

Ⅷ. 財投特会の財務の健全性確保

1. A L Mの高度化

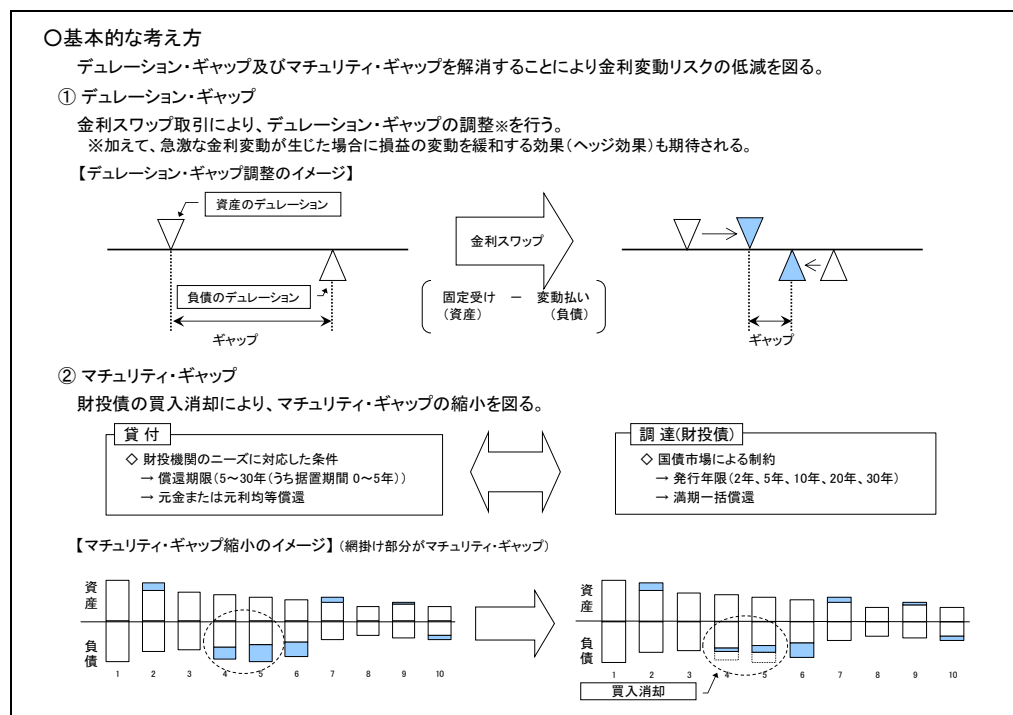
(1) 現 状

財政投融资特別会計（財政融資資金勘定）においては、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している。平成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している。このような状況を踏まえ、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A L Mを実施している。

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である。このため、平成23年度から、財投債の買入消却や金利スワップ取引²⁶をA L Mの補完的手法として導入し、A L Mの高度化を実施している【図表8-1】。

（注）平成23年度には、貸付金の一部を三分割²⁷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した。

【図表8-1】 財投特会のA L Mの一層の高度化



²⁶ 契約者間であらかじめ定めた元本（想定元本）に基づき、半年毎に固定金利と変動金利の支払いの交換を行う取引のこと。

²⁷ 平成19年4月1日に一般会計が交付税及び譲与税配付金特別会計から承継した貸付金16.9兆円（期間30年、10年金利見直し元金均等償還）を三分割し、金利見直し時期を28年度から26年度～28年度に分散することにより、マチュリティ・ギャップの平準化を図り、金利変動リスクを低減。（平成23年4月1日実施）

i. 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である。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）が期待されている【図表8-2】。

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）で実施している（平成 23 年度実績：600 億円、平成 24 年度同：6,300 億円、平成 25 年度同：5,400 億円、平成 26 年度予定上限額：12,000 億円、平成 25 年度末残高：12,300 億円）。

（注）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と考えられることを踏まえ、適切な A L M の観点から、平成 26 年度より 7,200⇒12,000 億円に増額した。

