

地方公共団体が安全かつ効率的な債券運用を行うために

～仕組債の損失及び異次元金融緩和政策下の運用債券の損失を踏まえて

1	仕組債による資金運用及び資金調達が社会問題となった時代	
(1)	仕組債にドル円為替などがリスクの引き金（トリガー）として埋め込まれていた	1
(2)	仕組債の損失はリーマンショック後の円高により生じ、異次元の金融緩和による円安が救った	1
(3)	金融商品取引法 2010 年改正：地方公共団体は特定投資家（プロ）から一般投資家（アマ）へ変更	1
2	異次元の金融緩和政策下の債券運用は、金利上昇による債券含み損リスクを内包していた	
(1)	債券価格（時価）は市場利回りと時間経過により決定される	2
(2)	異次元の金融緩和政策（2013/4～）は債券含み損失発生リスクを高めた	3
(3)	日銀の長期国債金利 0%程度統制が促した超長期債券投資は、含み損による塩漬けリスク内包	4
3	地方公共団体における債券含み損に対応し、最善の業績を追求するために	
(1)	資金の性質に応じた運用の必要性	4
(2)	すべての特定目的資金の一括運用は安全かつ効率的な資金運用の前提	8
(3)	会計資金「歳計現金等」の債券運用は最も確実かつ有利な保管の前提	11
(4)	旧来の債券含み損対応の効果を検証する	14
	付録[1]債券売買における（市場）利回りの重要性	
(1)	利率と利回りの違い ～利率は債券額面に対する利子収入の割合、利回りは投資金額に対する運用収入の割合	19
(2)	債券運用収入は（市場）利回りと相関関係	20
(3)	債券売却の意味を踏まえた効率的な債券運用	23

1 仕組債による資金運用及び資金調達が社会問題となった時代

(1)仕組債に円と米ドル・豪ドル等の為替などが引き金（トリガー）として埋め込まれていた※

①仕組債運用（＝30年債購入）における利子喪失リスク

ア)当初1年等3～5%等高利回り⇒運用側に有利な円安継続の場合⇒債券発行元が繰上償還

イ)当初1年等3～5%等高利回り⇒円高発生の場合⇒0%近辺利子

⇒巨額な含み損が付されるため解約不能＝満期(30年後)まで塩漬け債券保有

②仕組債調達における超高金利リスク

20年債発行：最初は金利1%⇒円高発生の場合⇒調達金利6～10%に跳ね上がる

※仕組債のリスクの引き金（トリガー）は他にアルゼンチン国債、長短金利差等があった

(2)仕組債の損失はリーマンショック後の円高により生じ、異次元の金融緩和による円安が救った

①2009年リーマンショック後：100円を下回る円高が生じ、リスクが露呈した（参照：図1）

ア)仕組債による運用：満期30年まで0%近い金利の塩漬け仕組債保有を強いられた

地方公共団体、公営企業、外郭団体、大学などが仕組債に投資

イ)仕組債による資金調達：6～10%の調達金利の支払いを強いられた

大分県等都道府県13団体、政令指定都市11団体※2008年3月時点、計画中含む

②2013年異次元の金融緩和政策後：100円を上回る円安が生じ、リスクを抑制（参照：図1）

ア)仕組債による運用改善：運用利回り上昇⇒発行元が繰上償還⇒塩漬け仕組債から解放

イ)仕組債による資金調達改善：調達利回りの低下⇒高い利子負担からの解放

(3)金融商品取引法2010年改正：地方公共団体は特定投資家（プロ）から一般投資家（アマ）へ変更

①地方公共団体等の仕組債による資金調達・運用損失拡大がリスク管理能力欠如を示した

②金融庁『コメントの概要及びコメントに対する金融庁の考え方』

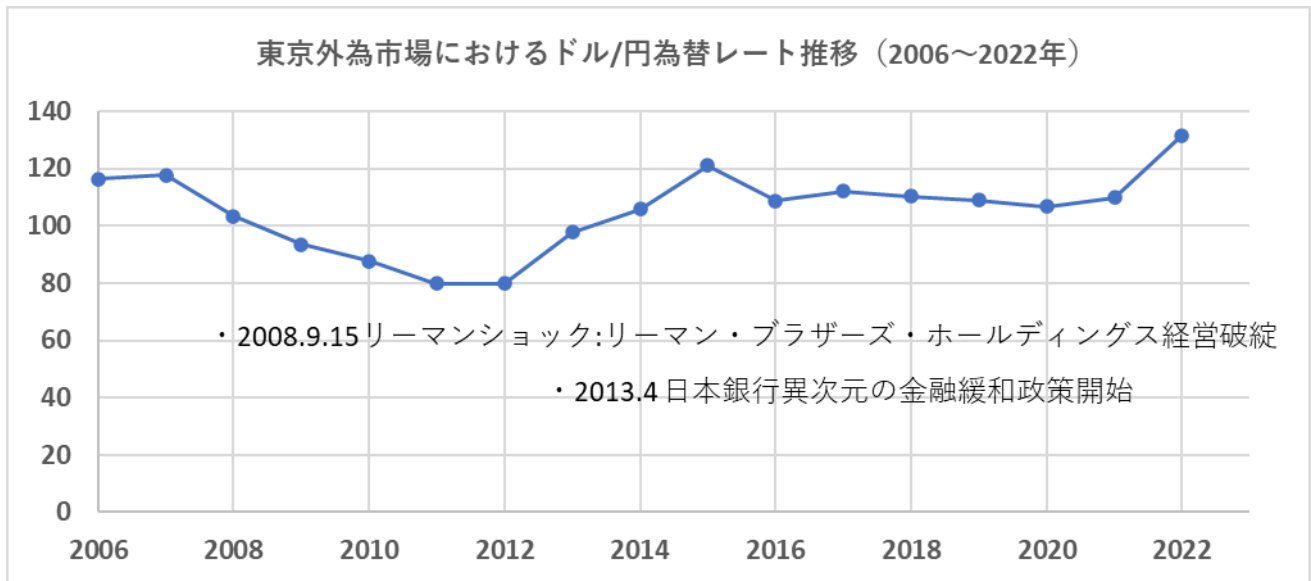
地方公共団体には、必要な金融知識を踏まえた投資判断が行われ得る態勢が必ずしも整っていない団体も含まれることに鑑み、投資者保護の観点から、特定投資家（プロ）に移行可能な一般投資家（アマ）に分類を変更することが適当と考えられます。

③一般投資家（アマ）に対する保護：特定投資家（プロ）は下記の規制がない

ア) 有価証券届出書提出及び目論見書交付の開示が必要

イ) 取引相手への広告規制、契約締結前の書面交付義務、適合性原則等の販売・勧誘規制

図1 2008年リーマンショック後の円高進行及び2013年異次元金融政策による円安進行



出所：日本銀行ホームページ「東京外為市場における取引状況」、暦年平均レート（中心相場）

2 異次元の金融緩和政策下の債券運用は、金利上昇による債券含み損リスクを内包していた

(1)債券価格は債券市場利回りの変化と時間経過により常に変動している

①債券価格（時価）は**(b)**債券市場利回りと**(a)**債券表面利率（クーポン）の相関関係で決まる

ア)**(a)**債券表面利率（クーポン）は不変⇔**(b)**債券市場利回りは変動

イ)**(b)**債券市場利回り低下⇒債券価格上昇⇒債券帳簿価格を上回れば「含み益」発生

ウ)**(b)**市場利回り上昇⇒債券価格低下⇒債券帳簿価格下回れば「含み損」発生

図2 債券価格算定式

$$\text{債券単価} = \frac{100\text{円} + (a)\text{債券表面利率}(\%) \times \text{残存年数}}{100\text{円} + (b)\text{債券市場利回り}(\%) \times \text{残存年数}} \times 100$$

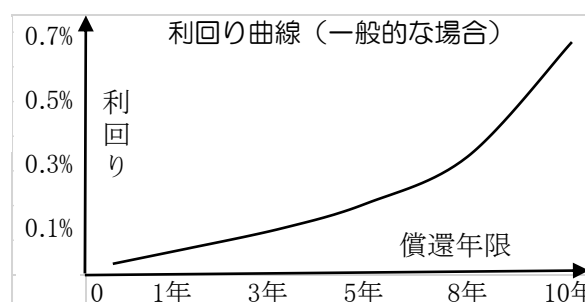
※額面=100円とした場合、実際の取引単位：1億円

②時間経過による債券価格上昇（ロールダウン）効果

ア)債券購入時点⇒時間経過＝償還年限の短期化⇒市場利回り低下（参照：図3）

イ)市場利回り低下⇒①イ)により⇒債券価格上昇

図3 債券利回りと償還年限の関係



注)金融引締めによる政策金利引き上げの場合、利回り曲線（イールドカーブ）が逆転（短期金利>長期金利）することがある

(2)異次元の金融緩和政策（2013/4～）は債券含み損失発生リスクを高めた

①永く続く異次元の金融緩和政策は、金利相場感を失わせた

超低利回り環境で、金利が少し上昇⇒有利な債券と思う心理⇒購入⇒含み損発生

②マイナス金利政策及び10年国債0%前後統制政策が続くため、超長期債（20年債、30年債）投資団体の増⇒市場利回り上昇⇒含み損が大⇒超低利で20～30年持ち続けなければならない

