

第20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23年2月14日（月）午後1時15分～3時

場所：第3庁舎18F大会議室

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。
- ・ 今回は、まずメンバー代表から平成23年度の金利見通しについて説明があり、その後、事務局から平成23年度の起債運営方針及び平成23年度予算の概要について説明があった。

2. 議事

平成23年度の金利見通しについて

- ◆ メンバー代表から、平成23年度の金利見通しについて下記のとおり説明があった。

<メンバーAの見通し>

- ・ 2011年度も日米欧ともに緩和的な金融政策が継続、長期金利も低下基調を予想。今回の日米の長期金利の上昇は一旦はオーバーシフトしたものの、米国の景気回復期待の修正、設備投資、雇用の回復の遅れ等、再び金利も低下基調になると思っている。日本においても、根強い円高の圧力に加え、過剰な雇用や設備を払拭できるほどの力強い景気回復は見込まれないことから、デフレ脱却にはしばらく時間がかかるだろう。米国に続いていったん上昇した金利は、その後、低利安定し、1%台前半での年度を通じての動きを予想している。
- ・ 米国では、企業の慎重姿勢が続くことに伴う設備・雇用の回復の遅れ、家計のバランスシート調整の継続、地方銀行を中心とする金融仲介機能の低下で、ファンダメンタルズの改善テンポはゆっくりとしたものにとどまる。物価面では、ディスインフレ傾向がいつそう目立ち、デフレに突入するリスクもある。この中でFRBとしては金融政策は緩和的な運営を続けざるを得ないものと予想。
- ・ 欧州では、一連の財政危機の発生を受け、財政健全化に向けて取り組んでいる最中であり、今後は増税や政府支出の縮小といった欧州経済域内の緊縮財政により景気に強い下押し圧力が加わるものと思われる。よって、2011年度の欧州経済は総じてさえない展開が継続するものと見られ、ECBは引き続き現状の緩和的な政策を維持するものと予想。
- ・ 日本では、エコポイント等の財政刺激策がなくなり、当面は一進一退の展開が続く。春先ごろからアジア向けを中心とした輸出の復調から再び徐々に成長基調へ戻していくという期待があるが、雇用や設備の過剰が完全に払拭されるほどの力強い景気回復にはまだ見込みが立っておらず、また根強い円高圧力が景気を下押しし、デフレからの脱却にはまだまだ時間を要するであろう。よって、日銀の

金融政策は引き続き緩和的に運営されるものと考えられる。なお、今回の円高の影響について、それほど日本経済に打撃を与えないのではないかという見方があるが、日本の輸出の半分がドルでの決済ということや、日本の輸出企業が為替変動を価格へ反映させる率が極めて低いことを考えると、その影響は大きなものと思われる。

- ・ 足元の長期金利については、米国の景気の回復期待から、金利上昇に拍車がかかっており、日本の金利もそれに連れ高の状態となっている。
- ・ 足元の米国の金利上昇については3つの要因が考えられる。1つ目は昨年12月の大型減税の延長。2つ目はこのところの経済指標が製造業、非製造業とも市場予想を上回っていること。3つ目は、バーナンキも金融緩和の継続姿勢を示していること。なお、この日米の金利上昇の要因である米国の景気回復に対しては、一過性のものではないかと読んでいる。
- ・ 米国経済をネガティブに見る要因として、コモディティ価格の急激な上昇が個人消費に打撃を与えるという点が挙げられる。現在、原油価格の上昇が騒がれているが、この1年間の商品価格の上昇率を見ると、原油や金は20%台の上昇であるのに対して、トウモロコシが66%、小麦が57%、大豆が37%といずれも大きな伸びを示している。この穀類を中心とした商品価格の上昇は、個人消費へ大きく影響を及ぼすと見ており、これは日本の家計にも直接影響してくるものと思われる。これらを要因として、一旦はオーバーシフトした日米の長期金利も、今回の上昇トレンドをピークとして、再び低下傾向に入るものではないかと予想。
- ・ 最後に、今回の米国金利の上昇に関して注意していかなければならない点として、今回の上昇は大型減税の延長決定に起因しており、先行きの財政悪化を危惧した悪い金利上昇といった可能性も含んでいるという点。
- ・ 欧州については、ギリシャ、アイルランドに続き、ポルトガル、スペインといった国々が財政悪化による破綻懸念にいつ火がつくか分からないという状態にある。
- ・ 日本に関しては、ムーディーズによれば、家計貯蓄や国債の国内消化率の高さから国債が対外的な資金に依存する構造にはないとしているが、2020年度までにプライマリーバランスを黒字化させる政府目標については、名目3%成長でも達成できないというコメントが出ていた。日本の財政赤字がこのまま増え続けて、将来取り返しのつかない時点まで到達してしまう可能性も否定できないと思う。この1年間で財政悪化懸念、インフレ、金利の急上昇といった急激なシナリオが現実化するとは見ていないが、今後の社会保障や税制改正等の政治の動きにも注目していく必要がある。

