「金利がある世界」を生き抜く地方財政運営
－起債運営と基金運用に焦点を当てて－

江夏　あかね

▌要　約▐

1. 地方公共団体は、「金利がある世界」の下、財政運営にこれまで以上に高度な対応力が求められる状況となっている。地方公共団体の財政運営において、金利上昇に伴う潜在的な影響としては、調達金利の上昇に伴う公債費の増大や、基金運用における評価損失の発生やパフォーマンスの向上、が挙げられる。
2. 起債運営の観点から、仮に金利が上昇しても、急騰するような状況でない限り、公債費の増大により即座に地方財政の安定性が脅かされることはないと考えられるが、従来以上に工夫が求められることが示唆される。
3. 地方公共団体の基金は、現状では大部分が現金・預金で、残りは国債を始めとした有価証券等で運用されている。今般の金利上昇局面では、保有債券の時価が低下し、一部の団体で評価損失が発生していると報じられている。しかし、債券は満期保有の場合、基本的に額面で償還される。また、新たな預金預け入れ、債券投資を通じて過去に比して高い運用パフォーマンスを得られる機会につながることもある。
4. 起債運営においては、将来に亘って安定的かつ有利な資金調達を実現するために、（1）金融市場動向の把握、（2）発行年限の見極め、（3）金融機関との対話、（4）投資家向け広報（IR）の充実化、がカギになり得る。
5. 基金運用の観点からは、「確実かつ効率的に運用」すべく、（1）基金の性質に見合った運用期間や方法の選択、（2）基金等の一元的な管理及び一括運用、（3）各種リスク管理の強化、が論点となり得る。

野村資本市場研究所　関連論文等

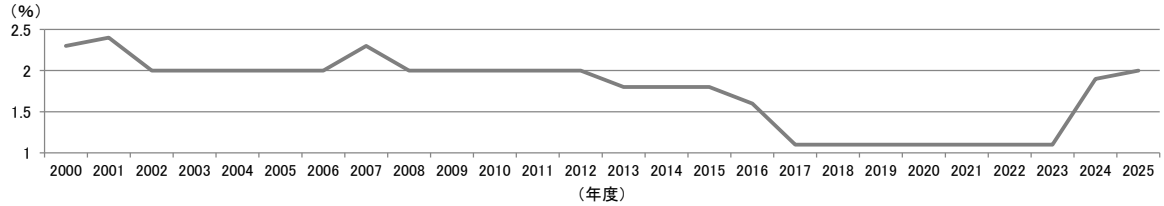
・江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007年。
・江夏あかね「21 世紀の地方債市場の持続可能性―地方公共団体の主要財源の安定調達に向けて―」『野村サステナビリティクォータリー』2025年冬号。
・江夏あかね「2025 年度地方債計画―財政健全化と新たな地域課題対応の両立に向けて―」『野村サステナビリティクォータリー』2025年冬号。

Ⅰ 超低金利環境の終焉と地方財政運営への影響

日本銀行による金融政策の変更により、長年に亘って続いた超低金利状況が終焉を迎え、地方公共団体の財政運営にはこれまで以上に高度な対応力が求められる状況となっている（図表 1 参照）。金利上昇による地方財政への潜在的な影響としては、調達金利の上昇に伴う公債費[1]の増大や、基金運用における評価損失の発生やパフォーマンスの向上、が挙げられる。

本稿では、地方債による資金調達と基金運用の制度や現状を決算統計[2]も用いながら分析するとともに、「金利がある世界」を生き抜く地方財政運営の論点を考察する。

図表 1　予算積算金利の推移



（出所）財務省、各種資料、より野村資本市場研究所作成

Ⅱ 地方債による資金調達の現状

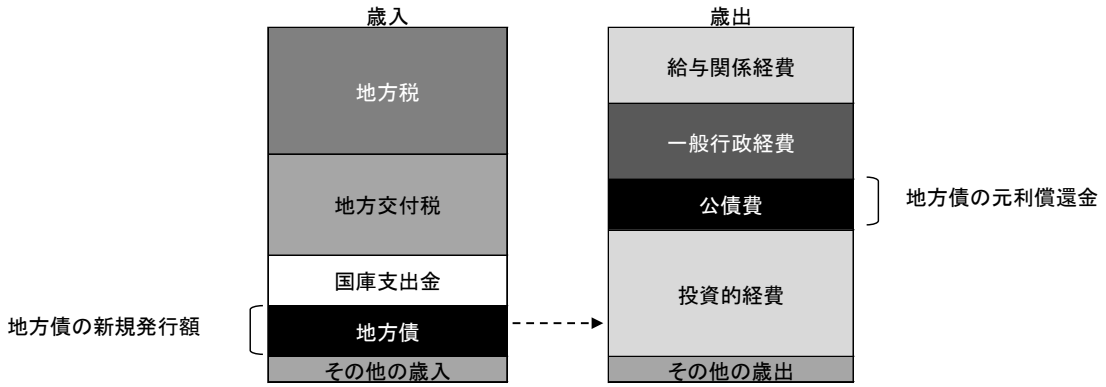
本章では、（1）地方公共団体にとっての地方債の位置付け、（2）抑制基調にある地方債発行額、発行残高及び公債費、（3）金利上昇による公債費への影響に関する分析、を取り上げる。

