

V. 資金調達の在り方

1. 財投債・財融F B

(1) 現 状

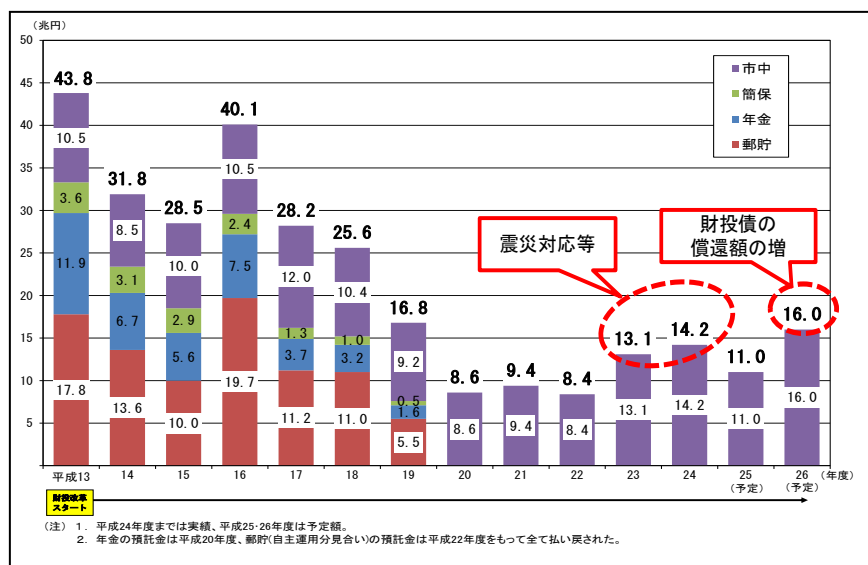
i. 財投債

財投債は国債の一種として、発行市場及び流通市場における国債市場のインフラをすべて活用することで、安定的な発行が可能である。ただし、財政融資資金の回収金が償還財源となるため、普通国債とは性格が異なり、一般政府の債務ではない。

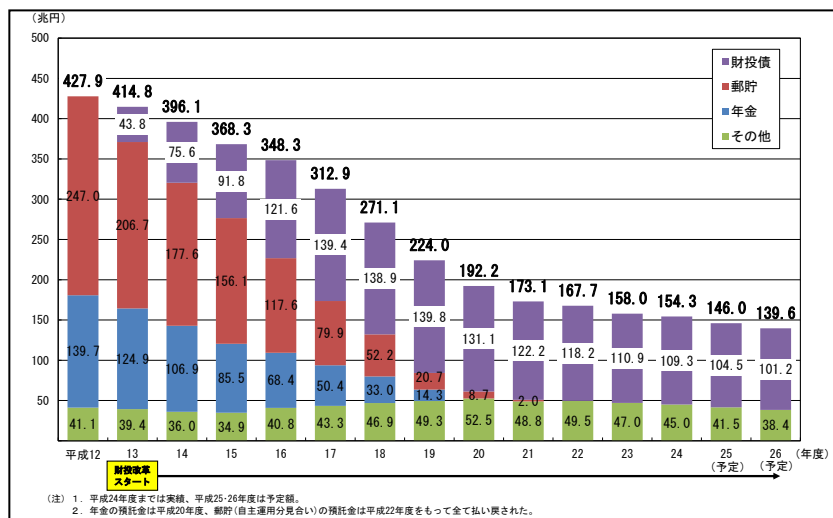
財投債の発行により、財政融資資金による新たな貸付け（いわゆる新規財投債）及び既往の貸付けの継続（いわゆる資金繰り財投債）に必要な財源を調達している。財政融資資金の貸付けや運用残の発生等、年度内の財政融資資金の資金繰りの状況を見極めながら所要の額を発行している【図表5-1、5-2】。

郵便貯金、年金積立金による経過措置（財投債直接引受）が平成19年度に終了した以降、財政融資資金のALMに適った年限構成で調達している（平成26年度計画：2年、5年、10年、20年及び30年）【図表5-3】。