<メンバーBの見通し>

- ・ 基本的に金利が上がっていくというシナリオ。着眼点は3つ。1つ目は国内景気が踊り場からいつ脱却するか。2つ目はデフレ圧力がどうやって緩和されていくか。3つ目は日銀が現行の金融緩和策をどこまで続けるか。
- ・ 昨年金利の低下をたどっていった背景を探ると、実はあまり国内の強烈な要因というのはなくて、これは日銀の金融政策とほとんど関係しているが、基本的には

海外金利の影響を受けて低下していった。海外の見通しが変わっていくことによって国内金利も基本的には変化すると考えている。

- QE2（量的金融緩和第二弾）が発動された後、昨年12月にアメリカで減税が2年間延長された。減税延長自体は想定されておらず、この辺が今年を見通す上でアメリカ経済の好転要素と考えらる。これが、今後5年間アメリカ経済を本当にバラ色にするかどうかは議論の余地があるが、少なくとも今年に関してはリスクは低下すると考えらる。そのため、日本の国内経済にとってのリスクである強烈的な円高等がない場合、国内金利がどんどん下がっていくというシナリオは非常に描きにくくなっている。
- 現在のデフレの要因を探っていくと、量的緩和を強化していった2000年代初頭と比べるとさほど深刻ではない。当時のデフレの背景にあったのは、民間企業部門における過剰債務、過剰雇用というのが非常に深刻であったこと。デフレというのは債務を持っている主体にかなり強い方のインパクトを与えるものであり、現在は当時と比べるとこの要因は総体的に弱まっている。一方で、見掛け上のデフレは当時とあまり変わらないが、実は輸入品から入ってくるルートが非常に増してきており、輸入品は国内要因が混ざり込む余地がないので円高によって揺さぶられる。そのため、円高が続く場合にはかなり条件が変わってくるが、円高が止まる、あるいは円安方向に振れるということであれば、デフレ圧力は変わってくる。当然、これは日銀の金融政策の時間軸にも揺らぎを与えていく。
- 2011年に関しては、基本は金利上昇になる。年間での上下動はあまり想定していないが、QE2が終わった後の7月から9月あたりにもどのような動きが出てくるかというのが若干分りにくいものの、年間を通じて金利が上昇していくと予想。
- 過去の経験則では、日本経済は踊り場からそろそろ脱却しそうであるが、踊り場期間中は、景気後退期と比べても金利が下がるという経験則がある。今回も同様であろう。2010年度初めの1.4%以上まで上昇するのが合理的な考え方と思う。
- 一方で、今後、踊り場から景気回復軌道に戻る段階でも、前回の景気回復局面で一番力が強かった2000年代の半ばの時と比べた場合、当時、世界経済が過去30年間で例を見ないほど高成長であったことを考えると、ここまで強くないという気がする。混同されやすいが、デフレからの脱却は当時よりは難しくないので、回復の見通しというのはなかなか描ききれない。当時2%ぐらいまで10年金利は上がったが、今回はそこまで力強くはならないだろう。
- 欧州については、昨年の欧州の財政不安はイコールユーロ圏の問題対処能力への懸念ということで日米は財政不安の懸念の対象外であったが、今年はそのままで楽観的な状況ではない。日米ともに財政状況は欧州の懸念国と比べてもとてもいいとは思えないし、昨年は様々な形で、ほかの要素で金利低下を促す要因が出てきたが、今年はまだなかなか見当たらない。そのため、金利低下を促す相乗効果が働きにくいということで、質への逃避という形で国内金利を下げる要素はあまりないだろうと考えている。
- 社会保障や税の一体改革を示すということを現政権が言っているが、財政再建にとって不可欠な消費税率引き上げの議論に関しては具体論が示されない。別に今

