

道路建設関係社債への 投資の意義を考える

約4兆450億円を見込む

高速道路網の大規模更新・修繕

大和総研 金融調査部
主任研究員 **中里 幸聖**



高速道路網の大規模更新・修繕に約4兆450億円の費用がかかると見込まれ、財源として高速道路の料金徴収期間を2065年まで15年間延長する関連法案が国会に提出されている。高速道路の新規建設や大規模更新等の原資は料金収入だが、当面の資金は高速道路各社が工面する。道路関係債への投資は、地域の社会・経済の活力維持や債権の安全性、国債を上回る利回りの確保の観点からも有意義だ。

新や修繕などが必要となる。

高速道路各社の 大規模更新・修繕計画

高速道路網は地域経済の活性化に向けた重要な社会インフラとして位置づけられている。ただし、初期に建設された道路は供用開始から半世紀が過ぎており、日常的にメンテナンスは行われているものの、本格的な更

画を公表した(図表1。以下、

東日本高速道路(NEXCO
E X C O 中日本)、西日本高速

道路(NEXCO西日本)の3

社は共同で、首都高速道路(首

都高速)、阪神高速道路(阪神

高速)、本州四国連絡高速道路
(本四高速)の3社は個別に検
討委員会等設け、大規模更新
・修繕に関する概算事業費の計

前3社を「全国高速道路網」、
後3社を「地域高速道路網」。

それらを単純合計すると、高速
道路網の大規模更新・修繕に約

4兆450億円の費用がかかる

ことになるが、これらはいくま

でも検討時点で必要と見込まれ
ている費用だ。今後は、今回の
大規模更新・修繕の対象となっ
ている以外の区間についても大

規模更新・修繕が必要となって
こよう。

料金徴収期間を 15年間延長

国土交通省は、高速道路各社
の大規模更新・修繕の検討と並
行するかたちで財源確保策を検
討しており、2014年2月に
は「道路法等の一部を改正する
法律案」を通常国会に提出した。

同法案では、高速道路の計画
的な更新を実施するために、①
計画的な更新を行う枠組みの構
築、②更新需要に対応した新た
な料金徴収年限の設定、を改正
事項としている。①は、高速道
路機構法を改正し、日本高速道
路保有・債務返済機構(以下、
「高速道路機構」と高速道路
会社の間で締結される協定およ
び高速道路機構の業務実施計画
のなかに更新事業について盛り
込む。②は、道路整備特別措置
法を改正し、高速道路の建設債

道路建設関係社債への投資の意義

務と更新費の償還期間、つまり高速道路の料金徴収期間を65年まで15年間延長する内容だ。

財務安全性のカギとなる 高速道路各社の料金収入

料金徴収期間の延長は今回の道路法等の一部改正の目玉の一つであり、当分の間、高速道路の建設費に加え、大規模更新・修繕の費用も高速道路の利用料金が原資にあてられる。つまり、高速道路各社の財務安全性は、料金収入の動向がカギとなる。

道路関係四公団民営化後の料金収入の各社合計は06年度が2・5兆円弱で最も多く、その後は減少基調となったが、これは割引制度や無料化社会実験の影響が大きい。11年度に無料化が見直しとなり、料金収入はやや上向き、12年度は各社とも前年比増加している。

高速道路各社が高速道路機構へ支払う高速道路資産の賃借料

は、高速道路機構との協定により高速道路会社の料金収入に基づく変動賃借料制を導入しているため(注1)、計画料金収入よりも減収となった場合でも経営の安定化が図られる仕組みとなっている。

道路建設関係社債は 一般社債から財投機関債に

道路関係四公団の民営化後の高速道路事業の実施スキームの概要は、図表2のようになる。高速道路各社が社債や借入れなどにより高速道路建設用の資金を調達し、高速道路を建設する。完成後、高速道路資産および建設用として調達した社債等の債務を高速道路機構に引き渡す。高速道路機構は、高速道路資産を高速道路各社に貸し付け、高速道路各社は、高速道路の利用料金を原資に賃借料を高速道路機構に支払う。高速道路機構は、その賃借料を原資に債務を返済

していく。

このスキームでは、高速道路各社から高速道路機構に引き渡された債務は、高速道路各社と高速道路機構の連帯債務となる。その際、高速道路各社の社債は、引渡し前は一般社債だが、引渡し後は財投機関債になる。一般社債から財投機関債に変更されることにより、BISの与信先区分においても事業法人から政府関係機関等に変更となるので、リスク・ウェイトが下がることになる。引渡し

