

農林中金の投融資・資産運用に関する
有識者検証会
報告書

令和 7 年 1 月 28 日

— 目 次 —

はじめに	1
I 赤字が発生した経緯	5
II 組織体制とガバナンスについて	9
1 運用損失と組織体制等について	9
(1) 組織体制の現状	9
(2) 組織体制に係る問題点	11
2 理事の専門性について	12
(1) 理事の専門性に係る現状	12
(2) 理事の専門性に係る問題点	13
3 外部理事について	14
(1) 現行の理事の構成（専門性・外部性）	14
(2) 理事についての問題点	17
4 市場運用担当者について	19
(1) 市場運用担当者の現状	19
(2) 市場運用担当者に係る課題	20
III 運用先の分散等について	21
1 運用先のリスク分散について	21
(1) 農林中金の運用の現状について	21
(2) 農林中金の運用の課題について	22
2 農林中金による出融資について	23
(1) 農林中金による出融資の現状について	23
(2) 農林中金による出融資の課題について	24
3 農協系統による農業向け融資について	29
(1) 農協系統による農業向け融資の現状について	29
(2) 農協系統による農業・食品産業向け融資の課題について	31
IV 課題を踏まえた取組の提案	33

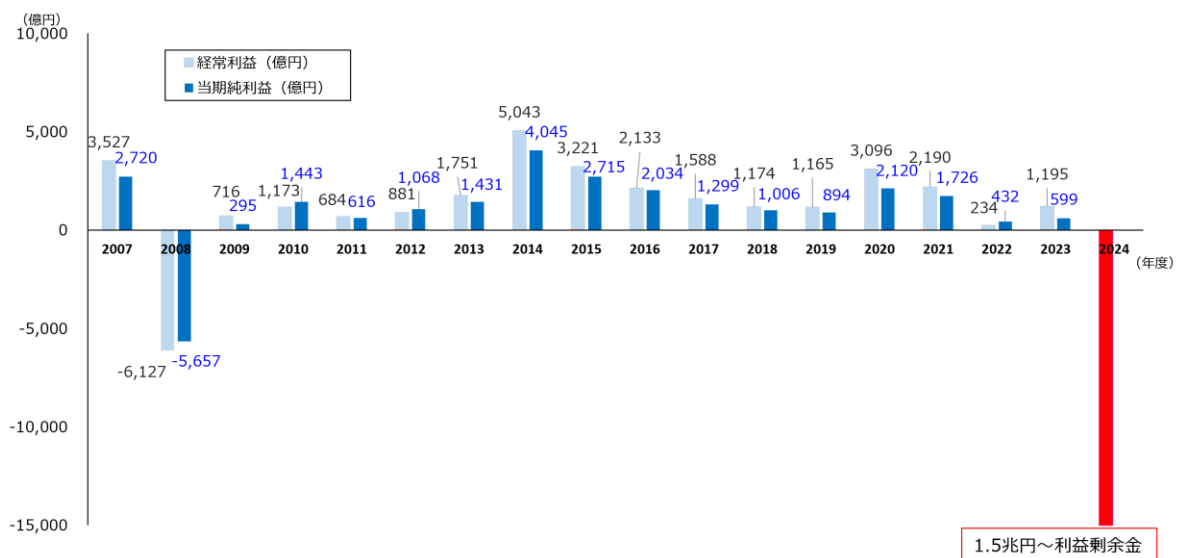
はじめに

農林中央金庫（以下「農林中金」という。）は、欧米の市場金利の高止まりが長期化する見通しとなったことを踏まえ、

- ① 一部資産を 2024 年度中に売却し別の資産に入れ替えること
 - ② 新たに 1.3 兆円の資本調達等を行い自己資本の充実を図ること
- とした。

農林中金の決算見通し（2024 年 11 月 19 日発表）によれば、この資産の入れ替えに伴う売却損等を計上することから、2024 年度決算においてリーマン・ショック時を超える約 1.5 兆円から最大で利益剰余金の範囲の赤字を計上する可能性が出ている（図 1）。

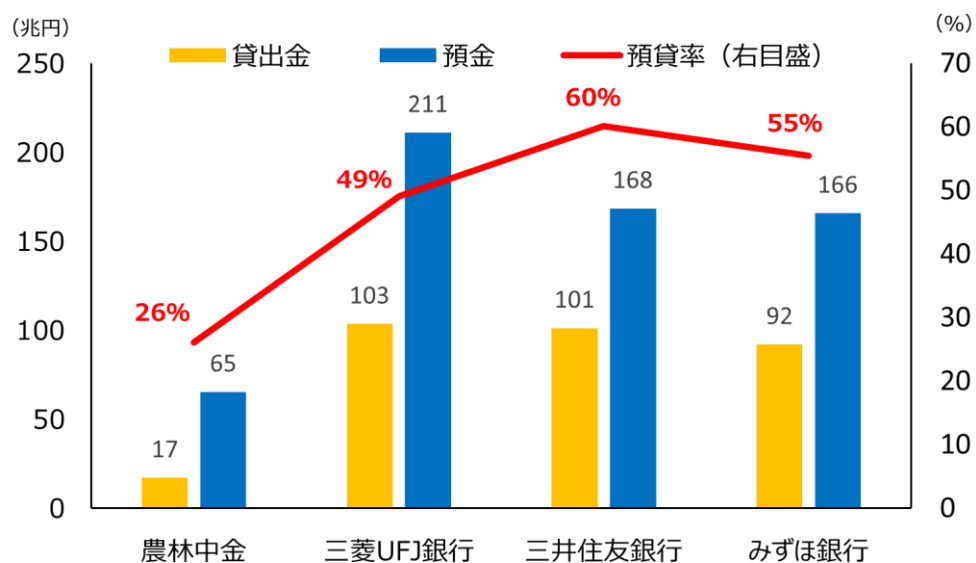
【図 1：農林中金の経営状況】



※農林中金ディスクロージャー誌等より農林水産省作成（2023 年度までは実績、2024 年度は農林中金による見込み）

一方で、リーマン・ショック時と異なり、3メガバンクは過去最高益を達成する見込みである。これは、農林中金の収益の約 8 割が有価証券によるものであり、約 2 割程度の 3メガバンクと比較して、収益源が有価証券に偏っているという特徴が影響しているものと考えられる（図 2・図 3）。

