

郵政事業資金における地方債運用の現状と課題

大阪大学大学院国際公共政策研究科教授 跡田 直澄

キーワード

市場公募地方債、縁故地方債、事前協議制度、激変緩和措置、時価会計、パイオフ

[要約]

1. 新しい財政投融资制度（平成13年4月から実施）では、郵貯資金・年金積立金の預託義務が廃止され、市場における自主運用に移行することとなった。ただし、郵貯資金、簡保資金については、市場運用の例外として地方公共団体貸付けを行うこととなっている。
2. 地方債は、地方公共団体等が発行する多様な債券・借入金の総称であり、事業内容にもかなりの相違があるとみられるが、現状ではこれらの資金の調達条件はほぼ同一である。バブル崩壊以降、地方債の発行は急速に拡大している。
3. 地方債は、国債などと比較すると一回の発行量が少額となり、発行頻度も低く、流動性は低い。流通性向上のための措置としては、市場公募地方債については満期一括償還方式の導入、繰上償還条項の削除、償還期限の多様化などが実施され、縁故地方債に関しては、発行ロットの大型化、償還方式の標準化、市場を考慮した発行条件の設定、債券決済ネットワークへの登録などが検討されている。
4. 地方債許可制度の事前協議制度への改正により、地方債の発行に際して自治大臣（現総務大臣）の許可は不要となる。これにより国の同意のない地方債も発行可能となるが、これは地方債への信用供与の変化を意味する。
5. 銀行部門への時価会計導入により、特に地方債の引受主体である指定金融機関等では、地方債の価格形成や流動性に敏感にならざるを得ない。転売は可能であるが価格変動がある証券形式と、売却は出来ないが価格変動もない証書形式では、引受けにあたって評価が分かれてくる可能性もある。
6. 今後の郵政事業の資金運用については市場化への方向付けが働くと考えられるが、これは資金運用の効率化を促進する一方で、リスクも拡大させる。運用スタンスとして地方債の位置づけを明確化しておく必要がある。

はじめに

平成13年4月より新しい財政投融资制度が発足し、郵貯・簡保資金については全額自主運用となっており、運用における裁量の余地が大幅に拡大した。一方、郵貯・簡保の資金運用における地方債購入等は近年拡大傾向にあるが、地方財政が逼迫し地方交付税制度の見直しが検討される状況にあって、今後の郵政事業資金の地方債運用をめぐる環境は新たな論点を提供すると考えられる。本稿はこのような観点から、郵政事業資金、地方債市場、地方財政の現状と今後の制度変更を整理し、郵政事業資金の地方債運用をめぐる論点を抽出した。

1 郵政事業資金の地方債運用の現状

1.1 郵貯資金の地方債運用の現状

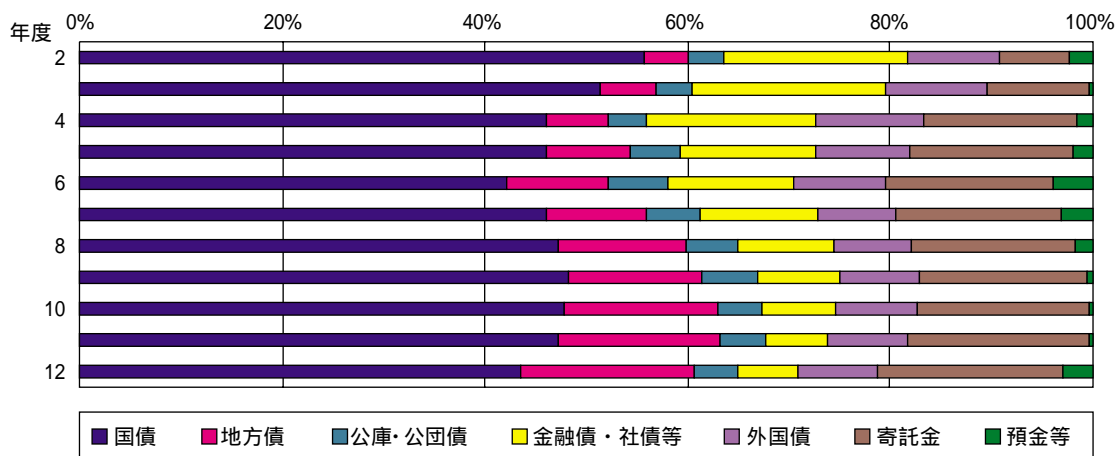
郵便貯金として集められた資金は、基本的には全て大蔵省資金運用部（現 財務省）に預託され、財政投融资計画の原資となってきた。この預託金残高の規模は平成12年度では246兆7,400億円、うち地方公共団体への貸付残高は約39兆円¹⁾と推計される。

一方、郵便貯金では資金運用部預託金の一部を原資とし、金融自由化対策資金という形で一部自主運用を行ってきた。運用額は、昭和62年度に2兆円で開始され、平成12年度末残高は57兆4,479億円となっている。この金融自由化対策資金における地方債運用は、市場公募債及び縁故債（証券形式）を銀行や証券会社を通じて市場から購入することによって行っているが、平成2年度末残高の4,925億円から平成12年度末残高には9兆7,948億円、金融自由化対策資金全体に占める構成比でも4.5%から17.0%へと大幅に増加している（図1）。

1.2 簡保資金の地方債運用の現状

簡保資金²⁾のうちの積立金は、一貫して総務（旧郵政、逓信）大臣が直接、管理・運用しており、平成12年度末の残高は120兆8,189億円となっている。簡保資金における地方債運用は、市場公募債及び縁故債（証券形式）を銀行や証券会社を通じて市場から購入することによるものと、財政投融资の一環として資金運用部資金と共に地方公共団体に政府資金として貸付けを行うものに

