

# 財投改革と円借款(2)

竹 原 憲 雄

## 目次

### はじめに

1. 2001年度財投改革の構図と評価
  - (1) 改革論議と改革理念
  - (2) 財投改革の概要
  - (3) 財投改革の評価 (以上 第46巻第4号)
2. 財投と円借款の新展開 (以下 本号)
  - (1) 新たな財投の実態
  - (2) 国際協力銀行の資金調達と円借款資金の調整  
(以下 次号)
  - (3) 国際協力銀行と円借款の資金運用の新展開
3. 円借款活動と財投改革の意義－むすびにかえて－

## 2. 財投と円借款の新展開

### (1) 新たな財投の実態

先に見たように、財政制度等審議会財政投融资分科会の「財政投融资改革の総点検について」(2004年12月10日、以下「総点検」)は、改革理念(市場原理主義と財政規律)の実現を確認するために、財投のスリム化、財投機関債そして政策コスト分析の主要3点について、中間報告的に01年度改革後の財投を点検し結果を公表した。また前述したようにこの点検に対する制度論

的な課題を指摘したが、同時に「総点検」は、財投情報の開示による透明性の増進や財投改革の基本的な限界など、有益な改革評価を提示するものでもあった。しかしながらその一方では、スリム化の実態をはじめ新たな財投の全体像については、概説的で断片的な点検をするにとどまったのである。

この点をふまえて、以下では上記の改革理念を体現する3点について、不確定な部分を含むものの、さらに構造的な検討を加えることにする。

#### ①財投のスリム化の進展－財投事業資金と運用機関別の実態－

##### i) 財投事業資金のスリム化

第1に、「総点検」が強調した財投のスリム化は、さらに多様な実態を示すものであった。表1のように、05年度の財投計画で見ると2000年度の4割に縮小した。1990年代の景気対策で膨張したネットベース（残高）でも2000年度の418兆円から05年度の300兆円に3割弱収縮した。この限りでは「総点検」の実態評価と一致するが、これは審議対象＝財投計画、とする「法律論」による評価であった<sup>1)</sup>。だから財投審議においても当初からしばしば事業ベースでのスリム化の必要が指摘されたように<sup>2)</sup>、財投の実質規模を示す事業資金ベースで見ると、改革後の財投は異なる実相を呈した。

01年度以降の財投には、財政危機の高進を前に、特殊法人向けの財政支出の大幅削減（1兆円目標）あるいは見合い資産未計上の出資金等の補助金への切り替えが指示されたように、財投機関の自己資金等の見直し、透明性の確保が注目された。この自己資金等を含む財投事業資金規模（表1の「総計」）は、2000年度から05年度にかけて収縮しているが、スリム化の割合は3割弱程度にとどまり、04年度にはむしろ増大した。これはいうまでもなく、財投事業資金の自己資金等が同期に3割以上膨張したためである。03年度以降は、

1) 財政制度等審議会財政投融资分科会（平成14年10月7日）における財務省理財局からの説明（同議事録による、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa141007.htm>。）

2) 資金運用審議会（平成12年10月27日）における廣瀬委員の指摘（<http://www.mof.go.jp/singikai/unyousin/top.htm>。）あるいは上記財政投融资分科会（平成13年10月10日）での若杉委員の質疑（<http://www.mof.go.jp/singiksi/zaiseiseido/gijiroku/zaitou131010htm>。）

表 1 財政投融资事業資金の推移

(単位：億円、%)

	財 投 資 金			自己資金等		一般会計出資等	(うち公営公庫)	繰越中期借入金等	(うち地方団体)	財政機関債	回 収 金	事業収入その他	総 計
	財政融資資金	産 投 会 計	政府保証債	財政融資資金	政府保証債								
2000	436,760 (65.1)	396,849 (59.2)	1,100 (0.2)	38,811 (5.7)	234,083 (34.9)	36,437 (5.4)	19,900 (3.0)	107,717 (16.1)	66,406 (9.9)	—	35,687 (5.3)	54,242 (8.1)	670,843 (100.0)
	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	<100.0>	—	<100.0>	<100.0>	<100.0>
01	325,472 (56.2)	287,448 (49.7)	790 (0.1)	37,234 (6.4)	253,364 (43.8)	36,709 (6.3)	19,600 (3.4)	153,081 (26.4)	67,198 (11.6)	11,058 (1.9)	3,388 (0.6)	49,127 (8.6)	578,836 (100.0)
	<74.5>	<72.4>	<71.8>	<95.9>	<108.2>	<100.7>	<98.5>	<142.1>	<101.2>	<100.0>	<9.5>	<90.6>	<86.3>
02	267,920 (50.6)	235,721 (44.5)	367 (0.1)	31,832 (6.0)	261,722 (49.4)	32,132 (6.1)	19,000 (3.6)	151,617 (28.6)	70,239 (13.3)	27,072 (5.1)	2,472 (0.5)	48,429 (9.1)	529,642 (100.0)
	<61.3>	<59.4>	<33.4>	<82.0>	<111.8>	<88.2>	<95.5>	<140.8>	<105.8>	<244.8>	<6.9>	<89.3>	<79.0>
03	234,115 (46.3)	194,612 (38.5)	447 (0.1)	39,056 (7.7)	271,885 (53.7)	28,398 (5.6)	17,800 (3.5)	158,342 (31.3)	90,145 (17.8)	33,799 (6.7)	704 (0.1)	50,642 (10.0)	506,000 (100.0)
	<53.6>	<49.0>	<40.6>	<100.6>	<116.1>	<77.9>	<89.4>	<147.0>	<135.7>	<305.7>	<2.0>	<93.4>	<75.4>
04	204,894 (39.4)	160,263 (30.9)	805 (0.2)	43,826 (8.3)	314,537 (60.6)	26,187 (5.0)	16,140 (3.1)	169,245 (32.6)	102,703 (19.8)	44,046 (8.5)	25,743 (5.0)	49,307 (9.5)	519,431 (100.0)
	<46.9>	<40.4>	<73.2>	<112.9>	<134.4>	<71.9>	<81.1>	<157.1>	<154.7>	<398.3>	<72.1>	<134.4>	<77.4>
05	171,518 (35.3)	122,140 (25.3)	1,064 (0.2)	48,314 (10.0)	312,158 (64.5)	25,659 (5.3)	15,330 (3.2)	149,396 (30.9)	92,836 (19.2)	58,806 (12.2)	17,754 (3.7)	60,543 (12.4)	483,676 (100.0)
	<39.3>	<30.8>	<96.7>	<124.5>	<133.3>	<70.4>	<77.0>	<138.7>	<139.8>	<531.8>	<49.7>	<111.6>	<72.1>

(注)・すべて当初計画額

・( )は構成比、< >は2000年度基準の、財政機関債は2001年度基準の伸び率。

・2000年度財政融資資金額は資金運用部資金と簡保資金の合計額、また財政融資資金額には2001年度 1 兆6300億円、02年度 2 兆5700億円、03年度 2 兆6200億円、04年度 1 兆9000億円の臨時資金と簡保会計積立金を含む。

・「一般会計出資等」は特別会計出資・一般会計・特別会計補助金、地方公共団体出資金・借入金等を含む。

・「繰越債・民間借入等」は受益者負担金、民間引受社債等を含む。

・「事業収入・その他」には利息収入、資産売却収入等を含む。

(資料) 財務省『財政金融統計月報』財政投融资特集各号

財投計画外の資金が計画額を上回って、財投事業の主要な資金源は財投資金から民間資金を含む自己資金等に多くを依存することになった。01年度改革は財投計画を収縮させながら、財投事業にとって財投計画外のオフバジェット領域を拡大して、財投計画と財投事業をさらに乖離させていった。財政計画のスリム化は財投事業の実態把握をいっそう複雑にしたのである。

そのうえで第2に、個別事業資金では、表1のように財投債による財政融資資金と縁故債を含む民間借入金等が主要な事業資金であったが、前者の収縮と後者の膨張が並行した。05年度の財政融資資金は00年度の3割規模になって、財投計画のスリム化を推進した。このスリム化はまた財投債の抑制による国債発行規模の圧縮と金利の安定を反映したものであった<sup>3)</sup>。

加えて、財政融資資金の急減傾向は地方団体以外の財投機関の原資動向によるものであった。この限りでは前述の「預託金増加責任論」を裏付けたように見えるが、財投債の収縮はその大半（04年度、72%）を郵貯・年金・簡保の経過措置によったのであって、必ずしも市中消化（市場原理）によるスリム化を体现した結果ではなかった<sup>4)</sup>。だから、現状では財政融資資金に求められた「例外的資金調達手段」への変転は見られなかった。

同様に政保債も補完的な事業資金とされながら、改革後はさらに増大していった。それは道路4公団のように民営化に向けた財政融資からの切り替えや、民間借入の誘導のためとされたが<sup>5)</sup>、ことに財投機関債を上回り、拮抗するようになると、01年度改革の市場原理主義に逆行するとして批判されるまでになった<sup>6)</sup>。

