

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

Award 2016 特別、埼玉県



埼玉県は超長期の起債で年間事務主幹事制を採用し、2016 年度は 8 本の超長期債を供給した。時機を見た年限選択や手法が評価され、地方債等部門で BEST ISSUER OF 2016 を受賞し、一般債で初の 25 年債は BEST DEAL OF 2016 を受賞した。埼玉県企画財政部財政課民間資金担当主幹の岸幹夫氏と主査の小林照明氏、2016 年度に年間事務主幹事を務めた野村証券のデット・キャピタル・マーケット部次長兼 DCM2 課長の森健太郎氏に話を聞いた。

埼玉県企画財政部財政課
民間資金担当主幹
岸 幹夫 氏

・埼玉県が 2016 年度に発行した超長期債

条件決定	回号	年限	償還方法	発行額	表面利率	スプレッド	対カーブ	主幹事
2016/4/22	1	30	定時償還	150	0.495%	MS+20bp	－	野村/大和/ S M B C 日興
2016/5/11	18	20	満期一括	200	0.323%	国債+5.5bp	+4.5bp	野村/大和/ S M B C 日興
2016/7/1	5	30	満期一括	300	0.260%	国債+12.3bp#	－	野村/大和/ G サックス
2016/10/19	1	25	満期一括	150	0.543%	国債+9.0bp	+9bp	野村
2016/11/16	4	20	定時償還	150	0.260%	MS+10bp	－	野村/ S M B C 日興/大和
2016/12/1	19	20	満期一括	200	0.536%	国債+6.0bp	+4.5bp	野村/ S M B C 日興/みずほ
2017/1/19	3	15	満期一括	100	0.430%	国債+11.0bp	+10.5bp	野村/ S M B C 日興/大和
2017/2/10	6	30	満期一括	200	0.957%	国債+11.0bp	+11bp	野村/大和/ S M B C 日興

*発行額：億円/MS＝ミッドスワップ・レート

#：C-EYE 算出

埼玉県 30 年定償償還債のポイント

① 期初の投資家目線を形成し、後続案件へ良い流れを創った

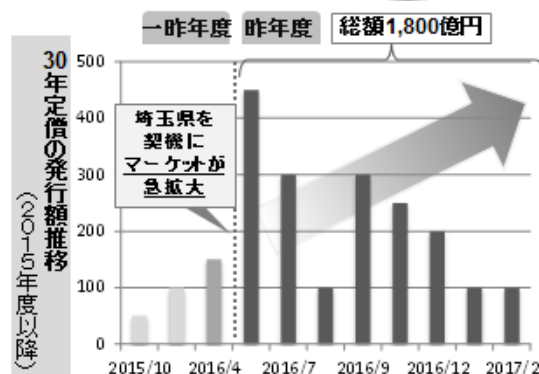
- ▶ 当年限の目線が定まっていなかった中、改めて新年度のスプレッド目線を丁寧に探った。最終需要は約400億円に及び、150億円に増額してもなお、約2.5倍以上の需要超過を創出。30年定償債の市場拡大を印象づけ、後続団体に良い流れを創った

② 「具体的な水準を提示」してソフトヒアリングを実行

- ▶ サウンディングで幅広い投資家から高い関心が寄せられたことを踏まえ、限られたマーケティング期間で精緻なスプレッドの対話が可能となるように、ソフトヒアリングにガイダンスを設けた。水準感が見えたことで投資妙味を感じた投資家需要が一気に高まった

③ 先入観ない幅広い対話で購入者層を拡大

- ▶ 中央・地方投資家共に先入観なく幅広く対話を実施することで購入者層の拡大に尽力。30年定償債で初めて中央投資家の取り込み成功



30年定償債の目線が形成。想定を超える旺盛な需要が集まり、30年定償債を発行する団体が増え、その後の市場の拡大に貢献

--5月の20年満期一括償還債について

森：20年満期一括償還債は、4月に大量に供給されていたうえ、20年国債の利回りが連日過去最低を更新しており、需給に対する不安が漂っていたが、大幅な超過需要を積み上げることで不安を一掃した。金利変動リスクを最小限に抑えるため日程を2日間とし、主幹事マーケティングに1日、シ団マーケティングに1日を確保してシ団も円滑に販売できるよう配慮した。

