

財政投融资制度改革と郵便貯金の自主運用 —マクロ経済に与える効果と中立性—

特別研究官（横浜国立大学国際社会科学研究所助教）	井上 徹
客員研究官（青山学院大学経済学部助教）	宮原 勝一
前第二経営経済研究部 ¹⁾	山中 勉
第二経営経済研究部	神谷 宏
第二経営経済研究部	松本由紀夫

キーワード

郵便貯金、自主運用、財政投融资制度改革

[要約]

- 1 本研究の目的は、2001年度の財政投融资制度改革後の郵便貯金の自主運用が、どのようなマクロ経済的效果を持つかをシミュレーションによって分析することである。今回の改革の重要なポイントは、資金の入口側である郵便貯金の自主運用と、出口側である財投機関の資金調達、実物面の資源配分が独立した意思決定問題となり、金融資本市場に直接影響を与えるものとなったことである。本稿では、意思決定問題の分離を明示的に取り入れたシミュレーションを行い、郵便貯金の自主運用のマクロ経済に対する中立性に焦点を当てた。
- 2 ただし、モデルによる分析には限界がある。改革前のデータしか得られない、債券保有を公的部門・民間部門に完全に分割することができない、経済主体の意思決定メカニズムや相互依存関係が不分明なため限定的な想定を行わざるを得ない、などの点である。このような限界を踏まえて、**枠組み**：郵便貯金の自主運用と財投機関の資金調達・社会資本投資についての意思決定が独立、**枠組み**：郵便貯金の自主運用と財投機関の資金調達・社会資本投資についての意思決定が連動、という2つの枠組みでシミュレーションを行った。
- 3 現在の財政投融资の「公的金融機関による民間への貸出」、「公団等による社会資本整備」、「公債を中心とする長期債」の比率を変更しない場合をベンチマークとして、以下の3つのケースを比較した。
ケースA：公的金融機関による貸出を増加、公団等による社会資本整備を減少。
ケースB：国債などの運用比率を増加させ、公的金融機関による貸出、公団等による社会資本整備を減少。
ケースC：長期債運用比率を減少、公的金融機関による貸出を増加。

1) 現国民生活金融公庫

4 結果は以下の通りである。

枠組み

ケースA：貸出利子率は低下、債券利子率は上昇、GDP・財政赤字はやや上昇・縮小傾向。

ケースB：貸出利子率は上昇、債券利子率は低下、GDP・財政赤字はやや低下・拡大傾向。

ケースC：ケースAと同一。

枠組み

ケースA：貸出利子率は低下、債券利子率は上昇、GDP・財政赤字は上昇・縮小傾向。

ケースB：貸出利子率は上昇、債券利子率は低下、GDP・財政赤字はやや上昇・縮小傾向。

ケースC：貸出利子率はケースAより低下、債券利子率はケースAより上昇、GDP・財政赤字は最も上昇・最も縮小。

5 枠組み では、出口側（公的金融機関の貸出と公団等による社会資本形成）の意思決定が変化しない限り、郵貯側の運用の変化はまったく中立的である。枠組み の結果からは、社会資本の生産性が重要であることが示された。したがって、財投の資金の出口側の意思決定が、資金の入口側である郵便貯金の資金運用の意思決定と独立であれば、郵便貯金の自主運用に関する意思決定はマクロ的には中立的である。財投がマクロ経済に与える影響については、出口側の意思決定が決定的に重要であり、経済厚生を改善するためのより厳しい判断が求められている。

1. はじめに

2001年度の財政投融资制度改革によって、郵便貯金の運用は100%自主運用となった。本稿の目的は、制度改革後の郵便貯金の自主運用がマクロ経済に与える効果を検証し、その意味を検討することである。

財政投融资制度は、マクロ的には、以下のような問題に関する意思決定を行う大きな資金（資源）配分システムと考えることができる。

- 1) 資金配分と利子率：郵便貯金等から吸収された資金がどのように配分され、金融市場にどのような影響を与えるのか？
- 2) 財投機関の資金調達：財投機関が資金をどれだけ、どのように調達するか？
- 3) 実物面の資源配分：公的部門（社会資本）にどれだけの資源を配分するのか？また、公的金融機関の貸出を通じて民間への資金供給をどれだけ行うのか？

融機関の貸出を通じて民間への資金供給をどれだけ行うのか？

本稿では、今回の制度改革を意思決定問題の変化と捉え、改革後の制度の下で、郵貯の自主運用が、これら3つの問題を通じてどのようなマクロ経済的効果を持つかを、シミュレーションによって分析する。

改革前の制度では、上記1)、2)、3)に関わる意思決定問題が、その決定主体は不明瞭ながら、一体化した問題となっていた。すなわち資金運用部による資金配分と財投機関の資金調達は完全に対応しており、調達（配分）された資金とその用途も対応していた。財投計画とは、社会資本投資や公的融資などの資金の最終的な用途（配分）と、その用途に応じた財投機関の資金調達＝資金運用部の資金配分が一体となったものであり、郵便貯金の資金運用部への100%預託という制度の下で

は、財投計画自体がこれら3つの問題に関する意思決定であった。

今回の改革の重要なポイントは、1)の意思決定問題(郵便貯金の自主運用)と、2)、3)の意思決定問題(財投機関の資金調達と社会資本投資)が、異なる主体の行う独立した意思決定問題となったということであり、特に1)と2)の意思決定問題が、金融資本市場に直接影響を与えるものとなったことである。

本稿の分析の基礎となるマクロ経済モデルとシミュレーションの方法は、この分野のパイオニア的な研究である中田・吉野(1999)のモデルに依拠している。本稿の特色は、上記の意思決定問題の分離を明示的に取り入れたシミュレーションを行い、郵便貯金の自主運用のマクロ経済に対する中立性に焦点を当てたことである。

池尾(2000)が指摘しているように、金融資本市場が完全であるならば、財投の実物サイドの資源配分が変化しない限り、資金調達の方法は重要な問題ではない。したがって、郵便貯金の自主運用における資金配分比率の変化は、マクロ経済に対して理論的に中立的である。しかしながら、現実の金融資本市場は完全資本市場ではなく、この中立性命題は自明なことではない。

