

財政投融资改革と公的部門の国債保有

代 田 純

要 旨

日本の国債に関わる問題点のひとつは、保有構造において公的部門の比重が著しく高いことであろう。750兆円を越す国債の残高という量的指標、また一般政府債務残高の対GDP比が161.2%という国際的に突出した指標も問題であるが、保有構造も国際的に特異である。財政融資資金、郵便貯金、簡易保険といった「政府等」の保有比率が40.8%に達し、また広義では公的部門に含まれる日本銀行の保有比率も14.5%あり、合計で55.3%と過半を超えている。このことは、日本の財政金融政策に対し、深く影響しているとみられる。約10年におよぶ「ゼロ金利政策」、国債買い切りオペを主軸とした「量的緩和政策」も、こうした国債保有構造と密接に関連していよう。

本稿では以上の問題意識を背景として、財政投融资、とりわけ計画外の短期運用による国債保有の動向、さらに公的部門として簡易保険による国債保有を取り上げる。財政投融资は改革後、「入口」の資金が減少しているが、「出口」の公的金融機関による貸出も抑制されており、結果として「中間」において資金余剰が発生している。このため、計画外の運用規模が拡大し、特に短期運用による国債保有が膨張している。

財投改革前に簡易保険は財投協力として運用部に預託してきたが、改革後は預託廃止となった。改革前の財投預託は7年であったため、簡保の負債とある程度は期間対応していた。しかし財投改革後、簡保の資産構成において国債の比重が急激に上昇しており、しかも国債市場全体の動向を反映して、簡保が保有する国債の残存期間構成も短期化している。このため簡保のALM（資産・負債管理）は期間対応の面で問題がある。また資産において著しく国債の比重が高まり、金利上昇による評価損の発生リスクも高まっている。こうした状況を踏まえると、簡保本体による株式投資、または中小企業むけ貸出（さらに貸出債権の証券化）など資産の多様化が検討されるべきだろう。

目 次

I. はじめに

II. 財政投融资の計画外短期運用と国債保有

III. 簡保資金運用の現状

IV. 簡保の証券投資と将来像

V. まとめに代えて

I. はじめに

本稿は財政投融资改革後の公的部門による国債保有を、簡易保険による証券投資を中心として検討することを課題としている。

周知のように、わが国の金融構造は、公的金融の比重が高いことに、大きな特徴がある。わが国の預貯金において、郵便貯金は50%近いシェアを占めてきた。また生命保険の分野においても、簡易保険は高いシェアを占めてきた。こうした預貯金、保険の分野で公的セクターへ資金が流入し、年金と並んで、資金運用部を介して財政投融资で運用されてきたわけである。こうした従来のシステムのなかで、簡易保険も財投協力といった形で財政投融资に組み込まれてきた。

しかし平成13年度から財政投融资の改革が進んでいる。大きな方向性としては、郵貯・年金そして簡保の資金を資金運用部と財投に振り向けることをやめ、市場原理に基づいて「自主運用」させることである。しかし現実的には、簡保による国債保有はますます増加しており、市場原理に基づく「自主運用」とは異なる側面も垣間見える。というのも、近年日本銀行によって量的緩和政策が採られ、国債買いオペ（特に買い切りオペ）が異常な水準まで拡大し、国債の流通利回りが超低水準まで低下した。このため、金利上昇に伴う債券評価損の発生リスクが高まっている。しかるに、簡保による国債保有は増加を続けており、果たして市場原理に基づ

く「自主運用」とは何なのか、検討を迫っている。

同時に検討されるべきは、簡保の保有国債の残存期間構成の変化である。これは一般論として、期間の長い債券の価格変動リスクは高い、利率の低い債券の価格変動リスクは高いためである。超低金利政策のもとで、国債の利率は1%台にあり、価格変動リスクは高まっている。そのうえ、残存期間が長期化していれば、さらに価格変動リスクは高まることとなる。簡保による国債保有の増加に関わって、保有国債の残存期間が検証されねばならない。

簡保による国債保有リスクが高まっているならば、ポートフォリオの多様化が必要となる。ひとつの選択肢は株式投資の開始、もしくは拡大であろう。従来、簡保本体による株式投資は、国による株式保有につながるとして抑止され、簡保指定単という金銭信託形式で担われてきた。しかし、簡保事業団の時期に、指定単は大きな損失を計上し、郵政公社への移行にあたり、内部留保の取り崩しを余儀なくされた。したがって株式投資にあたりリスク管理が一層必要であろう。

もうひとつの選択肢は、有価証券以外で、信用保証協会むけの融資、地方自治体と提携した小口貸出といった方向が考えられる。簡保の有する公共性を念頭におけば、中小企業むけの金融機能や地域経済活性化の金融機能は、本来最も必要であろう。こうした観点から、中小企業や地域むけの貸出が重要であろう。また小口貸出の貸出債権を証券化し、それを簡保が保有す

るという選択肢もあるだろう。

II. 財政投融资の計画外短期運用と国債保有

平成13年度から財政投融资改革法が施行され、資金運用部への郵便貯金、年金積立金の預託義務が廃止され、市場における自主運用が開始（拡大）された。簡易保険は改革前から、資金運用部への預託義務を課されていなかったが、改革後には財政融資資金への預託もなくなり、財政投融资計画のなかで地方公共団体へ直接貸し付けることとなった。

図表1は財政投融资原資について、改革前後を比較したものである。改革前の資金運用部資金は実績ベースで36兆円（平成11年度）もの資金を調達していた。資金運用部の資金源は主として郵便貯金、公的年金であった。他方、簡易保険は改革前には6兆円前後の資金協力を行っていた。これらの郵貯、年金、簡保などの資金は改革前には資金運用部から特殊法人等に融資

されていた。特殊法人の代表例が道路公団や住宅金融公庫であった。

改革に伴い、第一に、まず財政投融资の規模が縮小された。財投の規模は原資で見ても、平成11年度には約46兆円（実績）あったが、同15年度には同じく19兆円に縮小している。4年ほどの期間で、約46兆円から約19兆円に縮小したことは、「第二の予算」と呼ばれてきた財投が急速に縮小した、と言えよう。またわが国のマクロレベルの資金循環に少なからぬ影響を与えている可能性がある。

第二に、資金運用部が廃止され、財政融資が創設されたが、財政融資は主として財政融資資金から構成されている。この財政融資資金は特別会計余裕金等から預託されており、郵便貯金と年金積立金からは既往の預託金の払い戻しだけがなされている。特別会計余裕金とは、郵便貯金および郵便振替、厚生保険特別会計などの余裕金である。

しかし特別会計余裕金だけでは、財政融資資金（約14兆円、16年度当初計画）をまかなうこ

図表1 財政投融资原資の状況

(単位 億円)

(単位 億円)

