

主幹事採用新 7 団体が集合、S M B C 日興がセミナー

S M B C 日興証券は 10 月 25 日、2017 年度に新たに主幹事方式を採用した地方自治体の 7 団体を集め、セミナーを開催した。今年度に初めて主幹事方式で超長期債を発行した（する）新潟県、奈良県、岡山県、徳島県、大分県、仙台市、広島市の資金調達担当者（広島市は電話で参加）と、S M B C 日興の関係者が参加しパネルディスカッションを行った。



・新規発行団体の起債概要

条件決定	発行体	年限	種類	発行額	表面利率	対国債	対 MS	主幹事
8 月 4 日	新潟県	20	満括	200	0.616	4.5	-	みずほ/S M B C 日興/野村
9 月 7 日	奈良県	20	定償	100	0.305	27	9	野村/三菱 U F J M S / S M B C 日興
12 月以降	岡山県	20	定償	100	-	-	-	大和/東海東京/S M B C 日興
7 月 7 日	徳島県	20	定償	50	0.400	28	9	大和/S M B C 日興/三菱 U F J M S
7 月 12 日	大分県	20	定償	50	0.459	30	9	S M B C 日興/野村
10 月 6 日	仙台市	20	満括	200	0.616	4.0	-	S M B C 日興/大和/みずほ
8 月 4 日	広島市	20	満括	100	0.616	4.5	-	三菱 U F J M S / S M B C 日興/野村
11 月 10 日	広島市	20	満括	100	-	-	-	三菱 U F J M S / S M B C 日興/野村

*発行額：億円/表面利率：%/対国債・MS：+bp

テーマは、主幹事方式を採用したきっかけや、満期一括償還または定時償還債を選択した理由、IR 活動を実施した感想など。質疑応答の後、金融経済調査部金融財政アナリストの末澤豪謙氏が「2018 年に向けた経済金融市場の動向」について講演を行った。年度に 7 団体が新規参加するのは過去最多で、その全てに S M B C 日興が主幹事入りしている。

質疑応答の内容は以下の通り。

■高まる超長期債ニーズ

・冒頭挨拶：S M B C 日興執行役員・資本市場本部長 吉良氏

2017 年度における超長期の地方債マーケットを振り返るといくつかの特徴がある。低金利かつ金利の固定化という非常に稀有な環境のなか、超長期債に対する投資家のニーズが高まっている。そのなかで、地方公共団体による超長期債の発行金額は堅調に推移しており、2016 年度では通期で 1 兆 4290 億円、そのうち定償債が 4600 億円。2017 年度は先週末（10 月 20 日）までに 1 兆 1870 億円、そのうち定償債が 5450 億円となっている。ひと言で超長期債といっても以前から主力の年限である 20 年の満括債に加えて、様々な年限で起債されている。なかでも今年度は定償債の発行が増えるというように商品の多様化が進んでいる。



S M B C 日興証券
執行役員・資本市場本部長
吉良 俊志 氏

投資家サイドで見ると、クレジットリスクが無く、国債に代替する商品であるため地方債への強い需要は継続的かつ安定的に確認されている。投資家が希望金額を購入できないような状況が続いていて、発行金額の増額や、新しい発行体の登場がマーケットでは歓迎されている。こうしたなか、主幹事方式での超長期債を発行する団体は今年度で 7 団体と過去最も多い数となった。地方債市場の一層の拡大、活性化が見られて、これはキャピタルマーケットのなかでも大きな話題になっている。弊社としては今後ともこうしたキャピタルマーケットで重要なポジションを占めている地方債市場の発展に微力ながら貢献していきたいと思っている。本日は活発な意見を交換してもらってその内容を、我々としては幅広く投資家に発信したい。今後の継続的かつ安定的な調達に向けた一助になればと思っている。



S M B C 日興証券
第六投資銀行部副部長
小金澤 英樹 氏（司会）

■低金利のメリット享受

・参加団体への質問 1

司会：これまでシンジケート団（交渉、プレマーケティング）方式（以下、シ団方式）のみの採用だったが、今回新たに主幹事方式による超長期債を発行することになったきっかけは何か？

新潟県：新潟県が市場公募債を始めた時期は比較的早い。年間で市場公募債の額が 1200 億円。昨年度から主幹事方式の検討を始め、今年度に起債に至った。きっかけとして一番大きいのは、歴史的な低金利の環境。それから、市場公募を始めたのは早かったが、ほかの団体で主幹事・超長期債への取り組みが相当に進んだということが挙げられる。他団体の事例を参考にしながらやってみようとなった。基本的に借入れ

は 10 年がベースになるが、金利が上昇した場合の借り換えリスクをできるだけ減らすという超長期債のメリットを享受する観点から、今年度は 20 年満括債を発行した。

奈良県：低金利が続くなかで、より有利な調達を考えて長い年限での起債にチャレンジしようということが大きかった。従前まで市場公募債としてはそれほど大きな規模を発行してこなかった。年間 200～300 億円程度で、基本的に共同発行市場公募債で 10 年債、シ団方式で 5 年債を起債していた。主幹事方式で今回は 20 年の定償債を起債したが、これによって年限の多様化を図れた。今後の起債運営でも幅広く調達手段を確保できると考えた。

岡山県：民間調達資金のなかでも個別債は 2007 年度から発行しており、10 年を迎えた。そのあと 2009 年度から共同債を発行している。マイナス金利政策や、イールドカーブコントロール政策の実施など、地方債を取り巻く状況が変化している。そういった背景があって、我々も資金調達手段の多様化や投資家層の拡大、柔軟な起債運営をできたら良いと思って、3 月頃から他団体の状況も見ながら主幹事方式での発行を検討してきた。調達の多様化と市場との対話によって、本県債の認知度や、クレジットの理解向上が主幹事方式を導入するうえでのポイントだった。

徳島県：2017 年度からの新たな財政構造改革の基本方針を定めた。低金利の環境だったので、市場環境に応じた機動的な資金調達を行うと位置付けて、需給状況や利率などを見ながら将来にわたって安定的に調達できる方策の一つとして採用した。今までは 10 年債が中心だったが、長期・低利で金利を固定できるメリットを享受し、調達の年限を多様化する。また、今後の金利リスクを分散するという目的で今回は超長期で定償債



奈良県総務部財政課
課長補佐 小林 悟 氏



岡山県総務部財政課
主任 漆坂 圭輔 氏



徳島県経営戦略部財政課予算第二担当
係長 井口 貴弘 氏



新潟県総務管理部門財政課
主任 鈴木 純一 氏



奈良県総務部財政課
歳入資金運用係
主計員兼係長 吉川 淳 氏



岡山県総務部財政課
主任 土居 千春 氏



大分県総務部財政課
主幹（総括）今井 睦 氏

を発行した。

大分県：昨年 4 月に庁内で、資金調達と運用について議論するプロジェクトチームを作り、1 年間議論をしてきた。そのなかで、10 年満括でやってきて、そのための減債基金の運用益が難しくなっている状況。調達の多様化とちょうど 20 年債の金利も下がってきていたのもあって、主幹事方式での超長期債発行を決めた。今の低金利の環境では超長期が有利と判断した。当然、5 年や短期もあるが、バランスの取れた調達をしていこうという観点から選んだ。