本稿の目的の一つは、現実のデータに基づくマクロ経済モデルとそれを用いたシミュレーション

を行い、どのような条件の下で、この「中立性」が示されるかを検証することである。

結論からいえば、財投の資金の出口側(公団等による社会資本形成と公的金融機関の貸出)の意思決定が、資金の入口側である郵便貯金の資金運用の意思決定から独立であれば、郵便貯金の自主運用の意思決定はマクロ的には中立的であり、財投がマクロ経済に与える影響については、出口側の意思決定が決定的に重要なものとなる。

また、本稿の扱う範囲には含まれていない問題であるが、もし、郵便貯金の自主運用が中立的に行われるならば、郵便貯金の存在意義は、その存在が、預金者にとってどのような意味を持ち、金融市場においてどのような効果を持つか、という点から評価されるべきであろう。

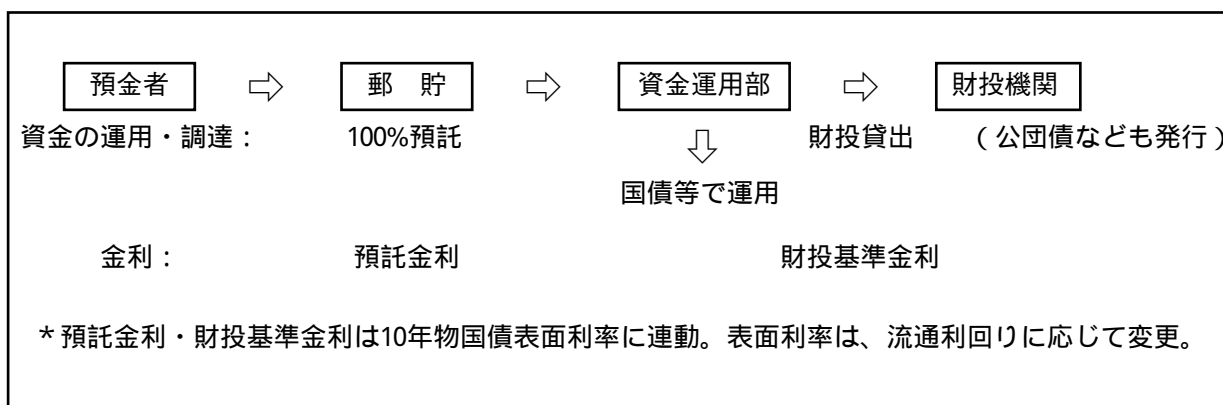
2. 財政投融资制度の改革とその意味

まず、財政投融资制度の改革とその意味について簡単にまとめておこう。

1) 改革前の制度

改革前の制度を簡単に図示すると、図-1のようになる。郵便貯金として預けられた資金は、100%資金運用部に預託され、資金運用部は、その資金を財投機関への貸出、国債等で運用する。

図-1 改革前の財政投融资制度

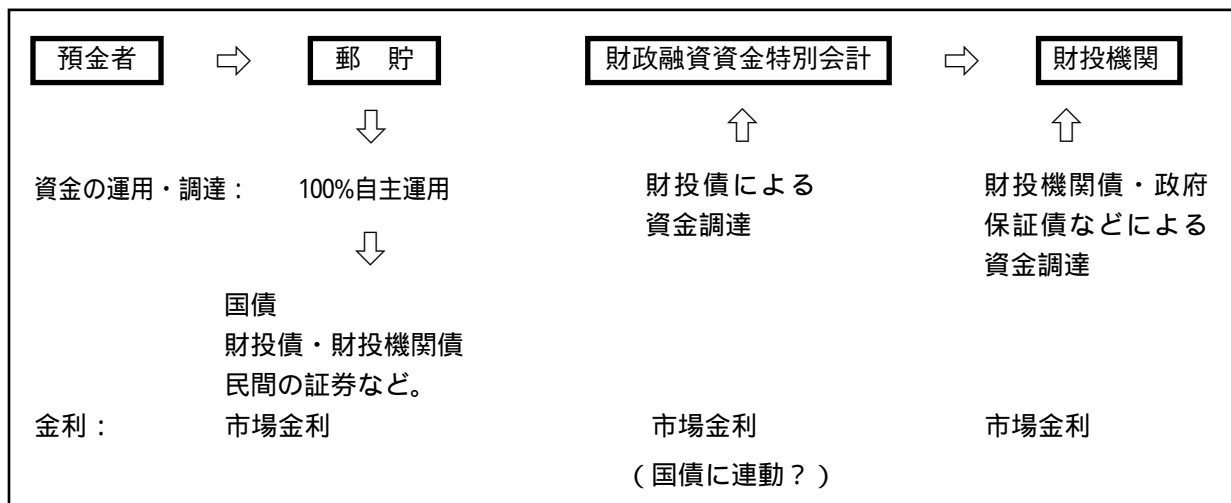


2) 改革後

財投制度改革後は、郵便貯金は預けられたすべての資金を自主的に運用する（図 - 2）。ただし、7年間のいわゆる「経過措置」がとられる。一方、出口側の財投機関は、事業計画を立て、原則として、その機関の発行する財投機関債で資金を調達

する。財政融資資金特別会計は、財投債を発行し、そこで調達した資金を財投機関に貸し付ける。したがって、財投機関の資金調達は、財投債と財投機関債によって行われ、郵便貯金は、それらの債券を保有することによって、財投機関への資金供給を行う。逆にいえば、財投債・財投機関債は郵便貯金の運用の対象となる。

