

第9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20年5月12日（月）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市役所（いさご会館4階 第5会議室）

1 開会

- (1) 財政局長から、「地方債制度は定着しつつも、資金調達構造が民間にシフトしてきているなかでは、市場との対話がますます重要となっている。サブプライム問題等の影響もあるなか、魅力的で信頼される川崎市債とし、円滑な発行を継続していけるよう、3年目を迎えるコミッティでの活発・率直な意見交換をつうじて、ご指導・ご協力をお願いしたい」旨の挨拶があった。
- (2) 資金課長から、参加メンバー及び事務局員の紹介があった。
- (3) コミッティの運営方法について、事務局から説明（別紙）があった。
- (4) 上記に則り、座長の選出手続きが執られ、東洋大学の稲生准教授が本会合の座長に選出された。
- (5) 座長から、「地方債でも起債運営に高度化が求められる難しい時代であり、メンバーから忌憚のない意見を伺うことにより、川崎市債の起債運営が円滑に進められるよう、引き続きの議事進行役となるが宜しく願いたい。」旨の挨拶があった。
- (6) なお、原則は会議公開であるが、本コミッティについては、公正かつ中立的な議事を確保し、率直かつ活発な意見交換を促進する観点から非公開とし、発言者が明らかとなる議事録の作成・公表はせず、会議概要を公表することとなった。

2 議事

(1) 起債評価について

メンバーから、3～4月債の起債状況等について、以下、報告があった。

- ・ 3月上旬：
金利は米国の景気後退懸念が強まり低水準を推移。需給は、「質への逃避」の傾向に加え、年度末に向けて債券残高を積めていない投資家の購入ニーズが強く良好。
- ・ 3月中旬以降：
金利が一段と低下したことによる売り物増加に期末要因も重なり、セカンダリー・スプレッドは大幅に拡大。
- ・ 4月：
対国債スプレッドが20bpとなるなど、3月中旬からの環境悪化を踏まえた発行条件設定での起債が継続したため、概ね順調に推移。新年度資金の流入および若干の金利上昇も後押しとなった。

上記の報告に関連して、メンバーから出された意見等の概要は以下のとおり。

- ・ 4月初旬の大阪府債や兵庫県債で対国債スプレッドが30bp近くに達するなど、銘柄間格差が大幅に拡大したのは、当時の投資家の姿勢が如何に慎重であったかを物語っ

ている。

- ・ 3月にはCDSが250bpに達するような状況であったが、米銀の決算内容が明らかとなって終息感がでてきた。4月初旬の政府保証公営公庫債の起債でレベル感も定まった。
- ・ 4月に入って環境が良くなった要因は、1日の10年利付国債の入札で相場の居所が大きく変わったこと、3月中に業者のポジションが整理されていたこと、海外市場が落ち着いてきたこと、と考えている。
- ・ 4月半ば以降に環境が良くなった要因は、金利上昇を受けて絶対水準を重視する投資家、特に地方の投資家の購入意欲が高まったことにあると見ている。逆を言うと、中央の投資家、特に公的などが、どのようなタイミングで購入に動くかが今後のポイントであると考えている。
- ・ 4月の起債が順調であった要因には、愛知県の5年債に象徴されるように、発行銘柄数が少なく、需給が良かった、ということもある。
- ・ 川崎市では6月に5年債の起債を予定していることから、上記も踏まえ、地方の投資家を重視して、金利水準に配慮した条件決定を心掛けていただければと考えている。

これに対して、資金課長より、「6月に入って、他団体の状況等を確認しながら、しっかり対応したい」旨、発言があった。

市場公募債に加えて、銀行等引受債の市場状況についても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。

- ・ 3月には公的資金の繰上弁済に伴う借換債の発行が全国で2兆円規模で行われたが、一つ一つの債券は期間も短く、量も少なく、資金の出し手である地域金融機関が積極的に対応していた。
- ・ 発行体サイドにおいても、起債を複数回に分散して調達するような戦略的な動きも見られた。
- ・ シンジケート・ローンでは、時価会計の適用がないこともあってか、世界的な市場の影響を受けないプライシングであった。
- ・ 銀行等引受債の発行状況の不透明感も、十数年前までの市場の混乱要因となっていたところに比べると、相当払拭されてきているように見受けられる。

(2) 上半期の超長期債のマーケット環境について

メンバーから、超長期債のマーケット環境について、以下、説明がなされた。

- ・ 3月は、外人の大幅売越し、生損保の大幅買越しという状況だったが、昨年度でも、生損保・信託による積増しが顕著な状況だった。
- ・ 外人による大幅売越しの背景としては、債券市場の混乱やスワップ市場の悪化といったことが考えられる。
- ・ 生保による大幅買越しの背景としては、金融庁による「保険会社向けの総合的な監督指針」における「資産負債の総合的な管理」への対応もあり、株式への資産配分を抑制し、国内債券に大半を配分してきていること、そのなかで、イールドカーブが8年ぶりにスティープ化していることから超長期債を選好しやすくなっているこ