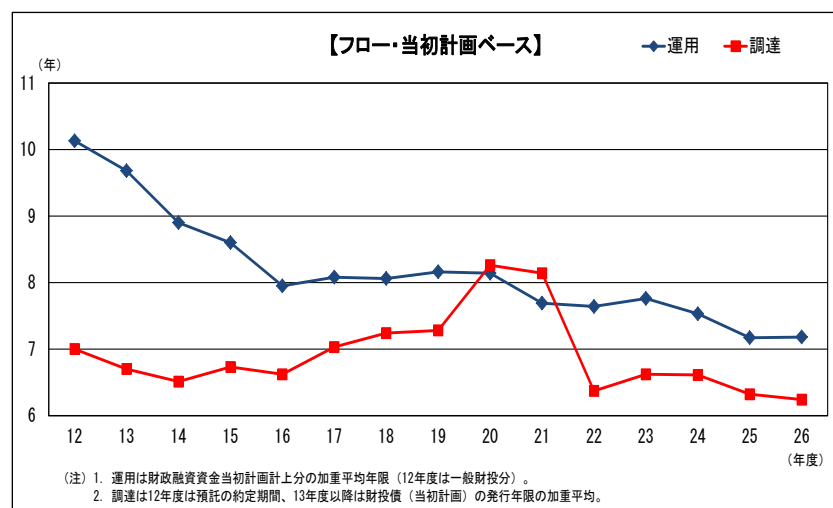
【図表5-1】財投債発行額の推移（フロー）



【図表5-2】預託金残高及び財投債発行残高の推移(ストック)



【図表5-3】財政融資資金の運用・調達の平均年限の推移



ii. 財融F B

毎月平準的に発行される財投債と季節的な偏りのある融資等の執行のずれを埋め、円滑に資金繰りを行うために、財政融資資金証券(財融F B)を発行している【図表5-4】。

外為特会預託金の多額の払戻し(年間3~4兆円程度)が平成23年度より始まって以降、各年度の財投債発行額を平準化すべく、財融F Bの発行を計上している【図表5-5】。

【図表 5-4】財投債と財融 F B の主な相違点

	根拠条文	主な目的	償還期限	国債発行計画への計上
財投債	特別会計に関する法律第 62 条第 1 項	「財政融資資金の運用の財源に充てるために必要がある場合」	歳入財源調達のために発行される公債であり、翌年度以降の歳入をもって償還される	あり
財融 F B	財政融資資金法第 9 条第 1 項	「財政融資資金に属する現金に不足があるとき」	「1 年内」	なし

(注) 財投債及び財融 F B の限度額は、特別会計予算総則に記載

【図表 5-5】財投債及び財融 F B 発行額の推移

(単位：兆円)																		
年度	13年度		20年度			21年度			22年度		23年度			24年度		25年度		26年度
	計画	実績	計画	補正後	実績	計画	補正後	実績	計画	実績	計画	補正後	実績	計画	実績	計画	実績	計画
財投債	43.9	43.8	8.4	10.7	8.6	8.0	14.1	9.4	15.5	8.4	14.0	16.5	13.1	15.0	14.2	11.0	10.7	16.0
財融FB	—	—※	—	—	—	—	—	—	—	—	2.0	4.8	—※	2.7	—	4.6	—	2.1

※ 13年度内に発行された財融FBの累計額は合計4.0兆円、23年度内に発行された財融FBの累計額は合計1.1兆円
(参考) 財政融資資金の運用残額は13年度：7.7兆円、20年度：2.0兆円、21年度：4.9兆円、22年度：3.0兆円、23年度：6.4兆円、24年度：3.9兆円

※ 13年度内に発行された財融FBの累計額は合計4.0兆円、23年度内に発行された財融FBの累計額は合計1.1兆円

(参考) 財政融資資金の運用残額は13年度：7.7兆円、20年度：2.0兆円、21年度：4.9兆円、22年度：3.0兆円、23年度：6.4兆円、24年度：3.9兆円

(2) 課 題

国債管理政策上、国債の確実かつ円滑な発行等の観点から、市場のニーズ・動向等を踏まえた国債の発行が求められている中、国債発行計画の策定段階から、財政融資資金の支出及び収入の変動を見込んで財投債の発行額を計上する必要がある(平成 26 年度計画：国債発行総額 181.5 兆円のうち財投債は 16 兆円)。

過去に発行した財投債の償還、貸付回収金や財投規模によって毎年度の財政融資資金の要調達額は変動するため、財投債発行額の平準化は困難である。そうした中、要調達額の一部を財融 F B の発行で賄うことにより、財投債発行額を 2 ヶ年にわたり平準化することが可能となる(これによりマチュリティ・ギャップ²³拡大を抑制できる)。

(3) 対 応

財投債による資金調達については、発行額の平準化を念頭に置きながら、財政融資資金のデュレーション・ギャップ²⁴及びマチュリティ・ギャップを極小化する年限構成になるように調整する。

²³各期間における資産(貸付金の回収など)及び負債(財投債の償還など)の満期額の差のこと。このギャップがある場合、資産の再運用と負債の再調達の時期にズレがあるため、金利変動リスクが生じることになる。

²⁴資産(貸付金の回収など)または負債(財投債の償還など)から生じる将来キャッシュフローを現在価値に換算し、そのキャッシュフローが生じるまでの期間を現在価値のウェイトで加重平均したものをデュレーションといい、資産と負債のデュレーションの差のこと。このギャップがある場合、金利変動による現在価値の変動幅が資産と負債で異なるため、金利変動リスクが生じることになる。

