JAの有価証券損失問題をどうみるか
－段階間の資金動態を中心に－

増　田　佳　昭

１．はじめに

多くのJAで国債をはじめとする債券の価格低下で多額の損失を抱えている。2025年度決算では一部のJAで多額の当期損失を計上した。金利上昇下で国債等の値下がりは全国JA共通の問題となっている。こうした有価証券の「含み損」とその処理は，オンライン週刊誌などで衝撃的に報じられて，社会的な関心も大きい。

しかし，今回のJAにおける有価証券損失がなぜ発生したのか，それがJAで特徴的に発生したのはなぜか，さらにその構造的要因は何かなど検討すべきことは少なくない。

本稿では，この問題を客観的にとらえなおし，その発生構造と対応策について考えてみようと思う。有価証券運用はいわば専門家の仕事とされて，JA役職員であっても当該業務に携わっていなければ，なかなか理解しにくい。本稿ではまず，金融の専門家でない読者にもわかるように，国債価格と金利の関係を概説した上で，今回のJAにおける債券含み損発生の基本的なメカニズムをみてみたい。

２．国債の価格と利回り－「含み損」発生のメカニズム

１）国債の価格と利回りの関係

国債の利回りと価格は逆相関の関係にある。国債は，国が銀行や投資家などから借り入れる借金である。国は必要な場合に赤字国債を発行するなどして，必要な財政資金を調達する。財務省が発行する主な国債として，半年に１回決まった額の利子が支払われ，満期時に元本が償還される固定利付債と，途中での利子は支払われず，満期時に額面金額で償還される割引国債がある。現在，固定利付債としては，満期が２年・５年・10年・20年・30年・40年の国債が発行されており，割引国債としては，満期が半年・１年の短期国債が発行されている。JAにおいては，長期で安定した資金運用先としては，20年程度の長期の固定利付債が利用されることが多い。

国債は，満期まで保有することなく途中で売却することもできる，そのときの価格が国債の価格である。国債の価格は値上がりすることもあれば，値下がりすることもある。具体的には，国債価格はその発行時点よりも金利が上がれば低下し，下がれば上昇する。というのは，表面利率１％の国債が発行された後に２％のものが発行されれば，より金利が

図１　日本国債（20年）発行日別の表面利率と現在価格（2026/6/1基準）

注）国債の発行日別に表面利率と2026年6月1日時点の価格を表示。
資料）日本相互証券株式会社BB国債価格（引値）の数値をもとに増田作成。

高い後者の国債が選択されて，前者の１％のものは安く売られて価格が低下することになる。逆に金利が１％から0.5％に低下すれば，先発国債が相対的に有利になって価格が上昇することになる。

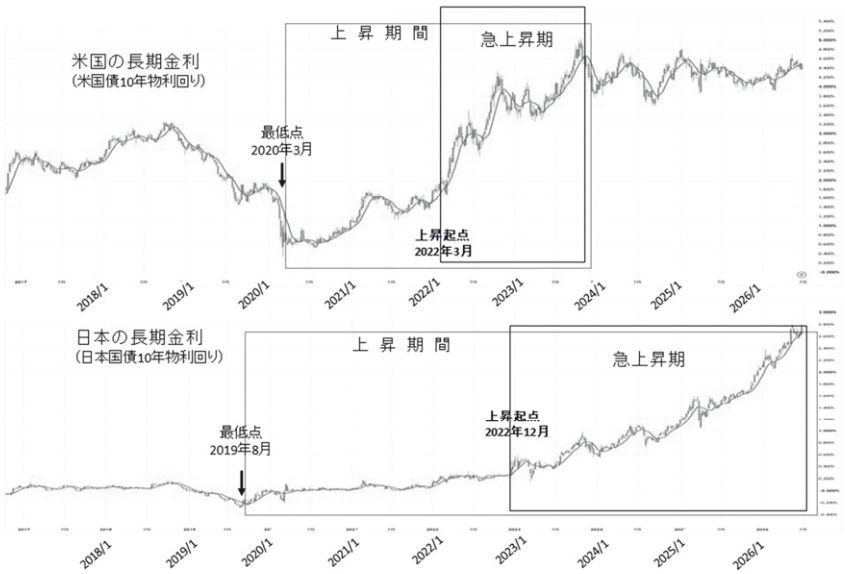
〈**図１**〉は，それを具体的に見たものである。これは日本国債（20年）について，発行日別の表面利率と現在（2026年６月１日）の価格をみたものである。20年前の2006年６月に販売された国債の表面利率は2.2％であったが，10年前の2016年６月のそれは0.2％であった。そして2026年３月販売分の表面利率は3.4％であった。

