

## 第18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22年9月13日（月）午後1時30分～3時30分

場所：川崎野村證券ビル5階会議室

### 1 開会

- ・ 座長から、早速に議論を進めていきたい旨、開会の挨拶があった。

### 2 議事

#### (1) 個人向け5年債について

##### 議事の趣旨説明

- ・ 個人向けと法人向けの銘柄を分けて販売するという点について、発行方法（全国型とした場合、ミニ公募とした場合それぞれのメリット、デメリット）、発行回数、発行ロットといった観点から議論を進めたい。また、クーポンの小数点以下3桁化について情報提供を願いたい。

上記についてメンバーから以下の報告があった。

- ・ 個人向け地方債を発行することのメリットとして下記の点が挙げられる。
- ・ 法人向けと明確に分離された個人向け地方債として一定の募集期間で集中的に販売できる。
- ・ 個人向け地方債として、商品の説明や宣伝等の販売戦略が取りやすい。
- ・ 個人向け地方債で実施されている工夫については、下記の事例が挙げられる。
- ・ 地域にこだわらず販売エリアを限定しない（横浜市等）。
- ・ 購入限度額を定めない。
- ・ 全国型公募地方債と個人向け地方債を同日に発行（兵庫県民債）。
- ・ クーポンの3桁化については、システムの対応等は問題ないと思う。既に電力債や地方公募債などでの事例もある。留意点は、現状、個人投資家にはまだなじんでいない点。また、受取利息に対する影響があること。例えば1万円の0.42%クーポンの半期分の利子は21円になるが、0.41%クーポンと0.40%クーポンでは同じ20円ということになり少額投資家にとっては金額に差が出ない。同じように0.419%クーポンと0.411%クーポンでも同じ20円となり、3桁化にしても少額投資家にとっては差が出ないことになる。
- ・ 販売については、預金、投信、個人向け国債、ハマ債などとの競合を踏まえた上で、販売要件や金利設定を工夫して実需とのバランスをうまく取っていくことが大切。特に全国型でリテール債とすると、既存の商品と比較してどのくらいの優位性が出てくるのが重要になってくる。
- ・ 事務負担については、リテールと法人では売り方が違うので、商品を変更すると、その変更に伴う周知などの事務負担が若干出てくる。
- ・ 販売方法については、証券会社の立場からすると、募集期間を設けて集中的に販売

できると販売しやすい。また、道路、学校、施設の補修のための資金調達という謳い文句などがあると売りやすくなる。例えば、川崎市内の学校に通っている家族のいる人が、川崎市の学校の補修に使われるならと買ってくれる場合があると思う。

- ・ 金利の面では、これだけ低金利になってくると、個人向け国債と川崎の5年債のスプレッドの違いなど、非常に細かく絶対金利の水準を比較して購入する個人も結構いらっしやる。そのため、どれだけ魅力のある商品を作れるのかというところが大きなポイント。
- ・ 販売エリアについては、基本的には一番親しみを持ってもらえる地域で販売するのが効果的。債券を発行する自治体とその近隣の自治体であれば問題ない。それ以上となると難しい。例えば関東一円のような広いエリアで売ろうとすると、一支店当たりの金額が小さくなり、個々の現場での販売戦略が立てられなくなる。一定金額を発行体に対するロイヤリティーの高いエリアで販売するのが一番効率的。
- ・ 販売タイミングについては、年度を通じて環境がいいときにできるだけ個人に販売し、環境がよくないときは機関投資家に向けていくというような柔軟な対応がいいと思う。

上記に関連して座長から以下の質問があった。

- ・ 機動性という点では、例えば環境が悪ければ予定を変更して当初ミニ公募債だったのを全国型に切り替えるというのは柔軟にできるのか。例えば2~3週間といった期間で。また、量を変えるのは難しいのか。

上記について事務局から以下の回答があった。

- ・ 2~3週間での切り替えというのは難しい。量の変更は不可能ではないと思うが、周知のための広報が大切。例えば6月に販売する場合、5月の市政だよりで広報するが、急に2、3週間で「販売額が50億円から20億円になりました」というのは販売戦略上かなり難しい。

上記に関連して事務局から以下の質問があった。

- ・ 今の手法だと、柔軟に対応できたとしても、発行時期は年に3回程度と限られる。個人が川崎市債をいつでも買えるという商品設計にする場合の販売面での意見を聞かせて欲しい。

