

## 第6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9月3日（月）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市役所会議室（JAセレスみなみビル5階）

### 1 開会

資金課長から、開会の挨拶があった。

### 2 議事

#### （1）起債評価について

ア 6月発行20年債（資料1）の評価について

6月発行20年債について、共同主幹事を務めたメンバーから、超長期ゾーンの金利環境、東京都、神奈川県、横浜市と同水準で条件決定されたこと、生保や年金資金などに順調に販売されたこと、などが報告された。

これを受けての、メンバー間での質疑応答等の概要は、以下のとおり。

- ・ 発行条件交渉の経緯については、先行銘柄で目線が定まっていたこと、先行銘柄のスプレッドが相当タイト化しており、さらなるタイト化には無理があったこと、などからスムーズに進められた。
- ・ 発行量が100億円であることについては、極めて強かった投資家需要に応じて増額されても良かったが、川崎市サイドの資金需要と適切な発行条件を確保する観点から、適当と考えられる。

なお、発行量の多少の多寡で流動性に差が生じるものでもなく、マーケットメイクが適切に行われれば、問題はないと考えられる。

イ 7月発行5年債（資料2）の評価について

7月発行5年債について、引受代表のメンバーから、発行条件交渉の経緯、起債環境が良く、発行条件も適正で、販売状況も良好であった旨、報告された。

また、今回新たに導入されたシェア可変型スプレッドプライシングについては、起債環境が良く、需要のばらつきも少なかったことから、最初からプレマーケティングのレンジを非常に狭く設定することができ、シェアを動かすことなく、スムーズに進められた旨、報告された。

これを受けて、資金課長より、次回もシェア可変型スプレッドプライシングにより条件決定を行いたく、改善点等についての指摘を求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ シェア可変型スプレッドプライシングについては、その運用の適切性に依存する部分大きい。
- ・ 起債環境にもよるが、適正なスプレッドが確保されていることが重要である。

- ・ 今回は起債環境が良く、円滑に進められたことから、特に指摘すべき改善点は見当たらない。  
逆に言えば、今回円滑に進めることができたのは、起債環境による部分が大きく、シェア可変型スプレッドプライシングを導入したから、ということではない。  
シェア可変型スプレッドプライシングにはメリットとデメリットがある。スムーズに進められるよう、何回かやってみる、ということではないか。  
事務局から、シェア可変型スプレッドプライシングに対する引受サイドの不満の内容について質問したところ、メンバーからの回答は以下のとおり。
- ・ シェア可変型のデメリットは、予め引受額を確定させることができないため、入札ほどではないが、引受額に関して安心感を持つことができず、したがって投資家の購入予約を取りにくくなってしまいう点にある。この点、起債運営全体としての安定性、優位性に欠ける部分があるのではないか。  
事務局からは、発行条件をタイト・サイドでスムーズに決定することができた点で、シェア可変型スプレッドプライシング導入のインパクトは大きかったと評価している、との総括があった。

#### ウ 他団体債の起債状況（5月債～8月債）について

メンバーから、5～8月の10年債及び5年債の各月の起債状況及び評価等について、以下、報告があった。

- ・ 5～7月  
起債環境は良好で、発行条件スプレッドのタイト化が大きく進むなか、販売は順調に進められた。
- ・ 8月  
市場環境が悪化するなか、発行条件スプレッドは大幅に拡大した。

#### （2）10年債の起債運営について

メンバーから、10年もの公募地方債市場の環境等について、今年度8月までの金利推移、債券需給動向、10年もの公募地方債の消化状況について説明があり、起債運営方式別に、発行条件及び市場評価に関するコメントの紹介等があった。

これを受けて、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 幹事選定方式や主幹事方式であっても、厳しい評価を受けている団体もある。
- ・ 入札方式や引合い方式では、マーケット環境が悪化した場合には、相当スプレッドが拡大するのではないかと考えていたので、実勢に近い条件で収まるということには意外な感じも受ける。
- ・ 発行条件できちんと販売できないものについては、セカンダリーでスプレッドが拡大してしまうので、上記については、個別銘柄の市場実勢というものの自体が、起債運営方式によって違って来る、ということがあるからではないか。  
資金課長より、次回の10年債の条件決定方式は当初、入札を考えていたが、市場環境の先行きが見通しにくいことから、入札方式でいいのかという問題意識が高まっ

ている、との問題提起があり、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。

- ・ 起債運営の方式については、その時々マーケット環境等を見据えながら、模索しながら決めていくしかないのではないか。
- ・ 入札・プレマイずれの方式としても、市場環境をみながら市場実勢と乖離しないような調整の中で、進めていくということではないか。
- ・ 今はある意味では市場環境が荒れている時期かも知れませんが、入札は危険性があるかも知れないが、もう少し安定してくれば入札もあり得るということでしょうか。
- ・ 国債では、引受シ団が廃止されたわけだが、応札と落札の責任を持たせる保険もかけているわけであり、どのような仕組みにするか、じっくり検討した方が良いのではないか。
- ・ 起債市場環境の面では、お盆休みの週は真に厳しかったが、その後一転して起債ラッシュとなっており、電力債では発行量を500億円から1000億円に倍増しているケースもあるなど、活況を呈してきている。