区分	平成11年度		平成12年度		区分	平成13年度		平成14年度		平成15年度		平成16年度
	当初計画	実績	当初計画	実績		当初計画	実績	当初計画	実績	当初計画	実績	当初計画
産業投資特別会計	1.036	2.020	1.100	1.015	財政融資	287.448	212.126	235.721	172.642	194.612	156.467	160.263
資金運用部資金	437.156	364.726	333.049	287.067	財政融資資金	261.148	187.003	210.021	147.693	168.412	132.664	141.263
郵便貯金	115.000	41.400	-	-	郵便貯金資金	10.000	9.496	9.800	9.500	10.000	8.989	7.000
厚生年金・国民年金	43.100	45.472	27.200	-	簡易生命保険資金	16.300	15.627	15.900	15.449	16.200	14.815	12.000
回収金等	279.056	277.853	305.849	287.067	産業投資	790	1.249	367	911	447	414	805
簡易生命保険資金	65.800	64.107	63.800	59.144	産業投資特別会計	790	1.249	367	911	447	414	805
政府保証債・政府保証借入金	25.000	27.185	38.811	39.301	政府保証	37.234	28.738	31.832	22.915	39.056	33.205	43.826
合計	528.992	458.037	436.760	386.527	政府保証国内債	29.613	25.097	24.902	19.199	31.862	28.799	36.996
					政府保証外債	7.621	3.641	6.930	3.716	7.194	4.406	6.830
					合計	325.472	242.112	267.920	196.467	234.115	190.087	204.894

(注) 1) 財政投融资制度の改革に伴い、平成13年度から財政投融资計画に政府保証外債を加える等、原資区分の変更を行っています。

2) 平成12年度においては、郵便貯金、年金資金については、預託の増加額はなく、資金運用部資金については、回収金等が原資に充てられています。

〔出所〕「財政投融资レポート2004」<http://www.mof.go.jp/zaito/zaito2004/pdfs/H039.pdf>

とはできない。このため、財政融資資金には財投債の発行による調達資金も払い込まれている。財投債とは、正式名称を財政融資資金特別会計国債といい、平成15年度末における発行残高は91兆8,490億円である。しかし、財投債については、その位置づけをめぐって、国債の一種との指摘がある¹⁾。財投債は、OECDレベルで一般政府の債務とされない。これは財投債による資金調達資金は財投対象機関に融資され、そこからの返済金によって償還・利払いされるためである。しかしこの点は従来の建設国債にもあてはまることであり、財投債の性格には不透明な部分がある。

第三に、産業投資特別会計は、戦後アメリカ

からの援助による承継資産、日本航空の保有株売却など無償性資金を資金源としている。規模としては大きくはないが、財政投融資の改革においても引き継がれた。

第四に、政府保証債は改革前から発行されてきたが、次に述べる財投機関債による「自主的」な資金調達が財投対象機関で困難な場合、限定的範囲で発行が継続されることとなった。しかし図表1でも、政府保証債は実績ベースで約2兆2,000億円(11年度)から約3兆3,000億円(15年度)と逆に増加している。財投機関債の発行が期待されたほど、順調ではないと推定される。

第五に、財投機関債の発行は、初年度の平成

図表2 財政融資資金(資金運用部資金)短期運用残高

(単位 億円, %)

	10年度末	11年度末	12年度末	13年度末	14年度末	15年度末	16年度末
債 券	286,508	124,129	208,902	313,544	354,175	366,503	410,589
国 債	277,196	114,817	208,902	313,544	354,175	366,503	410,589
利付国庫債券	261,102	86,817	208,902	313,544	306,176	260,504	235,590
割引短期国庫債券(政府短期証券)	6,000	28,000	0	0	47,999	105,998	174,999
食糧証券	0	0	0	0	0	0	0
外国為替資金証券	10,094	0	0	0	0	0	0
金 融 債	9,312	9,312	0	0	0	0	0
貸 付 金	233,388	321,302	321,374	284,237	317,071	315,078	314,381
国	233,387	321,297	321,366	284,216	317,058	315,069	314,375
郵政事業特別会計	4,656	5,470	5,798	5,646	5,705	0	0
交付税及び譲与税配布金特別会計	211,857	300,437	300,437	263,778	296,560	300,277	299,583
厚生保険特別会計	14,792	14,792	14,792	14,792	14,792	14,792	14,792
合 計 ①	519,896	445,430	530,276	597,781	671,247	681,581	724,969
長期運用予定額	-	437,911	333,293	261,378	210,415	172,412	151,317
長期運用予定現額	-	531,368	406,692	317,077	257,646	215,563	189,153
長期運用済額	-	380,038	265,704	192,496	151,807	144,112	144,972
運用残額(不用額)	-	83,259	88,288	77,350	62,688	36,116	16,262
財投残高 ②	4,008,000	4,178,000	4,101,000	4,101,000	3,906,000	3,540,000	3,355,000
①÷②(%)	13	11	13	15	17	19	22

(注) 長期運用関係は財政融資資金運用報告(財務省ホームページ)から作成。10年度についてはホームページ上に公表されていない。

(出所) 財務省ホームページ等から作成

12年度に1銘柄、発行額500億円でしたが、16年度には105銘柄、3兆186億円に増加した。しかし14年度からすでに2.5兆円の発行額に達しており、3年間にわたり同水準で推移しているとも言える。

以上見てきたように、財政投融资の改革は本格的に実施されたとも見える。しかし、特殊法人へ郵貯・年金から資金運用部経由で投融资されなくなったにせよ、改革後郵貯・年金が国債の受け皿という性格を強め、また公共事業等に支出されていることに変わりはない。とはいえ簡保資金の財政投融资への関与は、改革前には6兆円前後あったが、改革後には1兆5,000億円前後に縮小し、さらに減少傾向にある。このため、簡保としての運用にも変化が生まれている。

財政投融资の改革に関わって注目すべき点が財投の計画外短期運用の動向である。財政投融资は長期運用を基本としており（主たる原資が7年間である）、短期間の運用は財投計画に計上されない。このため、5年未満の資金運用は計画外短期運用と呼ばれてきた²⁾。

図表2が財政融資資金（平成11年度までは資金運用部資金）の短期運用残高を示している。第一の特徴として、短期運用残高がかなり増加している。改革直前の11年度には44兆5,430億円であったが、16年度には72兆4,969億円に増加している。第二に、本来の財投である、長期運用はフローの運用予定額で見てもかなり減少している。11年度末には43.8兆円であったが、16年度末には15兆円まで減少した。これは公庫・公団を通じた資金運用の必要資金が減少しているからであろう。第三に、長期運用と短期運用の合計である、ストックの財投残高も、11年度における418兆円をピークとして減少し、

16年度には336兆円まで減少した。これは長期運用の減少のためである。第四に、以上の結果として、財投残高に占める短期運用の比率は、図表2に示されるように、11年度における11%から16年度には22%まで上昇した。第五に、短期運用のなかで、増加している要因は貸付金ではなく、債券、とりわけ国債の保有である。財政融資資金（資金運用部資金）による国債保有は、11年度における11兆円から16年度には41兆円まで増加している。短期運用の増加はほとんど国債保有の増加である。第六に、財政融資資金の国債保有の内容を見ると、10年度から11年度にかけて、利付国庫債券が約17兆円減少した後、13～14年度には30兆円台まで増加した。また政府短期証券が16年度には17兆円に増加していることが目立つ。平成11年度から、かつての大蔵省証券、食糧証券、外国為替証券は統合されて、政府短期証券となった。これらの証券は政府短期証券として統合されたが、発行根拠別に区分されている。発行根拠別の区分によると、平成15年度末の政府短期証券残高86兆1,259億円のうち、外国為替証券は85兆円超に達し、また政府短期証券の財政融資資金の保有額は10兆6,000億円とされている³⁾。財政融資資金保有の政府短期証券とは、外国為替証券とみなして差し支えない。