時価評価損や実現損を極力抑える観点から、平成 24 年 10 月より、取引年限を 5 年から 2 年に短縮した。なお、金利水準の上昇や流動性の低下等、市場環境が悪化した平成 25 年 4～6 月は、取引を一時見合わせた【図表8-3】。

ii. 買入消却

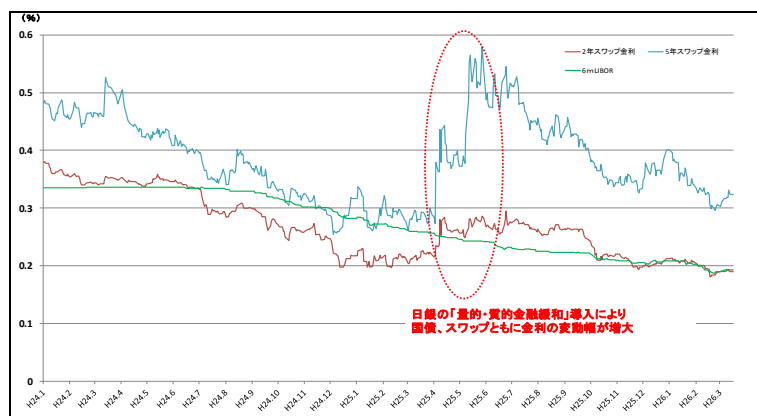
マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法である【図表8-2】。

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）と一体的に実施しており、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）で構成している（平成 23～25 年度実績：各 5,000 億円、平成 26 年度予定：5,000 億円）。

【図表8-2】 主な金利変動リスク調整手法のメリット・デメリット等

	【主たる調整手段】	【補完的な調整手段】	
	財投債の発行年限調整	財投債の買入消却	金利スワップ取引
メリット	・調整規模が大きく、資産・負債全体のデュレーション・ギャップ、マチュリティ・ギャップの調整に有効	・ターゲットとする年度の負債サイドのマチュリティ・ギャップを直接調整することが可能	・特定の期間のデュレーション・ギャップの調整が容易 ・四半期毎に取引内容（期間、金額等）を機動的に見直し可能
デメリット	・国債の商品性に依存するため、必ずしも要望に沿った年限の財投債を発行できるとは限らない	・市中買入分：対象が物価連動国債に限定 ・日銀買入分：日銀政策委員会の議決事項	・市場にインパクトを与えない規模に止める必要がある ・財投特会の資産規模は大きく、効果は限定的 ・評価損、実現損の発生

【図表8-3】 2年、5年スワップ金利及び6mLIBORの推移



(2) 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されているが、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である〔図表8-4、8-5〕。

i. 金利スワップ取引

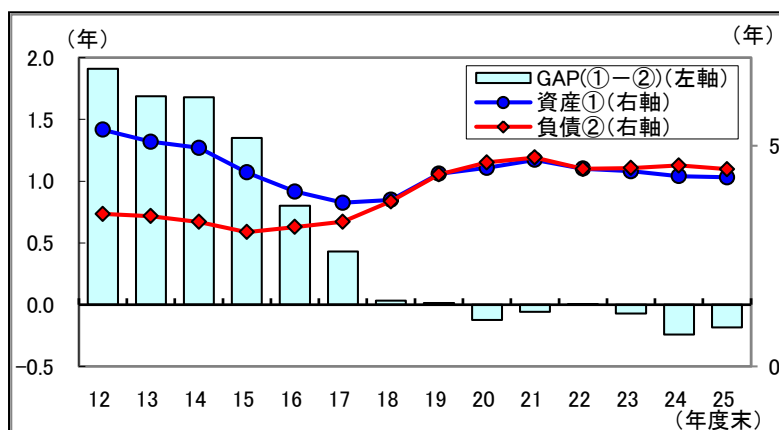
現行の取引規模ではデュレーション・ギャップの調整効果は極めて小さいが、平時においても急激な金利変動に対する一定の備えが必要である。ただし、時価評価損や実現損等のコストに留意する必要がある。