財融 F B については、財投債発行額を 2 ヶ年にわたり平準化できる点も踏まえ、発行額を調整する。

財投債及び財融 F B の発行に際しては、財政融資資金の運用残など財政融資資金の資金繰りの状況や国債の確実かつ円滑な発行等の観点から、所要の額に調整する。

2. 政府保証債・政府保証外債

(1) 現 状

i. 財投改革時の基本的考え方

政府保証とは、政府関係機関・独立行政法人などが金融市場で発行する債券や借入金を対象に、政府が元利払いに対して行う保証である。これにより、財投機関は事業に必要な資金を円滑かつ有利に調達することが可能となる。

財投改革後の政府保証債については、平成 9 年の資金運用審議会懇談会とりまとめを踏まえ、財投改革により、財投債（政府保証債より低利な国債）で調達した財政融資資金の貸付けが導入されたこと、また、政府保証は国にとってオフバランスシート債務であることから、できる限り抑制する方向で対応している。

これらを踏まえ、「今後の財政投融资の在り方について（平成 20 年 6 月）」では、以下の 4 類型に照らして、個別に厳格な審査を行い、過渡的又は限定的に認めることとしている【図表 5-6】。

（注）政府保証債務については、国の財務書類において、「偶発債務（〔1〕保証債務及び損失補償債務負担の状況）」として開示されている。

【図表 5-6】政府保証債に係る 4 類型と発行機関

類 型	26 年度財投計画における政府保証債発行予定機関 (機関により複数の類型に跨がるケースあり)
i 民営化の方向性が示されている機関について市場からの資金調達を原則とする形態への円滑な移行を図るための措置としての政府保証債の発行	(株) 日本政策投資銀行
ii 政府系金融機関における A L M の観点からの政府保証債の発行	(株) 日本政策金融公庫(中小企業者向け業務) (株) 日本政策金融公庫(国民一般向け業務)
iii 外貨貸付に対する資金需要に対応するための政府保証外債の発行	(株) 国際協力銀行 (独) 国際協力機構
iv 財政融資資金からの借入れが出来ない仕組み（注）となっている機関における政府保証債の発行	(独) 日本高速道路保有・債務返済機構 地方公共団体金融機構 (株) 民間資金等活用事業推進機構 (株) 海外交通・都市開発事業支援機構 中部国際空港(株) (一財) 民間都市開発推進機構 新関西国際空港(株)

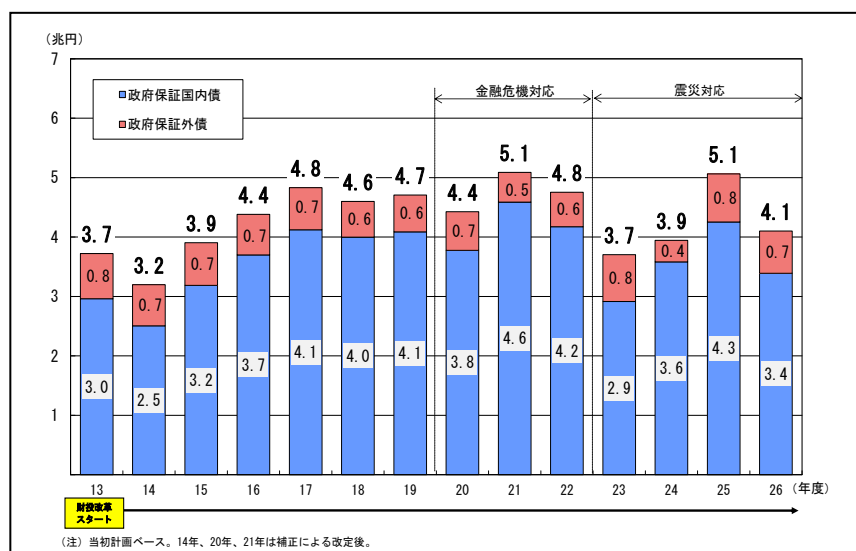
（注）財政融資資金の運用範囲は、財政融資資金法第 10 条第 1 項に、国、政府関係機関等、地方公共団体、独立行政法人等（民間出資がないこと）など、限定的に列挙されており、これ以外の運用は法律に特に規定がない限り行い得ない。なお、道路機構については、法律上財政融資資金の借入れが可能であるが、旧道路四公団民営化の経緯を踏まえ、設立（平成 17 年 10 月）以来、財政融資資金の新規貸付を行っていない。