図上の国債価格の分布は，発行日の表面利率とほぼ同様のかたちになっている。2013年頃までに発行されたものは表面金利が2.0％程度であったこと，そして残存期間（満期日までの期間）が短いことから，100円を若干上回る価格になっている。しかし，2016年から2021年に発行されたものは表面利率１％未満と低く，満期までの期間も長いことから現時点の価格は70円前後ときわめて低くなっている。長期金利は2022年から上昇局面に入ったが，その結果とくに2019から22年に売り出された国債が，急激な価格下落に見舞われたことがわかる。

２）近年の日米長期金利の動き

国債は長期で安定した運用先とみなされているが，上記のように長期的な金利変動によって，その価格が大きく変動するリスクを抱えているのである。もちろん満期まで保有

図２　日米の長期金利の動き



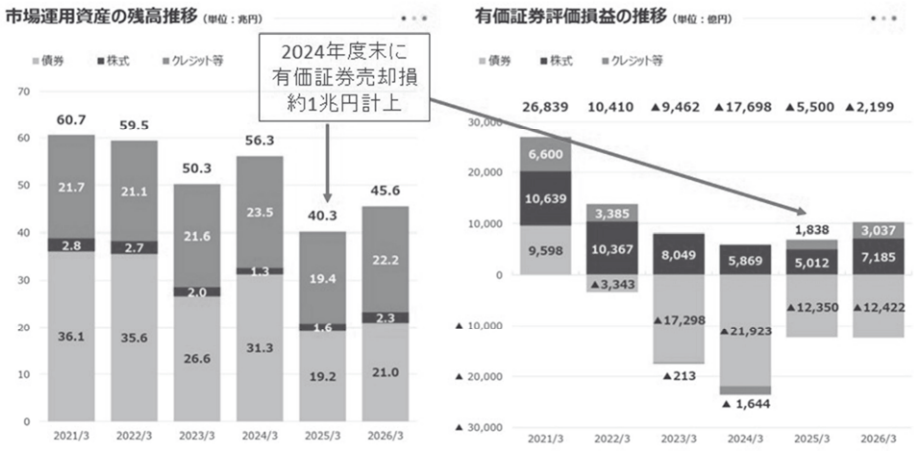
注）10年債の利回り（週足）を表示。実線は9週移動平均。
資料）Tradingview資料をもとに増田作図。

すれば一定の利益は出るが，保有途中で価格下落に見舞われると財務諸表上に含み損を抱えることになり，減損処理を余儀なくされたり，売却による欠損が生じたりすることになる。ただし逆に金利下落局面では，高金利の国債は含み益を生むことになる。

〈**図２**〉は，米国と日本の長期金利の動きを見たものである。米国は2019年のコロナ禍に直面して，金利水準を引き下げ，大幅な金融緩和を行った。長期金利は2018年後半から2020年３月まで漸次低下，その後次第に上昇に転じて，2022年３月頃から本格的な上昇局面を迎える。上昇局面は2023年11月頃まで続き，その後ほぼ横ばいとなった。米国の長期金利（米国債10年もの利回り）は，2020年の最も低い時期で0.6から0.8％であったものが，22年10月には5％にも上昇した。コロナ対策の金利引き下げとその出口対策が，機敏に行われたということができる。

