

# 高水準を続ける政府保証債の発行

予算委員会調査室 藤井 亮二

## 1. 規模縮小が進む財政投融资

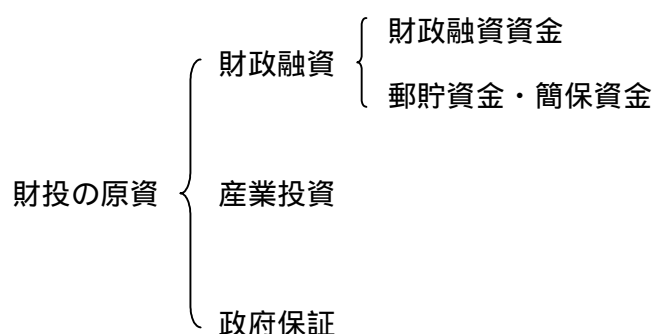
財政投融资は、有償資金の貸付などの金融手段を活用して、特定の事業を政策的に支援する仕組みである。「第2の予算」とも呼ばれ、年々規模の拡大が続き、ピークを迎えた平成8年度の財政投融资計画の規模は40兆5,337億円と一般会計予算の65.4%に達して、対名目GDP比では9.6%の規模にまで拡大した。しかし、平成13年度の財政投融资制度の改革以降、その規模は年々縮小し、平成18年度の財投計画の規模は15兆46億円と、ピーク時の3分の1程度にまで縮小してきている。

こうした中、財政投融资の資金源の一つである政府保証はその比重を増してきている。次項以降では、政府保証債の比率上昇の動向とその背景、問題点等について考察してみたい。

## 2. 変わる財投原資の構成

財政投融资は、財源（原資）の面から、財政融資、産業投資、政府保証の3つに区分することができる。まず、「財政融資」は、（ ）財政融資資金と（ ）郵貯資金・簡保資金から構成されており、前者（財政融資資金）は、財投債を発行して金融市場から調達した資金などを、財政融資資金として国の特別会計や地方公共団体、独立行政法人などに融資するものであり、後者<sup>1</sup>（郵貯資金・簡保資金）は、財政力の弱い地方公共団体のために、政府が定める統一的貸付条件の下で例外的に直接融資を行うものである。次の「産業投資」

図表1 財政投融资の原資の構成



<sup>1</sup> 地方債計画・財投計画の枠内で、郵貯資金・簡保資金が地方公共団体に対して例外的に直接融資を行うものであり、財投改革に伴う経過措置とは異なる措置である。

は、国が保有するNTT株・JT株の配当金や国際協力銀行の国庫納付金などを原資として、産業開発や貿易振興のために産業投資特別会計が行う投資である。また、「政府保証」は、住宅金融公庫や独立行政法人などが金融市場で資金調達する際に、政府として保証を付けるものである。

政府が法人の債務に対して保証を付することは、「法人に対する政府の財政援助の制限に関する法律」第3条の規定によって、原則上は禁止されている。しかし、個別の法律によって、国会の議決を受けた範囲内<sup>2</sup>で政府保証することが認められている。例えば、国民生活金融公庫の発行する国民生活債券については、国民生活金融公庫法第22条の4第1項において「政府は…公庫が前条第1項の規定により発行する債券に係る債務について保証することができる」と規定している。また、公営企業金融公庫が発行する公営企業債券についても、公営企業金融公庫法第26条第1項の「政府は…予算をもつて定める金額の範囲内において、第23条第1項の規定により発行する債券…に係る債務について保証することができる」ことを定めている。これらの規定に基づいて、財投機関は政府保証の付いた債券（政府保証債）を発行することができ、併せて、独自の信用力を糧に政府保証の付かない債券（財投機関債）も発行することができるようになっている。

財投改革に際してまとめられた「財政投融资の抜本的改革案(骨子)(大蔵省、平成11年12月9日)」は、次のように明記し、特殊法人等は原則として財投機関債の発行によって自己資金調達を行うこととしている。

財投機関債：特殊法人等については、財投機関債の公募発行により市場の評価にさらされることを通じ、運営効率化へのインセンティブが高まる。このため、特殊法人等は、まず、その資金を原則として自己調達することを検討し、各機関は財投機関債の発行に向けた最大限の努力を行う。

