

第80・81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
キャピタル・マーケット・グループ長 木崎 慎也

はじめに

2025年10月22日に、第81回となる日本学生支援債券(以下、機構債)の条件決定が行われた。第80回債が節目のご起債となるが、今回は第80回債・第81回債の一体型運営を推進する中、本稿では、前回第70回債での記念寄稿以降、第71回債から第81回債迄における機構債の歴史について振り返ってまいりたい。

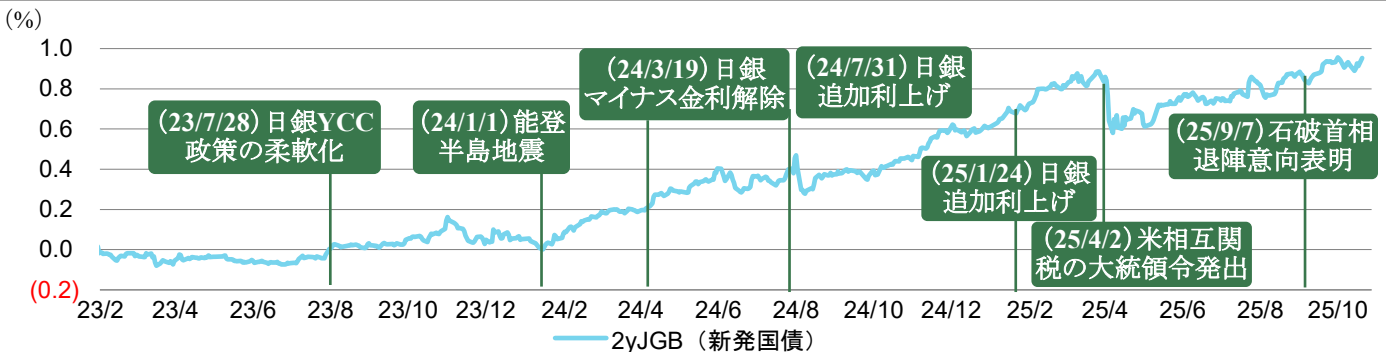
日本学生支援債券の発行実績

独立行政法人日本学生支援機構(以下、機構)は、2004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され、同年6月に、機構として初の起債を実施している。機構の事業は、①奨学金事業、②留学生支援事業、③学生生活支援事業の3つに分かれており、機構債にて調達した資金は、このうち奨学金事業に全額充当される。SDGsとの関連性の観点では、「4.質の高い教育をみんなに」を始め、3つの事業を通じて、「8.働きがいも経済成長も」、「10.人や国の不平等をなくそう」、「17.パートナーシップで目標を達成しよう」にも貢献しており、機構の事業は多様なSDGsの目標達成に貢献していると言える。

日本学生支援機構が発足した2004年度以後、足許にかけて機構債は継続的に発行されているが、現在の2年債を四半期ごとに300億円、年間1,200億円の起債の形となったのは2015年度以後である。斯かる起債の形が足許にかけて10年間継続される中、中短期公共債の代表的な発行体の一つとして機関投資家から認知されるに至っている。足許は、後述の通り、「教育系ソーシャルボンド」として自治体や諸法人層等多様な業態より認知度が高まっている。

第50回債(2018年2月)から第70回債(2023年2月)にかけて節目のタイミングで寄稿をさせて頂いているが、前回寄稿時点から足許の第81回債にかけては、日銀による金融政策の変更や米国関税動向による世界的な景気懸念、本邦政局の不透明性の強まり等、市場環境の不透明性が極度に強まる中での起債が継続した。斯かる中、第71回債から第81回債までの振り返りに際し、機構債の特徴及び起債に係る機構の方針をご紹介したい。

第70回機構債ご起債以降の本邦2年国債利回り推移と主な出来事(2023年2月～2025年10月)



第80・81回日本学生支援債券のご起債にあたり

機構債の特徴

機構債は、中央投資家・地方投資家を問わず幅広い投資家に販売されている。その特徴としては、2年債での定例発行や日銀適格担保要件の充足、日本国債並みの格付取得等の商品性に加え、充当対象となる事業の分かり易さがあげられる。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かったり、投資家に馴染みのない事業であったりすることがあるため、機構債の資金使途の明瞭性は大きな特徴と言える。なお、授業料・入学料が足許高止まり傾向にある中、家庭からの給付の減少等から学生の年間収入は年々減少傾向にあり、学生の収入に占める奨学金の割合は年々増加している。このように、奨学金事業の社会的存在感は引続き高く、2024年度末時点での貸与奨学金の割合は、本邦の高等教育機関で学ぶ学生の約30.4%となっており、機構が発足された2004年度末時点(約23%)と比較すると、約1.3倍に拡大している。

