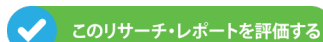


## CREDIT OPINION

5 March 2020

### アップデート



このリサーチレポートを評価する

#### 現行格付

##### 独立行政法人 日本高速道路保有・債務返済機構

国籍	Japan
長期格付	A1
種類	LT Issuer Rating - Fgn Curr
見通し	Stable

詳細については後掲の**現行格付**のセクションを参照されたい。格付および見通しは発行日時点の情報に基づく。

#### コンタクト

山本 博恵 +81.3.5408.4175  
アナリスト  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
hiroe.yamamoto@moodys.com

真鍋 美穂子 +81.3.5408.4033  
アソシエイト・マネージャー  
ジニア・ディレクター  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
mihoko.manabe@moodys.com

» Contacts continued on last page

#### CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454

## 独立行政法人 日本高速道路保有・債務返済機構

年次アップデート

### 概要

独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（高速道路機構）の格付 A1は、日本政府（A1、安定的）との非常に強い結びつきを反映したものである。

高速道路機構の信用力は、日本における高速道路網建設・維持管理の重要性、日本政府からの高水準のサポートおよび事業に対する高度の関与から、日本政府の信用力を反映しているとムーディーズは考えている。

### 格付を支える要因

- » 日本政府と地域・地方政府が全額出資する。
- » 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。
- » 予測可能な道路事業キャッシュフローに支えられた事業パフォーマンス。

