

国東市年次資金調達・運用戦略 R1 年 6 月 24 日～R2 年 3 月 31 日

I 金融環境

1 日本銀行の非伝統的な金融政策により異常な低金利が進んでいる

わが国の金利は日本銀行の金融政策の強い統制下にある。世界の政治、金融政策、為替および株価等の動向は金利に影響を及ぼすが、なによりも日本銀行の金融政策の動向を注視する必要がある。

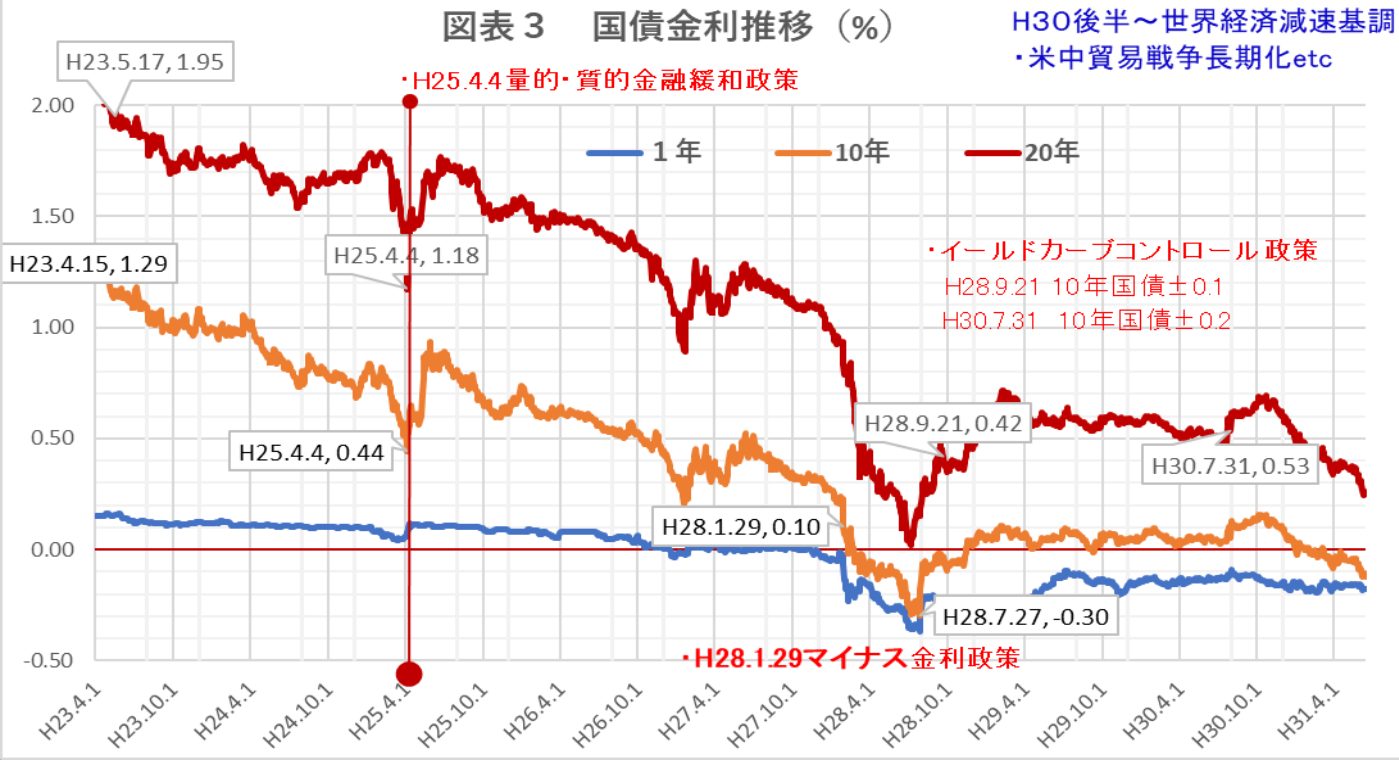
図表1 非伝統的な金融政策の内容

	金融政策	ポ イ ント	手 段
H25.4. 4	量的・質的金融緩和政策スタート	短期金利(無担保コールレート)からマネタリーベース(量)に	国債 60-70 兆円、ETF6兆円、REIT900 億円
H28.1.29	マイナス金利付き量的・質的金融緩和政策	一部の日銀当座預金にマイナス0.1%金利付与	国債 80 兆円、ETF 及びREIT 増加額同じ
H28.9.21	長短金利操作付き量的・質的金融緩和政策	イールドカーブコントロール(10 年金利±0.1%程度維持)	国債 80 兆円目途、ETF、REIT 同額
H30.7.31	緩和継続のための枠組み強化	イールドカーブコントロール(10 年金利±0.2%程度維持)	国債 80 兆円目途、ETF、REIT 同額、