またSDGsへの貢献の観点では、前述の通り、機構債による調達資金が第二種奨学金に充当され全国の学生の支援といった身近な社会的課題の解決に活用されることを背景に、教育関連のソーシャルボンドとして継続発行されていることも特徴として挙げられる。機構債は第52回債(2018年9月)より国内初の教育関連のソーシャルボンドとして発行が開始されている。本邦ESG債市場は、黎明期の2016年度末(約500億円)と比較して2024年度末時点で約4.5兆円となっており、ESG投資を選好する投資家の裾野は引続き加速度的に拡大している。こうした中、機構債に対する投資表明の動きも大きく拡大し、投資表明件数は第70回債時点の170件から第81回債時点で1,169件へと大幅に増加している。特に、機構の事業と親和性が高い学校法人の他、学生の採用活動への好影響等の波及効果を期待する事業法人や、投資にあたり予見性があり安全性も高い債券であること等を好感する自治体からの投資表明の動きが顕著となっており、今や教育関連ソーシャルボンドとして本邦ESG市場において別格の存在感を示している。

その他、信用力の観点では、機構債の償還は、奨学生の卒業時に財政融資資金に借り換えるスキームになっている。このような性質を踏まえて、国債と同等の信用力とみなす投資家も多数存在する。

機構債の特徴及び商品性

商品性

- **安全性・財務の健全性**
 - ・ 日本国債同等の格付
 - ・ 政府が財務面をサポート
- **投資のしやすさ**
 - ・ 希少年限である2年債での発行
 - ・ 四半期定例発行
 - ・ 定期預金代替
 - ・ 1,000万円単位で購入可能
 - ・ 資金使途の明確さ

社会貢献や教育への関心

- **教育の機会均等を支え、SDGsの目標達成に貢献**
 - ・ 債券購入を通じて、全国の学生を支援可能
 - ・ 投資家の経営理念や社是等の方向性に合致
 - ・ SDGs、CSR、ESGに関する取り組みや社会貢献に関心
 - ・ 社員・組合員の利用率が高く、理解を得やすい

波及効果への関心

- **リクルートへの好影響**
 - ・ 学生に伝わりやすい社会貢献のため、採用活動・人材確保への好影響が期待できる
 - ・ 取引先・学生等のステイクホルダへのPR
 - ・ エンゲージメント企画やPR動画への関心
 - ・ ペイオフ対策

第80・81回日本学生支援債券のご起債にあたり

変動性の高い市場環境
に即し、運営の機動性・
柔軟性を最大化
(第74回債・2024年1月17日
条件決定)

2023年度は日銀によるYCC(イールドカーブ・コントロール)政策からの脱却期であり、短期ゾーンの金利がマイナス圏から上昇基調に転じる中、マーケティング及びプライシング方法を都度検討する等、適切な運営遂行が従前以上に求められるご起債が継続した。このような難易度の高い環境下において、市場環境に即し機動性・柔軟性を高める運営の重要度が高まっていた。運営の機動性・柔軟性を高める契機となった第74回債を先ずはご紹介させていただきたい。

第74回債のご起債に向けては、当時の植田日銀総裁による「チャレンジング」発言により年内よりマイナス金利の早期解除思惑が高まっていたものの、年始には能登半島地震が起これ、斯かる思惑が急激に低下する等、起債運営期間前より金利リスクが投資家の懸念事項として強く燻っていた。

機構債はこれまでソフトヒアリング3日+プレ・マーケティング3日、金曜条件決定の固定スケジュールでの運営を継続していたが、このような不透明な環境及び投資家からの懸念の声を踏まえ、従前の運営から脱却。起債運営期間中の金利リスクの低減の観点でプレ・マーケティングを2日間に短縮、また、金利変動要因と想定される日銀政策決定会合と極力条件決定日を離すべく水曜条件決定とし、運営の機動性・柔軟性を確保。不安定な環境が継続する中、投資家の心理的安全性を高めた上で、事前の目線収れんを通じて水準の適正性を担保すべく、ソフトヒアリング期間よりガイダンスレンジを提示し、プレ・マーケティング期間も短縮化させる等、工夫を凝らした。

