

【現 状】

- 貸付け(償還期限5~30年、均等償還型)と調達(発行年限2、5、10、20、30年、満期一括償還型)に期間のズレが生じるため、金利変動リスクが存在。
- 20年度以降の臨時的・特例的な一般会計等への繰入れの結果、積立金が枯渇し、金利変動に対する対応余力が著しく低下。この状況を踏まえ、貸付けのキャッシュフローに見合うよう**財投債の発行年限を可能な限り調整することを基本**に資産負債管理(ALM)を実施。
- しかし、財投債の発行年限による制約等から、**財投債の発行年限調整のみでは、年度別の資産と負債の間のギャップを完全に解消することは困難**。このため、23年度から、**財投債の買入消却や金利スワップ取引をALMの補完的手法として導入し、ALMの高度化を実施**。(図1)

※23年度には、貸付金の一部を3分割し、金利見直し時期を分散することでマチュリティ・ギャップの調整を実施。(図3)

＜金利スワップ取引＞

- **デュレーション・ギャップを調整する補完的手法**。加えて、**急激な金利変動が生じた場合に損益の変動を緩和する効果(ヘッジ効果)**が期待される。
- 四半期毎に取引方針を策定し、市場への大きな影響のない取引規模(一回当たりの取引額: 想定元本ベース300億円)で実施(23年度実績: 600億円、24年度同: 6,300億円、25年度同: 5,400億円、26年度予定上限額: 12,000億円。25年度末残高: 12,300億円)。
※上限額は、日本銀行の金融政策等を勘案すれば、一般的には市場は金利上昇要因が高いことを踏まえ、適切なALMの観点から、26年度より7,200⇒12,000億円に増額。
- 時価評価損や実現損を極力抑える観点から、24年10月より、取引年限は5年から2年に短縮。
- 金利水準の上昇や流動性の低下等、市場環境が悪化した25年4~6月は、取引を一時見合わせ。

＜買入消却＞

- **マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法**。
- 市中からの買入れ(国債管理政策として行われる買入消却(変動利付国債及び物価連動国債)と一体的に実施。財投債は物価連動国債を対象)と日銀からの買入れ(市中からの買入れの補完的な位置づけ)で構成(23~25年度実績: 各5,000億円、26年度予定: 5,000億円)。

【課 題】

- 財投改革後、財投債の発行年限の適切な調整により、**デュレーション・ギャップはほぼ解消され、マチュリティ・ギャップも大幅に削減**。引き続き**デュレーション・ギャップの水準を維持**しつつ、**マチュリティ・ギャップを拡大させない**ことが重要。(図2)(図3)

＜金利スワップ取引＞

- 現行の取引規模ではデュレーション・ギャップの調整効果は極めて小さいが、平時においても急激な金利変動に対する一定の備えが必要。
- ただし、時価評価損や実現損等のコストに留意する必要。

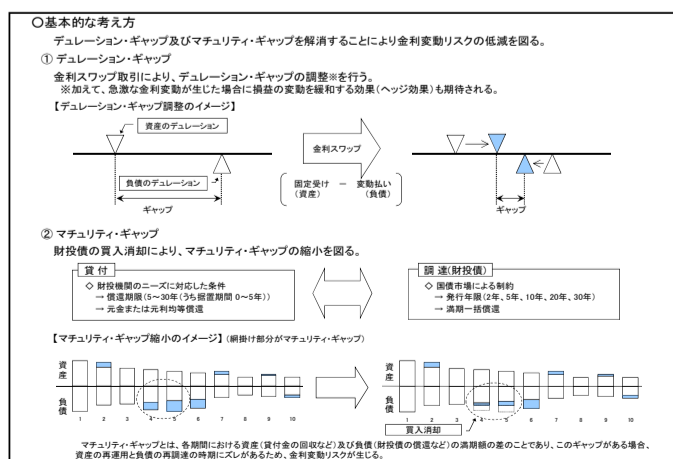
＜買入消却＞

- 市中からの買入れは、財投債(物価連動国債)残高が約5,000億円に減少し、対象銘柄が消失する状況。
- 日銀からの買入れは、日銀にとって財務省への国債売却になるため、量的・質的金融緩和に留意しつつ、将来的な実施を検討。

