

第24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11月26日(月) 午後1時30分～午後3時30分

場所：川崎市役所 第3庁舎 18階 大会議室

1. 開会

- ◆ 資金課長から「第1回目の全体会議では、本年度の取組み課題等を討議し、本日までの間、それぞれ第1部会、第2部会で取組み課題について議論してきた。1月28日(月)の3回目ではコミッティの最終的な報告書を取りまとめさせていただくこととなっている。それまでの間、引き続き、ご協力をお願い申し上げます。」旨の挨拶があった。

2. 議事

1. 専門部会からの報告

(1) 金利スワップの活用策の実践的研究(第1部会)

<第1部会メンバーからの説明>

- ◆ 大きく分けて、①「金利スワップを活用した場合の既発債の金利負担削減効果」、②「金利スワップ活用に向けて」、という2つの章立てを行った。
- ◆ ①「金利スワップを活用した場合の既発債の金利負担軽減効果」を検討する前提として、川崎市の既発の市場公募債を主に利率・利払いの観点から分析し、現状を把握することとした。特に重要なポイントは、市場公募債の表面利率別残高の内容を把握した上で、共同発行地方債利回り中位値との比較で表面利率が標準偏差を超える幅で上方に乖離する銘柄は、2017年3月期から2018年3月期に償還が集中しているという点である。
- ◆ 次に金利スワップを活用するに際して、金利シナリオを考えていく必要がある。金利シナリオによる全般的な金利負担削減効果の検証を行った上で、金利スワップの活用を具体的に検討する。金利シナリオについては4つの金利基本シナリオ(標準シナリオとしての穏やかな景気回復ケースに加え、景気低迷後の急回復、景気回復後の悪化、デフレーション継続)と3つのストレスシナリオ(ハイパー・インフレーション、財政リスクプレミアム増大、デフレーション深刻化)を想定している。
- ◆ ②「金利スワップの活用に向けて」においては、昨年度同様、パイロットケースとして金利スワップを実施する銘柄を具体的に選定することとした。まず候補として4銘柄を選択し、実際にこれを活用してアレンジ手数料の α を算出。このアレンジ手数料 α を加味した場合でも、金利スワップを活用することで、どのくらいのコストダウンが得られるかということ进行分析した。計算基準日(2012年2月8日)の α を推計し、候補4銘柄の内、2銘柄(第79回債と第4回債)については、金利シナリオをある程度加味した上で分析したところ、ある程度の利息負担軽減効果があったことを確認した。今後は、 α の推計をなるべく直近の計算基準日で行った上で、再度、利息負担軽減効果を検証する。この結果を受けてパイロットケースとして、銘柄を選定をした上で金利スワップを実施すること有効であるという

ころまで持っていく予定である。

- ◆ 次に昨年度検討した金利スワップで想定される様々なリスクの管理方法に関し、今年度は具体的に管理を行っていく上で何が重要かというところに焦点を当て、専門部会で議論している。実際に行うべきこととして、川崎市向けに金利スワップ取引実施基本要領を作成し、論点を整理した上で、リスク管理方法に反映させていく。主な論点は、「金利スワップの活用目的」、「取引相手先の資格および申請手続き」、「ISDAのマスター契約に関する論点」、「取引相手先の決定方法」、「既存の金利スワップ取引の契約解消」、「金利スワップ取引に係る担保」等である。

<意見交換>

- ◆ 【メンバー】金利スワップ取引に係る担保について、「自治体はデフォルトしない制度になっているため、担保の差し入れは不要」とあるが、もう少し慎重に考える必要がある。デフォルトしない制度とはいえ、タイムリー・ペイメントまで保証されているわけではない。例えば、担保の差し入れを片務にしてしまうと十分な取引ができなかったり、場合によってはチャージコストが高くなってかえって川崎市の利益にならない場合も想定される。
- ◆ 【川崎市】自治体が担保を差し入れることができるかどうかについては確認中である。

(2) トータルキャッシュ・マネジメントの事例研究(第1部会)