すぐ引き上げという話でなくてもいいが、具体論が示されないような場合には、今年の年末、予算編成の時期に昨年と比べると財政は無視される要素は少なくなって、金利上昇圧力が増と考えている。

- ・ 日本の形態で見ると、時限的な政策というのはあまり大きな効果を持たずに結局元に戻るとというのが過去20年間経験的に分かっていることであるが、これに関してアメリカの反応はまだ政策に対する期待が素直と考える。アメリカの減税措置は2年間延長されているので、期待がはげるのは来年の方がリスクが高いと思うが、今年に関しては年後半の方がそのリスクはある。
- ・ デフレに関しては、2000年代初頭は比較的一定率のマイナスが2年強続いたが、今回は、リーマンショック直後の影響が強く消費者物価に出た2009年後半に急拡大し、その後は着実に減少してきている。企業が投資しないのは、なかなか国内の展望の好転が見通せないため。例えば海外経済がよくなって輸出が伸びるということでも多少刺激されるので、今回に関しては過剰設備、過剰雇用は前回ほど深刻ではなく、デフレ圧力は着実に縮小していくと考えている。
- ・ 財政問題について、アイルランドは金融不安に関する処理の費用が急増しており、日米も褒められた状況ではない。これがいつまで無視されるかというのは疑問。今年は消費税の議論が遅れると金利上昇圧力に跳ね返ると考えている。

<メンバーCの見通し>

- ・ 2011年の長期金利は、米国の景気動向、欧州の財政不安という、2010年を揺るがした2つの不安要因が薄らいでいくことから、世界経済の回復が動き始めて長期金利が緩やかに上昇するという見方。
- ・ 10年国債の利回りは、景気回復を確認しながら、4~6月の1%~1.5%のレンジから、年後半には1.2%~1.75%のレンジで変化すると見ている。政策金利の変更はないが、単純金利はそれを受けておおむね横ばい。5年金利は、4~6月の0.3%~0.65%のレンジから、年後半には0.4%~0.8%と10ベース程度の上昇にとどまるという予想。
- ・ 一方、相場の変動率は高まると予想。先進国を中心とした金融緩和と財政出動に持たされた過剰流動性、1980年代の日本のバブルと2000年代半ばのサブプライムバブルといったようなバブルを形成している可能性がある。この過剰流動性が新興国市場と日米の国際市場を行き来していることが、現在の相場の変動率を高くしている要因の1つと考えられる。
- ・ バブルの芽は新興国にも移っており、人口の多さ、生活水準の低さを考慮すると、商品価格の上昇も新しいリスク要因の1つとなっている。去年の10月には10年金利は0.8%くらいまで低下した後、2カ月くらいの間に1.3%程度まで上昇するというような、50ベース程度の大きな金利変動があったが、このような状況が2011年度も起こるのではないか。
- ・ 株式相場については、4~6月の9,500円~1万1,500円というレンジが来年の1~3月には若干の上昇になるが、1万1,000円~1万3,000円のレンジで上昇すると予想。日本経済は一時の最悪期を脱しており、本邦企業の多国籍化の動きと相まって、

設備投資の改善は脱しているが、動きが鈍い。しかし、海外状況の影響を受けて今年の半ば以降、欧米の景気回復と出口戦略の発動が市場によって徐々に折り込まれることによって、内外金利差が拡大して、円安によって株価は好影響を受けるであろう。