図4 超長期債券含み損拡大の構造

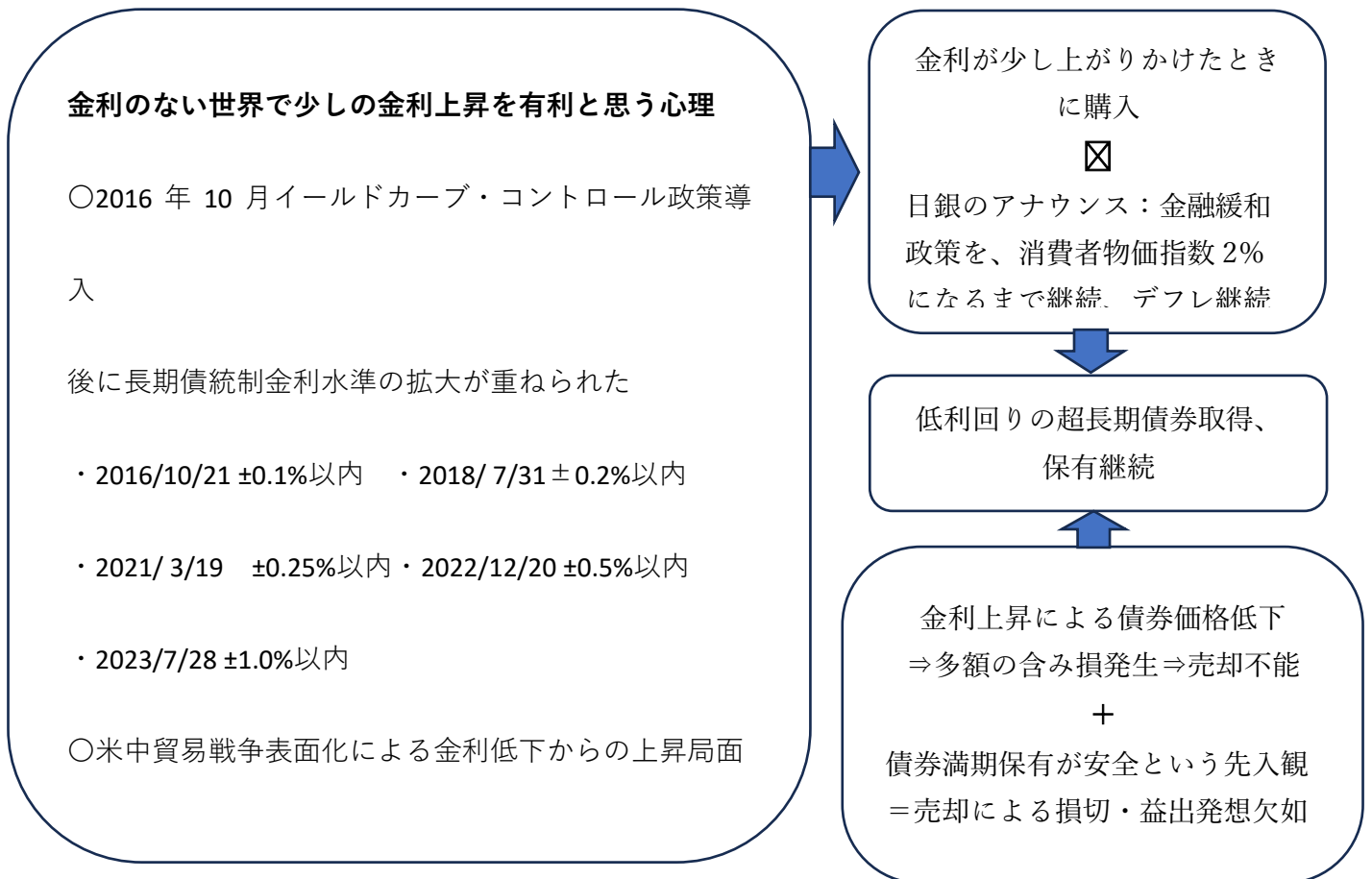
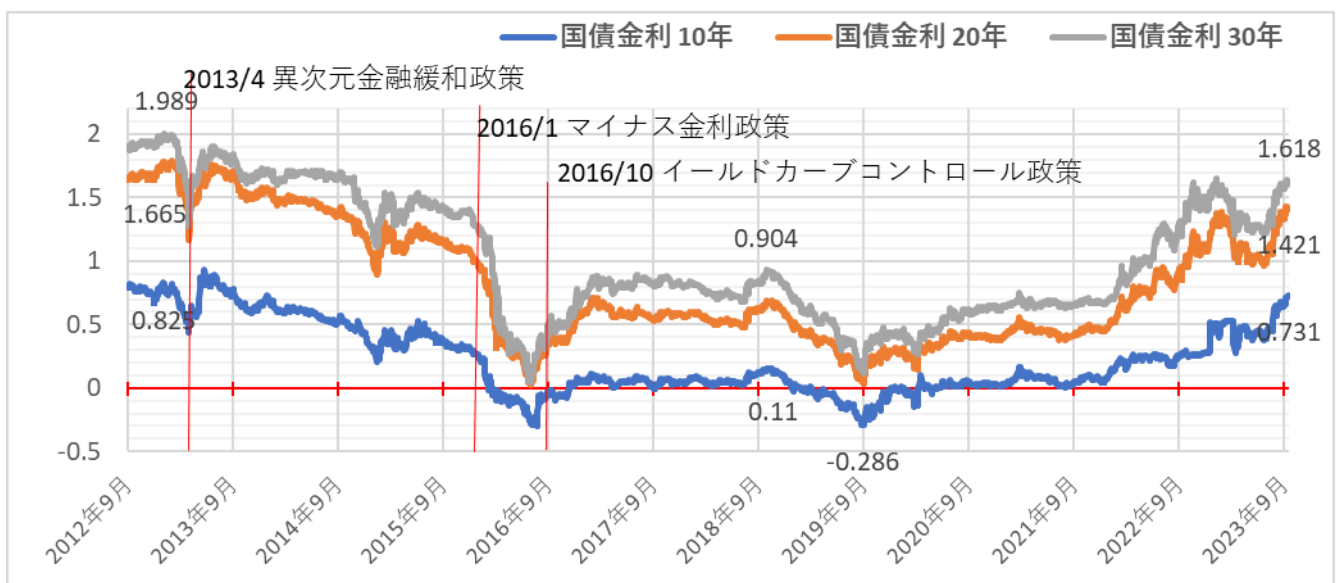


図5 2016年長短金利操作（イールドカーブコントロール）政策後の金利推移



出所：財務省国債金利情報

(3)日銀の長期国債金利 0%程度統制が促した超長期債券投資は、含み損による塩漬けリスク内包

①「同一銘柄債券の市場利回り＝当該債券購入時利回り」になるときまで、含み損は消滅しない

表1 債券含み損の事例 ※条件：債券表面利率＝利回りのときに購入

銘柄	表面利率	市場利回り	時価	簿価	含み損/1億円	償還日(残存年数)
第369回10年国債	0.50%	0.67%	9,851万円	1億円	149万円	2032/12/20(9.3年)
第175回20年国債	0.50%	1.365%	8,792万円	1億円	1,208万円	2040/12/20(17.3年)
第69回30年国債	0.70%	1.77%	8,010万円	1億円	1,990万円	2050/12/20(27.3年)

出所：日本証券業協会売買統計参考数値、2023/09/21 発表数値

②含み損が拡大すれば、流動性(支払資金確保)リスクが高まる

ア)基金取崩し時の現金準備のリスク(不確実性)