<第1部会メンバーからの説明>

- ◆ 地方公共団体の会計には、一般会計や複数の特別会計があって、各会計においては最適な運営がなされていると想定する。一方、会計全体の資金管理の最適性ということから見れば、まだ部分最適に止まっているのではないかと想定され、この点が問題提起として挙げられる。
- ◆ 会計全体を対象とするのは大風呂敷を広げることになるので、一つの課題を抽出して今回のトータルキャッシュマネジメントの事例研究としてまとめることを考えている。
- ◆ キャッシュマネジメントであるため、最終的には、最低現金が一時借入も含めてどの程度の水準にあるのがよいのかを考えていきたい。
- ◆ また、運用にしても調達にしてもトータルで資金コストを削減するという目的において、「どのような資金管理をすべきか」は、「機能面でどのような体系とすべきか」に帰結すると考える。よって、機能面について、川崎市の現状の資金管理体制を踏まえながら、資金管理体制のあるべき方向性を確認することを目標としたい。
- ◆ 以上を踏まえ、「1. 目的と背景」、「2. 現状の資金管理」、「3. 目標とする資金管理の方向性の確認」という構成で報告書を準備している。機能面での問題の抽出については川崎市と今詰めているところである。これを財政の観点から論点整理を行い、他の自治体の事例も踏まえながら目標とする資金管理の方向性を確認していくことになる。

<意見交換>

- ◆ 【川崎市】トータルキャッシュマネジメントはグループファイナンスの考え方であるため、最終的には主要な外郭団体も含めた対応としたい。しかしながら、いきなりというわけにはいかないのが、今回は、一般会計・特別会計は一元化されているので、企業会計とのやりとり、資金管理面での一元化を実務を含めてワンストップ化することを目指したいと考えている。したがって、まずは川崎市の実状を把握し、また、他団体の実例を把握した後に、ワンストップ化を目指すことになろうと考える。
- ◆ 【川崎市】他団体では、例えば企業会計とのやりとりにおいて、一般会計で資金が足りない場合、企業会計から一般会計への振り替えを行っているところがある。川崎市の場合、一般会計側から企業会計の資金不足に対して振り替えることは行っているが、逆に企業会計から一般会計に振り替えることは現在行われていない。できるだけ外部資金に頼らずに内部資金で、このような一時資金の収支不足について対応できればと思っている。

(3) ALMを踏まえた基金運用に係るポートフォリオの構築(第1部会)

<第2部会メンバーからの説明>

- ◆ 減債基金の運用については、昨年のアドバイザー・コミッティの場でも機関投資家の運用戦略のテーマの中で議論がなされたと聞いている。そこでは運用ルールについて4点の提言があった。一つ目は、基金運用の方針については、安全性、流動性、効率性を確保することを原則として、国債、政保債、地方債、地方公共団体金融機構債に限って運用ができる。二つ目は、ALMの考え方を取り入れて市場公募債による調達平均残存年限(8.4年と聞いている)を目標値として、ポートフォリオの構築において調達の平均残存年限に近い年限を目標とする。これによってデュレーションギャップをなくす。三つ目は、ポートフォリオの構築に当たって途中売却を前提としないバイ&ホールドによる運用で元本の毀損リスクを回避する。四つ目は、年限10年、20年の新発債を組み合わせるラダー型のポートフォリオを構築する。これによって安定的な償還が期待でき、属人的、恣意的な判断を排除できるというメリットもある。昨年度はこのあたりの議論が行われたと聞いている。
- ◆ 今回は、こうした議論を踏まえて運用ルールの中身を、例えば機関投資家が活用している証券分析の理論なども踏まえてもう少し細かく分析を試みたのが報告書の趣旨である。
- ◆ 分析の前提として、平成21年度スタートを仮定し、川崎市は市債を毎年、5年債200億円、10年債400億円、20年債300億円を発行し、一方、減債基金については市債発行額の30分の1を毎年積み立ていく。以降、積立計画と取崩を計画的に行うと、20年後の平成39年には積立と取崩が同額になって、2,566億円の減債基金が完成となる予定。
- ◆ この基金に係るポートフォリオを構築する場合、その策定方法には、一般的には、①投資対象資産の期待値に基づくリスク/リターンを考慮に入れる平均分散アプローチと、②金利シナリオを考えてそれに基づくシミュレーションアプローチの2通りがある。