- ・ 国内の金融政策について、世界経済の減速や実施した政策効果の剥落もあって、輸出と生産が頭打ち状況にあることなどから、現在の金融緩和政策は2012年前半までは継続すると予想。ただし、海外経済の動向で国内物価動向を見極めながら、米国の金融政策が動けば、それに追随するようなことは想定される。
 - ・ 国内の政治動向について、ねじれ国会の解消のめどが立たないということと、内閣支持率の低迷で、2011年度の予算審議、通常国会等を菅内閣が乗り切ることができるかどうかというのが政策面でのリスク要因。法人税の一段の減税やTPP等の成長戦略の推進も政権の安定化が必要であることから、政局が不安定のままでは経済も財政も改善しない事態に陥る可能性があるのではないかと見ている。消費税の引き上げについても、年金や社会保障制度の安定のために不可避と考えられているが、支持率の低い政権では国民負担増加政策の打ち出しは困難であり、施行までは時間を要する。2015年頃か。
 - ・ 海外動向について、米国ではブッシュ減税の継続を含む包括減税の導入を背景に、株価と長期金利は上昇する予想。政治面では、中間選挙で共和党が勝利したことによって、民主、共和党も最大公約数的な政策しか成立しないので、結果的には財政再建が遅れる可能性が高い。欧州では、ギリシャに続きアイルランド、ポルトガルの財政問題が存在しているが、欧州圏の投資家が相当部分の国債を保有しており、EUが枠組みを維持することを優先、あるいはEU、ECB、IMFがこういったものの支援を維持、拡大する方向となっており、楽観的ではあるが、この問題は収束すると見ている。財政問題のめどがつくまではECBが財政政策を維持すると見込んでいるが、この支援の枠組みが固まれば、物価上昇圧力もあって、ECBは今年度、出口戦略を再開すると予想している。中国は、住宅投機の抑制のための金融引き締め策が今実際に実施されているが、その引き締め策と社会インフラの投資を使い分けて、持続的な高成長を維持する方向にあると見ている。
 - ・ 国内投資家の動向について、銀行勢は2010年上期に国債を13兆円買い越している状況で、日銀の金融緩和姿勢が今のところ不変だと見られていることから、国債投資を銀行勢は継続することを予想。生保も、長期金利の上昇局面において長期債を買うという傾向があり、長期の金利が上昇するとかなり大きく動くのではないかと見ている。この生保等の購入動向が金利上昇を抑制する要因となる。
 - ・ 経済回復を確認しながら、長期金利は上昇するが、銀行勢、生保勢の投資行動によって金利上昇は抑制されながら緩やかな上昇になっていくと予想。
- 上記について、特に超長期ゾーンにおける年度の前半と後半それぞれの金利の動きなどについて、メンバーから下記のコメントがあった。
 - ・ 20年については、4～6月の1.7%～2.2%から、年度末の1～3月には1.8%～2.3%ということで、若干上昇するのですが、10年と比較しても、先ほどの生保の動向

に一番影響を受けるセクターということで、金利10年ゾーンが上昇したとしても、20年の上昇というのは軽微に収まるという見方をしている。その一番の要因は生保の動向ということで、この1年間の金利が1年前と比較すると短期から10年くらいまでは同じくらいの水準になっているのに対し、10年超のところは1年前と比較すると若干金利が低下しているといった状況で、イールドカーブはフラット化しており、この傾向を裏付けとして保険業界の買いの需要が非常に強いからではないかと見ている。その結果、来年度も金利は上昇するが、長期金利の上昇は限定的になるであろう。

- ・ 特に強く金利が上昇するという事とはなく、10年債と同じように横ばいか、やや金利は低めと見ている。ただ、投資を行う部門と話をすると、短いところの投資はできるが、20年、30年に関しては財政への不安から金利上昇リスクが大きいと思う。
- ・ 超長期についてはかなり上昇が限られるではないかと見ている。

平成23年度川崎市起債運営の考え方について

◆ 事務局から議事の趣旨説明

(資金調達における基本的考え方及び市場公募債について)

