

Working Paper Series

**財政投融资の現状と課題  
2001 年度改革が財投の機能に与える影響**

**肥後 雅博**

Working Paper 01-1

日本銀行調査統計局

〒100-8630 東京中央郵便局私書箱 203 号  
(e-mail:masahiro.higo@boj.or.jp)

本論文の内容や意見は執筆者個人のものであり、日本銀行あるいは調査統計局の見解を示すものではありません。

# 財政投融資の現状と課題

## 2001 年度改革が財投の機能に与える影響

2001 年 3 月

肥後 雅博\*

### 【要 旨】

1. 「財政投融資」とは、政府の信用や制度を用いて有償の資金を調達し、民間部門への貸付や公的企業の投資活動に資金を配分する「政府の金融仲介活動」として定義される。政府の経済活動への介入手段の一つとして、資源配分、所得再分配、景気調整の3つの機能を果たすために利用されている。本稿では、こうした財政投融資の機能とその問題点について、多面的に分析を試みる。さらに、2001年4月からスタートする財政投融資改革がもたらすインパクト、改革後も残る課題についても整理を行う。
2. 財政投融資は、郵便貯金や厚生年金の積立金、簡易保険などの調達部門を通じて、598兆円の資金を調達している（2000年3月末現在）。これらの資金は資金運用部の仲介等を経て、運用部門へ提供される（同535兆円）。財政投融資の資金は大きく分けて、国債の引受けや地方公共団体への貸付および財投対象機関の累積損失に対するファイナンス相当分（全体の約36%）、政府系金融機関が行う民間部門向け貸付のファイナンス（同28%）、公的企業が行う公共投資向けファイナンス（同15%）、調達部門による自主運用（同19%）の4つの分野に配分されている。

---

\* 本稿の内容ならびに意見は、すべて筆者個人に属し、日本銀行ならびに日本銀行調査統計局の公式見解を示すものではない。本稿の作成に当たっては有永恵美氏（日本銀行調査統計局）、大島一朗氏（日本銀行名古屋支店）の多大な協力を得たほか、日本銀行各局室ならびに（社）日本経済研究センター・金融研究班のスタッフから有益なコメントを頂いた。この場を借りて感謝の意を表したい。もちろん、本稿の有り得べき誤りは全て筆者に属する。

\* 日本銀行調査統計局経済調査課（E-mail:masahiro.higo@boj.or.jp）

### (財政投融資の3つの機能)

3. 財政投融資は、公的な金融仲介を通じて、金融市場における「市場の失敗」を補完し、経済の資源配分を改善する役割を果たしている（資源配分機能）。そのうち、民間金融機関では供給されにくい超長期固定金利資金の提供を行う「質的補完」機能が、住宅金融や公的企業による社会資本整備等に寄与している。零細中小企業向け貸出市場においては、情報の非対称性による「信用割当」が生じやすいが、政府系貸付が「量的補完」機能を果たし、当該企業の資金繰りを緩和している。また、最近の貸し渋り局面では、より規模が大きい中小企業についても同様の効果をもたらしている。さらに、政府系貸付は、借り手の交渉力を向上させることで、貸出市場における貸し手による寡占状況を緩和する役割を果たしている可能性もある。
4. 財政投融資による超長期の低利貸付が、「所得再分配」の機能を果たしている。住宅金融、公的企業の社会資本整備の分野で、大きな所得移転効果を有しており、特に前者では低所得層への移転効果が大きい。財政投融資の経費率は民間金融機関のそれよりも低いため、財政投融資を用いることで低コストの「所得移転」を行うことができる。もっとも、民間金融機関と財政投融資では、金融仲介で果たしている機能が異なることから、この結果から、両者の効率性の優劣については結論づけることができない点には留意が必要である。
5. 財政投融資は、国債の引き受けや地方自治体への貸付および財投対象機関の事業資金を供給することで、一般財政が行う景気調整機能を補完している。資金運用部は、長期国債を大量に保有しているほか、公募債を発行できない中小市町村に対して手厚い貸付を行っている。この結果、中小自治体の調達力不足を補完する役割を果たしているほか、長期金利に含まれるリスクプレミアムを抑制している可能性がある。

### (財政投融資の3つの問題点)

6. 財投対象機関に対する資金供給が、政策当局の十分なチェックや政策コストの最終的な負担についての合意を伴わずに行われる例が存在する。その結果、財政赤字や財投対象機関の損失処理が先送りされやすくなったり、実現困難な「収支計画」が策定され、事後的に事業の損失が膨らんだり、予算制約がソフトなものを受け取られるために財投対象機関が非効率化しやすい、などの弊害が生じている。

もとより、財投対象機関に損失が累積したのは、個別の財投対象機関の運営に原因があったためであり、財政赤字の解消が先送りされたのは、一般財政での財源確保が難しかったという財政全体の問題であり、財政投融資による資金提供が主たる原因となっているわけではない。また、こうした先送りが国民負担の平準化をもたらし、経済厚生の上昇に繋がる可能性もある。しかしながら、政策決定において、財政投融資による資金提供に頼って解決を先送りし、余裕のある時期にもその赤字を十分処理しない傾向を有するのもまた事実である。財政赤字や損失処理の先送りは財政投融資による資金提供が存在しなければ実行が難しいものである以上、財政投融資を行う際には財投対象機関の資金使途のチェック体制を強化したり、財政赤字や損失処理の先送りに対する一定の歯止めを設けることが、財政の規律付けを図るための一つの方策であると考えられる。

7. 財政投融資は、短期調達、長期運用に伴う大きな金利リスク、ならびに「量的補完」機能に伴う信用リスク（貸倒リスク）を抱えている。現在のところ、幸いなことに各々のリスクが大きな財政負担を生じさせる事態には至っていない。これは、80年代以降、金利低下局面が続いたため、金利リスクによる損失が顕現化しなかったこと、右上がり経済の下、政府系の主たる貸付先である業歴の長い中小企業の倒産が少なかったこと、によるものである。もっとも、中長期的には金利上昇局面に転じる可能性があることを考慮すると、少なくとも金利リスクについては、将来大きな損失を生む可能性が存在することを認識する必要がある。

8. 財政投融資は、資金の借り手に大きなベネフィットをもたらす一方で、民間金融市場の発展を阻害している可能性がある。超長期資金供給能力の不足には、公的規制の存在や民間金融機関の自助努力の不足が影響しているが、公的年金の比重が高く、その積立金の殆どが財投として運用されてきたこと、社債発行が容易な優良企業に対しても、日本政策投資銀行等が貸付を行ってきたために、結果として社債市場の拡大を遅らせてきた可能性があること、等により助長されてきたという側面もある。財政投融資の存在が中長期的に金融市場の発達を阻害要因とならないよう、「質的補完」機能のあり方について不断の見直しが必要である。

また、貸出市場における「信用割当」や貸し手の寡占構造、等を解決するために、政府系のシェアを増加させるのは最善の政策ではない。長い目で見て非効率が発生する可能性を考慮すると、情報の非対称性を解消するためのインフラ（技術革新、会計制度）を整えるほか、寡占構造を解消するための参入規制の緩和、独占禁止政策の強化、といった対応策を検討すべきである。

## (2001年度財政投融資改革のインパクトと残る課題)

9. 2001年度財政投融資改革は、郵便貯金・年金積立金の運用部預託義務の廃止(「入口」と「出口」の切り離し)、政府保証のない財投機関債の発行等により、資金調達を「市場原理」に則ったものとする事、事業の全期間にわたる補助金投入額を試算する「政策コスト分析」を行うこと、の2つの柱からなる。その効果については、現時点では不透明な点が残るが敢えて予想を試みると、前者は、自主運用に迫られる調達サイド、資金調達コストをより意識せざるを得ない財投対象機関、に対する規律付けが一定程度期待できるほか、期間ごとに市場金利に沿った貸付金利を設定することにより、財投全体の金利リスクが軽減されると予想される。ただし、2001年度は財投機関債の発行が少額に止まるため、金融市場による監視という点においては、財投対象機関の規律付けに繋がるとの効果が発揮されるかどうか未知数である。後者については、将来にわたる財政負担を事前に把握することで、赤字の先送りや「財政錯覚」を防ぐ役割を、一定程度果たすことが期待される。

10. 財投対象機関に対し効率的運営へのインセンティブを付与するという点については、今回の改革はなお十分なものではないとの指摘が多い。一般に組織運営の効率性を高める手段として、最も効果的なものは民営化である。しかし、財投対象機関の活動は民営化になじまないものが多いことから、代替的な手段として、中期的な数値目標の設定、責任者の報酬等をリンクさせるエイジェンシー的手法などが検討されている。地方自治体については、この手法での規律付けが難しいことから、地方分権の方向性を損なわずに、どのように行政効率の向上を図るかが問題として残っている。なお、金融仲介に伴うリスクのうち金利リスクについては、期間ごとに貸付金利を設定する新方式の導入によりある程度縮小することが見込まれるが、超長期固定金利資金を提供するという財政投融資の主たる機能に伴うものであることから、引き続き大きなリスクを負担する可能性が高い。

また、財政投融資が金融市場の発達を制約する、などの負の効果については主として個別財投対象機関の問題であり、今回の改革でも十分には踏み込めなかった部分が残る。この点については、「市場の失敗」の補完機能や所得移転の機能などのメリットやその必要性と比較しつつ、財政投融資による関与をできる限り少なくすることが望ましいとの観点から、その可否、必要な規模を検討していく必要がある。

# 1 はじめに

財政活動には、資源配分、所得再分配、景気調整の3つの機能が存在する。資源配分機能とは、「市場の失敗」を補完し、市場では供給されない公共財・サービスを提供する機能である。所得再分配機能とは、所得移転を行うことにより、人々の間に過度の所得格差が生じるのを是正する機能である。また、景気調整機能とは、景気変動の安定化を図る機能である。

これらの機能を実現するために、政府は民間の経済活動に介入する複数の手段をもっている。具体的には、立法による規制、租税・財政支出、公債発行・積立方式の年金制度、などである。立法による規制としては、独占禁止政策や各種の経済的規制があり、資源配分の効率化を図っている。租税・財政支出は、所得の再分配や資源配分の効率化に有効である。公債発行や積立方式の年金は、一時的な借入や貯蓄により景気の安定化を図ったり、現在世代と将来世代との間で所得再分配を行ったり、資源配分の効率化を図ることを目的とする。

政府による金融仲介 財政投融資 は、第4の介入手段である。本稿では「財政投融資」を「政府の信用や制度を用いて有償の資金を調達し、民間部門への貸付や公的企業の投資活動に、その資金を配分する政府の金融仲介活動」として定義する<sup>1</sup>。その上で、財政投融資のしくみ、その果たす機能、問題点について、多面的に分析を試みる。

まず、第2節では、財政投融資のしくみと資金フローについて概観する。第3節では資源配分機能について分析する。財政投融資は金融仲介により、金融市場における「市場の失敗」を補完し、経済の資源配分を改善する。超長期固定金利資金の供給を行う「質的補完」機能、および「信用割当」を解消する「量的補完」機能がそれに該当する。第4節では、財政投融資の低利・超長期貸付による所得再分配機能を取り上げる。財政投融資の経費率が低いことが低コストの所得移転を可能としている点が特徴である。第5節では、国債引受け、地方公共団体への超長期貸付、財投対象機関への事業資金の供給が、一般財政と歩調を合わせ、景気調整機能の一翼を担っている点を取り上げる。

一方、財政投融資による弊害も少なくない。第6節では、財政投融資資金の資金使途に対するチェック機能が十分でないため、財政赤字や損失処理が先送りされたり、累積損失の増大が容認されやすいという問題点を取り上げる。同

---

<sup>1</sup> 本稿では、こうした公的金融仲介活動の対象となる各種特別会計、特殊法人、地方公共団体等を財投対象機関と定義する。

時に、財政投融資によって資金供給が行われることで、財投対象機関がさほど資金繰り制約を意識せずに済む結果、その効率化インセンティブを殺いでいる可能性がある点を取り上げる。第7節では、財政投融資が負担する金利リスク・信用リスクが大きいことを指摘する。金利低下局面が続くなどの外部環境の下で、現時点では大きな財政負担が生じていないが、将来大きな損失を計上するリスクがある。第8節では、財政投融資が大きなプレゼンスを占めていることが、社債市場等の発達の遅れなど、金融市場の発達を阻害している可能性について整理する。

第9節では、2001年4月からスタートする財政投融資改革のインパクトについて展望を行う。今回の改革は、郵便貯金・年金積立金の運用部預託義務の廃止、財投対象機関への貸付金利を貸付期間ごとに異なる金利とすることと、「政策コスト分析」を導入すること、が目玉である。これにより、財投対象機関に一定の規律付けを与えることや、財投対象機関の損失処理の先送りを防止することが期待される。第10節では、本稿の議論を受けて、今後に残された課題について整理する。

## 2 財政投融資の資金フロー

図表1を用いて、財政投融資の資金の流れをみると、有償の資金を調達する調達部門、資金を配分する仲介部門、配分された資金を公共投資ないしは民間部門への貸付で運用する運用部門、の3つに分けて考えることができる。

なお本稿では「財政投融資」を、「政府の信用や制度を用いて有償の資金を調達し、民間部門への貸付や公的企業の投資活動に資金を配分する政府の金融仲介活動」として定義する。そのため、本稿での「財政投融資」には「財政投融資計画」(以下「財投計画」と略)による運用残高(図表1で濃い色のシャドウがかかる部分)に加え、国債引受け、期間5年未満の資金運用部の財投外運用、同じく期間5年未満の政府保証債・借入金など「財投計画」以外で政府信用や制度を用いて資金が調達され、投融資される部分も含めている。

### (1) 調達部門

調達部門が集めた総調達残高は、2000年3月末現在で598兆円に達している(以下の計数は特に断らない限り2000年3月末の値である)。郵便貯金のシェアが高く、255兆円と全残高の43%を占める。次いで、厚生年金・国民年金積

立金が 144 兆円（24%）、簡易保険の積立金が 112 兆円（19%）と、上位 3 機関で全体の 86%を占める（図表 2）。このように郵便貯金への依存度が高く、資金の余裕度合いは郵便貯金の増減に左右される。なお、政府保証債、政府保証借入金等の市場を通じた調達への依存度は 7%と低い。これは、郵便貯金や年金積立金により、これまで十分な資金が調達できたためである。

## （ 2 ）仲介部門

調達資金（598 兆円）のうち、期間 5 年以上の運用を行う部分（414 兆円＜全体の 69%＞）は、「財投計画」に計上され、この計画に沿って運用が行われる（図表 3）。「財投計画」は、財政投融资運用対象機関ごとに各年度の運用額やその資金計画をまとめたものである。毎年、予算とともに財政当局によって作成され、国会に提出、審議、議決を受けている。残りのうち 121 兆円（同 20%）は、「財投計画」外の運用として、国債引受け<sup>2</sup>や 5 年未満の短期貸付といった形式で運用される<sup>3</sup>。このほか、余裕資金として、資金運用部に 11 兆円程度がプールされているほか、簡易保険が自主的に市場運用する資金が 52 兆円存在する。

## （ 3 ）運用部門

財政対象機関に対する運用残高は、「財投計画」、「財投計画外」双方合わせて 535 兆円に達している。その機関別の内訳をみる（図表 4）と、地方公共団体（全国の自治体を 1 つと数えている）への貸付が 83 兆円、全残高の 16%を占め、最も多い。次いで、住宅金融公庫（74 兆円）、国債引受け（68 兆円）と続いている。上位の 10 機関で 421 兆円と全体の 79%に達し、比較的少数の財投対象機関への運用に集中している。

財政投融资の運用は、以下の 4 つの分野に分けることができる<sup>4</sup>（図表 5）。

---

<sup>2</sup> 国債引受けについては、「財投計画」には計上されていないが、特別会計予算の総則に明記され、予算とともに国会の議決を受けている。

<sup>3</sup> なお、資金仲介で中心的な役割を果たしているのが、資金運用部特別会計である。資金運用部は、郵便貯金や年金積立金として調達された資金を統合運用するために設置されている。これらの資金や他の特別会計の剰余金を積み立てた積立金は、原則として資金運用部への全額預託が義務づけられている。なお、簡易保険積立金は例外的に運用部預託義務が存在しないが、簡易保険は、積立金のうち 6 割程度を「財投協力資金」として「財投計画」に沿った運用に充当している。

<sup>4</sup> 4 つの分野のいずれにも該当しない財投運用残高がこのほか 19 兆円程度存在する。



## **国債引受け・地方公共団体への貸付等および財投対象機関の累積損失ファイナンス相当分<sup>5</sup>（191兆円程度・全体の約36%）**

財政投融資は、国債発行残高の21%、地方債（普通会計向け）残高の49%をファイナンスしている。特に、公募地方債を発行していない中小自治体（市町村）は、財投に全体の7割以上を依存している。また、地方交付税特別会計や地方公営企業（下水道・病院事業）等への貸付金には、後年度に一般財政がその返済を負担することが予定されている部分が存在する。このほか、財投対象機関の事業運営に伴い生じた累積損失に相当する金額のファイナンスも行っており、本州四国連絡橋公団、地方公営企業など公共事業実施機関、年金福祉事業団等の資金運用を行う機関が主な先となっている（詳しくは補論1参照）。

## **政府系金融機関が行う民間部門向け貸付のファイナンス（143兆円程度・同28%）**

特殊銀行や公庫等の政府系金融機関は、民間部門に対して貸付を行っているが、その原資は財政投融資が供給している。そのうち5割強の83兆円が住宅金融公庫、年金福祉事業団などの住宅向け金融に配分されている。民間金融機関の貸出残高と比較する（図表6）と、政府系住宅金融のシェアが非常に高いこと、企業向けでは、中小企業向けよりも大企業・中堅企業向けのシェアの方が高いことが目立つ。これは、中小企業向けは信用保証協会による信用保証の依存度が高いためである。

## **公的企業が行う公共投資向けファイナンス（82兆円程度・同15%）**

公的企業が行う公共投資は、プロジェクト完成後の料金収入により返済することが前提となっているが、その投資回収期間は30～60年と非常に長いことから、財政投融資が超長期の固定金利資金を提供している。そのうち、国の特殊法人向けが58兆円を占めており、道路公団（21兆円）や首都高速公団・阪神高速公団等道路関係のウエイトが大きい。一方、地方公営企業向けでは、下水道事業が11兆円、水道事業が10兆円など、上下水道関係の比率が高い。

<sup>5</sup> 財政当局が作成した資料（例えば大蔵省理財局『財投リポート2000』）には、財政投融資の運用対象分野として国債引受けや財投対象機関の累積損失に対するファイナンスが挙げられていない。これは以下のような考え方の違いがあるためと思われる。本稿では、当該資金が事業収益で返済されるのか、将来の租税負担により返済されるかにまず着目し、その後に財政投融資の本来的分野である前者の資金用途を民間部門への融資、公共投資、資金運用に分類するという考え方を採っている。本稿では、財政投融資を「財投計画」だけでなく、国債引受け、財投外運用などを含む広い捉え方をしているが、財政当局は「財投計画」のみを財政投融資と定義している。どちらの立場が望ましいかは当然賛否が分かれるが、宮脇[1995]、吉田・小西[1996]、西崎・真栄田・山田・行田[1997]、岩田[1998]、深尾[1998]は本稿と類似の立場を採用し、財政投融資の資金用途として財政赤字ないしは財投対象機関の累積損失相当分への資金供給が存在すると指摘している。

### 調達部門による自主運用（100兆円程度・同19%）

簡易保険は、以前から積立金の一部を自主運用してきたが、他の調達部門（郵便貯金・厚生年金）についても、1986年度より自主運用が認められている（資金運用事業）。同事業では、自主運用される資金も一旦運用部に預託され「財投計画」に沿って貸付が行われるため、財投の運用残高に計上される（このほか、簡易保険が直接運用する資金が52兆円存在）。なお、同事業は財政投融资改革に伴い、調達部門が自主運用を開始することから、2000年度限りで廃止される。

## 3 資源配分機能：「市場の失敗」の補完

### （1）「質的補完」：超長期固定金利資金の供給

財政投融资は、超長期の住宅ローンの提供や外部効果を伴う社会資本の整備を行う公庫・公団等に対して、期間20～30年といった超長期の固定金利貸付を行い、借り手の金利リスクを肩代わりしている。これは、住宅投資や社会資本の投資回収期間が通常20～50年と非常に長いこと、住宅ローン利用者の家計所得や公的企業の営業収入は短期金利の変動幅と比較して景気感応度が低く、貸付金利が変動した場合に生じる支払利息の増減に耐えることができないためである。近年、住宅金融公庫利用者の借入額の世帯収入に対する比率が上昇している（図表7）が、もし住宅ローンが超長期の固定金利でなければ、将来の金利上昇により返済負担が増加する懸念があることから、住宅購入を諦めていた可能性がある。また、公団等においては、社会資本に対する需要の所得弾力性が低いだけでなく、経費のうち支払利息が占める比率が非常に高いこと（図表8）も超長期固定金利資金の必要性を高める原因となっている<sup>6</sup>。

政府系金融機関の平均貸付期間<sup>7</sup>は、住宅金融公庫で25年、日本政策投資銀行で17年、国民生活金融公庫や中小企業金融公庫で7年と、民間金融機関と比較

<sup>6</sup> 一方、多くの企業の営業収入は公的企業や一部の公益企業のそれとは異なり、景気感応度が高いことから、企業がリスク回避的である限り、固定金利貸付よりも変動金利貸付が適当である場合が少なくない。なお、固定金利貸付の必要性についての理論的な解説としては、米澤[1998]を参照のこと。

<sup>7</sup> この計数は、財政投融资の将来研究会[1996]によるもので、1994年度における新規貸付における平均期間である。

して非常に長い。例えば、住宅ローン市場でみる（図表 9）と、住宅金融公庫が 20 年以上の貸付が殆どである一方で、民間金融機関の貸付は、変動金利や固定金利の適用期間が 5 年以下の貸付が 8 割近くを占めている。この傾向は、企業向け貸付でも同様である。都市銀行 9 行の貸出残高 249 兆円（1999 年 3 月末）のうち、固定金利貸付は 42 兆円、残存期間 5 年超の貸付はわずか 17 兆円（7%）にすぎない。都市銀行と競合する中小企業金融公庫と旧日本開発銀行の貸出残高（24 兆円）のうち残存 5 年超の貸付が 5 割強の 13 兆円に達するのとは対照的である。

このように民間金融機関や金融市場において、超長期固定金利資金の供給が少ないことについては以下の要因が考えられる。第 1 に銀行の調達手段が定期性預金に依存し、その期間も 1 年以下の短期が中心であることである。金利リスクに対してリスク回避的な銀行は、超長期の固定金利貸付に消極的にならざるを得ない<sup>8</sup>。預金は期限が到来しなくても解約できるため、仮に長期間で調達しても中途解約を防ぐことが難しく、長期資金の調達手段としては限界がある。第 2 に個人・企業年金が未発達であることから、超長期運用を愛好する投資家が市場に不足していることである。第 3 には金利リスクを多数の投資家に分散することで、長期固定の調達を容易にする公募債市場の発達が遅れていたことである。

一方、資金運用部・政府系金融機関などの財政投融资の各部門は、収益の最大化ではなく特定の政策効果を実現することを目的としていること、仮に一時的に債務超過となっても、政府の信用力を背景には資金調達に問題が生じないことにより、相対的に単年度収支への拘りが小さいと考えられる。そのため、民間金融機関とは異なりリスク中立的な行動を採ることで多額の超長期固定金利資金を供給することができる。

さらに、財政投融资各部門は金利リスクの対価を殆ど徴収していないことも特徴の一つである。例えば、政府系金融機関の貸付では、貸付期間が長くなっても、ほぼ同一の貸付金利が適用され、順イールドの下では、借り手の企業や個人が、より長い期間借り入れるほど有利な仕組みとなっている。住宅ローンの金利体系をみる（図表 10）と、期間 5 年未満では都市銀行の金利の方が低いですが、それ以上の期間では住宅金融公庫が有利であり、超長期借入を望む住宅取得者は、住宅金融公庫を愛好する<sup>9</sup>。

---

<sup>8</sup> もちろん、戦後、金融当局により行われた「長短分離」規制により、普通銀行は債券による資金調達を禁止されてきたという歴史的な沿革の影響が大きい点は念頭に置く必要がある。

<sup>9</sup> 超長期の固定金利借入を行うと、借入後に意図せざる金利低下が生じた場合には、利用者にとって不利となる。ところが、住宅金融公庫のローンは、無コストで任意に繰上償還をすることができることから、金利が低下した場合には、民間金融機関から借り換えローンを調達することにより、金利負担を節約することが可能である。

## ( 2 ) 中小企業向け貸出市場における「量的補完」機能<sup>10</sup>

1980年代以降は、日本経済が貯蓄超過となったために、貸出市場において資金不足を原因とする「信用割当」は生じにくくなっている。しかし、依然として企業と金融機関の間には情報の非対称性が存在するため、ミクロ的には信用割当が生じる可能性がある。すなわち、借り手が高い金利を支払っても資金調達したいと望んでいるが、貸し手の金融機関が、借り手の平均的な質は知っているが個々の借り手の質は識別できないケースである。その場合、貸し手は「逆選択」<sup>11</sup>が発生するのを避けるため、敢えて貸付金利を引き上げず、貸付を行わない可能性<sup>12</sup>がある。この場合、政府系金融機関が追加的な貸出を行って潜在的な借り手の借入需要を満たすことで、資源配分が好転することがあり得る<sup>13</sup>。

実際、零細企業においては民間金融機関の貸出が十分行われず、資金繰りが難しくなる場合が存在する。図表 11 は、1994 年度末における企業規模別の借入状況を示したものであるが、従業員数 1~4 人、5~9 人の企業では政府系金融機関のシェアが 20% と高い一方、従業員数が 10 人を超えると民間銀行等の貸出が急激に増え、政府系のシェアが低下する。これらの企業では、経営者本人等からの縁故借入にも相当部分を依存しており、資金繰りが厳しい様子がみてとれる。企業規模が小さいが故に情報の非対称性が大きく、「信用割当」が生じている可能性がある。国民生活金融公庫貸出の 8 割弱がこうした従業員数 9 人以下の企業に対して行われ、「量的補完」機能を果たしている。

一方で、比較的規模の大きい中小企業については、民間金融機関の貸出シェアが高く、十分な貸付を受けることができる場合が多いことから、政府系貸付

<sup>10</sup> 山中[1995]が政府系金融機関の「量的補完」機能についての研究成果をサーベイしている。

<sup>11</sup> 「逆選択」とは、貸し手が貸付金利を引き上げると、良質の借り手（リスクが小さい、よって期待収益率も小さい借り手）から真っ先に市場から退出し、残った借り手の平均的な質が悪化していく現象のことである。なお、均衡した貸出市場における「信用割当」(均衡的信用割当論)についての詳しい解説としては Stiglitz and Weiss[1981]が基本文献である。なお、教科書では Freixas and Rochet[1997]の第 5 節が参考となる。