とが挙げられる。

- ・ 生保による超長期債購入ニーズは、将来的な全面時価会計への移行やソルベンシー・マージン比率の見直しといった動きを踏まえると、一過性のものではないと思われる。

上記の説明に関する質疑応答等の概要は、以下のとおり。

- ・ 生保は国内債券だけでなく外国債券も購入するのではないか？
外国債券も購入するとは思いますが、国内債券の購入が大宗を占めるものと思われる。
- ・ 生保は20年よりも長い債券も購入するのか？
長期債などへの投資等も行っているのでデュレーション・ギャップを埋めるために30年超の超長期債も購入することは考えられる。
- ・ 外国人の売越し状況は足もとではどのようになっているか？
全く動きが見られない状況となっている。そもそも新発債も出ていない。

これに対して、資金課長より、「上期中については、許可の関係から、20年債の発行を予定しており、30年債の発行は行わない」旨、発言があった。

(3) 地方債勝手格付けの取下げについて

まず、依頼格付の取得に係る川崎市のスタンスについて、資金課長より、以下、説明があった。

川崎市では発行する側が自らの『格付けを買』うということではなく、購入する側が投資判断をするために格付けなりの調査を行うものではないかとの疑問を有している。

一方で債券市場の実態については十分に認識しているので、依頼格付取得のメリット・デメリットについては慎重に見極めていきたいと考えている。

これに関して、メンバーから以下の意見が呈示された。

- ・ 「購入する側が格付けを行う」という考えには、実際に、投資家が費用を負担してS&Pに格付けを依頼したり、投資家の購読料を対価として格付けサービスを提供しているサービスもあり、一理ある。
- ・ ドイツにおいては、米国の格付機関がドイツ国内のことを真に理解しているのか？との思いを背景に、ファンドブリーフ33行が協力して統一的手法による内部スコアリングを策定し、プライシングに活用している。外部格付けに頼らないこうした取組みは、日本でも参考になるのではないか。

地方債市場において依頼格付けが求められている背景等について、メンバーから、以下の説明がなされた。

- ・ 地方債市場において依頼格付けが求められている背景として、地方債発行残高が民間資金分で72兆円と国内クレジット市場で最大のセクターとなり、民間投資家がステークホルダーの中核になってきたこと、また、海外でのプレゼンスも高まってき

たことが挙げられる。

- ・ JCRが2月にp格付けを撤回し、R&Iも3月にop格付けを2008年末に取下げる旨を公表したが、この時点においては、市場がサブプライム問題に伴う混乱の真っ只中にあったこと、R&Iによるop格付け取下げまで未だ時間的な余裕があることなどから、即座に大きな影響を及ぼす状況には至らなかった。
- ・ 地方債市場におけるクレジット・スプレッドの歴史的動向を振り返ってみると、1998年当時、複数の地方公共団体が財政危機宣言を発してクレジット・スプレッドが大きく拡大した後、翌年、R&Iがop格付けを、JCRがp格付けを開始し、クレジット・スプレッドが安定化を見せた、という実績がある。
- ・ 地方債については、日本国政府が明示的に保証を付しているわけではないため、タイムリー・ペイメントの観点から、やはり各団体のクレジット分析は必要であり、流動性や市場評価を勘案して投資に色分けをしていく観点からも、クレジット分析が必要とされている。
- ・ なお、地方債については、夕張市の財政再建団体の申請や大阪府の借換債の運用など、いわゆる「ヘッドライン・リスク」に対して、市場が過敏に反応するという要素もある。

上記の説明に関する質疑応答等の概要は、以下のとおり。

- ・ 投資家へのアンケート結果を見ると、依頼格付けの取得推進よりもディスクロージャー・IRの向上を望む声の方が強いが、その理由等としてどのようなことが考えられるか？

複数回答可としていたことも影響しているのではないか。

地方公共団体は、ヘッドライン・リスクに対して即時対応をとりにくいように見受けられ、投資家に如何に情報提供していくか、投資家とのコンタクトを如何に密にしていくかといった大きな課題を反映しての回答ではないかと思われる。

発行体のディスクロージャー・IRを踏まえて、独自に評価を行っている機関投資家も少なくないと思われる。

調査時点では、未だR&Iによるop格付け取下げ等の報道がなされていなかったからではないか。

- ・ 信用リスク・プレミアムとは別に流動性プレミアムがあるが、これについてはどのように考えるか？

流動性とはプライマリー市場での発行量であると明確に言い切る投資家が海外では主流であるが、日本ではむしろマーケット・サイドにおける何らかの「懸念」といったものがスプレッドとして反映されているように見受けられる。