--昨年度の案件を振り返って

森：年度の最初に勧めたのが30年定償償還債だった。2016年4月の時点で30年物定償債は北九州市と横浜市しか発行していなかった。都道府県として初めて発行し、ベンチマークを形成してもらうことを期待した。MS対比のスプレッドは、前年度まで+24bpだったが、非常に旺盛な需要を集めつつ、+20bpという期初の新しい水準を形成することができた。最終需要は約400億円と大幅な超過だったが、後続団体に需要が残るよう増額を150億円にとどめた。

--埼玉県債の後、30年物定償債は2016年度に1800億円が発行された

森：埼玉県債が順調に起債されたことで、30年定償債の発行を決める団体が増え、市場の拡大に貢献したと言える。

埼玉県第18回20年債のポイント

① 超過需要の創出により20年満期一括償還債の需給懸念を払拭

- ▶ 20年金利が連日過去最低利回りを更新するような難しい状況での起債。4月に20年債の起債が続く一方、ベース金利の低下による地方需要の減退懸念から4月後半には需給の緩みの声の一部があがっていた。5月の最速日程で起債し、主幹事マーケティング1日のみで発行額の1.5倍の超過需要を創出できたことで、改めて20年地方債に対する需要の強さを印象付けた

② 金利変動リスクとシ団販売に配慮した起債スケジュールの設定

- ▶ 金利変動リスクを最小限に抑えるため、マーケティングの日程を2日間に設定。また、主幹事プレマを1日に抑え、代わりにシ団プレマの日程を1日確保することで、シ団が余裕を持って販売できるよう配慮した点は大きい。4月は20年債の供給が多く、銘柄間で需要格差が散見される中、起債運営を工夫することで、主幹事・シ団ともに順調な販売を実現した

③ 幅広い業態からの参加、新規投資家の開拓にも成功

- ▶ 地方自治体や諸法人で投資家件数が積み上げるとともに、中央についても定例投資家の他、生保の業態の捕捉に成功。延べ100件以上の幅広い投資家が参加し、大幅な超過需要に繋がった

4月・5月20年債の起債状況

発行体	日付	発行額(億円)
千葉県	4/7	200
川崎市	4/13	140
名古屋市	4/20	150
横浜市	4/20	150
愛知県	4/27	150
兵庫県	4/27	200
埼玉県	5/11	200
福岡県	5/12	200
大阪市	5/19	200

4月大量供給とベース金利の低下を受けて地方投資家の需要が減退しつつある中、最終的な需要倍率は約1.8倍。20年満期一括償還債の需給懸念を払拭し、後続案件に繋げた

埼玉県第5回 30年債のポイント

① Brexit直後、「30年債初の絶対値併用マーケティング」で需要を積上げる

- 想定外のBrexitとなり、投資家動向が変化する難しい局面での起債運営。3日間サウンディング継続をする中で投資家の声を拾い、30年地方債では初めての絶対値とスプレッドを併用したマーケティングを実施した。市場環境に即した丁寧な起債運営が投資家から好感され、初日から旺盛な需要が積み上がった

② 絶対値で条件決定をしつつ、スプレッド水準についても投資家目線を確認

- 絶対値が意識されやすい局面だったが、同時にスプレッドの投資家目線についても対話を実施。レンジで示しつつ丁寧な対話を実施し、国債対比12bpで目線集約が図られた。この水準は先行団体と並ぶ結果となった

③ 柔軟かつ新たなマーケティング手法で、多様な顔ぶれの需要を捕捉

- 併用マーケティングを駆使し、30年債のコア投資家層である中央投資家を確認と捕捉。系統上部や生保といった定例先以外に徐々に地方債に回帰する先も見られ、先行団体と比べて多くのオーダーを集めた
- 昨年度初めて30年地方債を購入した投資家も複数件確認され、投資家基盤の拡充に繋がる起債となった

