

## 第1章 民間主体・資金の活用のあり方について（総論）

2023年12月27日 星期三

# 第1章 民間主体・資金の活用のあり方について（総論）

## 1. 民間主体・資金の活用が模索される環境

### (1) 財政制約下における民間主体・資金の活用

#### ① 財政構造改革を巡る動き

1998年12月18日に、財政制度審議会が大蔵大臣に報告した「制度改革・歳出合理化の方策に関する報告」では、今後の財政構造のあり方について以下のように述べられている。

景気は依然として低迷状態を脱していない状況にある。こうした現下の経済情勢を踏まえ、政府は、財政構造改革を推進するという基本的な考え方は守りつつ、財政構造改革法を凍結し、当面、景気回復に全力を尽くすこととした。（中略）

他方、本格的な少子・高齢化社会を迎える21世紀に向けて、将来の世代に大きな負担を残さずに、活力ある経済・社会を実現していくためには、財政構造を改革し、その健全化を図っていくことが、不可欠の課題である。

財政赤字が経済に与える影響については様々な議論があり、単年度の財政赤字増大が必ずしも国家財政の危機という状況には結びつかないと考えられるが、少子・高齢化社会を迎え個人(家計)の租税負担に対する重圧感が増す中、今後の財政運営については、現状よりも制約が厳しくなる可能性もある。

#### ・ 社会資本整備の必要性

その一方で、生産・生活の様々な側面で長期にわたって効果を発揮する社会資本に対しては、今後も大きなニーズがある。平成9年版建設白書では、今後の社会資本整備等について、以下のように述べられている<sup>1</sup>。

21世紀の本格的な高齢社会の到来を控え、豊かさを実感できるような国民生活の基盤を築くとの観点から、公共投資基本計画の考え方を踏まえ、後世代に負担を残さないような財源の確保を前提として、着実な社会資本の整備を図るとともに、将来にわたり、経済の活力を維持できるような基盤を築くため、規制緩和を進め、民間の投資を活発化する等我が国経済の構造改革を進めていくことが内需主導型の安定的な成長を目指す観点から重要である。

---

<sup>1</sup> 建設省(1997) pp.60-61 参照。

さらに、今後の社会資本ストック量の蓄積に伴う維持・更新費の増大が予想されるが、既存ストックの管理を怠ることは、1980年代の米国における社会資本の荒廃<sup>2</sup>と同様の状況をもたらし、経済の潜在成長力を損なうことにつながると考えられる。

## ②英米の民間主体・資金活用と財政の状況

一方、財政制約下における公共投資の実施については、米英において次のような動きがある。

### ・英国における交通関連予算の増額

英国では、英国大蔵省の「長期間にわたる安定性と投資—経済・財政戦略レポート—」“Stability and Investment for The Long Term -*Economic and Fiscal Strategy Report 1998-*” (1998年6月)及び「包括的な支出のレビュー」“Comprehensive Spending Review (CSR)” (1998年7月)等において、経常支出と資本支出を分離し、経常支出について均衡予算を維持する一方で、資本支出にのみ公債発行を認める黄金律(Golden Rule)等の長期的な方針が示されている。その上で、CSRにおいて、長期的な経済成長促進等の観点から、以下のように資本支出を中心とした予算増額の方針が述べられている。

政府は英国の社会資本と公的部門を更新・改善するための基金“Investing in Britain Fund”を創設する。この基金は公的部門の純投資をこれまでの約2倍にし、今議会の終了時<sup>3</sup>までにGDPの1.5%にする。

表 1-1 今議会における支出上限 (単位：10億ポンド)

	1996-97	1997-98	1998-99	1999-00	2000-01	2001-02
経常予算計	150.1	151.3	156.8	166.1	174.9	182.4
資本予算計	11.7	11.4	12.0	13.1	15.1	17.8
省庁別支出上限計	161.8	162.7	168.8	179.2	190.1	200.2

出典：HM Treasury (1998a) ANNEX A, Table A4 を再編・加工。

表 1-1に見るように、経常支出に比較して教育・雇用、保健等を含む資本支出の伸びが大きいことがわかる。特に、英国において交通、住宅・都市開発等を所管する環境・交通・地域省(Department of the Environment, Transport and the Regions (DETR))は、表 1-2に見るように、資本予算を中心に予算額を大幅に伸ばしている。

