

第25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25年1月29日(火) 午後1時15分～午後3時15分

場所：川崎御幸ビル 4階第1・第2会議室

1. 開会

- ◆ 財政部長から「一般会計予算の概算について発表した。平成25年度については、一般会計で5,984億円、0.5%増である。なお収支不足が生じるところについては、減債基金からの新規の借入ということを平成25年度についても予定しなければならないという厳しい状況である。市債の運営について、本日も忌憚のないご意見、発表等をよろしく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>

- ◆ 構成の項目については変更はない。「調査研究に当たって」、「1 金利スワップの活用に向けて」、「2 金利スワップの契約と管理すべき取引上のリスク」、「3 リスク管理の具体化に向けて」という構成である。
- ◆ 「1 金利スワップの活用に向けて」では、川崎市が既に発行している公募公債の銘柄を選定し、金利シナリオをベースに金利スワップ契約の金利負担削減効果を検証した。7つの金利シナリオの内、景気回復後の悪化およびハイパーインフレーション以外では、ある程度の削減効果が確認された。
- ◆ 金利スワップを活用してコストダウン効果が図れるというところを見た上で、実際に金利スワップの契約で管理すべき取引上のリスクということで、「2 金利スワップの契約と管理すべき取引上のリスク」において、ISDAの契約、さらには、金利スワップ取引に関連するその他のリスクについて項目立てをし、検討した。最後の「3 リスク管理の具体化に向けて」が、この章でのメインポイントになっている。
- ◆ 「3 リスク管理の具体化に向けて」では、ISDAの契約の中で、特に担保行為の部分がポイントとなる。担保の有無でISDAの契約パターンは3つに分かれる。双務、片務(以上、有担保の場合)、無担保の3種類である。有担保の場合、基本契約の他に、クレジット・サポート・アネックス(CSA)契約を締結することになる。リーマン・ショックのような金融危機が発生した場合、自治体、金融機関とも、急激に財務内容が悪化し破綻するケースもあるため、担保が非常に重要になってくる。
- ◆ 担保の授受については、日本と海外においては制度的に異なる点があることから、実際に担保が本当に必要かどうか、必要な場合、法的あるいは運用面から担保の管理が本当にできるかどうか、ということも含めて検討する必要がある。

- ◆ 自治体が金融機関に担保を差し入れること、自治体が相手方から担保を徴収することについては、法的には両方とも可能であると解釈できる。一方、担保の受け入れは民法上、消費貸借契約となり所有権が移転することになるため、自治体が受け入れた担保を公有財産として扱えるかがポイントになる。さらに、担保を受け入れたとしても、頻繁な時価評価等、運営上、担保の管理が対応可能かが2点目のポイントとなる。
- ◆ したがって、「有担保の場合には、法的にも運営上もハードルが高いという課題があるため、無担保が望ましいと考えられる」ということを結論としている。なぜ無担保なのかというところはまだ課題としては残っているが、一方、金利スワップ取引によりコスト低減効果も期待できるところがあるので、テストケースあるいはファーストステップとして行うのも必要と考える。このような取組により、資金調達が多様化にも繋がるのが一つの大きなポイントとしてあげられる。
- ◆ 最後に金利スワップに付随するリスク管理の対応については、専門に担当する人材の配置、リスク管理を担当するチームの設置等の人の手当て、組織の手当てを検討する必要がある。例えば、専門的な人材の教育や配置、委員会の設置等であり、こうしたリスク管理の部分を拡充した上で金利スワップを行っていくことも検討に値する。

< 意見交換 >

- ◆ 【C:メンバー】担保の時価評価については、日々のモニタリングが重要である。
- ◆ 【C:メンバー】「有担保は法的にも運営上もハードルが高いという課題から、無担保が望ましい」との話であった。一方、実際にはリスク管理という観点からは、日常業務では考えられないことが起きた場合、なぜ無担保なのかという説明責任が高くなるということも考えなければいけない。有担保であれば、何かあった時にはスムーズに対応ができる。スワップ取引を行うに際し、最初のハードルが高いからという理由で無担保にした場合、何かあった時に説明が難しい。グローバル的に有担保の方向にあることから、双務的有担保とするのが望ましいと考える。また、無担保でスワップ取引をスタートして後に有担保に切り替える場合、その時点でスワップの評価によっては一方的に担保を差し入れるようなケースも想定される。

(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 >

- ◆ 基本的な流れは変わらず、「調査研究に当たって」を踏まえて「1 資金管理の目的と事例」、「2 資金管理の目指すべき方向性」という構成とした。まず、他団体の事例を見た上で、川崎市の目指すべき資金管理の方向性を整理した。
- ◆ まず「1 資金管理の目的と事例」を説明する。ここでは、資金管理というのは民間企業で例えれば連結経営によるグループ全体の運営の最適化を目指すものであり、会計全体の最適性の改善を目的とすることである。したがって、実際に資金管理、お金の流れをどのように管理しているかというところを、地方自治体の現状というところから紐解いている。