- ・ 資金調達における基本的考え方としては、金利動向、資金需要、運用計画などを総合的に勘案して取り組むという考え方で進めたい。資金区分については、昨年度と同様、一定規模の銀行等引受債は決算調整といった視点で発行しつつ、市場公募債については概ね現行の水準を維持して発行する。年限構成についても、今までのスタンスに変更なく、中期、長期及び超長期を全体のバランスを見ながら約3分の1ずつ発行していく。
- ・ 超長期公募債については、平成22年度までは、20年債が2本と20年債又は30年債が1本という形で整理していたが、平成23年度は超長期債を年間300億円とし、100億円ずつ3本発行することとする。
- ・ 新たにフレックス枠を設け、年度ごとの償還額の平準化を目的として、2年債、3年債あるいは7年債などの発行を行う。発行額については、前回いただいた御意見を踏まえ、全体の1割程度の100億円とする。
- ・ これまで検討を続けてきた個人向け川崎市債について、5年債は例年どおり全国型で発行することとするが、引き続き検討、調整を行い、考え方がまとまり次第、必要に応じて発行計画の変更も視野に入れる。
- ・ 発行時期についても、例年どおり5年債、10年債については一定程度平準化して発行し、超長期債については、需要や市場動向を勘案しつつ発行する。
- ・ 共同発行債については、平成22年度と同様、参加下限額いっぱいの300億円とする。一方、継続的に発行して市場へのアクセスを途切れさせないという観点から、個別の10年債銘柄を少なくとも年1回発行する。
- ・ ミニ公募債については、前回の案から若干変更し、市民にとって分かりやすく積極的な行政参加が得られやすい事業について発行を検討することとし、今回の計画には計上しない。ただし、平成23年度の補正予算や、平成24年度以降の事業で、

市民の理解が得られやすいものがあれば発行を検討したい。

- ・ 超長期債の主幹事選定については、平成22年度同様、事務主幹事を通年で選定し、共同主幹事は別途選定するという手法を考えている。

◆ フレックス枠についての座長から川崎市への質問

- ・ フレックス枠を本格的に導入することだが、年限は7年くらいがターゲットなのか。また、将来の年度ごとの償還額は、かなりでこぼこになりそうなのか。

◆ 川崎市の回答

- ・ 7年にこだわるわけではなく、年度によって償還額にばらつきが出ないようにしたい。償還額の増減は借換債の発行額に影響し、結果として市場公募債の発行額に影響するので、毎年一定の規模、約1,000億円は発行できるよう年限の調整を図りたい。また、将来の償還額については、概ね200億円程度のでこぼこが生じる可能性があるが、900億円程度を上限に、あまり突出した年度が生じないようにしたい。

◆ フレックス枠についてのメンバーから川崎市への質問

- ・ 中長期債ということだが、機動性を確保するというのであれば、従来の5年債又は10年債シ団を使った調達ではなく、主幹事方式による調達と考えてよいか。

◆ 川崎市の回答

- ・ 機動的に、また、投資家のニーズや市場動向などを踏まえて発行しなければならず、年限も基幹年限ではないこともあるので、基本的に主幹事方式を考えている。

◆ フレックス枠についてのメンバーからのコメント

- ・ 償還の平準化を図るのは意味のあることだ。一方で、川崎市にとって発行したい年限がマーケットニーズに合うかという観点もあるので、主幹事等から提案を受けるなどして、相談しながら進めていくのがよい。3年債やJFMの行っているFLIP債など投資家のニーズに基づいてターゲットを絞り、機動的に発行するという起債傾向は相当定着してきており、裏を返せば、投資家のニーズがそれだけ基幹年限以外のところに生じている。
- ・ 年限の選択もそうだが、フレックスの使い方については、平成23年度はこれまで以上に難しいと思われる。キーワードとしては二つあり、一つは今回の金利の動きというのは国内要因ではなく、ほとんどが海外要因によるものなので、非常に見通しにくいということがある。もう一つは、昨年12月に金利が大きくぶれたときに、久しぶりに日本の金融機関がデュレーションリスクを意識したことで、来年度のカーブはここ数年間の動きとは少し異なった動き方をする可能性がある。そのため、フレックス枠における時期や年限の選択は難しくなってくるかもしれない。
- ・ フレックス枠の割合について、投資家の観点からは、多すぎると運用計画が立てづらいということがあり、全体の5～10%程度が望ましいと思っているようだ。

- ◆ 個人向け川崎市債及びミニ公募債についての座長から川崎市への質問
 - ・ 個人消化率50%を目指すということや、ミニ公募債の発行に対する考え方について変更した点はあるか。

- ◆ 川崎市の回答
 - ・ 個人消化率50%という旗を降ろしているわけではないが、昨今の個人向け国債をも含めた個人消化の不振というものを考えた上で、平成23年度の5年債は引き続き全国型とし、ミニ公募債についても市民の参画しやすい分かりやすい事業が生じた場合に発行することとした。

