

財政投融资資金と証券市場*

リスク管理との関連で

有馬 敏 則

1. はじめに

財政投融资は昭和28年度にその編成が開始されて以来現在に至るまで、国の財政活動の重要な部分を担当し、国民生活と密接な関連を持つ制度である。財政投融资は「国の制度・信用を通じて集められる各種の公的資金を財源にして、国の政策目標実現のために行われる政府の投融资活動¹⁾」であり、戦後復興期や高度経済成長期には、基幹産業復興・近代化、産業基盤整備に大きく貢献し、昭和40年代以降は中小企業や住宅等への重点的資金配分により国民生活安定にも寄与してきた。

しかし国債の大量発行、金融の自由化・国際化、金融ビッグバンの進展とともに日本の金融資本市場も大きく変容し、公的金融と位置づけられる財政投融资の役割や機能にも種々の変化が発生し、財政投融资の原資もその内容が大きく変容している。

本稿においては平成12年度までの財政投融资の概要と平成13年度からの財政投融资制度改革の要因と概要、経過期間等について財政投融资資金とその原資、とくに郵便貯金、簡易保険、公的年金資金（厚生年金・国民年金の積立金）の資金運用の変化と証券市場（国債、地方債等）への影響、これらの資金運用のリスク管理について考察したい。

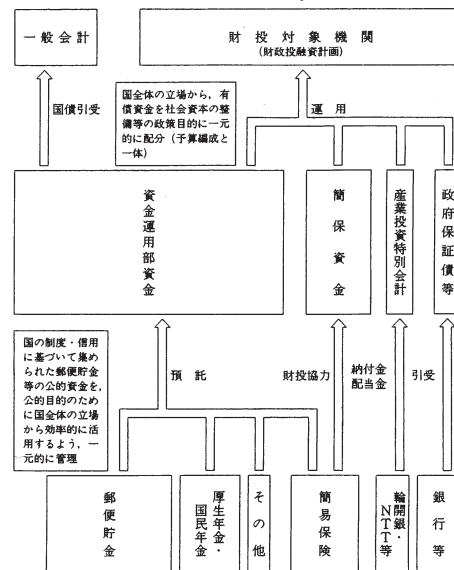
1) 斎藤・白石・森田編『図説・財政投融资』東洋経済新報社、平成4年版、p.2.

2. 平成12年度までの財政投融资(旧財投)

(1) 財政投融资の基本的仕組みと原資

平成12年度末(2001年3月)迄の財政投融资の基本的仕組みは第1図に示されている。また第1表のように財政投融资の原資となる公的資金(フロー)は資金運用部資金、簡保資金、産業投資特別会計からの資金、政府保証債・政府保証借入金の4種類であった。その中でも資金運用部資金が80%を占め、その内訳(フロー)は第2表に示されている。簡保資金もおおよそ10%~15%台で推移していた。

第1図 財政投融资の基本的仕組み
(2001年3月まで)



(出所)尾原榮夫『図説・日本の財政』平成6年版、p.86より作成。

* 本稿は第62回証券経済学会全国大会(桃山学院大学)で報告した「財投資金と証券市場」に加筆修正したものである。津田和夫氏(桃山学院大学)はじめ貴重なコメントを頂いた諸氏に心より御礼申し上げます。

第1表 財政投融资原資の推移（フロー）

（単位：億円，％）

年度	財投原資	産投会計		簡保資金		政府保証借入金		債証金		資金運用部資金	
S28	3,374	1,042	30.9	201	6.0	385	11.4	1,746	51.7		
29	2,858	375	13.1	454	15.9	344	12.0	1,685	59.0		
30	2,978	451	15.2	482	16.2	516	17.3	1,529	51.3		
31	3,268	249	7.6	564	17.3	858	26.2	1,597	48.9		
32	3,968	378	9.5	780	19.7	452	11.4	2,358	59.4		
33	4,252	277	6.5	891	21.0	536	12.6	2,548	59.9		
34	5,621	382	6.8	1,098	19.5	959	17.1	3,182	56.6		
35	6,251	398	6.4	1,199	19.2	1,183	18.9	3,471	55.5		
36	8,303	478	5.8	1,430	17.2	1,641	19.8	4,754	57.2		
37	9,513	532	5.6	1,496	15.7	1,922	20.2	5,563	58.5		
38	12,068	694	5.7	1,580	13.1	2,592	21.5	7,202	59.7		
39	14,305	810	5.7	1,495	10.4	3,020	21.1	8,980	62.8		
40	17,764	430	2.4	1,095	6.2	4,367	24.6	11,872	66.8		
41	20,854	485	2.3	1,689	8.1	6,138	29.4	12,542	60.2		
42	24,968	662	2.7	2,185	8.7	6,094	24.4	16,027	64.2		
43	27,833	689	2.5	2,652	9.5	5,452	19.6	19,040	68.4		
44	31,805	885	2.8	3,354	10.5	5,150	16.2	22,416	70.5		
45	37,950	1,035	2.7	4,069	10.7	4,973	13.1	27,913	73.5		
46	50,087	853	1.7	5,048	10.1	6,706	13.4	37,480	74.8		
47	60,378	763	1.3	6,026	10.0	6,292	10.4	47,297	78.3		
48	74,134	802	1.1	7,548	10.2	4,300	5.8	61,484	82.9		
49	94,578	669	0.7	9,793	10.4	3,998	4.2	80,118	84.7		
50	113,437	655	0.6	10,141	8.9	4,639	4.1	98,002	86.4		
51	122,317	705	0.6	11,515	9.4	8,043	6.6	102,054	83.4		
52	144,142	571	0.4	13,529	9.4	10,360	7.2	119,682	83.0		
53	140,207	297	0.2	14,620	10.4	13,732	9.8	111,558	79.6		
54	176,746	289	0.2	15,505	8.8	15,223	8.6	145,729	82.4		
55	232,109	167	0.1	16,887	7.3	15,666	6.7	199,389	85.9		
56	235,402	185	0.1	18,866	8.0	16,004	6.8	200,347	85.1		
57	242,236	189	0.1	19,764	8.1	11,199	9.2	200,084	82.6		
58	249,381	48	0.0	23,479	9.4	29,059	11.7	196,795	78.9		
59	272,831	40	0.0	25,765	9.4	30,325	11.1	216,701	79.4		
60	294,321	310	0.1	25,774	8.8	31,814	10.8	236,423	80.3		
61	295,792	611	0.2	30,986	10.5	29,958	10.1	234,237	79.2		
62	326,361	1,438	0.4	38,994	11.9	22,121	6.8	263,808	80.8		
63	322,239	824	0.3	42,211	13.1	22,460	7.0	256,744	79.7		
H元	352,050	843	0.2	55,815	15.9	18,047	5.1	277,345	78.8		
2	378,139	638	0.2	60,333	16.0	18,993	5.0	298,175	78.9		
3	495,284	629	0.1	62,879	12.7	18,998	3.8	412,778	83.3		
4	480,862	716	0.1	60,236	12.5	17,990	3.7	401,920	80.5		
5	554,037	990	0.2	69,769	12.6	23,462	4.2	459,818	83.0		
6	503,237	832	0.2	84,569	16.8	26,115	5.2	391,721	77.8		
7	529,392	773	0.1	72,276	13.7	32,292	6.1	424,051	80.1		
8	508,770	575	0.1	81,332	16.0	29,806	5.9	397,057	78.0		
9	572,001	550	0.1	70,155	12.3	28,581	5.0	472,715	82.6		
10	656,202	4,472	0.7	67,532	10.3	25,993	4.0	558,205	85.1		
11	458,264	2,020	0.4	64,157	14.0	27,185	5.9	364,902	79.6		
12	436,760	1,100	0.3	63,800	14.6	38,811	8.9	333,049	76.3		

(注1) 平成12年度は当初計画。

(注2) 産業投資特別会計には、一般会計、見返資金、余剰農産物資金を含む。

(注3) 政府保証、政府保証借入金の47年度以前は公募借入金等である。

(出所) 『財政金融統計月報』(大蔵省)より作成。

第2表 資金運用部資金内訳(フロー)

(単位: 億円, %)

年度	財投原資	資金運用部資金		郵便貯金		厚生年金		回収金等	
S28	3,374	1,746	51.7	811	24.0	162	4.8	773	22.9
29	2,858	1,685	59.0	1,012	35.4	290	10.2	383	13.4
30	2,978	1,529	51.3	817	27.4	314	10.5	398	13.4
31	3,268	1,597	48.9	1,120	34.3	400	12.2	77	2.4
32	3,968	2,358	59.4	1,025	25.8	574	14.5	759	19.1
33	4,252	2,548	59.9	852	20.0	572	13.5	1,124	26.4
34	5,621	3,182	56.6	1,327	23.6	620	11.0	1,235	22.0
35	6,251	3,471	55.5	1,493	23.9	918	14.7	1,060	16.9
36	8,303	4,754	57.2	1,766	21.2	1,460	17.6	1,528	18.4
37	9,513	5,563	58.5	2,280	24.0	1,826	19.2	1,457	15.3
38	12,068	7,202	59.7	2,920	24.2	1,999	16.6	2,283	18.9
39	14,305	8,980	62.8	3,890	27.2	2,462	17.2	2,628	18.4
40	17,764	11,872	66.8	4,575	25.8	3,697	20.8	3,600	20.2
41	20,854	12,542	60.2	5,930	28.5	4,652	22.3	1,960	9.4
42	24,968	16,027	64.2	7,953	31.9	5,566	22.3	2,508	10.0
43	27,833	19,040	68.4	9,838	35.3	6,420	23.1	2,782	10.0
44	31,805	22,416	70.5	12,029	37.8	7,780	24.5	2,607	8.2
45	37,990	27,913	73.5	14,211	37.4	10,243	27.0	3,459	9.1
46	50,087	37,480	74.8	18,847	37.6	12,022	24.0	6,611	13.2
47	60,378	47,297	78.3	25,932	42.9	14,124	23.4	7,241	12.0
48	74,134	61,484	82.9	30,610	41.3	15,946	21.5	14,928	20.1
49	95,578	80,118	84.7	39,099	41.3	20,069	21.2	20,950	22.2
50	113,437	98,002	86.4	50,401	44.4	21,321	18.8	26,280	23.2
51	122,317	102,054	83.4	58,197	47.5	24,203	19.8	19,654	16.1
52	144,142	119,682	83.0	71,662	49.7	29,580	20.5	18,440	12.8
53	140,207	111,558	79.6	72,517	51.7	29,919	21.3	9,122	6.6
54	176,746	145,729	82.4	65,490	37.1	26,319	14.9	53,920	30.4
55	232,109	199,389	85.9	94,734	40.8	46,604	20.1	58,051	25.0
56	235,402	200,347	85.1	75,883	32.2	45,513	19.3	78,951	33.6
57	242,236	200,084	82.6	83,138	34.4	42,437	17.5	72,242	30.7
58	249,381	196,795	78.9	83,138	33.3	40,262	16.2	73,395	29.4
59	272,831	216,701	79.4	77,970	28.6	51,988	19.1	86,743	31.8
60	294,321	236,423	80.3	84,394	29.7	53,254	18.1	95,775	32.5
61	295,792	234,237	79.2	75,472	25.5	44,916	15.2	113,849	38.5
62	326,361	263,808	80.8	79,572	24.4	43,335	13.3	140,901	43.2
63	322,239	256,744	79.7	84,633	26.3	58,699	18.2	113,442	35.2
H元	352,050	277,345	78.8	60,444	17.2	47,925	13.6	168,976	48.0
2	378,139	298,175	78.9	45,947	12.2	68,026	18.0	184,202	48.7
3	495,284	412,778	83.3	187,067	37.8	77,895	15.7	147,816	29.8
4	480,862	401,920	80.5	140,116	29.1	78,526	16.3	183,278	38.1
5	554,037	459,818	83.0	128,253	23.1	74,131	13.4	257,434	46.5
6	503,237	391,721	77.8	137,596	27.3	69,205	13.8	184,920	36.7
7	529,392	424,051	80.1	163,925	31.0	77,297	14.6	182,829	34.5
8	508,770	397,057	78.0	115,220	22.6	73,192	14.4	208,645	41.0
9	572,001	472,715	82.6	155,970	27.3	76,966	13.5	239,779	41.9
10	656,202	558,205	85.1	122,220	18.6	56,665	8.6	379,320	57.8
11	458,264	364,902	79.6	41,400	9.0	45,472	9.9	278,030	60.7
12	436,760	333,049	76.3	0	0	27,200	6.2	305,849	70.0

(注) 比率は財投原資に対するものを示す。

(出所) 第1表に同じ。

(2) 資金運用部資金

資金運用部資金は、郵便貯金、厚生年金・国民年金資金（公的年金資金）、回収金、簡易保険余裕金等から構成されていた。郵便貯金は日常の払出しや預金者への貸付に必要な資金以外は、昭和62年6月まで全額資金運用部資金に預託されてきた。