<sup>2</sup> 詳細はチョート=ウォルター(1982)等参照のこと。

<sup>3</sup> 議会の存続期間は最大5年間である。今議会は、1997年5月1日の総選挙により改選されたので、「今議会の終了時まで(by the end of this Parliament)」というのは、2002年春までのことであると解釈できる。

表 1-2

## DETR の予算 (上限)

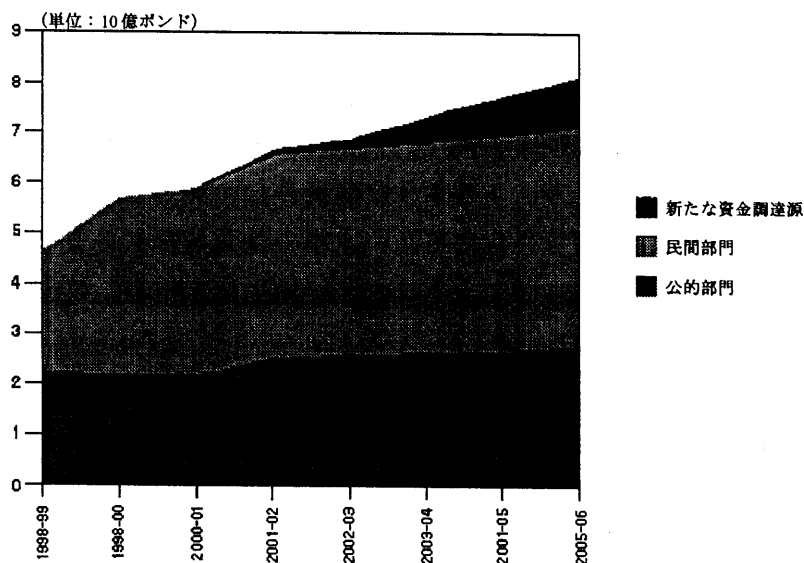
(単位:百万ポンド)

	1998-99	1999-00	2000-01	2001-02
住宅その他	3,474	3,829	4,581	5,195
再開発 (共同体に対するニューディールを含む。)	1,220	1,352	1,533	1,765
交通	2,685	2,880	3,231	3,673
London 地下鉄、Channel Tunnel Rail Link への鉄道管轄権に対する支払	1,994	1,670	1,238	1,367
<b>DETR 総計</b>	<b>9,373</b>	<b>9,729</b>	<b>10,582</b>	<b>12,000</b>
(うち経常予算)	4,046	4,232	4,469	4,702
(うち資本予算)	5,327	5,497	6,113	7,298

出典：HM Treasury (1998b) Chapter 8, Table 8.1 を加工。

マーストリヒト条約下の財政ルール (政府の純債務が GDP の 6 割以下) 等の厳しい財政制約の中で、社会資本を増強するための投資を増大させていくためには、PFI (Private Finance Initiative) 等の形で民間投資を呼び込んでいかなければならない。特に、交通関連支出では、今後の長期的な投資スケジュールにおいて、図 1- 1 のように新たな資金調達源を含めた形での投資額の増大が予定されている。

図 1- 1 予定されている交通関連投資額



出典：HM Treasury (1998a) Chapter 2, Chart 2.1 を加工。

<sup>4</sup> 雇用機会が少なく環境が悪化している等の貧困地域に対する活性化支援のための、3 年間以上にわたる 8 億ポンド (約 1600 億円) の新規資金のこと。

## ・米国における交通関係予算増額と Innovative Finance

米国では、1991年からの6年間で道路、橋梁、鉄道等の交通インフラに対して1,550億ドルの投資が行われた。その後、1998年6月のTEA21 (Transportation Equity Act for the 21st Century)成立に伴い、1998会計年度(1998年7月～1999年6月)から2003会計年度(2003年7月～2004年6月)までの6年間で、最低でも1,980億ドルの公共投資が計画されている。この交通関連インフラの予算規模は、米国史上最大である。こうした公共投資額増大の背景には、近年の好景気によって米国連邦予算が黒字に転じる等の事情はあるが、道路を中心とした交通ネットワーク形成に対する投資の重要性が反映されているものと考えられる。