- ◆ 発行時期についてのメンバーから川崎市への質問
 - ・ 発行計画案上、10年債の発行予定月が変わっているが理由は何か。

- ◆ 川崎市の回答
 - ・ 平成18年度発行の5年債から国債の償還に合わせた12月償還のものがあり、これに対応するため、これまで1月に発行していた5年債を12月にスライドさせたことにより、9～12月の起債の集中を防ぐため、10年債は1月発行としたところである。

- ◆ 発行時期についてのメンバーからのコメント
 - ・ 期間を分散させるという従来からの方針を維持するのは妥当である。特に、超長期債については、来年度の金利見通しが少し不透明なので、市場動向をよく確認しながら発行するのは妥当な方針である。
 - ・ 時期未定の部分についても、超長期債の枠と中長期債の枠とで2つに分け、超長期債で3本、中長期債で1本ということが分かりやすく伝われば問題ないと思われる。

- ◆ 共同発行への参画についてのメンバーからのコメント
 - ・ 少なくとも年に1回個別債をマーケットに乗せることは意味のあることなので、この方針についてはもちろん支持する。

- ◆ 超長期債の主幹事選定についての座長から川崎市への質問
 - ・ 主幹事の選定時期や選定方法はどのように考えているのか。

- ◆ 川崎市の回答
 - ・ 年間事務主幹事は、4月からスタートすることを考えれば、今年度同様、平成22年度中に選定を行いたい。また、共同主幹事も別途選定を行う。選定方法は、基本的には今年度と同様だが、評価基準などに若干の変更がある。

- ◆ 事務局から議事の趣旨説明
(銀行等引受債、シンジケート団の構成及びI R活動について)

- ・ 銀行等引受債については、前回の案から変更はなく、調達方法は、証券・証書にこだわらず有利性の比較により決定し、年限については、市場公募債を含めた全体のバランスを見て決定する。発行時期については、決算額が見通せない状況の中ではあるが、なるべく出納整理期間以外にも発行したいと考えている。また、条件決定方式については、原則入札とするが、銀行等引受債シ団も活用できるよう調達金額や発行形式などについて調整中である。
- ・ シンジケート団の構成について、まず5年債シ団については、個人販売に積極的に取り組んでいただける金融機関を中心に編成する。10年債シ団については、従前よりもコンパクトなシ団を編成したい。銀行等引受債シ団については、シ団引受方式の活用を視野に入れ、シェアの調整や金融機関数などについて所要の整備を行っていく。
- ・ IR活動に関する基本的考え方については、前回お示しした案と変わっていない。引き続き積極的な情報発信を行っていきたいと考えており、中でも、IRニュースやホームページといった従来からのツールを有効活用し、より一層リアルタイムに近い形で情報発信する新たな取組みができればと考えている。

◆ 銀行等引受債及びシンジケート団の構成についてのメンバーからのコメント

- ・ 5年債シ団については、個人向け川崎市債ともつながってくるところであり、個人向け販売というのは従来からの課題であるので、個人販売への積極性が斟酌されるのは妥当である。10年債シ団については、販売実績からすると機関投資家への販売が多いところであるので自然な流れと考える。
- ・ 銀行等引受債シ団の活用は、出納整理期間がメインとなろうが、可能な限り年度内でも活用してほしい。また、シ団調達とはいえ、一定の機動性・合理性が求められることから、少額シェアのメンバーの取扱いについても考えてほしい。
- ・ 現在、既に安定した調達が行えていると思うが、もう少し新しいことに取り組んでもよいのではないか。例えば、シンジケートローンのようなものを組んで年限や償還方法をフレキシブルに設定するなど、ローンによる調達の良い部分をもっと導入してもよいかと思う。

平成23年度予算の概要について

- ・ 事務局から資料に基づいて平成23年度予算案のポイントについて説明があった。

3. 閉会

- ・ 事務局から、平成22年度の川崎市起債運営アドバイザー・コミッティは今回で終了となるが、今後とも様々な局面でご協力頂きたい旨、挨拶があった。

以上