

## 第11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11月10日（月）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。

- ・ 金融市場の動向等について生の情報をいただき、今後の起債運営等に活かしていきたいと考えているので、忌憚のないご意見をお願いしたい。

### 2 議事

#### (1) 起債評価について

ア 川崎市債の評価（9月5年債）（資料1(1)）について

9月発行5年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 景況感の悪化に伴う国債金利の低下から、地方の投資家において動意が鈍くなっていたことや上期末に向けて売り物も増加していたことなどから、地方債の流通実勢は拡大傾向にあった。
- ・ 川崎市債のマーケティング前に複数の団体が条件決定しており、シ団の意見はまとまりやすい状況にあったこと、国債+10bpで投資家の需要を確認することができたことから、「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、条件決定に至った。
- ・ 起債評価の観点からも、問題ないものとなった。

上記の報告に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 川崎市債のマーケティング前に複数の団体が条件決定していたことから、市場参加者の目線が揃っていたこと、投資家が地方債を選好していたことなどから、極めて順調な起債であった。

資金課長からのコメントは、以下のとおり。

- ・ マーケットが本格的に荒れる前で、国債+10bpでスムーズに条件決定できた。

イ 他団体の起債評価（9月債～10月債）について

9～10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。

- ・ 9月債については、地方の投資家の需要が、8月までの状況とは異なり、それ程強くなかったこと、また中央の投資家については、8月債までのスプレッドに対するタイト感が強かったことから、上位団体の発行条件は、10年債で8月債比1bp程度、5年債で7月債比1bpのワイドニングとなった。

販売はスローであったものの、クレジットの高い地方債を希望する投資家は多く、他の一般債に比べ需給は良好であった。

- ・ 9月15日のリーマン・ブラザーズの破綻をきっかけとした金融市場の混乱から、实体经济への影響が懸念されるようになり、10月に入ると、日経平均は7,000円台に突入した。
- ・ 債券市場においても、投資家のリスク許容度の低下に伴い、利益確定の売りが広がり、全体的に国債金利は上昇し、地方債の流通実勢もそれに伴って拡大した。
- ・ こうしたなか、10月債については、月初の銘柄では9月債比2bp程度のワイドニングに留まったが、10月10日の北海道債の引合では、国債 + 60 b p 弱の発行条件となり、起債市場の悪化を示す結果となった。
- ・ こうした状況を背景に、東京都をはじめ起債を延期する団体が相次ぐこととなった。

上記の報告に関連する議論は、座長の判断で次以降の議題に譲ることとされた。

資金課長から、11月7日に条件決定された川崎市10年債(資料1(2))について、以下、報告等がなされた。

- ・ 起債に踏みきる判断は大変難しい局面であったが、市場関係者の方々のご意見を受けて実施したところ、市場参加者の目線も概ね揃っており、円滑な発行ができた。
- ・ 先週末に条件決定したばかりであるので、起債評価等については次回のコミッティで議論をお願いしたい。

## (2) 金融市場の動向について

今般の金融パニックについて、メンバーから、以下、説明がなされた。

- ・ 今般の金融パニックの背景は、米国におけるフレディマック等の国有化のあり方、リーマン・ブラザーズの破綻、ワシントンミュチュアルの破綻といったことから、インターバンクの信用不安となり、欧州、新興国へと波及していったことにある。
- ・ こうしたなかで、日本については、円の独歩高となり、株価については、そもそもは国内のファンダメンタルズの問題ではなく、ファンドの解約等から大幅な下げとなった。
- ・ これが円高による業績の悪化を受けた企業の第2四半期決算発表のタイミングと重なってしまった。
- ・ 今回の混乱で、新興国のサムライ債やアイスランドの銀行のもの等を含むCDO等を通じて、地域金融機関の債券ポートフォリオが大きく毀損してしまった。
- ・ このように投資家のリスク許容度が著しく低下したことから、発行市場においては、通常、期初で起債が膨らむ10月にあって、シングルA格の銘柄が全く起債されないといった異常な状態となってしまった。
- ・ 11月に入って、財投機関債や地方債について徐々に見直し買いが入るようになり、改善の予兆が見えてきたところである。

上記の報告に関する質疑応答等の概要は、以下のとおり。

- ・ 地域金融機関は地方債の主要な引受先であるが、どのような状況か？  
状況は厳しくならざるを得ないだろうが、債券での運用ということ自体は変わりよ

うがない。

- ・ マクロでは日本経済全体が悪化しているというところまでは来ていないという認識で良いのか、あるいは今後もさらに悪化するというようにファンダメンタルをたら得ておくべきなのか。
- ・ 環境としては悪くなっていく方向にあると考えられるが、投資家の運用スタイルとしては国債を中心とした公的セクターの投資の増加に回帰するのであまり悲観的になる必要はない。また、投資家の来年度運用計画では地方債のウェイトは増加するのではないかとも思われる。
- ・ リスク許容度の観点から地方債の購入にあたって格付けが意識されてくることが想定されるか？