<sup>12</sup> こうしたケースでは、貸出供給曲線は、通常の供給曲線とは異なり、貸出金利が上昇するほど供給量が減少する傾きをもっているため、貸出需要曲線と均衡点を持たなくなる。

<sup>13</sup> ここでは、政府系金融機関が民間金融機関よりも情報能力に優位性がない場合を考えている。こうしたケースでも、政府系金融機関が追加的に貸付を行えば「信用割当」が軽減されるため、効率改善的となる。もちろん、政府の情報優位を仮定しない以上、こうした活動には貸倒リスクの増加など、相応のコストを伴うこととなる。なお、かつては、日本開発銀行に代表されるように政府系金融機関に情報の優位性が存在し、開銀貸出が採算性の高い投資プロジェクトのシグナルとなり、民間金融機関の貸出を呼び込む効果を持っていたとされる(カウベル効果、実証分析としては、福田・照山・神谷・計[1995]などを参照)。これは、高度成長期の産業育成が政府のコントロールの下に置かれていたためであるが、現在ではこうした前提条件は失われている。

による「量的補完」効果は小さいとみられる。このクラスの企業に貸付を行う中小企業金融公庫の「量的補完」の必要性は、一般的には国民生活金融公庫と比較するとかなり小さいと考えられる。

しかしながら、1990年代以降こうした規模の大きい中小企業においても借り入れ困難となるケースが生じている。中小企業からみた金融機関の貸出スタンスをみると、80年代の緩和傾向から一転して、1993年頃に一旦悪化し、その後回復したものの1997年秋以降に再び著しく厳格化している（図表12）。これは不良債権問題の深刻化に伴い、金融機関のリスク負担能力が低下し、「貸し渋り」が発生した時期に対応している<sup>14</sup>。こうした局面では、マクロ的にみても政府系金融機関が「量的補完」機能を果たすことが必要となる。実際、政府系金融機関の貸出残高もこの時期に増加をみている。

### （3）貸出市場における金融機関の寡占行動に対する対抗力効果

貸出市場において正しい資源配分が行われるためには、市場が十分競争的であることが必要となる。しかし、貸出業務にはモニタリングコストなど固定費用を要するため、貸出市場が地域ごとに分断されて寡占状況が生じやすい。図表13は、中小企業貸出市場における政府系のシェアと民間金融機関の貸出金利との相関を都道府県別に比較したものであるが、民間の貸出金利が高いほど、政府系の貸出シェアが高くなる傾向がみとれる。中小企業へのアンケートをみても、政府系金融機関を選択する理由として、「金利が低いから」という理由を挙げる企業の割合は、民間貸出金利の水準が低い大都市圏で低く、逆に高い東北や九州などの地方圏で高く、上記の相関関係を裏付ける（図表14）。

各都道府県におけるシェア第1位の銀行の貸出金利と当該都道府県におけるシェア、預貸金利鞘と同シェア、との関係をみると正の相関がみられる（図表15）。もちろん、こうした関係を解釈するに当たっては、都道府県ごとに平均的な借り手の質が異なること<sup>15</sup>、市場構造の違いから経費率の水準が異なること、

<sup>14</sup> 90年代入り直後における民間金融機関の貸出姿勢慎重化については、貸出供給曲線のシフト、傾きの変化の観点から Baba[1996]が実証分析を行っている。97年以降の中小企業貸出市場における貸し渋りの状況と政府系貸付・信用保証の果たした役割については、中小企業庁[2000]などを参照のこと。

<sup>15</sup> 民間貸出金利と中小企業のデフォルト確率（資本金1億円未満企業の倒産負債残高/中小企業向け貸出残高）との相関をみると、バブル崩壊後の90年代においてはほぼ無相関となっている。これは、少なくともバブル期ないしそれ以降の貸出金利設定が、事後的な貸倒率とは無関係に設定されていることを意味する（図表16）。しかしながら、バブル期以前では、両者は正の相関をもっており、都道府県別の貸出金利水準がある程度「借り手の質」を反映していたといえる。

中小企業貸出比率、住宅ローン比率が異なる<sup>16</sup>こと、等を考慮する必要がある。こうした点に配慮して、預貸金利鞘ならびに貸出金利関数を推計してみる（図表 17）と、いずれのケースでも当該銀行の貸出シェアは有意に正に効いており、銀行のシェアが高いほど利鞘が大きい（貸出金利が高い）との結果が得られた。分断された各市場<sup>17</sup>においてシェアが高い民間金融機関が高い金利設定している可能性<sup>18</sup>が示唆される。

もちろん、貸出金利が高めとなっている原因には、シェアが高いことだけでなく、以上の分析には含まれない要素、例えば分断された各貸出市場の規模、過去のデフォルト率の実績値と利鞘に織り込むべき先行きのデフォルト率の予想値との違い、などの影響も考えられるため、上記の分析だけでは結論づけられないが、仮に寡占的な金利設定が行われているとすれば、政府系金融機関が中小企業向け貸出市場に参入することにより、借り手の交渉力を改善し、寡占状況を緩和する役割（対抗力効果）<sup>19</sup>を担うことが正当化される余地がある。

## 4 所得再分配機能：低利貸付による所得移転

### （1）低利貸付による所得移転効果

財政投融資を通じた低利貸付は、民間部門や公的企業に対する所得移転の効果を持つ。財政投融資を通じた資金仲介において殆どの場合で同一の貸付金利が適用されることから、信用リスクがより高いないしは長期間の借入を行う企業や個人に対して、より大きな所得移転効果を持っている。

---

<sup>16</sup> 最近の住宅ローンは固定金利貸付が増加していることから、順イールドの局面では貸出金利を押し上げる要因となる。

<sup>17</sup> 貸出市場が地域ごとに分断されているのが論点になりうるが、例えば、加納・筒井[2000]では、少なくとも、信用金庫等下位金融機関が貸し手となる中小企業貸出市場では、貸出市場が分断されているとの肯定的な結果を得ている。

<sup>18</sup> 金融機関が寡占的な金利設定により超過利潤を享受しているかどうかは、預貸金利鞘関数を推計することで説明できるはずである。しかしながら、本稿で利鞘関数だけでなく、貸出金利関数についても推計したのは以下の理由による。預貸金利鞘は、金利が変化する局面では、預金の期間構成など貸出市場の構造とは関係ない短期的な要因に左右されること、安定株主が利潤最大化を求めない日本的コーポレートガバナンスの下では、寡占行動による超過利潤は、利鞘に反映されるのではなく、従業員への手厚い給与などのかたちで経費に上乘せされる可能性があるためである。実際、銀行のシェアと経費率とは正の相関（相関係数 0.40）をもっていることから、寡占的なシェアを持つ銀行の経費が過大となっている可能性は否定できない。この点については中尾根[1994]が 90 年度のデータを用いて同様の結論を得ている。

<sup>19</sup> 寡占的な市場における公的金融の役割についての理論的分析としては吉野[1994]などがある。

3節と同様の都道府県別データから、中小企業貸出市場における政府系貸出シェアと県民所得との関係を見ると負の相関が存在する(図表18)。すなわち、県民所得の低い県で、政府系金融機関は大きなシェアを有し、より大きな所得再分配を行っている。また、住宅金融公庫利用者の所得分布は、住宅取得者全体の分布よりも低所得に偏っている(図表19)。これは、低利の基準金利適用に所得制限(標準世帯で年収約1400万円以下)が存在することが影響している。住宅金融公庫の低利貸付は、住宅ローン減税<sup>20</sup>とは異なり、低所得者でもそのメリットをフルに受けることができる。以上のことから、同公庫の貸付が所得再分配的な性格を有していることが分かる。

超長期の低利貸付の恩恵は、公共投資を行う公的企業にも及ぶ。特殊法人や地方公営企業が行う投資プロジェクトの多くは、完成後の料金収入だけでは投資額を回収することが困難である。この場合、一般会計から補助金を投入することが必要となる。財政投融資を通じて低利の超長期貸付を行うことで、金利リスクや流動性リスクに相当するプレミアム分だけ調達コストが軽減され、必要となる補助金の額を削減し、一般財政の負担を抑制することができる。こうした例として、日本道路公団等の高速道路の建設、都市基盤整備公団の賃貸住宅、地方公営企業の上下水道事業、地下鉄事業などが存在する。

## (2) 所得移転手段としての財政投融資の効率性

仮に、以上のような所得再分配政策が正当化されるとしても、民間貸出や社債発行から低利の政府系金融機関貸出へのシフトは市場に歪みを生じさせるので、補助金や減税により直接所得移転を行う方が望ましいと考えられる。しかし、実際にはそうした見解に反して、財政投融資による所得移転が頻繁に行われている。これは、財政投融資を通じた資金仲介の方が民間金融機関による資金仲介よりも(貸付残高当たりの)経費率が低い、財政投融資を通じた資金仲介においては民間金融機関とは異なり多額の自己資本が不要なことから、資本コストが大幅に軽減されること、財政投融資を通じた資金仲介においては、預金保険料や準備預金などのコスト負担が不要であること、という3つの要因により、少なくとも表面的には、財政投融資を通じた資金仲介の方が低コストで所得再分配を実現できるためである。

ここでは、上記3つのうち経費率の格差についてみてみる<sup>21</sup>。郵便貯金、資

<sup>20</sup> 住宅ローン減税は年間最高50万円の所得税を税額控除することができるが、当然のことながら、50万円以上の所得税を納付している世帯(夫婦・子供2人の標準世帯では年収が1千万円弱以上)でないと減税のメリットをフルに受けることはできない。

<sup>21</sup> 自己資本コスト、預金保険料等のコスト負担については補論2を参照。

金運用部、政府系金融機関を統合した財政投融資の経費率と民間金融機関の経費率（1998年度）を比較する<sup>22</sup>（図表20）。財政投融資は、郵便貯金が0.43%、政府系金融機関が0.40%、合計で0.83%<sup>23</sup>に止まるのに対し、民間金融機関は、最も低い都市銀行で1.00%、地方銀行1.32%、第2地銀1.58%、信用金庫1.64%と、いずれも財政投融資を0.2~0.8%程度上回る。特に、第2地銀と信用金庫は、財政投融資で最も高い組み合わせである「郵便貯金+資金運用部+国民生活金融公庫」の経費率合計（1.24%）を上回っている。経費の内訳をみると、人件費率は都銀を除けば財政投融資を大幅に上回っている。物件費率も財投よりも高い。この原因としては、郵便貯金が規模や範囲の経済性を生かして比較的高い効率性を実現していることが考えられる<sup>24</sup>。

もちろん、民間金融機関と財政投融資とでは、果たす機能が大きく異なることから、この結果から民間金融機関が効率性の点で劣っていると結論づけるのは性急に過ぎる。例えば、民間金融機関は、決済業務など手数料収入を得られる業務（役務収益業務）のウエイトが高くそれに伴う費用が嵩むほか、政府系金融機関とは異なり、短期・無担保の貸付のウエイトが高く、当該貸付の審査・管理コストが必要である<sup>25</sup>。

もっとも、「所得再分配」の手段として低利貸付を行う場合には、これらの機能は必ずしも必要ではないことから、財投による直接貸付の方がコスト安となる場合がある。民間金融機関が、決済業務の損失を長期貸付の利鞘を厚くすることで回収し、総合採算を確保している場合が少なくないことも一つの原因である。その結果、住宅ローンの分野では、民間金融機関の貸付に政府が信用保証するよりも、現時点では住宅金融公庫が直接貸し付けた方が低コストとなる。

---

<sup>22</sup> 比較のベースを合わせるため、民間金融機関の経費率から預金保険料や税金を控除している。

<sup>23</sup> 資金運用部の経費率は0.001%で、経費率への寄与は殆ど無視できる。

<sup>24</sup> 人件費では、1人当たりの給与水準、預金量対比の生産性の違いが反映している。物件費では、店舗コストの格差が著しい。1992年度の床面積1平方メートル当たりの店舗コスト（1月当たり）を算出すると、都銀4,574円、地銀2,370円に対して、郵便貯金は1,465~1,890円である（郵便貯金の郵便局使用率を31~40%と仮定＜郵政三事業の管理共通部門の経常経費・減価償却費の郵便貯金負担比率をもとに上限と下限を設定したもの＞）。この格差は、都銀や地銀は地価の高い市街地に、郵便局は地価の安い住宅地に立地している場合が多いことが影響している。店舗面積当たりの預金量は郵便貯金が民間の2~2.5倍であり、預金獲得だけで考えれば郵貯の生産性は高い。しかしながら、こうした郵貯の生産性の高さについては、以下のような留保が必要である。郵便貯金は、政府信用を背景に高い預金吸収力を有し、広告宣伝等の費用は少なくすむこと、過去（70年代前半から90年代初頭）において、郵便貯金は、逆鞘の定額貯金を大量販売することにより貯金量を急激に増加させることに成功した。多額の赤字という大きな対価を払ったが、預金者は一旦取引をすると取引金融機関をなかなか変えないという特性を有することから、その後金利面の極端な優位性を失っても、貯金量の基調は殆ど変化しないこと、の2点である。

<sup>25</sup> ちなみに役務収益業務に相当する経費を除外した経費率を算出しても、民間の経費率は0.1%程度低下するに止まる（前掲図表20）ことから、決済業務に関わる経費を勘案しても、財政投融資が経費率の面で優位であることに変化はない。



日本政策投資銀行や中小企業金融公庫が行う企業向け長期貸付なども同様の傾向がみられる。この点については、財政投融資が負担する金利リスクに伴うコストがまだ十分顕現化していないこと、担保の設定順位が高い住宅金融公庫の貸付と民間金融機関の住宅ローンの質が異なる可能性があること、などを勘案する必要があるため、トータルなコスト面での優劣について、最終的に結論をくだすのは難しいが、少なくとも民間金融機関経由の方がコスト面で有利とはいえない状況である。

## 5 景気調整機能：景気対策に伴う資金供給

### (1) 景気対策における財政投融資の役割

1990年代の不況局面においては、景気対策を目的に国・地方公共団体が多額の公共投資や減税を行ってきた。財投対象機関においても、道路公団など公的企業が公共投資を追加したり、住宅金融公庫等の政府系金融機関の融資枠を追加するなど、一般財政に歩調を合わせた政策が行われてきた。財政投融資は、こうした財投対象機関の資金需要をファイナンスするほか、公共事業や減税の実施に伴い発行された国債を引き受けたり、地方公共団体に対して超長期の貸付を行ってきた。このほか、地方交付税特別会計へ大量の貸付を行い、地方交付税を本来可能な額を超えて増額することで、地方公共団体の財政収支を下支えしている。ちなみに、郵便貯金の大量預入により資金運用部に余裕資金が大量にプールされていたことが、景気対策に伴う財政投融資の追加<sup>26</sup>（93～95年度：17兆円）が円滑に行われた一つの理由と考えられる（図表21）。

普通国債の発行残高（2000年3月末現在：332兆円）のうち、資金運用部が71兆円、郵便貯金と簡易保険の自主運用が合計50兆円、3者合計で121兆円、発行残高の36%を保有している（図表22）。残存期間別では、資金運用部や郵便貯金が10年長期国債を大量に引き受けていることから、残存期間7～10年の国債保有額が53兆円と際だって多く、同期間の発行残高の57%を占めるなど、残存期間が長期の国債のウエイトが高くなっている<sup>27</sup>。このように、大規模な景気対策を実施し国債を増発しても、資金運用部などが引き受けることから、長

<sup>26</sup> 財政投融資は「弾力条項」を用いることにより、年度中においても当初計画の50%の範囲内で、国会の審議を経ることなく予算を追加できることから、機動性の面で優位性をもつ。

<sup>27</sup> 一方、都市銀行など民間金融機関が保有する国債は、残存期間1年未満や1～3年など短期の比率が高く、時価会計導入の影響もあって、金利リスクを回避する姿勢が顕著である。

期金利に含まれるリスクプレミアムが抑制され、金利水準を押し下げてきた可能性<sup>28</sup>がある。

## (2) 地方公共団体への貸付の役割

地方公共団体に対する財政投融资を通じた貸付は、地方債残高全体の51%（1997年度末）を占めている。そのシェアは地方公共団体の規模によって大きく異なり、公募地方債を発行できる都道府県や政令指定都市の場合には40%弱と低い、一般の市町村では70%台に達している（図表23）。本来ならば、中小自治体は信用リスクや調達ロットの関係で、低コストで大量の資金調達が困難であるが、財政投融资による資金仲介でそれが可能となっている。

また、財政投融资を通じた貸付は期間20年以上が7割以上を占めており、期間10年が大半の民間縁故債や公募債と比較すると返済期間が長い。こうした長期借入のおかげで、公共投資の増加に伴い地方自治体の借入残高が増加しているにも関わらず、元利償還費の増加が相対的に後ずれすることとなり、当該自治体の歳出が当面の間は圧迫されないですむ効果を持っている。

## 6 資金使途に対するチェック機能の欠如に伴う非効率

3節から5節において、財政投融资が果たす3つの機能である、資源配分機能、所得再分配機能、景気調整機能、を取り上げた。財政投融资はこうした前向きな役割を果たす一方で、様々なマイナスの効果をもたらしている。以下6～8節では、こうした負の部分について検討する。6節では、財投対象機関に対する資金供給が政策当局の十分なチェックや政策コストの負担についての合意を伴わずに行われることが少なくないことから、財政赤字や財投対象機関の累積損失の負担先送りが容易になったり、実現困難な「収支計画」が策定され、結果的に事業赤字が発生しやすくなったり、予算制約がソフト化する<sup>29</sup>

<sup>28</sup> このリスクプレミアムとは、リスク回避的な民間金融機関が長期国債を保有するために要求する超過利潤である。この点、財投各部門は公募入札によらず国債を引き受けることからリスクプレミアムが小さくてすむと考えられる。95～98年のデータで長期実質金利と政府債務の関係について分析した玉垣・細永[2000]では、日本の長期実質金利は他の主要6か国の水準から大きく下方に乖離していると報告されている。

<sup>29</sup> 予算制約がソフトであるとは、仮に予算制約を超過して赤字を出したとしても、それに対するペナルティが小さく、当該主体が予算制約を守るように十分に動機づけられていない状態を指す。詳しくは池尾[1998]を参照のこと。

ために財投対象機関が効率化インセンティブを持つことが難しくなり、非効率的に運営されやすい、などの弊害を取り上げる。

予め誤解を避けるために述べておくと、財投対象機関に損失が累積したのは個別の財投対象機関の運営に原因があったからであり、また財政赤字の処理を先送りしたのは不況局面では増税が困難であるなど、各時点ごとに存在した様々な要因によるものであって、財政投融資による資金提供そのものがその主たる要因であるわけではないと考えることができる<sup>30</sup>。しかしながら、財政投融資が資金提供することにより、財投対象機関の資金繰りが確保されるため、政策当局のチェック機能が不十分なまま放置されたり、政策発動に伴う財政負担についての合意形成が取りあえず棚上げされる場合が少なくない<sup>31</sup>。その意味で、財政投融資の資金提供は、上記の問題の主たる要因ではないが、それを助長する有力な要因となっているといえる<sup>32</sup>。

## ( 1 ) 財投対象機関の累積損失・財政赤字の負担先送り

財政投融資を通じた資金仲介においては、資金使途に対する十分なチェック等がなされないまま財投対象機関の資金繰りが確保される結果、当該機関が累積損失を抱えていたとしても、結果としてその負担・処理が先送りされやすいと考えられる。同様の傾向は、特別会計に発生した赤字について一般財政で負担すべきところを、財政投融資を通じた一時的な借入れで賄うといった場合にもみられると考えられる。

### ( 旧国鉄債務の処理 )

処理の先送りにより償還財源を確保できなかった事例としては国鉄債務がある。1970年代から80年代前半に急増した国鉄債務の額は、1987年の国鉄改革実施時点でほぼ確定したが、当時の閣議決定により遊休地やJR各社の株式が売却されるまで、最終的な処理が先送りされた。資産を処分しても累積赤字が残る可能性が高かった以上、後知恵ではあるが、その処理は財政に余裕があったバブル期に行われるべきであった<sup>33</sup>。結局、残る赤字の処理策は1997年に策

---

<sup>30</sup> こうした考え方については、例えば高橋[1998]を参照。

<sup>31</sup> 永田・佐竹・鈴木[2000]では、こうした「改善に時間がかかりすぎる」体質が日本の構造問題の一つであると指摘している。

<sup>32</sup> この点について池尾[2000]は理論的な整理を行っている。

<sup>33</sup> 実際には、国鉄改革実施に伴い、経営悪化に伴い増加していた旧国鉄への補助金支出（ピークの1981年度で年7,300億円）が不要となったこと（国鉄清算事業団にも補助金が交付されたが、その額は旧国鉄時代の5分の1以下にまで減少。JR各社の法人税納付額さえ下回った）を、国鉄改革の成果とみなされてきた。このことは、同事業団に存在する潜在的な赤字を先送りして、

定されることとなったが、債務発生時点から 20 年以上も経過してその責任の所在を明確化できず、受益者であった国民の世代交代も進んでしまったことから、増税への理解を得ることも難しくなり、抜本的な解決は行われなかった。結果として殆どが一般会計の債務（23.5 兆円）として引き継がれ、政府債務を増加させることとなった。

### （残高が急増する地方交付税特会借入金）

現在、深刻な問題となりつつあるのが地方交付税特別会計の借入金である。同特別会計は、国税の一定比率（所得税・酒税の 32%、法人税の 35.8%、消費税の 29.5%、たばこ税の 25%）を財源に、地方公共団体に地方交付税交付金を交付するために設置されている。本来同特別会計は、この財源に見合う金額を地方公共団体に配分する「通り勘定」に過ぎないわけであるが、実際には、財源が、好況期に増加、不況期に減少するなど、景気変動に伴い大きく変動する一方、必要となる交付税額は、標準的な支出額として算出された基準財政需要と地方税収からなる基準財政収入の差となるため、むしろ不況期に増加し、好況期に減少する。そのため「入口」の財源と「出口」の交付額は通常一致せず、不況期には多額の不足が発生する。

さらに、景気対策において、政府は地方自治体に公共事業の追加に応じてもらうために、必要となる財源を地方債発行で賄うことを認めると同時に、その地方債の元利償還費を後年度に基準財政需要に算入し、地方交付税で補填する（交付税措置）ことも約束している<sup>34</sup>。その結果、必要となる交付税額がさらに押し上げられている。例えば、神野・金子[1998]、濱田[1999]によると、95 年度から 99 年度の 4 年間に全自治体の基準財政需要は 4.7 兆円増加しているが、その 49%の 2.3 兆円が交付税措置による地方債の元利償還費の増加分となっている（図表 24）。「入口」と「出口」のギャップは資金運用部からの借入により充足されているため、その借入残高は急激に増加してきており、2000 年 3 月末には 30 兆円、2001 年 3 月末には 38 兆円に達する見込み<sup>35</sup>である（図表 25）。

もし今後、税収が回復しない場合には、借入金返済のために、地方交付税圧縮と財政支出の削減、ないしは国税か地方税の増税、いずれかの対策の実行が

---

短期的に一般会計の負担を軽減するというメリットを享受することを政府は選択したと考えられる。しかし、そのつけは小さくなかった。

<sup>34</sup> 交付税措置の結果、地方自治体の借金である地方債の負担が、実質的に交付税特会に転嫁されることとなる。これは、借金が誰の負担かをわかりにくくするため、財政の透明性に反するほか、受益と負担の関係を切り離すことにより、公共投資の効率性を低める効果を持つと考えられる。このように交付税措置を用いた景気対策は少なからぬ問題を含んでいる。この点については別所[2000]を参照のこと。

<sup>35</sup> 2000 年度の交付税特会借入金の新規増加分は民間金融機関からの借入に依存している。

必要となるが、現在のところ、問題の処理は先送りされている。不況の深刻化に伴う税収不足、および景気対策の発動が借入増加の原因であるだけに、国と地方自治体の返済負担比率（原則折半負担）は決定されているとはいえ、その財源確保が国の責任なのか、それとも地方自治体の責任なのか不透明である。また、地方自治体が負担する場合にも、各自治体がどのような比率で交付税を削減し、借入金の返済を負担すべきなのか、という難しい論点もあり、その処理は現時点では困難である。

## （２）過大な「収支計画」により生じる財投対象機関の累積損失

公共投資を行う公的企業においては、過大な成長期待を前提とした「収支計画」に従って、財政投融资を通じた資金調達が行われる例が少なくない。この場合、当該社会資本が完成した後の現実の需要見通しが計画を下回り、事後的に事業赤字が発生、その時点で財政負担の必要性が表面化することとなる。結果的には実現が難しい「収支計画」を利用することで、実質的な財政負担の先送りを行ってきたと解釈できる。また、公的企業特有の会計制度によって実質的な赤字の先送りが結果として行われている場合もある。このように、当面の負担を少なくみせることで、財投対象機関による事業を負担が少なく受益が大きいと国民に錯覚させる効果を持っている（一種の「財政錯覚」）。

実現性の低い「収支計画」の策定や公的企業特有の会計制度は、財政投融资とは独立した問題であるが、仮にこれらの財投対象機関が政府信用に全く依存しない資金調達を行っている場合には、当然のことながら民間からのチェックが働き、問題点が是正されやすい。財政投融资がファイナンスを行う場合には、公的部門内部でのチェック機能が十分に行われなかったこうした問題が発生することが少なくない。

### （過大な需要見通しに基づく収支計画が実現せず、累積損失が増加）

本州四国連絡橋公団による本四架橋の建設が典型的な事例である。最初の瀬戸大橋完成時点で同公団は既に大幅な赤字を計上し、先行きは厳しいと予想されたが、この時点では、この赤字は創業赤字と解釈され、過大な需要の見通しに基づいた「収支計画」に沿って、明石海峡大橋等残り２ルートへの建設は続けられた。当該ルート開業後には単年度収支はさらに悪化するに至り、同公団は1999年度末で累積損失で9千億円、積立不足の償還準備金を含めると実質的な損失は1.5兆円に達している（図表26）。「収支計画」は何度も下方修正され、1997年度に策定された現在の計画では、国と地方公共団体が2012年度まで毎年800億円の出資金を拠出することを条件に、2025年度に累積損失を解消する予

定としている。もっとも、下方修正されたとはいえ、今後十数年で交通量が現在の2倍以上に増加することを前提条件としていること、債務残高が非常に大きい(4.2兆円<事業収入は年1千億円>)ことから、その達成は容易ではないと指摘されている<sup>36</sup>。

