トピックス

財政投融資制度改革と今後の課題

第三経営経済研究部研究官　　堀　　保浩

はじめに

2001年４月から、これまでの財政投融資制度が大幅に改正され、新しい仕組みが始まる。その重要なポイントのひとつは、預託義務の廃止であろう。これまで資金運用部に全額預託することが義務付けられていた郵便貯金や年金積立金、簡易保険の積立金等は、基本的に自主運用されることとなる。とは言え、既存の投融資分は継続され、借換え等も含み今後新規に必要とされる資金も、当分はこれまでと同様の資金の流れが確保されることとなる。

預託義務が廃止され、自主運用となることは、市場原理との調和が図られ、将来的には効率的な資金運用と特殊法人等の改革・効率化の促進が期待される。ただし、運用サイドから見ると、制度の改革と同時に資金調達手段の多様化も不可欠と言えよう。

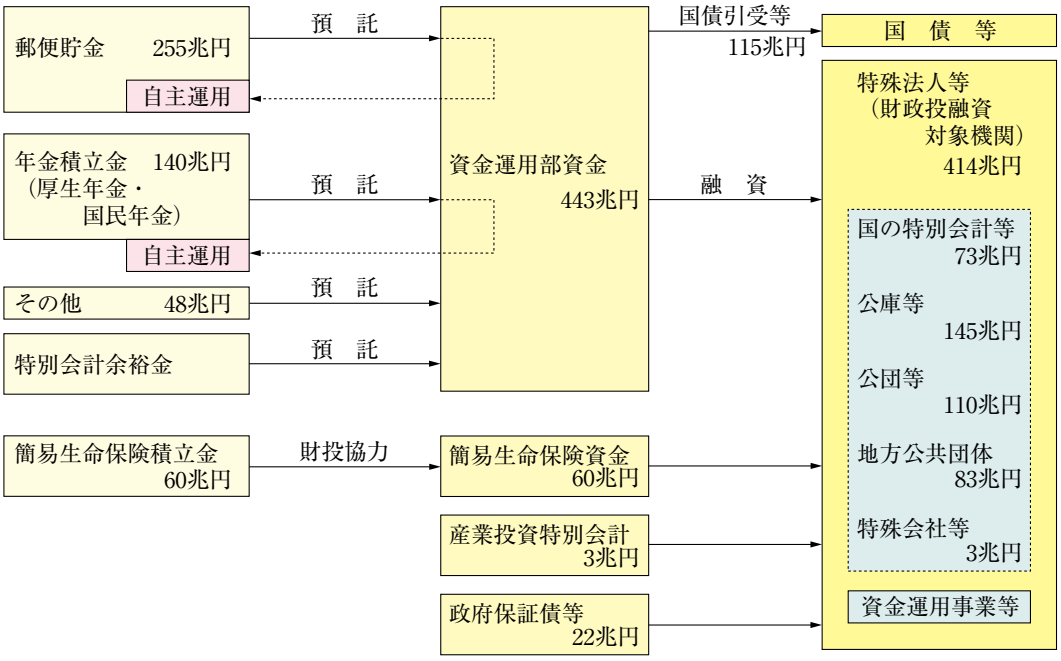
１　財政投融資制度改革の概要

財政投融資は、国の制度・信用を通じて集められた各種の公的資金を財源にして、国の政策目的実現のために行われる政府の投融資活動のことである。これまでの財政投融資は、郵便貯金、国民年金・厚生年金の積立金、国の各種の特別会計の積立金や余裕金を財源としている。簡易生命保険（簡保）の積立金も財政投融資協力として、その過半が財政投融資計画に組み込まれている。またその他に、産業特別会計や、政府保証債の発行による資金も国の資金に準ずるものとして財政投融資の原資となる。これらの資金は、資金運用部に預託することが義務付けられており、資金運用部は預託された資金を原資として、特殊法人等の財政投融資対象機関に融資される（図表１）。

しかし、経済全体が成熟化し、市場メカニズムが整備されるに伴い、①巨額の資金が資金運用部に自動的に流入し、規模の肥大化を招いたのではないか、②預託者側への配慮から、調達コスト高の要因になっているのではないか、③政策コストを十分に分析しないままに融資が行われ、結果的に後年度の国民負担を招いたのではないか、などの問題点が指摘され、大幅な制度の見直しが行われることとなった。

