

キャピタル・アイ特別企画：財務担当に聞く

高速道路機構、調達 30 兆円、長期・超長期・固定が基本

国債に先駆けて 40 年債の発行を始め、政府保証債、財投機関債で最大規模の発行体である日本高速道路保有・債務返済機構。経理部資金課長の波多勝氏と同課の榎野誠氏に話を聞いた。

■ 40 年の先駆者

--資金調達の考え方について

日本道路公団民営化の議論の結果できた組織。高速道路を保有し、それを高速道路会社へ貸し付けるとともに、建設にかかった莫大な債務を早期かつ確実に返済して国民負担を軽減するのが使命。そのため、債務返済のために行う資金調達では、金利上昇のリスクを抑え、返済の確実性を高める観点から「長期・超長期・固定」を基本方針としている。

- ◆ 今後の金利上昇リスクを軽減し、債務返済の確実性を高める観点から、「**長期／超長期・固定**」による資金調達を基本としています。
- ◆ 上記に加え、資金調達の多様化等の観点から、市場環境に応じて調達手段・調達時期・調達額を判断するチャレンジ枠を設けています。

調達方法	年限	平成30年度(予定)	平成29年度(実績)		平成28年度(実績)		
		調達額	回数	調達額	回数	調達額	
政府保証	政府保証債	10年	3,650億円	12	6,050億円	12	3,560億円
		20年	4,800億円	12	4,000億円	12	4,000億円
		30年	3,000億円	8	2,400億円	8	1,600億円
		40年	1,000億円	4	700億円	4	400億円
	小計	1兆2,450億円	36	13,150億円	36	9,560億円	
自主調達	財投機関債	20年	400億円程度	6	840億円	1	100億円
		30年	400億円程度	3	300億円	2	200億円
		40年	チャレンジ枠 2,540億円程度 (30年超財投機関債 利子一括払債等)	10	2,400億円	5	1,700億円
	民間借入金	20年	—	—	—	—	
	小計	3,340億円	19	3,540億円	8	2,000億円	
合計	1兆5,790億円	55	1兆6,690億円	44	1兆1,560億円		
平均調達年限	—	—	21.7年	—	22.1年		

平成29年度における「チャレンジ枠(当初2,922億円)」の執行状況(実績)

4月) 40年財投機関債(利子一括) 150億円	40年財投機関債 450億円	12月) 40年財投機関債(利子一括) 200億円	40年財投機関債 200億円
7月) 40年財投機関債(利子一括) 200億円	40年財投機関債 400億円	1月) 40年財投機関債(利子一括) 300億円	40年財投機関債 100億円
10月) 40年財投機関債(利子一括) 250億円	40年財投機関債 350億円	合計	2,400億円