政府保証債：政府保証債については、財政規律の確保等の観点から、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、個別に厳格な審査を経た上で限定的に発行を認める。

財投債：上記、のいずれによっても資金調達が困難であったり、不利な条件を強いられる重要施策実施機関や超長期資金を必要とする事業等について、国の信用で一括して市場原理に即した財

---

<sup>2</sup> 平成18年度では、一般会計予算総則第11条に債務保証の限度額を規定している。

投債によって調達した資金の貸付けを受ける方式を認める。

つまり、特殊法人等の運営効率化を進めるために、原則として各特殊法人等が自ら財投機関債を発行して市場から資金調達を行うが、その信用力だけでは資金調達が困難な場合があるので、補完的に限定して政府保証債の発行を認めることとし、それでも資金が調達できない場合には、財政融資資金特別会計が同特別会計の責任において発行する財投債によって一括して資金調達を行い、各特殊法人等に資金を融資するというものである。財投改革以降の特殊法人等を含む財投機関の資金調達の推移を見ると、財政融資資金の比率が約80%から40%弱へと半分程度に低下する一方、財投機関債の比率が上昇し、30%を超えるまでになっている。しかしながら、本来、補完的な用途に限定して用いられるべき政府保証の規模が漸増して、財源に占める割合も拡大する傾向にある<sup>3</sup>（図表2）。

図表2 財投機関の財源構成

（単位：億円、%）

年度	財政投融資計画						財投機関債		合計	
	財政融資		産業投資		政府保証		額	構成比	額	構成比
	額	構成比	額	構成比	額	構成比				
13	209,348	81.0	790	0.3	37,234	14.4	11,058	4.3	258,430	100.0
14	159,721	72.9	367	0.2	31,832	14.5	27,072	12.4	218,992	100.0
15	117,712	61.6	447	0.2	39,056	20.4	33,799	17.7	191,014	100.0
16	87,063	49.5	805	0.5	43,826	24.9	44,046	25.1	175,740	100.0
17	74,940	40.9	1,064	0.6	48,314	26.4	58,806	32.1	183,124	100.0
18	65,115	38.0	442	0.3	45,989	26.8	59,981	35.0	171,527	100.0

（注）1. 計数は当初計画ベース。 2. 地方公共団体は含まない。

（資料）財務省「予算の説明」より作成。

### 3. 働く「暗黙の政府保証」

財投機関債の発行が増大する一方で、政府保証の規模もいまだに高い水準にある。財投機関債の発行によって資金調達が困難な財投機関について、厳格な審査を経た上で限定的に発行されるべき政府保証債の発行が、拡大を続ける要因として、財投機関債に対する「暗黙の政府保証の付与」が背景にあると考えられる。以下では、市場の視点に立って政府保証債と財投機関債について考察していきたい。

<sup>3</sup> 地方公共団体は、財投計画、財投機関として位置付けられているが、他の財投機関と性格を異にするため、（図表2）に示した財投機関からは除いている。

財投改革の初年度である平成 13 年度末に、格付け会社 S & P が行った財投機関債の格付けを見ておこう。ここでは、国債、日本政策投資銀行、国際協力銀行及び公営企業金融公庫については A A の格付け、住宅金融公庫では A A A、日本道路公団では A A -、商工組合中央金庫に関しては A の格付けを行うなど、国債と各財投機関債との格付けの差は 0 ~ 3 ノッチ<sup>4</sup>の範囲にとどまっている。この格付けの結果に対して、各財投機関の財務内容等を客観的に評価すれば、国債との格差はもっと拡大するはずであるし、金融市場からの調達金利も上昇すると見られていた。しかし、実際には、市場において国債と財投機関債との格付けや金利差は思ったほど開かなかったことから、関係者の間では、財投機関債には「暗黙の政府保証」があるものと見られており、そのために格付けや金利設定が歪められていると考えられている。

財投機関債に「暗黙の政府保証」が働く要因のひとつは、財投機関の経営状況や債務返済能力が危なくなつたときに、いざとなれば国がその救済に乗り出すと見られていることである。財投機関は国の政策の実施機関であり、その活動目的・手段は国の意向を強く反映しているので、経営危機に陥った場合には国が何らかの救済措置を施して債務は保証されると、市場関係者の多くが見ていると言われている。

