

今月の焦点

財政投融资制度改革と債券市場

要 約

2001年4月から、郵便貯金などの預託廃止、財投機関の財投機関債・政府保証債・財投債発行、等を中心とする財政投融资制度改革が実施される。財投機関の既往債務の郵貯引受など経過措置がとられているため、当面市場の混乱は少ないとみられているが、多額の国債発行に加え、財投債の民間消化も膨らむことから長短金融市場への影響は避けられない。公共債の期間多様化のほか、債券流通市場のインフラ整備など民間消化に向けた努力が必要となる。

市場原理導入を指向した制度改革

本年5月、財政投融资制度の抜本的改革を図る財投改革関連法が成立、2001年4月から施行される。この改革は、郵便貯金・年金積立金の全額が資金運用部に預託を義務付けられる制度から、特殊法人など財投機関が必要な資金を市場から調達する仕組みに転換するというもの。財政投融资制度の「入り口」(郵便貯金、簡易保険など)、「中間」(資金運用部)、「出口」(財投機関など)の間に市場原理を導入することを通じて、財投制度運営全体の効率化を促すという狙いがある。同時に、財政投融资の対象分野・事業について政策コスト分析などの活用を図り、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とされた。

この財政投融资制度は、国内貯蓄を社会資本整備等に活用する財政政策手段として、戦後わが国の経済成長の過程で大きな役割を果たしてきた(コラム参照)。しかし、近年経済の成熟化に伴う政府の役割変化のなかで、運用・調達の両面で肥大化や非効率性などの問題点が各方面で指摘された。

これを受けて一連の行政改革論議のなかで「現行制度は、部分見直しでは解決できないものが多く、制度・運営の全般にわたる抜本的改革が必要」(資金運用審議会懇談会・とりまと

め)とする方向が示され、この改革が行われた。

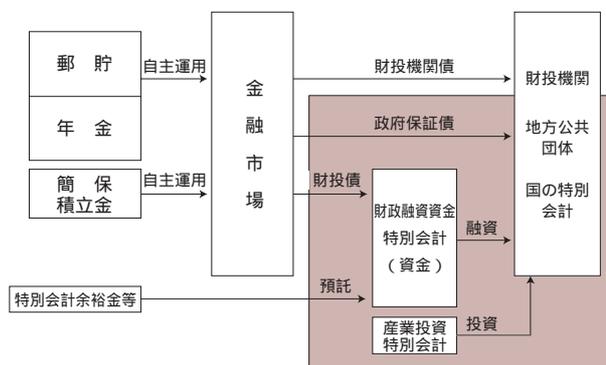
抜本的改革の主要ポイント

金融市場との関連で重要な改革のポイントは以下のとおり(図1参照)。

まず第一に、現行郵便貯金・年金積立金(厚生年金・国民年金)は、**運用部預託義務を廃止**し金融市場を通ずる自主運用とする。簡保積立金の財投機関等への融資についても、同様の扱いとする。ただし、自主運用の唯一の例外として財政力の弱い地方公共団体向け資金確保のため、郵貯・簡保積立金を地方債計画・財政投融资計画の枠内で、地方公共団体に対しては直接融資を行うこととしている(注1)。

第二に、特殊法人など財投機関の資金調達に

図1 新たな財政投融资の仕組み

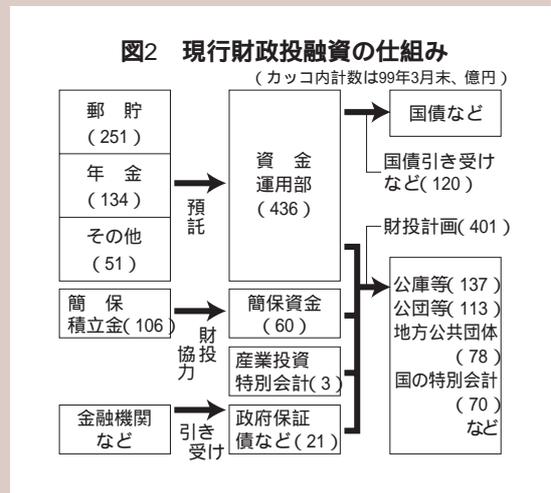


(注) 財政投融资には、上記のほか、郵便貯金及び簡保資金の地方公共団体への貸付がある。

(コラム)