3) 『日本経済新聞』2001年8月29日。

4) 03年度以降普通国債・借換債の累増とその公募圧力を受けて、財投債は自らも公募を漸増（03年度、29%、財務省『国債統計年報』平成15年版）させながらも、経過措置を活用せざるをえなかった。この点を理財局は改革前から認識していたのであって、そのための財投事業計画の見直しを指摘したりした（前記資金運用審議会議事録による）。

5) 前記財政投融資分科会（平成12年10月13日）議事録（<http://www.mof.go.jp/singikai/unyosin/top.htm121013>）

6) 前記財政投融資分科会（平成15年10月10日）における岡部委員の指摘（同議事録、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa151010.htm>）

一方膨張する自己資金等では、表1のように、民間借入・縁故債が大半を占めて、04年度以降は最大の資金源となった。この非市場型民間資金の増大は、公募債（普通国債・財投機関債）の消化圧力を軽減しながらも、その多くは地方団体の調達によるものであった。逆に財投機関にとって民間資金への依存は収縮したのであって、この民間資金を補完するかのように財投機関債が増発された。

もっとも財投機関債は、後述の好ましい投資環境のなかで、05年度には01年度当初発行額の5倍に増大したが、未だ財投事業資金の12%の水準にとどまった。そこには財投機関債に対する市場の評価の混迷が映し出されているが<sup>7)</sup>、同時に01年度改革の理念からすると、副次的な市場原理の活用と限定的な財投ガバナンス効果の実態を示しているといえる。

それだけに、財投事業資金は民間資金以外の自己資金等にいっそう制約されることになった。表1のように、05年度の回収金と事業収入・その他の資金の地位（16.1%）は00年度水準（13.4%）を上回るものであった。01-03年度の回収金は商工中金の借入償還増で急減したものの、事業収入のウェイトは着実に上昇した。受益者負担による資金基盤が強まるとともに、一般会計等の財政負担は漸減傾向を示すことになった。

一般会計等の財政負担の過半は地方団体向けの地方公営公庫融資にあてられた。そのために、上記の財政投融資分科会では、財投改革に伴う能動的な資金調達方針から、公営公庫の縮小が促されたが<sup>8)</sup>、表1のように自己資金等としてのウェイトは、むしろ改革前を上回る水準を示した。

7) 財投機関債の今後の発行規模について市場でのヒアリングによると、社債の発行減に伴い、スプレッドが上昇することなく増発が可能と見られる一方で、調達コスト増から今後の増発は困難ともいわれた（前記財政投融資分科会議事録、平成16年10月12日、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitou161012.htm>）。また社債を上回る財投機関債の発行額は、投資家として評価できない債券（明示的政府保証）が増大したことで、資本市場にとってある意味恐るべきこととも評価された（前記財政投融資分科会＜平成14年10月7日＞における富田委員の指摘、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitou141007.htm>）。

8) 前掲の「総点検」における公営公庫分析での指摘。

その一方で、一般財政負担は地方公営公庫以外の財投機関において節減が進んだ。この限りで財投での財政規律は強まったが、一般会計出資等のウェイトそのものは、05年度の場合（5.3%）でも、改革前とほぼ同水準（00年度5.4%）にとどまった。財投事業資金のスリム化が進むなかであって、高コストの民間資金、財投機関債の増強や財投の出口改革の未成熟は、未だ一般財政資金を徹底して縮減するには至らなかった。同時に、一般財政資金の出資金から補助金への切り替え方針についても、補助金（01－03年の累計7810億円）は出資金（同2兆1681億円）の36%にすぎないほどに不徹底のままであった。

#### ii) 運用機関別の資金動向

市場原理を標榜する2001年度改革後の財投事業資金の実態を、さらに運用機関別に見てみると、次のような新たな様相が抽出できる。

第1に、先の財投資金のスリム化を「公庫等」が象徴的に体现した。表2のように、「公庫等」に対する財投資金は01年度の19兆円弱から05年度7兆4000億円弱に減少し、財投事業資金規模も23兆2000億円強から14兆2000億円弱に縮小した。「公庫等」は財投資金により多くを依存（01年度81.6%）しただけに、前述の財政融資の急減傾向が集中的に表れて、「公庫等」への財投資金の配分は01年度の58%から05年度の43%に低下した。「総点検」の指摘のように、これは主に住宅公庫への財投縮小によるものであった<sup>9)</sup>。住宅公庫は06年度の廃止に向けた直接融資の圧縮と証券化支援への転換方針によって、00年度の財投計画額10兆3871億円は05年度750億円に急減した。国民公庫も同期間に30%弱に縮小したが、総体的には財投資金が「公庫等」に最大配分（05年度43%）される状況に変わりなかった。

第2に、「独立行政法人等」（以下「独法等」）や「地方団体」にとって財投のスリム化は緩やかに進展した。「公庫等」と対照的に「独法等」への財投資金は01年度5兆3000億円弱から増減しながら05年度4兆7000億円余りに

9) 財務省『財政金融統計月報』財政投融资特集号の「財政投融资機関の概要」参照、以下の個別機関についても同じ。

表2 財政投融資事業の推移(機関別)  
(単位:億円、%)

	特別会計		公庫等		独立行政法人等		地方公共団体		特殊会社等		合 計	
	財	投	財	投	財	投	財	投	財	投	財	投
2000	<7>		<8>		<27>		<1>		<5>		<48>	
	30,108	23,628	270,821	228,453	199,429	105,929	162,806	76,500	2,250	5,429	670,843	436,760
	(4.5)	(5.4)	(40.4)	(52.3)	(29.7)	(24.3)	(24.3)	(17.5)	(0.5)	(2.3)	(100.0)	(100.0)
01	<6>		<8>		<27>		<1>		<5>		<47>	
	9,297	2,911	232,216	189,569	149,511	52,849	164,998	78,200	1,943	20,871	578,836	335,472
	(1.6)	(0.9)	(40.1)	(58.2)	(25.8)	(16.2)	(28.5)	(24.0)	(0.7)	(8.2)	(100.0)	(100.0)
02	<4>		<8>		<26>		<1>		<4>		<43>	
	8,396	2,413	195,930	139,923	139,327	48,547	165,239	76,000	1,037	19,713	529,642	267,990
	(1.6)	(0.9)	(37.0)	(52.2)	(26.3)	(18.1)	(31.2)	(28.4)	(0.4)	(7.5)	(100.0)	(100.0)
03	<5>		<8>		<32>		<1>		<4>		<50>	
	8,580	2,222	162,758	104,305	127,878	49,865	184,845	76,300	823	21,016	505,300	234,115
	(1.7)	(0.9)	(32.2)	(44.6)	(25.3)	(21.3)	(36.5)	(32.8)	(0.4)	(7.8)	(100.0)	(100.0)
04	<5>		<8>		<26>		<1>		<4>		<44>	
	18,922	1,663	17,259	78,058	126,207	51,349	192,043	73,200	624	22,761	519,431	204,894
	(3.6)	(0.8)	(30.6)	(38.1)	(24.3)	(25.1)	(37.0)	(35.7)	(0.3)	(7.2)	(100.0)	(100.0)
05	<5>		<8>		<24>		<1>		<9>		<47>	
	22,850	1,681	141,725	73,890	128,357	47,343	155,366	47,200	1,404	33,974	483,676	171,518
	(4.7)	(1.0)	(29.3)	(43.1)	(26.5)	(27.6)	(32.1)	(27.5)	(0.8)	(10.8)	(100.0)	(100.0)

(注)・すべて当初計画。

・「独立行政法人等」は2000-03年度については「公団等」として分類。

・<>は各年度の機関数

(資料) 財務省『財政金融統計月報』財政投融資特集各号

減少した。「地方団体」への財投資金も01年度7兆8000億円余りから04年度にかけて漸減し、05年度に4兆7000億円に急減した。「独法等」では道路公団等の民営化方針を反映して政保債が増大した。

「地方団体」の場合、財投資金の1/3以上を前述の郵貯・簡保の直接貸付けによりながら、04年度にかけて財投資金の配分はむしろ増大した。表2のように、01年度の24%が04年度には減税補填債の借換という特殊要因を含みながらも36%に膨張した。この地方向け財投には財政制度等審議会で問題視されたりしたが<sup>10)</sup>、財投配分の増強が示すところは、財投改革下で並進する地方財政危機、地域的な財政力格差の拡大、景気対策の推進そして地域金融の低迷等が、むしろ低コストの政府資金による地方債消化の重要性を促した結果でもあった。

