

## 第20回 大阪府財務マネジメント委員会 議事概要

- 1 日 時： 令和3年7月28日（水）
- 2 出席者： 伊藤会長、新井委員、江夏委員、柿本委員、河村委員  
玉岡委員、玉置委員、浜田委員、森委員
- 3 議 題
  - (1) 会長の選任について
  - (2) 令和3年度大阪府債発行計画（案）
  - (3) 外貨建て国内債の取組み
  - (4) その他

### 4 主な議事概要

○冒頭、委員の互選により、伊藤委員が会長に選任されました。

○議題（2）から（4）に関して、

- |       |                               |
|-------|-------------------------------|
| 資料2   | 直近の大阪府債の状況等について               |
| 資料3-1 | 令和3年度大阪府債発行計画（案）における課題と対応について |
| 資料3-2 | 令和3年度大阪府債発行計画（案）について          |
| 資料4   | 外貨建て国内債の取組みについて               |
| 資料5-1 | 資金運用の一部再開について                 |
| 資料5-2 | 資金運用の実績について                   |
- に基づき大阪府が説明を行いました。

### 【大阪府の説明ポイント】

#### 《議題（2）について》

- ・米国FOMC（連邦公開市場委員会）が2023年末までの利上げを示唆するなど、金融市場に動きはあるものの、依然、新型コロナウイルス感染症の拡大懸念などから、不透明な状況は続くと思込まれる状況を踏まえ、令和3年度大阪府債発行計画（案）を、次のポイントで策定。
  - ① 出納整理期間（令和4年4・5月）に府債の発行が集中しないよう、可能な範囲で通常債を前倒し発行することで、発行額の平準化を図る。
  - ② 外貨建て国内債の発行に取り組むことで、投資家層の拡大を図り、安定調達などへつなげる。
  - ③ 投資家や市場関係者に分かりやすく説明する観点から、公的資金の配分が無い場合の市場調達額を示しつつ、公的資金の配分額を $\alpha$ とした発行計画を作成。 $\alpha$ が確定すれば、フレックス枠（1,400億円）から $\alpha$ を控除することで発行額を調整。
- ・市場公募債（10年及び5年）は、下半期も毎月200億円の平準発行とし、発行総額は7,600億円 $-\alpha$ とする。

《議題（3）について》

- 資金調達手法の多様化による新たな投資家層の確保や調達コスト抑制の観点から、外貨建て国内債の発行を検討。
- 発行に伴い想定されるリスクは、外貨を円に交換する際の契約相手方（金融機関）となるスワップカウンターパーティが破綻するなどにより、契約不履行が生じる場合のスワップカウンターパーティリスクや、円建て債対比で調達コストの抑制効果が生じない場合など、市場条件が整わない際の振替リスクを想定。
- リスクへの対応方針として、スワップカウンターパーティリスクは、発行年限5年以下の場合、格付けが地方債もしくは地方公共団体金融機関と同等以上の金融機関を選定。発行年限5年超の場合、5年以下の基準に加え、G-SIBs・D-SIBs（※1）の指定を受ける金融機関を選定することでリスクの極小化を図る。
- 振替リスクは、市場条件が整わない場合、外貨建て国内債の発行を見送り、円建て債への振替発行により対応することとし、円滑に振替対応が可能な時期や金額を設定。発行期限を2月末まで、発行規模を200億円程度とする。  
（※1）国際合意に基づき、金融機関ごとにシステム上の重要性を評価し、リスク・アセット対比で一定水準の追加的な資本の積立てが求められる金融機関。グローバルなシステム上重要な銀行（G-SIBs）及び国内のシステム上重要な銀行（D-SIBs）として、金融庁が指定。

《議題（4）について》

- 令和2年度は、新型コロナウイルス感染症の影響により資金状況が悪化したことから、新たな資金運用を休止した。令和3年度も引き続き、同感染症の影響が継続しているものの、資金に比較的余裕が見込まれる期間は短期運用を再開。一方、長期運用は、資金収支の見通しが不透明であるため、引き続き見送ることとする。

【委員の主な発言】

《議題（2）について》

- 超長期債は現在、旺盛な需要がある。
- 5年債、10年債は非常にマーケット環境が良く、200億円ずつの消化は全く問題ないと思っている。
- 前倒し発行による平準化はリスクヘッジのために、是非ともやっていただきたい。

《議題（3）について》

- 資金調達手法の多様化という意味で前向きな行動であり共感している。
- 大阪府は発行額も多く、資金調達手法の多様化という面からも、新しい起債にチャレンジするのは非常に良いこと。
- 外貨建て国内債のマーケットは、発行実績が出ているものの、投資家はこれから増えていく成熟段階である。継続して取り組むことを検討することが望ましい。