このように、運営に工夫を凝らした結果、金利変動性が非常に高い不安定な環境だからこそ、投資家の声に丁寧に耳を傾ける機構の姿勢も投資家からの支持に繋がり、先行実績▲1bpの低利水準での着地も実現した。足許にかけても不透明な環境が継続する中、機構は投資家の声に真摯に耳を傾ける姿勢を徹底しており、機構債の商品性や明瞭な資金用途への好感だけでなく、こうした点も機構債を支持する投資家が毎起債大きく拡大している要因であると思料する。

初のPOT方式の採用に
至った第75回債
(第75回債・2024年5月22日
条件決定)

第74回債(2024年2月)まではリテンション方式の採用を継続していた中、第75回債においては従前のリテンション方式を強化・発展させることを企図し、POT方式の初採用に至った。以後、起債方式は毎起債都度精査も、足許にかけてはPOT方式の採用が継続している。

足許こそPOT方式の採用は主流となっているが、第75回債当時において、POT方式を採用する発行体は限定的であった。こうした中で、機構がPOT方式を初採用するに至った背景としては、不透明な環境下において、機動的に参加意向を示す投資家を取込み易くなる点が挙げられる。多様な投資家に最大限参加機会を提供したいとの機構の思いを踏まえると、主幹事証券会社が一体的に投資家の取込みに注力できるPOT方式が適切であると弊社も考えている。

今後においても、環境や投資家の声を踏まえ、最良な運営を機構として目指されていくものと考えているが、弊社としてもより良い運営手法を検討してまいりたい。

第80・81回日本学生支援債券のご起債にあたり

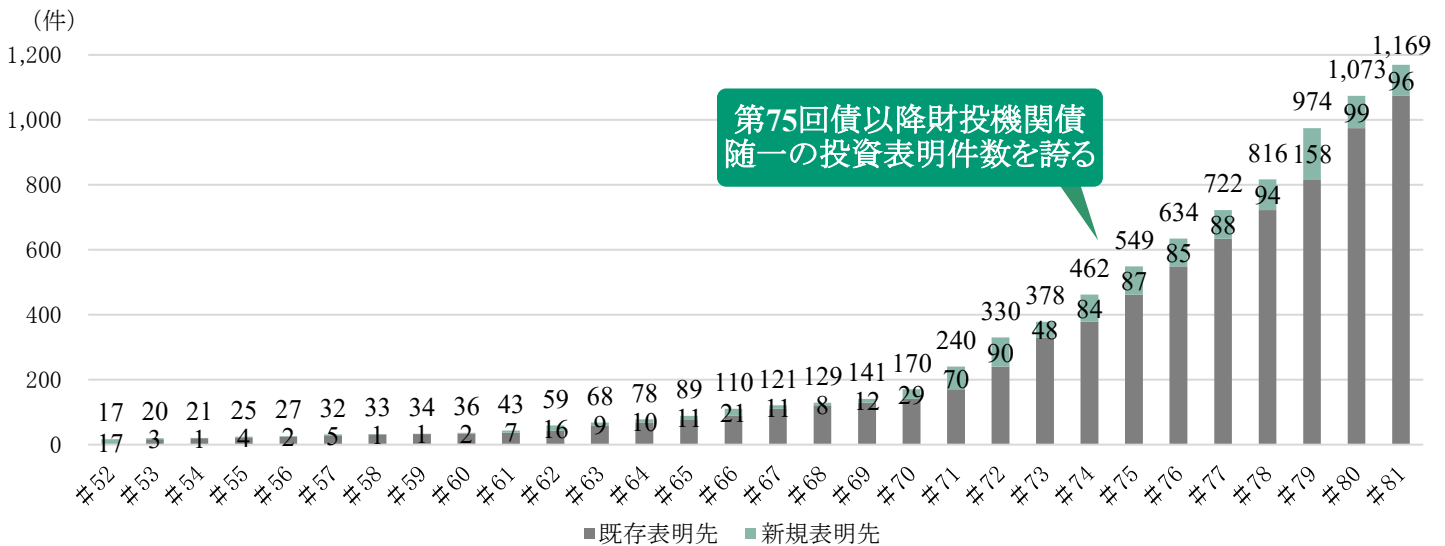
財投機関債随一の投資 表明件数が継続 (第75回債以降)