- ◆ まず、①平均分散アプローチで川崎市の状況を分析する。川崎市の投資対象資産は債券のみで、国債、地方債、政保債、さらには財投機関債を組み入れた場合の分析を行っている。債券の期待値に関しては2002年～2012年のトータルリターンを平均として、リスクはその標準偏差とした。結果、短期資産より中期資産、あるいは中期資産よりも長期資産のほうがリスク、リターンともに高くなっている。トータルリターンに関しては国債よりも政保債、地方債、あるいは財投債のほうが高くなっている。債券の配分については、当初配分を地方債短期、地方債中期、地方債長期と地方債だけで運用した場合を想定。これは現状の川崎市の減債基金は97%が地方債と聞いているので、ほぼこれに近いポートフォリオ。当初配分を軸に、配分A(政府保証債中心の資産配分)と配分B(地方債、政府保証債、財投債への分散投資)を想定。当初配分の試算ではリターン1.68、リスク0.485。配分Aの場合は、リスク0.483でほぼ変わらずだがリターンが1.57に減少。配分Bでは財投債の短期・中期・長期を10%ずつの分散投資で加えた場合だが、リターンが1.73、リスクが0.48となり、財投債を組み入れた場合はリターンも高くなるという結果が出ている。財投債を組み入れた場合にはリスクが同じでもリターンが高くなる傾向があることが言える。
- ◆ 次に②シミュレーションアプローチであるが、これは今後の金利シナリオを想定してクーポン収入の推移や金利リスクの変化を見ながら最適なポートフォリオを構築していくものである。将来作られる2,566億円のポートフォリオが金利現状維持シナリオ、金利循環シナリオ、あるいは金利上昇シナリオによってどのように変化するかということをお示ししたい。
- ◆ ポートフォリオの選定について。昨年、資産の平均年限を負債の平均年限8.4年に一致させるべきだという話があった。この理由付けをグラフで示すつもりである。
- ◆ ポートフォリオの管理方法について。実際の金利変動によるパフォーマンスのモニタリング、リスク管理方法といった内容を提案書に入れる予定である。

<意見交換>

- ◆ 【川崎市】基金の運用において預貯金の割合が多いので、デューレーションギャップを債券で埋めていくという考え方が議論のスタートラインにある。したがって、今回は去年の実績も踏まえて具体的なポートフォリオをどうするかという検討をしており、着眼点としては非常に良いと考える。一方、課題もあると感じている。銘柄の選択については分散することを念頭に置くことになるが、財投債の導入についてはリスクを考えながら組み入れていくことが必要になると思う。例えば、銘柄分散の考え方から言えば、国債であれば30年まで、地方債であれば20年まで、財投債であれば中期か長期と感じている。このような年限に応じた銘柄の分散投資という考え方を導入していければと思っている。順イールドという金利環境下であれば、負債よりも資産のデューレーションを長くしていくという運用手法が考えらる。一方、順イールドが今後続くとも思えないので、銘柄の分散によって運用を考えなければいけないとも考えている。

(4) 債務分析(第2部会)