第3に、「公庫等」は財投資金をスリム化させながら、自己資金等への依存を強めた。その配分比率は表2のように04年度26%に上昇した。自己資金等のほぼ半分は回収金（01－04年度自己資金等累計の48%）、財投機関債が約30%であった。ことに財投機関債は、先の財投資金の高率に見られる「公庫等」の政策的な重要性、そのための「暗黙の政府保証」等を反映するかのようになり、「独法等」（9%）よりもかなり高い依存率を示した。財投機関債は「公庫等」において積極活用され、逆に一般会計出資等の財政資金は5%弱と節約された（「独法等」8%）。

なお、この自己資金等を支持する回収金（01－04年度合計額12兆1249億円）の大半（64.3%）は住宅公庫（同期間合計額7兆8013億円）によるものであった。そして住宅公庫の回収金の膨張が、後述するように、低金利に伴う公庫資金需要の減少と繰上げ返済の増大にあったことからすると、回収金の多くは、「公庫等」の金利軽減機能の後退によるものであった。

10) 地方向け財投については、地方自治や地方自立がいわれるなかでウェイトが高すぎるのではないかと、資金調達力が高い府県や政令市への運用、臨時財政対策債等の赤字補填債への国債調達資金の運用等が指摘された（前記財政投融资分科会＜平成15年12月23日＞議事録、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa151223.htm>）



そしてこの回収金の増大が自己資金等を大きくし、財投資金をスリム化することで、公社債市場における財投機関債と財投債の緊張関係(財投債比率の高さはそれだけ財投事業資金の市場評価を制限)を緩和させた。それはまた「公庫等」の財投機関債依存の余地を拡大したことからすると、低金利に伴う公庫融資の市場補完の後退が、回収金の増大を通して、総体としては「公庫等」の資金調達の市場性を補強することになった。

さらに膨張する回収金は、「公庫等」の低コストの財投依存を抑制しながらも、一方では一般財政資金とともに、財投機関債に伴うコスト増を調整することになった。

第4に、「独法等」と「地方団体」は自己資金等への依存をさらに強めた。「独法等」の自己資金等への依存は00年度の47%から05年度64%に、「地方団体」は53%から70%に上昇した。そのために国会の予算統制を受けない「独法等」に対して、特殊法人以上に償還確実性のチェックを促した<sup>11)</sup>。一方で自己資金等の増強は、「地方団体」に対する財投事業資金を膨張させた。

もっとも「独法等」の自己資金等は、その過半が事業収入(01-04年度自己資金等累計の60%)であったし、財投機関債はわずかに9%であった。逆にその他の非市場型民間資金が21%と多くを占めた。この限りで、財投改革前からの大きな変化は見られなかった。

「地方団体」でも、財投改革のいう市場公募債よりも、非市場型の銀行引受けを増強させながら、また地方財政危機、銘柄格付けを反映して、市場公募債の条件格差を生じさせながら、自己資金等の拡大をはかった。これをもとに、03年度以降、表2のように、「地方団体」資金は最大規模に膨張した。財投改革後の財投事業は、低金利下での「公庫等」の収縮を反映しながら、「地方団体」中心に展開していったのである。

---

11) 前記財政投融資分科会(平成15年10月10日)における富田委員、岡部委員の指摘(同議事録、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa151010.htm>)

## ②財投機関債の増発－公社債市場と財投効率運用に対するインパクト－

## i) 公社債市場と財投機関債の発行実績

01年度財投改革の主要な目的は、前述したように、市場原理による資金調達を通じた財投ガバナンスであった。この資金調達は公社債市場における財投債・財投機関債の発行によって、遊休資金を吸収することにあるが、それは本来財投機関の財務内容による債券投資元本の保証及び債券利回り、発行条件に対する市場評価によって規定される。市場は、「総点検」が評価するように、財務内容のディスクローズ、財投機関債の格付け制度をもとに投資債券を選定するのであり、債券利回りは金利水準・債券需給をもとに応募者利回りの選定にかかってくるのである。

そこで財投機関債の実態を見てみると、次のような様相を示すことになった。

まず第1に、財投機関債は、良好な公社債市場のもとで増発されていったが、その地位は未だきわめて低いものであった。

01－04年度の公社債市場では、1996年1月の起債調整の撤廃（格付けを最大情報とする発行決定）等をふまえながら、投資資金の流入が続いた。そこでは日本経済の低迷、01年同時多発テロ以降のアメリカの景気減速と円高の進行、デフレの長期化懸念等を受けて、株価は軟調に推移した。同時に日銀の金融緩和、低金利政策のもとで、02年のペイオフ解禁の延期等に伴う銀行の余剰資金圧力も加わって、運用難の資金が膨張した。この投資資金が「質への逃避」を求めて公社債市場に流入し、財投債・財投機関債への投資需要を促した。またこの財投債・財投機関債投資は先細りする事業債市場の「受け皿」をも提供した<sup>12)</sup>。

財投機関債はこうした公社債市場に支持されて、順調な発行実績を示した。表3からすると、財投機関債の発行は01年度の1兆958億円から04年度4兆4046億円、05年度には5兆8806億円が予定され、その実績も01年度1兆4億

12) 公社債市場の実態については『証券月報』平成14年6月、『地方債月報』02年1月、03年1月、04年1月、05年1月の各号の「公社債市場の回顧と展望」を参照。

表３ 財投機関債の発行予定及び発行実績

（単位：億円）

機 関 名 〔2005年度末現在〕	金 額												
	2001年度		02年度		03年度		04年度		05年度	06年度			
	予定	実績	予定	実績	予定	実績	予定	実績	予定	要求			
住宅金融公庫	2,000	2,000	6,000	6,000	8,500	3,500	15,000	3,600	27,600	37,692			
公営企業金融公庫	1,000	1,000	2,200	2,200	3,000	3,000	4,000	4,000	4,000	4,000			
国民生活金融公庫	—	—	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400			
中小企業金融公庫	—	—	2,000	2,000	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400	2,400			
沖縄振興開発金融公庫	—	—	100	100	200	200	200	200	300	300			
農林漁業金融公庫	150	145	220	220	220	220	230	230	230	230			
日本政策投資銀行	1,000	1,000	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400	2,400			
国際協力銀行	1,000	1,000	2,000	2,000	2,400	2,400	2,400	2,400	2,600	2,600			
独立行政法人（都市基盤整備公団）	300	250	500(50)	700	900	1,100	1,340	1,600	2,400	1,400	財投対象外		
都市再生機構（地域振興整備公団〔地方都市開発整備等事業限定〕）	40	40	60	148	100	227	150	150	150	110			
独立行政法人水資源機構（水資源開発公団）	100	100	130	130	130	130	150	150	150	110			
独立行政法人鉄道建設・運輸施設整備支援機構（日本鉄道建設公団）	100	100	250	250	400	400	650	650	860	950			
独立行政法人環境再生保全機構（環境事業団）	—	—	60	50	50	50	70	70	50	50			
独立行政法人福祉医療機構（社会福祉・医療事業団）	100	100	200	200	400	400	600	600	1,190	1,215	財投対象外		
独立行政法人国立病院機構	04年4月1日設立						—		—	30			30
日本私立学校振興・共済事業団	60	60	60	60	60	60	70	70	70	80			
独立行政法人国立大学財務・経営センター	04年4月1日設立						—		—	50			50
独立行政法人日本学生支援機構（日本育英会）	100	100	560	560	560	610	760	760	1,100	1,170			
独立行政法人緑資源機構（緑資源公団）	—	—	40	40	47	47	65	65	65	60	05年10月1日解散		
（日本道路公団）	1,500	650	4,000(850)	5,490	5,100	5,100	5,300	5,300	4,800				
（首都高速道路公団）	100	—	300(100)	500	500	400	700(100)	650	500(150)				
（阪神高速道路公団）	100	100	200	200	350	350	450	450	500				
（本州四国連絡橋公団）	—	—	—	—	—	220	100	420	400				
独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構（※）	05年10月1日設立								5,300				
独立行政法人中小企業基盤整備機構（地域振興整備公団〔工業再配置等事業勘定〕）	60	60	70	137	100	100	160	—	産投のみ	産投のみ			
商工組合中央金庫	2,249	2,249	2,832	2,832	3,319	3,319	3,804	3,804	4,135	4,183			
東日本高速道路株式会社（※）	05年10月1日設立								750				
中日本高速道路株式会社（※）	05年10月1日設立												
西日本高速道路株式会社（※）	05年10月1日設立												
首都高速道路株式会社（※）	05年10月1日設立								100				
阪神高速道路株式会社（※）	05年10月1日設立								50				
成田国際空港株式会社（新東京国際空港公団）	500	500	350(29)	300	413	200	797	500	563	563	財投対象外		
関西国際空港株式会社	—	—	—	—	—	31	—	300	13	95			
東京地下鉄株式会社（帝都高速度交通営団）	439	450	690	550	財投対象外								
電源開発株式会社	100	—	財投対象外										
合 計	10,958	10,004	27,072 (1,029)	28,917	33,799	29,114	44,046 (100)	33,019	58,806 (150)	67,565			
【機 関 数】	【20】	【18】	【24】	【24】	【23】	【25】	【23】	【23】	【25】	【25】			