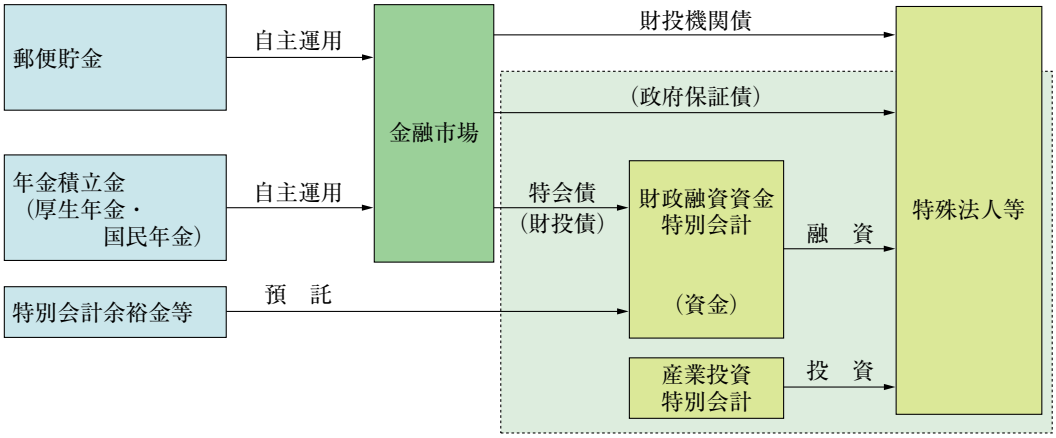
2001年４月からの新しい制度では、資金運用部が廃止され、郵便貯金等の預託義務が廃止されることになる。これにより、これまで全額資金運用部に預託していた資金は、それぞれ独自に自主運用を迫られることになる。その一方で、資金運用部から半ば自動的に融資を受けていた特殊法人等は、自ら必要な資金を調達する必要が生じてくる。もちろん、当面は経過措置として、ある程度これまでと同様な資金の流れが確保される必要がある。平成11年度末現在で、資金運用部から財政投融資対象機関に414兆円の資金が融資されているが、これだけの金額の資金が一度に金融市場に放出され、かつ調達されるとするならば、その資金の運

図表１　現行の財政投融資の仕組み



（注）　現行の財政投融資の原資には、上記の資金運用部資金のほか、簡保資金、産業投資特別会計、政府保証債がある。数字は平成11年度末残高。
出所：大蔵省

図表２　新たな財政投融資の仕組み



（注）　財政投融資には、上記のほか、郵便貯金及び簡保資金の地方公共団体への貸付がある。
出所：大蔵省

用と調達がうまくマッチングすれば大きな問題にはならないが、少しでもミスマッチが起きれば、金融市場に与える影響は計り知れないであろう（図表２）。

しかし、預託義務が廃止され、運用と調達に市場原理が導入されることは、資金の効率化に繋がることが期待される。とりわけ資金調達サイドである特殊法人等は、真に必要な資金を市場において債券等を発行して調達することで、業務の見直し、経営の効率化、一層のディスクロージャーなどが求められることとなり、改革・効率化の促進が期待されることとなる。

もう一つの改革の柱として政策コスト分析の導入がある。財政投融資の対象分野・事業について、政策コスト分析などの適切な活用を図り、民業補完、償還確実性等の観点から不断の見直しを行うことにより、将来の国民負担に関するディスクロージャーの拡充、政策判断材料の提供、特殊法人等の財政規律の確保等が期待される。

2　資金調達手段

2.1　財投に代る資金調達手段

金融市場の重要な役割の一つが、資金調達手段となっていることである。これまでも特殊法人等は、政府保証債またはいわゆる公団債等の発行により、独自の資金調達手段を持っていたが、今回の改正により、資金運用部を通じた調達手段は原則廃止されることになる。

改革案では、特殊法人等は、その資金を原則として自己調達することを検討し、各機関は財投機関債の発行に向けた最大限の努力を行う、とされている。すなわち、まず各機関独自の信用力に基づき、政府のバックアップを必要としない資金調達が要求されるのである。既に帝都高速度交通営団（営団地下鉄）や商工組合中央金庫はこの方法で債券が発行されており、住宅金融公庫については貸付債権を証券化する形で資金調達が試みられている。

