

第7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11月5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 10月発行10年債（資料1）及び5年債（資料2）の評価について

10月発行10年債及び5年債について、引受代表のメンバーから、発行条件の交渉過程、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。

なお、前回から導入されているシェア可変型スプレッドプライシングについても、起債環境が安定しており、需要のばらつきも少なかったことから、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、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 投資家の反応がやや鈍かったとあるが、これは発行条件スプレッドに対する不満ではなく、決定された利率の絶対水準に対するものであって、当初、様子見姿勢をとった投資家もみられた、ということであり、販売自体に問題があったわけではない。
- ・ 起債市場は9月は荒れていたが、下期10月に入ってから、先行銘柄において期初の買いが確認されていたこともあり、販売は良好であった。
- ・ 5年債のスプレッドで、都債に0.5bp上乗せされたことから、機関投資家の評価は高かった。
- ・ 一方、5年債に対する個人投資家の動向では、前回7月の1.60%クーポンから1.38%クーポンに利率が低下したことから、前回ほどの購入意欲の高まりは見られなかった。
資金課長から、1回目のプレマーケティングで投資家需要が1本に集約されている場合、2回目のプレマーケティングのレンジを1本とする影響等について、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。
- ・ 他団体でもプレマーケティングのレンジを1本に絞った例はあり、1本値でプレマーケティングを行うことに問題はない。
- ・ 債券セールスの立場からは、むしろ1本値でのプレマーケティングの方が投資家の購入意向をはっきりと確認しやすいということもある。
- ・ 投資家需要が1本に収斂されている場合には、よりタイトな水準を目指さないということをはっきりさせることは、起債評価を高める有効な手立てともなる。
- ・ 投資家の需要確認、購入確認をより明確に行える1本値でのプレマーケティングに全

く問題はなく、今回のようなケースにおいては検討して欲しい。

- ・ 1本値でプレマーケティングを行えるということは、投資家需要の絞り込みをスムーズに達成できたことの証であり、プラスに評価されるケースが多いものと考えられる。

資金課長から、今回の意見を参考にしたい、との総括があった。

イ 他団体債の起債状況（9月債～10月債）について

メンバーから、9～10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。

- ・ 9月
サブプライム問題を受けて金利が急低下したことから、先行き不透明感が高まり、投資家は地方債の購入にあたって慎重姿勢をとっていた。
- ・ 10月
下期入りも慎重なスタートであったが、金利が若干上昇したこともあり、地方を含めて投資家層に広がりが出てきた。

最近の起債状況等について、川崎市が10月に30年債を起債したこともあり、特に超長期債を中心と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。

- ・ 超長期債では、20年債も30年債も投資家需要に支えられスプレッドがタイト化してきている。
- ・ 30年債では、海外のみならず、国内からの需要もあったと聞いている。
- ・ 税制改正の影響で、海外投資家の購入意欲が一段と高まる前に買っておきたいというムードが国内投資家にはあるようだ。

資金課長から、30年債の発行ロットとして100億円では少ないとの声も聞くがと、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。

- ・ 海外の投資家はスプレッドがあえばロットを欲しがるので、発行額が100億円では足りないと思う投資家もいると思われる。
- ・ 海外の投資家はライボー・ベースで見てスプレッドに魅力があるから購入しているのであり、必ずしも安定的な消化先であるとは言い切れず、あくまでスポット的な位置付けで発行すべきものであろう。

資金課長から、国内投資家の30年債への投資は継続するかについて、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。

- ・ 保険会社などではアセットのデュレーション長期化ニーズが強く、30年債に対しては、投資家間での購入競争が一段と厳しくなると見ている。
- ・ 国債で40年債が発行されるが、これも投資家の超長期債ニーズの高まりを受けてのものである。
- ・ 今後、国際会計基準の動向もあり、国内投資家の30年債投資については国債だけであったものが、クレジットへの意識も拡大してきており、40年国債への投資など昨年度と比較すると国内投資家のデュレーション長期化ニーズは高まっていると見ている。

(2) 下半期の超長期債の起債運営について

下半期の超長期債の起債運営について、15年債と20年債のいずれを選択するかを検討材料として、メンバーから、投資家の動向、商品性的特徴、イールドカーブの状況、およびスワップ市場の状況の面から報告がなされた。

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。

- ・ イールドカーブの形状からは、15年債を発行する旨みは薄れているが、不利ということではないし、入札によって有利な条件を獲得できる可能性も高いのではないかと。
- ・ 起債市場で、15年債に比べて20年債の方が件数・金額ともに圧倒的に多く発行されているということは、20年債にそれだけの優位性があるからだと考えられる。
- ・ 足もと20年債の発行条件スプレッドが10年債のそれとフラットになっており、15年債の発行条件スプレッドをどう評価したらいいか悩ましい。
- ・ 15年ゾーンにはカレント国債がなく、オーバーパーで割安に評価されている国債をベンチマークにせざるを得ないこと、流動性に劣ることからオファー/ビッドのスプレッドも広いこと、などから、結局、割高な調達となってしまうことが考えられる。
- ・ 一般論で言えば流動性の高いカレント国債があるものを発行されたほうが、長期的に見るとコストが低減される可能性が高い。
- ・ 15年ゾーンにカレント国債がないことは、ヘッジ・ポジションを作り難いという問題にもなりコスト高になる可能性がある。
- ・ 川崎市15年債はこれまで順調に消化されてきているので、15年債での発行についても検討はすべきと考える。

