の回復度合いや首長の手腕などを重視 一般市町村も A ゾーン中位相当以上の可能性、夕張市のケースは例外的」(2006年11月、「R&Iレーティング情報」、R&I)

³⁸⁾ 地方公共団体の財政状況に関する弊社の見解は、2006年12月25日付「総務省、地方公共団体の2005年度決算の概要を公表 - 財政改善の進捗ペースに差が顕在化」を参照されたい。

³⁹⁾ 大阪府のクレジットに関する弊社の見解は、2006年9月11日付「大阪府 - 発行体概要」を参照されたい。

⁴⁰⁾ 兵庫県のクレジットに関する弊社の見解は、2006年7月28日付「クレジット・ウェーブ・ウィークリー」を参照されたい。

⁴¹⁾ 地方債の需給状況に関する弊社の見解は、2006年12月28日付「2007年度の公的セクター債券発行予定額 - 需給改善の可能性」を参照されたい。

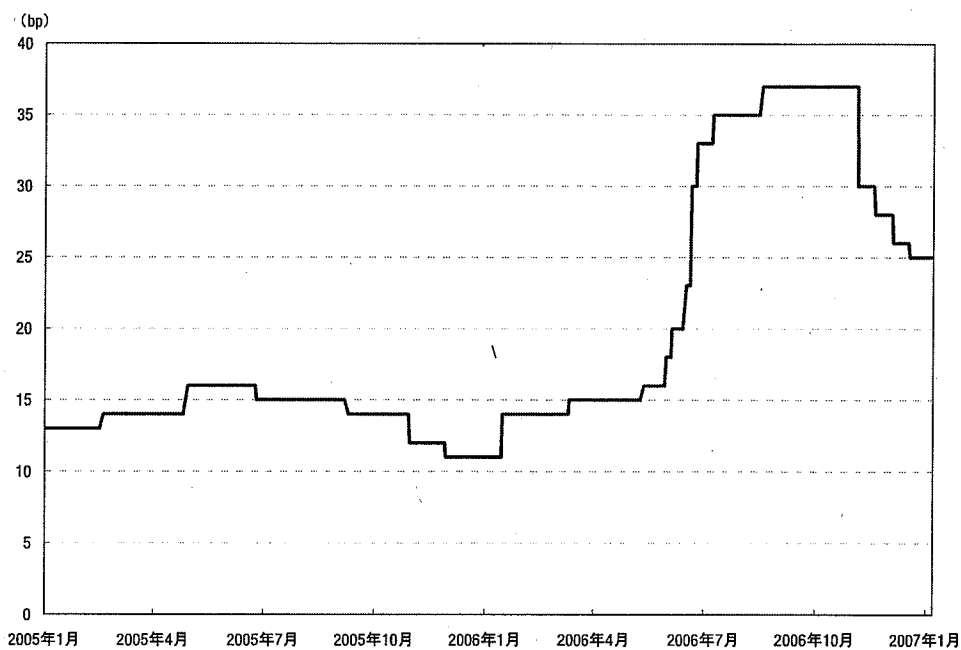
図表 3. 地方債流通市場 クレジット・スプレッド (2007年1月10日現在)

	市場公募	銀行等引受
東京都	JGB+13	JGB+18
共同発行地方債	JGB+16	-
北海道、大阪府、兵庫県、大阪市、神戸市	JGB+25~30	JGB+30~35
その他	JGB+15~22	JGB+20~27

注: 残存10年近辺、ミッド・プライス。

出所: 日興シティグループ証券

図表 4. 神戸市 10年市場公募地方債 クレジット・スプレッドの推移 (対国債スプレッド)



注: 残存10年近辺、流通市場におけるミッド・プライス。

出所: 日興シティグループ証券

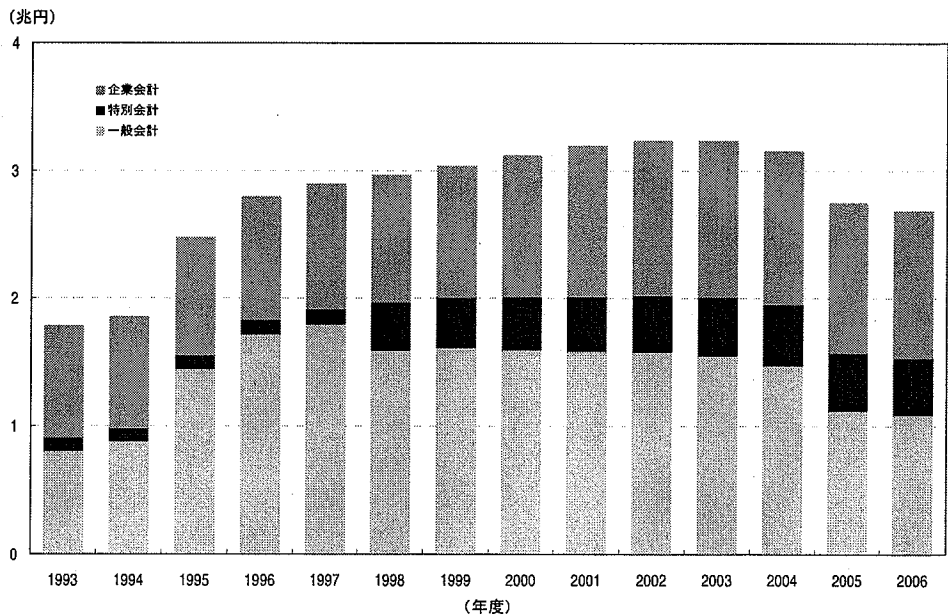
参考資料

図表 5. 市場公募地方債発行団体 格付け

都道府県	R&I	JCR	S&P	政令指定都市	R&I	JCR	S&P
北海道	AA-op/V	AA-p	-	札幌市	AAop/II	AA+p	-
宮城県	AAop/III	AA+p	-	仙台市	AA+op/II	AA+p	-
福島県	AAop/III	AA+p	-	さいたま市	AAop/I	AA+p	-
茨城県	AAop/III	AAp	-	千葉市	AA+op/III	AAp	-
群馬県	AAop/II	AA+p	-	横浜市	AA+op/I	AAp	AA-/ポジティブ
埼玉県	AA+op/II	AA+p	-	川崎市	AAop/II	AA+p	-
千葉県	AA+op/II	AAp	-	静岡市	AAop/I	AA+p	-
東京都	AAAop/I	AA+p	-	名古屋市	AAop/II	AAp	-
神奈川県	AAop/II	AA+p	-	京都市	AA-op/III	AA-p	-
新潟県	AAop/IV	AA+p	-	大阪市	AA-op/V	AA-p	-
長野県	AAop/III	AAp	-	堺市	-/III	-	-
静岡県	AA+op/II	AA+p	-	神戸市	AA/安定的	AA-p	-
愛知県	AAop/II	AA+p	-	広島市	AAop/III	AA-p	-
岐阜県	AAop/III	AA+p	-	北九州市	AAop/IV	AA+p	-
京都府	AA+op/III	AA+p	-	福岡市	AAop/IV	AAp	-
大阪府	AA-op/III	AA-p	-				
兵庫県	AA-op/IV	AAp	-				
広島県	AAop/IV	AAp	-				
島根県	-/V	-	-				
福岡県	AAop/III	AA+p	-				
大分県	-/III	-	-				
熊本県	AA-op/IV	AAp	-				
鹿児島県	-/V	AA-p	-				

出所：R&I、JCR、S&P、日興シティグループ証券

図表 6. 神戸市債残高の推移（全会計）



注：2006年度は予算ベース。

出所：「平成18年度 神戸市IR 投資家説明用資料」（神戸市）、日興シティグループ証券

図表7. 神戸市 主要財政指標

(億円)

(年度)	2001	2002	2003	2004	2005
経済指標					
市内総生産	60,743	58,661	58,514	-	-
一人当たり GDP (万円)	404	388	386	-	-
人口 (万人)	150	151	152	152	153
歳入					
歳入	8,750	8,876	8,420	8,261	11,291
地方税	2,697	2,642	2,517	2,506	2,568
地方交付税	1,225	1,253	1,193	1,201	1,212
国庫支出金	1,173	1,085	1,174	1,149	1,080
地方債	718	811	797	621	593
歳出					
人件費	1,461	1,403	1,359	1,338	1,325
公債費	1,856	1,883	2,022	2,020	4,943
投資的経費	1,460	1,414	1,060	918	1,107
収支および債務残高					
実質収支	0	0	0	0	0
地方債残高 (普通会計)	19,772	19,269	18,627	14,854	13,947
地方債残高 (全会計)	31,950	32,373	32,315	31,501	27,469
財務指標					
財政力指数	0.686	0.672	0.661	0.645	0.637
自主財源比率	57.1%	58.4%	55.9%	56.8%	68.7%
経常収支比率	101.7%	103.3%	100.9%	100.4%	97.5%
実質収支比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
実質公債費比率	-	-	-	-	24.0%
債務償還可能年数 (全会計)	14.8	15.6	14.3	13.5	11.8