- ◆ 地方自治体では、総計予算主義の原則により、一会計年度における一切の収入及び支出は、すべてこれを歳入歳出予算書に計上して執行することとなっている。したがって、地方自治体の資金管理は、歳入歳出の予算書を通らないで歳計現金をどう管理するかということが基本的なところとなる。歳計現金は会計ごとに管理されているので、会計管理者は全体を見て一元管理しつつ、どこをベンチマークにして効率化を図ればよいかということがポイントとなる。
- ◆ 事例の一つとしてA市のケースを説明する。一般会計、特別会計の歳計現金及び歳入歳出外現金を一つの預金口座で一括管理している事例である。A市資金管理運用方針において、「一般会計及び特別会計のそれぞれの適正な資金計画に基づく会計間相互の資金融通により本市の預金残高の縮小を図るもの」とある。公営企業会計では、一般会計及び特別会計の基本方針に準ずるものとしている。このように、会計間相互の資金融通をすることによって各会計ごとの預金残高を縮減し、資金の効率化や有効活用を図ることにより、一時借入も含めた外部からの資金調達コストの削減に繋がること等が考えられる。
- ◆ 次にB県の事例を説明する。B県では、資金管理の高度化・効率化に取り組むために、財政部門が中心となった資金管理体制を構築している。機能的に不足している部分については、資金管理会議という専門的な会議体によって、協議・調整を図っている。
- ◆ もう一つ、C市の事例を参考まで説明する。こちらでは、企業会計から一般会計への貸付、外郭団体から一般会計の貸付が行われている。ただし、外郭団体からの一般会計への貸付については、外郭団体の余剰資金の水準が、一般会計に貸付できるほど高ければ、これに関して説明責任が求められる可能性がある。
- ◆ 資金管理の方向性としては、機能面で考えれば、第一に公営企業会計まで一元的に資金管理し、次に外郭団体を含めて実施していく段階的な方法が考えられる。このように段階的に資金管理を拡充していくためには、資金フローのモニタリング方法を見直していくことが重要である。
- ◆ 「2 資金管理の目指すべき方向性」では、川崎市の資金管理の現状を把握し、一般会計・特別会計の月末の歳計現金残高の季節変動パターンを勘案しながら、調達の水準と時期の最適化を図りつつ、短期的資金不足に対しては基金からの繰替対応の他、一時借入金を導入する。一時借入金の導入により、基金が過剰な流動性を確保することによる機会費用発生回避が可能となることを示し、さらに現金の収納・支出フローを検証して、川崎市の目指す方向性をまとめた。一般会計と特別会計に加えて、公営企業会計、外郭団体を含めたグループでの資金管理の効率化を目指していく必要がある。さらにグループ内の資金管理についてモニタリングを拡充することは、余剰資金の有効活用と、外部からの資金調達コストの削減につながり、有効な方法と考えられる。

< 意見交換 >

- ◆ 【Q:メンバー】A市の例が取り上げられてるが、具体的に効果をあげているということか？

【A：メンバー】A市には未確認である。しかしながら、会計ごとに現金・預金を管理するのではなく、一元的に管理したほうが機能的に見て効率的であると考えられる。他の会計で預金がかかり積み上がっている中、季節要因等資金不足が発生している時にそこから融通できれば、資金調達コストの削減等、柔軟な資金管理をすることができるのではないかと考える。ただし、一足飛びに外郭団体まで含めるのは難しいので、グループ全体での対応を考えつつ、ステップ・バイ・ステップでやっていくことが必要と考える。

- ◆ 【Q：メンバー】A市の事例については、川崎市も既に行っているが、実際にコスト削減効果は出ているか？

【A：川崎市】これは、一般的に「合同運用」と言っているやり方である。一般会計と特別会計において、これまでは資金の融通は現金ベースであり、貸し借りではなく、一つの財布の中でやりとりされているものである。現在は、これを企業会計と、さらに外郭団体も含めてトータルキャッシュで管理していこうという流れになっている。川崎市は、いわゆる繰替運用というやり方で基金に現金を積んで、企業会計に一時借入と同様に貸し出すところまでやっている。企業会計側から繰替運用の要請があった場合にその都度、協議して対応しているので、必要な額を必要な期間だけ貸し付けているということになる。この意味においては、川崎市は企業会計とのやりとりはしているのですが、先ほどC市の事例に出ていたように、外郭団体まで含めたトータルキャッシュマネジメントまでは行っていない。

- ◆ 【C：川崎市】基本的に内部資金を活用するのであれば、どこかがコントロールしながらやるというのは非常に意味があると考え。また基金の運用については、伝統的には各基金管理者(それぞれの所管局長)が、これを行っていたものを、これを平成10年くらいから、ひとつの合同運用というやり方で、ワンストップで運用している。他の団体については、まだ合同運用していない所が数多くあるとのことだが、我々は、基金ごとではなくトータルで管理、運用したほうがメリットはあると考え、既に対応しているところである。今後は、先を少し見据えながら、現状、他団体の状況を、認識しながら進めていく必要があると考えており、いろいろな事例を載せているのは非常に意味があると考え。