上記についてメンバーから以下の意見があった。

- ・ 地域の住民にとって身近な存在ということのを定着させる意味では、例えば1カ月おきに発行するという考え方はあると思う。証券会社でも支店に川崎市債のリーフレットを募集の際に置いて来店者に案内しているが、常に案内できるのであればより個人にとっても身近なものになると思う。
- ・ レギュラーについて、ある程度スケジュール化されていて、定期的に供給があるということは、1つの販売方法としてはメリットがあると思う。ただし、片方に定期的なレギュラーな償還があるというのが前提条件として必要ではないか。例えば、

かつての割引金融債の例だと、定期的に割引金融債を買う個人は、償還がくると必ずその月に次のものに乗換えるといった形で回している。

上記に関連して事務局から以下の質問があった。

- ・ ミニ公募債と全国型の発行条件に差がついているのは、セカンダリーの買取りのところで、ミニ公募債は全国型と比べて投資家にとってデメリットがある評価になっているのか。
- ・ また、個人向け国債の買取り請求についての考え方は。

上記に関連してメンバーから以下の回答があった。

- ・ 横浜市の場合、機関投資家向けの5年ものトリテール向けのハマ債5とに分けていて、ハマ債5の方がクーポンなどは市場公募債より割高。また、基本的に中途解約を前提とする商品ではない。全国型市場公募債ということで全国どこでも売却できるが、機関投資家には売却できない。相続などでの換金の場合、ディスカウントで買い取らざるを得ない。
- ・ 発行体にとっては、買取りに対しては相応のコストがかかる。国債の場合、買取りは投資家にとってみれば権利。その権利に経済的な価値があるから発行条件に反映され、クーポンが低くなる。逆に、条件に反映しないほかのものと同じ水準ということになると、その分、発行体にコストが掛かってくる。
- ・ ミニ公募債の場合、市民の市政への参加というような大義名分はあるが、一方で金融商品としての魅力がどうしても必要。低金利の中では売れ行きが鈍いので、個人の買い意欲を喚起するには発行のタイミングなどを十分考慮することをお勧めする。

## (2) 22年度下半期の金利見通しについて

上記についてメンバーから以下の報告があった。

- ・ 下半期の金利見通しについて、年度前半の金利はずっと低下してきたが、ギリシャの問題やアメリカに対する懸念が半分以上で、国内要因にはほとんど反応しなかった。少なくとも国内に関しては、踊り場に入ったとしても景気後退の条件はそろっているように見えないので、8月後半に10年金利が0.9%を一時的に割ったときが今年度の底と考えられる。今後のシナリオについては、現状の低金利は長期化すると思う。海外など各所の懸念材料が不安要因となる。
- ・ そういった懸念材料が急になくなると、現状の金利水準でもオーバーシュートするので、急激ではないが金利上昇が生じる。
- ・ 景気後退の条件はそろっておらず、単なる踊り場というだけだと、現状の金利低下は行き過ぎといえそう。
- ・ 金利低下の解釈は、踊り場なのか景気後退なのかでかなり変わってくる。年度前半の金利低下は、景気後退であれば説明がつくが、踊り場だと解釈は変わってくる。最近の踊り場は2004年後半から2005年前半の間の1年間ほど。この時期、比較的明確に金利が1.8%台から1.1%台まで下がっていた。そうすると、年度前半の踊り場の期間で1.4%から0.9%を割ったところまで下がっていることから、現状の踊り

場は景気動向指数との対応で見ても4月からもうすでに始まっていたと思う。今後、0.9%から0.8%、0.7%にいくとしたら、かなり強い根拠がないと説明がつかないため、年度の金利は8月の後半あたりが底だったのではないかと。踊り場の期間中、踊り場の終極が視野に入るまでは金利の上昇圧力がある。その後、終極が視野に入った段階で明確に上がってくる。10年金利であれば0.9%から1.1%ではオーバーシユート。そうすると明確に上昇する可能性は高い。

