

大阪府債の発行管理に関する
基本的な考え方及び事務取扱指針

(素案)

平成 23 年 7 月

大阪府総務部財政課

目 次

1	はじめに	2
2	基本方針	2
3	中長期的な方針	3
	(1) 変動金利で管理する府債の割合	3
	① 現下の状況における変動金利割合	3
	② 点検・見直しのタイミング	3
	(2) 府債ポートフォリオのあり方	4
	① 府債ポートフォリオの点検・管理	4
	② 今後の課題（望ましい府債ポートフォリオの研究）	5
4	毎年度の府債発行に当たって	6
	(1) 府債発行計画のあり方	6
	① 発行計画策定の考え方	6
	② 発行計画策定プロセスのルール化	7
	(2) 変動金利化の手法選択	7
	(3) 変動利付債の発行に当たって	7
	① 地方債に関する議決内容の改正	8
	② 変動利付債の発行年限	8
	(4) 条件決定方式の検討	8
5	リスク管理ルール	9
	(1) 金利変動リスク	9
	(2) 流動性リスク	10

1 はじめに

大阪府では、自律的な財政構造の実現をめざし、昨年、財政構造改革プラン（案）を策定し、着実に実行しているところです。

このプランに掲げられた今後の取組みの一つとして、財務マネジメント機能向上があります。これは、資金の調達や運用などを総合的に管理することにより、財務の効率性を高めていく取組みのことです。

本指針は、財務マネジメントのうち、府債の発行管理について、先般とりまとめられた「財務マネジメントに関する調査分析報告書」（以下「報告書」という。）を踏まえ、その基本的な考え方と具体的な事務取扱いの指針として策定するものです。

2 基本方針

- 中長期的な視点からリスクをコントロールしつつ、利払い額の低減をめざす。
- 税収と利払い額との連動性を高めることによって、安定的な財政運営に資する。（副次的目標）

府債残高は、平成22年度末に6兆円を超えました。また、今後、バブル期に大量発行した府債の借換をはじめ、平成25年度まで制度が延長されることとなっている臨時財政対策債など、今後も多額の府債発行が見込まれます。

こうした中で、府財政の安定的な運営に資するため、中長期的な視点からリスクをコントロールしつつ、利払い額の低減をめざすことを、府債の発行管理に当たっての基本的な方針とします。

また、これと同時に、税収と利払い額との連動性を高めることを副次的な目標とするものです。これは、税収下落局面において、利払い額が高止まりすることを回避するという効果を期待するものです。

【参考】今後の検討課題

金融機関などでは、一般的にALM（Asset Liability Management：資産・負債の総合管理）の観点から、貸付債権などの資産と、受入預金などの負債との期間損益バランスや平均残存年限（デュレーション）等をマッチングさせることに取り組んでいます。

府においては、金利に感応するすべての歳入と歳出を洗い出して、そのバランスを図ることや、道路や学校などの資産の減価償却額と、地方債の元金償還額とのマッチングを図るといったことは、現時点では極めて困難であるため、今後、新公会計制度の定着による基礎数値の収集等を待って、検討の対象とします。

3 中長期的な方針

(1) 変動金利で管理する府債の割合

- ① 変動金利で管理する府債の割合（変動金利割合）は、当面10%を上限とする（残高ベース）。
- ② 変動金利割合は、定期的に点検・見直しを行う。

① 現下の状況における変動金利割合

平成21年度末現在の府債残高に占める変動利付債（仕組債を含む）の割合は、5.1%（うち民間資金に占める割合は5.9%）となっています。

報告書における分析（14頁）では、税金と金利との相関関係を前提とすると、理論的には、変動金利で管理する府債の割合を20～25%にすれば、税金と利払い額の連動性が概ね1：1になることが示されています。

その一方で、

- i) 一般的に、金利はゼロ以下にはならないが、金利との相関関係から想定される税金は、金利0%の時に期待される額よりも減少する余地があること、
- ii) 税金と金利の間には相関関係があるものの、これには年度ごとのブレ幅が生じること、
- iii) 将来的に、税制の変更をはじめとした構造変化によって相関関係が損なわれる可能性があること、

