

第 35 回川崎市起債運営アドバイザー・コミッティ 議事要旨

日時：平成 30 年 2 月 9 日（金）午前 16 時 00 分～17 時 00 分

場所：川崎市役所 会議室

1. 開会

座長より挨拶と本日の議題について説明があった。議題は「平成 30 年度における起債運営」における「平成 30 年度川崎市起債運営の考え方」および「平成 30 年度川崎市市債発行計画」。

2. 議事

(1) 平成 30 年度における起債運営

(①平成 30 年度川崎市起債運営の考え方、②平成 30 年度川崎市債発行計画)

◆事務局からの説明

(省略)

◆上記について、メンバーと川崎市側で以下のような質疑応答、意見交換があった。

(以下、メ：メンバー、市：川崎市)

◆メ：

- ・中期、長期、超長期 3 分の 1 という調達方針は、環境の変化にもよく対応できると考える。本年度と来年度の違いは、フレックス枠が 250 億円から 100 億円に減少しているところか。
- ・金利環境としては、国内は政府・日銀のコントロールもあり、概ね横ばいがメインシナリオ。ただし、欧米は金利の正常化、利上げ局面に入っているため、年度後半に向けて、もしくは来年度以降に向けて、金利上昇要因があると考えている。よって、上期に、もしくは早めの段階で調達をしていくのが良いのではないかと。また、将来的な金利上昇を勘案し、フレックス枠 100 億円を超長期で調達するとメリットが享受できるのではないかと。

◆メ：

- ・大枠については今年度と来年度大きく変えず 3 分の 1 ルールに基づいて発行するという一方で、金利変動リスクを抑えつつ、幅広い投資家の需要を捕捉できる計画になっているのではないかと。
- ・金利環境については、来年度は引き続き日銀のイールドカーブコントロールが奏功する形で、イールドカーブの形状自体はさほど大きく変わらない官製相場が続くだろう。一方でグローバルに視野を広げると、金利正常化に向けて地ならしをしている状況なので、日米金利格差を受けて日銀も少し枠組み、フレームワークを変えてくる可能性は注視したい。特にコストに跳ね返ってくる超長期については機動的に起債する必要があるのではないかと。今年度は定時償還債の発行が非常に拡大してくるなど、投資家の金利変動に応じた動きが出てきている。超長期においては先入観を持たず、機動性をしっかりと生かし、時期、年限を考える必要があろう。

◆メ：

- ・金利環境は足元のマイナス金利政策を踏まえると、少し動くかもしれない状況にありながら

も動かず、なかなか見通し難い。その観点では、中期、長期、超長期の分散調達、非常に良い施策ではないか。

- ・個別では、5年の市場公募債が昨年度に比べて各々30億円ずつ増えているという状況かと思っている。足元、イールドカーブ全体を見ると、20年ゾーンまで非常にスティーブ化しているので、短期、中期でしっかり調達していくのがコスト削減という観点から非常にいい施策だと思う。借り換えリスクをどう考えるかについて、マイナス金利政策が外れると、5年後の金利は損益分岐点である0.3%後半から0.4%ぐらいまで行く可能性は十分ある。そういう観点では5年の市場公募債をさらに増やしているのは、今後の借り換えコスト、足元のイールドカーブの形状などを見ても、市場にマッチしているのではないか。

◆メ：

- ・足元、株式や為替市場は激しく動いているが金利はほとんど動かない官製相場が続いている。黒田総裁の後任人事も留意する必要があるが、今の政治の状況等を踏まえれば、続投・交代いづれでもそれほど大きな政策変更はないと考えている。しかしながら、世界的に非常に景気が良いことや、国内株式市場も20年を超える久方ぶりの高い水準での推移となっており、欧米が金利正常化に向けて動き出す中、日銀の政策変更が迫られるリスクは一定程度踏まえていく必要性はある。
- ・政策変更といったときに一番影響を受けやすいのは長期ゾーンから。低い金利で負債を固定できるのは来年度がラストチャンスになる可能性もある。超長期でフレックス枠を通じて機動的な起債運営を行うのが川崎市の強み。こうした金利上昇リスクを踏まえながら、機動的な起債運営を次年度も遂行していただきたい。

◆メ：

- ・これまで3分の1ずつの年限バランスでうまくやってきたし、特に来年度も発行額が大きく変わるわけではないので、引き続き今までのルールに沿って計画を立てるのは非常に妥当なのかなと思う。しかし、海外では一足先に金利上昇が起こっていて、つい先日までは、景気がよくなっても金利は上がらないだろうと思っていたが、景気がこれだけ良くなってくるとインフレ率も上がり始めたということで、ある意味サプライズ的な上昇が起こっている。日本も引き続き景気は上がってきているので、YCC（イールドカーブコントロール）を来年度も鉄板で継続できると決めてかかっているといけないと思う。特に5年、10年はシ団引受方式で安定的に消化できると思うが、超長期は特に金利の水準などによってかなり投資家需要も増える。発行時期や年限、定時償還か満期一括か、かなり選択を迫られることが多くなる。十分に運営ノウハウはあると思うが、来年度も引き続き機動的な起債が必要なのかなと思う。