そして昭和62年7月からは「金融自由化対策資金」として、郵便貯金の資金運用部預託金の一部を原資に資金運用部資金から融資を受け、郵政大臣が市場原理で自主運用することとなった。運用対象は昭和63年度末まで国債、地方債、公庫公団債、金融債、譲渡性預金・大口定期預金等の金融機関への預金、特定の社債、外国債、元本保証のある金銭信託、郵便局で窓口販売した国債等を担保とした預金者への貸付を行う国債等担保貸付に限定されていた。

さらに平成元年度からは上記に加えて簡保事業団を通じた「単独運用指定金銭信託（指定単）²⁾」への運用開始、平成2年度からは債券貸付や大型私募事業債への運用開始、平成3年度からは社債の運用範囲の拡大、平成5年度からは外国社債の運用範囲の拡大、コマーシャル・ペーパー（商業手形、CP）への運用開始等、運用対象を多様化してきた。

金融自由化対策資金名目の郵便貯金の自主運用額は、当初昭和62年度2兆円から毎年増大し、平成12年度末には57.35兆円まで運用残高が拡大した（詳しくは第7図を参照）。また各年度の新規自主運用額の2分の1以上を、新規国債の引受けに充当することとされていた。

次に厚生年金や国民年金資金（公的年金資金）は、厚生年金特別会計の年金勘定と、国民年金特別会計の国民年金勘定の保険料収入

等の歳入と保険給付費や国民年金給付費等の歳出との差額が、資金運用部資金に預託されていた。また年金資金も、郵便貯金資金同様一部自主運用されてきた。

そして「回収金等」には、資金運用部資金から財投対象機関へ貸し付けられた資金の回収分、取得した債券が償還されて再投資される分、郵便貯金、厚生年金・国民年金以外の政府の特別会計の積立金や簡易保険余裕金等が含まれていた。

簡易保険余裕金とは日々収納される歳入金（保険料等）から日々支出される歳出金（保険金等）を差し引いた余裕現金で、全額資金運用部への預託が義務付けられていた。なお余裕金は毎年度決算後、取り崩されて簡保資金の「積立金」に組み入れられる。

このように大蔵省の資金運用部に預託された資金は、一元的に管理運用され、第1図のように財投対象機関への貸付や国債引受けに振り向けられて、「国営の金融機関」として機能していたといえる。なお第2図に示されているように資金運用部資金の平成12年度末（2001年3月）の残高（ストック）は、総額440.0兆円、郵便貯金246.7兆円、公的年金資金（厚生年金、国民年金）142.6兆円、その他（回収金等）が50.1兆円になっている³⁾。

(3) 簡易保険資金（簡保資金）

簡保資金とは、加入者の保険料のうち当年度の保険金等支払い以外大部分を将来の保険金や年金、配当金のために積み立てた資金のことを指している。第3図に2001年3月までの簡保資金の流れが示されているが、簡保資金は会計区分上、既述の「余裕金」と「積立金」に分類される。「積立金」は「簡易生命保険の積立金の運用に関する法律」により、郵

2) 株式への運用のために使用される。

3) 参考文献 pp.84 - 85.

政大臣(後に総務大臣)が資金運用審議会の答申に基づいて自主運用することとなっていた。

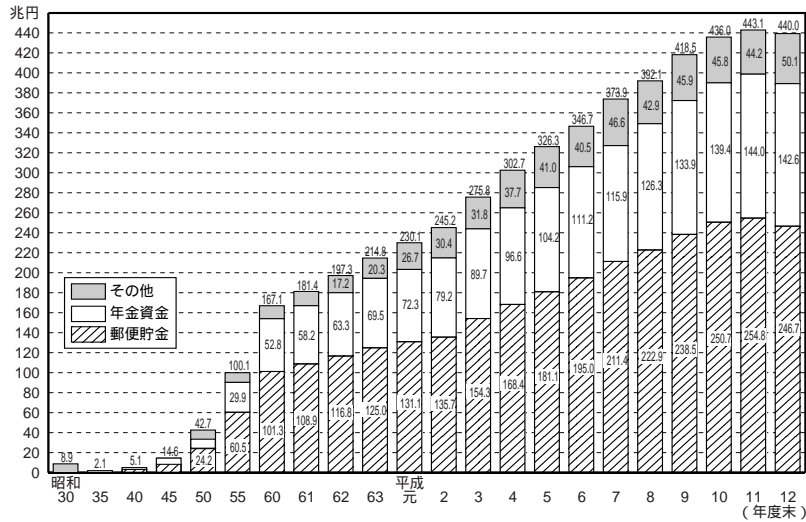
簡保資金は第1表のように2001年3月までの財政投融资(旧財投)の4原資の中で、資金運用部資金に次ぐ重要な位置を占めていた。簡保資金は郵便貯金や公

的年金資金(厚生年金・国民年金積立金)と異なり、資金運用部への預託義務は「余裕金」以外課されていなかったものの、財投協力の形で財政投融资の枠組の中で、直接財投対象機関(地方公共団体を含む)への投融资を行ってきた。

(4) 産投会計・政府保証債・政府保証借入金
産投会計(産業投資特別会計)は、昭和28年8月の「米国対日援助見返資金特別会計」廃止に伴ってその資産等を承継したものである。そして昭和60年度には日本たばこ産業や日本通信電話(NTT)の株式の一部や国際協力銀行の国庫納付金等をこの会計に帰属させ、原資の充実を図っているが、平成12年度末残高3.4兆円、13年度末残高3.5兆円、14年度末残高3.6兆円、15年度末残高3.3兆円⁴⁾と財政投融资残高の約1%を占めるにすぎない。

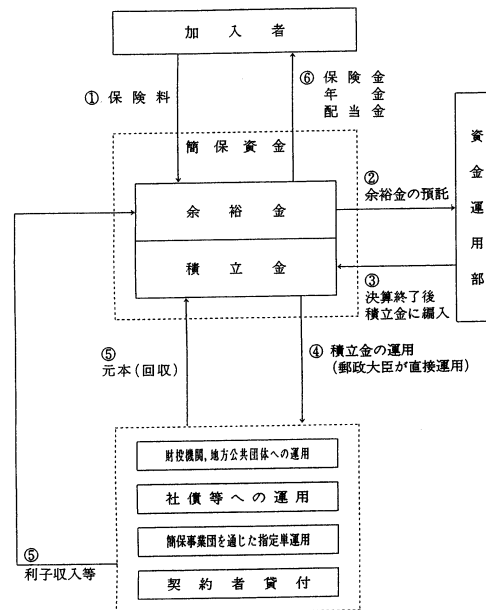
政府保証債・政府保証借入金は、公庫・公団等の財投対象機関が発行する債券や借入金に対し、政府(一般会計)がそれらの元利支払いを保証したもので、資金運用部資金(2001年4月からは財投融资資金)等の補完的役割を担っている。

第2図 資金運用部資金残高の推移(ストック)



(出所) 郵便貯金研究協会編『郵便貯金資金運用の概説』平成14年版, p.7.

第3図 簡保資金の流れ



(出所) 郵政省簡易保険局資料。

政府保証債・政府保証借入金は、資金運用部資金(2001年4月からは財政融資資金)や簡保資金のように政府資金そのものではな

4) 財務省『財政投融资リポート』2004年版。

第3表 財政投融資資金の消化状況

(単位:億円,%)

年度	計画額 (A)	繰越額 (B)	不用額 (C)	(B+C)/A	C/A
S 50	122,561	17,080	1,027	14.8	0.8
51	130,952	18,865	1,651	15.7	1.3
52	158,152	26,493	5,313	20.1	3.4
53	181,905	32,418	15,465	26.3	8.5
54	201,271	29,456	7,284	18.3	3.6
55	212,023	31,190	1,529	15.4	0.7
56	196,234	32,190	2,058	17.5	1.0
57	24,553	33,547	2,297	14.9	1.0
58	242,790	33,942	2,217	14.9	0.9
59	243,461	35,700	13,464	20.2	5.5
60	244,413	38,366	3,786	17.2	1.5
61	260,639	41,433	6,550	18.4	2.5
62	323,968	49,895	6,896	17.5	2.1
63	351,748	39,997	6,758	13.3	1.9
H元	374,777	37,906	4,490	11.3	1.2
2	398,313	38,519	2,456	10.3	0.6
3	428,672	39,656	8,577	11.3	2.0
4	506,930	55,545	5,958	12.1	1.2
5	601,037	72,907	20,736	15.6	3.5
6	594,223	71,121	15,661	14.6	2.6
7	592,369	96,617	101,289	17.1	17.1
8	587,774	89,188	32,546	20.7	5.5
9	618,541	80,938	60,851	22.9	9.8
10	684,884	94,746	62,693	23.0	9.2
11	637,874	84,766	85,050	26.6	13.3
12	527,613	68,529	93,060	30.6	17.6
13	397,731	70,983	-	17.8	-
14	340,047	65,294	-	19.2	-
15	299,409	54,513	-	18.2	-

(注)「計画額」は追加後計画額に前年度繰越額を加えたもの。

(出所)大蔵省『財政金融統計月報』財務省『財政金融統計月報』各号より作成。

い。しかし財投対象機関が政策目標達成のため、民間から政府保証により資金調達を行うもので、財政に裏付けられた資金であり、現在まで財投原資として取り扱われている。平成12年度末残高24.6兆円、13年度末残高29.0兆円、14年度末残高29.7兆円、15年度末残高30.1兆円と財政投融資残高の9～10%を占めている。⁵⁾

5) 財務省『財政投融資レポート』2004年版。

第4表 資金運用部国債保有状況の推移

(単位:億円,%)

年度末	区分	資金残高 (A)	国債保有残高 (B)	(B/A)
S 51		519,014	53,839	10.4
52		628,524	86,720	13.8
53		743,876	112,425	15.1
54		847,180	103,313	12.2
55		1,000,953	153,208	15.3
56		1,131,615	182,173	16.1
57		1,269,311	209,479	16.5
58		1,389,924	233,655	16.8
59		1,519,510	299,836	19.7
60		1,670,681	396,129	23.7
61		1,813,505	480,224	26.5
62		1,973,039	537,342	27.2
63		2,148,116	587,512	27.4
H元		2,301,262	575,729	25.0
2		2,452,006	568,900	23.2
3		2,758,180	636,147	23.1
4		3,026,652	647,889	21.4
5		3,262,856	624,614	19.1
6		3,467,240	568,323	16.4
7		3,739,348	666,667	17.8
8		3,921,127	658,847	16.8
9		4,182,869	844,843	20.2
10		4,360,367	946,353	21.7
11		4,430,658	765,975	17.3
12		4,396,635	674,370	15.3

(注) 資金運用部貸借対照表ベース。

(出所) 財務省『財政金融統計月報』各号より作成。

3. 平成13年度からの財政投融資

(1) 財政投融資制度改革の要因

財政投融資制度改革の動きは、昭和50年代の財政投融資資金の多額の未消化・不用額の顕在化とともに強まってきた。第3表は財政投融資資金の消化状況(フロー)を示しているが、平成12年度には繰越額と不用額の合計が財政投融資計画額の30.6%にも達している。

「繰越額」は次年度への財政投融資計画額の繰越で制度上認められている。また「不用額」は不必要として予算執行を見合わせた金額であり、昭和53年度、59年度、平成5年度以降の不用額は著しいものがあった。

昭和52年度から昭和54年度までの多額の繰越額・不用額は、世間の強い批判を受け昭和

第5表 財政投融資原資の状況(フロー)

(単位: 億円)

区 分	平成13年度		平成14年度		平成15年度		平成16年度
	当初計画	実績	当初計画	実績	当初計画	実績	当初計画
財政融資	287,448	212,126	235,721	172,642	194,612	156,467	160,263
財政融資資金	261,148	187,003	210,021	147,693	168,412	132,664	141,263
郵便貯金資金	10,000	9,496	9,800	9,500	10,000	8,989	7,000
簡易生命保険資金	16,300	15,627	15,900	15,449	16,200	14,815	12,000
産業投資	790	1,249	367	911	447	414	805
産業投資特別会計	790	1,249	367	911	447	414	805
政府保証	37,234	28,738	31,832	22,915	39,056	33,205	43,826
政府保証国内債	29,613	25,097	24,902	19,199	31,862	28,799	36,996
政府保証外債	7,621	3,641	6,930	3,716	7,194	4,406	6,830
合 計	325,472	242,112	267,920	196,467	234,115	190,087	204,894

(注1) 財政投融資制度の改革に伴い、平成13年度から財政投融資計画に政府保証外債を加える等、原資区分の変更を行っている。

(出所) 財務省『財務投融資リポート』2004年版。

55年度までに通常水準へ是正されてしまった。これは財政投融資計画が慎重に策定されたことに加え、第4表に示されているように資金運用部資金の財政投融資計画外運用によるところが大きいといえる。すなわち資金運用部資金による国債引受けにより、繰越額や不用額の発生を抑制しようとしたのである。