次に、直ちに政府保証なしで財投機関債を発行することが困難な機関等については、政府保証債の発行が限定的に認められる。ただしこれには、国会の議決の範囲内で、財投機関債の発行が困難な機関についてそれが可能となるまでの過渡的な期間において政府保証が付される場合、あるいは各機関の政策を効率的に実施していく必要上ある程度の政府保証債を限定的に発行する場合、に限り認めることとされている。

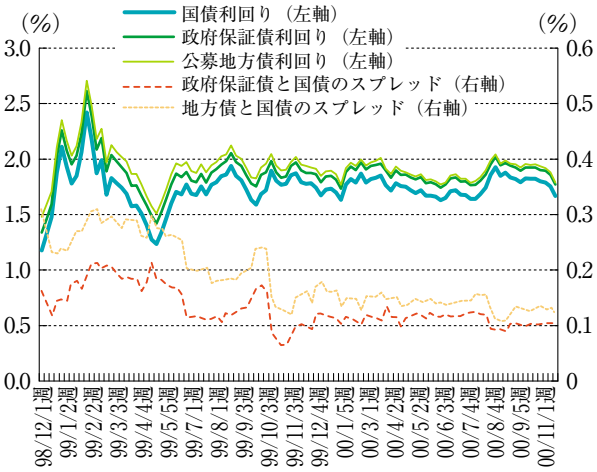
そして、財投機関債、政府保証債のいずれによっても資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる重要施策機関や超長期資金を必要とする事業については、国の信用で一括して市場原理に即した財投債によって調達された資金の貸付けが認められている。財投債も、その発行には国会の議決を経ることとなっている。信用力という点からは、国債と近い存在となることが予想されるが、財投債により調達された資金が特殊法人等に貸付けられれば、これに見合う資産が形成され、その償還や利払いもそれらの資産から生ずる資金により行われることとなり、一般財源に依存することはないことから、国債とは異なる。

2.2　資金調達円滑化のための環境整備

以上のように、今後の特殊法人等の資金調達手段は、まず財投機関債、これを補完する形で政府保証債や財投債が発行されることになる。しかし、既に発行されている政府保証債や、公団債等の現状を見ると、その発行が必ずしも容易でないことも予想される。

まず硬直的な発行条件が揚げられる。現在の政府保証債の表面利率及び応募者利回り等の条件は、毎月発行される10年物国債の入札翌日に、その入札結果を考慮して決定される。表面利率で概ね0.1%程度上乗せされた形で決定されることが多いが、機関による発行条件の違いは無い。即ち、同月分の発行条件は全て一律である。政府保証が付されている以上、信用力は等しいため、同一の発行条件となるとの考え方も理解できるが、現実には市場では政府保証債の間でも流通利回りに較差が生じている。また、流通市場における政府保証債の対国債スプレッドは常に同じではない。時にそのスプレッドが大きく乖離することも見受けられる（図表３）。時価会計が導入される状況下においては、新発債を購入と同時に含み損を抱えることにもなりかねず、流通利回りも考慮した発行条件が求められる。年限もほとんどが10年物に

図表３　国債､政府保証債､地方債の利回りの推移



（注）・いずれも10年近傍の複利利回り。週末終値ベース。
・店頭基準気配で残存が10年に最も近い銘柄を接続。
・公募地方債は91年12月以前は店頭指標気配（売り気配）、92年１月以降は店頭基準気配の代表的銘柄で最長期のもの。

出所：日本証券業協会、野村総合研究所

集中しているが、将来的に市場での調達が増えていく中では、年限の多様化も重要な課題となろう。国債においては近年、５年債、30年債、15年変動利付債等、その多様化が図られているが、財投機関債等においても今後年限の多様化が図られることが期待される。

財政投融資制度の改革案でも、政策コスト分析等の充実が揚げられているが、特殊法人等が政府の保証を受けずに、独自の信用力に基づき財投機関債を発行するには、その法人の適切なディスクロージャーが要求される。政府の保証が無い以上、投資家は購入にあたって一般の社債と同様、その債券のキャッシュフローの確実性がより重視されると考えられる。政策コスト分析と同様に、企業会計に近い形でのディスクロージャー、さらに特殊法人等が破綻した際の財投機関債の取扱いについて明確な指針の公表が期待されるところである。

流通市場においては、国債市場を中心に、約定と決済までの期間の短縮に努力が図られているが、財投機関債等についても同様に決済までの期間を短縮し、未決済リスクを低減することも重要である。

