

第13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5月26日（火）午後1時30分～3時30分

場所：J A セレサ川崎ビル 4階会議室

1 開会

- (1) 財政部長から、「起債アドバイザー・コミッティは、有識者・市場関係者からの的確な情報・コメントを頂きながら効率的な起債運営を行うことを目的として開催されている。厳しい市場環境ではあるが、コミッティ・メンバーからの忌憚のないご意見を頂き、安定した財政運営を図るための有意義な会としていけるよう、御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等について、事務局から説明があった。（別紙）
- (4) 上記に則り、座長の選出手続きが執られ、東洋大学の稲生教授が本会合の座長に選出された。
- (5) 座長から、「市場関係者の生の声を、金融危機等の新しいテーマを踏まえて川崎市債の運営に反映していけるような、有意義なコミッティにしていきたい」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、議事録の作成・公表はせず、議事要旨を公表することとなった。

2 議事

(1) マーケット環境について

事務局から、今後の超長期債として、30年債、20年債を各々100億予定している。昨年度は下半期に起債するという前提で主幹事証券の選定を9月に行った。今年度は、年度後半に金利が上昇するとの見方もあり、市債発行の時期を判断するための意見交換をしたいとの説明があった。

債券相場の長期金利について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 米欧では、直近の大型の財政出動を背景に、長期金利が相当上昇している。
- ・ 一昨年夏以降、サブプライム問題を発端とした、国際金融市場の混乱と経済の後退が継続している。米国系大手企業の問題もあり、金融市場が平時に戻るにはしばらく時間がかかるものと想定される。
- ・ 内外の実態経済についても、昨年の後半以降の株式市場の大幅な下落、雇用削減等もあり、調整局面にある。なかでも輸出依存型であった日本はG7の中でも最も深刻な調整を強いられている。
- ・ 一方で、世界的に大規模な財政出動や非伝統的な金融政策が行われており夏場以降、徐々に金融市場の安定化と実体経済の底打ちに効果を発揮していくものと見られる。その結果、株価、金利は底打ち、安定に向かって行くものと考えられる。

- ・ 内外の今年度の金融政策については緩和状況を維持しつつ、直接金融主体のリスクマネー供給策が当面継続されると考えている。来年度後半に向け、米国経済が回復していった場合、金利も引き締めの方に動いていくこともありえる。
- ・ 国内では、09年8月が最有力視されている総選挙を控え、追加的な景気対策が打ち出される可能性もある。また、選挙後、年末にかけて第2次補正、7月にスタートする国債増発の影響が年末に金融市場に影響を及ぼす可能もある。
- ・ 債券の需給については、国債増発の趨勢に加え、郵貯資金等の公的資金の預託金の償還終了により、昨年来、債券投資が減額となっている。海外投資家も財務レバレッジ率の圧縮により、債券はやや売り越し基調となっており、今年度、買手として期待されるセクターは、国内銀行、長期ゾーンでは生命保険会社関連であろうと予想される。
- ・ イールドについてはスティーブ化後、金利水準が1%後半に上がってくれば、その後はややフラット化していくのではないかと見ている。金利は年度の前半は低位安定、国債が増発される7月以降はやや上昇基調に転じ、年度末に向けて第2次補正予算の影響などがあれば、再度の一段高を目指す展開もありうるのではないかと見ている。
- ・ 日本の会計年度は4月にスタートし、3月に終わるというサイクルになっており、特に2001年の時価会計の導入以降、キャリー収益又はロールダウン収益の獲得を目指す債券投資では、機関投資家を中心に4 - 6月期に積極化し、その結果、長期金利はボトムやピークになる傾向がある。
- ・ 全体として長期金利は、当面、マクロ環境の悪化や金融不安に伴い低位安定傾向が見られる。年後半にかけては、景気・金融対策に伴う国債増発等の影響などで金利上昇要因が勢いを増していく可能性もある。