図-2 改革後の財政投融資制度



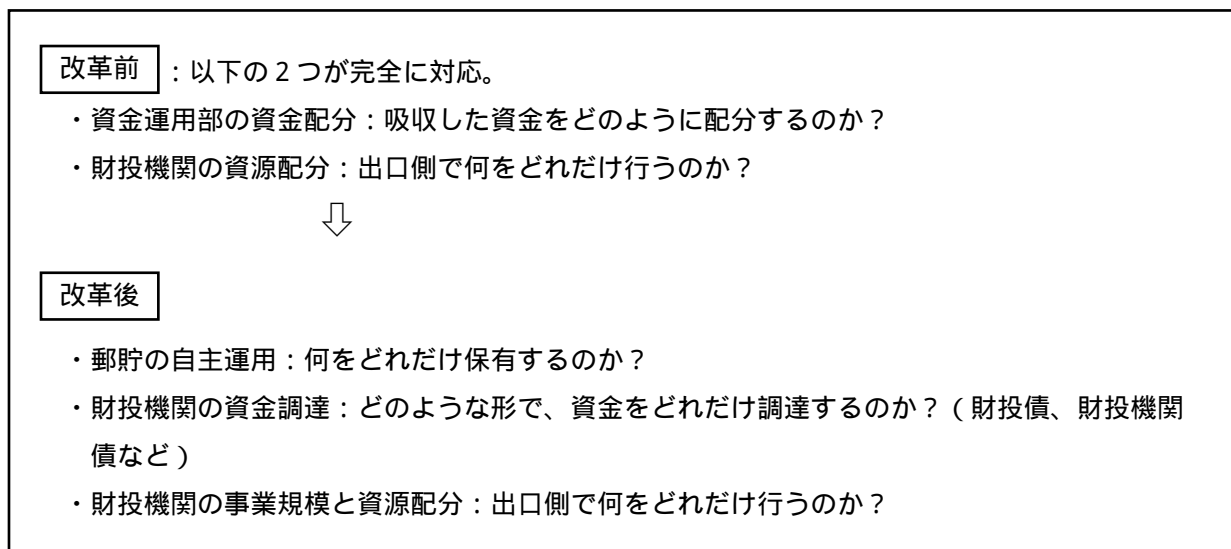
3) 改革による変化：なにが変わるのか？

この改革による変化は、前述の一体化していた意思決定問題の分離として捉えることができる。

・意思決定問題の変化

意思決定問題の変化は図 - 3 のように示すことができる。

図-3 財政投融資制度改革に伴う意思決定問題の変化



すなわち、改革後には、以下の3つの意思決定が、分離した形で行われるということである。

・意思決定Ⅰ 郵貯の自主運用：債券を中心とした運用となる可能性が高い。財投債、財投機関債の保有が、財投機関への資金供給となる。自主運用の意思決定問題全体を、何らかの運用目的に応じた純粋な債券ポートフォリオ問題とみなしてよいのかどうかは議論すべき問題であるが、そのような部分の比重は高まるのではないと思われる。

・意思決定Ⅱ 財投機関の資金調達：基本的には債券による市場からの調達。

a) 財投債：国債として発行。

b) 財投機関債：発行条件は市場で決定。

大量の債券が供給され、郵貯等は、これらの債券を保有することによって、財投機関に資金を供給することになる。出口側の事業の意思決定は、債券発行の規模の決定でもあるが、財投機関債については、発行の条件や規模が市場情勢に応じて変化すると考えられる。

・意思決定Ⅲ 財投機関の事業規模と資源配分：事業規模、資源配分に関する意思決定が、政策的に決定されているとすれば、財投の出口側の政策の問題といえる。旧制度の下では、出口側の決定と資金運用部の資金配分は完全に対応していた。

意思決定問題としてみた場合、もっとも大きな変化は、入口側の運用・資金配分が、経過措置はあるものの、出口側の資源配分問題、資金調達問題とは、少なくとも形式的に独立な意思決定問題となったことである。(出口と入口の分離)

現実的な想定ではないが、財投機関は、入口側からの資金供給が不十分であったとしても、債券を市中消化することができれば、資金を調達でき

る。一方、入口側は、余剰資金が生じた場合、おそらく現在より柔軟な運用を行うことができるであろう。

以下の分析では、これらの3つの意思決定が、独立したものである場合を改革後の理念型として捉え、現行制度と同様に、財投の出口と入口の意思決定が一体化している場合と対比した形で、分析を行う。

3. 分析方法とモデル、及びその限界

郵便貯金の自主運用のマクロ的効果の分析は、吉野・中田[1999]のモデルに依拠して行う。まず、マネーフロー表の主体別取引に基づいて、財投制度及び公的金融を明示的に導入したマクロ経済モデルを推定する。この推定結果に基づいて、可能な範囲のシミュレーションを行う。

3-A：モデルの構造

経済主体は、民間非金融部門、民間金融部門、政府、財政投融資、及び海外部門である。

マネーフロー表から、金融資産市場として、ハイパワードマネー市場、預金市場、貸出市場、長期債市場を考える。実物市場は、需要サイドは財市場であり、供給サイドは、総供給関数である。

分析の目的上、公的金融と民間金融を区別し、明示的に示す必要がある。すなわち、預金市場においては、民間預金市場と郵便貯金市場を導入する一方、貸出市場では、公団等への貸出を、財投のみが貸出を行う市場とし、それ以外の貸出を、民間金融・公的金融が併存する貸出市場として取り扱う。公的金融の貸出と民間金融の貸出の質的差は、ここでは考慮していない。また、ここでは、長期債を一括して扱っている。このことは、公債と民間債の市場を同一のものとして扱っているということであり、財投制度改革との関連でいえば、財投債と財投機関債の発行比率が変化する

としても、また、財投機関債がどのような条件で発行されるとしても、総発行量が一定ならば、モデル上は同一ということになる。

以上のような限定の下で、現行制度のもとでの市場とその均衡を、次のようにモデル化する。

ハイパワード・マネー市場

$$\frac{H^G}{p} = \frac{k}{p} \cdot D_B^B(\cdot) + h^N(\cdot)$$

H^G : ハイパワードマネー

k : 準備預金比率

D_B^B : 民間銀行の預金債務

h^N : 非金融部門の保有現金

p : 物価水準 (GDPデフレーター)

民間金融の預金市場

$$\frac{D_B^B(\cdot)}{p} = d_B^N(r_{DB}, r_{DG}, y)$$

d_B^N : 非金融部門の預金需要

r_{DG} : 郵便貯金金利

郵便貯金市場

$$\frac{D_G^{GB}(\cdot)}{p} = d_G^N(r_{DB}, r_{DG}, y)$$

D_G^{GB} : 郵便貯金

財投のみの貸出市場 (公団等)

$$l_1^{GB \cdot N} = \frac{L_1^{GB}}{p}$$

$l_1^{GB \cdot N}$: 非金融部門の財投借入

L_1^{GB} : 非金融部門への財投貸出

民間・公的金融併存の貸出市場

$$\frac{L_2^{GB}}{p} + \frac{1}{p} \cdot L^B(r_L, r_B, r_{DB}, B JL, k) = l^N(r_L, r_B, y)$$

L_2^{GB} : 非金融部門への財投貸出

L^B : 民間銀行による貸出

r_L : 民間金融機関貸出金利
(貸出約定平均金利)

r_B : 国債金利 (10年物流通利回り)

r_{DB} : 民間金融機関預金金利

$B JL$: 日銀貸出

l^N : 非金融部門の借入需要

y : 国内総所得

* 公的金融・民間金融が併存する市場では、同等に扱っている。

債券市場

$$\frac{B^G(\cdot)}{p} + b^N(r_L, r_B, y) = \frac{1}{p} \cdot B^B(r_L, r_B, r_{DB}, B JL, k) + \frac{B^{GB}}{p}$$