大分県総務部財政課
主査 後藤 亮太 氏

■ 民間シフトが進むなかで

仙台市：政令指定都市に移行した 1989 年度にシ団方式での市場公募債の発行を開始した。当初は 10 年債を発行していたが、共同発行への参加後、2004 年度からは年限多様化の観点から 5 年債を毎年度発行してきた。超長期債については、これまで公的資金の借入れを基本としてきていたが、その配分が縮減傾向にあることが問題意識としてあって、3 年ほど前から新たな資金調達手法について検討をしていた。検討を開始した当初は、5 年債で下限利率を設定するような十分に低金利の環境にあったが、昨今の異例とも言える低金利の継続や、他の政令市における資金調達状況などを踏まえ、今年度より新たに 20 年債を発行することを決めた。方式については機関投資家への販売がメインとなることや、資金調達手法の多様化の観点から主幹事方式にした。



仙台市財政局財政部
財政課資金係
主事 高橋 龍 氏

広島市：1982 年度からシ団方式で 10 年債を継続的に発行してきた。2010 年度より金利負担を軽減し、残存年限を平準化するため、新たにシ団方式で 5 年債の発行を開始し、それ以降 10 年債を中心に両年限を発行してきた。2016 年初めのマイナス金利導入以降、低金利の状況を踏まえて、今後の金利上昇リスクに備え、長期的な視点でも金利負担の軽減を図るため 2017 年度から 20 年債を発行することにした。

司会：超長期債の発行が増加しているが、この傾向は当面続くのか。また、投資家の反応はどうか？



■ 来年度も続く

S M B C 日興デット・シンジケート部部長・新堂氏：

超長期債の発行は増加傾向にあるのは事実。この低金利なので発行する側から見るとこの環境で調達しておきたいという思いは強いだろう。投資家サイドが買ってくれるかというのが一番のポイントになってくるが、基本的には、発行体および投資家の金利感、相場観によるところが大きい。

日本銀行が今敷いているイールドカーブコントロール政策が続くのか続かないのかというところで、足元の話でいくと、今週の日曜日（10 月 22 日）に総選挙があって、大方の予想通り与党が圧勝となって、株価が大きく上昇している。今月に入って日経平均は 1 回も下がっていない。昨日（24 日）はさすがに下がるんじゃないかと思ったが昨日ですら 100 円以上上がった。なので、教科書的には金利は上がるんじゃないかと、そんな気がしなくもないが、そうは思っていない。プロの機関投資家などと話をしても、円債マーケットでは逆に、これで来年 4 月以降の（日本銀行の）黒田東彦総裁の続投の可能性が高まったという見方をしており、株式マーケットと円債マーケットでかなり捉え方が変わってきている。日経平均株価がぐいぐい上がっている一方で、円の金利は多少上がっているが、そんなに大きくは変わっていない。昨日の引け値で言えば 10 年国債利回りはプラスの 0.065%、10 月に入って 10 年の金利は 0.05～0.08% というわずかな 3bp の間でやりとりしている。

では、なんで金利が上がらないのかというと、これは明らかに日銀が裏に控えていて、金利が上がったら資金を供給するんでしょう、とマーケットは考えている。それで、黒田さんの任期が 3 月いっぱいだが、自民党に信任されているため続投する可能性がかなり高まっていることを考えれば、来年の今頃も 10 年の金利が 0.3%とか 0.04%になっている可能性はあまり想定されていないのではないか。

では、なんで金利が上がらないのかというと、これは明らかに日銀が裏に控えていて、金利が上がったら資金を供給するんでしょう、とマーケットは考えている。それで、黒田さんの任期が 3 月いっぱいだが、自民党に信任されているため続投する可能性がかなり高まっていることを考えれば、来年の今頃も 10 年の金利が 0.3%とか 0.04%になっている可能性はあまり想定されていないのではないか。

そうなる一つ目の質問、みなさんをはじめ公募団体は、金利が上がるから長い年限はコスト増になるので、超長期の発行はやめようと来年の今頃になるかと言われれば、私はそうは思わない。どちらかという来年以降も発行する団体が多いと考える。そのなかで、満括か定償かの違いはあるだろう。満括は国債スプレッドでプライシングされており、20年であれば国債カーブ+3.5bp、30年では+11bpという水準なので、これで調達する発行体が多いのか、もしくは、減債基金などを考えると、定償という選択もあるだろう。今、超長期債の半分ぐらいが定償債になっている現実があるので、こちらの発行も来年度以降も相当量があると思う。

背景として投資家サイドの需要がある。満括型は20年であれば国債カーブ+3.5bpしかないから国債を購入すればよいという考えもある。事実、満括型を金融機関のプロの投資家がこぞって買っているのかというと、そんなことはない。買っている人は当然いるが、今、20年や30年の満括型地方債の需要を支えている大きな層は、その他の諸法人とか、自治体の運用になっている。なんで買っているのかといえば、結局、10年の国債が0.065%のなかで、10年物地方債（のスプレッド）は今月少し広がって国債カーブ+16bpで、0.2%ぐらいの利回りになっている。そのなかで、20年となると国債の利回りでも0.6%ぐらいあって、この差は大きいと見られている。だから、各自治体や諸法人が利回りの高い安全資産として超長期の地方債を買っている。特に自治体から見ると地方債は自分の仲間だから、これ以上ない安全資産と見ており、地方債へ資金が流れてきている。

■預金の代替

そして、この1年で大きく変わったのが、自治体や諸法人の地方債への投資が非常に増えていること。この背景には銀行預金がある。銀行があまり積極的に預金を集めなくなっていることが私は大きいと思う。諸法人の投資家を訪問することがあるが、マイナス金利が敷かれてから日銀当座預金の超過部分にはマイナス0.1%の金利が適用されるので、銀行は、何百億円、何千億円というような特に法人預金を積極的に集めなくなってきた。預金には満期があるので、かつて預けていた資金が満期を迎えても預金でロールしにくくなってきた。銀行が積極的ではない。

となると、諸法人もしくは自治体が運用を考えるなかで償還を迎えた資金をどうするか。銀行があまり預金を受け入れてくれないとなってくると、代替の運用資産を考えないといけない。そのなかで地方債は有力な投資先になっている。各自治体、もしくは諸法人、学校法人だとか宗教法人含めてだが、そういったところが銀行預金の振替先、安全資産としての超長期地方債が非常に魅力的に映っている。このため、投資家サイドも、来年度以降も超長期の地方債を待っていると思う。

定償債は、明らかに投資家層が違う。生保や地銀といった投資家の存在が大きい。理由ははっきりしていて、地方債というのは通常国債スプレッドでプライシングされて、プラス何ベースという話になってくるが、定償債はLスプレッド。平均年限に対応したLプラスいくらという話になる。投資家から見ると、地方債なのにLつまりスワップ金利でプライシングされるから、スワップ金利と国債利回りを10年で比べると明らかにスワップ金利が高い。昨日(10月24日)の引け値で10年物スワップ金利は仲値で0.25%ぐらい。一方、国債利回りは0.065%だから、20bpぐらい離れている。

そのなかで平均年限が10.25年----20年の定償債で均等償還していけば10.25年ぐらい----の物だと、10年満括の地方債が国債カーブ+16bpのところ、20年定償債はL+9bpでプライシングされており、国債対比では+30bpぐらいに相当する。ここに投資家は注目している。発行体から見ても減債基金の積み立てや運用を考えてニーズがもしあるとすれば、投資家も待っている方、買おうと思っている方は引き続きいると思う。今の金利感が変わらない、イールドカーブコントロール政策がまだ終わらないとなれば、来年度以降もこうした構図が続くと考えている。