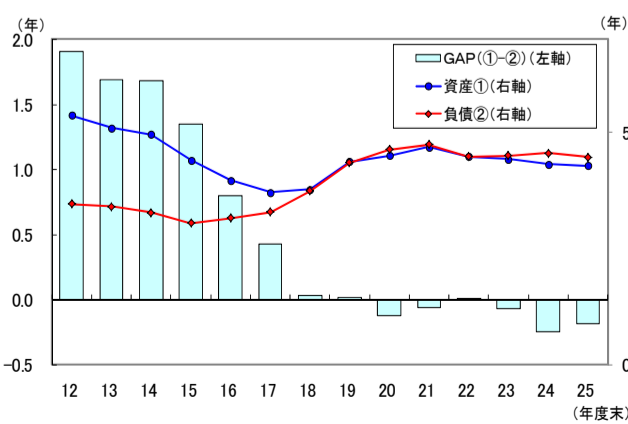
【対 応】

- 今後とも、**デュレーション・ギャップの水準維持**や**構造的に完全に解消することが困難なマチュリティ・ギャップへの対応**のため、**買入消却及び金利スワップ取引をALMの補完的手法として実施**。
- 買入消却については、国債管理政策の動向や日銀のスタンスを見ながら、**継続的な実施に向けて検討**。金利スワップ取引については、**急激な金利変動への備えとして引き続き実施**。その際、市場動向や取引実績等を踏まえ、**時価評価損や実現損が極力積み上がらない取引方針を策定**。

(図1) 財投特会のALMの一層の高度化について

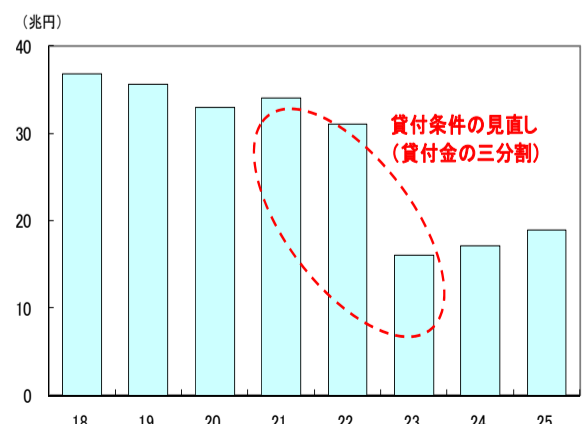


(図2) デュレーション・ギャップの推移



(注) 13年度の財投改革後、7年間の経過措置期間を経て、19年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了。

(図3) マチュリティ・ギャップの推移



(注) 各年度末における将来10年間のギャップの合計(短期資産を除く)。

財投特会の財務の健全性確保②(積立金)

【現 状】

- 財投特会においては、今後の金利変動に伴う損失に備えるため、毎年度剰余金が発生した場合、これを積立金(金利変動準備金)として積み立て、必要水準(50/1000)を超える分については国債整理基金特会に繰り入れる仕組み。
- 財投特会の剰余金**は、比較的金利が高い貸付金の償還による運用利回りと調達コストの差の縮小及び貸付残高の減少により**低減傾向**。(図1)(図2)
※ 補償金免除繰上償還(住宅金融公庫、都市再生機構、年金資金運用基金、地方公共団体)による逸失利益(3.4兆円)も剰余金及び積立金の減少要因。
- 20年度以降の臨時的・特例的な一般会計等への繰入れの結果、**積立金がほぼ枯渇し、金利変動に対する対応余力は著しく低下**(なお、復興財源確保法により、集中復興期間の27年度まで、積立金を復興債の償還財源に充てることが可能)。(図3) ※ 復興財源確保法の附帯決議において、復興財源への活用の検討に当たっては、財投特会の財務の健全性に配慮を行うこととされている。
- ALMの高度化のため、23年度から金利スワップ取引や財投債の買入消却といった措置を講じており、**金利変動リスクを低減(デュレーション・ギャップはほぼ解消)**。(図4)