注1: 普通会計決算ベース。

注2: 人口は、各年10月1日現在。

注3: 神戸市の債務償還可能年数は、阪神・淡路大震災復興基金の返済にかかる影響額を除いた数値。

出所: 「経済活動別市内総生産 (平成15年度)」 (神戸市)、 「神戸市の統計 - 毎月推計人口」 (神戸市)、 「平成18年度 神戸市IR 投資家説明用資料」 (神戸市)、 「市場公募地方債発行38団体の財政状況」 (2006年10月30日、市場公募地方債発行団体、地方債協会)、 「新規格付け: 神戸市」 (2007年1月10日、R&I)、日興シティグループ証券

開示事項に関する別紙

アナリスト・サーティフィケーション

私、江夏 あかねは、本調査レポートに表明された見解が全ての対象企業又は対象有価証券に対する私個人の見解を正確に反映していることを、ここに証明します。また、私は、過去、現在又は将来において、私の報酬のいかなる部分も、本レポート中の特定の推奨若しくは見解に直接的又は間接的に関連しないことを証明します。

その他の開示事項

バリュウ・オピニオンの定義

バリュウ・オピニオンは対象となる発行体の長期シニア債について、その信用力に対比した債券の相対的価値について述べたものであり、各カテゴリにおける信用力のレベルは、以下のように定義されます。

トリプル A: 弊社の評価区分のなかで、債務履行能力が最も高いと評価した債券。

ダブル A: トリプル A と並んで、債務履行能力は非常に高い債券である。しかしながら、長期債のリスクをトリプル A の債券よりも大きくするような要因が幾分存在する。ただし、両者の違いはごく僅かである。ダブル A の債券はトリプル A とともに、高評価債券を構成している。

シングル A: シングル A と評価された債券の発行体は、高い債務履行能力と意思を有しているが、高評価債券と比べると、幾分、事業環境や財務体質の変化により、マイナスの影響を受けやすい。

トリプル B: トリプル B と評価された債券の発行体はその債務履行義務に見合った適正な能力を有している。しかしながら、困難な事業環境の下でその債務履行能力が弱まる可能性がある。

次に述べるダブル B 以下の債券は、投機的な性格を帯びる。

ダブル B: ダブル B と評価された債券は他の投機的なカテゴリの債券に比べ、短期的には脆弱性は低い。しかしながら、困難な事業環境、財務環境において、債務履行能力に支障を来す可能性がある。

シングル B: シングル B と評価された債券の発行体は現時点では債務履行能力を有している。しかしながら、困難な事業環境、財務環境においてはその債務履行能力が、ダブル B の発行体に比べ、より脆弱になる。

C: C と評価された債券の発行体は、現在、非常に脆弱であり、債務不履行となる可能性がある。

上位、中位、下位: ダブル A からシングル B までのバリュウ・オピニオンは、さらに上位、中位、下位という言葉が付して、同一カテゴリ内での相対的な位置付けを示します。例) ダブル A 上位、シングル B 下位

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

本レポートは、日興シティグループ証券株式会社（以下「日興シティグループ」といいます）が作成したものであり、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク、シティバンク（以下に定義します）、日興コーディアル証券株式会社またはマネックス証券株式会社によって配布される場合はライセンスに基づいて配布されるものです。米国においては、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが本レポートについて責任を負います。本レポートに記載されている情報に基づく米国投資家からの発注は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクを通じてのみ執行されるすることができます。

日興シティグループは、一定の米国規制の目的において、シティバンク N.A. 並びにその世界中の子会社及び支店（以下「シティバンク」と総称します）の関係会社として取り扱われます。かかる関係に拘らず、日興シティグループ及びその関係会社が推奨、勧誘、売付け又は保有する有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。日興シティグループ（その親会社、子会社又は関係会社を含む）（以下「弊社」といいます）は、随時、本レポートにおいて言及されている企業に対して、投資銀行業務若しくはその他のサービスを提供すること又はかかるサービスの提供を勧誘することがあります。弊社は、本レポートにおいて議論されている有価証券について、マーケット・メーカーを行うこと又は自己勘定で顧客と売買を行うことがあります。弊社又は本レポートを作成した個人は、いつでも、本レポートにおいて議論されている発行体の有価証券若しくはオプションについてポジションを保有していることがあり得ます。弊社の役員は、本レポートで言及されている企業の取締役であることがあり得ます。弊社は、過去3年間に、本レポートで言及されている企業の公算において、幹事会社又は共同幹事会社を務めたことがあり得ます。

本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものでありますが、これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なく変更されることがあります。

本資料に掲載された価格、数値または予測等は、該当日時における弊社の判断に基づいて算出したものであり、お取引を締結する際に実際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は、予告なしに変更する事がありますので、予めご了承下さい。また、本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、各自の判断と責任において使用されるものであり、本レポート及びレポートにある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありませんのでご了解ください。

本レポートに過誤訂正がある場合、訂正版はウェブ（Fixed Income Direct Japan）に掲載されますので、ご覧いただけますようお願いいたします。尚、ウェブに関してのお問合せは Fixed Income Direct Japan Help Desk 03-5574-4380 までお電話ください。

日興（Nikko）は、株式会社日興コーディアル グループの登録商標です。シティグループ（Citigroup）は、シティコープのサービス・マークです。©Nikko Citigroup Limited, 2007. All rights reserved. 未許可での利用、複製の作成又は開示は、法律で禁じられており、告発の対象となります。

2007-FIJ0005

日興シティグループ証券株式会社 東京都港区赤坂5丁目2番20号 赤坂パークビルディング

nikkocitigroup

JAPAN
CORPORATE BOND
RESEARCH

2006年10月5日

Municipalities

日本

江夏 あかね
(03) 5574-4218
akane.enatsu@nikkocitigroup.com
東京

S&P、横浜市に格付けを付与 日本の地方自治体セクターにとっての「2つの初」

日本国内限定配布 — 本レポートは、日本国内の顧客に対してのみ配布されるものです。

このレポートは **Fixed Income Direct Japan** (<http://fidirect.nikkocitigroup.com>)
より入手可能です。お問い合わせは担当セールスまでご連絡ください。

＜S&P、横浜市に格付けを付与＞日本の地方自治体セクターにとっての「2つの初」

- ▶ S&P は 10 月 4 日、横浜市に発行体格付けを付与した。格付けおよびアウトLOOKは「AA-/ポジティブ」。S&P は、横浜市の格付けの根拠として、債務水準は比較的高いものの、債務返済の原資となる税収が比較的強固であることなどを挙げた
- ▶ 今回の S&P による格付けは、内容自体は特にサプライズがなく、市場でも目立った反応は見られていない。しかし、日本の地方自治体セクターにとって、市場公募地方債発行団体初の依頼格付け、国際格付機関である S&P による初の日本の地方自治体に対する依頼格付けという「2つの初」を意味する大変意義のある動きであると考えている
- ▶ 日本の地方債自治体セクターでは、地方自治体の財源確保が中央政府依存型から地方自治体自身の責任にシフトする傾向が続く中、地方自治体の安定的な資金調達を下支えするツールの 1 つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっているといえる
- ▶ 今後、日本の地方自治体による依頼格付取得が浸透すれば、投資が促進される可能性があることなどが期待できる。また、投資が促進されれば、地方債市場の需給環境も改善されるポテンシャルがあると考えられる

S&P、横浜市を「AA-」に格付け — 日本の地方自治体セクターにとっての「2つの初」

日本の地方自治体セクターにとって、「2つの初」を意味する大変意義のある動き

スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) は 10 月 4 日、横浜市に発行体格付けを付与した¹。格付けおよびアウトLOOKは、「AA-/ポジティブ」(図表 1)。中田宏横浜市長は 7 月中旬に開催された投資家説明会にて、依頼格付取得を検討していることを公表していた。今回の S&P による格付けは、内容自体は特にサプライズがなく、市場でも目立った反応は見られていない。しかし、日本の地方自治体セクターにとって、(1) 市場公募地方債発行団体初の依頼格付け、(2) 国際格付機関である S&P による初の日本の地方自治体に対する依頼格付け、という「2つの初」を意味する大変意義のある動きであると考えている。