### (3) 下半期の超長期債のマーケット環境と起債運営について

メンバーから、超長期債のマーケット環境について、金利推移の状況、超長期地方債の本年度の起債状況、超長期地方債のセカンダリー・スプレッドの状況、当面のイベント等について、説明があった。

これを受けてのメンバー間での質疑応答等の概要は以下のとおり。

- ・ 川崎市の15年債の流通市場スプレッドが20年債のものに接近していることについては、川崎市15年債の流動性が低いということではなく、投資家にとっては利回りの絶対水準が20年債の方が魅力的に見えること、同時期に発行された流動性のある20年国債を参照できること、が挙げられる。
- ・ 10月での利上げを想定しているとのことだが、超長期債の起債市場環境は良好に推移していだろうとの明るい見通しが持てる。
- ・ 起債タイミング及び発行する商品については、マーケット次第ということで、環境を良く見て適宜判断していく、ということであろう。

### (4) 他団体の格付け取得の状況とマーケットの評価について

メンバーから、先月中旬にムーディーズとS & Pから格付けを取得した大阪市の状況について、クレジット・スプレッドに関する影響は現時点では見られない、投資家のクレジット分析における利便性は高まる、地方債市場の国際化などポジティブな影響が及ぶ可能性がある、といった報告がなされた。

これを受けて、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 依頼格付取得がクレジット・スプレッドに影響を及ぼさないのは、これまで市場において、R & IのOP格付けが参照されてきたことによるものと考えられる。
- ・ ムーディーズやS & Pからの格付け取得については、未だサンプルが少なく、団体間の比較には難もある。

- ・ 依頼格付の取得は、税制改正ともあいまって、海外投資家にとっての投資障壁を低くするなど、投資家層を安定的に拡大させていくことに繋がるものと考えられる。
  - ・ 海外での評価を考えると、各国の監督当局からの認定というステータスの面で、R & Iの格付けは、ムーディーズやS & Pに比べて厳しい。
  - ・ 格付取得のコストは、例えば京都市における観光客の増加や東京都におけるオリンピック誘致といったPR活動の一環と考えれば、決して高いものではないのではないかと。
  - ・ 格付機関の見方は様々で格付けにノッチ差が出ることも少なくないが、例えばドイツの自治体のように、なぜノッチ差が出ているのか、格付機関の考え方を説明することにより、投資家に良い面をアピールしている自治体もある。
- 資金課長より、格付取得については検討していかなくてはならない、との総括があった。

#### (5) 他団体の格付け取得の状況とマーケットの評価について

メンバーから、ミニ公募債について、発行コスト、市場環境及び競合する金融商品、取扱金融機関における問題点、といった観点から、問題提起がなされた。

これを受けて、資金課長より、7月発行の5年債(全国型)の利率が1.6%となって個人投資家からの反響が大きかったことも踏まえ、発行コストの観点だけからであれば全国型に一本化することが効率的ではあるが、議会からは市民の市政参画を図るという観点から住民参加型ミニ公募債を推進すべきとの意見もあり、自治体としては、こうした意見には応えていかなければならない、といった事情説明があった。

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。

- ・ 7月発行の5年債(全国型)のプレスリリース(資料2)を見ると、ミニ公募債と同趣旨の説明がなされており、全国型のみ発行としても、議会などに合理的な説明を行うことは可能なのではないかと。
- ・ 個人向けに販売することはコスト的に厳しく、地域によって温度差はあるが、店舗の負担感も大きい。
- ・ 景品を付けるといったことについては、説明に時間がかかるといった負担感も増える。
- ・ 5年債の個人消化額は実は1600億円にまで右肩上がりで拡大してきている。販売制限のあり方やプライシングの適正性の確保などについて検討することが重要ではないかと。
- ・ 債券の個人消化にあたっては、競合商品の状況等も含め、環境に左右される部分が多い。機関投資家向けのようにスプレッドの調整で何とかするというわけにもいかない。
- ・ 個人向けにはリテールのチャネルを使うことから、これを動かすためには手数料を厚くすることが重要になる。
- ・ 国債でも窓販が機能しなかったことから、個人向け国債が導入されたが、郵政民営化も踏まえ、窓販について、募残玉の引受義務を撤廃し、かつ、販売額に制限を設けず在庫管理を不要とするなど、市場のニーズにあわせた制度変更を行ってきてい

る。

- ・ 米国では地方債の35%が個人に消化されており、これは税制上の取扱いもあるが、モノライン保険の付与によりAAA格のわかりやすい商品としていることもある。
- ・ 個人消化は販売時に手間がかかるだけでなく、金利上昇のなかで中途換金時にトラブルとならないよう、流動性を維持・改善していく必要性も高い。

#### (6) 公債費負担適正化計画について

資金課長から、公債費負担適正化計画(資料3)について説明がなされた。

これを受けてのメンバーとの質疑応答等の概要は以下のとおり。

- ・ 積立の財源対策については、 税収の大幅な伸び、 三位一体改革による税源移譲のプラス分、 行革の進捗により、財源対策としての積立停止分50億円を上回る財源を確保できており、積立を停止していた分を賄うことができている。

#### (7) 川崎市新実行計画(素案策定資料)及び(仮称)新・行財政改革プラン事務局より、メンバーに標記資料が配布された。

### 3 閉会

以 上