これに対して日本の場合は2006年の1.9％をピークに，長期にわたって長期金利が継続的に低下してきた。いわゆるアベノミクスのもとでの「異次元の金融緩和」による政策金利の引き下げもあり，2016年１月には「マイナス金利」政策が行われ，国債の表面利率，長期金利もきわめて低い水準で推移していた。そのため，コロナ禍の下でもそれ以上の金利引き下げができず，政策金利の引き上げ（いわゆる出口戦略）も描けないままに推移していたが，2022年12月頃を起点にようやく上昇に転じた。マイナス金利政策が公式に解除されたのは2024年３月であった。

図３　農林中央金庫の運用資産残高と有価証券評価損益の推移



資料）農林中央金庫「2025年度通期 決算概要説明資料」、2026. 5. 21。
枠内と矢印は増田が追記した。

３）内外国債価格の下落とJAへの影響

こうした金利変動のもとで，まずその影響が深刻なかたちで現れたのが，農林中央金庫であった。農林中金は，後述のように，国内の協同組合から集めた資金を海外で運用して収益を上げ，それを会員であるJA，都道府県信連などに還元している。農林中金の運用先は，主に米国債をはじめとする海外債券及び株式である。

米国等における長期金利の上昇によって，米国債などの価格が下落，農林中金の債券の評価損が2022年度末には3,343億円のマイナスになり，23年度末（24年３月）には２兆1,923億円にまで拡大した〈**図３**〉。そして25年度末には約１兆円の債券売却損を計上した。その結果，2024年度の当期利益は１兆8,000億円の赤字となった。いわゆる「1.8兆円ショック」である。

このことは，資金運用を農林中金に委ね，そこからの利子と配当収入に依存するJA，都道府県信連にとって大きな衝撃であった。このとき，農林中金は，信連，JAからの永久劣後ローン7,000億円を後配出資に切り換えるとともに，期限付き劣後ローンを新たに6,000億円借り入れることで資本増強を図った。

農林中金問題から日を置かずに問題になったのが，日本の長期金利上昇と日本国債価格の下落によるJAの損失であった。日本における政策金利は，2024年３月に「マイナス金利」が解除されたのち，同年７月に0.25%，25年１月に0.5%，26年半ばに1.0%へと順次引き上げられた。長期金利は，2022年末から23年はじめに上昇を始め，その後持続的に上昇してきた。その上がり幅は，22年末の0.3%程度から26年７月現在の2.8%程度へと急であった。その結果，国債価格は下落し，前出〈**図１**〉のように，2021年９月に販売された20年国債の価格は，2026年６月１日基準で67.25円にまで下落した。額面に対してほぼ３分の２の

水準である。

もちろんこれを満期まで保有すれば，最終的には損失が発生しないが，評価損は状況によりその年度の当期利益や資本を著しく減少させることになる。またこれを売却すれば，売却損として直接的に損失が確定することになる。これが，今回のJAの有価証券損失，一部のJAでの赤字決算の基本的な構図である。

国債をはじめとする有価証券の多額損失問題の基本構図は，農林中金の場合もJAの場合も，“長期金利の上昇による国債価格の下落”という意味で同様である。違いは，農林中金の運用先が主に米国債であったのに対してJAは日本国債であったこと，そして前者がより早く発生し，後者がそれに遅れて発生したことである。いわば両者は相似形で発生しているのである。

もちろん，国債価格下落による運用資産の毀損は，他の金融機関でも生じている。しかしなぜ，JAにおいて深刻な形で発生したのか，それこそが問題であろう。

３．JA 信用事業システムの特徴

１）全国500のJA，32の信連，一つの農林中央金庫

さてここで，JAの信用事業の基本的な仕組みを確認しておこう。農林中金のディスクロージャー誌（2025年度）によれば，〈**図４**〉のように，25年３月末現在，JAの貯金残高は107.2兆円，JAはこのうちの24.4兆円（22.8％）を組合員等に貸し出し，そして74.0兆円を信連，農林中金に系統預け金として預ける。さらに，7.5兆円をこれまでみてきた国債などの有価証券として運用している。

