

第 21 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 5 月 10 日（火）午後 1 時 30 分～3 時 15 分

場所：川崎市役所第 3 庁舎 1 8 階大会議室

1. 開会

- ・ 財政部長から、「東日本大震災の影響による市税収入の不透明感、災害対策のための歳出面の問題、金利の動向など、川崎市としては今後、今まで以上に慎重な起債運営、財政運営が求められると捉えており、引き続きメンバーの皆様のご助言をいただきながら、しっかりと適切に対応してまいりたい」旨の挨拶があった。
- ・ 資金課長から、参加メンバー及び事務局員の紹介があった。尚、今年度から新たに 2 社がメンバーとして加わった。
- ・ 上記に則り、座長の選出手続きが執られ、東洋大学の稲生教授が本会合の座長に選出された。
- ・ 座長から、「川崎市および有識者・市場関係者からご要望やご意見をくみ上げながら、川崎市債の運営に活かしていける有意義な場にしていきたい」旨の挨拶があった。
- ・ 原則は会議公開であるが、本コミッティについては、公正かつ中立的な議事を確保し、率直かつ活発な意見交換を促進する観点から非公開とし、議事録の作成・公表はせず、議事要旨を公表することとなった。
- ・ コミッティの運営方法等について事務局から説明があった。尚、今年度は形式を変え、昨年までの形の会合は全体会議として年 3 回開催し、それとは別に 2 つの部会を設けてそれぞれ年 4 回ずつ開催することを考えており、この点について本日の会合で検討する。

2. 議事

(1) 平成 23 年度アドバイザー・コミッティの運営方法について

◆ 事務局から下記の点について説明があった。

- ・ 前年度までの形の会合は「全体会議」とし、今年度は新たに「専門部会」を設ける。

<全体会議>

- ・ 開催時期は今回の 5 月を含む年 3 回。残りの 2 回は 11 月、2 月の開催予定。
- ・ テーマ概要は下記の通り。

第 21 回：① 運営方針について

② マーケット環境

- 第 22 回：① 下半期のマーケット環境
② 部会からの報告、
③ 平成 24 年度の発行計画素案について

- 第 23 回：① 平成 24 年度発行計画の考え方
② 平成 24 年度シ団編成の考え方
③ 次年度の金利動向等

< 専門部会 >

- ・ 第 1 専門部会と第 2 専門部会を設ける。
- ・ 全体会議で細かい議論になかなか踏み込めないところがあり、メンバー数を絞った上で、少人数で専門的かつ部会的な議論をするというのが意図。その成果を全体会議に反映させる。
- ・ 両部会とも年 4 回開催し、下記の流れで議論を進めていく方針。
 - ① 第 1 回：課題抽出、論点整理
 - ② 第 2 回：課題に対する対応・解決
 - ③ 第 3 回：同上
 - ④ 第 4 回：報告案の作成
- ・ 想定されるテーマは下記の 8 つ。これらを 2 つの部会に分けて議論していく。
 - ① 外債の発行に向けた具体的な検討（発行可能時期、発行ロット、主幹事選定等）
 - ② 市債償還の平準化に向けた取組（フレックス枠、買入消却）
 - ③ 既発債の金利負担軽減策に関する取組（金利スワップの有効活用）
 - ④ 変動金利の本格的導入に関する検討（発行額、発行条件等）
 - ⑤ 銀行等引受債の活用方法（償還条件別の発行額、公募との発行割合等）
 - ⑥ 機関投資家の投資戦略の研究
 - ⑦ トータル・キャッシュ・マネジメントの導入に向けた具体的な仕組みの検討
 - ⑧ ストック指標等による分析を踏まえた起債管理

< 第 1 専門部会 >

- ・ 開催時期は、6 月、8 月、10 月、12 月を予定。
- ・ メンバーは証券会社 5 社、銀行 1 行。
- ・ 座長は証券会社の中から選出。
- ・ 主要議題は債券に関するもの。

< 第 2 専門部会 >

- ・ 開催時期は、5 月、7 月、9 月、11 月を予定。
- ・ メンバーは銀行 4 行、証券会社 2 社。
- ・ 座長は銀行の中から選出。
- ・ 主要議題はローンに関するもの。

◆ 上記説明に対してメンバーから下記のコメントがあった。

- ・ テーマの数について、部会の回数は年 4 回と限られており、あまり多くしないほうがいいと思う。一つの部会につき 4、5 テーマが適当ではないかと思う。
- ・ バランスシートの右側（調達サイド）だけを議論するのではなく、左側（運用サイド）