しかし税収不足の下で国債発行額は増大を続けた。さらに金融の国際化要因も加わって(二つのコクサイ化)、金利自由化の大きな流れの中で財政投融資原資の約80%を占める資金運用部資金への預託金利も低水準に抑制されていたものが、従来より引き上げられ、財投対象機関への貸出金利が市中金利よりも割高となり、財投対象機関は民間金融機関に対する競争力を急速に低下させていった⁶⁾。

このような状況下で資金運用部資金による国債引受けは増大し、財政投融資計画での繰越額や不用額も平成7年度から比率が上昇し、前述のように平成12年度には30.6%に達した。さらに「豊富な財政投融資資金の活用により経済対策などを実施した結果、財投対

象機関等が肥大化し、民業を圧迫しているのではないか⁷⁾」等の指摘がなされ、市場原理との調和を図りながら、財投対象機関等の改革・効率化にも寄与するよう財政投融資制度を抜本的に改革することとなった。

(2) 財政投融資制度改革の概要

平成13年度(2001年度)の財政投融資制度改革の概要は以下の通りである。

郵便貯金や厚生年金・国民年金積立金の全額の資金運用部資金への預託義務廃止と、それら資金の金融市場を通じての自主運用の容認をする。

従来資金運用部資金に代わって「財政融資資金」が設置され、旧財政投融資の4原資が第5表のように「財政融資」「産業投資」「政府保証」の3原資に組み替えられた。

新設された財政融資資金の原資は、新たに発行する財投債(財政融資資金特別会計債⁸⁾)により、必要額だけ金融市場から調達する。

6) 預託金利と同水準で財投対象機関に貸し付けられる。

7) 財務省『財務投融資リポート』2004年 第1部3 - 。

8) 発行形態は通常の国債と相異はない。

第6表 預託金の残存期間別残高

(単位: 億円)

残存期間区分	1年未満	1年以上 2年未満	2年以上 3年未満	3年以上 4年未満	4年以上 5年未満	5年以上 6年未満	6年以上 7年未満	7年以上	合計
平成11年度末	754,700	491,450	507,605	468,061	574,942	587,053	510,522	485,918	4,380,250
平成12年度末	707,769	524,826	468,273	576,129	584,150	511,854	504,992	400,512	4,278,506
平成13年度末	615,155	470,432	576,779	583,768	513,073	510,996	343,522	96,580	3,710,304
平成14年度末	520,466	591,693	589,706	513,073	526,577	343,537	81,854	38,312	3,205,217
平成15年度末	651,878	589,467	512,303	528,158	343,841	83,944	28,435	26,361	2,764,386

(出所) 財務省『財務投融资リポート』2004年版。

財投債発行に伴って前述の郵便貯金や公的年金資金(厚生年金・国民年金積立金)の資金運用部資金への預託義務廃止と、簡保資金積立金からの財投協力も廃止された。しかし財政融資資金に引き継がれた既往貸付けを維持するのに必要な財投債引受けや、財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債についても、金融市場の激変緩和を図るために当初概ね2分の1程度の額の財投債の金融市場外引受けを郵便貯金資金・年金資金に大蔵大臣(現財務大臣)から7年間の経過措置として要請があり、各資金はその要請に対応している。

また簡保資金積立金についても、これまで財政投融资で果たしてきた役割を踏まえ、相応の財投債引受けを7年間の経過措置として対応している。

財政投融资計画の中の財政力の弱い地方公共団体への融資は、財政融資資金に加え郵便貯金資金・簡保資金積立金が、引き続き財政投融资の枠組内で直接貸付けを行うこととなった。

財投対象機関は財政融資資金からの借入れ以外に、財投機関債(財投対象機関が金融市場で個別に発行する政府保証のない公募債券)を財政投融资計画外で発行して資金調達することとなった。

財政融資資金への特別会計余裕金等の預託金利は市場金利に運動し、貸付金利も貸付期間や償還形態に応じ国債の市場金利(流通利回り)を基準に決定されるようになった。

(3) 財政投融资制度改革と経過措置期間

郵便貯金資金・公的年金資金

平成13年度(2001年度)の財政投融资制度改革により、郵便貯金資金・公的年金資金の資金運用部資金への預託義務が廃止され、これまで資金運用部資金に預託されていたこれらの資金は財政融資資金から返還されることとなった。これら資金は期間7年で預託されていた⁹⁾ため、返還は平成13年度から7年間かけて実施され、平成19年度(2007年度)までの7年間の経過措置期間と呼ばれている。経過措置期間終了後は、郵便貯金資金、公的年金資金は全額自主運用されることになっている。財政融資資金への預託金の残存期間別残高は第6表に示され、預託者別内訳は第7表のとおりであるが、郵便貯金資金、年金資金(厚生年金、国民年金)の預託残高は平成13年度(2001年度)から着実に減少している。

しかし第8表のように財政融資資金の貸付金の残存期間別残高で郵便貯金資金や公的年金資金の平均預託期間7年を超えているもの(最長30年)が、平成13年度で195兆6066億円、平成14年度で180兆4041億円、平成15年度で165兆0004億円にも達している。

財政融資資金原資としての財投債

したがって預託金返済後もこれらの預託金をもとに行っている貸付を継続できるよう財

9) 年金積立金は8年満期で預託される場合もある。

第7表 預託者別期末残高

(単位: 億円 [構成比: %])

区 分	平成11年度末	平成12年度末	平成13年度末	平成14年度末	平成15年度末
郵便貯金及び郵便振替	2,551,079 [58.2]	2,470,079 [57.7]	2,067,109 [55.7]	1,775,633 [55.4]	1,560,954 [56.5]
厚生保険特別会計	1,330,948 [30.4]	1,315,206 [30.7]	1,177,916 [31.7]	1,012,974 [31.6]	819,791 [29.7]
外国為替資金特別会計	102,873 [2.3]	116,181 [2.7]	123,363 [3.3]	124,406 [3.9]	111,760 [4.0]
労働保険特別会計	83,483 [1.9]	79,138 [1.8]	76,042 [2.0]	76,238 [2.4]	82,938 [3.0]
国民年金特別会計	108,910 [2.5]	110,720 [2.6]	94,462 [2.5]	91,327 [2.8]	78,481 [2.8]
共済組合	58,928 [1.3]	61,900 [1.4]	62,320 [1.7]	63,805 [2.0]	58,291 [2.1]
特別保健福祉事業資金	15,152 [0.3]	15,041 [0.4]	14,848 [0.4]	15,009 [0.5]	15,011 [0.5]
自賠保障事業特別会計	20,872 [0.5]	21,874 [0.5]	22,449 [0.6]	17,549 [0.5]	11,089 [0.4]
地震再保険特別会計	6,745 [0.2]	7,199 [0.2]	7,764 [0.2]	8,335 [0.3]	8,832 [0.3]
中小企業総合事業団	12,662 [0.3]	14,280 [0.3]	10,206 [0.3]	8,248 [0.3]	5,091 [0.2]
郵便貯金特別会計	37,601 [0.9]	6,305 [0.1]	8,912 [0.2]	1,700 [0.1]	- [-]
簡易生命保険特別会計	29,488 [0.7]	41,329 [1.0]	29,384 [0.8]	- [-]	- [-]
その他	21,509 [0.5]	19,255 [0.5]	15,530 [0.4]	9,992 [0.3]	12,149 [0.4]
合 計	4,380,250 [100.0]	4,278,506 [100.0]	3,710,304 [100.0]	3,205,217 [100.0]	2,764,386 [100.0]

(出所) 財務省『財務投融资リポート』2004年版。

第8表 財政融資資金の貸付金残存期間別残高

(単位: 億円)

区 分	1年以下	1年超 2年以下	2年超 3年以下	3年超 4年以下	4年超 5年以下	5年超 6年以下	6年超 7年以下	7年超 8年以下	8年超 9年以下
平成11年度末	400,033	90,464	137,713	147,271	184,418	149,172	148,842	205,926	238,793
平成12年度末	398,840	117,868	127,882	166,510	162,163	140,577	197,585	258,319	179,361
平成13年度末	383,562	108,341	146,677	144,230	168,134	186,366	248,878	172,340	132,283
平成14年度末	406,003	126,934	126,807	150,413	206,707	237,402	163,578	124,040	139,956
平成15年度末	423,468	109,427	132,666	188,345	255,153	154,159	116,271	131,101	100,370

区 分	9年超 10年以下	10年超 11年以下	11年超 12年以下	12年超 13年以下	13年超 14年以下	14年超 15年以下	15年超	合 計
平成11年度末	179,422	81,593	126,740	92,842	109,962	104,895	1,058,829	3,456,916
平成12年度末	130,310	120,314	89,265	105,024	106,662	104,165	1,055,004	3,459,849
平成13年度末	144,343	83,260	100,026	102,371	106,169	133,795	981,479	3,342,253
平成14年度末	99,046	93,225	97,621	101,256	130,524	145,317	873,056	3,221,886
平成15年度末	93,321	85,857	91,986	124,198	137,704	91,142	794,325	3,029,491

(出所) 財務省『財務投融资リポート』2004年版より作成。

政融資資金の資金繰りを確保する必要が出てきた。そのため既述のように財政融資資金は、財投債の発行を通じて金融資本市場から資金調達を行うこととなった。

財投債は国が発行する債券であり、国債の一種である。また商品性も通常の国債と同一で、発行も通常の国債と合算して行われ、金融商品としては通常の国債と差異がない。発行限度額も通常の国債同様国会の議決を受け、各年度の国債発行計画の中に位置づけられている。しかし財投債は償還・利払いが財政融

資資金の貸付回収金で賄われ、租税等を償還財源とする通常の国債とは区別されている。

財投債が新規に発行される分、国債発行額が増加するものの、自主運用される郵便貯金資金や公的年金資金が証券市場に流入することにより、市場の需給が著しく変動することはないと考えられている。

そこで証券市場の激変緩和を図るため、既述のように財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債の1部を、第4図に示されるイメージで平成13年度から7年間の経過措置とし

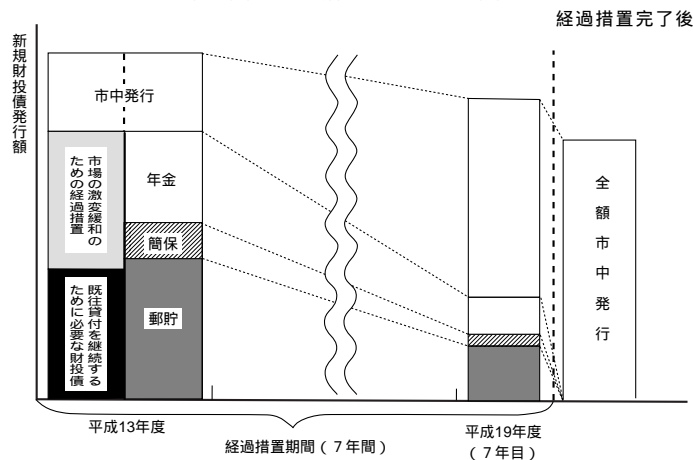
第9表 財投債の消化方法（当初計画）

	平成13年度	平成14年度	平成15年度	平成16年度
郵便貯金	15兆8,000億円	13兆6,000億円	9兆9,600億円	19兆7,000億円
簡易保険	3兆6,000億円	3兆1,000億円	2兆9,400億円	2兆4,000億円
年金資金	11兆9,000億円	6兆7,000億円	5兆6,500億円	7兆5,000億円
市中発行	12兆5,000億円	10兆9,527億円	11兆4,600億円	11兆7,000億円
合計	43兆8,000億円	34兆3,527億円	30兆 100億円	41兆3,000億円

（注）当初計画ベース。

（出所）郵政公社『郵便貯金』『簡易保険』各号資料より作成。

第4図 経過措置のイメージ図



（注1）既発行の財投債の償還資金に充てるため発行される財投債（借換債）を除く。

（注2）各年度の引受額は、市場の情勢、郵貯・簡保資金や財政投融資の事情を踏まえ、毎年度調整。

（出所）日本郵政公社資料。

て、郵便貯金資金や公的年金資金が証券市場外で直接引き受けることとなった。すなわち当初は郵便貯金資金や公的年金資金で財政融資資金の新規貸付けに必要な財投債の概ね2分の1程度を引き受け、漸次その割合を低下させていくというものである。また簡易保険積立金（簡保資金）も、これまで果たしてきた役割を踏まえ、相応の財投債引き受けを行うこととなり、第9表のように消化方法が当初計画ベースで決定されている。

財政投融資残高と財政融資資金

平成13年度からの財政投融資改革により、財政投融資のスリム化・重点化が進展することとなった。すなわち改革前の平成12年度財

政投融資計画（フロー）は37.5兆円であったものが、平成13年度32.5兆円、平成14年度26.8兆円、平成15年度23.4兆円、平成16年度20.5兆円と急速に減少してきている¹⁰⁾。