地方債について格付けがクローズアップされているといった状況にはない。

R&IやJCRがOP格付けに代えて新たに提示してくる指標や健全化指標などを見ながら、銘柄を選択していくことになろう。

- ・ 年限によって何か差異が見られるようなことはあるか？  
景気後退を受けて金利は上昇しにくい環境となったことから、長期債も買える環境にあると考えられる。  
超長期債については、生保などの購入資金の状況によることとなる。  
中期債は地域金融機関等の購入に左右されることもあり、タイミングを計る必要が生じることがあるかもしれない。

上記の報告および質疑応答に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 市場の混乱に伴う質への逃避のなかで、本邦地方債に対する影響は他の一般債ほどではなかったが、9月下旬から10月にかけては、財政基盤が弱いのではないかと見られた銘柄ではスプレッドが拡大する場面も見られた。
- ・ 2年ほど前の再生型破綻法制の議論のなかで、地方債のセーフティーネットの議論がなされていたことが安心感につながっていると考えられる。  
健全化判断比率の公表に際しても、公募団体には問題がなかったこともあり、市場は無反応であった。
- ・ 今般の金融危機を受けて、地域経済や地域金融機関への影響が懸念される。  
地方債に対しても、コストに見合ったリターンを求める声が高まってくることも想定される。
- ・ なお、S&Pでは流動性に焦点を当てた格付けクライテリアの見直しを行うとしているが、本邦地方債では、欧州などと違って減債基金があることから、資金調達・流動性に一定の安定性があることが高く評価されると考えている。

上記に関連して、座長より、自治体向け融資のための新機構について照会したところ、資金課長からの回答等の概要は、以下のとおり。

- ・ われわれも特別な情報は有していない。
- ・ 従前の公営公庫のような政府系資金であれば、公募団体にはあまり影響のあるもの

とはならないのではないかと考えている。

### (3) 市場に配慮した起債運営のあり方について

先ず、中・長期債の起債運営のあり方について、メンバーから以下論点整理がなされた。

- ・ 債券相場のボラティリティーが高い環境にあっては、条件決定時の市場金利によって、スプレッド水準は同じであっても、実際のクーポン水準が大きく異なることとなり、販売状況が左右されてしまう。
- ・ プライマリー市場においてセカンダリー市場の実勢から乖離した不適切なプライシングが行われると、投資家に見れば、敢えてプライマリーで購入する必要性が乏しくなってしまう。
- ・ プライマリー市場の現状は、先行した団体の水準を踏襲する風潮もあり、銘柄間格差が必ずしも適切に反映されているとは言いがたい面がある。
- ・ 調達方式（入札方式か主幹事方式か、直接金融か間接金融か）について、弾力的に見直すことが必要とされる局面もある。
- ・ 無理をしてでも発行すべきか、延期すべきか、発行体として節度ある判断が必要とされる局面もある。

資金課長から、追加の論点として、以下が挙げられた。

- ・ 条件決定から払込までの期間を短縮することに効用はあるか。

上記の論点に関して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 先ず、条件決定から払込までの期間を短縮することにデメリットはない。  
今メリットについては、稀ではあるが募集期間中に引受不能業者が発生するといったリスクを低下させることができる。
- ・ プライマリーとセカンダリーの乖離については、一般論として発行条件が主幹事選定の大きな要素となっている場合に発行条件のタイト化が起こることがあるが、現状のように極めて厳しい環境においては、引受業者にも無理なプライシングを行うような余裕はない。本年9月ころの乖離についてはマーケットの変化があまりにも急であったことが主たる要因であったと考えられる。
- ・ 発行体の節度という話があったが、東京都が延期した理由は、その時点では投資家が揃わず適正な発行条件が見出せなかったということだったと理解しており、今後、そこまでの状況が再来することは想定しにくい。実際、11月債の発行条件である国債+20bpという水準にはきちんとした根拠もあり、マーケットを見ながら、適切に運営されている。したがって、通常は、粛々と起債を進めていくのが良い。
- ・ 平成10年の拓銀破綻等に伴う金融危機の時もそうであったが、団体によっては、資金繰り上、どうしても起債せざるを得ない状況に置かれることもあり、マーケットへの配慮について団体ごとに差がついてしまうこともある。
- ・ 民間企業の場合は4半期ごとの決算で手元資金がある程度把握できるが、自治体会計にも適時適切なキャッシュフローの開示がなされる仕組みがあると良い。

座長より、間接金融の利用についてコメントを求めたところ、メンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 銀行等引受債の環境も良くはない。その理由としては、まず、超長期債のプレイヤーが動けなくなっていること、長めの資金も出し手が少なくなっておりタイトになっていること、大手の事業法人においても手元流動性の確保を重視していること、などが挙げられる。
- ・ 銀行においても投資家としてのスタンスの強まりから、これまでのように安定引受先としての役割を果たしていくことが厳しい環境下になりつつある。
- ・ 間接金融は、引受判断に時間を要することから、早めの調整等が必要であると思われる。
- ・ 地域金融機関においては金利の絶対水準が低いことに加え、リスク許容度も低下していることから起債にあたってはこうしたことも考慮する必要がある。