で調達した資金を何に使うのかといった議論が必要ではないか。

- ・ 「機関投資家の投資戦略の研究」、「トータル・キャッシュ・マネジメント」、「ストック指標等による分析を踏まえた起債管理」あたりが今後、非常に重要になってくると思う。市場からの調達資金の使途や将来の負担の比率、第3セクターといった部分に投資家は注目している。
 - ・ 運用とリスクマネジメントについては、ALMの考え方が絡んでくる。
 - ・ 「変動金利の本格的導入」については、現状どうしても始めた月によってばらつきがあるという状況の中で、その金利リスクに対してどのような形が一番いいのかを議論できればと思う。
 - ・ 「銀行等引受債の活用方法」については、シ団の活用の観点と川崎市がどのような使い方をするのが一番妥当であるのかを議論するとういと思う。
 - ・ 「銀行等引受債の活用方法」については、例えば、公募の補完として位置付けからするとどうか、積極的に活用するとしたらどのようなやり方があるのか、ある程度整理しておいたほうが、よりの絞った議論ができると思う。
- ◆ 上記メンバーのコメントに対して川崎市から下記の回答があった。
- ・ バランスシートの両サイドを議論する点については、当然必要と感じている。ストック分析の中でストックだけを管理していく訳ではないので、今後の財政運営も含めて、どういうものに重点的に使っていくのか、財政計画を踏まえた議論もしっかりやっていきたいと思う。
 - ・ 銀行等引受債の活用方法については、ローンということで、発行体、資金の出し手、金融機関、それぞれにいろいろなニーズがあり、いろいろな商品設計ができるということが大きなメリットと感じている。定時償還や変動金利といったものにいろいろと活用できるのではないかと期待がある。一方その中で、債券とローンの役割分担を含め、どのような割合で発行していくかなかなか決めきれないところもある。今回のテーマでもある変動金利の発行額の問題などと絡めて総合的に銀行等引受債の活用法を考えていきたい。
 - ・ 銀行等引受債としてのシ団の役割については、セーフティーネットと思っている。今回、不幸にして起こった大震災に対して、民間企業がどういう資金調達をしているのかは参考になると思っている。債券一辺倒であると、こうした非常時に対応できるのか、川崎市としても非常に興味深く見ているが、そういう意味でセーフティーネットと表現している。セーフティーネットにはやはり高い保険料を支払うことが必要なのかどうかも含めて、ローンベースだと今の金利情勢であると、JGBに比べるとやはり割高だということもあるので、そこの折り合いをどうするか、非常に古くて新しいテーマと思っている。

- ◆ 各専門部会に対するテーマの割り振りは下記の通りとなった。

<第1専門部会>

- ・ 外債の発行に向けた具体的な検討

- ・ 市債償還の平準化に向けた取組
- ・ 既発債の金利負担軽減策に関する取組
- ・ 機関投資家の投資戦略の研究

<第2 専門部会>

- ・ 変動金利の本格的導入に関する検討
- ・ 銀行等引受債の活用方法
- ・ トータル・キャッシュ・マネジメントの導入に向けた具体的な仕組みの検討
- ・ スtock指標等による分析を踏まえた起債管理

(2) 平成 23 年度の金利見通しについて

◆ 担当メンバーから、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>

- ・ まず大局観についてであるが、2011 年度は段階的に金利が上昇基調をたどると考えている。その根拠は、震災の影響で 2011 年第 1 四半期はマイナス成長を強いられるが、7~9 月は、震災復興の 1 次補正予算の執行などが本格化する中で、プラス成長に緩やかに回復していくと思われる。一方で、電力需要のピークを迎える 7~9 月期においては、福島原発の問題の長期化や浜岡原発などが影響して、生産能力の立ち後れが生じた場合、正常回復には非常に時間がかかると考えている。本格的な回復は来年度以降になるのではないかと。
- ・ 目先については、2 次補正予算のところで国債の増発がどのくらい出てくるのかが懸念される。震災復興会議や東電の補償問題や、海外におけるポルトガルやスペインの問題など、6 月末に向けて金利に対して非常に大きく影響を与える材料が多くある。
- ・ 一方、銀行の預貸ギャップは拡大基調が続くと思われる。銀行の預金超過を支えてきた個人の預金や年金が団塊世代の本格的な退職の中でだんだん縮小されていくが、企業部門の資金余剰の比率が阪神・淡路大震災以降、年々積み上がっており、これが国債の消化を盤石に支えていくと考えている。
- ・ 国内の長期金利は、6 月に向けて内外の動きに引っ張られる形でいったん大きく上げる場面もあると思われるが、個人や企業の大きな資金余剰に支えられて、1.1 から 1.2%といった下限域に下がる局面をたびたび迎えると思われる。年度を通して見れば緩やかな上昇といったことで終わるのではないかと。