これまでの日本の地方自治体の格付状況

これまで、日本の地方自治体の格付けについては、市場公募地方債発行団体について、格付投資情報センター (R&I) が「op 格付け²」および「財務ランク³」、日本格付研究所 (JCR) が「p 格付け⁴」を付与してきたが、両格付機関とも基本的には、公開情報に

¹ 「日本で初の依頼に基づく自治体格付けを付与、横浜市を「AA-」に」(2006年10月4日、S&P)

² op 格付け：一般に開示している公開情報に基づく格付け。

³ 財務ランク：域内の経済力、自治体の財政状況、自治体の債務水準に関する指標に比重をかけて総合得点を算出して順位付けしたもの。市場公募債発行地方自治体については域内の経済特性、税財政改革の方向性といった定性要因も加味してランクを決定。財務ランクでは、計算で決まった総合得点の順位と各ランクの配分割合に応じて機械的に振り分け、ランク毎の配分割合は I を 10%、II を 20%、III を 40%、IV を 20%、V を 10%としている。

⁴ p 格付け：格付対象先からの依頼に基づかず、主として公開情報に基づく格付け。

基づく格付けである。ただし、市場公募地方債発行団体以外では、R&Iが近江八幡市に依頼格付けを付与している⁵。一方、S&Pは、2004年より、契約者向けの信用力分析サービスの一環として、33の市場公募地方債発行団体に信用力評価を実施してきた⁶。また、3格付機関による日本の地方自治体の格付分布については、R&Iが「AAAop～AA-op」、JCRが「AA+p～AA-p」、S&Pが「AA～A-」と、ソブリン格付けの水準（R&IおよびJCRはAAA、S&PはAA-）から3もしくは4ノッチ差にとどまっている。

地方自治体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっている

日本の地方債自治体セクターは、財政投融资改革や地方分権の流れなどに伴う地方債計画⁷における民間等資金⁸のウェイトの増加などが示唆するように、国の地方に対するコミットメントが縮小し、地方自治体の財源確保が中央政府依存型から地方自治体自身の責任にシフトする傾向が続いている。さらに、9月より、市場公募地方債における全ての発行団体の個別条件交渉方式⁹への移行¹⁰などの動きもある。このような環境下、地方自治体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっているといえる。

地方分権 21世紀ビジョン懇談会でも格付けに関する提言がみられる

最近においては、横浜市のケースである発行体自らの格付取得の動きのみならず、「地方分権 21世紀ビジョン懇談会¹¹」が7月に公表した「報告書¹²」においても、「地方債の発行について、地方の自主性に委ねられ、資本市場において各自治体の信用力に応じた地方債の格付けが行われる状況が速やかに実現される」ための様々な取り組みが提言されている。

依頼格付取得が浸透すれば投資が促進される可能性

今後、日本の地方自治体による依頼格付取得が浸透すれば、発行体に関するより多くの情報や詳細な分析へのアクセスが可能になり、市場においてセクターのクレジットへの理解が深まることを通じて、投資が促進される可能性があることなどが期待できる。また、投資が促進されれば、地方債市場の需給環境も改善されるポテンシャルがあると考えられる。

⁵ 「新規格付け：近江八幡市」（2004年12月17日、R&I）

⁶ 「「地方自治体信用力分析」サービスを開始」（2004年3月8日、S&P）、「夕張市財政破綻に見る流動性管理の重要性—自治体と銀行の信用力に与える影響」（2006年7月24日、S&P）

⁷ 地方債計画：地方債は、借り入れることができる事業が定められているが、普通会計および公営企業会計における事業毎に地方全体の年度起債計画を立てたもの。

⁸ 民間等資金：銀行等引受と市場公募。

⁹ 個別条件交渉方式：個別条件交渉方式とは、市場公募地方債の発行条件決定方式の1つで、金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う方式。市場公募地方債の発行条件は、2001年度発行分までは、同月に発行されるものは全て同一条件だった。しかし、2002年度からは、銘柄間の発行量に基づく流動性の差などを勘案し、東京都とそれ以外の市場公募債発行団体に区分する「2テーブル方式」が導入された。さらに、2004年度からは、統一交渉方式と金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う「個別条件交渉方式」という区分に変更され、2004年度から東京都および横浜市が、2006年度から神奈川県および名古屋市が移行している。また、総務省は2006年8月、市場公募地方債の発行において統一条件交渉方式を適用している34団体に対し、現在の統一条件交渉方式を見直し、9月債の発行以降、発行条件を各発行団体ごとに決定する個別条件交渉方式に移行することを検討するように、との趣旨の連絡を行った。

¹⁰ 市場公募地方債の統一条件交渉見直しに関する弊社の見解は、2006年8月16日付「市場公募地方債発行における統一条件交渉方式、見直し検討へ—市場の透明性を高めるポテンシャル」を参照されたい。

¹¹ 地方分権 21世紀ビジョン懇談会：総務大臣主催の懇談会で、三位一体の改革後の将来の地方分権の具体的な姿をビッグ・ピクチャーとして描き、それを実現する抜本的な改革案を議論した。懇談会は、大田弘子座長をはじめとして、6人の構成員で構成されており、2006年1月から半年程度開催された。

¹² 「地方分権 21世紀ビジョン懇談会報告書」（総務省、2006年7月3日）

格付けおよび課税に関する問題などが解決すれば、海外からの投資も順調に増加すると期待される

さらに、日本の地方自治体セクターへの投資について、地理的のみならず言語的にも制約を受ける傾向のある海外投資家にとっても、より容易に投資できる環境整備につながる可能性があるとみている。ちなみに、総務省は、非居住者等に対する振替地方債に関する非課税制度の導入を要望¹³しており、格付けおよび課税に関する問題などが解決すれば、海外からの投資も順調に増加すると期待される。

S&Pによる横浜市の格付け — 「AA-／ポジティブ」

格付けの背景

格付けは、自主財源基盤、財政運営、制度的支援を反映

S&Pによる横浜市の格付け「AA-」は、「(1)市の強い自主財源¹⁴基盤と歳入の高い安定性、(2)財政健全化へ向けた市長のリーダーシップと堅実な財政運営、(3)中央政府によるシステムサポート(制度的支援)」を反映している。また、S&Pは、アウトLOOKを「ポジティブ」とした背景として、「市税収入が増加に転じ、今後も伸びると考えられること、債務残高が減少しはじめたこと、次期中期計画で引き続き財政健全化が図られる見込みであることなどから、債務返済能力は向上すると考えられる」こと、などを挙げている。

債務水準は比較的高いものの、債務返済の原資となる税収が比較的強固であることを評価

S&Pは、10月5日に実施した電話会議において、横浜市の債務水準は、S&Pが格付けを付与している「AA-」格やA格上位の海外の主要都市と比較して高い水準であり、格付けの制約要因となっている、と指摘した。一方で、「政令指定都市¹⁵の特徴として特別会計¹⁶・公営企業会計¹⁷の規模が大きく、それらの債務がすべて市の直接債務である」ため、債務水準は高くなる傾向がある、と説明した。S&Pによると、海外の地方自治体では該当する債務が、日本の地方自治体において偶発債務にあたる勘定に計上されるケースが多い。また、今回、横浜市の格付けが「AA-」と高い水準にとどまった理由については、債務水準は比較的高いものの、債務返済の原資となる税収が比較的強固であることなどを反映した、と説明した。

フローの財政状況は、海外の主要都市と比較して遜色ない水準に維持されている

一方、フローの財政状況の観点からは、公共事業を停止すると仮定した場合、債務返済にどの程度充当するキャッシュフローがあるかという概念を示す、投資的活動前収支に対する歳入の比率が横浜市は30%前後と、海外の主要都市と比較して遜色ない水準に維持されていると説明した。これを踏まえて、S&Pは、「予期せぬ歳入の落ち込みに対応するのに十分な柔軟性が保たれよう」との考え方を示した。

地方自治体の格付けとソブリン格付けの関係

ソブリン格付けとの直接の連動性はない

S&Pは、横浜市の格付けと日本のソブリン格付け(「AA-／ポジティブ」)の関係について、「格付けには中央政府による支援を一定程度織り込んでいるため、日本のソブリン格付けの影響も受ける。ただし、ソブリン格付けとの直接の連動性はない」と

¹³ 「平成19年度税制改正(租税特別措置)要望事項(拡充)：非居住者等の受け取る振替地方債の利子に係る非課税措置の創設」(総務省)

¹⁴ 自主財源：地方自治体が自ら徴収又は収納できる財源を指し、地方税、使用料、手数料、寄附金、財産収入、繰入金、諸収入、繰越金などを指す。

¹⁵ 政令指定都市：政令指定都市は、「政令で指定する人口50万以上の市」と定義されている(地方自治法第252条の19)。政令指定都市制度とは、大都市行政の特殊性を考慮し、一般市とは異なる権限や特例を認める制度。2006年4月1日現在、15の市が政令指定都市となっている。