平成13年度財政投融資計画（案）を見ると、主たる資金調達手段であるはずの財投機関債の発行額は、全体で１兆1,058億円が予定されているに過ぎない。財政投融資計画全体では約32.5兆円であることからすると、この金額は十分とは言えないであろう。市場が未整備であることも影響していると考えられるため、これらの問題が早急に解決され、財投機関債中心の資金調達が可能となるような環境作りが必要であろう（図表４）。

３　自主運用

3. 1　自主運用への移行と経過措置

次に資金の供給サイドであるが、これまで資金運用部に預託をしてきた郵便貯金等の資金は、今後金融市場で自主運用されることになる。簡保の積立金についても、財投機関等に対する融資を廃止し、金融市場を通じた自主運用を行うこととなる。ただし、財政力の弱い地方公共団体のために、自主運用開始後の郵便貯金・簡保積立金は、地方債計画・財政投融資計画の枠内で、例外的に直接融資を行うこととされている。個別地方公共団体への融資は、国会の議決を受けた貸付枠の中で、市場原理に則して政府が定める統一的貸付条件等によって簡素な手続きにより融資が取られる仕組みとなっている。

また、預託制度の廃止にあたっての経過措置として、平成13年度以降の７年間において、①郵便貯金資金において、年金資金とともに、資金運用部の既往の貸付を継続するために必要な財投債の引受け、②新規財投債については、概ね２分の１程度を引き受け、漸次その割合を低下、③簡保積立金についても、財政投融資計画の中でこれまで果してきた役割を踏まえ、相応の財投債を引受ける、との合意がなされている。

図表４　平成13年度財政投融資計画㈜の概要、及び各機関の財投機関債の発行予定

（単位：億円、％）

区分		平成13年度財政投融資計画㈜	対前年度伸率	財投機関債発行予定額
住宅関連機関		93,018	－18.3	
	住宅金融公庫	83,632	－19.5	2,000
	都市基盤整備公団	9,386	－6.0	300
中小企業関連機関		54,451	－16.4	
うち	国民生活金融公庫	37,500	－10.5	
	中小企業金融公庫	16,601	－27.2	
その他の公庫・銀行		35,066	－28.0	
うち	国際協力銀行	15,593	－25.1	1,000
	日本政策投資銀行	14,450	－33.9	1,000
	農林漁業金融公庫	2,750	－21.4	150
	沖縄振興開発金融公庫	2,273	－9.1	
その他の公団・事業団等		47,925	－21.3	
うち	日本道路公団	21,540	－3.0	1,500
	社会福祉・医療事業団	5,428	32.2	100
	首都高速道路公団	4,100	9.2	100
	阪神高速道路公団	3,562	8.3	100
	日本育英会	2,192	20.4	100
地方		94,970	0.7	
	地方公共団体	78,200	1.8	
	公営企業金融公庫	16,770	－4.3	1,000
合計		325,430	－15.0	
	帝都高速度交通営団			439
	地域振興整備公団			100
	日本私立学校振興・共済事業団			60
	日本鉄道建設公団			100
	新東京国際空港公団			500
	運輸施設整備事業団			60
	水資源開発公団			100
	商工組合中央金庫			2,249
	電源開発株式会社			100
	財投機関債発行予定合計額			11,058

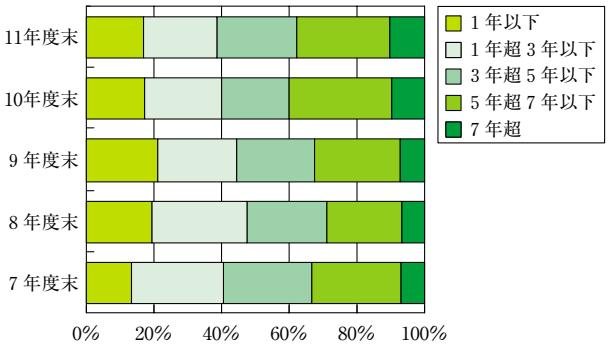
出所：大蔵省

3. 2　資産と負債の長短のアンバランス

前述のように、郵便貯金資金においては、既往の貸付けを継続するために必要な財投債の引受けと、当初は新規の財投債の概ね２分の１程度を引き受けるとするならば、今後も当分の間、現在のポートフォリオの年限の構成は大幅には変化しないものと推測される（図表５）。