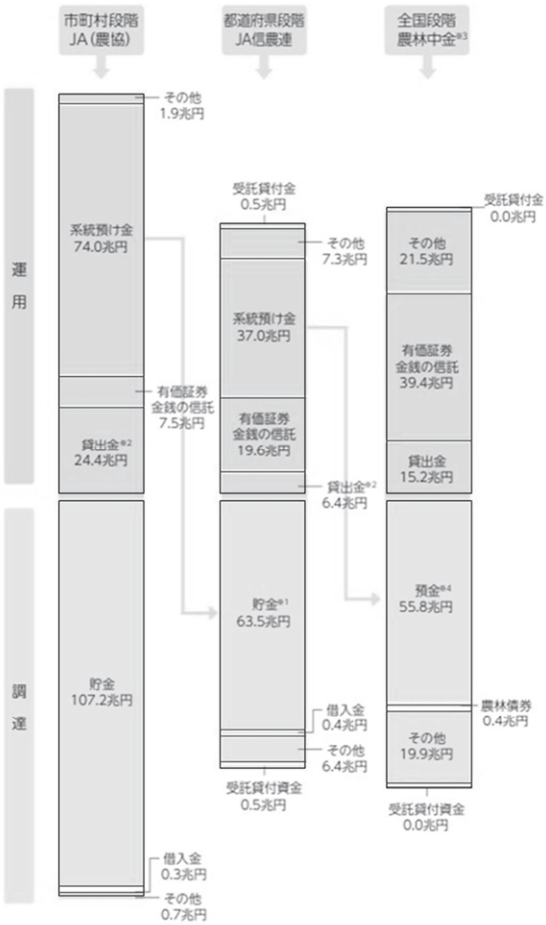
JAの系統預け金は，信連または農林中金に預けられる。過去に47都道府県にあった信連のうち，農林中金への統合や一県一JAにともなってJAに吸収された結果，その数は31となっている。信連は，JAからの系統預け金を63.5兆円受け入れ，6.4兆円を貸し出し，19.6兆円を有価証券等で運用，37.0兆円を農林中金に預け入れる。

農林中金は，JA，信連（信農連）からの預け金に加えて漁協系統，森林組合系統からの預け金も含めて，55.8兆円を受け入れている。そして，15.2兆円を関連産業等に貸し出し，39.4兆円を有価証券等で運用している。その運用先はもっぱら海外である。

２）JAによる調達と農林中金による運用が合体したJAバンクシステム

〈**図４**〉からよくわかるように，JAグループの信用事業はいわゆる系統三段階の役割分担のかたちを取っている。すなわち，JAによる貯金の吸収と信連，農林中金によるその運用である。詳しく述べる紙幅はないが，こうした役割分担は，産業組合時代の戦前からのものである。産業組合は当初，「有無相通」といわれる相互金融を理念に始まるが，次第に農村資金の吸収とその運用（貸出と国債）へと傾斜していく。産業組合中央金庫のち