ii. 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にある。

また、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する必要がある。

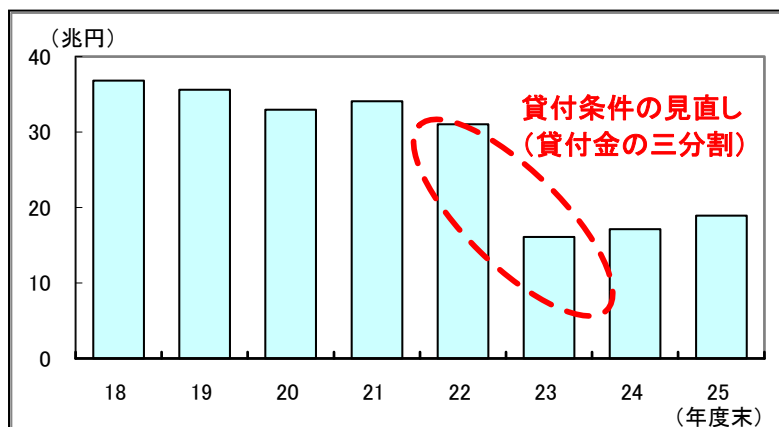
〔図表8-4〕デュレーション・ギャップの推移



(注1) 平成13年度の財投改革後、7年間の経過措置期間を経て、平成19年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了

(注2) 平成25年度末は見込み

〔図表8-5〕マチュリティ・ギャップの推移



(注1) 各年度末における将来10年間のギャップの合計（短期資金除く）

(注2) 平成25年度末は見込み

(3) 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、金利スワップ取引及び買入消却をALMの補完的手法として実施する。

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する。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する。

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する。

2. 積立金

(1) 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別会計に繰り入れる仕組みである。

しかしながら、平成 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、積立金はほぼ枯渇し、金利変動に対する対応余力は著しく低下している。また、集中復興期間の平成 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とされている【図表 8-6】。

（注）復興財源確保法の附帯決議において、復興財源への活用にあたっては、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。

【図表 8-6】積立金残高の推移

	17 決算	18 決算	19 決算	20 決算	21 決算	22 決算	23 決算	24 決算	25 見込	26 予算
決算剰余金	4.0	2.8	2.5	2.3	1.5	1.1	1.0	0.7	0.4	0.3
年度末 積立金残高	22.4	14.4	17.2	8.4	3.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.5

