

## 第2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18年8月28日（月）午後1時30分～3時40分

場所：川崎市役所 第3庁舎15階 第2会議室

### 1 開会

座長より、「個別条件決定方式移行後の起債運営」等、議論すべき事項が多くあるので、早速に進めていきたい旨の挨拶があった。

### 2 議事

#### (1) 起債評価について

6月10年債のシ団代表幹事から、川崎市債(6月10年債)の条件交渉経緯、  
8月30年債の事務主幹事から、川崎市債(8月30年債)の起債内容および評価等、  
6月10年債のシ団代表副代表幹事から、他団体債(6～8月債)の起債評価等について報告があった。

◆ 川崎市債(6月10年債)に関して、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 銘柄間格差が一段と拡大してくるなかで、今年度最も厳しい環境での運営であった。
- ・ 条件交渉に難航が見られたが、シ団間のコミュニケーションのとり方に問題もあったのではないかと。

◆ 川崎市債(8月30年債)に関して、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 海外勢に加え、生保・公的・信託といった幅広い投資家層に購入され、起債評価も良好であった。

◆ 他団体債に関して、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 6月の個別発行銘柄では、発行条件スプレッドの拡大が見られたが、消化環境は非常に厳しかった。
- ・ 7月、8月と、発行条件スプレッドの市場実勢化が進み、投資家サイドにおける投資意欲に回復が見られるようになってきた。

#### (2) 地方債市場をめぐる現状と課題等

①中長期債の流通スプレッドに関し、店頭売買統計値の推移が示された。

◆ これに関してメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 地方債の銘柄間格差としては、東京都債が国債+13～14bp程度、川崎市・横浜市・神奈川県債などが国債+15bp程度、神戸市・大阪府債などが国債+30bp程度という状況にある。

- ・ 地方債の国債+10bp台なかばというのは、長期金利が2%程度であった5～6年前の状況に鑑みると、落ち着きどころと言えるのではないか。
- ・ 過去のT-Lスプレッドからの回帰分析でも、現状の地方債の国債+10bp台なかばというのは適正水準と言える。
- ・ 今後、個別条件決定に移行したとしても、スプレッドの様相が大きく変わるということはないと見ている。
- ・ 破綻法制を巡る動向から、財政が脆弱な団体のスプレッドのボラティリティーが高まる可能性はあるが、貸し手責任が問われるような事態にはならないと想定されることから、秋以降には落ち着いてくるものと見ている。

②事務局より、総務省からの事務連絡（資料1）が示され、個別条件決定方式への移行後の起債運営について、11月の5年債に向けた検討を行うにあたり、（イ）入札方式、（ロ）シ団交渉方式、（ハ）主幹事方式について、メンバーの意見等を求めた。

◆ 入札方式に関して、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 透明性が高い。
- ・ 政保債で行われており機能している。
- ・ 業者として落札できるかがわからないので、投資家の実需ではなく、仮需に基づいた応札とならざるをえないことから、実勢からの乖離⇒投資家の離散⇒長期的には不利益、といった流れが想定される。
- ・ その場かぎりの対応になりがちであり、価格維持機能等が働きにくいという難点が想定される。
- ・ 起債環境が悪化したときなど、ポジションが取りにくい状況では、引受業者としての機能を十分に発揮できない場面も考えられる。
- ・ 業者としての落札実績等々いろいろな思惑も入ることから、無理なレートが呈示されやすい。
- ・ 投資家への販売に必要な額以上を落札してしまった場合、その不要部分がどう扱われるかによっては、市場の評価が悪化する恐れがある。
- ・ 入札では発行条件水準のブレが大きくなるというイメージがある。
- ・ 銀行では入札に参加していないので明確に答えることは難しい。
- ・ 起債運営方式について、3つのうち、どれが良くてどれが悪いということはない。
- ・ 自治体では一般競争入札が原則とのことだが、資金調達に際して随意契約を問題視することは、物品等の調達とは異なり、あてはめにくいのではないか。

◆ シ団交渉方式に関して、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 市場公募債は、縁故債や銀行借入から独立して存在しているものではない。起債運営方式について、3つのうち、どれを選択しても、同様の結果が得られるはずのものであると考える。実際、神奈川県では、シ団交渉方式により、横浜市債と遜色ない水準で、スムーズなプライシングが行われている。