図４　JAグループにおける段階間の資金の流れ



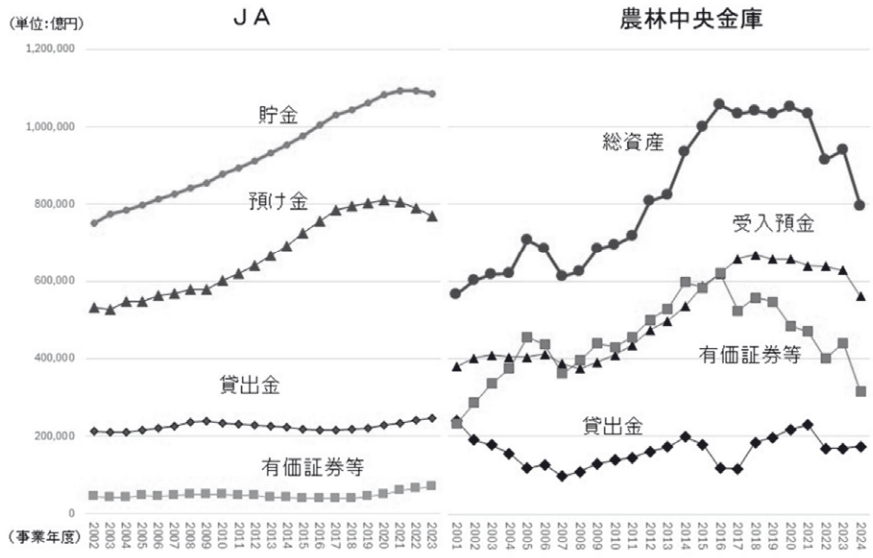
資料）農林中央金庫ディスクロージャー誌２０２５年度版資料編５頁より。一部筆者修正。

の農林中央金庫の役割も，都道府県信連間の資金調整から資金運用へと軸足を移していった。

JAと農林中金（信連も含む）との関係は，いわばJAが「貯蓄組合」で農林中金が「資金運用機関（＝機関投資家）」という関係である。そうした構造が成り立つのは，農協が農業者の金融機関としてまた地域の金融機関として低コストで貯金を集めることができ，農林中金はその資金ボリュームを活かして相対的な高利運用ができたからである。こうした役割分担のもとで，系統信用事業はトータルとして安定した金融機関だったとみることができる。

しかし，農林中金の1.8兆円ショック，JAの巨額損失（含み損）と続く今回の有価証券損失問題は，金利上昇期の偶発的な事象との見方もできようが，「集めた資金が運用できない」という意味で，JAグループの信用事業モデルの不安定性を露見させた側面が強いと考えられる。

図５　JAと農林中央金庫の資金動態



資料）総合農協統計表，農林中金ディスクロージャー誌より増田作成。

４．近年の三段階を通じた資金運用の変化

１）近年におけるJA，農林中金の資金動態の変化

上記の点を検証するために，2000年代以降の最近のJAと農林中金における資金の動きをみたものが〈**図５**〉である。

まずJAでは年を追って貯金受入高が増加，2023年度から減少に転じた。貯金増加に伴って系統預け金も増加していたが，2021年度からは減少に転じた。貸出金は，わずかずつだが増加傾向にある。これに対して，有価証券等は，21年度末の５兆円から24年度末の7.2兆円へと急増している。有価証券の内訳は国債3.2兆円，社債2.3兆円等である。さらに〈**表１**〉ではJAの貯金と運用先別運用額とその増減額を示した。とくに預け金と有価証券の動きが対照的で，系統預け金は2019年度以降横ばいから減少に，有価証券は2020年度以降急増している。2024年度末における約7.2兆円の有価証券運用額の内訳は，国債3.2兆円，社債2.3兆円，地方債1.0兆円であった。

JAにおける2020年度4,836億円，21年度6,204億円，22年度9,436億円，23年度5,793億円，24年度6,472億円という有価証券の買い増し，とくに現在価格が急落している22年度の国債6,093億円の買い増しが，今回のJAにおける有価証券損失の直接的な原因となった。

これに対して，農林中金では2017年度から有価証券の運用額が急減している。その中には米国債等の評価損失と売却処分によるものも含まれる。貸出金は横ばいないし増加傾向である。注目すべきは，運用の原資になる受入預金自体が2019年以降減少傾向にあること

表１　金利低落期におけるJAにおける資金動態

各年度末保有額（単位：億円）

	貯金	貸出金	預金	有価証券等	（うち国債）	（うち社債）
2014年度	931,703	225,660	666,258	43,460	17,380	7,537
2015年度	952,893	223,231	692,794	42,137	17,404	7,474
2016年度	976,482	217,604	725,689	40,653	16,803	8,043
2017年度	1,005,961	215,515	756,828	39,778	16,529	8,490
2018年度	1,030,873	216,703	784,711	39,899	15,652	9,496
2019年度	1,044,293	218,337	795,656	39,248	14,060	11,290
2020年度	1,062,558	220,953	803,162	44,085	16,967	13,905
2021年度	1,082,721	227,779	811,290	50,289	19,815	16,349
2022年度	1,092,674	234,229	804,934	59,725	25,907	19,464
2023年度	1,092,344	241,117	790,476	65,518	28,632	22,043
2024年度	1,084,707	246,935	768,870	71,990	32,125	23,307

