

## 改革後の財政投融资制度とその民業補完

慶応義塾大学 吉野直行

千葉経済大学 中田真佐男

### (1) 新たな財政投融资制度とその資金調達

財政投融资制度は、2001年4月に大きな改革がなされ、郵便貯金・簡易保険・公的年金の積立金は、従来のように（大蔵省）資金運用部に預け入れられるのではなく、新たに入ってきた資金はすべて自主運用されることとなった。例えば、郵便貯金の場合には、約80%が国債を中心とする国内債券、5%が国内株式、5%が外国債券、5%が外国株式、5%が短期運用となっている。公的年金も同様に約68%が国債中心の国内債券、12%が国内株式、7%が外国債券、8%が外国株式、5%が短期資産となっている。これらは、すべて市場を通じる運用であり、強制的な引き受けではなくなっている。

大蔵省資金運用部は廃止され、出口機関である公社・公団は、新たな資金調達を(i)財投国債の発行、(ii)財投機関債の発行、(iii)政府保証債の発行、の3つによることとなった。財投機関債の発行は、住宅金融公庫・日本政策投資銀行・国際協力銀行・道路公団などが格付けを取得して昨年から行っている。その目的は、各財投機関の財務状況・業務内容によって市場（マーケット）がどのように評価するかを表すためである。ただし、格付けの評価として、「政府との緊密性（民営化される可能性はないかどうか）」を重視する向きもあり、本来の財投機関の市場による評価となっていない側面も否めないのが現状である。財投国債の発行による調達は、これまでの財投制度と同様に、財務省が資金を各財投出口機関に提供する方法ではあるが、郵貯・簡保・年金からの資金ではなく、国債を発行して調達する。調達金利は、（財投）国債で行うことが、もっとも低いコストでの調達となる。しかし、（財投）国債だけに依存すると、市場の評価を各機関が受けることがなくなるため、財投機関債による調達が不可欠とされている。

### (2) 政策コスト分析の適用

財政投融资の新たな改革では、各財投機関が政策コスト（補助金コスト）を公表することとなり、昨年度から、財投33機関すべてが、政策コストを公表している。これは、各機関が将来事業を行うにあたり、低利で長期貸付を継続する場合に、中央政府からどの程度の補助金をもらい続ける必要があるのかを割引現在価値で計算する。事業系の公団の場合には、道路であれば長期に亘る利用台数予想から、料金収入・建設コストなどの総費用との差額を計算して将来的に予想される中央政府からの補助金を割引現在価値で計算する。これは、従来の政策評価が単年度であったことを反省し、米国によって1992年（米国

信用改革法)から Federal Credit Program で開始された方法である。米国では、直接融資(長期にわたる)と債務保証(単年度でしか見ていなかった)とを比較する意味においても重視されている。

政策コストの計算において大きな差をもたらすものとして、利用台数や空港の発着回数などの将来予想があげられる。これを過大に見積もれば、本州四国架橋のように3本の橋が完成してしまい、将来的には、国民の税金による負担となってしまう。

今後の政策コストの計算においては、利用台数などの需要予想を、幅を持たせた範囲でシミュレーションすることが望まれる。また、将来の利用者数・利用台数の予想を過大に見積もることによって収支が均衡するように国民に予想を発表し、赤字路線が拡大されてしまったことから、(i)需要予測の方法、その内容を公表すること、(ii)需要予想に関する説明責任を明確化すること、例えば、各財投機関の主務官庁の担当大臣が需要予測に関する説明責任を負うなどの工夫が必要であると思われる。さもなければ、これまで同様に、無駄な道路が建設され兼ねない。

さらに、政策コスト分析では、毎年と比較が行いやすいように、前年度と同一条件のもとで新たな事業を追加した場合に、政策コストがどの程度変化するかも求めることが望まれる。さもなければ、毎年と比較が、困難となるからである。

今後の改善点はあるものの、将来にわたる補助金を、割引現在価値で計算するという方法は、さまざまな政府の事業にも当てはまるやり方であると思われるため、他分野への応用も望まれる。