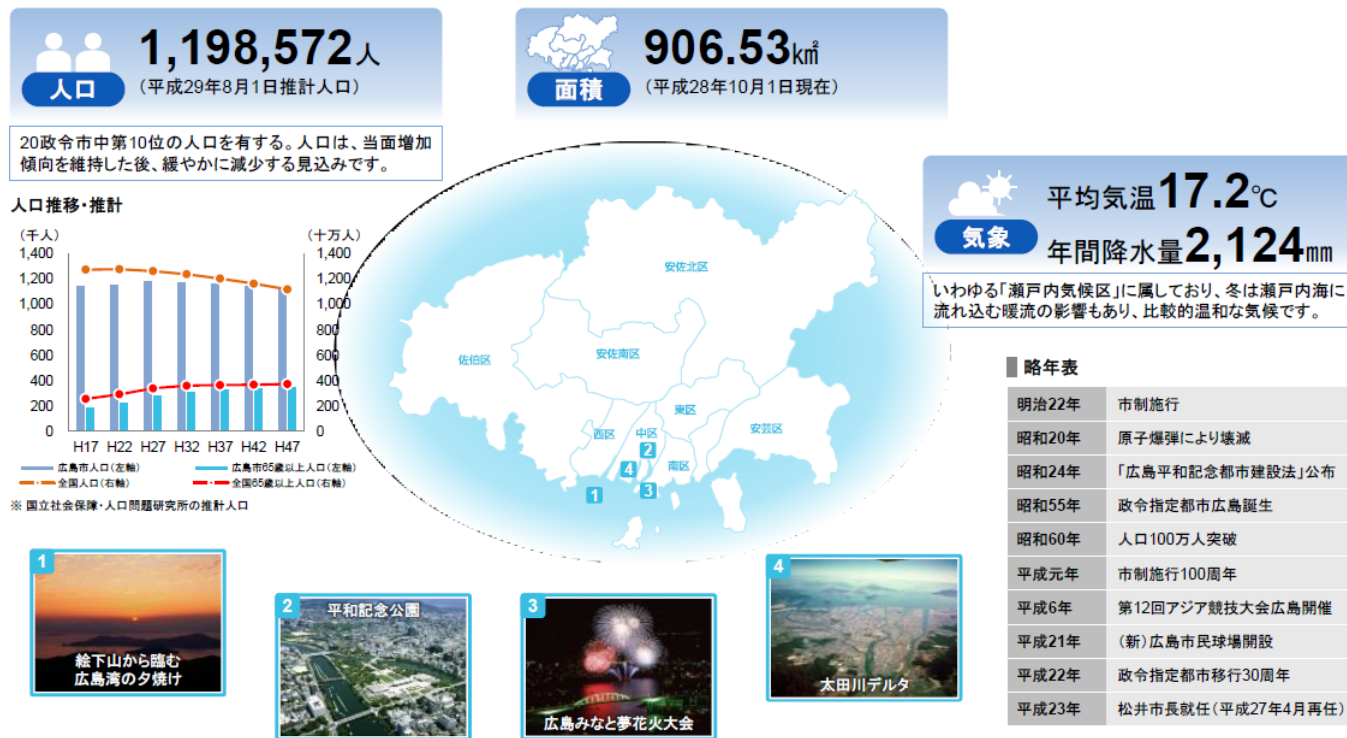
■主幹事方式でメディアへの露出増も

・参加団体への質問2

司会：初めて発行する主幹事方式の超長期債で、満括と定償に分かれた。それぞれの償還方法を選んだ理由は？また、主幹事方式を導入するにあたって苦労した点などは？

広島市：満括の20年債を発行した。減債基金の積み上がり、そのギャップに対処するために4～5年前から地元の金融機関の協力も得て銀行等引受債での定償債を増額してきた。地元金融機関とは借り入れ条件の面でも良好な関係になっていることから、広島市の定償債は銀行等引受債となっている。なお、定償債のシフトによる効果として、基金残高は現状で減少が続いているため、現在は銀行等引受債も満括債を基本とし、市場公募債でも満括債を選択している。

市の概要 ～広島市ってこんなまち～



主幹事方式を導入するにあたって最初に苦労した点は、主幹事選定の前提となる候補会社の指名だった。選定するにあたり、会社をどう指名するのか、基準をどう設けるかということが最初の検討課題になった。これらは、他都市の状況や証券会社の意見を参考にしながら決めてきた。次に主幹事選定に向けた評価基準などの設定となるが、これまで広島市においてこのような設定をしたことはなく、まずこういった選定項目にするか、また、どのように評価して選ぶのかを他団体の選考などを参考にしながら検討した。結果として3社を指名したが、どの証券会社からも良い提案をもらい、そのなかで差を付けるのは難しかった。

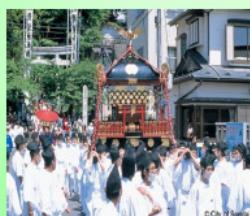
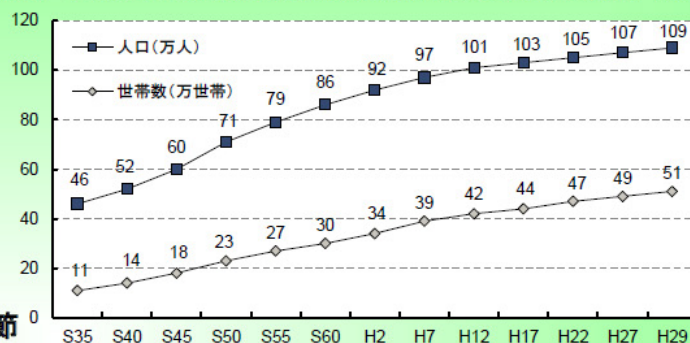
この8月に初めて主幹事方式で20年債を発行したことで良かった点は、これまで行ってきたシ団方式ではシンジケート団との条件交渉により安定的に発行できるというメリットがあったが、投資家の需要感をあまり感じる事ができなかった。一方で、主幹事方式では投資家需要を積み上げていくので、マーケティングを通じて、なぜ購入するのか、なぜ購入を見送るのかを確認し、その投資家の声をもとに、広島市債に対してどれほどの需要があるかを確認することができた。また、投資家がこういった判断に基づいてこういったタイミングで購入しているかなど、一歩踏み込んで知る機会となった。これまで確認できなかった数多くの新規投資家に広島市債を購入してもらったことで、投資家基盤の拡充に非常に意味のある起債だったと思う。

仙台市：超長期での市場公募債については定償で発行している自治体が増えてきているのは知っていたが、仙台市では初めての超長期債ということで、まずは基本である満括を選択した。主幹事方式の導入というか、新たな市場公募債を発行するという点で、苦労したことについては、本市の資金区分割合の特徴や他都市との違い、あとはコスト面と、様々な要素を検討して最終的に20年債満括・主幹事方式に決定したこと。これ自体が苦労した点。主幹事方式と決定した後も、個別IRのやりかた、起債までのスケジュール設定など初めての発行ということで不安もあったが、主幹事には様々なサポートをもらい、改めて感謝している。