現行財政投融资計画の仕組み

現行財投計画（運用残高）は次のような仕組みとなっている（下図参照）。まず財投機関への資金配分の面では、住宅金融公庫など政府系金融機関向け貸付137兆円、道路公団など公団等向けが113兆円と二本柱となっており、次いで地方公共団体78兆円、その他国の特別会計等が70兆円となっている。これに対する調達（財投原資）は、資金運用部資金が436兆円（うち郵貯251兆円、年金134兆円）と郵貯を通ずる運用部資金のウェートが圧倒的に高く、簡保資金60兆円、政府保証債等21兆円がこれを補完する形。また最近の年度間の財投計画をみると、99年度は52.9兆円、このうち39.3兆円が一般財投として、政府系金融機関・公団等、地方公共団体に配分、残り13.5兆円は87年度から始まった郵貯などの自主運用の資金運用事業に充当。この原資は、資金運用部資金が43.7兆円、簡保資金6.6兆円、政府保証債2.5兆円となっている。



は、次の三つの手段が用意された。

それぞれの機関が自ら市場で「財投機関債」を公募発行し、市場の評価を通じて運営の効率化を図る、直ちに政府保証なしに財投機関債を発行することが困難な機関については、限定的に政府保証の付いた「政府保証債」発行を認める、上記のいずれでも資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる機関や超長期資金を必要とする事業については、資金運用部に代わる財政融資資金特別会計が国会の議決の範囲で「財投債」を発行し調達した資金を融資する（注2）というもの。

第三に、郵貯・年金の預託廃止に当って、市場への影響に配慮して既往貸付の継続や財投債の発行などについて、2007年度までの経過措置が設けられている。すなわち、財投債をめぐる大蔵・郵政・厚生の関係三省合意（99年12

月）により、資金運用部の既往貸付を継続するのに必要な財投債は郵貯が引受ける、初年度は 以外の新規財投債についても半分程度を郵貯・年金が引受ける（漸次その割合を低下）、簡保積立金も相応の財投債を引受ることが決められている。なお、国の特別会計の歳出・歳入を積立てた積立金は、現行「資金運用部」（同特別会計）を廃止し「財政融資資金」と名称変更された特別会計に従来通り預託が義務付けられる。また経理基準についても発生主義に移行して、財務の透明性・明瞭性強化が図られる。

（注1）郵貯等の地方公共団体向け貸付の条件については、個別地方公共団体との相対交渉ではなく、予算により国会の議決を受けた貸付枠のなかで政府が市場原理に即して定める仕組となっている。

（注2）財投債は、一般会計と区分された特別会計の負担

で発行され、償還財源が租税ではなく特殊法人の資産である点で政府は「厳密な意味の国債ではない（国際基準のSNAベース上は一般政府債務ではない）」としている。しかし、市場関係者は「国の信用で発行するという意味で国債類似債券」との受止め方をしている。

同改革への評価と幾つかの批判

こうした財投改革は、公的部門内で完結していたマネーフローが市場を経由するようになり、政府の資源配分の効率化・スリム化という所期の民間経済への好影響のほか、各機関のALMを通じて債券市場の金利形成に厚みが増すことを期待する声が聞かれる。しかしこの過程で、公会計の情報開示により財投機関の財務状況が明白になると、これら機関や地方に隠されていた国の潜在的債務を顕現化させ、公共債の信用に悪影響をもたらすことを懸念する見方もある。特に地方債引受、交付税特別会計の運用部借入などの形で隠されてきた地方財政資金の借入依存の大きさが表面化する可能性がある（別稿参照）。

他方、市場への影響回避のため郵貯の運用などについて上記経過措置がとられたが、これが財投機関債発行を避け財投債依存を強める動きに象徴されるように、財投機関改革への取組みを先送りしているのではないかとの批判もある。こうした批判に対して与党三党は、強力な権限を持つ「特殊法人事業整理委員会」を設け、特殊法人を2005年までに原則廃止し、再設置する場合でも独立行政法人化することを盛り込んだ法案を検討していると報道されている。

しかし官庁側は与党案に反対の態度を示しており、今後の曲折が予想される。特殊法人の存否には政治的判断を要する面もあり、財投機関債発行などを通ずる市場からの監視と併せ、政治面からの改革の検討が必要となる。