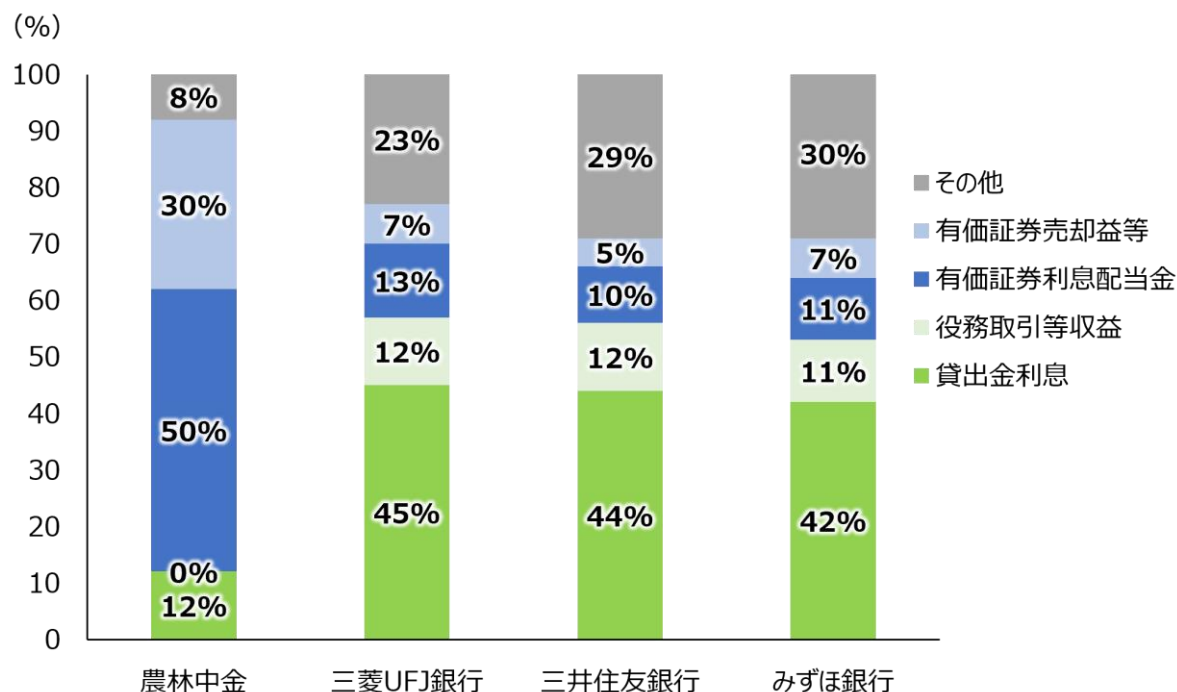
【図 2：預貸率（2023 年度末）】



注：預金は、譲渡性預金を含む（単体ベース）。

※各金融機関ディスクロージャー誌より農林水産省作成

【図 3：収益構成割合（2024 年 3 月期）】

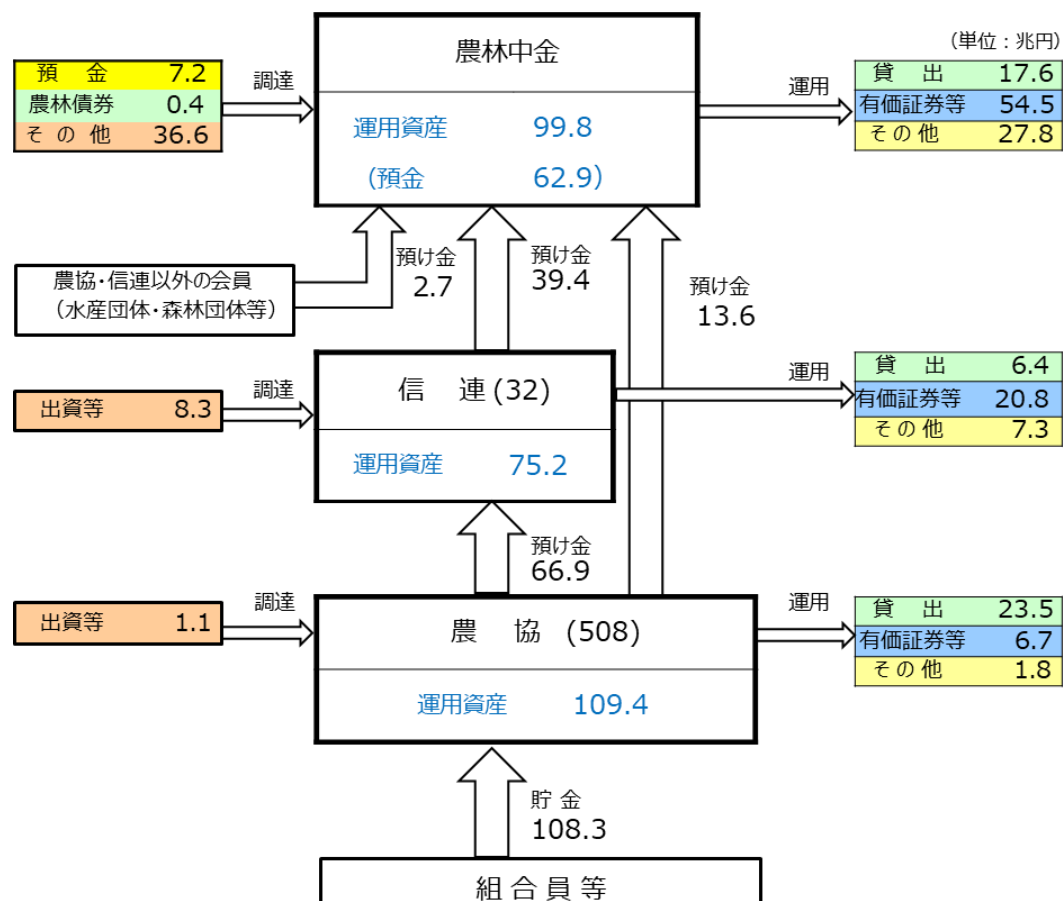


注：有価証券売却益等は、国債等債券売却益、国債等債券償還益、株式等売却益及び金銭の信託運用益を足したもの（単体ベース）。

※各金融機関ディスクロージャー誌より農林水産省作成

農林中金は、農林漁業等の協同組織を会員（出資者）とする協同組織金融機関であるとともに、預金の大宗を会員から受け入れており（図4）、農林水産業の発展に貢献する使命がある。農林中金の総資産（2023年度末：96.4兆円）のうち関連産業法人（農業・食品産業等）への貸出金残高は、2020年度以降6兆円程度で推移している。一方、このうち農業部門への貸出金残高は、2018年度以降増加傾向ではあるものの600億円程度で推移している（図5）。同様に、出資についても、農業法人等へ出資を行うアグリビジネス投資育成株式会社（以下「アグリ社」という。）に出資等原資供給をしているが、その金額は23億円（出資金）である。これらの金額は、総資産に比して僅かな額にとどまっている（図6）。