基金取崩しに必要な現金預金が少なく、含み損のある債券が多い場合

イ)会計資金「歳計現金等」の支払現金準備リスク

支払いに必要な現金預金が少なく、短期資金調達が困難であり、含み損のある債券が多い場合

3 地方公共団体における債券含み損に対応し、最善の業績を追求するために

(1)資金の性質に応じた運用の必要性

①2種類の性質の運用資金がある 特定(事業)目的資金、会計資金

②特定(事業)目的資金の性質を踏まえた一括運用

ア)非常に多くの事業目的に資金が分かれている

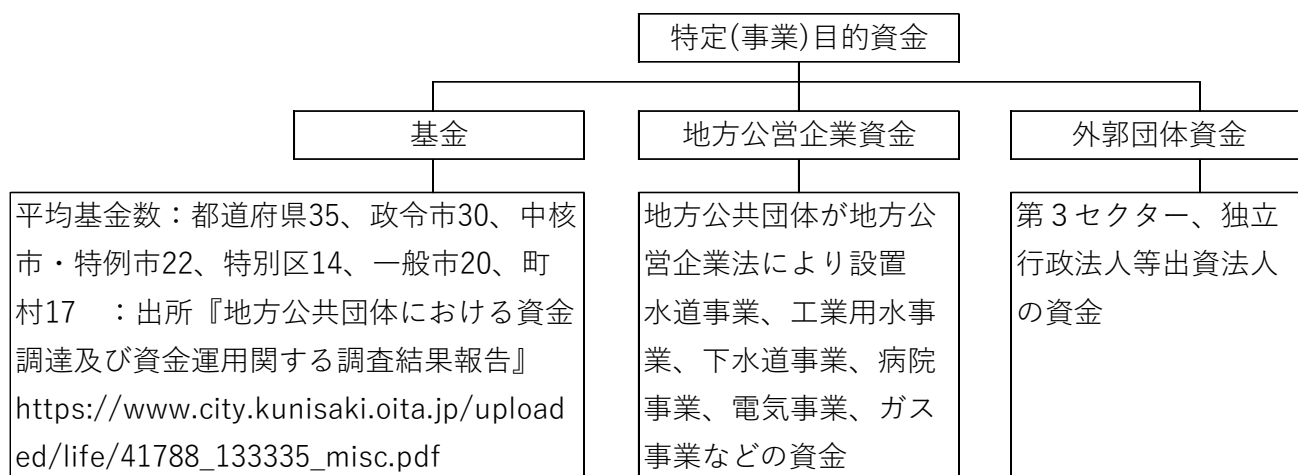
都道府県、政令市等は多くの基金及び外郭団体があるため、国東市より多くの資金がある

表2 大分県国東市の22に分かれた資金(2023年2月末) 単位：百万円

基金	残高	基金	残高	
財政調整基金	3,739	財前奨学基金	17	
地域振興基金	2,721	ふるさと応援基金	3,842	
過疎地域基金	77	地域福祉基金	783	
減債基金	1,556	ふるさと農村活性化基金	26	
公共施設整備基金	1,672	国東自動車学校基金	1	
サイクリングターミナル基金	11	国民健康保険基金	409	
サンコーポラス富来整備基金	28	介護保険介護給付費準備基金	335	
森林環境譲与税基金	16	下水道整備基金	37	
新型コロナウイルス対策基金	5	公営企業及び外郭団体資金運用基金	1,960	
		計	17,235	
公営企業 等資金運 用委託金	工業用水道事業 水道事業 下水道事業	120 90 200	市民病院事業 農業公社 計	1,500 50 1,960

※国東市土地開発公社は廃止を検討すべきため、除外している

図6 地方公共団体における特定目的資金の体系図



イ) 特定(事業)目的資金の運用目的の2面性

～2つの目的の調和を図り、最善の業績追求を図る

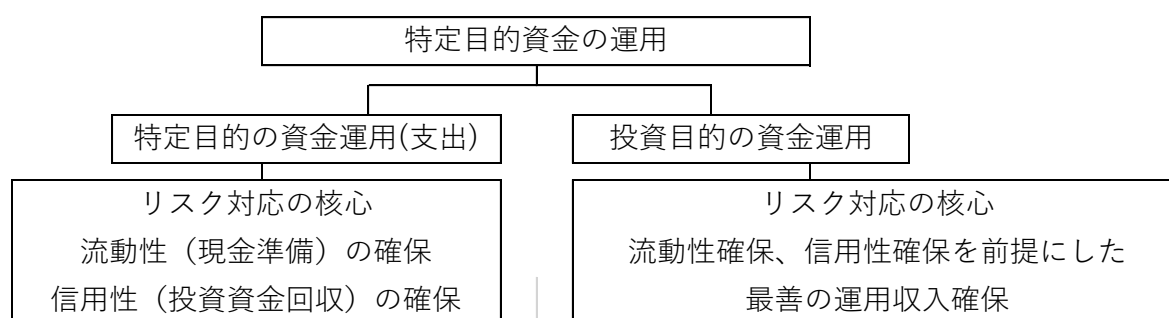
a) 資金運用目的：特定目的のための資金運用（＝基金を取り崩して支出）

地方自治法第241条②a)特定目的に応じた運用

b) 資金運用目的：投資目的のための資金運用

地方自治法第241条②b)確実かつ効率的な運用

図7 特定目的資金運用の目的の2面性



地方自治法（基金）第241条

普通地方公共団体は、条例の定めるところにより、a)特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立て、又は定額の資金を運用するための基金を設けることができる。

2 基金は、これを前項の条例で定める a)特定の目的に応じ、及び b)確実かつ効率的に運用しなければならない。

ウ) すべての資金を一括運用することが、安全かつ効率的な資金運用の前提

・ 特定（事業）目的に使用するための流動性確保を一括運用する現金預金で対応

・ 多くの特定（事業）目的資金の投資運用を一元的に行う

③会計資金「歳計現金等」の性質を踏まえた安全かつ効率的な保管の方法

ア)歳計現金等会計資金残高は巨額である 図8参照「都道府県 888 億円など」

地方公共団体は、なぜ巨額資金を預金のみで保管しているのだろうか？

イ)会計資金保管目的の2面性

～2つの目的の調和を図り、最善の業績追求を図る

a)資金保管目的：会計の支払いのための資金保管（＝歳出予算の執行に即応）

地方自治法第 235 条の 4 a)最も確実な保管

b)資金保管目的：投資目的の資金保管（＝運用利回りの良さ）

地方自治法第 235 条の 4 b)有利な保管

地方自治法（現金及び有価証券の保管）第 235 条の 4 普通地方公共団体の歳入歳出に属する現金（以下「歳計現金」という。）は、政令の定めるところにより、**a)最も確実かつ b)有利な方法によりこれを保管しなければならない。**

図8 会計資金の体系図及び保管目的2面性

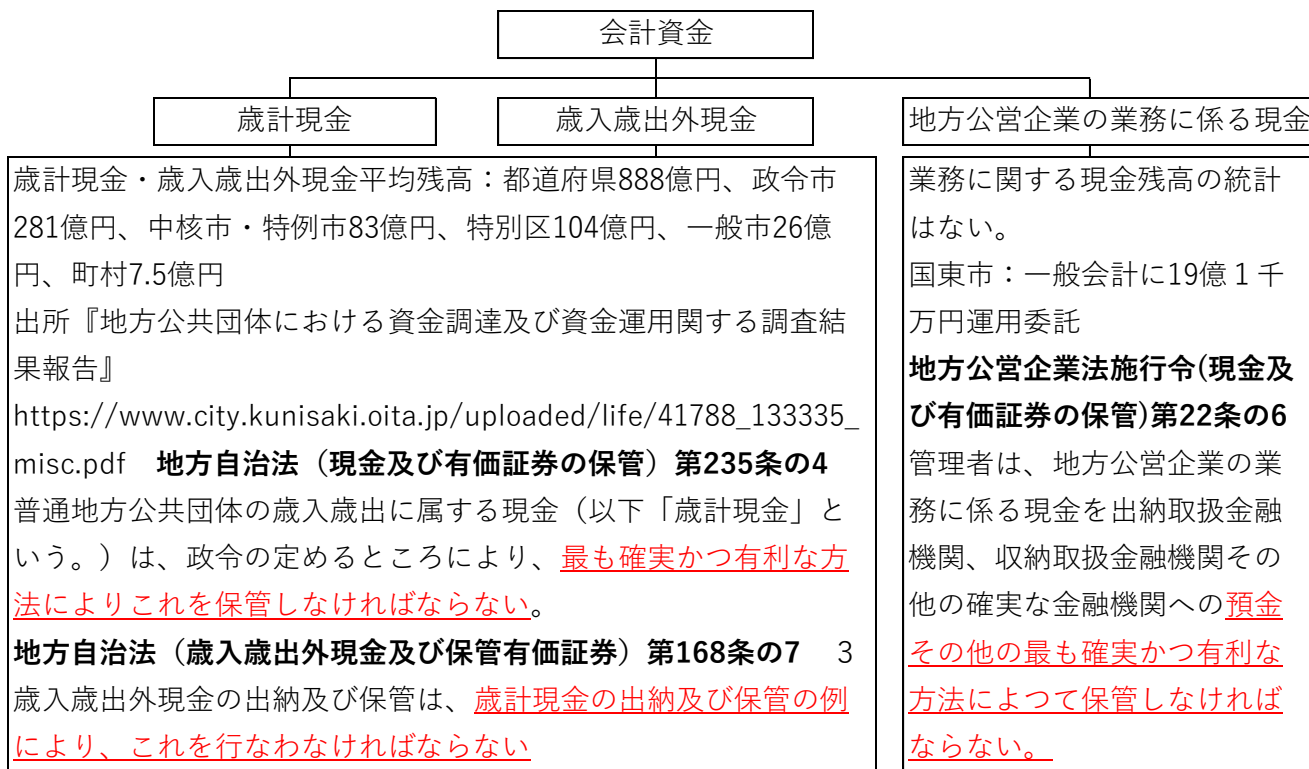


表3 歳計現金等の保管商品調査結果

	回答団体数	Q42. 歳計現金・歳入歳出外現金の運用期間をお聞きます					
		①1年以内、又は一会計年度以内の短期運用	②1年を超える預金運用	③10年以内債券で運用	④10年を超える超長期債券運用	⑤原則1年以内、住宅敷金等10年以内債券運用	⑤原則1年以内、預金担保用定期預金は10年超コーラブル預金
都道府県	37	33		2		3	
政令市	15	15					
中核市・旧特例市	66	64		1			1
特別区	13	13					
市	124	119	2		3		
町村	69	64	2	2		1	
合計	324	308	4	5	3	4	1