（単位：兆円）

国債整理
基金特会
12兆円

国債整理
基金特会
7.2兆円
一般会計
4.2兆円

一般会計
7.3兆円

一般会計
4.8兆円

一般会計
1.1兆円

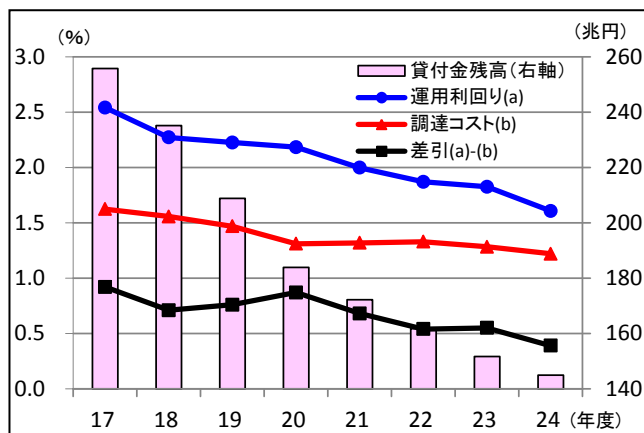
国債整理
基金特会
1.0兆円
国債整理
基金特会
0.7兆円
復興財源

➡ 18年度以降の繰入れ総額は 38.2兆円

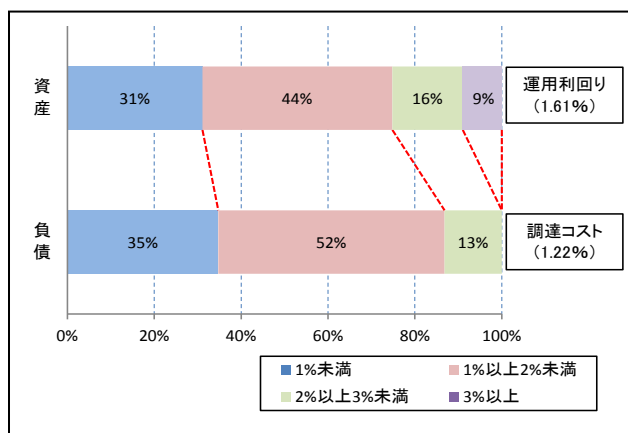
一方、近年の財投特会の剰余金についてみると、比較的金利が高い貸付金の償還による運用利回りの低下と調達コストの差の縮小及び貸付金残高の減少により低減傾向にあり、今後はこれまでのような規模の剰余金の発生は期待できない状況にある【図表 8-7、8-8、8-9】。

- 92 -

【図表 8-7】利回り及び貸付金残高の推移

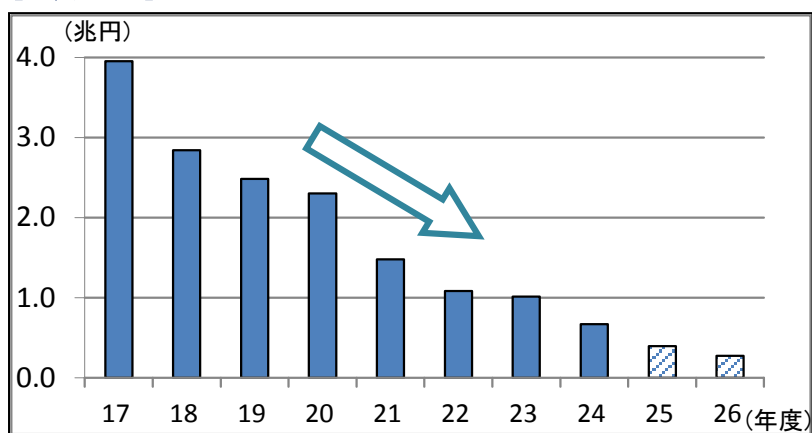


【図表 8-8】資産・負債の利率別構成



(注) 平成 24 年度末現在

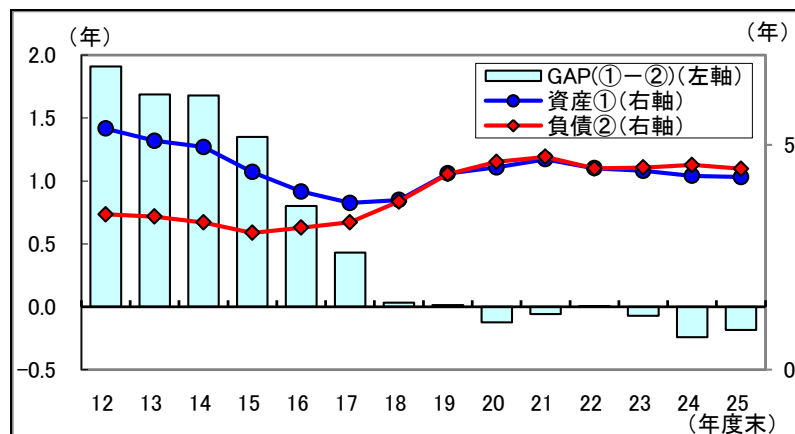
【図表 8-9】決算剰余金の推移



(注) 平成 25 年度は実績見込み、平成 26 年度は平成 26 年度当初予算

このような状況において財務の健全性を確保するためには、金利変動リスクそのものを低減することが重要であることから、平成 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ALMの高度化に取り組み、デュレーション・ギャップがほぼ解消されるなど金利変動リスクは大幅に低減している【図表 8-10】。

