

金利変動リスクの抑制と発行年限の設定について

川崎市債に関する調査研究会報告書（P66 抜粋）

当面、発行年限の設定では、金利変動リスクの抑制を企図し、超長期債、長期債、中期債をそれぞれ1/3ずつの調達年限構成とすることを標準に、将来にわたって残存年限構成の平準化を図っていくことが考えられる。

なお、この調達年限構成は固定的なものではなく、今後の調達コストの検証と分析技術の向上等を前提に、必要に応じて柔軟に見直していくことが望まれる。

長期で安定した資金調達を基本としつつ、市場における年限ごとの金利水準、債券の需給動向等を踏まえ、利払費用等のコスト及び借換え時の金利上昇リスクとともに将来の償還額、借換え額等も総合的に勘案の上、適切な発行年限及び発行額の設定に努める必要がある。

また、年限構成についても適切な組み合わせとなるよう留意が必要である。通常、短期債は長期債よりも利回りが低いことが多いが、その一方で発行手数料等の発行コストが増加し、借換えに伴う金利上昇リスクは大きくなることから、中長期的な発行コストの抑制を図るためには必ずしも利払費用が低くなる年限構成とすれば良いとは限らない点に留意する必要がある。このため実際に発行年限を決定する際には、市場のニーズ、動向等も踏まえつつ、利払費用となるコストと金利変動に伴うリスクを可能な限り最少化する取組や将来の償還状況等も考慮すべきである。

一般的には、低金利局面では長期・超長期の資金調達を、高金利局面では中短期の資金調達が望ましいといえる。ただし、景気回復等による金利の上昇局面では、多少の時間差はあるとしても税収の増収効果が期待されることもあり、将来の金利動向に関して過度に主観的判断を入れるのは、逆にリスクを伴うとの考えもある。このため、将来にわたって残存年限構成の平準化を図っていく取組が重要である。現在の金利水準では比較的超長期での調達構成割合を高めることが考えられるが、従来の景気サイクル（金利サイクル）は、構造的に変化している過程にあるとすれば、過去の平均的な金利水準や経験は余り意味を持たなくなることも事実である。そこで、調達年限構成の平均化を図りつつ、それに見合った起債戦略を採用することも必要と考えられる。

調達年限構成を考える上では、利払費用となるコストと金利変動に伴うリスクを可能な限り最少化する先進的な手法としてコストアットリスク分析¹がある。一方、実際の活用にあたっては、金融工学の知識に基づいた能力開発が必要であるし、将来の金利推計モデルの置き方によっては、大きく状況が変わってくることもあり、リスクを十分考慮した上での慎重な対応が求められる。

したがって、実際に発行年限を決定する際には、コストアットリスク分析手法のような先進的な動向に注目しつつ、当面は、リスクを回避するとともに継続的に対応可能な方式として、超長期債、長期債、中期債をそれぞれ1/3ずつの調達年限構成とすることを標準に、将来にわたって残存年限構成の平準化を図っていくことが考えられる。なお、この調達年限構成は固定的なものではなく、今後の調達コストの検証と事務サイドのノウハウ蓄積による分析技術の向上等を前提に、必要に応じて柔軟に見直されることが望まれる。

➤ ¹ 「コストアットリスク分析」金融工学を活用し、将来の金利推計モデルにより複数の金利シナリオを設定の上、利払い費用となる「コスト」部分と金利の変動に伴う「リスク」部分双方を可能な限り最小化しようとするもので、定量的な分析手法として、近年、取り上げられているもの。