政府短期証券の発行はかつて「定率公募残額日銀引受方式」で発行され、実質的には日銀引受であった。しかし平成11年4月から原則として公募入札発行されている。ただし募集残額が発生した場合や、国庫に予想外の資金需要が発生した場合には、日銀が引き受けることが認められている。公募入札発行では価格競争入札で発行され、入札参加者は銀行、証券など民間金融機関である。財政融資資金は入札に参加でき

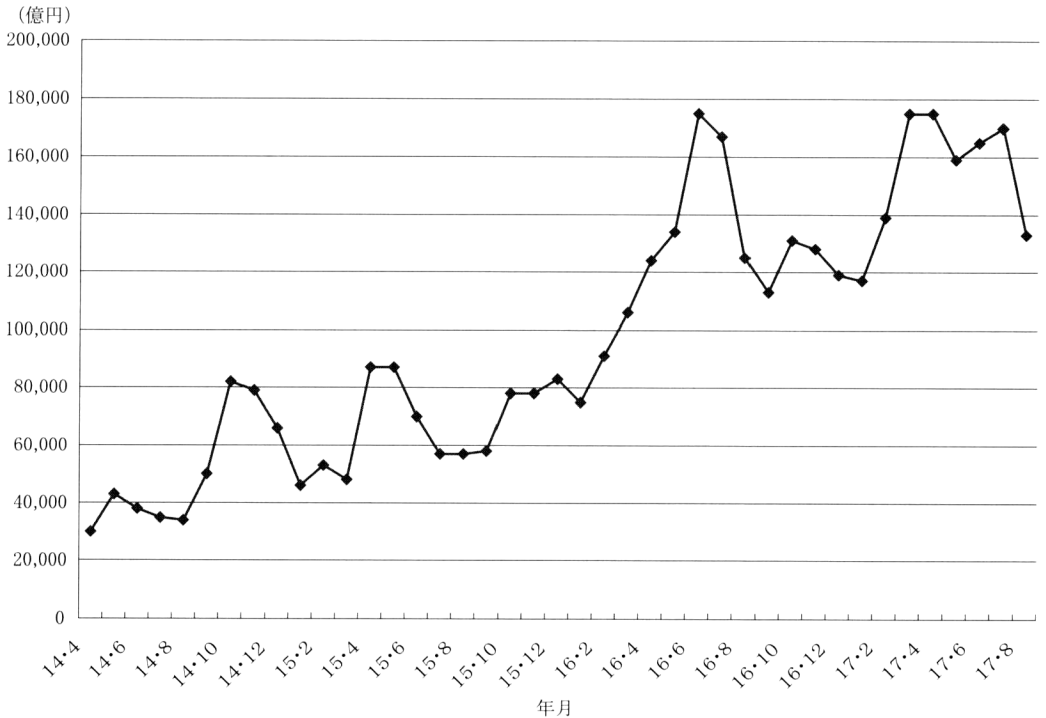
ないため、財政融資資金が保有する政府短期証券を発行市場で入札で取得することはありえない。他方、政府短期証券の入札で募集残高ができた場合等、日銀は政府短期証券の引き受けが可能である。日銀は政府短期証券を財政融資資金に売却することが可能であり、財政融資資金は政府短期証券を日銀から購入するか、流通市場から購入することになる。しかし日銀がホームページで公表している日銀の対政府取引を見ると、日銀と財政融資資金の間で政府短期証券の売買はない。

平成11年4月における政府短期証券の公募発行移行に伴い、日銀が原則として引受を止めたため、財政負担の増加が危惧され、以下のような措置がとられた。日銀の政府預金を当座預金と指定預金に区分し、さらに指定預金のなかに「一般口」、「財政融資資金口」、「外国為替資金

口」、「食糧管理口」といった口座が設けられた。そして財政融資資金、国債整理基金特別会計が政府短期証券を引き受けられることとなった。なお、政府預金の当座預金は付利されないが、指定預金は政府短期証券の公募入札における募入平均利回りから0.05%控除した金利が付されている⁴⁾。

政府預金の残高は平成15年度末で約13兆円であるが、うち当座預金は1,500億円程度に対し、指定預金は12兆円以上となっている。さらに指定預金の内訳として、一般口が大きな変動を示すのに対し、財政融資資金口は3兆円程度で安定している。この預金口座残高によって財政融資資金特別会計が政府短期証券を引き受けている。平成15年度における政府短期証券の発行額は304兆円、償還額275兆円であるが、発行額のうち13週証券が266兆円、2ヶ月証券が8.7

図表3 財政融資資金の短期国債保有



〔出所〕財務省ホームページ「財政融資資金月報」から作成

兆円、日銀臨時引受額が28.5兆円であった。この13週証券のうち、市中公募は77.5%、財政融資資金特別会計引受が11.3%、国債整理基金特別会計引受が8.5%であった⁵⁾。このように、財政融資資金によって政府短期証券の引受がなされている。

図表3から財政融資資金の短期国債保有額を見ると、平成16年までは8兆円前後であったが、16年から急増しており、16年夏には18兆円に迫る規模に達した。これは、第一に「2008年問題」（2008年に国債償還が集中する問題）を控え、国債（財投債を含む）が前倒し発行されており、そのため財政融資資金で資金のダブツキが発生し、国債保有など余資運用しやすくなっていることがある。第二に、外国為替証券を発行根拠とする政府短期証券（FB）の発行が平成16年を通じ増加し、しばしば入札において応募額が減少する事態が発生した。財務省がホームページで公表している政府短期証券の入札状況を見ると、「募入決定額」に対する「応募額」の倍率は通常100倍を超えるが、16年3月などでは30倍を下回ることがあった。また16年を通じて通常、1回あたりのFB発行額（募入決定額）は5兆円以上であり、発行価格は99円99銭台であった。しかし16年4月、6月には入札価格が低かったためか、発行額が1兆円を下回ることがあった。

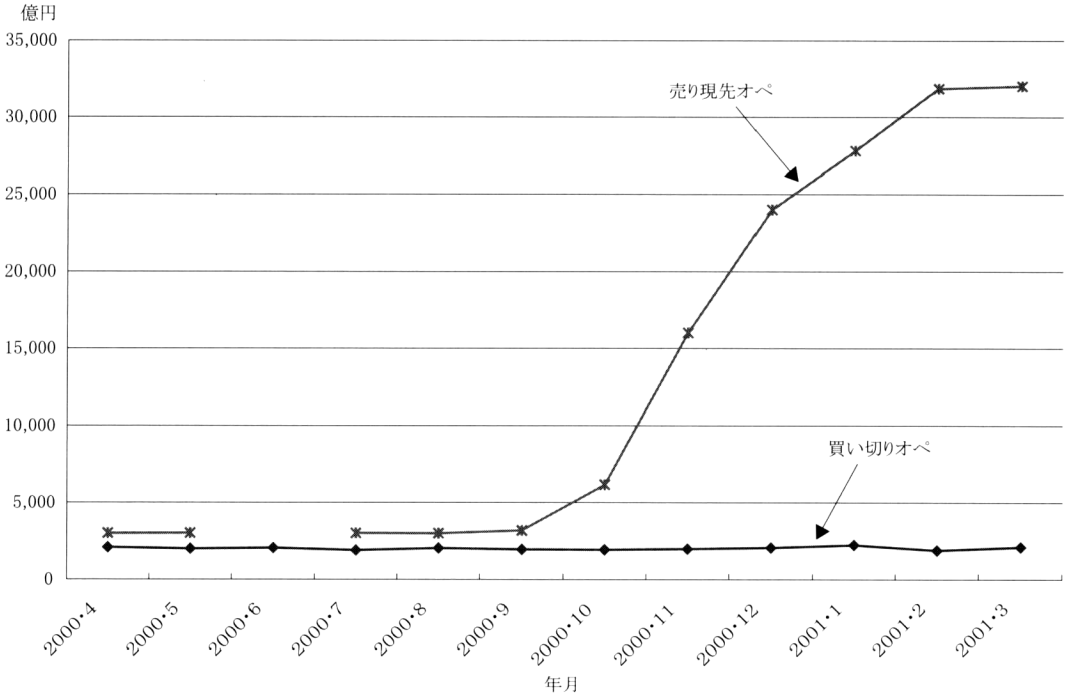
16年を通じて、日銀の短期オペも大幅に買い越しで実施されていた。16年3月頃から、日銀の短期オペは買い中心で、売りオペはほとんど実施されることなく、月間3～4兆円規模で買い越しが続いた。16年10月には月間で4兆8,000億円の買い越しとなった。こうした日銀オペの補完的な機能を担ったのが、財政融資資金であろう。16年度は円高が進行し、日銀が為