それに伴って第5図のように財政投融資計画残高も、平成12年度をピークに減少している。平成15年度末で財政融資321兆円、うち財政融資資金282兆円、産業投資3兆円、政府保証30兆円となっている（財政投融資原資は第5表を参照のこと）。

財政投融資の中で最大のシェアの財政融資資金の預託金残高と財投債残高は、第6図と第10表に示されている。これらの図表から郵

10) 財務省『財政投融資リポート』2004年版。

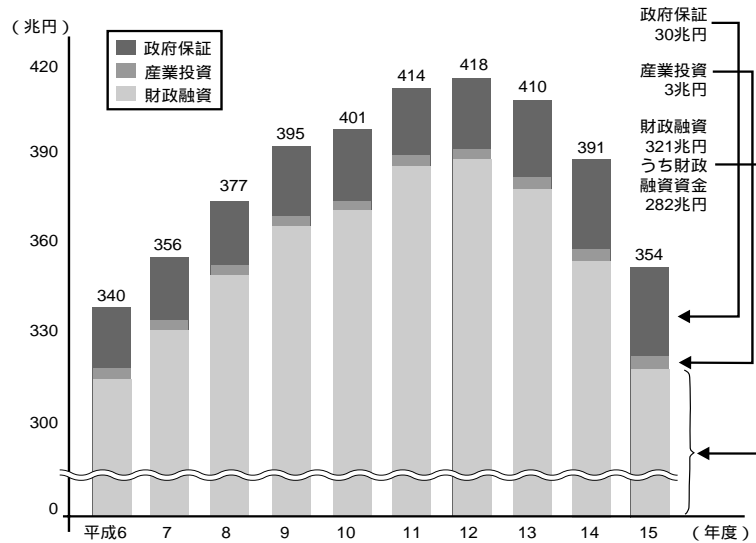
第10表 財政投融资資金の預託金・財投債残高

(単位:兆円)

	12年度末		13年度末		14年度末		15年度末		16年度末		増減累計 (16・12)
	実績	実績	増減額	実績	増減額	実績	増減額	実績	増減額		
預託	427.9	371.0	56.8	320.5	50.5	276.4	44.1	219.0	57.4	208.9	
財投資	-	43.8	43.8	75.6	31.8	91.8	16.3	122.8	30.9	122.8	
計	427.9	414.8	13.1	396.1	18.7	368.3	27.8	341.8	26.5	86.1	

(出所)財務省『財務投融资リポート』各号。

第5図 財政投融资計画残高の推移



(出所)財務省『財務投融资リポート』2002年版,2004年版。

郵便貯金資金と公的年金資金が財政融資資金において、預託金から財投債へ着実に切替られているといえるであろう。

4. 郵貯・簡保・年金積立金と証券市場

(1) 郵便貯金資金と証券市場

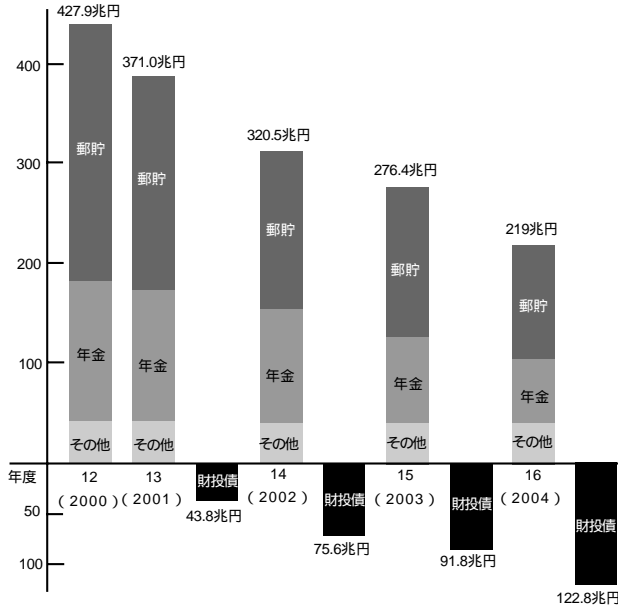
郵便貯金資金の自主運用残高の推移

郵便貯金資金の自主運用残高の推移は第7図に示されている。すなわち昭和61年度(1986年度)までは、郵便貯金資金は全額資金運用部に預託され自主運用は許されなかった。郵便貯金の受入れ(入口)の議論はあっても、自主運用(出口)の議論はなかったの

である。しかし既述のように昭和62年7月からは「金融自由化対策資金」による自主運用が認められ、出口の議論が可能となった。具体的手法として金融自由化対策資金は、いったん郵便貯金資金として資金運用部に全額預託したものの中から、預託条件と同じ借入れ条件(利率・期間)で改めて資金運用部から借り入れる形となった。そして金融自由化対策資金のその後の運用対象拡大については、本稿2-(2)で既述した通りである。

第7図から明らかのように、財政投融资改革で資金運用部(平成13年度からは財政融資資金)への預託義務が廃止された平成13年度から自主運用額が急増している。そして平成15年度末には郵便貯金が5.8兆円減少したも

第6図 財政融資資金預託金残高の推移

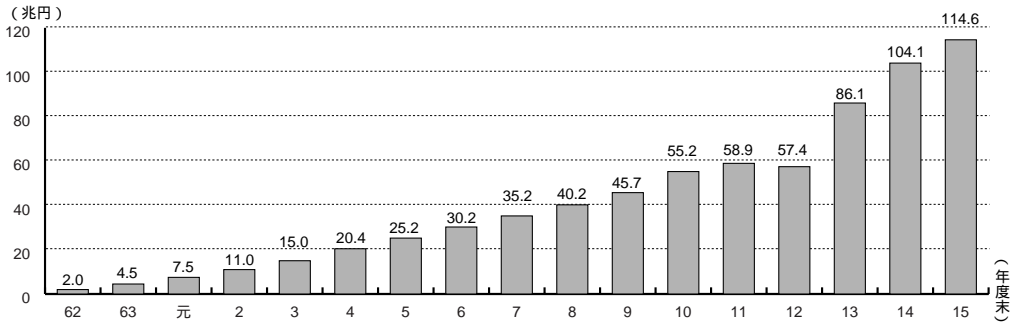


(出所)財務省『財政投融资リポート』2002年版,2004年版。

画」では、運用の基本方針として下記の7項目を挙げ、同時に第11表のような基本的ポートフォリオを示している¹²⁾。

- (ア)安全・確実性を重視した運用
- (イ)ALM(資産・負債総合管理)の実施
- (ウ)効率的なポートフォリオ管理
- (エ)運用方法(国内債券中心の満期まで保有するなど長期・安定的運用,分散投資の観点から株式等の運用を補完的に実施)
- (オ)委託運用(郵便貯金資金では直接運用できない株式を,信託銀行への金銭の信託を通じて運用対象として組み込むことにより,長期的に安定的収益を確保)

第7図 郵便貯金資金の自主運用残高の推移



(出所)郵政公社『郵便貯金 2004』2004年p.44.

の、財政融資資金預託金の償還金16.6兆円を市場運用したこと等で、自主運用額は10.5兆円増加し、114.6兆円に達している¹¹⁾。

郵便貯金資金運用の基本方針と基本的ポートフォリオ

「平成13年度における郵便貯金資金運用計

(カ)市場への影響に配慮(市場を攪乱することのないよう,各資産の市場規模に配慮し,長期・安定的な運用手法を基本)

(キ)財政投融资改革に伴う経過措置(平成13年度から7年間,郵便貯金資金の状況等を踏まえ財投債を引き受ける)

さらに平成15年4月からの郵政公社発足

11) 日本郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版 pp.43 - 44.

12) 郵貯資金研究協会編〔12〕 pp.34 - 35.

第11表 基本ポートフォリオ

運用資産 構成割合	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期運用
	80%	5%	5%	5%	5%

(注1) 地方公共団体貸付は、国内債券に含める。
 (注2) 国内株式、外国株式については、全額、委託運用(簡易保険福祉事業団を通じた単独運用指定金銭信託)により運用する。

かい離許容幅とリバランス
 かい離許容幅は、国内債券 +15% ~ -10%、外国債券及び国内株式 +3% ~ -4%、外国株式 +3% ~ -5%、短期運用 ±4%とする。
 なお、資産価値の変動等により、各資産の構成割合がかい離許容幅を超えた場合には、かい離許容幅の範囲内まで回復するよう新規の流入資金等により随時リバランスを実施する。

(出所) 郵便資金研究会編『郵便貯金資金運用の概説』平成14年度版、p.35.

に伴う「中期経営計画・年度経営計画」における郵便貯金資金運用の基本方針は以下の5項目である。

- (ア) 安全・確実性を重視した運用
- (イ) ALMおよびポートフォリオ管理の実施
- (ウ) 安全確実な運用方法として、国内債券を中心とした長期・安定的な運用手法を基本
- (エ) 「満期保有目的の債券」に区分することを基本
- (オ) 市場への影響に配慮
- (カ) 財政融資資金債(財投債)の引受け
- (キ) 地方公共団体に対する貸付け

また中期経営計画期間中の資産構成割合は、国内株式概ね2%以下、外国債券概ね3%以下、外国株式概ね1%以下、これらを合算して概ね4%以下にするというものである。

平成15・16年度運用計画(フロー)

郵政公社移行後の郵便貯金資金運用は上記の基本方針の下に実施され、第12表のように平成15年度の実績額と平成16年度の予定額が示されている。すなわち平成15年度実績値で新規運用額の86.3%を占める国債のうち市場購入が国債全体の62.7%、財政融資資金確保のための財投債引受(市場外引受)が35.8%、

第12表 郵便貯金資金運用計画(フロー)

(単位:兆円,%)

種目	15年度(実績額)	16年度(予定額)
国債	27.9(86.3)	37.2(92.3)
市場購入	17.5(92.3)	17.2(42.6)
財投債引受	10.0(30.9)	19.7(48.8)
窓口販売(募残引受)	0.5(1.5)	0.4(1.0)
地方債	0.9(2.7)	0.5(1.2)
社債	2.2(6.8)	1.2(2.9)
地方公共団体貸付	0.9(2.7)	0.4(2.2)
その他	0.2(0.6)	0.4(1.0)
合計	32.3(100.0)	40.3(100.0)

(注1) 国債・外国債の入替額を除く。「社債」には公庫公団債等を含む。

(注2) 「地方公共団体貸付」は、翌年度への繰越しがあるために計画額と見込額・予定額に差がある。

(注3) 四捨五入のため、一部合計と一致しない。

(出所) 郵政公社資料より作成。

窓口販売(募集残引受)が1.8%となっている。また公庫公団債を含む社債は全運用額の6.8%、地方債、地方公共団体貸付はともに全運用額の2.7%を占めている。

そして平成16年度予定額では、全運用額の92.3%が国債となっており、平成15年度よりも運用比率をさらに高めている。国債運用のうち46.2%が市場購入、52.9%が財投債引受、1.0%が窓口販売となっている。社債、地方債、地方公共団体貸付が前年よりも比率を減少させる中で、財投債引受けの増加が顕著である。

郵便貯金資金の種目別運用残高

(イ) 国債・地方債への資金運用

財政投融资改革後の郵便貯金資金の種目別運用残高のうち第13表は平成13年度・平成14年度末を示し、第14表は平成15年4月の郵政公社成立時と平成15年度末残高を示している。また第15表は平成15年度末の郵便貯金資金運用残高のうち有価証券の残存期間別残高である。

それぞれの表では会計基準の評価方法の差異で数字が必ずしも同一にはならないが、財政融資資金に過去預託されまだ償還期限がき

第13表 郵便貯金資金種目別運用残高

(単位:億円,%)

区 分	13年度末	14年度末
有 価 証 券	721,676 (30.2)	901,100 (38.6)
国 債	526,878 (22.0)	718,463 (30.8)
地 方 債	98,513 (4.1)	94,288 (4.0)
公庫公団債等	25,204 (1.1)	28,761 (1.2)
社 債 等	32,675 (1.4)	28,841 (1.2)
外 国 債	38,406 (1.6)	30,746 (1.3)
貸 付 金	7,238 (0.3)	17,743 (0.8)
地方公共団体	225 (0.0)	11,362 (0.5)
預 金 者 等	7,014 (0.3)	105,401 (4.5)
寄託金(指定単)	105,401 (4.4)	105,401 (4.5)
預 金 等	26,969 (1.1)	16,669 (0.7)
自 主 運 用 計	861,284 (36.0)	1,040,913 (44.6)
財政融資資金預託金	1,530,930 (64.0)	1,293,700 (55.4)
合 計	2,392,214 (100.0)	2,334,613 (100.0)

(注1) ()内は構成比。

(注2) 外国債は海外の発行体が発行した債券であり、円貨建債券を含んでいる。(以下同じ)