（図1）金融自由化対策資金の運用構成比



出所：総務省

1) 資金運用部資金に占める地方公共団体への貸付残高（12年度は69.6兆円：15.8%）から推計

2) 簡保資金：簡易保険の将来の支払いに備えて積み立てられた資金。会計制度上、積立金と余裕金の2つに分けられる

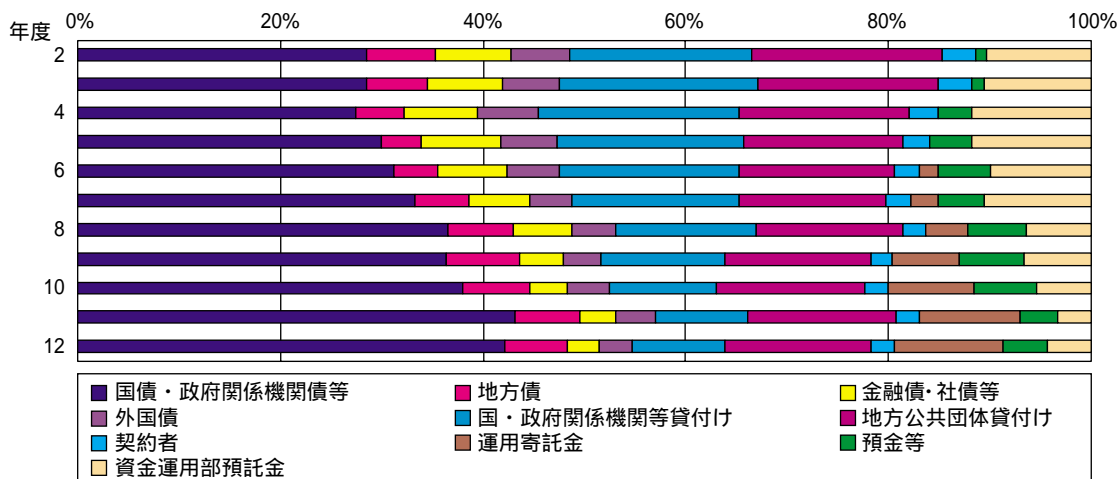
分けられる。運用残高の推移を見ると、地方債の証券購入が平成2年度末の3兆5,260億円から平成12年度末には7兆4,608億円へ（構成比は6.8%から6.2%へ）、地方公共団体への貸付けは平成2年度末の9兆6,851億円から平成12年度末の17兆6,521億円へ（構成比は18.7%から14.6%へ）と、絶対額では増加傾向にあるものの簡保資金全体に占める構成比としては減少している（図2）。

1.3 財政投融资制度の改革

(1) 旧財政投融资制度

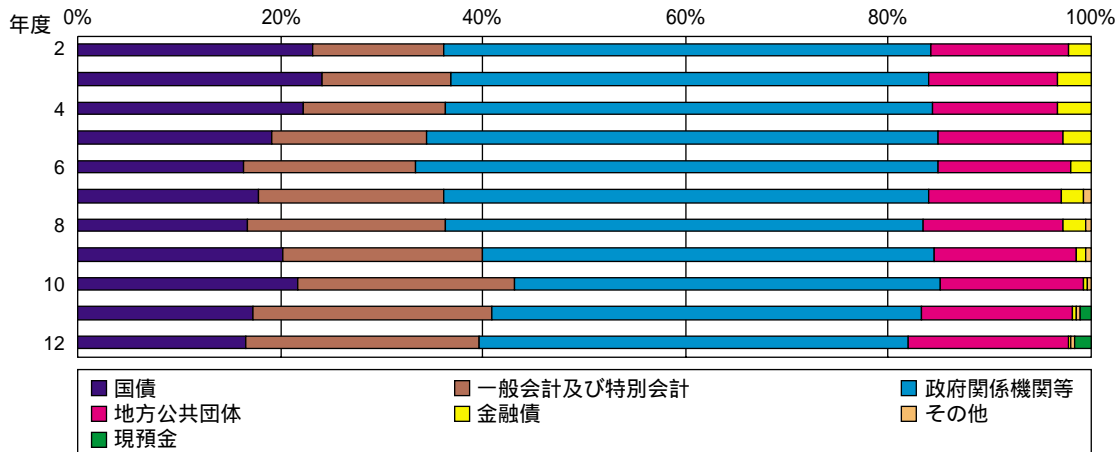
財政投融资制度は、有償資金を活用して民間資金では困難な用途に資金を供給する制度であり、資金運用部資金、簡保資金、産業投資特別会計、政府保証債を財源（原資）としていた。その中核をなすのが資金運用部資金であり、郵貯資金と厚生年金・国民年金の年金資金による預託が大きなウェイトを占めていた。平成12年度末の資金運用部資金の残高は439兆6,635億円（うち郵便貯金の預託金が占める割合は56.1%、年金資金は32.4%）、うち政府資金として地方公共団体への

（図2）簡保資金の運用構成比



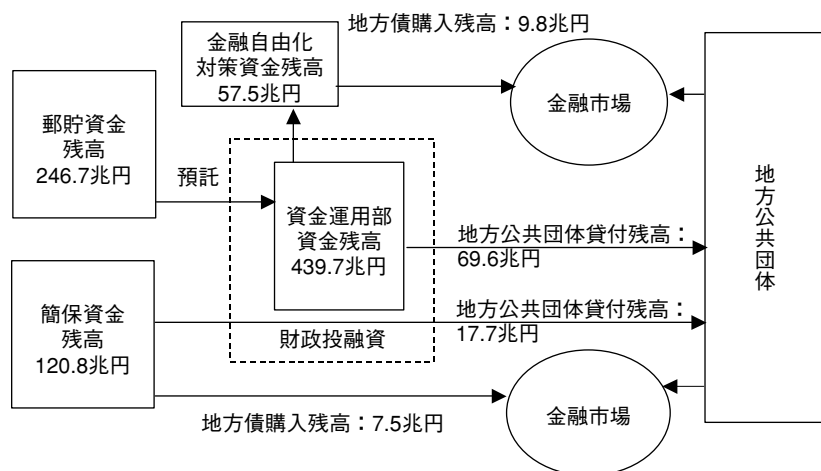
出所：総務省

（図3）資金運用部資金の運用構成比



出所：財務省

(図4) 旧財政投融资制度による地方公共団体への資金の流れ (平成12年度末)



貸付残高は69兆6,187億円、簡保資金による貸付残高の17兆6,521億円を加えると合計87兆2,708億円となっている(図3、4)。(郵貯資金は直接には地方公共団体への貸付けを行っていなかった)。

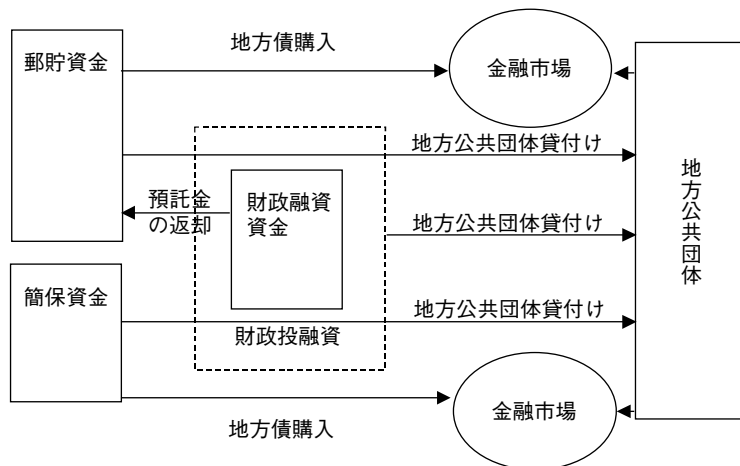
間にわたって返還され、郵貯の自主運用財源に加わっていく(これに伴って金融自由化対策資金も廃止)。郵政事業資金はこれまで以上に市場原理に即したりリスクにさらされると共に、自ら運用益を積極的に確保していく役割を負うこととなる。

(2) 新財政投融资制度

一方、平成13年4月からの新しい財政投融资制度では、郵貯資金・年金積立金の預託義務が廃止され、これらの資金は原則、簡保資金と同様に市場における自主運用に移行することとなった。今後は新たな預託を行わないことに加えて、これまで各7年の期限で預託されていた資金が今後7年