また、長らくの超低金利下で、金利の低下余地がほとんどないため、今後の金利動向は、現状維持か上昇のいずれかと判断せざるを得ないことを踏まえると、行政の継続性という観点からは、金利「上昇」リスクを回避することが重要であり、変動金利で管理する割合は、現時点では、相当慎重に設定すべきと考えられます。

こうしたことから、変動金利で管理する府債の割合（残高における割合。以下「変動金利割合」という。）は、当面10%を上限とすることとし、これに基づいて、各年度の府債発行計画を策定（※）していきます。

（※）府では、投資家への情報提供の観点から、年度開始前に、市場公募債だけでなく、銀行等引受債も含め、発行予定月と発行予定額を示した府債発行計画を公表しています。

② 点検・見直しのタイミング

税金と金利との相関関係等については、以下のとおり、定期的に点検・見直しを行うこととします。

- i) 前年度の決算見込額公表にあわせて、税金と金利との相関関係の点検を

行い、必要に応じて変動金利割合の見直しを行うこととします。

- ii) 税財政制度の改正に伴って、税収等に大きな影響が出るが見込まれる際には、同様に、点検・見直しを行うこととします（税制改正等の内容は、通常は12月末に決定されます）。

なお、報告書では、税収との相関が高いのは、比較的短期の金利指標であることが示されていますので、税収との相関関係を点検する金利指標は、6ヶ月円Liborを中心としつつ、他の金利指標についても点検を行うこととします。

(2) 府債ポートフォリオのあり方

- ① 府債ポートフォリオについては、複数の指標等を用いてその現状や変化を点検のうえ、適切に管理を行っていく。
- ② 望ましい府債ポートフォリオのあり方について、引き続き研究を行う。

① 府債ポートフォリオの点検・管理

現在の府債ポートフォリオ（固定・変動の別や償還年限等の組み合わせ）は、概ね以下のとおりとなっています（ここでは民間資金のみ記載）。

○ 府債残高の性質別内訳（H22.3末現在） （単位：億円）

		市場公募	銀行等引受	計
固 定	年限10年	25,643	7,326	32,969
	年限 5年	11,799	1,840	13,639
	年限20年	650	—	650
	その他の年限	600	223	823
変動(仕組債含む)		—	3,035	3,035
計		38,692	12,425	51,116

※ 変動利付債及び仕組債は、償還年限にかかわらず「変動(仕組債含む)」に区分した。

例えば、ポートフォリオの平均調達期間（借入日から償還日までの期間を加重平均したもの）が長くなると、金利の固定化リスクが上昇し、逆に短くなると金利変動リスクが上昇します。

また、財政運営の安定性に資するという観点からは、各年度の発行額を可能な限り平準化するのが望ましいと考えられますが、今後の起債見込額は年度ごとに多寡があります（下記【参考】を参照）。