図表2 国債金利の転換点

	非伝統的な金融緩和政策ほか	10年国債金利	20 年国債金利
H24.4.2		1.01%	1.77%
H25.4.4	非伝統的な金融緩和政策スタート	0.44%	1.18%
H28.1.29	マイナス金利政策	0.10%	0.83%
H28.7	国債最低金利: 10 年(7/27)、20 年(7/6)	-0.30%	0.02%
H28.9.21	イールドカーブコントロール(10 年±0.1%)、過度な金利低下・フラット化の金融機能に対する悪影響を言及	0.03%	0.55%
H30.7.31	10 年国債金利: ±0.1%→±0.2%	0.05%	0.53%
R1.6.21	金融緩和継続、10 年国債金利: ±0.2%弾力的対応言及	-0.195%	0.145%

図表3 国債金利推移 (%)



2 金利見通し

[2019 年6月の状況]

金利の急激な低下

- ・10 年国債金利:マイナス 0.1%前後 ※地方債等金利:0.1%前後
- ・20 年国債金利:0.2%前後 ※地方債等金利:0.3%前後
- ・定時償還地方債 30 年(平均償還年限 15～年):0.4%前後
- ・貸付金利:10 年固定/据置なし 財政融資資金:0.004%、金融機構:0.1%
:20 年固定/据置なし 財政融資資金:0.20%、金融機構:0.1%

[今後]

金利正常化見通しが不透明

① 金利低下圧力

- ・米中貿易戦争の先行き不透明
- ・国際通貨基金(IMF)先進国(日本)経済成長率見通し 2019/4/9 :2018 年 2.2% (0.8%)から 2019 年 1.83%(1.0%)へ減速、2020 年 1.7%(0.5%)へ減速
- ・米連邦準備制度理事会(FRB)2019/5/1 政策金利目標: 2.25～2.50%に据置
- ・欧州中央銀行(ECB)2019/3/8:利上げを 2019 年夏から 2020 年以降に変更

② 金利上昇圧力

- ・消費税 10%に上昇(2019/10/1) →一時的物価上昇
- ・異常な低金利による金融機関の経営環境阻害
- ・日本銀行の国債等保有残高膨張 →債券等バブル醸成リスク
※米国および欧州中央銀行の国債量的緩和→終了

図表4 日本銀行保有国債等の膨張

		H30年度末	H24年度末	差引
日 銀	国債保有額(対発行残高%)	4,595,862億円 (52%)	913,492億円 (13%)	3,682,370億円
	指数連動型株式投資信託	247,849億円	15,440億円	232,409億円
	不動産投資信託	5,179億円	1,190億円	3,989億円
普通国債発行残高		8,778,902億円	7,075,940億円	1,702,962億円

出所：日本銀行ホームページ、財務省ホームページ

- ・金利上昇→保有国債に含み損の発生リスク→資産圧縮が必要
日本銀行が金融緩和政策縮小→金利上昇→巨額な含み損リスク

図表5 債券価格は市場金利に半比例する

$$\text{債券価格} = \frac{100\text{円} + \text{表面利率} \times \text{残存年数}}{100\text{円} + \text{市場利回り} \times \text{残存年数}} \times 100$$

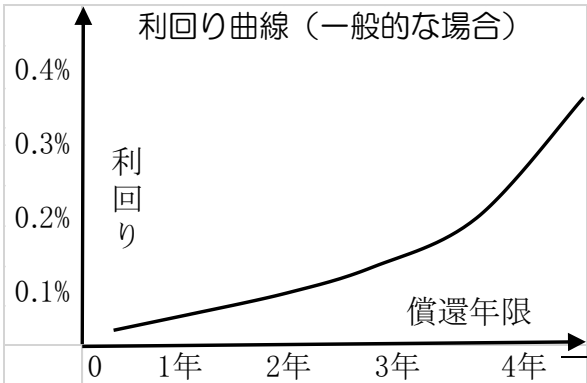
※額面=100円るとき

Ⅱ 短期資金調達および資金運用戦略

- 財政継続性維持＝使命
10 年、20 年の長期的視点で経営（調達、運用）を考える
- 支払資金（流動性）と安全性の確保を前提に最善の収益追求
- リスク選好：引き受けるリスクの種類と量を制限しリターンとバランスをとる

