

第4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19年2月19日（月）午後1時30分～3時45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、今年度最後のコミッティとなるが、早速に議論を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

(1) 他団体債の起債状況（11月債～2月債）について

シ団副代表幹事から、11～2月債の起債状況及び評価等について、以下、報告があった。

- ・ 5年債及び10年債の起債状況：需給が改善するなか、川崎市をはじめ、優良銘柄のスプレッドはタイトに推移した。銘柄間格差は顕在化していたが、5団体のスプレッドも縮小した。
- ・ 起債評価：メディアのコメントは局面に応じて様々だが、あれは良い・これは悪いというものではなかった。

(2) 川崎市債の起債評価について

事務局から、15年債及び5年債の概要についての説明（資料1(2)、資料1(2)）があった。

2月発行15年債

落札したメンバーから、良い環境のなかでの起債であったこと、投資家ニーズを踏まえた応札ができたこと、などについて報告があった。

ただ、入札方式の場合は手数料吐き出しでの販売となることもあり、投資家サイドにおいては購入にあたって慎重に判断してくる傾向が強く、予約は入り難い状況となっている旨、併せて報告があった。

なお、販売が低調であるというマスコミの報道があったことについては、一方で落札しながら、他方で「時間をかけて販売するしかない」と言うのは如何なものか、とのコメントがあった。

◆ これを受けて、事務局から、募集期間を長めに取ることの効果について併せ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。

- ・ 15年債の発行は少ないが、超長期ゾーンの債券であり、20年債と同様の投資家層が参加している。イールドカーブがフラット化していて20年債に近い利回りが確保できることから、需給は良好であった。しかし、それとの兼ね合いで、スプレッドがタイト化した

ことから、投資家によっては購入意欲が低下し、販売に多少苦勞する面もあった。

- ・ まとまったニーズはなく、やはりニッチの商品という印象で、スプレッドも20年債に比してややタイトな水準となり、弊社では結果として、落札できなかった。
- ・ 10年債では利率1.9%がせいぜいであるところ、15年債では利率2.11%が確保され、絶対値指向の地方の投資家層が参加した。
- ・ なお、募集期間については、機関投資家を対象にマーケットのなかで販売していくものであることから、多少長めに取ることによる効果は限定的との意見が大宗を占めた。

1月発行5年債

シ団代表から、条件交渉の推移について説明があった後、起債運営は円滑に行われ、投資家の反応、販売状況ともに良好であった旨、報告があった。

2 最近の地方債市場の動向

(1) 地方債をめぐる市場型間接金融の現状と課題について

メンバーから、シンジケート・ローン及び債権譲渡を前提としたローンについて、市場が拡大してきているなか、超長期ローンの導入など償還年限の多様化、満期一括のみならず定時償還にも対応できるなど償還方式の柔軟性、変動金利の導入や長短金利差、為替といったものを取り込んだ商品設計など金利条件設定の多様化等にメリットがある。安定性・有利性を確保する観点から、適切なリスク分析、資産負債管理を実施・検証した上で取組むことが求められているとの説明があった。

資金課長からは、公的資金に代替するものとして、20年ものについて、資金調達手段のバランスを考え、当面はスポット的に発行していきたいとの意向が表明されたが、これらを受けて、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 地方債をめぐる市場型間接金融については、投資家層として海外・外資系が先行していたが、国内の投資家も対応しはじめてきており、発行の拡大とともにマーケットが作られてきている。
- ・ 弊社としては、超長期ものを保有できるか、といった観点もあり、具体的に検討しているわけではないが、民間のマーケットの動きが地方債市場にも及んできていることを実感させられる。
- ・ 地銀や信金といったところでは、地方債で長めのもを保有したいというニーズもあり、そうした投資家との連携の上で手掛けている。いろいろな商品があり、条件も多様で、残高管理も大変ではあるが、積極的に提案していきたい。
- ・ 弊社としては、定時償還を満期一括償還に変えて欲しいと主張してきた経緯もあり、難しい。やはり、外資や公的をターゲットに考えてもらうことになるのではないかと。
- ・ 市場型間接金融ということで、マーケットに晒されることになるわけで、資金調達どの程度までをマーケットに依存していくかを、これまでのシ団との折り合いをどうつけていくかも含めて、先ず考えることが重要と考える。
- ・ 証券会社もあっせん業務には携わっており、超長期の定時償還債については、証券形式のものに対しても投資家ニーズはうかがうことができる。投資家としては、割安なもの

を求めてくるので、基金運用の効果を含めた経済合理性の働く範囲内で、どう折り合いをつけていくかということになる。

- ・ 長短金利差、為替相場といったものを仕組んだ商品設計については、地方自治体ではなかなか理解してもらえないのではないかと。

(2) 依頼格付取得効果について

メンバーから、地方自治体による依頼格付取得について、マーケットではポジティブに受け止められていること、これまで勝手格付けが浸透していたこともあり、スプレッドには特段の影響はなかったこと、海外投資家・外資系投資家では、投資判断を行いやすくなったこと、などが報告された。(資料2(2))