ただし、郵貯資金、簡保資金については、市場運用の例外として地方債計画の一環としての地方公共団体貸付けを行うこととなった(図5、表1)。また、郵貯資金、簡保資金及び年金資金は、新制度下で財投資金を調達するための財投債発行について、相応の財投債引受協力を行うこととなっている。

(図5) 新財政投融资制度による地方公共団体への資金の流れ (平成13年4月以降)



(表1) 平成13年度と平成12年度の地方債計画

(単位 億円)

区 分	平成13年度 計画額		区 分	平成12年度 計画額		差引額 (A)-(B)
	(A)	構成比		(B)	構成比	
政府資金	78,100	47.3	政府資金	76,500	46.9	1,600
財政融資	51,800	31.4	資金運用部	58,700	36.0	
郵貯直接貸付け	10,000	6.1	郵貯等	(45,713)	(28.0)	
-	-	-	年金	(12,987)	(8.0)	
簡保直接貸付け	16,300	9.9	簡保直接貸付け	17,800	10.9	
公営公庫資金	19,600	11.9	公営公庫資金	20,200	12.4	600
民間等資金	67,298	40.8	民間等資金	66,406	40.7	892
政府保証付外債	100	0.1	政府保証付外債	-	-	
市場公募	16,900	10.2	市場公募	16,100	9.9	
縁 故	50,298	30.5	縁 故	50,306	30.8	
合 計	164,998	100.0	合 計	163,106	100.0	1,892

出所：総務省

2 地方債市場の現状

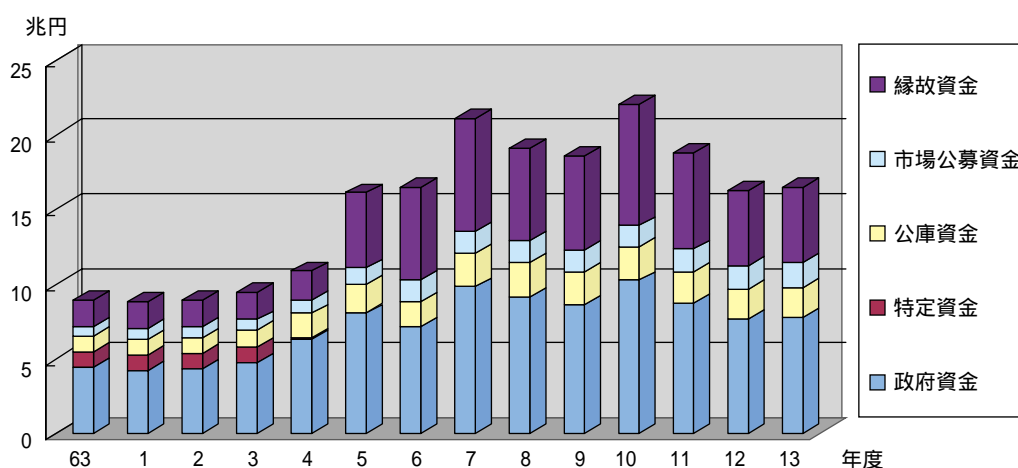
2.1 地方債現在高の急増

バブル崩壊以降、地方税収等の落ち込みや減税に伴う減収の補てん、経済対策に伴う公共投資の追加等により、地方債の発行は急速に拡大した(図6)。地方債現在高で見ると、平成2年度末の52兆1,883億円から平成11年度末には125兆5,997億円(前年度比4.6%増)と増加しており、平成11年度末では歳入総額の1.21倍、一般財源総額の

2.20倍まで膨れ上がっている。その内訳は、一般単独事業債が40.1%、一般公共事業債が17.1%と、事業関係部分が大きいことがわかる(図7)。

なお、地方債残高における郵政事業資金の占有率は、郵貯資金による貸付け(20.9%)³⁾、簡保資金による貸付け(9.2%)、郵貯資金による市場からの購入(5.1%)、簡保資金による市場からの購入(4.1%)をあわせると約39.3%となる。

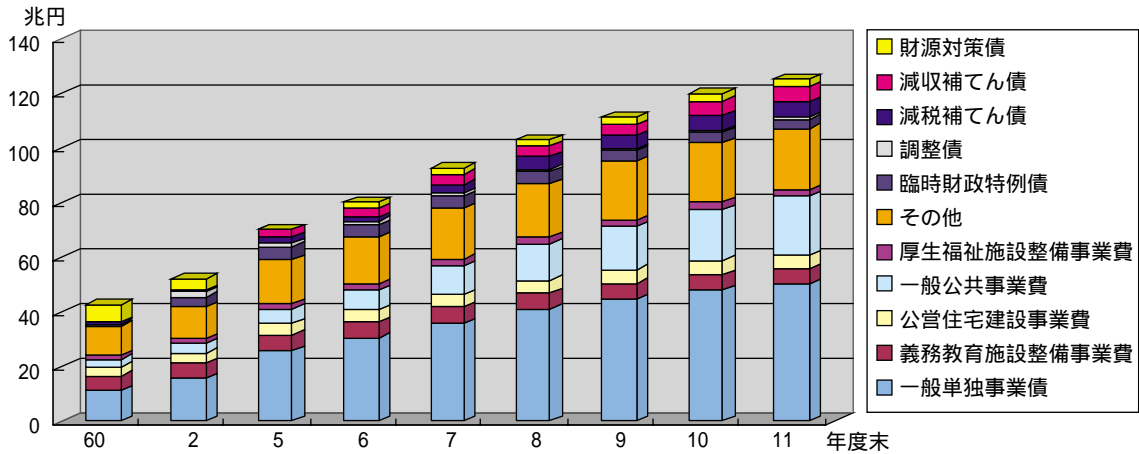
(図6) 地方債最終計画の推移(資金別)



出所：地方債協会「地方債統計年報」
(注)12、13年度は当初計画である

3) 資金運用部資金に占める地方公共団体への貸付残高の構成比(11年度は15.0%)から推計

(図7) 地方債現在高の目的別構成比の推移



出所：総務省

2.2 地方債の募集形態

地方債は、国債のように単一の機関が発行する債券ではなく、全国の地方公共団体あるいは公営企業が発行する多様な債券・借入金の総称である。これらは多様な企業会計を抱えており、また事業内容にもかなりの相違があるとみられるが、現状ではこれらの資金の調達条件はほぼ同一であるため、あたかもひとつの資金運用先としてとらえられている。

地方債はその募集形態により、地方公共団体が債券市場での公募により発行する市場公募地方債と、公募によらず、発行団体と何らかの縁故関係を有する特定の金融機関（銀行、保険会社、信用金庫、信用組合、農林漁業系金融機関等）から資金を借り入れる非公募（縁故）債、その他に分けられる。縁故債には証券形式のものと証書形式のものがあり、証書形式の縁故債とは借入れであって、政府資金による地方債引受けもこれと同じ方式のものといえる。

