

第22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24年2月27日（月）午後1時30分～3時00分

場所：川崎市役所第3庁舎 15階第2会議室

1 開会

- ・ まず川崎市の起債運営に関する課題について専門部会で議論した内容が報告された。次にメンバー代表から平成24年度の金利見通しについて説明があった。その後、事務局から平成24年度の起債運営方針及び平成24年度予算の概要について説明があった。

2 議事

(1) 川崎市の起債運営に関する課題について

◆ 川崎市の起債運営に関する課題について専門部会で議論した内容の報告があった。

ア 外債の発行に向けた取組について

- ・ 外債発行の目的を明確にすることが大事。調達手段の多様化、投資家層の拡大、有利な発行コストの追求、川崎市という名前の海外に対するアピールなど。
- ・ 留意点は、事務負担や費用等の面で国内債とは比較にならないほどの準備が必要になってくること。加えて、格付けの取得や発行ロットということに関しても条件がそろっていないと発行できない。その他、継続発行、英文の情報開示、オフリングサーキュラー、目論見書の作成といったさまざまな問題もあり、発行した債券が償還になるまで、こうした情報を毎年アップデートしていく必要がある。
- ・ 外債の種類には、発行市場という面では、グローバルフォーマットとユーロフォーマットに大別できる。グローバルフォーマットは、要求基準の最も高いSECに発行登録をするもので、米国はじめ世界全体で販売できるもの。SECに発行登録しないものはユーロフォーマット。尚、ユーロフォーマットはヨーロッパに限定されるということではなく、米国以外のすべての地域で販売可能であり、最近の最大の投資家層はアジア勢。また、アフリカや南米にも投資家層がある。
- ・ 海外の市況や投資家の動向を考慮すると、スワップを視野に入れることが大きなポイント。その際には、円転時のコストなどスワップの環境について総合的に判断をすることが重要。
- ・ 年限、発行通貨に対する注意点としては、国内債市場と違い、いつでもどの年限でも発行できるということではない。とりわけソブリン問題のあるヨーロッパは、5年超の債券の発行は優良な国でもなかなか難しい状況が続いている。日本の政府保証が付いた発行体でも、つい最近まで最長の年限は5年という状況が続いており、以前のように10年でも好きなだけ発行できるということではなくなってきている。今後、外債発行を想定した場合、発行年限に関して柔軟的な対応ということも重要な要素になる。
- ・ IRについては、個別投資家訪問の場合は、世界中の投資家をカバーするのは時間の面でもコストの面でも容易なことではないため、タイミングを決めて集中的に

コアな投資家に絞って訪問するといった考え方も必要になる。また、効率的なIRという点では、世界的に主流になっているインターネットロードショーの活用が有効と考えられる。インターネットロードショー専門会社やブルームバーグを活用したり、発行体のホームページへのIR資料のアップや動画配信といったことをすれば、投資家はいつでも好きなタイミングで説明を確認できる。その他、通訳を入れてのインベスターコールや電話会議も効率的な手法。

- ・ 注意点は、国内では自治体は目論見書の発行が免除になっており、IRでの発言内容に関しとがめられることはないが、海外では発行登録をしていくことになるため、目論見書に書いてあること以外のことをIRで言及すると、投資家保護の観点から訴訟につながるリスクが生じる。IR資料や目論見書のこと十分に把握をし、実際のIRでの説明内容に留意し、将来の訴訟のリスクを回避していくということが重要。
- ・ 事務手続きについての注意点は、膨大な英文の開示資料をいかにうまくとりまとめるかという点。引受会社、弁護士事務所、会計事務所、リスティングをするためのエージェントなど様々な関係者に対して、それぞれの要求する資料を提出し、出来上がってきた書類をチェックするといったことが発行体の仕事。尚、多くの外債を発行する発行体では外債の専任者が存在。

< 上記説明に対する川崎市のコメント >

- ・ 直近に外債を発行するということはないが、そのための準備は必要と考え、こうした場を通じて研究しているところ。その点は市長からも推奨されている。尚、格付けについて、市長は、国内ではコストメリットがあるのかということの問題視しているが、海外については一定程度許容してもらえると考えている。

