みんな気になる、お金のこと
～ダイジェスト版～

資金運用関連

執筆：地方公共団体金融機構
自治体ファイナンス・アドバイザー

このダイジェスト版に含まれる記事のタイトル

「資金運用のリスクと対応策」
「ペイオフと預金保険」
「仕組債のリスクと留意点」
「SDGs債の発行と投資」
「金利上昇と債券価格の下落」

※「みんな気になる、お金のこと」は
機関誌「JFMだより」に連載しています。
「JFMだより」はJFMのホームページに掲載して
いますので最新号はホームページをご覧ください。

2024年６月作成
JFM

今回は、地方支援業務を通じてJFMにお寄せいただくお問い合わせの中から、資金運用のリスクと対応策についてご説明します。

◎今回のテーマ

資金運用のリスクと対応策

- 資金運用で気をつけるべきリスク
- リスクへの対応策
- 効率的な資金運用に向けて

資金運用ではどんなリスクに気をつけたらいいの？

地方公共団体が資金運用を行う際に認識すべき主なリスクは、「信用リスク」「金利（変動）リスク」「流動性リスク」の3つです。

信用リスク	金利（変動）リスク	流動性リスク
預金や貯金（以下「預貯金」）をした金融機関や、債券を発行した企業等の経営悪化・倒産等で元金の払い戻しや利息支払・元金償還が行われないリスク	金融市場での金利の変化に伴い、運用対象となる金融商品の価格が変動するリスク	運用対象の金融商品を売却により現金化しようとした際に、売却できなかったり、売却できても著しく時間がかかったり、著しく低い価格で売却せざるを得なくなるリスク

ちょこっと、ファイナンスMEMO❶

預金保険制度の詳細については、JFMだより第29号P15～16の「ペイオフと預金保険」を参照してほしいナンス。

預貯金のリスクと対応策は？

預貯金には「信用リスク」が該当し、以下の対応策が考えられます。

対応策1　預金保険制度による預金者保護の枠組みの活用

預金保険機構が、当座預金等の決済用預金（無利息）は全額、定期預金等（ただし、預金者が第三者へ譲渡可能な譲渡性預金は制度の対象外）は上限1,000万円まで保護する仕組みです。（MEMO❶）

別途、信用事業を行う農協・漁協、信用農業組合連合会、信用漁業協同組合連合会、農林中央金庫を対象した貯金保険制度もあります。

対応策2　借入金債務との相殺枠管理

預金保険制度の上限を上回る預金をしている場合、その金融機関からの借入金があれば、金融機関の破綻等が生じた場合、金融機関への預金債権と借入金債務の相殺が可能です。地方公共団体の中には、金融機関別に借入金額の範囲に預金額を抑える「相殺枠管理」を行うことで、リスク回避をしている団体もあります。（MEMO❷）

対応策3　預金先金融機関の経営状況確認

相殺枠を上回る預貯金がある金融機関については、毎年の決算状況を確認し、各種経営指標に変化がないかフォローする必要があります。

ちょこっと、ファイナンスMEMO❷

金融機関が経営破綻し、預金と借入金の相殺を行う際には、当該金融機関に対する通知が必要になるナンス。

債券運用のリスクと対応策は？

債券には「信用リスク」、「金利（変動）リスク」、「流動性リスク」のすべてが該当し、以下の対応策が考えられます。

対応策1　信用リスクへの対応「償還が確実な債券での運用」

地方財政法第四条の三第三項では、積立金の運用対象として「銀行その他金融機関への預金、国債証券、地方債証券、政府保証債券その他の証券の買い入れ等確実な方法によって運用しなければならない」とされており、国債、地方債、政府保証債が例示されています。ここで例示されているのは償還に懸念のない債券となっており、これらを購入することで、「信用リスク」を限定できると考えられます。（MEMO❸）

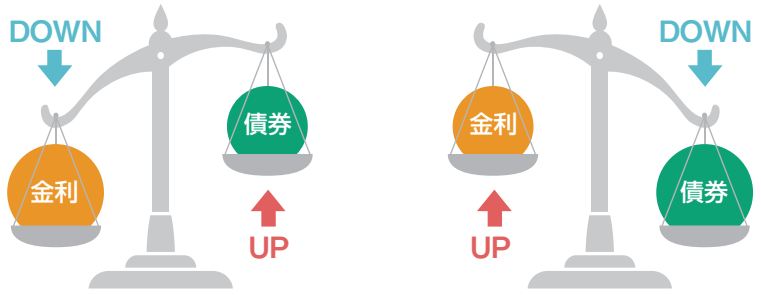
対応策2　金利（変動）リスクへの対応「原則満期保有」

債券には、金利の変動により債券価格が変動する金利（変動）リスクがあります。

下図のように、債券購入後に市場金利が低下すると債券価格は上昇し、そこで債券を売却すれば投資元本を回収した上で売却益も確保できます。一方、債券購入後に市場金利が上昇すると債券価格は下落し、そのタイミングで債券を売却すると売却損が発生し、投資元本が毀損します。

地方公共団体は、税金等の公金を管理・運用しているため、元本割れを起こせません。金利（変動）リスクは債券を満期まで保有することにより回避できるため、「地方公共団体の債券運用は原則満期保有」といわれています。