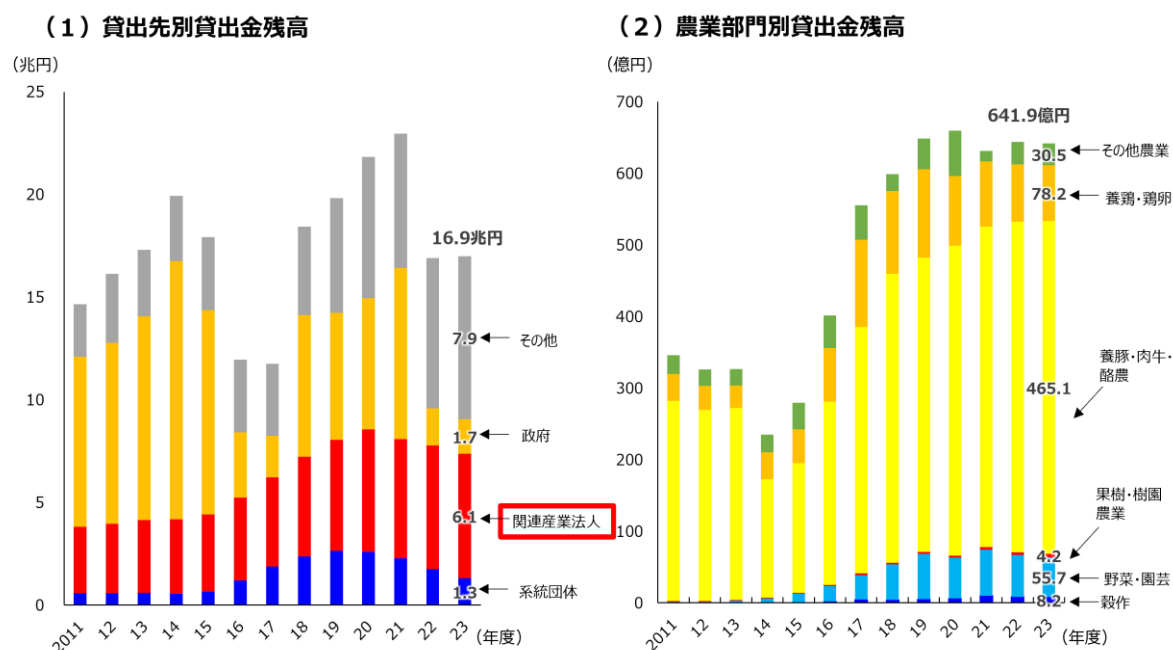
【図4：農協系統金融機関の資金の流れ】



注：金額については、2023年度末時点。農協数はJAバンク会員数（2024年4月1日現在）。

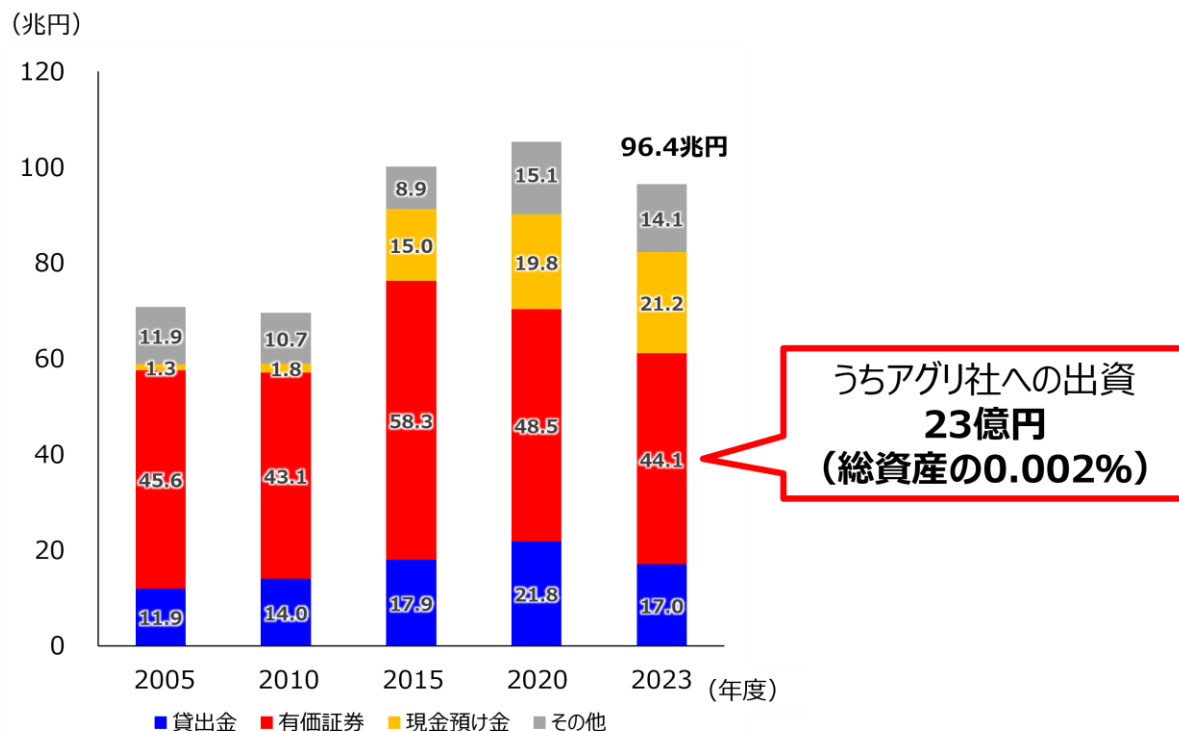
※農林中金ディスクロージャー誌「JAグループ組織内の資金の流れ」及び連結B/S等に基づき農林水産省作成

【図 5：農林中金の貸出状況】



※農林中金ディスクロージャー誌より農林水産省作成

【図 6：農林中金の農業関連への出資状況】



※農林中金ディスクロージャー誌より農林水産省作成

農業の大規模化や農業関連産業である加工・流通業と一体化した食料システムの下でのビジネスが広がり、農業融資も大規模化・多様化している。農林中金の豊富な資金を活用することは、令和6年の改正後の食料・農業・農村基本法（平成11年法律第106号。以下「基本法」という。）において規定された農業経営基盤の強化及び食料システムの確立にもつながるものである。

