

郵政民営化の新段階 — 金融2社を中心に —

A New Stage of Postal Privatization

伊藤光雄

ITO Mitsuo

キーワード：日本郵政、郵政民営化、ゆうちょ銀行、かんぽ生命、日本国債
Japan Post Group, Postal Privatization, JP Bank, JP Insurance, JGB

1. はじめに

2015年11月4日、持ち株会社日本郵政とその傘下の金融2社、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の3社の株式が東京証券取引所第一部に上場された。異例の「親子同時上場」である。それまで、日本郵政の株式は政府が100%保有し、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式は日本郵政が100%保有していたが、この新規株式公開によって3社ともに発行済み株式数の約11%が民間投資家の保有となった。株式の公開価格は日本郵政が1,400円、ゆうちょ銀行が1,450円、かんぽ生命が2,200円であったが、11月4日の初値は、それぞれ1,631円(+17%)、1,680円(+16%)、2,929円(+33%)をつけ、株価から見れば上々の滑り出しとなった。

当初は、2015年10月に消費税率の8%から10%への引き上げが予定されており、それが日本郵政グループ株の上場に対しマイナスの影響を与えるのではないかと懸念されていたが、その消費税率引き上げも2017年4月まで1年半延長されたことにより、日本郵政グループ株上場の逆風とはならなかった。

11月4日の終値換算で3社の時価総額をみると、日本郵政が7.9兆円（東証一部の時価総額ランキング7位）、ゆうちょ銀行が7.5兆円（同9位）、かんぽ生命が2.1兆円（同61位）だった。また、ある意味では「二重計算」ともいえ

るが、3社合計の時価総額17.5兆円は、ランキング1位のトヨタ自動車（25.5兆円）に次ぐもので、ランキング2位の三菱UFJフィナンシャル・グループ（11.0兆円）を大きく上回る。

この3社の上場・新規株式公開によって、2007年に開始された郵政民営化は実質的な民営化（民有化）のスタートという新たな段階を迎えたといえる。

ところで、筆者は郵政民営化に関するこれまでの論稿（伊藤（2009）、伊藤（2011）、伊藤（2013））で金融2社の動向を分析するとともに、郵政民営化の主目的の1つであった「資金の流れを官から民へ」というものが民営化以降もほとんど進んでいないこと、またこれは日本郵政グループの経営努力でなしているものではなく、日本国債の保有構造が大きく変わらない限り、金融2社の「資金の流れ」が国債以外に大きく向かうことは困難であると論じた。

しかし、現時点ではこの国債の保有構造に非常に大きな変化が生じている。その発端となったのは2012年12月の第二次安倍晋三内閣の誕生であった。安倍首相は自身の経済政策を「アベノミクス」と称し、それは「大胆な金融緩和」、「機動的な財政出動」、「民間投資を喚起する成長戦略」の「三本の矢」からなるとした。そしてその「第一の矢」である金融政策の柱は、日銀による「2%の物価上昇目標」の導入であり、この物価上昇目標を達成すべく、黒田東彦日銀総裁は2013年4月4日の日銀政策決定会合で、「量・質ともに次元を異にする」大胆な金融緩和政策（＝異次元緩和）を打ち出した。

この日銀による異次元緩和は、日銀による大量の国債買入れ＝国債保有をもたらし、日銀以外の国債保有を、各保有主体によって程度の差はあれ、大幅に減じる結果となった。ゆうちょ銀行、かんぽ生命の国債保有・資金運用も、この異次元緩和によって大きく影響され、その変化は現在も進行中である。

本稿では、まず、日本郵政グループの株式上場にいたるまでの郵政民営化の経緯を概観するとともに、民営化後のゆうちょ銀行、かんぽ生命の金融2社の資金運用動向を異次元緩和の導入以前と以後に分けて分析してその変化の意味合いを考察し、異次元緩和がもたらした日本の国債市場全体の保有構造の変化を分析しながら、今後の日本国債市場がはらむ問題点、そしてそれがその後の

ゆうちょ銀行、かんぽ生命の経営にいかなる影響を与える可能性があるかを検討する。

2. 郵政民営化の経緯と株式上場

2-1. 郵政民営化の経緯

図表1によりながら、株式上場にいたるまでの郵政民営化の経緯を概観しておこう。

郵政民営化は2001年4月に首相となった小泉純一郎の強いリーダーシップのもとで進められた。2001年当時の郵政3事業（郵便、貯金、簡易保険）は中央省庁再編により総務省郵政事業庁がおこなっていたが、2003年には日本郵政公社が発足した（初代総裁は生田正治・元商船三井会長）。その後、小泉内

図表1 郵政事業民営化の経緯

2001年 4月	郵政事業の民営化を持論とする小泉純一郎内閣が発足
2003年 4月	日本郵政公社が発足。初代総裁に生田正治・元商船三井会長
2005年 8月	郵政民営化法案が参院で否決、直後に小泉首相が衆院を解散。いわゆる「郵政解散」
9月	衆院選で自民党が圧勝
10月	郵政民営化法が成立
2007年10月	日本郵政グループが発足。初代社長に西川善文・元三井住友銀行頭取
2009年 8月	衆院選で民主党が圧勝し、第1党に
9月	民主・社民・国民新党の連立内閣として鳩山由紀夫内閣が発足。民営化に反対する亀井静香氏が郵政・金融担当相として入閣
10月	民営化を巡る政府との路線対立で西川氏が辞任。後任社長に斎藤次郎・元大蔵次官
12月	日本郵政グループの株式売却凍結法が成立
2011年 3月	東日本大震災
11月	震災復興財源確保法が成立。日本郵政株式の処分が盛り込まれる
2012年 4月	改正郵政民営化法が成立。株式売却凍結法は廃止に
10月	郵便局会社と郵便事業会社が統合し、日本郵便に
12月	衆院選で自民党が圧勝
	政権交代期に斎藤氏が退任し、後任社長として財務省出身の坂倉副社長が昇格
	第二次安倍晋三内閣が発足
2013年 6月	坂氏が事実上更迭され、後任社長に西室泰三・元東芝会長が就任
2014年12月	日本郵政がゆうちょ銀行、かんぽ生命保険を含む親子3社同時上場計画を発表
2015年11月	日本郵政グループ3社が上場

資料：日本経済新聞2015年11月4日より。

閣が提出した郵政民営化関連法案は2005年7月に衆議院でわずか5票差で可決されたものの、翌8月に参議院で否決された。この結果を受けて小泉首相は民営化の賛否を直接国民に問うとして、衆議院を解散した。いわゆる「郵政解散」である。そして、同年9月に実施された衆議院選挙で小泉自民党が圧勝し、翌10月の特別国会で郵政民営化関連法案が可決・成立した。

2007年10月に日本郵政グループ（初代社長は西川善文・元三井住友銀行頭取）が日本郵政、郵便局会社、郵便事業会社、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の5社体制で発足した。日本の郵政事業の民営化スケジュールは、当初の計画では次のようなものだった。すなわち、持ち株会社日本郵政の株式は民営化開始時には政府が100%保有するものの、10年後の2017年9月末までに政府保有分は3分の1超までに圧縮するものとされた。また、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の金融2社については、10年以内に日本郵政が保有する株式を完全に処分（完全民営化）するものとされた（郵便局会社と郵便事業会社の株式は引き続き日本郵政が100%保有）。これにより、2017年9月末までに「郵政民営化」を達成するというものであった。

