

第10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9月1日（火）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市役所（JAセレサみなみビル 5階会議室）

1 開会

開会にあたって、財政部長から、以下、挨拶があった。

- ・ 本日の第10回川崎市起債運営アドバイザー・コミッティにおいては、川崎市債の評価についてご意見をいただくとともに、下期における10年債、超長期債および銀行等引受債の起債に向けて、活発な議論をお願いしたい。
- ・ また、川崎市の平成19年度決算について、9月に市議会へ報告する予定であるが、概要について後ほど御説明させていただくこととしている。

2 議事

(1) 起債評価について

ア 川崎市債の評価（6月5年債）(資料1(1))について

6月発行5年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 債券市場は、インフレ懸念が台頭するなか日銀の金融政策決定会合を中旬に控え、10年国債利回りで1.8%からさらなる上昇を伺う局面にあった。また、川崎市に先行して条件決定を行う団体がなかったことから、投資家の目線を予め把握することも難しい状況にあった。
- ・ こうしたことから、第1回目のプレマーケティング結果にはばらつきも見られたが、第2回目のプレマーケティングにおいて、ややタイト感はあるものの対国債スプレッド+11.0bpで、「シェア可変型スプレッドプライシング」によるシ団シェア変更を行うことなく、決着を見た。
- ・ 起債評価の観点からは、発行銘柄が少なかったこともあり、投資家の需要は強く、さらに金利の絶対水準が上昇した結果、スプレッドのタイト化も容認されることとなり、順調なものとなった。

上記の報告に関連して、座長および事務局から、個人消化の状況および動向等について照会したところ、メンバーから出された回答等の概要は、以下のとおり。

- ・ 5月下旬のハマ債5からの流れを受けて、順調に販売された。
- ・ 投信等のリスク資産からのシフトの動きも見られた。
- ・ 税引き後の利回りが1%の大台を超えると、個人の購入意欲が強まるように感じられる。
- ・ 個人投資家においては、他の金融商品との比較や、前回購入した債券の利率との比較といったことも、購入意欲に影響を及ぼす要因となっている。
- ・ 逆に言うと、6月に比べて金利水準が低下した現在であれば、個人への販売には難しさも想定される。

座長から、「シェア可変型スプレッドプライシング」という起債運営手法についてあらためて照会したところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ シ団メンバーの一員としては、シェア可変部分の需要の状況を全体的に把握できないこともあり、第2回目のプレマーケティングのレンジがなぜこのように狭められたのか、また、条件決定水準がなぜこのように決められたのか、といったことがわからない。この点、きちんとした理由の説明とともに、条件交渉のプロセスを入れるなどしてほしい。
- ・ シ団代表の立場としては、プレマーケティングのレンジ設定等にあたって、その都度、適切なアドバイスを行っているつもりである。「シェア可変型スプレッドプライシング」の仕組み上、シェア可変部分の需要の状況について、シ団メンバー各社にフィードバックしにくいことから、不透明感を抱かれてしまうことは理解できる。
- ・ 起債運営にはさまざまな手法があり、「シェア可変型スプレッドプライシング」についても、起債運営アドバイザリー・コミティにおける議論を踏まえて導入されているものであるが、そもそも何が最も適切な方法かについては議論しにくい問題である。「シェア可変型スプレッドプライシング」についても、競争性を高めるというメリットがある反面、デメリットの部分も当然にあると考えられる。そうしたことから、何度かやってみて、こうした場で議論していくことがよいのではないか。

上記の意見等を踏まえて、資金課長から、以下のコメントがあった。

- ・ 「シェア可変型スプレッドプライシング」を採用している以上、シェア可変部分も含めた需要の積上り状況に基づいた客観的な条件決定が求められることとなる。需要の積上り状況を踏まえて、さらにもう一段の交渉をする、というのは逆に馴染まないものと考えている。
- ・ シ団メンバー各社にシェア可変部分の需要の状況を伝えていくことについては、そのメリット/デメリット等も含めて検討させていただきたい。

イ 川崎市債の評価（7月20年債）（資料1(2)）について

7月発行20年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 20年債の起債にあたって、事前に個別投資家訪問を展開し、7月1日公表の日銀短観を見極めたうえでプレ・マーケティングを行い、7月8日に対国債スプレッド+11bpで条件決定となった。
- ・ 起債評価の報道にもあるとおり、7月に入って、静岡県債、名古屋市債が対国債スプレッド+11bpで先行しており、投資家の目線が収斂されていたこと、生保・系統上部・中央公的といった投資家層から旺盛な需要が集まったことなどから、販売好調であった。

