

第12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21年2月18日（水）午後1時30分～3時30分

場所：川崎市いさご会館 第7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。

- ・ 今年度最後のアドバイザー・コミッティとなる。今回は起債評価等につき、川崎市からは21年度予算案を報告させていただく。川崎市平成21年度予算は法人税収入は落ち込むが、人口増、都市の底力によりなんとか税収を確保でき、しっかりした編成ができた。しかしながら、今後は厳しい財政運営を強いられることも考えられるので、より効率的な資金調達という面で皆様のアドバイスをお願いしたい。

2 議事

1 起債評価について

(1) 川崎市債の評価（11月10年債）（資料1-1-2：PDF:2KB）について

11月発行10年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 平成20年度における川崎市公募公債10年債の発行は今回債が唯一のものであった。
- ・ リーマンショック以降、市場公募団体による起債が相次いで見送られる環境下において、「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わない中での条件交渉となった。
- ・ 静岡県、横浜市など先行銘柄のスプレッド水準が意識される中、出来上がりクーポンは同時期にローンチされた銘柄の中でも唯一1.7%台を確保できなかったが、スプレッド面では+20.0bpが確保できたことで、後続銘柄に対する目線を提示できた。
- ・ 厳しい環境下であったが、起債運営面、条件交渉面とも比較的円滑に行われた。

◆ 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。

- ・ 「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わなかったのは、厳しい環境のなかで何とか参加してもらいたいという意図で運用を緩めたと思われるが、この川崎市の柔軟な姿勢は評価できる。
- ・ 今回債は共同発行債と同日の条件決定ということもあり、同日条件決定の他団体の個別発行銘柄がなかったことで交渉に集中できたのではないかと。環境的には非常に厳しい時ではあったが、あらゆる投資家の目線に合致した納得感のある水準であったと思う。また、先行銘柄の条件決定により投資家の目線がある程度定まっていたことも円滑な条件決定の追い風になったようである。
- ・ 10月は欧米発の金融パニックによる株価下落を背景としたリスク許容度の低下から、一般債全体に投売りが続いていた中で、11月に入って国債+20.0bpで発行したのは後続の団体への橋渡し役となったしっかりした起債であったのではないかと。

(2) 川崎市債の評価(11月20年債)(資料1-2-2:PDF48KB)について

11月発行20年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 厳しい起債環境の中ではあったが、中期、長期、超長期のイールドの格差が相当開いていたこともあり、投資家としては信用力の高い地方債、特に20年債は買う理由があった局面であった。
- ・ 先行団体と同水準での同じスプレッドであったことから投資家の目線は集約されていた。
- ・ 超長期の地方債に対する投資家のニーズが高かったことから、発行額100億円に対して数倍の需要が積み上がり、きわめて順調な販売となった。

◆ 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。

- ・ 10月以降いったん起債が止まっていたが、投資家の動向や需要の高まりを確認して、機敏に動いたことが投資家の需要の高まりを逃すことなく起債につながられた。
- ・ 20年債と30年債を同時期に出すことで、投資家のぶれていた目線を修正できたのではないか。その意味で超長期ゾーンの復活の役割を果たせた。

◆ 資金課長からのコメントは、以下のとおり。

- ・ 川崎市では発行計画通りの起債をすることを基本としており、今回の起債についても投資家の需要が高いことは認識していた。発行計画ではフレックス枠等を設けず、計画通りの起債を行っている。

(3) 川崎市債の評価(11月30年債)(資料1-3-2:PDF41KB)について

11月発行30年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 金融マーケットにおいてフライ・トゥ・クオリティからフライ・トゥ・キャッシュへの動きがあったため、株価の動きと利回りの動きが必ずしも連動せず、30年国債のボラティリティが高くなるという環境下での起債となった。
- ・ 9月から10月までの間は市場を揺るがす出来事が多く、投資家の目線もぶれていたが、11月の川崎市を含む3団体のスプレッドが近い水準、整ったレンジで決まることによって、30年債ゾーンの水準が定まった。
- ・ 発行額100億円に対して超過需要があり、販売面については全く問題なかった。

◆ 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。

- ・ 10月以降発行が困難な時期が続いていたが、市場関係者の意見から起債の機会を捉えられたことと、先行きの環境の見通しを立てづらい状況であったことから、タイトなスケジュールではあったが、あのタイミングで起債した。