歳計現金・歳入歳出外現金		基金、地方公営企業、外郭団体
1. 支払い資金の確保	(1)外部からの資金調達を優先 ①債券売り現先取引 （買戻し特約付き債券売渡契約、取引先・証券会社） ・調達金利 0～—0.02% ・2 日前までに電話で申込 ・調達期間中の国債金利は市に帰属 ②専用当座借越契約 （大分銀行） 当日に判明した資金不足に対応 (2)内部からの資金調達 基金繰替運用：基金運用を阻害しない範囲	すべての資金の一括運用 (1)特別会計、基金の予期せぬ支払の発生リスク ・特定目的発生→予期せぬ支払発生リスク ・資金の分断→現金・預金を相互使用できない →支払資金確保のため預金で保管 (2)一括運用による支払リスク対応 ・多様な性格の資金を統合→同時の支払リスク抑制 ・総有する預金を必要に応じ持分割合を越えて使用 (3) 超長期運用できる資金枠を拡大 収益向上 (4)地方公営企業および外郭団体資金一括運用 ・一般会計に運用委託→『国東市公営企業及び外郭団体資金運用基金』に積立→基金一括運用 ・地方公営企業等に資金が必要な時→一般会計から受託資金を返還 ※一括運用：個々の基金と個々の運用商品の対応付を外し基金残高と金融商品残高を総額で対応付け
2. 安全性の確保	投資資金の確実な回収 (1)預金のペイオフ対策 ・（借入金との相殺枠による預金制限）借入金＋1 千万円以内 ・（信用枠による預金制限） 金融機関健全性確認→指定金融機関 40 億円以内、他金融機関 30 億円以内 (2) 銀行や証券会社の財務健全性を検証する 国内業務のみの銀行 自己資本比率 4%以上 国際業務を行う銀行 自己資本比率 8%以上 証券会社 自己資本規制比率 140%以上 不良債権比率 10%以内、金融庁登録信用格付業者投資適格以上、株価の推移 (3)信用リスク回避 社債及び株式へ投資はしない (4)為替リスク回避 外貨建て商品及び為替連動の仕組み債へ投資はしない (5) 有価証券 満期まで概ね 30 年以内の次の債券に限定 日本国債、政府保証債、財政投融资機関債（いずれかの格付け会社 AA 格以上） 地方債、地方公共団体金融機構債	

	歳計現金・歳入歳出外現金	基		金
3. 安全性の確保と金利変動リスクの対応	(6)新たに取得する債券：国債、定時償還地方債及び JICA 債（国際協力機構債）			
	①国債、地方債は信用リスク 0→ 投資資金回収の確実性			
	②国債：資産収入（売却益）と利子収入を追求			
	・売却の容易さ・・・いつでも、どの証券会社も同程度の価格で購入			
	・売り現先取引に有利→調達金額：国債＞地方債等、調達利子：国債＜地方債等			
	・投資対象外債券：10 年国債：金利±0.2%→金利が低すぎる			
	・注意すべきリスク：償還期限の長さ→金利変動時の価格変化が大きい			
	③定時償還地方債：利子収入追求及び金利変動リスク抑制			
	・金利が高い			
	[参考] 福岡県債：満期一括償還地方債との金利比較			
	H30/8 発行、定時償還 30 年（据置 3 年） <u>平均償還年限 16.76 年＝利率 0.788%</u>			
	H30/7 発行、満期一括償還債 15 年、 <u>償還年限 15 年＝利率 0.366%</u>			
	・金利変動リスク抑制：早期（定時均等）償還される元本による再投資			
	・短所：売り現先取引に使用できない			
	④ JICA 債（独立行政法人国際協力機構債）			
	政策的意義：国東市の行政・民間の途上国への貢献、連携、展開の可能性			
	安全性：R&I（格付投資情報センター）AA+、自己資本比率 78%			
	公共債券のパフォーマンス比較			
		満期一括償還債		定時償還地方債
		国債	地方債、金融機構債等	
	金利	低い	国債より高い ※国債金利＋スプレッド	満期一括償還地方債より高い ※スワップレート＋スプレッド
	売却益	有利	国債より不利	国債より不利
	売り現先取引	有利	国債より不利	対象外
	金利変動リスク	売却し易い	国債に比べ不利	償還元本が再投資できる
	※注 1 金利変動（価格変動）リスクとは			
	○市場利回り <u>上昇</u> →債券価格 <u>低下</u> ○市場利回り <u>低下</u> →債券価格 <u>上昇</u>			
	債券価格決定式			
	債券単価	=	$\frac{100\text{円} + \text{債券表面利率} \times \text{残存年数}}{100\text{円} + \text{市場利回り} \times \text{残存年数}} \times 100$	
			※額面 100円	
	※注 2 債券入替による金利（価格）変動リスクと再投資リスクの相殺とは			
	価格変動リスクと再投資リスクの相殺効果			
		価格変動リスク		再投資リスク
	金利上昇	－：債券価格低下		＋：再投資レート上昇 ⇒ 再投資収入増加
	金利低下	＋：債券価格上昇		－：再投資レート低下 ⇒ 再投資収入減少
	出所：太田智之『新・債券運用と投資戦略[改訂版]』修正			

