

第3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11月20日（月）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市役所 明治安田生命ビル2階 第1会議室

1 開会

座長から、全国型市場公募地方債における統一条件交渉方式が9月以降廃止されるなど地方債市場の環境が大きく変わってきている中で、川崎市債のブランド力、存在感の一層の向上を図る観点から、議論すべき事項が多々あるので、率直かつ活発な意見交換をお願いしたい旨の挨拶があった。

2 議事

(1) 他団体債の起債状況（9月債～11月債）について

5年債のシ団副代表幹事から、個別条件決定方式移行後の他団体債（9～11月債）の起債評価等について、以下、報告があった。

- ・ 5年債：それぞれの団体が投資家の需要を反映させて条件決定をしており、募集環境は改善されている。
- ・ 10年債：発行時期を遅らせた団体も多く、相当な起債量となったが、団体ごとに投資家需要等を反映させて条件決定をしており、募集環境は改善されている。
- ・ なお、需給が良かった10月債に比べると、11月債では投資家の動きは多少鈍くなった。
- ・ 起債評価：メディアの見方は様々だが、発行体と引受会社が工夫・努力をしていることは評価できるのではないかと。

(2) 川崎市債の起債評価について

①9月発行6年ミニ公募債

事務局から、ミニ公募債の概要についての説明（資料（2）の1、資料（2）の2、資料（2）の3）があった。

引受主幹事から、商品特性等にかかる説明の煩雑さ、競合商品との重複などから、販売に苦戦した旨の報告があった。

あわせて、購入者アンケートの概要として、購入者層が60歳以上の高齢者が多かったこと、市政だよりなどから情報を得ていた人も少なくなかったこと、購入理由は様々であったこと、利率に対する評価は分かれていたこと、などの報告があった。

- ◆ これを受けて、事務局から、国債フラットという低クーポンの債券ではあるが、緑化推進債をより販売しやすするための議論をお願いしたい、との問いかけに対し、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。
- ・ 全国型市場公募債のスプレッドが拡大するなか、ミニ公募債についても、発行体に対してスプレッドを乗せて欲しいとの厳しい交渉をさせていただいており、そのてまえもあ

って、国債フラットのミニ公募債の引受けは辞退させていただいている。

- ・ 緑化推進債の起債に先立っての市民向けIRは印象的であった。参加者のなかには、債券投資に関する理解が必ずしも十分ではなさそうな方々も多いように見受けられたので、そうした説明も行ってはどうか。
- ・ 今回、引受けは行わなかったが、店頭での説明に時間を取られると生産性に影響するため、他商品との兼ね合いから取扱いが難しくなる。その意味で、市サイドでIR、PRを十分にさせていただけると助かる。
- ・ 購入者は高齢者が多かったこともあり、この商品を本当にわかってもらえているのか不安もある。商品説明を10分もかけて行っていると、販売負荷がかかるだけでなく、半分以上の顧客が他商品の方へ興味を移してしまうという問題も生じた。
- ・ 商品性の改善について、個人向け国債のような買取保証を導入することについては、その説明がまた負担になる、ということも考えられる。
- ・ 今回20億円であった1回あたりの発行ロットを減らすことは、1回ごとの販売という意味では多少の負担軽減になろう。
- ・ 総額引受契約ではなく募集取扱契約とすることも考えられる。
- ・ 個人投資家にとって満期6年という年限は長過ぎるのではないか。
- ・ ミニ公募債は、当初、物珍しさもあり、定期預金との比較などから購入されていたが、現在では、相当の発行がなされてきており、金利上昇のなかで個人投資家の目も変わってきている。
- ・ 商品設計は理解できるが、実際のクーポンはどうかとなると、例えば手数料を厚くするとかいった販売上のインセンティブに工夫があってもいいのではないか。