出所『地方公共団体における資金調達及び資金運用に関する調査結果報告』

調査対象：都道府県、政令市、中核市・旧特例市、近畿・九州（除く熊本県）市町村

ウ)会計資金は預金で保管されている 324 団体中債券運用 8 団体（2%）

エ)会計資金を預金で保管する 2 つの理由

1.)支払資金不足が見込まれる時期がある 235 団体（75%）

2.)自治省行政課長通達(昭和 38.12.19)が預金保管を求めている 61 団体（19%）

行政課長通知において、歳計現金の保管は預金によることを原則とするとしたのは、
下記「自治事務次官通知（昭和 33.6.14 自乙財発第 4 号）」を基にしている。

自治事務次官通知（昭和 33.6.14 自乙財発第 4 号）○地方公共団体における公金の取扱い 別紙
第三地方公共団体における公金の取扱いについて二出納長等の権限と責任においてなされる公金
の保管は、安全確認を絶対条件とし、かつ、当該地方公共団体の支払いに即応できるような形に
おいて行われるべきものであるから、出納長等が行う保管の形式のうち最も適当と認められるの
は確実な金融機関に対する預金の方法によることである。

表 4 歳計現金等を預金保管する理由に関する調査結果

	回 答 団 体 数	Q43.「歳計現金・歳入歳出外現金」を預金等の短期・中期運用に限定する理由をお聞きます：				
		①一会計年度 中に歳計現金 が不足する時 期が見込まれ るため	②自治省行政課長通知(S38. 12. 19)による【通知内容】歳計 現金における最も確実かつ有利な方法とは通常は金融機関に預金 して安全に保管することであり、かつ支払準備金に支障のない限り 適時適正に預金による運用の利益を図ることであり、これを基本的 な原則とする	③資金運用 規程に1年 以内と定め ている	④理 由は ない	⑤そ の他
都道府県	37	29		4		2
政令市	15	12		3	1	
中核市・ 旧特例市	66	51		13		1
特別区	13	5		6		2
市	124	92		23	1	4
町村	69	46		12		7
合計	324	235		61	2	14

出所『地方公共団体における資金調達及び資金運用に関する調査結果報告』

調査対象：都道府県、政令市、中核市・旧特例市、近畿・九州（除く熊本県）市町村

https://www.city.kunisaki.oita.jp/uploaded/life/41788_133335_misc.pdf

オ)会計資金「歳計現金等」の安全かつ効率的な保管の枠組みの考察が必要

・支払いに即応できる歳計現金の保管方法＝最も確実な保管方法

・有利な保管方法＝利回りが有利な保管方法

(2)すべての特定目的資金の一括運用は安全かつ効率的な資金運用の前提

①一括運用組織の整備

ア) 基金運用権限は首長権限であり、会計管理者に基金運用権限はない

イ) 会計管理者は財務管理上、首長と独立した内部けん制組織のため、基金運用できない

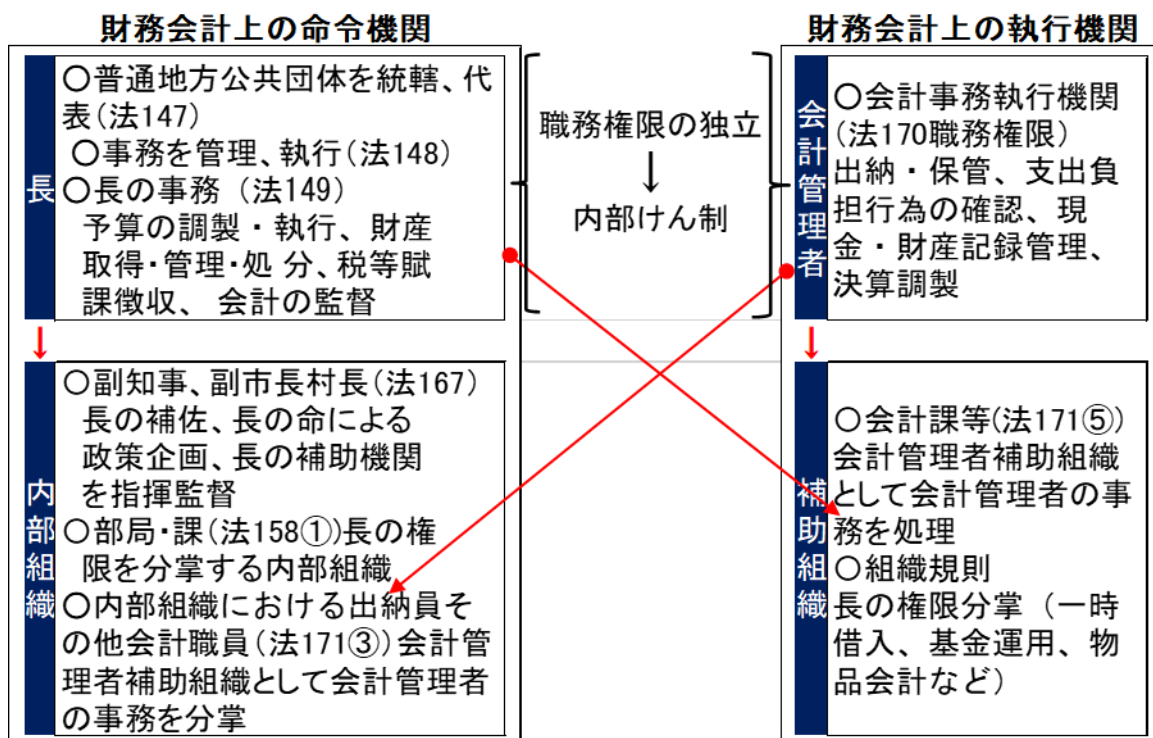
ウ) 会計管理者補助組織である会計課等又は財政課等に首長の権限事務を分掌させる方法

行政組織規則に、首長の基金運用権限を会計課等又は資金管理課に分掌させる規定整備

[地方公共団体の財務管理組織の特徴]

- ①長が命令（収入調定・支出命令）し、会計管理者が執行（出納・保管）する関係
- ②企業管理者の権限は財務管理事務全般に及ぶ（地方公営企業法第9条）
- ③財務管理のトップマネジメントを行うべき最高財務責任者（CFO）は存在しない

図9 財務管理における首長は命令機関、会計管理者は執行機関の構造



(注) 法：地方自治法

(出所) 総務省「長とその組織」https://www.soumu.go.jp/main_content/000451027.pdf を基に作成

エ)東京都等一部の団体が行政組織規則で会計管理者補助組織の基金運用権限を制定

東京都組織規程(会計管理局各部課の分掌事務)

第30条 会計管理局各部課の分掌事務は、次のとおりとする。

管理部 公金管理課

二 基金(定額の資金を運用するための基金を除く。)に属する現金及び有価証券の出納保管及び運用に関すること。

四 一時借入金その他支払資金に関すること。以下 省略

国東市会計管理者の補助組織設置及び市長の権限に属する事務の補助執行に関する規則(補助執行)

第5条 市長は、第3条に規定する職員に市長の権限に属する次の事務を補助執行させる。

④基金の運用に関すること ⑤一時借入れの決定に関すること。

(職員)第3条 課に課長を置き、課長は、会計管理者が兼ねる。

オ)基金運用権限がない課が運用をしている現状

1.)会計管理者補助組織が資金運用 240 団体/324 団体 (74%)

2.)首長権限の運用権限を会計課等に分掌させる規則がある 24 団体/240 団体 (10%)

