

2017年4月10日 全7頁

高速道路のミッシングリンク解消と資金調達

高速道路各社の社債の位置付けは継続

金融調査部 主任研究員
中里 幸聖

[要約]

- 圏央道の茨城県区間供用開始、東海環状自動車道の三重県区間の一部供用開始、大阪都市再生環状道路の一部を構成する大和川線の一部供用開始など、大都市圏のミッシングリンク解消の動きが続いている。2017年度中には外環道の東側区間や新名神の一部区間も開通予定である。
- 新規高速道路建設、大規模更新・修繕等のための資金調達は高速道路各社が担っている。高速道路各社の道路建設・更新等のための普通社債については、道路資産完成後に財投機関である高速道路機構に引き渡される。
- 高速道路各社は、引き続き各所のミッシングリンク解消に向けた工事を進める予定で、社債等により適時資金調達が実施される見通しである。高速道路各社の普通社債の応募者利回りは、同年限の国債の金利水準を相応に上回っている。その償還は、最終的には高速道路機構が実施することになる。

1. 大都市圏のミッシングリンク解消進展

2月26日、首都圏中央連絡自動車道(圏央道)の茨城県内区間(境古河ーつくば中央)がNEXCO東日本により供用開始となった。今回の区間開通で東関道、常磐道、東北道、関越道、中央道、東名道が繋がることとなり、成田空港から神奈川県湘南地域まで、都心を経由せずに高速道路で行けることとなった。

さらに東京外かく環状道路(外環道)の東側の三郷南ー高谷間が2017年度中の開通を目指して建設が進められており、完成すると関越道、東北道、常磐道、京葉道、東関道が結ばれ、圏央道より内側で、都心を経由せずに房総方面と埼玉県以北の地域との高速道路での往来の利便性が増すことになる。同じ外環道では、西側の大泉ー中央JCT(仮称)ー東名JCT(仮称)間も建設が進められている。2020年東京オリンピック・パラリンピックの開催までに開通する目標などの報道もあったが、2017年3月末現在、NEXCO東日本のウェブサイトなどでは開通予定年

度は明記されていない¹。

中京圏では、昨年（2016年）8月11日に東海環状自動車道の西回りの三重県区間の一部である新四日市―東員間がNEXCO 中日本により供用開始となった²。東海環状自動車道については、東回りは開通しているが、西回りはまだ一部が開通した状況であり、今後の未開通区間の工事進展が期待される。東海環状地域整備推進協議会「東海環状自動車道（東回り）開通10周年記念」（平成27年12月）には、西回りのいくつかの区間について、2017年度～2019年度にかけて開通見通しと記されているが、2017年3月末現在、NEXCO 中日本のウェブサイトなどでは開通予定年度は明記されていない。

東海環状自動車道の内側の名古屋第二環状自動車道の自動車専用部の西側の未開通区間（名古屋西―飛鳥）も今後の工事進展が期待される³。2017年3月末現在、NEXCO 中日本のウェブサイトなどでは開通予定年度は明記されていない。

関西圏では、1月28日に阪神高速大和川線のうち、三宝―鉄砲間が阪神高速道路により供用開始となった。大和川線は湾岸線と松原線を東西に結び、NEXCO 西日本が供用している既存の近畿自動車道なども含めた大阪都市再生環状道路の南側の一部を構成するものである⁴。NEXCO 西日本のウェブサイトによると2017年3月末時点で、大和川線の未供用区間の完成については調整中とのことである。同じく、大阪都市再生環状道路の北側の一部を構成する淀川左岸線の未供用区間については、2020年度を完成予定として建設が進められ、また、新名神高速道路の城陽―八幡京田辺間が2017年4月30日、高槻第一～神戸間が2017年度中に開通予定となっている⁵。

¹ 首都圏のいわゆる3環状道路は、「圏央道（首都圏中央連絡自動車道）」、「外環道（東京外かく環状道路）」、「中央環状線（首都高速道路中央環状線）」の3つの環状道路の総称。圏央道は、都心から半径およそ40km～60kmの環状道路で延長約300km。外環道は、都心から約15kmの環状道路で延長約85km。中央環状線は、都心から約8kmの環状道路で延長約47km、3環状道路の中では唯一全線開通済み（2015年3月）となっている（2017年3月末現在）。圏央道、外環道はNEXCO 東日本が大半の部分の事業者であり、圏央道西側一部（あきる野―栄間）、外環道西側の一部（中央JCT（仮称）以南）はNEXCO 中日本が事業者。中央環状線は首都高速道路が事業者。