<第2部会メンバーからの説明>

- ◆ 最終的には、「川崎市の中長期的に適正な市債残高はどの程度なのか」ということを探っていくことが趣旨。これを探るに当たり、まず、施設の更新需要や新設等の予測を踏まえつつ、これに基づいて弾き出された将来負担比率、実質公債費比率、プライマリーバランス等の将来推計を前提とする。この前提をベースに、適正な市債残高を検証する。
- ◆ 市債残高は徐々に減ってきているが、今後の更新需要、地下鉄の新設を考えた場合に上昇する可能性がある。長期的に自治体としてのサービスを市民に安定して提供していく観点から、どの程度の市債残高が適当かということを探るに当たって、使う指標としては将来負担比率、実質公債費比率、あるいはプライマリーバランスが考えられる。
- ◆ 適正な市債残高を検証するための論点としては、まず将来負担比率、実質公債費比率、プライマリーバランスを使うに当たってどのあたりを探っていけばよいかということで、3つあげている。一番目は早期健全化基準。二番目は他都市との比較。三番目は、川崎市では今後地下鉄新設の計画があるので、財政負担の大きい地下鉄事業を保有している自治体との比較である。
- ◆ ①早期健全化基準については400%をどう捉えるかであるが、この400%はどうやって導かれたかという根拠を検証する必要がある。根拠については、総務省のホームページを見ると、「実質公債費比率の早期健全化基準に相当する将来負担額の水準と平均的な地方債の償還年数を勘案した」設定したとなっている。過去の財政再建団体やバブル崩壊後に資金繰りに苦慮した自治体の事例の得られた経験則から弾き出されたものと推察される。この早期健全化基準を川崎市の目安として使うかどうか。400%をクリアしているが、逆にどこまでこの数字が低ければよいのかは非常に難しい問題である。400%の根拠の詳細と実行性を検証する必要があるものの、このような検証に耐えうる情報にアクセスするのは容易でないことから、早期健全化基準を川崎市の目安として使うことの合理性については検証を要する。
- ◆ ②政令指定都市比較について。将来負担比率、実質公債費比率、プライマリーバランスを19政令指定都市との比較で見ると、川崎市はだいたい中位～上位くらいに位置している。将来負担比率では、旧来からインフラ投資を積極的に行ってきた大型政令市の中で見ると上位グループに属しており、それなりには優位にあると言える。しかしこれが、長期にわたって安定した余裕のある財政運営を担保するものなのかどうかは今後の検証が必要と考える。実質公債費比率は、デットサービスレシオと同じ概念であり、企業の財務分析でも用いられることがあるものの、クレジット分析に用いられる指標としての重要度はさほど高くない。この指標を参照するのはよいが、川崎市の分析指標としてどう位置付けるかは今後の検討が必要がある。この2つの指標に対し、プライマリーバランスは比較的わかりやすい指標である。プライマリーバランスで赤字が続けば地方債残高が増えること

になる。一時的な赤字は許容されるにしても、赤字が継続してしまうと、地方債残高が継続して増えていくことになる。川崎市の場合、2010年度に赤字となったが、今後の見通しはどうか。まずは黒字転換、そしてそれを継続できるかどうかポイントになってくると思われる。これについては、今後の実際の推計を待って計算していく。

- ◆ ③財政負担の大きい地下鉄事業を保有している自治体との比較について。地下鉄事業を保有する団体がどうなっているか。地下鉄を保有している政令市（東京都を除く）と格付が付いている民鉄の指標を比較した。純有利子負債／EBITDA に注目してもらいたい。これは、純有利子負債（有利子負債から手元流動性（現預金、短期借入）を引いたもの）を分子に置き、EBITDA（償却前営業利益）を分母に置いたものである。この倍率が特に民鉄の分析では重視されており、10倍を超えているのはまれで、10倍を超えると格付がプレッシャーを受けると推測される。一方、自治体の地下鉄事業を見ると10倍を切っているのは一つだけで、ほかには20倍、中には40倍近い倍率が見られる。つまり基本的には、自治体の地下鉄事業は、事業体として見た場合は破綻状態にあり、一般会計からの繰入れで補っていると言える。一般会計からの繰入れを除いた経常利益を見ても同様に、一自治体以外はすべて赤字となっている。事業として回らないから自治体でスタートしたとも言えるが、一般会計でどこまでこれを負担していかなければいけないかが一つのポイントになるだろうと考える。今後、川崎市が検討していく中で、一般会計の負担がどの程度になるかということをも長期にわたって決め、さらにそれにストレスをかけるかどうかということも検討することになると考える。
- ◆ 今後に向けて論点出しをする。企業のクレジット分析においては、今日の分析手法や会計等は、すべてがデフォルトスタディ、あるいは、経験則に基づきできあがってきたものと考え。したがって分析手法等は、その時々々の環境の変化によって変わっていくと考える。一方、自治体の財政・財務分析においては、我が国では自治体のデフォルト実績がないと言われ、その意味ではデフォルトスタディは現実的ではないと考える。どの指標をどう使っていくかという問題に対する解答は、日々、年々の財政運営の実際とその時々々の数値とを照らし合わせながら相当に時間をかけつつ、いろいろと検証していく中で出てくるものと考え。
- ◆ 施設更新需要を踏まえた将来負担比率等の超長期将来推計を考えるに当たって、ストレスシナリオの採用を提案している。クレジット分析ではストレスシナリオは一般的に行われているものであり、通常将来の更新需要予測と、それに基づく将来負担比率等の数字が出てきた段階で、ストレスシナリオを設定し、どこまでストレスがかかると財政が破綻してしまうのかを見るのも必要と考える。想定すべきストレス要因として主なものは、一般会計であれば税収見通しの悪化、調達金利の増加、橋梁・箱物等の更新投資の増加等が考えられる。地下鉄事業であればまず開業までに想定すべき要因としては、建設費用の増加、建設期間の延長、調達金利の増加等が想定される。開業後の想定すべきストレス要因としては、計画を下回る収支、更新投資の増加、調達金利の増加等である。下水道