◆メ：

- ・銀行等引受債については、各銀行の投資室や融資室で非常にまだら模様になってきている。個別の銀行事情に応じてキャッシュ潰しで低い金利で投資をしていく。一方で、ある程度スプレッドを取っていかないと財政的にも厳しいということで、各銀行によって非常に変わってきていると感じる。その辺の各銀行の個別事情をしっかりと見極めつつ、マーケットを見ながら機動的に調達するということが非常に重要。

◆メ：

- ・全体観では、非常に年限等々バランスよく取れていて理想的な資金調達。市場公募債と銀行等引受債の割合も、今のマーケット環境を考えると適当なバランスではないか。投資家動向の

観点からは、マイナス金利以降約 2 年が経ち、特に足元 10 年を超えるゾーンについては、地銀勢が IRRBB 規制の影響もあって、非常に動きにくくなっている状況。以上を踏まえると、銀行等引受債の発行計画について違和感はない。

◆メ：

- ・個人向け窓口販売については、毎年 4 月、7 月、10 月に 5 年債、12 月に 10 年債と定例的に発行するので個人投資家も認識しやすく、非常に販売しやすい。
- ・銀行等引受債については、マイナス金利政策の導入から 2 年経過しようとしているが、高い金利での貸出しがマイナス金利の時代の契約に切り替わってきていて、時間が経過するほど変更による収益へのインパクトが非常に大きくなってきている。例えば縁故市場のところも毎年 1 月に実施しているが、脱落してしまう金融機関も出ているので、こうしたことも踏まえてシ団の見直し等も今後は必要になってくるのかなと感じている。

◆メ：

- ・非常にバランスの取れた調達状況になっている。年限含め。銀行等引受債と市場公募債のバランスについても。今回、5 年債のところを 100 億円を 3 回と、従来の 70 億円からロットを引き上げたことで、投資家から見て流動性に厚みがある市債として投資しやすくなるのではないかな。
- ・金利規制 (IRRBB 規制) については、今年度から少し地銀が気にし始めるところかと思うが、やはり 10 年以内のところ投資を寄せやすくなってくるのではないかな。今のところ超長期債のところの需給が緩んでいるという認識はないが、今後 10 年、5 年に向けて需給が引き締まってくるような環境になるのではないかと考える。

◆メ：

基本的には平成 30 年度の発行計画に全体概ね違和感はないという印象を得られた。その中で、全体の 2 割を占める銀行等引受債については銀行の対応がこの超低金利の中でまだら模様になっているという話もあり、シ団構成等について見直すことも必要になってくるかもしれないという気になるコメントもあった。以上を踏まえ、事務局から全般的なコメント、あるいは今後の対応等について追加してコメントがあれば。

◆市：

川崎市としても、特に違和感はないという意見で安心している。概ねいただいた意見を参考にしたい。超長期については年度の中で発行していくが、例年 100 億円を 3 回に分けて満期一括償還で 20 年 2 回、30 年 1 回を基本としている。来年度も引き続きこれを踏襲していくのか、定時償還債については平成 29 年度に初めて発行したが、今後増やしていくべきか。8 月の当コミッティでもいろいろ議論したが、そちらでの意見も含めて超長期は検討していきたいと思っているので、引き続きアドバイスをお願いしたい。

(2) 財投機関債の購入の検討について

◆事務局からの説明

(省略)

◆上記について、メンバーと川崎市側で以下のような質疑応答、意見交換があった。

(以下、メ：メンバー、市：川崎市)

◆メ：

- ・保管運用が可能な債券について、「川崎市公金の保管及び運用に関する方針」と書いているが、これは条例ではなくて財政局所管か。議会にかけずに方針を変更できるのか。運用利回りや年限等について議会に報告はしているのか。アカウンタビリティが特に最近厳しくなっているのか、是非、その辺はきちんと外部に説明できるようにしていただきたい。

◆市：

- ・「方針」については会計室という会計部門が所管している。議会にかけずに変更できる。内容については財政局が事務局となった会議を経て、会計室で市長まで了承を取り改正する。議会への報告については、定時では実施していないが、最近、関心のある議員から質問を受けることもあり、これに回答する形で明示している。また、毎年度、決算見込みを7月末に出すが、その冊子に平均の運用成績などを記載している。

◆メ：稲生座長より、「他団体はどういう状況になっているのか。それから、取得条件としてAA以上の格付けを受けていることとする点について。これらについてコメントをいただきたい。」