替介入を実施し、そのために政府短期証券が増発されたが、入札において応募額が少ない局面も見られ、日銀も短期買いオペで短期金利の上昇を抑制したが、財政融資資金も余剰資金で政府短期証券を引き受けてきた。

財政融資資金全体による長期国債の保有は、14年4月には約77兆円であったが、その後減少し、17年8月には約55兆円となった。他方、財政融資資金の短期運用による長期国債保有は11年度末には8.7兆円であったが、14年度末には30兆円を超え、その後減少している。財政融資資金全体と短期運用の差額は、長期運用保有分であろうが、長期運用での貸付金が行われるまでの一時的な国債保有や地方むけ貸出金の償還に伴う一時的な国債保有と推定される。長期運用での純然たる国債保有は16年度計画で1兆円であり、差額分を説明できる金額ではない。

財政融資資金は、対市中、対日銀など複雑な国債売買操作を行っている。第一には、財政融資資金が対市中で行うオペである。図表4はセントラル短資のホームページに掲載されているデータから作成したもので、財政融資資金による対市中でのオペを示している。これによると、財政融資資金は2000年4月から2001年3月にかけてほぼ一定額の月あたり2,000億円で国債買い切りオペを実施している。国債市況買い支えとしての買い切りオペであろうが、図表2で見たように1999年度から2000年度にかけて長期国債（利付国庫債券）の保有は著しく増加しており、その一因と見られる。他方、図表4の特質は買い切りオペと並び、売り現先オペが急増していったことである。これは基本的には郵便貯金の集中満期対策と見られる。大蔵省（当時）は1999年11月に「郵便貯金の集中満期時における対応について」を公表したが、2000年3

図表 4 財政融資資金オペ



〔出所〕 セントラル短資ホームページから作成

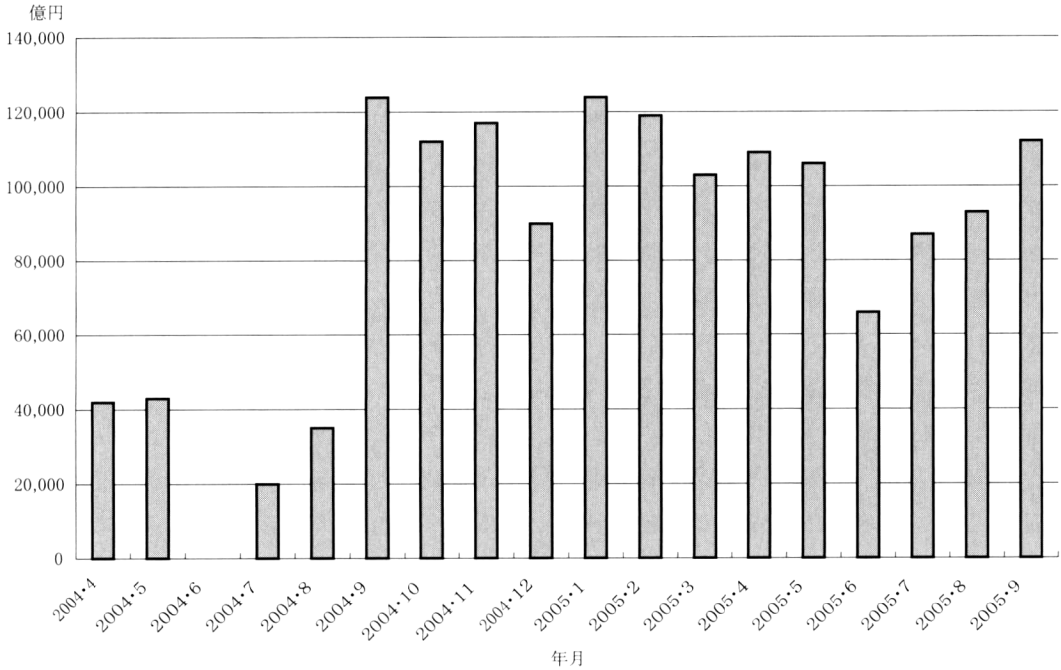
月には「資金運用部による国債売り現先の実施について」を新聞発表した。これによると、「郵便貯金の集中満期時における資金繰り方策として、資金運用部はその保有する国債を活用し、(省略-引用者) 対市中の売り現先(買戻し条件付売却)を本年4月以降実施することとする⁶⁾」とされた。対象は利付き国庫債券、対象先は日銀国債オペ対象先のなかで希望するもの、方式は期間利回りを入札に付してコンベンショナル方式で決定し売却する方式であった。

2000年から郵便貯金が集中満期を迎えたことは、1990年度に164兆円もの資金が郵貯(定額貯金を中心)に流入し、定額貯金の満期が10年であったことによる。1990年には郵便貯金の金利は5~6%という水準にあり、民間預金金利との格差は大きかった。こうした事情から、郵貯が2000年に集中満期を迎えたため、郵貯償還

資金確保という一時的な資金繰りのためにも、財政融資資金による売り現先オペが活発化したとみられる。

なお、財政融資資金による買い切りオペは現在中止されている。これはもともと1998年12月の「運用部ショック」にさかのぼる。98年12月に、当時の宮沢蔵相は資金運用部による10年長期国債買い入れを停止した。これによって新発10年国債の利回りは2%台まで上昇した⁷⁾。当時、運用部が長期国債の買い入れを停止した背景には、景気対策等で貸出が伸びている政府系金融機関に優先的に資金をまわす必要、ならびに郵貯の集中満期に伴う償還問題があった。運用部ショックによる長期金利上昇で、1999年2月にはいったん資金運用部による長期国債買い切りオペは再開されたものの、その後2001年3月に財政投融资改革を契機として停止された。その後、運用部オペは実質的に日銀買い切りオ