（注） １．機関名欄の（ ）書は、組織変更前の機関名である。  
 ２．計数は額面ベースであり、計数欄の（ ）書は、前年度繰越分で外書である。  
 ３．独立行政法人都市再生機構の04年度の計数は、旧都市基盤整備公団分（300億円）を含む。  
 ４．日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団及び本州四国連絡橋公団の05年度の金額は、当該各公団の業務の一部を承継した独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構分（2,349億円）を含む。  
 ※日本道路公団、首都高速道路公団、阪神高速道路公団及び本州四国連絡橋公団は、05年10月1日をもって解散し、その業務は、独立行政法人日本高速道路保有・債務返済機構、東日本高速道路株式会社、中日本高速道路株式会社、西日本高速道路株式会社、首都高速道路株式会社、阪神高速道路株式会社及び本州四国連絡高速道路株式会社に承継された。

（資料）財政制度等審議会財政投融資分科会「財政投融資改革の総点検フォローアップ」（平成17年12月12日）

円から04年度3兆3019億円に3.3倍増した。

また、こうした財投機関債の増勢は公社債市場の膨張を上回ったが、市場に大きなインパクトを与えるほどのものではなかった。表4の公社債の種類別の店頭売買高を見ても、財投機関債の地位は0.3%以下であった。良好な公社債市場ではむしろこれまでの国債中心の市場構造が強まったのであって、財投機関債はわずかにその地位を保つほどにすぎなかった。早くからあった財投機関債の拡大についての悲観的な評価を裏付けることになった<sup>13)</sup>。

第2に、財投機関債の発行実績は、先の機関別の資金動向が示すところであるが、「公庫等」に偏重すると同時に、実質規模はさらに小さなものであった。表3での04年度実績は23機関に及んだが、その53%を「公庫等」の8機

表4 公社債種類別店頭売買高

(単位：億円，%)

	国債	公募地方債	政府保証債	財投機関債	金融債	社債	その他	合計
2001	38,634,341	132,145	284,189	3,674	506,224	509,891	509,976	40,508,522
	(95.2)	(0.3)	(0.7)	(0.0)	(1.2)	(1.2)	(1.3)	(100.0)
02	34,298,284	203,679	436,322	32,252	486,582	646,506	555,969	36,659,595
	(93.6)	(0.6)	(1.2)	(0.1)	(1.4)	(1.8)	(1.6)	(100.0)
03	48,361,805	416,174	567,566	80,451	380,192	808,596	488,002	51,102,780
	(94.6)	(0.8)	(1.1)	(0.2)	(0.7)	(1.5)	(1.0)	(100.0)
04	61,786,234	441,149	658,906	120,613	368,196	854,383	585,201	64,814,677
	(95.3)	(0.7)	(1.0)	(0.2)	(0.6)	(1.3)	(0.9)	(100.0)
05	64,280,581	569,971	826,608	192,811	305,712	815,997	572,762	67,582,443
	(95.1)	(0.8)	(1.2)	(0.3)	(0.5)	(1.2)	(0.9)	(100.0)

(注)・各年度における公社債の月間店頭売買高の集計額。

・「社債」は特定社債を含み、「その他」は交通債、放送債、新株予約権付社債、円建外債、地方債等の非公募債の合計額。

(資料)財務省『財政金融統計月報』621号，633号，646号。

13) 例えば土屋剛俊氏は02・03年度の財投機関債の発行予定額をもとに「結論的には大幅に増え続けることはない」と論評した(同『財投機関債投資ハンドブック』金融財政事情研究会，平成13年，101ページ)。

関が占めた。なかでも主要な発行機関は表5が示す国際協力銀行（以下JBIC）や公営公庫等の対国債低スプレッド機関であった。対国債スプレッドが財投機関債に対する投資リスク度との順相関性を示すことからすると、財投機関債の実績は「総点検」が指摘する増発機関の財務の健全性とともに、JBIC、公営公庫等の政策的重要性、政府との一体性を体現したものであった。そして、この低スプレッド機関には一般財政資金の供与が集中した。

だから、住宅公庫のように、事故率の上昇や回収率の低下等に加えて、08年度中の廃止が決定されると、財投機関債の実績は収縮傾向を示した。同時に、直接融資をスリム化し、証券化支援機関化（民間ローンの買取・証券化）してくると、財投機関債そのものが「投資家の観点からは、住宅ローン担保の証券化商品であり、特殊法人改革や住宅公庫の財務も直接の評価要因とはならない<sup>14)</sup>」債券に変質していった。

同様な異質性は、すでに政府保証のない発行実績がある商工中金や東京地下鉄株式会社の場合にもいえるのであって、財投機関債といいながら従来からの非政府保証債の別称にすぎないといえる。大規模発行の商工中金の場合、商工債券（募集債）の一部であって、各年度の発行予定額は貸付け合計額に対する商工債券募集債の長期貸付充当額（いずれも財投引受けを除く）として計上されており、表3での03年度の発行実績は募集債の26%、04年度は24%であった。

だからこの商工債券分と先の住宅債券、さらに05年度民営化の道路関係4公団の財投機関債を除くと、04年度の財投機関債の発行額は実質1兆8795億円と、表3の実績額の57%になる。財投機関債としての公社債市場に対するインパクトは名目規模のほぼ6割程度に縮小するとも考えられるのである。

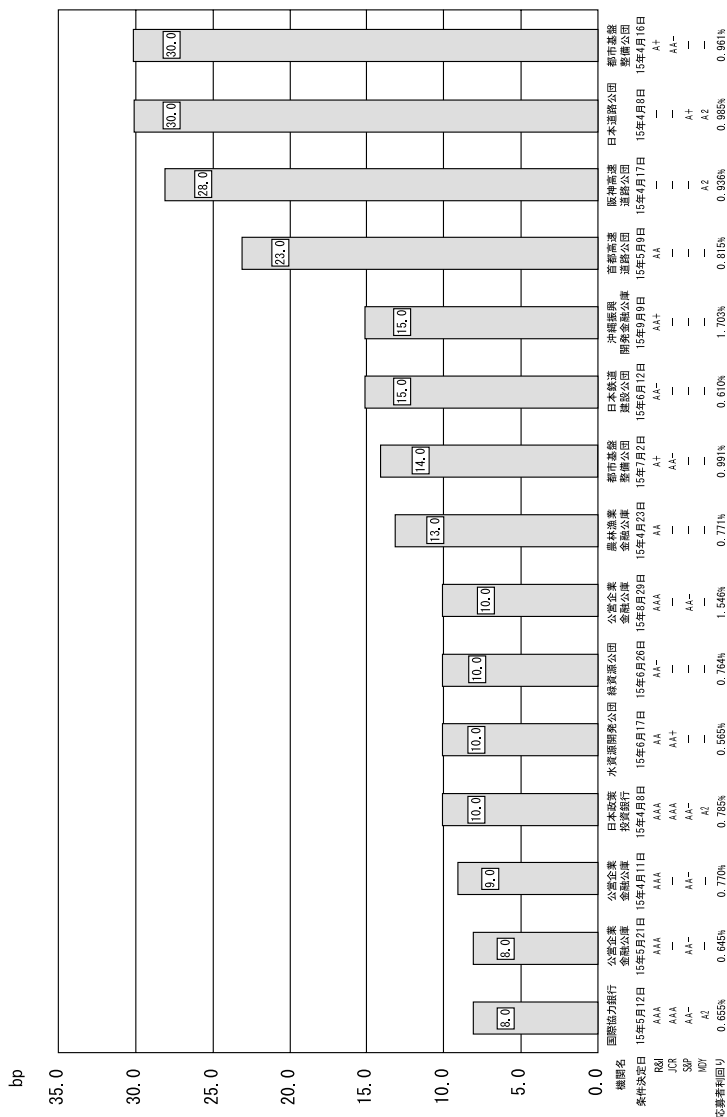
#### ii) 財投の効率運用インパクト

したがって第3に、財投機関債に求められた財投の効率運用に対するインパクトも限られたものであった。

---

14) 土屋剛俊前掲書、15ページ。

表5 2003年度財投機関債(10年債)の対国債スプレッド



(資料) 財政制度等審議會財政投融资分科会提出資料(平成15年10月10日)

01年度改革は、財投機関債・財投債によって真に必要な財投資金を能動的に調達して、特殊法人等の財投事業の効率化をはかろうとしたのであった。その論拠を「預託金増加責任論」に求めたが、改革後の財投計画は、表6の運用状況に見られるように、総体としての未使用額(B+C)を減少させた。

