

第2回 大阪府財務マネジメント委員会 議事概要

- 1 日 時： 平成23年3月29日（火）午前10時～11時45分
- 2 場 所： 三菱東京UFJ銀行大手町ビル4階会議室
- 3 出席者： 梅田会長、江夏委員、小川委員、河村委員、須江委員、玉岡委員、浜田委員、
福田委員、室町委員（敬称略）
- 4 議 題
 - （1）調査分析報告書について
 - （2）今後の進め方について
- 5 主な議事概要

- **資料2** 財務マネジメントに関する調査分析報告書（案）について、事務局説明後、各委員による意見交換および質疑が行われました。委員の主な発言は以下のとおりです。

《税収と金利の相関分析について》

- ・ 税収と金利の相関は変わっていくものであり、必ずしも、過去はこうだったので、将来もこうなるとはいえない。毎年点検をしながらフィードバックしていくといった今後の使い方に留意していく必要がある。
- ・ 金利が0を下回らないという想定でシミュレーションを行っているため、税収の増減がマイナス側に入らないグラフになっている。税収がマイナスになっても、金利はゼロ以下にならないので、その分、利払いを減少させる効果がついていかないということをコメントしたほうがよい。

《変動金利の割合について》

- ・ 変動金利の割合は、20%や25%という決め打ちではなくて、このくらいまでの水準であれば、リスクをコントロールしながら運営していけるというような方向に持っていく必要がある。
- ・ 最適な変動金利の比率はかくあるべきと決め打ちする必要はないが、一方で、一定の目安は必要であり、その目安を考えるには、損益のぶれ幅がいかにかいかに一つの基準を置いていくべきではないか。

全額固定あるいは全額変動にするよりは、一定割合の変動調達を入れるということで、ぶれ幅を小さくできる、すなわち、変動比率が20～25%くらいが、ネット増減、つまりリターンのブレが最小だということが一応見てとれる。これ以外にも多数の金利シナリオを走らせてみたが、それでも20～25%くらいがブレ幅が一番小さいことが見て取れるので、いくつか条件・前提をつけてのことではあるが、一つの妥当性ある目安として使ってもいいのではないかと思う。ただし、税制の変化等、構造的な変化に対する相関分析の限界には十分留意すべき。

《変動調達の期間の問題》

- これから金利がどちらの方向へ動くかという、上昇するしかない。こういう状況では、変動の方が金利リスクが高いと思う。そうすると、変動利付債を発行するときに、どういう年限で発行するかということが、一つの観点ではないか。満期の設定が長くなると、それだけ先々の金利変動リスクを大阪府として負わなければいけないということ、変動利付債のデメリットとして挙げておいてもいいかと思う。

逆に、短期の債券については、先々の金利リスクを負担する期間が限定的になるメリットを加えてもいいかと思う。

《金利シナリオの設定について》

- 金利シナリオの背景に、どのような経済の状況があるのか説明がつくようにしておいたほうがよい。

例えば、ストレスシナリオ①は、足元の短期金利が6%まで上がっている。おそらくこういう状況になると、中央銀行としては相当な引き締めをするのではないかと思う。H30年位から下降局面に入るが、その直前の段階のところで、ちょっと逆イールド（長期金利よりも短期金利が高い状態）になるような状況を作っておいたほうがいいのではないか。

また、ストレスシナリオ③は、金利と税収が連動しないケースとのことだが、これは、税収が金利上昇ほどには上ってこないスタグフレーション（不況とインフレが同時に進行する状態）シナリオ。H31年くらいから金利が上がっていった後、スタグフレーションになったときの横ばいのところで、長短の金利差が2%となっているが、これをもう少し詰めてもいいのではないかという気がする。

《打ち出し方について》

- どうして今まで金利が固定だったのか、歴史などを考えてみたが、まず、行政には予算という仕組みがあるので、予め分かった額を計上する必要がある。また、償還のときには、将来の地方税が担保になるが、一部の地方債に関しては、さらに交付税措置という国税のバックアップがあり、地方税・国税という二重の担保があることから、金利コストに関してはあまり問題にしないでよかった。