●債券の金利（利回り）と価格の関係



市場金利が低下すると債券価格は上昇

市場金利が上昇すると債券価格は下落

対応策3　流動性リスクへの対応「現金化が必要なタイミングに合わせた運用」

歳計現金や財政調整基金など、短期間で現金化を要する可能性がある資金においては、超長期の債券運用を行うと、満期償還を迎える前に現金化が必要になった場合、債券価格が債券購入時より下落していると売却損が生じ、売却困難で現金手当に窮することになります。（MEMO❹）

対応策としては「各資金の現金化のタイミングに償還を迎える金融商品で運用する」こと、「いくつかの基金をまとめて運用する」ことなどが考えられます。（MEMO❺）

リスクがない金融商品はあるの？

「信用リスク」「金利（変動）リスク」「流動性リスク」の3つのリスクは、性質が違うため、3つすべてを回避しようとすれば「現金のまま保有する」ことになります。その場合、運用益はゼロとなり、効率的な資金運用とはいえません。各リスクを正しく認識し、リスクを回避したり、許容できる範囲でリスクを取りながら、一定の運用益を確保することが現実的な選択肢になります。

ちょこっと、ファイナンスMEMO❸

資金運用方針等の規定で、運用対象に財投機関債や地方公共団体金融機構債を加えている団体もあるナンス。

ちょこっと、ファイナンスMEMO❹

「歳計現金」は支払準備資金でもあり、「財政調整基金」は財源不足が生じた際には取り崩しが想定されるため、運用の際には現金化に備える必要があるナンス。

ちょこっと、ファイナンスMEMO❺

複数基金の一括運用をすると、運用総額の増加により、預金などの短期で現金化可能な金融商品から、超長期の債券まで分散した運用ができるナンス。

今回のテーマについて
ご不明点や
ご相談などありましたら、
地方支援部
ファイナンス支援課まで
お気軽にご連絡ください。

地方支援部
ファイナンス支援課
☎03-3539-2677

ペイオフと預金保険

今回は実務支援等の中でお問い合わせのあるペイオフと預金保険についてご説明します。

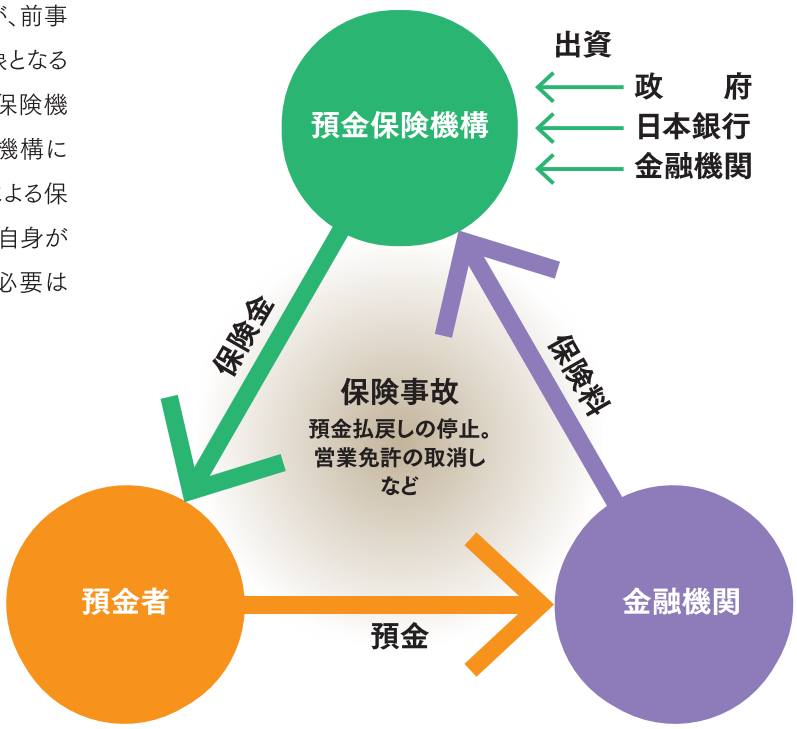
1 ペイオフ導入の経緯

ペイオフは、1971年7月に施行された預金保険制度により、金融機関が経営破綻した場合に、預金保険機構が預金者に対して預金の払戻を保証するものとして導入されました。その後バブル経済が崩壊し、金融不安が深まった1996年6月にいったんペイオフの適用が凍結され、2002年4月に定期預金等について凍結が解除されました。2005年4月からは、利息の付与される普通預金を含む一般預金等について元本1,000万円と破綻日までの利息等の合計金額がペイオフの対象の上限に定められました。

なお、寄稿時点では当座預金や無利息の決済用預金は依然として全額保護の対象です。

2 預金保険の仕組み

預金保険の対象金融機関が、前事業年度の預金保険の保護対象となる預金等の残高に対して、預金保険機構が定めた預金保険料を同機構に納付することで、預金保険法による保険関係が成立します。（預金者自身が預金保険加入の手続を行う必要はありません。）



金融庁ホームページ　預金保険制度（私たちの預金と保護の仕組み）よりJFM作成

3 対象となる金融機関

①預金保険機構の場合

対　象：日本国内に本店のある金融機関（詳細以下）

○銀行（都市銀行、信託銀行、地方銀行、第二地方銀行、その他の銀行(*)）、○信用金庫、○信金中央金庫、○信用組合、○全国信用協同組合連合会、○労働金庫、○労働金庫連合会、○商工組合中央金庫、○外国金融機関の子会社（日本国内に本店のある本邦法人）（*）ゆうちょ銀行、セブン銀行、ソニー銀行等