(注3) 財政融資資金預託金は、旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金(平成13年度末53兆3,500億円、平成14年度末47兆9,500億円)を除いている。

(注4) 預金等には、日本銀行預託金を含んでいる。

(出所) 郵政公社『郵便貯金2002』『郵便貯金2003』より作成。

ていない預託金を除いた自主運用額のうち、第13表では平成13年度末で有価証券にその83.8%が振り向けられている。また、有価証券の73.0%が国債、13.7%が地方債の購入となっている。

そして平成14年度末では自主運用額の86.6%が有価証券に振り向けられ、その79.7%が国債、10.5%が地方債の購入と、国債への資金運用比率が高まり、地方債比率が低下している。

国債への運用比率増大は第14表でも明らかである。郵政公社成立時の平成15年4月1日で、自主運用額の88.9%が有価証券で保有され、有価証券の79.7%が国債、10.3%が地方債となっていたものが、平成15年度末で自主運用額の92.3%が有価証券で、有価証券の81.2%が国債、8.9%が地方債となっている。

(口) 指定単(単独運用指定金銭信託)

第13表の郵便貯金資金自主運用額のうち平成13年度末で12.2%、平成14年度末で10.1%を占めている寄託金(指定単)とは、投資家(委託者)が信託銀行に金銭の信託を行い、これを信託銀行が他の投資家の資金と区分して、株式や債券等へ自らの投資判断で運用し、その成果を配当として投資家(委託者)に還元する金融商品のことである¹³⁾。

郵便貯金資金の指定単は、郵便貯金では直接運用できない株式等の資産を一部組み込む

第14表 郵便貯金資金の種目別資産残高(郵政公社発足後)

(単位:億円,%)

区 分	公社成立時		平成15年度末	
	資産残高	構成割合	資産残高	構成割合
有 価 証 券	918,131	39.5	1,058,964	46.6
国 債	731,235	31.4	860,091	37.8
地 方 債	94,386	4.1	94,834	4.2
社 債	58,544	2.5	69,026	3.1
うち公庫公団債等	28,661	1.2	38,370	1.7
外 国 債	33,966	1.5	35,011	1.5
金 銭 の 信 託	79,913	3.4	37,760	1.7
貸 付 金	17,743	0.8	27,861	1.2
地方公共団体貸付	11,362	0.5	20,411	0.9
預 金 者 貸 付 等	6,381	0.3	5,760	0.3
郵便業務への融通	-	-	1,690	0.1
預 金 等	16,609	0.7	22,195	1.0
自 主 運 用 計	1,032,396	44.4	1,146,782	50.4
預 託 金	1,293,700	55.6	1,127,200	49.6
合 計	2,326,096	100.0	2,273,982	100.0

(注1) 資産残高は、金融商品に係る会計基準に準じた評価額である。

(注2) 外国債は、外国政府等が発行する債券であり、円貨建債券を含んでいる。

(注3) 預託金は、旧金融自由化対策資金の借入金見合いの預託金を除いたものである。

(出所) 郵政公社『郵便貯金 2004』p.44.

第15表 有価証券の残存期間別残高(平成15年度末)

(単位:百万円)

区 分	1年以内	1年超 3年以内	3年超 5年以内	5年超 7年以内	7年超 10年以内	10年超	合 計
国 債	20,196,005	25,736,773	18,774,695	4,292,119	20,273,623	-	89,273,216
短期国債	8,094,265	-	-	-	-	-	8,094,265
中期国債	9,938,546	19,571,097	8,812,033	-	-	-	38,321,537
長期国債	2,163,332	6,129,073	9,480,563	4,027,813	20,150,210	-	41,950,993
超長期国債	-	36,603	482,098	264,305	123,412	-	906,419
地 方 債	643,040	2,515,250	3,235,680	2,143,465	943,948	2,112	9,483,497
社 債	908,778	2,477,508	1,927,749	1,155,043	348,507	85,042	6,902,630
うち 公庫公団債等	422,955	1,719,157	1,041,686	584,049	68,139	1,053	3,837,041
外 国 債	500,217	799,926	977,948	738,249	470,526	14,293	3,501,162
その他の証券	1,869,700	-	-	-	-	-	1,869,700
合 計	24,117,741	31,529,459	24,916,074	8,328,877	22,036,605	101,448	111,030,207

(注)「その他の証券」には譲渡性預金を計上している。

(出所)郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版, p.107.

ことにより、郵便貯金資金の運用資産全体として、より多様な金融商品に分散して運用し、長期的・安定的な収益を確保するため、平成元年度から実施されてきた。

指定単の仕組みは、郵便貯金資金の一部を簡易保険福祉事業団(簡保事業団)に「寄託」し、簡保事業団が寄託された資金の運用を「指定単」として信託銀行12行に委託するというものである。しかし平成14年度末で簡保事業団が解散し、それらの資産は日本郵政公社に時価で評価され承継され¹⁴⁾、平成15年度からは日本郵政公社が信託銀行12行に直接委託して運用することとなった。第14表の「金銭の信託」がそれである。

(八) 郵便貯金資金保有の有価証券残存期間別残高

第15表は郵便貯金資金で購入された有価証券の残存期間別残高を示している。有価証券残高111兆円のうち80.4%を占める国債は、国債全体の9.0%が短期国債、42.9%が中期国債、47.0%が長期国債、1.0%が超長期国債で運用されている。

13) 日本郵政公社『郵便貯金 2003』2003年版 pp.48 - 49.

14) 日本郵政公社『簡易保険 2003』2003年版 pp.48 - 49.

また国債は1年以内の残存期間のものが全体の22.6%、1年超3年以内が28.8%、3年超5年以内が21.0%、5年超7年以内が4.8%、7年超10年以内が22.7%、10年超はゼロとなっている。

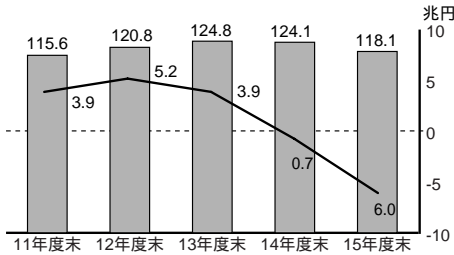
そして残存期間1年以内の国債では中期国債、1年超3年以内では中期国債、3年超5年以内では長期国債、5年超10年以内では長期国債の保有が多い。

さらに地方債は有価証券の8.5%を占め、地方債全体のうち残存期間1年以内が6.8%、1年超3年以内が26.5%、3年超5年以内が34.1%、5年超7年以内が22.6%、7年超10年以内が10.0%、10年超が0.02%となっている。

(2) 簡易保険資金と証券市場

簡易保険資金(簡保資金)の運用残高の推移
簡保資金の資金量は第8図に示され、日本郵政公社成立時も含めた資金量の明細とその増減の推移は第16表に示されている。第8図から簡保資金量が平成13年度末をピークに減少し、平成14年度末からはマイナスに転じていることが明らかである。これは低金利の継続や簡易保険の集中満期・新契約の伸び悩み等によるもので、平成15年度末には前年度に

第8図 最近5カ年の簡保資金量と増減の推移



(出所) 郵政公社『簡易保険 2004』2004年版, p.13.

表16表 簡保資金の推移と増減

簡保資金量の推移 (単位: 億円)		資金量の増減の推移 (単位: 億円)	
年度末	資金量	年度末	資金量
11	1,155,930	11	38,561
12	1,208,189	12	52,260
13	1,247,618	13	39,428
14	1,240,912	14	6,706
公社成立時	1,210,446	公社成立時	30,466
15	1,180,742	15	29,703

(注1) 平成15年4月の公社成立時に、平成14年度末の資産を、「金融商品に係る会計基準」に基づき評価する等して公社に承継した。

(注2) 単位未満の処理は、公社成立時まで四捨五入、平成15年度から切捨てで計上している。

(出所) 郵政公社『簡易保険 2004』2004年版, p.120.

比べ6兆169億円減少し、118兆742億円となっている。

なお平成14年度末(平成15年3月末)と日本郵政公社立時(平成15年4月1日)に資金量の差異があるのは、公社成立時に平成14年度末の資産を「金融商品に係る会計基準」に基づき時価評価等を行い、公社に承継したためである。

簡保資金運用の基本方針と基本的ポートフォリオ

簡保資金運用の基本方針は大筋で郵便貯金資金運用の基本方針と同一である。ただ基本的ポートフォリオは、日本郵政公社承継時点での資産額をベースに、次のような一定幅の範囲内で運用するよう第一期中期経営計画で

策定されている。

すなわち国内債券75～95%、外国債券2～6%、国内株式2～6%、外国株式0～3%、短期運用1～10%の範囲内で運用することとなっている。なお国内株式および外国株式については、委託運用で行うこととされている。

平成16年度運用計画(フロー)

平成16年度の簡保資金運用計画は第17表のとおりである。簡保資金の自家運用分については、確定利回りの国内債券を中心にして、長期的・安定的な運用を目指している。なお第17表に「委託運用」の項目がないのは、平成15年度に引き続き新規の資金追加を行わず、国内株式、外国株式および外国債券については、日本郵政公社成立時に保有している時価ベースの残高程度の運用を行うこととしているためである。また平成16年度の委託運用より、委託先多様化による競争促進の観点から、委託先に信託銀行に加えて投資顧問会社と投資一任契約を締結し、運用利回りの向上を図ろうとしている。

簡保資金の種目別運用残高

(イ) 国債・地方債・貸付金への資金運用

第18表は日本郵政公社成立前の平成12年度から平成14年度末までの簡保資金の運用残高、第19表は日本郵政公社成立後から平成15年度末までの簡保資金運用残高、第20表は平成15年度末における簡保資金保有の有価証券残存期間別残高を示している。

第18表、第19表から簡保資金の主要な運用種目として、有価証券、貸付金、運用寄託金を挙げることができる。有価証券への運用比率とくに国債への運用比率は年々増加しているが、この傾向は平成12年度から平成15年度末まで一貫している。平成15年度末の有価証券のうち62.9%が国債、8.8%が地方債、26.3%が社債(公庫公団債は22.5%)、1.9%が

第17表 簡易生命保険資金運用計画 (平成16年度)

(単位: 億円)

運用の部		原資の部	
項目	金額	項目	金額
債券	91,000	簡易生命保険資金増減	6,130
国内債券	90,200	回収金	170,479
国債	77,400		
(うち財投債引受額)	(24,000)		
地方債	3,600		
社債	9,200		
外国債券	800		
地方公共団体貸付	15,486		
契約者貸付	22,179		
短期運用	35,684		
合計	164,349	合計	164,349

(注1)「国債」には、経過措置による財投債引受額(2兆4,000億円)を含む。

(注2)「社債」には、公庫公団債等を含む。

(注3)「地方公共団体貸付」は、平成15年度債(1兆6,200億円)の繰越見込額及び平成16年度債(1兆2,000億円)の合計額を計上している。

(注4)「契約者貸付」及び「短期運用」は、運用期間に応じて運用額が増減することから、平成16年度末における運用予定額を計上している。

(注5)「回収金」には、平成15年度末の契約者貸付見込額2兆2,179億円及び短期運用見込額3兆8,008億円を含み、委託運用の委託先変更に伴う回収金は含まない。

(注6)委託運用については、新規資金の追加は行わず、国内株式、外国株式及び外国債券については、公社成立時の時価ベースの残高程度の運用を行うことを基本としている。

(注7)実際の新規運用額については、簡易生命保険資金の増減、各債券の発行・流通市場の状況等により、運用計画に比べて増減することがある。

(出所)郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版, p.121.

