

第 27 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 26 年 2 月 13 日（木）午後 3 時 00 分～5 時 00 分

場所：川崎市役所第 3 庁舎 1 8 階大会議室

1. 開会

(1) 資金課長挨拶

- ・ 座長から、早速に議論を進めていきたい旨、開会の挨拶があった。
- ・ 今回の議事は下記の 3 つであった。
 - ・ 平成 26 年度 金利見通し等について（メンバー 2 社）
 - ・ 平成 26 年度における起債運営（事務局）
 - ・ 平成 26 年度予算案の概要（事務局）

2. 議事

(1) 平成 26 年度 金利見通し等について

◆ メンバーからの説明

① メンバー A

- ・ 2014 年の金利見通しについて、10 年金利のレンジは中心値で 0.6 から 0.95 と予想。最も低下する時期は 5～6 月、最も上昇する時期は 9～10 月と見ている。
- ・ 日本経済、米国経済ともに基本的に回復を続けることがメインシナリオの前提。米国のテーパリングは粛々と継続し、秋口には終了に近づくと見ている。
- ・ 3 月までの 10 年金利の動きは、足元で雇用統計の数字等が弱く出ているが、米国経済は基本的に回復を続ける前提に立っており、若干金利は戻しがあると考えている。
- ・ 消費増税がある 4 月以降、マーケットでは、日銀の追加緩和を待つような動きにはなると思われる。ただし、その時期についてのコンセンサスはまだ取れていない様子。
- ・ 緩和の時期は現状、4～6 月というのがメインシナリオ。その内容は、ETF などのリスク性資産の買い入れと増額。また、債券の買い入れの増額も 3 割を占める。尚、まだマーケットでは完全なコンセンサスが得られているという状況ではない模様。
- ・ 全国コア CPI の見通しについては、12 月はプラス 1.3% で 11 月比プラス 0.1%。また、いわゆるコアコアといわれる基調部分はプラス 0.1% と順調に改善。しかし、エネルギー価格や円安の効果一巡、4 月の消費増税による需給ギャップの悪化による基調部分の改善鈍化により、4 月をピークに 10 月にかけて上昇率は鈍化すると予測。
- ・ 景気は日銀の見通しに沿って動いており、日銀自身は追加緩和から距離を置くようなメッセージを続けている状況で、追加緩和のタイミングは、CPI がピークアウトを確認したタ

イミシングで、中間評定が同時に発表される4月の決定会合と予測。

- ・ 4月の追加緩和が実現しないと、市場は日銀が追加緩和の用意がまだできていないと考え、結果として債券より株、為替市場での失望が大きくなり、株安、円高、債券高と追加緩和の催促相場のような展開が4月以降展開されると予想。
- ・ 従って、2014年前半の10年金利は、リスクオフの局面では2013年度末につけた0.74%を超えない程度の上昇。その後の催促相場での景気指標の底入れのような数字も出てこないと見ており、昨年11月の0.5%台後半が当面のテークオフ線なるのと考えている。
- ・ 追加緩和の内容については、日銀の決定会合においては、すでに4人の審議委員がテークオフ政策下での2%インフレ目標達成に懐疑的な見方を出しており、国債買い入れという現行政策の単純な拡大は拒絶される可能性が高く、TF中心の買い増しを徹底することを目標として、緩和の重点を量から質へシフトすると見ている。同時に、量的、質的緩和自体の2015年への延長も発表すると考えている。尚、国債の買い入れ額は年50兆円を維持すると見ている。
- ・ 日銀の緩和が出尽くしたところで銀行は国債のポートフォリオを圧縮し始めると思われる。また、2014年後半にかけてはQE3の減額や資産インフレ懸念によるFRBの利上げ、日銀の緩和が意識され始めて、相場水準はさらに下方縮小、金利上昇が起こると考えられる。9月か10月頃に1%を再度ターンした後は、年末にかけて日銀のオペと第2次消費増税の決定タイミングで相場は12月末で0.9%、2015年3月末で0.85%と考えている。
- ・ リスクシナリオとしては、1つは、景気が上振れする場合、日銀の追加緩和が行われないこと。この場合、緩和の見通し、緩和の期待は景気見通しの上方修正に合わせて徐々に消えていくと考えられ、金利の低下余地は小さい。一方、日銀緩和が醸成されづらいということになり、市場参加者の急激な動きも起こらなくなる可能性があるため、10年金利の変動幅も狭まると考えられる。この場合のレンジは0.7~1.0%と考えている。
- ・ もう1つのリスクシナリオは、海外景気の停滞が続くこと。日銀の追加緩和、国債の買い増しとなり、一方、米国での資産インフレの懸念も起きず、2014年中のFRBの利上げも出てこないという状況を想定。この場合、金利が最も上がりやすく、緩和後に金利がいったん低下する可能性もある。その際のレンジは0.5~0.8%を想定。