対象外：×上記金融機関の海外支店、×外国銀行の在日支店

②農水産業協同組合貯金保険機構の場合（本稿では取扱いません）

対　象：○農林中央金庫、○農業協同組合、○漁業協同組合等

4 保護対象となる預金等～無利息の決済性預金は全額保護の対象～

（保護の範囲）

		預金等の分類	保護の範囲
預金保険の対象預金等	決済用預金	当座預金・利息のつかない普通預金など	全額保護
	一般預金等	利息のつく普通預金・定期預金・定期積金・元本補てん契約のある金銭信託（ビッグなどの貸付信託を含みます）・金融債（保護預り専門商品に限ります）など	合算して元本1,000万円までと破綻日までの利息等を保護(注) 1,000万円を超える部分は、破綻金融機関の財産の状況に応じて支払われます。（一部カットされる場合があります。）
預金保険の対象外預金等	外貨預金、譲渡性預金、金融債（募集債及び保護預り契約が終了したもの）など		保護対象外 破綻金融機関の財産の状況に応じて支払われます。（一部カットされる場合があります。）

預金保険機構ホームページよりJFM作成

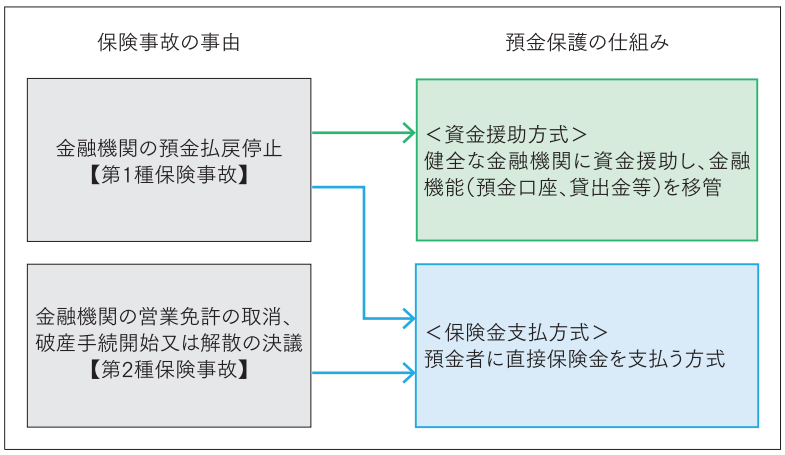
（注1）金融機関の合併、事業譲受の場合、その後1年間に限り、預金者1人当たり元本とその利息等を保護する特例を適用（例えば、2行合併では元本2,000万円までとその利息等）。また、同一の金融持株会社傘下の金融機関の一般預金等は、金融機関ごとに保護されます。

（注2）定期積金の給付補てん金、金銭信託の収益分配のうち一定の要件を満たすものも保護されます。

5 保険事故の事由と預金保護の仕組み

資金援助方式の場合、預金者の預金は、健全な金融機関（救済金融機関）の預金口座に移管されることになります。

保険金支払方式の場合、預金保険機構は、保険事故を起こした金融機関に関する保険金の支払期間、支払場所、支払方法等を官報やホームページ等により公告し、預金者への周知を図った上で、後日預金者に直接保険金を支払います。この際、預金者が保護対象の預金の保険金支払請求書の提出を失念してしまうと、付保預金以外の預金と同様に、当該金融機関の倒産手続の中で破産配当金・弁済金を受け取ることとなる（＝預金保険による保護対象とならない）ので注意が必要です。



預金保険機構ホームページよりJFM作成

6 預金保険料の水準と金融機関

預金保険料の水準は、近年低下傾向にありますが、2018年度の全額保護対象の決済性預金が0.046％、保護に限度のある一般預金等が0.033％となっています。

2019年1月31日現在、メガバンクの定期預金金利（店頭掲示）は、預入期間や金額の多寡にかかわらず概ね0.01％となっています。

銀行は預金を集める際、少なくとも預金者に支払う金利と預金保険機構に支払う預金保険料を経費として負担していることになります。0.01％で定期預金を預かっても、0.033％の預金保険料を支払う必要があり、実質的な負担は0.043％と預金金利を上回る預金保険料を負担している状況です。

年度	預金保険料率	
	決済用預金	一般預金等
2015、2016年	0.054％	0.041％
2017年	0.049％	0.036％
2018年	0.046％	0.033％

預金保険機構ホームページよりJFM作成

資金運用に関する研修等の際に「定期預金を譲渡性預金に預け替えるように打診された」「最近は定期預金の入札をしても辞退する金融機関がある」との話も聞きますが、預金金利を上回る預金保険料の存在もかなり重たくなっていると思われます。

みんなのギモンにファイナンス博士が回答！ みんな気になる、お金のこと

［今回のテーマ］

仕組債のリスクと留意点

利回りは高いがリスクの大きい金融商品「仕組債」の特徴やリスクについて紹介するナンス。

仕組債ってナニナニ？運用する上で何に気をつければいいの？

ちょこっと、ファイナンス MEMO ❶

スワップとは、金利（固定金利と変動金利）や通貨（円と外貨）を交換する取引をいうナンス。例えば、スワップを利用することにより、金利が低下したときに受取利子が増加する（逆に金利が上昇すると受取利息が減少する）ような仕組債をつくることができるナンス。

ちょこっと、ファイナンス MEMO ❷

オプションとは、あらかじめ約束した価格で、1ヶ月後、1年後など将来に売ったり買ったりできる権利をいうナンス。例えば、株価があらかじめ定められた価格を下回ったときに、この権利が行使されて、償還金が減額するような仕組債もあるナンス。