カ)基金運用権限のない組織による運用の弊害

1.)会計課等が個々の基金所管課の指示により、基金の運用商品を購入している

2.)基金運用権限の一元化ができなければ、一括運用はできない

②すべての資金の一括運用を行う必要性

ア)複数の基金からの拠出による運用商品購入は一括運用ではない

利子収納するたびに拠出額で按分し、関係基金で積立てる⇒事務が煩雑になるだけ

イ)一括運用とはすべての基金を統合して運用すること

参照：国東市資金リスクマネジメント条例施行規則第33条

◎流動性（基金取崩しの現金準備）リスク抑制の核心

b-1)個々の基金の持ち分割合を個々の商品に適用しない

⇒基金の持ち分割合を超えて、基金取崩しに必要な現金預金を使用できる

b-2)基金残高と金融商品残高を総額で対応付ける

◎ 公営企業及び外郭団体資金を一括運用する手続き

- a) 一般会計に運用委託し、公営企業及び外郭団体資金運用基金に積み立てる

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(基金一括運用)

第 33 条 a)市が市公営企業等から運用受託する資金は、国東市公営企業及び外郭団体資金運用基金条例の規定により、国東市公営企業及び外郭団体資金運用基金に積み立て、一括運用を行う。

2 b)基金一括運用とは、b-1)個々の基金の一括運用基金全体に占める持分割合を個々の金融商品に適用せず、b-2)基金残高と金融商品残高を総額で対応付ける管理の方法である。

3 以下 略

ウ)運用収入の収納処理業務の省力化

運用収入を財政調整基金等の特定の基金で収入し、年度末に基金残高で按分し、各基金に振り替え、積立てる

エ) 基金管理事務及び例月出納検査における基金と運用商品照合業務の省力化

(個別基金運用の場合) 個別基金に分けた運用商品と金融機関等残高証明書の照合

(基金一括運用) 一括運用資金における運用商品と金融機関等残高証明書の照合

③一括運用収入を用いる債券損失償却

債券売却損失の償却を、個別基金の運用収入ではなく一括運用収入を用いて行うため、売却損失償却と相殺できる収入が拡大する。

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(売却損失の償却)

第 42 条 市は、売却損失を 1 年間の運用収入を限度に、償却することができる。

(2) 基金に属する債券の売却損失は一括運用する基金の運用収入調定から売却損失相当額を減ずることにより償却を行う。 以下 略

④一括運用収入を用いる債券オーバーパー償却

ア) 個別基金の運用収入ではなく、一括運用する基金運用収入を用いて償却するため、

同一日に収入がある同一金融機関のオーバーパー債券であれば、一括して償却できる。

イ)一括運用収入を用いて、オーバーパーを繰上げ償却し、高利回りのパー債券を創出できる。この処理をすることにより、来年度以降に、今年度の収入を引き継ぐことができる。

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(オーバーパー債券の償却)

第 39 条 市は、債券を額面金額より高い金額で取得した場合、その取得差額を次に示す償却原価法で償還期に至るまで期間に応じて償却する。以下 略

(オーバーパー債券の繰上げ償却)

第 40 条 前条の規定に関わらず、市はオーバーパー債券の利回り向上による流動性リスク及び市場金利上昇による債券価格低下リスク抑制のため、歳計現金等運用収入又は基金一括運用収入を用いてオーバーパーの繰上げ償却をすることができるものとする。以下 略

⑤リスク選好「引き受けるべきリスクの種類と量」管理による業績追求

(国東市の事例) 預金と国債等債券のリスクを質(種類)と量(金額)で管理する戦略

ア) (種類と量による対応) 預金の最低保有限度額 70 億円

2023 年度基金の取り崩しに対する現金の準備

イ) (種類と量による対応) 国債等公共債券の運用金額

預金以外の資金は国債等公共債券で保管

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(リスクの対応)

第 24 条 市等は、条例第 1 条に規定する安全性を優先した最善の業績を追求するために、次の各号に掲げる引き受けるべきリスクの種類及び量を適切に管理することを通じて、支払利子削減及び債務早期償還並びに運用収益向上を図る。

以下 略

(3)会計資金「歳計現金等」の債券運用は最も確実かつ有利な保管の前提

①会計資金の保管権限は会計管理者にある

参照：地方自治法第 170 条(会計管理者の職務権限)

②地方公営企業法の会計資金「業務に係る現金」の保管権限は、事業管理者にある

参照：地方公営企業法第 27 条(出納)

③巨額な歳計現金等を預金のみ保管の非効率性を安全な債券運用の枠組み構築により打開

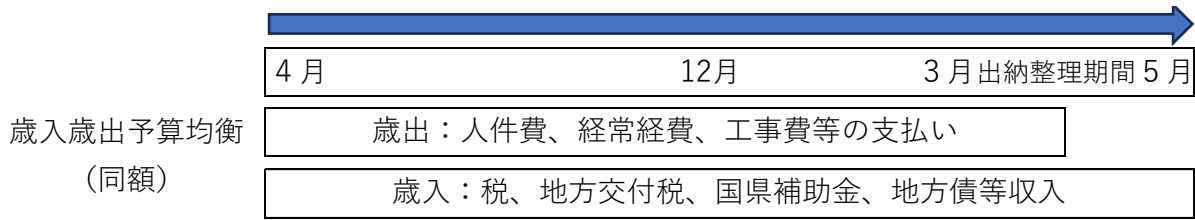
ア)一時的な支払資金不足リスクを有効な短期資金調達により対応

1.)一時的な資金不足の本質

歳入「国県支出金、地方債」等の収納が歳出より遅い収入支出の時間のずれのため

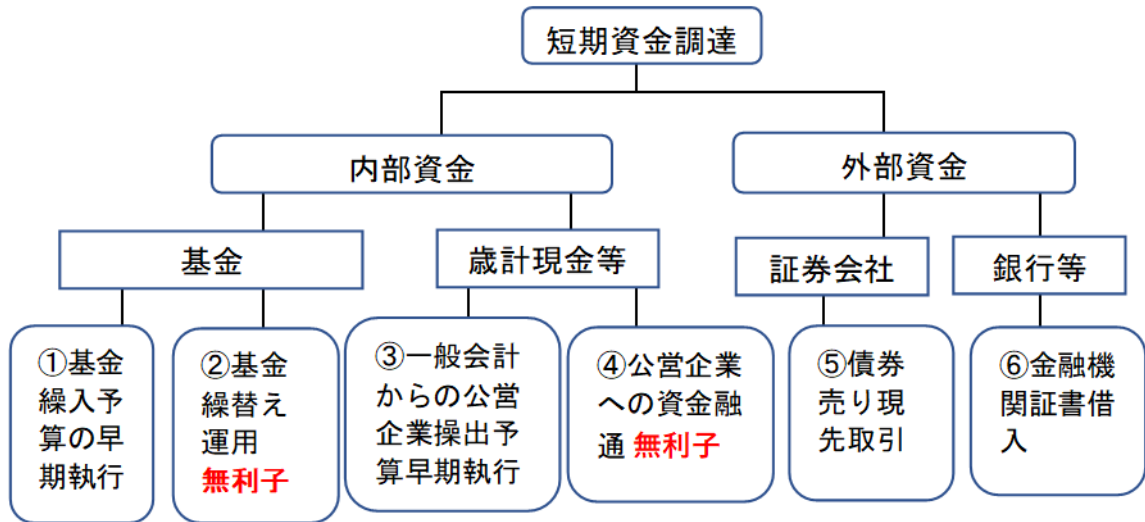
※(対比)基金取崩しで減少した資金は戻ってこない⇒短期資金調達で対応できない

図 10 収支の時間のずれが生じさせる構造



2.) 有効な短期資金調達の方法を確立する

図 11 国東市の短期資金調達体系図



※国東市は銀行等一時借入（含む当座借越し）は高利短期プライムレートのため、使わない

イ)自治省通達（昭和 33 年）「地方自治法「会計資金の最も確実かつ有利な保管方法を預金による保管」解釈にとらわれている現状を、地方分権改革「自主的な法令解釈」による意識改革がはじめの一步

1.)機関委任事務廃止⇒地方公共団体は省庁の下部機関でなくなった

2.)通達及び行政実例「地方公共団体に対する命令」は過去にさかのぼり無効

地方分権改革のために廃止された法律

地方自治法旧第 150 条 普通地方公共団体の長が国の機関として処理する行政事務については、普通地方公共団体の長は、都道府県にあっては主務大臣、市町村にあっては都道府県知事及び主務大臣の指揮監督を受ける。

地方自治法旧第 151 条① 都道府県知事はその管理に属する行政庁又は市町村長の権限に属する国又は当該都道府県の事務につき、その処分が成規に違反し又は権限を犯すと認めるときは、その処分を取り消し、又は停止することができる。

国家行政組織法旧第 15 条① 各大臣は、主任の事務について、地方自治法第 150 条の規定により、地方公共団体の長のなす国の行政事務に関し、その長を指揮監督することができる。