1．地方公共団体にとっての地方債の位置付け

地方公共団体の主たる歳入としては、地方税、地方交付税、国庫支出金及び地方債が挙げられる。地方債は、地方公共団体が一会計年度を超えて行う借入れを指し、住民に対して提供する行政サービスに係る歳出のうち、原則として投資的経費[3]（建設事業関係の経費）の一定部分に充当されるものである（図表 2 参照）。地方債は、健全な財政運営を確保すべく、発行可能な事業が制限されている[4]（図表 3 参照）。

1　公債費は、地方債元利償還金及び一時借入金利子の支払いに要する経費。
2　決算統計は、地方公共団体の決算に関する統計で、予算の執行を通じて地方公共団体がどのように行政運営を行ったかを見るための基礎となるものである。地方財政全体の毎年度の執行結果を表すものとして地方財政関係統計の中でも最も基本的かつ重要な統計の 1 つであり、一般会計と特別会計（公営事業会計を除く）をまとめた普通会計と、公営事業会計（公営企業及び収益事業等の特別会計）に分けられている。
3　投資的経費は、道路、橋りょう、公園、学校、公営住宅の建設等、社会資本の整備等に要する経費であり、普通建設事業費、災害復旧事業費及び失業対策事業費で構成される。
4　地方債制度に関する詳細は、江夏あかね『地方債投資ハンドブック』財経詳報社、2007 年、を参照されたい。

図表 2　地方公共団体の歳入・歳出における地方債の位置付け



（注）　地方債は、原則として投資的経費（建設事業関係の経費）の一定部分に充てられる。
（出所）総務省「地方債とは」、より野村資本市場研究所作成

図表 3　地方債の対象経費

地方財政法第 5 条によるもの
1. 交通事業、ガス事業、水道事業その他地方公共団体が行う企業に要する経費の財源とする場合
2. 出資金及び貸付金の財源とする場合（出資又は貸付けを目的として土地又は物件を買収するために要する経費の財源とする場合を含む） ✓ 出資金に係る地方債の例：地方道路公社、地方住宅供給公社、新関西国際空港（株）、コンテナ埠頭（株）、フェリー埠頭（株）、（独）空港周辺整備機構、地方公営企業に準ずる事業を行う地方公共団体出資に係る法人（第三セクター）に対する出資金 ✓ 貸付金に係る地方債の例：地域総合整備資金貸付金、フェリー埠頭公社への貸付金、中小企業高度化資金貸付金
3. 地方債の借換えのために要する経費の財源とする場合
4. 災害応急事業費、災害復旧事業費及び災害救助事業費の財源とする場合 ✓ 災害応急事業：流出橋りょうの応急架設等災害に際し応急に採られる措置 ✓ 災害復旧事業：河川、港湾、道路等の公共土木施設、農業用施設、林道施設等の農林水産業施設、学校、庁舎等の公共公用施設の災害復旧事業 ✓ 災害救助事業：災害救助法に基づく救助のためのものであって、収容施設の供与、生活必需品の給付等の事業
5. 学校その他文教施設、保育所その他の厚生施設、消防施設、道路、河川、港湾その他の土木施設等の公共施設又は公用施設の建設事業費(注)及び公共用若しくは公用に供する土地等としてあらかじめ取得する土地の購入費の財源とする場合 ✓ 公共施設：住民の使用又は利用に供するために行政主体が設ける施設（地方財政法第 5 条第 5 号に掲げられた学校、保育所、道路、河川、港湾等は公共施設の例） ✓ 公用施設：庁舎など行政目的のために行政主体が直接使用するために設ける施設
特別法等によるものの例
6. 辺地に係る公共的施設の総合整備のための財政上の特別措置等に関する法律に基づく辺地対策事業債
7. 過疎地域の持続的発展の支援に関する特別措置法に基づく過疎対策事業債
8. 市町村の合併の特例に関する法律第 11 条の 2 の規定に基づく合併特例債
9. 地方財政法第 33 条の 5 の 2 の規定に基づく臨時財政対策債
10.地方財政法第 33 条の 5 の 5 の規定に基づく退職手当債
11.地方財政法第 33 条の 5 の 8 の規定に基づく公共施設等の除却に係る地方債