平成11年度末現在高における構成比は、政府資金（44.4%）、市中銀行資金（32.5%）、市場公募債（8.7%）、公営企業金融公庫資金（6.4%）となっている。なお、公営企業金融公庫とは、公

営企業債券の発行等によって資金を調達し地方公共団体への融資を行うもので、主に公営企業債の引受けを行っている。

2.3 地方債の発行条件

市場公募地方債は、発行条件が同時に決定されるものは同一条件で発行される。利率は国債、政府保証債よりも若干高い。公募債発行団体は現在28団体あるが、ある程度定期的に発行しているのは、東京都、横浜市、大阪市など一部に限られている。東京都債は毎月発行で流動性も高いが、発行が年1回など極めて流動性が低い発行体もあり、市場では若干の利回り差が生じている。

一方、縁故債の発行条件は、本来は発行体と引受者の相対交渉で決められるべきものであるが、現実には公募地方債と同一に設定する傾向にある。証書形式の地方債は資金の借入れであって流通しないが、証券形式の地方債の流動性は低いものの引受者が転売することが可能である。

2.4 地方債の流動性

地方債のうち市場で購入することが可能なのは、市場公募地方債と証券形式の縁故地方債である。地方債は全国で3千を上回る自治体がそれぞれの

実施事業や財政状況に応じて発行するため、国債などと比較すると一回の発行量が少額となり、発行頻度も低く、流動性⁴⁾は低くなる。

市場公募地方債の流通性向上のための措置としては、満期一括償還方式の導入（平成4年）、BIS（国際決済銀行）におけるリスクウェイトの改善（リスクウェイト0%に、平成6年）、最低発行ロットの拡大（100億円、平成7年）、繰上償還条項の削除（平成10年）、有価証券取引税の廃止（平成11年）、償還期限5年の市場公募地方債の発行（平成12年）、などが講じられている。一方、縁故地方債に関しては、発行ロットの大型化、償還方式の標準化、市場を考慮した発行条件の設定、債券決済ネットワークへの登録などが（財）地方債協会において検討されている。

地方債の流通性向上の観点からの論点として地方債の共同発行がある。地方債の市場化に向けて、多くの自治体では個別の対応が難しく、また投資家からみても評価が難しい。そこで、第三者機関による地方公共団体資金の共同調達的方式が資金調達の選択肢を広げる手段として（財）地方債協会の「地方債に関する調査研究委員会」報告書（平成11年3月）により提案されている。

2.5 地方債の発行と償還の仕組み

地方債の起債、起債の方法、利率及び償還の方法を変更する場合、地方公共団体は、自治大臣（現 総務大臣）または都道府県知事（市町村の場合）の許可を受けなければならない。この背景には、地方債計画による地方債発行の総量規制や財源保障がある。即ち、許可を受けた地方債の元利償還資金については、地方財政計画や地方交付

税制度により国から資金提供され、実質的には国による政府保証に準じた機能を果たしてきた。このため、地方債の信用能力も国債・政府保証債と同等と評価されてきている。

地方債の償還に充てられる財源は基本的には、普通会計債にあつては地方税、地方交付税等の一般財源、公営企業債にあつては当該企業等の経営による料金収入等である。このほかに地方債の償還を手当てする制度として、借換債と減債基金がある。借換債については、既発債の償還期限の到来時に未償還金を繰り延べるために満期借換を行うのが一般的である。なお、政府資金や公営企業金融公庫については、「当初の融資条件が借換を必要としないように定められている」ことになっているが、実際には高金利時代のものが残存して金利負担を大きくしていることから、平成11年度以降、臨時措置として公債費負担対策の措置が取られている。一方、減債基金とは、将来の公債の償還費に充てるための所要の財源を計画的に留保し、後年度の公債費負担の増加に備えるものである。市場公募債発行団体では、元利償還や減債基金積立などの透明性確保のため、公債管理特別会計を設置している。

3 地方財政の現状と今後の方向

3.1 地方財政の現状

(1) 歳入の状況

地方自治体の歳入純計額は、平成11年度決算で見ると104.0兆円である。歳入を大別すると地方税35.0兆円（33.7%）、地方交付税20.9兆円（20.1%）、地方特例交付金0.6兆円（0.6%）、地方譲与税0.6兆円（0.6%）、国庫支出金16.6兆円（16.0%）、地方債13.1兆円（12.6%）、その他

4) 市場流動性の指標「売買回転率」：取引の規模や活発さを表す「売買高」を現存額で除して算出

(手数料ほか) 17.2兆円(16.5%)の構成にある(図8)。

地方政府の歳入の基本は地方税であるが、全体に占める割合は3割程度であり、さらに近年の景気低迷により税収が低迷している。これ以外の大部分は国に依存する財源もしくは借金であり、地方公共団体の歳入構造は総じて脆弱であるといえる(図9)。

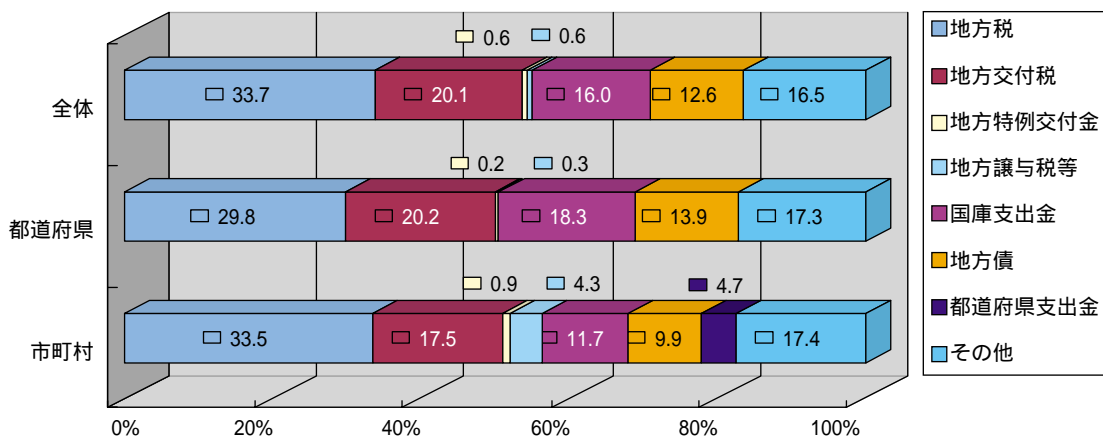
地方税を道府県税と市町村税に分けてみると、道府県税は総額14.6兆円、うち主たる財源は、事業税3.9兆円(27.0%)、道府県民税3.6兆円(24.8%)、地方消費税2.5兆円(17.0%)、自動

車税1.8兆円(12.0%)、軽油引取税1.3兆円(8.7%)である。都道府県は国税以上に法人関係二税(法人事業税及び法人道府県民税)の税収に依存するところが大きく景気変動に敏感となりがちである。一方、市町村税は総額20.4兆円、うち固定資産税9.3兆円(45.6%)、市町村民税8.4兆円(40.9%)、都市計画税1.4兆円(6.7%)で、固定資産税を中心に近年は比較的安定的に推移している。

