

### 第3回地方共同の金融機構のあり方検討会の概要

日時 平成20年11月14日（金） 10時～11時30分  
場所 総務省8階特別会議室  
出席者 神野会長、池ノ内委員、木内委員、木村委員、佐藤委員、伊藤特別委員（代理出席）、岡村特別委員、荒木特別委員（代理出席）、井手特別委員、小西特別委員、林特別委員、堀場特別委員  
望月審議官、佐々木公営企業課長、黒田地方債課長、坂越地方債課長補佐

（金融関係有識者）

末澤豪謙 氏（大和証券 SMBC 株式会社 金融市場調査部長・チーフストラテジスト）、大橋俊安 氏（同上席次長）

#### 1 末澤豪謙氏へのヒアリング

##### （1）冒頭説明

（資料に沿って説明。以下主な説明ポイント）

- 日本の不良債権問題と今回の米国の問題との比較については、中味については相似しているが、時間軸が異なり、米国の方が全ての事象の動きが速いと言える。従って、今後抜本対策がマーケットに遅れを取らずに、むしろ逆に先を読んで実施することが可能かが重要となる。
- 我が国の株式の持ち合い解消過程で、銀行・生保・損保の保有比率が30%超から10%強となり、その部分の受け皿が、ほぼ全額海外投資家となったが、今回の金融危機の中で、この海外投資家が換金売りをしているため、株価等の急落につながっていると言える。
- 通常の金融混乱と異なり、デレバレッジにより、株のみならず、債券も売却されており、アンwindが様々な部分で発生している。
- このため、社債は、A格以下はスプレッドが急拡大しており、社債調達に困難な状況が生じてきており、都銀からの借入れが拡大してきている。
- 地方債について、民間資金調達は順調に近年拡大してきている。米国の地方債は投資信託も含めると個人保有が7割以上だが、日本の地方債は機関投資家の保有が大半であり、今回のような金融危機が生じると影響を受けやすい構造にある。
- 政策金融改革（官から民へ）、財投改革（政府部門のスリム化）等の趣旨を踏まえると、機構資金の位置付けは、基本的には、民業補完であるべき。但し、市場の失敗に対応したセーフティネットの措置も必要。

- 都道府県及び政令指定都市以外の非公募団体への資金供給については、小さい地方団体には投資家は、ロットが小さいことや財政状況の分析も困難であること等から、なかなか資金を供給しにくい。一方、銀行貸付けについても、バーゼルⅡのアウトライヤー基準上、長期貸付けは、金利リスク量が大きく、ミスマッチリスクが出るため、長期貸しはなかなかしにくい傾向がある。更に、近年、地方団体への超長期貸しを担ってきた欧州投資家は今回の金融危機により体力が弱ってきている状況。このため、小規模団体への超長期の貸付けをサポートするニーズが当面高まってきていると言える。
- 一方、その役割を機構が担う場合、機構自体のALMにも留意し、機構の資金調達を補完できる仕組みも場合によっては必要とも言える。
- 一般会計に機構資金の貸付けを拡大したとしても、市場参加者は現在、公営企業会計債と一般会計債を区別せずに投資していることから、流動性、信用力には大きな問題は生じないと想定される。これは、国債について、赤字国債、建設国債、借換国債、財投債をまとめて同じ銘柄で発行しており、マーケットはそれぞれを分けて分析していないことと同様と思われる。
- 但し、公的資金の総量が増えてしまう場合、政策金融改革や財投改革に矛盾することから、現状シェアを大きく上回るべきではない。
- 国債の発行を原資とした財政融資資金は資金調達コスト上、最も有利であり、貸付金利も最も低利となる。米国のGSE（ファニーメイ、フレディマック）において暗黙の政府保証があるが故に、責任があいまいになった問題にも留意する必要がある。
- 現在の金融危機の中、今後の地域金融で留意すべき点としては、リスクウェイト0%を維持するための地方債の信用補完制度の維持・改善や、地方共同の金融機構の信用力を地方債以上の水準で確保できる仕組み、例えば、政府保証なし地方公共団体による制度的保証の検討が挙げられる。

## （2）質疑応答（○質問・意見 ●回答）

- これまでの金融恐慌は共通点があり、それまでのシステムが破壊され、新システムを作り上げていく結果となった。これまでの金融システムでどういう点が問われていて、次は何を改善すればいいのか。
- レバレッジで高収益を維持してきた純粋な投資銀行が殆ど姿を消した。金融の規律を取り戻して規制や経営を行っていくことがある程度は必要となるが、金融や経済活動の自由も重要。全て破壊する必要はなく、

少し規律の方にシフトさせ、両者のバランスを上手く取っていくことが必要。

- 市場公募地方債の発行延期等の混乱は年度内には解消されると見るか。
- 市場公募地方債のスプレッドは最近拡大気味だが、事業債ほど拡大もしていない。逆に、信用力が高いため、「質への逃避」(flight to quality)として、国債や地方債は購入されやすく、早晩回復すると思われる。
  
- 非公募の資金調達がポイントになると思うが、地銀、第2地銀、JA、信金、信組は、民間企業に優良な貸付先があまりたくさんないこともあって地方団体に固定金利で貸しているが、ALM的に無理しているのではないか。
- 地域金融機関は短期で調達し、長期で運用しており、金利リスクが生じている。特に19年3月より導入されたバーゼルⅡのアウトライヤー基準は監督規制の対象として地域金融機関は意識しているので、今後はより超長期固定貸付は困難となってくるものと思われる。この場合、超長期資金の提供は生保や年金が担うこととなるが、小規模団体は上述のとおり機関投資家の投資対象としては困難がある。
  