¹⁶ 特別会計：特定の歳入歳出を一般の歳入歳出と区別して別々に処理するための会計のこと。

¹⁷ 公営企業会計：交通事業、ガス事業、水道事業など、当該事業を行うことによって得られる収入で当該事業の経費を賄っていく、独立採算を原則とした会計。地方公営企業法を適用する法適用の公営企業会計と適用しない法非適用の公営企業会計がある。

コメントしている。これは、例えソブリン格付けが引き上げられたとしても地方自治体の格付けが自動的に引き上げられることはないということを意味している。

ただし、地方自治体の格付けはソブリン格付けの影響をある程度受ける

また、地方自治体の格付けとソブリン格付けの関係に関して、地方財政制度や財政再建制度¹⁸などの中央政府が提供する仕組みは、重層的に地方自治体を支援しているものの、債務のタイムリー・ペイメントまで保証する仕組みは存在していない、と指摘した。また、これを踏まえて、ソブリン格付けと同水準に押し上げるほど強固なものではなく、地方自治体間で格差が生じる可能性がある、との考え方を示した。一方で、地方自治体の分析において、担税能力を考える際に、ソブリンとかなり重複した要素を分析していることから、地方自治体の格付けはソブリン格付けの影響をある程度受ける、と説明した。

ソブリン・シーリングの概念は採用していないものの、日本の場合地方自治体がソブリン格付けを上回る可能性は低い

さらに、ソブリン・シーリングの概念が地方自治体の格付けに存在するかという点に関して、S&Pはその概念は採用しておらず、過去に海外の地方自治体において、ノッチ差はあまり大きくなかったものの、ソブリンを上回るケースがあったことを述べた。ただし、日本の地方自治体の場合は、担税能力や債務水準を勘案すると、AA格は敷居が高いとの見方を示し、ソブリン格付けを上回る格付けが出現する可能性が低いことを示唆した。

横浜市の格付け - S&Pの見方と、R&IやJCRの見方

R&IやJCRの横浜市に関する見方は、S&Pと比較的近い方向と考えられる

横浜市は、R&Iから「AA+op/I」、JCRから「AAp」を付与されている。R&Iは2005年3月に、横浜市の格付けを「AAop」から「AA+op」に引き上げている¹⁹。その際、R&Iは、横浜市が財政立て直しに取り組み、全会計ベースの債務残高の減少傾向が続くとみられることや、税源移譲の進展で中長期的に返済余資が拡大に向かう可能性が高い点を評価したと説明している。一方、JCRも横浜市の格付けに関するコメント²⁰において、(1) 税収基盤に恵まれている点、(2) 普通会計²¹、企業会計の市債残高が多い点、債務圧縮に向けて数値目標を掲げて取り組んでおり、既にその成果が現れてきている点、を指摘している。言い換えると、R&IおよびJCRの横浜市に関する見方は、S&Pと比較的近い方向と考えられる。

¹⁸ 財政再建制度：地方財政再建促進特別措置法に基づき、地方自治体が財政立て直しを目指す制度。実質収支が道府県は標準財政規模の5%以上（東京都については、実質収支赤字額が、別途、法令に基づいて算出した額に達した場合）、市町村は20%以上の赤字となった場合、財政再建団体となって再建をしない限り、地方債の発行を制限される。財政再建団体になると、一時借入金について政府資金の融資の斡旋、一時借入金の一定の利子について特別交付税の措置などが講じられるほか、起債制限が解除される。また、総務大臣の承認を得て財政再建計画を立てることが義務付けられる。

¹⁹ 「地方債格付け見直し・新規：横浜市をAA+op、福岡市をAAopに引き上げ、新規は福島県、群馬県、岐阜県をAAop、熊本県をAA-op」（2005年3月3日、R&I）

²⁰ 「地方債格付け見直しについて」（2005年7月28日、JCR）

²¹ 普通会計：地方自治体における地方公営事業会計以外の会計で、一般会計のほか、特別会計のうち地方公営事業会計に係るもの以外のものの純計額となる。個々の地方自治体毎に各会計の範囲が異なっているため、財政状況の統一的な掌握及び比較が困難であることから、地方財政統計上便宜的に用いられる会計区分。

図表 1. 市場公募地方債発行団体 格付け

都道府県	R&I	JCR	S&P	政令指定都市	R&I	JCR	S&P
北海道	AA-op/IV	AA-p	-	札幌市	AAop/II	AA+p	-
宮城県	AAop/III	AA+p	-	仙台市	AA+op/II	AA+p	-
福島県	AAop/III	AA+p	-	さいたま市	AAop/I	AA+p	-
茨城県	AAop/III	AAp	-	千葉市	AA+op/III	AAp	-
群馬県	AAop/II	AA+p	-	横浜市	AA+op/I	AAp	AA-/ポジティブ
埼玉県	AA+op/II	AA+p	-	川崎市	AAop/II	AA+p	-
千葉県	AA+op/II	AAp	-	静岡市	AAop/I	AA+p	-
東京都	AAAop/I	AA+p	-	名古屋市	AAop/II	AAp	-
神奈川県	AAop/II	AA+p	-	京都市	AA-op/III	AA-p	-
新潟県	AAop/IV	AA+p	-	大阪市	AA-op/IV	AA-p	-
長野県	AAop/III	AAp	-	堺市	-/III	-	-
静岡県	AA+op/II	AA+p	-	神戸市	AA-op/IV	AA-p	-
愛知県	AAop/II	AA+p	-	広島市	AAop/III	AA-p	-
岐阜県	AAop/III	AA+p	-	北九州市	AAop/IV	AA+p	-
京都府	AA+op/III	AA+p	-	福岡市	AAop/IV	AAp	-
大阪府	AA-op/III	AA-p	-				
兵庫県	AA-op/IV	AAp	-				
広島県	AAop/IV	AAp	-				
島根県	-/V	-	-				
福岡県	AAop/III	AA+p	-				
大分県	-/III	-	-				
熊本県	AA-op/IV	AAp	-				
鹿児島県	-/V	AA-p	-				

出所: R&I、JCR、S&P、日興シティグループ証券

開示事項に関する別紙

アナリスト・サーティフィケーション

私、江夏 あかねは、本調査レポートに表明された見解が全ての対象企業又は対象有価証券に対する私個人の見解を正確に反映していることを、ここに証明します。また、私は、過去、現在又は将来において、私の報酬のいかなる部分も、本レポート中の特定の推奨若しくは見解に直接的又は間接的に関連しないことを証明します。

その他の開示事項

バリュー・オピニオンの定義

バリュー・オピニオンは対象となる発行体の長期シニア債について、その信用力に対比した債券の相対的価値について述べたものであり、各カテゴリーにおける信用力のレベルは、以下のように定義されます。

トリプル A：弊社の評価区分のなかで、債務履行能力が最も高いと評価した債券。

ダブル A：トリプル A と並んで、債務履行能力は非常に高い債券である。しかしながら、長期債のリスクをトリプル A の債券よりも大きくするような要因が幾分存在する。ただし、両者の違いはごく僅かである。ダブル A の債券はトリプル A とともに、高評価債券を構成している。

シングル A：シングル A と評価された債券の発行体は、高い債務履行能力と意思を有しているが、高評価債券と比べると、幾分、事業環境や財務体質の変化により、マイナスの影響を受けやすい。

トリプル B：トリプル B と評価された債券の発行体はその債務履行義務に見合った適正な能力を有している。しかしながら、困難な事業環境の下でその債務履行能力が弱まる可能性がある。

次に述べるダブル B 以下の債券は、投機的な性格を帯びる。

ダブル B：ダブル B と評価された債券は他の投機的カテゴリーの債券に比べ、短期的には脆弱性は低い。しかしながら、困難な事業環境、財務環境において、債務履行能力に支障を来す可能性がある。

シングル B：シングル B と評価された債券の発行体は現時点では債務履行能力を有している。しかしながら、困難な事業環境、財務環境においてはその債務履行能力が、ダブル B の発行体に比べ、より脆弱になる。

C：C と評価された債券の発行体は、現在、非常に脆弱であり、債務不履行となる可能性がある。

上位、中位、下位：ダブル A からシングル B までのバリュー・オピニオンは、さらに上位、中位、下位という言葉が付して、同一カテゴリー内での相対的な位置付けを示します。例) ダブル A 上位、シングル B 下位

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

本レポートは、日興シティグループ証券株式会社（以下「日興シティグループ」といいます）が作成したものであり、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク、シティバンク（以下に定義します）、日興コーディアル証券株式会社またはマネックス証券株式会社によって配布される場合はライセンスに基づいて配布されるものです。米国においては、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが本レポートについて責任を負います。本レポートに記載されている情報に基づく米国投資家からの発注は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクを通じてのみ執行されるすることができます。