「暗黙の政府保証」が働くもうひとつの要因は、財投機関債とともに政府保証債が大規模に発行されていることである。財投機関債と政府保証債の両方が発行されている状況では、両者の差が必ずしも明確でない面もあり、仮に財投機関債だけが発行されているケースに比べて、財投機関に対する市場の評価が財投機関債の評価に直接反映されにくくなっているとは考えられないだろうか。つまり、財投機関債だけが発行されていれば、市場は各機関の抱えるリスクに応じて直截な金利設定を行うであろうが、財投機関債だけでなく政府保証債も発行されている現状では、「財投機関が発行する債券である以上、政府保証が行われていなくても、緊急の時には国が何らかの対応をしてくれるだろう」との期待感を生み出しやすいと言えよう。

これら、財投機関である以上は何らかの国の支援が行われる、財投機関債だけでなく政府保証債も発行されている現状では両者の差が必ずしも明確でない面があるといった要因によって、財投機関債に関して「暗黙の政府保証」が見込まれているのが実態ではないだろうか。そこで、次に、日本道路公団の事例を具体的に取り上げてみたい。

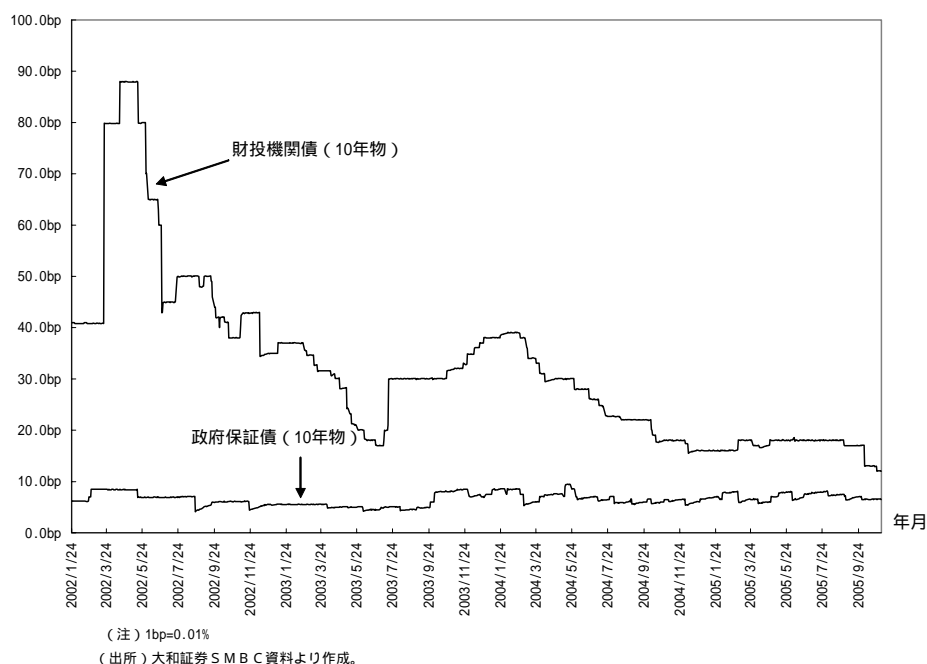
---

<sup>4</sup> 1 ノッチは、格付けランク区分の一単位。

#### 4．日本道路公団の財投機関債発行

民営化前の日本道路公団は、日本道路公団法第 28 条に基づいて政府保証債の発行を行っていた。(図表 3) に政府保証の付いた道路債券(政府保証債)と政府保証の付かない道路債券(財投機関債)の対国債スプレッドの推移をまとめている。