### (3) 郵便貯金の民業補完

表1は、銀行預金と郵便貯金の資金吸収について、その要因をパネルデータで実証分析したものである(詳細は、吉野直行・和田良子(2000))。これによると、近くに店舗があるかどうかという利便性(店舗の数)が大きな説明要因となっている。さらに、10年物の定額貯金を提供している郵便貯金は、金利低下局面で資金がたくさん集まり、逆に金利下降期には減るといった傾向があるが、表1の金利上昇期ダミー変数が有意に効いており、郵貯から銀行預金へのシフトが発生することから計量的にも明らかとなった。この他、金融広報中央委員会によるアンケート調査でも、(i)利便性、(ii)金融機関の安全性、(iii)店舗が全国ネットであるかどうか、といった要因が上位を占めており、郵便局の魅力を高めている。

今後の民業補完としては、郵便貯金を集めるほか、(貯蓄)国債の窓口販売、投信などさまざまな民間金融商品を郵便局の窓口を通じて販売する方法があると思われる(吉野直行(1993))。わが国の国民の預貯金重視は、他の先進国と比較すると未だに高い。これは、店舗網が充実している郵便局の利便性などとも大きな関係があると見られるからである。

身近な店舗でさまざまな金融商品が販売されれば、国民の資産選択も預貯金中心から、国債・投信・社債・株式へと拡大する可能性はあると思われる。

#### (4) 政府系金融機関の現状(計量分析)

政府系金融機関は、戦後の役割として、海運・造船・鉄鋼など、高度成長の初期段階では、産業政策として用いられていた(小椋正立・吉野直行(1984、1985))。表2は、製造業と非製造業の設備投資関数を推計したものである。それぞれの計測には、政府系金融機関の貸出が説明変数として含まれている(詳細は、中田真佐男(2001))。表2の結果をまとめた表3から、(i)量的補完は最近では極端に減少していること、(ii)利子軽減効果も、民間金利の低下により低下していることが分かる。

つぎに、表6・表7は、住宅金融公庫の役割を見たものである。表6からは、公的住宅信用残高が住宅投資に与える効果が、1992年-98年では、それ以前と比べて、係数が減少していること、言い換えると、公的住宅金融の信用残高の住宅投資誘導効果が低下していることが分かる。また、表7からも、1992年第3四半期-99年第1四半期において、公的住宅信用が民間住宅ローンをクラウドアウトしていることが統計的にも有意になっており、景気対策として公的住宅金融が出過ぎた感がある。事実、表5に示されるように、住宅金融公庫の政府系金融機関に占める比率は大きく増加している。以上のように、政府系金融機関の融資効果は、最近では、低下している。

#### (5) 政府系金融機関の民業補完

政府系金融機関の民業補完のあり方として、以下の方法があると思われる。

##### (i) Credit Denial (融資拒絶証明書) 証明書の発行と民業補完、

アメリカの中小企業金融公庫(SBA=Small Business Administration)では、2つの民間金融機関から融資を断られた場合に、直接融資を行うという方法がとられていた。また、最近でも、信用保証の際には、民間金融機関が当該中小企業には(政府による信用保証がなければ)直接融資を行うことができないという文面が入っており、民業補完を徹底させている。日本の場合には、民間金融機関は、貸渋りを批判されている昨今、融資拒絶証明書を発行することは困難であるという意見が多い。しかし、民間でできる融資は民間に任せるとする趣旨からは、何らかの形式による民間金融機関からの拒絶証明が必要ではないかと考える。これにより、民業補完の徹底が図られると思われる。

##### (ii) 信用保証

これまで日本の公的金融では、郵貯などの原資があったため、直接融資が大半であった。しかし、原資が十分には確保できない状況も将来的にはあり得るため、民間が中小企業などに融資をする場合に、公的な保証を付与する信用保証制度の活用が考えられる。ただし、

2000年に実施された特別信用保証制度では、民間金融機関の中小企業向け貸出に対して公的機関が100%保証を付けたため、モラルハザードが発生し、地方の信用保証協会では多額の負担を強いられている。

民間金融機関に対して信用保証を公的機関が行う場合には、アメリカ・ドイツで採用されているように、85%程度を保証し、残りは民間金融機関にリスクを負担させる方法がある。さらに、過去の貸倒れ比率に応じて金融機関毎に信用保証の比率を変更させる方法も考えられると思われる。いずれにしても、民間金融機関のモラルハザードを防止する方策を考慮した信用保証が望まれる。