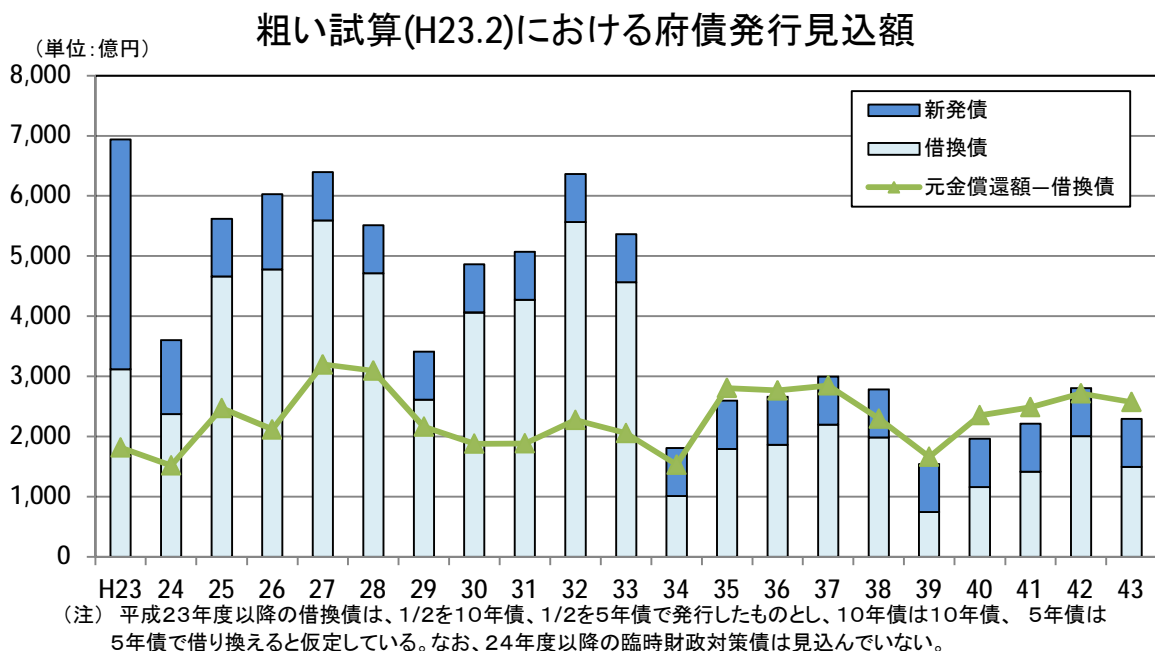
今後、こうしたことを調整するため、府債ポートフォリオの現状と変化等を点検していくこととします。具体的には、府債ポートフォリオの経年変化について、以下のような指標等を用いて点検し、適切に管理を行っていきます。

- 年限構成（償還年限、残存年限）
- 変動金利割合
- 平均調達期間
- 平均残存年限（一定の期日において、その日から償還日までの残存期間を加重平均したもの。デュレーション。）
- 平均金利更改期間（一定の期日において、その日から次に金利が見直されるまでの期間を加重平均したもの。固定利付債の場合は、平均残存年限と同じ。）
- 翌年度以降の償還予定額（償還年限別）及び借換予定額の推移

【参考】今後の起債見込額について

今後の起債額は、新発債については、臨時財政対策債の多寡によって大きく左右されることが見込まれる一方、借換債については、ここ数年のトレンドは推計することができます。

そこで、今後の借換債の発行見込額（粗い試算ベース：一般会計のみ）を見ると、平成24・29年度（5年サイクル）が特に少なく、逆に、平成25～28年度、中でも27年度の借換額が非常に多額となる見込みです。



② 今後の課題（望ましい府債ポートフォリオの研究）

現時点で可能なのは、府債ポートフォリオの現状と変化の把握にとどまりますが、今後、金融環境や財政状況、地方自治体の財務構造等を踏まえた、望ましい府債ポートフォリオのあり方について、引き続き研究を行っていきます。

4 毎年度の府債発行に当たって

(1) 府債発行計画のあり方

- ① 発行計画は、原則として、以下の考え方の順序で策定する。
 - i) 変動利付債等の額を設定
 - ii) 共同発行債については、持ち寄り額の上限とする
 - iii) フレックス枠を設定
 - iv) 市場公募債・銀行等引受債の額を設定
 - v) 市場公募債については、5年債：10年債を原則1：1とする
 - vi) 各月の平準発行を原則とする
- ② 発行計画の策定プロセスをルール化する。また、発行計画は、最終的に戦略本部会議で決定する。

① 発行計画策定の考え方

今後の府債発行に当たっては、安定的かつ有利に資金を確保するという観点に加え、上述のように、府債ポートフォリオの適切な管理という観点を踏まえることとします。これらを具体化するための手段である各年度の府債発行計画は、原則として、以下のi)～vi)の考え方の順序で策定していくこととします。