財投額がスリム化するなかで、未使用額は00年度16兆1589億円から05年度6兆3237億円に60%減少した。ことに運用残額(不用額)は9兆3060億円から2兆1850億円と1/4以下になった。未消化率は30.6%から24.1%に、運用残比率も17.6%から8.3%に低下した。不用原資の収縮に注目するならば、改革後の財投計画は効率運用を進めたといえる。

そのなかにあって、財投機関債の発行が集中した「公庫等」では未だ高い未消化率を示した。同様の状況は「地方団体」でも見られたが<sup>15)</sup>、「公庫等」は運用残がそのまま未消化率を高めて、表6のように、02年度49%、04年度でも20%であった。しかも運用残の比率は、財政融資資金において高い水準で推移した。01年度46.4%(政保債は19.3%)、04年度でも21.0%(政保債16.9%)であった。改革後の「公庫等」は、前述のように財政融資資金を圧縮したにもかかわらず、財投資金の効率的・効果的運用は限定的なままであった。

そこではさらに、住宅公庫の場合、01年度改革後現額の72%、02年度は余計な原資を調達したわけではないといわれながら<sup>16)</sup>、98%が運用残となり、03年度以降はすべてが不用となった。また貸し渋り対策によって中小企業公庫の運用残の比率が03年度・05年度に23%であったが、政策投資銀行(01年度運用残比率32%、03年度28%、04年度24%)、沖縄公庫(02年度45%、03年度47%、04年度44%)、さらに途上国からの返済増等によるJBIC(02年度45%、03年度40%、04年度13%に低下)において、一様に高水準の運用残

15) 地方団体は、資金対策として年度中は一時借入金を活用して、次年度の出納機関中に財投融資に切り替えたために、翌年度繰越が集中して、未消化率は改革後も35%から50%弱であった。だから運用残は5%以下にすぎなかった。

16) 前記財政投融資分科会(平成15年10月22日)議事録(<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa151022.htm>)

表6 財政投融资計画の運用状況

	2000年度						2001年度			
	特別会計	公庫等	独立行政法人等	地方公共団体	特殊会社等	合計	特別会計	公庫等	独立行政法人等	
当初計画額	23,628	228,453	105,929	76,500	2,250	436,760	2,911	189,569	52,849	
改定後現額(A)	23,912	232,839	111,142	157,341	2,378	527,613	3,242	190,069	54,200	
年度内運用額	23,523	148,939	106,825	84,363	2,374	366,024	2,734	111,381	48,385	
翌年度繰越額(B)	218	—	1,234	67,078	—	68,529	183	—	1,390	
運用残額(C)	171	83,901	3,084	5,900	4	93,060	325	78,688	4,425	
(B)+(C)/(A)	1.6	36.0	3.9	46.4	0.2	30.6	15.7	41.4	10.7	
(C)/(A)	0.7	36.0	2.8	3.8	0.2	17.6	10.0	41.4	8.2	
	2003年度						2004年度			
	特別会計	公庫等	独立行政法人等	地方公共団体	特殊会社等	合計	特別会計	公庫等	独立行政法人等	
当初計画額	2,222	104,305	49,865	76,900	823	234,115	1,663	78,058	51,349	
改定後現額(A)	2,409	104,305	52,224	139,648	823	299,409	1,854	78,058	52,150	
年度内運用額	2,178	68,571	50,080	78,787	823	200,438	1,471	62,418	50,594	
翌年度繰越額(B)	186	—	752	53,575	—	54,513	99	268	457	
運用残額(C)	45	35,734	1,392	7,286	0	44,458	283	15,372	1,099	
(B)+(C)/(A)	9.6	34.3	4.1	43.6	0.0	33.1	20.6	20.0	3.0	
(C)/(A)	1.9	34.3	2.7	5.2	0.0	14.8	15.3	19.7	2.1	

(資料) 財務省『財政金融統計月報』財政投融资特集各号

が続いた。

これについて前述の財政投融资分科会では、「公庫等」の運用残は資金需要の結果として一方ではむしろ当然視された。他方当初計画の妥当性が問われたり、次年度計画の改善が求められたりしたが<sup>17)</sup>、運用残の顕著な住宅公庫の場合、低金利下公庫融資の減退と資金コストの増大という二重の非効率を体现するものであった<sup>18)</sup>。

17) 同分科会（平成14年7月26日）における富田委員、山香委員の指摘（同議事録，<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa140726.htm>）および同分科会（平成16年10月19日）における吉野委員の指摘（同議事録，<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa161019.htm>）

18) 低金利下住宅公庫の貸出金利に匹敵する民間の長期固定商品が出現して（03年6月の東京三菱銀行当初10年貸出金利1.9%，11年目以降3.4%，これに対する住宅公庫の同期金利2.0%と3.5%），民間住宅ローンの需要が増大した。また，それによって，公庫への繰上げ償還が増加して（02年度6.6兆円，03年度6.8兆円），公庫の自己資金が膨張し，財投資金需要を増大させた。さらに住宅公庫の運用残はこうした形成・拡大過程を通して，政策コストの増大を促した。運用残の増大は新規貸出しの減少となって公庫の収支を悪化させたために，総体的な一般会計からの補給金の減少とは逆に，下方便直的な補給金等の負担（02年度3759億円，



(単位：億円、%)

			2002年度						
地方公共団体	特殊会社等	合 計	特別会計	公 庫 等	独立行政法人等	地方公共団体	特殊会社等	合 計	
78,200	1,943	325,472	2,413	139,923	48,547	76,000	1,037	267,920	
148,278	1,943	397,731	2,676	140,523	50,251	145,410	1,187	340,047	
75,668	1,543	239,711	2,464	71,573	46,797	80,161	1,187	202,181	
69,410	—	70,983	187	—	2,359	62,748	—	65,294	
3,199	400	87,037	25	68,950	1,095	2,502	0	72,572	
49.0	20.6	39.7	7.9	49.1	6.9	44.9	0.0	40.5	
2.2	20.6	21.9	0.9	49.1	2.2	2.2	0.0	21.3	

地方公共団体	特殊会社等	合 計
73,200	624	204,894
129,275	624	261,961
83,704	536	198,723
40,563	—	41,387
5,008	88	21,850
35.3	14.1	24.1
3.9	14.1	8.3

財投機関債・財投債の増発実績をふまえて見ると、住宅公庫に象徴されるように、「公庫等」は能動的に必要な財投事業資金を調達しながら、低金利に制約されて、むしろ高率の運用残に直面することになった。それだけ財投機関債・財投債の財投効率化に対するインパクトを後退させて、「預託金増加責任論」の正当性を曖昧なものにしたのである。

### ③政策コストの動向－主要金利の推移とコスト分析－

#### i) 主要金利の動向

01年度改革のねらいの1つである政策コスト分析は、前述のように財投事業に対する今後の政府出資、補助金等の財政負担の割引き価値額を一定の条件下で試算したものである。融資機関の場合は、新規融資を行なわず（既往の残高見込みと当該年度貸付のみを前提）、また事業機関の場合は、既定事

---

03年度3644億円、04年度4044億円）を招来した（前記財政投融資分科会＜平成14年7月21日＞における財務省齊藤企画調整室長の説明＜同議事録、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa140726.htm>＞。

業を実施する等の条件下で将来の国民負担を見積もったものである。

それによって財投の透明性を高め、償還確実性を確認しようとしたのであったが、コスト価値については、財投事業の社会経済的な便益と合わせて総合的に行なう必要があるし、財投機関の財務の健全性の評価とは別物であった。また分析対象も財投計画の償還確実性に求めたために、財投機関債は対象外に置かれた<sup>19)</sup>。この限りでの財投事業の価値見通しであった。

そこでまず、資金コストに関わる金利水準の動向を見てみると、表7のように上昇傾向ながら、改革前の00年度を下回る水準であった。

財投事業資金の最大部分を占めた民間借入・縁故債等は、低金利政策のなかで、01年度以降その低利性が強まった。個別の財投機関に関わる民間借入の金利水準を国内銀行貸出約定平均金利によって見ると、そこには長短金利が含まれているものの、00年度の2.12%から04年度の1.32%に低下した。また個別機関の縁故債利率を長期プライムレートによって見ると、同じく2.10%から1.55%へと下落した。こうした金利動向は、財投機関の民間借入等の

表7 各種金利の推移

(単位：%)

	利付国債	財政融資資金預託	財政融資資金貸付	政保債	国内銀行貸出約定平均	長期プライム	財投機関債
2000	1.64	2.00	2.00	1.80	2.12	2.10	
01	1.37	1.30	1.40	1.40	1.88	1.85	1.56
02	0.90	1.00	1.00	1.08	1.83	1.65	1.45
03	1.36	1.40	1.50	1.55	1.80	1.50	1.23
04	1.44	1.40	1.50	1.48	1.32	1.55	1.63