しかし、2009年8月の衆議院選挙によって、これまでの自公連立政権から民主党を中心とする新政権へと政権交代がおこなわれた（2009年9月、民主・社民・国民新党の連立内閣として鳩山由紀夫内閣が発足。郵政民営化に反対する亀井静香が郵政・金融担当大臣として入閣）。同年10月、西川日本郵政社長は民営化をめぐる政府との路線対立で辞任し、後任社長に斎藤次郎・元大蔵次官が就任した。また、政府は同年12月に「郵政株式売却凍結法」を成立させた。その後、政府はこれまでの「郵政民営化法」にとってかわる「郵政改革法案」の成立を試みたが、2010年7月の参議院選挙では与党が大敗して、参議院では少数与党となる「ねじれ国会」となるなど、「郵政改革法案」は成立の見通しが立たない状況が続いた。

この状況を打開すべく、2011年の秋以降、民主・自民・公明の3党による郵政民営化の見直しの協議がおこなわれた。その契機となったのは、2011年3月に起こった東日本大震災であり、その復興資金の必要性だった。同年11月

には震災復興財源確保法が成立し、そこに日本郵政株式の処分（4兆円程度）が財源として盛り込まれた。2012年3月には「郵政改革法案」の政府による取り下げと、これにかわる郵政民営化法を改正する議員立法の国会提出が3党で合意された。最終的には、2012年4月に「郵政民営化法等の一部を改正する等の法律」（以下「改正郵政民営化法」という。）が成立し、「郵政株式売却凍結法」は廃止となった。これをもって、郵政民営化の見直しは一応の決着をみることとなった。

改正郵政民営化法により、2012年10月に、従来の郵便事業株式会社と郵便局株式会社が「日本郵便株式会社」に統合され、日本郵政グループは5社体制から4社体制となった。

また、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式の処分については、旧郵政民営化法の「2017年9月末までに処分」という売却義務が撤廃され、「できる限り早期に」という努力規定となった。

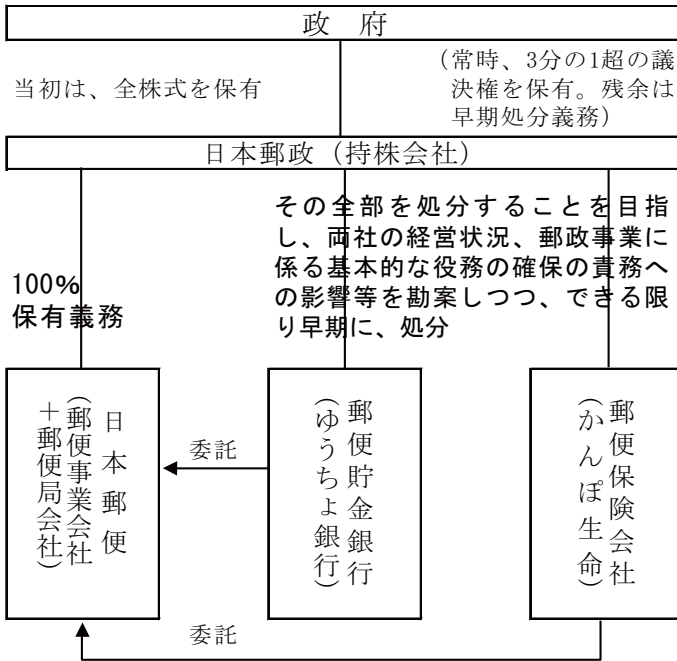
その後、2012年12月には衆議院選挙で自民党が圧勝し、自・公連立の第二次安倍内閣が誕生した。日本郵政は安倍内閣が発足する直前に斎藤社長が退任し、後任社長として財務省出身の坂篤朗副社長を昇格させる人事をおこなったが、これが政権の反発を招き、2013年6月には坂社長が事実上更迭され、後任社長に西室泰三・元東芝会長（前郵政民営化委員会委員長）が就任した。

2-2. 日本郵政グループの株式上場

図表2は改正郵政民営化法によって2012年10月よりスタートした新たな日本郵政グループの経営形態（および株式処分スキーム）を示したものである。日本郵政の株式に関しては、その政府保有を100%から3分の1超へと減じるというのは旧郵政民営化法と変わりはないが、先にみた震災復興財源確保法により、政府は復興債の償還費用の財源を確保するため、「日本郵政株式会社の経営状況、収益の見通しその他の事情を勘案しつつ処分の在り方を検討し、その結果に基づいて、できる限り早期に処分する」（附則第14条）こととされた。

日本郵政による金融2社の株式保有は、旧郵政民営化法では2017年9月末ま

図表2 改正郵政民営化法での郵政事業の経営形態



資料：第77回郵政民営化委員会資料をもとに筆者作成。

でに完全処分することになっていたが、改正郵政民営化法（62条1項）では「その全部を処分することを目指し、両社の経営状況、郵政事業に係る基本的な役務の確保の責務の履行への影響等を勘案しつつ、できるかぎり早期に、処分」することとされた。これは、「全部を処分することを目指し」という文言によれば完全処分が想定されていると解釈できる一方、完全処分の期限に明確な定めがないため、「ユニバーサルサービス提供義務」¹⁾を担保するという観点からは、日本郵政が金融2社の株式の3分の1超程度を保有し続ける可能性もうかがえるものである。かなり玉虫色な表現ではあるが、結果的には、金融2社

¹⁾ 改正郵政民営化法では、ユニバーサルサービスの範囲が拡充され、これまでの郵便サービスのみならず、貯金、保険の基本的なサービスを郵便局で一体的に利用できるよう、日本郵政と日本郵便に郵便および金融のユニバーサルサービスを提供する義務を課している。

の株式の処分は日本郵政の経営判断にゆだねられることになった。

2012年10月には日本郵政グループの株式上場計画も明らかになった。それによると、3年以内、2015年秋までを目途に、持株会社である日本郵政の株式の上場・売却が可能となるよう体制の整備を図り、一方、金融2社の株式の処分は、日本郵政株の半分程度を売った段階、すなわち、日本郵政の民間株主の意向が反映できる段階において方向性を出すというものだった。

金融2社の株式の処分方針がこのようになったのは、金融2社の株式売却が親会社である日本郵政の市場価値に大きな影響を与えるもので、株式市場における子会社上場の規制にも抵触する可能性があるからだった。

すなわち、東京証券取引所は2011年6月に「親会社を有する会社の上場に対する当取引所の考え方についての通知」を出して、「上場している親会社が企業グループの中核事業を担う子会社を上場させて新規公開に伴う利得を二重に得ようとする事例など、その目的に関して安易であるという批判を受けるケースが見受けられます。また、本格的な連結経営が求められる昨今の経営環境においては、企業グループ内の会社が親会社以外の株主に対して責任を負うこととなる子会社上場は、一体的な連結経営を行ううえでは必ずしも望ましいこととはいえません。」と、上場している親会社の傘下にある子会社の上場には慎重な取り扱いが必要との認識を示した。

このように、日本郵政グループの株式上場には「親子上場」という難しい問題をかかえていた。特に金融2社は資産と収益において日本郵政の「中核的な子会社」となっており、日本郵政の先行上場が法で定められている以上、日本郵政株の民間保有が50%を上回り、民間株主の意向が反映できる段階までは金融2社の上場について方針は決められないというのが当時の日本郵政グループの判断であった。裏返せば、日本郵政の新たな株主が金融2社の株式処分について反対する可能性も認めたもので、金融2社の上場時期はかなり不鮮明なものになってしまった²⁾。