<メンバー B>

- ・ 足元、10 年国債は 1.16%。2011 年の年末には 1.6%、2012 年末には 1.9%という予測。年限にわたっていうと、5 年金利 0.43%、今年の年央には 0.5%、年末には 0.7%の予想。20 年金利は足元の 1.90%が年央には 2.0%、年末には 2.2%と予想。
- ・ 震災後、日本の経済予測について改定を行った。結論としては、実質 GDP の成長率を 0.7%から 0.2%へ下方修正した。要因として、民間部門、個人消費、民間設備投資、民間住宅投資が一様に大幅なマイナス。一方、公的部門の政府消費や固定資本形成が

プラス。加えて輸出が大きなマイナス。

- ・ 民間部門については、10月ぐらいまでの年央までは、震災の原因でサプライチェーンが機能しなくなり供給部門が悪化するためにマイナスになっており、10月以降も需要部門において特に海外の輸出の需要が海外の景気の伸びが鈍化することから、全体的に厳しくなっている。
- ・ 一方、公的部門は、1次補正が4兆円に上り、7月に予定される2次補正も最低10兆円規模になるということで、大きくプラスになると思われる。
- ・ 重要なのは、輸出が急激に下がってきているということ。年度を通して5.9%のプラスだったものがマイナス1.9%。これは震災前の貿易収支が月平均で7,000億円のプラスであったのが、4月の1カ月間だけでマイナス5,000億円と1兆円以上も下ぶれした。この貿易収支の悪化が、足元において最大の景気の不安要素になっている。
- ・ 足元の金利の状況を見ると、急激に低下し過ぎており、オーバーシュートしていると感じる。特に4月以降、連休をはさむ前のところから入札がなく、新規のマネーが出てくる中で、機関投資家は少しでもキャリーを取りたいということで国債に集中した。尚、国債の買主体を見ると、日本銀行が8%、株式会社ゆうちょ銀行が20%、メガバンクを中心とした預金金融機関が18%、保険会社が20%。10年までのところの買いはメガバンクが比較的多く、超長期の買いは生保が中心。
- ・ 生保が買っているために、30年債と40年債が増発されることにより財政悪化とともに長期金利は立っていくと予想していたが、実際には20年債の金利が大幅に低下してきている。生保の超長期の買いは昨年である程度終息と思っていたが、4月以降も生保の超長期の買いは昨年度の9兆円を上回る勢いで、このままいくと本年度は10兆円を超す勢い。これは生保がIFRSに向けて本格的にALMに取り込もうということで、市場の予想を上回って年度を通して大きく買いに行っているため。
- ・ 景気に強さが感じられず、恐るべき超長期の買いということが金利全体の頭を押さえることになって、たとえ国債の増発が大きく起こっても、金利の上昇はそれほど影響がないのではないか。ただし、海外はギリシャ問題や中国の引き締めなどがあり、また、コモディティの価格も急騰しているのので、日本における金利の急騰のトリガーは海外ではないかと思込んでいる。

◆ 上記をもとに川崎市からメンバーに下記の点についてコメントが求められた。

- ・ 阪神・淡路大震災のときの復興で、兵庫県が資金調達にそれ相当のスプレッドを要求されたことがあった。今回、東北の仙台、宮城、福島といった公募団体に相当のスプレッドが要求されているのかどうか関心がある。また、救済スキームや共同発行といったことについてコメントを頂きたい。

◆ 上記についてメンバーから下記のコメントがあった。

- ・ 4月に動いた案件では、震災を受けた団体の個別発行されたものはそのまま抱えるという投資家の声を聞いた。また、共同債については、被災地域のものも入っていると、その共同債についての運営に関して、投資をもう少し検討する時間が必要という投資家もいる。

- ・ 被災地がない方が従来の基準で判断できるというのが偽らざる本音と思う。ただし、財政規模としてまず、公募発行をしている金額が阪神・淡路大震災のときと比べて圧倒的に少ない。そのため、投資家の観点からすると、それほどスプレッドに大きくインパクトを与えるような結果にはならないのではないか。
- ・ 大震災絡むところで、足元、銀行等引受債を含めて調達が膨らむかどうかについては、自治体は勝手に起債できないと思うので、今のところそのような話は聞かない。

3. 閉会

- ・ 事務局より次回は12月（日時未定）に開催予定との報告があった。

以上