【図表 8-10】デュレーション・ギャップの推移



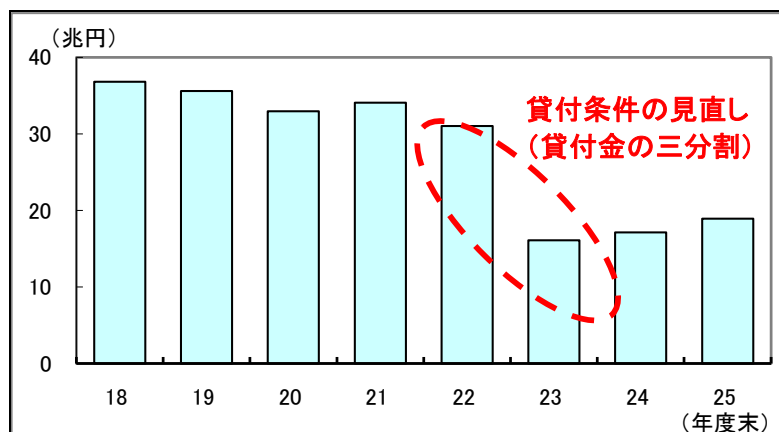
(注 1) 平成 13 年度の財投改革後、7 年間の経過措置期間を経て、平成 19 年度で郵貯・年金の預託金払戻しが終了

(注 2) 平成 25 年度末は見込み

(2) 課 題

これまでの取組みによりデュレーション・ギャップはほぼ解消しているが、マチュリティ・ギャップについては、貸付条件の見直し（貸付金の三分割）等による大幅な削減が図られたものの、依然として相当程度のギャップが存在している。さらに、貸付けの大半が均等償還型のキャッシュフローであるのに対し、主たる調達手段である財投債が満期一括償還型であり、その発行年限も2年、5年、10年、20年、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し続ける【図表8-11】。

【図表8-11】マチュリティ・ギャップの推移



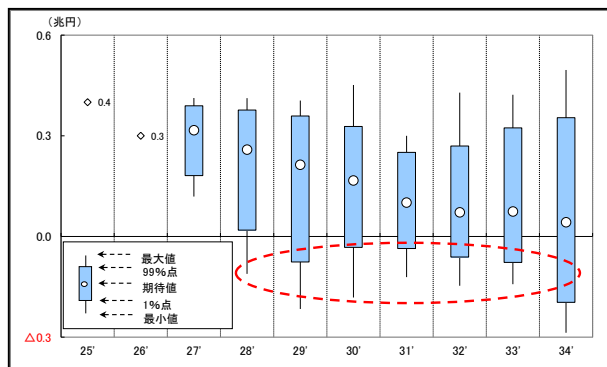
(注1) 各年度末における将来10年間のギャップの合計（短期資金除く）

(注2) 平成25年度末は見込み

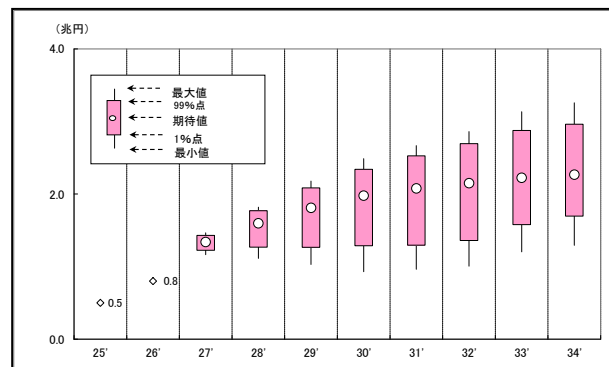
また、確率的な金利モデルを用いた将来剰余金のシミュレーション（アーニング・アット・リスク分析）によれば、財投特会が債務超過となる可能性は小さいものの、平成28年度から赤字に転落するリスクが発生し、一般会計からの繰入れ規定の時限である平成32年度以降は赤字が複数年継続するリスクが高まっていることから、財投特会の財務の健全性を確保するためには、金利変動に伴う損失への備えが必要である【図表8-12】。

