

### 政府系金融機関における資金調達の変化

(丹羽 由夏)

#### (要旨)

政府系金融機関の改革は、2004 年度まで民間金融機関の不良債権集中処理期間と位置づけられていることから、あまり進んではない。しかし、将来的にはその縮小・廃止が予定されており、2001 年度から始まった財投改革の中では、資金調達方法に変革を求められている。財投改革後の 3 年間で振り返ると、組織の最終的な姿が見えないままの資金調達方法の変更は、限界があるばかりか弊害も大きく今後の本格的な改革論議が望まれる。

本年度まで民間金融機関の不良債権集中処理期間と位置づけられているため、政府系金融機関は、そのセーフティーネットとしての役割が重視され、事業規模の縮小・廃止などの議論はあまり進んでいない。しかし、2001 年度から開始された財投改革の下で、財投機関の資金調達方法は大きく変化することが求められている。特に自らの責任で発行する財投機関債は、財投改革の大きな柱の一つであった。

2005 年から 2007 年度までに将来の姿が議論され、2008 年度以降に新体制に移行する予定となっている政府系金融機関であるが、本稿では、財投改革下での特に資金調達に注目して、政府系金融機関の改革の進捗状況を検討し、財政制度等審議会財政投融资分科会(以下、分科会)の議論を紹介しながら機関債の問題点について検討する。

#### 政府系金融機関の資金調達

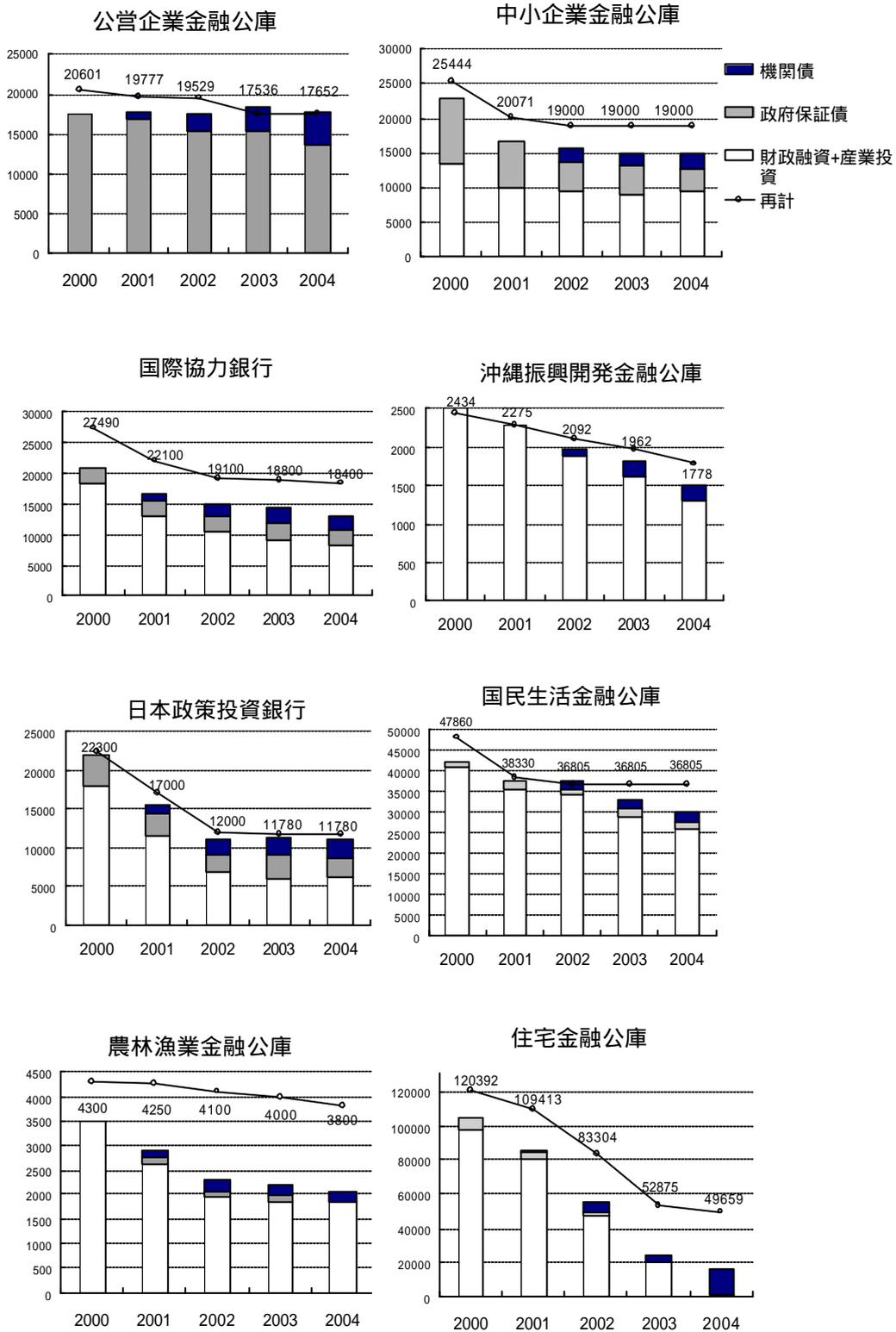
財政投融资計画による財投改革後の政府系金融機関の資金調達の状況は、図 1 のとおりである。「再計」というのは、自己資金を含めた当該年度の事業規模に等しい。この事業規模をみると、先行して廃止(2007 年度より新しく設立される独立行政法人に継承される)が決まった住宅金融公庫の縮小が顕著に