### ( 公的企業特有の会計制度による実質的な損失先送り )

都市基盤整備公団(旧住宅都市整備公団)の賃貸住宅については、減価償却期間が70年と長いうえに、償却法が償却基金法(減価償却費と支払利息の和が一定となるように減価償却費を調整する手法)であるため、損益計算に計上される減価償却費は小さな額<sup>37</sup>に止まっている。また補論1に述べたように日本道路公団など道路関係4公団では、償却前利益の範囲内では減価償却相当の費用を計上しない償還準備金方式を採用しているが、そのうち阪神高速道路公団や首都高速道路公団、本州四国連絡橋公団では、最近では収支悪化から償還準備金の積立が十分には進んでおらず、定額法で積み立てた場合と比較すると、償還準備金が合計で2兆円以上不足している。また政府系金融機関でも、不良債権の会計処理は取引先の法的処理終了後に直接償却により損失を計上するとのルールであるため、引当金を用いた間接償却を行っておらず、民間金融機関と同様の損失処理は行われていない<sup>38</sup>。このように表面上は損失が計上されていない財投対象機関でも、実質的な損失先送りが行われている可能性がある。

### ( 3 ) 財投対象機関の効率化インセンティブの欠如

公的部門の業績評価や組織目標が曖昧であるため、財投対象機関の業績や効率性を評価することは難しい。その結果、公的部門の経営者や構成員が、効率的に事業運営を行うインセンティブを持つことは容易ではない。唯一目標となりうるのが、自らの雇用を守るために経営破綻しない程度に最低限の工夫を行って事業を行うことであるが、財政投融資により資金繰りが保証されていると認識されると、この最低限の努力さえ怠る恐れがある(「予算制約のソフト化」)。

<sup>36</sup> 本州四国連絡橋公団の経営上の問題点については、総務庁行政監察局[1999]を参照のこと。なお、こうした苦境を打開するため、2001年度から10年間にわたり道路整備特別会計から毎年800億円の無利子貸付が実行される予定となっている。

<sup>37</sup> 1999年度末で賃貸住宅資産は67,600億円であるが、同年度に計上された減価償却費は151億円(資産残高の0.22%)に過ぎず、償却期間の後半における費用負担が極めて大きい。

<sup>38</sup> 例えば、2000年3月末の貸倒引当金をみると、日本政策投資銀行が562億円、国民生活公庫が382億円、中小企業金融公庫が218億円と、各々のリスク管理債権(各7,414億円、8,373億円、3,953億円)の1割以下の水準に止まっている。これは、民間金融機関と比較しても極めて低い水準である。担保の存在を勘案しても、実質的な損失が先送りされていると判断される。

また、郵貯シフトの発生等により資金運用部の資金が余裕のある状態にあったことが少なくないことから、その逆鞘を小さくするために、財投対象機関に対する貸付を増加させたいというインセンティブが運用部サイドにも生じやすかった。これが、資金繰りが容易となるとの期待を財投対象機関に抱かせた可能性がある。

具体的には、財政投融資により資金供給が十分に行われているために、地方自治体は、行政効率を引き上げたり、公募債発行を容易にする対策（市町村合併等）を十分には行っていないとみられる。また、公共投資を行う公的企業では、累積赤字が生じた場合も創業赤字と解釈して、合理化を伴う経営再建策を打ち出すのが遅れがちとなる。追加的な公共投資が見直されることなく実行に移され、長期にわたる創業赤字が容認される傾向もある。この事例としては本州四国連絡橋公団のほか、関西国際空港株式会社が該当するかもしれない。同空港は開業後6年を経過しても創業赤字が十分縮小していないが、既に第2期工事に着手しており、「収支計画」の前提となる需要見通しが誤っていれば、本四公団と同様の問題を生じさせる可能性<sup>39</sup>がある。このほか、旧国鉄や石油公団・林野事業特別会計等がそうであったように、財政投融資を通じた資金提供が当面の資金繰りを容易にするが故に、財投対象機関の経営再建策の策定やその実行に長い期間を費やしがちであることも、損失が拡大してしまう原因の一つである<sup>40</sup>。

#### （４）政策決定のしくみと財政投融資を通じた資金供給との関係

確かに財政投融資による資金提供は、損失の累積や財政赤字の処理を先送りする主たる要因ではない。しかしながら、財投対象機関が損失を累積させたり、財政赤字を先送りするためには、赤字分の資金調達が必要である。仮に資金調達ができなければ事業の継続が不可能となる。事業の継続を図りつつ、改善策を探るという対応をとるためには、財政投融資による資金提供（ここでは資金運用部等政府部門による資金提供だけでなく、政府保証を用いた調達、あるいは暗黙の政府保証を背景とした財投対象機関自身による資金調達を含んだもの

<sup>39</sup> 例えば、格付投資情報センター[2000a]を参照。

<sup>40</sup> 石油公団は多額の政府保証借入金を財投計画外で調達し、海外の石油開発に投融資を行った。80年代半ば以降の原油価格下落からこれらの投融資は大きな損失を被ったが、政府信用を背景に同公団の資金調達には何らの制約を与えなかったため、当該投融資の処理はごく最近まで先送りされ、損失の増加を招く結果となった。また70～80年代の国鉄が、政府保証のない縁故債や借入金により赤字補てんを図った事例がある。当時の政府保証債と縁故債の利回り格差は小さく、市場が「暗黙の政府保証」を念頭にファイナンスし、国鉄に資金繰り制約を感じさせる圧力とはならなかった。

と定義している)が不可欠である。民間部門からみれば、政府保証が付与されたり、政府を経由するのでない限り、赤字を累積させる機関に資金を提供することはできない。

もちろん、財政投融资を通じた資金供給を適切に利用することにより、公的に不可欠なサービスを継続的に提供したり、赤字の先送りで国民負担を平準化することもできるため、経済厚生上は望ましい場合もある。しかし実際には、政府や財投対象機関は、財政投融资による資金提供に頼って問題解決を先送りすることを選択する一方で、財政に余裕がある時期においても先送りされた赤字の処理を十分には行ってこなかったとみられるケースが少なくない。過大な需要予測による「事業計画」や会計制度の不備により、潜在的な損失が公共投資ファイナンスの一部として埋もれ、世論が実態を認識するのが遅れてしまい、累積損失の処理が先送りされる事例も存在する。

このように、政策決定プロセスにおいては、負担を先送りする傾向が少なからず窺われたため、財政投融资による資金供給が、経済厚生を高めるように利用されるだけでなく、問題を先送りする手段を与えてしまっていることが少なくない。こうした弊害を除去するためには、財政投融资の資金用途に対するチェックを強化するとともに、問題の先送りを伴う政策決定を適切に排除することが必要である。また、場合によっては財政投融资による資金供給を利用した財政赤字や財投対象機関の累積損失の処理先送りに一定の歯止めをかけることも、財政の規律付けを図るための一つの対策であろうと考えられる。

## 7 金融仲介に伴う大きなリスク負担

### (1) 財政投融资が抱える金利リスク

財政投融资を通じた資金仲介においては、民間部門や公的企業に対して超長期固定金利貸付が行われているほか、長期国債の大量引受けや地方公共団体への超長期の貸付が行われており、資金調達の間隔構成との関係で大きな金利リスクを内包している。資金運用部の調達サイドをみると、主力の郵便貯金の平均預入期間は4～5年にすぎない一方で、資金運用部の平均運用期間が18年程度に達するため、調達と運用の間隔ミスマッチは大きい(図表27)。その結果、金利変動により財政投融资の収支は大きく変動する。すなわち、金利上昇局面では調達コストの方が運用利回りよりも速く上昇し、収支が悪化する。一方、金利低下局面では逆のメカニズムが働き、収支が好転する。ちなみに、2000年3



月末のデータを用いて、資金運用部について、金利変動による資産価値の変化を試算した(図表 28)。その結果によると、金利が1%上昇(低下)すると純資産は時価ベースで約8.4兆円、総資産の2%以上も減少(増加)する(図表 29、詳しい試算手法については補論3参照)。

このほか、預金者や借り手が持つ解約オプションのリスクが存在する。具体的には、郵便貯金では、預金者に対し定額貯金を任意に解約できる権利を、住宅金融公庫では、ローン利用者に対し借入金を任意に繰上償還できる権利を、各々付与している。実際、郵便貯金では、定額貯金の預け替えにより大きな収支変動をたびたび経験しているほか、住宅金融公庫では、繰上償還額が1993年度以降の7年間で40兆円に達しており(図表 30)、最近では、住宅金融公庫の収支は少なくとも年1千億円程度悪化している<sup>41</sup>。

民間金融機関の場合にはこうしたリスク顕現化に備え、多額の自己資本を保有するとともに厳格なリスク管理を行い、その金利リスクの一部をヘッジするが、そのためには相応のコストが必要となる。財政投融資を通じた資金仲介においては、こうしたコストを負担してまでリスク管理を行う誘因が働きにくい。

現在のところ、金利リスクが顕現化して、財政負担が目立って増えているわけではない。これは、80年代以降、日本経済が低インフレ・低成長に移行する過程の下で、金利がほぼ一貫して低下してきたことが原因である。実際、2000年3月末現在、資金運用部には累積黒字が5兆円以上も内部留保されており、現時点では金利低下メリットが住宅金融公庫の赤字増加など他のマイナス要因よりも大きくなっている。しかしながら、今後金利が本格的に上昇する場合には一転して収支が悪化すると予想される。以上のように、財政投融資の超長期固定金利貸付は、政府部門が大きな金利リスクを負担することを対価に提供されているものであり、そのベネフィットを評価する場合には、潜在的な金利リスクが極めて大きいことを十分勘案する必要がある。

## (2) 財政投融資が抱える信用リスク

財政投融資が「量的補完」機能を果たす場合には、平均よりも低い質の借り手にも貸付を行うことから、それに見合う信用リスクを負担していることを見

---

<sup>41</sup> このうち、95年度(繰上償還額9.8兆円)、96年度(同5.6兆円)については、損失額が非常に大きく、従来からの補助金スキームでは損失を埋めきれないため、住宅金融公庫法の附則を改正し、別枠で交付金が交付されている。その額は97年度1206億円、98年度810億円、99年度739億円である。この値から繰上償還全体の損失額は、各年少なくとも1千億円を相当程度上回る金額に達していると推定される。なお、住宅金融公庫の金利リスクについて分析した吉川・酒井・宮川[2000]では、繰上償還の発生を主因に2000年度から5年間で年平均4千億円程度の損失が発生するとの試算結果を示している。

逃すことはできない。2000年3月末現在における政府系金融機関のリスク管理債権をみる（図表31）と、中小企業金融公庫では貸出残高の5.2%と全国銀行（6.1%）に近い水準、国民生活金融公庫では7.6%と全国銀行を上回り、信用金庫（8.9%）に近い水準に達している。もっとも、政府系金融機関の貸付は原則担保を徴求していること、不動産等資産価格下落の影響を受ける業種への貸付が少ないこと等から、現時点での損失発生額は民間金融機関を下回り、目立った財政負担を生じているわけではない。しかしながら、業歴の長い中小・零細企業の廃業等が今後増加する場合には、政府系金融機関にも相応の損失が発生する可能性がある。

### （3）金利リスク・信用リスクによる「所得移転」の変動

財政投融资を通じた低利貸付による「所得移転」の問題点をみてみよう。その一つは、「所得移転」の大きさが、金利リスクや信用リスクの量に依存し、事前には確定しないことである。例えば、貸付先の企業が倒産した場合には、貸し倒れによる「所得移転」額は極めて大きな額となるが、貸付時点でその額を予想することは困難である。この点は、企業の信用リスクが以前よりも高くなり、また企業ごとのばらつきが大きくなった最近ではより深刻な問題である。また、超長期固定金利貸付による「所得移転」も、貸付後の金利情勢によりその額が大きく変化するが、これも事前の予測は難しい。住宅金融公庫の貸付のように繰上償還が借り手の任意である場合には、借入サイドの行動により「所得移転」額がさらに大きく変化する。

このように、貸付を行った時点では、必要となる財政負担が確定せず、将来、財政投融资に大きな損失が発生するリスクを常に背負っている。政府系金融機関を維持するために必要な補助金は、1998年度で8,200億円、出資金による収支嵩上げ効果などを含めると9,100億円にも達しており（図表32）、一般会計にとっての負担感は小さくない。そのため、万一の場合に損失処理の先送りを招く誘因をもっていることは否定できない。実際、住宅金融公庫については損失額が同公庫への補助金の予算枠に収まらないことが多いことから、損失が長期にわたり繰り越されている。

第2の問題点としては、こうした意図せざる「所得移転」の政策効果が小さいと予想されることである。例えば、企業への貸付が貸し倒れた場合には、「所得移転」が結果的に巨額となるが、貸出実行後に適切なモニタリングが行われず、借り手がモラルハザードを起こした結果である可能性が少なくないため、その効率性には疑問が残る。新規開業企業など貸し倒れリスクが高い先に対しては、補助金交付など財政負担が事前に確定する手法を用いることが望ましい。

また、貸出実行後のモニタリングや債権回収を民間金融機関等に委託し、その手数料を出来高払いとすることでモラルハザードを防ぐという対応策もある。

このほか、ローン利用者が住宅金融公庫の貸付を繰上償還した場合に生じる「所得移転」は、住宅建設等に追加的な効果をもたらさないため、政策効果は小さいと考えられる。1995年以降、繰上償還の恩恵に浴した家計へ所得移転が生じる一方、住宅金融公庫が損失を被っている。その結果、新規の住宅取得者に対する貸付金利が高めに設定され、住宅建設にマイナスの効果をもたらしている<sup>42</sup>。こうした点を考慮すると、無コストで任意に繰上償還を認めている現行ルールには見直しの余地がある。

## 8 財政投融資がもたらす金融市場への負の効果

### (1) 財政投融資が金融市場の発達を阻害するか

これまでの分析では、財政投融資が「市場の失敗」を補完し資源配分を改善すること、効率的な「所得移転」手段となっていること、を述べてきた。しかしながら、経済全体の厚生水準を改善しているとは結論づけるためには、借り手の企業や家計、政府部門の得失だけでなく、資金の出し手である民間金融機関や預金者が受ける不利益を勘案して、トータルなベネフィットがプラスとなっているかをチェックする必要がある<sup>43</sup>。

3節では、民間金融機関の超長期貸付を供給する能力には制約があり、その原因として、個人年金や企業年金が未発達であることから、超長期運用を好する投資家が市場に不足していること、金利リスクを多数の投資家に分散することで、長期調達を容易にする公募債市場の発達が遅れていたこと、などを指摘した。これらについては、金融当局の規制の存在や民間金融機関自体の自助努力の不足が発展を遅らせた原因の一つと考えられる。しかしながら、財政投融資が大きなプレゼンスを占めていたことが、上記要因の解決を遅らせ、金融市場の発展を阻害してきた可能性がある点にも注意する必要がある。

---

<sup>42</sup> 住宅金融公庫の貸付基準金利は、1997年頃までは財投金利と同程度か幾分下回る金利に設定されていたが、1998年度以降は、繰上償還による収支悪化分を穴埋めするため、同金利は財投金利を0.5～1.0%程度上回る水準にまで引き上げられている。

<sup>43</sup> 政府系金融機関による貸付が経済全体の厚生水準を改善しているかについて取り扱った実証分析は数少ない。三井[1991]は、1976～87年の中小企業貸出市場データを用いて、政府系貸付が借り手の余剰を拡大すること、しかしながら貸し手の余剰の変化は条件次第で符号が変わりうることから、総余剰の増減は確定できないとの結果を導いている。

例えば については、公的年金の保険料が低い一方でその給付水準が相当高く加入者に有利であったが故に、企業年金や個人年金が十分普及してこなかった可能性がある。については、社債市場に存在した様々な規制が発達を阻害してきたが、そのほかに日本政策投資銀行（旧・日本開発銀行）の存在が、マイナスに作用していた可能性がある。同銀行の貸出は上位貸出先 30 社で全貸出残高の 44%に達するなど、優良企業のウエイトが高い（図表 33）。低利の超長期固定金利貸付が、当該企業の社債発行額を減少させている可能性がある。実際、大企業における日本政策投資銀行の貸出残高が資金調達残高に占めるシェアと普通社債が占めるシェアは逆相関にあり、同銀行の貸出が社債発行を抑制したことを示唆している（図表 34）。このほか、住宅金融公庫が、財投からの超長期借入に依存し、住宅ローン債権の証券化に消極的であったことが、同市場の発達を遅らせてきたとの指摘<sup>44</sup>も存在する。

もちろん状況は年金改革の進展や社債の発行手数料の引き下げ等により、今後変化していく可能性が高い。こうした変化が「市場の失敗」をどの程度変化させるのか、財政投融资による「質的補完」の必要性がどの程度減少するのか、例えば日本政策投資銀行の大企業向け貸付が今後も必要かどうか、常に見直していく必要がある。

## （２）「市場の失敗」を是正する代替的手段は何か

情報の非対称性に伴う「信用割当」は、中小企業向けの貸出市場では必ず付随する問題である。政府系金融機関による「量的補完」機能も、同金融機関に情報の優位性が備わっていない以上、状況によっては資源配分上非効率な貸付を行うことに繋がり、大きな財政負担を発生させる可能性がある。そうした観点からは、政府系金融機関の貸出に依存するよりは、貸出市場における情報の非対称性が緩和されるように、金融技術革新<sup>45</sup>を促したり、企業経営の実態の把握が容易になるように企業会計規則を改正する、等の政策を行うことがより望ましい対策<sup>46</sup>である。

---

<sup>44</sup> 例えば中北[1998]参照。もっとも繰上償還の急増に伴い大きな損失を被った住宅金融公庫は、最近住宅ローン債権の証券化に積極的な姿勢に転じている。なお同市場の特徴とその意義については翁[1997]を参照のこと。

<sup>45</sup> クレジットスコアリングなど金融技術革新の進展が情報の非対称性を解消する可能性については、内田・大谷・川本[2000]が詳しく検討している。

<sup>46</sup> 金融市場の事例には該当しないが、住宅政策として「持ち家」を前提として、住宅金融公庫の低利貸付と住宅ローン減税を柱とした所得移転政策を行うことが最適なのかは検討する余地があるだろう。すなわち、現在、日本において持ち家に対する人々の選好が強いのは、借家人の権利を保護する「借家法」が足かせとなって、家族向けの優良賃貸住宅が十分供給されていない

一方、中小企業向け貸出市場の寡占構造を緩和し、借り手の企業の交渉力を向上させるために、対抗力としての政府系金融機関のシェアを大きくすべきだというのは最善な政策とは考えられない。戦後長きに亘って金融当局は、銀行の業務範囲を厳しく規制してきたほか、銀行業への高い参入障壁を設けるなど、競争制限的な政策を採用してきた。一方で、政府系金融機関の貸付を増加させ、その弊害を緩和するという政策を採用してきた。しかしながら、今後は金融機関の新規参入のハードルを低くするなど、金融規制を真に競争促進的なものとするとともに、一方で独占禁止政策を厳格に運用することが必要である。その際、地域貸出市場で競争のあり方、例えば地方銀行や第二地方銀行間の競争環境<sup>47</sup>、借り手の囲い込み効果の大きい協同組合金融機関など、が論点となりうる。

こうした競争政策を実行してもなおも残る「市場の失敗」の部分に対し、政府系金融機関は補完的な貸付を行うことが望ましいと考えられる。同様の観点から、97年秋以降の金融システム危機に伴う貸し渋りの発生などに対応した政府系の「量的補完」機能の拡大も、金融の正常化に伴い民間金融機関の貸出姿勢が積極化するにつれて、その必要性が低下している。それに応じて政府系金融機関の貸付規模の適切な縮小を図ることが、市場の機能を損なわないようにする、財政投融資を通じた資金仲介のコストを最小化する、といった観点<sup>48</sup>からは重要である。

## 9 2001年度財政投融資改革のインパクト

### (1) 改革のポイント

1997年に決定された基本方針に沿って2001年4月から財政投融資の改革が実

---

という事情がある。その意味では、住宅金融公庫貸付と住宅ローン減税による大きな財政負担を削減するためには、「借家法」の見直しが奏功して賃貸住宅の供給が増加することが必要である。

<sup>47</sup> 金融ジャーナル[1999]によると、民間貸出市場(全国銀行+信金+信組+農協+労働金庫)におけるトップ地銀のシェアが40%を超える都道府県は、秋田、栃木、長野、滋賀、奈良、鳥取、島根、山口、徳島、佐賀、大分、宮崎の13県に達している(1999年3月末現在)。さらに、バブル期に積極的に貸出を行っていた都銀の活動低下に伴い、多くの県でトップ行のシェアはさらに高まる傾向にある。

<sup>48</sup> 経済構造の変化から企業の倒産確率が高まりつつあるが、一方で政府系の貸付金利は市場金利対比で一定であることから、信用リスクを調整したベースの実質的な貸付金利がより低くなっている。民間金融機関の貸付金利もそれに追従を余儀なくされ、信用リスクに見合った金利設定ができない場合には、政府系金融機関の損失が拡大するだけでなく、民間金融機関の収益力が回復せず、金融システムの安定化の阻害要因となるという負の効果が生じる可能性もある。

行に移される（ポイントは補論 4、資金フローの変化は図表 35 参照）。改革の特徴は、第 1 に財政投融资の資金調達を「市場原理」に則ったものとするところである。具体的には、郵便貯金および年金積立金の運用部預託義務を廃止する。財投対象機関には、政府保証のない財投機関債を発行するための最大限の努力を求め、財投機関債ではカバーできない部分に限り、財政融資資金特別会計が財投債（同特別会計が発行する国債）により調達する資金を貸し付ける<sup>49</sup>。またその際の貸付金利を貸付期間に応じて設定する。これは、6 節で述べたように財政投融资が潤沢な資金をもち、財投対象機関の資金繰りを賄ってきたことが、「予算制約のソフト化」を通じて財投対象機関の非効率化に繋がったとの批判に対応したものである。第 2 に、事業を開始する前に全期間の財政負担額（将来にわたって必要となる補助金の割引現在価値）を算出する「政策コスト分析」を導入するほか、財投対象機関のディスクロージャーを充実させることとしている。これは、政策当局によるチェック機能を強化することで、財政投融资による資金供給に付随して起こりがちな、財政赤字処理の先送りや財投対象機関の損失の累積を防止することを目的としている。

## （２）改革のインパクト

以上のように、今回の改革は 6 節で指摘した、財投対象機関に対するチェック機能の欠如による弊害、すなわち、財投対象機関の損失の先送り、「予算制約のソフト化」による財投対象機関の非効率化、を防止することを目的としている。今回の改革は、果たして意図する成果をもたらすのであろうか。現時点では流動的な面が残るが、先行きを展望してみたい。

### 「市場原理」に則った資金調達が、財投対象機関の効率化に役立つか

「市場原理」に則った資金調達の効果についてみる。第 1 に、郵便貯金や厚生年金の預託義務が廃止され、完全自主運用に移行するため、郵便貯金等の調達サイドに調達量を抑制する規律付けが働く可能性が高い<sup>50</sup>。これまで、郵便貯金は調達した資金を無制限に運用部に預託することが可能であったため、

---

<sup>49</sup> このほか、例外的に公営企業金融公庫などに対して政府保証債による調達が認められている。

<sup>50</sup> 運用部預託金の預託金利（7 年以上）は、現在 10 年物国債のクーポンよりも 0.2% 高めに設定されている。これは、運用利回りの低下を回避したい厚生年金に配慮したものである。2001 年 4 月以降の市場運用においては、高い運用利回りを確保するため、より長期の流動性リスクや信用リスクの高い運用を増加させる可能性がある。そのため、改革に伴い調達部門におけるリスク管理体制を整備したり、外部からの有効なチェック体制を構築することが極めて重要である。

貯金金利引き下げ等の対策を講じることなく、受動的に貯金を受け入れてきた。しかしながら、今後は調達量が増加すれば即自主運用の増加に迫られるため、こうしたスタンスを継続することは難しくなる。この点は、金利リスクの管理についても同様と考えられ、例えば、金利低下局面で定額貯金の大量預入を容認することは、運用リスクが非常に高いため難しくなる。

また、仲介部門である財政融資資金特別会計（現・資金運用部特別会計）が追加貸付に応じるためには、新規に財投債を発行する必要があるため、機動的に追加貸付ができなくなり、その結果として財投対象機関が資金調達にかかるコストをより強く意識せざるをえなくなると予想される。実際、「財投計画」の枠外であるが、地方交付税特別会計が資金運用部から新規に借入れることが難しくなったことから、その赤字部分を一般会計からの繰入増により補填する動きがみられている。これについては、赤字の早期処理を図る動きとみることも可能であろう。

第2に、財政融資資金特別会計から財投対象機関に対する貸付金利が、貸付期間に応じて設定されるため、超長期の貸付金利が上昇する。その結果、長い目でみればコスト増加に直面するため、超長期借入に過度に偏った借り手の行動が是正されて、貸付期間が短縮すると予想される。現在のところ、財投貸付金利が10年物国債利回りよりも0.2%高めに設定されているため、超長期における貸付金利の上昇は、市場原理の導入により財投貸付金利の割高が解消することでオフセットされる。そのため、短期的にはこうしたコスト効果が十分発揮されない可能性<sup>51</sup>があるが、中長期的には財政投融資全体の調達と運用のミスマッチとそれに伴う金利リスクを軽減する<sup>52</sup>ことが期待される。

もう一つの柱である財投機関債については、金融市場が財投対象機関の監視を強め、効率化を促すことがある程度期待できる。しかし以下の理由から、財投機関債がこうした機能を十分に果たすのは現状では難しいのではないかと考えられる。

第1に、財投対象機関は殆どが政府出資比率100%の法人であることから、経営の自律性を唱えても、経営が悪化すれば政府が損失を穴埋めするのではないかと市場の期待（「暗黙の政府保証」）を払拭することが簡単ではないと予想される<sup>53</sup>。例えば、事実上破綻した国鉄清算事業団では、債務を一般会計に引き

---

<sup>51</sup> 国民生活金融公庫、中小企業金融公庫等調達期間が短い政府系金融機関を中心に、調達コストが低下するため収支が改善し、より積極的な貸出姿勢に転じる可能性もある。この点を含め貸付期間に応じて貸付金利が設定される影響については補論5を参照のこと。

<sup>52</sup> また、財政融資資金特別会計が、超長期の財投債を発行することにより、調達のマチュリティを幾分長期化することで、金利リスクを軽減することも可能である。