### 格付を圧迫する要因

- » 高速道路機構の格付を圧迫する要因は日本政府が直面する課題を反映している。

### 格付の見通し

日本政府の格付の見通しを反映し、高速道路機構の格付の見通しは安定的。

### 将来の格上げにつながる要因

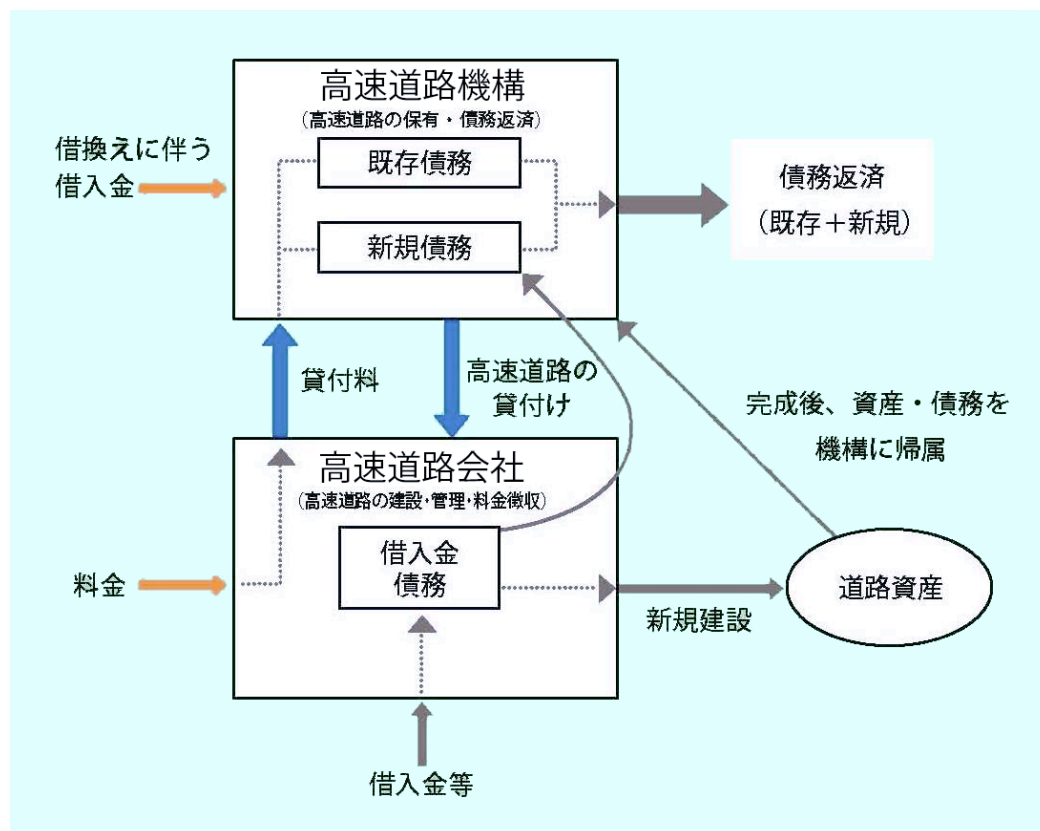
- » 日本国債の格上げ。

### 将来の格下げにつながる要因

- » 日本国債の格下げ。
- » 政府出資比率の引き下げ、または設立根拠法の改正に示される機構の政策上の重要性の低下といった、日本政府との密接な関係を弱めるような政策変更が行われた場合、機構の格付に下方圧力が加わる。

本稿は2020年3月5日発行の英文版 [Japan Expressway Hld. & Debt Repayment Agency: Update to credit analysis](#) の翻訳です。

図表 1  
高速道路機構と高速道路会社の債務返済スキーム



出所：日本高速道路保有・債務返済機構、ムーディーズ・インベスターズ・サービス

## 発行体の概要

2005年に独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（高速道路機構）は、独立行政法人通則法及び独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構法を根拠に設立された。

高速道路機構は、6つの地域別高速道路株式会社（高速道路会社）が運営する高速道路施設の建設・維持管理に関連する債務支払いを行う。機構は貸付料を各高速道路会社から得る。機構と各高速道路会社は関連法に従い協定を締結し、貸付料、収入、建設・維持管理コストの見通しなどは、協定によって定められる。

高速道路機構は、保有する道路を東日本高速道路株式会社（A1、安定的）、中日本高速道路株式会社（A1、安定的）、西日本高速道路株式会社（A1、安定的）、首都高速道路株式会社（A1、安定的）など高速道路会社6社に貸し出し、貸付料を受け取っている。

## 信用評価に関する詳細な検討

ムーディーズは国内の他の11の政府系発行体（財政投融資資金を活用している財投機関）と同一の分析アプローチを高速道路機構に適用し、政府系発行体の格付手法に基づきベースライン信用リスク評価（BCA）を用いず、ソブリン格付と同水準の格付を付与している。

ムーディーズは、BCAを付与する複合デフォルト分析（JDA）やBCAを用いない分析方法など、いずれのアプローチが各発行体に最も適合するか、また重要な信用要因を反映するかを定期的に検討している。その過程で、高速道路機構に対する日本政府のサポートの頑健性および継続性を注視し、政府の政策スタンスの変更が債務の信用力に影響を与えるか否かを検討している。

本件は信用格付付与の公表ではありません。文中にて言及されている信用格付については、ムーディーズのウェブサイト(www.moodys.com)の発行体のページのRatingsタブで、最新の格付付与に関する情報および格付推移をご参照ください。

### 日本政府と地域・地方政府が全額出資する

高速道路機構には現在国が73%、残りを地方公共団体が出資している。高速道路機構の設立法は、機構の資本金は日本政府と地方公共団体からの出資金額の合計としている。

こうした保有構造を変えるためには法律改正が必要で、ムーディーズはそれが近い将来に起こることを予想していない。設立法のもと政府は、高速道路機構に対し、保証、資本注入を含む強力な財務支援を提供することができる。

### 政府からの高水準のサポートおよび監督を受ける

国土交通省が高速道路機構の事業計画に深く関与している。設立法により、国土交通大臣が機構の主要な意思決定、たとえば同社の主要な決定事項（経営陣の任命、事業実施計画、資金調達、資本金の増加等）の認可を行うこととしている。

高速道路機構は引き続き政府資金を受け、民間資金調達に際し政府保証の付与を享受している。2018年度末時点で高速道路機構の長期借入金及び機構債券の合計のうち、政府資金と政府保証債は約70%と、民間調達を大きく上回る。この割合は機構発足以来大きく変わっておらず、政府の機構に対するコミットメントを示すものとムーディーズは考えている。