(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1部会メンバーからの説明 >

- ◆ まず「1 対象範囲の設定」であるが、これは負債を考慮してということなので、川崎市の将来の市場公募債発行のケースおよびその償還に備えた減債基金の積立・取崩の計画をサンプルケースとして分析した。
- ◆ 「2(1) ポートフォリオ策定プロセスの検討」では、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、金利シナリオに基づくシミュレーションアプローチを考える。平均分散アプローチで効率的なポートフォリオを抽出し、金利シナリオに基づくシミュレーションアプローチにより、金利リスクを分析した。
- ◆ その際重要になるのが「2(2) リスクの定義とリスク管理」であるが、債券投資であるから

金利リスクが一番大きく、その他信用リスクや流動性リスクがある。また、減債基金の場合には途中でお金を融通しなければならないケースも起こり得るので、債券の途中売却や時価評価も考慮する必要があると考え、価格変動リスクをもう一つのリスクとして取り上げた。

- ◆ 投資債券の金利リスクはデュレーションで管理し、負債のデュレーションと合わせることでデュレーションのミスマッチによるリスクを回避できる。しかしながら、デュレーションは金利リスクのみの指標であるため、信用リスクや流動性リスクの指標には使えない。そこで、債券の時価評価を前提に、金利リスクや信用リスクを含めた価格変動リスクを債券のリスクとして用いる。したがって、減債基金のリスク管理としては、減債基金のポートフォリオのデュレーションを負債のデュレーションに近づけるとともに、分散投資の観点から投資対象債券の属性の分散により価格変動リスクを低減する方法が考えられる。
- ◆ 「3(1) 平均分散アプローチに基づく資産配分候補の選定」。ポートフォリオを平均分散アプローチで策定するにあたり、考慮すべきパラメータを設定する必要がある。具体的には、現状の投資対象債券に加えて、新たに拡大を検討する投資対象資産を設定し、それらについて平均分散アプローチに必要な期待リターン、リスク、相関係数を設定する。なお、投資対象資産を拡大する効果は、効率的フロンティアを作成してリスクとリターンの観点で分析、検討する。結果、現状の投資対象債券に財投機関債を加えると、同じリスクでより高い最終利回りのポートフォリオが得られる可能性があり、リスクとリターンの観点からより効率的なポートフォリオの組み合わせができる。また、現状の投資対象債券に超長期の地方債と国債を加えた場合も、同様の効果が得られる。したがって、投資資産の拡大によって、リスクとリターンの観点から、より効率的なポートフォリオの組み合わせを得ることができる。
- ◆ 減債基金ポートフォリオの現状は、トータルが 1,303 億円のうち、短期資産が多く 682 億円あるため、デュレーションは1年と非常に短く、リターン 0.18%、リスク 0.62%と計算される。減債基金案Aは、川崎市の減債基金計画の結果得られる配分比率の基づいたポートフォリオである。ウエイトは地方債短期 167 億円、地方債中期 400 億円、地方債長期 2,000 億円となり、合計 2,567 億円である。デュレーションは 7.4 年となり、リターン 0.6%、リスク 2.83%となる。現状の投資対象資産から構成される効率的フロンティアに近く、リスクとリターンの観点から、効率的なポートフォリオといえる。これに対し、デュレーションを負債に合わせて 8.3 年としたのが減債基金案Bであり、財投機関債短期と超長期国債および超長期地方債を加えたものである。リターン 0.75%、リスク 2.88%と計算され、減債基金案Aと比較すると、リスクはほぼ変わらずにリターンが 0.15 向上している。
- ◆ 「3(2) シミュレーション分析によるポートフォリオの決定」では、上記で平均分散アプローチで選定した減債基金ポートフォリオ案について、金利シナリオに基づくシミュレーションを行う。前提となるポートフォリオは 短中期債にウエイトを置いたラダー型、20 年債のラダー型とし、この2つを比較するために、3つの金利シナリオを設定し、各年限ごとに金利がパラレルに変化する仮定した。なお、3つの金利シナリオとして、金利現状維持シ

ナリオ、金利上昇シナリオ、金利循環シナリオを設定した。

- ◆ 3つの金利シナリオについて、減債基金ポートフォリオ候補の利金収入、平均利率、評価損益、デュレーション、金利10BPV(イールドカーブが10ベース・ポイント<0.1%>上昇した時の債券価格の変化)などを計算して、減債基金案と減債基金案を比較する。今回の分析では、利金収入、評価損益、デュレーションに関し、減債基金案に優位性が確認された。10BPVでは減債基金案が減債基金案よりリスクが低いが、全体的にみると、減債基金案の方が減債基金より優れていると確認された。
- ◆ 最後に「4 ポートフォリオの管理運用方法」についてであるが、パフォーマンスの評価方法について提示する。まずベンチマーク比較では、様々な債券属性の指数(インデックス)で構築したポートフォリオをベンチマークとして、個別債券の銘柄選択効果、債券属性選択効果(地方債や財投機関債等を加えた効果)、資産配分の配分比率を変更した効果について測定可能である。また、リスク後調整リターン(最終利回りをリスク量で除したもの)の比較では、最終利回りだけでなくリスクとの関係で比較が可能となる。