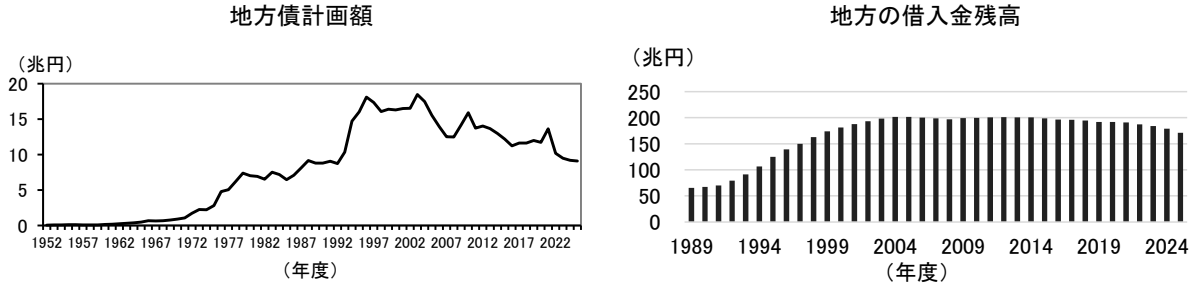
（注）　公共的団体又は国若しくは地方公共団体が出資している法人で政令で定めるものが設置する公共施設の建設事業に係る負担又は助成に要する経費を含む。
（出所）地方債制度研究会『令和 2 年度　地方債のあらまし』地方財務協会、2020 年、より野村資本市場研究所作成

２．抑制基調にある地方債発行額、発行残高及び公債費

地方債の発行額について、地方債計画の規模を見ると、2000 年代後半の世界的な金融危機発生時、2020 年代初頭の新型コロナウイルス感染症の拡大時を除き、基本的には 2000 年代に入って縮小傾向が続いている（図表 4 左参照）。これは、1990 年代後半頃からの財政健全化の中での投資的経費の抑制に加え、2009 年度に本格施行された地方公共団体の財政の健全化に関する法律（地方公共団体財政健全化法）を通じて、地方公共団体による財政健全化への意識がより高まる傾向にあることが背景である。地方の借入金残高についても、地方債発行額の減少に伴い、2010 年代終盤に入って縮小傾向に転じている（図表 4 右参照）。

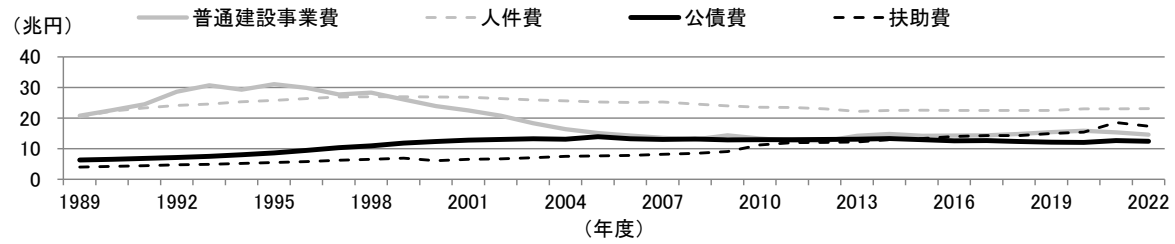
地方債の元利償還金等を計上する公債費について、地方公共団体の主な歳出を見ると、社会保障関連の扶助費[5]が高齢化の進行により増加基調にある一方、投資的経費が財政健全化の中で大幅に絞り込まれてきた上、公債費の伸びも地方債発行額の減少や低金利環境を通じて抑制された結果、地方財政全体の健全性が確保されてきた（図表 5 参照）。しかし、足元の金利上昇の影響もあり、将来的に公債費の増加を通じて地方財政が硬直化する可能性は否めない。

図表 4　地方債計画額と地方の借入金残高の推移



（出所）総務省「地方財政計画」各年度、総務省「地方財政の借入金残高の状況」、より野村資本市場研究所作成

図表 5　地方公共団体の歳出の推移



（出所）総務省『地方財政統計年報』各年度、より野村資本市場研究所作成

[5] 扶助費は、社会保障制度の一環として、生活困窮者、児童、老人、心身障害者等を援助するために要する経費。

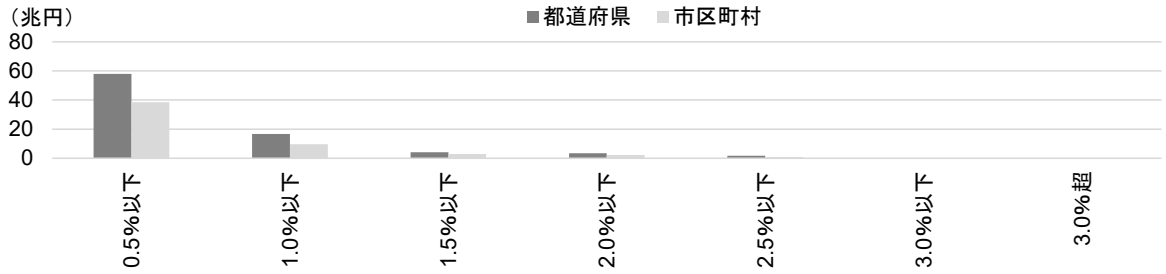
３．金利上昇による公債費への影響に関する分析

金利上昇により、公債費にどのような影響が及びうるのか、決算統計及び地方債協会の統計に基づき、分析を行った。まず、2023 年度末の都道府県及び市区町村の地方債残高（普通会計分）は合計で約 138 兆 7,384 億円となっている[6]。借入金利水準別には、0.5%以下が都道府県、市区町村共に全体の約 7 割を占めている（図表 6 参照）。また、平均金利は、都道府県が約 0.588%で、市区町村が約 0.488%と推計される。

