

第50回日本学生支援債券のご起債にあたり

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社
理事 共同デット・キャピタル・マーケット部長 諏訪 一

はじめに

平成30年1月19日に、第50回となる日本学生支援債券(以下、当機構債)が条件決定した。50回目の節目のご起債にあたり、本稿では、当機構債の歴史やプレゼンスについて振り返りたい。

学生支援債券の発行実績

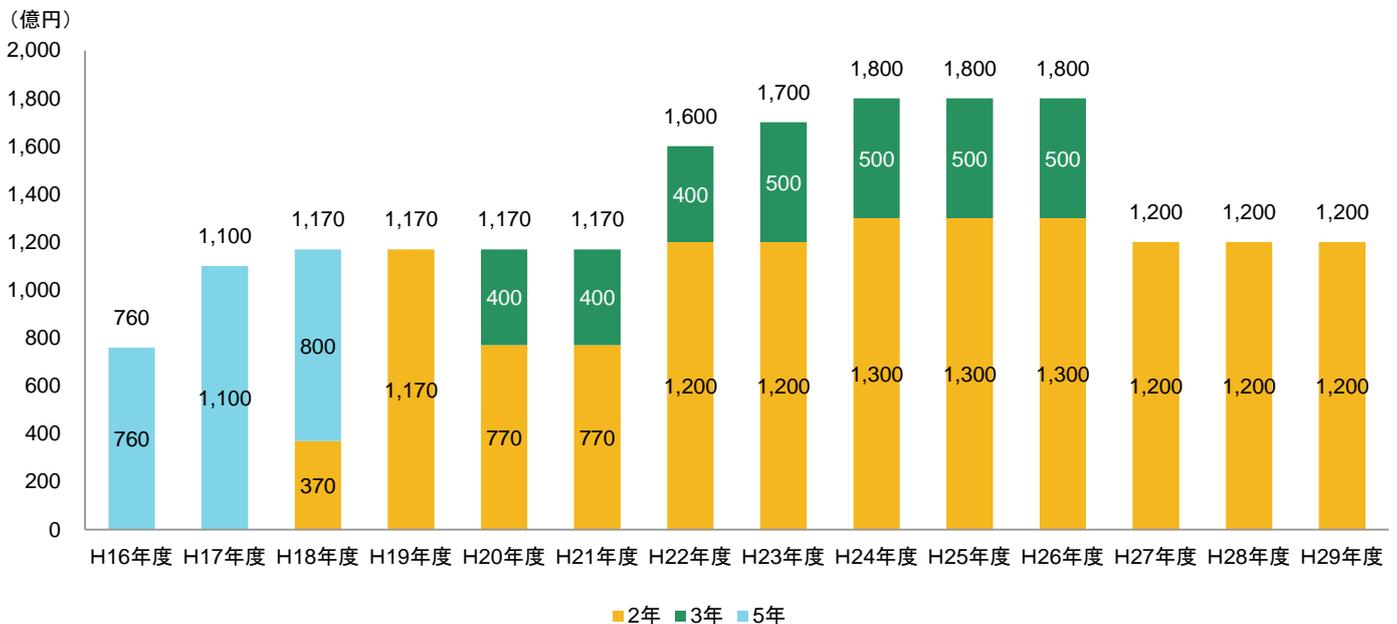
独立行政法人日本学生支援機構(以下、当機構)は、平成16年4月に、日本育英会の奨学金貸与事業、国の留学生に対する奨学金給付事業や学生生活支援事業、4つの財団法人が行っていた留学生関連事業を整理統合して設立し、同年6月に、当機構として初の起債を実施している。

平成16年度は、年度3回発行総額760億円であったが、第二種奨学金(有利子)の貸与規模拡大に伴い、徐々に発行規模も増加し、平成22年度には年度4回の起債へ移行、平成26年度の年間発行額は1,800億円となった。近年は、第一種奨学金(無利子)^{(注)1}の比重が高まる中で年間発行額はやや縮小しているものの、平成27年度以降、年間で1,200億円の発行を継続しており、財投機関債セクターの代表的な発行体の一つとして位置付けられる。

尚、当機構では、初回債から第8回債まで5年債を起用していたが、平成19年度における第二種奨学金の貸与方法の見直しに伴い、資金調達方法も変更となり、第9回債以降は2・3年債を発行している。平成27年度以降は、2年債のみを発行している(平成30年1月現在)。