- 他団体の発行事例を見ると、多くの場合1回あたり100 億円以下の発行が多い。  
まずは100億円以下といった小口の金額から調達し、場合によっては複数回の調達も想定しながら、2月までの期限を定めて計画を立てるのが良い。
- 通常の地方債とは異なる部分があることから手続きは慎重に取り組むべき。
- スワップカウンターパーティの選定には格付けや実績をどうみるのか、複雑な事務が伴う。
- わが国の財政事情はコロナ危機で一段と悪化。短期国債を80兆円以上発行し、毎年、その借り換えを繰り返さざるを得ず、少しの金利上昇でも耐えられそうにない状態にもかかわらず、増税を含めた財政再建に向けた議論は全く手つかずのまま。このような国の財政運営が今後も続けば、国内の市場金利の大幅な上昇ではなく、外国為替市場の情勢に（資本移動規制の導入等の）変化が生じる可能性も否定できず、資料4にあるスワップカウンターパーティリスクや振替リスクに加え、「先行きの外国為替市場情勢の変化」というもう1つのリスクがあると考ええる。
- 実際の個々の契約文言にもよるが、先行きの外国為替市場をめぐる情勢や環境が大きく変化した場合、スワップカウンターパーティとの契約が途中で打ち切られる可能性があるのではないかと。その場合、大阪府の200億円の調達に突然、穴が開くことになりかねず、大阪府民の利益に繋がらない。
- 今は、通常通りの円建ての市場公募債や銀行等引受債により、大阪府債の入札は応募倍率も高く、長期の安定調達ができている状態であることから、現在の状況下において、あえて外国為替を要因とするリスクを取って外貨建て国内債の発行に踏み切ることは賛成できない。
- 為替リスクへのエクスポージャーを高める面があるのはその通りと思うが、他方、マーケットが広がりを見せており、それはリスクを取ってでも調達にメリットがあると考えられる自治体が増えていることを示す。外貨建て国内債のマーケットを観察し、隙があれば入るといった姿勢はあるべき。
- スワップ契約において先行き大きな為替変動があった場合、契約が解除されることは、法的に有効なのかリーガルオピニオンがいると思う。
- 大きな為替変動に対するリスクは、外貨建て国内債固有のリスクというよりも、国内債を含めたリファイナンスリスク、マーケット全体のシステムリスクの観点からとらえるべきで、大阪府が外貨建て国内債の発行を避けるというだけでは対処は難しい気がする。
- 外貨建て国内債に論点を絞れば、スワップカウンターパーティリスクの極小化に尽きる。仮に、グローバルマーケットの中の一部である日本のマーケットにシステムリスクが顕在化しても、それに耐えうる、そのリスクを抑えうる展開をしているスワップカウンターパーティであればリスクが多少は減るといった考え方もできる。

### 議題（３）にかかる追加調査

#### ○追加調査の背景

委員より、スワップカウンターパーティとの契約について、中途解約の条項にかかる意見があったため、委員会終了後、事務局が追加調査を実施。令和３年８月１８日に全委員へ結果を報告。

#### ○追加調査結果の概要

- ・複数の金融機関に確認したところ、スワップ契約締結後の為替変動については、中途解約の条項には該当しないとの回答。
- ・上記のほか、中途解約の条項に解約される事態が例示されているが、それに該当する場合においても、スワップカウンターパーティは一方的な解約はできず、双方で協議するとされている。

#### 《議題（４）について》

- ・新型コロナウイルスのワクチン接種が進むと世界が一変するのではないかという期待がある一方、ワクチンの普及の遅れや変異株の出現により依然として不透明感があり、危機対応の準備を解除するのは時期尚早である。
- ・政府は危機対応融資、日銀は社債オペによる資金供給を継続するなど、危機に対する対応を崩していない。
- ・コロナ後の平常時に戻る政策は時期尚早なので、資金運用より手元の資金の流動性を厚くしておくというスタンスについては十分理解できる。
- ・令和２年度は、補正予算１８回のうち７回が専決処分され、今年度も５回の補正予算のうち何度か専決処分であった。また、予算の未執行の部分がかかなりある。そして、今年も財政調整基金を取り崩し、大阪府独自の事業を行っているが、こうした状況は、財政規律の点から問題であり、資金運用や発行計画に影響が出かねず、注意を払っていくとともに、影響が出る場合は委員に知らせてほしい。

以上