しかし、議会予算局(Congressional Budget Office (CBO))は現状においても超長期的な連邦の財政運営について厳しい予測を示しており<sup>5</sup>、連邦交通省(Department of Transportation (DOT))は、交通インフラ投資について、従来の資金調達手法では、国内のすべての交通需要を賄うことができず、それが資金調達について革新的なアプローチを追求する動きをもたらしているとしている。

こうした革新的な資金調達(Innovative Finance)は、連邦助成金の弾力的運用、State Infrastructure Bank (SIB)の設置、連邦信用支援の導入、民間主体の参加(Public/Private Partnerships)等が提案・実施されている<sup>6</sup>。

## ・我が国における検討の余地

我が国では、財政投融资制度等によって、一般会計による予算規模を大きく上回る水準の公共投資を行ってきた。一方、このような制度のない英米では、近年、交通関連のインフラを中心に、維持・管理費を含めて高い水準の公共投資が必要とされるようになり、長期的に見て厳しい財政制約の下、インフラ整備主体が市場から直接資金調達する等の新たな手法が試みられている。

我が国においても、厳しい財政制約の下で今後着実な社会資本整備を図っていくためには、税収や公債発行によるほか、より多くの資金調達の可能性や新しい整備手法のあり方について、検討を進めていく必要がある。そこで、本研究では、民間主体・資金を活用した取組みについて調査・検討する。

---

<sup>5</sup> CBOは、2060年までに連邦の債務残高がGDPの100%を超えるという長期財政試算を行っている。

<sup>6</sup> 詳細は第3章第3節参照。

## (2) リスクマネーとしての資金プールの発生

21世紀に向かって、我が国が迎えるであろう社会経済上の変革は、個人(家計)の資産保有行動の変化を引き起こすものと考えられる。まず、人口の高齢化の進展や雇用の流動化といった将来の不確定要因に若い人々が備えるのであれば、より多くの金融資産を保蔵するようになる。また、2001年に迎える金融ビッグバンによって、多様で厚みを持った金融商品が市場で取引されるようになれば、現在の預貯金中心の個人の金融資産選択にも大きな影響を与えるものと考えられる。

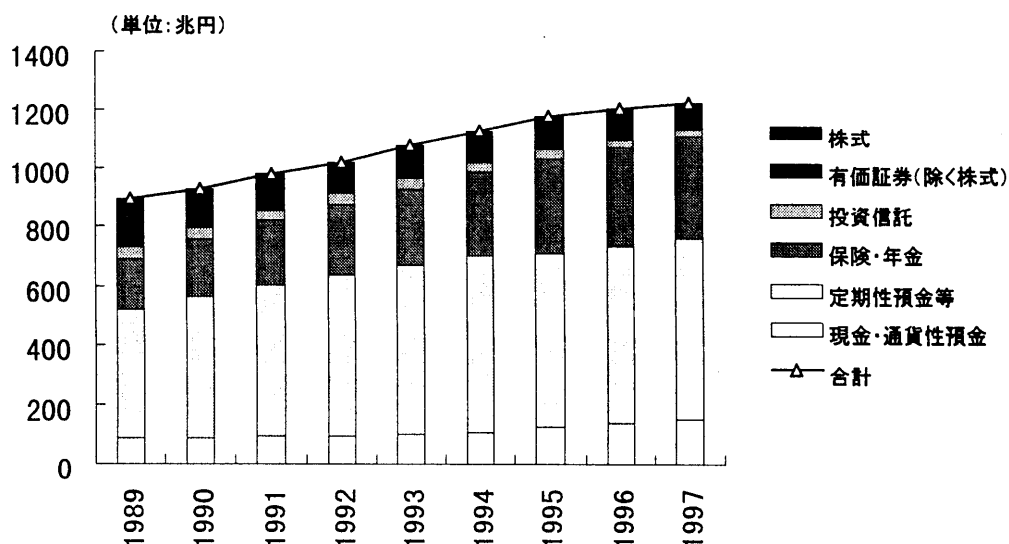
### ①日米の金融構造の比較

#### ・日本と米国の個人金融資産

金融自由化が我が国の金融市場、特に資産保有構造にもたらす影響について検討するため、日本に比して金融自由化が進んでいる米国の個人金融資産を比較すると(図1-2、図1-3参照)、我が国は圧倒的に現金・通貨性預金が多いのに対し、米国では保険・年金、投資信託、株式等を幅広く保有していることがわかる<sup>7</sup>。