対前年度増減額（単位：億円）

	貯金	貸出金	預金	有価証券等	（うち国債）	（うち社債）
2015年度	21,190	-2,429	26,537	-1,323	24	-62
2016年度	23,589	-5,627	32,895	-1,484	-600	568
2017年度	29,479	-2,089	31,139	-875	-274	447
2018年度	24,913	1,189	27,883	121	-878	1,006
2019年度	13,419	1,634	10,945	-651	-1,591	1,793
2020年度	18,265	2,616	7,506	4,836	2,907	2,616
2021年度	20,163	6,826	8,129	6,204	2,848	2,444
2022年度	9,953	6,450	-6,356	9,436	6,093	3,115
2023年度	-330	6,888	-14,458	5,793	2,725	2,579
2024年度	-7,637	5,818	-21,607	6,472	3,493	1,264

注）2024年度有価証券等にはこの他に「地方債」1.0兆円、「受益証券」0.3兆円などが含まれる。
資料）総合農協統計表から増田作成。

である。

２）JAにおける有価証券巨額損失の発生

農林中金の預け金受入額の減少の背景には，農林中金の金利･配当政策の変化があった。農林中金は2019年から運用益の還元率を減らすことを表明していた。内容は，JA，信連からの「系統預け金」にかかる上積み金利（奨励金の還元率）を３年間で0.1～0.2ポイント下げるというものだった。さらに，農林中金は系統預け金のうち奨励金の還元率の高い部分について，受け入れ金額の上限（キャップ）を設けることとして，22年以降これを実施した。

JAにおいては，こうした農林中金の実質的な預金受入制限のもとで，貯金で吸収した資金が行き場をなくすことになった。そして，それが国債や社債などの有価証券に回されることになったのである。その結果が前出〈**表１**〉にみられるJAの有価証券保有の増加である。有価証券の残高は2020年度末の５兆289億円から24年度末の７兆1,990億円へと２兆円以上も増加した。前出〈**図１**〉でみたように，JAの日本国債保有高が増加した

2020年から2022年頃の国債は，発行時表面利率が1％を切るものだった。その後の金利上昇でこの時期の国債価格は下落，現在価格は70円前後と，およそ３割目減りしていることになる。こうした国債の減価状況の詳細は各JAのディスクロージャー誌を見ることができるが，ここではごく大雑把に試算してみる。

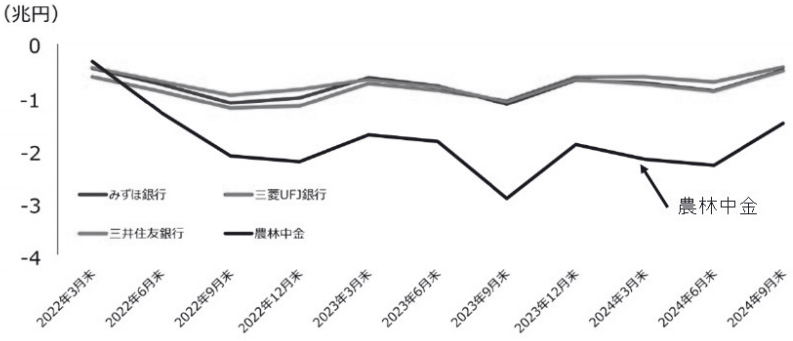
JAの2024年度末（25年３月末）の国債保有高は３兆2,000億円であるが，それが仮に平均２割減価しているとすると，減価額は6,400億円となる。調査対象のJA数は507であったから，１JA当たりの平均額は12.6億円となる。当該年度の１組合当たり事業総利益は31.3億円であったから，この減価額は事業総利益の４割に相当する。ただ，この推計はかなり控えめなものとみるべきであろう。というのは，社債や地方債等についても同様の現象が生まれているとみられるからである。また，JAの有価証券の保有状況については，都道府県間，JA間の格差が大きいことも事実だが，今回の国債をはじめ債券価格の下落がJA経営にきわめて大きな打撃を与えたことは間違いないだろう。