日興シティグループは、一定の米国規制の目的において、シティバンク N.A. 並びにその世界中の子会社及び支店（以下「シティバンク」と総称します）の関係会社として取り扱われます。かかる関係に拘らず、日興シティグループ及びその関係会社が推奨、勧誘、売付け又は保有する有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。日興シティグループ（その親会社、子会社又は関係会社を含む）（以下「弊社」といいます）は、随時、本レポートにおいて言及されている企業に対して、投資銀行業務若しくはその他のサービスを提供すること又はかかるサービスの提供を勧誘することがあります。弊社は、本レポートにおいて議論されている有価証券について、マーケット・メーカーを行うこと又は自己勘定で顧客と売買を行うことがあります。弊社又は本レポートを作成した個人は、いつでも、本レポートにおいて議論されている発行体の有価証券若しくはオプションについてポジションを保有していることがあり得ます。弊社の役職員は、本レポートで言及されている企業の取締役であることがあり得ます。弊社は、過去3年間に、本レポートで言及されている企業の公募において、幹事会社又は共同幹事会社を務めたことがあり得ます。

本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なく変更されることがあります。

本資料に掲載された価格、数値または予測等は、該当日時における弊社の判断に基づいて算出したものであり、お取引を締結する際に実際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は、予告なしに変更する事がありますので、予めご了承下さい。また、本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、各自の判断と責任において使用されるものであり、本レポート及びレポートにある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに過誤訂正がある場合、訂正版はウェブ（Fixed Income Direct Japan）に掲載されますので、ご覧いただけますようお願いいたします。尚、ウェブに関してのお問合せは Fixed Income Direct Japan Help Desk 03-5574-4380 までお電話ください。

日興（Nikko）は、株式会社日興コーディアル グループの登録商標です。シティグループ（Citigroup）は、シティコープのサービス・マークです。©Nikko Citigroup Limited, 2006. All rights reserved. 未許可での利用、複製の作成又は開示は、法律で禁じられており、告発の対象となります。

2006-FIJ0257

日興シティグループ証券株式会社 東京都港区赤坂5丁目2番20号 赤坂パークビルディング

nikkocitigroup

JAPAN
CORPORATE BOND
RESEARCH

2007年2月2日

Municipalities

日本

江夏 あかね
(03) 5574-4218
akane.enatsu@nikkocitigroup.com
東京

ムーディーズ、 東京都に発行体格付けを付与 セクターの格付け上限は「Aa2」に

日本国内限定配布 — 本レポートは、日本国内の顧客に対してのみ配布されるものです。

このレポートは **Fixed Income Direct Japan** (<http://fidirect.nikkocitigroup.com>)
より入手可能です。お問い合わせは担当セールスまでご連絡ください。

＜ムーディーズ、東京都に発行体格付けを付与＞ セクターの格付け上限は「Aa2」に

- ▶ ムーディーズは2月1日、東京都に発行体格付けを付与した。外貨建て発行体格付けは「Aaa/安定的」、自国通貨建て発行体格付けは「Aa2/ポジティブ」。ムーディーズが政府保証の付かない格付けを日本の地方自治体に付与したのは、今回が初めてである
- ▶ 弊社ではこれまで、東京都のクレジットの状況を勘案すると、日本の地方自治体セクターの中で最も高い格付けが付与される可能性が高い、との見方を示してきた。よって、ムーディーズによるセクターの格付け分布の上限は、東京都の「Aa2」になると解釈される
- ▶ 東京都の格付けの内容については、基本的には弊社の予想の範囲内であった。ただし、ムーディーズによる格付けは、東京都の国際的なプレゼンスをさらに強化する有効なツールであると考えられ、意義のある動きだとみている
- ▶ 今回のムーディーズの格付け公表による東京都のクレジット・スプレッドに特に影響は見られなかった。東京都の市場公募地方債（年限10年程度）は現在、JGB+12bp程度で取引されている。弊社では、東京都債のクレジット・スプレッドは引き続き中核銘柄として堅調に推移する、と予想している

ムーディーズ、東京都に発行体格付けを付与

ムーディーズが政府保証の付かない格付けを日本の地方自治体に付与したのは、今回が初めてである

ムーディーズは2月1日、東京都に発行体格付けを付与した¹。外貨建て発行体格付けは「Aaa/安定的」、自国通貨建て発行体格付けは「Aa2/ポジティブ」（図表2）。ムーディーズはこれまで、東京都の政府保証付外貨建て債の格付けを「Aaa/安定的」としていたが、東京都に政府保証の付かない格付けを付与するのは今回が初めてである。なお、ムーディーズが政府保証の付かない格付けを日本の地方自治体に付与したのも、今回が初めてである。

日本の47都道府県および15の政令指定都市に対する格付け水準はAa格に位置すると示していた

ムーディーズは、2006年10月に発表した日本の地方自治体に対する格付けアプローチ^{2,3}において、米国外の30カ国に所在する約250の地方自治体の格付けに複合デフォルト分析⁴を適用し、日本の47都道府県および15の政令指定都市⁵に対する信用格付けの水準を検討した結果、Aa格に位置するとの判断を示していた。

¹ 「ムーディーズ、東京都に外貨建て発行体格付け Aaa、自国通貨建て発行体格付け Aa2 を付与」（2007年2月1日、ムーディーズ）

² 「ムーディーズ、日本の地方自治体に対する格付けアプローチを公表」（2006年10月30日、ムーディーズ）、「日本の地方自治体に複合デフォルト分析手法を適用した格付けは Aa 格に」（2006年10月、ムーディーズ）

³ ムーディーズによる日本の地方自治体に対する格付けアプローチに関する弊社の見解は、2006年11月2日付「ムーディーズ、日本の地方自治体に対する格付けアプローチを発表—セクターの格付け分布は「Aa」に」を参照されたい。

⁴ 複合デフォルト分析（地域・地方政府）：この手法では、（1）地方政府のベースライン（すなわち固有の）信用リスクの評価、（2）サポートを提供する上位政府の格付け、（3）地方政府と上位政府のデフォルト相互関連性の推定、（4）上位政府からサポートが提供される可能性の推定、を明示的に考慮に入れている。（出所：「地域・地方政府への複合デフォルト分析の適用」（2006年11月、ムーディーズ））

ムーディーズは、東京都に複合デフォルト分析を適用すると、以下のようになると説明している。

- ▶ ベースライン信用リスク評価⁶ (BCA) : 3 (1 から 21 までのスケールで 3 番目にリスクが低く、Aa2 に相当)
- ▶ 支援提供主体の信用力 : Aaa (自国通貨建て預金シーリング⁷)
- ▶ デフォルト相互連関性 : 100%
- ▶ 支援提供の可能性 : 100%

ムーディーズは、自国通貨建て格付けと外貨建て格付けの差の根拠について、国債との関係を用いて説明

ムーディーズは、自国通貨建て格付けと外貨建て格付けの差の根拠について、「国債の格付けに想定されている非伝統的な財政手段が発動された場合に、東京都の債務がその影響を受ける可能性は、外貨建て債務についてはゼロ、自国通貨建て債務については低いながらも存在する」と説明している。ムーディーズは 2006 年 10 月、日本の地方自治体の自国通貨建て債務の格付けに関するロジックについて、「中央政府と地域・地方政府との関係を考慮すると、政府が利子課税、国債償還期限の強制的な延長、あるいは地方債のデフォルト事由に相当する他の手段をとった場合、そうした手段が地方債にも適用される可能性がわずかながらある」との考え方をベースに、国債の「A2 の格付けに示されるデフォルトリスクのイベントによって割り引かれる」と言及⁸しており、この流れを汲んだものと考えられる。

ムーディーズによる日本の地方自治体セクターの格付分布の上限は、東京都の「Aa2」になると解釈される

一方、ムーディーズは、東京都の BCA を「3」と評価した背景として、「日本を代表する経済、金融活動の中心地として、生み出される強固で安定的な財源基盤を反映している」とコメントしている。さらに、ムーディーズは、「東京都の BCA の水準は、日本の地方自治体の中でも特に高い水準に位置付けられる」と述べている。弊社も、東京都のクレジットに関して、基本的にはムーディーズと同一の見方をしていく。弊社では以前から、東京都が仮に依頼格付けを取得すれば、自主財源比率⁹が高く、債務償還可能年数¹⁰が短いなどの強固な財政基盤 (図表 5) を有すること、財政健全化において実績が出ていることなどのクレジットの状況を勘案すると、日本の地方自治体セクターの中で最も高い格付けが付与される可能性が高い、との見方を示してきた。よって、ムーディーズによる日本の地方自治体セクターの格付け分布の上限は、東京都の「Aa2」になると解釈される。