### 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

高速道路機構は日本の高速道路政策に重要な役割を演じている。機構は旧日本道路公団の後継者である。旧日本道路公団は非営利の高速道路事業者であったが、日本政府は同公団等が行っていた高速道路網の運営をいくつかの道路会社に分けて引き継がせ、高速道路機構は同公団等の債務を承継した。

各道路会社が道路資産を借り受けて運営し、新規路線を建設する一方で、政府は、別途高速道路機構を、有利子債務の確実な返済を目的として設立した。この目的に対し、高速道路機構は、発足当初の37.4兆円あった有利子負債を2018年度末に29.1兆円に減少させた。2018年度は、財政融資資金の増加や道路資産とともに引き受けた債務の影響により、有利子負債が前年度から6.3%増加した。しかし今後も、高速道路機構は継続して債務を返済するものとムーディーズはみている。

国土交通省は高速道路機構により一層の政策的重要性を与えつつあり、2020年度政府予算では、新たに財政投融资からの計8,600億円の貸付を予定している。これにより、高速道路の4車線化やインフラの防災機能強化に資金が手当てされる見込みである。

2014年には政府は高速道路料金徴収期間を45年から60年まで延長する法律を成立させた。高速道路の無料開放は2050年から最長2065年に延期された。高速道路の大規模更新・修繕は、無料開放後は財源手当を含め政府が行うことになるが、最長2065年までは政府に替わり機構と各会社により行われる。

### 予測可能な道路事業キャッシュフローに支えられた事業パフォーマンス

高速道路機構は、規制枠組みによる事業環境下での予測可能なキャッシュフローを安定して維持しており、このため比較的高水準の財務レバレッジに対応する適度な流動性を確保することが可能となっているとムーディーズはみている。機構は協定上定められた貸付料を各高速道路会社から受け取るが、各会社の収入は安定している。各会社の事業環境は日本の高速道路網に関する十分に整備された制度の枠組みにより安定している。2018年度の貸付料は、交通量の増加により前年度から2.3%増加した。

高速道路機構は、厚みがあり成熟した国内金融市場での地位を確立している。必要に応じて、金融機関等との当座貸越枠9,600億円が利用可能な他、短期資金へのアクセスも良好である。

## ESGに関する考慮事項

### 高速道路機構の信用分析における環境・社会・ガバナンス(ESG) リスクの評価

ムーディーズは、発行体の経済力と財政力を評価する際に、環境、社会、ガバナンス要因の影響を考慮する。高速道路機構のクレジットに影響を与える主なESG関連要因は次のとおりである。

ESGの考慮事項は、高速道路機構の戦略的役割と政府が支援を提供する可能性が高いことを考慮して同機構の信用プロフィールにとって重要な考慮事項ではない。とはいえ、日本の自然災害の発生頻度の高さと、これまでの災害による短期的な経済活動の中断や災害復旧事業費等の財政歳出、社会要因として高齢化と人口減少がもたらす経済成長への下押し圧力、および国の健全なガバナンスの枠組みを考慮している。高速道路機構はサポートを提供する政府の強い監視を受け、政府が最終的に重要な決定を行うことから政府と本質的に結び付いている。

ムーディーズのESGに対するアプローチは、クロスセクター格付手法[General Principles for Assessing ESG Risks](#) に示されている。

## 現行格付

図表 2

カテゴリー	ムーディーズによる現行格付
<b>独立行政法人 日本高速道路保有・債務返済機構</b>	
見通し	Stable
発行体格付	A1
シニア有担保 - 自国通貨建	A1
<b>JAPAN HIGHWAY PUBLIC CORP.</b>	
見通し	No Outlook
シニア有担保 - 自国通貨建	A1
<b>HANSHIN EXPRESSWAY PUBLIC CORPORATION</b>	
見通し	No Outlook
シニア有担保 - 自国通貨建	A1

出所：ムーディーズ・インベスターズ・サービス

(C)2020年 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. 並びに（又は）これらの者のライセンサー及び関連会社（以下、総称して「ムーディーズ」といいます）。無断複写・転載を禁じます。