上記の報告に関連して、資金課長およびメンバーから、以下のコメントがあった。

- ・ 起債評価の報道に、下半期の超長期債の発行計画について『発行時期は来年度の4月、5月に持ち越される可能性もある』と書かれていたが、年度内3月までに発行する方針である。

- ・ 20年ものの地方債には強い投資ニーズがあり、スムーズに投資家需要を捕捉することができている。

ウ 川崎市債の評価（7月20年債）（資料1(2)）について

6～8月債の起債状況等について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 6月中旬まではインフレ懸念による金利上昇が続き、月初の埼玉県・静岡県の10年債の発行条件は、絶対金利の上昇が好感され前月債比約3bpタイトニングするなど、地方の投資家を中心に全体的に順調な販売状況となった。
- ・ 6月下旬以降、景気後退懸念の台頭と信用不安の高まりに伴い、金利は低下基調を辿ることとなったが、全般的に運用難の状況下において地方債に対する投資家の需要は引き続き強く、人気銘柄の7月債発行条件は、6月債比さらに3bpタイト化し、行き過ぎを懸念する声もあがることとなった。
- ・ 景気減速感が強まるなか、7月中旬以降、金利は一段と低下し、流通市場での売り物も増加し、対国債スプレッドが1ケタと薄い銘柄に対する警戒感が強まり、こうした銘柄の発行条件はワイドニングすることとなった。

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。

- ・ 現在の債券市場は、3月のベアスターズ・ショックに端を発する混乱と同様の危機にあると危惧している。具体的には、9月に中間決算を迎える地銀では、厳しい経営環境にあって、円債くらいしか益出しのツールがないことから、需給が緩むことが想定される。

上記に関連して、座長から、海外投資家の動向、海外IRの実施動向等について照会したところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 海外の投資家は、この4～6月期においては、日本のマーケットに目を向けていられないような状況にはなかった。
- ・ 海外の投資家のなかには日本の地方債市場に強くコミットしているところもあることから、去る2月に続いて、10月の上旬には、静岡県・京都市・川崎市が参加して海外IRに赴く計画が決定している。ロンドン、ベルリン、フランクフルトではセミナーの開催と個別訪問を、パリとダブリンでは個別訪問を行うこととしており、平成19年度決算や財政健全化法についてアップデートするとともに、海外投資家の要望・ニーズなどを掴んできたいと考えている。

(2) 10年債の起債運営について

11月の10年債の起債に向けて、メンバーから、金利見通しや起債のポイントとなる点等について、以下、説明がなされた。

- ・ 金利見通しについては、国内金融政策にあたって様子見期間が長引く可能性が強く、金利上昇し難い環境を予想している。
- ・ 一般債のスプレッドについては、3月のベアスターズ・ショック後、タイト化していたが、6月以降は、欧米クレジット市場の悪化懸念、国内不動産業での業績悪

化・デフォルトリスクの高まりを受けて、拡大傾向にある。

- ・ 11月4日の米大統領選挙には注目していく必要がある。

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。

- ・ 金利環境は見通し難いが、企業業績が芳しくないこと等から上昇し難いように思われることから、あまり動かないのではないかと見ている。(複数)
- ・ 7月の政保債は1銘柄のみの発行であったにもかかわらず、スプレッドがタイト化しすぎていたこともあり、販売はスローであったし、8月の政地債も中央の投資家からの買いはほとんど見られなかった。金利については、さらなる低下余地もありうると見ており、したがって、起債運営にあたっては慎重な対応が必要な状況にあると考えている。
- ・ 10年もの地方債に対する投資需要は継続的に存在しているので、適切な条件決定を行うことに注力していただくことで良い。
- ・ 11月発行の地方債については、共同発行も含めると16銘柄(うち、2銘柄は新規発行団体)にものぼり、供給が多くなることから、ローンチのタイミング等にも留意が必要となる。

事務局から、金利が相当低下しているわりにはスプレッドもタイト化しており、強気の起債運営で臨んでいる発行体が多いようだが、どのように見たら良いか照会したところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 8月最初の静岡県債が対国債スプレッド+10bp(カーブ比)程度でも販売できていたことから、共同債ではスプレッドのワイド化がなったものの、8月中は発行条件の実勢化がなかなか進められなかったという事情はある。投資家需要を丁寧にヒアリングしながら、適切な条件決定が重要と思われる。
- ・ 起債運営方式・条件決定方式については、事前のコンセンサスもあり、変更することなく、シ団の意向を反映させつつ、適切な起債運営を図りたい。