(4) 川崎市債の評価（1月5年債）（資料1-4-2：PDF70KB）について

1月発行5年債について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 1月5年債については、平成21年年明け1月の先行銘柄となった。全年11月に起債が再開されて、おおむね投資家の目線が定まった中での起債となった。
- ・ 第一回目のプレマで加重平均が+17.55bpとなったこと、かつ全体の7割強が+17.5bp～+18.0bpのレンジに目線を置いていたこと、起債環境は依然不透明であり絶対金利水準の低下等から、+17.5bpと+18.0bpの二本値で第二回プレマを実施する方策も検討したが、総体的な需要の積みあがり状況を考慮しかつ、早期に販売活動に注力できるようにとの観点から+17.5bpの1本値で2回目のプレマを実施した。
- ・ 5年債ということもあり窓販の感触が良く、発行額の半分弱を個人で消化できた。クーポンは0.9%台を確保できたこともあり、販売状況は良好だった。条件決定面、起債運営面と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。

- ・ 12月の5年債との比較から、地方の投資家からは絶対金利が低いためもう少しスプレッドの上乗せを望む声が若干あった。一方中央の機関投資家は、12月の5年債と同じスプレッドであれば問題ないとのことだった。投資家によって見方が分かれたことが第1回目のプレマのレンジに影響したものと思われる。
- ・ 11月債の発行に比べると投資家の意見が若干分かれた。絶対金利の低下というマイナスの影響と地方債に対する需要と言うプラスの影響が相殺されたため、前月並みのスプレッドでも問題なく販売できた。
- ・ 年が明けてから以降、銀行の窓販はどの地方債も良好で、販売開始からその日の午前中に売れてしまうケースもある。また、金商法の対応についても施行から1年経過し銀行も慣れてきたことと、地方債を購入する個人の方はリピーターが多いため説明も円滑にでき、順調に対応できている。
- ・ 販売が好調な市場公募地方債に比べて、住民参加型市場公募地方債は発行額も減少しており厳しいと感じられる。自治体によって利回りの格差が大きい理由が外部から分かりにくいことがその要因のひとつと考えられ、今後議論の余地があると思われる。

(5) 他団体の起債評価（11月債～2月債）について

11～2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。

- ・ 10月中下旬の急激な起債環境の悪化を経て、11月以降は投資家動向や市場環境に配慮した起債が多く、徐々に地方債の消化も進んだ。一方で、年末以降に銘柄間格差が広がっており、毎回の起債において適切なプライシングが行われることの重要性が高まっている。
- ・ 11月債については、横浜市10年債がマーケティング期間を長めにとったこともあり、この結果提示されたスプレッド水準に他の団体が合わせていくような状況になった。人気の高い川崎市をはじめとする上位銘柄の販売は順調にいったが、他方もう少し

スプレッドを要求されるような団体もほぼ同じスプレッド水準で決まったため、少し販売に苦勞することもあった。

- ・ 12月債については、10年債の起債が多かったが、地方債の需給はしっかりしていた。11月に比べ、上位銘柄とそれ以外の銘柄において若干の差が生じ、さらに引き合い・入札方式の銘柄の発行条件は前月比ワイド化した。
- ・ 1月債については、絶対金利が急低下していたが、投資家のリスク許容度低下や供給が少なかったことなどを背景に、地方債に対する需要は堅調であり、ほぼ前年並みの目線をもとにプレ・マーケティングが行なわれた。
- ・ 2月債については、地方債の発行額が1月に比較して若干多かったことや、地方債供給増加に関する報道がなされたことも影響し、今後の需給悪化が懸念され、流通実勢を意識した発行条件の設定が必要とされる環境にある。昨年末以降、銘柄間格差は広がっている。
- ・ 主幹事方式に関しては超長期中心であるが、福岡県のように足元のマーケット環境に鑑み、従来の入札方式から主幹事方式に変更する動きも見られた。20年については投資家の需要もあり、条件も安定している。
- ・ 投資家の視点からみると、全般の経済環境がさらに悪くなる中で、個々の自治体の財政をもう少し見ていく傾向も見られる。
- ・ マーケット全体から見ると地方債は安心して買える商品であるが、投資家とすれば銘柄間格差を設けてくることも考えられ、その場合はスプレッド格差が広がると思われる。