² 東海環状自動車道は、愛知県、岐阜県、三重県の3県にまたがる名古屋市周辺30～40km圏を結ぶ延長約160kmの環状道路。関広見―豊田東間の東回り延長約76kmは2009年に開通済み（関広見―美濃関間を除く大半の部分は2005年に開通）。東海環状自動車道の西回りは、本文中の区間に加え、大垣西―養老間が2012年に開通している。

³ 名古屋第二環状自動車道は、名古屋市周辺の10km圏内に位置する環状道路。なお、前述の東海環状自動車道と共に未開通区間はNEXCO 中日本が国交省と共同で事業を実施している。

⁴ 「大阪都市再生環状道路」は、政府の「都市再生プロジェクト」に位置付けられ、北側の阪神高速淀川左岸線、西側の阪神高速湾岸線、南側の阪神高速大和川線と阪神高速松原線、東側の近畿自動車道（NEXCO 西日本供用）から構成される。このうち淀川左岸線、大和川線は2017年3月末時点で全線開通していない。「大阪湾環状道路」「関西中央環状道路」「関西大環状道路」と共に、近畿圏4環状道路を構成する。4環状いずれも未完成である。

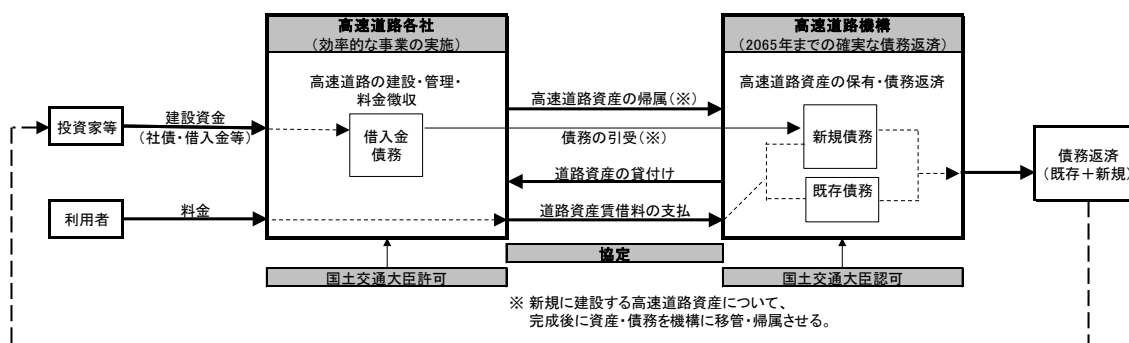
⁵ 高速道路機構との協定上の完成予定は2018年度だが、NEXCO 西日本の努力目標として2017年度中の開通を掲げている。

2. 高速道路事業の実施スキームと各社の社債による資金調達

(1) 高速道路の事業スキームと建設資金等の取り扱い

高速道路各社（NEXCO 東日本、NEXCO 中日本、NEXCO 西日本、首都高速、阪神高速、本四高速）は社債発行や借入などにより資金を調達し、高速道路の新規建設投資や大規模な維持更新投資を実施する（図表1）。完成後に、高速道路資産と、その建設用に調達した社債等の債務をあわせて独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（以下、高速道路機構）に引き渡す。高速道路機構は、その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、高速道路の料金収入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⁶。

図表1 高速道路各社と高速道路機構の高速道路の事業スキーム



(注1) 高速道路各社が徴収する料金の額は、賃借料及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。

(注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」などを参考に大和総研作成

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、引き渡し前は一般社債だが、引き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、バーゼル規制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。また、大口信用供与等規制からも外れる。引き渡しに際して、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きをする必要もない。債務引き渡しのタイミングは原則として四半期ごと（四半期末）であり、引き渡す債務は、NEXCO 中日本の場合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。