【課 題】

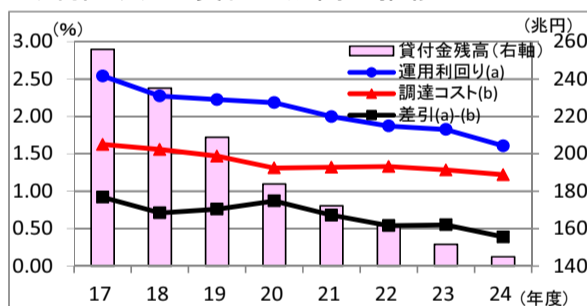
- 貸付けの大半が元金・元利均等償還型であるのに対し、主たる調達手段である財投債が満期一括償還型であり、また、その発行年限も2、5、10、20、30年に限られることから、**構造的にマチュリティ・ギャップが生じる仕組み**となっており、**今後も一定程度の金利変動リスク**は存在。(図5)
- 財投特会が債務超過となる可能性は小さいものの、**28年度から赤字に転落するリスク**が発生し、一般会計からの繰入規定の時限である**32年度以降は赤字が複数年間継続するリスクが高まる**。(図6)(図7)

【対 応】

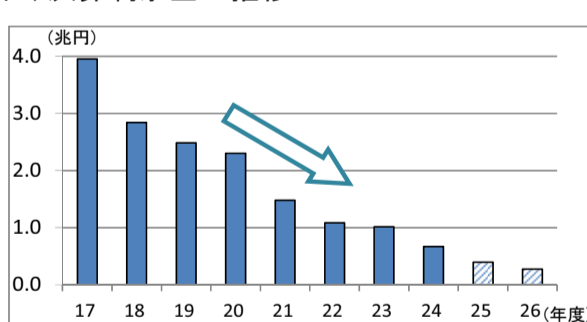
- 中期的に赤字転落のリスクが顕在化していることから、財投特会の財務の健全性を確保するためには、復興の進捗や財政事情も勘案しつつ、28年度期首において一定程度の積立金を確保するとともに、集中復興期間(23~27年度)が満了した28年度から積立てを継続的に行うことが必要**。
- 同時に、ALMの高度化等により、金利変動リスクが低減されている状況を踏まえ、**積立金の必要水準**(現行は50/1000であり、その場合の32年度末における必要額は6兆円程度)**については引下げの可能性を検討**。
- 具体的には、27年度編成を踏まえつつ、**①仮に単年度の赤字が複数年間継続したとしても債務超過に陥らないような水準を設定するとともに、②経済・金融情勢及び金利変動リスクの状況を踏まえて水準自体を定期的に見直す仕組みを導入することについての検討が必要**。

※ 財投改革を契機として13年度に50/1000として導入した後、16年度に郵貯・年金の預託金が相当程度残るなど金利変動リスクが依然として大きいことを踏まえて100/1000に引上げ。その後、20年度に郵貯・年金の預託金の払戻しが完了し金利変動リスクが低下したことを踏まえて50/1000に引下げ。