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。

- ・ 地方債の6月債の需給状況は、やや消化に苦労するのではないかと見ている。(カット?) 3月下旬から発行された社債については、発行額の3-5倍程度の需要を集め、高値で取引された。地方債も比較的堅調にきている。その理由は、3-5月の減収補てん債の大幅増額に伴う銀行等引受債の需給悪化懸念が想定ほどは具体化しなかったこと、日銀による証書貸付債権の適格担保範囲の拡大等が図られたことが考えられる。
- ・ 金利も1.4%にまで高まっており、それなりの需要は見込まれるものの、スプレッドのタイトニングが進んでおり、スプレッドを重視する投資家の一部は6月債から投資減額あるいは見送りというケースも出てくるかもしれない。
- ・ 通常、需給の悪化は地方債からということがパターンだが、今後これが転換点となるかどうかについては今後の金利水準次第であろう。現在の地方債の買手は、信金等を含めた地方金融機関が中心となっている。こうした金融機関中心の市場は、金利変動、年度末の株価の着地見通しによりリスク許容度が大きく変化するため、年間を通じて需給関係を維持することは難しく、展開によっては下期が近づくとつれ、需給関係は厳しくなっていく可能性もある。従って、下期までに年金や中央の投資家がどれだけ戻ってくるのかが、重要なポイントとなる。

- ・ 今年度全体で公的市場を見ると、対前年度比で4～5兆円の供給増となる。他方、社債等は4～5兆円程度減少する見通しであり、投資家は、公的債券を購入することになる。スプレッドに影響を与えるのは、金利水準自体というよりは、金利のボラティリティである。従って、金利のボラティリティの大きい局面では、需給も不安定となる。下期の金利のボラティリティには注意が必要となる。
- ・ リーマンショック以降、海外投資家の活動は低下している。他方、5月のECB政策決定会合ではカバードボンドの買い入れの案が浮上する等の好材料もある。海外の投資家で、地方債に興味を示していたのは、カバードボンドの発行金融機関であるため、カバードボンドの買い入れが国際市場の安定化に寄与してくる展開になれば、日本の地方債の妙味を探るような動きも出てくる可能性はある。ただ、海外投資家の戻りには一定の期間が必要と思われる。
- ・ 各地方自治体が今年度の発行計画発表以前から、平成21年度は起債 / 調達ラッシュとなり、スプレッドがワイドニングする懸念があった。結果としてこの懸念は実現はしなかったが6月債以降もスプレッドが需給に及ぼす影響については注意を払っておく必要があるのではないか。

上記に関連して資金課長から、川崎市では金利変動リスクを回避し、年間を通じて平準的な発行を目指すというのが、基本的な考え方である。一方で絶対金利も志向したい。したがって平準発行を基本に、絶対金利を意識しつつ、需給を見極めでの起債タイミングを探っていくことになる。とのコメントがあった。

(2) 年度当初の30年債発行について

事務局から、地方債の償還年限が最長30年である関係で30年債は新発債を充当しなければならないことから、これまでは通常の国との起債協議スケジュールに合わせて下半期に発行する計画をしていた。下半期以外の発行としては現年度歳入予算として出納整理期間に発行するということもあり得るが、当市では安定資金調達という観点から公募債については年度内(3月まで)発行としてきた。一方で先般、他団体による4月の30年債発行がなされたことから今後の発行計画の幅を広げるため、4月の30年債需給等について意見交換をしたいとの説明があった。

年度当初の30年債発行について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 本年度4月に30年債を発行した名古屋市のコメントについて情報ベンダーを参考に重要なポイントをまとめると次のようになる。ひとつは、良好な起債環境との情報を得て、30年債の起債を決めたこと、二つ目は主幹事からの意見を参考に、市場環境等を踏まえて銀行等引受債から振り替えたこと、三つ目は4月中に発行する必要があったため、機動性を重視したということである。以上のことから、起債判断の主要因を考えると、「起債環境」と「発行体の資金需要」ではなかったと思われる。
- ・ 年度当初の30年債の起債も状況によっては有効な起債ウィンドウの一つとなりえると考えられる。その際には、投資家の需要動向、資金需要、他の起債ウィンドウ活用との比較が起債検討上のポイントとなると考えられる。