(2) 歳出の状況

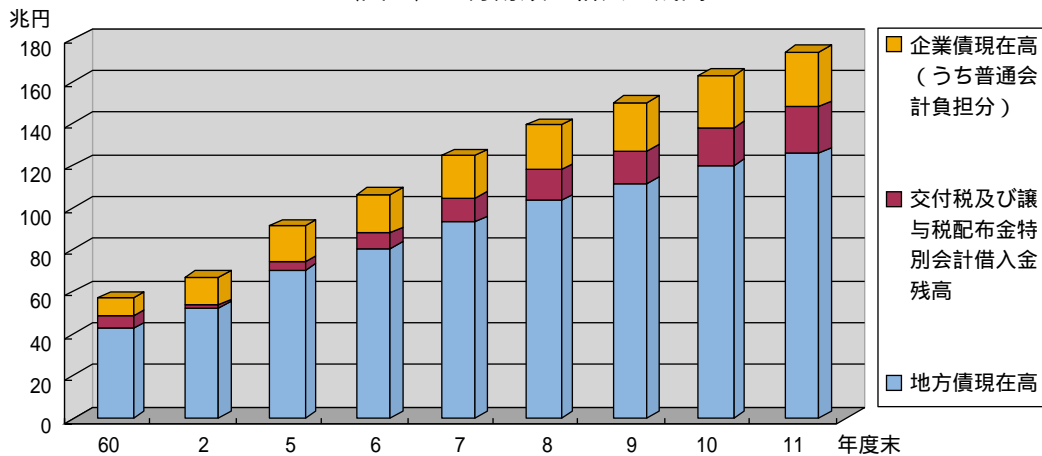
平成11年度の歳出純計額は101.6兆円、目的別にみると、総務費9.2兆円(9.0%)、民生費

(図8) 地方公共団体の歳入内訳の構成 (平成11年度)



出所：総務省「地方財政白書」

(図9) 地方財政の借入金残高



出所：総務省「地方財政白書」

15.1兆円（14.8%）、衛生費6.6兆円（6.5%）、農林水産業費6.2兆円（6.1%）、土木費21.0兆円（20.6%）、教育費18.2兆円（17.9%）、公債費11.8兆円（11.6%）、その他13.6兆円（13.5%）となっている。近年では老人福祉を中心とする民生費及び地方債現在高の増加を受けた公債費の構成比が上昇している（図10）。

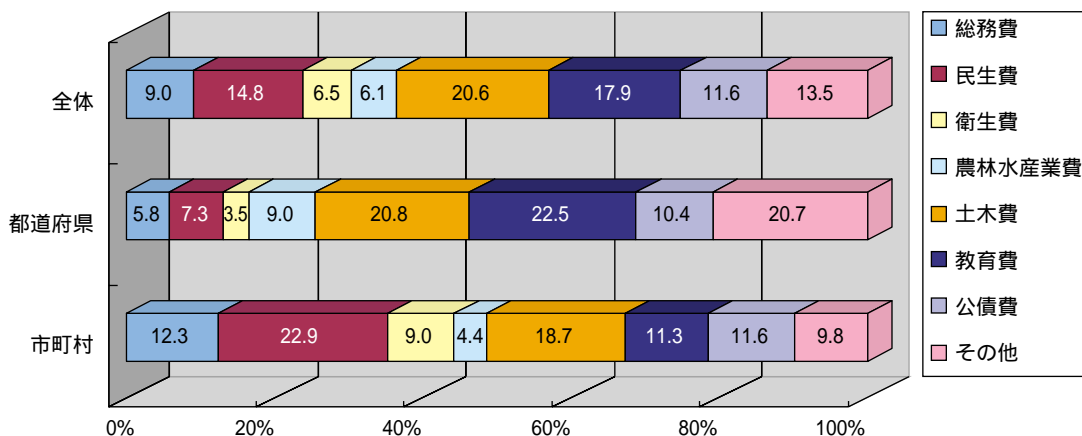
性質別にみると、人件費27.0兆円（26.6%）、扶助費（社会保障関連）6.9兆円（6.8%）、公債費11.8兆円（11.6%）、投資的経費26.8兆円（26.4%）、物件費8.0兆円（7.9%）、維持補修費1.1兆円（1.1%）、補助費7.1兆円（7.0%）、繰出金3.2兆円（3.1%）、投資・出資金0.8兆円（0.8%）、貸付金6.4兆円（6.3%）となっている。歳出の3割弱が投資的経費である点において自由度が高い歳出であるといえるが、これ以外の費目の削減は困難であり歳出の硬直化が著しい。

(3) 収支及び財政構造の状況

収支及び財政構造についてみると、平成11年度では、実質収支⁵⁾は都道府県においては2年連続で194億円の赤字、市町村においては1兆220億円の黒字である。実質収支の赤字団体数は、26団体ある（表2）。

単年度収支⁶⁾は都道府県計677億円、市町村計911億円の黒字である。単年度収支の赤字団体数は、2,303団体ある。経常収支比率⁷⁾は、都道府県の加重平均で91.7%、市町村で83.9%となっている。近年、公債費充当分を中心に経常経費充当一般財源が増加する一方で、都道府県では、法人関係二税を中心に経常一般財源が低迷し、上昇幅が比較的高くなっている（図11、表3）。地方債関連では、公債費負担比率⁸⁾は、17.2%で8年連続上昇している（図12、表4）。起債制限比率⁹⁾も11.0%で8年連続上昇している。いずれも近年における地方公共団体の起債力の低下を

(図10) 目的別歳出決算額の構成比（平成11年度）



出所：総務省「地方財政白書」

5) 実質収支：年度をまたがる繰越金を控除した収支

6) 単年度収支：実質収支から前年度の実質収支を差し引いた額

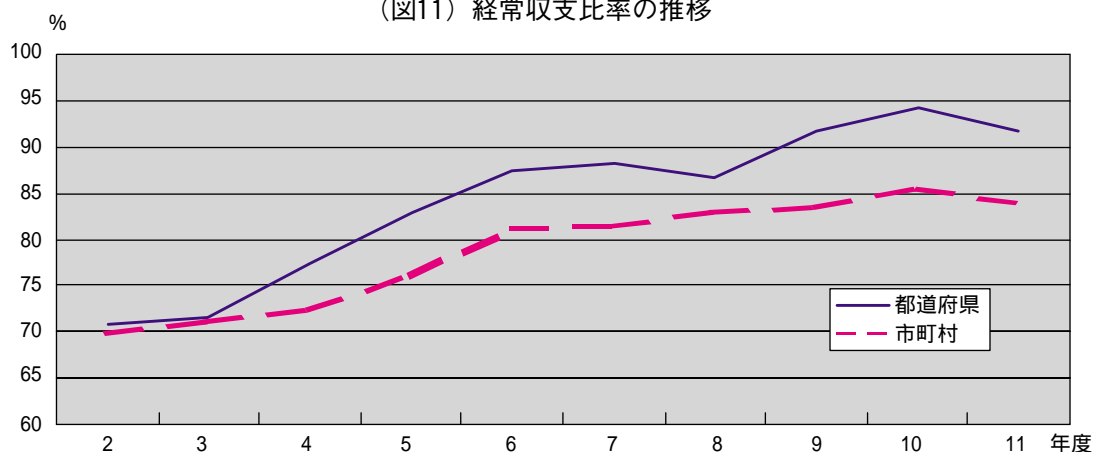
7) 経常収支比率：経常経費充当一般財源と経常一般財源の比率で、自治体財政における弾力性を示す指標。人件費、扶助費、公債費などの毎年度において経常的に支出される経費（経常的経費）を分子、地方税、普通交付税などの毎年度において経常的に収入される一般財源を分母とする比率。この比率が小さいときに自治体財政における弾力性が高くなる