第18表 簡保資金運用残高 (公社成立前)

(単位: 億円, %)

運用種目	年度末	平成12年度		平成13年度		平成14年度	
		運用額	構成比	運用額	構成比	運用額	構成比
有価証券		660,596	54.7	720,675	57.8	779,664	62.8
国債		273,521	22.6	367,488	29.5	458,278	36.9
地方債		74,608	6.2	71,747	5.8	69,955	5.6
公庫公団債等		236,434	19.6	216,464	17.4	203,578	16.4
社債等		37,654	3.1	39,939	3.2	34,089	2.7
外国債		38,379	3.2	25,037	2.0	13,765	1.1
貸付金		313,402	25.9	304,074	24.4	280,803	22.6
国・公庫公団等		77,231	6.4	61,032	4.9	46,647	3.8
地方公共団体		176,521	14.6	184,403	14.8	190,057	15.3
簡保事業団		32,700	2.7	32,700	2.6	20,000	1.6
保険契約者		26,950	2.2	25,939	2.1	24,099	1.9
運用寄託金		130,311	10.8	130,311	10.4	143,000	11.5
預金等		51,621	4.3	53,129	4.3	28,451	2.3
財政融資資金預託金		46,260	3.8	30,428	2.4	-	-
国庫		6,000	0.5	9,000	0.7	-	-
日本銀行預託金		-	-	-	-	8,994	0.7
合計		1,208,189	100.0	1,247,618	100.0	1,240,912	100.0

(注)上記金額のうち、財政投融资等を通じた運用状況は次のとおりである。

(単位: 億円, %)

運用種目	年度末	平成12年度		平成13年度		平成14年度	
		運用額	構成比	運用額	構成比	運用額	構成比
財投等運用		508,140	42.1	460,235	36.9	399,308	32.2
財政投融资(一般財投)		461,880	38.2	429,807	34.5	399,308	32.2
国・公庫公団等		285,359	23.6	245,438	19.7	209,397	16.9
地方公共団体		176,521	14.6	184,368	14.8	189,911	15.3
財政融資資金預託金		46,260	3.8	30,428	2.4	-	-

(出所)郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版, p.124より作成。

第19表 簡保資金運用残高（公社成立後）

（単位：百万円，％）

運用種目	公社成立時（平成15年4月）		平成15年度末	
	運用額	構成比	運用額	構成比
有価証券	81,386,044	67.2	81,670,671	67.9
国債	47,992,020	39.6	51,402,553	42.8
地方債	7,540,596	6.2	7,188,055	6.0
社債等	24,169,322	20.0	21,485,052	17.9
うち公庫公団債等	20,533,041	17.0	18,370,393	15.3
外国債	1,684,104	1.4	1,595,008	1.3
金銭の信託	9,939,017	8.2	11,718,855	9.7
貸付金	25,534,787	21.1	24,755,338	20.6
地方公共団体貸付	18,464,097	15.3	19,116,552	15.9
国・公庫公団等貸付	4,446,761	3.7	3,253,551	2.7
保険契約者貸付	2,405,994	2.0	2,192,621	1.8
郵便業務への融通	217,934	0.2	192,614	0.2
預金等	4,184,706	3.5	2,052,035	1.7
合計	121,044,556	100.0	120,196,900	100.0

（注）上記金額のうち，財政投融资等を通じた運用状況は次のとおりである。

（単位：百万円，％）

運用種目	公社成立時		平成15年度末	
	運用額	構成比	運用額	構成比
財政投融资（一般財投）	39,403,763	100.0	36,525,297	100.0
地方公共団体	18,464,097	46.9	19,116,552	52.3
国・公庫公団等	20,939,666	53.1	17,408,745	47.7

（注）資産運用に関する指標の資料については，次のとおり処理している。

1 単位未満の数字について，平成15年4月の公社成立時以前は四捨五入，平成15年度末以降は切捨てで計上している。

2 計数は，特に注記のない限り，貸借対照表価額を計上している。

（出所）郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版，p.100。

第20表 簡保資金保有の有価証券残存期間別残高内訳（平成15年度末）

（単位：百万円）

運用種目	残存期間別						合計
	1年以下	1年超3年以下	3年超5年以下	5年超7年以下	7年超10年以下	10年超（注）	
国債	4,918,984	7,552,448	8,263,448	8,980,095	18,597,387	3,090,060	51,402,553
短期国債	1,299,870						1,299,870
中期国債	2,882,232	6,278,549	3,324,011	-			12,484,793
長期国債	736,881	1,194,802	4,382,035	8,743,993	18,078,274		33,135,927
超長期国債	-	79,097	557,530	236,161	519,112	3,090,060	4,481,962
（再掲：貸付有価証券）	21,015	313,575	287	976	1,284,027	703,424	3,136,806
地方債	946,513	3,641,062	1,164,271	863,700	561,755	10,752	7,188,055
社債	3,365,448	7,620,612	5,543,684	3,304,784	1,201,901	446,754	21,483,185
うち公庫公団債等	3,125,217	6,810,560	4,853,979	2,778,138	802,497	-	18,370,393
株式						1,866	1,866
外国債	139,165	319,163	162,689	532,150	258,985	182,854	1,595,008
その他の証券	-	-	-	-	-	-	-
合計	9,370,111	19,133,287	15,134,222	13,680,731	20,620,030	3,732,288	81,670,671

（注1）「国債」には，有価証券信託を含む。

（注2）「10年超」には，期間の定めのないものを含む（以下同じ）。

（出所）郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版，p.129。

外国債で運用されている。

これに対し貸付金は平成12年度から平成15年度末まで一貫して運用比率を低下させているものの，地方公共団体貸付は全簡保資金運用額の14～15%を維持しているのが注目される。

（ロ）指定単（金銭の信託）

簡保資金における運用寄託金（平成15年4月からは「金銭の信託」）制度は昭和62年度から開始され，平成14年度まで簡保事業団を通じ信託銀行に運用委託していた。しかし日

本郵政公社が成立した平成15年度からは、公社が直接信託銀行に運用を委託している。第21表は平成15年度末の金銭の信託11兆7188億円(第19表)の各信託財産の取得原価と時価評価額、評価差額を示しているが、時価評価額の多い順に国内株式、外国債券、外国株式、国内債券となっている。

なお郵便貯金資金の金銭の信託同様、平成16年度からは信託銀行に加え、投資顧問会社との投資一任契約による運用の開始を行っている。

(ハ) 財政投融资(一般財投)協力

簡保資金のうち「余裕金」は、既述のように日々収納される歳入金(保険料等)から日々支出される歳出金(保険金等)を差し引いた余裕現金である。財政投融资改革前は資金運用部への預託が義務づけられていたが、第18表のように資金運用部資金を引き継いだ財政融資資金では、平成14年度から残高ゼロとなっている。

また簡保資金は郵貯・年金とは異なり資金運用部への預託義務はなかったものの財投協力の形で、直接財投対象機関へ長期の投融资を行ってきた。第18表・第19表から簡保資金による財政投融资等を通じた資金運用は、国・公庫公団等と地方公共団体に分類される。

国・公庫公団等への運用額は減少傾向にあるのに対し、地方公共団体への運用額は18兆円前後で安定的に推移している。

(ニ) 簡保資金保有の有価証券残存期間別残高

第20表は平成15年度末の簡保資金保有の有価証券の残存期間別残高である。全有価証券の62.9%が国債で運用され、国債の2.5%が短期国債、24.3%が中期国債、64.5%が長期国債、8.7%が超長期国債で保有されている。

また地方債は有価証券の8.8%、社債は有価証券の26.3%、外国債は有価証券の1.9%となっている。

有価証券残存期間別残高は、1年以下が11.5%、1年超3年以下が23.4%、3年超5年以下が18.5%、5年超7年以下が16.8%、7年超10年以下が25.2%、10年超が4.6%となっており、中・長期の運用に重点が置かれている。

(三) 公的年金資金(年金積立金)と証券市場

公的年金資金(年金積立金)の運用の推移
公的年金(厚生年金と国民年金)は現役世代の保険料負担で高齢者世代を支えるという世代間扶養を基本に運営されている。そして保険料のうち年金給付に充てられなかったものを年金積立金として管理・運用し、その収益を年金財政の安定化に活用することとされている。

(イ) 年金積立金の平成12年度末までの運用

年金積立金は第1図のように郵便貯金と同様、全額運金運用部に預託義務を課されてい

第21表 金銭の信託の取得原価・時価(平成15年度末)

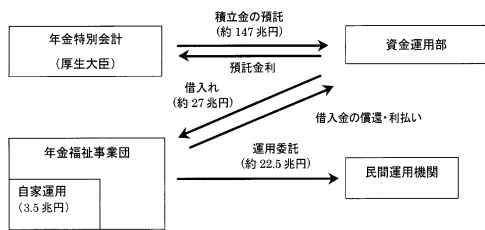
(単位:百万円)

区分	取得原価	貸借対照表価額 (時価)	評価差額	評価差額	
				うち益	うち損
国内債券	1,287,851	1,259,869	27,981	87	28,068
国内株式	3,840,112	5,346,849	1,506,736	1,513,603	6,867
外国債券	2,564,070	2,483,683	80,387	9,595	89,982
外国株式	1,200,650	1,361,795	161,144	181,264	20,119
不動産	40,083	40,083	0	0	0
その他	1,226,617	1,226,573	44	3	47
合計	10,159,386	11,718,855	1,559,468	1,704,554	145,086

(注) その他はコールローン等である。

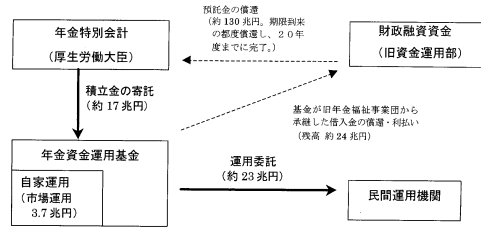
(出所) 郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版, p.88.

第9図 年金積立金の運用（平成12年度末まで）



(注) 図の数値は平成12年度末を示す。
 (出所) 年金資金運用基金『平成14年度資金運用業務概況書』平成15年7月、p.2より作成。

第10図 年金積立金の運用（平成13年度以降）



(注) 図の数値は平成13年度末を示す。
 (出所) 第9図と同じ

た。しかし第9図のように昭和61年（1986年）から平成12年度（2000年度）までは年金福祉事業団が資金運用部から預託金利と同一水準で借入れ、資金確保事業と年金財源強化事業を通じて自主運用を行ってきた。

また運用手段は投資顧問4社の助言を得る自家運用を除いて、信託銀行13行、生命保険5社、投資顧問26社の民間運用機関に委託されていた。

(ロ) 年金積立金の平成13年度以降の運用

平成13年度からは財政投融资改革により、年金積立金の財政融資資金（旧資金運用部）への預託義務が廃止され、第10図のように年金福祉事業団の資金運用業務は年金資金運用基金に承継され、平成22年度まで実施されることとなった。

したがって年金積立金は厚生労働大臣による自主運用となり、厚生労働大臣が資金運用部への預託金の償還金（平成20年度までに完了）と合わせて年金資金運用基金に資金を寄託して運用することとなった。

さらに年金資金運用基金は、市場での自家

運用を除いて既述の民間運用機関に運用委託するとともに、旧年金事業団が旧資金運用部から借り入れて自主運用していた借入金の償還・利払いを承継した（平成15年度末の民間運用機関は信託銀行11行、投資顧問30社である）。

年金積立金の運用方針

年金積立金の運用方針を平成7年（1995年）には、運用資産管理を従来の簿価から時価に変更し、総合収益を目標とする、長期目標に基づいたリスクと収益率を考慮した基本ポートフォリオを策定し、ポートフォリオ管理を厳密に行う、従来のバランス型運用に特化型運用を加えることとした。

バランス型運用とは複数資産を運用することであり、資産構成割合は運用機関が一定範囲内で変更し、資産配分効果を得るとともに超過収益を追求するものである。また特化型運用は国内債券や外国債券・外国株式等、特定の資産に特化して行うものである。

さらに平成8年度には第22表のようにパッ

第22表 パッシブ運用とアクティブ運用の比率の推移

(単位：%)

年度	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度	平成13年度	平成14年度	平成15年度
パッシブ運用	6.44	8.37	9.14	17.93	28.73	50.07	65.54	74.89
アクティブ運用	93.56	91.63	90.86	82.07	71.27	49.93	34.46	25.11

(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成12年版、13年版、14年版、15年版より作成。

シブ運用とアクティブ運用を明確に区別し、従来のアクティブ単独運用からパッシブ運用の比率を拡大させ、平成13年度からはパッシブ運用重視となってきた。ここでアクティブ運用とは、運用銘柄を厳選して市場平均以上の収益率を追求するものをいい、パッシブ運用とは、市場平均の基準指標（ベンチマーク）に追随し市場平均並みの収益率を確保する手法である。

年金積立金の運用資産構成

(イ) 平成12年度末の資産構成

資金運用部への預託義務を課されていた最後の年度となった平成12年度末の年金積立金の自主運用資産構成は第23表に示されている。運用総額25兆9530億円は、年金財源強化事業18兆9296億円と資金確保事業7兆236億円の合計で、年金福祉事業団による資金運用の基本ポートフォリオに従ったものである。基本ポートフォリオは国内債券58%、転換社債4%、国内株式22%、外国株式11%、短期運用5%で、外国債券は国内債券の代替資産として10%を限度に投資することが可能で、許容乖離は各資産とも±5%となっている。¹⁵⁾

(ロ) 平成13年度からの資産構成

財政投融資資金に預託義務が廃止された平成13年度からの資金運用の基本ポートフォリオは、第24表に示されている。この基本ポートフォリオは、財政投融資資金から償還される預託金の配分を通じて、償還が終了する平成20年度に実現することとされ、それまでの期間は年度末に達成すべき資産構成割合（移行ポートフォリオ）を厚生労働大臣が社会保障審議会に諮問し、毎年度策定し公表されている。

第25表は毎年度の移行ポートフォリオに沿って運用された資産構成を示している。なお

¹⁵⁾ 年金資金運用基金『年金資金運用概説書』平成12年版 pp.13 - 14.