<意見交換>

- ◆ 【Q:メンバー】川崎市にお聞きするが、今回投資対象債券の分散の話があったが、財投機関債も投資対象にするというお考えはあるか？
【A:川崎市】財投機関債にもいろいろあるかと思うが、そこまで手を出すべきかについては、今回確認しているところである。ただしリスク分析においては、分析の対象に入れたいと考えている。
- ◆ 【C:メンバー】財投機関債の組み入れは、考え方によっては、効果的だと思う。ただし、地方債とは違い財投機関債の場合には個別性が強いので、なぜこの銘柄を組み入れるのかという説明がより一層求められる可能性があると思う。財投機関債の中には極めて信用力が強く、安定しているものもあるので、対象となるのであれば収益性、効率性が高まることは考えられる。
- ◆ 【C:メンバー】、財投機関債となると政府保証がないということで、難しくなるという解釈はあると思う。一方、ご存知のとおり、地方公共団体金融機関が発行する債券については政府保証の旧勘定のもと、新勘定の政府保証のないものがある。その新勘定の政府保証がない地方公共団体金融機関の債券について、地方公共団体で購入するような動きも見られる。
- ◆ 【C:川崎市】地方財政法には、基金に属する現金の運用について規定があり、そこでは国債、地方債、政府保証債という規定になっている。ただし、「その他、確実な債券を含む」という書き方になっているので、ここは個別自治体の判断になると思う。そもそも満期一括償還方式が推奨されて、減債基金が各団体で積み上がっている一方、可能な限り効率性を求めていかなるを得ない状況になっていることから、基金と負債とのデュレーションのアンマッチがある以上は、効率的な運用ができないと考える。

(4) 債務分析(第2部会)

< 第2部会メンバーからの説明 >

- ◆ 「債務分析の目的」は、今後、川崎市が安定した財政運営を継続するに当たり、適正な市債残高はどの程度の規模になるかを検証することである。適正な市債残高を検証するために、参照指標として将来負担比率、実質公債費比率、プライマリーバランス等を活用することが考えられる。さらに、今後の施設の新設・更新需要予測も踏まえて検証することも必要と考える。
- ◆ 次に、「適正な市債残高を検証するための論点」では、適正な将来負担比率を検討するに際して考えられるアプローチ方法を述べる。早期健全化基準を目安にする、他の政令指定都市との比較や政令市の平均値を目安にする、今後、川崎市でも地下鉄の建設を計画しており、これは財政負担が大きい事業であるため、地下鉄事業を保有している団体の将来負担比率と財政運営の自由度を検証する、ということである。
- ◆ 3番目は、「施設更新需要予測を踏まえた各財政指標の超長期将来推計」である。これを考えるに当たってはある一定の前提を置く必要があるが、先行きの見通しが立たないという中では保守的に見ていくことが良い。さらにケースによっては、ベースシナリオだけでなく、ストレスがかかった場合のストレスシナリオの設定も考える必要がある。
- ◆ 最後に「今後に向けて」であるが、今回のこの債務分析の中では具体的にどのような残高がよいかとか、適正な指標はどのレベルがよいかということには触れていない。むしろ今後、指標・残高を検証するに際して、本稿で指摘した論点に注意する必要があるのではないかと、という論点出しを行っている。信用力評価においては、クレジット評価・クレジット分析というものは、基本的にはトラックレコードの上に成り立つものであるから、実際に、指標と財政運営のその時々資金繰り等を含めた肌感覚のようなものを突き合わせながら、適正な水準を模索していくことが必要であるというのがまとめである。
- ◆ さらに、本稿の中で触れている将来負担比率、実質公債費比率、プライマリーバランス以外にも、財務省が公表している分析指標とか、格付会社が使っている指標等を参考にしながら、いろいろと検証していくということも考えられる。
- ◆ なお、報告書中、プライマリーバランスの計算方法には、歳出から 地方債元利金償還額を控除するものと、地方債償還額を控除するものに大別される。プライマリーバランスが収支均衡の場合、元利金償還額ベースでは利払分だけ地方債残高が増えていくという計算になり、元金償還額でベースを見ていく必要があると考える。元金償還額で見た場合、川崎市は 2010 年度で赤字になっているので、今後は黒字基調の定着を目指されるのが望ましいだろうと締めている。

< 意見交換 >

- ◆ 【Q:メンバー】施設の更新需要、維持・更新投資が大きな問題になっているが、自治体ベースでこれを実際に織り込んだデータは出ているのであろうか。計算はけっこう大変で