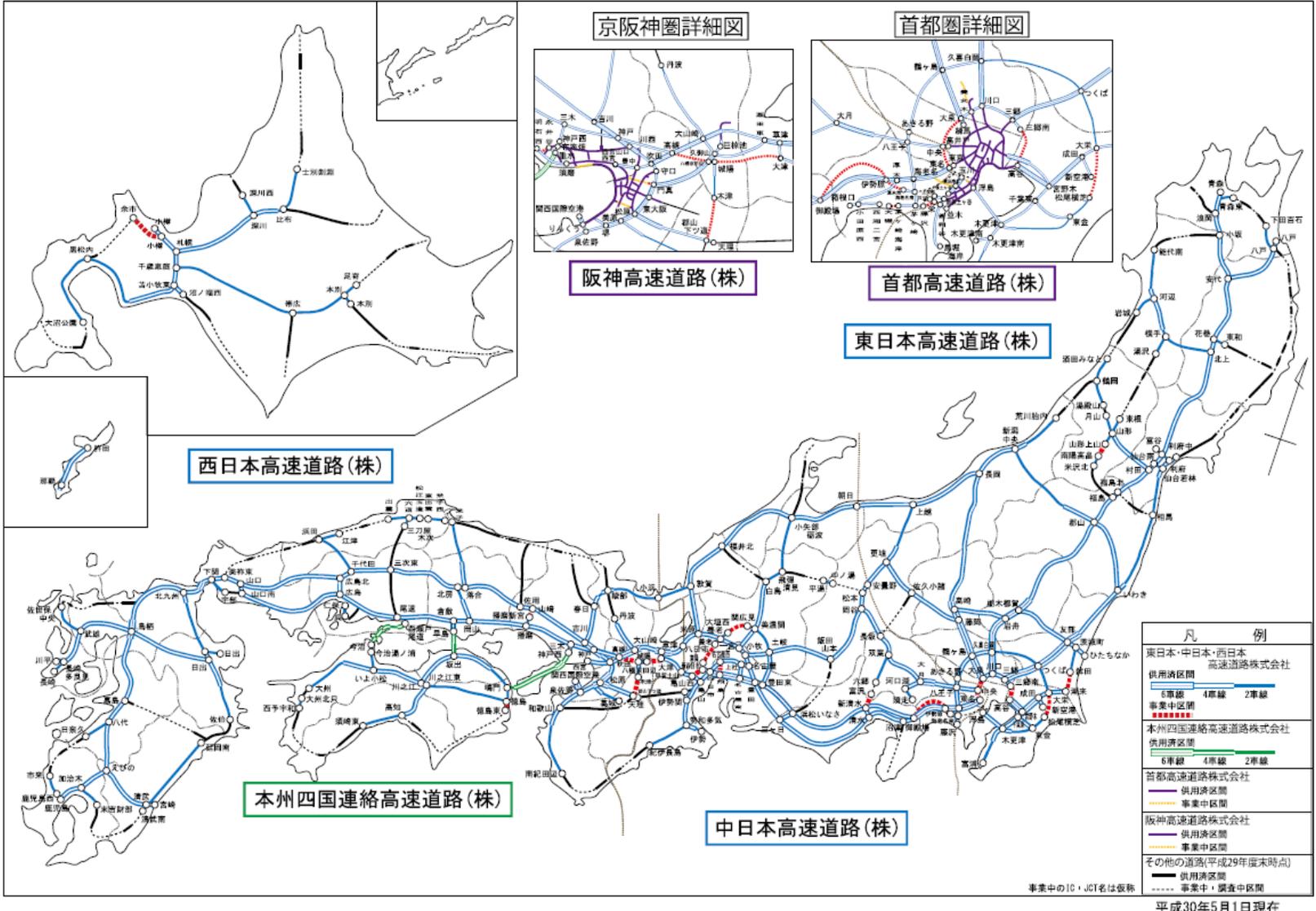


日本高速道路保有・債務返済機構
経理部資金課長
波多 勝 氏

全国路線図

この方針のもとで、2005年10月の設立からこれまで総額30兆円を超える金額を調達している。その約8割が政府保証債で、約2割が財投機関債。調達年限の平均は2005年度に12.7年だったものが、2016年度には22.1年に伸びた。また、保有債務の平均残存年数は2005年度末の5.2年に対して2016年度は8.0年と、およそ10年をかけて3年程度伸ばしている。