資金課長からは、今のところ海外に積極的に打って出るといったことはないが、依頼格付けの取得に費用対効果のメリットがあるか、あるいは依頼格付けの取得が必須となってくるのか、といったことについてあらためて問いかけたところ、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 東京都では、オリンピック招致に向け、海外の格付機関からの依頼格付取得を外債発行などとも併せて、アピール戦略の一つに位置付けているようだ。
- ・ 依頼格付けは、勝手格付けと基本的に違いがあるわけではないが、首長とのインタビューなどの手続きを踏んでいくなかで、格付けアップにつながる要素も出てくるようだ。
- ・ 依頼格付けの取得が、直接スプレッドに大きなインパクトを与えるということではなかろうが、今後、非居住者の利子非課税措置などもあり、海外からの投資の呼び込みにあたってはインフラの一つとなろう。
- ・ 現状の地方債制度の枠組みのなかでは、国内の投資家のことだけを考えれば、格付けの取得は必要ないが、分権改革が進んでいく中では、長い目で見て、マーケットから必要とされる時も来るのではないかと。
- ・ 海外の投資家へのアピールを考えるのであれば、本邦のローカルな格付機関のことは知らない投資家が多いこともあり、外資系格付会社の格付けを取得していないとハンディとなることが想定される。
- ・ 海外の投資家ではカバードボンドの発行体が中核となっていることもあり、それぞれの監督当局が認定した格付機関の格付けを取得するのが良い。
- ・ 費用対効果の上から複数の格付けをあえて取得する必要性は感じられないが、格付けの甘めの会社から1つだけ取得するよりは、投資家の理解を深めてもらう上では有効となろう。
- ・ 外資系の格付機関に地方自治体を理解し分析できる人材がいるのだろうか。そこを考えると、格付けの取得について騒ぐ必要はないのではないかと。
- ・ 情報の非対象性を反映して、格付けにも誤った判断というものはある。
- ・ 投資家についても、必ずしも地方財政のことを良くわかっているとは言い難いので、マーケット全体として理解を深めていってもらう一つの道筋にはなるのではないかと。
- ・ 依頼格付取得の必要性ということでは、次の2点が考えられる。地方自治体は明示的に国の保証が付されているわけではないことから、個別の要因について見ていく必要が

あること、 地方自治体はA A格のなかにあり、投資家は、デフォルト・リスクを考えているわけではなく、材料として色分けがあった方が投資判断がやりやすいということである。

3 市債の来年度の起債運営と発行計画について

(1) シ団における幹事団の役割

シ団代表から、代表幹事、副幹事、幹事のそれぞれの業務内容について説明があった。

(2) 起債運営と発行計画

事務局から、来年度の 5年債のシ団構成イメージ(資料3(2))、10年債への入札方式の導入の検討、市債発行計画案(資料3(2))について、提案・説明があった。

特に起債運営については、次の説明があった。

- ・ 現状の5年債のシ団構成では、幹事団の姿が見えにくく、幹事との対話を活発にし、少数のメンバーで透明性を高めてスムーズに運営していきたい。
- ・ 10年債については、タイミングよくスポット的に起債した方が適切と考えた。

これらを踏まえて、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 10年債は地方債の柱となっているものであり、これを入札にかけるというのでは、川崎市債のベンチマークを失うことになるのではないか。
- ・ 5年債の起債運営はほとんどスプレッド入札のように見受けられる。幹事は責任ある立場で、発行体にとって耳の痛いことも申し上げる存在であるが、無責任な立場の業者のいろいろな思惑を取り入れてやっていくということでは、マーケットに受け入れられにくい条件決定となり、結果として川崎市のレピュテーションを下げることになる。
- ・ 引受額がわからないということであれば、投資家に予約販売活動ができない。
- ・ 5年債の幹事団を8社から4社にするということであれば、もはや競争原理が働く余地もなくなるのではないか。
- ・ この5年債の起債運営では、条件決定が発行体寄りで成立してしまう。
- ・ この5年債の起債運営では、条件決定が実勢から乖離し、問題がある。個人には販売しにくくなるだろう。
- ・ なお、事務局から、より透明性の高いプレマーケティングを目指すことが目的であり、代表幹事の最終的な同意も求めていることから、実勢から乖離したタイト化を考えているものではない。固定シェアでのプレマーケティングでは実態が見えないことから、プラス どのくらい努力してもらえるものなのかきちんと把握していきたいということで、理解して欲しい。なお、幹事団を減らしても、競争原理が働かなくなるとは考えていないとの説明があった。

4 その他

(1) 来年度の起債運営アドバイザー・コミッティの運営について

事務局から、来年度の起債運営アドバイザー・コミッティのメンバー構成の考え方について説明(資料4(1))があった。

(2) I R 説明会の開催についてについて

事務局から、3月20日に開催する I R 説明会について紹介(資料4(2))があった。

3 閉会

座長から、1年間の議事が無事に進行したことについてお礼の言葉があり、来年度の起債運営アドバイザー・コミッティについても、前広に議論を深め、より良い運営を行っていただきたい旨の挨拶があった。

財政部長から、1年間の熱心な議論、活発な意見交換について感謝の言葉があった。また、財政運営等について、今後も積極的に公表・公開していく旨の挨拶があった。

以 上