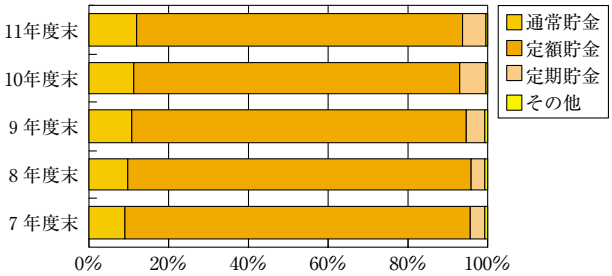
他方、郵便貯金の預け入れ種類別残高の構成を見ると、短期化していることが窺える。即ち、残高の大部分を占める定額貯金の割合が低下傾向にある反面、通常貯金がその比率を高めつつある（図表６）。定額貯金は預入後６ヶ月経てばいつでも払戻ができ、最長10年まで預けることができるため、その年限を特定することは困難ではあるが、長期性の貯金として捉えるならば、上記の現象は、負債サイドの短期化が進んでいると言うことになる。とりわけ、2000年４月以降の定額貯金の大量満期によって、この傾向は加速していることが推測される。満期を迎えた定額貯金の再預入率は、50%を若干上回る水準で推移しているが、これには預入上限額を超えてしまったために、必然的に他の金融機関に預け換えをせざるを得なかったものも含まれている。郵便貯金に再預入が可能な満期金に対する再預入率で見ると概ね70%程度での推移となっている（図表７）。しかし、定額貯金、定期貯金に通常貯金を加えた再預入率は80%程度となっていることや、月別の通常貯金と定額貯金の純増額の推移などから推測すると、やはり通常貯金のような流動性の高い貯金が選好されている可能性が高いことが窺われる（図表８）。

図表５　郵便貯金、資金運用部預託金の残存期間別残高構成比



出所：郵政省

図表６　郵便貯金種類別残高構成比



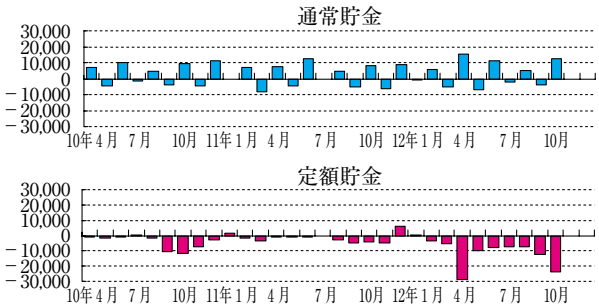
出所：郵政省

図表７　2000年４月以降の再預入状況

	満期定額貯金の再預入状況			再預入奨励対象金額（推計）に対する再預入率	
	払戻額（億円）	再預入額（定額・定期）（億円）	再預入率（%）	（定額・定期）（%）	（定額・定期・通常）（%）
４月	66,351	35,700	53.8	70.6	86.6
５月	21,222	11,302	53.3	69.9	—
６月	20,393	10,518	51.6	67.7	—
７月	20,802	11,175	53.7	70.5	—
８月	15,610	7,967	51.0	67.0	72.2
９月	24,047	12,829	53.3	69.8	75.8
10月	52,719	29,246	55.5	72.7	82.9
11月	79,865	44,232	55.4	72.6	85.1
12月	84,379	48,122	57.0	74.8	88.4

出所：郵政省

図表８　月別純増実績の推移（億円）



出所：郵政省

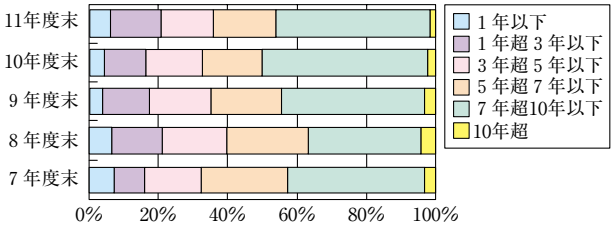
従って、平成11年度末以降も、定額貯金の大量満期によって、負債サイドは一層の短期化が進んでいるのではないかと推測される。

また、郵便貯金の自由運用資金である金融自由化対策資金は、主に公社債等の有価証券で運用されているが、その残存期間別残高を見ると、５年超の資産の割合が60%を超えている。都市銀行の保有国債の平均残存期間が概ね４年程度であることを考えると、長期債の割合が高いと言えよう。ただし融資等に比べれば、有価証券の場合は、売買によってポートフォリオの年限を調整することが比較的容易であり、今後の運用次第ということになろう（図表９）。