2 来年度のマーケットについて

来年度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。

- ・ 景気の現状は、10～12月のGDPの発表にみられるように、第一次石油ショック以来の大幅なマイナスというショッキングな結果になった。今まで日本経済を引っ張ってきた輸出の急減が極めて大きなファクターとなっている。
- ・ 企業セクターについては、世界の景気悪化に伴う輸出数量の減少と並行して生産も減少している。非製造業についても、個人消費関連分野を中心に厳しさが見られ楽観視できない。
- ・ これにより企業収益は、2008年度、2009年度の減収減益は確実で、赤字転落企業が多数出ている。昨年7～9月の経常利益は▲22.4%となったが、下期についてもさらなる減益は避けられない見通し。
- ・ 設備投資は当面減少基調で、10～12月は▲5.3%と7年ぶりのマイナス幅となった。
- ・ 外需は、10月以降急激に輸出が減少している。欧米に続いてアジア向けすらも急減しており、もはや輸出が消えてなくなってしまうような勢い。
- ・ 財政については、2009年度一般会計予算は今まさに国会で議論されているが、景気対策はすでに一般予算ベースで最大の予算枠が組まれている。同時並行で追加景気対策も必要であると早くも出始めている。
- ・ 地方債に関しては、2009年は相当増額されるので、需給は悪化する。その中でよりマーケットを意識したきめ細かなマーケティングをすることが求められる。

- ◆ 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。
 - ・ ここ10年くらいの日本の債券相場では国債が増加する度に需給悪化懸念はあった。しかしながら長い目で見ると、結局はデフレの中で金利は低位安定、おおむね横ばいというのが相場観であった。足元も1.2%から1.3%の攻防という中では国債の需給悪化懸念という材料を持っているが、それが1%後半から2%を越えるような上昇要因にはなっていないと思われる。
 - ・ 海外においてもデフレの方が強く出て金利は下がっているので、基調としては需給よりはファンダメンタルズの方が要因としては大きいと思われる。
 - ・ 日本の場合は経常黒字国で国債は国内で消化されている状況なので、増発による需給悪化に対する抵抗力はある。アメリカの場合は外から資金を入れているので、日本とは状況が違うと思う。

3 平成21年度川崎市債発行計画について（資料3：PDF56KB）

資金課長より以下の説明があった。

- ・ 基本的には中期、長期、超長期をおおむね3分の1ずつ発行する方針は変わらない。ポイントは個別発行の10年債について、今まで秋に100億発行していたものを5月に150億、11月に100億の2回とした。市場公募債合計で1,200億円を発行する予定。
- ・ 銀行等引受債について5年債は208億、10年債は9月に70億、3月に67億、超長期債は100億を計画している。また、公的資金は197億円を予定している。
- ・ 今期の計画で一番心配なのは5月の10年債の150億で、プレミアの時期がゴールデンウィーク明けになるため、プレミアから発行までのスケジュールがタイトになる。また、休み明けのマーケットが動くかどうか気がなるところで、この点について皆さんの意見を聞きたい。

- ◆ 上記の報告に関連する、質疑応答やメンバーから出された意見等の概要は、以下のとおり。
 - ・ 5月の150億については、マーケット環境にもよるが、川崎市に対する投資家のニーズを考えれば心配するような金額ではない。プレミアの日数と条件決定してから払い込みまでをどれくらい取るかによるが、そこさえ調整すれば心配ない。
 - ・ 150億は目立つ数字ではないが、出納整理期間ということで5月に10年債が増えると思われ需給面の不安要素はある。起債日程については2週目の7日、8日に投資家がどれだけ動いているのかがポイントとなると思われるので、例えば、プレミアを現行の2日間から3日間にして投資家がレンジを見て動きやすい時間を延ばして、150億へのしっかりした需要の積み上げをする方法も考えられる。
 - ・ ナショナルシ団の予約を取り始める投資家から声が聞こえるのが、4月中旬以降に出てくる都債のあとくらいと考えられる。その声を反映してゴールデンウィーク明けから条件決定のプロセスに入るのは全く問題ない。4月、5月の出納整理期間の銀行等引受債の売り物が公募債に影響を与えるという議論があるが、過去2年間は第1四半期に金利が上がっていたので問題なかった。しかし金利が大きく低下する場合は