イ 市債償還の平準化に向けた取組について

- ・ 市債償還の平準化の具体的な方法として、大きく年限の多様化と買い入れ消却の2つがある。
- ・ 買入消却については、すでに国債や一部の事業債で実績が見られるが、地方債ではこれまでほとんどない状況。これは、投資家と発行体のニーズがなかなかマッチしにくいとため、発行体からすると、高クーポンのものをできれば買い入れ消却したい一方で、投資家からすると、むしろそういうものこそ売却したくない。そのため、市債償還の平準化の具体的な方法としての実現可能性は低い。
- ・ そのため、年限の多様化で対応すべき。地方債の年限の多様化は、東京都や愛知県など、すでに平成16年度から進んでいる。特に東京都に関しては、平成23、24年度の償還の谷を埋めるために、21、22年の両年にわたって3年債を5回、合計1,450億円を起債、あるいは7年債の活用、5年債の発行を抑えるといった形で年限の多様化による市債償還の平準化を図っている。
- ・ 償還の谷は平成29年度のため、5年後の償還にスポットを当てないといけない。通常の5年債の発行を前提とすると、次の3つのケースが考えられる。1番目はフレックス枠を活用して5年債を発行するケース。2番目は平成24年度に2年債を発行し、それを2年後に3年債にロールしていくケース。3番目は、2番の逆で、まず3債年を

発行し、それを3年後に2年債でロールしていくというケース。これらの中で2番を推奨。金融緩和がやや伸びている中、2年後にカーブが急激に立っているということは考えにくく、まず2年債を最初に持ってくる方が金利リスクを最小限に抑えられると考えられる。

< 上記説明に対する川崎市のコメント >

- ・ ケース2については、川崎市としても十分可能と考える。平成23年度も一部、この償還の山と谷を埋めるためにフレックス枠を活用して2年債を発行している。

ウ 既発債の金利負担軽減策に関する取組について

- ・ 既発債の利率・利払い額を把握した上で、市場公募債の表面利率別残高の内訳を把握し、共同発行地方債利回りの中位よりも表面利率が超えているものを個別銘柄に選ぶというアプローチ手法を考えている。具体的な銘柄選定としては、既発債を部分的にピックアップして、景気の想定シナリオの検証をある程度やっていくのが1つのアプローチとしては良いのではないかと。
- ・ その際、リスク管理が重要になる。金利の特性を理解し、市場リスク、カウンター・パーティー・リスク、流動性リスクを経験則に基づいてモニタリングをしていくことが重要になってくる。また、ブルームバーグ等のツールを駆使して、日々モニタリングをすることも必要。さらに、金利スワップを行うのであれば、金利スワップ取引実施基本要領といったものの準備も重要になってくる。

< 上記説明に対する川崎市のコメント >

- ・ モニタリングの重要性は良く理解しているが、どのように体制が組めるかという点が課題。単純に研修を受けただけではなかなか難しい。日ごろからマーケットを見ている必要がある。経験豊富なスタッフを外部から採用することは考えていない。

・ < 上記説明に対する他メンバーのコメント >

- ・ 調達金利を固定のままとすると、発行後に市場金利が低下したりするリスクが想定されるが、対応としては、発行時は固定金利で発行し、途中で変動金利に変えたりという柔軟な対応が必要になり、海外ではトレンドになっている。

エ 機関投資家の投資戦略について

- ・ 機関投資家には、生保、損保、投資顧問等がある。機関投資家の運用状況については、生保や年金が債券の保有が多い。また安全志向が非常に強い点も特徴。
- ・ 運用スタイルについては、市場の平均値に沿って運用していくパッシブ運用と、各社独自の相場観を持って運用していくアクティブ運用に大別される。また、債券ポートフォリオの構築の仕方としては、ダンベル型、ラダー型、プレート型がある。
- ・ 機関投資家の債券運用実務については、大量の運用原資を安定的消化していくために、実際に債券を買う運用執行部門、バックオフィスになる事務管理部門、年度の運用計画を決める企画部門といったところが、リスク管理も含めて、相互牽制を図りながら行っている。

