

## 第23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7月25日（水）午後4時40分～6時00分

場所：川崎市役所第3庁舎 18階大会議室

### 1. 開会

#### (1) 財政部長挨拶

「国内景気は復興需要等を背景にして緩やかに回復しつつあるとされているが、依然として厳しい状況にある。こうした状況下にあっても、より効率的、効果的な資金調達を行っていくということが重要であると考えている。専門家であるメンバー皆様の率直かつ活発な意見交換を踏まえながら、円滑な起債運営を行っていきたいと考えている。」旨の挨拶があった。

#### (2) メンバー紹介

資金課長から、参加メンバー及び事務局員の紹介を行った。

#### (3) 座長選出

資金課長から、互選による座長の選出手続き説明が行われ、手続きに則り、東洋大学の稲生教授が本会合の座長に選出された。

#### (4) 座長あいさつ

「今回で23回目であり、伝統ある会合になっている。主役は御参加いただいている市場関係者の皆様であり、ぜひ忌憚のない御意見、あるいはお差し支えない範囲でノウハウ等を川崎市のために御提供いただきたいと考えているので、よろしくお願ひしたい。」旨の挨拶があった。

#### (5) その他

会議は原則公開であるが、参加メンバーの率直かつ活発な意見交換を促す観点から本会合については非公開とし、議事要旨を公開することとなった。

### 2. 議事

#### (1) 平成24年度アドバイザー・コミッティの運営方法などについて

平成24年度 川崎市の起債運営等に関する取組について

事務局からの説明

< 資金調達における基本的考え方について >

- ・ 昨年度議論させていただいたとおり。

< 市場公募債について >

- ・ フレックス枠

今年度80億円の枠を設定していたが、今年度の臨時財政対策債の発行可能額が

予算策定期より約47億円減額となったため、フレックス枠を活用して発行する可能性は低くなった。

計画では上期の発行であったが、下期の3月に近い時期まで様子を見ながら、発行が可能であれば検討することになる。

- ・ 5年債及び10年債の発行について  
条件決定日を固定して定期・定例的に発行する考え方を定めている。今年度は基本的には毎月10日に条件決定を行い、月末に発行するという形で進めている。
- ・ 発行時期について  
定期・定例発行ということで、今年度は5月、7月、10月、1月の年4回の発行計画を立案。

#### <その他の取組>

- ・ 市債償還額の平準化  
昨年度の専門部会での議論をベースに、今年度はこれを実践に移していくことである。フレックス枠については既に昨年度設定していたので、その意味では一部、償還の平準化に取り組んでいるといえる。今後は、買入償却や基金による買入補助といったところも含めて、実践的にスケジュール等を考えていく。
- ・ 金利スワップ契約の活用について  
昨年度からの議論に加え、今年度は実践的に導入すべく議論をさらに深めていきたいと考えている。
- ・ 外債の発行について  
昨年度からの議論をベースに、今年度については、次年度以降に発行が可能になるように取組みを進めていくことになる。当然のことながら市場動向等を見ながらの対応となるので、必ず発行するということは申し上げられない。常に発行可能な状態にできるような取組みを進めているところである。
- ・ クーポンの単位について  
既に超長期債については、小数点以下3桁までクーポンを設定するという取組みを既に実施済み。今後は5年債及び10年債についても、クーポンの3桁化を進め、今年度中にできる限り対応していきたいと考えている。一方、3桁化を進めるに際して、発行単位を1万円とするべきか否かについては、もう少し議論が必要と考えている。

上記を踏まえ、メンバーと川崎市側で以下のような質疑応答、意見交換があった。

(以下、メ：メンバー、市：川崎市)

メ： 償還額の平準化について、今年度フレックス枠を使わない場合には、買入消却だけで対応するのか

市： 平成23年度にフレックス枠を使ったのは、償還額の平準化を目的としたもの。償還の谷に照準を合わせた年限選択の考え方がある。平成29年度に償還の谷が控えており、今年度フレックス枠が使えない場合は、来年度4年債を発行することも考えられる。買入償却については、今年度もし可能であれば進めていければと考えているが、予算措置の関係もあり、実際には来年度の実施ということが現実的と思

われる。

メ： 金利というのはなかなか変動を見積もるのが難しい。したがって、定期的に発行・償還するのが原則だと思うが、そういう理解でよろしいか。

市： 御指摘の通り。金利変動リスクを極力抑えて平準的に発行していくという考え方で、これを意図して平準化をしているところ。

メ： 基幹年限の5年債、10年債についてもクーポン3桁化を目指しているとのことだが、3桁クーポンは日銀の適格担保として取り扱われない可能性があったかと思う。仮に適格担保の対象外となると、条件決定において不利益を被る可能性があるため、確認されるべきである。