また、簡易保険の積立金についても、経過措置として、これまでの役割を踏まえ、相応の財投債の引受けが合意されている。簡易保険の資金もやはり長期性の資金の割合が高いが、簡易保険の場合は負債サイドも長期性であることから、郵便貯金ほどの影響は受けないであろう（図表10、11）。

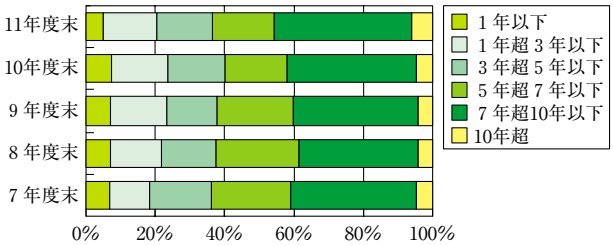
このように、郵便貯金を中心に負債サイドの短期化が進む中で、引き続き財投債を引き受けていくことは、ますます資産と負債の年限構成のミスマッチが進む可能性が高い。また、金利面から見ても、ゼロ金利は解除されたとは言え、歴史的な低金利期からの自主運用のスタートということになる。定額貯金は、金利が上昇すれば預け換えが生じて、短期の商品と同様に負債サイドの金利も上昇することとなろうが、現在の低金利期において投資された債券は、金利が上昇しても高いクーポン収入を得られないばかりか、売却の際には損失が生ずるようになる。今後は資金運用部がなくなり、郵便貯金等が自ら金利変動のリスクを抱え込むこととなる。このような点からも、財投債に限らず、財投機関債や政府保証債についても、投資家側の需要も考慮しながら、年限の多様化、あるいは変動利付債のような商品性の多様化が求められる。

図表９　郵便貯金、金融自由化対策資金の運用資金の残存期間別残高構成比



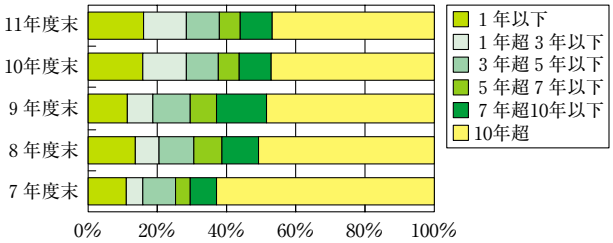
出所：郵政省

図表10　簡保資金、保有有価証券の残存期間別残高構成比



出所：郵政省

図表11　簡保資金、貸付金の残存期間別残高構成比



出所：郵政省

3. 3　リスクコントロールの制約

今回の財政投融資制度改革のもうひとつの注目点として、政策コスト分析の充実等と特殊法人等財政投融資全体のディスクロージャーの推進が挙げられる。①財政投融資の対象分野・事業の見直しに役立てるため、政策コストを定量的に把握し、公表する、②政策コスト分析を通じ、特殊法人等の業務・財務の改善、財政規律の向上を図る、③

分析対象の拡充、分析手法の改善を図ることにより、政策コスト分析の一層の充実に取り組む、④各特殊法人のディスクロージャーの充実を図るとともに、財政投融資全体のディスクロージャーの拡充を推進する、ことが盛り込まれている。

財投機関債の発行条件が、市場において決定されることになれば、投資家は当然その発行体である特殊法人等の財務内容や、事業の収益性・採算性などに注目することとなる。すなわち、現在の社債に近いような発行条件の決定が期待される。財務内容や事業の収益力の悪い機関の債券は、より多くのリスクプレミアムが要求され、相対的に高い利回りが要求されることになる。現在でも、政府保証の無い公団債等の流通市場における利回りには較差が生じているのが現状である。またその判断に資するためにも正確・迅速なディスクロージャーが要求される。