- ・ 上昇の転換点は、今後の各種客観的材料によるので判断は難しいが、早ければ10月あたり。平均的には年末。少し伸びると来年2月頃になる可能性もある。過去を見ても、踊り場が2年、3年続くことはないので、最大1年と考えても、4月から始まった踊り場は今年度内には終わるはず。その終極が見える段階で金利はおそらく上がっていく可能性が高い。
- ・ 長期金利の現状について、10年債を中心に8月に1%を割り込んで一時0.9%も割れるような状況であったが、8月の後半から9月前半にかけて1.1%台に反発している。主な要因としては、アメリカの経済情勢、主要レートといったものの影響を受けて、先行きに対する過度な悲観論が後退したことが、金利上昇につながったと考えられる。
- ・ 足元の金融政策の現状と展望については、長期金利に大きな影響を与える金融政策の動向を見ると、8月30日に日銀の金融政策決定会議において追加緩和に踏み切ったということで、足元の固定金利オベ、積極的な資金供給が継続されているということと、臨時金融政策決定会合においては新たな新型のオベも追加で10兆円規模の供給が発表されている。
- ・ 国内の状況については、民間企業の資金需要の弱さが長期にわたって安定推移しているが、その背景になっていると思われるのが、内外の経済の先行き不透明感、円高、株安によるマインド悪化等。そのため、企業の設備投資はキャッシュフローを大きく下回る水準に抑制されている。これらが足元の長期金利が比較的低位に推移している要因であると思われる。

今後の景気の先行きを展望すると、海外経済の減速や消費の刺激策の反動から、来年初にかけては減速基調をたどる公算が非常に大きい。足元でも、米国の景気減速の懸念や中国における不動産投資の抑制策が鉄鋼などの輸出関連に影響を与えている。また、補助金の期限切れやたばこ増税といったものが消費減につながっている。さらに、足元で急速な円高が進行していることで、下期の企業活動にブレーキがかかる懸念がある。こういったところから、来年初にかけては日本経済は減速基調をたどる公算が大きい。

- ・ ただし、基本的には景気回復の流れには強いものがある。来春以降については、アメリカを中心とした海外経済の再加速や国内の過剰資本ストックの調整進展等で、緩やかながらも景気回復のすそ野が広がるということが期待される。これらを踏まえ、長期金利は、来年度にかけては内外経済の減速や円高、株安等のリスクの残存、デフレ圧力の継続等を背景にして低水準でもみ合う展開が予想されるが、来春以降については景気の再加速や米国金利の上昇、民間の資金需要の持ち直しといった要素を踏まえ、上昇基調に戻っていくと見通される。

上記に関連して事務局から以下の質問があった。

- ・ 超長期債年 3 回発行のうち 3 回目の発行について時期等を検討していく中で、10 月など早めのタイミングで出した方がいいのか、あるいは 1 月から 3 月の第 4 四半期頃に発行した方がいいのか意見を頂きたい。

上記についてメンバーから以下の意見等があった。

- ・ 地方債の起債で一番大事なのは金利の水準ではなくて、金利のボラティリティ。ボラティリティが上昇すれば需給は緩む。ただしその影響を受けるのは 5 年や 10 年のところ。20 年はディーリングをしているようなプレーヤーがそれほどいないので、比較的安定しているかもしれない。
- ・ 特に今回、1.1%を割ってから 0.9%までいくときに、ほとんど真空地帯で下がっていったが、反転して上がるときも真空地帯だった。これは中央の投資家の動きが中心になっていたわけで、明らかに地方の投資家は 1.1%割れ以降はあまり入っていなかった。投資家の微妙なバランスのずれみたいなものがあったのではないか。
- ・ 金融機関と投資家の手口が大きくずれやすくなると、期末が近づけば近づくほど不確実性が高まっていくことになるので、下期に検討しているのであれば、比較的早いタイミングの方がその分だけ不確実性を排除できるので無難ではないか。
- ・ 4 月や 10 月といった期初は買いの需要が強まるのでタイミングとしては 10 月はいいと思う。尚、10 月初旬であれば、金利が 1 回上昇した過程を考えると、今後少し低水準になる可能性も期待できる。
- ・ 経験則として、10 年金利がある程度まで上がってしまうと、20 年金利はそれには追いつかないという予測がある。具体的には、10 年金利が 1.25%を超えると 10 年と 20 年の利回り価格は逆相関するということがある。今後の見通しで金利上昇するというのは 10 年金利では立てているが、20 年金利は 10 年と比べると鈍いという感じがする。当面フラット化した巻き戻しがあるとしても、それから後はそんなに上がっていく姿にはならないと思う。逆に 2 年など短い方が、金融政策もあることから、上がると思う。5 年はむしろ最大限下がっているので一番上昇すると思う。