仙台市の概要

仙台市は、1600年に伊達政宗公が居城を定めて以来、雄藩の城下町として栄え、平成元(1989)年に東北で初めての政令指定都市となりました。「杜の都」と呼ばれる豊かな自然環境、「学都」としての高度な研究開発機能を有し、東北の政治・経済・学術・文化の中核都市として発展してきました。

- 人口 約109万人(平成29年10月1日現在推計人口)
- 世帯数 約51万世帯
- 面積 786.30km²
- 気候 太平洋に面した海洋性気候
寒暖の差が少ない
- アクセス 東京から新幹線で約1時間半
国内10都市、海外5都市と空路で結節
- 経済 市内総生産(名目): 約4兆9,169億円(平成26年度)
年間商品販売額: 約7兆9,188億円(平成26年商業統計)
- 年間観光客数 約2,215万人(平成28年)



(春) 仙台・青葉まつり



(夏) 仙台七夕まつり



(秋) 定禅寺ストリートジャズフェスティバル



(冬) SENDAI光のページェント

実際のヒアリングやマーケティングの結果、販売報告を聞かせてもらい、仙台市債が市場に認知されたということが目に見えて実感できたことや、仙台市として新たな個別債を発行したという実績や経験、ノウハウの習得が大きな成果だったと考えている。

大分県：大分県では 20 年定償債を発行した。満括と定償を選択するにあたっては、単純な金利の比較はもちろんのこと、減債基金の運用益や、手数料とを比較した。ただ、今低金利の時代だが、今後の金利がどうなるか不透明ななかで、どういう設定にすればよいかについては苦労した。

地図で見る大分県

「日本一のおんせん県おおいた」の味も満載」をキャッチフレーズに積極的な観光戦略を展開。国民文化祭(2018年)やラグビーワールドカップ(2019年)といったビックイベントを控え、準備を着々と進めている。



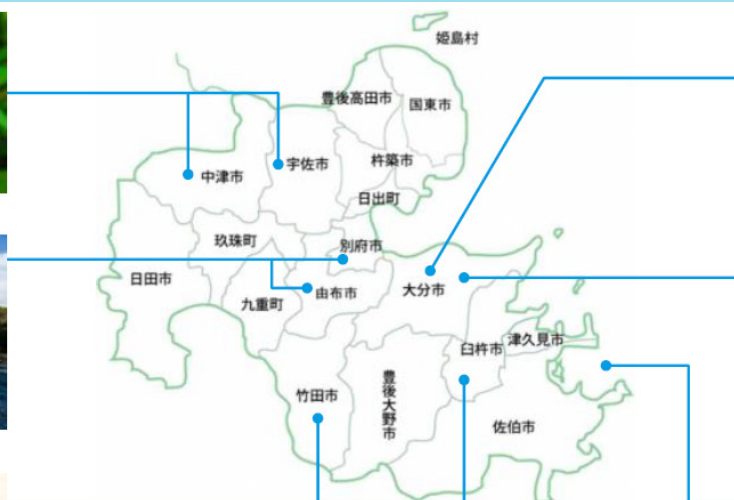
からあげの聖地中津・宇佐



源泉数・湧出量日本一の温泉



生産量日本一のかぼす



国民文化祭・おおいた2018の開催
(平成27年4月開館の県立美術館)



ラグビーW杯2019の開催都市に決定
(大分銀行ドーム)



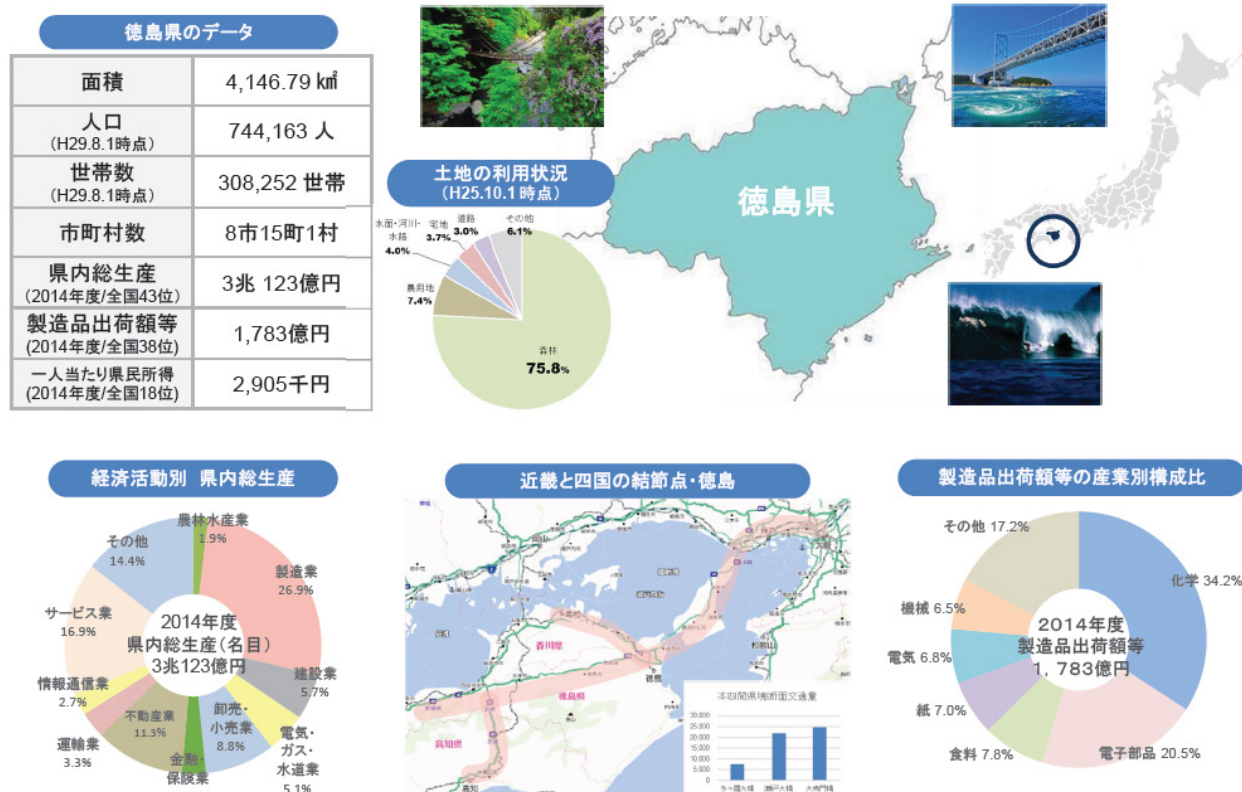
関さば・関あじに代表される
豊後水道の海の幸

項目	データ	参考
人口	1,166千人	九州6位、全国33位 総務省「国勢調査」(平成27年)
市町村数	18(14市3町1村)	九州1位、全国4位 (平成26年4月5日(少ない方から))
温泉源泉数 (湧出量)	4,342孔(279kl/分)	全国1位 (平成28年3月)
宿泊者数 (平成28年1~12月)	6,777千人	観光目的宿泊率は九州・沖縄管内で第2位 (1位:沖縄)

主幹事方式を導入するにあたっては、どういう基準で主幹事を選ぶのか、一からだったので基準の設定の仕方で苦労した。ちょうど予算編成時期でもあったので、それと並行した作業でもあり、余計に時間がかかった。起債を担当している職員が私を含めて5人いるが、ほぼ何も知らない状態からスタートした。定期的に勉強会などを開いてもらい情報の提供も多く受けた。50億円という少ない額にも関わらず非常に力を注いでもらって大変助かった。