図表 3 道路債券の対国債スプレッドの推移



日本道路公団などの道路関係 4 公団の民営化を議論する道路関係 4 公団民営化推進委員会は、平成 14 年 6 月 24 日に第 1 回目の委員会を開催した。道路関係 4 公団の民営化議論が本格化する直前(平成 14 年 4 月頃)には、市場は完全民営化の実現によって公団の経営リスクが高まると見込み、日本道路公団が発行する財投機関債の対国債スプレッドは、それまでの 40bp 程度から 2 倍以上も拡大して、90bp 近くまで達している。その後、民営化議論が進むに連れて、民営化後も道路関係 4 公団の活動状況や業務内容はそれほど変わらないのではないかとの観測が市場に流れ、対国債スプレッドは縮小の方向に向かった。そして、公団から株式会社や独立行政法人へ改革する道路公団民営化法案が成立した平成 16 年 6 月以降は、一段とスプレッドは縮小し、財投機関債と政府保証債の混合発行が市場に安心感を与えていると考えられており、こうした状況は「暗黙の政府保証」の存在を物語っていると言えよう。

これほど極端ではないにしても、財投機関債の発行だけでは金利が跳ね上がってしまい、資金調達に困難をきたす事情は、他の財投機関についても同様の

ことが言える。金融市場からの資金調達は財投機関債一本に絞り込むことが望ましいが、それでは資金調達が困難であるため、政府保証債の発行によって、財投機関債に対する安心感を高めていると言えよう。

## 5. 財投機関の望ましい資金調達の在り方

政府保証債の発行がなかなか縮小しない現状を確認しておきたい。平成 18 年度には、住宅金融公庫など 24 機関が合計 5 兆 9,981 億円の財投機関債の発行を予定している。このうち、公営企業金融公庫など 12 機関は政府保証債 4 兆 5,989 億円の発行を併せて予定している。つまり、政府保証債と財投機関債の両方を発行するのが 12 機関、残りの 12 機関は財投機関債のみを発行するということになる。

平成 18 年度に政府保証債と財投機関債の両方を発行する機関を対象に、財投改革以降、これまでの財源構成を財投計画分と財投機関債（自己資金調達分）に整理したのが、(図表 4)である。なお、民営化前の道路関係 4 公団と民営化後の株式会社等は「東日本高速道路株式会社等」でまとめている。

図表 4 財投対象機関別の財源構成

(単位：億円、%)

機関名	年度	財政投融资計画						財投機関債		合計	
		財政融資		産業投資		政府保証		額	構成比	額	構成比
		額	構成比	額	構成比	額	構成比				
公営企業金融公庫	13	-	-	-	-	16,770	94.4	1,000	5.6	17,770	100.0
	14	-	-	-	-	15,320	87.4	2,200	12.6	17,520	100.0
	15	-	-	-	-	15,310	83.6	3,000	16.4	18,310	100.0
	16	-	-	-	-	13,800	77.5	4,000	22.5	17,800	100.0
	17	-	-	-	-	11,700	74.5	4,000	25.5	15,700	100.0
	18	-	-	-	-	10,000	70.4	4,200	29.6	14,200	100.0
国民生活金融公庫	13	35,500	94.7	-	-	2,000	5.3	-	-	37,500	100.0
	14	34,300	92.0	-	-	1,000	2.7	2,000	5.4	37,300	100.0
	15	28,500	86.6	-	-	2,000	6.1	2,400	7.3	32,900	100.0
	16	26,000	87.0	-	-	1,500	5.0	2,400	8.0	29,900	100.0
	17	23,900	87.5	-	-	1,000	3.7	2,400	8.8	27,300	100.0
	18	21,940	87.3	-	-	800	3.2	2,400	9.5	25,140	100.0
中小企業金融公庫	13	10,000	60.2	41	0.2	6,560	39.5	-	-	16,601	100.0
	14	9,450	60.1	32	0.2	4,230	26.9	2,000	12.7	15,712	100.0
	15	8,975	59.8	25	0.2	4,010	26.7	2,000	13.3	15,010	100.0
	16	9,608	63.8	40	0.3	3,010	20.0	2,400	15.9	15,058	100.0
	17	12,122	73.1	40	0.2	2,010	12.1	2,400	14.5	16,572	100.0
	18	9,904	69.5	254	1.8	1,700	11.9	2,400	16.8	14,258	100.0

(単位：億円、%)