ちょこっと、ファイナンス MEMO ❸

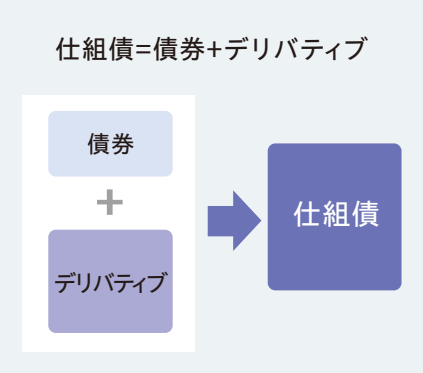
「投資信託等の販売会社に関する定量データ集」（令和4年6月30日）より抜粋ナンス。リスク性金融商品とは、一時払い保険、投資信託、ファンドラップ、債券を対象としているナンス。有効回答が得られた主要行等8行、地域銀行19行、証券会社6社を集計し、銀行は自行販売、仲介販売、紹介販売の合算ベースでナンス。

仕組債とは？

仕組債について、金融機関が顧客への新規販売の停止に動き始めたというニュースを目にする機会が増えています。背景には「販売時に十分な説明がなく、元本確保の商品だと思っていたが大きな損害が出た」という投資家からの苦情が多く寄せられたことがあるようです。

仕組債とは文字通り一般的な債券にはみられないような特別な「仕組み」をもつ債券です。この場合の「仕組み」とは、スワップ（MEMO❶）やオプション（MEMO❷）などのデリバティブ（金融派生商品）を利用することにより、投資家や発行者のニーズに合うキャッシュフローを生み出す構造を指します。こうした「仕組み」により、満期やクーポン（利子）、償還金などを、投資家や発行者のニーズに合わせて比較的自由に設定することができます。

日本銀行統計資料によると2021年3月末の国内銀行預金残高（ゆうちょ銀行、整理回収機構を除く）は896兆円（うち外貨預金残高21兆円）。また、金融庁公表データ（MEMO❸）によると、2021年3月末のリスク性金融商品の預り資産残高は101兆円。うち仕組債の預り資産残高は4.74兆円と全体からすれば決して大きな額ではありません。それにもかかわらず、仕組債が大きくクローズアップされている理由の1つに、次のような仕組債特有のリスクがあります。



［出典］日本証券業協会HP

※仕組債の詳しい構造については、日本証券業協会HP（https://www.jsda.or.jp/anshin/risk/shikumisai/index.html）をご参照ください。

仕組債特有のリスクとは？

- あらかじめ定められた参照指標に基づきクーポン（利子）が決定される仕組債については、当該参照指標の変動により投資家が受け取るクーポン（利子）が減少するおそれがあります。
- あらかじめ定められた参照指標に基づき償還金額が決定される仕組債については、当該参照指標の変動により償還金額が変動することで、投資家が受け取る償還金に差損が生じるおそれがあります。
- 発行者などにデフォルト（債務不履行）事由が発生した場合にも、損失が生じるおそれがあります。
- 上記以外にも、仕組債の商品性によっては、参照指標（株価、株価指数、金利、為替、商品（コモディティ）価格等）の変動により、投資家が受け取る償還金に差損が発生したり、償還金の支払に代えて株式などの有価証券の受け渡しにより償還されたりするような場合もあります。

仕組債には特定の銘柄の株価を参照指標としたEB債（他社株転換可能債）、日経平均株価を参照指標とした日経平均リンク債のほか、為替、金利、商品（コモディティ）価格の変動等を参照指標とした複数の種類の商品が存在します。

ここでは、多くの金融機関で取り扱いのある仕組債商品の一例として日経平均リンク債のメリット、デメリット、具体的な条件例についてみていきます。

■仕組債商品の一例（日経平均リンク債）

償還金額が変動する日経平均リンク債とは？

- 株価観察期間中に一度でも日経平均株価があらかじめ決められた水準以下となった場合、額面金額ではなく、株価の変動に連動して償還金額が変動する債券をいいます。なお、「株価観察期間中に日経平均株価があらかじめ決められた水準以下となること」を「ノックイン」といい、「あらかじめ決められた水準」のことを「ノックイン価格」といいます。
- 通常、日経平均株価が一定水準（早期償還判定水準）以上となった場合は、債券が早期償還される「早期償還条項」がついています。

メリット

- 株価観察期間中に一度もノックインしなかった場合、あるいはノックインした場合でも最終評価日の株価が当初株価を上回った場合には、元本確保の上、一般的な同期間の債券と比較して、相対的に高い利回りが期待できます。

デメリット

- 株価観察期間中に一度でもノックインした場合には、最終評価日の株価が当初株価を上回らないような場合、元本ロス（毀損）が発生します。
- 早期償還された場合、それ以降は当初期待した利回りが得られなくなります。

■日経平均リンク債の条件例

【条件例】

申込単位：100万円以上100万円単位
期間：3年
利率：【当初6ヶ月間 固定金利】 年3.00%
【以降、償還日まで 変動利率】
①6ヶ月ごとの早期償還判定日の日経平均株価がノックイン価格以上　年3.00%
②6ヶ月ごとの早期償還判定日の日経平均株価がノックイン価格未満　年0.50%
当初株価：27,000円
ノックイン価格：21,600円（当初株価×80%）
早期償還判定水準：28,000円
償還金額
早期償還の場合：額面金額の100%で償還
満期償還の場合：期間中に一度もノックインしなかった場合⇒額面金額の100%で償還
期間中に一度でもノックインした場合⇒額面金額×（最終評価日の日経平均株価÷当初株価）で償還、但し、額面金額の100%が上限