(表2) 実質収支の状況

区 分	平成11年度				平成10年度		増 減	
	団体数	形式収支	翌年度に 繰り越す べき財源	実質収支	団体数	実質収支	団体数	実質収支
< 全団体 >		億円	億円	億円		億円		億円
都道府県	47	8,800	9,074	194	47	872		
市町村	5,473	14,894	4,674	10,220	5,519	9,292	46	928
合 計	5,520	23,774	13,749	10,025	5,566	8,420	46	1,605
< 黒字の団体 >								
都道府県	43	8,454	7,501	953	43	846		107
市町村	5,451	14,838	4,497	10,341	5,491	9,421	40	920
合 計	5,494	23,292	11,998	11,294	5,534	10,268	40	1,027
< 赤字の団体 >								
都道府県	4	426	1,573	1,148	4	1,718		
市町村	22	56	177	121	28	129	6	8
合 計	26	482	1,751	1,269	32	1,847	6	578

出所：総務省「地方財政白書」

(図11) 経常収支比率の推移



出所：総務省「地方財政白書」

(表3) 経常収支比率の段階別分布状況 (平成11年度)

区 分	70%未満	70%以上 80%未満	80%以上 90%未満	90%以上 100%未満	100%以上	合 計
都道府県	- (-)	5 (10.6)	26 (55.3)	12 (25.5)	4 (8.5)	47 (100.0)
市町村	160 (5.0)	1,258 (39.0)	1,547 (47.9)	243 (7.5)	21 (0.7)	3,229 (100.0)
合 計	160 (4.9)	1,263 (38.6)	1,573 (48.0)	255 (7.8)	25 (0.8)	3,276 (100.0)

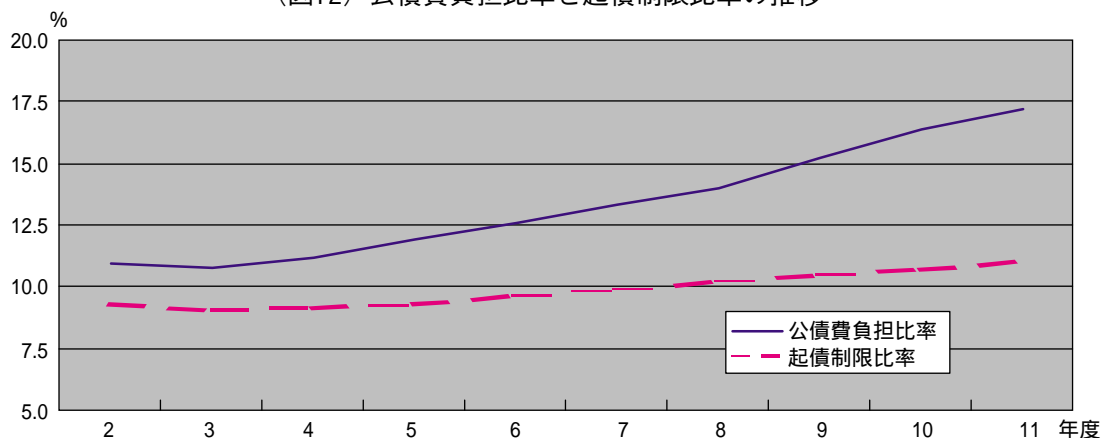
(注) () 内は構成比

出所：総務省「地方財政白書」

8) 公債費負担比率：公債費に充当された一般財源が当該団体の一般財源を占める割合で、公債費がどの程度一般財源の用途の自由度を制約しているかをみることにより、財政構造の弾力性を判断する

9) 起債制限比率：地方債元利償還金に充当された一般財源の標準財政規模に対する割合であり、過去3年間の平均値をとる

(図12) 公債費負担比率と起債制限比率の推移



出所：総務省「地方財政白書」

(表4) 公債負担比率の段階別分布状況 (平成11年度)

区分	5%未満	5%以上 10%未満	10%以上 15%未満	15%以上 20%未満	20%以上	合計
都道府県	- (-)	- (-)	7 (14.9)	25 (53.2)	15 (31.9)	47 (100.0)
市町村	26 (0.8)	272 (8.4)	926 (28.7)	1,142 (35.4)	863 (26.7)	3,229 (100.0)
合計	26 (0.8)	272 (8.3)	933 (28.5)	1,167 (35.6)	878 (26.8)	3,276 (100.0)

(注) ()内は構成比

出所：総務省「地方財政白書」

示唆している。

財政危機が深刻化して財政破綻の恐れが生じた地方公共団体は、財政再建制度（昭和30年に公布された地方財政再建促進特別措置法）に基づいて自治省（現 総務省）の管理のもとで歳出を強制的にカットすることになる。この制度の存在により、わが国の地方債が債務不履行に陥る懸念が排除されている。近年に財政再建団体¹⁰⁾の指定を受けた自治体（平成6年度に1団体）では、病院などの地方公営企業における失敗が財政危機の原因となっている。

3.2 地方財政をめぐる制度変更への動き

わが国の地方財政は、国・地方の事務上・財政上の密接な関係を背景に複雑な様相を示しており、財政面での効率化の必要性、地域としての自立性・活性化の促進を図るにあたっては、国・地方関係をどう変化させていくかを含めて議論することが不可欠である。

地方分権推進委員会（平成7～13年、現在は地方分権改革推進会議へ移行）は、国の国・地方関係の全般的見直しによる地方分権化を志向し、機関委任事務の見直しなど事務事業の改革を実現したほか、財源論について地方税財源充実確保方策

10) 正確には準用財政再建団体という。財政の運営上必要な一時借入金について政府資金の融資あっせんを行うほか、一時借入金の支払利息及び行政整理に伴う退職手当については特別交付税による措置を講じることとされている。

についての提言がまとめられた。これには、1) 地方税財源充実の基本的視点、2) 地方税源の充実策、3) 地方税源充実に伴い発生する偏在問題、4) 地方財源充実に対応する国庫補助負担金、地方交付税等の改革などが提言されている。