農林中金は、協同組合のための資金融通を目的としているが、かつては農業者の大半が農協に属しており、農協への資金融通が農業の発展のための資金供給につながるという考えからであった。今般の赤字発生を契機として農林中金の資産運用の検証が求められているとともに、資産運用の一部である農林水産業への出融資についても併せて検証し、農林中金の原点に立ち戻って農林水産業発展に資する融資のあり方についても検証することが望ましい。

これらの状況を踏まえて、「農林中金の投融資・資産運用に関する有識者検証会」では、令和6年9月以降、農林中金の投融資・資産運用について検証を行った。本報告書は、本検証会において検証した農林中金の投融資・資産運用等に係る問題点を総括し、課題を踏まえた取組の提案を行うものである。農林中金及び農林水産省が金融庁と連携しながら、本報告書のIVに記載する取組について、早期に実施することを期待したい。

I 赤字が発生した経緯

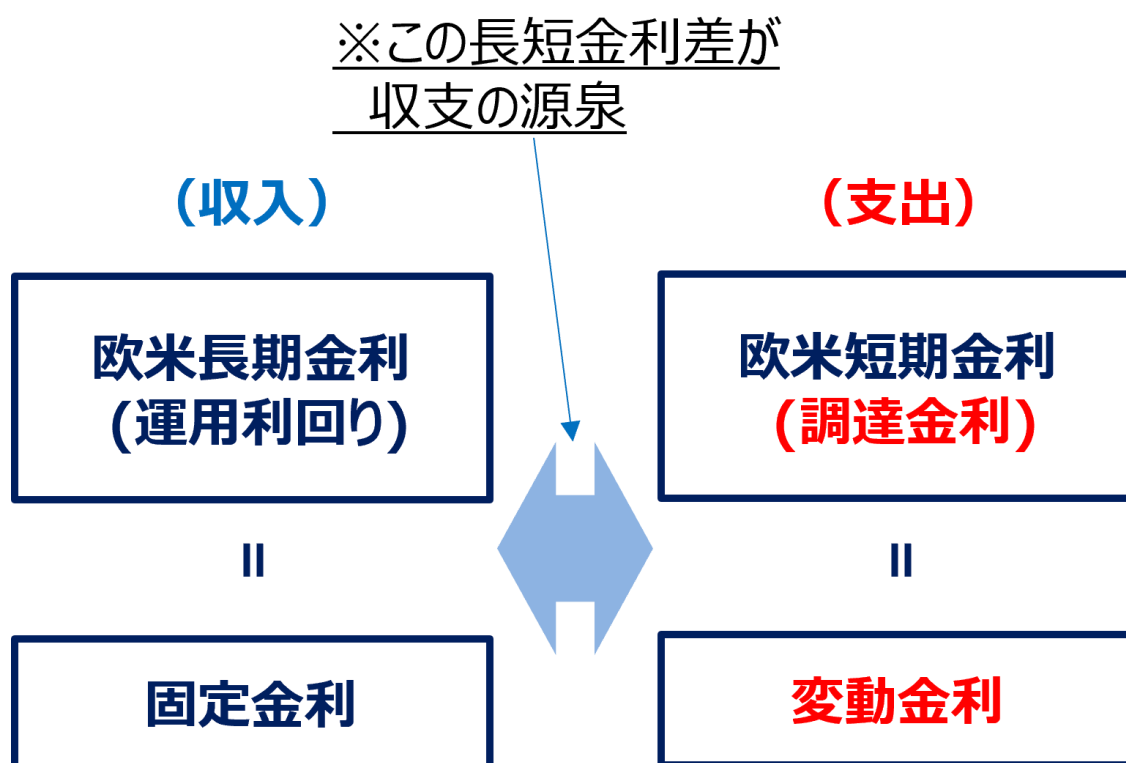
農林中金の資産運用は、過去は貸出を主な運用手段としていた。貸出の割合は徐々に減少していったが、1990年代前半までは国内で資金需要も旺盛であったことから、運用手段は貸出と債券運用の割合が同程度であった。しかしながら、日本ではバブル崩壊後、国内の金利が低下する中で、国内での貸出及び資金運用では必要な収益が得られなくなってきたことから、1998年より本格的な国際分散投資に向けた対応を開始した。

農林中央金庫法（平成13年法律第93号。以下「農林中金法」という。）第1条において、農林中金は、「協同組織のために金融の円滑を図ることにより、農林水産業の発展に寄与」することとされており、他の金融機関と比較しても相対的に高収益を安定的に確保することが求められる（図4）。このため、農林中金は、安定した利息配当が見込め将来収入が予測しやすいことや、市場規模や

流動性、バーゼル規制におけるリスクウェイトの観点で保有しやすいことから高格付けの長期外国債券をポートフォリオ構成の中心とする運用を行っている。収益構造を見ても、経常収益全体に占める有価証券関連収益の割合は、3メガバンクは約2割程度であるのに対して、農林中金は約8割（いずれも2024年3月期）と高く、有価証券による収益の多寡が経常利益の多寡に大きく影響する構造となっている（図3）。

このような運用方針の下で欧米国債の保有を継続した結果、リーマン・ショック以降は安定的に利益を上げることができていたが、欧米諸国の中央銀行が2022年以降複数回の利上げを行ったことにより、短期の変動金利で外貨を調達し長期の固定金利で運用するという、長短金利差を収支の源泉とする運用の前提条件が変化していった（図7・図8）。その結果、2022年度中頃から短期金利（調達金利）が長期金利（運用利回り）を上回る逆ざや環境が発生した（図9）。農林中金は、欧米市場金利が上昇する中で、他の収益源も存在せず、短期金利が長期金利を下回り逆ざやが解消するという見通しの下で債券の保有を続ける判断を下し、債券（有価証券評価差額のうち債券）の含み損の幅が拡大した（一方で、3メガバンクの債券（有価証券評価差額のうち債券）の含み損は大きく悪化しなかった（図10））。2023年度は、有価証券の含み益を活用して有価証券売却益により黒字は確保したものの、実質資金収支（経常利益－有価証券売却損益）が大幅に悪化した。2024年度に入ってから逆ざやが継続し、当面厳しい環境が続く可能性が想定されることから、農林中金は2024年6月に外国債券等の低利回り資産の売却の方針を公表した。これにより、農林中金は、2024年度は約1.5兆円から最大で利益剰余金の範囲の赤字を計上する可能性が生じた。