重要イベント通過後の難しい起債環境下、時間をかけた丁寧な対話が奏功。地方債30年の新たな水準を形成するとともに、改めて超長期債の潜在需要を引き出すことに成功

--25年債について

森：10月の25年債は、公募発行市場初の年限で、従来取り込めなかった投資家を地方債市場に呼び込み、投資家の基盤が拡充された。地方債の借換債の最長年限が20年から25年まで伸びたことで、調達年限の多様化と償還管理の簡便化が可能となったという自治体にとっての意義もあった。

--7月の30年債はこの年限で初めての絶対値プライシングだった

森：英国のEU離脱決定という予想外のイベントの後で、30年国債の利回りが一時0.050%にまで下がり、投資家のスタンスや目線が大きく変化した。起債ができるかどうかさえ分からない環境だったが、絶対値と国債スプレッドを併用したガイダンスを打ち出し、絶対値の0.260%でプライシングした。新たな目線を形成し、約900億円という最終需要を創出した。当社が把握する限りでは2016年度で中央投資家の稼働件数が最も多い30年債だった。

埼玉県第25年債のポイント

① 機動的な起債によって本邦初となる年限発行に至る

- 超・低金利環境の継続により、投資家動向に著しい変化が見られる中、多様化する投資ニーズに即した年限の発行を目的として、機を見て本邦初となる25年債を発行
- 「本邦初の年限」の起債が成功に終わったのは、埼玉県の「市場との対話を重視する柔軟な起債運営」と、「単独主幹事による機動的かつ柔軟な起債運営」が奏功した

② 絶妙な起債時期の選択と丁寧な市場との対話で、旺盛な需要を獲得

- 起債タイミングは、投資家との丁寧かつ真摯な対話による適正な水準を追求すべく、①投資家需要、②重要イベント、③他年限の発行条件の3点を考慮。下期初を選択
- また、具体的な起債プロセスに入る前に、投資家目線・需要感を丁寧に探るべく、計2日間サウンディングを実施。「20年、30年とのスプレッドバランス」「絶対値0.5%以上」「スプレッド2桁以上」などの声を踏まえたマーケティングを行ったことで中央・地方幅広い業態から高い関心が示され、増額に繋がる旺盛な需要を獲得した

③ 地方債市場の更なる発展を見据えた起債

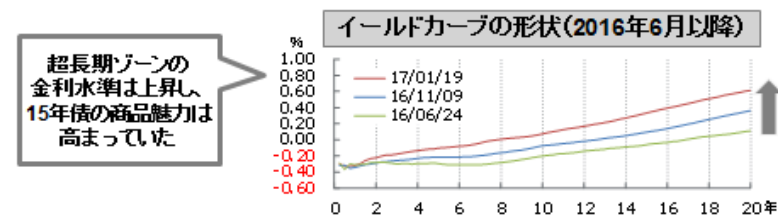
- 20年債と30年債の中間の年限の発行によって、従来取り込めなかった投資家を地方債市場に呼び込み、投資家基盤の拡充に繋げることに成功
- 発行体サイドから見ても、借換債の最長年限が20年債から25年迄伸びた事で、調達年限の多様化・償還管理の簡便化を図ることが可能となり、地方債市場全体で意義のある案件

25年債という新しい年限の供給で久々の稼働となる先や地方債新規先が複数参加し、地方債市場の投資家基盤の拡充に繋がった

埼玉県第 15 年債のポイント

① 15年債の商品魅力が高まったタイミングで機動的に起債を実施

- 米大統領選挙後のグローバルでのリスクオンの流れを受けて、超長期ゾーンの金利水準は切り上がっており、ミドルリスク・ミドルリターンという15年債の商品性の魅力が高まっていたと考えられる局面となっていた
- 年限検討から起債までの期間を短縮し、機動的な起債運営を実施



② 中央投資家等の回帰の動きを捉え、投資家基盤の拡充に成功

- 15年債の投資妙味が最も高まる起債時期を選択したことで、動意が高まった投資家の潜在需要を捕捉
- 数多くの地方投資家の購入を促したことに加え、直近稼働が見られていなかった中央勢が複数件参加に至り、幅広い投資家層を捕捉。投資家基盤の拡充に繋がる起債となった