⁵ 政令指定都市: 政令指定都市は、「政令で指定する人口 50 万以上の市」と定義されている (地方自治法第 252 条の 19)。政令指定都市制度とは、大都市行政の特殊性を考慮し、一般市とは異なる権限や特例を認める制度。2006 年 4 月 1 日現在、15 の市が政令指定都市となっている。

⁶ ベースライン信用リスク評価: 固有の信用リスクの評価であり、上位政府などからの救済的外部サポートを受ける可能性は考慮されていない。

⁷ 自国通貨建て預金シーリング: 格付け対象国の居住者である銀行の自国通貨建て預金に付与される最も高い格付け。(出所: 「自国通貨建て預金シーリング」 (2006 年 8 月、ムーディーズ))

⁸ 「日本: ムーディーズの日本国債に対する格付け」 (2006 年 10 月、ムーディーズ)

⁹ 自主財源比率: 自主財源額 / 歳入総額。地方自治体の歳入は、地方税等の自治体が自主的に収入する「自主財源」と、地方交付税や国庫支出金などの「依存財源」に区分できる。このうち、自主財源の割合 (「自主財源比率」) が大きいほど、財政基盤の安定性と行政運営の自律性が確保できるとされている。

¹⁰ 債務償還可能年数: 実質債務残高 / 返済余資。実質債務残高 = 普通会計の地方債残高 + 翌年度以降に支出を予定している債務負担行為の額 - 積立金残高 - 実質収支。返済余資 = 一般財源総額 - (経常経費充当一般財源 - 公債費のうち元金償還額)。一般事業会社の分析指標である、債務 / EBITDA に似ており、自治体の抱える債務を何年で返済できるかを示している。低いほうが好ましい。

クレジット・インプリケーション

S&P による横浜市、R&I による神戸市に対する格付けに続く流れ

地方自治体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして格付けへの注目が高まる

ムーディーズによる格付けは、東京都の国際的なプレゼンスをさらに強化する有効なツール

ムーディーズによる東京都の格付けは、(1) スタンダード・アンド・プアーズ (S&P) が2006年10月に横浜市に依頼格付けを付与したこと¹¹、¹²や、(2) 格付投資情報センター (R&I) が2007年1月に神戸市に依頼格付けを付与した¹³、¹⁴ことに続く流れである。

このように、格付機関による日本の地方自治体セクターに対するアプローチが活発化しているのは、財政投融资改革¹⁵や地方分権の流れなどに伴う地方債計画¹⁶における民間等資金¹⁷のウェイトの増加などが示唆するように、国の地方に対するコミットメントが縮小し、地方自治体の財源確保が中央政府依存型から地方公共団体自身の責任にシフトする傾向がここ数年続いていることが背景として挙げられる。さらに、2006年9月より、市場公募地方債における全ての発行団体の個別条件交渉方式¹⁸への移行¹⁹などの動きもある。このような環境下、地方自治体の安定的な資金調達を下支えするツールの1つとして、多くの投資家が重要視している格付けに対する注目が高まっているといえる。

東京都の格付けの内容については、基本的には弊社の予想の範囲内であった。ただし、東京都は、国内円建て債に加え、外貨建て債も発行している。また、2004年11月より政府保証の付与されていない外貨建て債を発行している。さらに、2006年12月に与党 (自由民主党および公明党) が決定した2007年度税制改正大綱²⁰、²¹によると、一定の要件を満たせば、2008年1月1日以降に非居住者等に支払われる振替地方債の利子について、非課税措置が適用されることとなり、東京都を含めて日本の地方債への投資

¹¹ 「日本で初の依頼に基づく自治体格付けを付与、横浜市を「AA-」に」(2006年10月4日、S&P)

¹² S&Pによる横浜市の格付け付与に関する弊社の見解は、2006年10月5日付「S&P、横浜市に格付けを付与 - 日本の地方自治体セクターにとっての「2つの初」」を参照されたい。

¹³ 「新規格付け: 神戸市」(2007年1月10日、R&I)、「格付けファイル: 地方自治体 神戸市」(2007年1月10日、R&I)

¹⁴ R&Iによる神戸市の格付け付与に関する弊社の見解は、2007年1月11日付「R&I、神戸市に依頼格付けを付与 - セクター内に格上げが続く可能性」を参照されたい。

¹⁵ 財政投融资改革: 財政投融资改革以前の財政投融资は、郵便貯金・年金積立金等から国(資金運用部)に義務預託された資金を特殊法人等に運用する仕組みだった。しかし、2001年度に抜本的な改革が行われ、資金調達という観点からは、郵便貯金・年金積立金について、資金運用部への預託義務が廃止され、全額自主運用(原則市場運用)される仕組みへと改められた。この仕組みの下では、特殊法人等が行う財投事業について民業補充の観点から事業を見直すとともに、真に必要な事業の資金調達については特殊法人等(財投機関)自身が財投機関債(特殊法人等が民間の金融市場において個別に発行する政府保証のない公募債券)の発行により市場での自主調達に努め、さらに必要な資金需要に限り、国(財政融資資金)が国債(財投債)の発行により市場で資金を調達し、貸し付けることとなった。これにより、郵便貯金・年金積立金と財政投融资の直接的つながりは制度的に解消された。

¹⁶ 地方債計画: 地方債は、借り入れることができる事業が定められているが、普通会計および公営企業会計における事業毎に地方全体の年度起債計画を立てたもの。

¹⁷ 民間等資金: 銀行等引受と市場公募。

¹⁸ 個別条件交渉方式: 個別条件交渉方式とは、市場公募地方債の発行条件決定方式の1つで、金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う方式。市場公募地方債の発行条件は、2001年度発行分までは、同月に発行されるものは全て同一条件だった。しかし、2002年度からは、銘柄間の発行量に基づく流動性の差などを勘案し、東京都とそれ以外の市場公募債発行団体に区分する「2テーブル方式」が導入された。さらに、2004年度からは、統一交渉方式と金融機関と独自に公募債発行条件の決定交渉を行う「個別条件交渉方式」という区分に変更され、2004年度から東京都および横浜市が、2006年度から神奈川県および名古屋市の移行している。また、総務省は2006年8月、市場公募地方債の発行において統一条件交渉方式を適用している34団体に対し、現在の統一条件交渉方式を見直し、9月債の発行以降、発行条件を発行団体毎に決定する個別条件交渉方式に移行することを検討するように、との趣旨の連絡を行った。

¹⁹ 市場公募地方債の統一条件交渉見直しに関する弊社の見解は、2006年8月16日付「市場公募地方債発行における統一条件交渉方式、見直し検討へ - 市場の透明性を高めるポテンシャル」を参照されたい。

²⁰ 「平成19年度税制改正大綱」(2006年12月14日、自由民主党、公明党)

²¹ 2007年度税制改正大綱に関する弊社の見解は、2006年12月15日付「与党、2007年度税制改正大綱を決定 - 非居住者等に対する振替地方債の利子の非課税措置、導入へ」を参照されたい。

のメリットが非居住者等にも注目されると期待される。加えて、地方債に関することではないが、東京都は、2006年8月に2016年の第31回オリンピックの国内立候補都市に決定している。これらを踏まえると、ムーディーズによる格付けは、東京都の国際的なプレゼンスをさらに強化する有効なツールであると考えられ、意義のある動きだとみている。