前頁は初のPOT方式の採用との観点で第75回債をご紹介したが、本起債は新規表明件数につき累計で初めて財投機関債トップとなった観点でも重要なご起債となった。本項では新規表明の観点で第75回債をご紹介したい。

前述の通り、機構債に賛同・共感し、投資表明を実施する投資家の輪は引続き益々拡大している。これは足許の金利上昇も後押しにはなっているが、ESG投資の社会への浸透及び機構による精力的なIR活動が最も大きな要因と認識している。特に、IR活動を通じて機構債の魅力や機構の存在意義の高さを恒常的に中央・地方投資家に幅広く訴求いただいております、こうしたIR活動やIR資料の充実化が投資家及びセールスへの理解浸透に繋がっているものと考えている。

こうした中、第75回債以後每起債80件超と高水準の新規表明獲得件数を維持しており、第79回債においては史上最多の158件の表明を獲得している。財投機関債随一の投資表明件数を誇る中、投資家から支持される機構債として、第75回債以後一層市場からの機構債への注目度は高まっている。

機構債における新規表明件数推移



定例発行体ならでの 一体型運営

(第76/77回債・2024年8月21日/2024年10月23日条件決定、第80/81回債・2025年8月20日/2025年10月22日条件決定)

機構債は例年6・9・11・2月の年4回の定例発行を継続する中、9・11月の起債間隔が他の発行時期対比で短いことから、第76・77回債(条件決定は2024年8月・10月)より2起債一体型の運営を新たな取組みとして実施している。

第76・77回債及び第80・81回債にて2回号同時の起債アナウンスを実施して以後、販売活動も同時に開始し、一体性・連続性を意識した投資家との対話を展開。足許新たに債券運用を開始する投資家が増加の一途を辿っているが、これらの投資家は検討に時間を要する傾向にある。こうした投資家からは十分な起債期間を確保いただいておりますと検討し易いとの声が弊社にも多数寄せられている。こうした運営も奏功し、第76・77回債は件数・金額・投資家の顔ぶれを伴っての先行実績対比低利な水準での着地が実現できたものと思料している。

第80・81回債(条件決定は2025年8月・10月)に目を転じると、第81回債は不透明な市場環境下であることを踏まえ、足許の適正水準として先行実績並みの水準での着地となったものの、昨年度に続き最終需要額は発行額300億円