事業・水道事業において想定すべきストレス要因は、更新投資の増加、調達金利の上昇、人口の減少による収入の減少等を考える必要がある。

<意見交換>

- ◆ 【メンバー】債務分析というと、金利シナリオに基づいてストレスシナリオを設定し、それぞれのストレスシナリオにどういった調達手法がよいのかという議論をイメージしてしまう。金利シナリオに基づいた債務分析の視点がこの報告の中にあるのか。そうでなければ、債務分析ではなく、財政・財務分析という表現のほうが誤解を招かないと考える。
- ◆ 【メンバー】この債務分析では、元本の償還確実性に着目している。金利は大きくは動かさず、仮に上昇しても緩やかな上昇であるということをもその前提に置いている。そういう意味では、より企業分析に近い視点で議論している。金利の上昇リスクは織り込む必要はあるが、急激な上昇というのは前提には置いてない。金利よりも、むしろもっとクレジットの点から元本の償還確実性に着目した。表現の変更は可能である。
- ◆ 【メンバー】報告にもあったように、将来負担比率やプライマリーバランスが大事なのではないかと基本的にあると思う。地下鉄事業については、いろいろなシナリオを作って諸指標を計算、管理していくことは大事だと思う。地下鉄事業を保有する団体の現状分析では、特に、民鉄との比較が非常に興味深く、公営の地下鉄事業が大変な事業であることを如実に表わしていると思う。
- ◆ 【メンバー】将来負担比率がより実効性の高いものになるためには、施設更新投資の推計は重要である。施設更新投資の増加次第では、将来負担比率等の将来推計が変わってくると思われる。

(5) 銀行等引受債の活用策(第2部会)

<第2部会メンバーからの説明>

- ◆ 川崎市債は市場公募債のほうにシフトしているが、発行のフレキシビリティや調達のセーフティネットという観点からは銀行等引受債の発行は欠かせないと考える。
- ◆ 第1章は、銀行等引受債の現状についての報告である。国債を除く公社債発行残高の推移を見ると、公募地方債の発行は増加傾向にある。一方、銀行等引受債の発行残高は全体的に横ばいの動きとなっており、証券発行と証書発行で比較すると証書発行が増加傾向にある。川崎市の場合、公募債等の発行が増えている一方で、銀行等引受債については減少傾向にある。なお、銀行等引受債の年度ごとの引受状況を業態別にみると、地銀、第二地銀が多く、これに都市銀行を加えると概ね 70%近辺でほぼ安定した推移となっている。
- ◆ 第2章では、銀行等引受債の特徴と課題についての報告である。銀行等引受債の月別の発行額を見ると、その性質上、調達の調整弁という役割を担っている関係から3月、4月、5月の出納整理期間に発行額が集中している。最近では少し平準化が進んできているものの5月発行が引き続き多いという状況である。また、銀行等引受債のセカンダリー