しかし、2013年6月にそれまで郵政民営化委員会委員長であった西室泰三が日本郵政社長に就任すると、事態は大きく転換した。西室社長は金融2社にて

きるだけ早く新規業務等の経営の自由度を与えないと経営が行き詰まると判断し、これまでの日本郵政の先行上場スキームではなく、日本郵政と金融2社の異例の「親子同時上場」を決断した。この決断は株主たる財務省および東京証券取引所の同意を得て、2014年12月に発表された。

日本郵政が発表した上場計画では、金融2社の株式の売却は、「金融2社の経営の自由度の拡大、グループの一体性や総合力の発揮等も視野に入れ、まずは、保有割合が50%となるまで、段階的に売却していく。」³⁾とした。すなわち、改正郵政民営化法では金融2社には銀行法もしくは保険業法に加えての新規業務に関する「上乗せ規制」⁴⁾があり、それは金融2社の株式が2分の1以上処分された後は認可制から届出制に緩和され（ただし一定の義務規定はあり）、経営の自由度がかなり高まることになるからである。

その後、日本郵政と金融2社の「親子3社同時上場」は大きな批判をあびることなく⁵⁾、2015年11月4日におおむね成功裏に実現された。現時点ではこの親子上場の欠陥は表出してはいないが、一般に親子上場では親会社と子会社の少数株主との利益相反などが問題となり、また子会社の上場については親会社からの独立性の確保が問題とされる。この点からすれば、金融2社はその商品の販売チャンネルをほぼ100%日本郵政の完全子会社である日本郵便（郵便局）

²⁾ この点について、2012年10月29日開催の第88回郵政民営化委員会終了後の記者会見で西室委員長（当時。現日本郵政社長）は、記者の「いずれなくなってしまう有力な子会社を抱えている企業が上場するというときには、投資家はどう思うだろうというのはちょっと疑問なんです。」という記者の質問に、「おっしゃるとおりの疑問があるので、私は証券取引所の会長、社長をした感覚から言えば、すごく無理のある法律をお作りになったなということでありまして」と、日本郵政の先行上場に無理があるとの認識を示している。

³⁾ 日本郵政プレスリリース「日本郵政グループ3社の株式上場について」（2014年12月26日）。

⁴⁾ 金融2社には銀行法・保険業法で認められている業務の一部について、内閣総理大臣と総務大臣の認可を受けなければおこなうことができないという「上乗せ規制」が課せられている。また、新規業務の認可申請があった場合、両大臣は郵政民営化委員会の意見を聴かなければならないとされている。

⁵⁾ 日本郵政グループの上場に対しては、「親子3社同時上場」そのものの問題というより、金融2社の株式を完全処分ではなく、当面50%しか処分しないことで「親子関係」を維持しようとしていることに民間金融界からの批判が集中した。

に依存しており、日本郵便（郵便局）に支払う銀行・保険業務委託手数料は年間1兆円にもおよぶという事実は、金融2社が日本郵政からの独立を確保するのかという疑念として今後も問われ続けられると思われる。

日本郵政グループの上場によって、政府は日本郵政株式約6,808億円の売却収入を得、日本郵政はゆうちょ銀行株式約5,880億円、かんぽ生命株式約1,430億円の売却収入を得た。そして、この金融2社の株式売却収入約7,310億円は日本郵政株式の自社株買い資金にあてられ、日本郵政は2015年12月3日に発行済み株式の8.5%にあたる自社株を政府から購入した。その結果、政府は保有する日本郵政株式の20%弱を処分したことになり、売却収入の約1.4兆円は東日本大震災の復興財源に充てられることになる。「親子上場」の利益を最も享受したのは政府（財務省）ということになる。

3. 民営化後のゆうちょ銀行、かんぽ生命の資金運用状況

3-1. 日本郵政グループの経営状況

図表3は、改正郵政民営化法により郵便事業会社と郵便局会社が統合されて4社体制となって以降の日本郵政グループの主要な経営指標の推移（2012年度～2014年度）をみたものである。2014年度（2015年3月末）の日本郵政グループの連結決算は、経常利益が1兆1,158億円、当期純利益が4,826億円、総資産295兆8,497億円、純資産15兆3,015億円だった。同年度の金融2社の純利益は、ゆうちょ銀行が3,694億円、かんぽ生命が817億円であった。それ以前の決算状況をみても明らかであるが、日本郵政グループ全体の利益が金融2社の利益、とりわけゆうちょ銀行の利益に大きく依存しているのがはっきりとうかがわれる。また、2014年度末の金融2社の純資産は、ゆうちょ銀行が11兆6,302億円、かんぽ生命が1兆9,691億円であり、金融2社の純資産が日本郵政グループの連結純資産の9割弱を占めている。この状況が先にみた「親子上場」の問題と大きくからんでいるのである。

図表3 日本郵政グループの主要な経営指標の推移

【2012年度】

(単位:億円)

	日本郵政グループ (連結)	日本郵政 (単体)	日本郵便 (単体)	ゆうちょ銀行 (単体)	かんぽ生命 (単体)
経常収益	158,491	2,687	27,732	21,258	118,349
経常利益	12,250	1,256	801	5,935	5,293
当期純利益	5,627	1,452	600	3,739	910
純資産額	124,481	86,028	5,430	109,975	14,647
総資産額	2,928,929	97,111	48,065	1,998,406	904,623

【2013年度】

(単位:億円)

	日本郵政グループ (連結)	日本郵政 (単体)	日本郵便 (単体)	ゆうちょ銀行 (単体)	かんぽ生命 (単体)
経常収益	152,401	2,763	27,924	20,763	112,339
経常利益	11,036	1,478	525	5,650	4,635
当期純利益	4,790	1,550	329	3,546	634
純資産額	133,886	87,193	5,609	114,645	15,344
総資産額	2,922,464	97,401	48,017	2,025,128	870,886

【2014年度】

(単位:億円)

	日本郵政グループ (連結)	日本郵政 (単体)	日本郵便 (単体)	ゆうちょ銀行 (単体)	かんぽ生命 (単体)
経常収益	142,588	2,553	28,403	20,781	101,692
経常利益	11,158	1,492	220	5,694	4,931
当期純利益	4,826	1,311	154	3,694	817
純資産額	153,015	87,444	9,787	116,302	19,691
総資産額	2,958,497	91,071	54,419	2,081,793	849,119

資料:日本郵政株式会社の決算資料より。

図表4は、ゆうちょ銀行と農林中金、かんぽ生命と第一生命の2014年度の主要な経営指標を比較したものである。

まずゆうちょ銀行と農林中金を比べると、農林中金は総資産がゆうちょ銀行の半分以下、純資産がゆうちょ銀行の6割程度なのに、最終利益である当期純利益はゆうちょ銀行より9.5%程度上回っている。ここでは単年度の比較のみであるが、ゆうちょ銀行に比べて農林中金の収益力の高さがみてとれる。

次に、かんぽ生命と第一生命を比べると、第一生命の総資産がかんぽ生命の43%程度であるのに対し、純資産では80%、当期純利益では86%かんぽ生命を上回っている、これも単年度の比較のみであるが、かんぽ生命は第一生命と