B^G : 公的部門による債券発行

b^N : 非金融部門による債券発行

B^B : 民間金融機関による債券保有

B^{GB} : 財政投融資による債券保有

* 長期債は、公債、民間債とも同一の市場として扱っている。

財市場

$$DEB = W$$

DEB : 公的部門の負債残高

W : 非金融部門の純資産

総供給関数

$$y^S = F(p, p^e, K^P, K^G)$$

p^e : 期待インフレ率

K^P : 民間部門資本ストック

K^G : 社会資本ストック

以上のモデルから、必要な需要関数、供給関数、

生産関数を推定し、シミュレーションを行う。推定結果については割愛するが、すべての推定において、ほぼ矛盾のない符号条件が得られている。

モデルの構造から、公債と民間債が完全代替として扱われているこのモデルでは、以下のようなトリビアル・ケースがあることは明らかである。

・トリビアル・ケース：公債、民間債が完全代替で、民間金融部門にとって、債券での運用と貸出が完全代替（貸出と債券の金利裁定が完全）ならば、財投の出口側が変化しない限り、郵貯の運用の意思決定は、経済に対して全く中立的。

したがって、郵貯の自主運用の変化が、マクロ経済に影響を及ぼすかどうかは、

- 1) 財投の出口側の意思決定と郵貯の自主運用の意思決定が分離したものとなるかどうか。
- 2) 債券市場と貸出市場の間の裁定が完全に働くかどうか。

の2点に依存して決まることとなる。

3-B：モデルの限界とシミュレーションのデザイン

容易にわかるように、我々のモデルと分析方法には、いくつかの限界がある。

第1に、利用可能なデータは改革前の制度下のものであるため、改革後に完全に対応した分析は不可能である。

第2に、国債（公債）と民間債が完全代替でないとするば、公的部門、民間部門への資金配分の問題を厳密に分析するために、式の債券市場を公的部門の債券（証券）保有を公債と民間の債券に分割しなければならない。この問題は、まず、入口側から流入した資金の公的部門・民間部門への配分に関わる問題であり、本来は明示的に扱う

べき問題である。さらに、財投債は国債として発行されるが、財投機関債がどのような発行条件でどれだけ発行されるか、あるいは、市場でどのように評価されるか、によって、財投機関の資金調達、債券市場に及ぼす効果は異なることになり、これらを組み入れた分析が必要である。しかし、マネーフロー表からは、一次的には保有債券の合計しか得られない。したがって、債券保有の公債・民間債の保有比率に関する分析は、現時点では不可能であり、財投債・財投機関債の質的差違を考慮した分析も不可能である。

第3に、改革前、改革後の双方を通じて、それぞれの意思決定問題が独立であるのか、相互に依存しているのかについて、限定的な想定を行わざるを得ない。例えば、

- ・財投機関による社会資本形成が、政府の社会資本形成とリンクしている場合は、社会資本形成全体の規模を所与としてシミュレーションを行うことになる。しかし、この分析では、政府の社会資本形成は、完全に外生的に扱っている。
- ・出口側の決定と、入口側の決定が、完全に独立であれば、それぞれの機関の目的関数を設定する必要があるが、現時点では、目的関数の設定は困難である。したがって、この分析では、目的関数を置かず、事業規模や資金配分の意思決定の結果の変化を仮想的に外挿している。

これらの限界から、先に述べた意思決定（財投機関の資金調達）については扱うことができない。しかし、制度改革の意味を考慮して、それらが連動している2つの枠組みについてシミュレーションを行う。

2つの枠組みのうち、最初のもは、意思決定と、が完全に独立した枠組みであり、おそらく財投制度改革の意図に沿ったものである。

もう一つの枠組みは、郵便貯金の自主運用（資金配分）と、財投機関の資金調達・社会資本投資

が連動する枠組みである。これは、改革前の財投制度の下で、入り口側の郵便貯金と出口側の財投機関の問題が、しばしば一体の問題として論じられてきたことに対応したものであり、入り口側の資金のアベイラビリティが出口側の意思決定を規定するものであったかどうかは、別に検証すべき問題である。制度改革後も、この入り口側の資金のアベイラビリティが、財投機関の資金調達に影響を与えるような状況を仮想的に考えることは可能である。

この2つの枠組みの下で、財投の最終的な出口側の変化、すなわち、公的金融による貸出と公団等による社会資本形成の規模と比率の変化と、それに自主運用の資金配分比率の変化について、それぞれシミュレートする。2つの枠組みの違いは、後者の枠組みでは、郵便貯金の公団等への資金供給の規模が、社会資本形成の規模を変化させ、直接、実物サイドに影響を与えるということである。

4. 財政投融资の資金配分の変化とマクロ経済

財投の資金配分の変化は、短期的な需要面への効果と、社会資本形成を通じた供給面への長期的効果が考えられる。例として、改革前の制度の下で、財投が国債などの保有を増加、公団等を通じた社会資本形成を減少させた場合を考え、例示的に示してみよう。