【図表8-12】アーニング・アット・リスク分析

○将来剰余金の推計（フロー）



○将来繰越利益の推計（ストック）



- （注1）将来にわたる金利変動パターンについて確率的な金利モデルに基づき3,000本のシミュレーションを行うことにより剰余金（アーニング）の期待値や変動の大きさ（リスク）を計測
- （注2）財投計画の規模、財投債及び貸付金の年限構成を平成26年度計画と同程度にするなど、資産・負債に関して一定の前提を設定したうえで金利変動によるリスクを計測
- （注3）平成25年度及び平成26年度は平成26年度当初予算であり、平成26年度以降、剰余金を全額積立てた場合の推計

（3）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、平成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（平成23～27年度）が満了した平成28年度から積立てを継続的に行うことが必要である。

一方、積立金の必要水準（現行は50/1000であり、その場合の平成32年度末における必要額は6兆円程度）については、将来の金利変動リスクに備えるという積立金の役割に鑑みつつ、適切なALMの実施により金利変動リスクが低減されている最近の状況を踏まえ、引下げの可能性を検討する。

具体的には、平成27年度予算編成を踏まえつつ、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である。

（注）財投改革を契機として平成13年度に50/1000として導入した後、平成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に引き上げられた。その後、平成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に引き下げられた。

3. 貸付金の証券化

(1) 現 状

i. 証券化導入の経緯

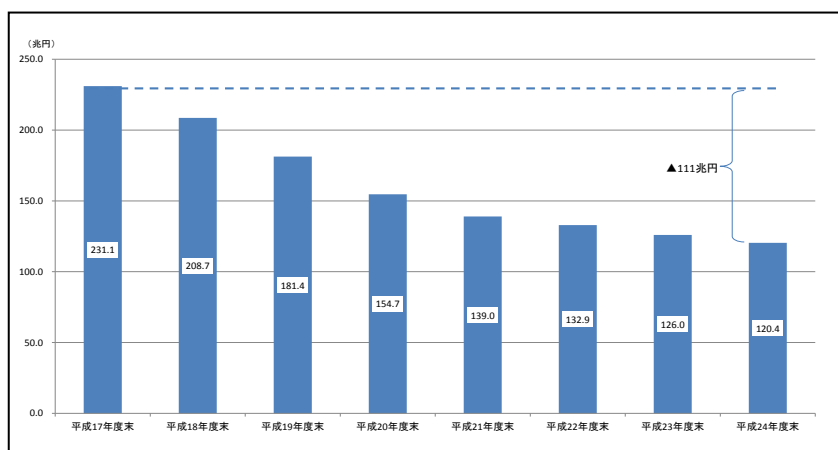
行政改革推進法（平成 18 年 6 月公布）において、国の資産は平成 27 年度末までに国の資産規模対 GDP 比の半減を目安とすることが規定され、「基本方針 2006」において、約 140 兆円規模（うち財政融資資金貸付金残高は 130 兆円超）の圧縮を図るため、財投改革の継続に加えて、追加的努力として①対象事業の一層の重点化・効率化、②既往の貸付金・保有有価証券の売却・証券化によるオフバランス化、③政府保証の一段の活用を行うこととされた。

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、平成 17 年度末から平成 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である。