また、平成13年に新設された経済財政諮問会議は、去る6月にいわゆる「骨太の方針」を取りまとめ、主要な財政費目のうち地方財政、公共投資、社会保障の3項目について問題点を指摘している。地方財政に関しては、7つの改革プログラムのひとつとして地方自立・活性化プログラムも提示され、そこでは地方財政の立て直し、国庫補助負担金の整理合理化、地方交付税制度の見直し、民間的経営手法の導入などが提案されている。経済財政諮問会議の主張は、地方に自立化のインセンティブを与えることであり、そのためには国と地方の財政調整制度については簡素化のうえ縮小が必要であると指摘している。

これらの改革が進めば、国と地方の財源配分が変化し、地方自治体の財政状況にあたる影響も大きいとみられる。

4 地方債市場の今後の環境変化

4.1 地方債許可制度から事前協議制度への移行

地方分権一括法の一環として、地方債許可制度は事前協議制度に改正される。これにより地方債の発行に際して従来必要とされた自治大臣（現総務大臣）による許可は不要となり、総務大臣の同意なしで地方債の発行が可能となる。ただ、この改正には移行期間が設けられており、財政の健

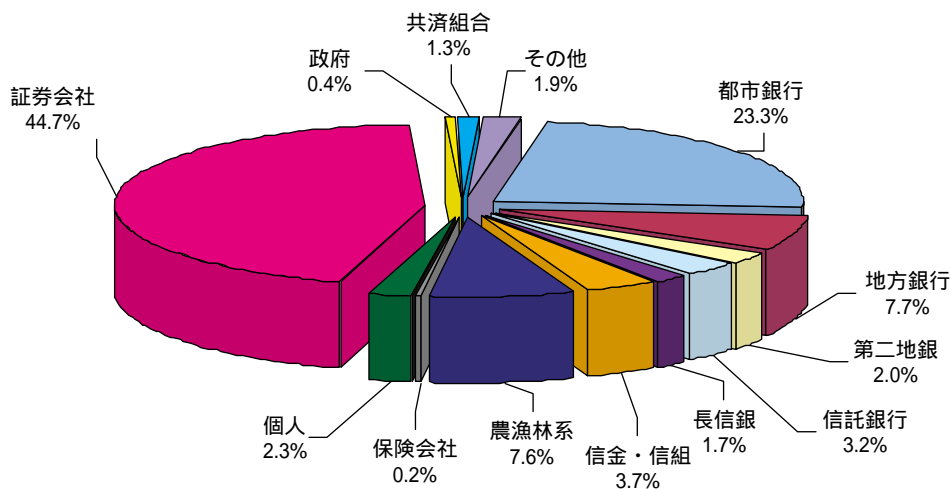
全性が確保されている団体については実質的な協議制度に移行することになっているものの、財政構造改革法の停止前の財政健全化目標年度である平成17年度までは許可制度が維持される。

この改革のねらいは、地方債の発行に際しての地方自治体の自主性向上である。協議制度への移行により国の同意のない地方債も発行可能となるが、これは地方債への信用供与の変化を意味する。従来は地方債許可制度に並立した地方債計画のもとで、すべての地方債に対して国による暗黙の保証が与えられていた。今後は地方債計画の枠外での地方債発行が可能になるわけであり、この地方債には国からの暗黙の債務保証は与えられない。

4.2 時価会計導入の影響及びペイオフと公金運用の制度変更

平成13年10月よりわが国の銀行部門には時価会計が導入される。保有資産の時価変動は、特に金融機関にとって自己資本比率等、自らの経営指標にも影響が大きいとため、地方債の引受け主体である指定金融機関等では、地方債の価格形成、地方債の流動性に敏感にならざるを得ない。これまで指定金融機関として、地方債の引受け要請に積極的に対応してきたが、これまでは同等とみられていた証券形式と証書形式の縁故債の引受けについても、転売は可能であるが価格変動がある証券形式と、売却は出来ないが価格変動もない証書形式では、引受けにあたって評価が分かれてくる可能性もある（図13、表5）。

(図13) 市場公募地方債消化状況 (平成11年度)



出所：地方債協会「地方債統計年報」

(表5) 金融機関別縁故地方債引受状況 (平成11年度) (単位：百万円、%)

借入先	合計 (A)		証券 (B)		証書 (C)	
	金額	構成比	金額	(B)/(A)	金額	(C)/(A)
都 銀	1,464,543	25.4	1,225,833	83.7	238,710	16.3
地 銀	2,460,122	42.7	1,589,508	64.6	870,614	35.4
第二地銀	351,678	6.1	211,450	60.1	140,228	39.9
長 信 銀	150,520	2.6	150,520	100.0	-	-
信 託	156,124	2.7	156,124	100.0	-	-
信金・信組	308,325	5.3	79,886	25.9	228,439	74.1
農 林 系	439,040	7.6	96,304	21.9	342,736	78.1
生 損 保	135,468	2.3	70,912	52.3	64,556	47.7
共 済 等	227,926	4.0	64,591	28.3	163,335	71.7
そ の 他	73,601	1.3	707	1.0	72,894	99.0
合 計	5,767,347	100.0	3,645,835	63.2	2,121,512	36.8

出所：地方債協会「地方債統計年報」

また、ペイオフ解禁後（平成14年度予定）は、自治体の公金預金の管理・運用も「現預金中心の運用」から「有価証券を含めた形での運用」へと変化する。各自治体は、公金を取引する金融機関の信用リスク、有価証券等のリスクにも十分理解と認識を深めて公金運用を行っていく必要がある。

今後、地方分権が進展すると、地方自治体は自らの責任において地方債を発行し、かつ自主財源によりそれを償還していく必要性が高まる。一部では資産運用を図る自治体も生じるであろう。資産運用の自由は同時にリスクの発生を意味する¹¹⁾。

11) 参考事例として、米国カリフォルニア州のオレンジカウンティでは、資産運用の失敗から連邦破産法により破産宣告され、そのため発行する地方債は不履行となった。

5 郵政事業資金の地方債運用をめぐる環境変化

5.1 公的金融としての役割

今後の郵政事業資金の運用については、各種の制度変更等に伴って市場化への方向付けが働くことは疑いない。市場化の進展は資金の効率的運用を促進するが、それに伴ってリスクも拡大していく。どのようなリスクと収益機会を追求すべきかの考え方によって、今後の地方債運用の位置づけも異なってくる。一方では、郵政事業資金の公的役割が変化していくことも予想される。これまでの公的金融たる郵政事業資金は、財投制度を通してわが国の地方財政全般に資金を提供してきた¹²⁾。これに対して今後はその役割が後退していく可能性もある。それに伴って公的金融としての制約も徐々に弱まり変化していくとすれば、一層の効率的運用を図ることも可能となる。