- 地方自治体の資金運用状況については、川崎市同様、減債基金等の基金に多額の資金が積み立てているが、確実に有利な方法での運用が求められている。地方自治体の多くは、預金運用が中心であるが、福岡市のように運用基金のほとんどを債券で運用している例もある。尚、自治体によって運用スタイルが異なり、どのような金利観を持って運用しているかなど、そのルールはあまり明確になっていない場合が多い。
- 川崎市では現在、運用基金620億円について、地方債を中心に10年債、20年債で運用している。平均利率は1.36%。年限ごとに運用のばらつきがあり、平準化といった形にはなっていない。尚、運用体制を見ると、財政局の資金課と会計室の出納課で役割が分担されており、資金課から運用の依頼が出納課に出されてから実際の運用に至るまで1週間以上の時間がかかるといったタイムラグの発生が見られる。また、時々金利実勢からは想定していないような運用になっている面もある。また、購入する時期や銘柄の判断については不明確な場合が多い。基金の運用残高が多いわりには、人員が限られており、リスク管理という点でも関係部署の強化が必要。
- 地方自治体における基金運用にかかる制限・課題については、信用力の高い安全運用ということで、国債、地方債、政府保証債での運用になり、高利回りを追求し、リスクを取って事業債といった商品で運用することはできないという制限がある。また、オーバーパーの債券の購入にも制約がある。オーバーパーの債券を購入すると、償還を迎える最終年度において償還差損が、また途中売却すると売買差損が出てくるので、この点で地方債の場合は安全な運用といったところに抵触する懸念がある。
- 川崎市の運用資金の調達原資は10年、20年を中心とした市場公募債で、平均残存年限は8.41年程度になっている。一方、運用面では、債券、預金を含めると平均残存年限は2.91年程度で、運用と調達にギャップがある。それを埋めていくには、10年債、20年債といった長期債での運用が望ましい。また、途中売却を前提としないラダー型ポートフォリオを構築すれば、金利の平準化も吸収でき、途中売却による売却差損といったリスクも回避できる。さらに、毎月の定例的な予算消化で債券購入を行うことで、得べき利息の逸失といったことも避けられる。
- 試算では、債券の比率は現状47%程度であるが、これを3割ほど高めて76%にし、10年債と20年債のうち20年債を65%ほどの割合で運用していくと、調達と運用の残存年限は合ってくる。
- 安定的に予算消化をしていくために、ルールを明確にして四半期ごとの運用管理を行っていくことが重要。例えば、四半期の頭のところで、その時期に調達できる20年債のクーポンといったところを目安にしながら運用を行っていく。
- ラダー型のポートフォリオを構築していく中で、予算消化が難しいのであれば、国債の選択、あるいは期間年限以外の地方公共団体金融機構のFLIP債等の活用の検討も重要。
- 運用体制・リスク管理体制では、機関投資家のALM委員会のような第三者的に管理ができる組織があることが望ましい。この場合、第三者の有識者を当てて定期的

にチェックするようなことも求められる。

- ・ 運用の残高も非常に増えており、迅速な意思決定という点でも、人員の増員が必要。また、資金課と会計課で運用の意思決定をしている体制について、これらの組織を一体化することで機動的な購入ができ、安定的な予算消化にもつながるのではないか。

<上記説明に対する川崎市のコメント>

- ・ すでに債券運用計画では、期間20年のラダー型ポートフォリオを着々と進めている。そこで負債と資産の残存年数を見比べながら、より資産の方のデュレーションを長くして負債に近づけていく取組を行っている。もっと債券の運用の比率を高めなければという意識はある。
- ・ 尚、日々の運転資金について、不足が生じる時には、一時借り入れということで、当座貸越や短期の融資を銀行に依頼するか、基金からの繰替必要が生じる。後者の場合、想定される不足分を預金等で確保しておかなければならず、なかなか債券運用の比率を高められない。より債券運用にシフトしていくという方針を打ち出していく必要がある。

オ 変動金利の導入に向けた取組について

- ・ 一般的に変動金利というと、リスクがあると捉えがちであるが、この認識は改めるべき。金利は上がることもあれば下がることもあり、両方においてリスクがあるということ。
 - ・ 地方公募債で変動金利は、おそらく国内ではないと思われる。投資家にとって変動金利で運用するというのはなかなか難しい。
 - ・ 一方、銀行等引受債は、債権者＝投資家という位置付けになっており、銀行の引受団により柔軟な対応ができるため、その活用を視点に考えていくべき。西日本の団体を中心に銀行等引受債において変動金利が導入されている事例がいくつかある。
 - ・ 導入に向けた課題については、リスク管理の考え方など様々な考え方があるが、ALM的な発想、つまり調達が固定金利だから運用も固定でという考え方を逆転し、調達を変動にすることで、預金を中心としたような運用を行う、という説明がつくといった発想も考えられるのではないか。現在のように金利がほとんど変わらないところでは導入のメリットは少ないが、過去の金利動向等を見ると、長短の金利の差が開いていた期間もあり、このような金利差を注視していかなければいけない。
- <上記説明に対する川崎市のコメント>
- ・ 一定程度の変動金利の導入は必要と考えている。また、金利が上昇していったときに固定に切り替えるかというモニタリングも必要という意識があり、その辺をALMの観点から見ていく必要があると考えている。