<sup>53</sup> この点についての理論的分析としては岩本[1998]が存在する。

継ぐことで債務はすべて償還された。こうした取り扱いを観察した投資家は、財投機関債に政府保証が付与されていなくても、事実上の政府保証があるとみなす可能性が高い。その場合には、財投機関債には信用力に応じた利回り格差が生じないため、効率化のインセンティブとして機能するのは難しい。

第2に、財投対象機関サイドに財投機関債を発行するインセンティブ（外圧）が存在しないことである。現状では、財投機関債発行の検討を義務づけられているとはいえ、発行に伴うコスト増加について補助金の増額がなされる予定もなく、仮に財投機関債を発行しなくても、財政融資資金特別会計から必要額を借り入れることができると予想される状況では、財投対象機関は自ら財投機関債発行に積極的にはなりにくい<sup>54</sup>と考えられる。

もっとも財投機関債を発行する際には、市場の評価を高めるために、経営内容についての詳細なディスクロージャーに迫られ、財投機関の運営効率化に資するという側面はある。ただ、実際に財投対象機関の効率化インセンティブを強めるといった目的を達成するためには、上記の問題点を克服する制度的な工夫<sup>55</sup>が必要である。

### 「政策コスト分析」が赤字先送り、「財政錯覚」抑制に効果を持つか

政策コスト分析とは、財投対象機関が事業を実施するのに伴い、事業終了までのすべての期間で必要と見込まれる国からの補助金額を、一定の条件に基づいて計算し、割引現在価値で表示したものである（仕組みは図表 36 参照）。この分析では、算出したコストを便益とは比較していないが、これは便益の算出には恣意性が伴うためである。公共経済学が想定するように費用便益分析に発展させて、政策の可否を直接判断するのは現時点では難しい。当面は、将来にわたる財政負担を事前に把握することで、事業赤字の負担先送りや「財政錯覚」を防ぎ、安易な事業実施に歯止めをかける役割、政策目的を達成するのにどのような政策手段が最も効率的かを比較する役割、が期待されている<sup>56</sup>。

政策コスト分析は、1999年8月に第1回、2000年6月に第2回の試算が14機関を対象に行われ、公表されている<sup>57</sup>。この結果は、前提条件の変化の可能性

<sup>54</sup> 2001年度における財投機関債の発行予定額は1.1兆円に止まっている。これは、「財投計画」32.5兆円の3%程度である。

<sup>55</sup> 例えば、財投対象機関の破綻ルール策定や政府からの補助金額の事前コミットメントなどが考えられる。しかしながら、財投対象機関の事業内容が公共政策的に不可欠なものである場合には、政府が破綻させることを選択することはないと予想されることから、こうしたルール化が「暗黙の政府保証」を払拭することに役立つかどうかは未知数である。この点については池尾[2000]参照。

<sup>56</sup> 政策コスト分析の意義については高橋[2000]を参考のこと。

<sup>57</sup> 政策コスト分析の詳しい内容については、大蔵省理財局[2000a]や財務省ホームページを参照。



を考慮していないこと、6節で指摘したような過大な需要予測とそれに基づく楽観的な「収支計画」を排除するしくみが備わっていないことから、まだ十分なものとはいえない。それでも、日本道路公団（4兆3千億円）、住宅金融公庫（8千億円）の政策コストが大きいなど、大まかな傾向を知ることができる（図表37）。試算を繰り返すことで、徐々にではあるが、潜在的な財政負担を圧縮するための外力として寄与することが期待される<sup>58</sup>。現時点では、政策コストの試算結果が財政投融资の予算査定にどのような影響を及ぼすのか、財政当局からは明示されていない。政策コストが意味を持つためには、試算結果が政策判断に反映されるルールづくりが必要である。

## 10 おわりに - 残された課題について -

郵便貯金や年金積立金等に対する運用部預託義務の廃止や貸付金利設定ルールの変更等の資金調達・運用システムの大きな改革により、調達サイドや財投対象機関が一定の規律付けをもつことが期待できるほか、政策コスト分析の導入により、財投対象機関の損失処理を先送りしたり、当面の財政負担が小さいために事業を安易に拡大する「財政錯覚」をある程度は抑制することが可能となると予想される。このように、6節で指摘した「資金用途に対するチェック機能の欠如に伴う非効率」については、今回の改革で改善に向かうと評価できる。

もっとも、今回の改革では、個別の財投対象機関のガバナンスや運営のあり方について直接的な対策は採られていないこともあり、財投対象機関が効率化のインセンティブを十分に持つには至っていないとの指摘が多い。財投対象機関に効率化のインセンティブを付与するのに最も有効な手段は民営化である。行政改革委員会・官民活動分担小委員会は、「行政関与の在り方に関する基準」（1996年12月公表）において、公的に行う事業については執行主体に説明義務を課し、正当性を立証できない事業については廃止ないし民営化するという方針を示した。これは公的な事業関与を最小限に止めることが、「政府の失敗」を防ぐ最も有効な手段であるとの考えに基づいている。財投対象機関から採算部門を分離するなどにより、民間によるガバナンスに移すことが政府の負担を

---

<sup>58</sup> 政策コスト試算の効果とは直接にはいえないが、財投対象機関の長期の収支見通しを前提に、事業赤字の先送りを回避するために、一般会計から資金を投入しようとの動きがごく最近では目立ってきている。例えば、本州四国連絡橋公団への無利子貸付金の提供、関西国際空港への追加出資・2期工事の見直し、日本道路公団の未着工高速道路の一般財政負担での建設、などの提案が財務省からなされている。

削減する<sup>59</sup>ことに役立つ。

もちろん、財投対象機関の活動の大半は、独立採算が不可能なことから政府部門で行われているものであり、そうした意味で民営化にはなじまない。その場合に財投対象機関に効率化のインセンティブを持たせるのは容易ではないが、一つの手法として、財投対象機関に外部監査を導入するとともに、中期的な数値目標を設定させ、達成度合いと当該機関の責任者の報酬をリンクさせるなど、エイジェンシー的な手法を用いた改善案が識者から提案されている<sup>60</sup>。また、以上のスキームでは自発的に効率化インセンティブを持つことが難しい地方公共団体をどのように扱うかが、大きな問題として残っている<sup>61</sup>。

一方、7節で指摘した「金融仲介に伴うリスク負担」のうち、金利リスクについては、貸付期間ごとの金利設定の導入により、今後超長期借入に過度に偏った借り手の行動が是正されて、貸付期間が短縮すると予想され、調達と運用の期間ミスマッチが縮小することが期待される。もちろん、住宅金融、公共投資を行う公的企業・地方公共団体などに対する超長期貸付のニーズの強さには基本的には変化がないことから、こうしたコスト上昇の効果がどの程度リスクの軽減に結びつくかは現時点では予想は難しい。少なくとも現時点では、金融仲介における「市場の失敗」の補完には、大きな金利リスク負担が不可分となっている点は、十分念頭に置く必要がある。

このほか、8節で指摘した「財政投融資がもたらす金融市場への負の効果」の問題については、個別機関の問題が中心であることから、包括的な対応策は採られていない。この問題は、3節で述べた「金融仲介における市場の失敗の補完」、4節で述べた「低利貸付による所得移転」のメリットや必要性と比較しつつ考えていく必要がある。金融仲介における役割については、金融市場、特に住宅向け・中小企業向け貸出市場において、情報の非対称性に伴う信用割当の発生、長期固定金利資金の供給不足、寡占度の高い金融機関の存在など、「市場の失敗」がどの程度存在するのか、それを取り除くことが可能なのかが問題となる。そうした意味では、財政投融資が金融市場で大きなプレゼンスを持っているという状況は、民間金融市場の金融仲介機能が、現在のところはまだ十分ではないことを示していると考えられる。しかしながら、こうした問題点は、まず、公的規制の改革や競争促進政策により、民間の市場機能を向上させるこ

---

<sup>59</sup> 民営化しても、当該企業の債務等に対して暗黙の政府保証が付与される可能性があり、その場合には効率化のインセンティブを生じないのではないかと批判がある。もっとも、最近の日本では株主に自己責任を求める傾向にあるほか、過去に民営化された企業が民営化以前と明確に異なるガバナンスを行っている実績を考えると、民営化は有効というのがこれまでの経験である。

<sup>60</sup> 例えば、西崎・真栄田・山田・行田[1997]、岩田[1998]を参照。また、政府・与党の特殊法人改革がこうした観点から推進されることとなっている。

<sup>61</sup> 一つの対策として検討されているのが、地方自治体の政策評価を工夫することで、効率化を促すスキームとするものである。詳しくは宮田・古市[2000]を参照のこと。

とで達成することを目指すべきである。財政投融资の活用は、市場における公的関与の増大に繋がり、長期的には非効率性を発生させるリスクが少なくないことから、最小限に止めるのが望ましい。

また、本稿では直接には検討しなかったが、財政政策全体として、所得再分配政策をどの程度行うべきか、地方自治体は公共投資の追加や減税により、国が行う景気調整機能に協力すべきなのか、という問題も合わせて考える必要がある。これらの問題は、財政投融资の望ましいプレゼンスの大きさを決めるだけではなく、累増する国、地方公共団体の財政赤字をどの程度に抑制するべきかという課題を考えるうえでも極めて重要である。

以 上

## **(補論 1) 国債引受け・地方公共団体への貸付等および財投対象機関の累積損失相当分へのファイナンスに該当する財投残高の算出手法**

図表 5 の で示した国債引受け・地方公共団体への貸付等および財投対象機関の累積損失相当分へのファイナンスに該当する財投残高の算出法を以下で詳しく説明する(残高は 2000 年 3 月末現在)。

### **(1) 国債引受け・地方公共団体への貸付・後年度に一般財政で負担することが予定されている特別会計等への貸付(約 181 兆円)**

国の一般会計・地方公共団体の普通会計に直接与信が行われる、ないしは、財投対象機関に対して与信が行われるが、財政赤字の肩代わりの性格を有し、その返済が一般会計(普通会計)により行われることが予定されているものを指す。種類によりその形態は異なるが、返済財源が租税負担である点で同一の性格を有する。

#### **・国債引受け(68.4 兆円)**

資金運用部が保有する国債残高のうち、短期の余資運用である現先運用残高ならびに短期国債残高<sup>62</sup>を控除したもので、満期まで保有することが前提となっている中期および長期国債の残高に相当する。

#### **・地方債(普通会計向け)(57.8 兆円)**

資金運用部と簡易保険の地方公共団体(普通会計)向け貸付残高に「公営企業企業金融公庫による同普通会計向け貸付残高\*(公営企業金融公庫の政府保証債発行残高/同資金調達残高)」を加えたものである。

#### **・地方債(公営企業向け)(13.1 兆円)**

公営企業向け財投貸付は本来公営企業の事業収益により返済される。しかしながら、一部の事業については、その事業収益では返済できないことから、後年度にその元利償還費の一部(下水道事業債 50%、病院事業債 60%)について地方交付税が増額され、当該自治体の普通会計を通じて補填される。当該事業債残高に交付税措置率を乗じたものを一般財政が負担すべき財政赤字とみなす。

---

<sup>62</sup> 計数はいずれも大蔵省理財局[2000]『平成 11 年度資金運用部資金運用報告書』に掲載されている。

### ・旧国鉄債務関連（7.7兆円）

1998年10月に廃止された国鉄清算事業団のうち、鉄道建設公団に引き継がれなかった部分は一般会計が負担することから、引き継いだ財投残高を計上する。

### ・地方交付税関連（32.5兆円）

地方交付税が国税の法定繰入分では賄えない場合に、地方交付税特別会計が資金運用部から借り入れた短期借入残高と一般会計が既に同特会から引き継いだ借入残高の合計。なお、同特会借入金の残高は原則として国と地方の折半負担である。

### ・厚生年金保険特別会計（1.5兆円）

政府管掌健康保険・日雇労働者健康保険の累積債務を引き継いだもの（1984年度）で、本来は一般会計により補填されるべきものであるが、今日まで運用部から短期借入でロールオーバーされている。

## （2）財投対象機関の累積損失に対するファイナンス相当分（約10兆円）

財投対象機関の事業運営に伴い生じた累積損失のうち、財政投融資でファイナンスされていると考えられるものの残高。なお、ここでは、政府保証の付かない借入れや市場調達を行っている場合であっても、出資金を上回る累積損失はすべて財政投融資を通じた資金供給により賄われているものとみなしている。この累積損失は、将来一般財政で補填されるものと現時点では将来の事業収益に期待して処理が先送りされ、とりあえずファイナンスされているものの2つの種類がある。なお、6節（2）で取り上げた「公的企業特有の会計制度による実質的な損失先送り」のうち、都市基盤整備公団の賃貸住宅の減価償却不足分と政府系金融機関の不良債権に対する貸倒引当不足分<sup>63</sup>、郵政3事業など特別会計の退職給与引当金の不足分については、資料不足から客観的な算出が難しいため、算出を見送っている。いずれも当該機関の収支状況に大きな影響を与えることには留意が必要である。

### ・預金保険機構（1.1兆円）

預金保険機構の3つの勘定（特例業務勘定・金融再生勘定・金融機能早期健

---

<sup>63</sup> 格付投資情報センター[2000b]では、政府系金融機関6行庫（国民生活金融公庫・中小企業金融公庫・商工組合中央金庫・農林漁業金融公庫・日本政策投資銀行・沖縄振興開発公庫）において有担保貸付の50%が保全され、各々保全されていない部分においては、破綻先債権の100%、延滞債権の80%、3ヶ月延滞債権の35%、貸出条件緩和債権の15%を、保全されている部分については1.5%を追加引当てした場合には、約1兆円の追加コストが必要との結果を得ている。

全化勘定)の累積損失の合計。なお、特例業務勘定の赤字については、後年度に交付国債により補填されることとされている。

・年金福祉事業団(1.6兆円) 住宅金融公庫(0.5兆円) 簡易保険福祉事業団(0.2兆円)

各機関の欠損金の合計を計上した。なお、住宅金融公庫など一部の機関は当年度利益と相殺している。

なお、都市基盤整備公団については、欠損金ならびに特定繰延資産(補助金受入まで先送りされている支払利息や減価償却費)が存在(2,111億円)するが、過去の分譲住宅販売の利益である分譲価格調整準備金(2,430億円)を下回ったため、事業赤字先として計上しない。石油公団も累積損失(3,518億円)が存在するが、損失を計上した石油開発向け投融資が出資金(12,678億円)を財源しており、相殺可能であることから、同様に事業赤字先とはみなさない。なお、関西国際空港についても累積損失が存在するが出資金の範囲内であるため事業赤字先とはみなさない。

・本州四国連絡橋公団(1.5兆円) 阪神高速道路公団(0.6兆円) 首都高速道路公団(0.2兆円)

本州四国連絡橋公団については、累積損失額に「毎年度定額で償還するものとして計算した場合の償還準備金」(2000年8月31日付『官報』に掲載、以下同じ)を加えたものである。なお、後者は事業資産を民間企業に近い方法で減価償却した場合に必要な費用の累積値であり、本稿では当該分も事業赤字とみなすこととする。なお、阪神高速道路公団、首都高速道路公団については、収支が均衡し欠損金はゼロであることから、現実に積み立てられている償還準備金と「毎年度定額で償還するものとして計算した場合の償還準備金」の差を事業赤字として算出する。なお、以上の3公団については、償還準備金の算出においては、出資金相当分は準備金の積立を免除するものとしていることから、当該損失金とは相殺しない。

なお、日本道路公団については、一般有料道路に償還準備金の不足分(1.1兆円)が存在するが、高速道路の同準備金の超過分(0.9兆円)と道路事業損失補填引当金(0.3兆円)の合計を下回ることから、事業赤字先とはみなさない。

・地方公営企業(4.5兆円)

自治省[2000]『平成11年度地方公営企業決算の概要』に掲載されている地方公営企業の累積欠損金(欠損のある公営企業のグロス合計額)を計上する。な

お、一部については地方公共団体からの出資金で相殺することが可能であるが、その額が不明であるためここでは相殺処理は行っていない。

以 上

## **( 補論 2 ) 財政投融資と民間金融機関のコスト格差**

財政投融資と民間金融機関のコスト格差のうち、4 節( 2 )で取り上げなかった自己資本の保有コスト、預金保険料等公租公課の格差について整理する。

### **( 民間金融機関が保有を義務づけられる自己資本の保有コスト )**

民間金融機関は、貸出に伴う信用リスクをカバーするため、自己資本を保有することを義務づけられている。自己資本に対しては、法人税・事業税を納付し、投資家に対してもより高いリターンを支払う必要があることから、民間金融機関は財投よりも高い利鞘を確保する必要がある。自己資本比率 4%、8% のケースについて、必要な利鞘を試算したのが補論の図表 1 である。これによると、負債コストが 3%、リスクプレミアムが 2% の場合、民間金融機関は、各々 0.19、0.37% の利鞘が必要となる。

### **( 税金・預金保険料・準備預金の負担格差 )**

民間金融機関は、預金保険料を納付し、日本銀行に準備預金を積立てることが義務づけられている。また、固定資産税や印紙税など利益とは無関係に賦課される税金が存在する。このインパクト( 補論の図表 2 )は、預金保険料が 0.084%、税金が 0.05% 程度、準備預金積立による逸失利益が最大 0.01% 程度、合計 0.13 ~ 0.15% 程度である。もっとも郵便貯金では、1998 年度以降一般会計に対して年 2000 億円( 貯金残高対比 0.08% )を拠出しており、上記の預金保険料と同等の負担である。これは 2002 年度まで 5 年間の暫定措置であるが、恒久化すれば元利を保証している政府に対し保証料を支払っていると解釈することもできる。

### **( トータルのコスト格差 )**

以上の結果と 4 節( 2 )で述べた経費率の格差から、政府が補助金等を一切交付しなくても、財政投融資は 0.4 ~ 1.4% 程度、民間金融機関と比較してコストが安い。そのうち、自己資本の保有コストの 50% 程度と税金・預金保険料の負担格差は政府の収入となることから、財投と民間金融機関との実質的なコスト格差は 0.2 ~ 1.0% となる。その殆どは経費率の格差から生じたものである。この分析結果は、「民間事業の方が公的事业よりもコスト安である」という常識とは異なる結果となる。結果には幅を持ってみる必要があるが、例えば「住宅ローン減税 + 民間住宅ローンに対する債務保証」の組み合わせで、住宅金融公庫の貸付を代替すると、現状では財政負担が増加してしまうこととなる。

以 上



## (補論3) 資金運用部の調達・運用期間構造と金利リスク

### (資金運用部のマチュリティラダーの算出法)

図表 28 に示される資金運用部の調達・運用の期間構造(2000年3月末)は、富田[1997]を参考に、以下のような手法で算出している。

「財投レポート 2000」(大蔵省理財局)に掲載されている貸付金、有価証券、預託金の残存期間別残高から作成する。しかしながら、この残存期間別残高は、当該資産・負債がどのようなキャッシュフローで償還されるかを無視して、最終的に償還される期日で分類しているため、そのままではキャッシュフローベースのマチュリティラダーとはならない。そのため、以下のような仮定を置いて修正を試みる。

貸付金については、「財投レポート 2000」では期間 15 年以上の残高が一括掲載されている。資金運用部の最長貸付期間は 30 年にも及び、一括して扱うと誤差が大きくなることから、期間 20 年以上の貸付を行う財投対象機関<sup>64</sup>(地方公共団体、住宅金融公庫、都市基盤整備公団、年金福祉事業団<一般勘定>、鉄道建設公団、水資源公団、緑資源公団、交通営団、林野事業、国立病院、国立大学各特別会計)への各年度の貸付額から、残存 20 年以上の貸付残高を求め、期間 15 年以上の残高からこの値を引いたものを期間 15~20 年の残高とすることで、両者を区別してマチュリティを計算する。

貸付金は、満期一括償還される郵便貯金特別会計、年金福祉事業団の自主運用、ならびに 99 年度より満期一括償還タイプの貸付が導入された日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団、本州四国連絡橋公団、新東京国際空港公団、への貸付金を除き、すべて各残存期間ごとに元金均等返済される(据置期間なし)と仮定して、キャッシュフローを計算する。

有価証券、預託金はすべて満期一括償還であるため、当該期間に償還されると仮定してキャッシュフローを計算する。なお、満期一括タイプの貸付金も同様にキャッシュフローを計算する。

デュレーションを計算する際の割引率は、各残存期間に相当する国債利回り

<sup>64</sup> 各財投対象機関ごとの貸付期間は、大蔵省財政金融研究所編「財政金融統計月報<財政投融資特集>」(各年7月号)の巻末に掲載されている。なお、この貸付期間は上限であるが、殆どの財投対象機関でこの上限の期間のみで貸付が行われている。

(1999年度平均)を用いている。

### (資金運用部の抱える金利リスクの大きさ)

算出結果をみる(図表28)と、期間7年までについては、調達残高が運用残高を上回っている一方、期間7年を超えると、運用残高が調達残高を上回っている。これは、資金運用部への預託金の一部を除き、期間7年未満である一方、運用サイドは貸付金が最長30年にも及んでいるためである。

この結果、市場金利が上昇すると、運用サイドよりも調達サイドの方が資金の回転が速いため、調達コストが運用利回りの上昇幅を上回って上昇し、収支が悪化する。逆に、金利低下局面では、調達コストの低下速度が速いため収支は好転する。デュレーションを用いて、運用部の資産・負債の時価の変化をみると、金利が1%上昇(短期金利から長期金利まで平行に1%上昇)すると、時価は約8.4兆円減少する。逆に、1%低下すると、同じ額だけ時価が増加する。資金運用部の2000年3月末の自己資本は5兆円であるから、金利が0.6%上昇すると、自己資本が完全に失われてしまうこととなる(図表29)。

もちろん、この試算には、長きにわたる金利低下によって運用部の資産には大きな含み益が発生していることから、金利上昇幅が小さい限りは含み益と相殺できることから実質的には何ら問題はない、金利が平行にシフトすると仮定しているが、通常局面では、短期金利上昇に伴い金融政策の効果が顕現化すれば、長期金利の上昇幅は短期金利のそれを下回ることから、イールドカーブがフラットとなるはずである。その場合は、短期運用している余裕資金の運用逆鞘が縮小するので、上記ほどには収支は悪化しない、という批判が存在する。この点について以下で検討してみよう。

1990~1999年度の10年間に、資金運用部の調達利回りは5.96%から3.30%へと2.66%低下した。前述の分析を単純に援用すると、それに伴い19兆円程度の含み益が発生したと予想される。そのうち5兆円が損益計算上の利益となった。すなわち、この10年間に発生した余裕資金の短期運用の逆鞘(3~4兆円)、国債引き受けに伴う赤字(1兆円強)といったコストを差し引くと、残り10兆円弱の含み益が少なくとも存在する。簿価ベースの自己資本を合わせると15兆円弱に達することから、金利上昇幅が1.8%ぐらいまでに止まる限りは、運用部は債務超過には転落しないと予想される。また、資金運用部の資金繰りの逼迫に伴い、逆鞘運用を迫られる余裕資金が大きく減少していることも今後の収支にプラスに寄与する。このように、長期金利が極端に上昇することにならない限りは、時価ベースで資金運用部が債務超過に転落するという事態は回避されると予想される。

しかしながら、累積損失が増加している財投対象機関に対する繰上償還実施による意図せざる損失の発生には注意が必要である。1998年に、国鉄清算事業団、林野事業特別会計の債務を一般会計に移管する際には、一般会計の負担を抑制するため、高金利時代に貸し付けた貸付金の繰上償還に応じることとなった。その結果、98～2000年度で資金運用部は1兆円弱の損害を被っている。今後、財政悪化が著しい地方公共団体に対して、その金利負担を軽減するため、同様に金利水準の高い貸付金の繰上償還に大規模に応じる可能性<sup>65</sup>があり、その場合には、運用部の内部留保が減少することとなるため、上記の算出よりもバッファは小さくなる。

以 上

---

<sup>65</sup> 1999年度には、資金運用部と簡易保険は財政事情の悪化した一部の地方公共団体（起債制限比率が15%以上の自治体）に対して、高金利の地方貸付（1985年以前に借り入れたもの）の繰上償還を認めた。もっとも、繰上償還を受けた地方自治体は3年間、運用部と簡易保険から新規に貸付を受けることができないとの厳しいペナルティを課されることもあって、繰上償還額は2,200億円程度に止まり、運用部の収支に与える影響も限定的に止まっている。なお、その後はこうした高金利の貸付については、その利払いの一部について特別地方交付税を交付することにより、支援が行われているが、そうした支援にもおのずから限界があると予想される。

## (補論4) 2001年度財政投融资改革のポイント

2001年4月に実施される財政投融资改革のポイントをまとめると以下のようになる。

### 郵便貯金及び年金積立金の預託義務の廃止

- ・ 資金運用部への預託義務を廃止し、市場において自主運用する。

### 「市場原理」に則った資金調達

- ・ 各財投対象機関が市場の評価を受けることを通じ運営効率化へのインセンティブが働くよう、政府保証のない財投機関債を発行することを検討する。
- ・ 財投機関債発行が困難な場合に限り、「財政投融资計画」に従い、財政融資資金特別会計<sup>66</sup>が発行する財投債により調達した資金を貸し付ける。
- ・ なお、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、政府保証債の発行を限定的に認める。
- ・ 同特会の貸付金利は貸付期間に応じて国債の市場金利を基準に設定する。
- ・ 地方公共団体向けには、郵便貯金・簡易保険は、「財政投融资計画」「地方債計画」の枠内で直接貸付を行う。
- ・ 財政融資資金特別会計の資金繰りのために、F Bを発行する。

### 政策コスト分析の導入・ディスクロージャーの一層の徹底

- ・ 財投対象事業については、将来にわたり国から投入される補助金等を計算する政策コスト分析を活用して、当該事業の見直しを行う。
- ・ ディスクロージャーの拡充により、財務の透明性の向上を図る。

### 経過措置

- ・ 市場に与える影響に十分配慮し、郵便貯金・年金積立金は、2001年度から7年間にわたり、既存の財政投融资を継続するために必要な財投債を引き受けのほか、当面は、新規の財政投融资に充当する財投債の概ね2分の1を引き受ける（なお、その後は順次減少させることとしている）。

以 上

---

<sup>66</sup> 資金運用部特別会計に代わって設置された新しい特別会計

## (補論5) 財投貸付金利が貸付期間に応じた金利となる 影響

2001年度の財政投融资改革により、従来貸付期間によらず一定となっていた財投の貸付金利が、貸付期間および返済方式(元金一括、元金均等、元利均等)により異なる金利が適用されることとなった。この結果、超長期の貸付金利がより高い水準となる一方、比較的短期の貸付金利は低下することとなる。大蔵省理財局が2000年6月末に公表した新しい体系での貸付金利のイメージ(2000年5月24日の国債市場金利を基準として試算したもの)は補論の図表3のとおりである。現在のルールによる財投貸付金利は1.9%であるから、元金一括償還の場合は、貸付期間11~12年で現在と同一、それよりも長期となると高い金利が、短期の場合には低い金利が適用される。元金均等返済の場合には、返済のキャッシュフローが元金一括の場合よりも前倒しとなっている分低くなり、期間19~23年で現在の貸付金利と同一水準となっている。