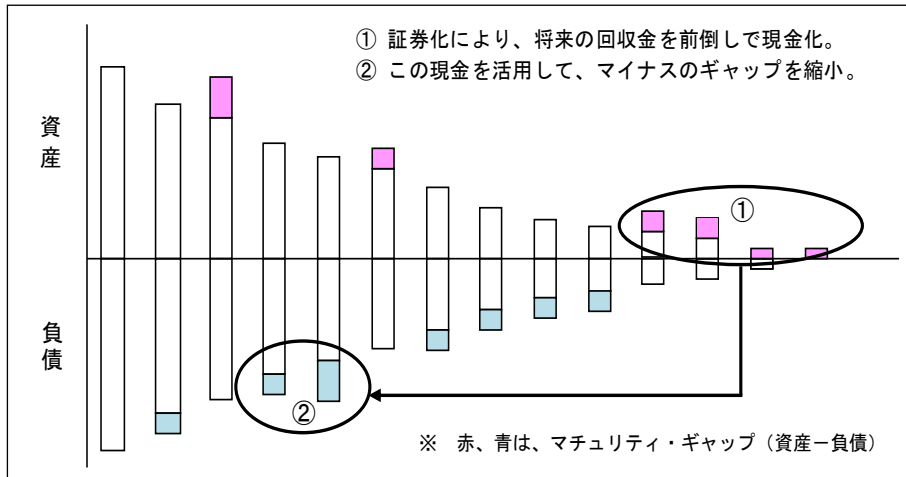
証券化については、メリット（マチュリティ・ギャップの縮小）がコスト（対国債スプレッドや手数料支払い）を上回る場合、積極的に実施するとされた【図表 8-13、8-14、8-15】。

（注）「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果的・効率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」と指摘された。

【図表 8-13】 財政融資資金貸付金残高の推移（国の財務書類）



【図表 8-1 4】 財政融資資金のマチュリティー・ラダー（イメージ図）



【図表 8-1 5】 民間と財政融資資金貸付金の比較

	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有り
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ていないことから、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ていないことから、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

（「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」〔平成 18 年 7 月〕を基に作成）

ii. 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 年のブレット（満期一括償還）型を採用するとともに、証券化による収入を原資に財投債の買入消却を実施した。

iii. 証券化の実績

平成 19 年度から開始し、平成 20 年 2 月と同年 8 月に各 1,000 億円、計 2,000 億円を実施した。その際、信用リスクプレミアム²⁸等の上乗せや証券会社等への手数料支払により、相当程度のコストが発生した。

○第 1 回 平成 20 年 2 月

- ・ 対国債スプレッド²⁹+37bp（金額換算：37 億円）
- ・ 手数料 5.6 億円

○第 2 回 平成 20 年 8 月

- ・ 対国債スプレッド+42bp（金額換算：42 億円）

²⁸発行機関が債務不履行に陥るリスクを金利として上乗せする分のこと。

²⁹国債金利など基準となる債券との金利差のこと。

・手数料 5.1 億円

(注) 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した。

その後、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、平成 21 年度以降は起債を見合わせている。

(注) 平成 21 年度以降も予算計上は継続している（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）。

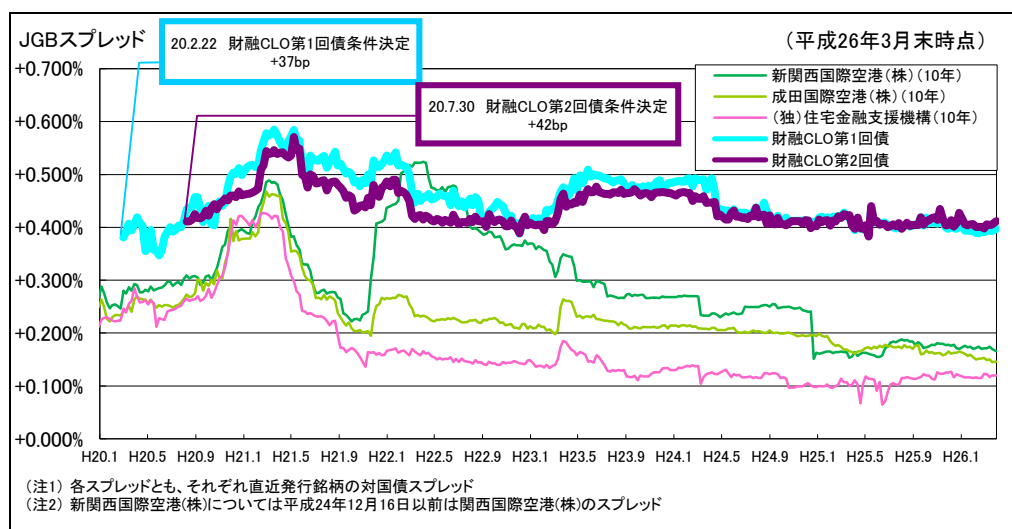
他方、平成 23 年度から、マチュリティ・ギャップを調整する補完的手法として財投債の買入消却（年間 5,000 億円）を導入した。