我が国では、80年代後半のバブル期に株式等の有価証券が保有されるようになり、1989年末に個人金融資産全体の13.9%を占めていたが、バブル崩壊後の株価下落等によって需要が減退し、1997年末では4.8%を占めているに過ぎない。そうした中で、高齢化等の影響で、保険・年金が増大し、現在では個人金融資産全体の28.2%を占めている。

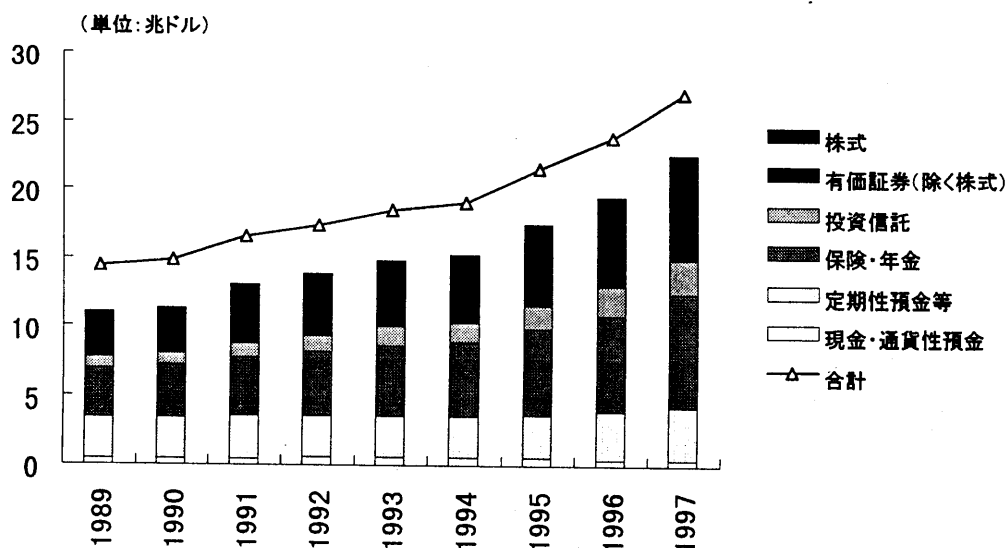
図1-2 日本の個人金融資産の保有形態



出典：日本銀行調査統計局(1998)より作成。

<sup>7</sup> 日本では「個人」に個人企業も含むのに対し米国では含まない等、厳密に比較することは困難であることに留意する必要がある。

図 1-3 米国の個人金融資産の保有形態



出典：日本銀行調査統計局 (1998)より作成。

#### ・米国における「負債化」現象

米国において、このように個人金融資産が多様に分布している背景には、80年代に米国の金融経済に大きな変革が起こったことが関係していると言われている。磯谷(1997)は、それらの変革を一括りにして、(金融の)「負債化」現象と呼んでいる。80年代の米国においては、株式会社から家計へ資金が流入し、本来の資金余剰分に加えて保険・年金といった個人金融資産も機関投資家に流入することになった。また、LBO (Leverage Buy Out)<sup>8</sup>に象徴されるように、少ない資金で多額の金融取引が可能になり、債券発行が急増した。

その後、80年代後半には米国経済全体の低迷等から、株式等の金融取引が損失を抱えるようになった。そこで、不動産等の個人資産を保有・管理していた貯蓄融資銀行 (S&L) が破綻し、その不良債権処理のために資産担保証券(Asset Backed Securities (ABS))が大量に発行された。また、企業の多角化経営の失敗によって、キャッシュフローが明確な特定債権を証券化した金融商品への需要が高まった。その結果、ABSの発行が急増し、1989年以降は普通社債の発行額を上回る規模に成長した。