注1. 第二種奨学金の財源には、財投機関債(学生支援債券)が含まれる一方、第一種奨学金の財源は一般会計借入金等により調達した資金であり、財投機関債は含まれない

当機構債の起債実績グラフ



第50回日本学生支援債券のご起債にあたり

学生支援債券の特徴

当機構債は、下図の通り、中央・地方の幅広い投資家により購入されている。改めてその特徴について確認したい。

まず主要年限として起用している2年債は、債券発行市場では希少性がある。特に公共セクターでは、地方債の発行はほとんどなく、財投機関債における定例的な発行体としては、当機構の他、一部に限られている^{(注)1}。更に、マイナス金利政策が導入されて以降、銀行業態からニーズが高まっている日銀への適格担保として活用できる点からも評価されている。

次に、充当対象となる事業の分かり易さも、当機構債の特徴の一つとして挙げられる。当機構債による調達資金は、全額が「第二種奨学金の在学中資金」として活用される。他の財投機関債では、幅広い事業に調達資金が充当されるケースが多く、資金使途の明瞭性は、当機構債ならではの特徴と言える。財投機関債については、政治的な要因（政策変更）がリスクとして挙げられることがあるが、教育政策については政権を問わず重視される分野であるため、奨学金事業を担う当機構の政治的なリスクは特に低いと推察される。

又、奨学金事業の存在感が年々高まっている点もポジティブ材料である。大学・短大においては、「2.6人に1人」が当機構の奨学金を利用しており、10年前と比較すると、1.4倍となっている。又、平成29年度には、給付奨学金制度^{(注)2}も導入された。この点については、格付会社も評価しており、実際、JCR（日本格付研究所）も、教育のセーフティネットとしての役割の向上や国との関係性の強化を理由に、平成29年12月に当機構に対する格付けを引き上げた経緯にある（AA+→AAA）。

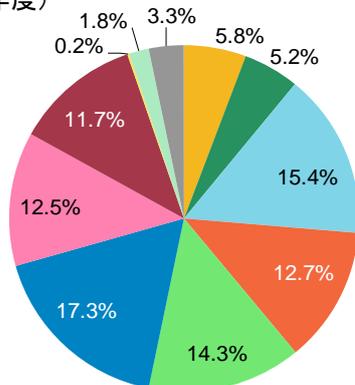
その他、信用力の観点では、当機構債の償還は、国の財政融資資金によって実施される点も特徴として挙げられる（財投機関債は、奨学生の卒業時に財政融資資金によって借換えられる）。返還金の回収には努めているものの、債券の償還とは直接リンクしていない。このような性質を踏まえて、当機構債について、国債と同等の信用力評価を行う投資家も確認されている。

注1. 政府保証債において2年債の発行はあるものの、入札方式による起債であるため、投資家にとっては主幹事方式と比較すると購入しにくい

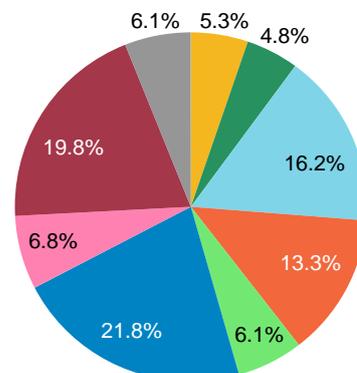
注2. 平成29年度から先行実施しており、平成30年度からの本格実施が予定されている。尚、給付奨学金の財源は、政府から予算措置されている（財投機関債による調達資金は充当されていない）

平成28年度・平成29年度の当機構債の販売状況

（平成28年度）



（平成29年度）



第50回日本学生支援債券のご起債にあたり

ESG投資の観点から見た 学生支援債券



昨今の債券市場では、資金用途をグリーンもしくはソーシャルプロジェクトに限定した債券として、グリーンボンドやソーシャルボンドが注目を集めている。又、これらの債券への投資は、ESG投資と呼ばれ、急速に拡大している。

前段の通り、当機構債による調達資金は、全額が第二種奨学金の在学中資金として充当される。第三者認証やオピニオンは取得していないものの、日本国憲法第26条(教育を受ける権利)や教育基本法第4条(教育の機会均等)、更には国連が掲げる持続可能な開発目標(SDGs)の複数の目標やターゲットの達成に貢献することから、ソーシャルボンドとしての特性を有する債券と言えるだろう。実際、当機構債の定例投資家からは、当機構の社会貢献性を評価する声が寄せられている。