需要面の影響

社会資本形成の減少	公的需要の減少
国債保有の増加	債券金利の低下
貸出金利の低下	民間需要の増加

この場合、通常は前者の直接効果の方が大きいと考えられるので、総需要は短期的に減少。

供給面の影響

社会資本形成は減少する一方、民間の資本形成

は増加。供給面の効果は、社会資本と民間資本の生産性と、民間資本形成がどの程度促進されるかに依存。

したがって、このような変化の与える効果を規定する要因は、需要・供給のそれぞれについて、以下のようにまとめることができる。

1) 需要面への影響の規定要因

・民間需要の利子感応度

十分に高いならば、民間への資金還流を増加させることによって需要が増加、非常に低いならば、社会資本形成を通じて需要を直接創出する方が総需要を大きくする。

・財投資金の貸出市場への流入と、債券市場への流入のどちらが利子率により大きな影響を与え、民間需要に結びつくか？

貸出市場への資金供給が、利子率により大きな影響を与えるならば、公的金融機関を通じた貸出の増加の方が、債券保有を増加させることよりも利子率を低下させる。

2) 供給面への影響の規定要因

・民間設備投資の利子感応度

十分に高いならば、金利を低下させることによって民間資本の蓄積を促進。

・社会資本と民間資本の生産性

社会資本の生産性が十分に高いならば、社会資本形成を減少させることは、長期的にマクロの生産性を低下させ、供給能力の拡大スピードを低下させる。

以上のような需要面と供給面の効果は、定性的には確定せず、むしろ、現実の需要・供

給のパラメータに依存する。従って、シミュレーションによって効果の方向を判断することが必要となる。

5. シミュレーションとその結果

シミュレーションでは、前述した2つの大きな枠組みについて、以下の3つの資金配分（資源配分）を変更した場合の影響を分析している。

改革前の財政投融资の資金配分は、モデルに対応した形で分割すると、「公的金融機関による民間への貸出」、「公団等による社会資本整備」

「公債を中心とする長期債」への配分という形に分割できる。そして、この資金配分が最終的な資源配分である社会資本投資、公的金融機関の貸出の大きさを規定していた。

これら、 α 、 β 、 γ の資金配分比率が不変である場合をベンチマーク・ケースとしてシミュレーションを行い、さらにいくつかの変更を行ったケースと比較する。この「資金配分比率を変更しない」ということは、郵貯等の入口側の資金が、財投債・財投機関債などへ α の比率、財投債以外の長期債へ β の比率で行われることを意味している。

財投債は国債として発行されるので、自主運用の資金配分を上記のように分割することは、前述の3つの意思決定が一体として行われたい限り、現実的ではない。これらの意思決定が独立であるならば、運用側が財投機関の資金調達のための国債・財投債を識別することは、経過措置に関わる部分を除けば、不可能だからである。このことは、出口側の意思決定が独立に行われ、郵便貯金が国債のみで資金を運用するならば、公債と民間債の間の代替性が完全でなくとも、郵便貯金の自主運用の中立性が成立することを意味する。

逆に言えば、それ故、3つの意思決定が連動する枠組みと対比することが必要なのである。

枠組み I 公団等の実物サイドの意思決定と自主運用の意思決定が独立な場合

第1の枠組みは、公団等の事業の規模と内容が、入口側の運用（資金配分）と独立な場合である。公的金融を通じて貸し出される資金は、最終的には、貸出市場を通じて民間に還流されるのに対し、公団等への資金は実物面では、公的部門の社会資本形成となる。この枠組みの意味は、政府を含めた公的部門から実物サイドへの最終的に投入される資源の大きさが、外生的であるということである。ここでは、以下の3つのケースについて分析する。

ケースA：公的金融機関は貸出を増加し、入口側はそれに対応して公的金融機関への資金供給を増加させる。（例えば、公的金融機関の財投機関債への運用比率を増加させる）一方、公団等への資金供給を減少させる。（例えば、公団等の財投機関債への運用比率を減少させる）ただし、公団等の社会資本整備の規模は不変である。

ケースB：公的金融機関は貸出を減少し、入口側はそれに対応して公的金融機関への資金供給を減少させる。（例えば、公的金融機関の財投機関債への運用比率を減少させる）同時に、公団等への資金供給を減少させる。その一方、長期債運用比率を増加させる。ただし、公団等による社会資本整備の規模は不変である。

ケースC：公的金融機関は貸出を増加し、入口側はそれに対応して公的金融機関への資金供給を増加させる。一方で、長期債運用比率を減少させる。公団等の社会資本整備の規模はやはり不変である。

枠組みのシミュレーション結果は図-4の通りである。また、ケースA、B、Cをベンチマーク・ケースと比較した結果は表-1の通りである。（なお、主要な変数の詳細な数値については別表Iの通りである。）

図-4 シミュレーション結果（枠組みI）

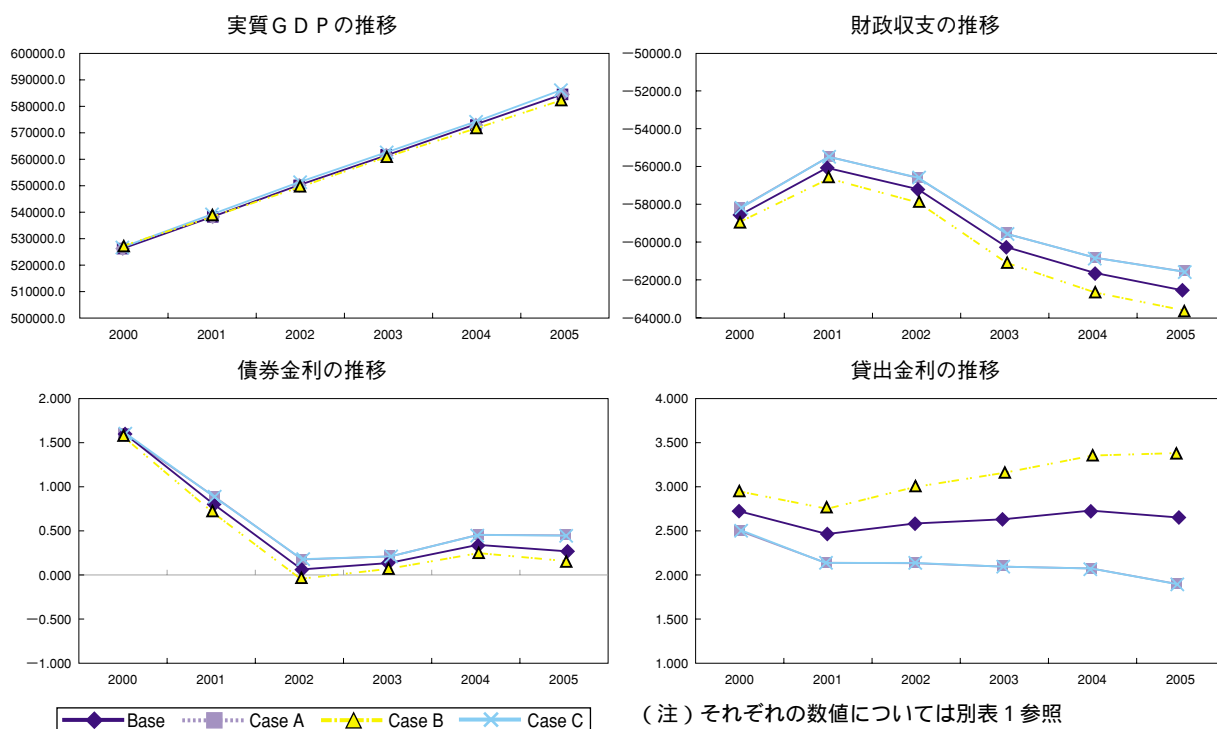


表-1

	貸出利率	債券利率	GDP・財政赤字
ケースA	低下	上昇	やや上昇・縮小傾向
ケースB	上昇	低下	やや低下・拡大傾向
ケースC	ケースAと同一	ケースAと同一	ケースAと同一