5.2 企業会計原則に基づく時価会計の導入とリスク管理

民間金融機関への時価会計導入に伴い、郵政事業でもこれに対応する動きが出てきている。時価会計が導入されると評価損や含み益が顕在化するので、時価の変動や地方債の流動性等に敏感にならざるをえず、リスク管理を強化する必要性が出てくる。

リスク管理の対象は、信用リスク、市場リスク、流動性リスクの3つがある。信用リスクとは地方債の債務不履行に関するリスクである。債権の一つとして地方公共団体貸付けの信用リスクが問題になるが、地方公共団体による元利償還が地方財政計画を通じてマクロで財源保障されており、基

本的に安全性の高い資産であると考えられる。ただ、近年の地方財政の悪化には十分留意する必要がある。地方公共団体が倒産・破産する可能性は低い、将来的には債務不履行に類似したケースの発生は予想される。市場リスクとは価格変動リスクであり、過去の価格変動からリスク量を算定することは可能である。流動性リスクとは、流通量が少ないがゆえに投資家が被るリスクである。売買回転率、期限前償還などに関する分析からリスク評価が可能になると思われる。地方債の信用リスクや流動性リスクについては、現状では評価手法が確立していない。

5.3 市場運用の例外としての地方公共団体貸付け

郵政事業資金の運用において地方公共団体への資金提供手段は、1)市場化された債券としての地方債の購入と、2)市場外の取引としての証書貸付けの2種類がある。運用スタンスとして問題になるのは、証書貸付けに際しての考え方である。郵貯・簡保資金運用研究会は平成12年6月、「資金運用の基本方針について」という最終報告書のなかで、政策的見地から市場運用の例外とされた地方公共団体貸付けについては、直接に市場条件を反映するものでないことから、将来的には市場を通じた地方債への運用に移行することを目指すべきであると提言している。

郵貯・簡保の資金運用は市場運用を原則としている。一方、新しい財政投融资制度においては、郵貯資金、簡保資金の地方公共団体への貸付けは政策的見地から、市場運用の例外として認めるとされている。しかしながら地方公共団体貸付けは、

12) わが国の経済政策は、税による資源配分（一般会計予算等）と金融的資源配分（財政投融资）の二つの機構を明示的に保有しており（松浦・橘木 [1991]）、公的金融により集められた資金は財政投融资計画に従ってなんらかの政策目的のために公団・事業団・地方公共団体などに融資され（吉野・古川 [1991]）てきた。このように、政策資金を安定的に供給することが公的金融の分配面での役割である。

市場での取引ではなく、直接に市場条件を反映するものでもない。政策融資として財政投融资計画・地方債計画の一環として行われるものであるため、郵貯・簡保各事業の裁量のみで決定できるものではなく、これらの計画と調整が必要となる。即ちこれは郵政事業の公的金融としての役割であるともいえる。

しかしながら、地方債の信用リスクに変化をもたらす環境変化が想定され、さらには自治体の信用リスクに関する評価方法が確立していない中で、公的役割のみに考慮すると、過大な資金を証書貸付けに注ぎ込み、かえって財政の節度を損なう契機となる懸念がある。

5.4 財政投融资制度の改革による激変緩和措置解除後の環境変化

財投改革により郵政事業資金の自主運用が拡大するが、これは市場を経由する郵政事業資金の増加を意味する。財投改革の激変緩和措置により自主運用額が急増することは当面避けられるものの、早晚、自主運用額増大に対する市場の許容量への配慮が必要である。これは郵政事業資金の運用が、市場インパクトとして顕在化する可能性を意味する。一方ではこの資金をもとに積極的に市場を育

成していくことが望まれ、このためには運用資金の小口化、地域化などの手法も採用しうる。これら市場安定化や市場育成への配慮は、効率優先の運用とは必ずしも相容れない可能性があり、郵政事業の役割や立場の変化を十分に踏まえた責任ある運用計画を策定していく必要がある。

おわりに

財政投融资制度の改革は郵政事業資金の運用に関しては7年間の移行期間をもって実施される。これは、制度変更前後の環境変化を論じるのみならず、移行過程をどのように円滑に進めるかという課題をも提起していることになる。

本稿においては、郵政事業資金の地方債運用をめぐる環境変化を概観したが、これらが今後の移行過程および移行終了後の地方債市場、ひいては地方債市場を含む金融市場全体にどのような影響を与えていくか、そのなかで郵政事業資金の運用環境がどのようなものとなるのかについては今後の課題としたい。

謝辞：本稿の執筆にあたっては、郵政研究所第三経営経済研究部のご助力を頂いた。ここに謝意を表したい。

参考文献

- 松浦克己、橘木俊詔（1991）「金融機能の経済分析」東洋経済新報社
- 吉野直行、古川 彰（1991）「金融自由化と公的金融」日本評論社
- 郵政研究所（1992）「郵貯・簡保の最前線」東洋経済新報社
- 郵政研究所（1996）「郵貯・簡保の最新事情」東洋経済新報
- 地方債制度研究会編（1996）「地方債 - 民間等資金」ぎょうせい
- 岩田一政、深尾光洋（1998）「財政投融资の経済分析」日本経済新聞社
- 日本格付投資情報センター（1999）「地方債格付け」日本経済新聞社
- 郵貯・簡保資金運用研究会（1999）「郵貯・簡保資金運用研究会 中間報告」
- 郵貯・簡保資金運用研究会（2000）「郵貯・簡保資金運用研究会 最終報告」
- 乾 智里、磯道 真（2000）「地方自治体は大丈夫か」日本経済新聞社
- 土居丈朗（2000）「地方財政の政治経済学」東洋経済新報社
- 郵政行政研究会（2000）「日本の郵政（平成12年版）」郵研社
- 岩田一政、若杉敬明、林 敏彦（2000）「ゆうちょ21世紀モデル」日本テレソフト
- 地方債協会（2000）「地方債統計年報」地方債協会
- 神野 直彦（2000）「分権型税財政制度を創る - 使え・自主財源」ぎょうせい
- 地方財務協会（2000）「平成12年改正地方財政詳解」地方財務協会
- 地方交付税制度研究会（2000）「平成12年度地方交付税制度解説」地方財務協会
- 郵政省貯金局（2000）「郵便貯金2000」郵政省貯金局経営計画課
- 郵政省簡易保険局（2000）「簡易保険2000」郵政省簡易保険局経営計画課
- 大蔵省理財局（2000）「財政投融资リポート2000」大蔵省理財局資金第一課
- 平嶋 彰英、植田 浩（2001）「地方債＜地方自治総合講座9＞」ぎょうせい
- 地方財政制度研究会（2001）「地方財政要覧」地方財務協会
- 地方財政調査研究会（2001）「類似団体別市町村財政指数表（平成11年度版）」地方財務協会
- 参議院予算委員会調査室（2001）「平成13年度財政関係資料集」財務省印刷局
- 総務省（2001）「地方財政白書（平成13年度版）」財務省印刷局
- 日本銀行統計局「経済統計年報」日本銀行
- 総務省ホームページ
- 財務省ホームページ
- 内閣府ホームページ