地方債残高の大部分が低い金利水準となっているのは、長年に渡って金利が低水準で推移したことや、2007～2012 年度に実施された公的資金補償金免除繰上償還制度[7]により金利水準が高い地方債が償還されたこと等が背景とみられる。また、都道府県の平均金利水準が市区町村より高いのは、全国型市場公募地方債を含めた民間等資金による資金調達の割合が都道府県の方が多い傾向にあることに起因するとみられる。

仮に、国債金利の上昇が続き、上記の平均金利水準よりも高くなった場合でも、地方債残高全てが金利水準の影響を受けるわけではない。借り換えを行う場合にそのタイミングで金融市場における金利水準が高ければ、公債費の増加という形で財務面への影響が顕在化することになると解釈される。

図表 6　借入金利別地方債残高（普通会計ベース、2023 年度末）



（出所）総務省「地方財政状況調査」、より野村資本市場研究所作成

ここで、現行の地方債発行額で金利が上昇した場合の公債費への影響を試算する。金利上昇による年間の公債費の増加への影響は、借換分を含めた年間発行額に金利上昇分を乗ずることで簡便的に把握することができる。都道府県及び政令指定都市における地方債の民間等資金による年間発行額（2023 年度）は、9 兆 9,896 億円となっている。今後の地方債発行額が不明であるため、不変と仮定する。仮に、金利が 0.5%上昇した場合、年間の公債費は約 499 億円増加、1.0%上昇の場合は約 999 億円増加と算出される（図表 7 参照）。

6　地方債残高は、本来であれば全会計ベースで分析することが望ましいが、本稿では便宜上、普通会計分のみを取り上げた。

7　かつて、日本経済の高度成長期には、高金利の状況が続いていたため、その当時に地方公共団体に貸し付けられた長期の公的資金の金利負担が大きなものになっていた。そのため、2007～2012 年度までの臨時的措置として、公的資金補償金免除繰上償還制度が導入された。なお、2013 年度には、対象団体を特定被災地方公共団体等、対象資金を旧公営企業金融公庫資金に限定して実施された。

図表 7　地方債の年間発行額と金利上昇による公債費の増加分（億円）

	年間発行額				金利上昇による公債費の増加分			
	市場公募	銀行等引受（証券）	銀行等引受（証書）	合計	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%
2023 年度	43,114	6,852	49,930	99,896	499	999	1,498	1,998
参考								
過去 5 年間の平均	50,958	13,889	50,401	115,249	576	1,152	1,729	2,305
過去 10 年間の平均	50,959	14,970	51,220	117,150	586	1,171	1,757	2,343

（出所）地方債協会『地方債』の統計、より野村資本市場研究所作成

2025 年度地方財政計画（通常収支分）を見ると、公債費は 10 兆 7,259 億円と見込まれており、仮に金利が 1.0%上昇しても同費目の増加分は僅か 0.9%しかなく限定的とも言える。しかしながら、公債費の増加が続いた場合、相応の財政負担になるとも考えられる。

これらの試算結果を踏まえると、（1）地方債残高のうち約 7 割の借入金利が 0.5%以下と低く、仮に金利が上昇してもその影響を受けるのは借換分のみ、（2）現行の地方債発行額の規模で金利が 1.0%上昇しても、年間の公債費の増加分は公債費の全体規模を踏まえると限定的だが、増加分が累積した場合、財政の硬直化につながりかねない、と言える。つまり、仮に金利が上昇しても、急騰するような状況でない限り、即座に地方財政の安定性を脅かすことはないと考えられるが、起債運営において従来以上に工夫が求められることが示唆される。

Ⅲ 地方公共団体による基金運用の現状

本章では、（1）地方公共団体の基金に関する制度、（2）基金の種類、（3）基金の運用状況、を取り上げる。

１．地方公共団体の基金に関する制度

地方公共団体の基金（以下、基金）とは、地方公共団体が条例の定めるところにより、特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立て、または定額の資金を運用するために設けられるものである（地方自治法第 241 条第 1 項、図表 8 参照）。原則として、条例により任意に設置できる。

基金は、「確実かつ効率的に運用しなければならない」（地方自治法第 241 条第 2 項）とされている。加えて、「積立金[8]は、銀行その他の金融機関への預金、国債証券、地方債証券、政府保証債券その他の証券の買入れ等の確実な方法によって運用しなければならない」（地方財政法第 4 条 3 第 3 項）との規定もある。さらに、総務省の事務連絡では、