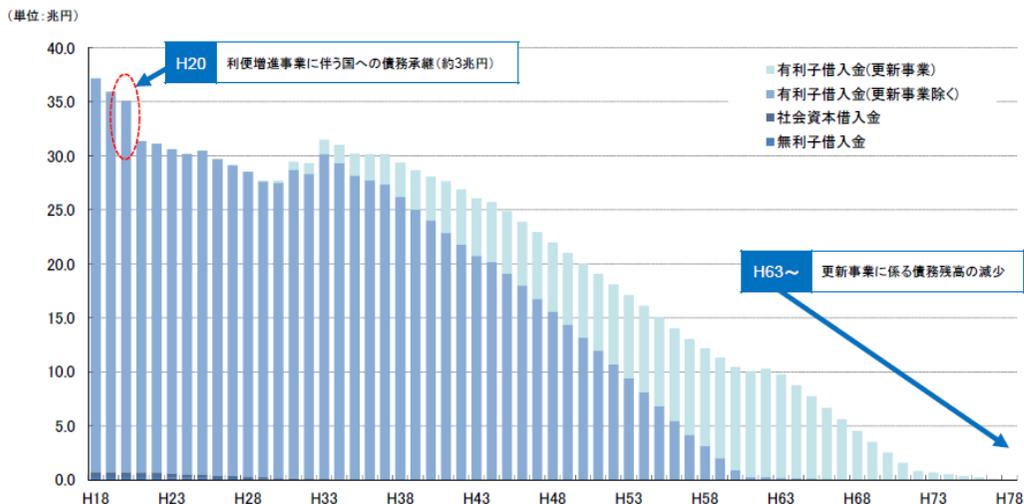
組織の立ち上げ後、直ちに資金調達の長期化に取り組んだことで、2兆円を超える規模だった年度があった一方、近年においては、2016年度が約1兆1000億円、2017年度が約1兆6000億円となるなど、各年度において必要な調達額が減っている。高速道路機構が始めた40年債のほか、超長期債のマーケットが広がってきたこともあって長期化をしやすくなっており、平均調達年限は今年度予算通りにいけば24年ぐらいまで伸びる見込み。



未償還残高の推移

◆ 機構は、解散期限である**平成77年9月30日**までに承継債務等の返済を完了させ、少なくとも資本金に相当する額を残余財産とすることが義務付けられています。(機構法第31条第1項及び第2項)

機構の未償還残高



また、年限の多様化に早くから取り組んでおり、設立して間もない2005年12月に日本国債に先駆け、財投機関債として40年債を発行した。その後、2016年10月には政保債でも同年限を発行している。国債は2年遅れた2007年11月が最初で、事業債は2016年2月ようやく事例が出てきた。我々が国債より先に発行できたのは、格付けが国債と同格であり、高速道路機構の事業スキームの安心性があった。40年後に誰が見ても高速道路事業というのは成り立っているだろうという信用力を持っていたからだと思う。

2010~2014年度に発行を中断しているが、これは当初は2053年に解散することになっていたため。その後の法律改正で2065年に延長されたことで、2015年度から復活している。

高速道路機構債の特色

信用力

- 政府・政策との一体性**
- ◆ 高速道路に係る道路資産の保有・貸付け、債務の早期・確実な返済等を行うなど、**国の国土交通政策の一翼を担う機関**
 - ◆ 国や地方自治体による全額出資法人

- 国債と同格の格付け**
- ◆ **国債と同格の格付けを取得**
- | | |
|---------|-------------|
| R&I | AA+ / ネガティブ |
| Moody's | A1 / 安定的 |
- 政策上の位置付けは極めて高く、高速道路の建設や管理に問題が生じても、政府が支援する蓋然性が高い
 - 民営化の目的の1つとされた有利子負債の返済は低金利にも支えられ着実に進んでいる
 - 道路各社の料金収入は堅調に推移しており、機構が受け取る賃付料も向上している
 - 政府からの高水準のサポートおよび監督を受ける
 - 日本の高速道路政策を執行する重要な役割を担っている

- 有利子負債の着実な返済**
- ◆ 機構設立時(平成17年)の残高約37.4兆円が、平成28年度末で、約27.6兆円まで減少(△9.8兆円)

商品性

- 投資のニーズにあった発行年限・頻度**
- ◆ 20・30・40年債と**超長期を中心に、幅広い年限で発行**
 - ◆ **40年債は、日本国政府以外の公的機関では、年間の発行額や発行残高共に最大**。また、社債も含めて、**利子一括払債を国内で唯一発行**
 - ◆ 年間を通して、**定例的に債券を発行**

- 一般担保付**
- ◆ 債券の購入者は、機構法の定めにより、機構の全財産について、他の債権者に先立って自己の債権の弁済を受ける権利を有する

- BISリスクウエイト**
- ◆ 10% (標準的手法)