仕組債販売の問題点は？

仕組債は一般的な同期間の債券と比較して相対的に高い利回りが期待できますが、一方で元本ロス（毀損）が発生する可能性があるだけでなく、参照指標の動き次第で想定以上に損失が膨らむといったリスクを内包した金融商品です。

高い利回りといっても、早期償還の場合、当初期待していた期間利息を受け取ることができず、また、早期償還判定日ならびに最終評価日の日経平均株価が当初株価を上回った場合でも、償還金額が額面金額以上になることはありません。

金融庁発行の「資産運用高度化プログレスレポート2022」によると、仕組債商品の1つであるEB債（他社株転換可能債）について過去の販売データを分析の結果、購入から僅か3ヶ月で元本の8割を毀損した例もあるようです。また、仕組債販売における金融機関の販売手数料は額面金額に含まれており、不明瞭であることを金融庁は問題視しています。金融庁による業界ヒアリングや公開情報からの推計によると、EB債の実質コスト（元本と公正価値の差）は年率8～10%程度でその大半が金融機関の手数料と考えられています。

それゆえに、仕組債の販売を行う金融機関には、金融商品の販売に関する法令（MEMO❹）に基づいた十分な説明が求められますが、顧客のニーズや理解を疎かにした販売事例が散見されるようです。

自治体の資金運用では、安全・確実、流動性の確保という2点が、効率性以上に重視されると思われます。従って、仕組債運用には慎重な対応が求められると思われます。

ちょこっと、ファイナンス
MEMO❹

○金融商品取引法（第40条第1号）

金融商品取引業者等は、業務の運営の状況が、次に該当することのないように、業務を行わなければならない。(1)金融商品取引行為について、(2)顧客の知識、経験、財産の状況及び金融商品取引契約を締結する目的に照らして、(3)不適当と認められる勧誘を行って投資者の保護に欠け、又は欠けるおそれがあること。

○金融サービスの提供に関する法律（旧金融商品販売法、第4条）

金融商品の販売について金利、通貨の価格、金融商品市場における相場その他の指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれがあるときは、次に掲げる事項について説明をしなければならない。**イ**元本欠損が生ずるおそれがある旨、**ロ**当該指標、**ハ**当該指標に係る変動を直接の原因として元本欠損が生ずるおそれを生じさせる当該金融商品の販売に係る取引の仕組みのうちの重要な部分。

今回のテーマについて、ご不明点やご相談等ありましたら、下記までお気軽にご連絡ください。

地方支援部
ファイナンス支援課　**03-3539-2677**

みんなのギモンに
ファイナンス博士が
回答！

みんな気になる、お金のこと

今回のテーマ

SDGs債の発行と投資

テレビや新聞、雑誌等で頻繁に見かけるようになったSDGsやESGといった用語と
地方公共団体の資金調達・運用の関係について解説するナンス。

SDGs債（ESG債）ってナニナニ?SDGs債発行・購入のポイントってナニナニ?

財政初心者のナニナニちゃん

SDGsとESGってなに?

SDGsとは、Sustainable Development Goalsの略称で、2015年の国連サミットで採択された2030年までに達成すべきとされている「持続可能な開発目標」を指す用語です。SDGsは、貧困、気候変動、差別などさまざまな問題・課題を解決するために地球規模で普遍的な目標として設定され、17の目標と169のターゲットからなっています。（MEMO❶）その後も「パリ協定」といった国際的な合意を背景に取組が世界的に拡大しています。

ESGとは、環境（Environment）、社会（Social）、企業統治（Governance）の頭文字をとったものです。2006年に国連が定めた責任投資原則の中では、これらの3つの観点を投資判断に加えることが奨励されました。投資判断では、「財務情報」が重視されるのは言うまでもありません。しかし、それだけでは短期的視点にとらわれ、地球規模の長期にわたる環境破壊や差別等の社会問題の解決が軽視されかねません。そのため、「非財務情報」であるESGの判断基準も加味して投資を判断することが求められるようになりました。いったん整理すると、SDGsが、人類が目指すべき大きな「目標」であるのに対し、ESGは、それを実現するための「手段」としての性格をもっています。ESGは投資家が考慮すべき判断基準を示している用語といえます。

SDGs債（ESG債）ってなに?

SDGsの目標実現のためには莫大な資金が必要です。その資金調達の課題を解決するために考え出された手法の1つがSDGs債（ESG債）の発行で、環境改善や社会貢献等に何らかの効果がある債券を指します。日本銀行や日本取引所グループはこれらをESG債と呼び、日本証券業協会ではSDGs債と呼んでいるため、名称が統一されていませんが、双方はほとんど同一と思われることから、本稿では以下、「SDGs債」と表記して説明します。