### (3) 流動性の向上策について

議事の趣旨説明

- ・ 市場公募債および銀行等引受債の流動性の向上策について、発行体、金融機関にそれぞれどのような具体策があるのか、議論を願いたい。

上記についてメンバーから以下の報告があった。

- ・ 流動性を向上させる手段としては 2 つ挙げられる。1 つは流通する量を拡大すること。もう 1 つはマーケットメークの充実ということ。
- ・ 流通量を拡大して流動性を向上させるというのは、あまり現実的な話ではない。地方債は信用力という点では国債に近いが、流通量は国債に比べて少ない。その流通量を国債並みに兆円単位で発行するのは非現実的。

- ・ その点、マーケットメイクの充実は、売りたいときに妥当な値段で売れて、買いたいときにある程度の価格で買えるという投資家のニーズを満足させる手段として効果がある。マーケットメイクはシ団を中心とした金融機関ということになるが、適切なマーケットメイクで適切な価格を継続的に提示していけるシ団を組成していくということが一番重要。また、関係者が適切な価格を提示するということの認識を持つためには、プライマリーにおいて適切な価格設定をしていくということが重要。マーケットメイクの重要性を理解しているシ団というものを安定的に組成していくということが重要。
- ・ 例えば年3回出しているものを1回にしたら発行量は増えるが、それによって流動性が高まって、発行条件にそれが何ベースか有利に働くという形で表れることは考えにくい。必要なタイミング・必要な金額で、発行のタイミングを分けることで金利リスクを軽減するという今の考え方を継続するのが一番合理的。
- ・ 都道府県や政令市では銀行等引受債で債券を発行している団体はあるが、それ以下の市町村になるとローンがほとんど。
- ・ 銀行のローンは公募債のように流通していない。銀行はお金を貸し出すのが本業で、売買を目的にしている銀行というのではない。よって、何らかの特別な理由で債券を売るといったものがないと、一度融資をしたものを途中で売るといったことはないので、ローンを流通させるというのは難しい。
- ・ 考え方の違う銀行同士のニーズがうまく合えば、流通していくことも考えられなくはないが、ローンは年限や償還条件などが違い定型化されていないので難しい。また、銀行が融資する際に金銭消費貸借という約定書を結ぶが、全国共通ではないため、事務処理の面でも難しい。
- ・ 政令市を中心に市場公募債を多く発行する団体の中における銀行等引受債の位置付けというのはあまり大きくないので、体力と時間をかけて流動性を向上させることは、大きな意味があることではないと思う。

座長から下記の点について質問があった。

- ・ 金融機関は投資家が機動的に売買しやすいようなビッド・オファー価格のようなものは出しているのか。
- ・ 金融機関ごとに提示価格は違っているのか。
- ・ どれぐらいのロットが在庫として出てくると価格形成しやすいのか。

上記に関連してメンバーから以下の意見等があった。

- ・ 銀行と証券会社では事情が違うが、証券会社は債券の売り買いが本業の柱の1つであり、ビッド・オファー価格のようなことは行っていると思う。
- ・ 価格に関しては、売買のロットや、あるいは1日の中でもタイミングによって価格というのは変わってくる。取引所に集中させて取引するような株式とは違い統一的な価格はない。
- ・ 在庫がない場合に買いたいと言われると難しいが、似たようなものがあれば、同じようなレベルでビッドを立てられる。

- ・ 公募債に関しては、銀行サイドの場合、非常にアセットが大きい資産を抱えているので、あまり個別の銘柄のところで、そんなにディーリングをやっているというような感覚はない。
- ・ 流動性については、銀行等引受債は基本的に公募債と比べると発行量も限られており、途中で売却するという事はない。

上記に関連してメンバーから以下の質問があった。

- ・ 例えば、100億円1本で発行したときに、シ団でシェアが10%前後に細分化されたとき、マーケットメイクを発行体から要請することが必要になってくると思うが、実現可能なものなのか。現実的にシ団のシェアが分散されるような起債のときに、その債券についてのマーケットメイクの実効性というのは、どのくらいのものとして認識したらいいのか。

上記に関連してメンバーから以下の意見等があった。

- ・ マーケットメイクをするというのは、何か一定の枠組みや決まった細則があるということではないと思う。主幹事方式の主幹事だからできて、シェアが少ないとできないということでは必ずしもない。
- ・ セカンダリーの市場で売買の値付けするということは、投資家から理解、信頼されているということ。そのために証券会社はセカンダリーマーケットでのシェアには一定の目標を置いて、投資家と発行体をつなぐブローカーとしての役目を果たしていく必要がある。