【図 7：米国債収支の考え方】



※農林水産省作成

【図 8：有価証券の残存期間別残高（2023 年度末）】

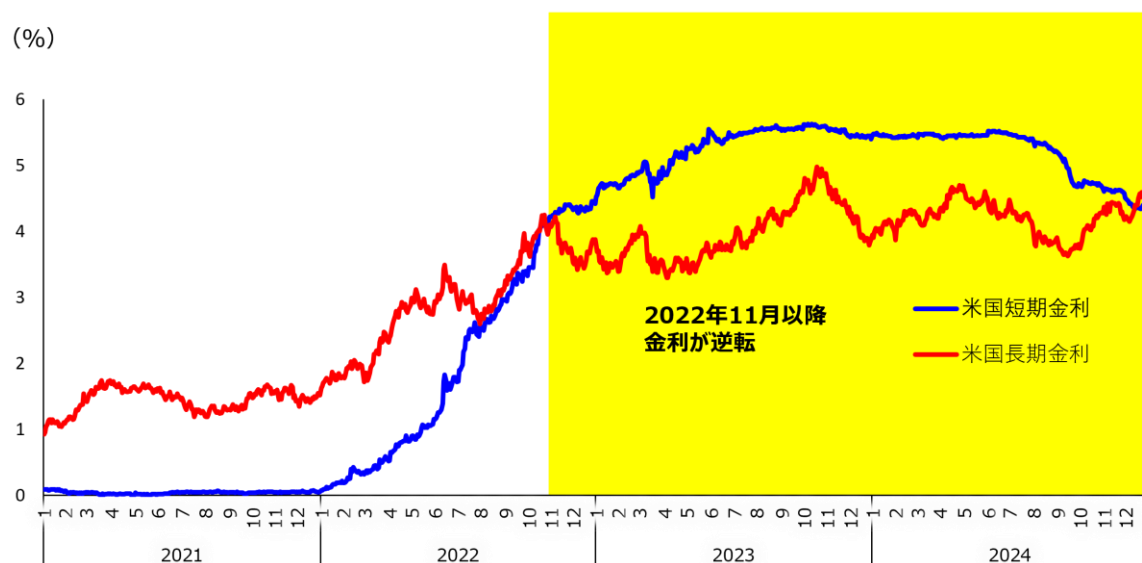
(単位：億円)

	1年以内	1年超 5年以内	5年超 10年以内	10年超	期間の定め ないもの
外国債券	6,542	64,810	145,080	49,692	-
国内債券	6,385	3,443	28,490	48,550	-
国内株式	-	-	-	-	7,447
その他	562	11,227	10,724	4,960	53,317
合計	13,489	79,480	184,294	103,202	60,764