② メンバーB

- ・ 当社では年度後半にかけてじりじりと金利は上昇していくというシナリオ。年度前半は安定的に推移し、レンジはやや上で、0.6%を割り込んでも滞留時間は非常に短いという相場展開が続いており、下限0.5%台までといったイメージ。年度後半は、じりじりと上昇圧力は強まる。ただし1%はなかなか超えないと考えている。
- ・ 年度前半に関しては、日銀のオペがしっかり効き、また、消費増税の動向、影響を見極める時間帯が続くので、比較的安定した推移と思われる。また、期待される追加緩和も6~7月、遅くても10月までには何らかの形で出てくると思われる。尚、追加緩和の内容については、基本的にはETF等のリスク性資産の増額という程度に限られると思っている。
- ・ 年度後半に関しては、米国のテーパリング終了を意識する次期に入ること、海外経済の持ち直しが意識されやすくなること、消費増税の判断も控える12月には補正予算の議論が非常に生じやすいことなど、債券市場にとってはネガティブな材料が続くと考えている。

- ・ 今年度と来年度の決定的な違いは、年度を通じたボラティリティーの上昇リスクは決して低くないということ。2013年は日経平均で1年間に57%上昇したが、長期金利は0.8%台から0.7%台と10ベースポイント低下し、足元では0.6%で張り付いており、理屈では今の金利水準は説明できない低さに抑え込まれている。そのため、環境の変化によってボラティリティーが高まる可能性というのは十分排除できないと思っている。
- ・ 要因の1つは追加緩和に関する議論。現在、債券市場では追加緩和期待が相当強い重しとなっており、これが出尽くし感という形になると展開は変わってくると思われる。実際にできることは限られており、仮に国債の買い入れを増額するにしても限度があるということで、やっても効果がないし、その後ボラティリティーが上昇してしまうという副作用の方が怖いという展開も十分に認識しておく必要がある。
- ・ 要因のもう1つは外部環境の変化。米国のテーパリングがスムーズに進み、仮にトレジャリーが10年で3%台を目指し、それが定着するという展開になったり、また日経平均が上昇トレンドで安定的に推移していく、さらにはCPIが着実に上昇基調を描いていくといった外部環境が整ったときに、果たして日銀が買い入れをするからというだけでこの水準を維持できるのかという問題もある。
- ・ 特に海外に関しては、FRB自体がこの大規模な量的緩和の出口戦略に取り組むという歴史的なチャレンジをする年であり、どうなるかは誰も分からない。また、FRB議長交代時には、かつてのグリーンSPAN議長のブラックマンデーやバーナンキ議長のサブプライム問題といったことが起こっており、イエレン議長の時には何が起こるのか疑心暗鬼になる向きもある。少なくとも年度後半になればなるほど、日本の債券市場、金利市場を取り巻く不確実性は高まっていくと思っている。
- ・ そういう面では、調達はなるべく年度前半の比較的マーケットが安定しているときにどれだけ進められるかというところがポイントになると思う。

◆ 上記について、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：当社でも、アメリカ、新興国などいろいろな要素があるのでなかなか読みきれないが、基調としては日銀の追加緩和によってある程度金利は抑えられるというのがメインシナリオ。その限りではそれほど大きなレンジというのはシナリオとしては描いてない。尚、アメリカのテーパリングなのか、それともアメリカの景気なのか、要因がどこにあるのかというのはなかなか読みづらく、そのあたりがリスクオンか、リスクオフかというところにも影響してくるので、国内の金利の見通しはなかなか読みづらいというのが正直なところ。

市：基本的には、年度前半は安定的な環境で、後半はどの程度ボラティリティーがあり、その後金利が徐々に上昇していくのか、あるいは下降局面に入るのかといったところは考え方が違うようであるが、上半期の安定した時期に起債するというのが妥当という印象。今後こういったシナリオの意見を参考に来年度の起債に反映させていきたいと考えている。