メ： 金利スワップの活用、外債の発行は関連付けて議論をさせていただく。

#### アドバイザー・コミッティ及び専門部会の運営方法について

##### 事務局からの説明

##### 全体会議について

##### <スケジュール>

- ・ 今回を第1回とし、第2回を11月、第3回を来年1月に開催予定。11月の全体会議では、専門部会で議論した課題について報告書の素案を提出してもらい、メンバーのご意見を頂戴して、来年1月の第3回全体会議で報告書案をまとめることを予定。
- ・ 上記を受け、2月第2週に市内部の市債管理運営会議で報告書案に必要な修正を加えた上で、最終報告書をまとめる予定。

##### <各全体会議でのテーマ>

- ・ 第2回(11月)
  - 下半期の市場動向
  - 各専門部会からの報告(報告書素案)
  - 発行計画素案
- ・ 第3回(来年1月))
  - 平成25年度起債運営の考え方
  - 平成25年度シ団編成の考え方
  - 次年度の金利動向について
  - 各部会からの報告(報告書案)

#### 専門部会の開催時期、メンバー及び課題について

##### <第1部会>

- ・ 開催時期は8月、9月、11月、来年1月
- ・ メンバーは証券会社3社、銀行2行
- ・ 座長は銀行から選出

##### <第2部会>

- ・ 開催時期は8月、9月、11月、来年1月
- ・ メンバーは証券会社3社、銀行3行

- 座長は証券会社から選出

<第1部会の課題について>

- 金利スワップ活用策の実践的研究の継続、トータルキャッシュマネジメントシステムの事例研究。特に、資金運用と起債運用の一元化を目的に事例研究等を行いたい。として、ALMを踏まえた基金運用ポートフォリオの構築がある。基金運用に関しては、機関投資家の基金運用の研究を行っており、これを踏まえて、ポートフォリオ構築の仕方を具体的に検討していきたい。

<第2部会の課題について>

- 変動金利の活用策、銀行等引受債の活用策を継続的に検討。今回、として新たに債務分析を追加した。債務の償還能力に着目したストック分析と、適正な市債残高を検証したい。これにより、将来負担比率・実質公債比率のプライマリーバランスについて超長期間にわたる将来推計を行うこと、公債期間の抑制及び平準化を踏まえた発行計画・償還計画の策定を行うこと等をおよその目標として掲げている。

<メンバーからのコメント、意見>

- ALMを踏まえた基金運用に係るポートフォリオの構築については、負債に合う運用ポートフォリオという観点から、第2部会の債務分析と関連して検討する必要で出てくる可能性がある。
- 金利スワップの活用について前は、金利シナリオを作成して検討してきた。これをさらに精緻化することを考えている。さらに、リスク管理の具体化についても、運用規定の策定と関連付けて検討したい。
- トータルキャッシュマネジメントでは、まず市のキャッシュフローの把握が第一。また、民間で見られるグループ内資金管理という目線を持って、会計事務フローの精緻化を図ってみたい。
- 債務分析では、債務償還能力と適正な市債残高、言い換えるとクレジット評価が一番の議論になると思う。
- 銀行等引受債については、足元の市場環境の変化を踏まえてマーケットの実態を整理、その上で銀行等引受債という調達形態に関する論点を整理する。最終的には、川崎市の財政状況を鑑みた提言という3段構えで臨みたい。
- 変動金利の活用策は、第1部会の金利スワップの活用策と関連するところがある。導入に際しては、市債残高における変動金利の割合、期間、導入のタイミング、スキーム等、いくつかのポイントがある。川崎市の現状の考え方を明確に把握した上で実践的な調査を展開していきたい。

<川崎市からのコメント>

- ◆ 昨年度議論した成果や継続的な課題を踏まえて、いろいろな提言をいただくと大変ありがたい。

(2) 平成24年度の市場動向について

メンバーA

- ◆ 基本シナリオは、「金利は当面上昇し難く低水準が続くが、米国金利の上昇と国内景気の浮揚に応じ、年度末にかけて上昇」で、今年度末には12年3月末の水準に戻るとのこと。しかしながら、足元では金利が上がる方向感がストラテジストにも見通せない状況になってきている。
- ◆ ポイントは、国内要因というより欧州問題。欧州の債務問題により、金利が反転して上昇するという局面が見出せず、方向感も見えないのが実情。秋にアメリカの大統領選があるので、ここでの景気刺激策が一つのポイントにはなってくると思われるが、それでも欧州問題の影響は引き続き不透明要因。