図表5 日銀の対財政融資資金 長期国債売り現先残高



〔出所〕日銀ホームページから作成

べに引き継がれたとみて差し支えないだろう。

他方、2004年以降、増加が目立つ売買が、日銀による対財政融資資金長期国債売り現先である。これは日銀からは一時的な国債売却という資金調達であるが、財政融資資金からすれば一時的な国債買い入れという資金運用である。図表5は日銀の対財政融資資金の長期国債売り現先を示している。2000年から2～3年間は郵貯の集中満期のため、財政融資資金は一時的な資金調達のニーズが強かったが、2004年以降は郵貯の満期も落ち着き、また公庫・公団向けの貸出も減少したため、資金運用のニーズが生じたとみられる。図表5によると、2004年4～5月には4兆円程度で、同年6月にはいったんゼロとなったが、7月から9月にかけて急増し、9月には12兆円を越す残高となった。この時期に日銀の売り現先（財政融資資金の買い現先）が増加した理由として、財政融資資金の資金余剰

の発生が考えられる。月ベースで発表されている「財政融資資金月報」を見ると、6月から9月にかけて財政融資資金の資金残高にはほとんど変化ないが、短期国債の減少や、地方公共団体向け貸付金の減少（償還）があり、その資金が長期国債の現先で一時的に運用されたと見られる。

財政融資資金は短期運用を中心として長短期国債を保有し、対市中で現先オペを実施し、さらに日銀との間でも債券現先売買を行っている。こうしたことの問題点として、第一に、財政融資資金は財投債という国債の発行によって資金を調達しており、国債の発行によって調達した資金で、国債を保有するといった関係である。財投債は郵政公社などが経過措置として引き受けているが、公的金融機関の貸出抑制等から、財政融資資金が国債で調達した資金で国債を保有している。国際的にも突出した国債残高を抱

えており、こうした関係は本来慎むべきだろう。第二に、公的金融機関を経由して国民経済に循環する資金が抑制され、国債保有に回されていることである。民間銀行が不良債権問題のなかで貸出を抑制しており、地方の地域経済は疲弊している。こうした地方の地域経済では公的金融への需要は依然として強い。財政融資資金は国債保有よりも衰退する地域経済に資金を回すべきであろう。

平成13年度からの財政投融资改革に続き、17年度には郵政民営化が大きな政治問題となった。17年10月現在、郵政民営化関連法案は国会を通過し、成立した。この法案によると、政府は現在の日本郵政公社を19年4月から持ち株会社のもとで、四事業会社に再編することになる。四事業会社とは、郵便事業会社（郵便の全国一律会社）、郵便局会社（全国で利用できる郵便局の配置）、郵便貯金会社（郵便貯金を継承）、郵便保険会社（簡易保険を継承）である。政府は持ち株会社の株式を19年4月時点では100%所有するが、将来的には3分の1に近づけるよう努力することとなる⁸⁾。また持ち株会社は郵便事業会社と郵便局会社の株式を100%保有するものの、貯金会社と保険会社については、19年4月こそ100%出資であるが、29年3月までに完全処分（売却）が予定されている。19年4月の民営化開始（分社化）時点で、郵貯・簡保（旧契約を除く）の政府保証を廃止する予定であるが、税制優遇措置（固定資産税の半減等）は継続される予定である。また19年4月時点で職員の非公務員化が検討されている⁹⁾。将来的に29年以降、郵便貯金会社や郵便保険会社の業務は原則自由化が予定されている¹⁰⁾。

郵貯の預け入れ限度額1,000万円は将来的に

は撤廃される方向である。政府保証の廃止を受け、預金保険制度に加入し、元本と利子の合計1,000万円までが、民間と同様に保護されることになる。同様に、保険についても現行の死亡保障1,000万円の上限は将来的には撤廃が予定されている。そして民間生保と同様に、生命保険契約者保護機構に加入する、とされる。

現在の日本郵政公社には、「見えない補助金」が与えられていると、研究者からの指摘もある。これは①法人税の非課税、②事業税、印紙税の免除、固定資産税の半額免除、③郵貯の預金保険料の免除、④簡保から保険契約者保護機構への抛出の免除等である。以上の租税減免額を合計すると、年間7,000億円近くに達するとの試算もあり、結果的に民間よりも有利な金融商品の提供が可能となっている、とされる¹¹⁾。

郵政公社の郵便局は普通局、特定局、簡易局に区分される。平成16年度末現在、全国の郵便局数は24,678であり、うち特定局は18,923を占め、しかも郵便の集配を行わない「無集配」特定局が15,458で、「集配」特定局3,465を大きく上回っている。特定郵便局は地域的にはほぼ均等に分散しており、これは対人口比で見ると地方部に集中していることを意味する。他方、公社全体の損益は16年度で1兆2,379億円の黒字（単体、以下同じ）であるが、業務別に見ると郵便は283億円の黒字だが、郵便貯金は1兆2,096億円の黒字、簡易保険は1,274億円の黒字で、郵政事業は郵貯を軸とする金融業務が利益を生み出している。こうした構造から、地方部の特定局、しかも郵便事業が赤字と推定されている¹²⁾。

以上のような日本郵政公社に対する「見えない補助金」や、地方部の特定郵便局での赤字と

といった問題が、郵政関連法案の背景にある、といえよう。

Ⅲ. 簡保資金運用の現状

簡易保険の運用資金残高を見ると、平成2年度には51.7兆円であったが、平成2～7年頃には毎年5～10兆円の純増額となった。このため、9年度には運用資金は100兆円を超え、105.7兆円となった。しかし、14年度には初めて資金純増額が減少した。これは簡保の新規契約件数が減少しているためである。簡易保険の主力商品は養老保険であるが、7年度には約800万件程度の新規契約があったものの、16年度には287万件に減少している。養老保険は低

金利の影響で、満期時の受取額が払い込み額を下回る元本割れが続いてきた¹³⁾。しかし、公社成立時（平成15年4月）に121兆円を超える資産を有しており、四大民間生保を上回る資産額は、金融証券市場に強い影響力を有している。

図表6により、公社成立前の簡保の運用構成を見ると、第一に、有価証券の構成比率が上昇していることがわかる。平成11年度には運用資産のなかで有価証券の比率は57%であったが、同14年度には63%へ上昇した。さらに公社成立後の15年度には68%へとさらに上昇している。

第二に、有価証券の比率上昇は専ら国債の上昇に起因している。平成11年度には簡保資産全体のなかで国債の比率は22%であったが、同14年度には37%へと急激に上昇し、公社成立後の

図表6 簡易保険の資産構成

(単位 億円)

	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	公社成立時	平成15年度
有価証券	658,487	660,596	720,675	779,664	813,860	816,707
国債	249,185	273,521	367,488	458,278	479,920	514,026
地方債	75,029	74,608	71,747	69,955	75,406	71,881
公庫公団債	249,147	236,434	216,464	203,578	205,330	183,704
社債等	39,547	37,654	39,939	34,089	36,363	31,147
外国債	45,579	38,379	25,037	13,765	16,841	15,950
貸付金	301,627	313,402	304,074	280,803	255,348	247,553
国・公庫公団等	72,691	77,231	61,032	46,647	44,468	32,536
地方公共団体	169,405	176,521	184,403	190,057	184,641	191,166
簡保事業団	32,700	32,700	32,700	20,000	0	0
保険契約者	26,831	26,950	25,939	24,099	24,060	21,926
運用寄託金	115,311	130,311	130,311	143,000	0	0
預金等	41,944	51,621	53,129	28,451	41,847	20,520
財政融資資金預託金	32,561	46,260	30,428	0	0	0
国庫	6,000	6,000	9,000	0	0	0
日銀預託金	0	0	0	8,994	0	0
金銭の信託	0	0	0	0	99,390	117,189
合計	1,155,930	1,208,189	1,247,618	1,240,912	1,210,446	1,201,969