(2) 平成26年度における起債運営

◆ 事務局からの説明

① 全体的な考え方

- ・ 素案について、前回のアドバイザー・コミッティや投資家懇談会の意見を反映する形で一部見直しをしている。

② 資金調達における基本的考え方

- ・ 投資家需要や金利などの市場動向、本市の資金需要などを総合的に勘案して取り組んでいく考え。
- ・ 資金区分については、一定規模の銀行等引受債を定例的に発行しつつ、おおむね現行水準の公募債を発行。
- ・ 年限構成については、中期、長期、超長期のバランスをおおむね3分の1ずつとする。
- ・ 定時償還債については、新しく本格的に銀行等引受債で導入することになり、金利水準を決定する際の基準となり、平均償還年限により算定する。
- ・ 償還については、償還日をベンチマーク国債に合わせることを基本とする。

③ 市場公募債について

<フレックス枠について>

- ・ フレックス枠の超長期債はこれまで通り発行時期で年限を定めない形として、年間に300億円を3回に分けて発行する。
- ・ 尚、一部を素案から見直しており、ミニ公募債や外債は発行計画のどこで見るといったコミッティでの意見や、超長期債の1回の発行枠が100億円では小さ過ぎるため需要の状況によっては増額するという柔軟な対応をしてほしいといった投資家懇談会での意見を参考に、超長期債の増額対応、外債の発行枠、ミニ公募債の発行枠に対応できる形とし、新たに年限未定ということで、金額も素案から40億円増額して100億円という形にしている。

<5年債および10年債の発行について>

- ・ 5年債および10年債の発行は、従来通り定期・定例発行とし、条件決定日を発行月の10日とする。

<発行時期について>

- ・ 発行時期は、5年債、10年債ともに一定程度分散させる計画。

<共同発行への参画の考え方>

- ・ 従来通り10年債の調達は共同発行債を基本とし、発行額は平成25年度と同額。また継続的な発行、市場へのアクセスの観点から年1回の個別銘柄発行を継続していく。

<ミニ公募債について>

- ・ 住民参加型市場公募債（ミニ公募債）は、従来通りであるが、今年度は川崎市の市制90周年ということで、ミニ公募債発行を前向きに検討していきたい。

<各年限における条件決定の考え方>

- ・ 従来通り、5年債、10年債はプレマーケティング方式、超長期債には主幹事方式、その他の基幹年限以外のものは入札による発行を原則とする。

④ 銀行等引受債

- ・ 戦略的資金管理推進検討委員会の報告を受け、平成25年度の起債運営の考え方から大き

く見直しているが、素案からも一部表現を精査するなど見直しを加えている。

<調達方法の選択について>

- ・ 素案通り、定時償還債を原則とする。

<発行方式について>

- ・ 証券発行か証書借り入れかについては、素案の通り証書借り入れを原則とする。尚、その理由について、素案より少し丁寧の説明する表現に変えている。

<金利について>

- ・ 固定金利か変動金利かについては、素案の段階より少し表現を丁寧にして、現在の金利水準から当面は固定金利による調達を基本とするということを追加し、公債費負担の軽減に資する場合には変動金利債の導入について検討していきたい旨を記載している。

<年限選択について>

- ・ 従来通り起債全体のバランスを考慮して決定していく。

<発行時期について>

- ・ 素案の段階より表現を分かりやすく精査して、第3四半期に定例的に発行することを原則とする。

<条件決定方法について>

- ・ 素案の段階のものと同様、セーフティネットの観点から、銀行等引受債のシ団を活用した調達を行っていく。条件決定は、市場実勢に即した発行条件を前提に条件決定方法をあらかじめ決定しておくことを原則として、予見可能性を確保していきたいと考えている。基準金利の決定は加重平均方式を採用。

⑤ その他の取り組み

- ・ 「市債償還の平準化」、「変動金利債の借り換え」、「外債の発行」、「金利スワップ契約の活用」、「事前・事後の検証体制の構築」、「職員の金融リテラシーの向上」については素案と同様。

⑥ シンジケート団の構成について

- ・ 「5年債シ団」、「10年債シ団」、「銀行等引受債シ団」とともに素案と同様。

⑦ IR活動に関する基本的な考え方

- ・ 素案と同様。

⑧ 年間市債発行計画

- ・ この考え方を踏まえて、実際の発行計画を素案の段階から変更している。
- ・ 市場公募債のフレックス枠を、素案の60億円から40億円増額して100億円としている。
- ・ 超長期は、素案ではスポット発行300億円であったが、上半期に100億円、下半期に100億円、通年で100億円という形に、より詳細に表記している。
- ・ 銀行等引受債は、素案では5年債59億円を9月に仮置きしていたのを上半期に変更。
- ・ 銀行等引受債の定時償還債については、素案では9月に10億円、10月に100億円という形であったが、100億円の部分については、委員会の報告を受けて、新たに定例発行とし、