	歳計現金・歳入歳出外現金	基 金
4 種 類 と 量 の リ ス ク 管 理	(1)運用商品の構成・28 億円 <u>①債券保有上限額：14 億円</u> ・国債ほか公共債 うち定時償還地方債 —上限 5 億円 ※債券保有状況（2019/6/20） 公共債 698 百万円 ②預金：残額 (2)債券運用上限額の算定 H30 年度平均残高 28 億円× 1/2=14 億円	(1) 運用商品の構成・160 億円 <u>①預金保有最低額：60 億円</u> ②残額：国債ほか公共債 うち定時償還地方債—上限 50 億円 うち JICA 債(国際協力機構債)上限 1 億円 ※預金及び債券の保有状況(2019/6/20) 預金 103 億円、公共債 57 億円 (2)預金最低保有額の算定 ・過疎債、合併特例債で H37 年まで調達可能 ・災害復旧費：国庫支出金及び災害復旧債充当、 ・保有債券の現金化可能 ・ふるさと応援基金や繰上げ返済に対する準備
5 債 券 売 買 の 考 え 方	(1) 異常な低金利状況→中長期的なターンの債券入替え戦略が困難 金利上昇（価格低下）リスク>時間経過（ロールダウン）価格上昇効果（※注 3） (2) 債券の購入 ① 購入のタイミング：金利の上昇局面を慎重に待つ→少額ずつ時期を分散 ② 相対方式による購入が基本 国債及び新発債は証券会社の価格差（金利差）がない 国債以外の既発債は流通量が少ない (2) 債券売却 ①市場金利低下時：直近に購入した債券（＝低金利債券）を優先的に売却 ←低金利債券：将来の金利上昇による価格低下の感受性が大きい ②中長期保有債券：市場金利動向、年度間の収益配分を考慮し売却 ③ 国債：相対方式による売却が基本 ・証券会社の価格差がない ・市場利回り変動に即座に対応→有利な取引 ④ 国債以外の債券：引合方式又は相対方式による売却 ・引合方式：証券会社による買取価格の差が大きい 決算時期（3 月、6 月、9 月、12 月）は価格が低くなり易い→回避 ・相対方式：期限と価格の目安を決め、証券会社に売却委託 ※注 3 時間経過（ロールダウン）による債券価格上昇効果 ・時間経過：保有債券表面利率不変×市場利回り低下＝価格上昇 利回り曲線＝償還年限が短期化→利回りが低下  利回り曲線（一般的な場合） 債券価格は市場金利に半比例する $\text{債券価格} = \frac{100\text{円} + \text{表面利率} \times \text{残存年数}}{100\text{円} + \text{市場利回り} \times \text{残存年数}} \times 100$ ※額面=100円の時	

6 債 券 損 切	① 債券価格：市場利回りと債券表面利率の調整として決定 ・ 含み損益がある債券を売却すれば→売却損益の実現 ・ 時間経過（ロールダウン）による債券価格上昇効果→含み損消滅可能性 ・ 満期保有＝額面償還→含み損益消滅 ② 急激な金利上昇が見込まれる場合 含み損拡大を回避→売却損失を実現することがある ③ 債券売却損失＜1年間の運用収益→運用資金：年度末残高＞前年末残高
-----------------------	--