これらの結果は次のように解釈できる。

ケースAは、貸出市場への資金供給を増加させているため、貸出利率は低下する。社会資本形成は不変としているので、公団等の資金調達額は不変であり、公団等への資金運用比率の減少に伴う債券の超過供給は民間部門が吸収するため、債券利率は上昇する。実物面での影響は、民間への資金供給の直接の増加と貸出利率の低下が、民間の設備投資や住宅投資などの需要を喚起する

効果と、債券利率の上昇が民間需要を低下させる効果の大小に依存するが、結果を見る限り、貸出市場を通じた効果の方がやや大きい。

ケースBは、長期債運用比率を増加させるので、直接的に債券利率を低下させる。公的金融機関の貸出の減少は、貸出利率の上昇要因である。

実物面での影響は、貸出市場を通じた効果と債券市場を通じた効果の大小に依存するが、ケースAと同様に貸出市場を通じた効果の方がやや大き

いため、GDPは幾分低下する。

ケースCが、ケースAと同一となることは、枠組みでは当然のことである。貸出市場への資金供給をケースAと同額増加させ、債券市場への資金供給を、ケースAの公団等への資金供給減少と同額減少させた場合、債券市場で発生する超過供給はケースAと全く同一となり、実物面も変化しない。

繰り返しとなるが、留意すべきことは、この枠組みは、改革後の制度において、入口側の資金運用の意思決定と出口側の意思決定が独立である場合に対応しているということである。

枠組みⅡ 意思決定Ⅰと意思決定Ⅱ、Ⅲが連動している場合

第2の枠組みは、モデルの構造としては、改革前の財投制度と同一である。改革前の財投制度では、意思決定がどのように行われているのかは別として、出口側の事業の規模と内容が、入口側の資金配分と完全に連動している。この場合、公団等への資金配分を減少させることは、実物面では、公的部門の社会資本形成を減少させることと同義

であり、公的金融機関への資金配分の減少は、公的金融機関の貸出を減少させることと同義である。

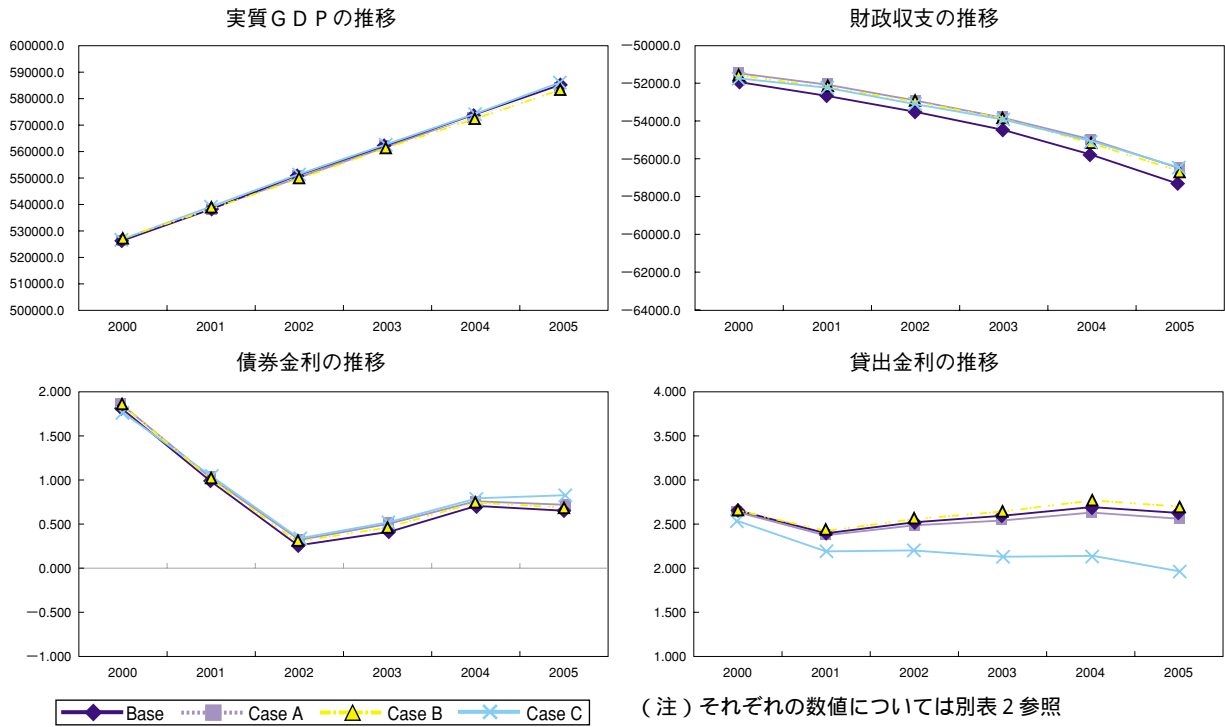
ケースA：公的金融機関による貸出を増加、公団等による社会資本整備を減少。(財投機関全体の規模は一定。出口側のみの変更。)

ケースB：長期債運用比率を増加させ、公的金融機関による貸出、公団等による社会資本整備を減少。(財投の出口側の規模の縮小、入口側は、国債などの長期債運用の比率を増加。)

ケースC：長期債運用比率を減少、公的金融機関による貸出を増加。(財投の出口側の規模の拡大、公団等による社会資本整備はベンチマーク・ケースと同一。入口側は国債などの長期債運用の比率を減少。)

シミュレーションの結果は図-5の通りである。また、ベンチマーク・ケースと比較した結果は表-2の通りである。(なお、主要な変数の詳細な数値については別表Ⅱの通りである。)

図一五 シミュレーション結果（枠組みⅡ）



表一 2

	貸出利率	債券利率	GDP・財政赤字
ケースA	低下	上昇	上昇・縮小傾向
ケースB	上昇	低下	やや上昇・縮小傾向
ケースC	ケースAより低下	ケースAより上昇	最も上昇・最も縮小