図表4 ゆうちょ銀行と農林中金、かんぽ生命と第一生命の主要な経営指標の比較

【2014年度】

(単位：億円)

	ゆうちょ銀行(単体)	農林中金(単体)	かんぽ生命(単体)	第一生命(単体)
経常収益	20,781	13,404	101,692	47,984
経常利益	5,694	5,043	4,931	4,087
当期純利益	3,694	4,045	817	1,521
純資産額	116,302	72,318	19,691	35,513
総資産額	2,081,793	936,184	849,119	368,287

資料：図表3および農林中金、第一生命の決算資料より。

比べて収益力がかなり劣っていることがみてとれる。

日本郵政グループの金融2社が他の大手民間金融機関に比べ収益力が低いことはよく指摘されていることではあるが、金融2社の今後のさらなる株式売却および企業価値の維持・向上を考えるならば収益力の向上は喫緊の課題であろう。以下、この問題を考える上でも、民営化以降の金融2社の資金運用状況、およびその変化をみてみよう。

3-2. ゆうちょ銀行の資金運用状況

図表5は、2007年10月の民営化開始以降、2015年9月末までのゆうちょ銀行の資金運用状況を示している。これを、異次元緩和が開始される以前と以後に分けてみていこう。

まず、2007年10月1日から2013年3月末までの5年6カ月間の資金運用状況の推移だが、この間、運用資金の原資である貯金の残高が187.3兆円から177.0兆円へと10.3兆円減少し、運用資金総額も223.4兆円から197.7兆円へと25.7兆円(12%)減少した。図表5のデータは24カ月もしくは18カ月間隔で表示されているので明瞭ではないが、図表には示されていない12か月間隔のデータの推移でみると、2011年3月末が貯金残高(175.3兆円)、運用資金総額(190.7兆円)ともにボトムとなっている。

この間の資金運用に占める有価証券および国債の割合の推移をみると、有価証券76.4%→86.8%、国債69.6%→69.9%で、有価証券の比率は約10%ポイント

図表5 ゆうちょ銀行の資金運用状況

運用種目	2007年10月1日		2009年3月末		2011年3月末		2013年3月末		2014年3月末		2015年3月末		2015年9月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
貸出金	39,926	1.8	40,315	2.1	42,387	2.2	39,680	2.0	30,763	1.5	27,839	1.4	26,176	1.3
有価証券	1,708,082	76.4	1,735,511	89.5	1,750,264	91.8	1,715,966	86.8	1,660,578	82.9	1,561,697	75.9	1,498,011	73.1
国債	1,555,099	69.6	1,554,901	80.2	1,464,609	76.8	1,381,987	69.9	1,263,910	63.1	1,067,670	51.9	927,736	45.3
地方債	80,076	3.6	61,772	3.2	56,588	3.0	58,061	2.9	55,503	2.8	55,251	2.7	54,891	2.7
短期社債	—	—	5,429	0.3	1,029	0.1	5,490	0.3	3,339	0.2	2,269	0.1	2,189	0.1
社債	70,231	3.1	98,804	5.1	128,047	6.7	113,040	5.7	110,501	5.5	107,560	5.2	103,795	5.1
株式	—	—	9	0.0	9	0.0	9	0.0	9	0.0	9	0.0	9	0.0
その他の証券	2,675	0.1	14,595	0.8	99,979	5.2	157,378	8.0	227,313	11.3	328,936	16.0	409,389	20.0
金銭の信託	6,031	0.3	12,247	0.6	18,067	0.9	30,389	1.5	29,190	1.5	34,916	1.7	34,796	1.7
預け金等	58,943	2.6	56,579	2.9	47,541	2.5	90,782	4.6	192,041	9.6	330,349	16.0	391,843	19.1
コールローン	8,000	0.4	511	0.0	4,296	0.2	18,377	0.9	18,436	0.9	19,615	1.0	18,303	0.9
債券償取引当保証金	—	—	7,257	0.4	44,833	2.4	81,415	4.1	72,128	3.6	83,740	4.1	80,587	3.9
預託金	388,585	17.4	87,000	4.5	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
その他	16,761	0.8	107	0.0	61	0.0	42	0.0	319	0.0	494	0.0	163	0.0
合計	2,234,270	100.0	1,939,531	100.0	1,907,453	100.0	1,976,652	100.0	2,003,455	100.0	2,058,654	100.0	2,049,881	100.0
貯金残高(兆円)	187.3	—	178.0	—	175.3	—	177.0	—	177.7	—	179.0	—	178.5	—

注1：2009年3月末以降の「株式」9億円は、スルガ銀行との提携による個人ローン業務に係る業務受託会社（SPD センター株式会社）への共同出資分。

注2：「その他証券」は外国証券。

注3：貯金残高は未払い利息を含む。

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

ト増えたが、国債の比率はほとんど変化していない。ただし、絶対額で見ると国債は155.5兆円→138.2兆円と17.3兆円（11%）減少している。だが、「小泉郵政改革」の大目標である「資金の流れを官から民へ」、つまり資金運用先を国債から民間経済主体へという動きは観察されはしても、5年6カ月という期間に比してごくごくゆるやかな動きであることが分かる。

他の運用項目の推移をもう少し詳しくみると、貸出金はほとんど変化がないが、社債（短期社債を含む）は7兆円（3.1%）→11.8兆円（6.0%）、外国証券（「その他証券」）は0.3兆円（0.1%）→15.7兆円（8.0%）、金銭の信託（信託銀行を通じての国内株式等への投資）0.6兆円（0.3%）→3兆円（1.5%）と、ゆうちょ銀行の資金運用の「多様化の形跡」がうかがわれる。

とはいえ、2008年9月のリーマン・ショックおよびその後の世界金融危機と2011年3月の東日本大震災を含むこの5年6カ月のゆうちょ資金の運用状況は、総じて国債を中心とした従来型の資金運用から大きく変化したものとはいえないであろう。

だが、異次元緩和開始から2015年9月末までの2年6カ月のゆうちょ銀行の資金運用状況の推移をみると大きな変化が生じていることが分かる。この間、運用資金総額は197.7兆円から205.0兆円と7.3兆円増加したが、資金運用に占める国債の割合は69.9%→45.3%と24.6%ポイント減少して、初めて5割を割り込んだ。金額にして実に45.4兆円も減少している。

これに対し、この間、運用額を大きく増加させたのは外国証券（「その他証券」）の15.7兆円（8.0%）→40.9兆円（20.0%）と25.2兆円の増、および「預け金等」の9.1兆円（4.6%）→39.2兆円（19.1%）と30.1兆円の増だった。両者の増加分55.3兆円は国債の減少分45.4兆円を約10兆円上回っている。

「預け金等」に含まれる「現金」の額は、2015年3月末で1,364億円で、残りはゆうちょ銀行が日本銀行に預けている日銀当座預金である。この日銀当座預金は必要準備額⁶⁾を上回る超過準備預金額に対しては0.1%の付利がなされている。異次元緩和の進展とともにゆうちょ銀行の日銀当座預金が急増してい

く様がここにかがえる。

図表6は2015年3月末のゆうちょ銀行と農林中金の資金運用を比較したものである。農林中金の資金運用構成で特徴的なのは、外国証券が大半を占める「その他証券」が48.1%と5割に迫り、国債は14.7%にすぎないことである。農林中金の決算資料で2014年度の資金運用利回りをみると、円建有価証券の利回りが1.11%であるのに対し、外貨建有価証券の利回りは2.33%と2倍以上になっている。先にみた農林中金がゆうちょ銀行に比較して高い収益力を有しているのは、積極的な海外での資金運用の結果といえる⁷⁾。