日本学生支援債券の資金用途のイメージ



出所 独立行政法人日本学生支援機構

新たなプライシング方式の 先駆けとなった第37回債



当機構については、市場重視の起債運営を行う発行体としての印象も強い。その象徴的な起債として、第37回債を紹介したい。

第37回債が起債した平成26年10月当時、2年物の国債利回りは、日銀の金融政策を背景として、0%近い水準で変動性高く推移しており、国債をベンチマークとして起用し難い状況にあった。その一方で、当機構債のメインプレイヤーである銀行勢は、日銀当座預金付利(当時0.1%)と比較して検討する傾向が強く、従来のスプレッドによるマーケティングでは、投資家の目線集約が実現し難い状況にあった。

このような中、当機構では、入念なマーケティングによって上記状況を把握し、これに対応すべく、従来のスプレッドによるマーケティングに、下限利率(0.105%)を追加的に設定することを決定した。この結果、投資家の目線はスムーズに集約され、発行額を十分に超過する安定した起債が達成された。

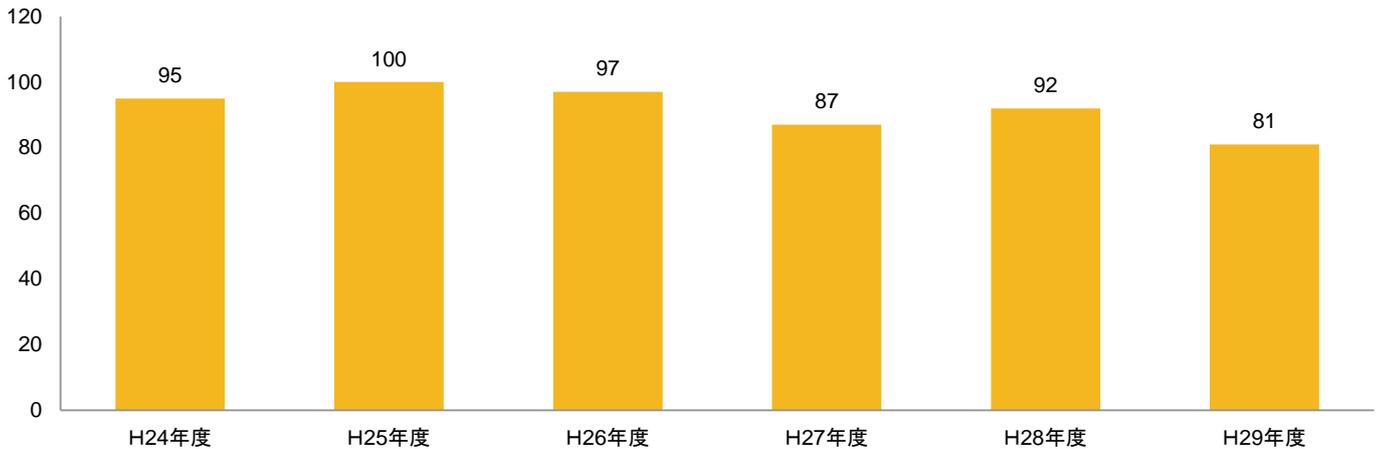
このような利率とスプレッドを併用する起債運営方式は、その後、マイナス金利政策導入に伴い金利が一段と低下する中で、広く起用されることとなった。又、この第37回債における起債運営は、「その後の高格付け短中期債のマーケティング手法に布石を打った」として、メディアからも表彰された(キャピタル・アイ 財投機関債等部門 BEST DEALS OF 2014)。

第50回日本学生支援債券のご起債にあたり

円滑な販売に寄与している 地道なIR活動

50回に亘る債券の円滑な発行には、当機構によるIR活動の積み重ねも寄与している。当機構では、中央・地方投資家に対する個別投資家訪問を年間80~100件程度実施している。地方投資家については、北海道～沖縄まで全国の投資家にアクセスしており、投資家層の拡充を図られてきた。その他にも、アナリスト向け説明会、IRセミナー、証券会社のHPにおけるIR動画の掲載等、多様なラインナップのIR活動を実施している。