⁶ 本稿で記述している資金調達を含む事業スキームは、高速道路機構が保有・貸し付けている道路網を対象としている。指定都市高速道路公社が供用する都市高速道路（名古屋、広島、福岡、北九州）や地方道路公社が供用する有料道路等は、本稿で記述している事業スキームとは異なる。

(2) 高速道路各社の普通社債発行状況

①高速道路各社の普通社債と原資の関係

高速道路の新規建設費や大規模更新・大規模修繕の費用の原資は、高速道路の料金収入であるが、当初の資金調達には高速道路各社が長期借入や社債の発行によって行う⁷。

このような高速道路各社の社債は、各社が運営する個別の路線の収支と直接リンクしているわけではない。すなわち、個別路線の料金収入が各社債の元利支払いの原資になっているわけではなく、高速道路各社の料金収入全体が原資となっている。前述したように、高速道路各社が発行した社債等の債務は、高速道路完成後に高速道路資産と共に高速道路機構に引き渡されるので、財投機関である高速道路機構が各社の社債（高速道路各社との連帯債務）の償還を実施することとなる。繰り返しになるが、その原資は最終的には高速道路各社の料金収入である。

②高速道路各社の普通社債発行の内容

2016年度の高速道路各社の円建て普通社債発行額は、NEXCO 東日本 2,800 億円（5年債）⁸、NEXCO 中日本 1,718 億円（5年債）、NEXCO 西日本 1,850 億円（10年債）、首都高速 1,240 億円（5年債）、阪神高速 400 億円（3年債）である（NEXCO 東日本と NEXCO 中日本は、別途、後述する外貨建て債も発行している）。なお、本四高速は普通社債による資金調達を実施していない。

高速道路各社の普通社債の発行額は1回当たり単一年限で100億～500億円程度の規模が多いが、2016年度にNEXCO 東日本、NEXCO 西日本が単一年限で、NEXCO 中日本は2009年度以降に単一年限もしくは複数年限の同時起債で600億円～1,000億円程度の規模の社債発行額となる事例も見られる。

年限については、NEXCO 東日本は民営化後の2006年度以降は3年債を発行していたが、2012年8月以降は5年債を発行している。NEXCO 中日本は3年債から10年債まで多様な年限で発行していたが、2016年度は5年債のみであった。NEXCO 西日本は2006年度以降3年債を発行していたが、2013年度以降は10年債を発行している。首都高速は一貫して5年債を発行している。阪神高速は2006年度に6年債を発行したが、その後は5年債となっていた。しかし、2014年度、2015年度は4年債、2016年度は3年債と年限を短くしてきている。

「キャピタル・アイ特別企画：財務担当者に聞く 初の2年債で投資家開拓狙う」（2017年3月22日、株式会社キャピタル・アイ）によると、NEXCO 東日本は、2017年度は従来の5年債を2,000億円発行予定であることに加え、新たに2年債を2,500億円発行予定とのことである。2年債の発行は、外環道の東側区間が冒頭に記述したように2017年度中に完成予定であり、完成