②10月発行20年債

共同主幹事から、横浜市20年債と同タイミングでの起債となったが、生保を中心に順調に販売され、起債評価も好評、セカンダリーも順調に推移している旨の報告があった。

◆ 10月発行20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。

- ・ 国債+20bpは穏当な水準であり、起債評価も高かった。
- ・ 順調に販売されたと認識している。

③11月発行5年債

シ団代表幹事から、川崎市として最初の個別条件決定方式による5年債について、シ団引受方式により、国債+14bpでスムーズに条件決定され、投資家の反応も好評であった旨の報告（資料（2）の4）があった。

◆ 11月発行5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。

- ・ 7月以来4カ月ぶりの5年もの公募地方債ということで、需給状況が非常に良く、投資家と目線も一致した良い起債であった。
- ・ 最終条件決定が3連休をはさむという日程については、需給面から今回については良か

ったが、見直しの余地がある。

- ・ スプレッド・プライシングということで、条件交渉がスムーズに終わった点は評価できる。
- ・ プレマーケティング・シートについては、オーソドックスで使いやすいものとなっている。特に償還日等の情報が記載されており、国債とのマッチングについて確認できることは良い。
- ・ プレマーケティング・シートは、スプレッドごとの需要積上げとなっており、発行条件の妥当性を担保できるものとなっている。
- ・ スプレッドごとの需要積上げについては、主幹事方式とは異なり、引受各社が強めに提示せざるを得ない状況等も勘案し、需要の総和が必ずしも実勢であるとは限らない点、スプレッドの考え方などにも留意をしていただきたい。

(3) 流通市場における市債の流動性向上策について

◆ 事務局から、レス販売がされないよう均一価格販売を徹底し、マーケットメイクが機能するよう、実務面からの手法等についてのアドバイスを求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 基幹債の引受契約条項では、均一価格販売の手当てがされていないことから、投資家に発行価格で購入するインセンティブを与えられるよう、適切な発行条件の決定を行うことが肝要である。
- ・ 投資家が売りたい時に適切な水準で売れるよう取組むことは証券ビジネスの柱であり、マーケットメイクを行うことは当然である。しかしながら、流通量では国債に勝てないわけで、国債と同じことをするというのは非現実的であり、モニタリングを徹底する手段というのは難しく、業者との意見・情報交換を密にするしかないのではないか。
- ・ 基幹債は主幹事方式ではないので、そもそも誰がモニターをするのかという問題があり、マーケットの噂などを伝える程度のことしかできないのではないか。
- ・ 如何に投資家の目線を把握し、適切な発行価格を設定できるかが肝要であり、その意味で、引受シ団の銀行・証券の比率を現行の5：5から4：6とすることが有効ではないか。
- ・ 銀行でも、公募地方債の販売は証券子会社にシフトさせており、証券会社と同じ方向性を向いている。

◆ 均一価格販売との兼ね合いで、事前予約の状況等について質問があり、これに対して、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 投資家からの予約の中身はさまざまであり、一部には発行価格で購入したいとの予約もあった。
- ・ 個別条件決定方式に移行してから、事前予約の状況は改善されてきているが、11月のように大量に起債されてくると、厳しい銘柄も出てきている。
- ・ 一度、発行市場で信用を失うと、次回から事前予約はもらえなくなってしまう。個別条件決定方式に移行して、発行条件に対する投資家の関心が高まってきているので、今後とも適切な条件決定をお願いしたい。

- ・ 現行のシ団引受方式は、現状では機能していると言える。
- ・ 主幹事方式であればレス販売防止が可能ということであれば、引受体制についてもっと議論を深めていく必要がある。