上記に関連して座長から以下の質問があった。

- ・ ローンについて、流動性向上というものにはなじみにくいということであるが、ローンの流動化は川崎市としてはあまり考えていないということか。また、今後に向けて、川崎市としては変動金利などこういった取組の可能性はあるのか。

上記に関連して事務局から以下の回答があった。

- ・ ローンに関しては、今いろいろ意見があったように、流動性に関しては乏しい。変動金利にするということや契約書の整備などは具体的に検討しているが、年限、消化方法については、いろいろなニーズに応じて検討できるということが、銀行等引受債（ローン）のメリットと考えているので、定型化というのはかなり難しいと思う。

上記に関連してメンバーから以下の意見等があった。

- ・ 銀行の場合、自分のところで資金の貸し出しを起こして、それを流動化あるいは売却するというよりも、アセットとして持つということが中心になるが、スプレッドに収益性がないと自分のところでずっと持ち続けるのはしんどくなる。しかし、入札で適正なスプレッドがいくらかを提示するのはなかなか難しい。

上記に関連してメンバーから以下の質問があった。

- ・ 金銭消費貸借契約証書は、全銀協が指定するフォーマットで統一的な形なのか。それとも、都銀、地銀、信金、信組、農協などによってそれぞれ違うのか。また、譲渡禁止特約や譲渡制限特約のようなものの設置の仕方がどうなっているのか。それを具体的に日銀に持ち込んだ際にどうなるのか。

上記に関連してメンバーから以下の意見等があった。

- ・ 金銭消費貸借契約証書は銀行によって違う。地方銀行などが結ぶ自治体との金消契約にはデフォルトが前提とされていないものもある。それを統一的に整備するというのはよほどのパワーがないとできないと思う。

#### (4) 平成21年度決算見込報告

上記について事務局から以下の報告があった。

- ・ 実質収支については、平成21年度は9億7,500万円あった。実質収支は平成20年度まで年々拡大してきたが、平成20年度に11億円確保していたのが、経済財政状況その他の状況から縮小した。
- ・ 減債基金については、平成14年に策定した第1次行財政改革プランで平成21年度に収支均衡が立つという目標を上げたが、その通りになった(平成15年度に17億円ほど借入れをしたが、平成21年度決算で一括返済)。尚、平成22年度予算では、減債基金から150億円借りることとしている。
- ・ 市税収入については、昭和47年度以降、川崎市が政令指定都市になってから、市税全体では過去3番目の減少幅となった。特に法人市民税は減収幅が大きかった。市税は前年度比86億円の減収だったが、その内訳としては、市民税が120億円の減収、個人についてはプラス7億円だったが、法人については127億円減収。これを辛うじて少し打ち消しているのが固定資産税の33億円のプラスと都市計画税の4億円のプラス。
- ・ 交付税については、普通交付税は平成15年度以降不交付のまま。ちなみに、今年度も政令指定都市で唯一不交付団体である。臨財債は発行可能額を限度いっぱい活用し、前年度の123億円から70億円増額し193億円。
- ・ 国庫支出金については、定額給付金などがあるが、その影響で前年度比300億円のプラス。
- ・ 市債については、64億円の減収。ちなみに、市債残高については9,300億円ということで、100億円程度減少した。
- ・ 歳出については、最大規模ということだが、その主な要因としては、定額給付金と中小企業の融資枠の拡大ということで経済労働費が463億円プラスと大きくなったこと。
- ・ 性質別のところは、義務的経費については前年度比144億円のマイナス。要因は公債費。扶助費については生活保護費、保育関係でプラス。人件費についてはマイナス。
- ・ 減債基金については、平成21年度末残高で1,068億円。財政調整基金は平成21年

度末で前年度比プラス 9 億円の 31 億円。平成 14 年度に 4 億円程度だった財政調整基金については、この間決算の調整をして 30 億円となった。

- ・ 財政健全化指標については、実質公債比率は前年度比2.2ポイント低下の13.4%。将来負担比率は3.5ポイント上昇の137.4%。公営企業会計の資金不足比率については、不足している会計はない。

### 3 閉会

- ・ 財政部長から「平成 23 年度予算編成も本格化していく中、厳しい状況が続いているが、本日の議論も参考に引き続き安定的、統一的な起債運営に努めていきたい」旨の挨拶があった。
- ・ 事務局より次回は 11 月 15 日（月）に開催予定との報告があった。

以 上