- 超長期の資金調達について、国債は20年債、30年債での低利調達が可能だが、機構は10年が中心となるが、この点どう考えるか。
- 機構の資金調達、特に超長期について、政府保証も場合によっては必要と思われる。
  
- 国は地方債に暗黙の政府保証があると一度も言っていないが、償還確実性を確保する地方財政の仕組みが難しく、それを暗黙の政府保証であると理解する者が多いが、マーケットの声もそうなのか。
- わが国の地方債に関して、個人的には、暗黙の政府保証という言葉は使用したことはない。米国のGSEは暗黙の政府保証があると考えられてきた中で今回の問題が起きた。暗黙という概念は曖昧なので、制度的にきっちりと明示的な信用補完制度が必要。機構の資金調達についても同様。
  
- 公営企業会計債と一般会計債を何故マーケットは区別しないのか。情報を必要としていないのか。それとも、情報がないからなのか。
- 13年度の財投改革においても財投債の信用力の議論が出たが、国の債

務は優先劣後がなく、全て最終的には税収や国の資産で償還がカバーされるため、建設国債等と財投債を分けて比べる必要がないとされ、銘柄毎に区別されず、まとめて同じ銘柄で発行されている。

- 地方債も会計間で優先劣後がなく、全て同じ順位で償還されること、再建制度、地方債制度も理解が深まったことから、マーケットは一般会計債と公営企業債に違いはないと認識している。但し、今後、地方債の銘柄間に優先劣後関係があるとのマーケットの認識が広がると、一挙に状況が変わることがあり得る。以前地方債で中途償還が行われた際、スプレッドが拡大したことがあった。今後も当初約定どおり償還されることを引き続きはっきりしていくことが重要。

○公的資金の総量を増やさないとあるが、公的資金の定義如何。

- 政府保証債のように政府の何らかの信用補完を受けた共同資金という意味であり、政府資金に近い位置付けで用語を使用している。国の信用補完を受けず、地方が共同して資金調達する場合は、縮減対象としての公的資金としては個人的には捉えていない。

## 2 討論

○市町村の借入実態について、金利差と財政状況に何らかの相関関係はあるのか。また、一般会計債と公営企業会計債で金利差はあるのか。

○公庫設立時に公庫資金について公営企業のみ貸付を限定した理屈は、その後成り立っていないのではないのか。途中で地方債全体において一般会計債の比重が再び大きくなってきた時点で、別の新しい理屈が生じているのか。

○機構資金は法律上将来減額することを織り込んだ制度設計が何かされているのか。増額する場合、法律や制度設計上何を変えなくてはならないのか。

○公的資金の定義については末澤部長の考えが合っていると思う。政府の信用補完のない地方共同の機構資金についてまで公的資金として扱って財投改革等の縮減対象としていたのでは、ブレークスルーができないのではないのか。

○今までの経緯を踏まえると、考え方の転換を図らないと、新しい業務を行うことと両立しない。分権や100年に1回の金融危機への対応が出てくるのだろうと思う。

○行革の観点から現行機構の活用を基本とすることはそういうことだろうと思うが、分権改革を基本スタンスとすることは違和感がある。

- 地方団体は縁故資金で十分良質な資金調達が可能となっているし、機構資金が財政融資資金よりも低利となるとも考えられない。財政融資資金と機構資金のトレードオフまで踏み込むべきなのか。
- 地域金融機関による現状の低利貸付けは無理してやっているだけで持続しないのでないか。現在消化できていてもそれに満足してはいけないのでないか。
- 財政融資資金について、臨財債への貸付けはすべきではないという議論が財投分科会において相当されてきている。この点今後臨財債への公的資金の供給が不十分になるのではないか、懸念がある。機構資金でそういうところもカバーできるようにしておいた方がいい。
- 機構法30条で貸付規模が将来縮小するという前提では、仮に一般会計貸付に拡大したとしても、将来先細りであり、意味がない。100年に1度の金融危機への対応なのだから、行革の観点をあまり主張しすぎるのもどうか。
- そもそも今回の話は生活対策で出てきた100年に1度の危機への対応。逆に政府が信用保証を強化する方向に向かっている。その対応の一環として、政府の信用補完を弱める方向に改革するのは流れとして合っているのか。
- 地方には資金需要があるが、財投改革による縮減のため財政融資資金では全て賄いきれないことから、財政融資資金と民間資金の中間程度の金利である機構資金でその部分を補完するという説明が一番説得的なのでないか。
- 「100年に1度の危機」と「戦前からの地方の悲願」という言葉を一緒に用いて機構資金を理屈付けると、今回の動きに疑問をもつ人もでてくるのではないか。また「地方分権の推進」という枕詞も、今回は説得力があるとも思えない。やはり、国民、地域住民のためこういうメリットがあるから機構資金が必要という説明をすることが重要ではないか。
- 100年に1度の危機への対応とは、生活対策に明記されている政府の認識のことを示している。また、地方分権改革の推進や現行機構の活用を基本とすることを論点として、今後これらを議論する中でご指摘の点も整理していく。