第3四半期に100億円という形にしている。9月の10億円は事業執行の状況などから考えて、下半期に10億円という形に変更。

◆ 上記について、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：銀行等引受債について、年限が20年の超長期の借入れを定例化させていくということか？

市：当市としては、セーフティーネットということで、できるだけ長い年限でという考えを持っており、発行計画には20年の定時償還という形としている。シ団との交渉が前提となるので、来年度発行に向けて、今後、シ団メンバーとよく協議していきたい。

メ：年限20年の平均償還年限10年ということで、据え置きなしで借り換えを想定しないスタイルということか？

市：その通り。

メ：据え置きがまったくないとすると、充当先が完成しているような対象物があるということか？あるいは、そうではなくて、償還の山や谷とういうものを総合的に見て、据え置きがなくてもいいと判断しているのか？

市：これはあくまでも新発債ということで、充当する事業を今の時点で明らかにしているわけではない。いわゆる一般会計の資金での新発債で、定時償還をずっとしているということ。

メ：ここ何年か議論をしてきた起債の枠組みの中で、銀行等引受債の位置付けが明確になり、実質的に動き出すということで、銀行としては川崎市の安定的な起債運営に貢献できている。

メ：銀行等引受債について、仕組み上、セーフティーネットという観点があるので、できるだけ提供しやすいような水準での金利決定などをしっかり議論して決めていきたいと思う。

メ：銀行団で提案してきた枠組みを採用されるに至った決め手はどういったものか？

市：今後の市場動向も踏まえて、いろいろなリスクも考えた上で、資金調達基盤を安定的なものにするセーフティーネットが大事ということで、銀行等引受債の在り方を見直した中で、こういう形で再構築したということ。

メ：フレックス枠に関し、投資家懇談会でのコメントを受けて超長期債を増額したことは非常にありがたい。主幹事証券に対する増額要請の声もあった。投資家懇談会ではそのほかにリクエストはあったか？

市：実現可能性は別として、インフレ連動債を出してみたらどうかというところがあった。

メ：投資家からすると、計画上、フレックスの発行時期を早く告知して欲しいという要望もあったが、フレックスを出すことをいつマーケットに対して告知するのか？

市：発行時期の平準化ということで、基本的には上半期に1本、下半期に1本、市場環境を見ながら通年で1本というふうに考えている。具体的な時期というのはなかなか明確には言えない。ただし、市場へのアナウンスは幹事証券と相談しながらやっており、具体的には条件決定の2週間程度前。

メ：一般の市場公募地方債については、発行団体、発行額、年限等を3カ月くらい前に発信し、条件決定日は1カ月前といったスケジュールで行われているようである。

メ：ミニ公募を実施する、しないのジャッジはいつころまでを想定しているの？

市：市制90周年という節目の年であり、基本的には実施する。また、継続して発行してきた平成

15年から19年以降、市民に分かりやすい事業がなくなってきたためにやめていたが、平成26年度は投資的経費が伸びており、市民にも具体的に分かりやすい事業があることから、発行するというを前提に考えている。庁内、市長に確認を取った上で、発表時期も含めてこれから検討していきたい。

メ：住民参加型市場公募債の時期は上期というよりは下期というようなイメージか？

市：事務レベルで検討している段階。市制90周年の記念日が7月1日で、ここにターゲットを合わせるのか、それとも分かりやすい充当事業がオープンになる平成27年の2、3月に合わせるのか、いろいろな考えがある中で、まだその判断には至ってない。

メ：2年債など基幹年限以外のものについて、発行事例、流通量が少ないことから、発行条件の透明性を確保するために入札による発行を原則とするということであるが、場合によっては入札不調に終わることもあり、例えば銀行等引受債の引受シ団のメンバーに最低応札額のようなことで引受をお願いすることによって、札割れ、不調のようなことは、最低限起こらないようにするというような仕掛けを入れているところもあると思うが、何か策はあるのか？

市：そのような最低応札というような制度は導入していない。札割れが起きるかどうかということについては、特にその懸念はない。それは、前提として入札を実行する段階で、入札を執行するかどうかの環境を見た上で行うので、基本的にはそういう制度は入れてない。