あり、また、施設が長寿命化することでかなり数字がばらついており、川崎市でも苦労して分析を進めている。他の自治体でそういうものはあるか。

【A:メンバー】そこにフォーカスを当ててすべてを見たことはないが、少なくともこれまであまり論点にはなっていない話だと思う。

(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 >

- ◆ 銀行等引受債については、今回は各論よりはむしろ市場の概要を説明、あるいは客観的なコストシミュレーションを行い、これらを踏まえながら将来的な検討を提案していくという形でまとめたいと思っている。
- ◆ 項目立てとしては1から5までである。まず「1 銀行等引受債の公社債市場における現状」では、公募地方債の発行残高が年々増加する一方、銀行等引受債の発行残高はほぼ横ばいで推移しており、銀行等引受債が引き続き有効な調達手段であり、また、投資家の需要も引き続き強いと推察している。
- ◆ 投資家ニーズの強い年限・業態の変化に関して、例えば業態でいうと、この数年間に都市銀行の割合が23%から13%まで10ポイント程度低下し、その反対に地方銀行の割合が48%から58%まで増えており、明確に投資家層が変わってきているということが観測される。したがってここでの結論は、残高を問わず業態、年限の変化に伴って引き続き調達手段としての銀行等引受債に対する投資家ニーズは非常に強いということである。
- ◆ 「2 現在の銀行等引受債の特徴と課題について」では、商品設計の柔軟性から、3月～5月にかけての年度末や出納整理期間中における資金調達の調整弁として重要な役割を担っている。一方、銀行等引受債の発行がこのような3月～5月に集中的に発行される傾向があることから、マーケット全体の供給圧力で需給がゆがむということが常々警戒されていた。しかし、この2～3年に関しては需給関係は非常に良好であり、昨年に関しては、むしろモノが出てこないのか、かえってセカンダリーで投資家が困ってしまうという局面があった。ただし、一般的には発行量が増加すると、マーケットでは売却の懸念や需給悪化への懸念が指摘されやすい。
- ◆ 次に「3 銀行等引受債を活用する際の着眼点」ということであるが、まず、固定・変動、証券・証書、定時償還・満期一括償還等と柔軟な商品設計が可能であるだけに、発行体の調達ニーズと投資家の運用ニーズの接点をいかに丁寧に探っていくかということが非常に重要なポイントとなる。加えて、平成21年4月7日の日銀金融政策決定会合にて、証書形式の非公募地方債も適格担保として扱われるようになった。ただし、証書形式については入札あるいは3つ以上の金融機関の金利の提示が必要となるなど、銀行等引受債適格担保基準は、証書形式あるいは証券形式で若干取扱いが異なるので留意が必要である。
- ◆ 4番目は「シミュレーション」である。現環境下においては、5年、10年定時償還による調

達より、平均残存年限が同じ満期一括償還による調達のほうがコスト面において有利と考えられる。一方、20年債は、償還率・金利環境・スプレッド動向次第では、定時償還による調達の方が有利である可能性もある。

- ◆ 上記シミュレーションを踏まえて、「5 川崎市における銀行等引受債の活用方針について」の提言となる。現状、川崎市は定時償還については調達の対象としていない。一方、全国的に公募団体は概ね定時償還債と満期一括償還債で半分ずつの調達といった状況である。右にならう必要はないが、調達手段の一つの選択肢として残しうると推察する。
- ◆ したがって、調達手法の多様化であったり、投資家層の拡大といった多面的、定性的な観点から、例えば、年度内に最低1回程度の定時償還債の発行ということも議論することは一案と考える。当然、発行条件の決定方式を検討する必要がある。投資家の運用ニーズとのマッチングを考慮しながら、入札方式の再導入なども含めて幅広い投資家層にアクセスできるような条件決定方式が望ましいと考える。

<意見交換>

- ◆ 【Q:メンバー】地方銀行のシェアが増加傾向にあるとのことだが、全体的な国のマクロの資金量を5年単位、10年単位で考えると、地銀さんは資金がなくなってくるというのが弊社の分析である。現在の40兆円の消化状況にまったく不安がないということだが、5年後、10年後の2017年とか2022年を考えた場合、大丈夫なのであろうか。生損保のシェアが減少、信金・信組、農林系のシェアはフラット、共済は減、都銀も減、信託銀行も減という状況下であるので、「その他」という業態が吸収してくれると良いのだが。
【A:メンバー】直接の回答になっていないかもしれないが、地銀のビヘイビアが最も影響を受けるのはたぶん地方と想定される。地銀で懸念されているのは、今の預金者の方々の平均は高齢者の方が多いため、これから5年後、10年後の間にだんだんお亡くなりになる。相続が発生すると、ご子息たちは東京や大阪に出ているので、預け替えが起こるといことで、預金の減少という形のものが最も起こりやすいのが地方の金融機関であると考え。しかしながら、川崎市は都心にあることから、その心配はないと考えるが全国的に見ると地銀さんの引受けというのは、地域によって差が出てくるのかもしれない。
- ◆ 【C:メンバー】説明にあった通り、短い年限について、定時償還債の発行は調達コストで不利となるが、逆に、年限が長めになればコストメリットが追求できると思われる。償還対応のこともあるのだろうが、長い年限の銀行等引受債について前向きに検討していただければと思う。
- ◆ 【C:メンバー】日ごろの取引の中で、定時償還債と満期一括償還債を半分ずつ発行する実例を見ているので、採用には何らかのメリットがあるからと考えている。
- ◆ 【C:川崎市】基本的な考えとして、資産と負債の関係から、デュレーションのミスマッチがある関係上、満期一括償還で調達していくとその分のミスマッチがコスト面で発生してくるため、すみ分けというのはある程度必要と考えている。公募債は満期一括償還だけであり、かつ、証券であるため、証書形式の銀行等引受債のメリット(お互いのニーズに合っ