Moody's Investors Service, Inc. 及び/又は信用格付を行う関連会社により付与される信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の相対的な将来の信用リスクについての、ムーディーズの現時点での意見です。ムーディーズの資料、製品、サービス及び公開情報（以下総称して「刊行物」といいます）は、ムーディーズの現時点における意見を含むことがあります。Moody's Investors Serviceは、信用リスクを、事業体が契約における財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由又は経済的損害（インペアメント）が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。Moody's Investors Serviceの信用格付において言及された、契約における財務上の義務の類型に関する情報については、ムーディーズの刊行物である「格付記号と定義」をご参照ください。信用格付は、流動性リスク、市場価値リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。信用格付、非信用評価（以下「評価」といいます）及びムーディーズの刊行物に含まれているその他の意見は、現在又は過去の事実を示すものではありません。ムーディーズの刊行物はまた、定量的モデルに基づく信用リスクの評価及びMoody's Analytics, Inc.及び/又はその関連会社が公表する関連意見又は解説を含むことがあります。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、投資又は財務に関する助言を構成又は提供するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は特定の証券の購入、売却又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、特定の投資家にとっての投資の適切性について論評するものではありません。ムーディーズは、各投資家が、相当の注意をもって、購入、保有又は売却を検討する各証券について投資家自身で研究・評価するという期待及び理解の下で、信用格付を付与し、評価を行い、その他の意見を述べ、自社の刊行物を発行します。

ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、個人投資家の利用を意図しておらず、個人投資家が投資判断を行う際にムーディーズの信用格付、評価、その他の意見又は刊行物を利用することは、慎重を欠く不適切な行為です。もし、疑問がある場合には、ご自身のフィナンシャル・アドバイザーその他の専門家にご相談することを推奨します。ここに記載する情報はすべて、著作権法を含む法律により保護されており、いかなる者も、いかなる形式若しくは方法又は手段によっても、全部か一部かを問わずこれらの情報を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製その他の方法により複製、リパッケージ、転送、譲渡、頒布、配布又は転売することはできず、また、これらの目的で再使用するために保管することはできません。ムーディーズの信用格付、評価、その他の意見及び刊行物は、規制目的で定義される指標（ベンチマーク）としてのいかなる者による使用も意図しておらず、これらが指標（ベンチマーク）と見なされる結果を生じるおそれのあるいかなる方法によっても使用してはならないものとします。

ここに記載する情報は、すべてムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人的及び機械的誤りが存在する可能性並びにその他の事情により、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証も付すことなく「現状有姿」で提供しています。ムーディーズは、信用格付を付与する際に用いる情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであること（独立した第三者がこの情報源に該当する場合もあります）を確保するため、すべての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で又は自社の刊行物の作成に際して受領した情報の正確性及び有効性について常に独自に確認することはできません。法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、いかなる者又は法人に対しても、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連するあらゆる間接的、特別、二次的又は付随的な損失又は損害に対して、ムーディーズ又はその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー又はサプライヤーのいずれかが事前に当該損失又は損害（a）現在若しくは将来の利益の喪失、又は（b）関連する金融商品が、ムーディーズが付与する特定の信用格付の対象ではない場合に生じるあらゆる損失若しくは損害を含むがこれに限定されないのである可能性について助言を受けていた場合においても、責任を負いません。

法律が許容する範囲において、ムーディーズ及びその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー及びサプライヤーは、ここに記載する情報又は当該情報の使用若しくは使用が不可能であることに起因又は関連していかなる者又は法人に生じたいかなる直接的又は補償的損失又は損害に対しても、それらがムーディーズ又はその取締役、役員、従業員、代理人、代表者、ライセンサー若しくはサプライヤーのうちいずれかの側の過失によるもの（但し、詐欺、故意による違反行為、又は、疑義を避けるために付言するよ法により排除し得ない、その他の種類の責任を除く）、あるいはそれらの者の支配力の範囲内外における偶発事象によるものである場合を含め、責任を負いません。