ii. 最近の動き

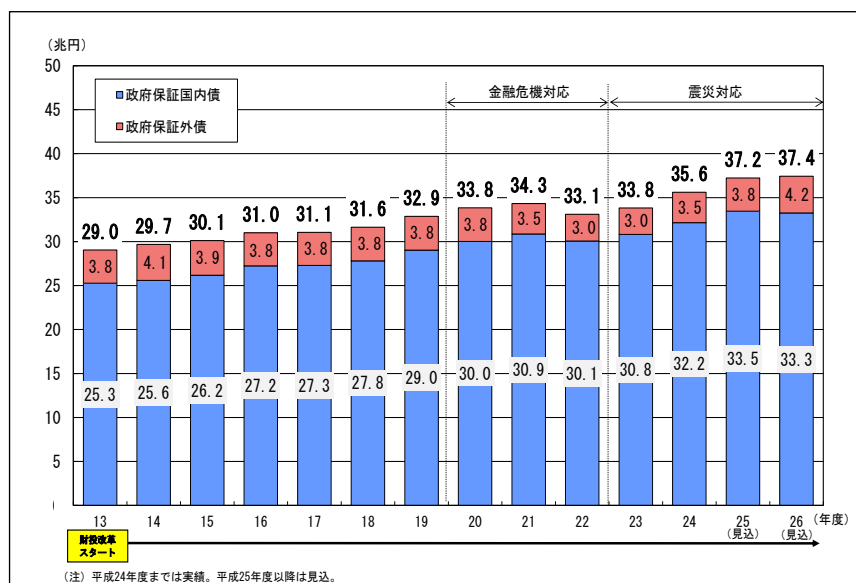
政府保証国内債については、①官民ファンド等において、産投出資と組み合わせ、金融市場から長期資金を調達（レバレッジ）して、大規模なインフラ案件に投資する場合（PFI推進機構、インフラ輸出機構〔新設予定〕）や、②一般会計の引当金をリスクバッファとして、金融市場から長期資金を安定的に調達して、都市開発に対してメザニン支援を行う場合（民都機構）など、既往の資産・負債の管理ではなく、社会経済情勢等の変化を踏まえ、政府保証を活用して政策的に必要とされる新たな資金需要に対応する手段となっている。

政府保証外債については、政府のインフラ輸出や海外資源確保といった成長戦略を受けて、外貨資金のニーズが特に高まっており、経済・金融危機以降、外為市場におけるスワップコストが高止まりする中、安定的な外貨調達手段となっている〔図表5-7、5-8、5-9〕。

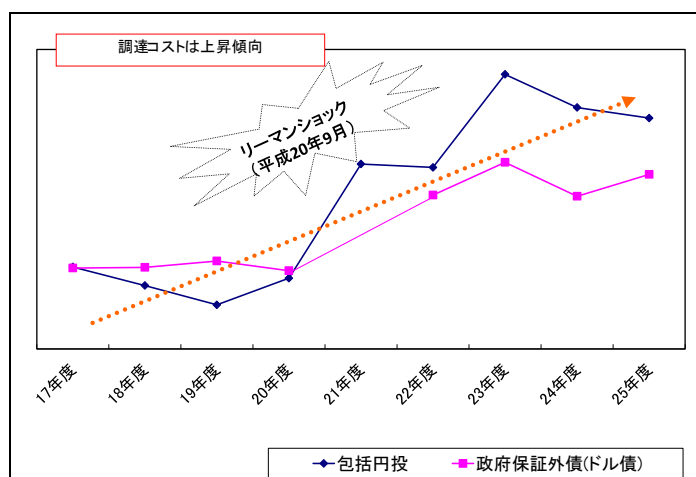
〔図表5-7〕政府保証債発行額の推移（フロー）



〔図表5-8〕政府保証債残高の推移（ストック）



【図表5-9】外貨調達コストの推移



(国際協力銀行作成資料)

(2) 課 題

類型ivにおいて、日本高速道路保有・債務返済機構（道路機構）や地方公共団体金融機構（地方機構）のように既往の資産・負債を管理するためではなく、官民ファンドや民都機構のように政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するため、政府保証により金融市場から資金調達を行う事例が増えている。

これらの財投機関が行うインフラ事業は、①長期的に見ると、安定的なキャッシュフローが見込まれること、②一方で、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の調達手段を確保しておく必要がある。

類型iiiにおいて、平成26年度に新たにJICAが現地通貨建て海外投融資の導入の観点から政府保証外債を起債するなど、今後もインフラ輸出等に伴い外貨資金のニーズの増加が見込まれる中、財政融資や産業投資では対応が困難な安定的な外貨調達手段として政府保証外債の重要性が高まってきている。

(3) 対 応

財投改革により、財投債（政府保証債より低利な国債）で調達した財政融資資金の貸付けが導入されたこと、また、政府保証債は国にとってオフバランスシート債務であることを踏まえ、引き続き個別に厳格な審査を行うことに加え、その執行に当たっても、資金需要に応じた管理を行う。