市場の売買高を見ても、若干は平準化が進んでいるものの、売買高は4月、5月、6月に集中している。

- ◆ 第3章では、銀行等引受債を活用する際の着眼点ということで、いくつかの場合分けをしてメリットとデメリットを示している。①固定金利と変動金利におけるメリット・デメリットについて。固定金利の場合、メリットは将来の支払に向けた積立計画が立てやすい。デメリットとしては発行後の金利が低下した場合には、結果的に割高な調達となることである。変動金利の場合、メリットはその時点でのマーケット環境における適切な金利コストで調達が可能となる。一方、将来のコスト負担額が確定できないことがデメリットになっている。②銀行等引受債には証書方式と証券方式の2つがある。証券方式のメリットは証書に比べるとやや流動性が高く、それによって投資家からの選好度が高まるという点。一方、証書形式は、細かい単位での調達・償還が可能となるため、柔軟な調達が可能となる点がメリットとなる。③償還には定時償還と満期一括償還がある。定時償還のメリットは負債残高を早期に減少させることができる点。特に超長期債においてはデュレーションの減少が顕著であり金利リスクの低減につながる。満期一括償還においては、元金支払いに対する事務負担が少ない点がメリットであり、市場での流動性も高くなる。一方、定時償還に比べて利払コストが上がり、また減債基金による積立を行わなければいけないという負担が発生する点がデメリット。
- ◆ こうした種々のメリット、デメリットを勘案して、川崎市における銀行等引受債の活用策をシミュレーションして示していきたい。固定金利と変動金利については、フォワードレートを活用して支払コストを比較算出してどちらかを選択するが、今は、固定金利を採用しようと考えている。次に、定時償還と満期一括償還の選択についてであるが、満期一括償還については公募債で活用されているので、シミュレーションにおいては定時償還を中心に考えていく。シミュレーションにおいては、銀行等引受債の年間調達額を100億円、発行回数を2回という前提を置く。そのうち1回については市場の主流になっている入札方式による調達、もう1回については資金調達の安全性や多様性の観点からシ団引受方式での調達を行うこととしてシミュレーションを実施し、最終的なまとめをしていく。

<意見交換>

- ◆ 【川崎市】ここ2年か3年ほど、一般会計では証券方式の銀行等引受債をシ団引受により発行している。それまでは入札中心だったが、シ団も活用していく必要があるということで今は活用し、現状は、発行額の関係もあってシ団だけという活用方法になってしまっている。2回発行して、入札1回、シ団調達1回というような調達方法ができれば、我々としてはよいと考えている。
- ◆ 【川崎市】証書方式による債権譲渡について。今まで証書借入の場合には入札をベースに行っており、その中で譲渡については本市の了解を得れば認める条項を入れている。ただし、適格機関投資家に対しては譲渡はOKですという前提で申請をしていただいております。実質的に報告だけという形になっている。適格機関投資家以外については本市と

きちんと協議した上で譲渡を認める形となっている。

(6) 変動金利の活用策(第2部会)

<第2部会メンバーからの説明>

- ◆ 昨年度も研究テーマとなっていた変動金利の活用策について、本年度は、導入するタイミング、調達に占める(変動金利の)割合について具体的に検討している。
- ◆ 変動金利債導入の意義について議論すべき点は、①調達先の多様化、②固定金利と変動金利の考え方、③利払コストの軽減である。①では変動金利債の導入により、調達先、調達手段の多様化に繋がる。②の固定金利と変動金利の考え方では、金利低下局面では変動金利はそのメリットが享受されるが、一方で計画的な財政運営を図る上ではコストが定まらない問題がある。③の利払コストについては、変動金利を採用することで具体的にどのように変わるのかを、過去20年に遡ってシミュレーションした。
- ◆ シミュレーションに際しては、(ア)1994年12月から2012年12月までの期間で10年単位で2年ずつスタート時点を変えた計測期間を設ける、(イ)それぞれ計測期間の中で、6か月ごとに金利を見直す変動金利債、固定金利債では2年債を5回発行、5年債を2回発行、10年債を1回発行することをシミュレーションの前提とした。
- ◆ 計測期間「1994年12月～2004年12月」は、バブル崩壊後から金融緩和、ゼロ金利政策の導入までといった一方向の金利低下局面の期間であった。変動債による調達は、金利低下のメリットを享受できたため、利払コストは固定金利債と比較して、約10分の1(10年債の場合)と圧倒的に安いものとなった。
- ◆ 「1996年12月～2006年12月」の計測期間においても、バブル後のゼロ金利政策の容認、量的緩和の導入により、変動債による調達が一番安いものとなった。
- ◆ 「1998年12月～2008年12月」では、全体的にゼロ金利の状況であったが、2006年3月～2008年2月に金利上昇の局面があった。引き続き変動債による調達が一番安い状況であったが、一方、金利上昇もあり、変動債および2年債のコストが上昇した。結果、金利上昇前の水準で調達できた5年債、10年債のコストと変動債とのコスト差が減少した。
- ◆ 「2000年12月～2010年12月」では、非伝統的金利政策の期間が長くなり、イールドカーブ上、足元から2年程度までの金利水準がフラット化した。結果、調達コストについては、2年債の5回発行が、変動債と同等もしくは変動債を下回る結果となった。
- ◆ 「2002年12月～2012年12月」では、非伝統的金融緩和政策に時間軸効果が加わることとなり、中期ゾーンまでの金利が今まで以上にフラット化した。結果、2年金利は6カ月Liborを下回るようになり、実質2年債を5回発行したほうが、変動債の利払コストの8割以下で調達できる結果となった。さらに、直近5年間に限ると、変動債より固定金利2年債の優位性が顕著となっている。特に、足もと現状では5年金利も6か月Liborを下回る状況になっていること、また、変動金利があまり大きく低下しないことを考えると、今の5年の調達コストが有利な段階にあることが見て取れる。