- リスク要因となる。
- ・ 川崎市では5年債について半分は個人消化を目標にしているため、販売期間を短くせざるを得ない5月には5年債の発行は控えたい考えである。
 - ・ 銀行等引受債については、条件によって与信としてポートフォリオ全体の観点から検討するが、案件を選別する動きもあるので、今まで以上に与信判断は厳しいものになると思う。
 - ・ 3～5月は銀行等引受債を含めて発行が集中する時期であり、今年度に関しては税収の落ち込みを受けた減収補てん債、保証金免除の繰上げ償還のための借換債の発行もある上に民間の資金需要も逼迫感があるため、例年以上に留意する必要があると思われる。
- ◆ 資金課長からのコメントは、以下のとおり。
- ・ 市場公募債、銀行等引受債のバランスについて、市債の発行総額は予算で決まっており、必ず発行できるものを公募債とした上で、残りを銀行等引受債にしている。銀行等引受債は事業の繰越や工事契約入札による差額が必ず発生するため、結果的には当初計画額に満たないことが通常である。
 - ・ 当初予算ベースでは起債総額を固めているが、例えば景気対策で公共事業を追加するとか、減収補てん債を発行するとかで起債総額が増えた場合、補正予算が最終的に確定するのが年度末ぎりぎりになるため、年度内に追加分の公募債を発行することは難しい。しかし、ロットが大きくなった場合などには、翌年度に公募債として発行する選択もあることを、金融機関の皆様にはご理解いただきたい。

4 平成21年度川崎市予算案について

- ◆ 資金課長より、『平成21年度川崎市予算案』（資料4）について、以下、説明があった。
- ・ 予算の規模は、前年度増減率は4.6%減だが、昨年水江町の用地を取得したのでそれを除いた実質増減率は3.6%増となる。市税に関しては、個人住民税が59億円増、法人住民税が79億円減、固定資産税が20億円増となり、トータルで2億円の増になった。歳出においては、公債費が217億円減っているが、これは主に水江町転貸債にかかる公債費がなくなったためである。
 - ・ プライマリーバランスは、公債費が791億円、新発債が655億円で、約140億円の黒字になっている。

5 地方債協会報告について

- ◆ 地方債協会より活動報告について説明があった。
- ・ 川崎市のアドバイザー・コミッティーに今年度から参加している。主要事業である地方債に関する調査研究委員会を紹介する。平成18年度から許可制から協議制に移行することになり、それに向けて5年度間に市場公募のメニューを充実させるために、平成14年3月に報告・提言を行なった。その際に共同発行市場公募地方債や住民参加型市場公募地方債などのメニューをそろえ、団体がそれぞれ選択、オプションとして調達ツールを使えるようにしようとした。

- ・ 市場化を進める流れの中では、当時28団体から今年度44団体と16団体増えた。一方で公募化についても、18年9月から個別条件決定方式に移ったが、その中で我々は商品性の多様化を図ることによって柔軟な安定した消化をはかろうと提言した。
- ・ 19年度は仕組債についても検討を行なった。
- ・ 20年度は公募化推進を進める中で、残り20の都道府県の非公募県を公募化することによって、64団体すべてが公募団体になることになることを念頭に銀行等引受債の課題を検討した。
- ・ 今年度は、銀行等引受債により流動性、安定的な消化を求めることが主な活動となった。
- ・ 昨年10月の海外のIRIについては、川崎市も参加したが、地方債の安定的な消化先の一つとして投資家層の多様化に繋がると思われる。

◆ 事務局からの報告

- ・ アドバイザリー・コミッティは、市場との対話を目的に平成18年度から開催している。その間、個別条件決定方式の導入、財政健全化法の施行、格付け、金融危機などがあったが、その中でなんとか起債運営が出来たことは、当初の想定した以上の効果があった。来年度についても引き続き開催していきたい。

3 閉会

閉会にあたって、財政部長から、以下、挨拶があった。

- ・ 川崎市は比較的財政状況は良好だが、皆様のアドバイスをいただき、引き続き起債について勉強していきたい、今後ともご協力をお願いしたい。

以 上