これらの米国の「負債化」現象は、高成長産業への資金供給の迅速化をもたらし、その後の預金以外のリスクマネー(元本保証のない金融商品に流れる資金)の供給を定着さ

<sup>8</sup> 企業買収をする際に、買収される側の資産を担保にして必要な資金の借入を行う手法。自企業だけでは十分な資金調達力がない場合でも、大量の資金調達を行うことができる。



せる側面を持っていたと考えられる。

## ②我が国の個人金融資産構成の変化についての議論

このように、米国の個人金融資産の構成は、歴史的経緯の結果であり、金融自由化が進んだとしても、我が国の個人(家計)が直ちに米国の個人(家計)のような金融資産の保有形態をとるようになるとは言えない面がある。

しかし、金融の専門家には、今後米国のような変化を予想する意見もある。彼らは、我が国の預貯金金利が低迷する中で、投資信託等一定のリスクを抱え、預貯金よりも高い収益を期待できる金融商品が普及し、これまでの預貯金中心から、多様な金融資産を組込んだ資産構成(ポートフォリオ)へ変化すると考えている。以下では、そうした議論を簡単に整理する。

### ・家計のリスクマネーのプール

大田(1995)は、今後の我が国では、人口の高齢化の進展による長生きのリスク<sup>9</sup>と長期雇用の慣行の見直し等により失業のリスクが増大することを指摘し、家計はこうしたリスクの増大に備えてストックを形成する必要があるとしている。さらに、今まで企業がリスクをとらずに成長できたのは高度経済成長期の特殊事情であり、日本経済が次の革新の芽を育てられるかどうかは、リスクに挑戦しやすく、リスクをとることを促すような経済システムを作れるかどうかにかかっていると述べている。

### ・メインバンク制からの転換

翁(1994)は、我が国は高度経済成長期以来、産業への資金仲介に占める銀行業の相対的な地位が高いがゆえに、リスクをとる投資家が育たなかったという見方もできるとしている。このように我が国のメインバンク制は、銀行から産業へ安定的に資金を供給する役目を担ってきたが、近年の金融・経済情勢の中で、この体制にも変化が見られるとする意見がある。

例えば、貴志(1998)によると、我が国の大手銀行は、株式含み益が減少する中で、巨額の不良債権の償却を進め、BIS規制<sup>10</sup>を保つため資産圧縮が必要である。また、借り手も有力企業は直接金融志向を強め、又は債務の返済圧力に対応するために、株式持合い解消の動きも出てきた。このため、今後メインバンク制の変化が進展すれば、長期的関係に基づく融資や持合いの株式に流れていた資金が市場に大量に供給される可能性があ

---

<sup>9</sup> 医療の進歩等に伴い寿命が伸びることにより、旧来の貯蓄水準では一生に必要な資金に達しないおそれが出てくる。人口の高齢化の進行は、比較的若い世代の貯蓄を増大させる面もある。

<sup>10</sup> 国際決済銀行(BIS)が定めた民間銀行の自己資本比率の統一規制のこと。国際展開する銀行は8%以上とするよう義務付けられる。

る。

#### ・機関投資家の果たしてきた役割の変化

笛田(1998)は、我が国では、生命保険会社を中心とする金融機関が企業との長期的取引を前提として株式を保有する現象が見られることを示し、以下のように述べている。

かつては株式を相互に持ち合うことで浮動株を抑え、株価を割高な水準に保つため、企業にとっての株の含みの蓄積が可能だった。また、含みに依存した財務構造は、収益性から離脱した「薄利多売による市場シェアの拡大」という日本特有の経営体質を生み出した。

ところが、長期的な上昇傾向にあった株価が値崩れを起こすと、企業の株式投資収益率も大きく低下した。バブル期における企業の株主資本の急増は、その後の株価の急落と ROE の低下につながり、それまでの株の含み益に依存することで可能となっていた企業間の株式持合いを体力面で困難にってしまったのである。

このように、高度経済成長以来続いてきた企業間の株式の持合い、政策的保有という形態が崩れることで、株式が収益をもとに市場で売買されることになり、リスク・リターンを重視した市場取引が促進されるようになる可能性がある。