ケースAは、貸出市場への資金供給を増加させているため、貸出利率は低下する。公団等による社会資本形成が減少するため、実物面での影響はやや複雑である。結果は、民間への資金供給の直接の増加と利率の低下が、民間の設備投資や住宅投資などの需要を喚起する効果と、社会資本整備の減少による需要の減少効果の大小、長期的には、民間資本と社会資本の生産性の大小関係に依存するが、民間への資源配分を大きくすることによって、より成長が加速される結果となっている。

ケースBは、長期債運用比率を増加させるので、

直接には債券利率を低下させる。公的金融機関の貸出の減少は、貸出利率の上昇要因である。金利の影響については貸出市場を通じた効果の方が大きいので、この貸出利率の上昇が、民間の設備投資や住宅投資などに与える負の効果が大きいため、長期的には、GDPはそれほど上昇しない。

ケースCは、貸出市場への資金供給を増加させる一方、国債などへの資金配分を減少させており、結果は、2つの市場の反応の相対的な大きさに依存している。貸出市場を通じた効果の方が大きく、枠組みⅡでは、ケースCのGDPが最大となった。

枠組みの結果から、出口側の意思決定と自主運用の意思決定が独立であれば、郵貯の資金配分比率（運用比率）の変更は、マクロ経済に対して中立的であるということが確認された。この結果は、財投債・財投機関債が、他の債券と資産として完全代替であるという仮定に依存している。しかし、われわれの推計結果によれば、債券利率の変化がマクロ経済に与える効果は、貸出利率の変化がマクロ経済に与える効果に比べて小さい上、債券間の代替性はかなり高いと考えられるので、意思決定が独立であるかぎり、自主運用の資金配分比率の変化がマクロ経済に与える影響は小さいと考えられる。

枠組みは、財投制度の改革の意味を意思決定の独立性に求めるのであれば、本来必要のないシミュレーションであるが、どのような資金・資源配分が望ましいのか、という問題について示唆を与えるものである。

結果を比較すれば容易にわかるように、公団等の社会資本形成を減少させ、貸出利率を低下させるほど、GDPと財政収支は好転する。これは、貸出市場を通じて民間非金融部門への資金の還流を促進した方が経済全体としては望ましいということを意味する。

もちろん、これらの結果は、社会資本の生産性と出口側の意思決定に大きく依存している。特に、社会資本の生産力効果の大きさが決定的に重要である。シミュレーションの結果は、現在の公団等の社会資本の生産力効果が民間資本に比べて相対的に低いことを示している。枠組みでは、社会資本形成の規模を所与としているが、その生産性が高いほど、長期的にGDPがより高くなることはいうまでもない。民間資本に比べて生産性が非常に高い社会資本が未整備であるならば、そのような社会資本への資源配分を増加した方がGDP

が高くなる可能性がある。

このことは、公団等の社会資本形成のみならず、政府の社会資本形成を含めた公的部門の活動がより厳しい規範の下で行われることが望ましいということの意味する。もしそれが達成されるのであれば、郵貯の自主運用は、それぞれの意思決定が独立である限り、中立的であり、しいていえば、財投機関債と財投債の質的差違によって金融市場に何らかの影響があるのであれば、その影響をできるだけ相殺するような運用が望ましいであろう。

現実的には、いわゆる「経過措置」によって、改革後も自主運用の内容はある程度制約されるのであるが、出口側の意思決定が、社会的便益と社会的費用の観点から独立に行われるのであれば（枠組み）、郵便貯金が財投債・財投機関債をどれだけ保有するかは中立的であり、むしろ求められるのは、出口側の意思決定に対する厳しい規範である。

6. 結語：シミュレーションの意味と財投制度を巡る問題

本研究は、財政投融资制度改革とそれに伴う郵便貯金の自主運用がマクロ経済に与える効果を、シミュレーションによって分析した。制度改革によるもっとも大きな変化が、意思決定問題の分離であることを明示的に取り入れたシミュレーションが、本稿の特徴である。

シミュレーションの結果からは、公団等による社会資本形成が所与の下では、より多くの資金を貸出市場を通じて民間へ還流させることが望ましいことが示された。この結果は、貸出利率と債券利率のマクロ経済に与える効果が異なることに起因している。

枠組みでは、出口側の意思決定が変化しない限り、郵貯側の運用の変化はまったく中立的であり、また、公的金融機関の貸出を変化させない限

り、長期債運用をどのように行っても、中立的である。一方、枠組みの結果からは、社会資本の生産性が重要なファクターであることが示された。したがって、このモデルにおいては、出口側の意思決定が決定的に重要であり、経済厚生を改善するためのより厳しい判断が求められている。

郵貯の自主運用は、債券市場を一つの市場として扱っているこのモデルでは、枠組みの下で中立的である。財投債・財投機関債の大量発行を考えれば、郵貯側の資金配分の問題としては、この債券発行が金融市場に対して中立的となるような運用を行うことが望ましいと考えられる。郵貯側の運用からいえば、資金運用部から財投機関への貸出に相当する部分を財投債・財投機関債で置き換え、その他の部分を国債等で運用するという運用方法自体は、出口側の意思決定が独立である枠組みのもとでは、マクロ的に大きな問題ではない。財投債・財投機関債で調達された資金がどのように使われるかが問題である。なぜなら、枠組みのケースAとケースCは同一の結果をもたらす。従って、枠組みでは、公的貸出を通じた民間への資金還流の規模が問題であって、郵貯がどのように資金を運用するかが問題ではないのである。

一方、枠組みのもとでは、出口側で何が行われるかを意識した運用が必要であり、民間への資金還流と形成される社会資本の生産性を考慮した財投機関債を通じた運用が求められる。

しかしながら、本来、出口側の意思決定問題は、経済厚生改善という規範の下で、費用対効果を十分に吟味した上で、独立に行われるべきものである。

最後に、郵便貯金の自主運用がマクロ経済に対して中立的に行われるならば、郵便貯金の評価は、その運用の効果ではなく、預貯金の提供という側面から行われるべきであるということ指摘しておきたい。郵便貯金の評価は、いわゆるユニバーサル・サービスとしての意義や、郵便貯金が提供するリスク・フリーな決済システムが金融資本市場を通じてマクロ経済に与える効果などから、包括的に行われるべきである。少なくとも、金融市場の変化が激しい状況では、リスク・フリーな決済システムの存在のみならず、リスク・フリー・アセットの供給は、経済厚生を改善する可能性が高いと考えられる。逆に言えば、郵便貯金の資金運用がマクロ経済に対して中立的であるという状況の下でこそ、このような側面から、郵便貯金の純粋な評価を行うことができるのである。