SDGs債として発行されている債券には目的や手法に応じて「ラベル」と呼ばれる分類に応じた銘柄の名称がついています。主なラベルとその特色は［図表1］のとおりです。

［図表1］主なSDGs債

	グリーンボンド	ソーシャルボンド	サステナビリティボンド	トランジションボンド	サステナビリティリンクボンド
概要	環境問題の解決に資する資金の調達を目的とする債券 ESGのEを重視	社会課題の解決に資する資金の調達を目的とする債券 ESGのSを重視	環境問題及び社会課題の双方の解決に資する資金の調達を目的とする債券 ESGのEとSを重視	脱炭素社会への「移行」に関連する事業に要する資金の調達を目的とする債券	目標に対する成果に応じて発行体にとって金利等の条件が有利になる債券
資金使途の限定有無	あり	あり	あり	あり	なし
グリーンプロジェクト	○	―	○	―	―
ソーシャルプロジェクト	―	○	○	―	―
その他	―	―	―	エネルギー・輸送・製造	―
自治体の充当事業例	●下水道管渠の改築更新 ●ごみ処理施設の整備 ●自治体保有施設・設備（庁舎、信号機等）の照明のLED化など	●特別支援学校等、公立学校の整備 ●雇用・就業促進施設等の整備 ●介護老人保健施設等の整備 ●道路のバリアフリー化など	左2つのいずれも可	発行例なし	個別事業への紐づけ不要
ガイドライン等	●環境省「グリーンボンドガイドライン2022年版」	●金融庁「ソーシャルボンドガイドライン」	―	●金融庁、経産省、環境省「クライメート・トランジション・ファイナンスに関する基本指針」	●環境省「サステナビリティ・リンク・ボンドガイドライン2022年版」

【出典】「<第22回市場公募地方債発行団体合同IR>グリーン共同発行市場公募地方債について」より JFM加工

MEMO❶ ちょこっと、ファイナンス

SDGs 17の目標は以下のとおりナンス。

グリーニアムってなに?

同一発行体によるグリーンボンドの利回りが、ほぼ同一条件のノンラベル債よりも低くなることがあります。(MEMO❷)この現象は「グリーニアム(Greenium)」と呼ばれます。世界の機関投資家の多くは、国際的な政策目標を反映してESG投資を増加させようとしていますが、発行する側の気候変動対策や環境プロジェクトへの投資案件が十分に存在しているとは限りません。グリーンボンドに投資したいニーズの方が多ければ、グリーンボンドは、利回りが低くても人気が出て完売するという事象が発生します。需給に依存するため、常に発生するとはいえませんが、日本の地方債の世界でも、2022年の秋以降、0.01%から0.02%ほど利回りが低くても成立する「グリーニアム」が観測されています。

MEMO❷ ちょっとファイナンス

通常の債券をSDGs債と対比して、「ノンラベル債」と呼ぶことがあるナンス。

SDGs債を発行するのは意外と大変?

低い利回りで資金を調達できるのであれば、グリーンボンド等のラベルを付けて地方債を発行したいと考える地方公共団体もあると思います。しかし、利回りメリットだけで安易に債券にラベルを付けることはお勧めできません。環境団体等の中には、改善の実態が伴わないラベル付けやマーケティング活動を「グリーンウォッシング」と命名して厳しく非難しているところもあります。SDGs債は、資金使途等が厳しく制限されており、その資金充当の分類基準についても国際的な枠組みへの準拠が強く要請されています。(MEMO❸)

SDGs債を発行するためには、通常の債券発行の手続きに先立ち、「①資金使途の決定」、「②方針(フレームワーク)案の作成」、「③同案(必要に応じて、方針に基づいて実施される個別案件)について外部評価機関の認証を取得する」という作業が推奨されています。さらに、債券の発行後も、「④各評価機関や各指針等の作成団体がそれぞれ要請している書式による結果報告や監査等への対応等」も必要となってきます。債券発行前後の対応にはグリーニアム程度のメリットだけでは採算が合わない程の事務コストが必要となることが多いと思われます。金銭的損得ではなく、本来の目的に即して長期的に取り組むべき活動といえます。

MEMO❸ ちょっとファイナンス

国際的な枠組みの例は以下のとおりナンス。

SDGs債については、「国際資本市場協会(The International Capital Market Association:略称ICMA イクマ)」が策定した各原則に基づいて発行することが主流となっているナンス。一方、情報開示の枠組みについては、乱立気味ナンス。「CDP」、「Global Reporting Initiative:略称GRI」、「気候関連財務情報開示タスクフォース(Task Force on Climate-related Financial Disclosures:略称TCFD)」の提言など多くの枠組みが使用されているナンス。現在、「国際サステナビリティ基準審議会(International Sustainability Standards Board:略称ISSB)」が「IFRSサステナビリティ開示基準」を整備しており、各開示基準の統合が期待されているナンス。

SDGs債を購入するのは簡単?

SDGs債への投資手続きは、ノンラベル債への投資と基本的には変わりません。しかし、SDGs債に地方公共団体が投資する際には、環境改善、社会貢献等と引き換えにグリーニアムを許容することになります。たとえ、グリーニアムがなくても、SDGs債の中には、認証を取得していなかったり、投資先の分類に疑問が生じたりしているような品質の疑わしい銘柄もあるかもしれません。地方公共団体の中には「(SDGs債への)投資表明」を行い、投資判断の基準を公表しているところが増えてきました。SDGs債については、債券の発行体だけでなく、投資家の方にも責任ある行動を要請している点は、留意すべきポイントと思われます。

今回のまとめでナンス

SDGs債の発行・購入はしっかりと検討すべきナンス。

発行元も投資家も責任ある行動が求められているんだね!

なるほど、わかった!

ナイス質問でナンス!