③ 初日から大幅な超過需要を創出。「15年債の需要復活」を印象づける

- 初日から大幅な超過需要を獲得。最終需要は、発行額を大幅に超過する約2.6倍まで需要が積み上がり、地方債のベンチマークとして「15年債の需要復活」を印象づけた

イールドカーブの形状変化から15年債の商品魅力が高まった好機を捉えて通年事務主幹事制ならではの機動的な起債運営を実施。大幅な超過需要を創出し、「15年債の需要復活」を印象付けた

--1月の15年債は、この年限が3ヵ月以上途絶えた後の起債だった
森：11月の米国大統領選後にベース金利が急上昇し、15年債という商品の魅力が高まったタイミングを捉えた。通年事務主幹事制ならではの機動的な運営ができ、2.6倍の大幅な超過需要となった。



埼玉県企画財政部財政課
民間資金担当主査
小林 照明 氏

■年間 85 件の投資家を訪問

--埼玉県が通年事務主幹事を選ぶ際のポイントは

小林：様々な提案書をもらい内容の評価する。当県だけでなく、ほかの団体での取り組みも見ている。2016 年度は、自画自賛ではあるものの当県の取り組みが最も優れていたため 2017 年度も野村証券を指名した。

--提案書の中身は例えば何か

小林：証券会社の引受体制や年限ごとの戦略、そのほか IR の戦略や、当県に有意義な取り組みの提案をもらってそれを評価している。

--2016 年度の IR について

小林：個別の投資家訪問が 85 件。知事による投資家説明会を 11 月に帝国ホテルで開催した。そのほか、証券会社が投資家を集めたセミナーや、インターネットを通じた IR も実施した。



野村証券
デット・キャピタル・マーケット部
次長兼 DCM2 課長
森 健太郎 氏

--85 件というのは多い方か

森：突出して多い政令市があるが、都道府県のなかで 85 件は多い。もともと選好される銘柄ではあるが、投資家との対話を重視している団体。

小林：都内に近く、移動時間がさほどかからないという地理的な条件もある。

--2017 年度の発行計画について

岸：合計で 3700 億円の市場公募債を予定している。借換債がやや減っているため、昨年度の 3950 億円よりは少ない。年限の区分は昨年度と同じで、10 年、5 年、20 年とフレックス枠。フレックス枠は 15 年以上のもので、市場の状況を見ながら機動的に起債する。あとは共同債 500 億円と住民参加型 100 億円。6 月に住民参加型 50 億円を予定していたが、金利が低いため中止した。

小林：今年度は主幹事方式の起債運営を若干変更している。これまでの起債アナウンスは基本的に 1 カ月前に実施していたが、昨年度 1 年間やってみて、年限によっては 1 カ月前にしなくてもよい場合があるのが分かってきたので、投資家の状況によって、例えば 2 週間前に知らせてすぐ起債に動けるような運営も実施する。需要が少ないようであれば 1 カ月前にアナウンスして、投資家をあたってもらう形になるが、需要が強い場合には良いタイミングを狙って機動的に起債する。

■二人で決める

--アナウンスが早すぎる弊害はあるか

小林：あまり早すぎると、起債を決めた時と市場環境が変わってしまうことがある。また、埼玉県は主査と主幹の二人でチームを組んで決めており、お互いの意見が合えば起債する体制。二人で意見をまとめてすぐに起債できる。

岸：ほかの団体では、庁内でなかなか話がまとまらないという話を聞く。これまでの実績によって、当県ではある程度任せられている。当然のことながら、属している財政課の課長に納得してもらえる内容で、最後は報告して擦り合わせている。

--ある程度起債の権限が委譲されているようだが、証券会社としてそのような体制はどう映るか

森：一般的に、自治体の意思決定プロセスは何層にも分かれているイメージで、そうなると、話を進めている間に市場の環境が大きく変わってしまうこともある。埼玉県の場合は、まず通年事務主幹事制によって機動性が高いうえに、意思決定も早いので市場に即した起債ができる。

