

2024 年 10 月 21 日

リサーチ・アップデート:

地方公共団体金融機構を「A+／A-1」に据え置き、アウトルックは引き続き「安定的」

アナリスト:

杉原健介、東京 電話 03-4550-8475

松本理、東京 電話 03-4550-8673

概要

- 地方公共団体金融機構は引き続き日本の地方自治体の信用力改善と自己資本基盤の強化の恩恵を享受しつつ、金利上昇局面において適切に金利リスクを管理すると S&P はみている。
- 機構は引き続き必要時に国から特別な支援を受ける可能性が極めて高いと S&P はみている。
- 機構の長期・短期発行体格付けを「A+／A-1」に据え置いた。スタンドアローン評価は「a+」から「aa-」に引き上げ、格付けは日本のソブリン格付けを上限とした。
- 日本の長期ソブリン格付けのアウトルックと、政府による機構への特別支援の可能性についての評価が今後 2 年間維持されるとの S&P の見方を反映して、アウトルックは引き続き「安定的」。

格付けアクション

S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）は 2024 年 10 月 21 日付で、地方公共団体金融機構（以下「機構」）の長期・短期発行体格付けを「A+／A-1」に据え置いた。長期発行体格付けのアウトルックは引き続き「安定的」である。また、機構の自己資本の蓄積を主に反映して、スタンドアローン評価を「a+」から「aa-」に引き上げた。

アウトルック: 安定的

機構の「安定的」のアウトルックは、日本の長期ソブリン格付けの「安定的」のアウトルックと、日本政府による機構への特別支援の可能性についての評価が今後 2 年間維持されると S&P がみていることを反映している。さらに、機構の公共政策上の役割の重要性、強固な自己資本基盤、財務リスク管理に鑑み、そのスタンドアローン評価（特別支援の可能性を考慮する前の機構単独ベースの信用力評価）が今後 2 年間、「aa-」で安定的に推移するとの見方も反映している。

今後仮に、日本のソブリン格付けが引き下げられた場合には、機構の格付けも引き下げられる可能性がある。また、S&Pが、機構の政策上の役割の重要性が低下、もしくは政府との関係が弱まったと評価した場合に加え、機構のスタンドアローン評価を3ノッチ（段階）引き下げ、「a-」とした場合にも、格下げを検討するが、このシナリオが今後2年間に現実のものとなる可能性は低いと考えている。

一方、日本のソブリン格付けが引き上げられた場合には、機構も格上げとなる可能性がある。

仮に、スタンドアローン評価が引き上げられたとしても、日本が債務不履行（デフォルト）するようなストレスシナリオ下においては、機構の信用力も重大な影響を受けると考えられることから、機構の格付けが引き上げられる可能性は低いとS&Pは考える。

格付け根拠

機構の格付けの据え置きは、日本の公共政策上の重要な役割と日本の地方自治体向けに資金供給を行う公的金融機関としての安定した市場地位についてのS&Pの見方を反映している。また、日本の良好な地方自治体運営の制度的枠組みに基づく日本の地方自治体セクターの低いリスク、日本経済の高い耐久性、内部留保の積み上げにより強化されている自己資本基盤、金利変動リスクに対する機構の財務管理、適切な流動性も格付けを支えている。一方、海外の同様の機関と比較して地方自治体の資金調達に占める機構の低いシェアや、極めて強いストレスシナリオにおける流動性カバレッジが格付けの制約要因とS&Pは考える。

S&Pでは、機構は必要時には日本政府から特別な支援を受ける可能性が極めて高いと評価している。同評価は、1) 全国の地方自治体向けに低利の長期資金を供給する主要な公的金融機関として非常に重要な役割を担っている、2) 機構の貸付業務が中央政府による地方自治体への制度的な支援において不可欠であり、機構の貸し付け計画が地方債計画に組み込まれている——ことに基づく。

なお、日本政府がデフォルトに陥るような環境を想定したストレスシナリオの下では、機構の信用力にも重大な影響が及ぶとS&Pは考えている。そのため、機構の長期格付けを日本の同格付け（※「A+／安定的／A-1」、※付きは無登録格付け、詳細は本稿巻末の「S&P グローバル・レーティングの格付けについて」を参照）と同水準としている。

セクター・リスク・プロフィール：非常に予見可能で均衡のよく取れた制度下にある日本の地方自治体セクターのリスクは低い

機構は主として全国の地方自治体向けに貸し出しを行い、ごく一部の貸し出しは地方自治体の保証のもと、地方自治体の関係機関に向けている。従って、機構のセクター・リスク・プロフィールは日本の地方自治体の制度的枠組みの評価を反映する。同評価は非常に予見可能で均衡のよく取れた制度とS&Pが評価していることに基づき「2」である。