(図1) 利回り及び貸付金残高の推移

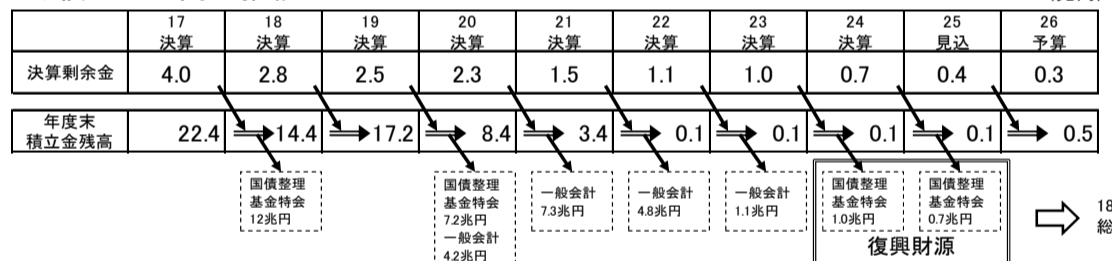


(図2) 決算剰余金の推移



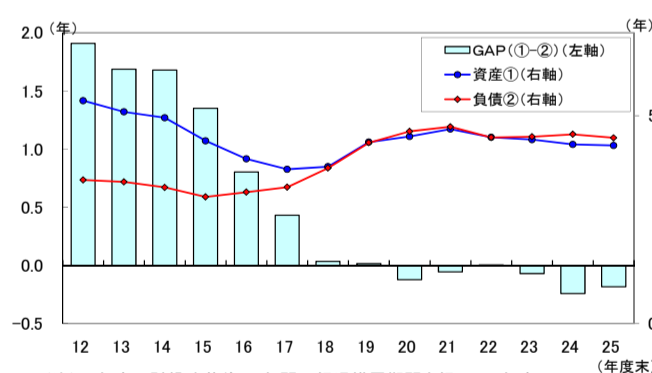
(注)25年度は実績見込、26年度は26年度当初予算の計数。

(図3) 積立金残高の推移



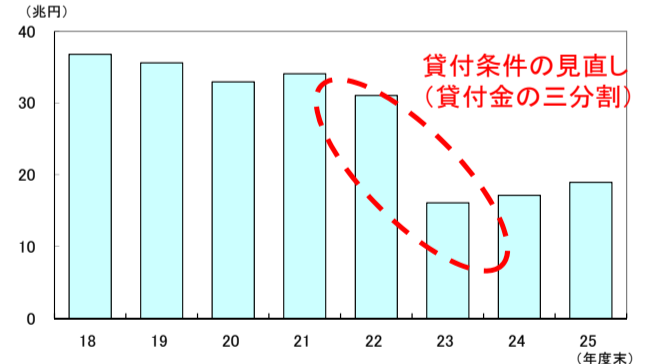
(注)26年度までの復興事業費は、集中復興期間における「復興財源フレーム」の財源25兆円程度を超えない見込みであることから、26年度においては、財投特会の財務の健全性にも配慮しつつ、財投特会の積立金の繰入れは行わないこととした。

(図4) デュレーション・ギャップの推移



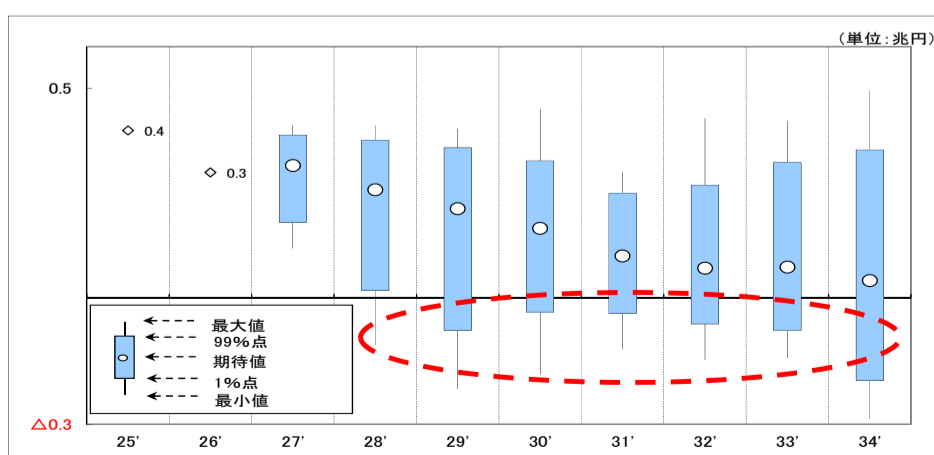
(注)13年度の財投改革後、7年間の経過措置期間を経て、19年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了。

(図5) マチュリティ・ギャップの推移



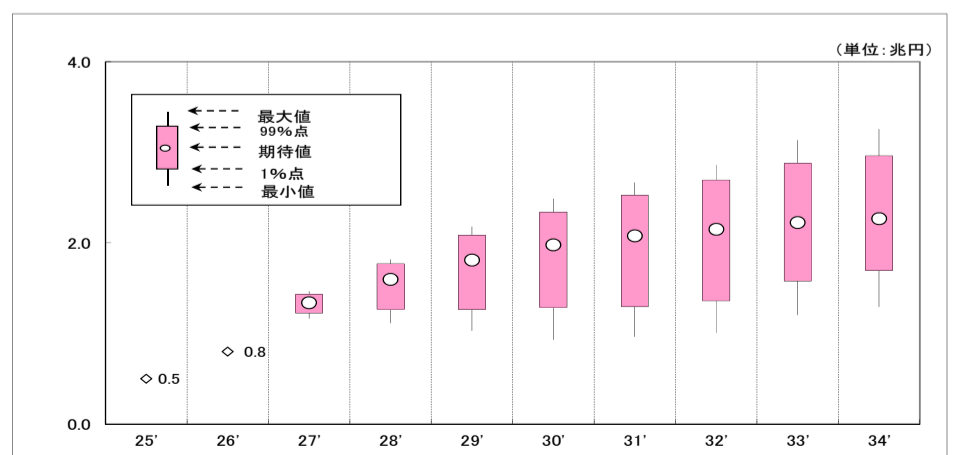
(注)各年度末における将来10年間のギャップの合計(短期資金を除く)。

(図6) アーニング・アット・リスク分析(将来剰余金の推計(フロー))