座長から、格付の必要性について照会したところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 国内の一部の投資家には、依頼格付取得銘柄に優先的に投資してくる動きも出てきているように見受けられる。OP格付けがなくなる年明け以降では、こうした動きが加速してくる可能性も想定される。

(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

下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、以下、説明がなされた。

- ・ 超長期債の投資家層は限定的ではあるが、そのなかで投資家の数を増やしてきたこともあり、安定的に消化できる基盤は磐石である。
- ・ 10年債の利回りが1.4%台という金利低下のなかにあって、絶対水準で2%の利回りを確保できる超長期債に対する投資家ニーズは堅調であり、逆にそうした投資家ニーズに応え得る商品は地方債しかないと言っても良い状況にある。

- ・ 超長期債の主要な投資家層である生保等においては、ALMの観点から運用資産のデュレーションの長期化が大きな課題となっており、超長期債に対する強い投資ニーズはまだまだ継続していく。
- ・ 30年債についても起債団体が増加してきており、格付や流動性といった課題はあるが、海外投資家からの需要もマーケット環境によっては期待できる。

座長から、20年債と30年債との選択にあたっての留意点、米国の投資家動向等について照会したところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 国内の投資家には、30年では長過ぎるという投資家も少なくはないが、現状でも30年債の受け皿となりうる投資家は十二分に存在している。
- ・ 30年債については、個々の投資家によってスタンスはまちまちである。
- ・ 海外の投資家に、依頼格付けのない30年もの地方債が現状どの程度受け入れられるものなのか注視していきたい。
- ・ 米国の投資家については、SEC登録がなされていないものは購入できないといった制約のあるものも少なくなかったり、そもそも国内に巨大な地方債市場を有していることもあり、欧州の投資家ほど本邦地方債への投資意欲は旺盛ではない。
- ・ 2004年の日米租税条約改正についてきちんとアピールしていければ、新たな投資家層を開拓していける可能性もあると期待できる。
- ・ 米国の地方債の投資家は免税措置もあり個人が中心となっている。その一方で、ミューチュアル・ファンドや年金ファンドなどは、なぜ本邦地方債へ投資してこないのか、まずはその理由についてよく調べてみる必要があると考えている。

(4) 銀行等引受債の条件決定方式について

銀行等引受債のさらなる有効活用等をめぐって、メンバーから、以下、説明がなされた。

- ・ 銀行等引受債の特長は商品設計の自由度の高さにある。
- ・ 償還方式など商品設計が異なってくると、通常の満期一括債とは単純に発行条件等の比較をすることができなくなることに留意が必要。
- ・ 超長期債の銀行等引受債になると、投資家が非常に限定的なものとなることに留意が必要。
- ・ 入札による条件決定は、透明性の確保に資するものであるが、何を入札させるのかの仕様書作りが極めて重要なポイントとなり、金額配分についても、総額引受や複数に分割するなどあらかじめ指定することが考えられる。
- ・ 透明性を確保し、適正なプライシングによる低コストでの起債を追求するとともに、他方で、条件決定の安定性や契約および発行後の事務管理における効率性も考慮することが肝要である。

座長から、銀行等引受債の活用について、川崎市として具体的にどのような考えを有しているのかについて照会したところ、資金課長から、以下、コメントがあった。

- ・ 川崎市では水江町の土地を買い戻すにあたって、転貸債を活用し、銀行等引受債でその資金を調達したいと考えている。この起債は、ひとつの事業に特化した資金調

達になるため、市民への説明責任を果たすうえでも、透明性に重点を置きつつ適切な資金調達手法とのバランスをどのようにとっていったらよいかについてアドバイスをいただきたい、との趣旨である。

- ・ なお、当初は10月発行を予定していたが、事業の進捗の関係で12月以降の発行というスケジュールを想定している。

これを受けて、座長から発行までに時間もあることから必要に応じてあらためて議論をしても良いのではないか、との提案があった。

(5) 平成19年度川崎市決算について (資料5)

資金課長より、財政健全化法4指標のうち、実質公債費比率と将来負担比率の状況について説明がなされた。

3 閉会

事務局から、次回開催予定日は11月10日 (会議場は未定) である旨、案内があった。

以 上