現在の金利水準との損益分岐ラインが意外に長くなっているが、これは現在の財投金利が、年金財政に配慮して、10年物国債金利よりも0.2%割高に設定されているためである。仮に、現在の財投金利が原則通りに国債利回りと同一に設定されていると1.7%となるが、その場合の損益分岐ラインは、元金一括で10年、元利均等で16年となる。

それでは、財投改革後に財投対象機関ごとに貸付金利の負担がどのように変化するかみてみよう(補論の図表4)。その結果によると、現状の貸付期間や貸付方式を前提とした場合、貸付金利が上昇する財投対象機関は、貸付期間が非常に長い地方公共団体、都市基盤整備公団、年金福祉事業団、鉄道建設公団など比較的少数に限定され、その上昇幅は0.1~0.2%と小幅に止まる。地方公共団体向けの貸付額が大きいことから、残高ベースでは30%程度、99年度新規貸付ベースでは約20%が金利引き上げの対象となる。

一方、貸付金利が改革後に低下する財投対象機関は、財投対象機関全体の中からは相対的に貸付期間が短い政府系金融機関が多い。特に借入期間が5年(元金均等返済)である国民生活金融公庫、中小企業金融公庫については、新ルールでの貸付金利が0.7%と現行よりも1.2%も低下する見通しである。その結果、事業赤字に苦しみ、多額の補助金が投入されている両公庫の収支は大きく改善するものと予想される。国際協力銀行、日本政策投資銀行でも小幅ながら金利が低下する見通しである。なお、政府系金融機関最大のシェアを持つ住宅金融公庫への貸付金利は現行と同一水準となる見通しである。また、このほか地方交付税特別会計についても借入期間が1ヶ月と短いため、金利は大幅に低下す

る見通しである。貸付金利が引き下げとなる財投対象機関のシェアは、貸付残高ベースで約 30%、99 年度新規貸付ベースでは 45%程度となっている。

以上のように、残高ベースでみると大差はないが、新規貸付ベースでは、引き下げとなる財投対象機関の方が、引き上げとなる財投対象機関よりも多いことから、貸出金利回りも低下する見通しとなっている。これは現在の財投金利が、預託サイド、とりわけ厚生年金の都合により割高となっていることを反映したものである。このように、今回の財政投融资改革は、財投金利の設定を市場金利ベースに完全に沿ったものとするを一つの狙いとしているが、その結果として、財投貸付金利は全般に低下することとなり、財投対象機関の収支が改善することに寄与する見通しとなっている。この点は、一般会計からの補助金が減少する可能性が高いことを示しており、財政健全化には寄与する一方、財投対象機関の収支改善が、その活動規模の拡大に繋がる可能性は少ない点には注意が必要であると思われる。

一方、郵便貯金・厚生年金等の調達サイドは運用部預託金という有利な運用機会を失い、市場運用のみで運用利回りを確保する必要に迫られる。運用利回りを確保するためには、より長期の資産ないしは流動性リスクや信用リスクの高い資産での運用を増やす必要がある。調達コストが定額貯金の満期到来により急低下する郵便貯金ではそうした必要性は当面乏しいが、年金の収支を改善したい厚生年金、既存の貯蓄性保険契約の予定利率が高止まりしている簡易保険<sup>67</sup>には、そうした運用利回り改善ニーズが強い。当然ながら、こうした運用にはリスクが伴うことから、リスク管理体制の整備や外部からの有効なチェックが極めて重要である。

なお、ここでの試算は、あくまで財投債が発行される来年以降も国債の市場金利の水準が変化しないことを前提としている。財投債の発行自体が国債の利回りを上昇させる場合には、上記で試算した金利負担の軽減は実現しない可能性もある。ここでの試算はそうした限界があることも合わせて留意する必要がある。

以 上

---

<sup>67</sup> 簡易保険の保険契約の予定利率は 4% (99 年度) であり、同年度の運用利回り 3.19%を 0.8%程度上回っている。

## (参考文献)

- 池尾和人、「政府金融活動の役割：理論的整理」、岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』、日本経済新聞社、1998年  
、「財投・郵貯改革が突きつける新たな難題」、八田達夫編『エコノミックス3 特集 財政再建』、東洋経済新報社、2000年
- 岩田一政、「財政投融資の将来」、岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』、日本経済新聞社、1998年
- 岩本康志、「財投債と財投機関債」、『フィナンシャル・レビュー』第47号、大蔵省財政金融研究所、1998年
- 内田真人・大谷聡・川本卓司、「情報技術革新と銀行業」、IMES Discussion Paper No.2000-J-16、日本銀行金融研究所、2000年
- 大蔵省財政金融研究所、『財政金融統計月報<財政投融資特集>』（各年7月号）、大蔵省印刷局
- 大蔵省理財局、『財投レポート'2000』、2000年a  
、「平成11年度資金運用部資金運用報告書」、2000年b
- 翁百合、「住宅金融の証券化」、岩田規久男・八田達夫編『住宅の経済学』、日本経済新聞社、1997年
- 格付投資情報センター、『日経公社債情報』2000年9月11日号、格付投資情報センター、2000年a  
、「日経公社債情報』2000年12月25日号、格付投資情報センター、2000年b
- 加納正二・筒井義郎、「地方の金融市場にビックバンを」、『経済セミナー』2000年7月号、日本評論社、2000年
- 金融ジャーナル、『月刊金融ジャーナル増刊号 47 都道府県の金融勢力』、金融ジャーナル社、1999年
- 財政投融資の将来研究会、「財政投融資の将来研究会報告書」、1996年6月（財務省ホームページ<<http://www.mof.go.jp>>に全文掲載）
- 自治省、『平成11年度地方公営企業決算の概要』、2000年
- 神野直彦・金子勝、『地方に税源を』、東洋経済新報社、1998年
- 総務庁行政監察局、「本州四国連絡橋公団の財務調査結果の概要」、1999年4月30日（総務省ホームページ<<http://www.soumu.go.jp>>に掲載）
- 高橋洋一、「財政投融資改革の方向」、岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』、日本経済新聞社、1998年  
、「民営化はじめの一步はコスト分析」、八田達夫編『エコノミックス3 特集 財政再建』、東洋経済新報社、2000年

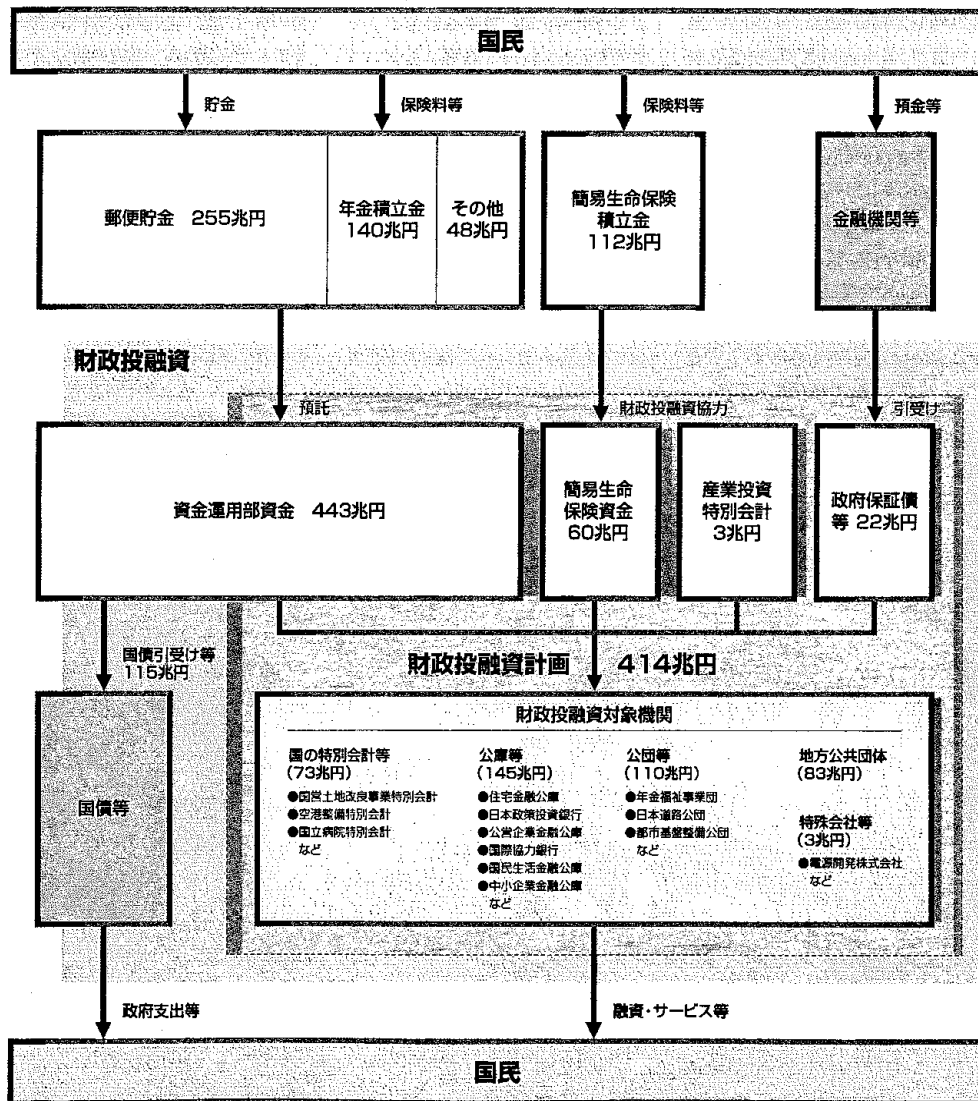
玉垣智史・細永俊彦、「主要国の実質金利決定要因」、深尾光洋・日本経済研究センター編『金融不況の実証分析』、日本経済新聞社、2000年  
 中小企業庁、『中小企業白書』、大蔵省印刷局、2000年  
 富田俊基、『財投解体論批判』、東洋経済新報社、1997年  
 中尾根康宏、「わが国銀行業における市場構造と利潤の関係について」、『フィナンシャル・レビュー』第33号、大蔵省財政金融研究所、1994年  
 中北徹、「政府の金融活動の国際比較 - 住宅金融活動を中心にして」、岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』、日本経済新聞社、1998年  
 永田俊一・佐竹秀典・鈴木亘、「介護保険制度と介護市場の分析」、調査統計局 Working Paper 00-17、日本銀行調査統計局、2000年  
 西崎文平・真栄田均・山田泰・行田健二、『財政投融資改革への提言』、経済企画庁経済研究所、1997年  
 濱田省司、「地方交付税制度を巡る最近の議論について」、『地方財政』99年12月号、地方財務協会、1999年  
 深尾光洋、「財政投融資制度の概観と問題の所在」、岩田一政・深尾光洋編『財政投融資の経済分析』、日本経済新聞社、1998年  
 福田慎一・照山博司・神谷明広・計聡、「製造業における政策金融の誘導効果 - 情報生産機能からのアプローチ - 」、『経済分析』第140号、経済企画庁経済研究所、1995年  
 別所俊一郎、「地方債制度の問題点について - 効率的な社会資本形成の観点から - 」、調査統計局一般資料 調・経分第9号、日本銀行調査統計局、2000年  
 三井清、「中小企業貸出市場における厚生分析と公的貸出ルール」、松浦克己・橋本俊詔編『金融機能の経済分析 - 公的金融と民間金融』、東洋経済新報社、1991年  
 宮田慶一・古市峰子、「公的年金と地方自治体における会計および政策評価のあり方」、IMES Discussion Paper No.2000 -J-21、日本銀行金融研究所、2000年  
 宮脇淳、『財政投融資の改革 公的金融肥大化の実態』、東洋経済新報社、1995年  
 山中尚、「政策金融と財政投融資 - 資金供給機能に関する研究の現状 - 」、『経済分析』第140号、経済企画庁経済研究所、1995年  
 吉川正博・酒井健・宮川裕之、「財政投融資制度の健全性」、深尾光洋・笹田郁子編『金融研究班報告書 日本金融研究3 金融システムの構造問題』、日本経済研究センター、2000年10月  
 吉田和男・小西砂千夫、『転換期の財政投融資』、有斐閣、1996年  
 吉野直行、「寡占的金融市場における公的金融の役割」、貝塚啓明・植田和男編



- 『変革期の金融システム』、東京大学出版会、1994年
- 米澤康博、「長期、固定、低利資金供給システムとしての公的金融の経済的機能」、  
『証券経済研究』第14号、日本証券経済研究所、1998年7月
- Baba Naohiko, “Empirical Studies on the Recent Decline in the Bank Lending Growth:  
Approach Based on Asymmetric Information,” IMES Discussion Paper No 96-E-  
10, Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan, 1996
- Freixas, Xavier and Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, MIT Press, 1997
- Stiglitz, Joseph E. and Andrew Weiss, “Credit Rationing in Markets with Imperfect  
Information,” *American Economic Review*, 71, pp.393-410, 1981

(図表1)

財政投融资のしくみ (2000年3月末現在)



(出 所) 大蔵省理財局「財投リポート2000」

(注) なお、上記のほか、期間5年未満の政府保証借入金 17.3 兆円、政府保証債 0.6 兆円が存在する。

( 図表 2 )

### 財政投融资の調達機関別調達残高の推移

単位 億円

	95年3月末	98年3月末	99年3月末	2000年3月末	構成比
資金運用部預託金	3,470,941	4,182,869	4,360,367	4,421,904	73.9%
郵便貯金・郵便振替	1,952,344	2,387,459	2,509,679	2,551,079	42.6%
厚生年金保険特別会計	1,030,228	1,239,877	1,291,161	1,330,948	22.2%
国民年金保険特別会計	81,800	99,381	103,809	108,910	1.8%
労働保険特別会計	89,809	97,401	93,333	83,483	1.4%
外国為替資金特別会計	78,142	94,189	96,373	102,873	1.7%
簡易生命保険特別会計	74,348	69,514	61,461	29,488	0.5%
郵便貯金特別会計	38,687	67,008	54,621	37,601	0.6%
共済組合	41,583	55,586	56,974	58,928	1.0%
その他預託金	84,000	72,454	92,956	118,594	2.0%
簡易生命保険資金	751,826	987,971	1,055,907	1,126,442	18.8%
簡易保険資金	826,174	1,057,485	1,117,368	1,155,930	
(控除)運用部預託金	-74,348	-69,514	-61,461	-29,488	
産業投資特別会計	24,724	26,482	30,901	32,875	0.5%
政府保証債	210,458	241,397	213,515	229,211	3.8%
政府保証借入金	35,828	72,659	174,577	173,446	2.9%
総計	4,493,777	5,511,378	5,835,267	5,983,878	100.0%

(注) 大蔵省理財局「財投レポート」「資金運用部資金運用報告書」「国債統計年報」

(各年度版)

( 図表 3 )

### 財政投融资による金融仲介残高の推移

単位 億円

	95年3月末	98年3月末	99年3月末	2000年3月末	構成比
財政投融资計画	3,396,382	3,948,619	4,007,983	4,142,696	69.2%
資金運用部資金	2,676,178	3,094,300	3,162,351	3,282,743	54.9%
簡易生命保険資金	485,022	586,440	601,216	603,867	10.1%
産業投資特別会計	24,724	26,482	30,901	32,875	0.5%
政府保証債	210,458	241,397	213,515	223,211	3.7%
財政投融资計画外	685,591	889,172	1,155,733	1,209,307	20.2%
資金運用部国債引受け	493,323	582,044	714,602	683,900	11.4%
資金運用部短期貸付	156,440	234,469	266,554	345,961	5.8%
政府保証債	0	0	0	6,000	0.1%
政府保証借入金	35,828	72,659	174,577	173,446	2.9%
簡易生命保険自主運用	266,804	401,531	454,691	522,575	8.7%
資金運用部余裕資金	145,000	272,056	216,860	109,300	1.8%
総計	4,493,777	5,511,378	5,835,267	5,983,878	100.0%

(注) 運用部短期貸付には、財投外の長期貸付を含む

(資料) 図表 2 に同じ

( 図表 4 )

### 財政投融资の運用機関別運用残高 ( 2000 年 3 月末 )

		2000年3月末残高			単位 兆円
		財投計画	財投外運用	合計	構成比
1	地方公共団体	83.4	0.0	83.4	15.6%
2	住宅金融公庫	74.2		74.2	13.9%
3	国債引き受け		68.4	68.4	12.8%
4	郵便貯金特別会計	58.9		58.9	11.0%
5	年金福祉事業団	35.9		35.9	6.7%
6	地方交付税特別会計		30.0	30.0	5.6%
7	日本道路公団	21.4		21.4	4.0%
8	日本政策投資銀行	17.1		17.1	3.2%
9	預金保険機構		15.5	15.5	2.9%
10	公営企業金融公庫	15.8		15.8	3.0%
11	都市基盤整備公団	14.6	0.0	14.6	2.7%
12	国際協力銀行	14.5		14.5	2.7%
13	簡易保険福祉事業団	14.0		14.0	2.6%
14	国民生活金融公庫	10.3		10.3	1.9%
15	一般会計	7.7	2.5	10.2	1.9%
16	中小企業金融公庫	7.2		7.2	1.3%
17	首都高速道路公団	4.0		4.0	0.7%
18	運輸施設整備事業団	3.9		3.9	0.7%
19	農林漁業金融公庫	3.8		3.8	0.7%
20	阪神高速道路公団	3.3	0.0	3.3	0.6%
	総 計	414.3	120.9	535.2	
	うち上位5機関まで	252.4	68.4	320.8	59.9%
	上位10機関まで	306.7	113.9	420.6	78.6%
	上位15機関まで	360.1	113.9	474.0	88.6%
	上位20機関まで	390.0	116.4	506.4	94.6%

( 資料 ) 図表 2 に同じ。

( 図表 5 )

## 財政投融资の分野別運用残高

国債引受け・地方公共団体への貸付等、財投対象機関の累積損失ファイナ  
ンス相当分

	2000年3月末残高			単位 兆円
	財投計画	財投外運用	合計	構成比
合 計	87.7	103.5	191.2	35.7%
うち国債引受け・地方貸付等	78.6	102.4	181.0	33.8%
国債引受け		68.4	68.4	12.8%
地方貸付 普通会計向け	57.8	0.0	57.8	10.8%
うち運用部・簡保	(52.4)		(52.4)	
うち公営公庫	(5.4)		(5.4)	
地方貸付 公営企業向け	13.1		13.1	2.5%
うち下水道事業	(11.4)		(11.4)	
うち病院事業	(1.7)		(1.7)	
旧国鉄債務関連	7.7		7.7	1.4%
地方交付税関連		32.5	32.5	6.1%
うち交付税特別会計		(30.0)	(30.0)	
うち一般会計		(2.5)	(2.5)	
厚生年金保険特別会計		1.5	1.5	0.3%
うち累積損失ファイナンス	9.1	1.1	10.2	1.9%
年金福祉事業団	1.6		1.6	0.3%
本州四国連絡橋公団	1.5		1.5	0.3%
預金保険機構		1.1	1.1	0.2%
阪神高速道路公団	0.6		0.6	0.1%
住宅金融公庫	0.5		0.5	0.1%
簡易保険福祉事業団	0.2		0.2	0.0%
首都高速道路公団	0.2		0.2	0.0%
地方公営企業	4.5		4.5	0.8%
うち交通事業	(2.3)		(2.3)	
うち病院事業	(1.2)		(1.2)	
うち下水道事業	(0.2)		(0.2)	

(注) 構成比は全運用残高(535.2兆円)に対する比率

## 政府系金融機関が行う民間部門向け貸付のファイナンス

2000年3月末残高 単位 兆円				
	財投計画	財投外運用	合計	構成比
合 計	141.8	1.5	143.3	27.7%
住宅向け貸付	82.9		82.9	16.1%
うち住宅金融公庫	73.7		73.7	14.3%
年金福祉事業団	9.2		9.2	1.8%
企業向け貸付	58.4	1.5	59.9	11.6%
うち政策投資銀行	17.1		17.1	3.3%
国際協力銀行	14.5		14.5	2.8%
国民生活公庫	10.3		10.3	2.0%
中小企業公庫	7.2		7.2	1.4%
農林漁業公庫	3.8		3.8	0.7%
福祉医療事業団	2.5		2.5	0.5%
石油公団	0.8	1.5	2.3	0.4%
沖縄公庫	1.7		1.7	0.3%
個人向け貸付	0.5		0.5	0.1%
うち日本育英会	0.5		0.5	0.1%

(注) 構成比は全運用残高(535.2兆円)に対する比率  
財投機関の累積損失に該当する分は各財投機関の残高から控除している

## 公的企業が行う公共投資向けファイナンス

2000年3月末残高 単位 兆円				
	財投計画	財投外運用	合計	構成比
合 計	81.4	0.8	82.2	15.4%
国の特会・特殊法人	57.5	0.8	58.3	10.9%
うち日本道路公団	21.4		21.4	4.0%
都市基盤整備公団	14.6	0.0	14.6	2.7%
運輸整備事業団	3.9		3.9	0.7%
首都高速道路公団	3.8		3.8	0.7%
阪神高速道路公団	2.7	0.0	2.7	0.5%
電源開発会社	1.6		1.6	0.3%
鉄道建設公団	1.6		1.6	0.3%
水資源公団	1.4		1.4	0.3%
空港整備特別会計	1.0		1.0	0.2%
国立学校特別会計	1.0		1.0	0.2%
本州四国連絡橋公団	0.7	0.0	0.7	0.1%
地方公営企業	23.9		23.9	4.5%
うち下水道事業	11.2		11.2	2.1%
水道事業	9.9		9.9	1.8%
交通事業	0.8		0.8	0.1%

(注) 構成比は全運用残高(535.2兆円)に対する比率  
地方公営企業の事業別内訳は99/3月末現在の構成比からの推計値  
財投機関の累積損失に該当する分は各財投機関の残高から控除している

## 調達部門による自主運用

	単位 兆円			構成比
	98/3月末	99/3月末	2000/3月末	
合 計	81.8	94.3	99.6	18.6%
郵便貯金特別会計	45.7	55.2	58.9	11.0%
簡易保険福祉事業団	11.4	13.4	14.0	2.6%
年金福祉事業団	24.7	25.7	26.7	5.0%

(注) 構成比は99年3月末の全運用残高(535.2兆円)に対する比率

(資料) 図表2に同じ。

(図表6)

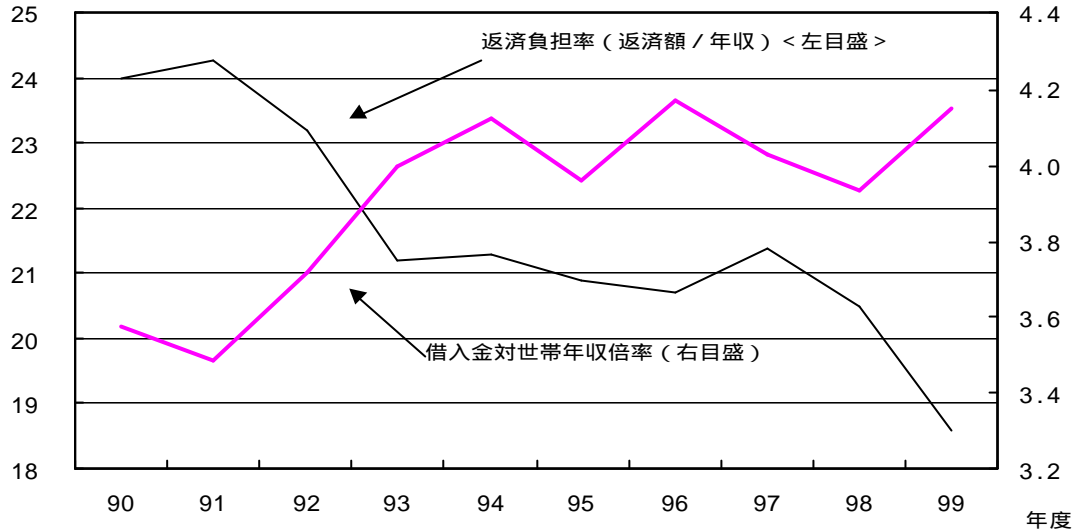
## 政府系金融機関貸出と民間金融機関貸出との比較(1999年3月末)

1999年3月末現在	全貸出	企業向け	単位 兆円		住宅向け	個人向け
			大・中堅 企業向け	中小企業 向け		
政府系貸出	142.9	45.6	26.5	19.1	83.6	6.3
民間金融機関貸出	539.7	429.6	144.7	314.9	74.9	7.0
うち国内銀行	468.4	369.8	144.7	255.1	63.4	7.0
信用金庫	71.3	59.8		59.8	11.5	
政府系/民間貸出	26.5%	10.6%	18.3%	6.1%	111.6%	90.0%

(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、住宅金融公庫「住宅金融公庫年報」

(図表7)

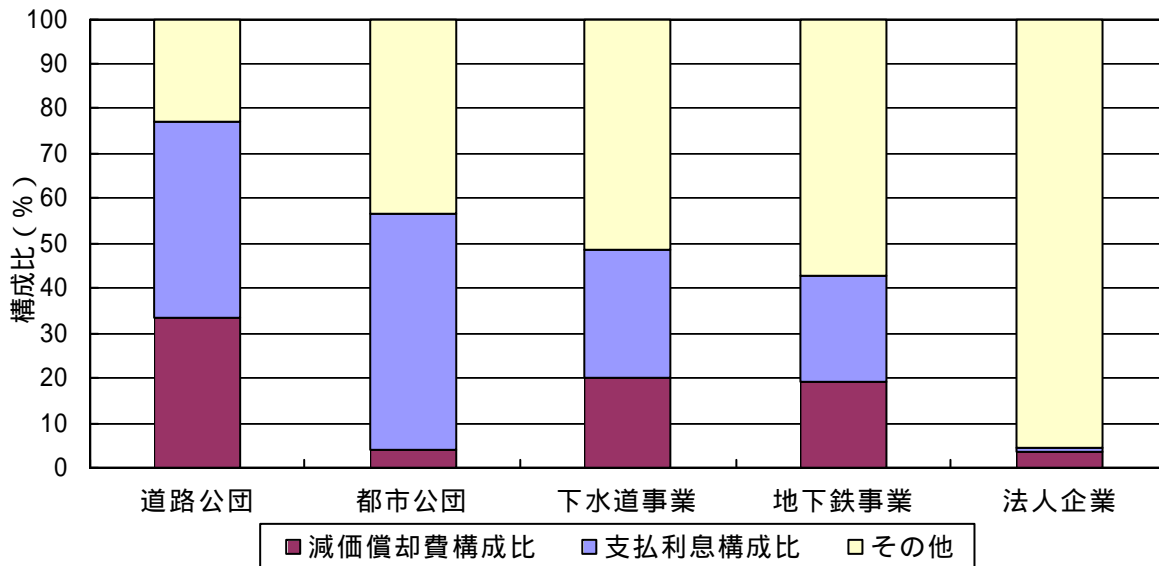
### 住宅公庫利用者(マンション購入)の借入金の負担度合い



(資料) 住宅金融公庫「公庫利用者調査報告(マンション購入編)」

(図表8)