[8] 積立金とは、一般に、財政運営を計画的にするため、または財源の余裕がある場合において特定の支出目的のため、年度間の財源変動に備え、財政規模及び税収その他の歳入の安定性の程度に応じ積み立てる金銭を言い、地方自治法上は基金として処理されているものである。

基金の運用として「安全確実性、有利性、流動性（支払準備性、換金性）について満たされているか」といった検証の論点を挙げている。

図表 8　地方公共団体の基金に関する主な法律等

地方自治法（抜粋）
（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、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特定の目的に応じ、及び確実かつ効率的に運用しなければならない。 3～8（略）
2025 年度の地方財政の見通し・予算編成上の留意事項等（抜粋）
53 予算計上及び予算執行については、関係法令に則り適正に行う必要があるが、特に以下の点についてご留意いただきたい。 (1) 地方公共団体の基金については、その規模や管理などについて十分検討を行った上で、それぞれの基金の設置の趣旨に即して、確実かつ効率的な運用を行いつつ、優先的に取り組むべき事業への活用を図るなど、適正な管理・運営に努めていただきたいこと。 また、基金の使途・増減の理由・今後の方針等の積立状況等について、財政状況資料集における「見える化」をはじめ、公表情報の充実を図るよう努めていただきたいこと。 (2)（略）「地方自治法」（1947 年法律第 67 号）第 241 条及びそれぞれの基金設置条例の趣旨を逸脱したものとなることのないよう、基金の運用として安全確実性、有利性、流動性（支払準備性、換金性）について満たされているか検証し、必要なものについてはその適正化を図ること。

（出所）地方自治法、総務省自治財政局財政課「令和 7 年度の地方財政の見通し・予算編成上の留意事項等について（事務連絡）」2025 年 1 月 24 日、より野村資本市場研究所作成

２．基金の種類

基金は、積立基金、運用基金及びその他の基金に大別される。積立基金は、特定の目的のために財産を維持し、資金を積み立てるための基金で、財政調整基金、減債基金、その他特定目的基金等が該当する。財政調整基金とは、地方公共団体における年度間の財源の不均衡を調整するためのものである。減債基金は、地方債の償還を計画的に行うための基金である。その他特定目的基金は、積立基金のうち財政調整基金・減債基金以外のもので、後年度に予定されている大規模施設の整備のために積立を行う基金等を指す。

一方、運用基金は、特定の目的のために定額の資金を運用するための基金で、土地開発基金、その他定額運用基金等が該当する。土地開発基金は、公用・公共用に供する土地や公共の利益のために取得する必要がある土地を予め取得する資金に充てることを目的に設置されるものである。

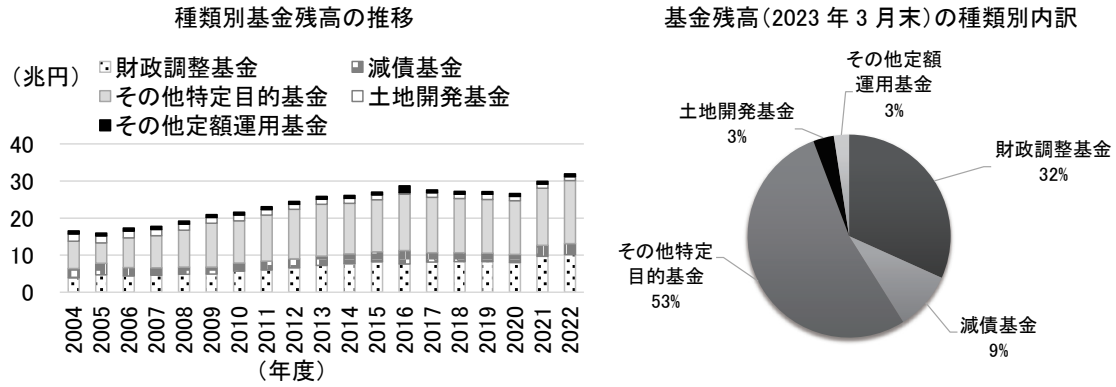
基金の種類別残高の推移を見ると、2000 年代前半から増加傾向となっており、2023 年 3 月末現在には 31 兆 9,468 億円に達している（図表 9～10 左参照）。これは、2022 年度の地方財政計画（通常収支分、90 兆 5,918 億円）の約 35%の規模となっている。また、種類別内訳を見ると、その他特定目的基金が全体の半分強、財政調整基金が同 3 分の 1 程度、減債基金が 1 割弱を占めている（図表 10 右参照）。

図表 9　地方公共団体の基金の状況（億円）

	団体数	種類別内訳					合計	1団体平均	運用商品別内訳			
		財政調整基金	減債基金	その他特定目的基金	土地開発基金	その他定額運用基金			現金・預金	地方債	地方債以外の有価証券	その他
都道府県	47	24,385	13,096	52,189	1,898	5,956	97,522	2,075	83,100	3,447	3,786	7,189
政令指定都市	20	6,227	845	7,361	2,265	79	16,777	839	13,026	1,749	395	1,607
一般市町村	1,698	62,723	15,327	94,208	5,891	1,517	179,666	106	145,559	8,663	20,246	5,198
特別区	23	8,060	476	16,248	528	190	25,503	1,109	17,567	1,573	6,073	290
合計	1,788	101,396	29,743	170,006	10,582	7,741	319,468	179	259,251	15,431	30,501	14,284