当機構における年度別の個別投資家訪問実施件数



出所 独立行政法人日本学生支援機構提供資料に基づき、三菱UFJモルガン・スタンレー証券作成

最後に

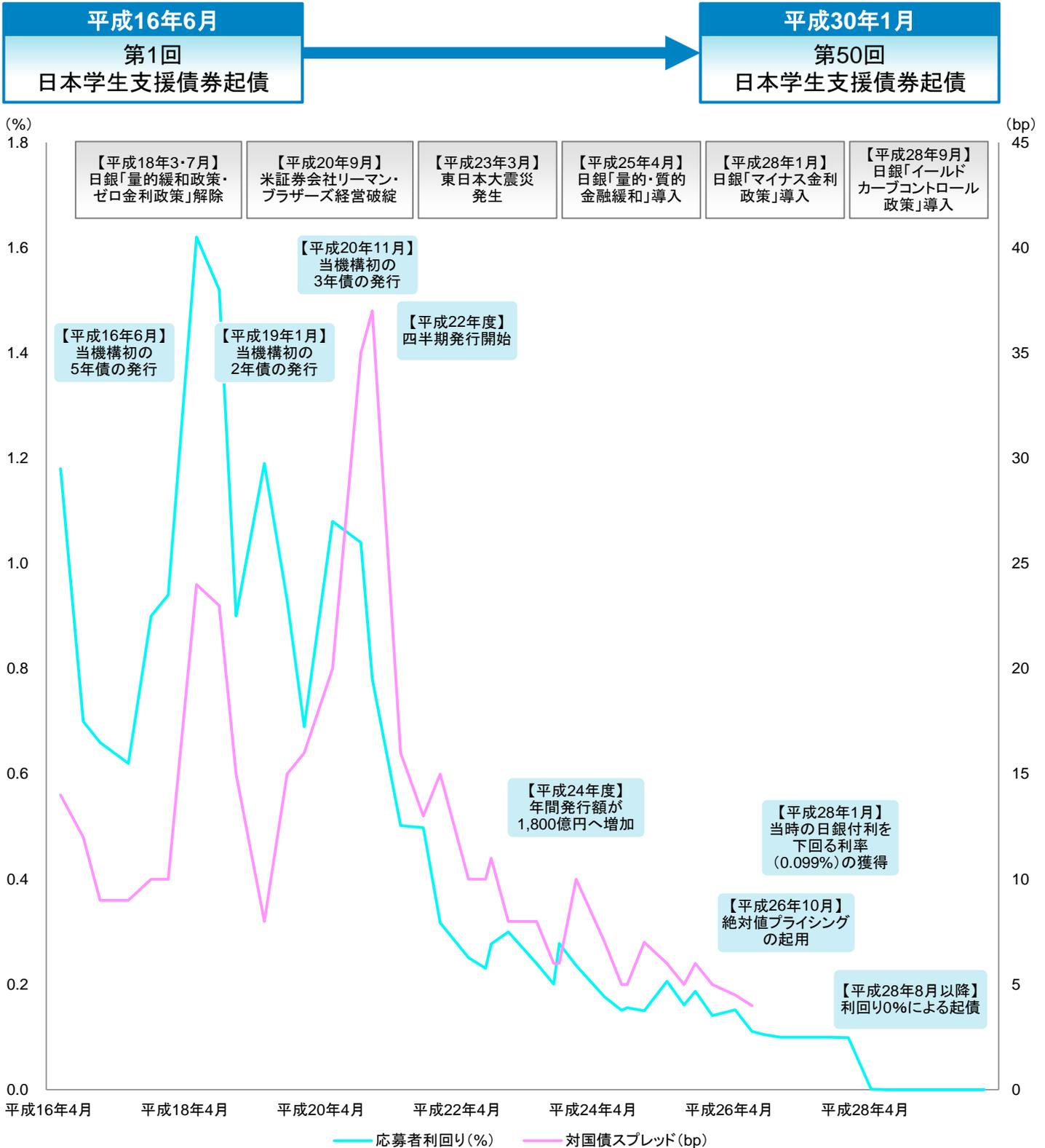
財投機関債の発行開始からおよそ17年が経過し、財投機関債はいまや債券市場において欠かせない商品として定着している。これは、当機構を含む様々な発行体・多数の投資家・証券会社が、それぞれの立場で市場発展に貢献してきたことによるものと認識している。

現行の日銀の金融政策が長期化し、金利上昇リスクへの警戒感が高まる中、当機構の2年債は、今後とも投資家にとって重要なプロダクトの一つと位置づけられるだろう。また、前段の通り、ESG投資の観点からも当機構債への注目は今後一層高まることが予想される。

弊社としては、今後とも当機構債の円滑な発行及び財投機関債市場の更なる発展に向けて、強力にサポートして参りたい。

第50回日本学生支援債券のご起債にあたり

日本学生支援機構の起債実績(2・3・5年債)及び主な出来事



出所 三菱UFJモルガン・スタンレー証券

注1. 対国債スプレッドは、スプレッドプライシングによる起債のみ掲載している