図表6 ゆうちょ銀行と農林中金の資金運用比較

【2015年3月末】

(単位：億円、%)

運用種目	ゆうちょ銀行		農林中金	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比
貸出金	27,839	1.4	199,357	21.3
有価証券	1,561,697	75.9	597,385	63.8
国債	1,067,670	51.9	137,702	14.7
地方債	55,251	2.7	765	0.1
短期社債	2,269	0.1	—	—
社債	107,560	5.2	254	0.0
株式	9	0.0	8,760	0.9
その他の証券	328,936	16.0	450,660	48.1
金銭の信託	34,916	1.7	45,060	4.8
預け金等	330,349	16.0	72,788	7.8
コールローン	19,615	1.0	5,699	0.6
債券貸借取引支払保証金	83,740	4.1	788	0.1
その他	494	0.0	14,351	1.5
合計	2,058,654	100.0	936,184	100.0

資料：図表5および農林中金決算資料より。

- ⁶⁾ 郵政民営化によりゆうちょ銀行は準備預金制度の適用先になった。当時の貯金残高187兆円に対し約2.3兆円が必要準備であった。これから類推すると、2015年9月末のゆうちょ銀行が保有する超過準備預金は36兆円超となる。
- ⁷⁾ ただし、農林中金のこの積極的な海外投資戦略は、リーマン・ショック後の世界金融危機の影響を大きく受け、2009年3月期決算は5,721億円の純損失となった。一方、同期のゆうちょ銀行の決算は2,293億円の純利益だった。その後、農林中金の業績は次第に回復し、純利益（連結）は2010年3月期331億円、2011年3月期1,296億円、2012年3月期705億円、2013年3月期1,199億円、2014年3月期1,557億円、2015年3月期4,113億円だった。

日本郵政が2015年4月1日に発表した「日本郵政グループ中期経営計画～新郵政ネットワーク創造プラン2017～」によれば、ゆうちょ銀行は「安定的な調達構造の下、国債をベースとしつつ、一層の運用収益を求めて、運用戦略を高度化」し、「適切なリスク管理の下、国際分散投資を加速」するとしている。その具体策として外国証券を中心とする国債以外の有価証券運用＝「サテライト運用」を2018年3月末までに60兆円まで拡大する計画である。また、そのために人材を強化し、2015年6月には元ゴールドマンサックス証券副社長の佐護勝紀を執行役副社長に迎えるとともに9名の専門人材を採用して、より機動的な運用ができるように12月には運用チームの再編成もしている。ゆうちょ銀行の長門正貢社長（元シティバンク銀行会長）は「こうした取組みにより、サテライト運用の60兆円は計画より前倒しできるのではないかと」いう⁸⁾。

このように、ゆうちょ銀行は日銀の異次元緩和に支えられてその資金運用構成を大きく変えており、今後もその変化は続くものと思われる。

3-3. かんぽ生命の資金運用状況

図表7は、民営化開始直後の2007年10月末から2015年9月末までのかんぽ生命の資金運用状況を示している。これも、ゆうちょ銀行と同様、異次元緩和が開始される以前と以後に分けてみていく。

まず、2007年10月末から2013年3月末までの5年5カ月間の資金運用状況の推移だが、この間、運用資金総額は112.8兆円から89.2兆円へと23.6兆円（21%）減少した。かんぽ生命の運用資金総額は、ゆうちょ銀行とは異なり2013年3月末以降も減少し、民営化後一貫して減少を続けている。

この間の資金運用に占める有価証券および国債の割合の推移をみると、有価証券74.5%→81.3%、国債59.6%→63.3%で、有価証券の比率は約6.8%ポイ

⁸⁾ 『週刊金融財政事情 2015年12月14日号』10-13ページ参照。

図表7 かんぽ生命の資金運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2007年10月1日		2009年3月末		2011年3月末		2013年3月末		2014年3月末		2015年3月末		2015年9月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
現金および預金	12,288	1.1	22,792	2.6	20,461	2.3	7,241	0.8	16,635	1.9	22,059	2.6	17,408	2.1
コールローン	8,885	0.8	4,602	0.5	5,956	0.7	2,034	0.2	2,300	0.3	4,454	0.5	6,768	0.8
債券信託引当保証金	—	—	10,339	1.2	12,666	1.5	23,312	2.6	28,221	3.2	27,208	3.2	30,559	3.6
買入金銭債権	—	—	45	0.0	406	0.0	4,274	0.5	1,074	0.1	4,490	0.5	4,074	0.5
金銭の信託	59,794	5.3	4,091	0.5	2,253	0.3	2,568	0.3	5,816	0.7	14,349	1.7	17,090	2.0
有価証券	840,427	74.5	833,268	93.4	771,730	88.6	725,581	81.3	693,789	79.7	662,772	78.1	661,464	77.9
国債	672,913	59.6	696,733	78.1	641,030	73.6	564,726	63.3	525,229	60.3	480,864	56.6	467,367	55.0
地方債	35,480	3.1	45,563	5.1	62,557	7.2	86,984	9.8	91,737	10.5	95,558	11.3	94,857	11.2
社債	120,237	10.7	82,137	9.2	60,906	7.0	64,848	7.3	64,418	7.4	66,524	7.8	62,772	7.4
その他の証券	11,796	1.0	8,834	1.0	7,237	0.8	9,022	1.0	12,394	1.4	19,814	2.3	35,961	4.2
貸付金	206,844	18.3	183,418	20.6	145,474	16.7	126,915	14.2	110,205	12.7	99,773	11.8	94,398	11.1
合計	1,128,239	100.0	1,058,557	100.0	958,951	100.0	891,929	100.0	870,886	100.0	849,119	100.0	846,887	100.0

資料：かんぽ生命決算資料等より。

ント増え、国債の比率も 3.7%ポイント増えている。ただし、絶対額で見ると国債は 67.3兆円→56.5兆円と 10.8兆円（16%）減少している。

国債以外の運用項目の推移をみても、地方債の 3.5兆円（3.1%）→8.7兆円（9.8%）以外、大きく増加したものはなく、逆に金銭の信託（信託銀行を通じての株式等への投資）が 6.0兆円（5.3%）→0.3兆円（0.3%）と大きく減少しているのが、ゆうちょ銀行の金銭の信託での運用の推移とは対照的であり注目される。

これは、かんぽ生命は民営化開始の当初から、ゆうちょ銀行より長期的なリスク資産での運用が可能ということで、6兆円という比較的多額の資金を金銭の信託で運用していたが、リーマン・ショック後の株価大暴落で巨額の損失を出し、2009年3月末の時点で 0.4兆円（0.5%）と大きくその比率を下げざるを得なかったためである。これに対し、ゆうちょ銀行は民営化当初は金銭の信託での運用が 0.6兆円（0.3%）と少なく、リーマン・ショック後の株価大暴落の影響も軽微であったため、2013年3月末まで毎年その比率を上げていったのである。

総じて、この間のかんぽ生命の資金運用は、ゆうちょ銀行のそれとは部分的な相違はあるとはいえ、ゆうちょ銀行と同様、国債を中心とした従来型の資金運用から大きく変化してはいないといえよう。