※機関委任事務：法定事務の都道府県 7～8 割、市町村 3～4 割

3.)地方分権改革の核心：地方公共団体は法令の自主解釈権を獲得

自治省通達（昭和 33 年）は国債発行（昭和 40 年）以前は有効な解釈であった。現代では「支払いに即応する」最も確実な方法は短期資金調達で対応し、「安全で有利な」保管方法は、一部資金を国債等公共債で運用することで対応できると解釈できる。

4.)自治事務と法定受託事務の創設は国の関与を技術的助言等に変えた

- ・自治事務：省庁は地方公共団体に対し技術的助言ができる
- ・法定受託事務：省庁は地方公共団体に対し処理基準を示すことができる

地方分権改革のために制定された法律

地方自治法（地方公共団体の事務）第 2 条

- ⑧ この法律において「自治事務」とは、地方公共団体が処理する事務のうち、法定受託事務以外ものをいう。
- ⑨ この法律において「法定受託事務」とは、次に掲げる事務をいう。
- 一 法律又はこれに基づく政令により都道府県、市町村又は特別区が処理することとされる事務のうち、国が本来果たすべき役割に係るものであつて、国においてその適正な処理を特に確保する必要があるものとして法律又はこれに基づく政令に特に定めるもの（以下「第一号法定受託事務」という。）
- 二 法律又はこれに基づく政令により市町村又は特別区が処理することとされる事務のうち、都道府県が本来果たすべき役割に係るものであつて、都道府県においてその適正な処理を特に確保する必要があるものとして法律又はこれに基づく政令に特に定めるもの（以下「第二号法定受託事務」という。）
- ⑩ 法律又はこれに基づく政令により地方公共団体が処理することとされる事務が自治事務である場合には、国は、地方公共団体が地域の特性に応じて当該事務を処理することができるように配慮しなければならない。

地方自治法第 245 条の 2（関与の法定主義） 義普通地方公共団体はその事務の処理に関し、法律または政令によらなければ、国又は都道府県の関与を受け、又は要することとされることはない。

地方自治法第 245 条の 3（関与の基本原則） 国は、普通地方公共団体に対する国又は都道府県から関与を受け、要することとする場合、必要最小限のものとするとともに、自主性及び自立性に配慮しなければならない。

地方自治法第 245 条の 4（自治事務：技術的助言） 各大臣又は都道府県知事は、普通地方公共団体に対し、事務の運営その他の事項について、適切な技術的な助言若しくは勧告をし、必要な資料の提出を求めることができる。

地方自治法第 245 条の 9（法定受託事務：処理基準） 各大臣はその所管する法令に係る法定受託事務の処理について都道府県及び市町村がよるべき基準を定めることができる。

③リスク選好「引き受けるべきリスクの種類と量」管理による業績追求

(国東市の事例) 預金と国債等債券のリスクを質(種類)と量(金額)で管理する戦略

ア)(種類と量による対応)国債等債券の保有金額上限を設定

債券保有上限額: 2023年度: 19億円 = 2022年度歳計現金等平均残高 38億円 × 1/2

イ)(種類と量による対応) 決済性預金保有金額

債券以外の資金は決済性預金で保管

(4)旧来の債券含み損対応の効果を検証する

①低利購入した債券含み損を薄めるために、高利回り債券を購入する方法

ア)基金運用は積み立てた資金の範囲内で行う⇒高利回り債券追加購入⇒現金預金の減少

流動性(基金取崩し資金準備)リスクを高めてしまう

イ)市場金利上昇により、追加購入した高利回り債券に含み損が生じるリスクがある

異次元の金融緩和政策の下では、政策変更による市場金利上昇リスクが高まる

⇒利回りが高いと思い購入した債券がさらなる市場利回り上昇による含み損リスク

ウ)ナンピン買いは保有株が値下がりした時に買い増して平均取得単価を下げる手法

投資資金が増えて損失が拡大するリスクがあることを考慮すべき

②含み損のある債券と含み益のある債券を同時に売却し、売却損益を相殺する方法

ア)個別の基金の中の限られた債券又は個別基金の中の限られた運用収入を用いて、売却損失

償却を行うことは困難

イ)すべての基金による一括運用では、運用商品は個別基金をはなれ、基金全体に帰属するた

め、売却損失償却に当てる収入が拡大する

ウ)一括運用資金において、「リスク選好の考え方」による預金保有額と債券保有額を管理する

場合は、含み損のある債券を保有していても、預金を用いて基金取崩しに対応できるため、流動性リスクを抑制

エ)すべての基金の一括運用を行うことが必要

③債券含み損による流動性リスクの高まりに関係なく、投資予算が組まれたら購入すれば良いという考え

ア)基金は特別会計・公営企業等と同じように特定（事業）目的を行うために積立てた資金

基金は特定目的「財政調整、福祉、公共施設整備、介護など」のための現金準備が必要

⇒含み損のために債券売却ができず、現金準備できないことは許されない

イ) 投資予算で購入する有価証券は、基金が購入する有価証券と別のものである

歳出予算における有価証券購入費は、行政目的のために、購入する株式、地方債等であり、公有財産（地方自治法第 238 条）に分類される。基金（地方自治法第 241 条）と異なる。

④ラダー型債券運用は、梯子のように毎年同額の満期到来のため流動性リスク抑制ができる考え

ア)満期一括償還地方債発行に関連する減債基金はラダー型運用が適している

1.)30 年償還ルールに応じた減債基金積立ルール＝発行額の 3.3% (1/30) 積立

2.)ラダー型運用⇒ラダー（はしご）ポートフォリオ形成⇒毎年、均等額が満期償還

3.) 満期一括償還地方債発行に紐づけた減債基金は予期できぬ取崩しがない

基金を預金保管する必要が少ない⇒流動性リスクをほとんど考慮せず債券運用できる

4.) 満期一括償還地方債の割合が大きい地方公共団体は減債基金積立額が大きい

・ 35 都道府県・ 20 政令市が市場公募債発行

満期一括償還債の割合が大きい団体と定時償還債の割合が大きい団体があるため、

市場公募債発行団体すべてに当てはまらない

「地方債の総合的な管理について（通知）」（総財地第115号平成21年4月14日、各都道府県総務部長、各指定都市財政局長宛、総務省自治財政局地方債課長）」

2 地方債の償還について

(1) 減債基金の積立及び活用

②満期一括償還地方債に係る積立ルールの標準化。ここでは、満期一括償還地方債の元金償還に充てるための減債基金への積立については、実質公債費率の算定上、毎年度の積立額を発行額の30分の1（3.3%）として設定していることを踏まえ、適切に対応されたいこととされている。