〔出所〕簡易保険ホームページ

15年度には43%へと上昇している。したがって有価証券のなかでの国債の比率も著しく上昇し、平成11年度には38%であったが、同14年度には59%へ、さらに15年度には63%に達した。これは運用資産の多様化をはかり、リスク分散を図るポートフォリオ・インシュアランスの観点からは、大きな問題である。

第三に、貸付金については、簡保資産における相対的な構成比率のみならず、貸付金額の絶対額も減少している。平成11年度に貸付金は30兆1,627億円で、簡保資産の26%であったが、同14年度には28兆803億円で23%へ減少、かつ低下した。さらに15年度には24兆7,553億円で21%となった。こうした貸付金の減少・低下は、すでに見たような財政投融资計画の縮小・改革により、簡保からも特殊法人等に貸付られる金額が削減されたことに起因する。

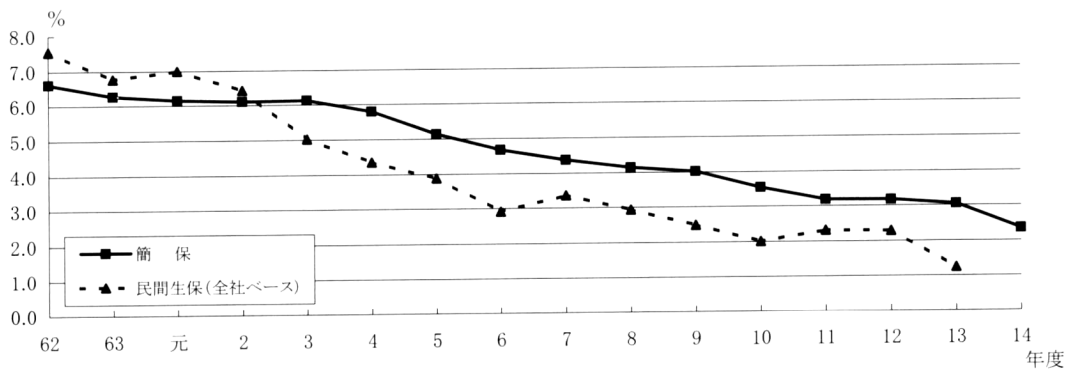
第四に、貸付金の内容構成を見ると、地方公共団体を除き、他の貸付は減少している。地方公共団体向けの貸付金は平成11年度に約7兆円

であったが、平成15年度には19兆円を超えている。これはすでに見たように、財政投融资改革によって、簡保からは財政融資資金への預託もなくなり、財政投融资計画のなかで簡保の役割は地方公共団体への貸付に限定されたからである。国・公庫公団等への貸付が減少し、簡保事業団への貸付も廃止された。地方公共団体が財源調達する場合、地方債発行という方法もあるが、地方債発行は格付けの普及など投資家からの選別も強まっており、地方公共団体から簡保貸付への依存度は強まっている。

第五に、公社成立に伴い、「自主運用」が強まり、信託銀行などの運用機関に、いわゆる「指定単」(単独運用指定金銭信託)の委託が開始された。図表6の「金銭の信託」がこれにあたるが、公社成立時に9兆9,390億円であったが、15年度には11兆7,189億円と増加している。

以上、第一と第二の特徴として指摘したように、簡保の運用において、有価証券、とりわけ

図表7 簡保資金と民間生命保険会社の運用利回りの推移



年度	62	63	元	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
簡保	6.61	6.27	6.15	6.11	6.13	5.80	5.14	4.67	4.37	4.14	4.02	3.54	3.19	3.18	3.05	2.34
民間生保	7.55	6.76	6.99	6.43	5.02	4.35	3.88	2.91	3.36	2.93	2.48	2.01	2.31	2.15	1.25	未公表

〔出所〕総務省郵政行政局「平成14年度簡易生命保険資金の運用状況について(参考)」

http://www.soumu.go.jp/s-news/2003/pdf/030717_2_b.pdf

国債が著しく上昇してきた、と言えよう。

他方、簡易保険の運用パフォーマンスは、近年低下傾向を辿っている。しかし民間生保（全社ベース）と比較すると、簡保が高いパフォーマンスを示している。平成2年前後に簡保の運用利回りは6%前後であったが、図表7が示すように、平成2～7年頃は4%台に低下し、さらに12年前後には3%台へ低下してきた。低金利が続くなかで、運用利回りの低下は自然の成り行きと言えるが、13年現在簡保は3.18%、民間生保は1.25%となっている¹⁴⁾。

平成15年度の資産別運用利回りを見ると、現預金、コールなどは0.03～0.04%であるが、金銭の信託は6.77%、有価証券は0.94%、貸付金は3.27%等となっている。有価証券の内訳としては、国債が0.47%、地方債が0.24%、社債が2.16%、外国債が1.13%、株式が4.16%となっている¹⁵⁾。過年度の運用利回りを見ると、公社債が平成11～13年度に3.7%前後であったが、14年度に1.99%へ低下した。他方、外国債は平

成11～13年度に0.5～2.5%であったが、14年度には15.54%へ上昇した。外国債の運用成績は為替レートの変動によって大きく影響を受ける。このため年によって、外国債の運用利回りは大きく変動すると見られる。

次に簡保の運用で大きな比率を占める有価証券について、その残存期間別構成を図表8によりみておく。なお、簡保本体の運用で、有価証券とは債券であり、株式は含まれない。

簡保の有価証券全体として、第一に短期物の構成比率が上昇している。「1年以下」の構成比率は平成11年度に7%であったが、14年度に15%へ上昇し、やや低下したものの15年度にも11%であった。また「1年超3年以下」も11年度には11%であったが、15年度には23%まで上昇した。双方を合計すると、11年度の18%から15年度には34%まで上昇している。

第二に、中期物の構成比率は同水準で推移、もしくは低下気味である。「3年超5年以下」は11年度に18%であったが、14年度には25%ま

図表8 有価証券・国債残存期間別構成

有価証券

(単位 億円)

	1年以下	1年超3年以下	3年超5年以下	5年超7年以下	7年超10年以下	10年超	合計
平成11年度	44,944	75,545	118,566	150,622	237,194	31,616	658,487
平成12年度	38,951	105,287	135,109	136,844	215,489	28,917	660,596
平成13年度	57,656	154,154	191,571	111,950	180,847	24,496	720,675
平成14年度	116,884	166,110	192,937	113,589	165,803	24,341	779,664
平成15年度	93,701	191,333	151,342	136,807	206,200	37,323	816,707

国債

(単位 億円)

	1年以下	1年超3年以下	3年超5年以下	5年超7年以下	7年超10年以下	10年超	合計
平成11年度	9,514	10,847	26,653	26,636	122,309	21,453	217,412
平成12年度	4,784	33,424	30,465	33,167	109,152	16,964	227,957
平成13年度	25,151	70,020	78,480	45,600	132,088	16,148	367,488
平成14年度	79,927	64,588	88,276	68,267	138,353	18,866	458,278
平成15年度	49,190	75,524	82,636	89,801	185,974	30,901	514,026

〔出所〕簡易保険ホームページから作成

で上昇した。しかし同時に「5年超7年以下」が同時期に23%から15%へ低下した。このため、双方を合計した比率は41%から40%へと1ポイントながら低下している。さらに15年度には合計した比率は36%へ低下した。