(2) 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である。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。

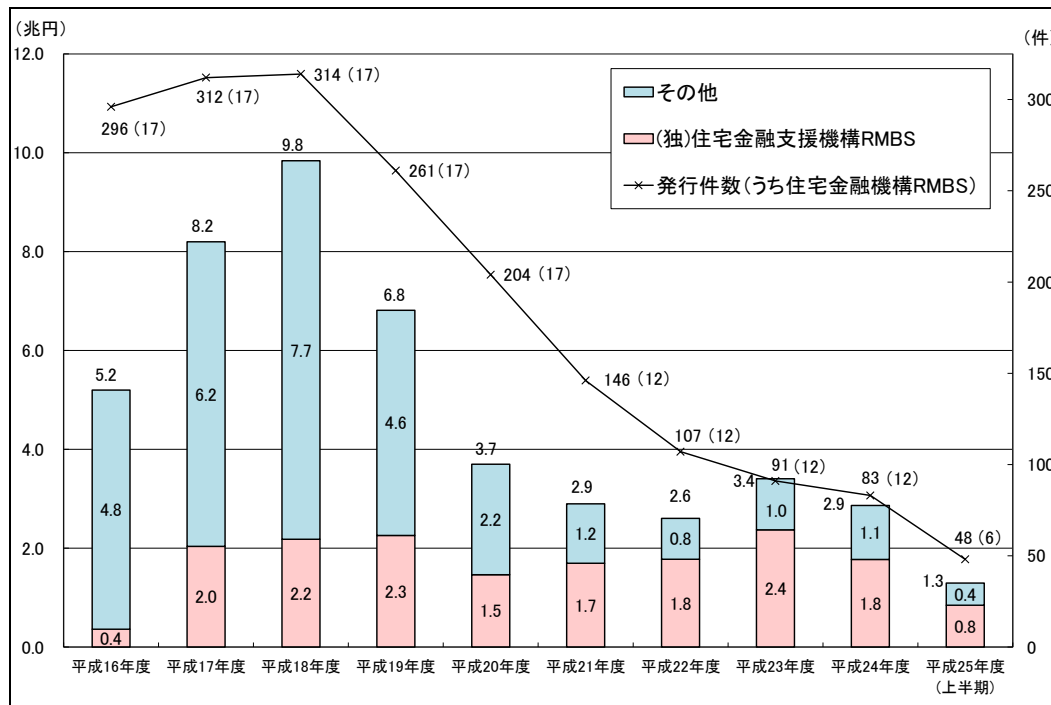
コストについては、スプレッドの高止まり（T+40bp 前後）が続いており、年限によっては更なるスプレッドが求められる可能性がある。また、足下、リーマン・ショック後の金融市場の混乱は落ち着いてきているものの、証券化市場の規模は大幅に縮小している【図表 8-16、8-17】。

【図表 8-16】 財融資付金証券化によるローン担保证券（CLO）・財投機関債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)

【図表 8-17】証券化市場の動向



(日本証券業協会資料を基に作成)

(3) 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、貸付金の証券化は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。