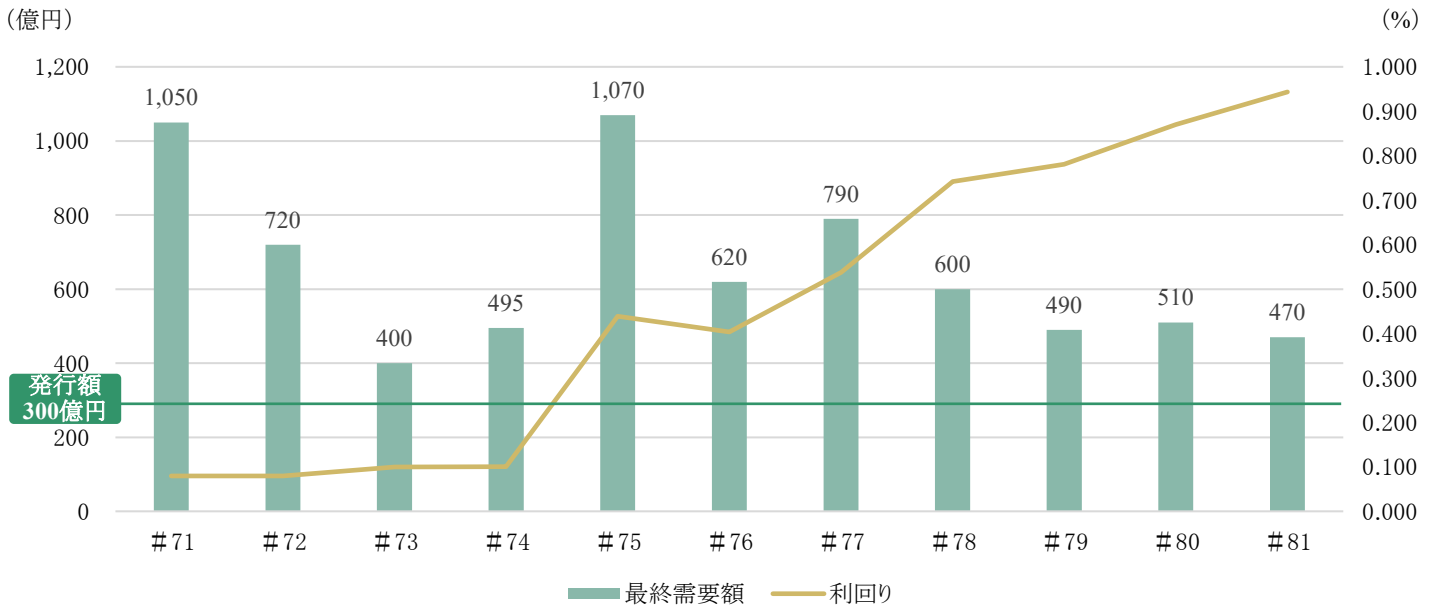
第80・81回日本学生支援債券のご起債にあたり

を優に上回っており、引続き件数・金額・投資家の顔ぶれも充実していた。

IR活動においても一体型運営を意識する中、第80回債から第81回債への切り替わりで投資家との対話の連続性が途切れないよう、機構より意識的にご説明をいただいた。斯かる点も、2起債一体型の運営が成功した背景の一つと考えている。

起債間隔が短いご起債であっても、こうした機構ならではの運営の工夫により、機構債の強さを引続き市場に周知することが出来たと言えよう。

第71回債～第81回債における機構債の最終需要額の推移



最後に

足許機構債を支持する投資家層としては自治体・諸法人業態が大宗を占める中、こうした投資家からは、機構債の安全性や2年債の定例発行を継続する中での予見性が高い点、教育関連のソーシャルボンドとして意義深い債券である点、小口(1,000万円単位)投資が可能である点が特に好感されている。足許は、日米金融政策の動向や本邦政局動向等の金利変動要因が多数見込まれており、不透明な市場環境が継続しているが、こうした投資家は環境に因らず機構債への投資機会を重視する傾向にあるため、引続き自治体・諸法人業態を中心に機構債への共感・賛同の輪は拡大の一途を辿るものと見通される。

加えて、前述の通り、投資家の声に耳を傾け、市場環境に即し柔軟な運営に徹する姿勢も市場全体から高く評価されていると認識している。

前述の通り、今後も不透明性の高い市場環境が継続するものと予想される。こうした環境下、弊社としても、機構債を支持する投資家の拡大・盤石化に向け、投資家の声に耳を傾け真摯に向き合っている所存。今後とも機構債の円滑かつ安定的な発行及び機構債に共感する投資家の裾野の更なる拡大に努めると共に、財投機関債市場・ESG債市場全体の益々の発展に向けてサポートに徹してまいります。

第80・81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年債)及び主な出来事									
条件 決定日	回号	年限	発行額 (億円)	利率 (%)	発行価額 (円)	発行日	利回り (%)	最終需要 (億円)	ポイント
23/05/26	#71	2	300	0.080	100	23/06/07	0.080	1,050程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相場の変動を受け、利率0.08~0.09%(二本値・下限スプレッドの設定可能性有)として運営 ■ 70件の新規投資表明を獲得(累計240件)
23/08/25	#72	2	300	0.080	100	23/09/07	0.080	720程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相場の変動を受け、利率0.08~0.10%(三本値)による運営 ■ 90件の新規投資表明を獲得(累計330件)
23/10/20	#73	2	300	0.100	100	23/11/08	0.100	400程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 利率0.10%(一本値)による運営 ■ 48件の新規投資表明を獲得(累計378件)
24/01/17	#74	2	300	0.101	100	24/02/07	0.101	495程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 相場の変動を受け、C+10bp(一本値)・下限利率0.10%による運営 ■ 84件の新規投資表明を獲得(累計462件)
24/05/22	#75	2	300	0.439	100	24/06/07	0.439	1,070程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ 金利上昇局面に伴い、下限利率を設定せずにスプレッドプライシングを採用。C+8bp(一本値)による運営 ■ 発行体初のPOT方式の採用 ■ 87件の新規投資表明を獲得(累計549件)
24/08/21	#76	2	300	0.404	100	24/09/09	0.404	620程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+6bp(一本値)による運営 ■ 85件の新規投資表明を獲得(累計634件)
24/10/23	#77	2	300	0.538	100	24/11/07	0.538	790程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+10bp(一本値)による運営 ■ 88件の新規投資表明を獲得(累計722件) ■ #76と併せての一体的な運営を実施
25/01/16	#78	2	300	0.742	100	25/02/06	0.742	600程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+7bp(一本値)による運営 ■ 94件の新規投資表明を獲得(累計816件)
25/05/21	#79	2	300	0.781	100	25/06/09	0.781	490程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+4~5bp(二本値)による運営 ■ 過去最多となる158件の新規投資表明を獲得(累計974件)
25/08/20	#80	2	300	0.870	100	25/09/09	0.870	510程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+2.5bp(一本値)による運営 ■ 99件の新規投資表明を獲得。財投機関初の累計1,000件超えの投資表明件数を記録(累計1,073件)
25/10/22	#81	2	300	0.944	100	25/11/07	0.944	470程度	<ul style="list-style-type: none"> ■ C+2bp(一本値)による運営 ■ 96件の新規投資表明を獲得(累計1,169件) ■ #80と併せての一体的な運営を実施