第23表 資産構成（平成13年3月末時価総額）
（単位：億円、%）

	資産額	構成比
債券	154,099	59.38
うち外国債券	10,599	4.08
転換社債	3,427	1.32
国内株式	62,755	24.18
外国株式	33,252	12.81
短期資産	5,998	2.31
合計	259,530	100.0

(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成12年版, p.7.

移行ポートフォリオは、財政投融資資金への預託金残高や財投債も含めた総運用資産額と、年金資金運用基金による市場運用分の2種類が策定される。策定は総運用資産額を前提として資産構成割合を決定することになるので、市場運用分だけでなく運用資産全体で分散投資が行われることとなる。

5. 主体別国債保有の推移

日本銀行の「資金循環統計」を基に、主体別国債保有残高の推移を示したものが第26表、主体別国債保有残高の構成比の推移を示したのが第27表である。

(1) 第26表、第27表の前提条件

国債には、政府短期証券（Financing Bills, FB）を含めていない。また「銀行等」には国内銀行、在日外銀、農林水産金融機関、中小企業金融機関等が含まれる。なお平成13年4月からの財政投融資制度改革に伴い、「資金運用部」から「財政投融資資金」に名称変更されたため、平成12年以前も財政投融資資金で資金運用部を表している。そして平成13年度以降の数値には従来の国債（普通国債）に加え財投債も含まれている。

「その他」には、証券投資信託、ノンバンク、公的金融機関（財政投融資資金を除く）等

第24表 基本ポートフォリオ

	国内債券	国内株式	外国債券	外国株式	短期資産
資産構成割合	68%	12%	7%	8%	5%
乖離許容幅	± 8%	± 6%	± 5%	± 5%	-

(注) この基本ポートフォリオは、平成11年の財政再計算結果に基づき、平成13年3月に策定されたものである。
(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版、p.3.

第25表 財投債を含む運用資産全体の構成状況

年 末 運用 種目	平成13年度末		平成14年度末		平成15年度末	
	時価 総額 (億円) (但し、財投債は償却 原価法による簿価)	構成比	時価総額(億円) (但し、財投債は償却 原価法による簿価)	構成比	時価総額(億円)	構成比
国内債券	262,811	68.08%	348,424	69.39%	474,814	67.50%
市場運用	143,673	37.22%	162,269	32.32%	252,012	35.83%
財投債	199,138	30.86%	186,155	37.07%	222,801	31.67%
国内株式	68,251	17.68%	73,818	14.70%	120,019	17.06%
外国債券	13,459	3.49%	25,458	5.07%	39,520	5.62%
外国株式	38,203	9.90%	44,676	8.90%	59,255	8.42%
短期資産	3,291	0.85%	9,766	1.94%	9,804	1.39%
合 計	386,014	100.00%	502,143	100.00%	703,411	100.00%

(注) 財投債の時価総額欄は未収益を含んだ償却原価法による簿価
(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成13年版、14年版、15年版より作成。

の金融仲介機関および非仲介型金融機関が含まれている。そして簡易保険は「生命保険」から「うち民間生命保険会社」を除いたもので表している。なお四捨五入のため、計数は必ずしも一致しない。またPは速報値を示している。

(2) 国債発行残高の前年度比増加率

第26表の国債発行残高合計から明らかなように、平成元年(1989年)にバブルのピークを迎え、平成2年からバブル崩壊が始まるとともに日本経済も平成大不況へ突入し、政府の租税収入が減少するとともに、国債発行額も増大を続けている。

平成2年度から4年度までは前年度比3%台の国債発行残高の増加率が、5年度から6年度には7%台、7年度9%台、8年度8%台、9年度5%台、10年度14%台、11年度12%台、12年度10%台、13年度18%台、14年度13%、15年度10%台と急増を続けている。

(3) 主体別国債保有残高と保有比率

平成16年3月末時点で国債保有残高(構成比)の多い主体順に列挙すると以下の通りである。

銀行21.8%、日本銀行15.0%、郵便貯金14.8%、その他(年金基金・投資信託・証券会社・損保等)10.2%、財政融資資金9.4%、簡易保険9.2%、一般政府7.6%、民間生保5.0%、海外3.6%、家計2.6%、対家計民間非営利団体1.1%、非金融法人企業。

(4) 郵貯・簡保・年金積立金と国債保有

本稿では戦後復興に貢献してきた財政投融資制度が、国債の大量発行・金融の国際化・自由化の中で多額の繰越額・不用額の発生とともに大きく変容を迫られてきたことを概観してきた。

そして財政投融資資金の大量の繰越額・不用額を減少させるため、財政投融資資金の最

第26表 主体別国債保有残高の推移

(単位:兆円)

年度末	金融機関	日本銀行	郵便貯金	簡易保険	財政融資資金	銀行等	民間生保	その他年金基金投資信託証券会社損保等	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	合計
H元	133.9	14.5	4.0	0.4	42.6	49.3	3.1	20.0	0.3	4.2	6.1	1.8	1.9	148.2
2	136.2	11.1	5.5	0.7	49.0	47.5	2.1	20.3	0.4	5.2	7.6	2.1	4.7	156.3
3	147.4	9.3	7.2	1.1	56.3	46.6	2.2	24.6	0.3	4.4	7.6	2.1	8.3	170.1
4	164.1	11.4	9.0	1.6	60.9	47.1	4.3	29.8	0.2	5.2	6.9	2.1	7.0	185.6
5	180.1	14.6	11.4	4.2	58.5	54.2	5.7	31.5	0.2	6.3	6.3	2.7	7.9	203.5
6	190.2	17.6	13.1	5.9	53.6	54.3	10.1	35.7	0.3	8.7	7.3	3.0	9.3	218.9
7	211.6	27.2	16.8	9.0	52.7	53.2	15.4	37.3	0.3	9.1	7.3	3.8	9.4	241.5
8	236.1	32.5	19.8	11.9	57.9	55.1	17.7	41.2	0.5	8.9	7.8	5.1	12.3	270.7
9	256.9	34.7	23.2	13.7	69.5	57.1	17.8	40.9	0.4	10.1	8.1	5.8	18.4	299.7
10	287.1	38.6	27.1	18.5	82.7	61.9	18.4	40.0	0.3	11.1	7.3	5.8	27.5	339.1
11	321.9	43.5	28.5	26.5	79.9	73.2	20.6	49.8	0.4	11.9	6.6	7.2	18.7	366.7
12	357.8	47.5	26.2	29.5	77.3	96.0	21.6	59.7	1.2	11.6	10.1	3.7	24.5	409.0
13	406.0	70.0	54.1	39.7	70.9	89.1	24.1	58.0	1.3	27.2	12.4	5.6	16.7	469.2
14	468.2	81.1	75.7	50.6	65.7	101.3	27.7	66.1	1.3	33.1	12.7	5.1	18.3	38.7
15	485.4	85.5	84.5	52.3	53.5	122.9	28.4	58.2	0.7	43.3	14.5	6.1	20.0	569.9
16.0(P)	487.6	84.7	86.9	49.1	49.5	127.0	30.4	59.9	0.5	46.8	15.7	6.4	18.9	576.0

- (注1)「銀行等」には、国内銀行、在日外銀、農林水産金融機関、中小企業金融機関等が含まれる。
- (注2)平成13年4月の財政等融資制度改革に伴って、「資金運用部」から「財政融資資金」に変更された。また、H13年度以降の計数には、従来の国債に加え財投債を含む。
- (注3)「その他」には、証券投資信託、ノンバンク、公的金融機関(財政融資資金を除く)などの金融仲介期間および非仲介型金融機関が含まれる。
- (注4)四捨五入のために計数に不一致がある。
- (注5)(P)は速報値。
- (出所)日本銀行「資金循環統計」より作成。

第27表 主体的国債保有残高の構成比の推移

(単位:%)

年度末	金融機関	日本銀行	郵便貯金	簡易保険	財政融資資金	銀行等	民間生保	その他年金基金投資信託証券会社損保等	非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	合計
H元	90.4	9.8	2.7	0.3	28.8	33.3	2.1	13.5	0.2	2.9	4.1	1.2	1.3	100.0
2	87.2	7.1	3.5	0.5	31.3	30.4	1.4	13.0	0.3	3.3	4.9	1.3	3.0	100.0
3	86.6	5.5	4.3	0.6	33.1	27.4	1.3	14.5	0.2	2.6	4.5	1.2	4.9	100.0
4	88.4	6.1	4.9	0.9	32.8	25.4	2.3	16.0	0.1	2.8	3.7	1.1	3.8	100.0
5	88.5	7.2	5.6	2.1	28.8	26.6	2.8	15.5	0.1	3.1	3.1	1.3	3.9	100.0
6	86.9	8.0	6.0	2.7	24.5	24.8	4.6	16.3	0.1	4.0	3.3	1.4	4.3	100.0
7	87.6	11.3	7.0	3.7	21.6	22.0	6.4	15.4	0.1	3.7	3.0	1.6	3.9	100.0
8	87.2	12.0	7.3	4.4	21.4	20.4	6.5	15.2	0.2	3.3	2.9	1.9	4.6	100.0
9	85.7	11.6	7.7	4.6	23.2	19.1	5.9	13.7	0.1	3.4	2.7	1.9	6.1	100.0
10	84.7	11.4	8.0	5.4	24.4	18.2	5.4	11.8	0.1	3.3	2.1	1.7	8.1	100.0
11	87.8	11.9	7.8	7.2	21.8	20.0	5.6	13.6	0.1	3.2	1.8	2.0	5.1	100.0
12	87.5	11.6	6.4	7.2	18.9	23.5	5.3	14.6	0.3	2.8	2.5	0.9	6.0	100.0
13	86.5	14.9	11.5	8.5	15.1	19.0	5.1	12.4	0.3	5.8	2.6	1.2	3.6	100.0
14	86.9	15.0	14.1	9.4	12.2	18.8	5.1	12.3	0.2	6.1	2.4	1.0	3.4	100.0
15	85.2	15.0	14.8	9.2	9.4	21.6	5.0	10.2	0.1	7.6	2.6	1.1	3.5	100.0
16.0(P)	84.6	14.7	15.1	8.5	8.6	22.1	5.3	10.4	0.1	8.1	2.7	1.1	3.3	100.0

(出所)第27表と同じ。

大の供給源である資金運用部資金の財政投融資計画外運用、とくに国債引受けが増大してきたことも指摘した。しかし一時点に繰越額・不用額は減少したものの、再び増大し、財政投融資制度改革が平成13年度から実施された。

すなわち財政投融資資金の主要な源資である郵便貯金資金・年金積立金の資金運用部（平成13年度からは財政融資資金）への預託義務の廃止・簡保資金の財投協力への廃止とともに、資金運用部に預託されていた郵便貯金資金・年金積立金の償還が完了する7年間の過渡的期間は、郵便貯金資金・年金積立金・簡保資金に財投債の引受けを要請するというものである。

長期的・安定的な資金運用を迫られている郵便貯金資金・簡保資金・年金積立金の国債保有残高と保有残高構成比も第26表・第27表から明らかなように増大を続け、平成16年3月末では郵便貯金と簡易保険で国債発行残高の24%を占めるまでに拡大をしている。現在、郵政3事業（郵便事業・郵便貯金事業・簡易保険事業）の民営化論議が政府主導で進められているが、国債保有状況と証券市場への影響を考慮に入れた地に足を付けた改革論議と、国債発行額減少のための政策論議が今ほど必要な時はないといえるだろう。

次節では従来あまり検討されなかった巨額の運用資産を保有する郵便貯金、簡易保険、年金積立金のリスク管理の状況について概観することにしたい。

6 郵便貯・簡保・年金積立金のリスク管理

(1) 郵便貯金のリスク管理

郵便貯金に係るリスク

(イ) 企業価値変動リスク

郵便貯金の資産は資金運用部資金預託金

（預託期間7年、固定金利）が大半であったものが、全額自主運用が開始された平成13年度以降、新規運用分から国債等の有価証券中心に移行している。これに対し負債は定額貯金（最長預入期間10年、固定金利、6カ月経過後払戻自由）が大部分を占める。

このような郵便貯金の特性から金利上昇時は定額貯金の預け替えが生じ、定額貯金と運用資産の金利期間のミスマッチが発生し、将来の損益が変動するリスクと、金利変動による国債等有価証券の価値が変動するリスクがあり、これらを合わせて「企業価値変動リスク」と呼ぶことが多い。

(ロ) オペレーショナルリスク

郵便貯金への信頼性維持を目的としたオペレーショナルリスクには、市場関連リスク、流動性リスク、システムリスク、事務リスク等がある。

市場関連リスクとは、資金調達・運用・運用委託等の市場取引、ALM（Asset and Liability Management、資産負債管理）の管理基準が不適切、または管理が適切に行われないことにより損失を被るリスクである。

流動性リスクとは、資金配置・資金繰りの管理基準が不適切であったり、適切な管理が行われないことにより、郵便貯金の払い戻しに応じられなかったり、資金決済に必要な資金確保が困難になることから生じるリスクである。