参考文献

- 吉野直行・中田真佐男 [1999] 「マクロモデルによる財政投融资の経済効果に関する理論・実証分析」 KEIO ECONOMIC SOCIETY DISCUSSION PAPER SERIES No. 9915
- 岩本康志 [1998] 「財投債と財投機関債」 『フィナンシャルレビュー』 大蔵省財政金融研究所、第47号、pp. 134-151
- 吉野直行・古川彰編 [1991] 『金融自由化と公的金融』 日本評論社
- 池尾和人 [2000] 「財投・郵貯改革が突きつける新たな難題」 『エコノミクス3 <2000年秋>』 東洋経済新報社、pp. 82-91
- 井上 徹・宮原勝一・深沼 光 [1999] 「社会資本の生産力効果と最適水準」 『わが国公的金融の役割』 日本評論社、pp. 89-110
- 根本二郎 [1994] 「社会資本の最適水準」、奥野信宏・焼田党・八木匡編著 『社会資本と経済発展』、名古屋大学出版会、P59-77

Burgess,D.F. [1988], " Complementarity and the Discount Rate for Public Investment " Quarterly Journal of Economics,Vol. 102 .

Eisner,R. [1991] " Infrastructure and Regional Economic Development " Federal Reserve Bank of Boston,New England Economic Review,Sep./Oct.

Holtz-Eakin,D. [1994], " Public-Sector Capital and the Productivity Puzzle " ,The Review of Economics and Statistics,Feb.,Vol.76, N 0 . 1

Ogura,S. and G.Yohe [1977] " The Complementarity of Public and Private Capital and the Optimal Rate of Return to Government Investment " Quarterly Journal of Economics,Vol. 91 ,No. 4

Sandmo,A. and J.H.Dr_ze [1971] " Discount Rates for Public Investment in Closed and Open Economics " ,Economica Nov.

別表 I シミュレーション結果 (枠組み I)

Base	Y90	IPFG90		RB	RPL
	国内総生産 (実質、10億円)	公的総固定資本形成のうち公的企業 (実質、10億円)	財政収支 (名目、10億円)	債券金利 %	貸出金利 %
2000	526198.1	18273.6	-58582.1	1.597	2.721
2001	538214.4	15674.8	-56003.1	0.815	2.450
2002	550038.7	16687.9	-57244.8	0.075	2.560
2003	561526.0	19184.0	-60261.4	0.125	2.632
2004	572914.8	19782.1	-61656.2	0.353	2.723
2005	584307.1	19623.0	-62506.5	0.291	2.645

Case A ー公的金融機関の貸出増加、公団等への資金供給減少ー

	Y90	IPFG90		RB	RPL
2000	526572.3	18273.6	-58213.1	1.621	2.489
2001	538788.0	15674.8	-55519.2	0.897	2.127
2002	550836.3	16687.9	-56645.2	0.184	2.104
2003	562570.9	19184.0	-59534.0	0.214	2.065
2004	574228.5	19782.1	-60797.9	0.465	2.043
2005	585907.6	19623.0	-61515.5	0.474	1.873

Case B ー公的金融機関の貸出減少、公団等への資金供給減少、長期債運用比率増加ー

	Y90	IPFG90		RB	RPL
2000	525811.6	18273.6	-58971.3	1.590	2.935
2001	537614.0	15674.8	-56521.9	0.758	2.747
2002	549194.4	16687.9	-57895.8	0.000	2.983
2003	560410.1	19184.0	-61058.7	0.082	3.159
2004	571502.3	19782.1	-62603.4	0.288	3.356
2005	582577.6	19623.0	-63605.8	0.161	3.365

Case C ー公的金融機関の貸出増加、長期債運用比率減少ー

	Y90	IPFG90		RB	RPL
2000	526572.3	18273.6	-58213.1	1.621	2.489
2001	538788.0	15674.8	-55519.2	0.897	2.127
2002	550836.3	16687.9	-56645.2	0.184	2.104
2003	562570.9	19184.0	-59534.0	0.214	2.065
2004	574228.5	19782.1	-60797.9	0.465	2.043
2005	585907.6	19623.0	-61515.5	0.474	1.873

別表Ⅱ シミュレーション結果（枠組みⅡ）

Base	Y90	IPFG90		RB	RLP
	国内総生産 (実質、10億円)	公的総固定資本形成うち公的企業 (実質、10億円)	財政収支 (名目、10億円)	債券金利 %	貸出金利 %
2000	526985.3	11374.7	-51951.9	1.846	2.654
2001	539199.8	12071.1	-52586.1	0.982	2.424
2002	551187.7	12790.9	-53532.1	0.264	2.551
2003	562921.8	13181.6	-54488.7	0.438	2.608
2004	574567.9	13635.9	-55748.3	0.720	2.710
2005	586179.6	14174.6	-57286.7	0.652	2.639

Case A	—公的金融機関の貸出増加、公団等への資金供給減少—				
	Y90	IPFG90		RB	RLP
2000	527055.1	10929.7	-51498.2	1.856	2.639
2001	539314.8	11564.3	-52062.1	1.003	2.396
2002	551352.3	12225.4	-52938.9	0.292	2.515
2003	563139.7	12563.3	-53832.0	0.473	2.560
2004	574842.9	12968.4	-55030.1	0.760	2.652
2005	586514.9	13457.1	-56506.4	0.703	2.571

Case B	—公的金融機関の貸出減少、公団等への資金供給減少、長期債運用比率増加—				
	Y90	IPFG90		RB	RLP
2000	527015.1	10915.1	-51535.8	1.869	2.660
2001	539240.4	11556.8	-52129.1	0.996	2.440
2002	551236.3	12217.2	-53030.0	0.279	2.579
2003	562976.1	12555.2	-53948.6	0.462	2.650
2004	574626.5	12957.2	-55171.3	0.748	2.762
2005	586241.2	13450.5	-56679.1	0.677	2.702

Case C	—公的金融機関の貸出増加、長期債運用比率減少—				
	Y90	IPFG90		RB	RLP
2000	527182.9	11446.8	-51766.5	1.788	2.548
2001	539565.9	12106.0	-52257.3	1.025	2.195
2002	551755.0	12827.6	-53088.2	0.341	2.217
2003	563718.0	13216.0	-53922.5	0.508	2.143
2004	575618.3	13685.8	-55066.5	0.796	2.144
2005	587504.8	14201.5	-56454.0	0.797	1.967