個別信用プロフィール：機構のパフォーマンスは長期の安定した実績によって裏付け

全国の地方自治体向けに、民間金融機関では提供が難しい低利の長期資金（10年超、最長40年）を供給する主要な公的金融機関として、機構の公共政策上の重要な役割は今後も維持されるとS&Pはみている。また、機構は中小規模の地方自治体に資金を供給するセーフティネットとしての機能も果たしている。地方自治体の資金調達に占める機構からの借り入れの比率は過去5年平均で約16%と海外の同様の機関に比べて低いものの、機構の市場での地位は安定しているとS&Pは考えている。これは、機構の貸し付け計画が

総務省の策定する地方債計画に組み込まれていることにより、機構が日本政府の財政投融资と並んで公的資金の供給主体としての役割を担っていると S&P がみていることに基づく。

全国の地方自治体が機構の貸付先であるとともに機構の出資者でもあることから、機構は安定した顧客基盤を維持すると S&P は考えている。機構の役割からその収益性は低いものの、貸付業務における金利変動への感応度が管理可能な水準にあることや、貸し付け実績でみる顧客の定着度が高いことが、機構に安定的な収益をもたらしている。また、貸付利率の引き下げの財源となる公営競技納付金も増加傾向にある。全国の自治体向けの貸し付けは十分分散されていることから、収益源に特段高い集中はみられない。

機構は資産と負債のデュレーション・ギャップに起因する金利リスクを構造的に取っていることで、デュレーションをマッチさせている多くの海外の同様の機関と比較すると、リスク管理上の弱みを抱える。ただし、一般勘定における金利変動準備金や、資産・負債の管理（ALM）方針によって、その弱みを相殺している。また、機構の経営陣とガバナンスの評価は機構が政府と密接な関係にあるとの S&P の見方も反映している。例えば、機構の貸付業務における信用リスクの管理にあたり、総務省が地方自治体の借り入れ申請や地方自治体が財政難に陥った場合の財政再建に関与していることが挙げられる。

機構の貸付業務から生じる信用リスクは依然低くとどまると S&P はみている。今後の経済成長に伴い地方自治体の歳入や地方交付税の財源である国税収入の増加も見込まれる。そのため、中央政府では財政赤字と債務の増加が続く一方で、安定した制度のもとで地方自治体の債務水準は緩やかに減少すると S&P は予想している。なお、日本の地方自治体の債務は海外と比較して依然多いため、日本の地方自治体セクターのリスク評価のマイナス要因の 1 つとなっている。

機構は今後 2-3 年、強固な自己資本基盤を維持すると S&P はみている。リスク調整後自己資本（RAC）比率は 2024 年 3 月期末時点で 22.9%、与信先の集中と分散の調整後では 15.7%と、一般勘定における利益剰余金の蓄積により、継続して上昇基調にある。S&P では日本経済は今後 2-3 年は緩やかながらも成長を維持すると予想している。日本の地方自治体の財政状況はコロナ禍で一時的に悪化した但、日本経済の成長に伴い収支がコロナ禍前まで続いていた黒字に戻ることで、再び債務の緩やかな削減が進むとみている。

機構の資産の質が急速に悪化する可能性は低いと S&P はみている。機構では設立以来、貸付債権から貸付先のデフォルトによる損失が発生したことがなく、厳格な引き受け基準を維持していることによる。その一方で、機構の資産と負債はデュレーション・ギャップにより金利リスクを抱えている。これは、機構の貸し付けは期間が最長 40 年で、機構はその大半を固定金利で供給しているものの、資金調達を主に固定金利の 10 年債の発行で行っていることによる。このため、国内金利の上昇と、機構が発行する債券の対国債スプレッドの拡大は、機構の収支や内部留保の蓄積にマイナス影響を及ぼすと S&P は考えている。

しかし、機構はデュレーション・ギャップを 2 年以下に抑える ALM 方針を採っているうえ、金利リスクに対するバッファとして 2024 年 3 月末時点で一般勘定に 2.2 兆円、管理勘定に 0.7 兆円の準備金を積み立てている。同準備金は仮に金利が 100 ベーシスポイント上昇した場合の時価変動による機構の損失額の約 10 倍をカバーしており、金利変動による損失リスクに十分に備えていると S&P は考えている。なお、同準備金は RAC 比率の算出では資本として考慮されていないことから、金利リスクが自己資本に影響を及ぼす可能性は現状低いとみている。

S&Pは、機構が今後も資本市場における高い認知度を維持するとみている。機構は日本で多様な投資家基盤を持ち、厚みのある国内の資本市場において幅広い資金調達手段を有しているほか、グローバル市場でも定期的な債券の発行や下水道事業を資金使途とするグリーンボンドの継続的な発行などの取り組み実績を有する。