- ◆ 既に変動金利による調達(証券、証書)を行っている自治体があることは確認済みである。その導入の程度であるが、ある自治体の資金管理委員会では、調達全体の20%程度が一つの目安というような意見があったようである。あるいは、最初は試験的にやってみて、その影響を検証したほうがよいとの意見もあったと聞いている。ある自治体では、変動債の割合を目安として全体調達額の2割程度に設定したが、現状の金利環境下では、2割を大きく超えたり、2割に届くようなレベルまで実際に調達するよりは、試験的に一定金額の調達を行うという事例が多いと聞いている。
- ◆ 変動金利債の活用方法に関し、調達年限について考慮すべき点は、①自身の調達が変動になる銀行勢がメインの投資家と考えられるので、調達期間としては5年程度以内が目安になると考える。②変動金利債を導入するにあたり、金融政策に対する予見性がないと、その調達メリットが取れない。5年を超えて今後の金融政策がどうなるかは、相当に予見しにくいことから、5年以内ということが基本軸になると考える。③年限が長期になるほど発行スプレッドに上乘せが求められること、また超長期年限になると金利の変動幅が大きくなることから、5年間くらいが適当ではないかと考える。金利更改の頻度については、銀行や投資家のニーズを踏まえて3ヵ月あるいは6ヵ月に設定されるものとする。期中の管理については、財政運営の安定性の観点から、同一時期における金利更改の集中や変動金利債による調達偏在等を避けるべきと考える。
- ◆ 最後に、導入に向けての問題点について述べる。①金利の上限。変動金利の場合、借入後に6ヵ月ごとに金利が更改されていくので、予算の上限金利に抵触するかどうかを注視する必要がある。②導入時期。導入に当たっては金利環境並びに金融政策の動向を見極める必要がある。継続的な金利低下局面というのが変動金利債の導入においては最もふさわしいタイミングであるが、足元の金利が下限域に張りついている現状では、これは想定し難い。今後、変動金利債を導入するに当たっては、金融緩和政策に出口が見えはじめて、少なくとも時間軸政策のようなところが解除され、足元の短期金利が抑制的、段階的に上昇し、その後上昇傾向が鈍化するような局面が、導入の良好な機会と考える。③変動金利債の最適な割合。変動金利による調達の割合が過度に大きくなると金利変動の影響を受けやすく、財政運営が不安定となるリスクが生じる可能性が高まる。金利変動によって川崎市の財政運営、予算管理に支障をきたさないような割合をシミュレーションしながら算出する。④金利上昇時の対応。金利上昇リスクを未然に抑える点からは、起債年限は5年以内とする。足元の計測結果では2年の優位性というところも考えなければいけない。起債後の金利上昇に対しては、スワップによる固定金利化も可能であるが、これには別途コストがかかり、かつ金利が上昇した後の金利低下可能性を排除することにもつながってしまうので、慎重に対応すべきと考える。