とくに郵貯改革については、2003年からの郵政公社化が予定されているが、元利の国による保証、法人税・預金保険料・準備預金免除など民間金融機関との競争上の不平等温存、郵貯の中途半端な自主運用（地方公共団体への例外的貸付、財投債引受など）に伴う収益面の懸念など、多くの問題を抱えたままとなっており、郵政公社の法的位置付けや経営に対する国の関与も含めて抜本的な再検討が求められる。

改革後の国債・財投関連債市場の規模

そこで財投改革後の財投関連債市場の姿を概観するために、8月末締切られた概算要求をもとに2001年度の国債・財投機関発行計画を予想すると、以下のとおり。

まず2001年度一般会計予算の国債発行額（新規・借換債計）は、新規債は歳出の伸びが前年度に比べ抑制されるため30兆円程度と前年度（32兆円）比減少するものの、借換債が63兆円（財政の中期展望）と多額に達するため全体として93兆円と前年度（86兆円）比7兆円程度増加する見通し。

表1 最近の国債発行額の推移

（単位 兆円）

	1999年 当初	同 補正後	2000年 当初(A)	2001年* 当初(B)	前年比増加額 (B) - (A)
発行総額	71.1	78.7	85.9	92.7	+ 6.8
新規財源	31.1	38.6	32.6	30.0	3.6
借換債	40.0	40.1	53.3	62.7	+ 9.4
民間消化分	61.0	68.6	79.1	86.0	+ 6.8
シ団引受	20.2	16.2	16.4	16.0	
公募入札	40.8	52.4	62.7	70.0	+ 6.8
公的消化分	10.1	10.1	6.7	6.7	
運用部	2.8	2.8	0	0	

資料 大蔵省

* 2001年度新規財源債推計の根拠

歳出規模 = 概算要求84.8兆円、歳入のうち税収 = (12年度)

48.7兆円×(名目成長率)2.0%×(税収弾性値)1.05とすると、52.2兆円、その他収入を(前年度並)3.7兆円と置くと国債発行額は差引き28.9兆円。この結果、国債依存度は34.1%(前年度38.4%)

次に財投計画は、改革に伴い郵貯などの資金運用事業が廃止されることから、一般財投が34兆円(前年度38.3兆円)前後と予想される。

このうち **財投機関債**の新規発行については、大蔵省は改革の趣旨に照らし同債が中心となるべきであるとして財投対象33全機関に発行を勧めてきたが、概算要求で機関債発行を計画しているのは15機関、発行額は8,600億円に止まっている。このうち住宅金融公庫は、保有住宅ローン債権を担保とする資産担保証券(ABS)という形の財投機関債2,000億円の調達を計画。また **政府保証債**についても、政府保証の付与は市中消化が難しい機関に限定するとの方針を示したが、概算要求額は、外債を含め4.1兆円と前年度当初(4.7兆円)比小幅な減少に止まり、両者計で4.9兆円となっている(表2参照)。

今後、財投計画の圧縮や財投機関の回収金の計画比上振れも予想されるが、**新規財源債**となる**財投債**の発行は、25~30兆円まで膨らむ可能性が大きい。

表2 最近の財政投融资計画推移

		(単位 兆円)			
		1999年度	2000年度	2001年度	前年比
原 資	一般財政投融资	39.3	38.3	34.0	4.3
	うち 地方	9.4	9.4	8.3	1.1
	資金運用事業	13.6	6.2	0	6.2
	財投計画計	52.9	44.5	34.0	10.5
	資金運用部*	43.7	33.5	25~30	3~8
	郵便貯金	11.5	0	} 15~20	
厚生・国民年金	4.3	2.7			
簡保資金	6.6	6.4			

*2000年度までは資金運用部、2001年度は財政融資(財投債)
資料 大蔵省

この結果、国債・財投関連債の発行総額は、

全体として120兆円前後に達する見通し。

このうち民間消化額は、国債が公的消化面で前年度同様運用部の新規引受け余地なく、日銀など公的機関保有分の借換に止まるため7兆円程度となり、86兆円がそのまま民間消化となる。また財投債については、財投債をめぐる三省合意により借換債全額と発行額の半分程度を郵貯が引受け(注3)、簡保もある程度引受けするため10兆円前後となる見通し。

この結果、国債・財投債を合せた公共債全体の民間消化額は、本年度当初比16~17兆円増加となり100兆円を超える見通し(表3参照)。

表3 国債・財投関係債の民間消化

		(単位 兆円)			
		1999年度	2000年度	2001年度	前年比
国債	(a)	61.0	79.1	86.0	+6.9
うち長期債*		18.9	21.8	(未定)	(未定)
財投債	(b)			10.0	+10.0
政府保証債	(c)	2.5	4.7	4.1	0.6
財投機関債	(d)			0.9	+0.9
計	(a+b+c+d)	63.5	83.8	101.0	+17.2