徳島県：当県は、最初は償還方法を決めていなかった。主幹事方式で発行すると決め、主幹事を選ぶとき、選定のプレゼンテーションのときに満括か定償かという提案をもらった。定償債のメリットを聞いて、現在の金利状況やトータルのコスト、減債基金の運用などを考え、残高が減っていくという魅力もあって、定償債を選んだ。

徳島県の概要



主幹事選定にあたっては、実際どのような基準で選ぶのかという線引で悩んだ。良かった点については、徳島県財政課で調達を担当しているのが3人おり、3人とも今年からという何も知らないところで一生懸命サポートしてもらったのが本当に助かった。IRにも連れて行ってもらい、投資家と直接対話できたのも有意義だった。トータルとして主幹事方式を導入して良かったと思う。

岡山県：本県は20年定償債を選択した。当初、徳島県と同じように主幹事方式を導入するにあたり、どちらにするかというのは提案要請で証券会社に提案してもらって、それを聞くなかで定償債を選択した。本来の導入目的である調達の多様化や投資家の拡大という意味では満括の可能性もあったが、定償債のコスト面と、減債基金の運用を考えなくてもよいという点、それから、今年に入って定償債の市場規模が拡大しているというなかで本県も安定的に調達ができるだろうといった理由で選択した。

準備を始めたのが少し遅くなったなかで年度内の発行を目標にしていたので、情報収集で苦労した。それから、執行体制の問題。通年2人の体制だが、今年は3人となって主幹事方式を導入した。上司への説明といった内部調整でも苦労した。これらは、すでに発行している新潟県に行き、アドバイスをもらって感謝している。また、SMB C日興からも何回か足を運んでもらい多くの情報をもらった。サポート体制という面で主幹事の方々に大変手厚くしてもらい、我々の執行体制のなかでも主幹事方式で発行できるという見通しが立った。

10年間個別債を発行しているが、今年はメディアに何度か取り上げてもらった。そうした機会が大変増えた。今後も発行を重ねるごとに本県債の認知度が高まっていくことを期待している。

岡山県の紹介

交通の要衝、中四国のクロスポイント

高速道路

■ 東西南北に延びる高速道路が、県内2か所でクロス

実延長

全国7位

岡山県 303.2km

全国平均 184.1km

面積1千km²当たり実延長

全国6位

岡山県 42.62km

全国平均 22.89km

(国土交通省「道路統計年報2016」を基に算出)

※ 岡山ICからの2時間圏域には大阪、広島、米子、高知まで含まれる

港湾

■ 港湾取扱貨物量が全国9位(中四国1位)の水島港や、全国49位の宇野港などを有する

■ 水島港は、国の国際バルク戦略港湾に選定

穀物	● 水島港 ● 鹿島港 ● 志布志港 ● 名古屋港 ● 釧路港
鉄鉱石	● 水島港・福山港 ● 木更津港
石炭	● 徳山下松港 ● 宇部港 ● 小名浜港

※ 国際バルク戦略港湾:産業及び生活に欠かせない資源、穀物等のバルク貨物を大型船で一括大量輸送できる港湾を国が選定し、「選択」と「集中」により国際競争力の強化を図ろうとするもの

鉄道

■ JR岡山駅には8路線が乗り入れる

■ 中四国の全ての県庁所在地へ乗換なしで行けるのは岡山のみ

JR岡山駅
8路線乗り入れ

空港

■ 地方管理空港では最長の3,000m滑走路を有する

■ 国内・国際7路線が就航

台北は12月20日から週6往復

国内線	国際線
● 東京(1日10往復) ● 沖縄(1日1往復) ● 札幌(1日1往復)	● ソウル(週7往復) ● 上海(週7往復) ● 香港(週2往復) ● 台北(週4往復)

これらの地理的優位性が物流拠点施設の集積につながっており、1〜3類倉庫の床面積は中四国1位

奈良県の特徴

スイス(世界19位)を上回る近畿の巨大な経済規模

■ 主要国の名目GDPとの比較(2014)

オランダ	879
トルコ	798
近畿	735
スイス	701
スウェーデン	571

0 100 200 300 400 500 600 700 800 900 1,000 (10億USD)

項目	近畿2府4県		奈良県	
人口(H27)	2,073万人	16.3%	137万人	1.1%
面積(H27)	27,351km ²	7.2%	3,691km ²	1.0%
県内総生産(H26)	80.7兆円	15.7%	3.5兆円	0.7%

※ 左表の割合は、全国に占める率を示す

■ 指標でみる県内の経済・消費活動

1世帯あたり1か月消費支出額	33万5千円(H27)	全国第1位
貯蓄現在高(総世帯1世帯当たり)	1,781万6千円(H26)	全国第1位
太陽電池モジュール出荷額	1,969億円(H26)	全国第1位
集成材出荷額	194億円(H26)	全国第2位
空気清浄機所有数量[2人以上の世帯1,000世帯あたり]	639台(H26)	全国第2位
スマートフォン所有数量[2人以上の世帯1,000世帯あたり]	1,230台(H26)	全国第3位

8/16

奈良県：定償債を選択した。減債基金の運用が難しい状況があり、現在の金利状況などからトータルのコストを勘案した場合に定償債が良いと判断した。主幹事方式が初めてだったので、何をやるにしても一からだった。主幹事の選定も非常に難しく、ほかにも様々情報収集しながらやっていった。かなり少ない人員で普段の事務をやっていて、毎年やっていた事務作業に、主幹事の作業が加わったため、負担はやはり感じた。ただ、実際に主幹事を選定してからは主幹事のみさんから非常に多くのサポートをしてもらい、円滑に起債ができた。

主幹事方式は、直接投資家と対話ができる、声を聞くことができるという点が良かった。それらを通じて多少なりとも奈良県債の認知度の向上とか、投資家の基盤拡大や広がりというものが実現できたと思う。それから、我々奈良県の財政課のなかに主幹事方式で発行するというノウハウや経験が残り、活かしていけるので今後の起債の多様化という目的も達成できた。

新潟県：満括の超長期債を発行することを最初に決めてから主幹事を選定した。定償債は、銀行等引受債で超長期を借り入れており、新たな投資家層を拡充していくためには満括が適していると考えて動き始めた。今年度に入って20年と30年のどちらにするかという選択があって、20年に落ち着いた。コストやメリットだけでなく、20年債は今一番盤石の需要があってマーケットも広く、初めて実施するのに安心という点もあった。

他団体と同様に、主幹事選定の基準やプロセスをどうするかが苦労した点で、岡山県に来てもらったが、我々は昨年に群馬県に行って情報収集した。資金調達を主に2人でやっていて、まず知識がないところから始まった。主幹事から非常に丁寧に一から教えてもらって、知識も得られたし、上司などへの説明も非常にしやすくなった。