Ⅲ 長期資金調達（起債）戦略

● 財政継続性維持＝使命

10 年、20 年の長期的視点で経営(起債)を考える

● 支払利子最小化および債務早期償還、安定的な資金調達

● 引き受けるリスクと効率性（利子負担・将来負担抑制）とのバランス

1. 最小の支払利子および債務早期償還の追求

(1) 平均償還年限の短期化→利子負担低下と債務の早期償還

- 借入利率＝平均償還年限に対応する国債金利（又はスワップレート）
＋国東市のリスクプレミアム

- 平均償還年限＝（各回返済額×各回借入期間）合計÷借入額

(2) 平均償還年限短期化のため

→国東市財務活動管理方針第Ⅱ 2（2）「起債方法」を遵守

① 据置期間を撤廃

② 元金均等償還方式

③ 償還期間の短期化を図る

④ 金利シミュレーション・・・金利変動条件や金利見直し期間等に応じた支払利息を算定・比較した上で、有利な借入方式を選択

(3) 適切な借入利率を保証

→国東市財務活動管理方針第Ⅱ 2（2）起債方法を遵守

① 金利見直し方式の見直し条件は国債等市場金利を基準

→銀行引受の入札条件：金利見直しは国債等市場金利を基準

② 国債等金融市場金利をベースにした借入金利を約定できる金融機関から借入

2. 財政継続性維持のために

(1) 将来世代の公債費負担抑制という長期的視点に転換

① 多くの地方自治体は短期的な視点で起債管理をしてきた

- ・世代間の公平(＝施設の耐用年数＝償還期間)重視 219団体(68%)
- ・公債費の平準化(＝特定の年度で大きくならない)重視 216団体(67%)
- ・据置期間は借入先上限等 200団体(62%)
- ・据置期間撤廃 33団体(10%)

☆矛盾⇔債務早期償還(繰上げ償還、据置期間撤廃)

繰上げ償還及び据置期間撤廃→数年公債費増→長期的な公債費削減

※出所「H28 地方公共団体における資金調達と資金運用の現状」__日本学術振興会
科学研究費 16K13405」、対象：都道府県、政令市、中核市、旧特例市、特別区、近畿・九州(熊本県除く)市町村 597 団体、回答数 324 団体

② 赤字地方債(臨時財政対策債、減税補填債)公債費＝100%地方交付税措置

→負債ではない＝抑制する必要はないという考え方

☆**問題点**→赤字債:将来世代に受益なく負担のみ繰越

→財源:地方交付税は無尽蔵でなく、地方固有財源(国税3割程度)枠内

※国、地方で赤字債(経常経費に充当)激増→将来世代に負担のみ繰越し

H30 国東市起債残高 266 億円のうち、赤字地方債 62 億円(23%)

H30 地方債残高 196 兆円のうち、臨時財政対策債 54 兆円、交付税特会 32 兆円

H30 普通国債残高 896 兆7248億円のうち、特例国債等 603 兆 8,581 億円(67%)

③ 人口減少のなか、水道事業等公共施設更新費用負担→将来世代に過重な負担

④ 国東市の脆弱な財政力:地方交付税に7割依存+わずかな留保財源

→国庫支出金・地方交付税の引締めに対する財政余力はない

→公共施設更新に対する財政余力が小さい

☆**必要なこと**:債務縮小+将来の財源創出

(2) 起債の繰上げ償還による債務縮小と財源創出の検討

① 国東市の特殊性:地方交付税措置がある起債が多い

合併特例債、過疎対策事業債、臨時財政対策債、下水道事業債など

② 地方交付税措置のある起債の繰上げ償還

→ダブルの財政健全化効果

:将来の公債費負担の消滅+将来に渡る元利償還金の地方交付税措置

③ 繰上げ償還と低利調達のバランス

繰上げ償還:銀行等民間資金のみ可能

金利の低さ:財政融資資金<地方公共団体金融機構資金<民間資金

※国東市の繰上償還

国東市 H29、H30 :16.8 億円繰上げ返済、利子負担 1 億 2 百万円減、

3. 安定的な資金調達

- 金融がひっ迫する時代が来ても、確実に資金調達できることを留意して、金融機関と良好な関係を築く必要がある。
- 繰上げ償還においても金融機関と十分な協議が必要