第三に、長期物の構成比率は低下している。「7年超10年以下」の比率は11年度に36%あったが、14年度に21%へ大きく低下し、15年度に回復したが25%となった。また「10年超」は11年度に5%であり、14年度に3%へ低下し、15年度にも5%となった。したがって長期物の合計比率は11年度に41%あったが、15年度には30%へと低下した。

したがって簡保の有価証券の残存期間構成は、短期物が16ポイント上昇した一方、長期物が9ポイント低下しており、全体として短期化が進んできたと言える。

こうした有価証券の残存期間短期化といった傾向は保有国債の残存期間短期化を反映したものと見られる。保有国債の残存期間を見ると、第一に、「1年以下」は11年度に4%であったが、15年度には10%へ上昇した。また「1年超3年以下」は同じく5%から15%へと上昇した。したがって短期物は9%から25%へ上昇したことになる。

第二に、「3年超5年以下」は11年度に12%であったが、15年度には16%へ上昇した。また「5年超7年以下」は同じく12%から17%へ上昇した。中期物は24%から31%へ上昇したことになる。

第三に、「7年超10年以下」は11年度に56%もあったが、15年度には36%へ低下した。また「10年超」は同じく10%から6%へ低下した。長期物、これは10年新規発行物等であるが、66%から42%へ低下したことになる。

こうした長期物の比率低下と短期物の比率上昇は、保有している国債の償還が近づいていることを意味する。しかし反面で、長期物は価格下落時に評価損が大きくなるリスクがある。15年から16年にかけて、長期金利の急騰があり、債券投資は評価損をもたらしてきたため、金利上昇に対応した債券ポートフォリオが組まれたと言われる。

大手銀行四行では債券保有額は平成17年3月末時点で約65兆1,000億円で、前年同期比11%増で、前年度(16年3月末)の28%増から鈍った。残存期間別に見ると、「1年以内」は全体のなかで46.2%であり、前年度から3.3ポイント上昇した。「10年超」の増加分がすべて15年変動利付き債とすると、実質の平均残存期間は前年同期比で0.34年短期化し、2.53年になった、と言われる。これは平成10年3月末以降で、最短との試算もある¹⁶⁾。

民間銀行では「VAR(バリュー・アット・リスク)」のようなリスク管理手法が近年普及し、発達してきた。しかし公的保険としての簡易保険が民間と同様に保有国債の短期化をはかってきたことは興味深い。もちろん、日本の国債残高の満期構成自体が短期化しており、簡保の保有国債短期化は市場構造を反映したにすぎない、という見方もできる。現在、市場全体で普通国債の残存期間別構成は平成10年度末における5年10ヶ月から、15年度末に5年へと短期化している。簡保は国債の主要な保有者として、市場動向から影響を受けずにはられない。

しかし、簡保は公的保険として、負債の満期構造は非常に長期にわたる。簡保は平成16年度末で119.9兆円の負債を抱えるが、うち36.4兆円、負債の30.4%が10年超の負債である。また

図表9 満期保有目的以外の債券の時価評価

(単位 億円)

	取得原価	時 価	差 額	うち利益	うち損失
平成13年度	367,488	377,857	10,368	10,513	▲145
平成14年度	422,784	443,921	21,137	21,148	▲11
平成15年度	436,886	427,337	▲9,550	74	▲9,624

(注)平成15年度は、責任準備金対応債券と「その他」の合計。保険会社の責任準備金対応債券については、原則として時価評価が適用されない。

〔出所〕簡易保険ホームページから作成

7年超の負債合計は55.5兆円で負債の46.3%に達する。他方、資産の残存期間構成は10年超が20.7兆円で17.3%にすぎない。また7年超の資産でも45.7兆円で38.2%である。保険会社として簡保はALMの観点からは問題がある。こうした残存期間のミスマッチの一因は、財投改革により資産の財投預託金(原則7年)が減少し、国債が増加したことであろう。国債の残存期間は市場動向を反映して、短期化せざるをえない。

平成13年度末に、簡保が「償還期限まで保有する目的で取得した債券」は18兆4,787億円(簿価)であり、その全ては公庫公団債であった。「その他の有価証券」が58兆4,179億円(簿価)保有され、うち国債が36兆7,488億円(同)であった。「その他の有価証券」によって、13年度に402億円の評価損が発生し、うち国債による評価損が145億円発生した(図表9参照)。しかし当該年度の場合、「その他の有価証券」によって評価益が2兆5,387億円発生したため、差し引き2兆4,985億円の純評価益となった。また国債も評価益が1兆513億円発生したため、差し引き1兆368億円の純評価益であった。

しかし15年度に至ると、公社以降に伴う会計基準の変更で、「責任準備金対応債券」による保有債券(簿価)は50兆6,803億円、うち国債は38兆7,922億円となった。そして金利上昇等

に伴い、債券全体の純評価損が1兆564億円、国債による純評価損が9,557億円となった。他方、「その他有価証券」での国債が7億円の評価益を計上したため、差し引きで9,550億円の純評価損(図表9参照)となった。

このように、簡保による債券運用、国債での運用も多額の評価損を生んでいる。平成17年2月25日の衆議院財務金融委員会で、民主党津村啓介氏の質問に対し、山本公一総務副大臣は、長期金利が2004年年末現在で1%上昇すると、簡保で約3兆円の評価損が発生すると答弁した¹⁷⁾。この答弁において、1%の長期金利上昇で約3兆円を含み損が簡保だけで発生すると明らかにされた¹⁸⁾。こうした数字が示しているように、一般に安全性が高いと考えられやすい債券投資も、実は損失が大きくなりやすい可能性を内包している。約55兆円の債券保有があれば、1%の長期金利上昇で約3兆円の評価損が発生する可能性は十分に理解できよう。またALMの観点からも、簡保の資産・負債にはミス・マッチが否めないところである。

IV. 簡保の証券投資と将来像

簡保の指定単は、公社移行前まではかなりの損失を計上してきた。平成13年度末には4.2兆円、14年度末には6.4兆円の評価損を指定単が計上し、本体による運用益を超過し、全体でも

評価損計上（14年度末で1.6兆円）となってきた。本体運用では時期により変動があるものの約80%が債券運用であるが、指定単では国内債券が約10%であり約40%が株式運用ということに起因する。90年代後半に株価が調整を続けたため、指定単の運用利回りは低迷していた。こうした環境において、しばしば簡保指定単での株式運用は批判を受けてきた。

2000年5月に参議院の財政・金融委員会で、野党の委員から株式運用は批判を受けた¹⁹⁾。図表10は平成14年度末（民営化直前）と平成15年度末（民営化1年後）の簡保指定単の損益状態を見たものである。14年度末の時点で、簡保指定単は6兆4,354億円の評価損を抱えていた。内訳で示されているように、5兆5,064億円が国内株式で発生した評価損であり、主として国内株式で発生したものであった。この評価損6.4兆円は、本体運用による「その他の有価証券」で発生していた評価益3.5兆円とまず相殺された。「その他の有価証券」とは、「満期保有目的の有価証券」とは別の、売買される有価証券であり、民営化前から時価評価が可能で、益出しができた。しかし、「その他の有価証券」による3.5兆円の評価益と相殺しても、3兆円近い評価損が依然残る。そこで公社移行に

あたり、剰余金を取り崩して評価損を埋めることとなった。この剰余金は内部留保であるが、具体的には「価格変動準備金」や「危険準備金」であった。「価格変動準備金」は、債券を売却して積立ててきた、とされる。こうして簡保事業団時代の指定単の損失は穴埋めされた。