資金課長から、15年債については、これまで入札方式で起債してきたことから、必ずしもマーケットや需要の状況について十分な情報が得られているということでもなく、安定的な起債運営の方が好ましいのではないかと、との考えが示され、これを受けて、事務局より、15年債を入札方式ではなく、主幹事方式で起債することによってどのような違いが生じるかについて、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。

- ・ 主幹事方式であれば、投資家との対話はできるが、マーケットの厚み等の面から20年債の優位性が高い。
- ・ 15年についての投資家との対話は、20年債のように国債の代わりに地方債を買ってはどうかといった対話のしやすさはなく、金利感だけで有利そうに見えるか否かに尽きてしまう。

事務局から、15年債の導入にあたっては年限多様化による調達先の多様化という目的があったが、15年債の稀少性という特徴が投資家層の拡大につながっているかについて、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。

- ・ 15年債には、稀少性というメリットが確かにあるが、そもそもの投資家層の厚みという観点からは、これまでの発行実績等から明らかに20年債の方が厚い。

資金課長から、足もとでの20年債の起債評価について、メンバーの見解を求めたところ、回答等の概要は以下のとおり。

- ・ これまでは珍しいから買うといった強気な買われ方をしていたところもあったようだが、そうした黎明期を脱して、より精緻なプライシングが求められるような成長ステージに入ったということではないか。
- ・ 足もと、一時期の過熱感がないように見受けられるのは、金利が急低下した場面でマーケティングが開始されたという短期的な要因によるものと考えられる。
- ・ 足もとの20年債でも、国債+15bpの水準では大幅な超過需要が見られた。

(3) 来年度の金利シナリオと発行計画について

資金課長から、中期・長期・超長期債をそれぞれ1/3ずつ発行する、年度をつうじて平準的に発行することにより、金利リスクの低減を図りたい旨の考えが示され、来年3月に公表する発行計画を策定していくうえで、来年度の金利シナリオについての見解を求めたところ、各メンバーから呈示された回答等の概要は以下のとおり。

- ・ 金利は緩やかな上昇をたどると想定しており、その意味で、早め早めの調達を念頭に置かれた方が良いと考える。
- ・ 金利は上昇するとしても長期債で2%を超える可能性は低いので、平準発行で良いと考える。(多数)
- ・ 来年度の金利シナリオを見通すことは現時点では困難なため資金調達計画を立案する際には金利感を意識するのではなく、資金需要等を勘案して立案されたほうがよいのではないかと考える。

資金課長から、共同発行に300億円以上持ち寄りなくてはならない前提で、中期・長期・超長期債の割り振り等について、メンバーの見解を求めたところ、各メンバーから寄せられた意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 共同発行があるとはいえ、10年債の個別発行が1回100億円というのは少ないのではないかと考える。
- ・ 5年債と共同発行をそれぞれ50億円減額して、10年債の個別発行を年2回各100億円とすれば、バランスもとれて宜しいのではないかと考える。
- ・ 5年債については個人消化があるので、一定の時期に一定の額を発行して欲しい。

資金課長から、仮に起債計画を柔軟に変更するとした場合の留意点等について、メンバーの見解を求めたところ、各メンバーから寄せられた意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 地方債協会等で公表される3週間~1か月前に確定させてもらえれば問題ない。
- ・ 5年債の個人消化については、社内調整、商品ラインアップの取り揃え等もあり、早めに確定させていただきたい。
- ・ 5年債の個人消化を促進していくうえで、ボーナス時期等を勘案してもらえると良い。
- ・ 起債計画の変更については、直前であっても構わない。

事務局から、共同発行の発行団体の入れ替えがもたらす影響等について、メンバーの見解を求めたところ、各メンバーから寄せられた意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 今年度、いくつかの団体が抜けたが、特段の影響は出ていない。しかしながら、例えばローカル銘柄ばかりとなるなど、そのタイミングにもよるが信用力に問題が生じる恐れがあるかも知れない。

- ・ 共同債は連帯債務ということで、クレジットが強い団体の債券と同程度の高い評価がなされている。クレジットが強いと見られている団体が抜けて、クレジットが弱いと見られている団体だけで構成されるとなるとイメージが変わる恐れがあるのではないか。
資金課長から、来年2月の次回コミッティにおいて、予算案も踏まえ、あらためてより具体的な意見等をいただきたい、との総括があった。

(4) 資料提供

事務局から、公営公庫金融機構の財務会計に関する研究会における検討経過等について情報提供がなされた。

3 閉会

以 上