イ)定時償還地方債は債券と預金のダンベル型運用が適している

1.)ダンベル型運用は、一般に短期債と長期債を組み合わせる運用とされている

2.)地方公共団体運用資金で重要なのは、預金、短期債券、長期債券の金額割合の管理。

そのため、預金（流動性）と債券（収益性）の組み合わせを考えるべきである。

3.)基金は予期せぬ取崩しリスクにさらされている

基金の特定目的が生じたときに基金取崩しが発生

4.)基金の取崩しリスクに対応するため、基金の一定額を常に預金で保管する必要

⑤債券満期保有は安全な運用方法であり、債券途中売却は損失リスクがある危険な運用方法である

という考え

ア)債券含み損益は満期まで保有すれば、消滅することは正しい

イ)債券売却は債券含み損益を売却損益として確定する行為

債券売却は含み損益を認識した上で行うため、リスク（不確実性）は少ない

ウ)利回りが低い超長期債券を市場利回りが上昇したときに保有し続けることは、有利な

債券で高い収入を得る機会を失うコストがある

エ)含み損が少ないときの売却および金利上昇が見込まれるときの売却は有意味である

オ)債券売却収入の本質は、満期までの利子収入の先取りである

1.)債券売却益：満期までの利子収入と売却時市場利回りによる利子収入の差額

2.)市場利回りが低い時に売却し市場利回りが高い時に再投資すれば、有利な運用になる

カ)資金運用収入は利子収入と資産収入（債券売却損益）の両面から追求できる

満期保有及び途中売却を一面的にとらえず、双方の有効活用を行うことが安全かつ

効率的な運用につながる

⑥金利相場感を持ち、金融知識を研鑽しながら運用する必要

ア)地方公共団体の資金調達・運用担当者は一般職（アマチュア）を配属

イ)安全かつ効率的な資金調達・運用の成果目標を示している総合計画は見られない。

出所：『地方公共団体における資金調達及び資金運用に関する調査結果報告』

ウ)資金調達・運用は巨額な取引のため、安全性と効率性を確保する必要

エ)異次元の金融緩和政策では市場との対話が不十分なまま、修正が重ねられてきた。

政策変更がない等の不確かな情報を基に、超長期債購入を重ね、満期保有は安全という

不確かな情報で保有を継続し、損失を拡大してきた事例が見受けられる

オ)債券は金利変動リスクによる損失発生リスクにさらされている。短期の金利変動に踊ら

されず、中長期的な視点でとらえて、債券取引の時期を十分空けて、少額ずつ取引を行

う必要がある。

カ)「表5 日本銀行比較貸借対照表」を見れば、異次元の金融緩和政策が継続できないこと

がわかる

参照：2023年度国東市資金調達及び資金運用戦略

https://www.city.kunisaki.oita.jp/uploaded/life/41788_133340_misc.pdf

キ)金融関係者が専門的立場から、一般投資家である地方公共団体に良いリードをされるこ
とが望まれる。

表5 日本銀行比較貸借対照表(日銀営業毎旬報告) 単位:兆円

資産の部				負債の部			
内訳	2013/3/31	2023/3/31	差引	内訳	2013/3/31	2023/3/31	差引
金地金	0.4	0.4	0	発行銀行券	83	122	39
現金	0.3	0.3	0.0	その他預金等	2	29	27
国債	125	582	457	当座預金	58	549	491
CP、短期社債	1	2	1	損失引当金等	3	8	5
社債	3	8	5	その他	15	24	9
株式投資等				小計	161	732	571
信託財産株式投資信託	1.4	0.3	-1.1	純資産の部			
ETF(指数連動型株式投資信託)等	2	37	35				
不動産投資信託	0.1	0.6	0.5	資本金	0.0001	0.0001	0
小計	3.5	38.0	34.5	準備金	3	3	0
その他	31	104	74	小計	3	3	0
資産合計	164	735	571	負債・純資産合計	164	735	571

付録[1] 債券売買における（市場）利回りの重要性

(1) 利率と利回りの違い

～利率は債券額面に対する利子収入の割合、利回りは投資金額に対する運用収入の割合

① 債券収入 = 利子収入 + 資産収入

ア) 利子収入：a) 債券額面 × b) 利率 (%)

a) 債券額面：取引単位は億円

b) 利率：債券額面に対する 1 年当たりの利子収入の割合 (%)

債券の利率：表面利率又はクーポンレートという

イ) 資産収入：債券償還損益又は売却損益

1.) 債券償還損益 = 額面金額 - 債券帳簿価格

・満期償還額：額面金額による償還

1.-2) 債券償還損益の発生

a) 債券購入価格 = 債券帳簿価格 = 額面金額 (パー債券) ⇒ 債券償還損益 = 0

b) 債券購入価格 = 債券帳簿価格 > 額面金額 (オーバーパー債券) ⇒ 債券償還損失

c) 債券購入価格 = 債券帳簿価格 < 額面金額 (アンダーパー債券) ⇒ 債券償還益

注) オーバーパー償却 21 頁図 13-14 又はアンダーパー償却 22 頁図 15-16 ⇒ 満期にパー債券

2.) 債券価格は債券 (表面) 利率と債券市場利回りの関係により決まる **参照：図 12**

・債券市場利回り上昇 ⇒ 債券価格低下 ・債券市場利回り低下 ⇒ 債券価格上昇

2.-2) 債券含み損益：債券価格 - 債券帳簿価格

2.-3) 債券売却 ⇒ 債券含み損益の実現

a) 債券価格 = 債券帳簿価格：含み損 0 のときの売却 ⇒ 債券売却損益 = 0

b) 債券価格 > 債券帳簿価格：含み益 + のときの売却 ⇒ 債券売却益

c) 債券価格 < 債券帳簿価格：含み損益 ∇ のときの売却 ⇒ 債券売却損失

3.-2) 債券価格の変動要因

参照：2 頁 2(1) 債券価格は市場利回り変化と時間経過により常に変動している

図 12 債券価格算定式

$\text{債券単価} = \frac{100\text{円} + \text{債券表面利率}(\%) \times \text{残存年数}}{100\text{円} + \text{債券市場利回り}(\%) \times \text{残存年数}} \times 100$ <p>※額面=100円とした場合</p>
--

② 債券売買における原則

ア) 債券の有利性は、(表面) 利率の高さではなく、利回りの高さにより判断

・利率は利子収入を示す。

・利回りは収入全体 (利子収入 + 資産収入) を示す

イ) 利回りが良(高)ければ、オーバーパー債券を理由に購入を回避すべきではない

a) オーバーパー債券購入を、地方公共団体は回避し、証券会社は勧めない

b) 21 頁(2)②「オーバーパー債券の償却手続き」により、償還損失は消滅する

ウ) 利回りが悪(低)いのに関わらず、アンダーパー債券であることを理由に購入すべきでない

い 利回りの低さは、市場利回り上昇による価格低下(含み損発生) リスクを高める

エ) 市場利回りが高い (有利な) ときに購入を検討、低い (価格が高い) ときに売却を検討

オ) 債券売却と同時期に、債券購入を行うのは悪手である

証券会社が債券売却と同時の債券購入を勧めることが多いが、エ)を売買の鉄則とすべき

(2)債券運用収入は（市場）利回りの高さと同関係

①表面利率に関わらず利回りが高い債券の収入が多い、表面利率と利回りの関係が価格を決定

- 1.)表面利率 0.5%、利回り 1.6%、収入 14,482,759 円 購入価格 90,517,241 円
- 2.)表面利率 1.0%、利回り 1.5%、収入 14,347,827 円 購入価格 95,652,173 円
- 3.)表面利率 1.0%、利回り 1.0%、収入 10,000,000 円 購入価格 100,000,000 円
- 4.)表面利率 0.5%、利回り 1.0%、収入 9,545,455 円 購入価格 95,454,545 円
- 5.)表面利率 1.5%、利回り 0.5%、収入 5,476,191 円 購入価格 109,523,809 円

[債券収入及び債券価格に対する表面利率及び購入利回りの関係]

1.)債券額面 1 億円、表面利率 0.5%、購入利回り 1.6%、償還年限 10 年の場合

債券収入 = 利子収入 (= 額面 1 億円 × 0.5% × 10 年) 5,000,000 円 + 資産収入 : 償還益
(= 額面 1 億円 - 取得 (購入) 価格 90,517,241 円) 9,482,759 円 = 14,482,759 円

※資産収入 : 償還損益 = 満期の額面償還額 - 債券取得 (帳簿) 価格

※**アンダーパー債券** : 「表面利率 < 購入 (市場) 利回りの債券」 ⇒ 「債券額面 > 取得価格」

$$\text{債券価格} = \frac{100 + \text{表面利率}0.5(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}}{100 + \text{市場利回り}1.6(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}} \times 100,000,000 = 90,517,241$$

2.)債券額面 1 億円、表面利率 1%、購入利回り 1.5%、償還年限 10 年の場合

債券収入 = 利子収入 (= 額面 1 億円 × 1% × 10 年) 10,000,000 円 + 資産収入 : 償還益 (= 額面
1 億円 - 取得 (購入) 価格 95,652,173 円) 4,347,827 円 = 14,347,827 円

※**アンダーパー債券** : 「表面利率 < 購入 (市場) 利回りの債券」 ⇒ 「債券額面 > 取得価格」

$$\text{債券価格} = \frac{100 + \text{表面利率}1.0(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}}{100 + \text{市場利回り}1.5(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}} \times 100,000,000 = 95,652,173$$

3.)債券額面 1 億円、表面利率 1.0%、購入利回り 1.0%、償還年限 10 年の場合

債券収入 = 利子収入 (= 債券額面 × 1 億円 × 表面利率 1.0% × 償還年限 10 年) = 10,000,000 円

※**パー債券** : 「表面利率 = 購入 (市場) 利回りの債券」 ⇒ 「債券額面 = 取得価格」

$$\text{債券価格} = \frac{100 + \text{表面利率}1.0(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}}{100 + \text{市場利回り}1.0(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}} \times 100,000,000 = 100,000,000$$

4.)債券額面 1 億円、表面利率 0.5%、購入利回り 1.0%、償還年限 10 年の場合

債券収入 = 利子収入 (= 額面 1 億円 × 0.5% × 10 年) 5,000,000 円 + 資産収入 : 償還益
(= 額面 1 億円 - 取得 (購入) 価格 95,454,545 円) 4,545,455 円 = 9,545,455 円

※**アンダーパー債券** : 「表面利率 < 購入 (市場) 利回りの債券」 ⇒ 「債券額面 > 取得価格」

$$\text{債券価格} = \frac{100 + \text{表面利率}0.5(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}}{100 + \text{市場利回り}1.0(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}} \times 100,000,000 = 95,454,545$$

5.)債券額面1億円、表面利率1.5%、購入利回り0.5%、償還年限10年の場合

債券収入=利子収入(=額面1億円×1.5%×10年) 15,000,000円+資産収入:償還損失
 (=額面1億円-取得(購入)価格109,523,809円) ▽9,523,809円
 =5,476,191円

※**オーバーパー債券**:「表面利率>購入(市場)利回りの債券」⇒「債券額面<取得価格」

$$\text{債券価格} = \frac{100 + \text{表面利率}1.5(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}}{100 + \text{市場利回り}0.5(\%) \times \text{残存年数}10\text{年}} \times 100,000,000 = 109,523,809$$