### 主要公的企業の経費構造(98年度) - 経常費用(営業費用+支払利息)ベース -



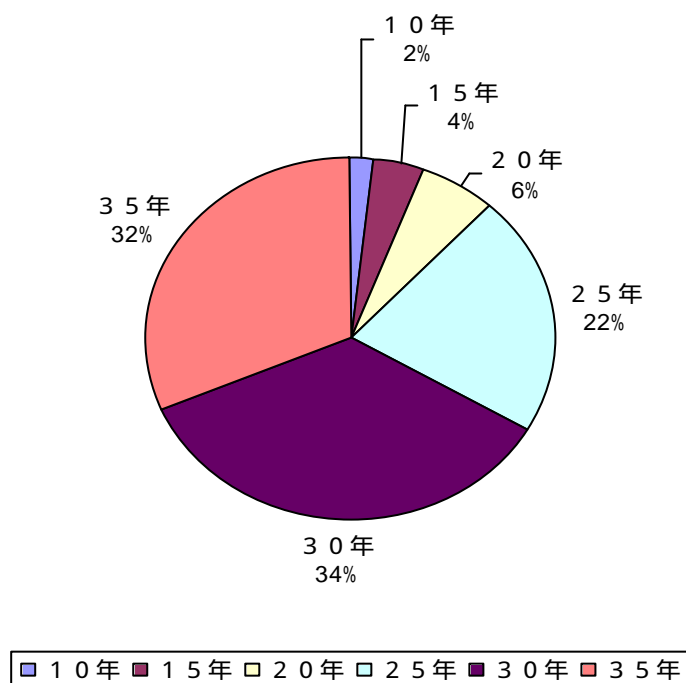
(注) 都市基盤整備公団は賃貸住宅、下水道・地下鉄は地方公営企業  
法人企業は製造業・全規模

(資料) 「財政法28条による平成12年度予算参考書類」「法人企業統計年報」  
「地方公営企業決算の概況」

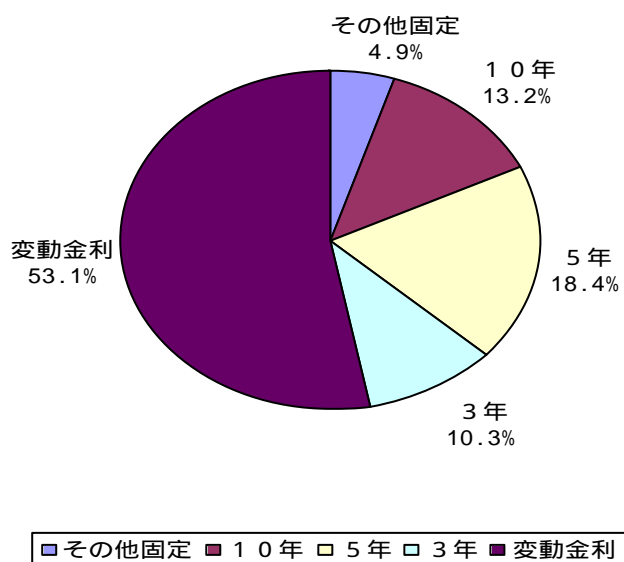


## 住宅ローン市場における政府系・民間金融機関の貸出期間構造

住宅金融公庫の貸出期間構造 (1998年度)



民間金融機関の貸出期間構造 (1998年度)

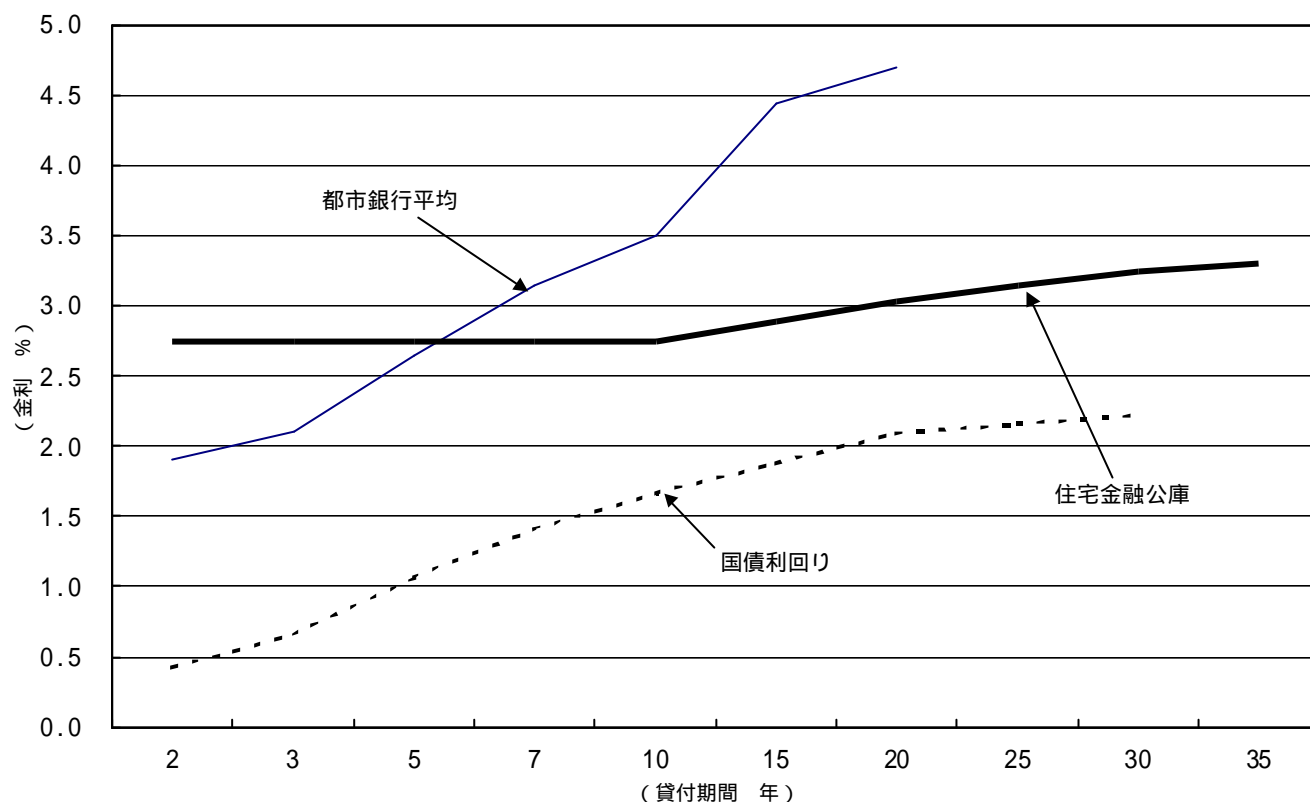


(注) ここでの民間金融機関は地銀・第2地銀・信用金庫が調査先である。

(資料) 住宅金融公庫「公庫融資利用者調査報告」、「民間住宅ローンに関する調査」

(図表 10)

貸付期間別の住宅ローン金利 (住宅金融公庫・都市銀行平均：2000年6月中)

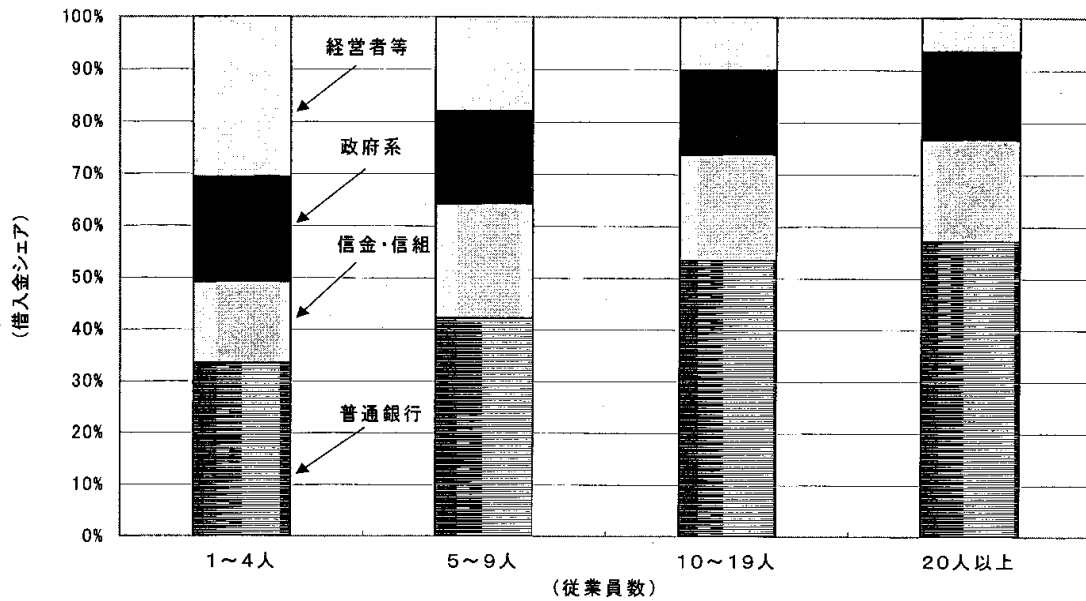


(注) 住宅金融公庫は、基準金利 2.75% (貸付後 10 年間)、11 年目以降 4.0% であることから、貸付全期間の加重平均貸付金利を算出している。都銀のうち、期間 15 年、20 年の固定金利ローンを提供しているのは富士銀行のみである。

(資料) 住宅金融公庫・都市銀行各行のホームページ

(図表 11)

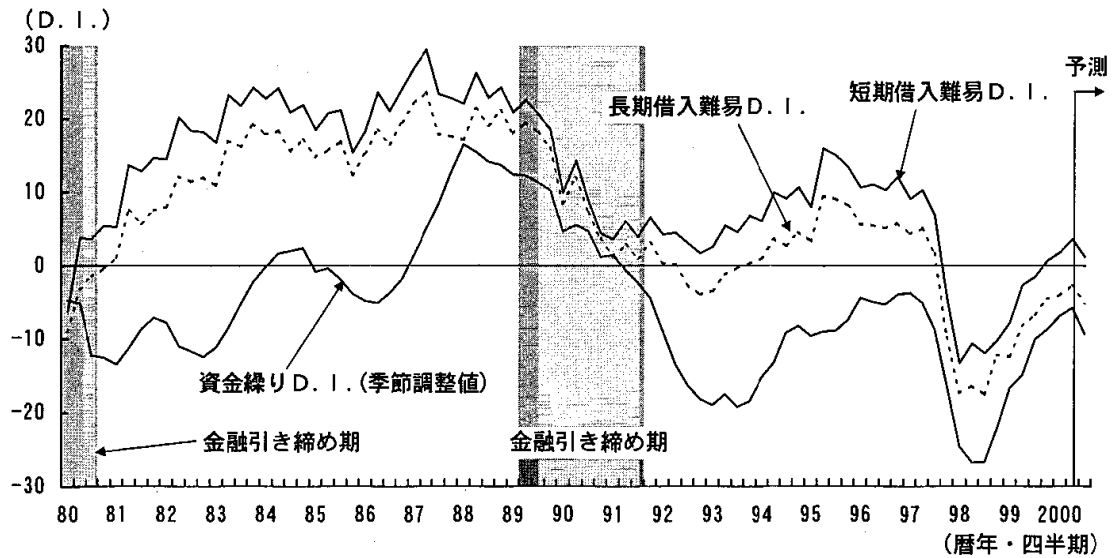
小規模企業における資金調達 (1994 年度末)



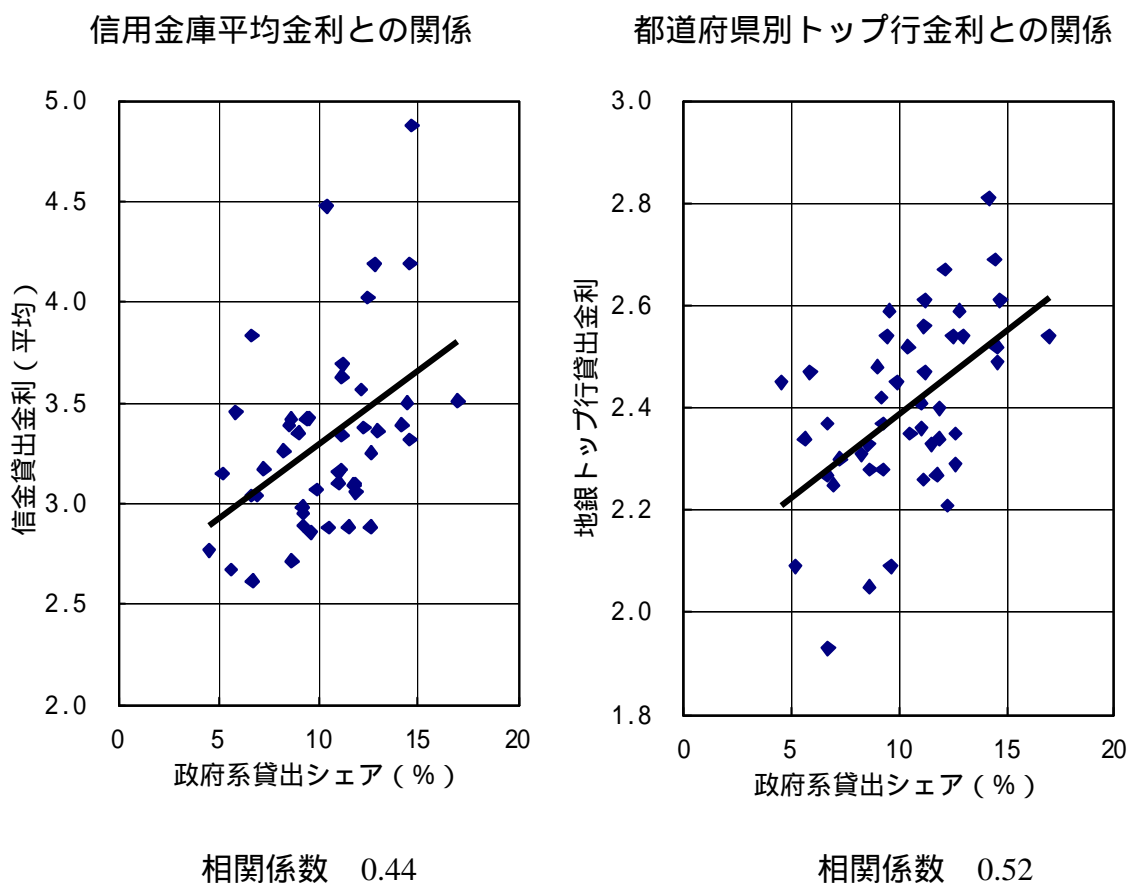
(注) 調査対象が国民公庫取引先に限定されおり、サンプルにバイアスがあることに注意。  
(出所) 国民金融公庫総合研究所「中小企業経営状況調査 (1995 年版)」

(図表 12)

中小企業の借入難易度・資金繰りの推移 (中小公庫「中小企業動向調査」)



### 中小企業向け貸出市場における政府系シェアと民間貸出金利との関係



(注) データの制約から沖縄県を除く 46 都道府県ベース

政府系は「国民公庫 + 中小公庫 + 環境衛生公庫 + 商工中金」の合計

民間は「国内銀行 (中小企業向け) + 信用金庫 + 信用組合 + 労働金庫」の合計

政府系シェア = (政府系) / (民間 + 政府系) \* 100

貸出金利は 98 年度、シェアは 99 年 3 月末のデータ。

信用金庫貸出金利は都道府県ごと信用金庫貸出金利回りの総平均。

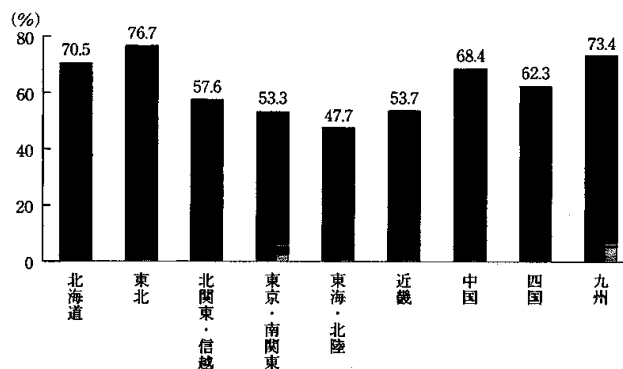
トップ行は当該都道府県で最もシェアの高い銀行の貸出金利回り。

なお、政府系シェアの全国平均は 7.8% である。

(出所) 日本銀行調査統計局「金融経済統計月報」、全国信用金庫協会「全国信用金庫財務分析」、東洋経済新報社「金融ビジネス (臨時増刊)」、金融ジャーナル社「金融ジャーナル」

(図表 14)

政府系金融機関を利用する理由として「金利が低いから」と回答した企業の比率

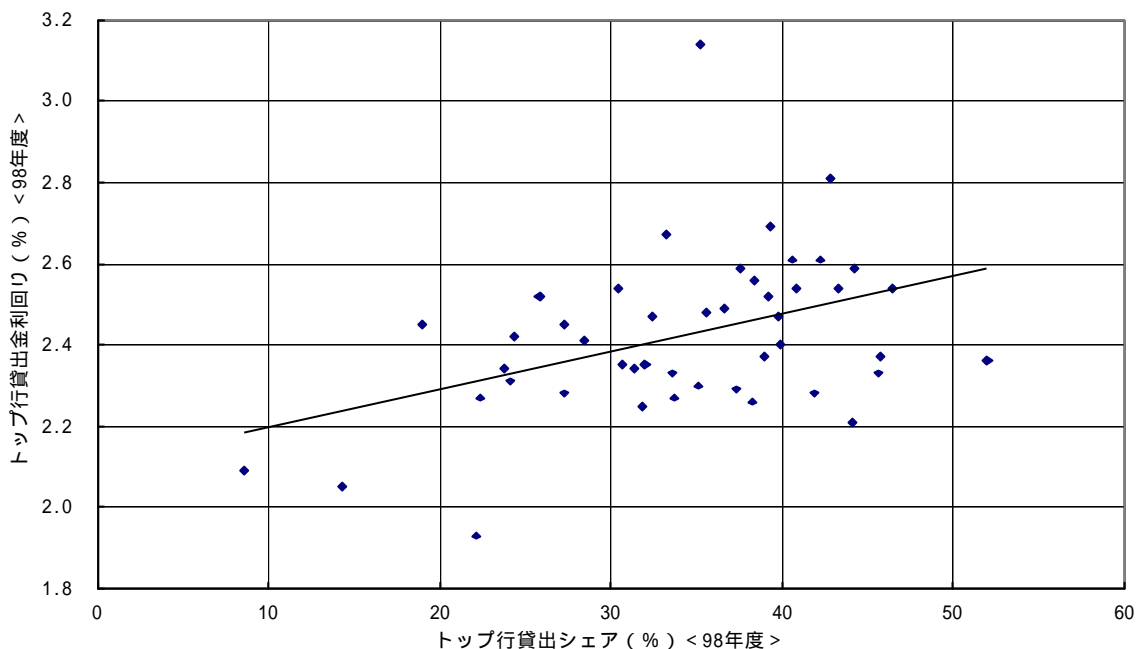


(注) このアンケートは国民金融公庫総合研究所が1998年8月に実施。対象は従業員規模100人以下の企業3213社。

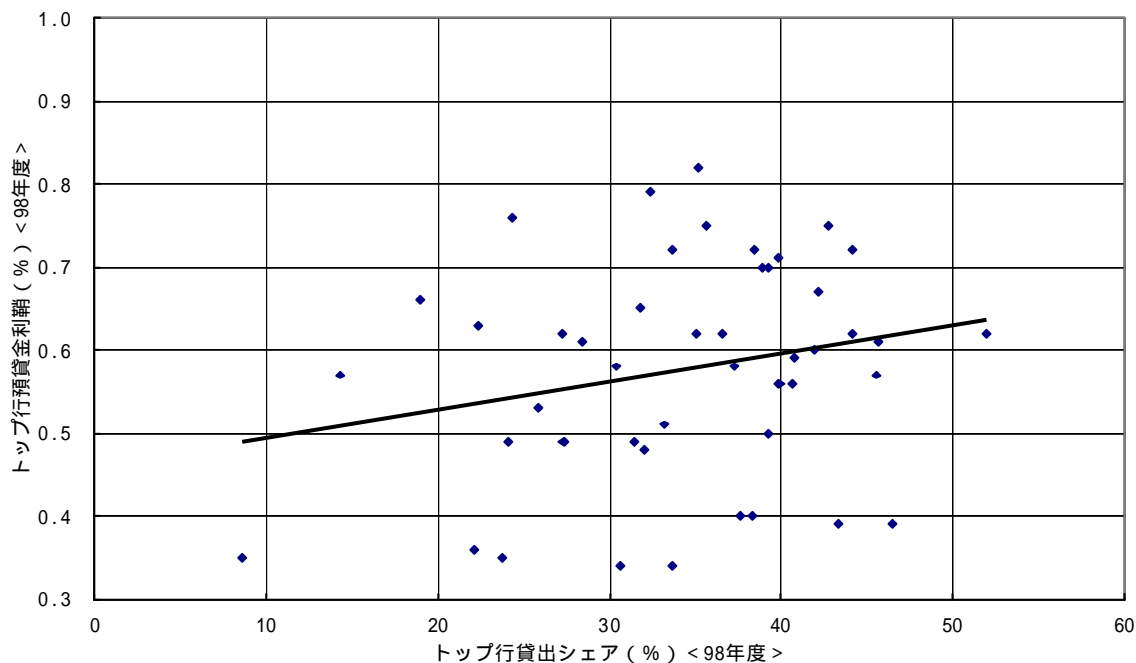
(出所) 国民金融公庫総合研究所編『ポストピクバンの中小企業金融』

### シェア第1位銀行の貸出金利・預貸金利鞘と貸出シェアとの関係

#### シェア第1位銀行貸出金利と貸出シェア



#### シェア第1位銀行の預貸金利鞘と貸出シェア



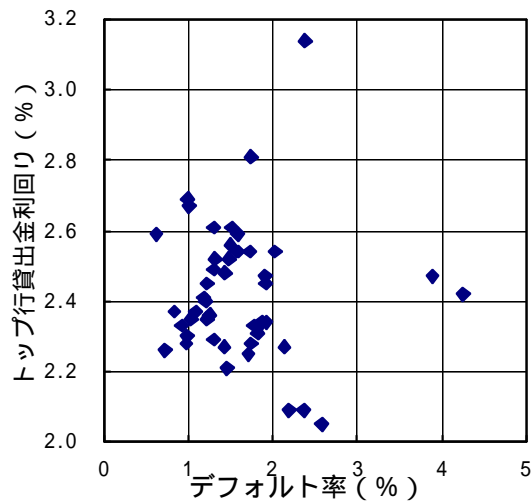
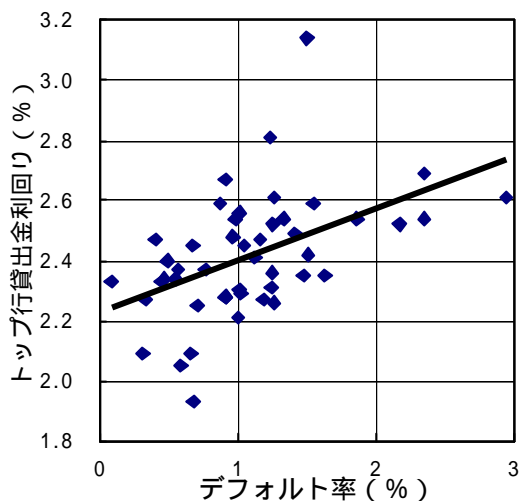
(注) データの制約から兵庫県を除いた46都道府県ベース。

(資料) 東洋経済新報社『金融ビジネス臨時増刊 金融機関の実力』、1999年

### 民間金融機関貸出金利と中小企業倒産確率の関係

1987 年度

1998 年度



相関係数 0.49

相関係数 -0.02

(注1) 47都道府県ベース

(注2) デフォルト率 = (資本金1億円未満の倒産企業の負債残高 / 中小企業向け貸出残高) × 100

(資料) 中小企業事業団「企業倒産調査年報」、東洋経済新報社「金融ビジネス 臨時増刊」、  
金融ジャーナル社「金融ジャーナル」

預貸金利鞘関数・貸出金利関数の推計（98年度）

被説明変数：預貸金利鞘

都道府県内 貸出シェア	中小企業 貸出比率	住宅ローン 比率	不良債権比率	定数項	自由度修正 済決定係数
0.0057** (2.43)	0.0039 (1.17)	0.0099** (2.12)	0.0082 (1.05)	-0.0822 (0.34)	0.156
0.0058** (2.48)	0.0051 (1.60)	0.0098** (2.10)		-0.1203 (0.50)	0.154
0.0062** (2.62)		0.0111** (2.38)		0.2121 (1.67)	0.124

被説明変数：貸出金利回り

県内貸出 シェア	預金 利回り	経費率	中小企業 貸出比率	住宅ローン 比率	不良債権 比率	定数項	修正済 決定係数
0.0038* (1.69)	0.2629 (0.59)	0.7940*** (8.32)	0.0054* (1.71)	0.0073 (1.61)	0.0086 (1.18)	0.4948 (1.66)	0.702
0.0040* (1.81)	0.3699 (0.85)	0.7879*** (8.22)	0.0065** (2.12)	0.0072 (1.60)		0.4291 (1.45)	0.699

(注) ( ) は t 値。\*\*\*は 1%、\*\*は 5%、\*は 10% 有意。

データは兵庫県を除く 46 都道府県（98 年度）

(データの説明)