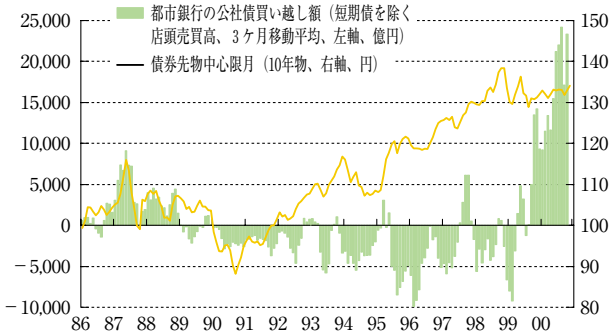
とりわけ今後期待されることのひとつに、特殊法人等の破綻時の債券の取扱いが挙げられる。政府保証であれば問題は無いが、政府保証の付されていない債券が一般の債権と同様に取り扱われるのかどうか、明確な方針が期待されるところである。地方債についても、政府の関与の仕方、地方債の元利金の支払に対するコミットメントがどのようになるかも同様である。

郵便貯金や簡易保険が自主運用となっても、地方公共団体への貸付けが継続されることになれば、独自のリスクコントロールにも制約が生じることになる。リスクに見合った発行条件が市場において形成されれば、ある程度のリスクコントロールも可能となろうが、現在のような統一的な発行条件の下で、貸付けが義務化されれば、ポートフォリオ全体のリスクにも影響することになる。市場原理に則した統一的貸付条件が、現在の地方債の発行条件のように、同月分については同一条件という決定方法では真の市場原理とは言えない。個別の地方公共団体の財務状況等を反映した条件設定となってこそ初めて市場原理と言える。当面は政府保証債や財投債での資金調達は避けられないものの、将来的に財投機関債が中心となっていくと思われる。その場合、自主運用を行なっていく側が、主体的に発行体を選別して投資することが許容されないのであれば、財投機関債や地方債の発行条件が真に発行体のリスクを反映したものとなっていくことが重要になり、今後の改善が期待されるところである（図表12）。

3.4　市場への影響

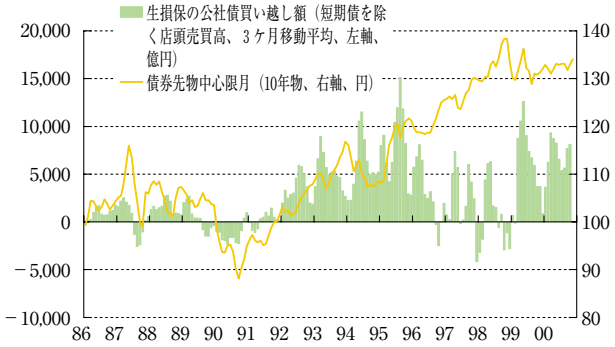
平成11年度末現在で、郵便貯金の残高は260兆円である。これに対し、国内銀行の預金残高は470兆円（うち個人預金は286兆円）である。また簡易保険の資金量は115.6兆円であるのに対し、

図表14　都市銀行の債券売買動向と債券市場



出所：日本証券業協会、東京証券取引所

図表15　生損保の債券売買動向と債券市場



出所：日本証券業協会、東京証券取引所

図表12　郵便貯金、金融自由化対策資金の都道府県別地方債運用状況

		億円	格付	財務	（参考）	格付	財務		格付	財務
1	東　京	13,666	AA＋	b＋						
2	大　阪	9,981	AA－	e	大　阪　市	AA	d			
3	愛　知	9,712	AA	d＋	名古屋市	AA	c＋			
4	神　奈　川	8,103	AA	d＋	横　浜　市	AA	c＋	川　崎　市	AA	c＋
5	兵　庫	6,389	AA－	d	神　戸　市	AA－	e			
6	福　岡	5,877	AA	d＋	福　岡　市	AA－	d＋	北九州市	AA＋	b
7	北　海　道	4,670	AA－	e＋	札　幌　市	AA＋	b			
8	千　葉	4,402	AA＋	d＋	千　葉　市	AA＋	c＋			
9	埼　玉	4,154	AA＋	c＋						
10	京　都	3,153	AA＋	b	京　都　市	AA－	d＋			
11	広　島	2,861	AA＋	c	広　島　市	AA	d＋			
12	長　野	2,487	AA	d						
13	宮　城	2,050	AA	d＋	仙　台　市	AA＋	b			
14	静　岡	1,793	AA＋	c						
15	新　潟	1,483	AA＋	c＋						
16	富　山	1,278								
17	滋　賀	1,127								
18	岡　山	985								
19	秋　田	907								
20	奈　良	806								
21	青　森	736								
22	徳　島	686								
23	山　形	678								
24	石　川	651								
25	茨　城	507	AA	c						