５．有識者検証会提言と中金法改正

１）農林中金有識者検証会の提言

農林中金の巨額損失問題を検証するために設けられた有識者検証会は，欠損の発生経緯を整理した上で，３メガバンクとの比較を行っている。つまり，金利上昇による長短金利の逆転，いわゆる「逆イールド」は，農林中金だけなく他の金融機関にも共通の環境である。しかし，債券の評価損は農林中金が23年９月末で３兆円近くになったのに対して，３メガバンクはいずれも１兆円程度である。それどころか，３メガバンクは，23年度に過去最高益又はそれに近い利益を計上した〈**図６**〉。

図６　3メガバンクと農林中央金庫の債券評価差額の推移



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

資料)「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」2025年1月28日、8頁。

３メガバンクが大幅黒字の中，農林中金が巨額の赤字に沈んだのはなぜか。この点について検証会報告書は,「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」として，農林中金の組織体制の機能不全，運用にかかるガバナンスについて検証を行っている。

３メガバンクでは，ポートフォリオ運営方針の決定権限は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がリスク管理委員会に委譲されている。両者の役割分担とチェックによって,「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」。

これに対して農林中金では，当事者は「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」と説明,「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」などとして，有価証券運用の組織体制の問題を指摘した。

こうした検討を踏まえて，有識者検証会は「理事会等の組織の見直し」として，各部門の組織体制・権限と責任を明確化，各部門が機能を十分に発揮し迅速な意思決定ができる機動性・実効性のある仕組みを構築すべき，理事については市場運用経験者を増やす，理事の兼業禁止規定の見直しを提言した。

また運用の体制の見直しとして高度で専門的な人材の確保・育成，分散投資と収益の多様化を求め，さらに農業出融資の拡大として，農業・食品産業への出融資を増やす，制度資金のあり方の検討などが，農林中金だけでなく農水省に対しても提言された。

ただ，すでに述べたように，農林中金の1.8兆円損失問題とその後顕在化するJAの有価証券巨額損失問題とは，相似形である。問題発生の構造や原因はよく似ている。しかし，有識者検証会は，設置の目的にもよるのだろうが，これを“農林中金の問題”ととらえてJAの問題には触れるところはなかった。また，その後農林中金が，JAに対して何らかの指導や警鐘を行ったのか，筆者は寡聞にして知らない。JA段階における有価証券保有リスクと対応について，JAバンクの指導機関として何らかの対応が必要だったのではないか。

２）農林中央金庫法の改正（2026年４月成立）－農林漁業者との直接取引へ

有識者検証会の提言を受けたかたちで，農林中央金庫法の改正が2026年４月に成立，５月に施行された。法律の概要は，農林中金の目的及び業務の見直しとして,「現行の農協等の協同組織のために金融の円滑をはかることに加え，その構成員（農林水産業者）のために金融の円滑をはかることを追加」した。そして，会員の構成員（農林水産業者）向けの融資等を必須業務にした。

あわせて，地域の農林水産業の会社への出資手続きの緩和と，農林中金の理事の兼職・兼業制限の緩和がなされた。

ポイントは，会員向けの業務だけでなくその構成員すなわちJA組合員等へのサービスに直接農林中金が乗り出すことである。このことを「国会法案解説」のサイトではこう表現している。「“組合だけでは支えきれない時代の農業を，農林中金が直接支える“－これが今回の改正案です」。大変わかりやすい表現である。つまり，農林漁業者を対象とした預金の受入や融資等の対応を農林中金が直接行うとする法改正であり，いわば，農林中金のリテールバンク化といってもよい。