### ③今後予想される制度変更

#### ・投資家保護の考え方と規制緩和

翁(1994)は、米国の場合は、ディスクロージャーを前提とした上で、投資家が自己責任原則に基づいて運用対象を決め得る。一方、我が国の機関投資家に対しては、詳細な運用規制が課されており、これによって投資家保護が図られている。このような運用規制が、資金仲介機関の適切なリスク・テイクを妨げている面は否めないとしている。

今後、金融ビッグバン等において、投資家の様々な運用規制が緩和され、さらに投資信託等の多様な商品が供給されるようになると、我が国においても厚みのある債券市場が形成されるようになると考えられる。

#### ・確定拠出型年金の導入について

現在の我が国の企業年金は、給付額があらかじめ確定している確定給付型であるが、企業年金に、労働力の流動性を確保する等のための確定拠出型年金の導入が検討され始めた。そうした中で、米国で定着している確定拠出型の年金プラン(401kプラン)が、注目を集めている<sup>11</sup>。このプランでは、従業員が企業が提供する投資信託、信託銀行の

---

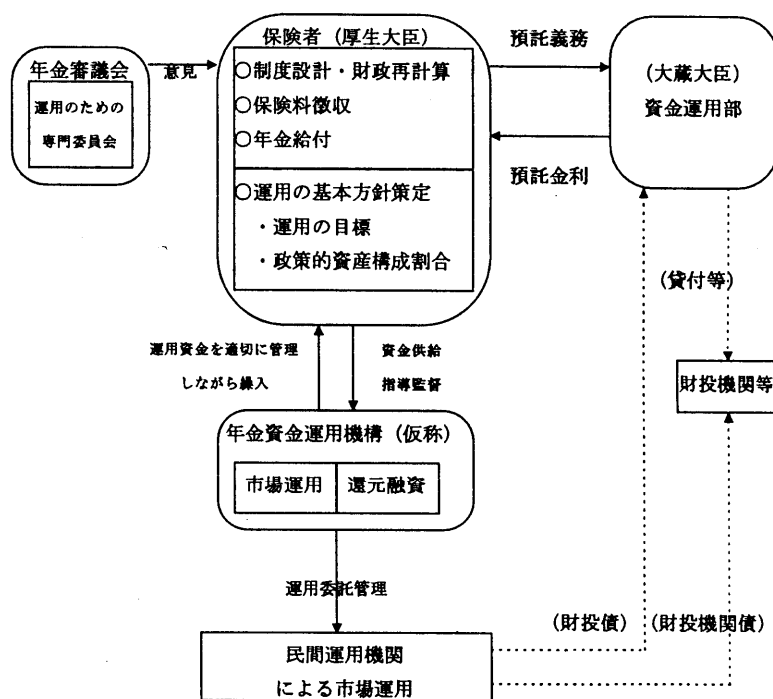
<sup>11</sup> 経済企画庁(1998)等参照。

ファンド等から自ら選択して資金を拠出し、その運用リスクを従業員自身が負う。これまでの我が国の企業年金基金は比較的慎重な投資姿勢を持つものが多かったが、こうした従業員個人の責任による年金運用が定着すれば、市場に多くのリスクマネーが供給されると考えられる。

・ 財政投融資改革と公的資金の構造変化

これまでの財政投融資における資金運用は、様々な資金を資金運用部で統合管理し、確実かつ有利な方法で運用することにより、公共の利益の増進に寄与させることを目的としていた。

図 1-4 年金保険者（厚生大臣）による自主運用が実施された場合の公的年金制度



出典：厚生省年金局(1998)図を抜粋、加工。

これに対し、2001年に予定されている中央省庁の再編に伴う改革では、郵便貯金と公的年金の資金運用部への預託義務が廃止され、これらの資金は、自主運用されることになっている。特に、公的年金については、「保険者（厚生大臣）が、保険料拠出者全体の利益のため、年金積立金に最もふさわしい方法で運用（自主運用）」するため、実際の運用について民間金融機関への委託を行うことが提案されて<sup>12</sup>おり、これにより一定の収益を求める資金が市場に大量に供給される可能性がある（図 1-4参照）。

<sup>12</sup> 厚生省年金局(1998)参照。