注：残高は、年度末日の貸借対照表計上額に基づいた金額。その他は外国株式、投資信託（国内及び海外の投資信託を含む。）等（単体ベース）。

※農林中金ディスクロージャー誌より農林水産省作成

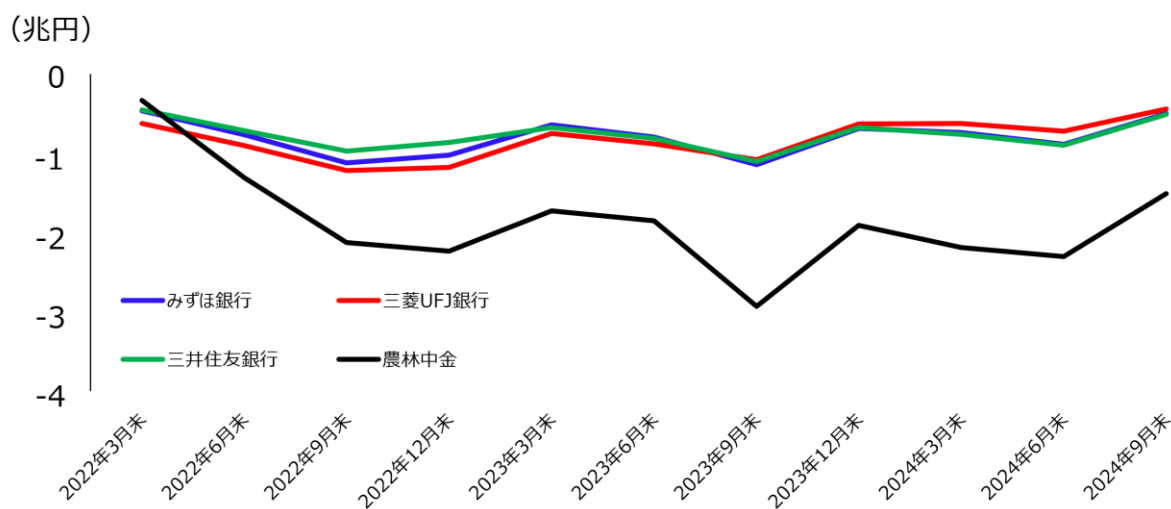
【図 9：米国の長期・短期金利の推移】



注：米国短期金利は米国国債 3 か月物金利、米国長期金利は米国国債 10 年物金利。

※農林水産省作成

【図 10：債券の評価差額の推移】



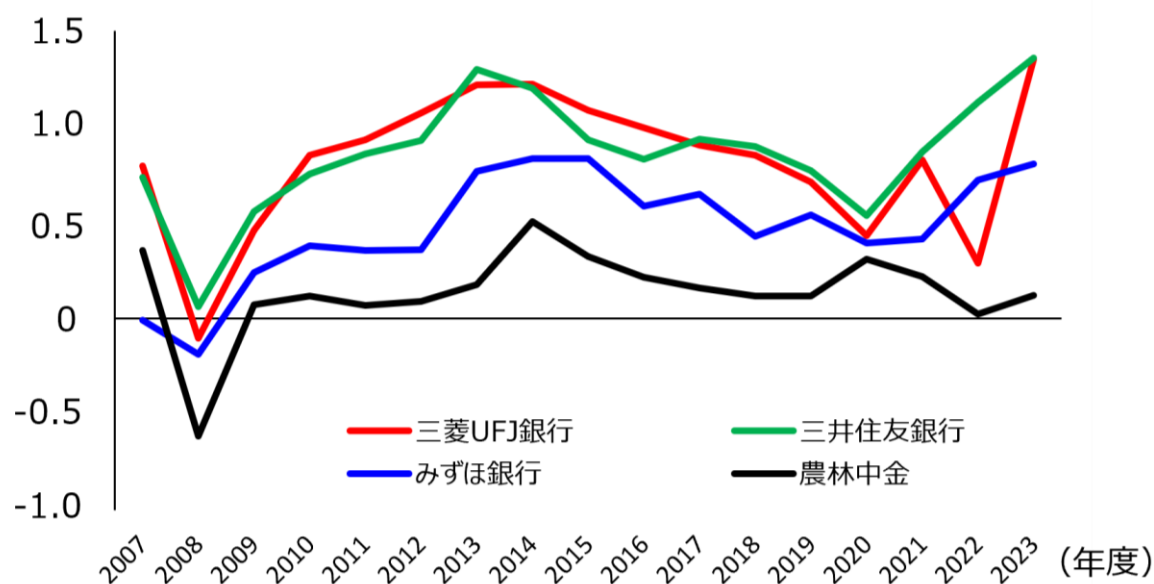
注：債券の評価差額は、3メガバンクにおいては、決算説明資料上のその他有価証券の債券と外国債券の評価差額の合計(単体ベース)。農林中金においては、決算概要説明資料上の有価証券評価損益のうち債券の額(単体ベース)。

※各金融機関決算発表資料より農林水産省作成

一方、欧米の市場金利が高止まりし逆ざやが発生する状況であっても、3メガバンクは2023年度に過去最高益又はそれに近い利益を計上した（図11）。農林中金が多額の有価証券売却損を計上する事態に至った原因について、検証会において、農林中金が機動的にポートフォリオ運営方針等の変更を行えなかったといった内部要因も大きいのではないかという複数の指摘があった。このため、検証会においては、組織体制が十分機能しなかったのではないかという問題意識から、農林中金の運用に係るガバナンス等について検証を行った（詳細はⅡ及びⅢに記載。）。

【図11：経常利益の推移】

(兆円)



注：単体ベース。

※各金融機関ディスクロージャー誌より農林水産省作成

Ⅱ 組織体制とガバナンスについて

1 運用損失と組織体制等について

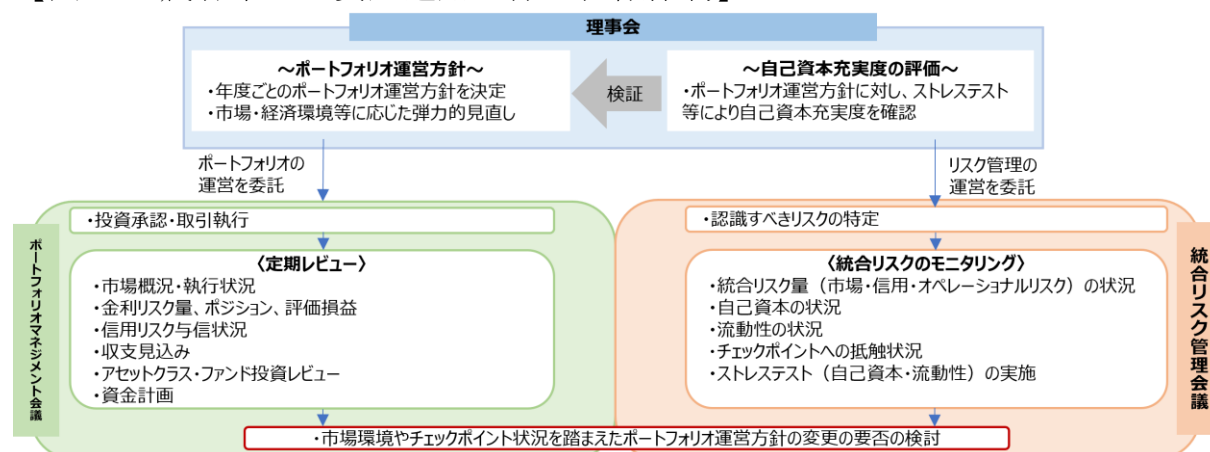
（1）組織体制の現状

農林中金によれば、資産運用に係る組織体制としては、理事会で債券投資・株式投資・クレジット投資等の資産区分ごとに投資枠・売却枠を決定するポートフォリオ運営方針を決定している。

ポートフォリオ運営方針の執行に当たっては、理事会から委任されたポート

フォリオマネジメント会議（以下「PM会議」という。）において、市場環境・財務状況を踏まえ、個別方針を決定し、具体的な投資承認・取引執行を行っている。また、同様に理事会から委任された統合リスク管理会議においては、バーゼル規制を踏まえ、市場・信用・オペレーショナルリスクといった統合リスク量の状況や自己資本の状況等をモニタリングすることにより、認識すべきリスクの特定及びリスクのモニタリングを行っている。さらに、厳しいストレス局面においても健全性を確保するとともに、機動的なポートフォリオ運営の見直しやリスク削減の要否を協議するため、リスクトレランス・リスクアペタイト・チェックポイント等の各種の閾値を設定し、これら抵触時にアラーム発信・協議を行っている（図12）。

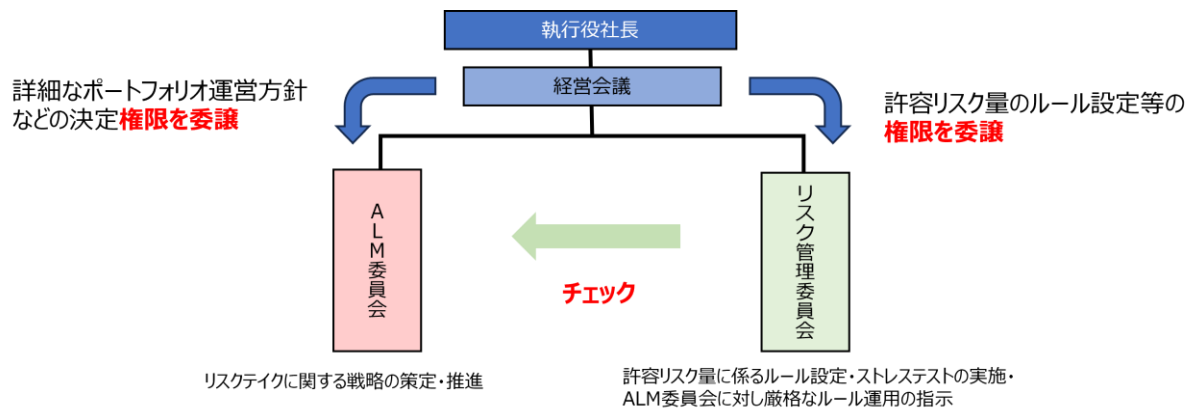
【図12：農林中金の資産運用に係る組織体制】



※農林中金ディスクロージャー誌より農林水産省作成

3メガバンクにおいては、取締役会の下にある経営会議から、ポートフォリオ運営方針の決定の権限はALM委員会に委譲され、許容リスク量に係るルール設定等の権限はリスク管理委員会に委譲されている。リスク管理委員会は許容リスク量に係るルール設定やストレステストを実施するとともに、ALM委員会等に対して当該ルールの厳格な運用の指示を行うことにより、ALM委員会等をチェックしている（図13）。投資の判断・決定機能とリスク管理機能が明確に分かれている。結果的に、3メガバンクでは、債券に係る有価証券評価損は農林中金ほど拡大しなかった（図10）。