これを前提に、政府の成長戦略や金融市場の情勢等に応じて、現行の4類型を以下のように見直す【図表5-10】。

- ① 類型i及びiiについては、引き続き「過渡的又は限定的に認める」。
- ② 類型iiiについては、(1)外貨調達の必要性が認められること、(2)起債時点における調達可能な他の資金と比較して、発行コストが廉価であること、(3)起債する市場において、同等な信用力を有する他の債券の発行条件等を比較して、遜色のない条件で起債できることの3つの審査基準に合致する場合に限って認める。

- ③ 類型ivについては、財政融資を停止し、市場調達資金への政府保証の付与のみとされたことなど、既往の資産・負債を管理するための政府保証債の発行は、引き続き「過渡的又は限定的に認める」(iv①)。

一方で、政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するための政府保証債の発行は、大規模プロジェクトをはじめとした政策的必要性が高く採算性がある資金の回収も見込める事業を実施する場合において、

- (1) 事業の性格上、中長期の安定的なキャッシュフローが見込まれるものの、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の必要性が認められること
- (2) 一定の事業リスクを内包した新規事業に対する出融資を行うため、政府保証の付与がなければ、リスクプレミアムが加味されて資金調達コストが高くなり、政策目的の達成に多大な支障をきたすこと
- (3) 産業投資対象機関（産投機関）については、産投出資を受ける以外に長期の債券発行による調達を合理的な範囲で行うことで、財投機関自らが資金需要に応じて金融市場から機動的に調達して財務レバレッジを拡大できる効果が相当程度認められること

の3つの審査基準に合致する場合に限って認める(iv②)。

- (注) 類型ivについて、現在、iv①に該当する機関においても、今後、仮に政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するために政府保証債を発行する場合は、iv②に該当する。

【図表 5-10】政府保証債に係る 4 類型の見直しについて

政府保証債については、財投改革により、財投債（政府保証債より低利な国債）で調達した財政融資資金の貸付けが導入されたこと、また、政府保証債は国にとってオフバランスシート債務であることを踏まえ、引き続き個別に厳格な審査を行うことに加え、その執行に当たっても、資金需要に応じた管理を行う。これを前提に、政府の成長戦略や金融市場の情勢等に応じて、以下の 4 類型に照らして認める。		
類 型	基本的考え方	26年度財投計画計上機関 (機関により複数の類型に 跨がるケースあり)
i 民営化の方向性が示されている機関について市場からの資金調達を原則とする形態への円滑な移行を図るための措置としての政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(株) 日本政策投資銀行
ii 政府系金融機関における A L M の観点からの政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(株) 日本政策金融公庫 (中小企業者向け業務) (株) 日本政策金融公庫 (国民一般向け業務)
iii 外貨貸付に対する資金需要に対応するための政府保証外債の発行	(1) 外貨調達の必要性が認められること (2) 起債時点における調達可能な他の資金と比較して、発行コストが廉価であること (3) 起債する市場において、同等な信用力を有する他の債券の発行条件等と比較して、遜色のない条件で起債できること の 3 つの審査基準に合致する場合に限って付与	(株) 国際協力銀行 (独) 国際協力機構
iv 財政融資資金からの借入れが出来ない仕組みとなっている機関における政府保証債の発行		
① 財政融資を停止し、市場調達資金への政府保証の付与のみとされたことなど、既往の資産・負債を管理するための政府保証債の発行	過渡的又は限定的に付与	(独) 日本高速道路保有・債務返済機構 地方公共団体金融機構
② 政策的に必要とされる新たな資金需要に対応するための政府保証債の発行	大規模プロジェクトをはじめとした政策的必要性が高く採算性がある資金の回収も見込める事業を実施する場合において、 (1) 事業の性格上、中長期の安定的なキャッシュフローが見込まれるものの、投資の回収に時間を要し、事業期間が長期にわたることから、長期資金の必要性が認められること (2) 一定の事業リスクを内包した新規事業に対する出融資を行うため、政府保証の付与がなければ、リスクプレミアムが加味されて資金調達コストが高くなり、政策目的の達成に多大な支障をきたすこと (3) 産投機関については、産投出資を受ける以外に長期の債券発行による調達を合理的な範囲で行うことで、財投機関自らが資金需要に応じて金融市場から機動的に調達して財務レバレッジを拡大できる効果が相当程度認められること の 3 つの審査基準に合致する場合に限って付与	(株) 民間資金等活用事業推進機構 (株) 海外交通・都市開発事業支援機構 中部国際空港(株) (一財) 民間都市開発推進機構 新関西国際空港(株)