今回のテーマについて、ご不明点やご相談等ありましたら、下記までお気軽にご連絡ください。

地方支援部
ファイナンス支援課
03-3539-2677

みんな気になる、お金のこと

今回のテーマ

金利上昇と債券価格の下落

日本銀行の大規模金融緩和政策下、超低金利が続き預金の利率が低下し、
債券運用を始めたり、検討したりする地方公共団体の相談を受けることが増えているナンス。
今回は「金利上昇と債券価格の下落」について紹介するナンス。

みんなのギモンに
ファイナンス博士が
回答!

金利と債券価格の関係は?債券の銘柄選択時の留意点ってナニナニ?

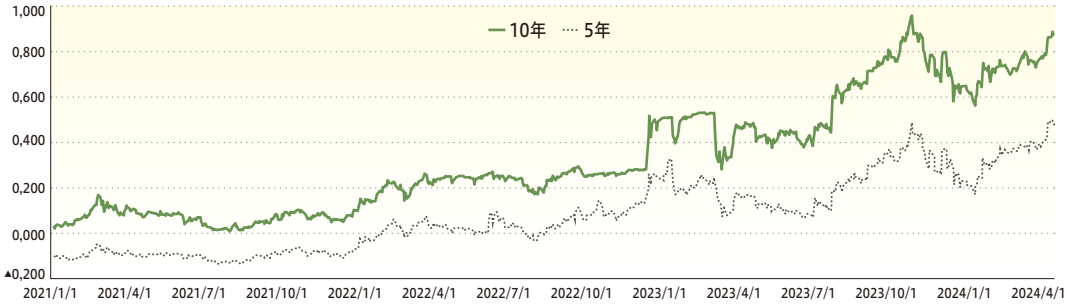
財政初心者のナニナニちゃん

金利が上昇すると債券価格が下落するのはなぜ?

2022年秋以降、金利は上昇局面に入り【図表1】、2024年3月には日本銀行はこれまでの金融政策を見直しました【MEMO❶】。

【図表1】国債金利の推移5年と10年

【出典】財務省「国債金利情報」よりJFM作成



金利上昇により、過去に購入した債券の価格は下落しています。その状況で債券を売却すると売却損が発生し運用元本が減少します。中途解約をしても預けた元本が戻ってくる定期預金とは大きく異なる点です。

地方公共団体の中には、金利低下局面で債券を中途売却して売却益を得たところもありますが、売却益狙いで30年国債などの超長期債【MEMO❷】を購入したものの、金利上昇で債券価格が下落し、評価損を抱え売れずに困っているところもあるようです。金利上昇で債券価格が下落する仕組みを説明したいと思います。

ちょこっと、ファイナンス
MEMO❶

2024年3月に日本銀行金融政策決定会合で、2016年以降続けてきた、①マイナス金利政策(日本銀行に金融機関が保有する当座預金残高の一部に利率▲0.1%)を適用、②イールドカーブ・コントロール(期間10年の長期国債利回りを日本銀行が一定水準に維持)の2つについて、役割を果たしたとして終了したナンス。

ちょこっと、ファイナンス
MEMO❷

債券市場では、期間10年を超えるものを超長期債というナンス。国債では、20年債、30年債、40年債が発行されており、これらを超長期国債と呼ぶナンス。

利率と利回りの違いは?

債券の金利水準を表す用語には「利率」と「利回り」の2つがあります。金利上昇による債券価格の下落を理解するには、この違いを知る必要があります。

利率(英語でcoupon rate)【MEMO❸】は債券額面100円に対して1年間に何%の利息を支払うかを示し表面利率ともいいます。現在、発行される債券の大部分は利率が償還まで変わらない固定利率の債券です。

利回り(英語でyield)は投資金額(運用元本)に対して1年間で得られる収益(英語でreturn)の割合です。債券では、利息(利率×額面)と償還時に生じる償還差損益(額面と売買単価の差額)の1年分を合計した額を年間の運用収益と考え、利回りを計算します。債券売買の際には、さまざまな期間・利率の債券の価値を比較するものさしとして「利回り」が使われます。計算式は以下のとおりです【MEMO❹】。額面100円に対する金額で計算します。

【図表2】債券利回りの計算式(単利)

$$\text{利回り(\%)} = \frac{\underbrace{\text{1年分の利息(円)}}_{\text{(=利率×額面)}} + \underbrace{\dfrac{\text{100円} - \text{売買単価(円)}}{\text{残存期間(年)}}}_{\text{(=1年分の償還差損益)}}}{\text{売買単価(円)(=100円−償還差益)}} \times 100$$

(超)長期国債の元利払い日である2024年3月21日の「公社債店頭売買参考統計値」から、利率0.8%の国債を例に残存期間、売買単価(額面100円あたりの価格)と利回りの変化を確認します。

ちょこっと、ファイナンス
MEMO❸

債券が紙で発行されていた際(現在は電子化)に、半期ごとに支払う利息を示す利札が利払い回数分だけ印刷されており、利息を受け取る際には、利札を銀行等に持ち込み支払を受けていたナンス。coupon rate(クーポン・レート)のクーポンとは、その利札のことナンス。

ちょこっと、ファイナンス
MEMO❹

ここで示す利回りは、「単利利回り」といわれる利回りの計算式ナンス。一方、「複利利回り」は、毎回支払われる利息を債券利率で再運用するという前提で計算するナンス。日本の債券売買では単利が使われ、財務省が公表している国債金利情報は複利利回りで計算しているナンス。