◆メ：

- ・財投機関債は非常に信用度としては高い債券でこれまでデフォルトの実績もない。対象を広げるのは非常にいい試みと思う。今回は取りあえず格付けで切るということで良いと思うが、将来的にはそもそも「財投機関債」で良いのか考える必要がある。端的に言えば財政融資資金を受けている機関が財投機関なので、成田空港や道路会社は外れることになる。高い格付けを取っているにもかかわらず、かつ、リスクウエートが20%ということもあり、やや利回りが高いにもかかわらず、対象に入っていないことになる。投資対象をいきなり広げないで、まずは絞って始めるというのは一つの考え方だと思うが、ある程度投資が進んでノウハウがたまってきたら、厳密に財投機関債とするのか、政府系機関債として投資を考えた方が良いのでは。特にリスクウエートが10%か20%かというところでマーケットの利回りが分かれている。銀行にとってはリスクウエートが10%か20%かというのはかなり大きな問題で、ここで利回りの格差がつくのは、ある意味妥当なところではあるが、自治体にとっては10%でも20%でもあまり変わらない。この辺は将来の検討課題として、引き続き研究するのが良いのではと思う。

◆メ：

- ・リスクウエートに関しては概ね条件に入っていない団体が多いが、要は、団体によって取得条件に少々ばらつきがあるのが実態のようで、この辺の個別条件について、川崎市はどういう設定をしようとしているのか。単に格付けだけの問題で取得を決めるのか。

◆市：

- ・他の団体の取得条件を見ると、出資割合が5%とか、リスクウエートが10%以下などとしているが、こうしたことは全て格付けに反映されていると考えている。よって、基本的には格付け一本で取得条件とするように考えている。

◆メ：

- ・例えば道路会社5社が公募債を発行しているが、5年債の条件で言うと足元、地方債が0.04%、4ベースで、財投機関債が6ベース、道路会社債は9ベースという形になっている。道路会社債の場合は償還までに財投機関である高速道路機構に債務が承継されて、機構が債務を最終的には償還するので、安全性という意味では財投機関債と同格で非常に高い。また、財

務省が規定する「財投機関債」という言葉の意味と、市場で言われている財投機関債との認識の違いがある。例えば商工中金が発行している債券リッセは、財務省の「財投機関債」の発行予定額に含まれるが、マーケット的には財投機関債とはあまり理解されていない。

- したがって、最初は漠然と財投機関債という大枠のくくりの中で安全性を確保しながら進めていくのは非常にいいと思うが、将来的な課題としては政府系の出資団体、例えば、道路会社は100%政府が出資しているが、そういった安全性が高く、かつさらに利回りが財投機関債よりも有利な債券への投資をどうしていくかが、今後の検討課題になってくると思っている。
- また全国的な流れとしても、地方公共団体の資金運用は、足元のマイナス金利、低金利を受けて、運用の枠を拡大しようという動きが広がっている。年限を長期化する動きであるとか、地方債までに限定していたのをJFM（地方公共団体金融機構）債も加える団体や、財投機関債への投資を今年度から始めた団体も公募団体の中にもいる。運用環境が非常に厳しい中で、安全性を犠牲にせず、少しでも利回りを確保していくこうした動きは全国的に広がっているので、継続的に検討していくというのは非常に良いことだと思っている。

◆メ：

- いくつか団体を担当しているが、すでに財投機関債を含めて運用している団体もある。財投機関債を運用するに当たっての格付け基準が設けられていて、概ね団体と同じ格付けか1つ下という形が多い。その他、年限を非常に重視している。川崎市も超長期のところも含めて運用していると思うが……。10年債でみると、例えば2月地方債のスプレッド15ベースに比べ、財投機関債は17ベースと2ベース開いていて、運用利回りの利点を生かせるのではないかと思う。一方、20年債は非常に需給が引き締まっていて、地方債と財投機関債のスプレッドがカーブの3.5で一緒になっているので、こうした場合には地方債を購入すべきだと考える。要は利回りの利点を活かせるかがポイント。

◆市：

- いただいた意見を踏まえ、スタートは財投機関債10年債で始め、今後は財投以外の政府系、政府が出資している団体なども引き続き検討していきたい。

(3) 平成30年度予算案の概要

◆事務局からの説明

(省略)

- ◆上記について、メンバーと川崎市側で以下のような質疑応答、意見交換があった。

(以下、メ：メンバー、市：川崎市)

- ◆メ：昨年度からずっと収支フレームの予想を掲載していて大きな乖離になっているのかどうか。税金は順調に増えているので大きな乖離があるとは思わないがどうか。
- ◆市：税金については、カーブそのものは従前のものと変わっていないが、少し上ぶれしている。また、この間にいろいろと社会保障の経費の見直し等を進めていて、経費の上昇カーブの抑制に努めた一方で、それ以外の社会保障の中でも保育関連や障害者関連が少し伸びている。そうした入り繰りと、消費税の税率アップの部分で少し延期されたことから、少し収支黒字化時期が若干後退している。今後健全な運営に努め、減債基金の借り入れに頼らない運営に早く移行できるように今後努めていきたいと考えている。

3. 閉会

<会議終了>