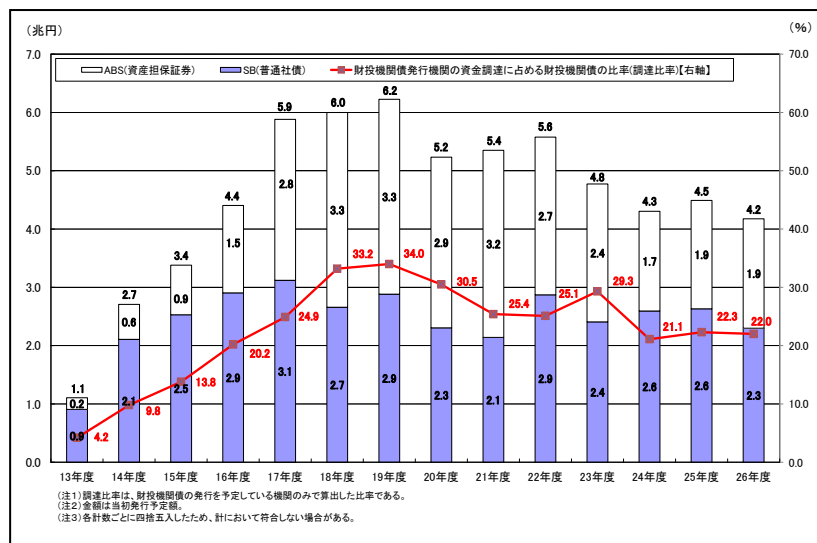
3. 財投機関債

(1) 現 状

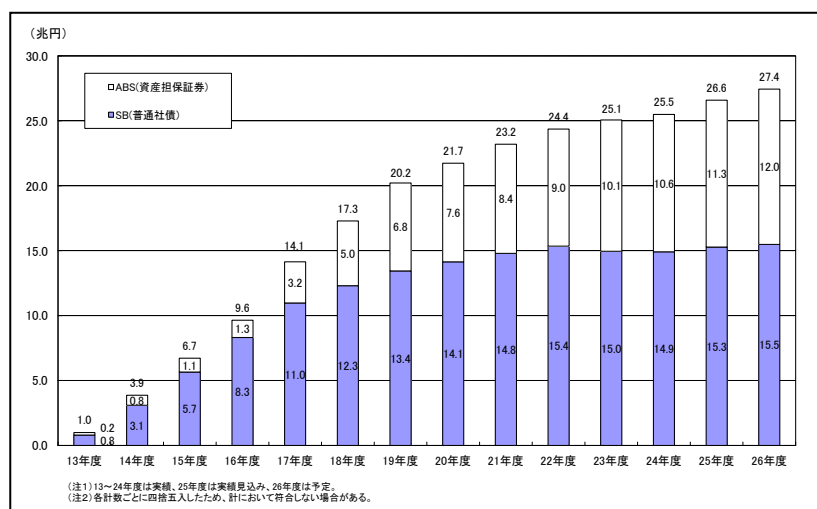
財投機関債は、財投機関のディスクロージャーを促進させ、事業運営の効率化を促す効果がある。このような効果は発行額にかかわらず得られるものであり、他方、財政融資に比べてコスト増となることから、効果と調達コストを勘案しながら、財投機関債の発行額を判断する必要がある。また、調達規模が少ない財投機関においては、発行ロットが小さくなると、流動性が低く、規模に対するコストも増大するおそれがあることから、相当程度の資金調達を行う財投機関において引き続き財投機関債を発

行しており、近年の発行額はほぼ横這いとなっている【図表5-11、5-12、5-13】。

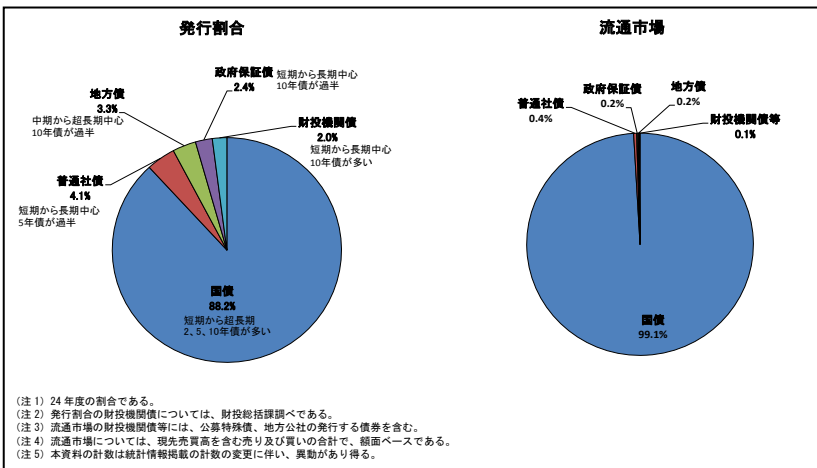
【図表5-11】財投機関債の発行状況（フロー）の推移



【図表5-12】財投機関債の発行残高（ストック）の推移



【図表5-13】財投機関債等の発行及び流通市場の状況



(日本証券業協会資料を基に作成)