- ・都道府県内貸出シェア シェア第 1 位銀行の民間金融機関（農協・労金を含む）の中小企業総貸出に占めるシェア
- ・中小企業貸出比率 中小企業貸出比率が高いほど平均的な質が悪化するため、利鞘・貸出金利に正の効果をもたらす。
- ・住宅ローン比率 住宅ローンの相当部分は固定金利貸出（期間 2～10 年）であるため、順イールド局面では利鞘・貸出金利に正の効果をもたらす。
- ・不良債権比率 金融再生法基準の不良債権額の与信に占める比率（1999 年 9 月末）

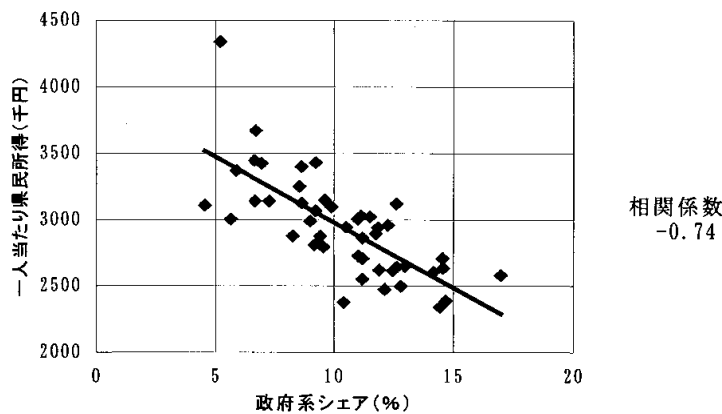
(出所) 東洋経済新報社『金融ビジネス臨時増刊 金融機関の実力(99年3月期決算総力特集)』、1999年9月、同『金融ビジネス臨時増刊 金融新時代の攻防(99年9月期決算総力特集)』、2000年3月、金融ジャーナル社『月刊金融ジャーナル増刊号 47 都道府県の金融勢力』、1999年12月



(図表 18)

### 中小企業向け貸出市場における政府系シェアと1人当たり県民所得との関係

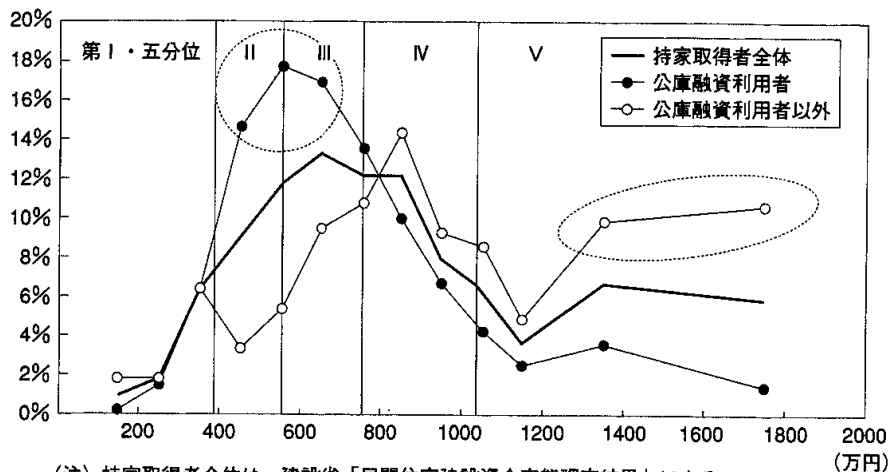
—— 政府系シェアは1999年3月末、1人当たり県民所得は96年度



(注) データの制約から沖縄県を除く46都道府県ベース  
(資料) 日本銀行「金融経済統計月報」、経済企画庁「県民経済計算」

(図表 19)

### 住宅金融公庫利用者と持ち家取得者全体との所得分布の比較



(注) 持家取得者全体は、建設省「民間住宅建設資金実態調査結果」による。  
公庫融資利用者は、「マイホーム新築融資回次別分析」による。  
公庫融資利用者以外の持家取得者は、以上を基に、住宅着工戸数の資金別シェアを用いて推計している。

(資料) 住宅金融公庫「住宅金融公庫年報(平成11年版)」

## 財政投融资と民間金融機関の経費率 (1998 年度)

単位    %

	財投 合計	うち				
		郵便貯金	政府系	国民	中小	開銀
経費合計	0.83	0.43	0.40	0.81	0.46	0.15
人件費	0.46	0.23	0.23	0.50	0.24	0.09
物件費	0.38	0.20	0.18	0.31	0.22	0.06
うち減価償却費	0.06	0.05	0.01	0.02	0.01	0.01
1人当たり人件費(万円)	n.a.	704	n.a.	984	1,009	1,234

	国内銀行	うち			信用金庫
		都銀	地銀	第2地銀	
経費合計	1.22	1.00	1.32	1.58	1.64
人件費	0.66	0.49	0.79	0.98	1.11
物件費	0.56	0.51	0.53	0.60	0.53
うち減価償却費	0.09	0.08	0.10	0.09	0.09
役務収益補正後の経費率	1.06	0.90	1.22	1.52	1.58
1人当たり人件費(万円)	925	1,036	860	744	722

(注1) 政府系の経費率は、国民公庫・中小公庫・開銀の加重平均である。加重比率は  
 国民公庫：資本金1千万円以下の企業と個人企業の借入金残高  
 中小公庫：資本金1千万円～1億円の企業の借入金残高  
 開銀：資本金1億円以上の企業の借入金残高  
 から求めている。借入金残高は「法人企業統計年報」「金融経済統計月報」による。

(注2) 民間金融機関の経費率からは、預金保険料、税金は除いている。

(注3) 民間金融機関の経費率の役務収益補正は以下のように行った。

$$(\text{補正後の経費率}) = (\text{補正前の経費率}) * (1 - (\text{役務収益}) / (\text{業務粗利益}))$$

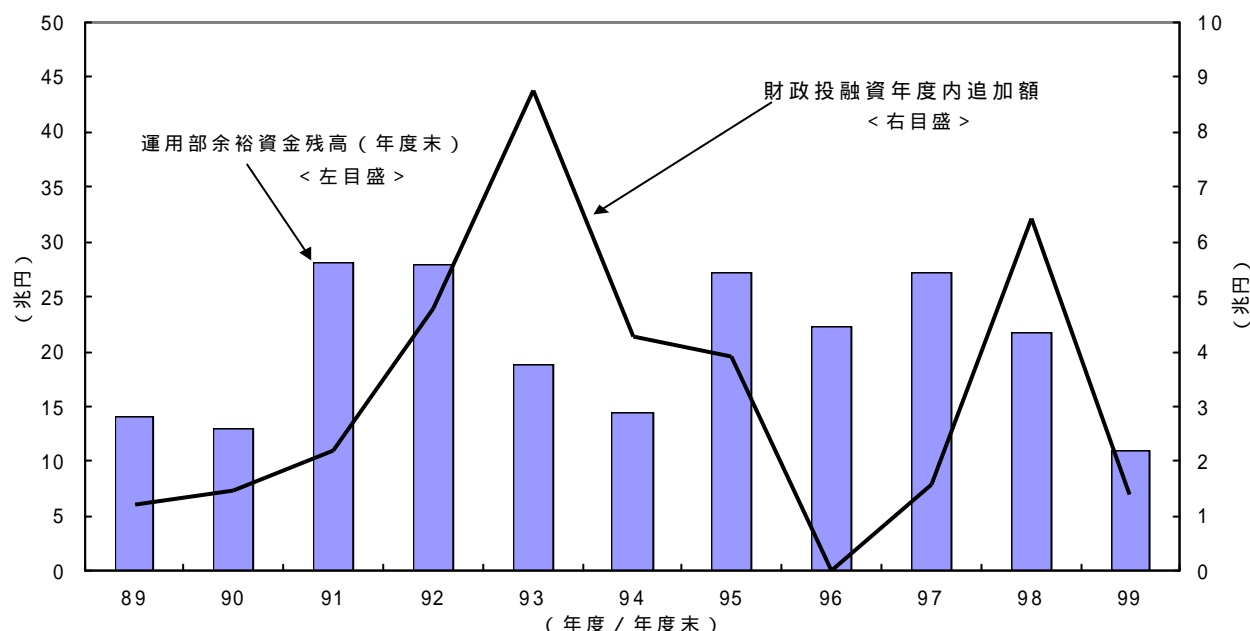
$$(\text{業務粗利益}) = (\text{業務純益}) + (\text{経費}) + (\text{一般貸倒引当金繰入れ})$$

これは、業務粗利益を稼ぐのに必要な経費はどの業務でも同一の比率であると仮定して求めていることとなる。

(資料) 全国銀行協会『全国銀行財務諸表』、各銀行のディスクロージャー誌、  
 大蔵省印刷局『政府関係機関決算書』、郵政省貯金局『郵便貯金』

(図表 21)

### 資金運用部の余裕資金残高と財政投融资の年度内追加額の推移



(注) 資金運用部の余裕資金残高は、(運用部の余裕資金残高) = (国債現先) + (TB・FB) + (金融債<除く商工中金>) + (現金預金)により算出した試算値。

なお、国債現先残高は97年度末～99年度末のみ公表。それ以前の値については、日本銀行との現先残高は、大蔵省財政金融研究所『財政金融統計月報(国庫収支特集)』(各年度版)に掲載されている運用部と日本銀行との長期国債取引収支を積み上げて算出、市中との現先残高は公社債引受協会『公社債月報』による値、両者を合計したものの。

(図表 22)

### 財政投融资と民間金融機関が保有する国債の残存期間の違い(2000年3月末)

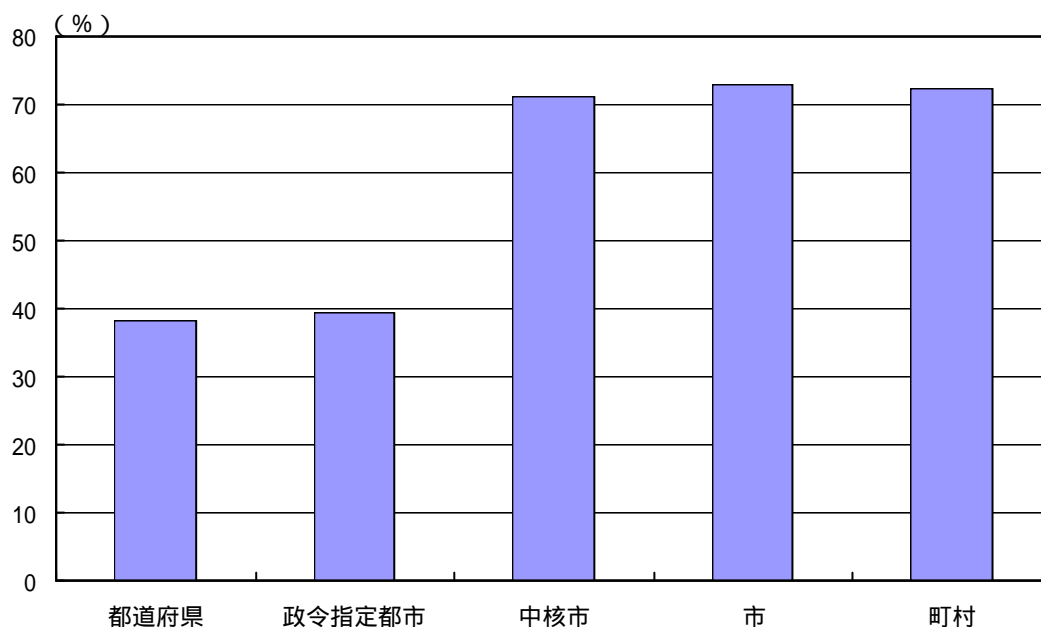
期間	単位 兆円				民間保有	合計	財投保有比率
	資金運用部	郵便貯金	簡易保険	財投合計			
1年未満	7.2	1.5	0.9	9.6	46.7	56.3	17.1%
1～3年	10.1	3.4	1.1	14.6	40.0	54.6	26.7%
3～5年	11.6	3.4	2.7	17.7	37.5	55.2	32.1%
5～7年	14.2	5.0	2.7	21.9	32.9	54.8	40.0%
7～10年	27.0	14.0	12.2	53.2	40.3	93.5	56.9%
10年超	1.1	0.6	2.1	3.8	13.7	17.5	21.7%
合計	71.2	27.9	21.7	120.8	211.1	331.9	36.4%

(注) 民間保有には日本銀行の保有分を含んでいる。

(資料)大蔵省『財政法 28 条による平成 12 年度予算参考書類』、大蔵省理財局『財投リポート 2000』、郵政省貯金局『郵便貯金 2000』、郵政省簡易保険局『簡易保険 2000』

(図表 23)

### 地方公共団体の地方債に占める財政投融资の比率 (1997 年度末)



(注) 地方財務協会『地方財政統計年報(平成 11 年度版)』

(図表 24)

### 基準財政需要額に占める地方債元利償還費の推移

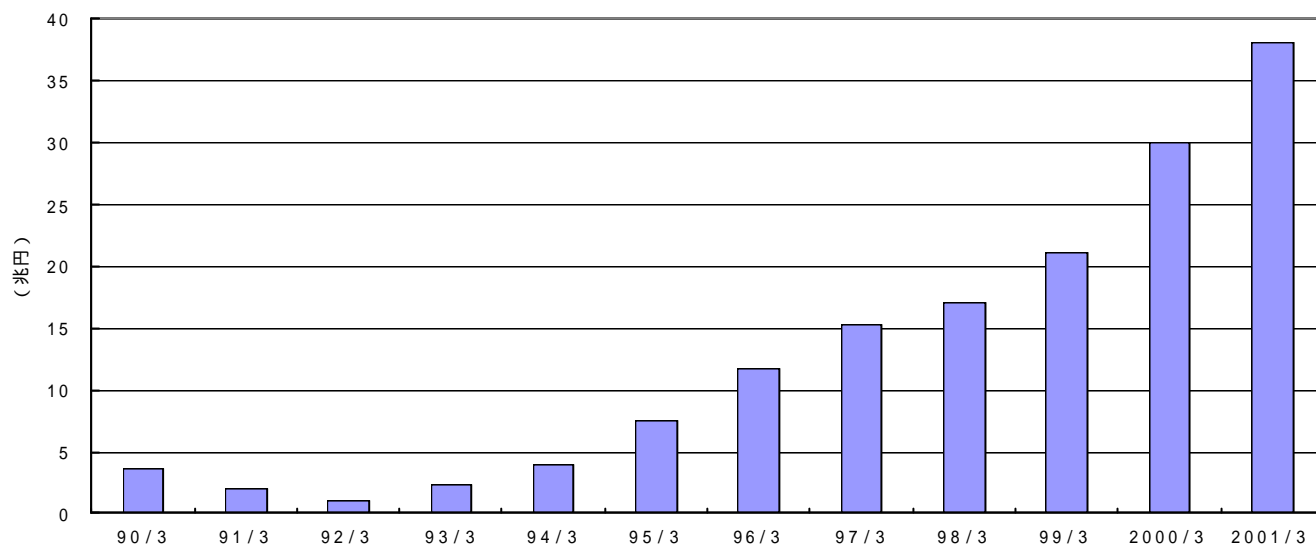
	単位 億円			
	95年度	97年度	99年度	95 99年度の増加額
基準財政需要額 (A)	416,209	444,848	463,915	47,706
うち元利償還額 (B)	34,050	45,425	57,282	23,232
構成比 (B / A %)	8.2	10.2	12.3	48.7

(注) 元利償還費は、公債費として算入された額と事業費補正による算入額の合計。  
都道府県・市町村合計。

(資料) 神野直彦・金子勝『地方に税源を』、東洋経済新報社、濱田省司「地方交付税制度を巡る最近の議論について」、『地方財政』99年12月号、地方財務協会

(図表 25)

### 地方交付税交付金特別会計借入金の推移

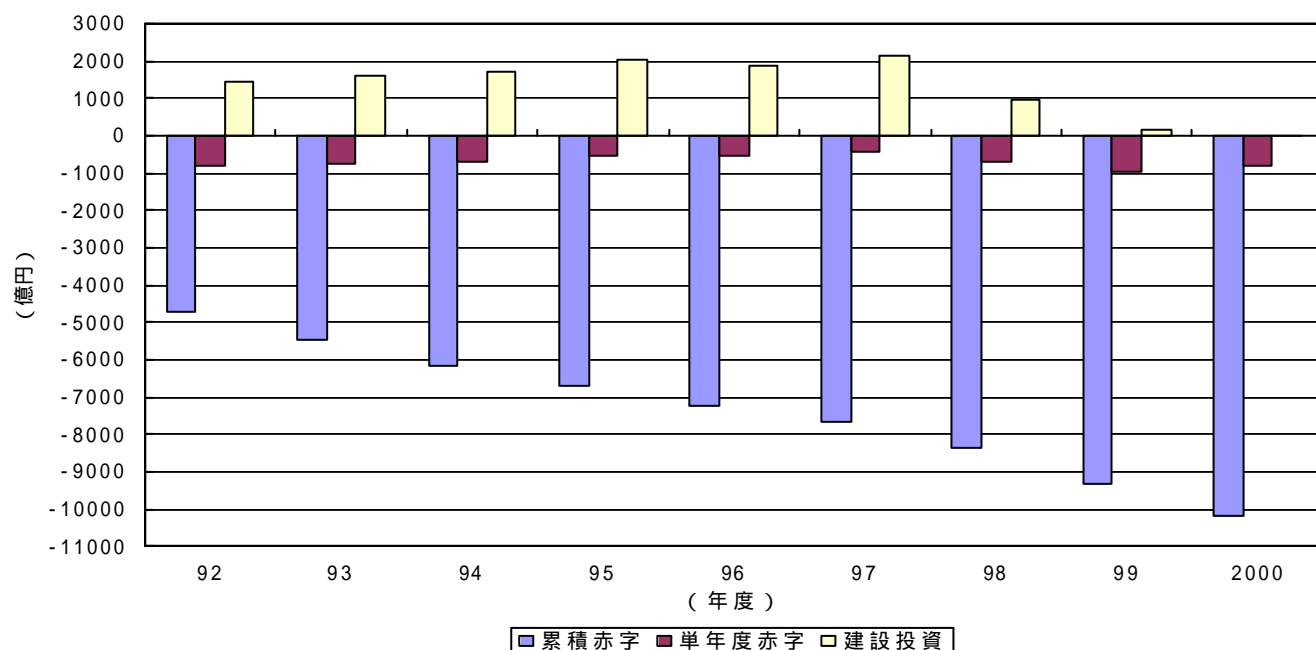


(注) 2001年3月末は当初予算ベース。

(資料) 大蔵省理財局『財投リポート』(各年度版) 大蔵省財政金融研究所『財政金融統計月報(財政投融资特集)』(各7月号)

(図表 26)

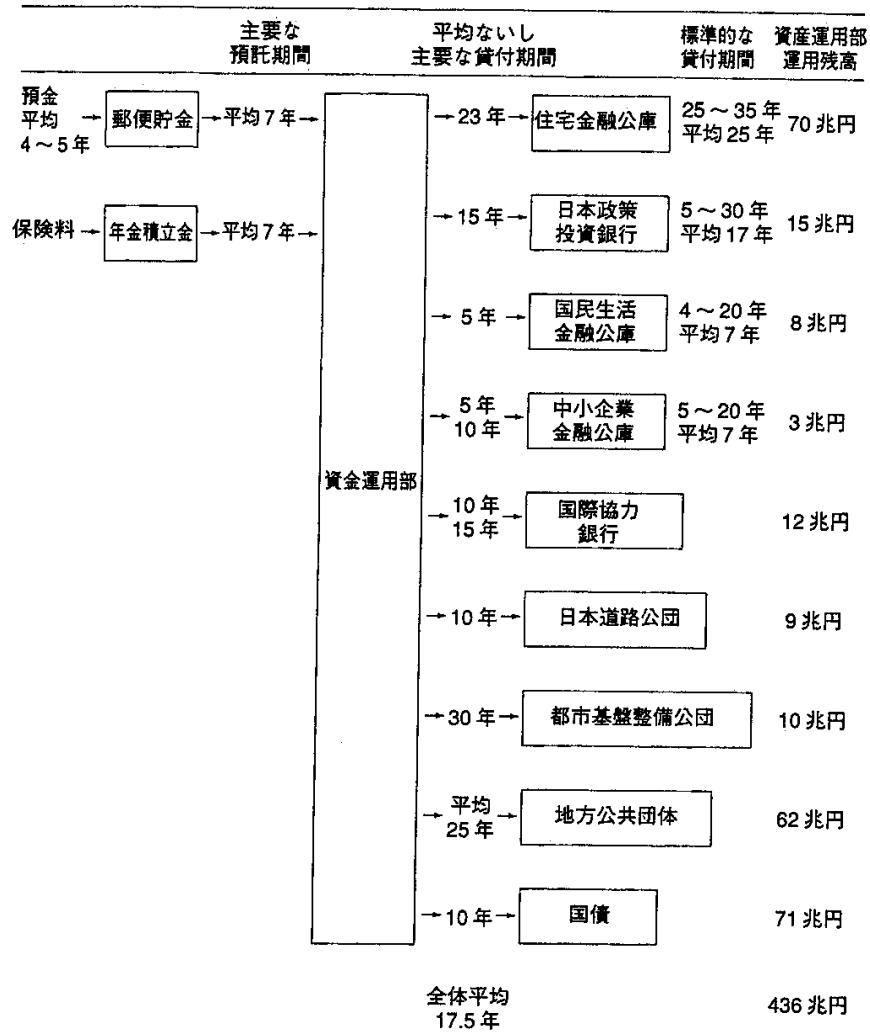
### 本州四国連絡橋公団の経営状況(単年度赤字・累積赤字・建設投資額)の推移



(資料) 大蔵省印刷局『財政法第28条による予算参考書類』(各年度版)

(図表 27)

財政投融资各部門における調達・運用の期間構造 (1999年3月末)



注：日本政策投資銀行、国民生活金融公庫、中小企業金融公庫の平均貸付期間は、1994年度融資実績の当初契約金額ベースの平均値。住宅金融公庫は、同年度中の件数ベースの平均値。

(出所) 岩田一政・深尾光洋編『財政投融资の経済分析』p.12から筆者が作成。

( 図表 28 )

資金運用部の調達・運用の期間構造 ( 2000 年 3 月末 )

残存期間	運用合計			調達合計	ギャップ 運用 - 調達
	貸付金	債券			
0 ~ 1 年	746,187	627,657	118,530	754,700	-8,513
1 ~ 2 年	362,208	288,874	73,334	499,528	-137,320
2 ~ 3 年	353,539	280,205	73,334	499,528	-145,989
3 ~ 4 年	340,410	259,509	80,902	521,502	-181,091
4 ~ 5 年	315,359	234,458	80,902	521,502	-206,142
5 ~ 6 年	298,032	215,661	82,372	548,787	-250,755
6 ~ 7 年	284,191	201,820	82,372	548,787	-264,596
7 ~ 8 年	327,837	221,767	106,070	240,418	87,419
8 ~ 9 年	362,069	255,999	106,070	148,000	214,069
9 ~ 10 年	321,889	215,819	106,070	97,500	224,389
10 ~ 15 年	394,700	380,468	14,232	0	394,700
15 ~ 20 年	203,969	203,969	0	0	203,969
20 年 ~	70,708	70,708	0	0	70,708
合 計	4,381,100	3,456,915	924,185	4,380,250	850

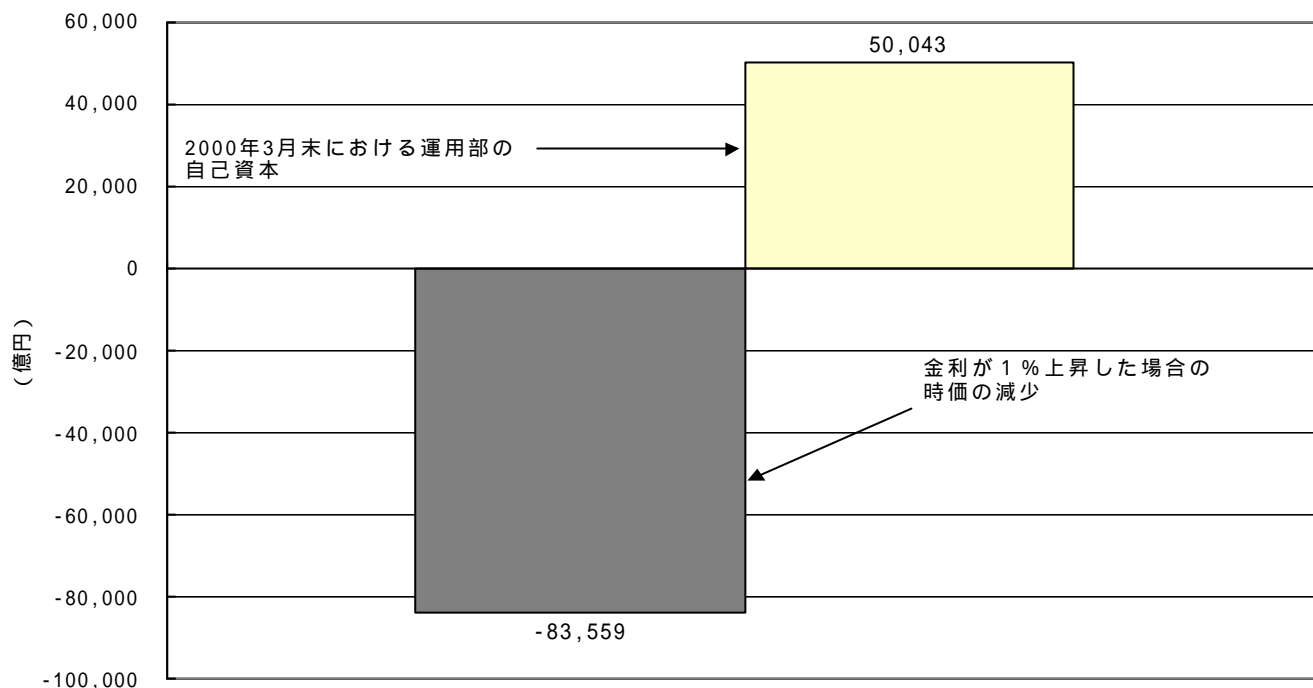
( 注 1 ) デュレーションは運用サイドは 6.1 年、調達サイドは 3.9 年

( 注 2 ) 期間構造の試算手法については、補論 3 を参照。

( データの出所 ) 大蔵省理財局『財投リポート 2000』、「資金運用部資金運用報告書 ( 平成 11 年度 )」、大蔵省財政金融研究所『財政金融統計月報 < 財政投融资特集 >』、年金福祉事業団「平成 11 年度資金運用事業の状況」

(図表 29)