見て取れるが、その他の政府系金融機関はゆるやかな減少にとどまっている。本年度は全ての機関が対前年度で横ばいという状況である。

財投改革後の資金調達方法は、財投機関債、財政融資からの借入(財投債)、政府保証債および自己資金であり、特に財投機関債の発行が中心となることが求められている。2003 年度においては、日本政策投資銀行および国民生活金融公庫の政府保証債が増大した。財政融資からの借入の部分が若干シフトした状況となったのだが、これは ALM 上の観点からと説明されている。2001 年度以降、3 年間で財投機関債は全ての政府系金融機関で導入されたが、依然として資金調達の中心とはなっていない。住宅金融公庫を除く 7 つの機関の中で最も発行額の大きい公営企業金融公庫でも、資金調達額の 2 割強に留まっている(2004 年度)。

ちなみに本年度、住宅金融公庫は財政融資からの借入が 1456 億円と対前年度比 92.7%の減少となった。しかし、これは繰上償還などにより多額の自己資金が滞留し、財政融資への要求が急減したという特殊な要因があり、前述の通り、事業規模で縮小したわけではない。

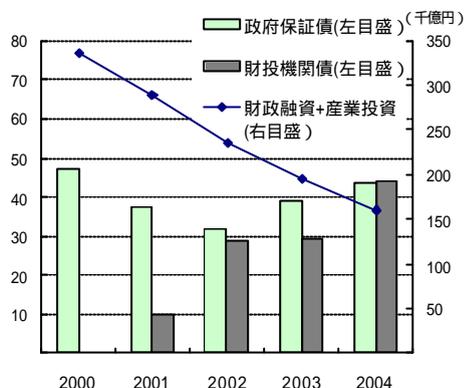
図1 政府系金融機関の資金調達状況 (商中は除く)



資料)財務省ホームページより作成

ここで、財投機関全体での原資調達額の状況を見た場合、図2のようになる。

図2 財投機関の原資調達額の推移



資料) 図1に同じ

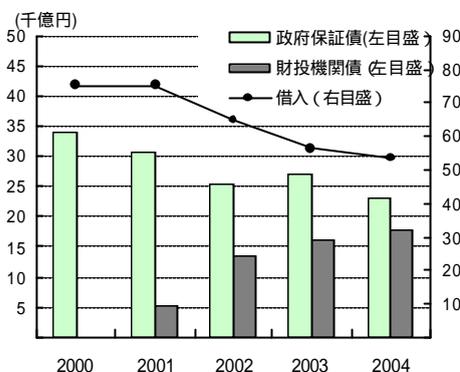
各財投機関が財政融資資金特別会計等からの借入によって調達する額は、急速に減少しているのが見て取れ、財投機関債も発行額は増大し、政府保証債を上回る額に達している。しかし、政府保証債に関しては、2001年度および2002年度は減少したものの、2003年度からは逆に増大しており、財投改革前に近づきつつある。

政府保証債が増大している要因の一つは、道路系公団の資金調達額における政府保証債の発行が急増しているからである。これは、組織の民営化が予定されていることから、財政融資金法上、財政融資からの借入が出来なくなるという理由もあり、その分が政府保証債にシフトしている。この点は過度期の措置として分科会でも説明されている。