システムリスクとは、システムの企画・開発・運行、システム委託、セキュリティに係る管理基準や管理が不適切であることからシステム障害、不正使用等が発生するリスクである。

事務リスクとは、事務処理・事務委託等に係る管理基準や管理が不適切であることから損失を被るリスクである。

企業価値変動リスクの計測とリスク管理

郵便貯金では企業価値変動リスクを計測する手法として、CEVaR (Company Earnings and Value at Risk) を具体化した郵便貯金のリスク管理モデルである「RaVEC (登録商標)」を用いたシミュレーションを実施している。

CEVaRは、EaR (Earning at Risk) が長期的な期間損益の変動が計測可能なものの、資産負債の時価評価に対応していない弱点を克服するものである。すなわち第11図に示されているように「企業価値変動 = 期間損益変動 + 資産負債価値変動」として把え、将来の金利、

株価等の変動に対する現在の郵貯ビジネス (ストックビジネス) の「抵抗力」を計量的・確率的に確認しようとするものである。

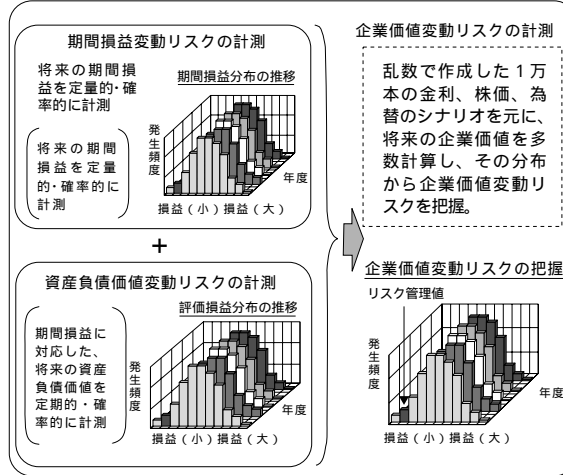
CEVaRを具体化した第12図の郵便貯金のリスク管理モデル

(RaVEC) は、乱数により作成した1万本の金利・為替・株価のシナリオを基礎に将来の資産・負債を推計し、それぞれの時点での期間損益と資産価値変動のシミュレーションで得られる損益分布から企業価値変動リスクを定量的・確率的に把握し、1万通りの計測結果から最悪95%値 (良い方から数えて9,500番目の数値) が赤字とならないような管理を目指している。

オペレーショナルリスク対応

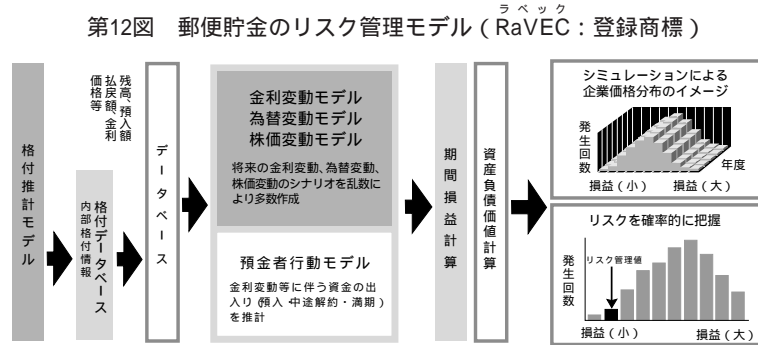
郵便貯金事業運営上発生するのがオペレーショナルリスクであり、業務フローやリスク

第11図 企業価値変動リスクの把握・分析



(出所)日本郵政公社『日本郵政公社 2004』2004年版, p.48.

第12図 郵便貯金のリスク管理モデル (RaVEC: 登録商標)



(出所)日本郵政公社『日本郵政公社 2004』2004年版, p.27.

評価シートを使用してリスクを発見し、その原因や管理体制を含めて再認識し、リスクマップによるリスクの発生頻度・影響度を評価して「管理リスク」の低減に務める必要がある。また市場関連リスク、流動性リスク管理には増減額や上限値の設定、内部格付による取引先の制限等適切なALMも不可欠である。

(2) 簡易保険のリスク管理

簡易保険に係るリスク

まず第1に保険引受リスクが挙げられ、保険事故の発生率、運用利回り、事業費が保険

料設定時の予測に反して変動することにより損益が悪化するリスクである。

第2に資産運用リスクとしては、市場リスク、信用リスク、市場流動性リスク等に分類できる。市場リスクは金利・株価・為替等の変動により、運用利回りや資産評価が変動するリスクである。また信用リスクは信用供与先の財務状況悪化で、運用利回りや資産評価額が変動するリスクである。そして市場流動性リスクは市場の混乱等で市場で取引不能になったり、通常より著しく不利な価格での取引をせざるをえないことにより、運用利回りや資産評価額が変動するリスクである。

第3に資金繰りリスクは、保険解約の増加により資金繰りが急速に悪化し、資金ショートするリスクである。

第4に事務リスクは、役員または職員が正確な事務を怠る、あるいは事故、不正等を起こすことにより損失を被るリスクである。

第5にシステムリスクは、情報システムの障害や不正使用等により損失を被るリスクである。

各種リスクへの対応

上記の各種リスクを総合的に管理するため郵政公社の簡易保険事業本部では第13図のようなリスク管理体制を構築している。たとえば保険引受リスクについては、第一層の事務部門で引受基準の遵守状況、保険事故発生状況等の自己管理を行い、第二層である企画部門では第一層からの報告に基づいて中長期の計画や責任準備金の積立可能性の面から必要に応じ保

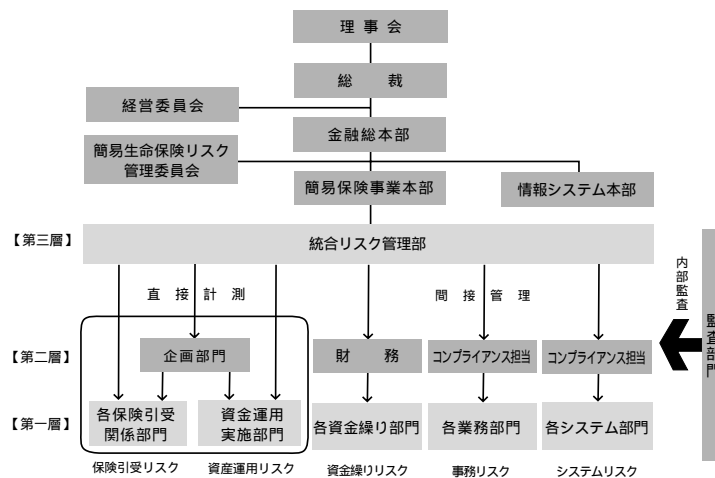
険料や経営計画見直しを検討する体制を確保している。そして第三層のリスク管理部門では保険事故の発生率、市場動向、事業費等の状況を考慮し、自らリスク計測を行ったり、第一層、第二層のリスク管理状況を検証するとともにリスク管理委員会への報告を行う等重層的リスク管理体制を整備している。

資産運用リスクへの対応

資産運用リスクの中で市場リスクに対しては、簡易保険事業での生命保険契約が長期にわたる契約であることから債券や貸付等を中心に長期的・安定的な運用を行っており、価格変動が債券等と異なる株式等へも一部運用する等の分散投資で市場リスク軽減を図っている。

また市場リスク管理では株式、債券等異なる資用資産の市場リスクを統一的指標で管理するためVaR (Value at Risk) を利用して、市場リスク量が一定範囲内に収まるように工夫している。しかしVaRは通常の市場環境下でのリスク量を示すものでしかないので、予想を超える相場下落等のケースを策定し、損

第13図 簡易保険事業本部のリスク管理体制



(出所) 日本郵政公社『簡易保険 2004』2004年度, p.24.

失額をシミュレーションする(ストレステストの実施)等によりVaRで把握できないリスクについても対応する必要があるといえる。

マルチファクターモデルによるリスク分解等種々の分析ツールを活用してリスク管理を行っている。

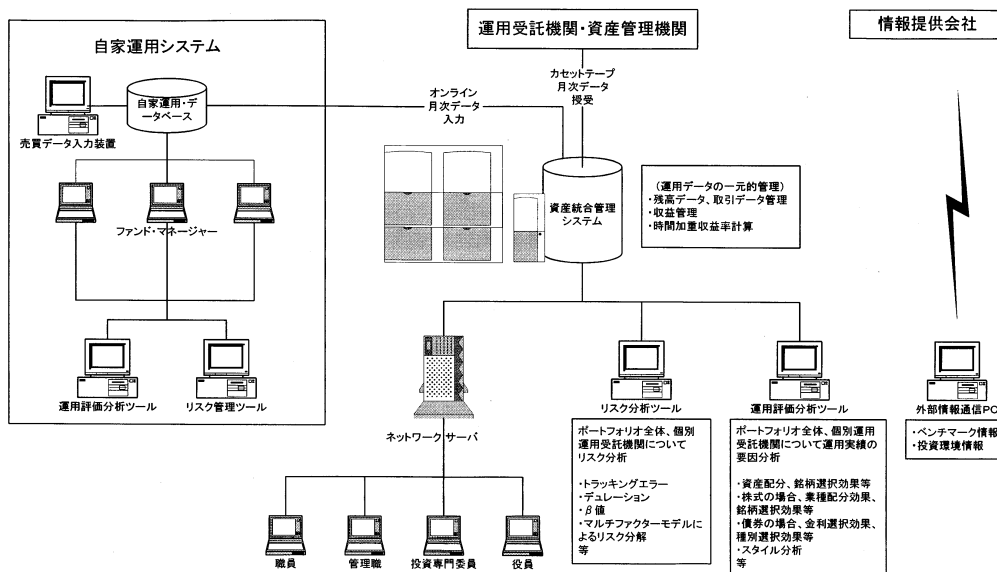
(3) 年金積立金のリスク管理

運用受託機関ごとのリスク管理

年金資金運用基金のリスク管理体制
年金資金運用基金第14図のような資産統合管理システムを構築するとともに、ポートフォリオ全体、個別運用受託機関について、トラッキングエラー、デュレーション、値

また各運用受託機関に対しては第28表のようなリスク管理に関する事項をガイドラインに規定し、年金資金運用基金の基本方針や管理運用方針の徹底を図っている。

第14図 年金資金運用基金の資産統合管理システム



(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版, p.26.

第28表 ガイドラインに規定しているリスク管理項目の例

- ・国内債券及び外国債券については、信用リスクの管理の観点から、一定以上の格付(BBB格以上。なお、平成15年度までは、外国債券についてはAA格以上。)のある資産を投資対象とすること。
- ・流動性(必要に応じて短期間に妥当な価格で現金化できるかどうか)の観点から、株式について証券取引所、店頭市場において公開された株式の銘柄とすること。
- ・分散投資による運用リスクの管理、市場における価格形成への影響の排除等の観点から、原則として各ファンドにおける1銘柄当たりの構成割合を5%以下とすること。
- ・金融派生商品(デリバティブ)の利用については、投資する有価証券の価格や為替の変動リスクを回避(ヘッジ)する目的などに限定し、投機目的の利用は行わないこと。また、その利用額は、現在保有する(又は保有することが確定している)有価証券や余裕資金の額の範囲内にとどめること。

(出所) 年金資金運用基金『資金運用業務概況書』平成15年版, p.13.

分散投資による資金運用

年金積立金の資金運用の基本的方針は分散投資である。すなわち長期にわたり資産を安全かつ効率的に運用するためには、リスク・リターンの特徴が異なる複数の資産（国内債券、国内株式、外国債券、外国株式など）に分散して、投資することがリスク低減には不可欠であると考えている。

また分散投資では、各資産の構成割合を長期間維持するとされている。これにより長期的には資産構成割合を短期的に変更するよりも、効果的に安定した収益を上げることが出来るとともにリスク回避にも有効であると主張している。

いずれにしても、国民の資金を長期的・安定的に運用するためには、より一層のリスク管理の深化が望まれているといえるだろう。

〔参考文献〕

- 跡田直澄編『財政投融资制度の改革と公債市場』税務経理協会、2003年。
有馬敏則『グローバル経済下の内外金融のリスク管理』滋賀大学経済学部研究叢書第36号、2002年。
尾原栄天編『図説日本の財政』東洋経済新報社、2004年。
年金資金運用基金『資金運用業務概況書』各号。
日本郵政公社『簡易保険 2002』2002年版。
日本郵政公社『簡易保険 2003』2003年版。
日本郵政公社『簡易保険 2004』2004年版。
日本郵政公社『日本郵政公社 2004』2004年版。
日本郵政公社『郵便貯金 2002』2002年版。
日本郵政公社『郵便貯金 2003』2003年版。
日本郵政公社『郵便貯金 2004』2004年版。
郵貯資金研究協会編『郵便貯金資金運用の概説』平成14年版、2002年。
財務省『財政投融资レポート』各号。

〔付記〕

本稿は平成16年度学長裁量経費による研究助成の成果の1部である。