（注）　平成11年度末
公募債と非公募債の合計金額
格付けは㈱格付投資情報センターによる
（2000年２月８日公表、格付けは全てop格付、財務は財務ランク）

出所：郵政省、㈱格付投資情報センター

図表13　簡易保険資金、都道府県別地方公共団体長期貸付および地方債保有状況

		億円	格付	財務	（参考）	格付	財務		格付	財務
1	東　京	27,408	AA＋	b＋						
2	大　阪	26,145	AA－	e	大　阪　市	AA	d			
3	神　奈　川	21,614	AA	d＋	横　浜　市	AA	c＋	川　崎　市	AA	c＋
4	北　海　道	20,265	AA－	e＋	札　幌　市	AA＋	b			
5	愛　知	13,313	AA	d＋	名古屋市	AA	c＋			
6	兵　庫	12,546	AA－	d	神　戸　市	AA－	e			
7	福　岡	10,354	AA	d＋	福　岡　市	AA－	d＋	北九州市	AA＋	b
8	埼　玉	8,427	AA＋	c＋						
9	千　葉	7,621	AA＋	d＋	千　葉　市	AA＋	c＋			
10	京　都	6,612	AA＋	b	京　都　市	AA－	d＋			
11	広　島	6,442	AA＋	c	広　島　市	AA	d＋			
12	新　潟	6,095	AA＋	c＋						
13	静　岡	5,903	AA＋	c						
14	宮　城	5,851	AA	d＋	仙　台　市	AA＋	b			
15	長　野	4,237	AA	d						
16	茨　城	3,432	AA	c						
17	岡　山	2,989								
18	福　島	2,979								
19	鹿　児　島	2,864								
20	熊　本	2,604								
21	沖　縄	2,596								
22	岩　手	2,463								
23	山　口	2,320								
24	山　形	2,243								
25	青　森	2,216								

（注）　平成11年度末
長期貸付と保有地方債の合計額
格付けは㈱格付投資情報センターによる
（2000年２月８日公表、格付けは全てop格付、財務は財務ランク）

民間生命保険の運用資産は183.4兆円である。このように、郵便貯金や簡易保険の資産は大きなものとなっているが、これらが自主運用となって、その資金が金融市場に流入してくることの影響も大きなものとなることが想定される。特に主たる運用対象は債券となると思われ、債券市場への影響も注目されることになろう（図表14、15）。

既存の資金運用部への預託金や貸付けは、当初の約定期間までは継続され、あるいは財投債の引受け協力や地方公共団体への貸付けも、一度にすべての資金が市場に放出されるわけではない。しかし、何分にもその資金が巨大であることから、市場での運用に当たっては、自らの投資が市場に与えるインパクトにも十分配慮されるべきであろう。

おわりに

財政投融資制度が改革されることは、これまで市場原理が及び難かった分野にも市場原理が機能することになり、かつ、市場の監視やチェック機能も期待されることから望ましいことである。また、運用サイドにも自主運用が導入され、同様に市場原理が働くことになり、資金運用の効率性が期待される。

その一方で、資金調達機関である特殊法人等は、事業の効率や透明性、適格・迅速なディスクロージャー、市場のニーズも踏まえた資金調達が要求されることになる。

自主運用機関は、これまで以上に効率的な運用が要求されるとともに、その運用には責任が要求される。厚生大臣の私的諮問機関である「年金積立金の運用の基本方針に関する検討会」では、市場運用による結果責任ではなく、運用プロセスに応じた責任を負うことが検討課題の１つに挙げられている。自主運用にあたっては、いわゆる忠実義務、注意義務、プルーデントマンルールが求められていくことになろう。

これらの改革によって、今まで以上に効率的で、透明性のある財政投融資制度に進化していくことが期待される。

参考文献

大蔵省『財政投融資レポート2000』
郵政省簡易保険局『簡易保険2000』
郵政省貯金局『郵便貯金2000』
岡本直之『財政投融資の改革について』ファイナンス　平成12年６月
『図説　日本の財政』（平成12年度版）東洋経済新報社
株式会社格付投資情報センターホームページ（http://www.r-i.co.jp）
財務省ホームページ（http://www.mof.go.jp）
郵政事業庁ホームページ（http://www.yusei.go.jp）

（注）本文中及び図表の組織名等は、作成当時のものを使用している。
なお、参考文献のホームページについては、現在のものである。