異次元緩和開始以後の 2年6カ月のかんぽ生命の資金運用状況の推移は、どうだろうか。

この間、運用資金総額は 89.2兆円から 84.7兆円と 4.5兆円減少したが、資金運用に占める国債の割合は 56.5兆円（63.3%）→46.7兆円（55.0%）と 9.8兆円（17.3%）減少している。

この間のかんぽ生命の資金運用の特徴は、運用資金総額の減少（4.5兆円）を大きく上回って国債での運用を減少（9.8兆円）させており、運用比率を比較的大きく高めたのは地方債 8.7兆円（9.8%）→9.5兆円（11.2%）と外国証券 0.9兆円（1.0%）→3.6兆円（4.2%）ではあるが、国債の減少以外に全体の運用構

成をさして大きく変えるものではなかったといえよう。

図表8は、2015年3月末におけるかんぽ生命と第一生命の資金運用を比較したものである。両社を比較して特徴的なのは、外国株式および株式といったリスク性資産での運用の違いである。すなわち、かんぽ生命が株式保有がゼロで、外国証券での運用が2.0兆円（2.3%）であるのに対し、第一生命は株式が4.0兆円（10.9%）、外国証券9.8兆円（26.6%）、合計のリスク性資産での運用比率は37.5%である。先にみた両社の収益力の差はこの点に起因するものと思われる。

図表8 かんぽ生命と第一生命の資金運用比較

【2015年3月末】

(単位：億円、%)

運用種目	かんぽ生命		第一生命	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比
現金および預金	22,059	2.6	5,739	1.6
コールローン	4,454	0.5	3,345	0.9
債券貸借取引支払保証金	27,208	3.2	—	—
買入金銭債権	4,490	0.5	2,597	0.7
金銭の信託	14,349	1.7	361	0.1
有価証券	662,772	78.1	306,733	83.3
国債	480,864	56.6	145,313	39.5
地方債	95,558	11.3	1,355	0.4
社債	66,524	7.8	16,751	4.5
株式	—	—	40,070	10.9
外国証券	19,814	2.3	97,994	26.6
貸付金	99,773	11.8	30,292	8.2
合計	849,119	100.0	368,287	100.0

資料：図表7および第一生命決算資料より。

しかし、日本郵政の中期経営計画では、かんぽ生命について、「運用資産の多様化を促進→資産と負債のマッチングを推進するとともに、許容可能な範囲で資産運用リスクを取り、収益性を向上」させるとの記述にとどまり、ゆうちょ銀行のような「サテライト運用」という言葉も見当たらない。石井雅実かんぽ生命社長（元安田火災海上保険副社長）はこの点について、「当社は満期日に保険金を支払う養老保険が多いため、他生保に比べ、リスクテイクできる部分が小さい。しかしながら、低金利の現状をふまえれば、他生保と同様、資産運用

の高度化を図る必要性は高く、人材を他社に派遣して運用ノウハウを取得するなど、態勢整備を図っている」、リスク性資産での運用を「中期経営計画の期間中（15～17年度）に、これを10%程度に引き上げたいと考えている」と述べている。⁹⁾

このように、異次元緩和以降のかんぽ生命の資金運用構成の変化は、ゆうちょ銀行ほどドラスチックな変化はないが、それでも国債での運用の縮減とリスク性資産運用の拡大の方向性がみとれるのである。

4. 異次元緩和と国債保有構造の変化

4-1. 日銀による異次元緩和と追加緩和の実施

図表9は、日銀の量的・質的金融緩和政策（2013年4月4日決定）とその追加金融緩和政策（2014年10月31日決定）の内容と2015年末時点での実績を表にしたものである。

まず、導入当初の異次元緩和の内容をみると、デフレの脱却と2%の物価上昇目標の達成のため、①金融調節の操作目標を金利（無担保コールレート・オーバーナイト物）からマネタリーベースに変更し、マネタリーベースを年間60～70兆円の増加を目指し、②長期国債の買入れを拡大（年間50兆円の増加）するとともに買入れ対象を長期化（40年債を含むすべての国債を対象とし、平均残存期間を7年程度に延長）し、③ETF、J-REITの買入れを拡大（それぞれ、年間1兆円、300億円買い増）する、というものである。

また、2014年10月31日に決定された追加緩和では、「消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働いて」とし、「現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」ことを理由に、①

⁹⁾ 『週刊金融財政事情 2015年12月14日号』14-17 ページ参照。

図表9 日本銀行の量的・質的金融緩和政策とその追加金融緩和政策の内容とその実績

	量的・質的金融緩和政策 (2013年4月4日決定)	追加金融緩和政策 (2014年10月31日決定)
金融調節の金利目標	廃止(非常時の金融政策)	同左
緩和度合を測る目安	マネタリーベースとリスク資産の規模拡大	同左
マネタリーベース規模	年間60兆～70兆円増やす 実績：2013年末200兆円→ 2014年末276兆円	年間80兆円増やす 実績：2014年末276兆円→ 2015年末356兆円
日銀当座預金残高	実績：2013年末107兆円→ 2014年末178兆円	実績：2014年末178兆円→ 2015年末253兆円
日銀保有長期国債残高	年間50兆円増やす 実績：2013年末142兆円→ 2014年末202兆円	年間80兆円増やす 実績：2014年末202兆円→ 2015年末282兆円
日銀の総資産・負債規模	実績：2013年末224兆円→ 2014年末300兆円	実績：2014年末300兆円→ 2015年末383兆円
金融緩和継続期間	物価目標2%を安定的に持続するために必要な時点まで継続	同左
長期国債以外の買入資産	ETF年間1兆円、J-REIT年間300億円買い増す ETF実績：2013年末2.4兆円→ 2014年末3.8兆円 J-REIT実績：2013年末1401億円→ 2014年末1778億円	ETF年間3兆円、J-REIT約900億円買い増す ETF実績：2014年末3.8兆円→ 2015年末6.8兆円 J-REIT実績：2014年末1778億円→ 2015年末2695億円
買入国債の残存期間	40年債までの全てのゾーンの国債を買い入れる。日銀が購入する国債の平均残存期間は現在3年弱だが、今後は7年程度にまで延ばす程度に延長	買い入れの平均残存期間を7～10年程度に延長
その他	銀行券ルール一時停止	同左

資料：日本銀行公表資料より作成。

マネタリーベース年間増加目標を80兆円に増やし、②長期国債の買入れをさらに拡大(年間80兆円に増加)するとともに買入れ対象をさらに長期化(平均残存期間を7～10年に延長)し、③ETF、J-REITの買入れをさらに拡大(それぞれ、年間3兆円、900億円買い増)する、というものである¹⁰⁾。

この異次元緩和と追加緩和の実施により、日銀のバランスシートの変化は驚くべきものになった。

¹⁰⁾ これは、政策委員会委員9名中、賛成5反対4という僅差で決定された。

図表10で、2008年3月末以降の日銀の主要勘定の変化を見ると、2013年3月末から2015年12月末までの2年9カ月で、総資産は164.8兆円から383.1兆円へと218.3兆円増、2.3倍に急増し、それにもつばら寄与したのは、資産側では保有国債の125.3兆円から325.0兆円へと199.7兆円増（2.6倍）であり、負債側では当座預金の58.1兆円から253.0兆円へと194.9兆円増（4.4倍）である。

その変化をグラフ化したものが、図表11のマネタリーベースの推移と、図表12の日本銀行保有国債の推移である。両方のグラフとも、まさに「異次元」というにふさわしい急増を示している。