(注)・各年末金利、財投機関債は主要発行機関（道路公団、公営企業公庫、政策投資銀行、国際協力銀行）の10年債金利の各年度平均値。

・利付国債は新発債（10年）流通利回。

・財政融資資金預託は10年以上11年末満の預託に適用される金利。

・財政融資資金貸付は満期一括償還9年超10年以内の貸付金に適用される金利。

(資料)総務省『日本統計月報』平成17年6月、財務省『財政金融統計月報』財政投融资特集、各財投機関のホームページによる。

19) 前記財政投融资分科会（平成16年10月12日）における富田委員の指摘（同議事録、<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa161012.htm>）

急増を支持して、改革後の資金コストについて抑制的に作用することになった。

一方でこの民間借入等に次ぐ財投債(05年度末残高121兆553億円)は、いうまでもなく一般国債と同一金利であるが、その大半は10年債(同47兆5554億円、総残高の39%)と5年債(同4兆5637億円、37%)によった<sup>20)</sup>。最大起債の10年債の金利水準は00年度(1.64%)を下回るものの、流通価格の下落とともに、04年度には1.44%と上昇傾向を示した。さらに10年債の金利水準を上回りながら、政保債も同傾向の金利変動をたどった(00年度1.80%, 04年度1.48%)。このように財投資金は、未だ00年度金利水準を下回っているが、民間資金調達を補完しながら、改革後はむしろ資金コストを押上げる方向に作用したのであった。

そして、この財投資金金利の動向は、特別会計の積立金・余裕金の預託金利の上昇にも反映して、財投融資資金利率の引上げ(02年度1.00%→04年度1.50%)をもたらした。

これに主要な財投機関債の金利上昇が加わった(01年度1.56%→04年度1.63%)。財投機関債の増発は、主要機関で見る限り、必ずしも明らかな金利低下(金利と発行量の逆相関)を伴うものではなかった。国債価格の下落あるいは財投機関債需給の逼迫のなかで、対国債スプレッドはタイトになったが<sup>21)</sup>、この金利差を政府の補給金等が補填し続けた。それが財投機関債投資家への超過リターンに転嫁したのであるが<sup>22)</sup>、こうした財投機関債の増強は、財投事業資金コストを上げると同時に、一般財政負担を必要とすることで、市場原理からすると、増発機関の公的性格を強めることになった。

このように、財投事業資金の金利動向をふまえると、改革後の低利性は民間資金等に最も顕著であった。その一方で、財投資金金利は上昇傾向を示し、

20) 財務省『財政投融資レポート』2005による。

21) 前記財政投融資分科会(平成16年10月12日)提出資料 <http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa161012.htm> および『立法と調査』249号(05年7月)13ページによる。

22) 土屋剛俊前掲書、7ページ。

これに財投機関債の金利負担が加わるかたちで、財投事業の資金コストを引上げる方向に作用していった。それに対する一般財政の負担増と、さらには本来の財投事業資金として財投機関の自己資金等が、このコスト増大過程の調整を進めたのである。

## ii) 政策コストの見通し

そのうえで、財投機関別の政策コストの推移を示したのが表8である。政策コストは累積欠損金、長期の分析期間に加えて、融資機関の繰上償還や貸倒率、事業機関の需要（料金収入等）の減少によって増大するが、表8は各年度個別機関の感応度分析（金利の1%上昇、事業費の10%上昇、事業収入の10%減等の条件変化に伴う政策コスト額を分析）によるコストを単純に合計したものである。だからこれによって、厳密な政策コストの比較は困難であるし、個別機関については政策コスト要因を明示する必要がある。また同一機関での分析期間の変更を含んでいるが、表8によって、01年度改革後の政策コストの減少見通しを知ることができる（04年度は金利上昇を反映して総体的に政策コストは上昇）。

個別には、特殊法人が、成田国際空港等の需要増を反映して国庫納付を増大させ、「独法等」でもコストの減少傾向を示した。旧本四架橋公団のよう

表8 政策コストの推移

(単位：億円)

	2001	02	03	04	05
公 庫 等	13,420 〈8〉	7,697 〈8〉	6,450 〈8〉	13,150 〈8〉	12,140 〈8〉
独立行政法人等	100,305 〈20〉	67,763 〈19〉	49,666 〈16〉	49,975 〈16〉	44,768 〈15〉
特 殊 法 人 等	△1,068 〈5〉	△327 〈4〉	△1,151 〈4〉	△5,935 〈4〉	△5,704 〈3〉
合 計	112,657 〈33〉	75,133 〈31〉	54,965 〈28〉	57,190 〈28〉	51,204 〈26〉

(注)・〈〉は機関数。

・財務省『財政投融资リポート』各年版より作成。

に、交通量の減少や長期の分析期間（54－78年間）のために政策コストが増大する機関もあるが、最大の旧道路公団の場合、著しいコスト減少を見込んでいる（01年度3兆4615億円→05年度1兆4935億円）。

旧道路公団では、財投金利の低下に伴う事業収支の改善によって未償還残高が減少し、債務の早期償還と分析期間の短縮（01年度51年間→05年度39年間）とともに、政策コストの減少を示した。

その他の主要機関でも、都市再生機構（分析期間80年間）や緑資源機構（水源造林事業76－80年間）のように分析期間を長期に設定しながら、事業費の減少に伴う政府出資の縮減、あるいは低金利に伴う利子補給金の減少によって、政策コストの縮小がみられた。

その一方で、「公庫等」は前述のように財投のスリム化を進めながらも、政策コストを増大させた。

個別には、農林公庫のように、分析期間が57年間と長期ながら、財投計画額の縮小、低金利下利子補給金の減少に伴う政策コストの縮減（01年度4990億円→05年度3184億円）が見られたが、主要機関の間ではむしろ例外的であった。

国庫納付を続ける住宅公庫も納付の減少見通し（01年度△1549億円→05年度△69億円）が示された。政策コストの大半は貸倒れよりも繰上げ償還によるものとされた。もっとも分析期間は年度によって31－33年間と変動し、05年度の財投事業は災害復興と証券支援に限定されたために、それまでのコスト分析との比較不能が指摘されたりした。これからすると、「総点検」がいうように、政策コスト分析の比較が業務・財務の改善に有効である、とは必ずしもいえない状況が見られた。

政策投資銀行も分析期間は短縮（03年度以降31年間→26年間）しながら、大規模な出資金負担、貸倒れに伴う剰余金の減少見通しによって、政策コストは増大傾向を示した。

このなかにあって、JBICは「公庫等」における最大で、下方硬直的なコスト機関となって（01年度7231億円→04年度6922億円、05年度4375億円）、

後述するように新たな課題に直面することになった。同時に、01年度改革に伴う「公庫等」の特異な展開過程のなかで、異質な政府資金を抱える JBIC は、市場原理と財政規律を迫られて、いっそう際立った変容を示していった。そして円借款も新たな制約を受けることになったのである。

## （２）国際協力銀行の資金調達と円借款資金の調整

### ①緩慢なスリム化の展開

そこで、財投改革後の JBIC の原資動向を見てみると、表 9 のように、政府開発援助（ODA）以外の政府資金（OOF）を運用する「国際金融等勘定」（旧日本輸出入銀行、以下「国際金融」）と ODA 円借款運用の「海外経済協力勘定」（旧海外経済協力基金、以下「経済協力」）は「政府からの借入金」（財政融資資金）を共有しながらも、相互に異質な対外金融システムとして各々固有の原資構造を展開した。それはまた、個別の勘定が市場原理と財政規律という財投改革方針を別々に受け止めながら、JBIC 全体が財投改革に駆り立てられていった姿でもあった。それによって JBIC は特異な改革過程を示すことになったのである。

この改革過程において、まず、JBIC は緩慢なスリム化を進めた。表 9 の財投事業資金の推移からすると、05年度の資金規模は00年度の66％水準にとどまった。前掲表 2 で見たように、ことに住宅公庫の収縮によって「公庫等」全体が急速にスリム化（同52％）したことからすると、05年度の JBIC はそれを上回る水準であった。

同時に JBIC のなかでは05年度の「国際金融」が00年度の62％にまで収縮したのに対して、「経済協力」は72％にとどまった。これからすると JBIC の特異なスリム化はこの「経済協力」により強く支持されたものであった。それはまた長期の典型的な財投対象として円借款運用の圧縮の困難を示すと同時に、「公庫等」における JBIC の地位を00年度の10.3％から05年度12.8％に上昇させることになった。01年度改革以降の公的金融は、後述のような資金運用を伴いながら円借款を含む対外的な活動領域を拡大していったのであ

表9 国際協力銀行の資金調達の推移

(単位: 億円, %)