〔図表1〕 大規模更新・修繕に関する概算事業費の計画

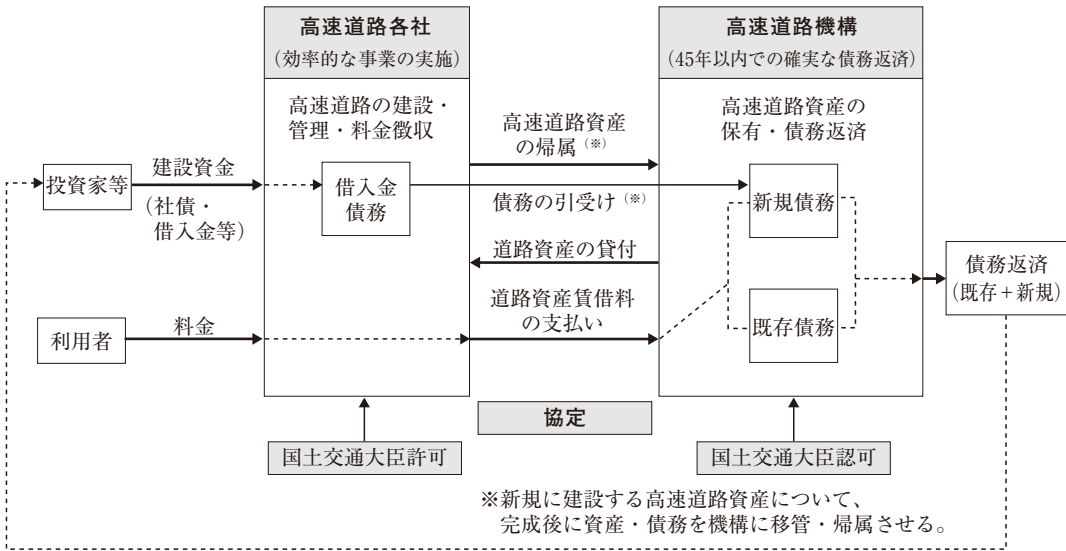
		全国高速道路網	首都高速道路	阪神高速道路	本四高速道路
実施会社		東日本高速道路、 中日本高速道路、 西日本高速道路	首都高速道路	阪神高速道路	本州四国連絡高速道路
大規模更新	事業費	約1兆7,600億円	約3,800億円	約1,500億円	なし
	距離	約240km	約8km	約5km	
大規模修繕	事業費	約1兆2,600億円	約2,500億円	約2,200億円	約250億円
	距離	約1,870km	約55km	約57km	約30km
合計	事業費	約3兆200億円	約6,300億円	約3,700億円	約250億円
	距離	約2,110km	約63km	約62km	約30km
公表時期		2014年1月	2013年12月	2014年1月	2014年1月

(注)1. 「大規模更新」は橋梁の架替え、床版の取替え等。「大規模修繕」は構造物(橋梁、盛土・切土、トンネル等)全体の大規模な補修。

2. 首都高速、阪神高速の合計の距離は、大規模更新と大規模修繕の単純合計を大和総研で算出。
(出所) NEXCO東日本、NEXCO中日本、NEXCO西日本「東・中・西日本高速道路(株)が管理する高速道路における大規模更新・大規模修繕について」(14年1月22日)、首都高速道路「首都高速道路の更新計画(概略)について」(13年12月25日)、阪神高速「阪神高速道路の更新計画(概略)について」(14年1月24日)、本四高速「本州四国連絡高速道路の陸上部における大規模更新・大規模修繕計画(概略)について」(14年1月31日)から大和総研作成。

〔図表 2〕

高速道路各社と高速道路機構の高速道路事業の実施スキーム



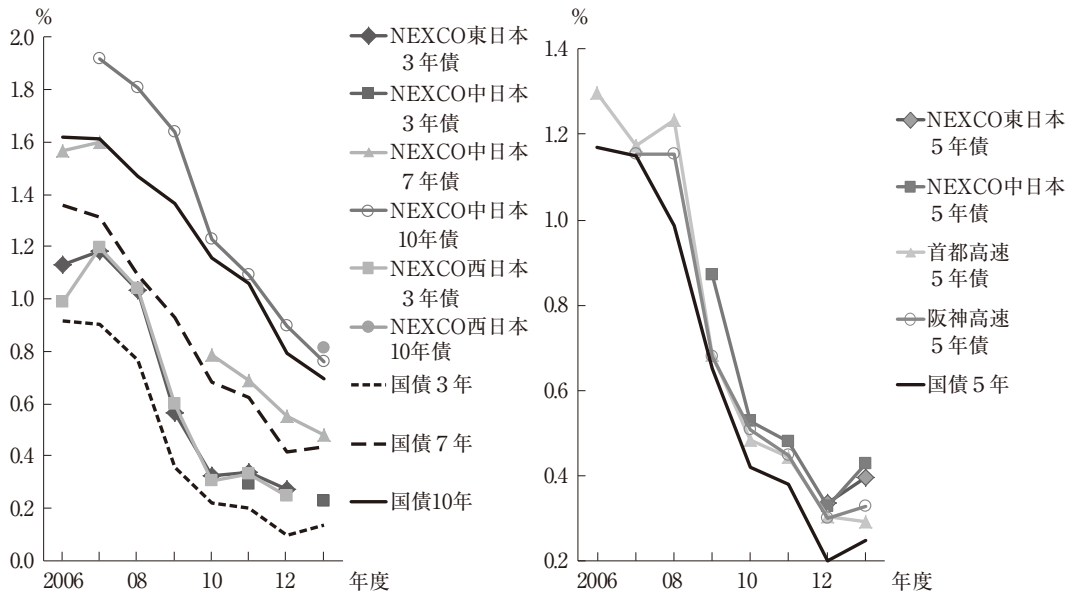
(注) 1. 高速道路各社が徴収する料金の額は、賃借料および会社の維持管理費用を料金徴収期間内に償うよう設定。高速道路機構に支払う賃借料の額は、債務の返済に要する費用等を貸付期間内に償うよう設定。なお、道路法等の一部を改正する法律が成立すれば、図表右上()内の「45年以内」が15年間延長される。