（注）　2023 年 3 月末時点。
（出所）総務省「令和４年度地方財政統計年報」、より野村資本市場研究所作成

図表 10　地方公共団体の種類別基金残高の推移と内訳



（出所）総務省「地方財政統計年報」各年度、より野村資本市場研究所作成

３．基金の運用状況

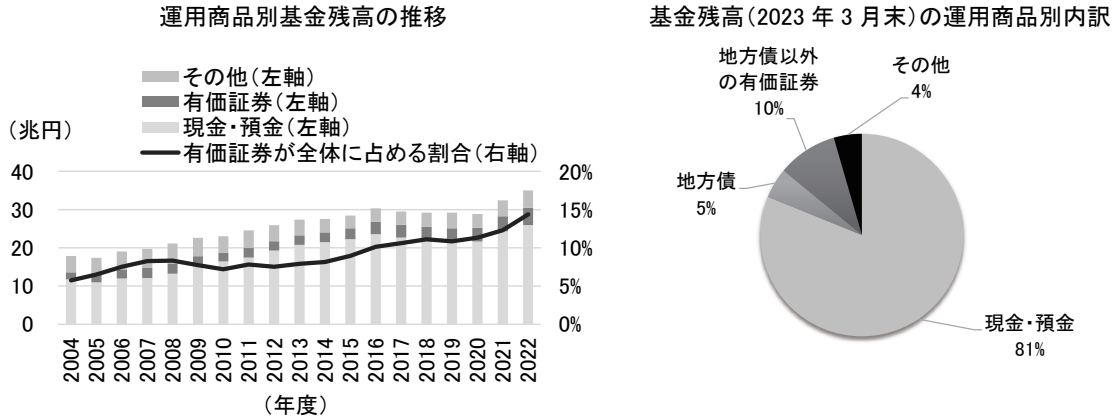
地方公共団体の基金は、「確実かつ効率的に運用しなければならない」と規定されていることを反映し、大部分が現金・預金で、それ以外も国債を始めとした償還確実性が比較的高いとされる金融商品等で運用されている（図表 11 参照）。

預金については、普通預金や定期預金が主流になっており、流動性確保の面でのメリットがある。一方、債券運用をめぐっては、2005 年 4 月にペイオフ[9]が全面解禁されたことや、金利状況や運用期間によっては預金よりも運用益を確保できる場合があることも反映し、債券、特に国債、地方債、政府保証債、地方公共団体金融機構債等の運用に取り組む団体も徐々に増えてきた。

[9] 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保険対象の預金の払戻を保証するものとして導入された。その後、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た。併せて、当座預金、無利息の普通預金を含む決済預金については、預金全額保護の措置が講じられた（「ペイオフと預金保険」『JFM だより』第 29 号、地方公共団体金融機構、2019 年 4 月）。

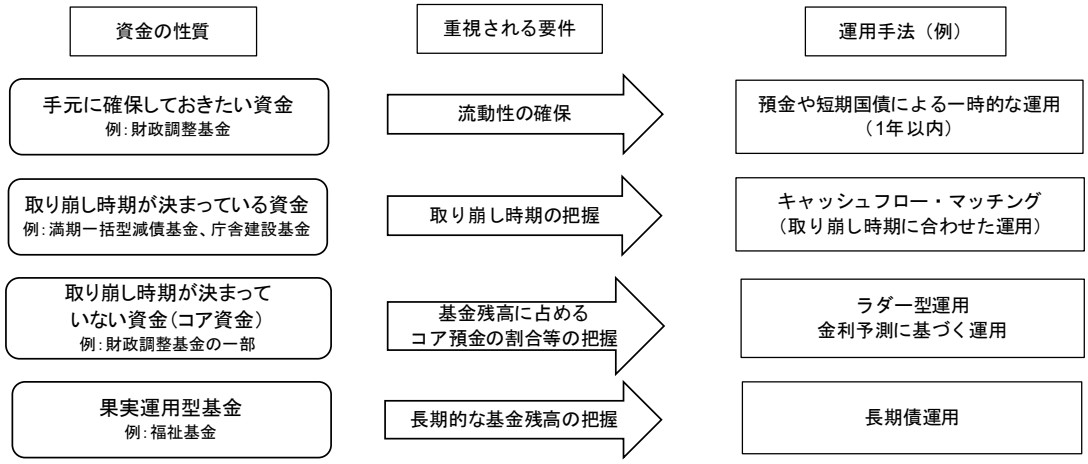
地方公共団体による債券運用の手法としては、キャッシュフロー・マッチングやラダー型運用等が知られている（図表 12 参照）。キャッシュフロー・マッチングは、将来発生する取り崩し（現金化）時期及び金額に、債券等の償還を合わせるように運用する手法である。減債基金や庁舎建設基金など取り崩し時期が決まっている資金の運用方法として活用される傾向にあり、必要な時期に資金を確保しつつ、比較的長い期間の運用が可能となる。ラダー型運用は、毎年償還となる金額が一定となるように債券を保有する手法である。財政調整基金の一部など、取崩時期が決まっていない資金（コア資金）の運用方法として活用される傾向にあり、毎年一定額の債券を購入するため、毎年の金利変動を長期的に中立化することが可能である。