- i) 変動利付債等については、市場環境を踏まえつつ、変動金利割合の変化を確認しながら設定する（当面は発行額の10%程度を目途）。

※ 本指針における「変動利付債等」とは、報告書（32頁）のとおり、単純な変動利付債だけではなく、年限2～3年の中・短期債（固定金利）、金利スワップによる実質変動金利化を広く含むものとし、算出する際にも同様）。

- ii) 共同発行債については、地方債市場におけるベンチマーク債としての地位確立と安定消化を促進する立場から、持ち寄り額の上限（現在800億円）を計上する。
- iii) 市場環境に応じて柔軟な形態で起債できるよう、フレックス枠を設定する。
- iv) 府債の地位向上、安定拡大を図る立場から、市場公募債中心とした考え方のもとで、市場公募債と銀行等引受債の額を設定する。
- v) iv)の市場公募債については、現行の基幹債である年限10年と5年の割合を1：1として設定する。
- vi) 月ごとの発行額については、年間資金需要や起債許可・同意時期等を踏まえつつ、なるべく平準発行となるように留意する。

② 発行計画策定プロセスのルール化

今後、府債発行計画は、以下の手続きを経て策定することとします。

1月末まで	市場の需給環境等について、関係金融機関から意見聴取（市場公募債引受シンジケート団懇談会の場などを想定）
〃	財務マネジメント委員会において、社会・金融環境に応じた助言・意見を得る
2月中旬まで	これらを踏まえ、 <u>戦略本部会議で発行計画（案）を決定</u>
2月中旬	当初予算案の公表とあわせて、発行計画を議会・府民・金融機関に説明

※ 上記は当初予算編成と並行して策定する際のプロセスを想定したものです。府債発行額の大幅な増減を伴う大規模な補正予算編成等の際には、同様の手続きを経ることとします。

なお、市場の急変などに伴い、年度途中で計画の変更を行う場合は、議会・府民に対し、その旨を公表することとし、最終的な発行実績についても公表していくものとします。

（2）変動金利化の手法選択

○ 変動金利化の手法を選択する際には、市場ニーズやトータルコストの優位性を総合的に考慮する。

先述（6頁）のとおり、本指針における変動金利化の手法としては、① 単純な変動利付債以外に、② 年限2～3年の中・短期債（固定金利）による代替、③ 金利スワップ取引による実質変動利率化の3つを想定しています。

この①～③のうち、どの手法を選択するかを決定する際には、i) その時点における市場ニーズ、ii) 発行手数料や事務処理コストも考慮したトータルコストの優位性を総合的に考慮することとします。

なお、③の金利スワップ契約については、導入に当たり、多くの条件をクリアする必要がありますので、条件が整った時点で変動化の手法の一つとして加えることとします。

（3）変動利付債の発行に当たって

- ① 変動利付債については、地方債に関する議決上の上限利率10%の対象外とする議決の見直しを行う。
- ② 変動利付債は、金利上昇リスクを踏まえ、発行年限を5年までとする。

① 地方債に関する議決内容の改正

府では、これまでも証書形式では変動金利による資金調達を行っていますが、予算書上、地方債の利率を「年10%以内」として議会の議決を受けていることから、支払金利が10%を超えることのないよう、上限金利特約（金利キャップ）付きの借入れを行ってきました。

しかし、この方法には、i) 基本的には証書形式でしか対応できない、ii) 市場においては一種の仕組債と取り扱われることから商品性が低い（＝割高となる可能性）、iii) 特約のためのコストが上乘せされる、といったデメリットがあることから、金利キャップを付けない形での発行が選択可能となる状況が望ましいと考えます。

ただし、現在の予算書の記載内容のままでは、理論的には利率が10%を超える可能性もある変動利付債の発行が可能なのか疑義があるため、府債の発行管理のルールを厳格に遵守することを前提に、変動金利で調達する府債については、予算書上、金利の上限規定の対象外とする形での議決を得ることを検討します。