ちなみに、政府系金融機関(図1の住公を除く7機関)全体での動きをみたものは図3である。財投借入が減少し、ゆるやかながら財投機関債の発行へシフトしているのがわかる。図2の財投全体に対する政府系金融機関のシェアは、過去4年間あまり変化が無く、借入では3割程度、機関債発行

では、3割から4割程度で推移してきた。

図3 政府系金融機関全体での動き



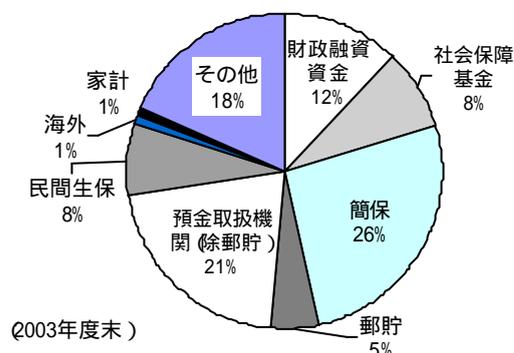
資料) 図1に同じ

### 保有者構造

ここで、財投機関債および政府保証債の保有者構造についてみてみたい。利用できるデータの制約から、財投機関債および政府保証債が含まれる政府関係機関債注)の保有構造で紹介する。

注) 資金循環統計の政府関係機関債には、「公的機関等の法人が国内で発行した債券のことをさす(財投機関債もここに含まれる)」(日本銀行「資金循環統計の解説」2002年1月)

図4 政府関係機関債の保有者

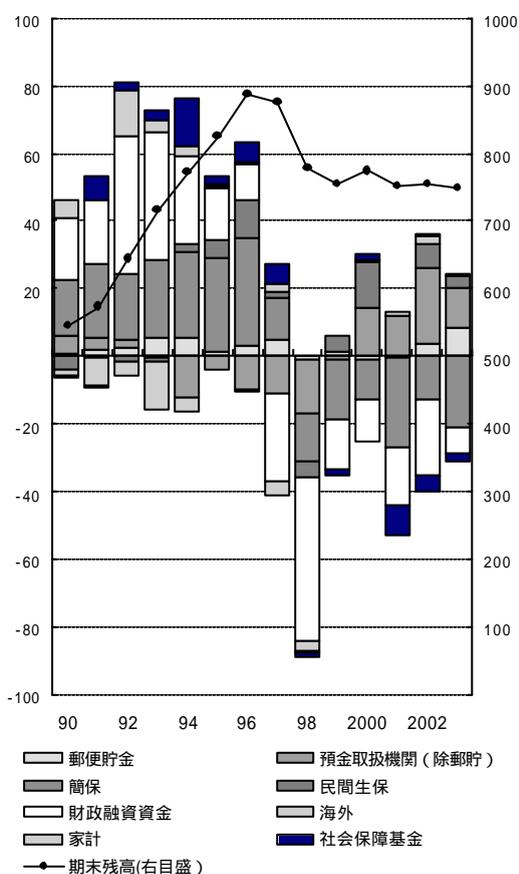


資料) 日銀「資金循環」より作成

2003年3月時点の残高ベースで見た場合、最大保有者は簡易保険であり、これに財

政融資資金、社会保障基金、郵貯を合計すると5割をこえる額が公的部門で保有されている。しかし、近年の動向をみてみると、図5のようになり、簡保、財政融資資金、社会保障基金という郵貯以外の公的部門は残高を減少させており、民間生保、郵貯を含めた預金取扱金融機関の残高が増大していることがわかる。

図5 保有主体別にみた増減額



資料 図4に同じ

2002年6月25日の分科会では、財投機関債の保有者について、「初年度は地方の機関投資家のウエートが高く2002年度以降は中央の生保、年金等の機関投資家のウエートが増えてきた」と報告されている。

### 財投機関債の評価

これまで、財投改革後の政府系金融機関の資金調達動向と債券の保有者層(投資家層)についてみてきた。以下では、財投機関債のリスクと金利との関係について検討する。

表1は財投機関債に対する格付けを見たものである。S&Pおよびムーディーズは政府系金融機関間に差をつけてはいない。分科会では、どの格付け機関も財務などを反映した発行体自身の債務履行能力ではなく、中央政府との距離(補助金、政策上の役割など)という視点を格付けに強く反映させていると指摘している。