機関名	年度	財政投融资計画						財投機関債		合計	
		財政融資		産業投資		政府保証		額	構成比	額	構成比
		額	構成比	額	構成比	額	構成比				
農林漁業金融公庫	13	2,600	94.5	-	-	-	-	150	5.5	2,750	100.0
	14	1,950	89.9	-	-	-	-	220	10.1	2,170	100.0
	15	1,850	89.4	-	-	-	-	220	10.6	2,070	100.0
	16	1,850	88.9	-	-	-	-	230	11.1	2,080	100.0
	17	1,800	88.7	-	-	-	-	230	11.3	2,030	100.0
	18	1,720	88.2	-	-	-	-	230	11.8	1,950	100.0
日本政策投資銀行	13	11,221	72.6	329	2.1	2,900	18.8	1,000	6.5	15,450	100.0
	14	6,770	61.0	-	-	2,330	21.0	2,000	18.0	11,100	100.0
	15	6,030	52.7	120	1.0	2,900	25.3	2,400	21.0	11,450	100.0
	16	5,770	51.7	480	4.3	2,500	22.4	2,400	21.5	11,150	100.0
	17	5,680	52.2	300	2.8	2,500	23.0	2,400	22.1	10,880	100.0
	18	3,744	37.7	-	-	3,800	38.2	2,400	24.1	9,944	100.0
国際協力銀行	13	13,132	79.1	-	-	2,461	14.8	1,000	6.0	16,593	100.0
	14	10,432	70.1	-	-	2,440	16.4	2,000	13.4	14,872	100.0
	15	9,224	64.5	-	-	2,684	18.8	2,400	16.8	14,308	100.0
	16	8,326	63.3	-	-	2,420	18.4	2,400	18.3	13,146	100.0
	17	8,301	61.1	-	-	2,675	19.7	2,600	19.2	13,576	100.0
	18	8,490	62.9	-	-	2,400	17.8	2,600	19.3	13,490	100.0
東日本高速道路株式会社等	13	29,230	91.0	-	-	1,200	3.7	1,700	5.3	32,130	100.0
	14	27,715	79.4	-	-	2,700	7.7	4,500	12.9	34,915	100.0
	15	22,128	58.3	-	-	9,900	26.1	5,950	15.7	37,978	100.0
	16	10,037	27.4	-	-	20,072	54.8	6,550	17.9	36,659	100.0
	17	-	-	-	-	27,998	81.9	6,200	18.1	34,198	100.0
	18	-	-	-	-	26,941	81.3	6,200	18.7	33,141	100.0
関西国際空港株式会社	13	-	-	-	-	609	100.0	-	-	609	100.0
	14	-	-	-	-	283	100.0	-	-	283	100.0
	15	-	-	-	-	399	49.1	413	50.9	812	100.0
	16	-	-	-	-	258	100.0	-	-	258	100.0
	17	-	-	-	-	244	94.9	13	5.1	257	100.0
	18	-	-	-	-	348	80.4	85	19.6	433	100.0

(注) 東日本高速道路株式会社等は、17年度までは日本道路公団、首都高速道路・阪神高速道路・本四公団の合計。

(出所) 財務省「予算の説明」より作成。

(図表4)に見るように、政府保証の方が依然として多い機関もあり、財投機関債による資金調達が増大している機関であっても、政府保証の規模縮小が下げ止まりしているものなど、見直しの動きは緩やかである。

民間での対応が難しい分野を扱う財投機関の財源調達に関して、財投機関債を中心に据えていくことがどこまで可能かは、難しい課題である。しかし、財投改革の眼目が、金融市場からの資金調達を通じた特殊法人等(財投機関)の活動の効率化を図り、業務見直しのインセンティブを与えることにあることを

考えれば、財投機関債の発行は今後も一層進めていくべきであろう。それに伴って、過渡的手法である政府保証による資金調達は、できるだけ早く縮小していかなければならない。いかにして、政府保証の規模縮小を図っていくか、これが財投対象機関のスリム化、業務の効率化を進めていくポイントでもある。

もう一つの課題は、財投機関債に対する「暗黙の政府保証」の解消である。財投機関の財源調達は、財投債による財政融資資金からの融資と財投機関債発行の両輪で行うべきであろう。その際には、財投機関債には政府保証がないことが、市場において明確に認識されなければならないが、市場において、この意識改革をどのように推し進めていくのかは、言うべくしてなかなか難しい課題である。その第一歩は、市場において政府保証債を着実に減らし、財投機関債に置き換えていくことであろう。

(内線 3123)