- 適格担保**
- ◆ 日銀適格担保要件を充足

- 信用供与**
- ◆ 大口信用供与等規制の対象外

■ 利子一括は唯一の発行体

投資家層の拡大やコスト削減といった機構にとってメリットのある新たな手段があれば積極的に実現するという方針に基いて、昨年の1月には社債で初めて利子一括払い債を財投機関債で発行した。この際に興味を持つ地方公共団体や事業会社の発行体から問い合わせがあって説明したが、「自分たちの事業スキームでは発行は不可能」という結論になって、今のところ利子一括払い債は追随する発行体が存在しない。そうしたなか、高速道路機構はすでに7回で1500億円を発行して投資家も増えており、今の金利環境で適した商品であることを示している。ローンチ・スプレッドも2月の第192回債でタイト化に成功した。

利子一括払い債は主務官庁（国土交通省）からも、前向きな評価を受けた。利子一括払い債の起債にあたっては、プレーン債と同時に実施することで、発行額の極大化をするように取り組んでいる。

--発行体のメリットはなにか

利払い資金の調達を、キャッシュフローに余裕がある年度に先延ばしにするというのが発行体にとってのメリット。債券を発行すると、通常の場合は年2回の利子を支払うための資金を調達する必要があるが、利子一括払い債は40年間利払いをせず、その分の資金調達が不要。

--財投機関債の主幹事方式を40年からほかの年限に広げる考えは

現行の法律においては、2065年に解散することになっており、いずれ40年債の発行ができなくなるタイミングがやってくる。そうなると、現行、他年限については、入札方式をとっているため、マーケットとの対話の窓口がなくなってしまう。機構としては、40年債に代わって30年債などを主幹事方式として、投資家との窓口を保つことも考えたい。

利子一括払債の概要

- ◆ 「**利子一括払債**」は、半年複利計算によって、最終的な利息受取額は、従来の「**固定利付債**」を大きく上回るようになります。
- ◆ また、**流通気配値の公表及び発行の継続**によって、**価格の透明性や流動性は高まりつつあります。**

利子一括払債の商品性及び特長

● 商品性

利率	● 40年国債利回り+スプレッド(※直近実績は 43bp)
利息計算	● 半年複利
利息受取	● 償還日に全額受領
価格透明性	● 公社債売買参考統計値・BBYF・JS-Priceで気配値の確認可能
流動性	● 初の起債となった2017年1月より固定利付債と同時起債を継続。計7回の起債により発行残高は増加及び流動性も向上
その他	● 最低券面額1億円の事業債等(FA債)とは異なり、1,000万円単位での購入が可能

※公社債売買参考統計値・・・日本証券業協会、BBYF・・・ブルームバーグ公社債基準価格、JS-Price・・・債券標準価格(野村証券、野村総合研究所、金融工学研究所、日本経済新聞社)
 ※FA債・・・社債管理会社不取債債

● 主な特長

半年複利計算による利息(自動)運用

➢ 半年複利とは、半年毎に利息を元本に組み入れその合計額を次の期間の元本として利息を計算する方法。

「固定利付債」を大きく上回る受取利息累計額

➢ 右記例(利子一括払債:1.272%)では**1.638%**の固定利付債と同じ経済効果が得られる。

● 具体例:1億円投資した場合の受取利息累計のイメージ



■ IR144 件

安定的な資金調達には投資家との会話が欠かせないと考えており、IRには積極的に取り組んでいる。2013年度には7件しか行っていなかったのが昨年度は、40年利子一括払い債を世の中に出したこともあり、144件。11月には一月で30件以上を訪問している。



日本高速道路保有・債務返済機構
経理部資金課
榎野 誠 氏

--どんな先を訪問しているのか

8割が地方で2割が中央。中央では生命保険など、地方では地方公共団体や宗教法人も対象にしている。昨年度の実施で驚いたのは地公体の姿勢で、以前は10年ぐらいまでしか購入できないと言っていたのがそれでは利回りが低いので、超長期を発行する我々に声がかかるようになった。利回りを確保するために年限を伸ばして20年、30年、40年への関心が高く、ぜひ話を聞きたいという要望を多くもらっている。利子一括払い債を発行するときは、生保が主体になると思っていたが、IR活動をしていると学校法人や宗教法人が興味を示していた。地公体もそうだが、実際に訪問してみないと分からない投資家であり、IRの重要性を改めて認識した。