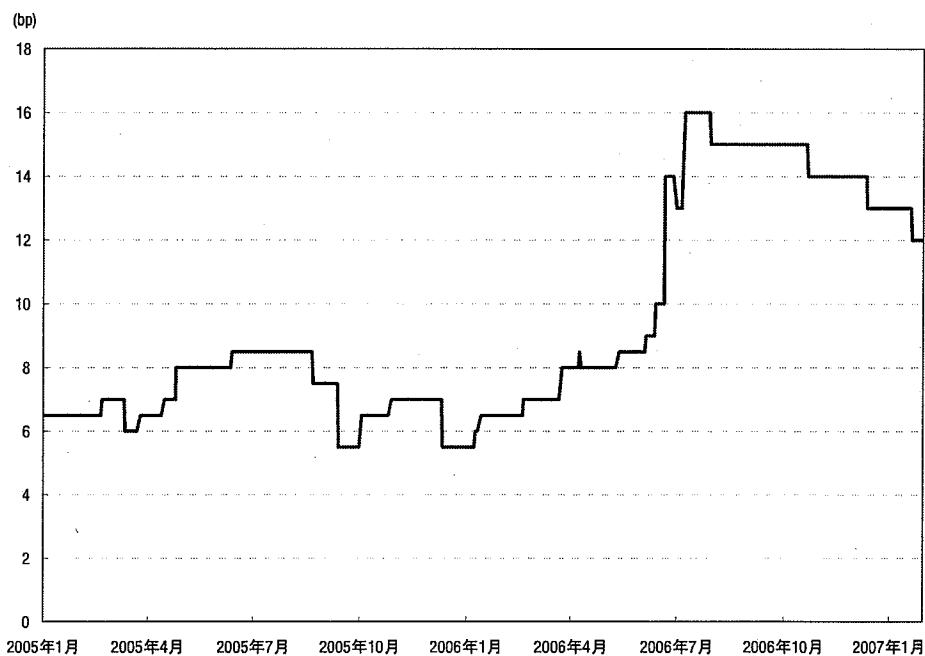
格付け公表による東京都のクレジット・スプレッドに特に影響は見られなかった

なお、クレジット市場では、地方債市場全般の良好な需給環境に加え、格付けにサブライズがなかったことなどを背景に、今回のムーディーズの格付け公表による東京都のクレジット・スプレッドに特に影響は見られなかった。東京都の市場公募地方債（年限10年程度）は現在、JGB+12bp程度で取引されている（図表1）。

東京都債のクレジット・スプレッドは引き続き中核銘柄として、堅調に推移する見通し

弊社は、東京都のクレジット²²について、強固な財政基盤を有することを反映し、安定的に推移すると考えている。さらに、地方債発行額および発行残高も減少傾向にあり、需給の観点からは改善する傾向にある（図表3、図表4）。これらを踏まえると、地方債市場の中では、東京都債のクレジット・スプレッドは、引き続き中核銘柄として堅調に推移する、と予想される。

図表1. 東京都 市場公募地方債 クレジット・スプレッドの推移（対国債スプレッド）



注：残存10年程度、流通市場におけるミッド・プライス。
出所：日興シティグループ証券

²² 東京都のクレジットに関する弊社の見解は、2005年11月2日付「東京都 - 発行体概要」、2006年3月30日付「東京都、2006年度予算 - クレジット見通しは引き続き安定的」、2006年10月24日付「東京都 - 2005年度決算、オリンピック、格付取得の考え方」を参照されたい。

参考資料

図表 2. 市場公募地方債発行団体 格付け

都道府県	R&I	JCR	ムーディーズ	S&P	政令指定都市	R&I	JCR	ムーディーズ	S&P
北海道	AA-op/V	AA-p	-	-	札幌市	AAop/II	AA+p	-	-
宮城県	AAop/III	AA+p	-	-	仙台市	AA+op/II	AA+p	-	-
福島県	AAop/III	AA+p	-	-	さいたま市	AAop/I	AA+p	-	-
茨城県	AAop/III	AAp	-	-	千葉市	AA+op/III	AAp	-	-
群馬県	AAop/II	AA+p	-	-	横浜市	AA+op/I	AAp	-	AA-/ポジティブ
埼玉県	AA+op/II	AA+p	-	-	川崎市	AAop/II	AA+p	-	-
千葉県	AA+op/II	AAp	-	-	静岡市	AAop/I	AA+p	-	-
東京都	AAAop/I	AA+p	Aa2/ポジティブ	-	名古屋市	AAop/II	AAp	-	-
神奈川県	AAop/II	AA+p	-	-	京都市	AA-op/III	AA-p	-	-
新潟県	AAop/IV	AA+p	-	-	大阪市	AA-op/V	AA-p	-	-
長野県	AAop/III	AAp	-	-	堺市	-/III	AA+p	-	-
静岡県	AA+op/II	AA+p	-	-	神戸市	AA/安定的/IV	AA-p	-	-
愛知県	AAop/II	AA+p	-	-	広島市	AAop/III	AA-p	-	-
岐阜県	AAop/III	AA+p	-	-	北九州市	AAop/IV	AA+p	-	-
京都府	AA+op/III	AA+p	-	-	福岡市	AAop/IV	AAp	-	-
大阪府	AA-op/III	AA-p	-	-					
兵庫県	AA-op/IV	AAp	-	-					
広島県	AAop/IV	AAp	-	-					
島根県	-/V	AAp	-	-					
福岡県	AAop/III	AA+p	-	-					
大分県	-/III	AA+p	-	-					
熊本県	AA-op/IV	AAp	-	-					
鹿児島県	-/V	AA-p	-	-					

注1: R&Iの格付けは、依頼に基づく発行体格付けを取得した神戸市を除き、一般に開示している公開情報に基づく格付け (op)。

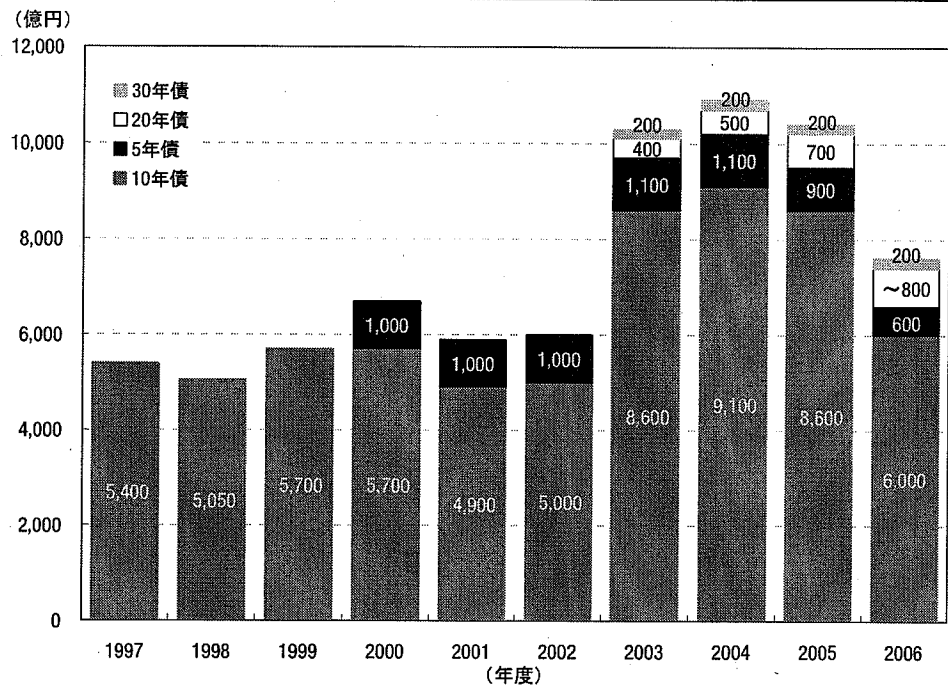
注2: JCRの格付けは、一般に開示している公開情報に基づく格付け (p)。

注3: ムーディーズの格付けは、依頼に基づく自国通貨建て発行体格付け。

注4: S&Pの格付けは、依頼に基づく発行体格付け。

出所: R&I, JCR, ムーディーズ, S&P, 日興シティグループ証券

図表 3. 東京都 市場公募地方債発行推移

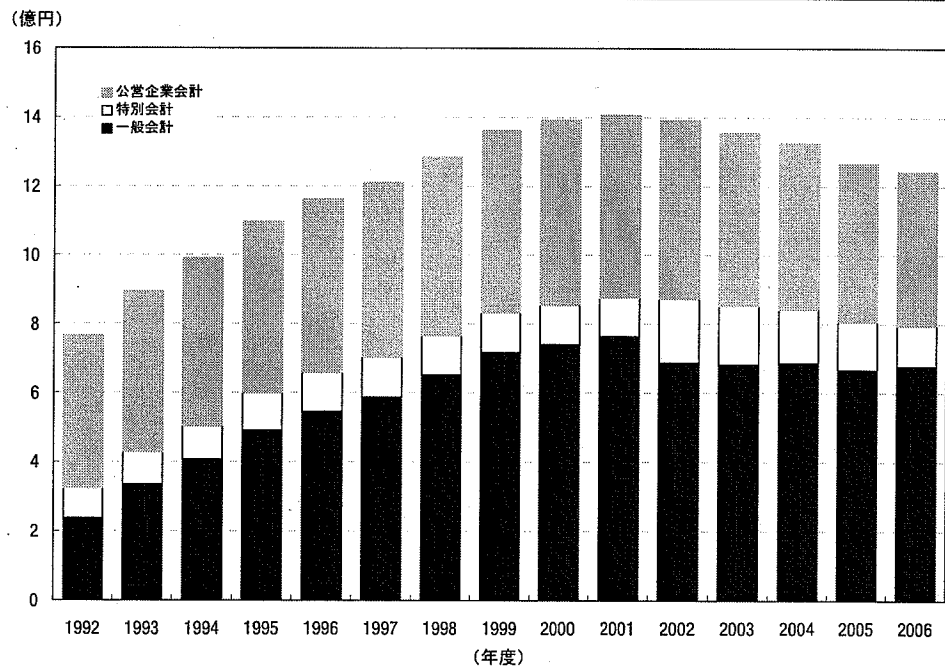


注1：外債、住民参加型市場公募債は除く。

注2：2006年度は計画。

出所：「東京都の財政状況と都債（資料編）」（2006年10月、東京都）、日興シティグループ証券

図表 4. 東京都 地方債残高推移（全会計）



注1：公営企業会計の残高は、3月31日現在。

注2：2006年度は予算ベース。

注3：特定資金公共投資事業債（NTT債）を除く。

出所：「東京都の財政状況と都債」（2006年10月、東京都）、日興シティグループ証券

図表 5. 東京都 主要財政指標

(億円)