		2000	01	02	03	04	05
国際金融等勘定	政府からの借入金	11,358	6,656	4,782	3,639	3,216	3,831
		(41.0)	(30.1)	(25.0)	(19.4)	(17.5)	(21.0)
	政府保証外債	2,415	2,461	2,440	2,684	2,420	2,675
		(8.7)	(11.1)	(12.8)	(14.3)	(13.2)	(14.7)
	財投機関債	—	1,000	2,000	2,400	2,400	2,600
		—	(4.5)	(10.5)	(12.8)	(13.0)	(14.3)
	回収金等によるその他の自己資金	4,390	3,283	2,278	2,677	3,364	2,194
		(15.8)	(14.9)	(11.9)	(14.1)	(18.3)	(12.1)
	小 計	18,190	13,400	11,500	11,400	11,400	11,300
		(65.5)	(60.6)	(60.2)	(60.6)	(62.0)	(62.1)
		<100.0>	<73.7>	<63.2>	<62.7>	<62.7>	<62.1>
海外経済協力勘定	政府からの借入金	7,006	6,476	5,650	5,585	5,110	4,470
		(25.2)	(29.3)	(29.6)	(29.7)	(27.8)	(24.6)
	回収金等によるその他の自己資金	△469	△621	△241	△488	△276	386
		(△1.7)	(△2.3)	(△1.3)	(△2.6)	(△1.5)	(2.1)
	政府一般会計からの出資金	3,063	2,845	2,191	2,003	1,866	1,744
		(11.0)	(12.9)	(11.5)	(10.7)	(10.1)	(9.6)
	国庫補助金等(政府交付金)	—	—	—	300	300	300
		—	—	—	(1.6)	(1.6)	(1.6)
	小 計	9,600	8,700	7,600	7,400	7,000	6,900
		(34.5)	(39.4)	(39.8)	(39.4)	(38.0)	(37.9)
		<100.0>	<90.6>	<79.2>	<77.1>	<72.9>	<71.9>
合 計		27,790	22,100	19,100	18,800	18,400	18,200
		(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)	(100.0)
		<100.0>	<79.5>	<68.7>	<67.7>	<66.2>	<65.5>

(注)・すべて当初予算額

・2000年度の政府からの借入金は財政融資資金借入金と簡易生命保険資金借入金の合計額

(資料)財務省『財政投融资リポート』各年版

る。

## ②著しい財投資金依存

また財投改革後のJBICは、他の財投機関と同じく財投計画外の資金のウェイトを高めたが、同時に財投資金への高い依存が特徴的であった。そして、この財投資金依存が先の特異なスリム化を招来したのであって、01年度改革後の円借款の原資構造を特徴付けることになったのである。

表9のように、政府からの借入れ（財政融資資金）および政保外債は、00年度75%、01年度71%から05年度60%に収縮したものの、JBICは、著しく高い水準を維持した。前述した財投機関全体のそれは05年度47%、「公庫等」は52%であった。JBICが示すこの特徴は「国際金融」における海外資本市場に向けた政保外債の増発によるものであって、先の緩慢なスリム化の一因を成したのである。

この政保外債そのものは、外貨建て融資財源として、財投改革後の補完財源とされながらも財投機関債を上回り続けた。そこでは原油価格の高騰や長期外貨貸付の増大等に伴う為替リスクが、政保外債の積極的活用を促した。05年9月からは、後述のように、タイバーツ建てを発行してアジア債券市場の育成にあてたりした。

一方、財政融資資金の方は、前述の「公庫等」がそうであったように財投改革後に著しく節減された。表9によると、00年度1兆8391億円（JBIC原資の66%）だったものが、前掲表1の財投事業全体よりは高い水準ながら、01年度1兆3132億円（同59%、財投事業資金総額では50%）から05年度には8301億円（同46%、財投事業資金総額の場合31%）にまで落ち込んだ。JBICの財政融資資金離れが急速に進んだが、同時にJBICのなかでは「経済協力」の円借款に向けて傾斜的に配分されていった。

00年度の政府借入れは圧倒的に「国際金融」に充てられたが、02年度以降その配分は「経済協力」中心に変転した。だから財政融資資金全体は収縮したものの、05年度の「経済協力」では、00年度の64%にとどまった（「国際金融」34%、JBICの合計額45%）。この「経済協力」における財政融資資



金の緩慢な収縮が、JBIC の特異なスリム化のいま 1 つの要因を成したのである。それを通して、円借款はいよいよ財政融資資金に依存し制約されることになったが、それは同時に、財投改革後の特徴として自己資金等の変容を反映したものであった。

### ③自己資金等の特異な展開

財投計画外の自己資金等は、「国際金融」と「経済協力」の間で対照的な様相を示した。

まず、「国際金融」ではその有利運用を前提に固有な原資として、財投機関債が着実に増大した。JBIC では、財投機関債について、当初高い格付けを得やすい資産担保証券（ABS）タイプを検討したが、発行コストの割高、事務の煩雑等を理由に、ABS に代えて普通社債（SB）タイプを発行して、市場での認知度を高めることとした<sup>23)</sup>。この SB タイプだと JBIC 自体の債務履行能力を問われることになるが、発行実績は、表 9 のように、当初の 1000 億円から 05 年度 2600 億円へと増大し、完売が続いた。

それは 1 つには JBIC の安定的な信用基盤にあった。潤沢な自己資本（大半は「経済協力」ながら 04 年度 7 兆 8767 億円、政策投資銀行自己資本の 6.5 倍）とともに<sup>24)</sup>、自己資本比率を高めて（04 年度 37.5%）、それを不良債権比率の上昇（00 年度末リスク債権比率 3.6%→04 年度末 7.0%）に対するリスクバッファーとした。

いま 1 つの財投機関債増発の要因は、運用利回りは低下（01 年度 3.22%→04 年度 2.65%）しながらも、周知のように JBIC が政府との一体性を体現したことである。政府からの借入が政府金融機関全体では収縮するなかにおいて、JBIC の場合は逆に順調な増大傾向を示した（01 年度総額の 4.6%→05 年度 6.8%）。また財務省の天下り機関としての実績も JBIC の財投機関債に対する「暗黙の政府保証」を裏付けて、資金調達の安定性を担保することになっ

23) 『日経金融新聞』2001 年 3 月 30 日。

24) 「国際協力銀行の財投機関債が投資家に好感された大きな要因の一つは、その潤沢な自己資本であった」（土屋剛俊前掲書、31 ページ）。

た。

JBIC の財投機関債は、発行とともに国債と同等の A2（ムーディーズ）あるいは 1 ノッチ低い AA<sup>+</sup>（スタンダード・アンド・プアーズ）に格付けされたり、対国債スプレッドは、JBIC が当面の特殊法人改革・民営化の対象外とされたこともあって、前掲表 5 のように最も低く収まることになった<sup>25)</sup>。

その発行実績は 04 年度財投機関債発行総額の 7.3%（政府金融機関では公営公庫、住宅公庫に次ぐ）を占めた。それだけに一面では消化懸念をいわれながら、あるいは前述の融資残に伴う資金運用の非効率性にもかかわらず、JBIC は財投機関債を主要原資として定着させ、能動的な資金調達を増進させていった。

一方、「経済協力」は表 9 のように一般会計からの出資金、補給金（03 年度以降の債権放棄コストの補填）によって円借款の譲許性を担保しながらも、前述の政策コスト分析に伴う財政資金の節減圧力をうけて、出資金の圧縮が進んだ<sup>26)</sup>。00 年度の出資金 3063 億円は 05 年度 1744 億円に減少し、補給金を加えても 2000 億円強にとどまった。01 年度政府出資は ODA の NGO 連携強化などによって 1 割が削減され、03・04 年度の出資金は予算要求額をさらに各々 17%、12% 削減した結果であった<sup>27)</sup>。

さらに、財投計画外資金では、表 9 のように回収金等の自己資金についても対照的な展開を示した。

ことに「国際金融」は回収金等に大きく依存した。00 年度「国際金融」原

25) 『朝日新聞』2002 年 4 月 29 日。

26) JBIC の政策コストは「経済協力」がその大半を占めた。金利低下によって一時的には政策コストが減少（調達金利の軽減、金利収支の改善、割引金利の低下と国庫納付の増加）したものの、05 年度 JBIC コスト（4375 億円）の 85% は「経済協力」によるものであった。これには、「経済協力」のコスト分析期間の長さ（40 年間）、大規模な出資（貸借金利調整）、03 年度以降の債務救済見直し（債権放棄）に伴う補給金の増大が反映した。「経済協力」には出資金・補給金の抑制圧力が加わる一方で、財投計画額も減少していった。

27) 要求額は特殊法人等改革推進本部参与会議の資料による（<http://www.gyokaku.go.jp/jimukyoku/06.04.22>）。

資の24%、05年度でも19%を占めた。円安のもとで、中南米等の資源投資資金からの返済を中心に、財政融資資金や債券の償還を上回る回収金を形成した。この回収金等自己資金の変動を財投機関債および政保外債で調整し、さらに財政融資資金で補完した。04年度の場合、自己資金が687億円増大したのに対して、財投機関債、政保外債を264億円また財政融資資金を423億円各々抑えて、前年度と同規模の資金を確保した。