(注)金利変動リスクをモンテカルロ・シミュレーション(3,000本)により分析(26年度以降全額積立て)。25年度、26年度は26年度当初予算の計数。

(図7) アーニング・アット・リスク分析(将来繰越利益の推計(ストック))



財投特会の財務の健全性確保③(貸付金の証券化)

【現状】

(1)証券化導入の経緯

- 行政改革推進法(18年6月公布)において、国の資産は27年度末の国の資産規模対GDP比の半減を目安とすることが規定され、「基本方針2006」において、約140兆円規模(うち**財政融資資金貸付金残高は130兆円超**)の圧縮を図るため、財投改革の継続に加えて、追加的努力として①対象事業の一層の重点化・効率化、②既往の貸付金・保有有価証券の売却・証券化によるオフバランス化、③政府保証の一段の活用を行うこととされた。
 - 財政融資資金貸付金残高**は、対象事業の一層の重点化・効率化を進めてきた結果、**17年度末から24年度末までの7年間で約111兆円圧縮**(231兆円⇒120兆円)しており、**目標達成に向けて着実に取り組んでいる状況**。
 - 証券化については、**メリット(マチュリティ・ギャップの縮小)がコスト(対国債スプレッドや手数料支払い)を上回る場合、積極的に実施するとされた**。(図1)(図2)
- ※「財政融資資金貸付金の証券化に関する実務検討会」において、コスト・メリットの比較の実務的・技術的な検討を進める中で、証券化実施の前提として、「メリットがあり、コストを上回ることが確認できるとしても、証券化以外の方策の方がより効率的・効果的に政策目的を達成できるのであれば、証券化手法を選択することに合理性は認められない」と指摘。

(2)証券化のスキーム(商品性と対象債権)

- 政府関係機関及び独立行政法人等向け債権を裏付け資産とし、基本的に**10年のプレット(満期一括償還)型**を採用。証券化による収入を原資に財投債の買入消却を実施。

(3)証券化の実績

- 19年度から開始し、20年2月と同年8月に各1,000億円、計2,000億円を実施。その際、信用リスクプレミアム等の上乗せや証券会社等への手数料支払いにより、**相当程度のコストが発生**。(図3)
- 【第1回 20年2月】対国債スプレッド+37bp(金額換算:37億円)、手数料5.6億円
- 【第2回 20年8月】対国債スプレッド+42bp(金額換算:42億円)、手数料5.1億円
- ※対国債スプレッドについて、当時の証券会社ヒアリングでは財投機関債のスプレッドに若干乗る程度との意見が多かったが、**実際は想定以上のスプレッドが発生**。
- リーマン・ショックによる金融市場の混乱や証券化市場の低迷等を理由に、21年度以降は起債を見合わせ**。
- ※21年度以降も予算計上は継続(半期に最大1,000億円を実施できるよう、2,000億円を限度額)
- 他方、**23年度から、マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法として財投債の買入消却(年間5,000億円)を導入**。

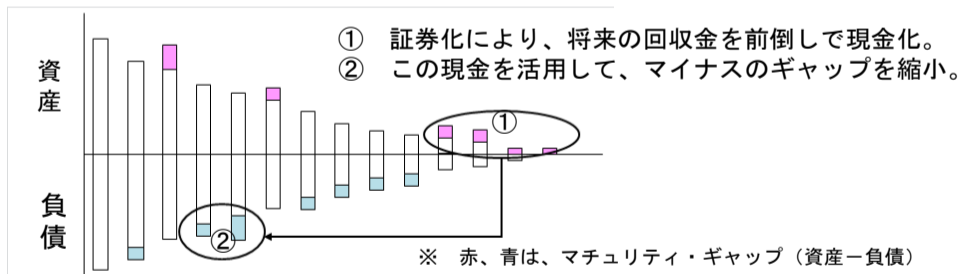
【課題】

- マチュリティ・ギャップ(将来10年間合計約20兆円)については、**現行の証券化規模による調整効果は限定的**。また、**証券化の対象年限(マチュリティ・ギャップがある年限)と証券化市場でニーズのある発行年限との間にミスマッチが生じている**。
- コストについては、**スプレッドの高止まり(T+40bp前後)**が続いており、年限によっては更なるスプレッドが求められる可能性。また、足許、リーマン・ショック後の金融市場の混乱は落ち着いてきているものの、**証券化市場の規模は大幅に縮小**。(図3)(図4)