公社発足にあたり、指定単では評価替えされ、発足時（4月1日時点）の時価に評価替えされたと推定される²⁰⁾。また公社に移行した初年度には、指定単への追加出資はなかった。したがって、図表10での簿価での残高のまま1年間推移した²¹⁾。

その結果が、図表10に示されるように、15年度末における1兆5,595億円の評価益であった。そのほとんどが国内株式によって発生している。逆に、国内債券は280億円の評価損となった。すでに図表9でも示したように、簡保本体の運用では、国内債券から9,624億円の評価損が15年度末には発生していた。

確かに、株式投資はリスクを持ち、簡保事業団時代には大きな損失となった。しかし、同時に債券投資にリスクがないかと言えば、答えは「否」であり、債券投資にもリスクがある。すでに指摘したように、1%の長期金利上昇によって、3兆円の評価損が発生するとされてい

図表10 簡保指定単の評価損益

(単位 億円, %)

	14年度末					15年度末				
	簿 価	構成比	時 価	構成比	評価損益	簿 価	構成比	時 価	構成比	評価損益
国内債券	14,533	8.9	14,742	14,742	210	12,879	13	12,599	11%	▲280
外国債券	25,609	15.7	25,642	25,642	34	25,641	25	24,837	21%	▲804
国内株式	96,428	59.2	41,363	41,363	▲55,064	38,401	38	53,468	46	15,067
外国株式	23,545	14.4	14,744	14,744	▲8,800	12,007	12	13,618	12	1,611
短期運用	2,886	1.8	2,154	2,154	▲732	12,667	13	12,667	11	0
合 計	163,000	100	98,646	98,646	▲64,354	101,594	100	117,189	100	15,595

〔出所〕簡易保険ホームページから作成

る。したがって株式投資にリスクがあると同時に債券投資にもリスクがあり、株式投資にだけリスクが発生するわけではない。問題は有価証券投資のリスクをいかに管理するかであり、株式投資をしないことで問題が解決するものではない。株式を含むポートフォリオの多様化は方向性としては不退転であろう。

簡保が株式投資する場合、収益性とならんで、資金の公共性に鑑みて、社会的投資をすることが重要であろう。近年、注目されているSRI（社会的責任投資）がひとつのヒントとなる可能性もある。SRIとは、従来株式投資において企業の収益性だけが重視されてきたのに対し、環境問題への対応や様々な社会的な観点を加味して投資判断する手法である。SRIには一定の批判がある²²⁾。しかし資金の出し手である保険契約者に周知すれば、問題はないと思われる。

証券投資に関する将来像を検討する場合、簡易保険の公共性と中小企業・地域向け金融といった観点が不可欠であろう。これは以下のような理由による。一方で、郵政公社発足に続き、郵政民営化によって、簡保の民営化が進むこととなる。しかし、簡保の株式政府保有がゼロになるのは、当面ありえない。だとすれば、簡保資金の公共性は当面続くこととなる。

他方で、わが国の中小企業向け金融は依然として厳しい状況にある。最近、大手メガバンクが中小企業向け貸出に積極的になっている。三井住友銀行はスモール・ビジネス・ローンを開始している。しかし設立2年以上等が条件となっている。また国民金融公庫等の公的な融資についても、設立1年以上等は最低条件である。また個人が事業を開始する場合に、借り入れることは困難である。

こうした環境において郵政の組合が信用保証協会向けの融資を提言していることは注目されよう。「信用保証協会が中小企業の金融機関借入債務を保証する信用保証制度は、中小・地域金融機関の中小企業向け貸出リスクをプールする機能とシェアする機能を持っている。地域経済を支える中小企業に対する金融支援策として、郵貯資金をこの信用保証協会に融資する道を開くべきである。信用保証協会への融資は中小・地域金融機関に預託され、間接的に地域の中小企業の活性化に資することになる。²³⁾」以上のように、簡保資金が中小企業や地域経済の活性化に融資されることは重要であろう。

V. まとめを代えて

以上の議論を簡潔に要約すれば、第一に簡保の資金規模を前提にした場合、有価証券を抜きにした運用は想定しにくい。さらに債券中心の運用も、金利上昇局面においては、大きなリスクを内包している。したがって株式による運用は重要な選択肢である。ただし、この場合、社会的な観点を踏まえた投資が望ましい。

第二に、信用保証協会への融資などの形態で、中小企業や地域経済の活性化にむけた簡保資金の運用が望ましい。現状では、わが国で中小企業の資金繰りは依然として厳しい状態にある。上場企業の多くが直接金融に移行している一方で、中小企業は依然として間接金融が中心である。しかし、銀行の貸出には制約条件が多い。こうした状態の改善に向け、公的資金としての簡保の活用が望まれる。貸付債権を証券化することも選択肢のひとつであろう。

注

1) 宮脇淳、『財政投融资と行政改革』、PHP新書、2001

- 年, 114頁。
- 2) 龍昇吉, 『現代日本の財政投融资』, 東洋経済新報社, 1988年, 44頁。
 - 3) 『国債統計年報』, 平成15年度版, 財務省理財局, 114頁。
 - 4) 日本銀行, 対政府取引に関する基本要領 (日本銀行ホームページ参照)。
 - 5) 会計検査院, 国庫金の状況 (会計検査院ホームページ参照)。
 - 6) <http://www.mof.go.jp/jouhou/zaitou/za063.htm>
 - 7) 『日本経済新聞』, 1998年12月23日付。
 - 8) 『朝日新聞』, 2005年5月19日付。
 - 9) 『日本経済新聞』, 2005年4月4日付。
 - 10) 日本郵政公社は2005年10月から投資信託の販売を開始した。日本経済新聞, 2005年4月30日付。
 - 11) 深尾光洋, 「郵政三事業民営化の必要性について」, 『金融学会会報』, 2005年度日本金融学会秋季大会研究報告概要, 56頁。また同, 「郵政3事業の民営化」, 八代尚宏編, 『「官製市場」改革』, 日本経済新聞社, 2005年, 所収。
 - 12) 『日経金融新聞』, 平成17年9月29日付。
 - 13) 『日経金融新聞』, 2005年5月10日付。
 - 14) 「平成14年度簡易生命保険資金の運用状況について (参考)」, 平成15年7月17日, 総務省郵政行政局。
 - 15) 『簡易保険2004 資料編』, 125頁。
 - 16) 『日経金融新聞』, 2005年6月15日付。
 - 17) 『日経金融新聞』, 2005年2月26日付。
 - 18) 衆議院 第162回国会 財務金融委員会 議事録 平成17年2月25日。
 - 19) <http://www.dsnw.ne.jp/~sanin/000518a.html>
 - 20) 『朝日新聞』, 2003年9月27日付。
 - 21) 『朝日新聞』, 2003年1月30日付。
 - 22) 拙著, 「信託銀行の変貌と投資信託の将来像」, 『経済学論集』, 駒澤大学, 第36巻第3号, 2005年1月。
 - 23) 「顔の見える郵貯・簡保資金と郵便局の活用」に関する具体的提案, JPU 総合研究所。
<http://www.jpu.or.jp/soken/summary3.htm>

(追記) 本稿は, 平成17年度駒澤大学特別研究助成
による成果の一部である。

(駒澤大学経済学部教授・当研究所客員研究員)