こうしたことで、これまでは固定金利でよかったのだと思う。しかし、担保であるはずの地方税と国税の先行きが分からないということで、きちんと買ってもらえるかが非常に不安になっている。そこで、運用を見直そうということが1点。

次に、大阪府、あるいは地方自治体や日本全体でやっていることとの関連で考えると、行政は税を取って、住民なり国民にとってよいと思われるサービスを提供してきたが、住民側でどういうサービスを選ぶかという発想はなかった。

最近これが変わってきて、例えば介護保険であれば、措置制度から契約に変わったが、こうした「住民自らが受けるサービスを選ぶ」という側面が、いろいろなところで強くなっている。地方債というのは市場そのものなので、そこに選択を入れるのだということ。

これがもう1点。

- ネット増減という考え方は、すなわち、現時点からみて、今後税収が下がったら、金利でカバーできるという、いわば機会損益という考え方。金利リスクをとって変動にしたら、金利で負けるかもしれないけど、税収と金利の相関関係があったら、税収でカバーできる、そういうコンセプトだと思う。今と比べて、過去と将来について、税収と金利とをマーク・トゥ・マーケット（時価評価）で管理ができればきっちりとコントロールできる。そういう打ち出しをすべきではないか。

《震災の影響について》

- 震災の要因は、来年度の下半期から取り組みを始めるということであれば、足元の影響は間違いなく大きいと思う。ただ、この資料は、資金調達のあり方を検討するためのもので、手法を変えたら利払い費や金利リスクがどう変化するかを示すことが主眼の資料であって、先々の大阪府の利払い費を予測することが目的の資料ではない。金利シナリオに。震災の要因を入れておくという手もあるが、報告書を対外的に出す直前でもあるので、その要因については除外しているということを一言付け加えておくという方法もある。

《臨時財政対策債の取扱いについて》

- シミュレーション分析上、平成24年度以降の臨時財政対策債を外している。確かに臨時財政対策債がどうなるかは国の動きではあるが、交付税改正法では、臨時財政対策債の期間は3年間ということになっている。
大阪府では、実質府債残高という指標で府債残高を管理していると思うが、そういう考え方であるなら、その旨を書いたうえで、臨時財政対策債をシミュレーションから除くということでもいいのではないか。

《その他》

- 8ページの囲みの中に「変動金利は固定金利より低い」とあるが、これは「短期金利が長期金利より低い」とすべきではないか。変動金利は、期間の短い金利に合わせることが多いので、結果的に変動金利は固定金利より低くなることが多いというような説明を入れたい。

○ 今後の進め方について、事務局説明後、各委員による自由な意見交換が行われました。委員の主な発言は以下のとおりです。

- この分析におけるネット増減という概念には、基本的に賛成。ただし、金利は毎日動くのに対して、税収は、景気変動に一定期間遅行して上下するうえに、それが足元の成長率、今の金利、今の物価を反映するのではない。そういう意味では、ネット増減というのは、大きな流れを決めるときの考え方でいいと思う。
- 実際の足元のオペレーション、政策を決めていくときには、もうちょっと判断しやすい

指標または目安を考えておいたほうがいいのではないか。例えば、イールドカーブ（横軸に償還までの期間、縦軸に利回りを置いた場合の、期間ごとの利回りのグラフ）の形から見たときに、だいたいの目安として、どのくらいになったときに、固定と変動の比率を、どちらの方向に動かすのかというルールを目安を、ある程度考えておいたほうがいいと思う。

- 特にスワップ取引は、実務上の課題がたくさんあって、実行に移すまでに相当の苦労があるのではないかという気もする。変動調達したうえ、何かあったときには固定でスワップをかければ良いというわけにはいかないかもしれない。期間設定とかも考えられるような仕掛けをしておいた方がいいと思う。
- 金利のキャップ（金利上限特約）に関して、リスクとリターンのバランスを取るためのルールができていれば、利払いの削減の効果を犠牲にしながら、悪いシナリオのときのヘッジとして考えることができる。もしキャップ付きの地方債が販売できないのであれば、キャップを外側で手当てするという方法も可能ではないかと思う。
- レギュレーション（規制やルール）から進めると大変ではないか。逆に、何をやりたいのかを詰めていけば、バタバタと進むのではないかという気がする。

以上