図表10 日本銀行の主要勘定の推移

(単位：兆円)

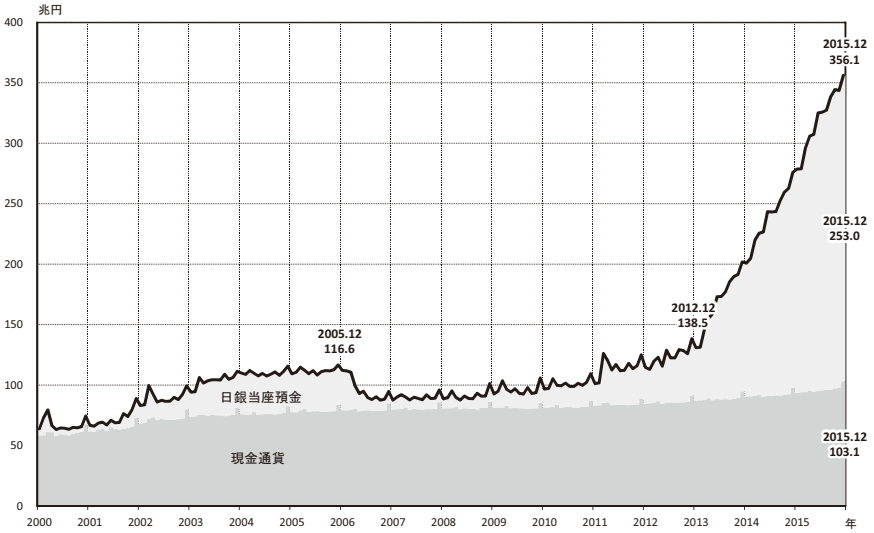
	2008年 3月末	2010年 3月末	2012年 3月末	2013年 3月末	2014年 3月末	2015年 3月末	2015年 12月末
資 産	113.4	121.8	139.4	164.8	241.5	323.5	383.1
貸 付 金	29.2	35.7	38.9	25.4	26.3	34.0	36.4
国 債	67.3	73.0	87.2	125.3	198.3	269.7	325.0
外 国 為 替	5.2	5.0	5.8	5.5	6.1	7.1	6.4
そ の 他	11.7	8.1	7.5	8.6	10.8	12.7	15.3
負債および純資産	113.4	121.8	139.4	164.8	241.5	323.5	383.1
発 行 銀 行 券	76.4	77.3	80.8	83.3	86.6	89.6	98.4
当 座 預 金	14.2	23.4	34.4	58.1	128.6	201.5	253.0
政 府 預 金	3.5	3.0	1.8	1.4	1.6	1.7	17.0
売 現 先	12.0	11.6	14.3	14.5	13.3	17.6	0.8
そ の 他	7.3	6.5	8.1	7.5	11.4	13.1	13.9

注) 2015年12月末の金銭の信託による株式保有は1.3兆円、ETF保有は6.9兆円、J-REIT保有は2,695億円。
資料：日本銀行より。

日銀はこの異次元緩和以前に非常時の金融政策（＝非伝統的金融政策）として「量的緩和政策」（2001年3月～2006年3月）と「包括的な金融緩和」（2010年10月～2013年4月）をおこない、両者ともに「平時」に比べれば大規模なマネタリーベース（日銀当座預金）と保有国債の増大をもたらしたが、図表11、図表12ともにその「大規模」さが異次元緩和によってかすんで見える。

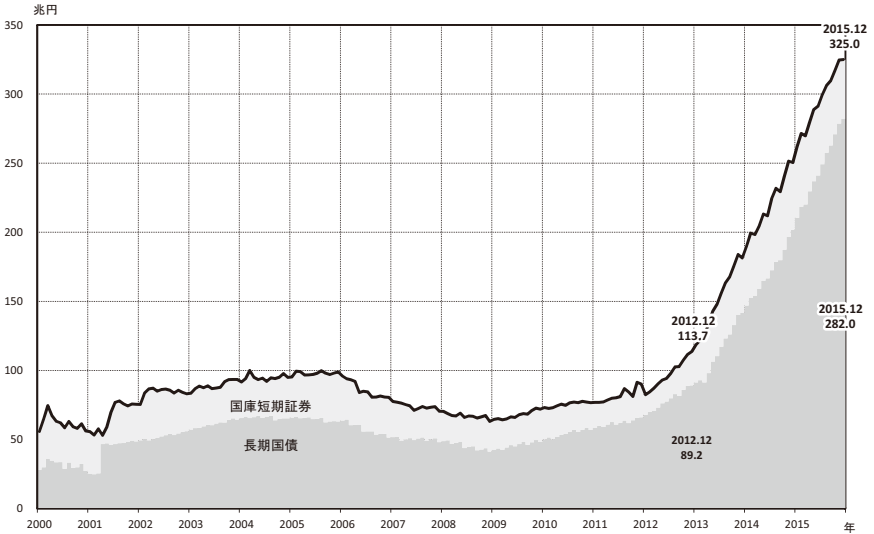
異次元緩和の導入は市場心理を大きく動かした。図表13をみると、為替

図表11 マネタリーベースの推移



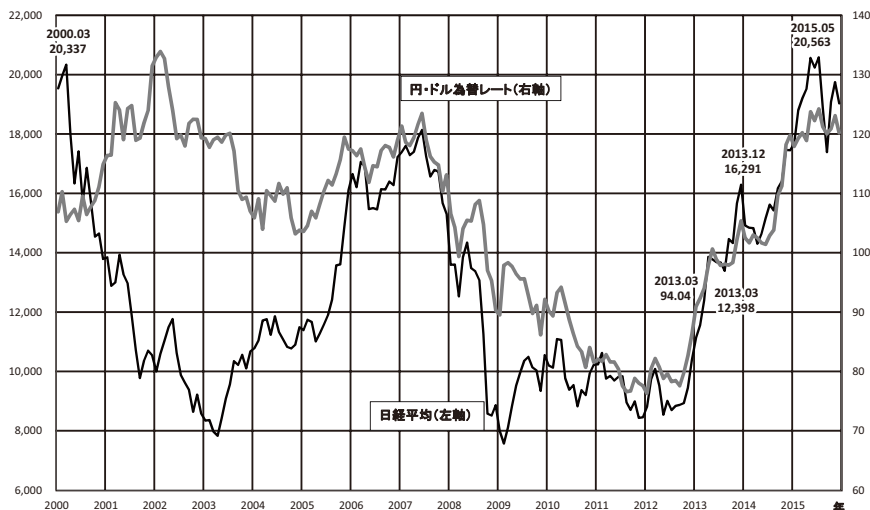
資料：日本銀行より。

図表12 日本銀行保有国債の推移



資料：日本銀行より。

図表13 日経平均株価と円・ドル為替レートの推移



資料：日本銀行より。

市場では円安が大きく進行し、2013年3月末には1ドル94円台であったが、2013年5月末には100円を回復し、2014年10月末の追加緩和実施直前には111円台、追加緩和後の2014年11月末は118円台となり、2015年7月末は124円台に達し、2015年末は120円台となっている。株価も為替レートとはほぼ同じ動き（特に2014年末まで）で上昇した。日経平均は、2013年3月末には12,398円であったが、2013年末には16,291円に上昇し、追加緩和後の2014年末は17,451円となり、2015年5月末は20,563円とITバブル時の最高値の20,337円（2000年3月末）を上回った。2015年末は19,034円となっている。