上記に関連して資金課長から、資金調達の方法は銀行等引受と公募債があり、発行体としてはどちらも選択でき、可能であるならば債券による超長期銀行等引受債の発行なども考えられるが、超長期を銀行等引受債でやるには、流動性がないなど、条件が厳しいと聞いているので、その辺りのことについて意見をうかがいたいとの説明があった。

上記に関連して、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。

- ・ 他団体の事例として、発行体と銀行団でかなりの調整をした上で、年度で予定していた銀行の証貸しを債券に振り替えたというケースはある。ただし、超長期については証貸による30年債は実質的には難しいし、20年債でも相当困難な状況である。債券でも知りえる範囲では30年債という例はない。仮に引受けられるとしても相当のスプレッドが要求されると思われる。
- ・ 30年公募に関しては公募発行団体の公募であれば安定的な需要が見込まれるが、銀行等引受になると投資家層が狭められ、同じ投資家でも銀行等引受であれば、公募に比べてスプレッドを要求する投資家もいる、したがって超長期債発行において、公募・銀行引受資金どちらも選択できるのであれば公募のほうがよろしいかと思われる。ただし、銀行等引受でも投資家の存在はある。
- ・ 縁故債か公募債かを選択する場合に、起債スケジュールも意識しなければならないと思われるが、公募債の場合は主幹事証券の決定等を含めても2週間程度の期間があれば、必要な準備は整えることができる。
- ・ 出納整理期間での超長期債発行として、3月末に主幹事選定、4月にIR等の準備を進めながら、5月中旬に起債の条件決定を行ったという事例があり、ロットについても必ずしも50億円・100億円といった単位でなくても起債は可能である。

上記に関連して資金課長から、出納整理期間の起債については、決算調製に伴う起債需要額や需給環境を見ながら、公募の選択も視野に考えていきたい。とのコメントがあった。

(3) 個人消化率について

事務局から、当市の5年公募債は個人消化率目標を50%に設定している。シ団の方々からの情報を集計すると、金額ベースでは概ね90億円程度となる。個人消化を一定額確保するための方策として、全国型の公募債と切り分けて、レギュラー・オーダーを発行することのメリット、デメリット、及び切り分ける場合の、全国型、住民参加型のメリット、デメリットについて伺いたい。との説明があった。

個人消化率について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 住民参加型地方債発行額は、拡大傾向にあったが、直近では3000億円を割る水準と縮小している。原因としては、住民参加型市場公募債としての発行に資するような住民に説明しやすい事業が減少していることや、国債でも消化が困難になってきているように、個人マネーが国債、地方債に充分には流れてきていないという個人投

資家の金融商品への選考の問題があるものと考えられる。こうした状況ではあるが地域住民に対する行政サービスへの参加意識の向上という観点からすれば、継続的に取り組んでいくべき課題ではあると思われる。