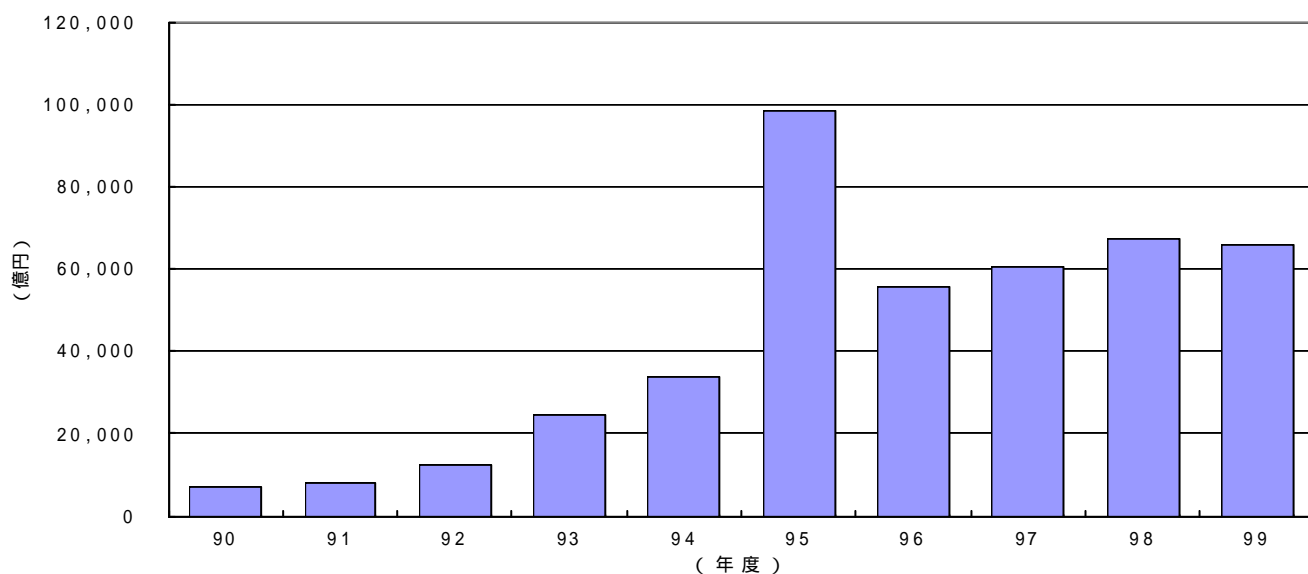
金利が1%上昇した場合に資金運用部の時価に与えるインパクト  
2000年3月末のマチュリティ構造を前提とした場合(大ざっぱな試算)



(注) 資金運用部には、自己資本以外に、債券・貸付金の含み益が相当額存在すると推測されるため、金利が1%パラレル・シフトしても、債務超過に陥るわけではない点には注意。

(図表 30)

住宅金融公庫貸付における繰上償還額の推移



(出所) 住宅金融公庫『住宅金融公庫年報』(各年度版)



( 図表 31 )

## 政府系金融機関の不良債権（リスク管理債権＜2000年3月末＞）の動向

	単位 億円					
	破綻先債権	延滞債権	3ヶ月以上延滞債権	貸出条件緩和債権	リスク管理債権合計	対貸出金比率
日本政策投資銀行	430	4,030	27	2,927	7,414	3.95%
中小企業金融公庫	1,887	1,229	171	666	3,953	5.18%
国民生活金融公庫	1,674	1,456	193	5,050	8,373	7.64%
全国銀行	30,980	183,590	9,190	79,900	303,660	6.12%
信用金庫	10,240	34,990	1,130	17,640	64,000	8.85%

(資料) 各機関のディスクロージャー資料、金融庁ホームページ

( 図表 32 )

## 政府系金融機関の維持コスト（1998年度）

	単位 億円							
	貸出残高	貸出金当たり補助率 (%)	財投維持コスト	受入補助金	表面損益	貸倒引当金の増減	無コスト資金の寄与	無コスト資金残高
住宅金融公庫	721,450	-0.68	-4,926	-5,600	631	-126	169	-3,978
国民生活金融公庫	96,427	-0.91	-876	-760	0	138	-254	5,982
中小企業金融公庫	74,970	-0.95	-710	-641	0	59	-128	3,016
環境衛生公庫	11,112	-0.36	-40	-50	0	19	-9	207
農林漁業金融公庫	42,056	-2.52	-1,060	-856	0	-42	-162	3,808
公営企業金融公庫	214,188	-0.36	-766	-29	0	0	-737	17,352
北海道東北開発公庫	16,476	-1.48	-243	-168	0	2	-77	1,823
沖縄振興開発公庫	17,545	-0.51	-90	-88	0	26	-28	657
日本開発銀行	174,251	-0.29	-504	0	406	36	-946	22,255
日本輸出入銀行	118,645	0.06	69	0	669	56	-656	15,430
政府系金融機関合計	1,487,120	-0.62	-9,146	-8,192	1,706	168	-2,828	66,552

(注) 貸出残高が多い財投機関のうち、貸付事業以外の事業と区別ができる機関について算出したもの。本表以外では、中小企業総合事業団、石油公団が主なものである。

$$\begin{aligned} (\text{財投維持コスト}) &= (\text{受入補助金}) + (\text{表面損益}) + (\text{貸倒引当金増減}) \\ &\quad + (\text{無コスト資金}) \times 4.25/100 \end{aligned}$$

4.25%は資金運用部の貸付金利回り(98年度)。無コスト資金は、資本勘定の合計と無利子借入金、貸倒引当金・その他基金の合計。

(資料) 大蔵省印刷局『平成10年度政府関係機関決算書』『財政法28条による平成12年度予算参考書類』

## 日本政策投資銀行（旧日本開発銀行）の貸出上位 30 先（公開企業のみ）

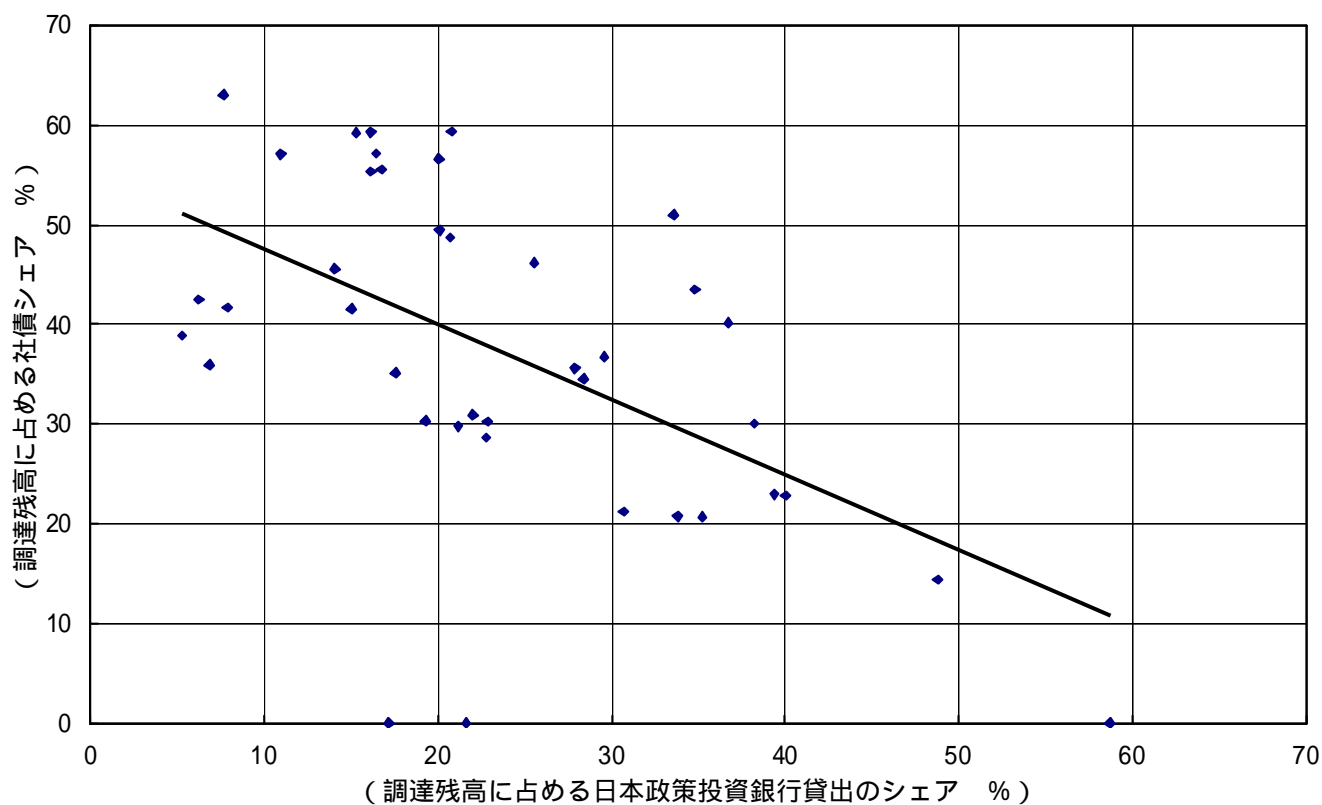
1999 年 3 月末現在、旧開銀分のみ

		単位 億円 %		
	企業名	貸出残高	シェア	累積シェア
1	東京電力	11,278	6.47	6.47
2	中部電力	7,175	4.12	10.59
3	関西電力	6,518	3.74	14.33
4	九州電力	5,441	3.12	17.45
5	J R 東海	4,416	2.53	19.99
6	東北電力	4,366	2.51	22.49
7	J R 東日本	3,993	2.29	24.78
8	中国電力	3,663	2.10	26.89
9	東急電鉄	2,361	1.35	28.24
10	全日空	2,098	1.20	29.45
11	北陸電力	1,830	1.05	30.50
12	日本エアシステム	1,720	0.99	31.48
13	J R 西日本	1,643	0.94	32.43
14	近畿日本鉄道	1,605	0.92	33.35
15	北海道電力	1,543	0.89	34.23
16	東武鉄道	1,527	0.88	35.11
17	小田急電鉄	1,511	0.87	35.98
18	N T T	1,500	0.86	36.84
19	四国電力	1,411	0.81	37.65
20	京浜急行	1,306	0.75	38.40
21	西武鉄道	1,195	0.69	39.08
22	日本郵船	1,052	0.60	39.69
23	南海鉄道	946	0.54	40.23
24	相模鉄道	913	0.52	40.75
25	日産自動車	897	0.51	41.27
26	ジャパンエナジー	887	0.51	41.78
27	京王帝都	877	0.50	42.28
28	京成電鉄	852	0.49	42.77
29	商船三井	830	0.48	43.24
30	阪急電鉄	791	0.45	43.70

(注) シェアは開銀の貸出残高に占めるシェア

(出所) 日本経済新聞社『会社年鑑 2000』

### 日本政策投資銀行貸出が占めるシェアと社債の占めるシェアの関係



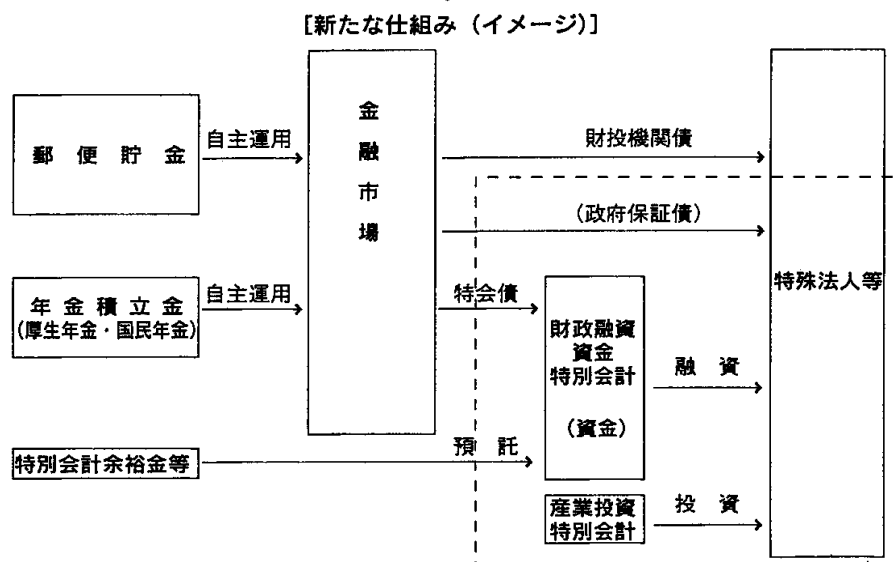
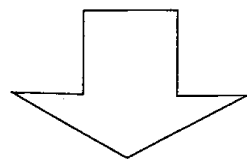
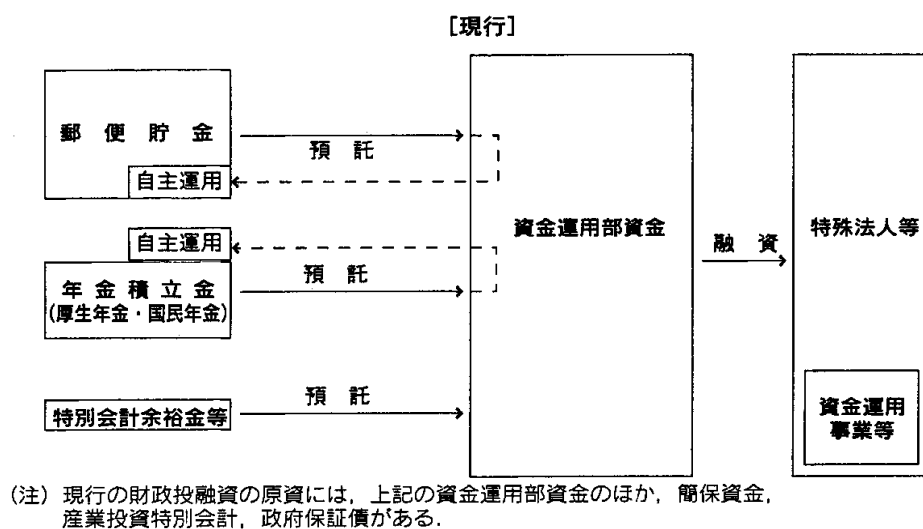
相関係数 - 0.54

( 注 ) 日本政策投資銀行の貸出上位 40 先についてプロットしたもの ( 1999 年 3 月末現在 )  
( 総調達残高 ) = ( 民間金融機関借入金 ) + ( 社債 ) + ( C P ) + ( 政策投資銀行借入金 )  
トレンド線から判断すると、これらの企業における民間金融機関の借入金は、政策投資銀行のシェアが変化してもさほど変化していないことが分かる。

( 資料 ) 日本経済新聞社 『会社年鑑 2000』

(図表 35)

2001 年度財政投融资改革後の資金フロー

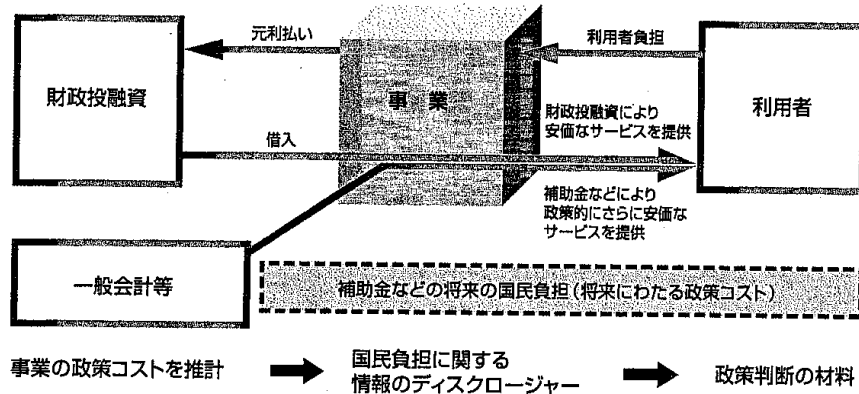


(出所) 大蔵省理財局『財投リポート 2000』

## 政策コスト分析の概要

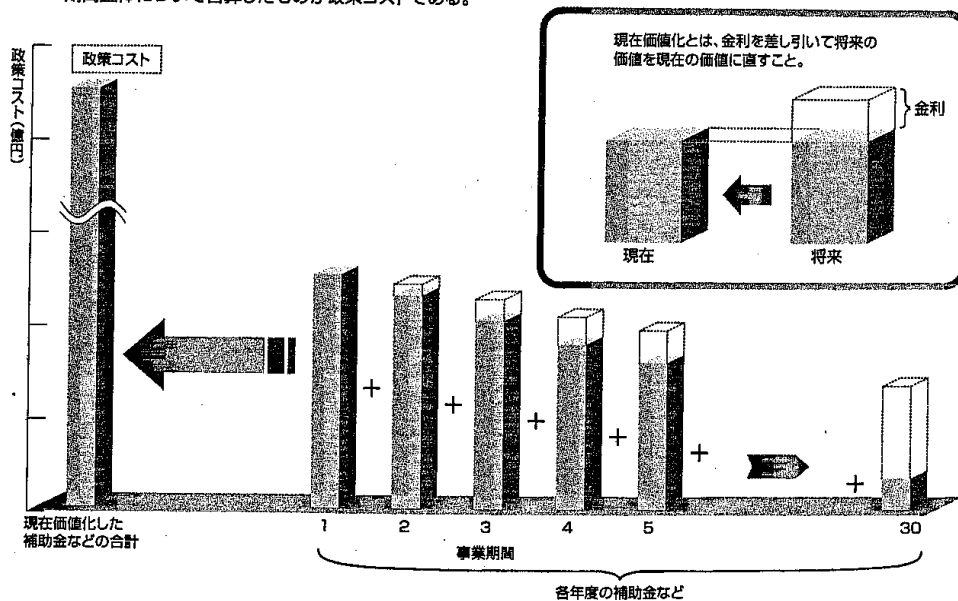
### ■政策コスト分析とは

#### ● 財政投融資と補助金などの組み合わせによる財政投融資対象事業の仕組み



#### ● 将来にわたる政策コストの推計

例: 30年間にわたる事業見込みを作成し、その間の資金収支を基に30年間に必要な補助金などを推計する。推計された各年度の補助金などの現在価値を求め、分析期間全体について合算したものが政策コストである。



(出所) 大蔵省理財局『財投リポート 2000』

### 財政投融资対象事業に関する政策コスト分析 ( 2000 年度 )

財投機関名	単位 億円				
	国からの移転 ( 補助金等 )	国への移転	政策コスト	2000年度 補助金等	分析期間 ( 年 )
住宅金融公庫	22,245	-14,423	7,822	4,475	32
国民生活金融公庫	1,814	-536	1,278	438	21
中小企業金融公庫	2,279	-1,297	982	282	21
農林漁業金融公庫	5,006	-214	4,792	848	22
公営企業金融公庫	112	0	112	14	30
沖縄振興開発公庫	952	-1	951	119	35
日本政策投資銀行	10,050	-8,666	1,384	840	31
国際協力銀行 < 国際金融 >	4,998	-3,510	1,488	0	25
国際協力銀行 < 経済協力 >	19,744	-13,139	6,605	3,063	40
帝都高速度交通営団	631	-674	-43	128	39
社会福祉医療事業団	846	0	846	121	25
日本育英会	1,082	0	1,082	143	26
日本道路公団	42,965	0	42,965	3,070	48
本州四国連絡橋公団	6,538	0	6,538	533	37
中部国際空港	441	-565	-124	248	34
合 計	119,703	-43,025	76,678	14,322	

( 注 1 ) 政策コスト = 「国からの移転」 - 「国への移転」。すなわち、政策コストとは、事業収益では回収できず国からの補助金が必要な額を示す。いずれも割引現在価値に換算している。割引率は 1999 年 12 月 24 日の国債利回りを用いている。将来のコストを求める際に必要な財投金利も、このインプライド・フォワードレートから求める。

( 注 2 ) コスト分析の対象となっているのは、2000 年度までに実施された財投事業に対するコスト ( 高速道路は 2000 年度までに建設が決定されたものも含む ) で、2001 年度以降に新規に着手・貸付を実行する分は含まれていない。なお、政策コストには 2000 年度の補助金等は含まれている。

( 資料 ) 大蔵省理財局「財政投融资対象事業に関する政策コスト分析 ( 試算 )」

## 民間金融機関が資本へのリターンを払うために必要となる利鞘

( 前提条件 ) 自己資本比率 = 4 %、法人実効税率 = 40 %

		負債コスト ( 調達コスト )				
		1%	2%	3%	4%	5%
リスク プレミアム	0%	0.03%	0.05%	0.08%	0.11%	0.13%
	1%	0.09%	0.12%	0.15%	0.17%	0.20%
	2%	0.16%	0.19%	0.21%	0.24%	0.27%
	3%	0.23%	0.25%	0.28%	0.31%	0.33%
	4%	0.29%	0.32%	0.35%	0.37%	0.40%
	5%	0.36%	0.39%	0.41%	0.44%	0.47%

( 前提条件 ) 自己資本比率 = 8 %、法人実効税率 = 40 %

		負債コスト ( 調達コスト )				
		1%	2%	3%	4%	5%
リスク プレミアム	0%	0.05%	0.11%	0.16%	0.21%	0.27%
	1%	0.19%	0.24%	0.29%	0.35%	0.40%
	2%	0.32%	0.37%	0.43%	0.48%	0.53%
	3%	0.45%	0.51%	0.56%	0.61%	0.67%
	4%	0.59%	0.64%	0.69%	0.75%	0.80%
	5%	0.72%	0.77%	0.83%	0.88%	0.93%

( 算出方法 )

金融機関のバランスシートが下図のように構成されている簡単な場合を考える。

( 資 産 ) 貸出金 運用利回り R A	( 負 債 ) 調達コスト R L
	( 資 本 ) 資本コスト R L + C

( 総資産額が A、自己資本比率が K、資本に必要な超過利潤率を C とする )

ここで利益に対する実効税率を t とすると、金融機関の利鞘 ( 実額 ) は、

$$( 1 - t ) \{ R A - ( 1 - K ) R L \} A \quad \dots ( 1 )$$

また、資本に対して支払う必要があるコストは、

$$( R L + C ) K A \quad \dots ( 2 )$$

であることから、( 1 ) = ( 2 ) とおくことにより、必要な利鞘 R A - R L は、

$$R A - R L = K ( C + R L \cdot t ) / ( 1 - t )$$

となる。上記の表は、この式に具体的な値を代入して必要な利鞘を算出したものである。

( 補論の図表 2 )

税金・預金保険料・準備預金の負担格差

項目名	負担格差(率)	算出根拠
預金保険料	0.084%	特別保険料を含む
税金負担	0.05%程度	事業税・固定資産税・印紙税
準備預金	0.01~0.02% 程度	実効準備率(0.54%) * 平均的な 市場金利(3%)
合計	0.13~0.15%	

(注) 税金負担は全国銀行協会による試算値

(資料) 全国銀行協会等「郵便貯金に対する私どもの考え方」(1999年12月)



(補論の図表3)

財投改革後の新しい財投貸付金利のイメージ (大蔵省理財局による試算)  
 ——2000年5月24日時点の国債市場利回りを前提としたもの

年	元金一括	元金均等	元利均等
5年以内	1.1%	0.7%	0.7%
5年超 6年以内	1.3%	0.9%	0.9%
6年超 7年以内	1.4%	1.0%	1.0%
7年超 8年以内	1.6%	1.1%	1.1%
8年超 9年以内	1.7%	1.2%	1.2%
9年超 10年以内		1.3%	1.3%
10年超 11年以内	1.8%	1.4%	1.4%
11年超 12年以内	1.9%	1.5%	1.5%
12年超 13年以内	2.0%	1.5%	1.6%
13年超 14年以内		1.6%	
14年超 15年以内	2.1%	1.7%	1.7%
15年超 16年以内			
16年超 17年以内		1.8%	1.8%
17年超 18年以内			
18年超 19年以内			1.9%
19年超 20年以内		1.9%	
20年超 21年以内	2.2%		
21年超 22年以内		2.0%	2.0%
22年超 23年以内			
23年超 24年以内		2.0%	
24年超 25年以内			
25年超 26年以内		2.0%	
26年超 27年以内	2.3%		2.1%
27年超 28年以内			
28年超 29年以内		2.1%	
29年超 30年以内			

- (注) ・現行制度の下で貸付のある30年以内までを記載  
 ・据置期間のある場合には、各々の金利は据置期間の長さに応じて高めの設定となる。(上表は据置期間のない場合)  
 ・基本的に月毎に改訂が行われる。

## 2001年度財政投融资改革の財投貸付金利へのインパクト

貸付金利は2000年5月24日の市場金利から大蔵省理財局が試算したもの（同時点の現行財投貸付金利は1.9%）

### 貸付金利が上昇する主な財投機関

貸付残高は2000/3月末、新規貸付額は99年度（単位 億円）

財投機関名	貸付残高	新規貸付額	貸付期間	返済方式	改革後金利	金利変化幅
地方公共団体	665,273	69,327	平均25年	元利均等	2.0%	0.1%
年金福祉事業団	91,430	970	25年	元金均等	2.0%	0.1%
都市基盤整備公団	101,047	8,139	30年	"	2.1%	0.2%
日本鉄道建設公団	5,035	1,028	30年	"	2.1%	0.2%
水資源開発公団	9,224	651	25年	"	2.0%	0.1%
合 計	872,009	80,115			2.01%	0.11%

### 貸付金利が低下する主な財投機関

貸付残高は2000/3月末、新規貸付額は99年度（単位 億円）

財投機関名	貸付残高	新規貸付額	貸付期間	返済方式	改革後金利	金利変化幅
日本政策投資銀行	150,016	13,703	15年	元金均等	1.7%	-0.2%
国際協力銀行	130,094	23,200	15年	"	1.7%	-0.2%
国民生活金融公庫	84,088	26,234	5年	"	0.7%	-1.2%
中小企業金融公庫	29,855	8,660	5年	"	0.7%	-1.2%
運輸施設整備事業団	29,738	302	15年	"	1.7%	-0.2%
沖縄振興開発公庫	14,598	1,912	15年	"	1.7%	-0.2%
土地改良特別会計	11,224	744	14年	"	1.6%	-0.3%
国立学校特別会計	10,347	791	25年	"	1.7%	-0.2%
日本道路公団	90,829	12,051	10年	元金一括	1.7%	-0.2%
首都高速道路公団	14,112	2,084	10年	元金一括	1.7%	-0.2%
阪神高速道路公団	11,821	1,881	10年	元金一括	1.7%	-0.2%
地方交付税特別会計	300,434	88,577	1ヶ月	"	1.1%	-0.8%
合 計	877,156	180,139			1.36%	-0.54%

（資料）大蔵省財政金融研究所「財政金融統計月報＜財政投融资特集＞」

大蔵省理財局「財投レポート2000」

（注）改革後の金利、金利変化幅はいずれも残高加重平均で算出したものである