*長期債は、10・15・20・30年債
資料 大蔵省

(注3) 郵貯の財投債引受額は、25兆円(新規財源15兆円+既往貸付継続10兆円)と推計。この根拠は、運用部から預託期間満了により返戻される回収金45兆円(98年度末残高316兆円/預託期間7年)の約6割が郵貯で25~30兆円。

金融市場への二つの影響

財投改革は、二つの点で金融市場に大きな影響を及ぼす。その一つは、発行額の増加に伴う長短金利への影響である。

財投債を含めた国債関連債の前年比増加額が上記のように膨らむ一方、資金供給側では郵貯資金が本年4月から明年にかけて大量償還期を迎える(注4)。従って郵貯の償還資金の流出いかんで財投債の引受余力に影響が出て、長短

の金融市場の金利上昇を招く懸念もある。というのは、郵貯定額貯金の償還が大量になると運用部が資金手当のため対市中の国債売り現先による調達を増加し、これが短期市場の金利に影響を及ぼす。運用部は、急激な金利上昇を避けるため本年度後半から徐々に対市中売り現先を増加しているが、これにより市場金利の急騰を招くような場合、日銀が運用部からの現先に応ずるとの大蔵・日銀の合意が行われている。これは、短期市場の金利上昇が長期債市場に悪影響を及ぼすことを抑制することに配慮した措置である。

もう一つの影響は、国債・財投債の期間構成面での需要・供給のミスマッチである。

これまで運用部への預託金利は、7年以下は政令で期間に応じて段階的に、運用の過半を占める7年以上の長期預託については、新発国債表面利率（クーポンレート）に0.2%上乗せした金利一本となっていた。

これに対して公庫・公団など特殊法人への貸付金利は、期間（平均17年）に関係なく7年以上の長期預託と同水準の金利が適用されてきた。改革後の金利は、市場原理に即した仕組とするため、貸付期間に応じ国債の市場流通金利を基準に設定（イールドカーブ方式）するか、10年ごとに金利を見直す10年変動金利制の選択方式が提案されている。

この場合、借入側の財投機関が運用期間に見合った長期の調達を望むのに対して、自主運用となる貸付側の郵便貯金・簡保は、低金利の環境下金利リスクを回避するため、長期債引受に慎重となることから、長期の資金需給がタイト化し、イールドカーブ形成が不安定化する可能性がある。

（注4）定額郵貯は、2000～01年度の2年間で満期到来分が106兆円あり、郵政省はこのうち預入限度オーバー分17兆円と源泉税分8兆円計25兆円を含め49兆円（2000年度27兆円、01年度22兆円）の流失と試算している。最近の動きからみて、実際にはこれを下回るとみられるが、新規増加分を両年度で20兆円程度と見込んでも郵貯残高は減少する計算。因みに、本年4～8月の郵貯残高は微減（7千億円減）、また再預入分も金利上昇時には流出するリスクがある。

必要な公共債民間消化の環境整備

この1～2年大蔵省は、指標となる10年債の金利上昇を抑制する狙いから10年債発行を減額、中短期債の発行を増やし期間構成を多様化。また借換債について、予算総則で認められた前倒し発行枠（5兆円）を活用し発行を平準化するなどの工夫をしてきた。

しかし、上記国債・財投関連債の民間消化増加が予想される一方、短期債依存も限界に近づくことから市場関係者の意見を聴取して民間消化促進を図るため「国債市場懇談会」を開催、公共債消化の市場環境整備に乗り出している。

この面では、近年、税制面（99年4月有価証券取引税廃止、非居住者保有国債の源泉徴収不適用など）、商品性（期間構成・消化先）多様化、決済期間の短縮などが行われてきたが、更なる配慮が求められる。

併せて同懇談会でも指摘されているように、発行者側の民間企業並の情報開示はもとより、取引情報透明化や格付け制度の拡充など市場インフラ、個人消化を促す多様な投資家参入の仕組みづくり、スワップ・先物など関連市場との裁定を可能とする取引・決済慣行などの整備（日本銀行・白川方明「日本の国債市場改革」）に向けた一層の努力が必要となる。

（荒巻 浩明）