【図 13： 3メガバンクにおけるリスク管理体制（イメージ）】



※ 3メガバンクディスクロージャー誌より農林水産省作成

（２）組織体制に係る問題点

検証会においては、一見堅牢な市場運用体制が構築されているように見えるが、逆ざやが長期間継続したにもかかわらず、安定的な収益確保が求められる中で機動的な売却ができなかったなど、組織体制が十分機能しなかったのではないかという指摘があった。

農林中金からは、ある程度運用部門に裁量を与えていたものの、金利が急激に変動する中で、他の収益源も存在せず、収益目標の未達につながる機動的な売却を躊躇せざるを得ず、結果的に資金収支減少を伴う債券売り切りを選択できなかった旨の説明があった。具体的には、理事会で決定しているのは収益目標・ポートフォリオ運営方針といった大枠であり、運用・管理についてはPM会議以下に委ねている旨の説明があった。また、PM会議の構成員に統合リスク管理会議の構成員である財務担当役員、リスク管理担当役員を含むことにより、市場運用担当役員のみでポートフォリオ運営に関する意思決定が行われないようになっていたという説明があった。さらに、PM会議において、経営環境・市場環境の大きな変化の見落としや、リスク・収益機会の見落とし、フロント投資への牽制の観点でうまく機能しなかったことに反省点があった旨の説明があった。

これを受けて、検証会においては、理事会・PM会議・統合リスク管理会議を含む内部組織の役割分担や権限・責任の所在が不明確であることが売却の判断ができなかった原因ではないかとの指摘があった。農林中金においては、リ

スク管理を担う統合リスク管理会議は、市場運用を担うPM会議に対するチェック機関であるにもかかわらず、両会議の参加者が同一となっていた。2つの会議が合同で開催されていたことから、統合リスク管理会議によるPM会議へのチェックが十分に機能しなかった可能性がある。

これについて、検証会では、理事会がポートフォリオ運営方針において詳細な運用方針を決めており、下部組織への権限委譲も不十分であること、組織図上はPM会議と統合リスク管理会議が分かれているにもかかわらず、その運用において両者の機能が重複し、投資決定の権限・責任とリスク管理の権限・責任とが曖昧になっていたことが指摘された。その結果、PM会議及び統合リスク管理会議が十分に機能せず中長期的な投資判断や適時適切な対応ができなかったという指摘もあった。検証会においては、投資決定に当たって慣れ合いにならないように会議体の参加者を分けるなど徹底して業務区分や権限・責任の明確化を図るべきではないかとの指摘があった。

さらに、実際には、統合リスク管理会議は（１）で述べたとおり、リスクの特定及びリスクのモニタリング等を行い、様々なシナリオによる評価損益シミュレーションの分析を実施していたが、評価損の規模に応じた意思決定ルールがいずれの会議体においても明確化されていなかったため、結果的に、金利上昇局面で債券売却の判断が遅れた可能性がある。

以上のことから、農林中金においては、市場運用部門・財務部門・リスク管理部門それぞれの役割を明確化し、期待される機能を十分に発揮できる仕組みを導入するなど、組織体制と業務運営のあり方について検討が求められる。また、評価損拡大時の売却ルールを定め一定以上評価損が拡大した場合には自動的に売買を行うようにしたり、統合リスク管理会議においてストレステストを適切に実施しその結果を運用に適時適切に反映できるようにするなど、相場急変時に機動的な対応ができる仕組みを作ることが必要である。

２ 理事の専門性について

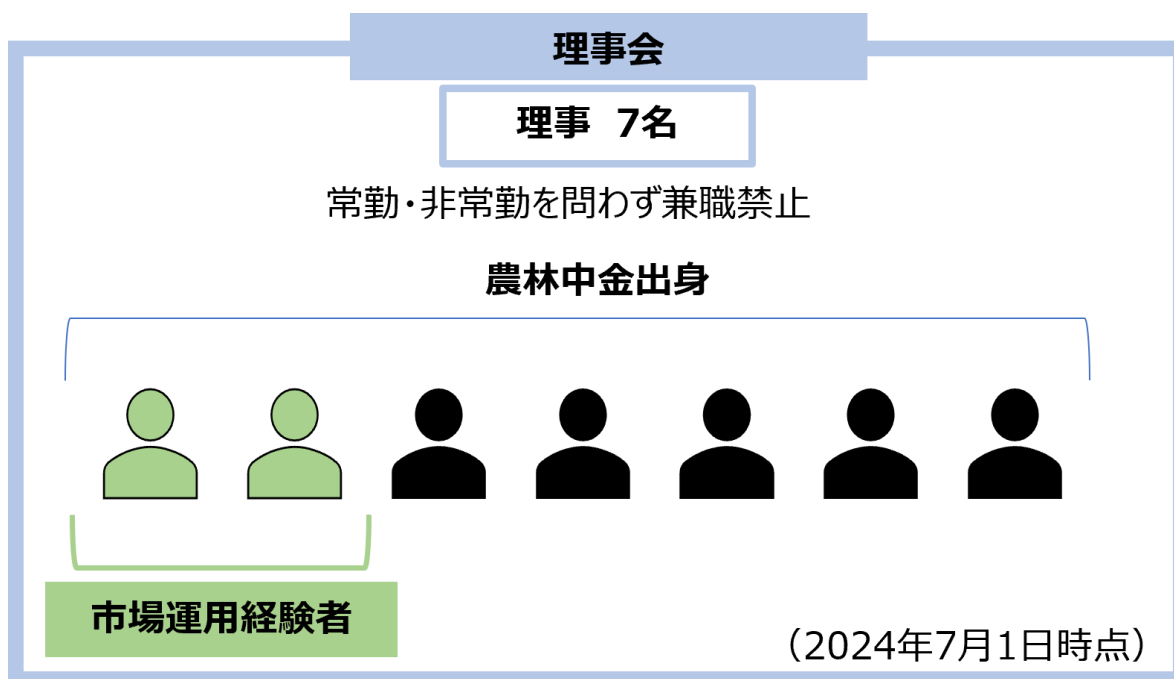
（１）理事の専門性に係る現状

農林中金の理事会は、農林中金の業務執行を決し、理事の職務の執行を監督するものとされている（農林中金法第27条第3項）。1（１）で述べたとおり、

理事会においてポートフォリオ運営方針の決定をしているほか、PM会議等の市場運用を担う下部組織において理事が議長を務めるなど、理事会及び理事は市場運用に関し重要な役割を担っている（図 12）。