メ：外債発行について、非常にリスクが高いという意見がある一方、非常に需要があり、多様性としては安定的という意見もあるなど、意見の分かれるところであるが、どのような考えか？

メ：外債発行は、外のマーケットで調達をするとすると、金額をある程度把握できる前提が必要で、フレックス枠で100億円ではサイズは小さめになってしまう。ただし、地銀等の外貨での運用は明らかに不足しており、そういったターゲットに対して国内発行するのは可能と思う。尚、スワップ等でどうコントロールするかという問題がある。

メ：自治体は調達で為替リスクを取るべきではないと思うので、外貨建て発行は円建てにスワップをするというのが大前提と思う。地銀等に外貨預金見合いの需要はある。海外のクレジットはなかなか取りにくいですが、政府保証債含めて、日本の外貨建て債、ドル建て債を買いたいというところはある、そこをターゲットにするというのは十分あり得る。ただし、地銀の場合、流動性があり、いざとなったら売れる形態が望ましいというニーズがあり、国内債外貨建てということになると、どうしても途中で売ることに対して、リスクがあるということは聞いている。外債スワップの環境については、足元はベシススワップが悪化しており、国内債と比べたときのコストがほぼ同じ。チャージ等を考えると難しい状況かとも思う。

市：外債については、戦略委員会のところでも議論しており、当面は、市場環境に応じて環境のいいコストメリットのあるようなときに、国内の外貨建て債を発行するというのが最終的な結論。尚、これを継続的にずっと発行し続けるとはまだ考えてない。環境を見ながら、事務ノウハウを積みながら、引き続き検討していきたい。

(3) 平成26年度予算案の概要

◆ 事務局からの説明

- ・ 一般会計の予算は、対前年度3.1%増の6,171億円で歴代2番の規模。子ども手当の関係も予算規模に含んでいた平成23年度に次ぐ大きさ。

- ・ 市税収入は、対前年比 2.8%、78 億円増の 2,922 億円。これは、当初予算ベースでは過去最大。
- ・ 市債は、新発債ということで、対前年度 8.4%増の 758 億円。投資的経費が伸びていることによるもの。
- ・ 減債基金からの新規借り入れについては、これをせずに収支均衡を果たすという予算を編成している。尚、平成 24 年度は 67 億円の借り入れを実行し、平成 25 年度は 60 億円の借り入れを予算に計上していた。
- ・ 待機児童について、平成 25 年 4 月現在で県下では最大の 438 人がおり、これをゼロにする。また、中学校給食の実現、防災拠点の整備、インフラ、耐震対策、高齢者介護予防等も推進していく。
- ・ 力強い産業都市づくりについては、国際戦略拠点の殿町地区キングスカイフロントの形成を推進。また、川崎港の国際競争力を強化。さらには、グリーンイノベーション、スマートシティ戦略の推進。そのほか、等々力陸上競技場等との投資的経費にかかわるところを進める。
- ・ 予算の規模でいうと、一般会計は歴代 2 位であるが、全会計ベースでは、3.1%増の 1 兆 3,359 億円余で歴代 1 位。要因は、企業会計で大きく伸びている。これは、地方公営企業会計基準が公営企業法制定以来、大規模に改正され、退職給付引当金の計上、みなし減価償却の廃止に伴う減価償却費の増加などによって 260 億円の増加となっているため。
- ・ 市債については、前年度比 59 億円増。京浜急行の連続立体交差事業、等々力陸上競技場改修工事、廃棄物処理施設の整備、市営住宅の整備等の投資的経費が伸びているため。
- ・ 歳出予算については、義務的経費は歳出予算全体の 51%、3,147 億円。人件費と公債費は落ちているが、扶助費が伸びた関係で、義務的経費は全体として 0.1%の伸び。扶助費については、今まで生活保護が大きく伸びてきたが、これが一服して、右肩上がりでなくなってきた。
- ・ 公債費は減少。鉄道会計の廃止に伴い、20 億円程度の繰り上げ償還を実行したため。
- ・ プライマリーバランスは 42 億円の赤字であるが、これは一時的なものと考えており、平成 27 年度以降は黒字になると考えている。
- ・ 市債残高の将来推計については、平成 26 年度は 1 兆 584 億円が平成 36 年に 1 兆 2,000 億円台でピークを迎え、その後は減債基金所要額を積み立てている分、9,000 億円の前半で安定する。

3. 閉会

事務局から、平成 25 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、今後とも様々な面でご協力頂きたい旨、挨拶があった。

<終了>