道路公団民営化の際の激しい議論や当時の莫大な債務を知っている投資家は、その後の状況を心配される声も聞くが、発足当時の債務は37兆円を超えていたが、2016年度末には27兆円台まで減っており、10年かけて10兆円近く確実に返済しているという、こうした事実を見てもらうと、民営化された道路会社と我々のような債務返済に特化した法人ができたことの効果が大いいと信頼してもらえる。

金利環境もあって、全てがIRのおかげではないが、平均調達年限は2013年度がフローで11.8年だったのが、2017年度は21年を超えている。同じ期間で平均調達金利は0.87%が0.60%に下がった。

政保債は、毎月10年と20年を発行し、四半期に30年を2回、同じく40年を1回ということなので、投資家が政保高速道路機構債を買いたいとなると毎月3本は必ず出ていることになる。5月17日の30年債で回号は350を数えた。ちなみに政保債の主要な発行体である預金保険機構で同時期の回号は215だった。財投機関債は5月23日の30年債が第200回となっている。政保債と財投機関債の両方を発行している団体は少なく、政保債での20年、30年、40年は我々のみ。財投機関債は最近まで高速道路機構が唯一の40年債の発行体だった。



安楽川橋(新名神高速道路) 中日本高速道路株式会社

■政策の一体性

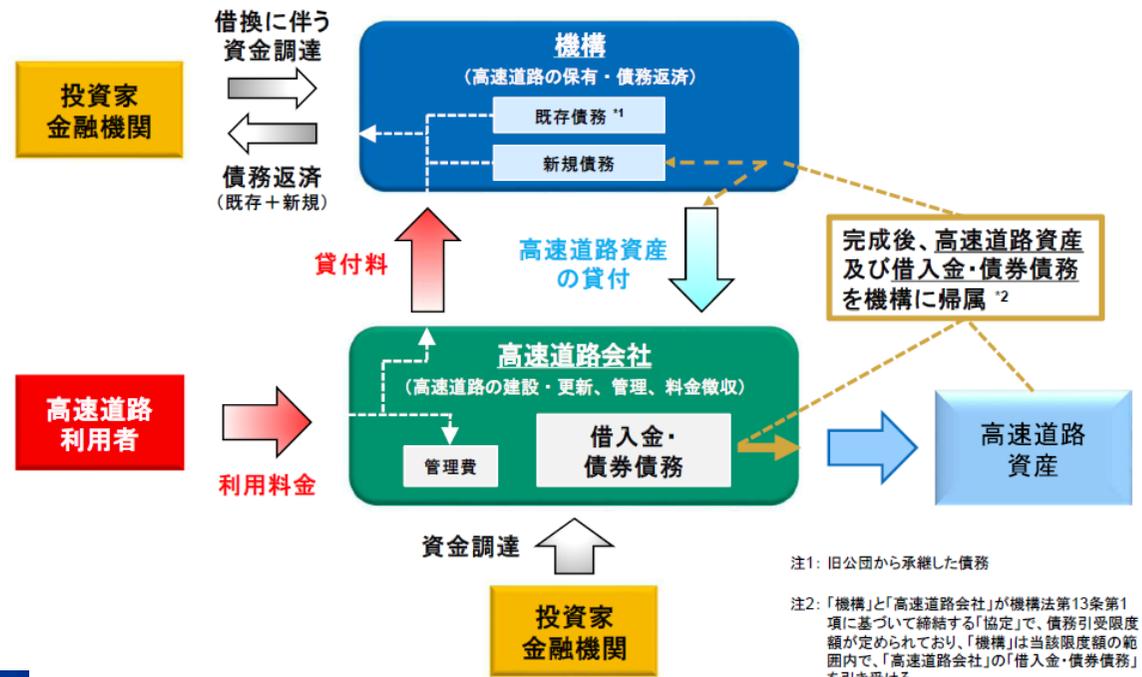
総資産は 40 兆円を超える規模だが大半は高速道路。つまり国民の財産を資産として保有している。負債は、高速道路資産を建設するための債券、借入金となっているし、出資金の 7 割強を日本国政府、3 割弱を関連する地方公共団体から受けている。貸し付け料収入から支払い利息や減価償却費を差し引いた額がプラスであり、欠損金を抱えることなく利益剰余金が貯まるような構造になっている。