た設計ができる)を踏まえれば、銀行等引受債は満期一括ではなく定時償還で発行することが考えられる。ただし、条件の決定方法について、いかに適正かつ公正に決定できるかが、課題になると考える。

- ◆ 【C：川崎市】資金調達のセーフティネットとしてシ団調達ということは当然考えている。一方、銀行等引受債は基本的には調整弁ということで活用してきた。したがって、年度当初に 300 億円予定したとしても、実際には 50 億円の発行ということがあった。逆に言えば、公募債の発行額を例えば 1,200 億円と固定して、それ以外は銀行等引受債で定時償還で調達することも今後は考える必要があると考える。

(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>

- ◆ 章立てについては大きな変更はない。「1 変動金利債導入の意義」、「2 他の自治体の導入例」、「3 活用方法」、「4 導入に向けての問題点」である。過去 20 年間にいくつかの期間に分けて、仮に変動金利を5年間ごとに導入していったらどうなるかといったことをシミュレーションしながら、変動金利債の導入のタイミングや、導入する場合の調達割合について精査した。今回は、具体的な導入に向けてもう少し踏み込んだ内容をとのリクエストがあったので、今回はそれについても一定程度触れていきたいと考えている。
- ◆ まず「1 変動金利債導入の意義」で、調達先の多様化、利払コストの軽減を述べている。実際に過去において変動利付債を導入していたらということで、1994 年 12 月から足元までを 10 年単位で2年ごとに区切り、シミュレーションを行った。
- ◆ 結論としては、金利が一方方向に大きく低下する局面では、変動金利債は金利低下メリットを享受できると言える。一方、2000 年以降の非伝統的金融政策が続く環境においては、金利が低位に安定し、特に中短期年限の金利水準が 6 か月 Liborと同程度または下回るまで低下したこともあり、変動債より2年債の方が優位となることが検証された。今後、変動金利債の導入を検討していく中、金融緩和政策の実施状況とそれによる Libor、国債金利の水準を見極めることが重要なポイントになると推察する。
- ◆ 前回のコミッティで指摘された金利上昇局面での変動金利債導入のシミュレーションを行った。2004 年 12 月～2008 年 12 月の4年間は金利が上昇局面を迎えたところなので、この期間で計測した。
- ◆ 結果は、2 年債を調達するコストが一番安かったのだが、5 年債の調達コストは変動債の調達コストにかなり近接し、確かに金利が一方方向に上昇する局面が続くようなところでは、変動債は導入しにくいという点が確認された。また、2 年債の調達が優位に働いているため、中途半端に金利が上昇局面から転じたところでは、変動金利を導入してもコストパフォーマンスが得られないことをデータ検証の中に加えた。
- ◆ 「2 他の自治体の導入例」では、兵庫県における資金管理委員会と大阪府の財務マネジメント委員会を紹介している。複数の自治体で変動金利による調達やその考察が行わ

れているものの、その運用方法やリスク・リターンについての分析は完結しておらず、導入の是非、導入する場合の最適な割合等を明確に示している自治体は確認されていない。

- ◆ 「3 活用方法」については、金融機関のニーズや川崎市の償還スケジュールの考察、年限が長くなれば当然、発行スプレッドも大きくなるといったポイントを示している。
- ◆ 「4 導入に向けての問題点」では、まず導入のタイミングについて検討した。最も適した環境は、金利が一方方向に下がっている局面であるが、現状ではこれから金利が一方方向に下がっていくことは期待しがたい。今後、金融緩和が解除されて金利が緩やかに上昇していくような局面も想定される。環境が変わる状況における変動金利債の導入判断基準を検討した。
- ◆ 導入判断基準として2つを示している。金融緩和解除状態。国内の景気状況が、景気上昇から景気下降局面に転換するような局面である。金利面では6か月Liborが、1年以上に亘って、2年・5年の国債の利回りを下回っている順イールドの状態にあり、金利が一方方向に上昇するのではなく一定の水準を保つ、もしくは再度下降していく状況である。金融政策については、非伝統的な金融政策は既に解除され、むしろこれから少し金融緩和しなければいけないと議論され始めている状況である。
- ◆ もう一つは、金融緩和政策実施状態。国内景気が深刻な不景気状況であり、金利面では2年・5年の国債利回りが6か月Liborを上回っている状態が継続している場合である。また、金融緩和政策が実行され、長期にわたり緩和政策が予想される場合である。
- ◆ 最後に、変動金利による調達割合をどうするかである。金利が下降している局面であれば変動金利の調達割合は高くても大丈夫であり、金利が上昇している局面では調達割合を大きくするわけにはいかない。財政運営上、大きく支障を来さない導入割合はどの程度かという視点でシミュレーションを行った。
- ◆ 川崎市の利払費用の予算と決算額を見ると、平成22年度は、167億円の当初予算に対して決算は155億円、差額は11億円。平成23年度は、166億円の予算に対して決算155億円、差額11億円。これから、川崎市は利払費用の実額が予算を上回らないよう10億円程度を保守的に見て予算運営していると推察する。
- ◆ こうした中、仮に変動金利債を導入した場合、そして金利上昇が過去20年間で最大の振幅を起こしてしまったような場合を想定しつつ、変動金利の導入割合を変えながらシミュレーションを実行した。川崎市の負債が約1兆円あるという中、変動金利の割合を上から100%、50%、20%、10%、5%と5つのケースに分け、金利が0.1%上昇、0.5%上昇、1.0%上昇、1.5%上昇、2.0%上昇、2.2%上昇した場合の利払額を計算した。なお、この金利2.2%というのは、過去20年間の中、1年間においてLiborが変動した水準である。
- ◆ 仮に金利が2.2%上昇した場合、利払額合計が166億円(利払費用の予算額)を超えない変動金利の割合は5%、500億円と試算された。つまり、過去20年間に起きたような