【図表3】利率0.8%の国債の価格（売買単価）と利回り（2024年3月21日）　【出典】日本証券業協会「公社債店頭売買参考統計値」よりJFM作成

銘柄名	償還期日	残存期間（年）	利率（%）	売買単価（円）	償還差損益（円）	年間利息（円）	償還差損益/年（円）	年間運用益（円）	利回り（%）
長期国債372号	2033/9/20	9.5	0.800	100.84	▲0.84	0.80	▲0.09	0.71	0.705
超長期国債（20年）180号	2042/3/20	18.0	0.800	90.85	9.15	0.80	0.51	1.31	1.440
超長期国債（30年）50号	2046/3/20	22.0	0.800	85.81	14.19	0.80	0.65	1.45	1.684
超長期国債（40年）11号	2058/3/20	34.0	0.800	74.58	25.42	0.80	0.75	1.55	2.075

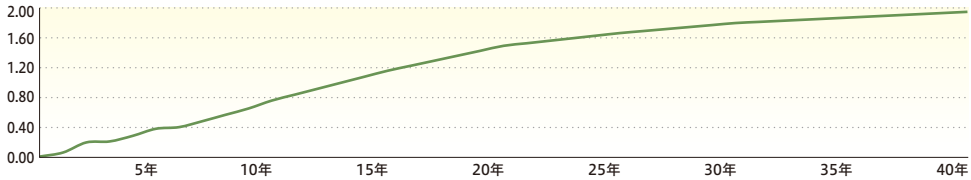
20年債180号について利回りを計算してみます。売買単価は90.85円なので、18年後の償還差益は100-90.85=9.15円です。計算式は{0.8+(100-90.85)÷18}÷90.85×100=1.440%【MEMO❹】となり、利率（0.8%）より利回り（1.440%）の方が高くなります。長期国債372号の場合は、売買単価が100.84円なので、9.5年後の償還時には▲0.84円の償還差損が生じ、利回りは0.705%と利率より低くなります。

各銘柄の発行時には0.8%が、10年、20年、30年、40年という期間に応じた金利水準でしたが、その後の時間の経過と金利上昇により2024年3月21日には、残存期間9.5年で0.7%程度、期間18年で1.44%程度、22年で1.68%程度、期間34年で2.07%程度と長期国債372号以外の3銘柄は期間が短縮したにもかかわらず利回りが上昇し、利率を上回っています。

利率と利回り、償還差損の関係は？

金利上昇で利回りが利率を上回った超長期国債3銘柄をみてみます。発行時に比べ期間に見合う利回り（以下、実勢利回り）は上昇し、利率0.8%だけでは不足するので、売買単価下落で生じる償還差益を加えて、実勢利回りに見合う水準にまで利回りが調整されます。通常の右上がりのイールドカーブ【図表4】では、期間が長いほど利回りは高くなるので、同じ利率の債券なら残存期間が長いほど、実勢利回りとの差を埋めるためにより大きな1年当たりの償還差益（以下、償還差益の年単価）が必要になります。

【図表4】
国債のイールドカーブ（利回り曲線）
（2024年3月29日）



【出典】財務省「国債金利情報」よりJFM作成

利回り計算で利率に加えられるのは、償還差益の年単価です。償還差益は償還差益の年単価に残存期間年数を乗じた金額になるので、残存期間が長いほど、償還差益は大きくなり、売買単価の下落幅も大きくなります。上記の例では超長期国債3銘柄の年間利息0.8円は共通ですが、残存期間が18年→22年→34年と長くなり、償還差益の年単価も0.51円→0.65円→0.75円と大きくなるので、そのかけ算で求める償還差益は9.15円→14.19円→25.42円と増えます。新規発行時に額面100円で上記3銘柄を購入し保有していた場合、20年180号は90.85円に、30年50号は85.81円に、40年11号は74.58円に値下がりしたことになります。

債券の銘柄選択時のリスクと留意点は？

金利上昇局面での債券購入は、常に金利上昇による価格下落のリスクにさらされることになります。そのリスクを回避するには、満期まで保有し額面での償還を受けるしかありません。2016年、2019年には10年国債の利回りがマイナス利回りを記録し、定期預金利率も0.002%まで低下していたことから、相対的に利回りの高い超長期債を購入できるよう資金管理・運用方針等で、運用商品の期間の上限を10年から20年、30年へと延長した団体もあるようです。

過去2年余り、徐々に金利が上昇したことで、市場で売買される国債にも、同じ利回りでも「利率が低く価格（売買単価）も低く償還差益が大きい国債」と「利率が高く価格（売買単価）も高く償還差益が小さい国債」が混在し、購入者の選択肢は広がりました。

利回りは債券売買のものさしですが、地方公共団体では、利回りに占める利率の大きさにも留意する必要があります。利回りのうち、利率×額面で計算される利息部分は毎年現金で受け取れますが、償還差益は償還時まで受け取れないからです。発生主義の民間企業では、時期とは関係なく、償還差益の年単価分も含めて、毎年収益計上可能ですが、現金主義会計の地方公共団体では、償還差益は満期を迎えるまで帳簿上のプラスに過ぎません。債券を購入する際には、その点も忘れないでください。

2022年秋以降、国債金利は上昇局面に入っているナンスが、金利上昇時の債券購入は大幅な価格下落リスクを抱えているナンス。債券購入時には利回りだけではなく、利率にも留意する必要があるナンス。

これまで紹介した主な記事を
JFMのHPで公開しているナンス！　JFM 金融お役立ち　検索

もっと教えて！
これってナニナニ!?

今回のテーマについて、ご不明点やご相談等ありましたら、下記までお気軽にご連絡ください。

地方支援部
ファイナンス支援課
03-3539-2677