高速道路事業・有料道路制度がうまく機能しており、債務を全額償還した後に高速道路は本来の道路管理者である国に引き継いで国民の財産となり無料開放される。我々が一時的に預かっている形で、これも国民の財産ということ。そのため、資金調達の約 8 割に政府保証が付いている。財務省の財政審財投分科会の「財政融資改革の総点検フォローアップ」（2015 年 12 月）においても「当分の間、資金調達に占める政府保証の比率は、現状程度で推移することもやむを得ない」と認められている。



りんくうJCT(関西空港自動車道)西日本高速道路株式会社

高速道路事業に係る資産・債務の流れ



残る 2 割の財投機関債は、事業や財務の透明性などで評価を受けながら発行している。R & I で日本国債と同格のダブル A プラスは融資系のなかでも政府系金融機関しか認められていないが、高速道路機構は事業系でありながら唯一国債と同格を付与されている。

■ 財政融資 1 兆 5000 億円

2018 年度の財政投融資計画で、1 兆 5000 億円の財政融資資金が入る。超長期（40 年など）で固定の資金が入ることで金利負担が軽減して債務引受余力が増え、その分道路会社の投資余力が増大する。これによって、大都市圏の環状道路の整備や高速道路の耐震強化などが加速すると期待されている。40 年債の発行を頑張っているといっても財投機関債で合わせて年度に 3000 億円ぐらいの規模。対して、財政投融資が単年度に 1 兆 5000 億円も入ってくる。40 年物の資金調達をしないとイケないリスクも減る。

平成 30 年度財政投融資計画（平成 29 年 12 月 22 日財務省）

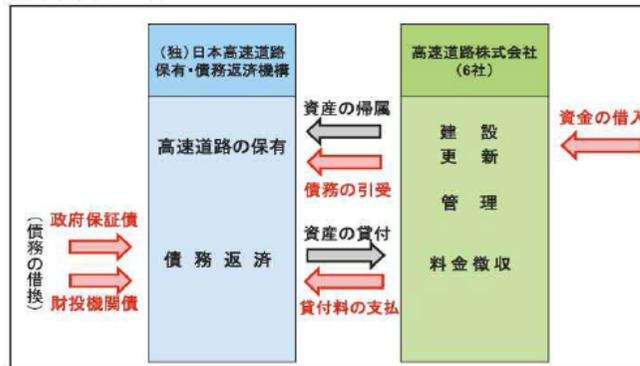
- 現下の低金利状況を活かし、機構が今後発行を予定している政府保証債（10 年債等）を、予め超長期（40 年等）・固定の財政融資に置き換え、将来にわたる金利負担を大幅に軽減。これを活用して、
 - ① 大都市圏環状道路等の整備加速による生産性の向上
 - ② 高速道路の橋梁の耐震強化対策の加速による安全・安心の確保、を行う。
 【財政融資 15,000 億円、政府保証 12,450 億円】

■ 財政投融資

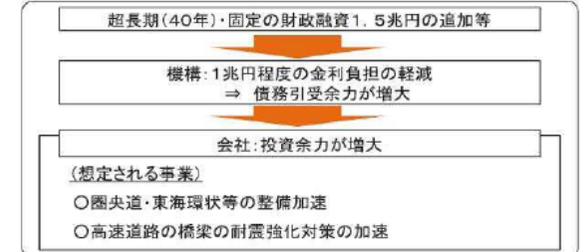
(単位: 億円)

	29 計画	30 計画
財政投融資	13,850	27,450
財政融資	—	15,000
政府保証	13,850	12,450

■ 事業スキーム



■ 低金利を活用した高速道路整備の加速



■ (参考) 事業例



図表等の出典：日本高速道路保有・債務返済機構 IR 資料（2018 年 5 月）

[2018/5/28 聞き手：キャピタルアイ・ニュース 菊地 健之]