イ)利子を用いる償却手続き

事例:①5.)債券額面1億円、表面利率1.5%、購入利回り0.5%、償還年限10年の場合

1.)収入調定額:受取利子1,500,000円-償却額952,381円=547,619円 ※利払日9/25、3/25

2.)債券帳簿(取得)価格から、満期まで毎年、均等償却952,381円

満期:額面=帳簿価格償却額、オーバーパー9,523,809円÷償還年限10年=952,381円

3.)償却の意味:債券帳簿価格を償却額952,381円減らす⇒現金預金を同額952,381円増やす

図13 歳計現金等保有債券のオーバーパー償却 単位:円

債券取得後の帳簿価格			⇒ 利払:9月25日、3月25日	⇒ オーバーパー償却後の帳簿価格		
歳計現金等	内訳	帳簿価格	受取利子:1,500,000	歳計現金等	内訳	帳簿価格
	現金預金	100,000,000	・収入調定 547,619		現金預金	101,500,000
	債券簿価 (内オーバーパー)	109,523,809 (9,523,809)	・オーバーパー償却 952,381		債券簿価 (内オーバーパー)	108,571,428 (8,571,428)
	合計	209,523,809	現金預金952,381増⇔債券 (オーバーパー) 952,381 減		合計	210,071,428

図14 基金保有債券のオーバーパー償却 単位:円

帳簿価格			⇒ 利払:9月25日、3月25日	償却後の帳簿価格		
歳計現金等	内訳	帳簿価格	受取利子:1,500,000	歳計現金等	内訳	帳簿価格
	現金預金	100,000,000	・収入調定: 547,619		現金預金	100,547,619
	計	100,000,000	・基金へ: 952,381 移す 償却額 952,389		計	100,547,619
基金	内訳	帳簿価格	↓	基金	内訳	帳簿価格
	現金預金	100,000,000	現金預金: 952,381 増額		現金預金	100,952,381
	債券簿価 (内オーバーパー)	109,523,809 (9,523,809)	・オーバーパー償却 :債券簿価減額(オーバーパー)減額 952,381		債券簿価 (内オーバーパー)	108,571,428 (8,571,428)
	計	209,523,809			計	209,523,809

※積立型基金の場合:利子547,619円を基金積立

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(オーバーパー債券の償却)

第39条 市は、債券を額面金額より高い金額で取得した場合、その取得差額を次に示す償却原価法で償還期に至るまで期間に応じて償却する。

(1)オーバーパー債券の償却は、受取利子の調定又は仕訳は当年度償却額を減じた額で行い、債券簿価から同額を減ずる。ただし、年2回の受取利子のうち2回目の受取利子で一括して償却を行う。

(2)前号の場合、基金に属する債券は、歳計現金等から基金に償却相当額の現金を移動する。この場合、基金における現金が増え、債券簿価が同額減るため、基金残高は変わらない。

③アンダーパー債券の償却手続き

ア)目的 満期：額面＝債券帳簿価格 ⇒債券償還益を満期までに、期間均等配分

イ)利子を用いる償却手続き

事例：① 1.)債券額面 1 億円、表面利率 1%、購入利回り 1.5%、償還年限 10 年の場合

※利払日 9/25、3/25

1.)収入調定額：受取利子 1,000,000 円＋償却額 434,782 円＝1,434,782 円

2.)債券帳簿（取得）価格から、満期まで毎年、均等償却 434,782 円

満期：額面＝帳簿価格償却額、アンダーパー 4,347,823 円÷償還年限 10 年＝434,782 円

3.)償却の意味：債券帳簿価格を償却額 434,782 円増額：アンダーパー同額 434,782 円減額

図 15 歳計現金等保有債券アンダーパー償却 単位：円

帳簿価格			⇒ 利払：9月25日、3月25日 ⇒	償却後の帳簿価格		
歳計現金等	内訳	帳簿価格	受取利子：1,000,000	歳計現金等	内訳	帳簿価格
	現金預金	1,000,000	・収入調定：1,434,783		現金預金	2,000,000
	債券簿価 (内アンダーパー)	95,652,173 (4,347,827)	現金預金：1,000,000増 ・アンダーパー償却 債券簿価増(⇔アン ダーパー減)434,783		債券簿価 (内アンダーパー)	96,086,956 (3,913,044)
	合計	96,652,173			合計	98,086,956

図 16 基金保有債券のアンダーパー償却 単位：円

帳簿価格			⇒ 利払：9月25日、3月25日 ⇒	償却後の帳簿価格		
歳計現金等	内訳	帳簿価格	受取利子：1,000,000	歳計現金等	内訳	帳簿価格
	現金預金	1,000,000	・収入調定：1,434,783		現金預金	2,434,783
	計	1,000,000	・基金から歳計現金等 へ434,783移動		計	2,434,783
基金	内訳	帳簿価格	・現金預金：434,783減	基金	内訳	帳簿価格
	現金預金	1,000,000	・アンダーパー償却		現金預金	565,217
	債券簿価 (内アンダーパー)	95,652,173 (4,347,827)	債券簿価増(⇔アン ダーパー減)434,783		債券簿価 (内アンダーパー)	96,086,956 (3,913,044)
	計	96,652,173	← 同額 →		計	96,652,173

国東市資金リスクマネジメント条例施行規則(オーバーパー債券の償却)

第 41 条 市は、債券を額面金額より低い額で取得した場合、その取得差額を次に示す償却原価法で償還期に至るまで期間に応じて償却することができる。

(1) アンダーパー債券の償却は、受取利子の調定又は仕訳は当年度償却額を加算した額で行い、債券簿価に同額を加算する。

(2) 前号の場合、基金に属する債券は基金から歳計現金等へ償却相当額の現金を移動する。この場合、基金における現金が減り、債券簿価が同額増えるため、基金残高は変わらない。

(3)債券売却の意味を踏まえた効率的な債券運用

①売却による債券の含み益実現

ア)売却事例（国東市）

売却債券：143回20年国債1億円 売却日：2022年4月4日、売却時市場利回り0.27%

イ)売却価格114,156,000円、帳簿価格100,000,000円、売却益（＝含み益）14,156,000円

ウ)将来収入の前取りである理由

1.)満期までの収入 額面1億円×1.6%×11年＝17,547,397円

2.)売却益 14,156,000円

売却益/購入利回り倍率：14,156,000円÷(1億円×1.6%)＝8.85倍

3.)満期までの収入と売却益の差額 1.)17,547,397円－2.)14,156,000円＝3,391,397円

4.)売却金額の再投資収入 114,156,000円×0.270%×11年＝3,390,433円

5.)売却は将来収入の前取りである

3.)3,391,397円÷4.)3,390,433円

エ)結論：市場利回り低下時に売却し、市場利回りに上昇時に購入することが望ましい

効率的な売却の繰り返し⇒債券運用収入の向上

表6 国東市における債券売却事例

売却日	銘柄	A売却額	C売却益 A-B	売却益/利回 り倍率C÷D	所有期 間利回り	売却日以降満期 までの収入
満期日	表面利率	B帳簿価格	D購入利回り	売却時利回り	所有期間	満期まで期間
2022/4/4	143回20年国債	114,156,000	14,156,000	8.85倍	3.15%	17,547,397
2033/3/20	1.600%	100,000,000	1.600%	0.270%	8.9年	11.0年

②金利上昇による債券含み損リスク回避のための債券売却

ア)売却事例（国東市）

売却債券：181回20年国債 売却日2022年9月16日、売却時市場利回り0.855%

イ)売却価格100,760,000円、帳簿価格100,192,328円、売却益（＝含み益）567,672円

ウ)将来収入の前取りである理由

1.)満期までの収入 額面1億円×0.9%×19.8年＝17,795,342円

2.)売却益 567,672円

売却益/購入利回り倍率 567,672円÷(1億円×0.9%)＝0.63倍

3.)満期までの収入と売却益の差額 1.)17,795,342円－2.)567,672円＝17,227,670円

4.)売却金額の再投資収入 100,760,000円×0.855%×19.8年＝17,057,660円

5.)売却は将来収入の前取りである

3.)17,227,670円÷4.)17,057,660円

エ)結論：債券売却と同時に購入すべきでない、市場金利動向を見極めた再投資が望ましい

表7 国東市における債券売却事例

売却日	銘柄	A売却額	C売却益 A-B	売却益/利回 り倍率C÷D	所有期 間利回り	売却日以降満期 までの収入
満期日	表面利率	B帳簿価格	D購入利回り	売却時利回り	所有期間	満期まで期間
2022/9/16	181回国債20年	100,760,000	567,672	0.63倍	—	17,795,342
2042/6/20	0.900%	100,192,328	0.900%	0.855%	10日	19.8年