- ・ 市場環境、特に金利水準が相当下がっていることもあり、個人の消化率が過去の水準と比べると強くなってこないという傾向が見られ、発行体側も個人販売の発行額減額あるいは個人向けを中止するという動きもある。
- ・ こうした状況を踏まえ、地域枠の撤廃などの販売条件を緩和する動きも見られる。
- ・ 個人消化率を考える際のポイントとしては、発行目的、商品設計、投資家需要、起債環境への柔軟な対応、競合商品、発行タイミング、発行体・シ団、双方の事務負担、他団体の例等がある。特に4点目については、個人販売は金商法の影響もあり1回あたりの販売に一定の事務負担がある。
- ・ 全国型市場公募のメリットとしては、販売地域が拡大することが挙げられる。一方、個人向けとして銘柄を切り分けた場合には、機関投資家のニーズは高いが、個人では低いといった場合でも個人にしか販売できないといった、市場環境への弾力的な対応が困難な場合もあることに留意が必要となる。また、個人向けということ considering 販売単位にもよるが、発行条件の設定等の工夫（クーポン下二桁を偶数にする等）や、全国型であるが、実質は住民参加型と変わらないため、手数料水準（引受手数料、元利払手数料）にも留意が必要と思われる。
- ・ 個人投資家向け市債の動向としては、5年債が中心ではあるが、比較的、個人が購入しやすい3年債が見受けられる一方で、7年債については廃止される事例もある。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。
- ・ 購入可能地域を広げて販売しても、ほとんど当該地域での販売がなされる傾向が見られる。
- ・ また、手数料については実態に合わせた手数料水準となっている団体の例もある。上記に関連して資金課長から、当市では個人消化率50%を目標としており、現在は5年公募債について年度当初にシ団メンバーに計画を提出してもらい、これを基本に進めている。一方で、個人消化促進の観点から、個人販売分を切り分けて発行する方法もあり得るのではないかという点について、実際に販売を手がける市場関係者の方々の意見をうかがいたいと思っている。
- ・ 住民参加型市場公募債は、共同市場公募債と同じタイミングで議論をされていたものであるが、その背景は、財投改革、地方分権の問題から地方としては有力な資金調達のツールを持つ必要があり、そのために直接金融を導入するというものであった。
- ・ 個人消化促進という観点からは、住民参加型ということを明確にして発行することも考えられる。
- ・ 販売という観点からすると国債も販売に苦労していることもあり、ポイントは実需があるかどうかということにある。住民参加型が登場した当初は、メッセージ性が強く、注目を集め、住民の方々も行政参画に貢献しているというメンタリティな部分で購入されていた傾向があったと思われるが、現在は購入者の方々も実利という

か実効性を見ている感がある。実需という観点からすると、金利水準がキー・ファクターになる。5年債であれば、1%ないと売りづらく、1.5%あれば注目を集めることができるというのが現場からの声である。

- ・ 期間の短い5年債は、イールドがフラットの状態となっているため、商品性の見直しというテーマのなかで3年債も一考の余地があると考えられる。

(4) 上限利率の設定について

事務局より銀行等引受債については入札で資金調達をすることがあるが、今後、急激な環境変化が起こり、休債が必要となるような事態が発生する可能性もあり、意見交換をお願いしたい。との説明があった。

上限利率について、メンバーから、以下、報告があった。

- ・ 入札の段階で事前に $TSR + X\%$ という形で上限金利を設定している事例や売買参考統計値等を参照して上限金利を設定している事例がある。また、入札は実行されたが借入が見送られたケースもある。(発行体内部の基準を上回ったものと思われる)
- ・ 一方で、規模の小さい団体等では、札割れという事例もあり、資金調達先の目処がない中で、単純に入札に持っていくのは、予想外の結果を招く可能性があることは想定しておくべきである。
- ・ 単純入札は、透明性を確保できるものの、札割れ等のリスクもある。調達コストをコントロールすることはそもそも困難であることから、ある程度の調達コストのレンジを確保すること、証券で言えば主幹事方式、銀行で言えばシンジケートローンでのアレンジャーの選定等により、一定のリスクヘッジ手法も有用である。
- ・ TSR を基準に上限金利設定することについては、銀行の調達コストと TSR に乖離があり、そのベースリスクを銀行が負うことになる。また、売買参考統計値を用いた場合にも、応札者にとってより厳しい条件となることも想定され、場合によっては入札不調を招く可能性があることを認識しておく必要もあり、出し手が応札しやすい条件設定が重要となる。

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。

- ・ TSR を基準とした上限金利を入札証書に記載されている事例もある。入札不調を避ける手段として銀行団にプレ・ヒアリング等を実施する等の方法をとることも有用である。
- ・ 例えば、絶対値で年利5%を超える入札は不調である、といった設定をされるケースもある。上限金利設定が設けられている場合には応札しづらいこともある。上限金利を設定する場合にはその趣旨や根拠を明示していただくと、ありがたい。
- ・ 銀行としては、自己資本比率から逆算した投入アセットに対するプレミアムが必要となってくる。そこから、応札できる下限が自ずと決まってくる。
- ・ 公募債で上限金利を設定されているケースもあるが、現行の水準は、起債が概ね実現できる水準で設定されている。

3 閉会

次回は9月8日に開催予定。

以 上