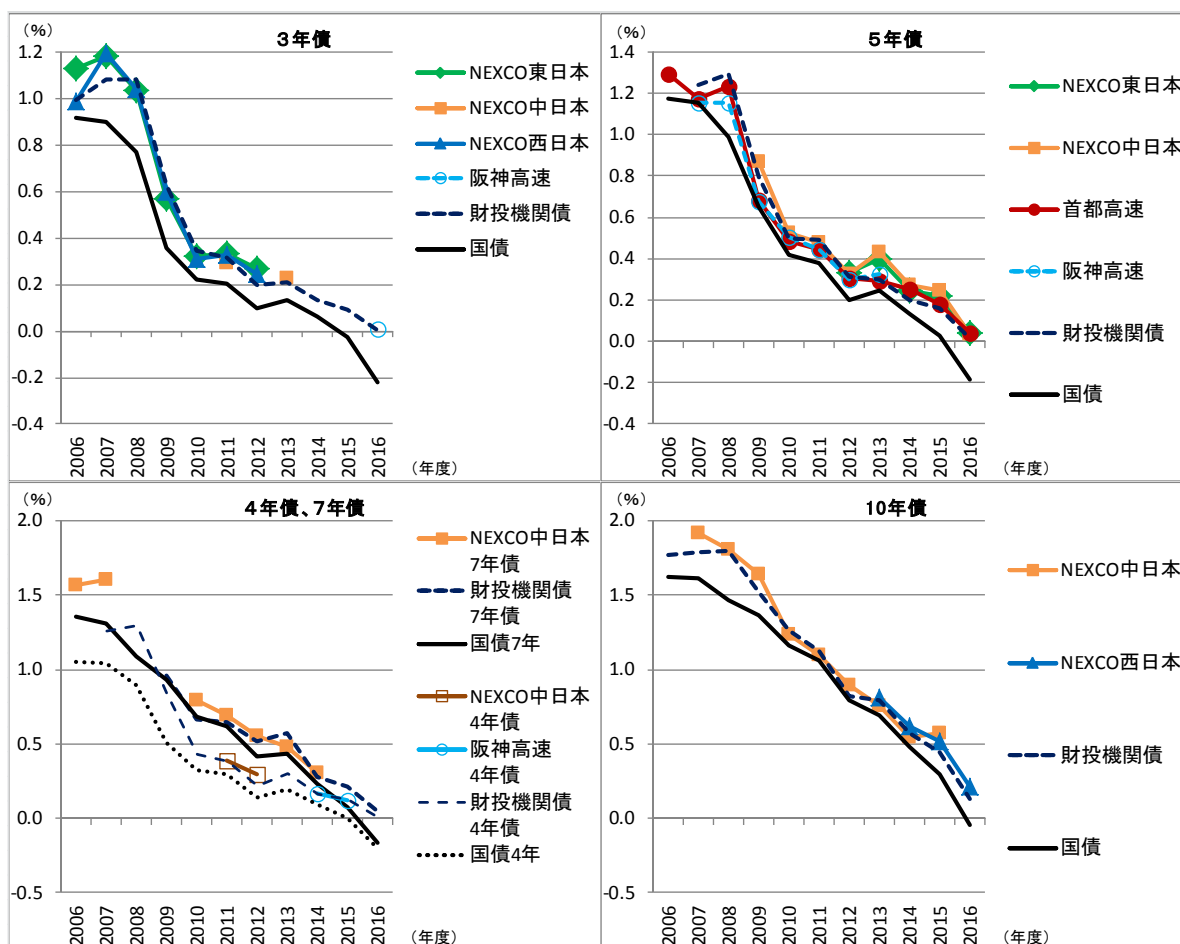
⁷ 高速道路各社の長期借入や社債によるキャッシュ・フローの状況については、中里幸聖「[高速道路インフラの資金調達についての現状と展望～高速道路各社の社債は、道路資産完成後に高速道路機構へ～](#)」（大和総研リサーチレポート、2016年7月5日）を参照。社債償還等の原資となる料金収入についても同レポートを参照。

⁸ NEXCO 東日本は、2017年3月29日に「第1回地域連携型社債」という分割制限付少数私募の社債を100億円（5年債）発行しているが、本文中の普通社債の発行額及び図表2の応募者利回りには、同社債は含まれていない。

に合わせた高速道路機構への債務引き渡しがすぐ到来する見通しであることへの対応と考えられる。また NEXCO 西日本は、2017 年度に発行年限を短期化させ、5 年債を発行予定とされている。これは着実な債務返済を前提に、2017 年度の新名神高速道路の一部区間開通予定等を踏まえた対応と推察される。

NEXCO 中日本以外の高速道路各社では弁済期日到来順で高速道路機構へ債務引き渡しを行うため、従来の年限で先に発行した社債よりも、従来よりも短年限で後から発行した社債が先に引き渡されることも生じる。ただし、いずれも最終的な弁済者が高速道路機構である点は変わらず、いずれの年限の社債にも信用力上に特段の変化はないといえよう。

図表 2 高速道路各社の円建て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年度ごとの加重平均。外貨建て社債は含めていない。また、阪神高速が 6 年債を 1 回だけ発行しているが、煩雑になるので、図には掲載していない。