変動金利の変動、2.2%上昇するようなことがあったとして、予算額を上回らないような変動金利の残高は 500 億円である。したがって、この 500 億円(調達割 5%)を上限の目安の一つと考えることが可能である。

- ◆ 最後に、想定を超えた金利上昇時の対応であるが、この場合には、繰上げ償還、金利スワップによる固定化によって対処することとなる。この場合、投資家対応が行った上で、繰上げ償還条項を規定する必要がある。このスワップによる固定化は、利率が高水準で固定化されること、また、スワップ契約締結に別途コストがかかるため、慎重な検討が必要である。

< 意見交換 >

- ◆ 【C:メンバー】大変に詳細な分析で、非常に素晴らしいと思う。特に、変動金利の導入判断基準は重要なポイントと考える。また、変動金利の調達割合であるが、民間企業について、私どもでもいろいろとシミュレーションをしている。変動 30%~50%で残りを固定という割合が、リスク・リターンに対して、実際に利払額も削減でき、将来の金利上昇にも耐えうるという結果が出ている。したがって民間企業の分析と比較すると、「166 億円という予算の制約上、5%の変動金利が一番よい」という今回の分析結果は、若干低いかない印象がある。当然、民間企業とは違い、自治体にはいろいろな制約があることを重々承知しているものの、それでも通常としては 5%は少し低いかない印象を持つ。しかし、それ以外は非常に素晴らしい分析だと考える。
- ◆ 【Q:メンバー】繰上げ償還条項の話が出たが、公募債では外している中、繰上げ償還条項を規定することについてどう考えるべきか？
 - 【A:メンバー1】相対の契約の中であれば、投資家にもよるが、繰上償還条項を入れにくいということはないと思われる。
 - 【A:メンバー2】金融システム危機の最中で、なおかつ北海道などが非常にスプレッドワイドになっていた状況下、平成 10 年 10 月債から公募債としては繰り上げ償還条項を削除した。その際、それ以前の分について、繰り上げ償還条項が規定されていても繰上げ償還は行わないという申し合わせができた。また、銀行等引受債についても同じような取扱いをすべきだという意見が強くマーケットからあり、いろいろ議論が行われた。その際、公募債とほぼ同等に市場で売買されているような銀行等引受債については、繰上償還は行わないと整理があった。一方、相対で持っている場合については、それぞれの金融機関との相互の契約の内容ということになるので、したがって、繰上げ償還条項をセットする、しないということは交渉次第であると整理している。変動金利における繰上償還条項の話は、相対の中での合意に基づいた条件設定として捉えることができると思う。
 - 【A:メンバー3】繰上げ償還は基本的に今まではなかったと思うが、川崎市から繰上償還したいということがあれば、銀行としてもいろいろな議論、準備が必要になる。これについては基本的にはまだないとは思いますが、川崎市とは話をしていきたいと考える。
 - 【A:メンバー4】今の繰上げ償還の話は、変動金利を導入することを前提とした議論と認

識している。本行としては銀行等引受債について、通常、固定金利で行っている。これとは違う話という前提で考えれば、先ほど話にあったように、いわゆる投資家サイドである銀行と発行体サイドで合意がなされれば、基本的には柔軟な商品設計ができると認識している。