(4) 地下鉄事業の経済波及効果等（資料（4））について

事務局から、地下鉄事業に対する投資家の理解促進を図っていく観点からの説明のあり方等について意見を求めた。これに対して、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 市営地下鉄事業は、初期投資が多額な上、投下資本の回収に長期間を要することから、メディアのヘッドラインも経営状況の厳しさを取り上げているが、川崎市の場合は、税収効果が大きいというイメージがある。
- ・ 産業連関表は、見通しと実績にズレが生じるものではあるが、投資家にとってはあった方がいい。
- ・ 事業を進めるにあたり、PDCAサイクルに基づく管理を随時行い、社会経済情勢などの変化に的確かつ柔軟に対応していくことが重要である。
- ・ 地下鉄建設による税収効果をアピールするとともに、開業後の毎期の収益的収支見通し及び資本的収支の見通し、並びに累積欠損金の最大見込み額と解消の方法、解消に至るまでの年数といった情報を開示していくことが重要である。
- ・ 連結ベースでの債務残高について、詳細な情報開示を行う必要がある。
- ・ 公会計を理解している人が少ないことへの対応策も必要である。
- ・ 事務局から、事業許可の取得はもう1年延びて再来年度となることもあり、現状の開示はかなり荒いレベルにとどまっている。進捗状況等に応じて、もう少し細かく積極的に情報開示していきたい。

(5) 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、今年度下半期（2月）に、15年債の発行（100億円）を予定しているところであるが、超長期ゾーンのマーケット環境などについて、意見等を求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 15年債は20年債と比較して投資家需要は幾分弱いものの、生命保険、信託（パッシブ系）、その他法人等から一定の需要が見込まれる。
- ・ 20年国債の利回りは安定的に推移しており、超長期公募地方債のスプレッドも縮小傾向にある。こうした超長期債の市場環境において、川崎市の15年債には稀少性も加わることになる。
- ・ 15年という年限は中途半端でニッチ商品と考えられるが、発行量が100億円と少額であるから、一定の需要は見込めると思われる。
- ・ 15年債については、他銘柄の動向については想定しにくく、金利の居所からの影響が大きいと思われる。金利が緩やかに上昇していくなかで、どれだけ投資家需要を取込んでいけるか、不安もある。
- ・ 20年債は国債との比較がしやすいこともあり、そうした投資家ニーズも踏まえて、発行

が多いのではないかとと思われる。投資家ニーズは様々なので、川崎市であれば15年債でニーズを集めることはできると思われる。

- ・ 起債タイミングとして、2月で良いか。
- ・ 金利はなかなか上昇しないだろうから、2月で問題ないと思われる。
- ・ 3月より前のタイミングが良いと考える。

(6) 来年度の金利シナリオと市債発行計画について

◆ 事務局から、超長期債、長期債、中期債をそれぞれ1/3ずつとすることを標準とした発行年限の設定（資料（6）の1）、及び来年度の市債発行計画の策定（資料（6）の2）にあたって、意見を求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 金利予測というのはなかなか当たらないものでもあり、逆に外れた時にどうするかという問題もあるので、現行の1/3ずつの調達年限構成とする枠組みのなかで考えるのが良いのではないか。
- ・ 年間の発行量はあまり大きく変えない方が良い。
- ・ 5年債の発行月に関して、偶数月発行とすることに問題はないか。
- ・ 大阪府の5年債のスプレッドがタイトに仕上げられたのは、発行のない偶数月だったことが考えられる。
- ・ 大阪府の5年債については、しばらく供給がなかったからの結果論ではないか。
- ・ 投資家サイドには5年もの公募地方債は奇数月に発行されるものとの馴染みがあるが、偶数月に発行するという点でも問題はない。
- ・ いずれにせよ需給状況がポイントであり、4月や10月といった期初において投資家の手元に豊富に積みあがっている資金を取込むことは有効と考えられる。

(7) 超長期定時償還債について

◆ 事務局から、公的資金先細りのなか、資産・負債管理の観点から、超長期定時償還債を増やしていきたいと考えているが、その市場性等について意見を求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 公営企業金融公庫に財投機関債として発行実例があり、今であれば、国債+数十bpの水準で投資家ニーズがあるのではないかとと思われる。
- ・ 調達サイドにニーズがあるので、投資家と折り合えるところがあるはずである。満期一括債との比較になるわけであるが、従前、縁故債として発行されていたものが少なくなってきており、水準感等は見えにくくなってきている。

3 閉会

事務局から、次回の会合は、平成19年2月19日（月）、午後1時30分から3時30分の開催を予定していること、場所については別途ご連絡する旨などの案内があった。

以 上