#### (iii) 公的機関が民間金融機関を通じて政策発動（ドイツ型）

ドイツの公的金融が一部実施しているように、公的金融機関が民間金融機関に資金を提供し、民間金融機関は公的金融からの資金とそれぞれの預金で集めた資金を合わせて融資をする方法がとられている。このメリットとしては、(i)民間金融機関が資金が十分にある場合には、公的金融からの資金を必要としない点、また、(ii)公的金融が直接融資をするのではなく、必ず民間金融機関を通じるため、競合は発生しない点、(iii)政策誘導をしたい場合には、公的金融からの資金を民間金融機関が代理貸するという政策が可能なことなどが挙げられる。さらに、民間金融機関が、公的金融からの資金受け入れを行う背景には、公的金融の資金コストが低い（公的金融はAAAで調達）ためである。

#### (iv) 貸出債権の流動化と債券市場の整備

アメリカの住宅金融に見られる信用補完制度である貸出債権の流動化がもう一つの方策である。財投改革の中で住宅金融公庫の5年後の廃止が決定され、従来の直接融資からアメリカ型の住宅債権を証券化する政策が進められようとしている。これは、民間銀行が住宅向けに貸出した債権を証券化して他者に販売する方法である。当初は、住宅金融公庫の住宅ローンの証券化と民間金融機関の住宅ローンの証券化を合わせた（住宅）資産担保証券（MBS、Mortgage Backed Security）の流通を目指し、将来的には民間の住宅ローン債権のみの証券化を目指している。民間銀行もBIS規制により、貸出資産を縮小することが必要となっており、住宅向け貸出を証券化しようとする環境が整ってきている。

アメリカでは、GNMA（政府抵当公庫）が民間金融機関の住宅融資に対して元利払いの保証を付したり、FNMA（連邦抵当公庫）は民間金融機関の住宅ローン債権の買取なども行い、住宅ローン債権の証券化の流動性の向上・リスク軽減に寄与しており、年金基金の重要な運用先となっている。

アメリカでは、年金の運用先として、モーゲッジ証券（住宅貸付を証券化した商品）への運用も積極的に行っている。これは、国債よりも利回りが高く、貸倒れリスクも企業貸出よりも低く、超長期（35年など）の商品であり、年金の運用先として好ましいからである。

ドイツにおいても、公的金融機関である KfW が、民間の住宅向け貸付債権を格付けにより 5 種類に分類して、証券化している。さらにドイツでは、民間金融機関の住宅貸付債権がヨーロッパ全土でファンドブリーフとして流通し、国債同様に幅広く取引されている。日本においても住宅貸付債券が市場で流通するためには、債券市場の整備が必要である。わが国では国債の種類も、従来の 10 年物中心から、15 年・20 年・30 年の長期国債も発行され、超長期国債の種類も多様化している。こうした国債の流通市場に、住宅貸付証券化商品が乗るような工夫をすれば、安定的な消化が図られる可能性が高い。また、これらの債券の購入者として、米国のように年金基金が考えられる。アメリカでは、年金の運用先として、モーゲッジ証券（住宅貸付を証券化した商品）への運用も積極的に行っている。これは、国債よりも利回りが高く、貸倒れリスクも企業貸出よりも低く、超長期（35 年など）の商品であり、年金の運用先として好ましいからである。

#### 参考文献

Cargill Thomas and Naoyuki Yoshino "Modernizing Japan's Postal Savings System", *The Financial Regulator*, Vol.6. No.1 June 2001, UK, pp201-230.

中田真佐男（2001）「公的金融の投資誘導効果の変化——財政投融資制度の改革が企業の設備投資に及ぼす影響——」2001 年度春季金融学会報告、

Robashik Frank and Naoyuki Yoshino "A Comparative Analysis of the Japanese and the German Public Banking System", *JAPANSTUDIEN, Jahrbuch des Deutschen Institute fur Japanstudien*, Band 132, pp319-372.

吉野直行・和田良子（2000）「家計の金融資産選択行動のパネルデータ分析」変革期の金融資本市場、（松浦克巳・吉野直行・米澤康博編、第一章、日本評論社。

吉野直行・中田真佐男（2002）「財政投融資制度の改革と地方債市場の今後のあり方」、*日本経済研究*、pp.167-187 .