2. 高速道路各社が建設資金として調達した社債等の債務は、高速道路の完成後に資産とともに高速道路機構に移管し、高速道路機構に帰属することとなる。

(出所) 国土交通省ウェブサイト「民営化の概要」、高速道路機構ウェブサイト「業務の概要」、NEXCO東日本ウェブサイト「資金調達活動とIR活動」などを参考に大和総研作成。

〔図表 3〕

高速道路各社の普通社債における応募者利回り (加重平均)



(注) 1. 高速道路各社の応募者利回りは、発行額と債券発行時の応募者利回りを使った加重平均。

2. 国債は、国債金利情報の単純平均。ただし、06年度は、高速道路各社とも07年3月のみに普通社債を発行しているのので、07年3月の単純平均。

3. NEXCO中日本は4年債、阪神高速は6年債も発行しているが、図表が煩雑になるので掲載していない。

(出所) 日本証券業協会「公社債発行銘柄一覧」、財務省「国債金利情報」から大和総研作成。

道路建設関係社債への投資の意義

に際して、利払い額や償還額に影響はなく、投資家側が発行体に対して特別な手続をする必要もない。

債務引渡し時のタイミングは四半期ごとであり、引き渡す債務は、NEXCO中日本の場合には調達時期が古い順、それ以外の各社の場合は弁済期日到来順で原則選定される。

なお、通常国会に提出されている道路法等の一部を改正する法律が成立した場合（5月21日時点で国会審議中）、新規建設資金に加え、当面の大規模更新・修繕の費用も同様のスキームによって、調達・返済していくことになる。

13年度の社債発行額は5社合計で約5750億円

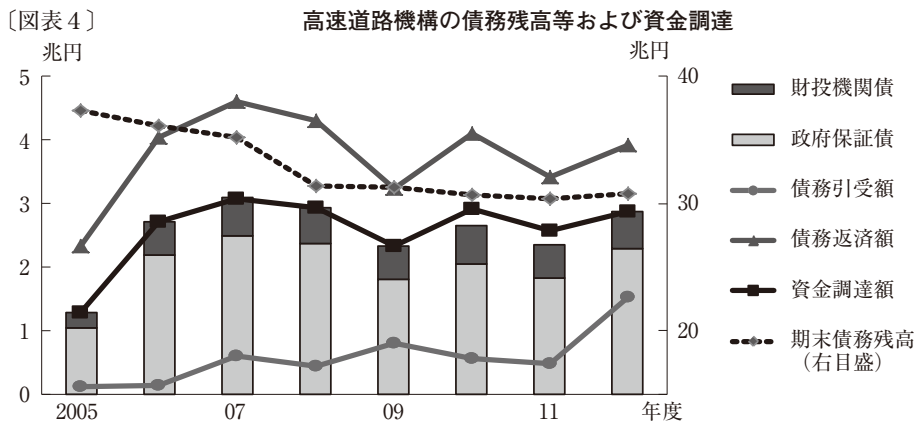
高速道路の新規建設費や、（道路法等の一部を改正する法律成立後の）大規模更新・修繕費用の原資は高速道路の料金収

入だが、当面は長期借入れや道路建設関係社債の発行によって資金が調達される。高速道路各

社の連結キャッシュフロー計算書によると、全国高速道路網では、全般的に長期借入れよりも

シングリック（未整備区間で途中で途切れている区間）の解消に向けた資金需要の高まりから社債発行額が増加することも想定されるが、高速道路網の配置について今後大きな計画変更がない限り、各社の社債発行規模感、当該実績が一つの参考となる。