② 変動利付債の発行年限

変動利付債は、投資家アンケート結果を見ると、年限3～5年を希望する意見が多く、府としても、長期にわたって金利変動リスクを負う危険を回避するため、発行年限を5年までとし、金利上昇局面では、借換の際に固定金利化を図ることとします。

※ 投資家アンケートの結果については、別添のとおり。

(4) 条件決定方式の検討

○ 発行形態に応じて、最も透明性が担保されるとともに、安定的な調達が可能と考えられる条件決定方式について検討する。

発行形態に応じて、最も透明性が担保されるとともに、安定的な調達が可能と考えられる条件決定方式を検討する必要があります。その際には、現在の基幹債の条件決定方式である引合い方式のあり方も含めて検討を行います。

変動利付債や中・短期債の導入に当たって、シンジケート団を組成するかどうか、主幹事方式等を導入するのか、現行のイールドダッチ方式（※）とシェア引受の組み合わせ方式が適当か、といった点を中心に、金融機関の意見も聴きながら検討します。

（※）入札参加者は、引受希望額とその利回りを入札、低い利回りから順に落札とし、発行予定額を満たした最高利回りをもって発行条件とする方式。

【参考】現在の基幹債（5年・10年市場公募債）の条件決定方式

地方債引受シンジケート団による引受を基本としつつ、発行額の6割を引合い（イールドダッチ方式）による割り当てとする。

5 リスク管理ルール

府債の発行管理に当たっては、各種リスクに対する備えを講じておく必要があります。一般的に、金融リスクは、市場リスク（金利変動リスクや流動性リスクなど）、信用リスク、オペレーショナル・リスクなどに分類されますが、ここでは、府債発行管理において問題となる市場リスクについて、基本的なルールを取り上げます。

（※）信用リスク、オペレーショナル・リスクについては、別途検討していきます。

なお、リスク管理ルールについては、この基本的なルールを踏まえ、今後、実務を重ねる中で、より詳細なルール化を図っていくこととします。

（1）金利変動リスク

- 平常時は、これまで以上に金融市場の動向や、市場における府債の状況について注視していく。
- 金利が著しく変動する局面においては、変動金利割合の見直しとあわせて、機動的に府債を発行できるよう、柔軟性の確保に努める。

変動金利割合を高めることは、金利上昇に直接連動して利払い額が増加することを意味するため、これまで以上に金融市場の動向や市場における府債の状況などに注意を払う必要があります。平常時は、情報ベンダーの活用も強化しつつ、概ね以下のような点に注視していきます。

- 金利指標の動向（イールドカーブの動き）
- 市場における府債の流通金利
- 内外の経済イベント
- エコノミストの見解
- 税収の動向
- 金利更改のタイミングと、その対象となる府債の額
- 当面の借換予定額と資金需要の動向
- 国・地方の税財政制度等の変更

その上で、金利が著しく変動する局面においては、機動的に府債ポートフォリオの見直しを図っていくこととします。

どのような事象が発生した場合に、どのような見直しを行うかについては、機械的なルール付けは困難と思われそうですが、変動金利割合の見直しとあわせて、年

度途中においても、発行計画にとらわれず機動的に府債を発行できるよう、柔軟性の確保に努めます。

(2) 流動性リスク

- 市場が著しい混乱をきたした場合には発行を延期するとともに、年度末などで延期・休債が困難な場合には、銀行等引受債への振替などの措置を講じる。

流動性リスクは、投資家側からみれば、市場の混乱等により、市場での取引ができない、または、きわめて不利な条件での取引を強いられることにより損失が発生するリスクですが、地方債の発行体として留意すべき流動性リスクは、地方債市場における流動性が極端に悪化し、発行に当たって過大なプレミアム（上乗せ金利）が要求されるリスクといえます。

府では、現在でも、市場が著しい混乱をきたした場合、発行を延期することをルール化しています。引き続き、このルールを適用するとともに、年度末などで延期・休債が困難な場合には、引受金融機関との協議のうえ、銀行等引受債への振替などの措置を講じることとします。