金融商品取引法第37条(広告等の規制)に基づく表示 / ディスクレーマー

留意事項

本資料は発行体の債券発行プログラム、アニュアルレポート、ホームページ等から取得したデータを基に作成したものであり、データとなる原文が日本語でない場合は原文の記述が優先します。弊社は情報の内容について最善を尽くすよう努力しておりますが、その正確性、完全性を保証するものではありません。また、本資料は投資判断の参考となる情報の提供を目的としたもので、投資勧誘を目的としたものではありません。銘柄選択、投資の最終決定はお客様ご自身で判断なさるようお願い致します。

(手数料等について)

本資料に取り上げられている発行体が発行する債券を当社が相手方となりお買付けいただく場合は、購入対価をお支払いいただきます。

なお、商品によっては所定の手数料等をご負担いただく場合があります。手数料等は商品毎に異なりますので、ご購入される場合は当該商品の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料をよくお読みください。

(格付について)

信用格付のうち、(◆)が付されている信用格付業者は金融商品取引法第66条の27の登録を受けていない信用格付業者です。当該信用格付業者より取得の信用格付については、別途ご案内の「無登録格付に関する説明書」をご確認ください

(債券の一般的なリスクについて)

債券の価格は、市場の金利水準の変化に対応して変動しますので、償還前に換金する場合には、損失が生じるおそれがあります。

外貨債債券は、為替相場の変動等により損失が生じる恐れがあります。

・信用リスク

発行者(又は保証会社等)の経営及び財務の状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により価格が上下し、途中売却の場合に投資元本を割り込むことがあります。

また、信用状況の悪化等により、元本や利金の支払いが滞ったり、支払い不能が生じることにより、元本を欠損するリスクがあります。

・その他のリスクの詳細については、個別の契約締結前交付書面等をご覧ください。

有価証券の引受契約等(有価証券の引受け、有価証券の売出し、有価証券の募集若しくは売出しの取扱又は私募の取扱)を含みます。)に関するご留意事項(金融商品取引法第37条の規定により表示するものです。)

(手数料等について)

引受契約等に関し、引受手数料等をご負担いただきますが、引受形態、取引種類によって異なります。また募集・売出しに申し込まれる投資者への販売価格と発行会社・売出人への払込金額の差額の総額を引受証券会社の手取金とし、引受手数料等はいただかない場合があります。

(リスクについて)

募集・売出し等につきましては、株式相場、金利水準、為替相場等の変動および発行会社の財産の状況の変化等により、募集・売出し等の延期、中止を余儀なくされ、予定の資金調達が行えない可能性がありますので、あらかじめご理解願います。

また、売出しについては、売出価格が取得価額を下回ることによって損失が生じる恐れがありますので、あらかじめご理解願います。

(商号等)

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会)