一方、S&Pによる極めて強いストレスシナリオ（外部流動性へのアクセスの喪失に関わる想定を含む）における、機構の1年以内の流動性カバレッジ比率は1.0倍を下回っており、海外の同業他機関に比べてやや低い。しかし、S&Pでは、1) 地方債計画において中央政府が地方自治体への資金供給を機構とともに担っていることから、機構は資金面で柔軟性を持つ、2) 機構の債務返済の一部が管理勘定における政府保証債であることが債券の償還による流動性への圧力を軽減している——とみていることにより、機構は極めて強いストレス下でも流動性を管理できると考えている。

必要時に日本政府から特別な支援が提供される可能性は「極めて高い」

必要時に日本政府から機構に対し特別な支援が提供される可能性が「極めて高い」との見方は、1) 政府にとって機構の役割を「非常に重要」、2) 機構と政府の関係を「一体性が極めて強い」——とS&Pが評価していることに基づく。

機構は全国の地方自治体が防災事業などの国政上の課題に対応できるように低利の長期資金を供給する主要な公的金融機関として、また、自治体の水道や下水道などのインフラ整備事業の主要な資金供給主体として、非常に重要な役割を担うとS&Pは考えている。ただし、民間金融機関による代替可能性は機構の役割の重要性の制約要因となっている。

機構の出資者は全国の地方自治体であるものの、機構と日本政府との一体性が極めて強いという評価は、機構の貸付業務が総務省の地方財政計画のもとで規定される地方自治体への制度的な支援において不可欠であり、機構の貸し付け計画が地方債計画に組み込まれていることに基づく。

さらに、機構の管理勘定における資金調達は日本政府の財政投融资計画に基づいて行われていることに加え、政府は機構の資金調達の一部を保証している。政府は2008年9月末に機構の前身の公営企業金融公庫を廃止し、その業務は10月1日付で地方自治体の出資により設立された機構に継承されたものの、それ以降も両者の関係に変化はないとS&Pは考えている。

主要財務指標、地方公共団体金融機構					
事業ポジション(十億円)	2024/3	2023/3	2022/3	2021/3	2020/3
総資産	24,164	24,556	24,835	24,858	24,347
貸付金(総額)	23,074	23,300	23,551	23,144	23,400
貸出金伸び率(%)	-1.0	-1.1	1.8	-1.1	-0.4
資金利益	81	92	103	116	128
営業経費	4	4	3	3	3
資本・リスクポジション(十億円)					
総負債	23,738	24,162	24,467	24,517	24,023
修正後総資本(TAC)	441	406	371	339	312
総資産／修正後総資本(TAC)(倍)	54.8	60.4	66.9	73.3	78.1
リスク調整後自己資本比率(分散考慮前)(%)	22.9	20.8	18.7	16.4	16.2
リスク調整後自己資本比率(分散考慮後)(%)	15.7	12.1	10.7	10.0	9.6
グロス不良債権／貸付金(総額)(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
資金調達・流動性(倍)					
新規貸付を含む流動性比率(1年)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
新規貸付を含まない流動性比率(1年)	1.2	1.0	1.2	1.2	1.1
資金調達比率(1年)	1.4	1.2	1.4	1.4	1.3

格付けと評価スコア

発行体格付け	A+／安定的／A-1	
セクター・リスク・プロフィール	強い	(2)
個別信用プロフィール		
事業ポジション	強い	(2)
経営陣とガバナンス	適切	(3)
自己資本の十分性	非常に強い	(1)
資金調達と流動性	適切	(3)
アンカー値	aa—	
調整項目と上限	0	
総合的な分析	0	
スタンドアローン評価	aa—	
特別支援	0	

関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

2024年10月3日付 格付け規準 | 公的部門 | パブリック・ファイナンス(米国外): 公的セクター向け金融機関の格付け手法

2024年6月24日付 格付け規準 | 金融機関 | 一般: リスク調整後自己資本の枠組みによる評価の手法

2021年10月20日付 一般格付け規準: 信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス(ESG)の原則

2017年5月23日付 一般格付け規準: 長期格付けと短期格付けの関係性に関する手法

2015年11月12日付 一般格付け規準: 政府系機関の格付け: 手法と想定

2014年4月28日付 一般格付け規準: ソブリン格付けを上回る格付けの手法と想定: 事業法人・金融法人・公的部門

2011年3月2日付 一般格付け規準: 信用格付けの原則

関連リサーチ

2024年7月30日付 地方自治体運営の制度的枠組み: 国の継続的な支援により、日本の自治体の財政バランスは回復

2024年3月28日付 日本のソブリン格付けを※「A+／A-1」に据え置き、アウトルックは引き続き「安定的」

格付けリスト

格付け据え置き

地方公共団体金融機構

A+／安定的／A-1

発行体格付け

A+

長期優先債券

S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用

格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（www.spglobal.com/ratings/jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2024 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」）について、スタンダード・プアーズ・フィナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.spglobal.com/ratings、そして、購読契約による有料

サイトの www.ratingsdirect.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.spglobal.com/usratingsfees に掲載しています。