一方、「経済協力」では自己資金の出超が続いた。タイ、中国等からの繰上償還の増大を含みながら、円借款の回収金が増大し運用利益も拡大したが<sup>28)</sup>、それを上回る財政融資資金の返済が並行していった。財投改革後こうした特異な資金形成のなかで、JBICの両勘定は、ともに自己資金をベースにして、共有する財政融資資金を調整手段にした資金調達を展開したのである。

#### ④財政融資資金の調整機能と緊張関係

JBIC内において、自己資金を拡大させた「国際金融」では、05年度の財政融資資金の調達は01年度の58%にまで抑えたが、「経済協力」については自己資金の逆調を補完すべく、財政融資資金の傾斜配分が続いた。04年度にはJBICへの財政融資資金の61%が「経済協力」に充てられた。この財政融資資金への依存はまた、前述した財政融資資金中心の緩慢な財投スリム化の影響を「経済協力」を通して円借款はそのまま体现することになった。

この財政融資資金はまた「経済協力」に傾斜配分されることで、円借款に対する政府出資の削減を支持した。300億円の定額交付金を含む財政資金は財政融資資金と一体的に自己資金を補完し、資金規模を調整したが、財政融資資金の厚い配分は、財政資金の負担を代替し軽減することになった。

また、こうした「経済協力」への財政融資資金の配分が、「国際金融」における財政融資資金の抑制及びそれを補う財投機関債の増強と並行したことからすると、一般財政資金の削減は、財政融資資金による調整を媒介にして、

28) 03年度円借款の繰上償還額は1567億円（償還総額の30.5%）、04年度は976億円（同19.0%）にのぼった（『国際開発ジャーナル』2006年1月、25ページ）。

財投機関債の増発と連動したものであった。

さらに、この調整過程は財政融資資金をめぐる両勘定の緊張関係をも招来した。その基本には、JBICにおける財政融資資金全体の収縮基調があった。前述した財投改革後の「公庫等」への財政融資資金の圧縮傾向、あるいは「国際金融」での政保外債・財投機関債の増強および自己資金の下方硬直性等を受けて、JBICの05年度の財政融資資金総額は、表9からすると、01年度の63%余りに減少した。財務省も長期金利を押さえるために、財投債抑制のスタンスをとった<sup>29)</sup>。財政融資資金そのものの運用も押さえ気味であった。

そのうえで、05年度のように、「経済協力」の自己資金の増大を上回って、「国際金融」での自己資金が急減すると、「国際金融」では財政融資資金を増強することで自己資金の減少を補填した<sup>30)</sup>。そのために「経済協力」に対する財政融資資金の配分には強い節減圧力が加わった。表9のように、05年度の「経済協力」への財政融資資金の配分は、自己資金の動向とともに「国際金融」の財政融資資金によっても制約された。こうした「経済協力」を通して、円借款は資金調達における不安定性をも抱え込むことになった。

#### ⑤資金調達コスト

しかも、「国際協力」との緊張関係のなかにあって、「経済協力」による円借款は資金調達コストの低下に遅れをとることになった。

JBICの資金調達コストにおける新たな変化を見てみると、第1に、資金調達原価では明らかな低下傾向を示した。表10のように、JBICの資金調達原価は00年の4.43%から01年の3.72%、04年には2.77%に下落した。前掲表7のように低金利下、財投債＝利付国債（10年物）の利回りは03年度（1.36%）以降上昇するものの、改革前の00年度（1.64%）を下回り、財政融資資金貸付金利も00年度（2.00%）以下の水準（03年度1.50%）を保った。

29) 『日経金融新聞』2001年11月5日。

30) 前記財政投融资分科会（平成16年10月19日）における河野財投企画官の05年度JBIC 予算要求の説明（<http://www.mof.go.jp/singikai/zaiseiseido/gijiroku/zaitoa161019.htm>）。

政保債の金利水準もまた改革前を下回った。

さらに、JBIC の財投機関債（10年物）の表面金利は、01年の1.45%から03年の0.65%に下落した。04年には長期金利の乱高下もあって対国債スプレッドが拡大し、財投機関債への需要が減少して、表面金利は1.74%（9月8日分）に上昇した。そのため、表10のように、04年の「国際金融」の資金調達原価は、資金調達平均残高4600億円弱の減少とも重なって、2.8%に上昇した。JBIC の総括原価も微増したが、改革後の低下傾向を大きく変えるほどではなかった。

表10 国際協力銀行の総資金利鞘、資金運用利回り、資金調達原価

(単位：%)

	2000	01	02	03	04
国際金融等勘定					
総資金利鞘	0.17	0.21	0.18	0.33	0.29
資金運用利回り	4.89	4.02	3.17	2.96	3.09
資金調達原価	4.72	3.81	3.00	2.63	2.80
海外経済協力勘定					
総資金利鞘	△1.34	△1.12	△0.95	△0.57	△0.40
資金運用利回り	2.51	2.44	2.29	2.38	2.31
資金調達原価	3.85	3.55	3.24	2.95	2.71
総括					
総資金利鞘	△0.71	△0.50	△0.36	△0.10	△0.12
資金運用利回り	3.72	3.22	2.72	2.64	2.65
資金調達原価	4.43	3.72	3.08	2.75	2.77

- (注) ・資金運用利回り＝資金運用収入／資金運用勘定平均残高  
 ・資金調達原価＝(資金調達費用＋債券費＋経費)／資金調達勘定平均残高  
 (参考) ・資金運用収入＝貸付金利息＋受取配当金＋有価証券利息＋預け金利息＋受入雑利息  
           ＋受入手数料＋有価証券益  
 ・資金運用勘定平均残高＝貸付金＋出資金＋有価証券＋預け金  
 ・資金調達費用＝借入金利息＋債券利息＋支払雑利息  
 ・債券費＝債券発行差金償却＋債券発行費償却＋債券発行諸費  
 ・経費＝事務費＋減価償却費＋支払手数料－債券発行諸費  
 ・資金調達勘定平均残高＝借入金＋債券

(資料)国際協力銀行『年次報告書』2002, 2004, 2005。

第2に、このコストの減少は、「経済協力」よりも「国際金融」において顕著であった。表10からすると、前者の0.84%の減少に対して後者は1.01%であった。「国際金融」は前述したように、自己資金等に大きく依存して、財政融資資金・財投機関債等の資金コストを吸収した。

これに対して、「経済協力」は、「国際金融」との緊張関係のなかで財政融資資金への依存を強めて、政府出資の縮減を続けたために小幅なコスト低減にとどまった。

これによって、異質な両勘定の資金コストは財投改革とともに接近した。加えて OOF としての「国際金融」がむしろ低コスト化を進めて、財投機関債・財投債に必要な収益性を増進させた。一方、「経済協力」は ODA に必要な低コスト化の遅行とともに、円借款の譲許性を制約することになったのである。

(たけはら・のりお／経済学部教授／2006年10月30日受理)

## Reform of Treasury Investments and Loans, and Yen Credit (2)

TAKEHARA Norio

Ideas of Treasury Investments and Loans reforms in fiscal 2001 were market principle and fiscal order. However, this idea was not sufficiently realized.

By the financing from the capital market, the reduction of Treasury Investments and Loans was attempted. The real scale was not remarkably reduced, and the relation with capital market in the financing was also insufficient. The Treasury Investments and Loans organization bond did not give large impact to the market. Then, the efficiency improvement of Treasury Investments and Loans sufficiently did not advance.

And, the arrangement of the general account funds was also insufficient. On the other hand, general account funds adjusted policy cost of Treasury Investments and Loans. The rise of the bond interest rate made the policy cost increase, and the general account funds suppressed it.

In such process, the government financial institution showed the unique action. It was the most remarkable reduced. And, it expanded the utilization of the Treasury Investments and Loans organization bond. On the other hand, in the inside where the market interest rates lowered, the government financial institution weakened the operation of efficient funds. Then, the policy cost rose.

In this unique process, JBIC which held the heterogeneous government funds showed the more and more remarkable modification. And, the yen credit would also receive the new constraint.

First, JBIC was slowly reduced. It was due to be difficult to reduce the

yen credit. In the second, by utilizing the market funds, it reduced the fiscal burden. The treasury loan funds were mainly due to be appropriated for the yen credit. It was another reason for the unique reduction tendency of JBIC in which this fact was unique. In the third, there by, JBIC produced tense relation on the treasury loan funds. The treasury loan funds was restricted in the trend of own funds on adjusting it of JBIC. So, the treasury loan funds of the yen credit were reduced, when own funds of OOF decreased. As the result, the yen credit would face the severe funds environment. In the fourth, under the low interest policy, JBIC fund cost lowered. However, the lowering of the cost of the yen credit was insufficient, since the yen credit was greatly depend on the treasury loan funds. In the reason, the yen credit would do restrict the low interest funds operation.