カ 銀行等引受債の活用方法について

- ・ 銀行等引受債は、市場公募債を補完する一方で、最終調整弁としての機能を有す

る商品設計上、柔軟性に富んだ資金調達の方法である。

- ・ 銀行等引受債の発行には、証券発行と証書借入の二通りがある。
- ・ 償還方法としては、市場公募債が基本的には満期一括償還であるのに対して、銀行等引受債は証書借入をうまく使って好きなキャッシュフローを置いて定時償還を付けられるといったメリットがある。
- ・ 発行条件については、変動金利および固定金利それぞれの特性を十分に生かしながら最適な調達方法を検討することが求められる。
- ・ 条件決定方法については、現状では入札が経済合理性、透明性ということで用いられているが、それ以外に証書借入によるシ団調達のメリットという安定的な資金調達の確保・維持の観点からも検討すべき。
- ・ 県下の自治体の状況としては、大半が入札。ただし、一部では、証書借入を使ったシ団調達もあり、新しい資金調達手段の確保といった試みも一部では見られる。
- ・ < 上記説明に対する川崎市のコメント >
 - ・ 調整弁のほか、最近はプロジェクトファイナンスを銀行等引受債で調達していくので、資金調達のセーフティーネットという位置付けもある。
 - ・ シ団は条件決定の透明性が問われるというところがあって非常に難しく、入札でやっていた。ただし、セーフティーネットの観点もあるので、シ団を活用していきたい。

(2) 平成24年度の金利見通しについて

◆ メンバー代表から、平成24年度の金利見通しについて下記のとおり説明があった。

< 見通し >

- ・ 2011年が1%、2012年の終わりが1.4%と推移し、2013年の終わりには1.7%と予想。
- ・ 金利の動きとしては、今後2年間では、四半期毎に上昇を始めるのに半年ぐらいかかる。理由は2点、1点目は2012年から2013年にかけて復興需要に伴う公的部門の支出が非常に見込めること。2点目は財政リスク。つまり、よい金利上昇の可能性と悪い金利上昇の可能性が相まって、金利の上昇スピードは比較的速くなっていく。
- ・ 一方、このシナリオを消していくリスクとして2点考えられる。欧州問題のさらなる悪化と消費税増税。ただし、消費税増税については駆け込み需要というプラスの要素もある。
- ・ 2013年に関しては、2012年ほどの国内の復興需要の貢献は少ない。その分、海外が立ち上がってくるということで、輸出が大きく伸びていく可能性が考えられるが、実際は構造的に貿易収支のマイナスが続く可能性もある。2012年が1兆円のマイナスで2013年に均衡すると予想されるが、さらに大きくマイナスになり、将来経常収支についてもマイナスになる可能性が十分にある。

< 見通し >

- ・ 来年度も若干金利が上振れする可能性はあると考えるが、基本的にはレンジワークでの推移という見通し。10年で0.9%から1.3%のレンジ、20年で0.7%から2.1%

のレンジという水準。

- ・ この上振れのリスクというのは前半、特に第1クォーターに集中しやすいと考えている。要因は4点で、まず1点目は貿易収支の赤字について。2点目は税と社会保障の一体改革の議論が政治の混乱を招きかねないといった問題。3点目は経済指標が4～6月に上振れしやすいということ。去年の4～6月は震災直後の影響で各種指標が大幅に下方修正されたが、その反動が最も生じやすいのが今年4～6月ということで、そうした面からもやや金利の上昇圧力がかかりやすいということが考えられる。4点目が、JGBの来年度の発行計画。20年債は1.1兆円から1.2兆円に増額されるが、その部分の増額が4月からなので、金額的にはそれほどという見方もあるが、感覚が慣れるまでの4～6月は特に20年という超長期のところには供給面の圧力がかかりやすいと考えられる。加えて、財政問題が絡んでくると、超長期は比較的振れやすい展開が前半は考えられる。
- ・ 循環的な回復はなかなか持続しない。また、そもそも国内資金の余剰構造はほとんど変わっておらず、金利上昇には限界がある。
- ・ このままの調子でいくと、20年のロングエンドで1%をわずかに超える程度。5年でも0.3%から0.4%の前半ぐらいの着地になる見込み。これは新年度の水準からすると過去2番目の低水準。
- ・ 経常収支が赤字に転落するにはまだまだ時間があると考え。仮に赤字に転落したとしても、非常に小幅にとどまり、それが欧米の構造と違って日本の国債の信用力には影響しないという、むしろ市場参加者よりも格付け会社の方が日本国債に対して冷静な評価をしているという構図になっている。その辺を考えると、一時的に経常収支が論点になるが、年間を通じてこの議論が金利の上昇圧力になっていくということは考えにくい。