- ◆ 【Q：川崎市】地方公共団体の場合、変動金利を導入する場合、繰上償還条項は付すことが多いのか？

【A：メンバー1】知る限りにおいては、これを付与しているというのではない。ただし、可能だと思う。

【A：メンバー2】資金用途によっては、繰上償還ありきという資金もあり得るので、そういう場合は繰上償還条項を付している場合もある。

2. 平成25年度 金利見通しについて

<メンバーからの説明>

- ◆ 欧州の財政危機と内外景気の停滞の影響により、金利水準は、昨年度から一段と切り下がって推移している。夏場以降は、総選挙を見据えて国債増発懸念により超長期ゾーンの金利に上昇圧力がかかった。ただし、安倍首相就任後の日銀政策決定会合で資産借入等基金が増額され、基金の買入残高が積み増されている。これによって金利の上昇圧力は、足元ではやや落ち着きを取り戻すも、引き続き超長期ゾーンは国債増発懸念があり軟調。一方、金融緩和期待で10年までの金利は低水準に抑えられ、イールドカーブはスティーピングしている。引き続き、安倍首相の金融緩和推進姿勢と追加緩和期待は弱まる兆しはないというのが弊社の見方になっている。
- ◆ 次に金利の見通しである。足元の金利状況は、景気回復期待も含めた円安・株高に連動した動きとなっている。金利の転換のポイントは、米国と欧州の実体経済の改善が確認された時であろう。ただし、金融緩和がどこまで実体経済に反映されるか、見極めにくいところがある。
- ◆ 来年度は基本的に緩やかな景気回復に伴う緩やかな金利上昇を想定している。金融緩和の推進で中短期ゾーンの金利上昇幅は限定的である。10年、20年に至っては、限定的な上昇と見込んでいる。中短期ゾーンが本格的に金利上昇してくれば長期金利が上がってくるという局面も見通せるが、現状では、そこまでは見ていない。なお、超長期ゾーンでは、国債増発懸念があるものの、これがある程度払拭されてくれば投資家の買いが入り、低下圧力がかかることも予想される。

3. (1)平成25年度 川崎市起債運営の考え方

<川崎市からの説明>

- ◆ 資金調達における基本的考え方であるが、基本的な考え方は変わっていない。償還について、市場実勢の透明性を高める観点から償還日をすべてベンチマーク国債に合わ

せることにしており、来年度も同じ考えで進めていく。

- ◆ 市場公募債については、来年度も条件決定日を発行月の 10 日とする。共同発行について、10 年債は例年どおり共同発行債を基本として、それ以外に年1回の個別債を発行する。また、各年限における条件決定方式の考え方についても、従前どおりとする。
- ◆ 銀行等引受債については、現状では変動金利を導入するのはなかなか難しい状況かと思うが、引き続き変動金利導入の可能性等も見ながら進めていきたいと考える。
- ◆ その他の取組では、市債の平準化金利スワップの活用の2項目については昨年度と変わっていない。外債の発行については、資金調達手法の多様化、海外投資家層の開拓などを目的として、他団体との共同発行を含め、外債の発行に向けて取組みを進めていく。また、資金調達の多様化の実行に向けて有識者会議というものを新たに設置、運営していくことを考えている。基本的にはアドバイザー・コミッティ専門部会における研究成果について検証を加えてもらって本市の起債運営の参考としたい。
- ◆ 続いてシ団編成に関し、5 年債、10 年債ともコンパクトなシ団を編成するという、銀行等引受債では地域金融機関を中心としたシ団を編成するということである。

(2)平成25年度 川崎市発行計画

<川崎市からの説明>

- ◆ 市債の発行計画を説明する。全会計合計で 1,670 億円である。そのうち公募については 1,000 億円、銀行等引受債については平成 24 年度よりだいぶ増えて 407 億円の発行を予定している。平成 24 年度の銀行等引受債は、決算額はまだ出ていないが、発行はかなり少ないと見込んでいる。平成 25 年度については、全体が増えた分を基本的には銀行等引受債の増額に回している。
- ◆ これで例年、シ団を伴う銀行等引受債により資金調達を2回くらい行ってきたが、これ以外の手法も場合によってはとれる可能性が出てくる金額と考えている。実際には決算を見てから調整する。

3. 閉会

- ◆ 昨年度から専門部会という形で運営を始めた。我々職員は、金融を担当する部署にありながら、知識を習得するのは難しい。部会の中で専門家の皆さんのいろいろな意見や議論を聞きながら、我々は金融リテラシーを向上させていると思う。
- ◆ 専門部会は2部会あり、それぞれ4回の会合を開催し、併せて事前の打ち合わせもそれぞれ個別にさせていただいた。大変お忙しい中、皆様のご協力により、今回のような大きな報告書となることに対して、感謝、お礼を申し上げる。
- ◆ 来年度は専門部会とは別に、有識者による外部委員会の設置を考えていることを申し上げた。これまでの2年間かけて専門部会でいろいろと検討してきたテーマについて、いよいよ実践に移すところまで来たと考えている。実務に照らした報告ができあがっているの

で、今後は、有識者による別のコミッティを設け、これまでの研究成果について検証を加えて、段階的に取り組めるものから実行していきたいと考えている。これについては、別途、ご案内させていただく予定であり、引き続き皆様のご協力も必要と考えているので、よろしく願いしたい。

- ◆ 最後になるが、今回でアドバイザー・コミッティの全体会議は終了となる。今後は、2月中旬開催予定の市債管理運営会議に向けて、作業を進めていくので、これについてもご協力をお願いしたい。
- ◆ なお、例年3月に実施している機関投資家向けのIR説明会であるが、今年は3月21日を予定している。別途ご案内はさせていただくが、場所は例年通り都市センターホテルで考えている。こちらについてもよろしく願い申し上げる。