

第 36 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 30 年 8 月 31 日(金) 13 時 00 分～14 時 30 分

■場 所 川崎市役所 第 3 庁舎 12 階 財政局会議室

1 開 会

- (1) 開会あいさつ
財政部長からあいさつ
- (2) 平成 30 年度アドバイザー・コミッティの運営方法
設置規定の配布
- (3) メンバー紹介
参加メンバーについての紹介
- (4) 座長選出・あいさつ
互選による座長の選出、座長あいさつ

2 議 事

- (1) 超長期債(定時償還)における発行市場及び発行方法の検討

日本銀行の昨今の金融政策を踏まえた上で、超長期債における満期一括償還債と定時償還債との発行コストやプライシング方法について、メリット・デメリットを整理し、今後の発行計画等に活かすため、意見交換を行った。

◆ 野村証券より概要の説明

市場公募債(自治体)における定時償還債の発行状況や満期一括償還債と定時償還債の発行コストの比較に当たり、元利金の支払いや減債基金の運用益などを考慮し比較すべきことについて説明があった。

また、プライシング方法について、一般的に採用されているミッドスワップレート(ベンチマーク)などの説明や、主幹事方式・入札方式によるメリット・デメリットについて説明があった。

◆ 意見交換

座： 意見交換の前に、昨年、川崎市において発行した定時償還債について、プライシング方法などどのように発行したのか。また、売れ行きは順調だったか。

市： 発行は主幹事方式で行い、ミッドスワップレートにスプレッドを乗せる形で、プライシングを行った。

また、150 億の発行を行ったが、売れ行きは非常に好評だったと伺っている。

座： 市議会からの関心はあるか。

市： 過去に満期一括償還債における減債基金を積立てと、その運用益についてお尋ねがあった。

座： 議題を踏まえ川崎市の下期の発行や次年度の発行計画について、コメントやアドバイスをお願いしたい。

メ： 1点目として、20 年債としてのコスト比較については、減債基金の運用をどう見るかによって結果が変わってくるというところだが、昨今の低金利環境において運用利回りの確保が難しいという状況の中では、や

はり定償債のコストメリットの方が非常に高いと評価している。

2点目として、10年債としての比較(20年定時償還債発行と10年債を2回発行)については、10年後の借り換えの金利をどう見るか。ここによって変わってくる。今後10年後において、現在の金利水準よりも上昇していく、ハードルレートを上回ってくる可能性が高いと考えるため、こちらの件においても定償償還債の方がコスト面で優位性は高いと評価している。

メ: まず、市場公募の定時償還債は足元、非常に投資家の層も広がっていて、今後継続的に発行することについても非常に信頼できるマーケットになっていると考える。

また、昨今の低金利環境で減債基金の運用益も出ない状況の中では、定時償還債は今後も継続的に有利な調達手法と考える。

発行方式については、主幹事方式、シ団プレマ方式、入札方式、色々あるが、定時償還債は、まだ市場として育成期というか、成長過渡期にあるという状況と考えるので、将来的にはシ団プレマ方式や入札方式を検討できる市場になる可能性もあると思われるが、現状は、一件一件投資家としっかりと対応できるかたちで進めていく主幹事方式が望ましいと考える。

メ: 現在、超長期債(市場公募)を発行した経験のある発行団体の大層は、20年定時償還債を少なくとも1回は発行している状況で、広がりを見せている。毎月複数の団体が発行されているという流れもできつつあり、完全に定着した商品と考える。投資家も満期一括償還債を好む投資家、定時償還債を好む投資家に分かれているので、年間発行額が大きい団体にとっては、満期一括償還債と定時償還債を組み合わせで調達することが、安定的な資金調達の方策と考える。

座: 定時償還債の発行に当たり、テールヘビー債や均等債がある。テールヘビー債の場合、定時償還債の意味が薄れてくると考えるが、その点についてコメントやアドバイスをお願いしたい。

メ: 市場公募の定時償還債は、ほとんどが均等償還タイプで出ているが、資金調達のスキームの観点から、償還後再度借換ができるテールヘビー型を活用される団体もある。

座: テーマを戻して、コメント・助言をお願いしたい。

メ: 市場公募の定時償還債は、これまでのメンバーからの話のとおり、発行量としては非常に多くなってきており、満期一括償還債と比較しても変わらない程度に流動性も高まってきている。多くの自治体で採用が広がっていることから、それだけのメリットがあることと感じている。

