

## 第10回 大阪府財務マネジメント委員会 議事概要

- 1 日 時： 平成28年7月27日（水）午後1時30分～午後3時30分
- 2 場 所： 東京八重洲ホール2階 201会議室
- 3 出席者： 入浦会長、今井委員、江夏委員、大崎委員、河村委員、須江委員、玉岡委員、  
浜田委員、宮田委員（敬称略）

### 4 議 題

- (1) 直近の大阪府債の状況等について
- (2) 平成28年度大阪府債下期発行計画（案）
- (3) 今後の資金運用手法の検討について

### 5 主な議事概要

○議題（1）～（3）に関して、それぞれ資料1「直近の大阪府債の状況等について」、資料2-1「平成28年度大阪府債下期発行計画（案）」、資料2-2「大阪府債の発行状況及び各種指標について（民間資金）」及び資料3「今後の資金運用手法の検討について」に基づき事務局説明後、各委員による意見交換及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。

#### 《直近の大阪府債の状況等について》

・資料1にある、「地方債が日本銀行の買入対象になる場合」が気になっている。国債においては、マイナス金利付き量的・質的金融緩和が導入される前から、入札では利回りがマイナス金利となる状況が続いてきたことから、大阪府においても（日本銀行の買入れに備えて）オーバーパー発行の準備をすることは必要だと思う。

・長期的視点、安定調達の観点からすると、足元の短期的なスパンでローンとボンドとの金利差がこれだけ乖離しているから今後のローンの借入れを見直すということは、議論として少し性急な気がする。ローンは債権譲渡の方法もあるにせよ、本来、銀行としては長く抱える前提のもとで保有しているものであることから、ローンとボンドとはそもそも異なる形での調達方法である。長期的視点や安定調達の観点からすると、これまでいろいろな危機があった中でローンの果たしてきた役割はある。

・例えば市場の金利がマイナスに沈んで地方債が銘柄の中で選別される時代とか、今後、そういった時代も見据えた場合に、ローンという一つの大きな調達手段を閉ざしてしまうということはいかかなものかと思う。長期安定的に調達するという観点からは、多様化のために一定程度置いておく方が良く思う。

・大阪府のような規模の大きい地方公共団体が、日本銀行の金融政策に基づく金融市場の状況に基

づいてオーバーパー発行をすることが自然な流れなのか、国や中央銀行の限界を考えると、そんなに長くできる政策ではないので、それに振り回されて大阪府がオーバーパー発行をする必要があるのかという感じはする。

- ローンの調達、安定調達を考えると極めて大事な手段なので、足元の市場環境に拘泥することはない。

- 大阪府の場合は一部引合い方式であるので、本当にマイナス利回りでもシ団が消化できるのか。つまり、一部引合い方式自体が成り立つのかどうかという問題も出てくると思う。

- 地方債もオーバーパー発行に踏み切る機会も出てくるのかなと感じている。ただ、オーバーパー発行と言っても、プラスの利回りが残っている世界、ゼロの世界、マイナスの世界の三つの次元で局面がかなり違う。プラスの利回りが残っている限りでは、かなりの需要は残っていると思うが、ゼロになるとその需要が相当剥げ落ち、マイナスになるとさらに相当減る。でも、100億円発行できないかということ、安定性と継続性の面でどうかということはあるが、できないことはない。

- 大阪府は引合い方式を採用しているので、マーケットの関係者からすると、ゼロに行くかマイナスに行くかという微妙なステージの先頭を切って欲しくないと思っている。微妙なさじ加減が要求される局面なので、先頭を切るのには主幹事方式であって欲しい。引合い方式だと発行手数料の吐き出しという形で、実勢よりもやや低めで入札するようなケースも出てくるので、こういう微妙な場面で先頭を切るのにはマーケットの評判や評価を考えると望ましくないと思う。

- ローンについては、単純にこっちの方が安い高いということで高い方をやめてしまうというやり方よりは、調達の多様化を引き続き継続していく方が良いと思う。年度途中の資金の調整弁的な役割を果たしてきたところもあると思うので、残すべきではないか。

- 安定調達という部分を考えていくと、たしかにローンの必要性は認めるべきものであるが、一方で、商品性のところで何か検討する余地がまだあるのではないかと。必ずしもデュレーションを短くすれば銀行が受けやすいなど、そういう単純なものではないと思うが。

- 仮に日本銀行が地方債を買入対象にした時に大阪府がオーバーパー発行をすれば、そういうマイナス金利での発行ができるようになった大阪府債を買う投資家はどのようなところが想定されるか。

- 日本銀行や日本銀行に転売できる人になるので、ほとんどは証券ディーラーが占め、市場参加者は非常に少なくなると思う。今、地方債の投資家は大手の銀行から地方の諸法人までいるが、そのうちの8割がゼロになった瞬間にいなくなる。残りの2割でゼロはできるが、マイナスになると、日本銀行に投げ込むという形のトレードばかりになると思う。

## 《平成28年度大阪府債下期発行計画（案）》

・長く続かないかもしれないこの異常な低金利下で、なるべく長く資金をとっておくというのは、大阪府財政にとっては非常に良い。上期に比べて1回あたりの発行額を増やすのは、今、入札が過熱している中で取れる玉が増えるので、マーケットフレンドリーな計画だと感じている。

・この計画で良いと思う。こういう金融状況なので、フレックス枠などを使って、可能な範囲でできるだけ長めの調達ができれば良いと思う。資料2-2にあるとおり平均調達期間や発行年限が伸びているのも良い。ただ、大事なことは民間投資家に大阪府債を買っていただいて平均調達期間や発行年限を伸ばすということで、何でもいから伸ばせば良いというものではない。やはり今の段階では、しっかりした機関投資家の方などに買っていただいて、年限を伸ばしていくというのが、何より安定調達にとって大事で、良いことだと思う。

## 《今後の資金運用手法の検討について》

・（相殺枠超えの運用について）資料3に金融機関が破綻した場合の元本毀損リスクと書いてあるが、極めて抽象的理論的なものだと思う。これは何を預金するか次第であり、譲渡性預金でなければ即時解約できるので、まさか朝起きたら金融機関が破綻していたなんてことはないと思うので、その問題は事実上ない。格付けを信用して良いのかという議論があるのは承知した上で言うが、例えば複数の格付け機関の格付けを一定程度取っているというのを前提に預金するのは全然問題ないと思う。

・財投機関債の購入についても早急に実施するべき。財投機関市場の現状として、0.0005%のものを買いにいかないといけない立場だが、それを買うのが良いか悪いかと言うよりも、早く買わないとそれもなくなってしまおうというのが実態だと思う。

・財投機関債を購入すること自体もそうだが、プライマリーの商品に関しても、これはぜひ購入していくべきだと思っている。また、オーバーパー発行の債券が出てきた時の取扱いとか、マイナス金利の水準のものをどうするかということも検討の中に入れていくべきだと思う。

・財投機関債のリスクウェイトは10%だが、今のところデフォルトの事例はない。時々、政府の財投機関改革によってセカンダリーの価格が変わることがあり、時価評価をする投資家が持つリスクは出てくると思うが、時価評価があまり関係ない投資家が買うには財投機関債は非常に良い債券だと思う。

・プライマリーの購入についても、すでに地方債でもセカンダリーはマイナスなので、プラスの利回りを確保する意味では、早急に検討してはどうかと思う。

以上