高速道路機構の債務残高等および資金調達



(注) 1. 債券については、06年度までは額面で計上、07年度からは簿価で計上。
 2. 図中では明示していないが、08年度に2兆8,791億円の債務を国が承継。
 3. 05年度は10月1日からの半期分。
 (出所) 高速道路機構「決算に合わせて開示する高速道路事業関連情報」から大和総研作成。

向がみられる。ちなみに、13年度の高速度道路会社社債発行額は、NEXCO東日本1250億円（5年債）、NEXCO中日本約2950億円（3・5・7・10年債）（注2）、NEXCO西日本1000億円（10年債）、首都高速300億円（5年債）、阪神高速250億円（5年債）である。ミツ

高速道路各社の普通社債の発行額は1回当り単一年限で100億〜700億円程度の規模だが、NEXCO中日本では複数年限の同時起債で総額700〜1000億円程度となる場合もある。応募者利回りは図表3のとおりであり（注3）、同年限の国債の金利水準を相応に上回っているのがみとれる。

機構の資金調達の約8割は財政投融資資金

高速道路機構は、高速道路各社の債務を引き受け、返済していく役割を担うが、当該引受け

債務とは別に、自らも金融市場から資金調達を行っている。その額は毎年度2兆〜3兆円程度の規模となっている(図表4)。

資金調達約8割は財政投融资資金による政府保証債であり、それ以外は財投機関債がほとんどである(注4)。政府保証が付与されることで、市場から大量の長期資金を安定的かつ低利で調達することが可能となる。高速道路に関連する債務を早期で確実に返済し、国民負担を軽減することは高速道路機構の使命の一つであり、財政投融资の活用は、高速道路に関連する債務返済の安全性の向上にも寄与するはずだ。

(注1) 各年度の道路資産賃借料(計画料)金収入(年度) - 計画管理費(年度)。実際の料金が計画料収入の±1%以上変動する場合は、当該変動分について賃借料が増減される。

2 NEXCO中国では13年度

に米ドル建て債10億米ドル(5年債)を発行しており、1000億円程度と試算して、社債発行額の数値に含めている。

3 高速道路各社とも09年度までは政府保証債も発行していたが、図表3は普通社債についてのみ掲載している。なお、13年度までの普通社債の発行回数、NEXCO東日本25回、NEXCO中国56回、NEXCO西日本21回、首都高速12回、阪神高速11回である。4 5年以上の政府保証債が財政投融资計画に計上される。なお、図表4において10年度と11年度は政府保証債と財投機関債の合計額と資金調達額に差があるが、10年度は政府保証借入金、11年度は民間借入金がその差額である。

なかざと こうせい
91年大和総研入社。企業調査第二部、経済調査部、年金総合研究センター(現・年金シニアプラン総合研究機構) 出向、経営戦略研究部、金融・公共コンサルティング部を経て、11年から現職。慶應義塾大学卒。共著に『日本の交通ネットワーク』(中央経済社)。

週間トピックス

■野村ホールディングスは5月18日、中国の上海自由貿易試験区での合弁契約を締結した。大手不動産・金融の国有企業である上海陸家嘴(集団)有限公司のグループ2社と上海久有股権投资基金管理合伙企业(野村HDが関与するPEファンド)との共同出資により、中国で金融情報提供を行う合弁会社を試験区に設立する(5月中旬に設立見込み)。昨年9月に設置された試験区に中国国外の証券会社が進出するのは初めて。現在、中国の個人投資家は海外商品への投資を制限されているが、野村HDは試験区の特権により、合弁会社を通じて中国以外の国の金融商品の提供も可能。合弁会社に60%出資して連結子会社化し、富裕層を中心に中国での金融取引拡大の足掛かりとする。

■明治安田生命保険は今年10月から「団体信用就業不能保障保険」を発売する。住宅ローンの

利用者が傷害・疾病で働けない状態になった場合に住宅ローン返済を保障するもので、3大疾病保障特約付団体信用生命保険とセットで販売する。特定の疾病に限定せずに保障するのが特徴で、全国地方銀行協会を通じて会員行に導入の案内を行う。住宅ローンの保障を巡っては、昨年10月、第一生命保険がりそな銀行で、特定の障害もしくは所定の要介護状態になった場合に保険金を支払う特約付きの団体信用生命保険の取扱いを開始するなど、保障の範囲を拡大する動きが広まっている。

■京都中央信用金庫は5月19日、中国信託ホールディングスと業務提携を結んだ。同HDは台北市に本店をおき、総資産や拠点数で台湾トップの規模を有する。提携内容は、台湾での銀行口座開設・外為業務などのサービス提供や、台湾に進出した取引先が中国信託商業銀行から借入れを行う際のスタンドバイ・クレジットなど。昨年来、日本の地方銀行が同HDと業務提携を結ぶケースが目立つが、信用金庫では初めてとなる。