新潟県の概要



■ IR が起債の自信にも

・参加団体への質問 3

司会：初めて IR、個別投資家訪問を実施した団体が多いと思うが、直接対話する機会に触れた感想は？

新潟県：投資家から直接話を聞く初めての機会となった。今まで合同 IR（市場公募地方債発行団体合同 IR 説明会）に参加していたが、合同 IR は基本的にこちらから情報を提供して終わるので、あまり投資家からの話は聞けない。投資家の元に直接出向いて、こちらが説明するという以上に、向こうの意見や感じ方を聞いたのが非常に良かった。新潟県の県民性はどちらかというと奥ゆかしくて、あまり自信を持っていないと言われているが、新潟県が本当に評価してもらえているんだろうかと感じていたが、きちんと評価してもらえた。これが起債にあたっても自信になった。今回、20 年満括債を発行する際に投資家と話したが、投資家がどういった年限や、どういった発行方法を求めているのかも聞いた。次年度以降の起債運営に、年限や方法を選択するうえで非常に参考になった。

奈良県：IR は 2 日間かけて行った。地元の金融機関と法人、静岡県の金融機関、東京の中央投資家、自治体にも訪問した。投資家によって視点は様々だったというのが率直な感想。例えば、金利重視の金融機関が多いという印象だったが、起債の手続きを始めたときは、このまま行けば 0.4% ぐらいのクーポンで起債できるのではないかというときに、投資家からは「0.5% ぐらいあれば買いたい」という話があり、それからどんどんベース金利が下がって、0.3% を切るのではないかという水準になると、「0.3% あったら買う」と変わっていた。金利重視といってもその場その場で臨機応変に考えを変えている。IR を実施してだんだんとそういうことも分かってきたので、そのときの相場観とかも交えながら議論した。

一方で、運用計画が決められていて、金利はあまり関係ないという投資家もいる。購入したいが、なかなか希望額を確保できないという意見もあった。それに加えて投資する団体を吟味されているところ----中央投資家が多いと思うが----もあった。財政状況に非常に興味があったり、なかには厳しい質問もあったり、中央に行くとなかなか引き締まった感じがした。

徳島県：従来の IR は昨日（10 月 24 日）の合同 IR が中心で、個別はなかなか行く機会が無かった。今回、起債にあたって何先か訪問したが、それぞれの投資家がどのタイミングで、どう考えているのかが直接に話することで分かった。徳島県の財政状況はどうなのかなど厳しい話ももらったが、投資家の考え方が分かって有意義だった。

大分県：今回初めて IR に行った。必要あるのか最初は疑問だったが、行って良かった。上司を連れて行き、投資家の意見や要望を踏まえて次の決定ができるような状況にもなった。

仙台市：中央投資家 2 件と、地方投資家 1 件を訪問した。仙台市は市場公募債の初回から合同 IR に参加しているが、合同 IR における仙台市のブースに来場されないような投資家に訴えることができるという点で個別 IR は有意義だった。投資家の興味・関心に沿った説明だとか、質疑応答ができるかという点が重要と感じ、この点が合同 IR と違う。ただ、投資家の知りたい情報や要望を事前にもっと把握していれば、補足資料の準備や情報収集ができたとも思い、こうした反省点は来年度以降に活かしていきたい。

広島市：合同 IR 以外では、証券会社の広島支店でセミナーが行われる際に時間をとってもらったことがあったが、個別に IR で訪問することはほとんど無かった。8 月の 20 年債の起債に向けて 7 月に中央と地方の合わせて 13 社を訪問した。広島市の財務状況、財政運営方針や今後の起債などについて質問が来るものと考えていたが、広島市のまちづくりや外国人観光客数、公共施設の老朽化対策など、多岐にわたる質問があり、投資家は自治体の状況を総合的に判断していると感じた。一方、広島市に対してのみならず、投資家自身の運用方針なども説明してもらい、どのような年限に投資しているか、どういった団体を購入対象にしているかなどを直接会うことで話が聞いた。広島市についてまだ十分に知らない投資家もいるので今後も効果的な IR を行っていきたい。

司会：IR 活動には証券会社の担当者が同席させてもらう機会も多い。第一デット・キャピタル・マーケット部から、例えば、従来から主幹事方式で発行し、IR を多数実施している団体と比べて、今回のように初めての団体との反応の違いや変わった点があれば。

■「購入枠は十分」

S M B C日興第一デット・キャピタル・マーケット部部長・藤井氏：
長い間低金利が続くなかで、高いクレジットや流動性を有し、かつ国債プラスアルファの利回りが出るため、超長期の地方債への需要が一層強くなっている。今年度は従来の主力商品である 20 年満括債に加えて定償債が相当に増加している。商品性の多様化を伴った地方債への投資機会が増大し、需給の引き締まりもあいまって従来の銘柄だけではなく、新しい発行体の登場を歓迎する声が非常に多く聞かれる。



S M B C日興証券
第一デット・キャピタル・マーケット
共同部長 藤井 厚裕 氏

実際に IR に同行して、投資家からは今年度の発行団体の増加を歓迎するというだけでなく、主幹事方式による初めての超長期債なので、これまで購入が無く、枠は十分にあるというような声や、あるいは来年度以降も継続的に超長期債を発行する予定か、というような質問もあった。今年度はもちろんそうだが、来年度以降の継続性にも投資家は非常に興味を持っている。

今後は今年度と異なる年限を発行する可能性はあるのか、といった質問もあって、各発行団体は来年度の調達においてもどの年限を選択したらよいか悩むと思うが、必ずしも今年度と同じ年限を継続する必要性は無いと思う。超長期債のなかでも商品性が多様化していくなか、そのときどきの投資家の動向やそれぞれの団体の状況も踏まえながらの年限選択を投資家は期待している。また、まだ超長期債を発行していない団体にさらに参加してほしいという投資家の思いは相当強くある。

発行団体の財政改革への取り組みや国の施策との関係性、例えば地方創生や地域活性化への取り組み、少子高齢化、観光事業にはどのように力を入れているかといった、個々の特徴への注目度が高まっている。先般東京都がグリーンボンドを起債して投資表明が数多く出された。投資家自身が投じた資金がどのように使われているのか、特に地域の活性化にどのように使われているのかといった投資意義を重要視するようになってきている。そういった意味で地元の投資家の積極的な参加が見られるというのが特に今年度大きな特徴だと思う。

新規に発行する団体ということだけでなく、全体に言えることだが、例えば投資家層の拡大による継続的な安定調達の実現や公債費の削減などといった超長期債の満括債・定償債を発行する背景、起債のスタンスをしっかりと投資家に説明し、評判を得ていくことが非常に大事なことだと考える。

■経験・ノウハウを次回以降に

・参加団体への質問 4

司会：最後のテーマ。低金利が続くなか、まだまだ新しく超長期債を発行する団体が増えてくと思うが、そういった団体へのアドバイスも含めて今後の起債運営について。

広島市：安定的な資金調達となるよう心がけて取り組んできた。広島市の資金調達の大きな流れとしてまず公的資金から民間資金へのシフトがあり、銀行等引受債の割合を増額してきた。次に資金調達のバランスを考えて銀行等引受債の一部を市場公募債にシフトし、その後年限の多様化を進めてきた。資金調達手段および調達年限の多様化は様々な市場環境に対応し、安定的に資金調達するうえで大変重要な事だと考えている。数年前から主幹事方式での超長期債の発行を検討していたが、最近の低金利の環境において 20 年債を発行する自治体が増加し、20 年地方債市場が安定してきたため、2017 年度から 20 年債を発行することとした。主幹事方式を導入したことにより、シ団方式の 5 年債・10 年債や今年度発行した 20 年債以外の年限についても市場環境に応じて発行できるようになり、対応の幅が広がったと考えている。今後については市場公募債と銀行等引受債のバランスおよび年限のバランスをみながら安定的な調達を行っていきたい。