図表 11　地方公共団体の運用商品等別基金残高の推移と内訳



（出所）総務省「地方財政統計年報」各年度、より野村資本市場研究所作成

図表 12　基金の性質と運用手法例



（出所）地方公共団体金融機構「地方公共団体の基金の効率的運用と地方金融機構債の活用について」2017 年 11 月、より野村資本市場研究所作成

Ⅳ 「金利がある世界」を生き抜く地方財政運営の論点

地方公共団体は、長年に亘って続いた超低金利状況が終焉を迎え、「金利がある世界」を生き抜くための努力を重ねることが大切なのは言うまでもない。すなわち、さらなる財政健全化と効果的な財源活用とともに、起債運営や基金運用の工夫が求められる。下記に、地方財政運営全般、起債運営、基金運用それぞれの主な論点を紹介する。

１．地方財政運営全般

日本の地方公共団体はこれまで、国から良好な関与・支援を受け、国に極めて近い信用力を維持してきた。国の地方公共団体に対するスタンスが将来的に大きく変更される可能性は低いと考えられるものの、国家財政の厳しさが増している現状や国の調達金利の上昇傾向に鑑みると、現在と同様の規模での地方への財政移転の継続が困難になることもあり得る。加えて、社会保障や公共施設等の適正化に関する財源の捻出、足元における人件費増加や物価高への対応等、地方財政運営の舵取りの難しさが増す可能性がある[10]。

その意味で、地方公共団体にとって、財政運営の観点からは（1）歳出削減・歳入確保に向けてさらに努力・工夫を重ねて、財政健全化を進めること、（2）デジタルや EBPM（証拠に基づく政策立案）[11]の活用[12]も通じて、限られた財源を効果的に利活用していくこと、が大切になると言える。特に、起債運営や基金運用については、歳入確保手段の一部分として地方財政運営における重要度が増していくと想定される。

２．起債運営

起債運営においては、将来に亘って安定的かつ有利な資金調達を実現するために、（1）金融市場動向の把握、（2）発行年限の見極め、（3）金融機関との対話、（4）投資家向け広報（IR）の充実化、がカギになり得る。

1 点目について、各国の政治・金融政策、地政学・地経学的環境等により、経済、金融市場の動向を見通すことは従来よりも困難になっている。経済、金融・財政政策の動向を注視するとともに、金融機関や投資家等との情報交換で有益な情報を得られる可能性もある。

2 点目について、借換リスクを回避するために、まずは自団体の既発債の構成の把握が大切と言える。つまり、仮にある時期に起債ニーズが集中し、その時期に金融市場環境が

[10] 詳細は、江夏あかね「21 世紀の地方債市場の持続可能性―地方公共団体の主要財源の安定調達に向けて―」『野村サステナビリティクォータリー』2025 年冬号及び同「2025 年度地方債計画―財政健全化と新たな地域課題対応の両立に向けて―」『野村サステナビリティクォータリー』2025 年冬号、を参照されたい。

[11] EBPM は、政策の企画をその場限りのエピソードに頼るのではなく、政策目的を明確化した上で合理的根拠（エビデンス）に基づくものとすること（内閣府「内閣府における EBPM への取組」2025 年 4 月）。

[12] 地方公共団体による EBPM の活用に関する詳細は、江夏あかね「人口減少と地方財政運営の論点－日本における人口減少開始以降の地方財政分析を踏まえて－」『野村資本市場クォータリー』2024 年夏号、を参照されたい。

良好でない場合、資金調達コスト負担が増えることもあり得る。そのため、既発債の償還時期は可能な限り分散することが望ましく、償還の山と谷の平準化を念頭に置いた戦略的な発行年限の選択も意義があると言える。また、投資家や金融機関とのコミュニケーションを通じて投資家需要のある年限を模索することに加え、地方債市場の中で発行が集中していない年限での発行も検討に値し得ると言える。

3 点目について、地方債の主要な引受先である金融機関においても、金利環境の変化で金融機関の経営の在り方に変化の兆しが見られている。各金融機関が地方公共団体向けビジネスをどのように考えているかを把握することも、有利かつ安定的な資金調達につながり得ると言える。