以上の意見等に対して、資金課長から、以下のコメントがあった。

- ・ 銀行等引受債については一定額を発行しているが、市場公募債の環境が厳しければ、銀行等引受債の環境も厳しいであろうと想定される。
- いずれにしても、川崎市としては、低コストでの調達を実現していくことにより、市民への責任を果たしていきたい。

続いて、超長期債の起債運営のあり方について、メンバーから、以下、説明がなされた。

- ・ 上期は、超長期ゾーンの金利が2%以上で、10年債対比安定的に推移したことから、年金資金や共済資金を運用する国内の投資家を中心に順調に販売されていた。
- ・ 足もとでは、金融市場の混乱により、超長期ゾーンにおいても需要減退が見られるものの、生保等における負債マッチング投資強化の動きは変わらないものと予想されること、さらには、株価下落でリスクが取りにくくなっていることから、安全資産である債券投資への傾斜が鮮明になってきつつあることから、混乱の収束とともに、需要は回復するものと思われる。

上記の説明に関連して、他のメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 超長期地方債に対する全般的な投資家ニーズに変わりはないと考えている。
- ・ 金利低下局面であっても市場の水準感に沿ったスプレッドであれば十分需要を獲得できると考えている。

以上の意見等に対して、資金課長から、以下のコメントがあった。

- ・ 来期の調達計画については今回いただいたご意見を十分に踏まえながら策定していきたいと考えている。
- 来期発行計画については次回2月のコミッティでもメンバー各位の意見をお聞きしたいと考えているが、別途、さまざまな情報等について適宜ご教示いただきたい。

#### (4) 水江町土地の処理について

資金課長より、水江町土地の処理について、以下、あらためて説明がなされた。

- ・ 川崎市土地開発公社が所有する水江町土地については、川崎市が買い戻し民間企業に貸し付ける予定であり、すでに「川崎市企業誘致・産業立地促進計画（地域再生計画）」に基づき、民間事業者の募集を行い、エリーパワー株式会社、第一高周波工業株式会社に20年間貸付ける計画となっている。
- ・ 本年度、本市が土地公社から水江町土地を買戻すにあたっては、起債により約160億円を調達するが、その利払いは借地料と見合ったものとなるような調達を考えている。

上記の説明に関連して、金融機関のメンバーおよび座長から出された意見等の概要は、以下のとおり。

- ・ 20年という超長期資金の引受は銀行にとってもなかなか容易ではないが、銀行数を絞った入札をかけるとか、シンジケートローンを組むといったことがあると思う。
- ・ 現状では外資系金融機関も身動きがとれない可能性もあり、シンジケートローンによる安定調達の手法も考慮されることが必要と思われる。
- ・ 自行だけで20年債のポジションがとれるか不透明であり、他行にもシ団メンバーとして協力してもらう必要があるのではないか。

上記の意見等に対して、資金課長から、あらためて以下のコメントがあった。

- ・ 今回の調達にあたっては、分かりやすく公明正大というのがキー・ワードとなる。

事務局から、「資金使途によって貸す/貸さないということがあるか」との照会があり、これに対するメンバーからの回答等の概要は、以下のとおり。

- ・ レベニュー債として発行するわけではないので、そのようなことはないのではないか。
- ・ 分別管理されるのでなければ、そのようなことはないのではないか。
- ・ 例えば地下鉄の建設資金のような巨額のものであれば、プロジェクトとして、市財政全般への影響を分析する必要があるが、そうでなければ、資金使途自体を論点として取り上げることはない。
- ・ 水江町に関しては塩漬け土地の処理が進むということであり、市財政健全化の観点からは好ましいことと考えられる。

#### (5) 海外IR報告

有識者メンバーより、総務省、財団法人地方債協会および公募地方債発行団体（静岡県・京都市・川崎市）により、10月6日から10月10日の日程で欧州各都市（ロンドン、ベルリン、フランクフルト、パリ、ダブリン）において実施された地方債の海外IRについて、以下、報告がなされた。

- ・ 今回の海外IRに際しては、2月の海外IRを踏まえ、総務省・地方債協会は、海外

投資家を対象とした英文での開示情報を拡充させ、本邦地方自治体によるユーロ円債の発行を可能とし、国際証券決済機関のクリアストリームが証券保管振替機構（ほふり）の間接口座管理機関に承認される、等の施策を行ったうえでの訪問となった

- ・ 今回の海外IRのタイミングは、米国発の金融危機が欧州にも波及し、市場が大きく荒れているなかでのIRとなったが、セミナーを開催したロンドンでは50名弱、ベルリンとフランクフルトではそれぞれ20名弱の参加者があり（なお、別途個別投資家訪問を行った）本邦地方債に関する情報に対するニーズの強さが示された。
- ・ 質疑応答では、流動性に関するものや日本の地方公共団体に対する破綻法制の有無、地方財政健全化法の内容等に関するものが目立ち、地方債の制度面を中心に活発な質疑応答および意見交換が行われた。

### 3 閉会

事務局から、次回開催予定日は来年2月16日の午後1時30分から（会議場は未定）である旨、案内があった。

以 上