商品の分類、発行の多様化というか意味で、今年度川崎市では20年と30年の満期一括償還債を発行していることから、定時償還債を発行することはメリットがあると考えます。また、昨年度からの継続性の観点からもメリットはあると考えます。

コスト比較の面からいえば、満期一括償還債の減債基金の運用利回りをどう見ていくかがポイントとなる。ただ、満期一括償還債の場合、減債基金の運用利回りについて全てが前提、仮想という話になってる。定時償還債は、コストが確定するメリットがある。対外的な説明という意味でも定時償還債にメリットを感じる。

座: 先程、投資家の広がりのことを考えると、満期一括償還債も残しながら定時償還債もバランス良く発行するということがあったが、例えば、生命保険会社や地域金融機関などの需要感について情報があればコメントをお願いしたい。

メ: 都度、都度の局面で変わっていくものと考えますが、大きな生命保険会社の主力商品は30年の満期一括。ただ、一部20年定時償債などを購入している生命保険会社もある。

座: 定時償還債を下期、或いは来年度を見通した時に、例えば100億円発行であれば問題なく消化される

か。

- メ： 足元のマイナス金利政策というところもあり、投資家の需要は定時償還債、また、地方債全般に対して非常に強いものがある。需要と供給といったところを考えたときに、需要面の方がはるかに大きい状況は今後も継続していくと考える。
- メ： 市場公募の定時償還債とローンを比べた場合でも、市場公募の定時償還債の方が低コストで発行できるのではないかと考える。

(2) 長期債の主幹事方式及び入札方式の検討

川崎市では 10 年債の発行方式については、現在、シ団チケット団による引受方式と共同発行方式で行っているが、他の自治体では主幹事方式や入札方式を採用しているところもある。

そこで、他の発行方法とのメリット・デメリットを整理し、今後の起債運営の参考とするため、意見交換を行った。

◆SMBC日興証券より概要の説明

5年債及び10年債における発行方式は、他の年限に比べ発行量が多く、シ団シェアが年度単位などで固定され、確実な調達が可能であるシ団プレマ方式の採用が多いこと、また、発行回数が多い自治体では、シ団プレマ方式と主幹事方式を併用している例があること、市場公募債における入札方式の実施自治体の例は少ないこと、シ団プレマ方式、主幹事方式、入札方式の各々メリット・デメリットについての説明があった。

◆ 意見交換

座： 川崎市の発行計画をみると、市場公募債における5・10年債についてはシ団プレマ方式を継続していること、また、財政的に恵まれている方だが共同発行から抜けていないことから、起債運営は堅くて保守的な印象。

そういう意味で、発行方式に関しては、まだ論点が残っていることを改めて認識した。川崎市がどのようにバランスをとって発行方式を考えていけばよいか意見、助言をお願いしたい。

メ： 起債は引受けありきのもの。シ団プレマ方式と比べると、主幹事方式の方がスプレッドのワイド化・タイト化という時には、投資家の声をより反映したかたちでスプレッドにも反映される点でよいと考えるが、シ団プレマ方式では、個人への販売や地元の法人などにも販売しており、これは主幹事方式にはできない部分であるため、シ団プレマ方式も残していくべきと考える。

座： そういう意味では 5 年債に関しては住民向けの説明会も、年に 1 回行っている。この取り組みは基本的に、来年度以降も続けるということによいか。

市： 現在は、低金利でなかなかお勧めしづらい部分はあるが、市民の方に市政に参画していただく趣旨で、5 年債の方は特に購入を勧めている。来年度以降も、現行維持で考えている。

座： 質問を戻して、発行方式について、別のメンバーから意見・助言をお願いしたい。

メ： 川崎市は、公募債、銀行等引受債含めて、バランスの取れた調達をしている印象。引き続きバランスをとった発行を行っていくべきと考える。

メ： 方式によりそれぞれメリット・デメリットがあるため、どの方式が良い・悪いという類のものではないと考える。例えば、過去に入札方式で行っていたものを、一部マーケットの状況に応じて主幹事方式で行い、また入

札方式へ戻った自治体の例もある。

シ団方式は安定性といったところを重視した方式で、主幹事方式は、投資家と直に話せるというところがメリット。満遍なくその時の状況に応じて柔軟に検討するのがよいと考える。

座： 柔軟性という点で、今までシ団プレマ方式だけでやっていたものを、一部、例えば 10 年債について主幹事に変えて、翌年またシ団プレマ方式に戻すといったような、方式をチェンジすることができるものなのか。