ここに記載される情報の一部を構成する格付、財務報告分析、予測及びその他の見解（もしあれば）は意見の表明であり、またそのようなものとしてのみ解釈されるべきものであり、これによって事実を表明し、又は証券の購入、売却若しくは保有を推奨するものではありません。ここに記載する情報の各利用者は、購入、保有又は売却を検討する各証券について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、信用格付、評価、その他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、（明示的、黙示的を問わず）いかなる保証も行っておりません。

Moody's Corporation（以下「MCO」といいます）が全額出資する信用格付会社であるMoody's Investors Service, Inc.は、同社が格付を行っている負債証券（社債、地方債、債券、手形及びCPを含みます）及び優先株式の発行者の大部分が、Moody's Investors Service, Inc.が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、1,000ドルから約270万ドルの手数料をMoody's Investors Service, Inc.に支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、MCO及びMoody's Investors Serviceは、Moody's Investors Serviceの信用格付及び信用格付過程の独立性を確保するための方針と手続を整備しています。MCOの取締役と格付対象会社との間、及び、Moody's Investors Serviceから信用格付を付与され、かつMCOの株式の5%以上を保有していることをSECに公式に報告している会社間に存在し得る特定の利害関係に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト[www.moody's.com](http://www.moody's.com)上に"Investor Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy"という表題で毎年、掲載されます。

オーストラリア専用の追加条項：この文書のオーストラリアでの発行は、ムーディーズの関連会社であるMoody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657（オーストラリア金融サービス認可番号336969）及び（又は）Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972（オーストラリア金融サービス認可番号383569）（該当する者）のオーストラリア金融サービス認可に基づき行われます。この文書は2001年会社法761G条の定める意味における「ホールセール顧客」のみへの提供を意図したものです。オーストラリア国内からこの文書に継続的にアクセスした場合、貴殿は、ムーディーズに対して、貴殿が「ホールセール顧客」であるか又は「ホールセール顧客」の代表者としてこの文書にアクセスしていること、及び、貴殿又は貴殿が代表する法人が、直接又は間接に、この文書又はその内容を2001年会社法761G条の定める意味における「リテール顧客」に配布しないことを表明したことになります。ムーディーズの信用格付は、発行者の債務の信用力についての意見であり、発行者のエクイティ証券又はリテール投資家が取得可能なその他の形式の証券について意見を述べるものではありません。

日本専用の追加条項：ムーディーズ・ジャパン株式会社（以下、「MJKK」といいます。）は、ムーディーズ・グループ・ジャパン合同会社（MCOの完全子会社であるMoody's Overseas Holdings Inc.の完全子会社）の完全子会社である信用格付会社です。また、ムーディーズSFジャパン株式会社（以下、「MSF」といいます。）は、MJKKの完全子会社である信用格付会社です。MSFは、全米で認知された統計的格付機関（以下、「NRSRO」といいます。）ではありません。したがって、MSFの信用格付は、NRSROではない者により付与された「NRSROではない信用格付」であり、それゆえ、MSFの信用格付の対象となる債務は、米国法の下で一定の取扱を受けるための要件を満たしていません。MJKK及びMSFは日本の金融庁に登録された信用格付業者であり、登録番号はそれぞれ金融庁長官（格付）第2号及び第3号です。

MJKK又はMSF（のうち該当する方）は、同社が格付を行っている負債証券（社債、地方債、債券、手形及びCPを含みます。）及び優先株式の発行者の大部分が、MJKK又はMSF（のうち該当する方）が行う信用格付意見・サービスに対して、信用格付の付与に先立ち、12万5,000円から約2億5,000万円の手数料をMJKK又はMSF（のうち該当する方）に支払うことに同意していることを、ここに開示します。

MJKK及びMSFは、日本の規制上の要請を満たすための方針と手続も整備しています。

## コンタクト

長澤 亮太 +81.3.5408.4184  
アソシエイト・アナリス  
ト  
ムーディーズ・ジャパン株式会社  
ryota.nagasawa@moody's.com

## CLIENT SERVICES

Americas	1-212-553-1653
Asia Pacific	852-3551-3077
Japan	81-3-5408-4100
EMEA	44-20-7772-5454