日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

本書は、情報提供のみを目的として作成されたものです。貴機構におかれましては、ご提案させていただいているお取引その他に関する決定、契約、確約その他の行為に関する最終的なご判断をなさる際に決して本書に依拠されることのないように、また、本書をご使用なさるようお願いいたします。貴機構、貴機構の取締役、役員、従業員、代理人及び関係会社は、本書及び本書に関連して口頭で提供された情報を守秘するものとし、当社の事前の書面による同意がある場合を除き、その全体であると一部であると問わず、第三者に対してこれを伝達もしくは開示すること、これを複製もしくは配布することやこれを公表することはできません。貴機構が本書の対象とする受取人ではない場合には、すべての写しを直ちに削除及び破棄するようお願いいたします。

本書及び本書に記載されている分析は、部分的に、一定の仮定及び受取人、受取人の取締役、役員、従業員、代理人、関係会社及びその他の情報源から当社が入手した情報に基づいて作成されています。当社が当該仮定及び情報を使用したことは、当社が当該仮定や情報を独自に検証したこと、または当社が当該仮定や情報に必然的に同意することを示すものではなく、当社は本書の目的においては、当該仮定及び情報が正確かつ完全であると仮定し、かかる正確性及び完全性に依拠しています。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書に関連して口頭で提供された情報または作成されたデータの正確性または完全性について、明示的であると黙示的であると問わず、一切表明及び保証は行わず、当該情報に関連して一切責任、義務または負担(直接的であるか間接的であるかは問わず、契約によるものか不法行為その他によるものかは問わない)を負いません。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、本書、本書における誤りまたは本書からの省略に基づく場合があり得るいかなる責任についても、これを負わないことを明記します。当社、当社の関係会社、当社または当社の関係会社それぞれの役員、従業員及び代理人は、取引が本書に記載されている条件または本書に記載されている状態により実施されたかもしくは実施されること、または将来の見通し、経営目標、概算、予想または収益(もしあれば)が達成されることもしくはこれが合理的であることについて、明示的であると黙示的であると問わず、一切表明及び保証は行いません。本書に記載されている見解または条件は予備的なものであり、本書の日付時点で有効である財政、経済、市場及びその他の状況に基づくものであり、変更される可能性があります。当社は、本書に記載されている情報を更新する義務または責任を負いません。過去の実績が必ずしも将来の実績を保証または示唆するものとは限りません。

本書及び本書に記載されている情報は、証券もしくは商品または関連するデリバティブ商品の売却の申込み、または購入の申込みを勧誘するものではなく、取引に関してファイナンスを提供すること、ファイナンスに関してシンジケートを組成すること、もしくはファイナンスをアレンジすること、取引に関して引受を行うこと、取引に関して購入を行うこと、取引に関して代理人、アドバイザーその他の資格において行為することもしくは資金をコミットすること、または取引戦略へ参加することの申込みまたは確約を構成するものではなく、受取人に対する法律上、規制上、会計上または税務上のアドバイスを構成するものではありません。本書の内容に関しては、独立した第三者に法務、規制、会計及び税務に関する助言を求められることをお勧めいたします。本書は、当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨を構成するものではありません。当社または当社の関係会社によるファイナンシャル・オピニオンまたは推奨と解釈されるべきものではありません。本書はリサーチ・レポートではなく、三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社(以下、「MUMSS」といいます)、モルガン・スタンレー・アンド・カンパニー・インコーポレーテッド、モルガン・スタンレーMUFJ証券株式会社(以下、「MSMS」といいます)またはそれぞれの関係会社の調査部門等により作成されたものではありません。

上記に拘わらず、本書の各受領者(並びにその従業員、代表者及び代理人)は、議論の開始時から何ら制限を受けることなく、何人に対しても取引の米国連邦州所得税に関する処理及び税務ストラクチャー並びに当該税務処理と税務ストラクチャーに関連して提供された書類全て(意見書その他の税務分析に関するものを含む)を開示することができます。本段落において、「税務ストラクチャー」とは取引に関する米国連邦州所得税の処理に関連する事実上限定され、両当事者、両当事者の関係会社、代理人またはアドバイザーに関する情報は含まれません。

本書は、MUMSS及びその関係会社により提供されるものです。本書または本書に記載されている情報に関しては、貴機構の地域にある認可を受けたMUMSS及びその関係会社までご連絡ください。但し、準拠法によりその他の手段が認められている場合はこの限りではありません。なお、当社と株式会社三菱UFJ銀行及びモルガン・スタンレーMUFJ証券株式会社は別法人です。