発行・償還の歴史が浅いと発行量の多いことが荷もたれ感としてセーラビリティーを落とすといったことでアダとなるケースもあり、単純に発行量ということではなく、買いたい銘柄・売りたい銘柄で如何に売買の継続性・安定性が確保できるか、ということが重要である。

- ・ 依頼格付けを取得すべきかどうかについてはどのように考えるか？

依頼格付け取得の目的は、スプレッドをタイトにするためではなく、投資家層を拡

大させるためのものであり、投資家の投資（何を買うか・何を売るか）にあたっての説明責任が果たしやすくなるものと思われる。

投資にあたって依頼格付けを以って内部決裁を取るといった投資家の動きを全く排除することはできない。そうした投資家の投資行動は他の投資家の投資行動にも影響を与えていくことが想定される。

海外においても、グローバルな投資家が結集している英国においては、本邦地方債に対する具体的な購入需要が現状では見込めないが、格付けの取得によって投資家層が拡大すると思われる。

- ・ R&Iによるop格付け取下げ後のマーケット動向等をどのように見ているか？
R&Iではop格付けに変わる何らかの指標を呈示するとしており、財務ランクで序列化されたのと同じようなことが起きる可能性がある。
R&Iによるop格付けにかわる指標がどのようなものとなるのか、現状では不明である。総務省により実質公債費比率が公表されたがマーケットの反応は薄かった。マーケットが何を見て、どのような序列化を行っていくのか、十分に検証する必要がある。サブプライム問題で格付偏重主義といったものが崩壊したと考えている。公会計の問題もあわせて、自治体をヨコ比較していける基準を考えていく必要がある。
- ・ 欧州の投資家へのアンケート調査では本邦地方債への投資にあたって「言語」が障碍となっているようだが、どのような対応を図ったら良いと考えるか？
英文の発行要項がない、ということは、自分が何を購入しているのかわからないのと同じであり、少なくとも、発行要項は英文のものを用意すべきである。
ホームページの英文のトップから英文でのIRコーナーへ、さらに英文でのプレゼンテーション資料へ、とスムーズにアクセスできるようにすることが望ましい。
地方債協会で、海外の投資家に対して効率的でわかりやすい情報提供のあり方について整理・検討していこうとの動きがある。
- ・ 個人投資家への販売にあたって格付けは活用されているのか？
国債に準じるもの、として扱っており、非公募団体のミニ公募債の取扱いもあるの
で、地方債では格付けを示してはいない。

（４）個人消化率について

メンバーから、川崎市公募債の個人消化の状況等について、以下の報告があった。

- ・ 個人向け販売分の完売までの所要日数については、発行条件における利率の絶対水準との相関が高い（利率が低いと日数がかかる）。
- ・ 金商法対応から、個人向け販売に際して20～30分間の説明を要するが、これだけのコストをかけるとなると、現場では、地方債よりも販売手数料の厚い商品を扱いたくなる。
- ・ 個人投資家もリスクには敏感なので、地方債から投資信託などへの乗り換えは起こり難いが、保険商品への乗り換えは、販売手数料が厚いこともあり、起こりうる。
- ・ 川崎市債については市の西部より東部の市民の方が購入実績が多く、市西部では、むしろ神奈川県債や横浜市債を購入する方も少なくない状況である。

- ・ 資金課長より、川崎市の5年公募債については50%を個人に、という目標を呈示しており、平成12年の発行当初は人気が高かったが、このところの実績では30%台となっている、との話があった。

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。

- ・ 年限が5年の中期債であること、販売量が少ないことなどから、自行分については順調に消化してきている。
- ・ 金商法がネックになっていたが、最近では過剰なまでの対応ということではなくなってきている。(複数)
- ・ 地方債の発行条件は、スプレッドよりも出来上がりの利率を重視する個人投資家にとっては必ずしも透明性の高いものとは言えず、他の銘柄や商品などとの比較のうえでの優位性がポイントになってしまう。
- ・ 販売の手間を考えると、手数料が安いと言わざるをえない。
- ・ 販売員にとって売りやすいツールを何がしか用意してもらえればと期待したい。
- ・ 償還時に新発債を購入してくれるリピーターもいるが、個人消化を増やすとなると、やはり個人への販売チャンネルを多く有している金融機関に扱ってもらう必要がある。
- ・ 地方債投資家層多様化の一環として、引き続き個人を重要視した施策を行っていくことは重要であると考えている。

3 閉会

閉会にあたり、財政部長から、「川崎市では行財政改革を進めてきているが、引き続き厳しい状況にあると認識している。川崎市債による安定的・効率的な資金調達を確保していくうえで、メンバーからの最前線の情報などを活用していきたい。」との趣旨の挨拶があった。

以 上