財投機関債は、債券市場において、信用力の高い債券として評価されており、財投機関自らが行うディスクロージャーやＩＲ（投資家向けに行われる自主的な情報提供活動）にも支えられ、高い存在感を示す債券に成長している。

最近では、発行年限の多様化に加え、財投機関独自のニーズに合わせた様々な工夫が進展している。また、定例的な発行（定例債）に加え、市場環境や投資家需要を踏まえ、定例債以外の年限やＭＴＮプログラム（予め基本契約を締結し、発行限度額内で個別の債券を機動的に発行）の活用などにより、随時スポット的な発行も行われている【図表５－１４】。

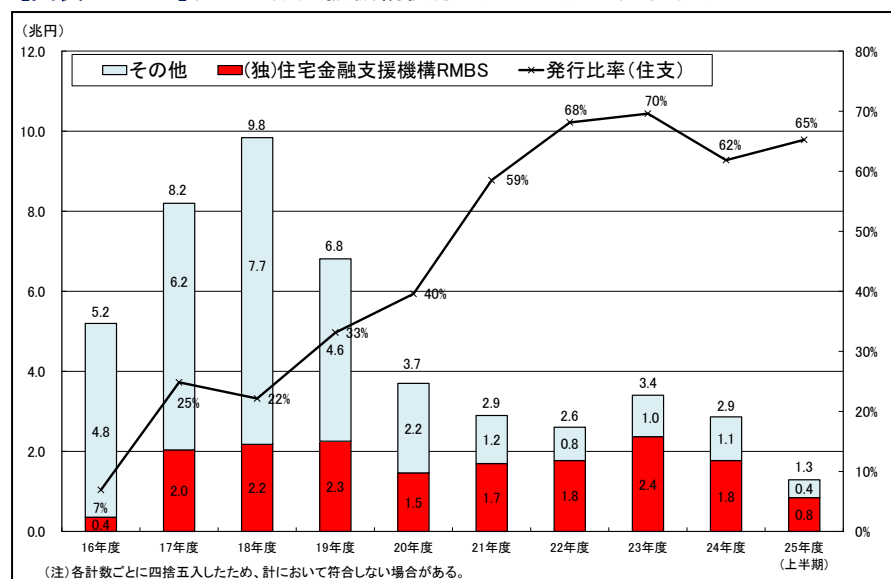
【図表５－１４】財投機関独自のニーズに合わせた商品性の工夫

機関名	商品性	開始時期	趣旨／目的
日本政策投資銀行	変動利付債（国内債）	25年度～	変動金利貸付の増加を踏まえたALMの観点のほか、将来の金利上昇リスクをヘッジしたい地方銀行や信用金庫などの需要に対応
	外貨建外債（MTN）	20年度～	自立的な資金調達基盤を構築する観点から、資金調達手段及び投資家層を多様化
国際協力機構	リテール債	23年度～	個人の投資を通じた社会的責任投資（SRI債）

産投機関をはじめとする、リスクが高く民間だけでは十分に資金が供給されない事業を支援する機関については、主に出資により資金調達を行っており、債券発行による場合も政府保証の付与なしには円滑な資金調達は困難と思われることから、財投機関債を発行していない。

なお、財投機関債のうち住宅金融支援機構債券（ＡＢＳ）は、貸付債権を担保とした証券化商品であり、各財投機関の信用力を反映する普通社債（ＳＢ）とは性格が異なる。証券化市場における同債券の状況は以下のとおりである【図表５－１５】。