表1 格付け一覧

	R&I	S&P	MDY
公営企業金融公庫	AAA	AA-	
中小企業金融公庫	AA+		A2
日本政策投資銀行	AAA	AA-	A2
国際協力銀行	AAA	AA-	A2
国民生活金融公庫	AA+		
沖縄振興開発金融公庫	AA+		
農林漁業金融公庫	AA		

資料 各社ホームページより農中総研作成

表2は過去1年間における各機関の財投機関債発行時の条件を対国債スプレッドでみたものである。

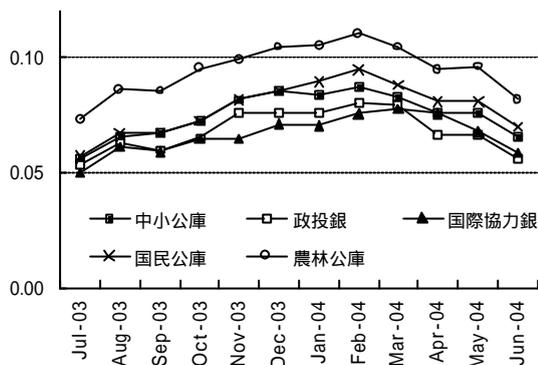
表2 発行時の対国債スプレッド

(単位 :b.p.)

	格付け (R&I)	2003年					2004年						
		7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	
公営企業金融公庫	AAA		10(10年)							10(10年)		8(10年)	
日本政策投資銀行	AAA	5(6年)			12(10年)							8(10年)	
国際協力銀行	AAA								11(6年)			8(10年)	
中小企業金融公庫	AA+	5(6年)			10(6年)								8(5年)
国民生活金融公庫	AA+		5(6年)		8(5年)							8(6年)	
沖縄振興開発金融公庫	AA+			15(10年)									12(10年)
農林漁業金融公庫	AA											14(10年)	

図6は流通市場における動向を5機関(残存期間4年以上5年未満)について見たものである。

図6 対国債スプレッドの推移



資料)日本証券業協会公表値より作成

政府系金融機関間での発行量の差が大きく(中銀と農林は他機関の1/10程度)、それに伴う流動性等の影響もあるが、概して格付けに影響されたスプレッドが付与されていると考えられている。政策投資銀行と国際協力銀行では、民間に競合相手が存在しない国際協力銀行の方がスプレッドが小さいという指摘もある。

このようなスプレッドでの格差がマーケットでの一つの評価といえるが、この現状をどのように理解したらよいのか。分科会での議論をみると、市場が規律づけするというのが財投機関債導入の目的であったが、その目的の達成に対しては、導入以降一貫して否定的意見が多い。財投機関の財務効率へのプレッシャーを期待して導入したものの、投資家、格付け機関は暗黙の政府保証が付与されていると機関債を評価しているという意見である。昨年末12月23日の分科会の議事録では、市場の洗礼をうけるはずの財投機関債が暗黙の政府保証という形で低いコストで発行できているが、それでも政府保証債との間に中

途半端な形でスプレッドがあり、これは発行体の負担増となっている、これをどのように考えたらよいのか」という問題が提示され、今年度の大きな議題と位置づけられている。

## おわりに

特殊法人改革としての政府系金融機関の改革は、本年度末まで金融円滑化のためのセーフティネットとしての役割が政策金融に期待され、その改革は2005年度以降に先送りされている。財投改革の下で、資金調達手段のみ変革を求められている状況である。その動向は、非常にゆるやかではあるが、資金調達手段を機関債にシフトさせているといえる。さらにそのシフトによって、当該機関の資金調達コストが上昇していることも間違いのないであろう。しかし、市場では暗黙の政府保証を評価し、財投改革で当初期待されたような財投機関の事業に対する規律づけという目的は果たされていない。前述の通り、分科会では財投機関債そのものの是非などを問題提起する意見すらあるが、現実にはすでに4年目の発行となり、本年度は全体で約4.4兆円(うち7政府系金融機関の発行額は約1.8兆円)を超える額が発行される。

マーケットからの規律づけが働くというのは、各機関の最終的な姿、債務の責任の所在の明確化、あるいはデフォルト等の法整備といった前提条件が必要なものは明らかである。財投機関債を当初の目的に資するように、早急な環境整備が望まれよう。