4 点目について、日本銀行による金融政策の変更を通じて、金利水準の引き上げ及び長期国債買入の減額が進められている[13]。そのような中で、債券市場における投資家構成が変化する可能性もあり、地方債に投資経験の無い新たな投資家が加わることもあり得る。新たな投資家が地方財政・地方債制度への理解が深い投資家のみではない可能性も踏まえて、丁寧かつわかりやすい情報開示に努めることが投資家層の確保に向けて大切となる。

３．基金運用

基金運用の観点からは、「確実かつ効率的に運用」すべく、（1）基金の性質に見合った運用期間や方法の選択、（2）基金等の一元的な管理及び一括運用、（3）各種リスク管理の強化、が論点になり得る。

1 点目について、地方公共団体の基金は、その性質によって取り崩さないでいられる期間が異なる（前掲図表 12 参照）。また、金融商品の観点からは、一般的に、普通預金は、預金者がいつでも払い戻しを請求できるため、利率は相対的に低い水準に抑えられている一方、債券や定期預金は、残存期間や預入期間が長くなるほど利回りや利率が高くなる傾向にある。

今般の金利上昇局面では、保有する債券の時価が低下し、一部の団体で評価損失が発生していると報じられている[14]。債券は、満期まで保有すれば、基本的には額面で償還されることとなるが、評価損失発生時点でその債券を売却すれば損失が確定（実現損失が発生）する。仮に、比較的近い将来に取り崩しが必要な基金を長い年限の債券で運用し、現金化が必要になったタイミングに市場環境が良好でない場合、売却損失を計上することもあり得る。

その一方で、例えば、直ぐに取り崩しが必要でない基金を、普通預金のみで運用した場合、長期債等に比して運用パフォーマンスが見劣りする、すなわちパフォーマンスの向上機会を逃してしまうといったことも考えられる。特に、金利上昇局面では、金融機関への

[13] 日本銀行「金融市場調節方針の変更および長期国債買入れの減額計画の決定について」2024 年 7 月 31 日。

[14] 「債券運用、6 府県が含み損 最大 146 億円　日経調査、災害時の対応に懸念」『日本経済新聞』2025 年 3 月 15 日、「金利上昇、16 市の基金に含み損－機動的な資金捻出に懸念」『共同通信ニュース』2025 年 3 月 17 日。

新たな預け入れ、債券投資を通じて過去に比して高い運用パフォーマンスを得られる機会につながることもある。その意味でも、各基金の性質を見極め、それに見合った運用を行うことがより大切になると言える。

2点目について、基金のみならず、歳計現金[15]や一時借入金[16]を一元的に管理することも意義がある。歳計現金と基金とは、基金の積み立てが歳計現金の減少要因となる一方で、基金の処分又は繰替運用[17]が歳計現金の増加要因となるほか、一時借入金も歳計現金や基金の動きによって影響を受けるからである[18]。また、一元管理を行う場合、仮に歳計現金が不足した場合、基金の繰替運用でも賄えない場合のみ、一時借入金を活用することを通じて支払金利の軽減にもつながることもあるほか、逆に、金利状況によっては繰替運用を行わずに一時借入を行ったほうがより長期運用に見合った収益を得られることもある。

基金の一括運用とは、複数の基金を個別に運用するのではなく、ひとつに集約して運用することである。個々の基金は、不測の取り崩しリスクがあるほか、複数の基金管理により事務量が増えることになる。また、基金規模が小さい場合、そもそも運用が困難になることもある。しかし、一括運用を行うことを通じて、（1）運用効率の向上（ノウハウを集約し、まとまった資金を効率的に運用することができるほか、基金の取り崩し時に弾力的に対応可能）、（2）事務の効率化（運用事務の集約化が可能）、（3）ペイオフ対策（相殺管理や環境変化に迅速に対応）、といったメリットが期待できる[19]。

3点目について、運用に伴う各種リスクをできる限り最小限にする基金管理が求められる。具体的には、株価、金利、国債対比スプレッド、信用格付け等のモニタリングを通じた市場リスク管理、ラダー型運用を通じた金利変動リスクの軽減、金融機関の財務諸表の分析等を通じた信用リスク管理などが選択肢としてあり得る。なお、団体によっては外部委員会による第三者会議（公金管理委員会等）で運用やリスク管理状況を検証し、住民、議会等に向けて説明責任を果たしている地方公共団体もある。

---

15 歳計現金は、地方公共団体の歳入歳出に属する現金、すなわち一会計年度における一切の収入または支出に係る現金を指す。

16 一時借入金は、地方公共団体が一会計年度内において、歳計現金が不足した場合に、その支払資金の不足を補うために借り入れる金銭を指す。

17 基金の繰替運用は、基金残高の一部を一時的に貸し付ける形で地方公共団体内での資金融通に活用すること（総務省「財政健全化団体の取組等」2015年1月23日）。

18 堀内聡『これだけは押さえておきたい！ 自治体の資金調達・運用の基礎知識』ぎょうせい、2015年。

19 「基金の一括運用のメリットを考えよう」『JFMだより』第13号、地方公共団体金融機構、2015年3月。