<意見交換>

- ◆ 【メンバー】変動金利債の活用、それから最初に説明のあった金利スワップの活用は、双方とも変動金利を活用して利払コストを下げっていくということで、同じ効果が得られるもの

と考える。変動金利債がよいのか、もしくは固定金利で調達した後にスワップにより変動化するのがよいのかは、状況によって変わってくると思う。特に足元のような状況であれば、例えば2年とか3年の年限であれば、固定債を出して変動化したほうがコスト的に有利に調達できる可能性がある。この変動金利の活用を実際に運用するに際し、変動金利債そのものを出すのがよいのか、固定金利債を出して変動化スワップをしたほうがよいのか、どちらが良いかを判定することが必要と考える。

- ◆ 【メンバー】過去20年、日本は金利が低下し続けてきた。今後は金利が上昇していく際に変動金利が高くなるのかどうかというところが大変に気になるところである。例えばアメリカの例を参考に、金利上昇時にどうなるかを分析したほうがよいと考える。
- ◆ 【川崎市】金利上昇時のシミュレーションについて。今後、金利はこれから下がるということは想定し難いことから、ご指摘のように金利上昇局面の事例があったほうが我々としてもありがたいと思っている。

2. 平成25年度 川崎市債発行計画(素案)

<川崎市からの説明>

- ◆ 平成25年度の発行計画だが、あくまでも素案であり、これから予算調整等によって変わる部分も出てくるので、今の段階では目安として見てもらいたい。
- ◆ 全会計合計は1,673億円。24年度と比べて一般会計、下水会計でそれぞれ借換債が増えていることが要因となって200億円程度増加している。5年公募債については4、7、10、1月ということで4月に発行をスタートさせたいと考えている。したがってシ団会議は例年3月末でお願いしているが、1カ月程度前倒しをした上で来年度の発行に備えていくことを考えている。10年債100億円、超長期300億円と昨年度からの変更はない。
- ◆ フレックスについては、銀行等引受債に振り替える場合がある。予定170億円の内、100億円分については銀行等引受債もしくは市場公募債のどちらでも出せるような形で対応する。70億円については償還の平準化の取組みのために発行を考えている。平成29年度の償還が非常に少ないので、この谷を埋めるような年限で発行していければと考えている。共同発行については250億円を予定している。
- ◆ 銀行等引受債については、合計で318億円で24年度とほとんど変わっていない。先ほど申し上げたフレックスの100億円が銀行等引受債に振り替わる可能性もあるので、24年度よりは発行額が増えるだろうと思っている。
- ◆ 民間資金・公的資金の構成比は、公的資金の割合が若干増えている。民間資金については、若干の減となり、85%となっている。
- ◆ 中期・長期・超長期の構成比については、およそ3分の1ずつということで割合を決めているが、これについては銀行等引受債と調整する可能性があり、必ずしもこれに束縛されるものではない。
- ◆ 民間資金(市場公募債と銀行等引受債)の構成比は、市場公募債77%、銀行等引受債

22%であり、やや市場公募債に寄っているが、フレックスの100億円を銀行等引受債に振り替えると仮定すれば概ね7割が市場公募債、3割が銀行等引受債となると考える。

<意見交換>

- ◆ 【川崎市】税金については、まだ予算を調整中ということであり明らかになっていないが、極端に悪化すると聞いていないので、前年と同レベルになってくると思っている。
- ◆ 【川崎市】4月発行については、本来であれば、本年度から対応したかったが、2月頃にこの対応が決まったことから、時間的に対応できないということでいったん5月に発行をずらした経緯がある。4、7、11、1を川崎市の市債発行月にする考え方がある。

3. 閉会

- ◆ 次回の全体会議は1月28日(月)に開催予定との事務連絡があった。この会議に向け、概要版および報告書案をご準備頂きたい。
- ◆ 専門部会について、第1部会は1月15日(火)、第2部会は1月21日(月)に開催予定との連絡があった。

以 上