(注 2) 財投機関債の応募者利回りは、発行額と債券発行時の応募者利回りを使った年度ごとの加重平均。ただし、2006 年度は、高速道路各社とも 2007 年 3 月のみに普通社債を発行しているの、2007 年 3 月のみ。また、2009 年度までは高速道路各社は財投機関扱いであったので、本図表の財投機関債の数値は、高速道路各社を除いたベースで計算している。なお、「公社債発行銘柄一覧」では、「財投機関債等」という分類になっている。

(注 3) 国債は、年度ごとの国債流通利回りの単純平均。ただし、2006 年度は 2007 年 3 月の単純平均。

(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」より大和総研作成

高速道路各社の普通社債の応募者利回りは図表2の通りであり⁹、同年限の国債の金利水準を相応に上回っているのが見て取れるが、財投機関債の応募者利回りとはほぼ同水準である。

なお、NEXCO 東日本は2015年度から米ドル建て社債(2016年度の発行額は計3.47億米ドル)、NEXCO 中日本は2013年度から米ドル建て社債(2016年度の発行額は計24億米ドル)、2016年度には豪ドル建て社債(計1億豪ドル)も発行している¹⁰。

3. 確実な計画推進と利便性向上へ

大都市圏における高速道路のミッシングリンク解消による高速道路網の利便性向上により、物流や人流が活性化することは、当該地域のみならず、周辺他地域の経済の底上げにも貢献することとなろう。大都市圏の高速道路については、需要低迷リスクは小さいと考えられるが、供用遅延リスク(用地取得や工事の遅れなど)は考えられる。しかし、用地取得が完了し、工事の進捗もほぼ見えているような数年後に完成する案件は、巨大な自然災害などが発生しない限り、同リスクは小さいと考えられよう。

地方部における高速道路のミッシングリンク解消も適時進められているが、需要低迷リスクを計算に入れる必要がある。地元地方公共団体の協力はもちろんのこと、中央政府としても需要低迷リスクを最小化するための地方創生、地域振興が求められよう。さらに中長期的には、道州制の導入、各地域における核都市への集約と全国的な規模での再配置、などを含めた国土構造の再構築なども視野に入れるべきと考える。

上記のようなことも踏まえ、高速道路各社や高速道路機構をはじめとする高速道路関係者には、収支状況等も見据えた確実な建設計画と償還計画の推進が望まれる。

⁹ 高速道路各社とも2009年度までは政府保証債も発行していたが、図表2は普通社債についてのみ掲載している。なお、道路公団民営化(2005年)から2017年3月末までの普通社債の発行回数は、NEXCO 東日本40回、NEXCO 中日本68回、NEXCO 西日本34回、首都高速19回、阪神高速16回である。

¹⁰ 2013年から2017年3月末までで、NEXCO 東日本の米ドル建て社債の発行回数は3回で、1回当たりの発行額は1億~2.5億米ドルである。NEXCO 中日本の米ドル建て社債の発行回数は9回で、1回当たりの発行額は4億~10億米ドルである。豪ドル建て社債の発行回数は1回で、本文にあるように1億豪ドルである。

関連レポート

- ・中里幸聖「高速道路インフラの資金調達についての現状と展望～高速道路各社の社債は、道路資産完成後に高速道路機構へ～」(大和総研リサーチレポート、2016年7月5日)

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20160705_011042.html

- ・中里幸聖「高速道路の大規模更新・修繕とその資金～料金徴収は、高速道路の持続性維持に重要～」(大和総研リサーチレポート、2014年4月18日)

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20140418_008447.html

- ・中里幸聖「高速道路網の持続性向上に向けて～道路関係四公団民営化のその後と今後の展開～」(大和総研リサーチレポート、2012年11月2日)

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12110202capital-mkt.html>

- ・中里幸聖「特定財源により充実した道路投資の半世紀～一般財源化後は選択と集中へ～」(大和総研リサーチレポート、2012年9月18日)

<http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/12091801capital-mkt.html>

- ・中里幸聖「国土強靱化の焦点～大規模な更新投資が必要なインフラ群～」(『大和総研調査季報』2013年春季号(Vol.10)掲載)

http://www.dir.co.jp/research/report/capital-mkt/20130603_007216.html