平成 29 年度発行計画 ～広島市の資金調達～

● 平成29年度広島市債発行計画

市場公募債	発行年限	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	計
個別発行	5年			100				100						200
	10年									100		100		200
	20年				100						100			200
共同発行	10年			30			20		30			20		100
合計		0	0	130	0	0	20	100	30	150	0	120	0	700

- ・借入予定総額は1,576億円
うち民間資金借入予定額は1,415億円(全体の89.8%)
- ・市場公募債の発行予定総額は700億円(全体の44.4%)
うち広島市個別発行分は600億円(全体の38.1%)
- ・銀行等引受債の発行予定額は715億円(全体の45.4%)

● 広島市債引受シンジケート団

	銀行団		証券団			銀行団		証券団	
	金融機関名	シェア	金融機関名	シェア		金融機関名	シェア	金融機関名	シェア
5年債	広島銀行	19.5	SMBC日興証券	11.0	10年債	広島銀行	19.5	SMBC日興証券	11.0
	みずほ銀行	16.0	大和証券	10.0		みずほ銀行	16.0	大和証券	10.0
	三井住友銀行	1.0	野村證券	10.0		三井住友銀行	1.0	野村證券	10.0
	三菱東京UFJ銀行	1.5	みずほ証券	9.5		三菱東京UFJ銀行	1.5	みずほ証券	9.5
	新生銀行	2.0	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	5.0		新生銀行	2.0	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	5.0
	三井住友信託銀行	0.5	岡三証券	2.0		三井住友信託銀行	0.5	岡三証券	2.0
	もみじ銀行	6.5	東洋証券	1.5		もみじ銀行	6.5	東洋証券	1.5
	広島信用金庫	3.0	丸三証券	1.0		広島信用金庫	3.0	丸三証券	1.0
	計[8]	50.0	計[8]	50.0		計[8]	50.0	計[8]	50.0

仙台市：主幹事から助言をもらいながら、仙台市として新たな個別債を発行できたという実績や経験、ノウハウの習得が大きな成果だった。不透明感の高い市場ではあるが、刻々と変化していく環境に沿ったより柔軟な起債運営ができるように、今回の起債をきっかけに年限のありかたや定償債の発行なども含めて、情報収集をしながら有利かつ安定的な資金調達のために今後も研究・勉強を重ねていきたい。

仙台市 平成 29 年度市場公募地方債発行計画

(単位:億円)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	合計
共同発行 (10年)	30	30	30	30	30	-	-	30	30	-	30	60	300
個別発行 (5年)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	150	-	-	150
個別発行 (20年)	-	-	-	-	-	-	200	-	-	-	-	-	200
合計	30	30	30	30	30	0	200	30	30	150	30	60	650

仙台市債 個別発行実績

平成27年度 (条件決定日:平成28年1月8日) (発行日:平成28年1月27日)				平成28年度 (条件決定日:平成29年1月12日) (発行日:平成29年1月27日)				平成29年度 (条件決定日:平成29年10月6日) (発行日:平成29年10月19日)			
年限	発行額	表面利率	発行価格	年限	発行額	表面利率	発行価格	年限	発行額	表面利率	発行価格
5年	150億円	0.101%	100.00円	5年	150億円	0.020%	100.00円	20年	200億円	0.616%	100.00円

大分県：我々の1年間の経験を踏まえて、IRには是非行ったほうが良いと改めて思う。どうしても自治体というのは役所の外に向く力が働きにくく、外の本当の実情というのを見る機会が少ない。今回主幹事と話をしながら20年定償債が増加していることを聞き、ほかの団体も発行しているなかで、我々もと決めたが、IRに行き実態としてそういうニーズを投資家が持っていることを直接知ることができ、これは、今後金利が変化するなかでも自ら選択する際の判断材料になりうる。

それから、主幹事というのはひとつの引受会社というよりは、1年間を通して心強いパートナーを選ぶという観点で選んだが、非常に踏み込んだ情報を提供してくれるなど、すごくいいパートナーに出会えたと思っている。そういう視点でも選定する基準を設定する必要があり、来年度に向けて考えている。ちょうど発行する時期に災害があって、電話をたくさんもらっているのに対応できないというようなこともあった。

大分県 平成29年度 市場公募債発行計画

例年どおり共同債、10年定償債の発行に加え、7月に初の主幹事方式による20年定償償還債を50億円発行。

平成29年度 発行計画 300億円

(単位:億円)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
共同債			50			30			50		20	
10年債							100					
フレックス枠 (20年定償償還債)				50								

平成29年度 市場公募債発行実績

	大分県平成29年度第1回公募公債 (20年・定償償還)
条件決定日	H29.7.12
発行額	50億円
表面利率(%)	0.459%
発行価額	100.00円
発行日	H29.7.21
最終償還日	H49.7.21

	大分県平成29年度第2回公募公債 (10年・満期一括償還)
条件決定日	H29.7.12
発行額	100億円
表面利率(%)	0.205%
発行価額	100.00円
発行日	H29.10.31
最終償還日	H39.10.29

徳島県 市場公募債の発行計画

- 例年どおり共同債、個別発行10年債を発行するほか、フレックス枠にて初の主幹事方式で20年定償償還債を発行

平成29年度 発行計画

(単位:億円)

	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月
共同債			30		30				70			70
10年債								100				
フレックス枠				50								

個別発行10年債について

◆ 発行額：総額100億円

◆ 償還方法等：10年満期一括償還

◆ 発行時期：平成29年11月

引受シンジケート団

銀行

- 阿波銀行
- みずほ銀行
- 徳島銀行
- 四国銀行
- 新生銀行
- 徳島信用金庫
- 阿南信用金庫

証券会社

- SMBC日興証券
- 大和証券
- 野村證券
- みずほ証券
- 三菱UFJモルガン・スタンレー証券
- SMBCフレッド証券
- 岡三証券
- しんきん証券

- 東海東京証券
- 岩井コスモ証券
- あおぞら証券
- パークレイズ証券

徳島県：主幹事方式を導入して、来年もまた同じようにできるか分からないが、今回ご縁があって、主幹事には世話になった。最初に今年度の主幹事を中心に各証券会社の担当者からも情報をもらいながら検討していこうと考えている。

岡山県：民間資金の割合は、銀行等引受債が約 7 割、市場公募債が約 3 割と市場公募がまだまだ少ない団体ではある。とはいえ、年々の公的資金の配分を考えると、調達が多様化という意味で大変重要な時期に来ている。さらに、今年度は新たに 7 団体が加わるという地方債のなかで歴史的な 1 年だったが、そのなか発行時期は最後だが我々も発行できるという、大変良いタイミングで主幹事方式の導入ができた。主幹事方式のメリットでもある起債年限だとか償還方法の機動性を重視して今後も幅広く起債できたらよい。そのためにはまず継続性を持たせて引き続き超長期債を発行したいと考えている。

岡山県の引受体制

2017年度個別債発行計画

	第1回(主幹事)	第2回	第3回
発行日	2017年12月下旬予定	2018年1月下旬予定	2018年3月下旬予定
条件決定日	2017年12月上旬予定	2018年1月上旬予定	2018年3月上旬予定
発行額	100億円	100億円	100億円
年限	20年(定時償還)	10年(満期一括)	10年(満期一括)