■川越-長瀬-秩父

--(埼玉県 IR 資料のなかにある) SAITAMA プラチナルートというの何か

岸：川越から長瀬、秩父地域を周遊し、宿泊する観光ルートを「SAITAMA プラチナルート」と位置づけて、埼玉県のインバウンドの主力とするため、より魅力的な商品を企画販売する旅行会社への支援などを予定している。4~5 月に旅行会社からの企画提案を募集しており、この先は、外国人への具体的な旅行商品の販売や、台湾やタイでの現地プロモーションを実施する。

日本で最も外国人観光客が訪れる東京の北隣にあるにも関わらず、埼玉県への外国人訪問率は都道府県で 22 番目という低さ。実は、魅力的な観光コンテンツが豊富に存在し、インバウンドを盛り上げたい。川越はいま東京や神奈川からの観光客が非常に多い、秩父は昨年 12 月に夜祭がユネスコ無形文化遺産に登録された。長瀬は 2011 年にミシュラン・グリーンガイド・ジャポンに掲載されており、最近では、秋篠宮家の長女・眞子さまがお忍びでデートをされたという報道もあった。石畳の景観が有名だが、ラフティングなどアクティブな川遊びもできる。

◆ 東京のすぐ北に位置し、交通の便も良い埼玉県には、魅力的な観光コンテンツが豊富

◆ 「SAITAMA プラチナルート」で埼玉県へのインバウンド



写真出所：鉄道博物館、埼玉県観光課等

- ◆ 我が国を代表する研究機関や大学が集積し、高度な技術を有する人材が豊富
- ◆ その利点を活かし、産学官の連携による新技術・新産業の創出を進める
- ◆ 大学・研究機関等の先端的な研究シーズと企業の優れた技術を融合させ、実用化開発・製品化開発を強力に支援することによって、新たな成長産業を作り出す「**先端産業創造プロジェクト**」を推進

約300の研究機関・大学が集積

- 産学官連携の共同研究を進める「**産業技術総合センター**」や国際的研究機関である「**理化学研究所**」など約240の研究機関が集積
- 「**埼玉大学**」「**早稲田大学**」「**ものづくり大学**」など本県にキャンパスをおく大学は全部で60校



SKIPシティ外観

さらに進出が進む大学・研究機関

- 北の玄関口・本庄市の「**本庄早稲田国際リサーチパーク**」には早稲田大学環境系大学院が設置
- 南の玄関口・川口市の「**SKIPシティ**」には県産業技術総合センター、彩の国ビジュアルプラザなどの映像関連施設が整備

次世代産業・先端産業の支援「**先端産業創造プロジェクト**」

- 先端産業の育成に関し、全国初の3者協定（（独）産業技術総合研究所＋（独）新エネルギー・産業技術総合開発機構（NEDO）＋埼玉県）を締結し、連携
- ナノカーボン、医療イノベーション、ロボット、新エネルギー、航空・宇宙**を重点5分野に定め研究開発を支援
- 100億円**の「**埼玉県産業振興・雇用機会創出基金**」を設置し、次世代産業分野への進出支援や雇用の創出のため等の先端産業の創出をサポート
- 事業化の際には、県内金融機関と連携し、資金調達面も支援
- 企業の研究開発や事業化支援による製品化見込み件数：45件（平成29（2017）年度まで）



試験用マグネシウム蓄電池セル

--先端産業創造プロジェクトについて

岸：産業団地の分譲収益を原資とした 100 億円の基金を活用し、ナノカーボンや医療イノベーション、ロボット、新エネルギー、航空・宇宙の分野において、企業や大学などによる先端技術の実用化や製品化開発への助成を行っている。2014 年度にスタートし、今年度で 4 年目。企業の研究開発や事業化支援による製品化見込み件数は 45 件となっている。

図表等の出典：埼玉県 IR 資料（2017 年 5 月）／野村証券資料（2017 年 6 月）

[2017/6/1 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]