- ・ シ団が安定消化に果たす役割は、他の方式との比較において相対的に高いものがある。
- ・ 統一条件ではなくなることから、投資家とすれば発行市場において納得できる条件で購入しやすくなることが期待される。
- ・ 起債タイミングの設定は難しい問題であり、引受幹事と良く相談すべきであるが、投資家サイドにおいては、いつ出てくるかわかっているものから投資を決める傾向が見られることから、起債計画の立案・公表には留意すべきである。
- ・ 投資家サイドにおける毎月の運用計画に鑑みると、発行日を事前に伝えておくことが重要となる。
- ・ 今年度から、東京・横浜に加えて、神奈川・名古屋が個別発行に移行したことから、発行日程には既にタイト感が出てきている。したがって、今後の個別発行に際しては、これまでの起債日程を踏まえた効率的なやり方を模索する必要があるのではないか。

◆ 主幹事方式に関しては、事務局から、需要の積み上がり状況やセカンダリーの状況が見えにくいとのコメントが出されたが、これも含めてメンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 債券の売買取引は、取引所での株式売買とは異なり、相対取引の集積であることから、取引情報一元化の仕組みというものがない。
- ・ 証券業者としては、投資家の信頼を確保すべく、きちんとしたマーケットメイクに取り組んでいるつもりである。

### ③国債におけるプライマリー・ディーラー制について

- ・ 財務省の「日本国債ガイドブック」に基づき、野村證券から、「国債市場特別参加者制度」（プライマリー・ディーラー制度）について、流通市場に十分な流動性を提供することといった責任や、買入消却入札への参加といった資格について説明があった。
- ・ 事務局からは、国債でなぜこのような制度が導入されたのか等を踏まえながら、川崎市債の安定的な発行のために参考としつつ、中長期的な検討を行いたい旨のコメントがあった。

### (3) 下期における超長期債発行のマーケット環境と起債運営について

事務局から、環境配慮型ミニ公募債の仕組みについて説明（資料4、資料5、資料8）を行った後、メンバー間で自由な意見交換を行った。

◆ 事務局から、下期、10月と2月に各100億円づつの起債を予定している超長期債について、年限・発行方式に関して、メンバーからのコメントを求めた。

メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ このところの債券相場は堅調であり、10月には他団体の超長期債も予定されているなど、需給が多少緩む可能性はあるが、大きな問題はないと思う。一方、2月は、3月の日銀の利上げを見越して、マーケットが荒れる可能性があり、慎重な起債運営が望まれると予想している。

- ・ 超長期債市場では、市町村共済組合が統合を控えて購入見送り姿勢となっており、投資家層が限定的となっている。また、スプレッドも、10年債のように落ち着いているとも言いがたいことから、慎重に環境を見極める必要があるのではないか。
- ・ 起債運営方式では、入札ではなく主幹事方式により、投資家の実需をきちんと把握して運営されることを薦める。
- ・ 川崎市の15年債には稀少性がある。
- ・ 川崎市の15年債は市場で定着してきており、入札方式を継続されることに問題はない。
- ・ 15年債と20年債とでは投資家層が大きく異なるということでもないので、市の資金需要の内容を踏まえて選択されれば良いのではないか。
- ・ 15年債か20年債かの選択にあたっては、利率の絶対水準の影響を勘案することが重要である。

#### (4) 実質公債費比率

- ◆ 総務省が実質公債費比率を公表したことを踏まえて、事務局から従来の起債制限比率との相違点等の説明があった。

メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 政令指定都市は、国に近い事業を行ってきたこともあり、数値が高く出やすく、18%というレベルが良いのかどうか難しい。景気回復を受けて法人税収が伸びてくれれば改善するものであり、数値に一喜一憂するのではなく、内容を良く分析して適切な判断をすることが肝要である。
- ・ 政令指定都市に不利に働くことや、減債基金の積立不足によって変わることから、これをもって、財政力や信用力があらわされるものではない、との理解はされており、債券市場に与えた影響はほとんどなかった。
- ・ 7月上旬に日経が試算値を報じてから、投資家サイドでは、これがクレジットを判断するものではないとの理解が進んでいたことから、債券市場は落ち着いていた。
- ・ 協議団体と許可団体という枠組みが固まったことに意味があると考えている。
- ・ 速報値公表後、それほど期間が経過していないので、今後の動向を注視する必要がある。

#### (5) その他

事務局から、次回の議題のひとつとなる地下鉄事業の波及効果について(資料2)、事前説明があった。

### 3 閉会

事務局から、次回の会合は、11月20日(月)の開催を予定していることのご案内があった。

以 上