メ： 可能ではある。

ただ、現状は、シ団プレマ方式や主幹事方式を併用されている自治体があり、そのまま併用するというかたちで継続される方が多いので、行ったり来たりというより、一定方針を持って発行しているケースが多い。

メ： 入札方式に関しては環境が良いときに低コストというような見方をされる。マーケット環境は今後、欧米は出口戦略、日本は硬直化(動きがない)ということを鑑みると、やはり不安定になってしまう局面があると考ええる。さらには入札では、大口の投資家に大きい額がいつてしまっていて、その投資家が仮に局面が変わっていくというタイミングで当該銘柄の信用が悪化(市場価格を下回る価格による売却)するという懸念もあるので、若干、入札を選ぶ場合については、より慎重になるべきと考える。

シ団プレマ方式と主幹事方式に関しては、いずれも安定性がある方式であり、投資家との対話をする姿勢をマーケットに打ち出し、投資家層を広げる考えであれば主幹事方式の方がやりやすい。

川崎市は、中期・超長期、バランスを持って調達する方針なので、バランスを保ちつつ、一定程度フレックス枠というものを増やしていく中で、5 年 10 年の定例のタイミングでなくて、フレキシブルなタイミングで発行するとか、発行額を増額するとか、そういう柔軟性を持った対応をする場合は、主幹事方式もよいと考える。

(3) 資金運用(財投機関債)の対象拡充の検討について

本市では、今年度から財投機関債を 10 年債限定で運用を行う予定だが、ラダー型ポートフォリオの構築上、15 年債についても財投機関債を活用したい。

◆三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券より概要の説明

財投機関債は 15 年が継続的に発行されており、特徴として、AA 格の格付けを持っていることに加えて、過去状況を見る限りデフォルトがない状況(独立行政法人改革等によるヘッドラインリスクが存在するが、過去の事例では別組織に債務が承継されている。)であること、財投機関債と地方債のスプレッドを比較すると、財投機関債が地方債のスプレッドを下回ることはない状況であり、地方債水準以上の運用利回りが期待できること、さらに、流通市場での購入や地方公共団体金融機構のFLIP債(オーダーメイド)の購入も選択肢として考えられる旨の説明があった。

◆意見交換

座： 今の事務局の説明を前提に、どのように資金面について考えていけばよいのか、また、信用力をどう確認すればよいのか、意見・助言をお願いしたい。

メ： これまで財投機関債のデフォルトはない。目的に合わなくなった機関を統合することは行ってい

るが、債務も承継されているので、デフォルトは起きていない。ある意味、制度的に政府関係機関という括りで守られているということで、普通の事業会社の AA とは区別していいと考える。

そういった括りで考えれば、10 年を 15 年、20 年と伸ばしても安全な資産での運用という対象として認められるのではないかと考える。

メ： 財投機関債の運営は、超過利潤の獲得の部分と、地方債で発行されない年限を財投機関では発行しているというところが大きなポイントだと考える。そういった意味では、非常に効果的な手法だと考える。

座： 信用力の確認の方法について、ヘッドラインリスクに気を付けた方がよいという話もあったが、最終的にはどこかの団体に承継されるということが市場のコンセンサスとすれば、ヘッドラインリスクもさほど意識しないということでのよいのか、そうではなくてももちろん意識していかなければいけないということになるのか。

メ： 過去事例でデフォルトといったケースはないが、やはり危うきに近寄らずという部分は意識した方がよいと感ずる。債券内容説明書や決算報告の中で政府との関係、あるいは今後の見通しといったところを記載している団体が非常に多くあるので、そういった観点で何らかのリスクがあるのであれば、それは敢えて購入対象としなくてもよいかと考える。

ただ、改革的な部分が市場に影響が出ることはございますが、現状では落ち着いている状況でございますので、一方では、矛盾するかもしれませんがそこまで意識しなくてもいいかなという部分もある。

座： 銘柄を選ぶときに、地方公共団体金融機構以外の債券の場合、自治体が購入するときの説明しやすさ、議会への説明対応も必要だと考えるが、他の自治体の購入状況はどうか。

メ： 大きな財投機関の債券を買っている。世の中に広く認知されている財投機関は、安心感がある一方、大きければよいのかという難しい部分もある。そういう意味ではやはり定性的な部分もしっかり見ていく必要があると考える。

(4)平成 29 年度決算見込みの概要について

平成 29 年度決算見込みの概要に関する資料をメンバーへ配布した。

<会議終了>