【対応】

- 財政融資資金貸付金残高の圧縮が目標達成に向けて着実に進んでいる中、①証券化には相当程度のコストが発生すること、②証券化市場に回復の兆しが見られないことに加えて、③証券化のメリットであるマチュリティ・ギャップの縮小は、財投債の発行年限調整に加え、買入消却により確保されることから、今後は、残高圧縮や金利変動リスクの観点から特に必要とならない限り、基本的に実施しない(当初予算計上は行わない)方針とする**。

(図1) 財政融資資金のマチュリティ・ラダー(イメージ図)

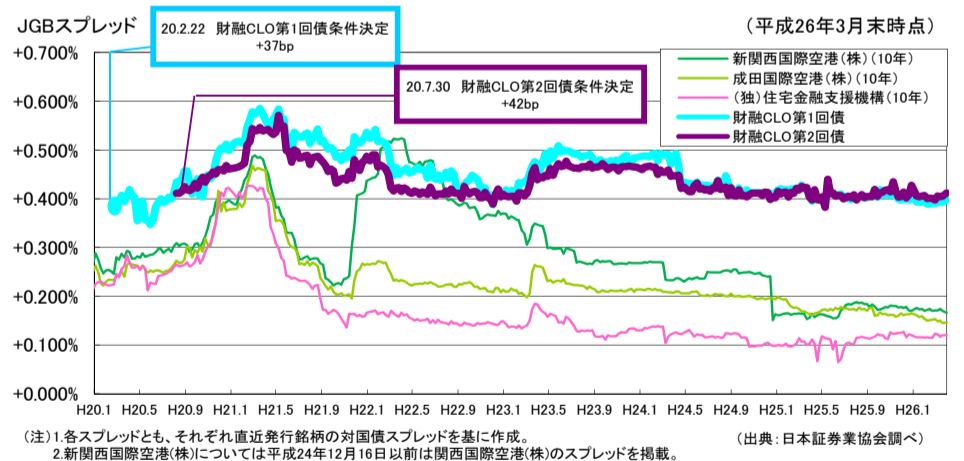


(図2) 民間における証券化と財政融資資金貸付金の証券化

	民間における証券化	財政融資資金貸付金の証券化
低コストでの資金調達	証券化する資産の信用力が自身のよりも高い場合、より低利な調達が可能	財投債による資金調達は、国内における資金調達手法として最も有利な手段
諸リスクの転嫁	ALM上の諸リスクを投資家に転嫁	利ざやを取らずに貸付けを行う財政融資資金において、リスクを市場に転嫁することはメリットとは考えにくい ただし、ALMの手法として活用することには検討の余地あり
バランスシート・コントロール	資産規模の圧縮によるROAや自己資本比率等の経営指標の改善	政策的必要性に基づき、利ざやを取らずに貸付けを行う財政融資資金は、ROA等の指標による評価になじまない
資産の現金化	証券化により、保有資産から生じるキャッシュ・フローを早期に実現	利潤の獲得を目的としないことから、貸付金を早期に現金化することで、貸付金からの売却益を期待することはメリットとは考えにくい
資金調達手段の多様化	自身の信用力に基づく調達方法に加え、資産による調達が可能となる	財投債よりも有利に資金調達が可能となる局面は想定しがたい
新たなビジネスモデルの展開	銀行においては、自己資本比率という規制の中で、アセットを回転させ期間収益性を高めるなどの新たなビジネスモデルを展開することが可能	利潤の獲得を目的としないことから、貸付金の現金化で得た資金を更に次の貸付けに回し、手数料等の収入を増加させる等はメリットとは考えにくい

(注)「財政融資資金の貸付金の証券化等についての検討会報告書」(18年7月)を基に財投総括課作成。

(図3) 財融CLO・財投機関債の対国債スプレッド推移



(図4) 証券化商品の発行状況