これまで述べてきたように、農林中金は市場運用に依存した収益構造となっているが、農林中金の説明によれば、令和6年7月現在、理事7名中、市場運用経験者は2名となっている（図 14）。

【図 14：農林中金の理事の構成】



※農林水産省作成

（２）理事の専門性に係る問題点

検証会においては、市場運用に依存した収益構造となっているにもかかわらず、理事に市場運用経験者が少なすぎるのではないかとの指摘があった。農林中金からは、市場運用経験者は理事・執行役員・監事に計7名を配置している旨の説明があった。

理事会は、ポートフォリオ運営方針の決定など市場運用を含む農林中金の業務執行の意思決定を担う重要機関である。市場運用を担うPM会議等の下部組織における理事の重要性に鑑みれば、例えば市場運用の専門性を持つ理事を増やす等の方法により、理事会における市場運用経験者の関与を高めることを検討すべきではないか。

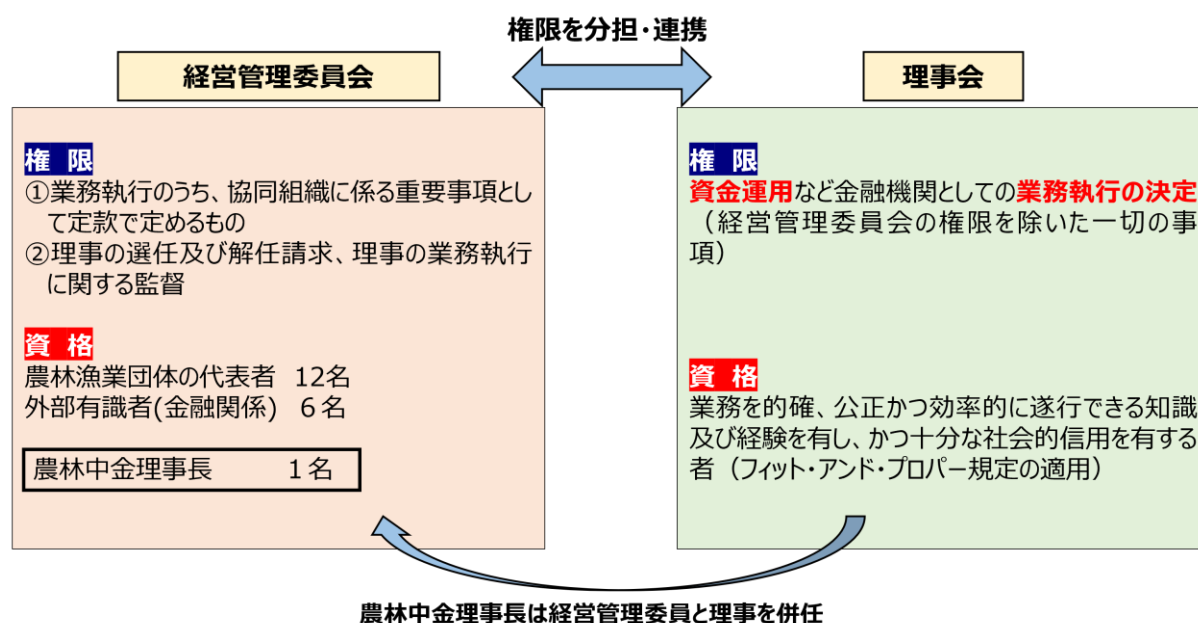
また、検証会においては、人数のほか、現場から経営層に意見や情報共有できる組織環境を整備することも重要との指摘があった。農林中金は、専門性を有する理事会が適切に方針決定を行えるようにすることを検討すべきである。

3 外部理事について

(1) 現行の理事の構成（専門性・外部性）

農林中金は、業務執行体制として、会員代表や外部有識者で構成される経営管理委員会が業務運営の基本方針を決定する。一方、業務を的確、公正かつ効率的に遂行できる知識及び経験を有する者で構成される理事会は、資金運用などの日々の業務執行に関する事項全般を担っている（図 15）。

【図 15：経営管理委員会と理事会の比較】



※農林水産省作成

3メガバンクや2008年に協同組織金融機関から株式会社形態に移行した株式会社商工組合中央金庫（以下「商工中金」という。）においては、金融の専門家、弁護士、会計士等の様々な分野から非常勤の社外取締役を一定数登用し、外部の目線を取り入れた経営を行っている。特に、商工中金においては、全取締役（13名）の過半（7名）が社外取締役である（図 16）。

【図 16：3メガバンク等の取締役の構成】

	取締役（人）		
	社内	社外	計
三菱UFJフィナンシャルグループ	7	9	16
三菱UFJ銀行	22	6	28
みずほフィナンシャルグループ	6	8	14
みずほ銀行	6	5	11
三井住友フィナンシャルグループ	6	7	13
三井住友銀行	12	6	18
商工中金	6	7	13

※各金融機関 HP より農林水産省作成

また、これらは株式会社であり、農林中金の理事会と株式会社の取締役会は異なるものであるが、業務執行の決定権限を有するという意味では同じ目的を有する組織である。

一方で、農林中金法第 24 条の 5 第 1 項において理事は兼職等の制限を受けており、農林中金は外部から非常勤理事を採用することができないため、現在の農林中金の 7 名の理事はいずれも農林中金職員を経て理事となっており、同質性が高い状況にある（図 17・図 18）。（株式会社においては、非常勤の社外取締役は原則として兼業が可能であることとされており、兼業が不可であると引き受け手を探すことが難しい状況にある。3メガバンクや商工中金の社外取締役も、兼業・兼職をしている例が多い（図 19）。）