(3) 平成24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

- ・ 平成24年度は、民間資金についてベンチマーク国債に償還を合わせていこうと考えている。これは市場実勢の透明性を高める観点からで、今回新たに追加した。
- ・ 中長期債（今年度発行したフレックス枠）は、平成24年度は、全体の発行額の関係で80億円という計画す。年限については、これまでのアドバイザー・コミッティの議論等も考えながら検討していく。
- ・ 5年債及び10年債の発行については、今までは毎月前月の頭頃に条件を決定していたが、年間を通して決定日を固定していこうかと検討している。これは購入計画の立てやすさという点を考慮してのこと。
- ・ 5年の公募債につきましては、平成23年度と大幅に変わって、今まで100億円を年3回で発行していたのを、平準発行の観点から70億円を年4回という計画にまとめようとしている。これは、平準的に発行した方が、個人投資家が年間を通して購入しやすいと考えてのこと。
- ・ 共同発行については、例年300億円であったのを、今年度は全体の発行額が減っている関係上240億円の見込み。

- ・ 各年限における条件決定の考え方については、10年債についてはプレミアム方式。超長期については昨年度と同様、主幹事方式。尚、主幹事については今年度初めて導入したグループ式主幹事方式を継続。
- ・ 今年度発行した2年債などの基幹年限以外の年限については、入札を原則とする。
- ・ 銀行等引受債については、例年と同様であるが、変動金利については、現段階ではまだ発行額は決めていないが、来年度実践をしていきたいと考えている。また、発行ロットが50億円以上の場合については、資金調達セーフティネットという観点から、市場実勢に即した発行条件を前提に、銀行等引受債シ団を活用した調達を検討していきたい。
- ・ その他の取組としては、市債償還の平準化については、どこまで実際に消却できるかという課題はあるが買い入れ消却の取り組みを進めていきたい考え。ただし、スワップ契約の導入については、検討を継続し、来年度試行的に実施をしていければと考えている。外債については、市場動向によるが、発行に向けた準備など取り組んでいきたい。
- ・ IRについては、機関投資家IRを従前3月開催から年度明けの4月に開催することを検討したい。
- ・ 英語による情報発信については、海外のいろいろな投資家とアクセスできるように充実を図っていきたい。発行要項についても英文化を進めていきたい。
- ・ 24年度の発行額は1,477億円。借換債が130億円から140億円減っている。また、新発債も下水道会計、一般会計ともかなりの減少から、この程度の発行額はとなっている。市場公募債についても1,000億円はキープしたが、銀行等引受債が518億円から298億円とかなり減っている。

◆ 質疑応答

Q：再来年度について、いよいよ共同発行が償還を迎えるフェーズに入っていくが、どのような世界が待っていると考えるとよいか。例えば、ロールをする部分と従来通り発行されている部分があるので、共同発行の参加のボリューム自体も基本的には増えていくというイメージになるのか。

A：平成15年に導入されたものが平成25年に満期になって出てくるということなので、ボリューム的には相当の量が出てくるのは確かなこと。それにどう対応していくかということ、個別団体としては共同発行の持ち寄り額は基本的に変わらないが、10年債を減らすということは今は考えていない。年限のバランスは基本的には中期、長期、超長期の3分の1ということで変わらない。10年のゾーンの中では100億円は個別発行という基本的な考えで、残りはだいたい毎年300億円ぐらいの共同発行ということであまり変わらないと思う。

Q：5年債の発行について、どのような考え方が。

A：5年債は基本的には個別での発行の予定。5年債は個人消化を基本的に進めていき、個人向け消化率は半分を目標にしているが、実際には2割程度。

3 閉会

- ・ 事務局から、平成23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、今後ともさまざまな局面で御協力頂きたい旨、挨拶があった。

以上