メンバーB

- ◆ 3月中旬の時点で、6月末から9月末、つまり今くらいの時期には10年国債金利は1.2%~1.3%程度へと上昇局面に入っているという見通を立てた。ヨーロッパの債務問題はあるものの、米国の景気が回復しているであろうという見通しのもと、株価もある程度上昇局面に入り、金利も上昇していくシナリオ想定していた。
- ◆ その後、米国の景気は失速、ヨーロッパの債務問題はギリシャだけに止まらずスペイン、イタリアにまで拡大しており、海外要因が想定以上に悪化している。そのため、国内の金利は低位で推移しており、最近は不安定な状況にあると見ている。
- ◆ ただし、ヨーロッパ問題については何らかの形で決着させるとわれ、落ち着いてくれば、基本、金利は上昇局面に入ってくるという見方は変えていない。したがって、ヨーロッパ問題が年内にはある程度決着し、年明けから来年度にかけては金利は上昇局面に入ってくると見ている。

メンバーC

- ◆ 3月末の見通しに対し、大きく状況が変わってしまったということは、メンバーBから説明があった通り。過去の低金利局面と現状とで違った面は、グローバルに金利が低下していることである。
- ◆ これは、欧州問題が欧州地域だけに止まらず、世界の景気のスローダウン、あるいは、金融緩和の広がり及び長期化につながっているということが一番大きい。日本もその例外ではなく、日本の景気あるいは金融緩和の動向が、欧州問題に大きく左右されていると考えている。
- ◆ 欧州問題の解決にはまだ相当な時間がかかるというのがマーケットのコンセンサスであり、よって、メインシナリオとしてはかなりの期間、現状の金利水準が継続する可能性もあると見ている。ただし、不安定要素としては、より急激なマーケットの変化が起こるとボラティリティが大きく上がるということが債券市場にも起こってしまうという経験則がある。それによって反動で金利が上がるということは想定するべきかもしれない。

- ◆ さらに日本の場合には財政問題というものが根強く存在している。特に長期、超長期ゾーンの金利については、政局あるいは政策の変化などによって、秋口にかけては要注意かなと考えている。

#### メンバーD

- ◆ 3月時点での見通しでは、7月のESM（欧州安定化メカニズム）の設立、年度内の国内復興需要の顕在化といったところから金利上昇シナリオを描いていた。しかしながら、欧州の債務問題から金利見通しも長期、超長期のところで0.30%～0.40%程度押し下げて予想を修正している。低金利の環境下、今後もこの修正した金利見通しが定着すると思っている。

#### メンバーE

- ◆ 3月中旬時点では今年度の10年国債の金利見通しは、0.95%を下限として、年度末に向けて1.00%を超えてくると見込んでいた。しかし直近では見通しを10年で0.10%～0.20%、20年で0.20%～0.25%、それぞれ下方修正した。その理由としては、今年度に入った4月のところで日銀による買入増額、買入期間の長期化といった際限のない追加緩和という事態が広がったこと、さらにはギリシャやフランスの選挙が結果的に市場の混乱を招いてしまったことである。
- ◆ 国内では、今問題になっている消費税法案。与野党が対立した上、なおかつ与党が分裂するのではないかと4～6月には見られていたが、結果は6月末に法案は一応可決された。財政再建に対する不信が遠のいたことで資金が集まってくる結果となった。
- ◆ ヨーロッパだけでなく、リーマン・ショック後に景気を引っ張ってきた新興国、中国やブラジル等も金利を引き下げてきて、世界的な金利低下が継続する見方にマーケットのコンセンサスが変わってきた。この傾向は、すぐに解決する糸口が見つかりにくい状況であるため、金利の低下は継続すると見ている。

#### 4-7月の川崎市債の発行状況について

- ◆ 4月に20年債、6月に30年債をそれぞれ100億円ずつ発行。両年限とも投資家需要を反映した条件設定を行ったことから、順調に販売された。
- ◆ 4月及び7月に5年債（各70億円）を発行。個人向け販売においては、国債利回りに対する上乗せ金利が薄く、絶対金利水準も低いにも関わらず安定運用ニーズによる買いが見られた。

### 3. 閉会

- (1) 次回の全体会議は11月26日（月）に開催予定との報告があった。
- (2) 専門部会について、第1部会は8月9日（木）、第2部会は8月20日（月）に開催予定との報告があった。