投資家の購入機会の拡大

市場での流通量を増加

投資家層の拡大

2017年度引受主幹事構成

構成メンバー	大和証券(事務)	東海東京証券	SMBC日興証券
--------	----------	--------	----------

2017年度岡山県シンジケート団構成

(単位:%)

構成メンバー	シェア	構成メンバー	シェア
中国銀行	18	SMBC日興証券	8
みずほ銀行	17	大和証券	8
三井住友銀行	2	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	8
トマト銀行	1	みずほ証券	8
三菱東京UFJ銀行	1	野村證券	8
あおぞら銀行	1	東海東京証券	6
新生銀行	1	しんきん証券	4
銀行 計(7社)	41	岡三証券	4
		ゴールドマン・サックス証券	2
		パークレイズ証券	1
		BNP・パリバ証券	1
		中銀証券	1
		証券 計(12社)	59

岡山県債の市場への
更なる浸透

■まずは主幹事の選定

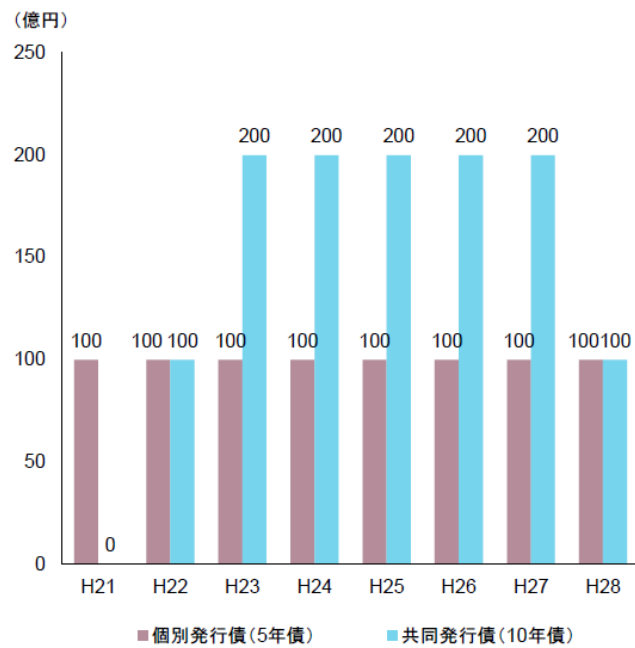
奈良県：この低金利をどう乗り切るかを多くが考えているだろうし、いつかは金利が上がったときのリスクにどう備えていくかというのも常に考えている状況で、そういう状況だからこそ年限の多様化や調達手段をどうするのかを検討しておくのは非常に有意義なことだ。

超長期債を起債したくても、民間の金融機関ではリスクがあってなかなか引き受けられない。どうしても市場公募に頼らざるをえないので、そうなると証券会社の世話にならないといけない。今回、主幹事会社の選定が非常に大事だということを改めて思った。どこの証券会社もしっかりしているので、どこを選んでも一緒という意見もあるかもしれないが、その自治体の考え方や起債テーマに合った起債をよりしてくれる会社が必ずあると思う。当県も来年度に備えているが、より当県にあった主幹事選定ができるようにはしていきたい。今後、主幹事方式を検討している団体も、選定にまず力を注ぐのが良いと思う。

今後の起債運営ということでは、せっかく今回主幹事方式を経験したので、それを活かす方向にしたい。この金利環境が変わらないのであれば今はとくに変える必要はないとも思うが、変化があれば、環境に応じて再検討はしていくだろう。そのときには満括も視野に入ってくると思う。変化に対応しながらよりよい運営ができるように今後も備えていきたい。

奈良県 市場公募債の発行概要

市場公募債発行額の推移



平成29年度の発行概要

	個別発行債 (5年・満期一括)	個別発行債 (20年・定時償還)	共同発行債
発行日	平成29年 11月下旬	平成29年9月	平成29年 5・9・10月、 平成30年1月
条件決定日	平成29年 11月上旬	平成29年9月	各発行月上旬
発行額	100億円	100億円	100億円 (合計)
年限	5年 (満期一括償還)	20年 (定時償還)	10年 (満期一括償還)

新潟県：従前から証券会社からは様々な情報を提供されてきたが、主幹事方式で初めて起債したことで、より積極的に情報提供を受ける機会が増えた。今回 10 年債以外のことを始め、最終的には 20 年満括債という形で落ち着いたが、他年限やほかの発行方法も含めていろいろ情報をもらい、今まではスルーしていた情報も自分の身になるというか、より主体的に考えるようになった。他団体へのアドバイスといえるようなことではないが、実際に始めるとなると個人的にもそうだが組織としても意思決定をするために一つの年限以外のところも勉強する機会が増えるので、より良い起債運営を考えるうえでよいきっかけになった。

当県は超長期で満括だったが、定償債のマーケットが広がっているなど、市場の環境に即した形で、また県のニーズや課題に沿った形でより柔軟に対応できることでも主幹事方式というのは有意義な方法だし、我が県としても来年度に同じ形で同じ年限になるかどうかは未定だが、継続してやっていきたい。

新潟県 市場公募債の発行実績・計画

➤ 資金調達の一層の多様化を図るため、今後も個別発行債、共同発行債を継続的に発行していきます。

	個別債						共同債	市場公募債 合計	
	10年債					20年債	合計		
	7月	11月	1月	2月	3月	8月			
平成20年度		200		300			500	600	1100
平成21年度	300	300		100			700	600	1300
平成22年度		200		200			400	800	1200
平成23年度		200		200			400	600	1000
平成24年度		200		200			400	600	1000
平成25年度		200		200			400	600	1000
平成26年度		200		200			400	600	1000
平成27年度		200		200	200		600	600	1200
平成28年度		200	200	200			600	600	1200
平成29年度		200		200		200	600	600	1200

■参加者（敬称略）

新潟県：総務管理部財政課・主任・鈴木純一
奈良県：総務部財政課・課長補佐・小林悟
奈良県：総務部財政課歳入資金運用係・主計員兼係長・吉川淳
岡山県：総務部財政課・主任・漆坂圭輔
岡山県：総務部財政課・主任・土居千春
徳島県：経営戦略部財政課予算第二担当・係長・井口貴弘
大分県：総務部財政課・主幹（総括）・今井睦
大分県：総務部財政課・主査・後藤亮太
仙台市：財政局財政部財政課資金係・主事・高橋龍
広島市：財政局財政課・主事・山根淳

S M B C日興証券：執行役員・資本市場本部長・吉良俊志
S M B C日興証券：第一デット・キャピタル・マーケット共同部長・藤井厚裕
S M B C日興証券：デット・シンジケート部部長・新堂尚紀
S M B C日興証券：金融経済調査部・金融財政アナリスト・末澤豪謙
S M B C日興証券：第六投資銀行部副部長・小金澤英樹（司会）
キャピタル・アイ：編集長・菊地健之（記事まとめ）



S M B C日興証券
金融経済調査部
金融財政アナリスト
末澤 豪謙 氏

図表等の出典：各団体 IR 資料（2017 年 10 月）

[2017/10/25 キャピタルアイ・ニュース]



キャピタル・アイ
編集長 菊地 健之