【図表５－１５】住宅金融支援機構債券（ＡＢＳ）の発行状況

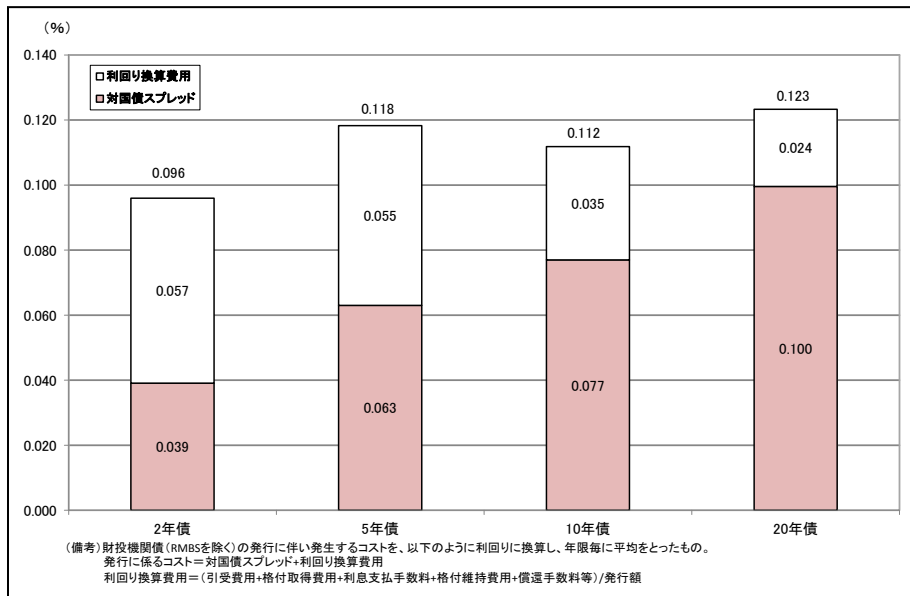


(日本証券業協会資料を基に作成)

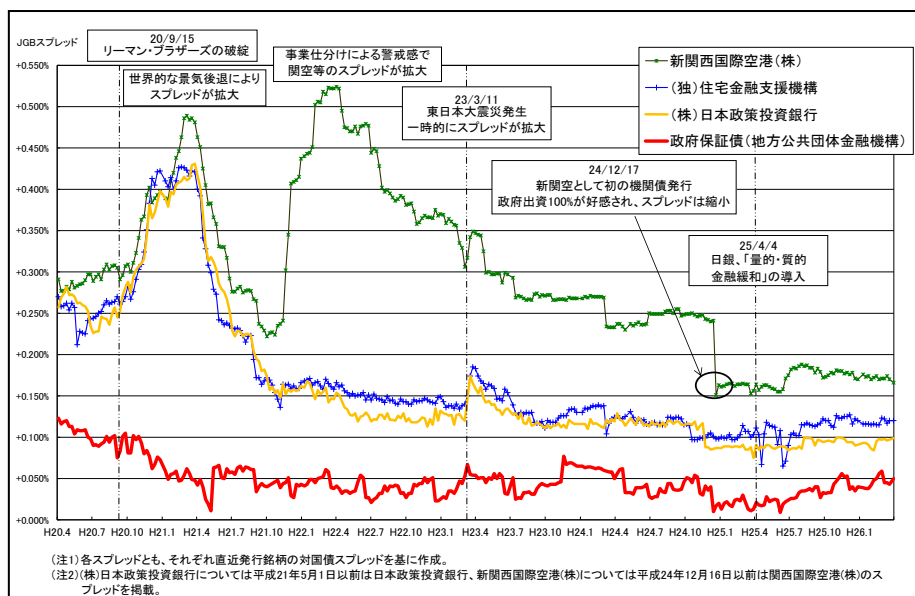
(2) 課 題

財投機関債の利回りは国債利回りと比べ高金利であることに加え、発行から償還までに諸費用を要するなど、財政融資や政府保証債と比べ高コストである。また、リーマン・ショックや東日本大震災等、市場環境の激変によって国債利回りとのスプレッドが急拡大するなど、安定的な資金調達が困難となる場合もある[図表5-16、5-17]。

【図表5-16】財投機関債の発行に係るコスト



【図表5-17】主な財投機関債等（10年）の流通利回りの対国債スプレッドの推移



(日本証券業協会資料を基に作成)

他方、短期債や変動利付債の発行など、財投機関のA L M（償還期限の平準化やデュレーションの調整）の観点から活用を図ることが可能である。また、市場との緊張関係を通じた業務効率化へのインセンティブを高める点において、効果が期待できる。ただし、信用リスクの判断の困難さやスプレッドのタイト化など市場による財政規律を働かせることは難しく、財投機関に対するガバナンス効果は限定的である。

（３）対 応

財投機関債については、市場の評価は財投機関の財務状況のみならず、事業内容、政府との距離感、組織体制等の今後の見通しの明確さの程度といった複合的な要素で形成されていることに留意しつつ、発行によって得られるディスクロージャーや事業運営の効率化といった効果と調達コストを勘案しながら、相当程度の資金調達を行う財投機関（産投機関等のリスクが高い事業を行う機関は除く）において、発行を行う。

（注）今後、仮に市場環境の激変により財投機関債による安定的な資金調達が困難となる場合には、財投債（財政融資）や政府保証債を活用することが適当である。

なお、調達コストや安定的な資金調達に十分配慮した上で、短期債を含めたA L Mの観点からの発行年限の多様化に加え、変動利付債や外貨建外債、さらには個人投資家向けのリテール債の発行など、財投機関独自のニーズに適った活用策については柔軟に対応する。