この方向は，融資の拡大という意味で，JAグループの資金運用力の強化に多少なりとも貢献するのであろうが，はたしてそれがいま喫緊に必要とされる法改正なのかどうか，筆者から見ればきわめて疑問である。

６．おわりに
ー「含み損」問題に象徴される JA グループ信用事業の構造問題

さて本稿では，JAにとって大きな問題となっている国債をはじめとする有価証券の巨額損失問題について，それが発生した構図をみてきた。ごく単純化して示せば，JAにおける貯金吸収は傾向的に増加したが，その有利な運用先は限られていて，農林中金は運用の困難に直面してJAからの貯金の受け入れを制限した。その結果行き場を失ったJA貯金は安定した投資先と考えられた長期国債に向かい，おりしも金利上昇局面への転換で含み損化，巨額な損失を発生させた。また，JAの有価証券損失問題の顕在化に先立って，農林中金は1.8兆円ショックという巨額赤字を計上，有識者による検証を行った。

こうした経緯をみた上で，何が原因で，何が問われているのかを明確にしておかなければならない。

第一にマクロ的な問題として指摘すべきことは，JA信用事業システムにおける資金運用力の限界である。まず農林中金は外債を中心とした資金運用が困難になって，JAからの資金の受入を制限した。また，JAは貸出の拡大に努力しつつも集めた貯金の運用先を見いだせず，国債などの有価証券に投資せざるを得なかった。すなわち，JAグループ全体を通して，運用力の弱さが構造的な問題なのである。

考えなければならないのは，JAが貯蓄組合で農林中金が機関投資家という関係をどう改めていくかであろう。当然，JAにおける貸出は強めるべきだろう。農林中金は資金ボリュームを武器に機関投資家としてそれなりの成果を上げてきたのだが，今回の農林中央金庫法は，会員の構成員向けにリテールバンク化を指向するようである。はたしてそれが最適解なのか，疑問なしとしない。むしろ求められるのは，運用先や運用方法などの規制緩和ではないか。

第二にセミマクロ的問題として指摘すべきは，JAの債券損失問題についてJAグループ各段階が，あるいはJAバンクシステムとして，どのように対応したかである。農林中金

が自らの運用力の限界を表明して預金の受入制限を行ったことは，「金利なき時代」にやむをえない措置だったのであろう。だが，その結果行き場を失う資金の運用について，あるいは著増するJAの国債保有について，どのような指導や指摘がなされたのだろうか。「あとは自己責任で」というだけでは，JAバンクを名乗る資格が問われるのではないか。

第三にミクロの問題として指摘すべきことは，それぞれのJAの対応の優劣の問題である。今回，大きな欠損を抱えなかったJAも少なくない。JA間の差異は，貯貸率などのJAの資金調達運用構造の違い，有価証券におけるポートフォリオ選択の違い，長期金利上昇期における機動的な対応の有無などによるとみられる。運用体制などについては，農林中金の有識者検証会が指摘したことが，ほぼあてはまるのではないだろうか。この点についても，それぞれのJAで検証が必要だろう。

だが，今回の問題をトータルに見ると，JAという有価証券運用の“素人”が多額の保有を余儀なくされたという，マクロ，セミマクロの問題の方が重要と考える。JAグループ全体として資金運用力をどう強化するかという視点で，改善方向を模索してほしいと考える。また，有価証券運用については，JA間の情報交換や共同の研究が有効ではないだろうか。そうした場や機能をどう作るのかも，あわせて検討してみてはどうだろうか。

さらにいえば，JAグループの信用事業の性格が組合員のニーズに対応した組合員資金の運用にあるとすれば，「貯蓄から投資へ」という流れのなかで信用事業のあり方全体を見直していく必要があるのではないだろうか。

（本センター会長・滋賀県立大学名誉教授）