(年度)	2001	2002	2003	2004	2005
経済指標					
都内総生産	838,595	828,459	836,303	NA	NA
一人当たり GDP (万円)	688	674	675	NA	NA
人口 (万人)	1,219	1,229	1,239	1,247	1,259
歳入					
歳入	63,928	62,007	62,939	63,090	64,334
地方税	44,009	40,753	39,360	42,370	46,027
地方交付税	-	-	-	-	-
国庫支出金	5,414	4,880	4,837	4,430	4,156
地方債	3,285	4,066	4,672	5,183	3,007
歳出					
人件費	16,767	16,860	16,548	16,375	15,894
公債費	6,528	6,841	6,544	7,199	7,231
投資的経費	7,702	7,388	7,505	6,786	6,751
収支および債務残高					
実質収支	-100	-524	-449	-276	526
地方債残高 (普通会計)	76,197	75,703	76,158	76,077	73,468
地方債残高 (全会計)	140,784	139,280	135,644	132,694	126,626
財政指標					
財政力指数	1.023	1.034	1.044	1.060	1.107
自主財源比率	83.9%	83.0%	82.3%	82.0%	84.7%
経常収支比率	92.4%	96.9%	97.9%	92.6%	85.8%
債務償還可能年数 (普通会計)	3.4	4.1	3.4	3.1	2.7
債務償還可能年数 (全会計)	5.2	6.9	6.0	5.3	4.7

注1: 普通会計決算ベース

注2: 2002~2005年度の債務償還可能年数(全会計ベース)は、公営事業会計の営業キャッシュフローは算入していない。

注3: 都債残高は、特定資金公共投資事業債(NTT債)を除く。

出所: 「東京都の財政状況と都債」(2006年10月、東京都)、「平成17年度 東京都普通会計決算について」(2006年8月24日、東京都財務局)、市場公募地方債発行35団体の財政状況(2005年10月25日、総務省、市場公募地方債発行団体、地方債協会)、R&I、日経 NEEDS-FinancialQUEST、「平成15年度県民経済計算」(内閣府)、日興シティグループ証券

開示事項に関する別紙

アナリスト・サーティフィケーション

私、江夏 あかねは、本調査レポートに表明された見解が全ての対象企業又は対象有価証券に対する私個人の見解を正確に反映していることを、ここに証明します。また、私は、過去、現在又は将来において、私の報酬のいかなる部分も、本レポート中の特定の推奨若しくは見解に直接的又は間接的に関連しないことを証明します。

その他の開示事項

バリュー・オピニオンの定義

バリュー・オピニオンは対象となる発行体の長期シニア債について、その信用力に対比した債券の相対的価値について述べたものであり、各カテゴリにおける信用力のレベルは、以下のように定義されます。

トリプル A：弊社の評価区分のなかで、債務履行能力が最も高いと評価した債券。

ダブル A：トリプル A と並んで、債務履行能力は非常に高い債券である。しかしながら、長期債のリスクをトリプル A の債券よりも大きくするような要因が幾分存在する。ただし、両者の違いはごく僅かである。ダブル A の債券はトリプル A とともに、高評価債券を構成している。

シングル A：シングル A と評価された債券の発行体は、高い債務履行能力と意思を有しているが、高評価債券と比べると、幾分、事業環境や財務体質の変化により、マイナスの影響を受けやすい。

トリプル B：トリプル B と評価された債券の発行体はその債務履行義務に見合った適正な能力を有している。しかしながら、困難な事業環境の下でその債務履行能力が弱まる可能性がある。

次に述べるダブル B 以下の債券は、投機的な性格を帯びる。

ダブル B：ダブル B と評価された債券は他の投機的カテゴリの債券に比べ、短期的には脆弱性は低い。しかしながら、困難な事業環境、財務環境において、債務履行能力に支障を来す可能性がある。

シングル B：シングル B と評価された債券の発行体は現時点では債務履行能力を有している。しかしながら、困難な事業環境、財務環境においてはその債務履行能力が、ダブル B の発行体に比べ、より脆弱になる。

C：C と評価された債券の発行体は、現在、非常に脆弱であり、債務不履行となる可能性がある。

上位、中位、下位：ダブル A からシングル B までのバリュー・オピニオンは、さらに上位、中位、下位という言葉が付して、同一カテゴリ内での相対的な位置付けを示します。例) ダブル A 上位、シングル B 下位

ご希望に応じまして、追加の情報を入手することができます。

本レポートは、日興シティグループ証券株式会社（以下「日興シティグループ」といいます）が作成したものであり、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インク、シティバンク（以下に定義します）、日興コーディアル証券株式会社またはマネックス証券株式会社によって配布される場合はライセンスに基づいて配布されるものです。米国においては、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクが本レポートについて責任を負います。本レポートに記載されている情報に基づく米国投資家からの発注は、シティグループ・グローバル・マーケッツ・インクを通じてのみ執行されるすることができます。

日興シティグループは、一定の米国規制の目的において、シティバンク N.A. 並びにその世界中の子会社及び支店（以下「シティバンク」と総称します）の関係会社として取り扱われます。かかる関係に拘らず、日興シティグループ及びその関係会社が推奨、勧誘、売付け又は保有する有価証券は、(i) 米国連邦預金保険公社の保険の対象ではなく、(ii) 預金保険の対象となる預金機関（シティバンクを含む）の預金又はその他の債務でなく、(iii) 投資元本の損失を含む投資リスクを伴います。日興シティグループ（その親会社、子会社又は関係会社を含む）（以下「弊社」といいます）は、随時、本レポートにおいて言及されている企業に対して、投資銀行業務若しくはその他のサービスを提供すること又はかかるサービスの提供を勧誘することがあります。弊社は、本レポートにおいて議論されている有価証券について、マーケット・メーカーを行うこと又は自己勘定で顧客と売買を行うことがあります。弊社又は本レポートを作成した個人は、いつでも、本レポートにおいて議論されている発行体の有価証券若しくはオプションについてポジションを保有していることがあり得ます。弊社の役員は、本レポートで言及されている企業の取締役であることがあり得ます。弊社は、過去3年間に、本レポートで言及されている企業の公衆において、幹事会社又は共同幹事会社を務めたことがあり得ます。

本レポート上の情報は、弊社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。これらの情報が正確であるとの保証は致しかねます。また、情報が不完全な場合又は要約されている場合もあります。本レポートに掲載された見解若しくは予測は、本レポート発行時における弊社の判断であり、予告なく変更されることがあります。

本資料に掲載された価格、数値または予測等は、該当日時における弊社の判断に基づいて算出したものであり、お取引を締結する際に実際に用いられる価格または数値を表すものではありません。また、かかる価格、数値、予測等は、予告なしに変更する事がありますので、予めご了承下さい。また、本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたもので、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。

また、本レポート及びレポートにある情報をいかなる目的で使用される場合におきましても、各自の判断と責任において使用されるものであり、本レポート及びレポートにある情報の使用による結果について、当社は何らの責任を負うものではありませんのでご了解ください。

本レポートに誤訂正がある場合、訂正版はウェブ（Fixed Income Direct Japan）に掲載されますので、ご覧いただけますようお願いいたします。尚、ウェブに関してのお問合せは Fixed Income Direct Japan Help Desk 03-5574-4380 までお電話ください。

日興（Nikko）は、株式会社日興コーディアル グループの登録商標です。シティグループ（Citigroup）は、シティコープのサービス・マークです。©Nikko Citigroup Limited, 2007. All rights reserved. 未許可での利用、複製の作成又は開示は、法律で禁じられており、告発の対象となります。

2007-FIJ0031

日興シティグループ証券株式会社 東京都港区赤坂5丁目2番20号 赤坂パークビルディング

nikkocitigroup