このような円安の進行と株価の上昇は企業の収益増に大きく貢献した。法人企業（全産業ベース、除く金融・保険）の経常利益の前年度伸び率は2013年度が23.1%、2014年度は8.3%だった¹¹⁾。

先にみたように、2014年4月の消費税増税は消費を大きく減退させ、2014

¹¹⁾ 財務省「法人企業統計」より。

年4～6月期と7～9月期の2四半期連続のGDPマイナス成長をもたらし、2014年夏以降の原油価格の大幅下落は物価の下押し要因となり、それらが日銀を追加緩和に動かした。だが、2015年4～6月期には再度GDPがマイナスとなり、2015年6月以降の中国経済の減速と中国株の大幅下落も加わって、2015年9月末には日経平均は17,388円まで下落した。その後日本経済はゆるやかに持ち直し、日経平均も10月末には19,083円まで戻し、復調した株式市場環境の下で11月4日に日本郵政グループの株式上場がなされたのである。

4-2. 国債の保有構造の変化

図表14は、日銀の「資金循環統計」により2009年3月末から2015年9月末までの国債等（「国債・財融債」と「国庫短期証券」の合計。以後「国債」と記す。）の保有者内訳の推移をみたものである。また、図表15は図表14に図表5と図表7のゆうちょ銀行、かんぽ生命の国債保有額を合成したものである。「資金循環統計」ではゆうちょ銀行は「中小企業金融機関等」に、かんぽ生命は「保険」に分類されている。この2つの図表を使って国債の保有構造の変化をみていこう。

まず、2009年3月末から2013年3月末までの4年間の国債保有状況の推移だが、この間、国債残高合計は796兆円から970兆円へと173兆円（21.8%）増加したが、保有主体別で大きく国債保有を増やしたのは、中央銀行、国内銀行、保険である。保有増最大の中央銀行（日銀）は65兆円（8.2%）→128兆円（13.2%）と63兆円（96.4%）増加させている。次いで、国内銀行が105兆円（13.1%）→159兆円（16.4%）と54兆円（51.5%）増加させている。第3位の保険は143兆円（17.9%）→192兆円（19.9%）と49兆円（34%）増加させている。

この間の日銀の国債保有増で特徴的なのは、2012年3月末から1年間で、4年間増加分63兆円のうち39兆円増やしている点である。これは日銀が2010年10月より実施した「包括的な金融緩和」の主要な柱である「資産買入れ基金」

図表14 国債等の保有者内訳の推移（その1）

(単位：兆円、下段は構成比)

	2009年 3月末	2010年 3月末	2011年 3月末	2012年 3月末	2013年 3月末	2014年 3月末	2015年 3月末	2015年 9月末
国債等計	796 100.0%	831 100.0%	876 100.0%	920 100.0%	970 100.0%	996 100.0%	1,038 100.0%	1,040 100.0%
金融仲介機関	522 65.6%	572 68.8%	591 67.4%	625 68.0%	633 65.3%	587 59.0%	558 53.7%	525 50.5%
中小企業金融機関等	178 22.4%	184 22.2%	179 20.4%	179 19.4%	172 17.7%	159 15.9%	138 13.3%	121 11.7%
保 険	143 17.9%	153 18.5%	162 18.4%	177 19.2%	192 19.9%	195 19.5%	199 19.2%	199 19.1%
国内銀行	105 13.1%	128 15.4%	146 16.6%	161 17.4%	159 16.4%	128 12.8%	117 11.2%	104 10.0%
年金基金	25 3.2%	28 3.4%	28 3.2%	29 3.2%	33 3.4%	35 3.5%	35 3.4%	35 3.3%
一般政府、公的金融機関	107 13.4%	92 11.1%	100 11.4%	85 9.3%	89 9.2%	88 8.8%	77 7.5%	70 6.8%
うち公的年金	80 10.1%	76 9.2%	73 8.3%	69 7.5%	69 7.1%	67 6.7%	54 5.2%	52 5.0%
中央銀行	65 8.2%	74 8.9%	78 9.0%	89 9.7%	128 13.2%	201 20.2%	275 26.5%	315 30.3%
海 外	56 7.0%	46 5.6%	62 7.1%	77 8.3%	82 8.5%	81 8.2%	98 9.4%	102 9.8%
家 計	36 4.5%	34 4.1%	31 3.6%	28 3.0%	24 2.5%	21 2.1%	17 1.6%	14 1.4%
そ の 他	10 1.3%	12 1.4%	14 1.6%	16 1.8%	13 1.3%	17 1.7%	13 1.3%	13 1.3%

注1：国債等は、「国債・財融債」と「国庫短期証券」の合計。

注2：金融仲介機関は、預金取扱機関、保険・年金基金、その他金融仲介機関から構成されるが、ここではその他金融仲介機関のうち公的金融機関を除いている。

注3：その他は、「非金融法人企業」「対家計民間非営利団体」「非仲介型金融機関」の合計。

資料：日本銀行「資金循環統計」より。

図表15 国債等の保有者内訳の推移（その2）

(単位：兆円、下段は構成比) (単位：兆円、下段は増減比)

	2009年 3月末	2011年 3月末	2013年 3月末	2014年 3月末	2015年 3月末	2015年 9月末	2009年3月末 →2013年3月末	2013年3月末 →2015年9月末
国債等計	796 100.0%	876 100.0%	970 100.0%	998 100.0%	1,038 100.0%	1,040 100.0%	173 21.8%	70 7.3%
金融仲介機関	522 65.6%	591 67.4%	633 65.3%	587 58.8%	558 53.8%	525 50.5%	111 21.2%	-108 -17.1%
ゆうちょ銀行	155 19.5%	146 16.7%	138 14.2%	126 12.6%	107 10.3%	93 8.9%	-17 -11.0%	-45 -32.6%
かんぽ生命	70 8.8%	64 7.3%	56 5.8%	53 5.3%	48 4.6%	47 4.5%	-14 -20.0%	-9 -16.1%
国内銀行	105 13.1%	146 16.6%	159 16.4%	128 12.8%	117 11.3%	104 10.0%	54 51.5%	-55 -34.4%
年金基金	25 3.2%	28 3.2%	33 3.4%	35 3.5%	35 3.3%	35 3.3%	8 29.7%	2 5.5%
一般政府、公的金融機関	107 13.4%	100 11.4%	89 9.2%	88 8.8%	77 7.4%	70 6.8%	-18 -16.5%	-19 -21.3%
うち公的年金	80 10.1%	73 8.3%	69 7.1%	66 6.6%	54 5.2%	52 5.0%	-12 -14.4%	-17 -24.5%
中央銀行	65 8.2%	78 9.0%	128 13.2%	201 20.1%	275 26.5%	315 30.3%	63 96.4%	187 146.3%
海 外	56 7.0%	62 7.1%	82 8.5%	84 8.4%	98 9.4%	102 9.8%	26 47.4%	20 24.4%
家 計	36 4.5%	31 3.6%	24 2.5%	21 2.1%	17 1.6%	14 1.4%	-12 -32.8%	-10 -40.5%
そ の 他	10 1.3%	14 1.6%	13 1.3%	17 1.7%	13 1.3%	13 1.3%	3 27.2%	0 0.0%

資料：図表5、図表7、図表14より作成。

(国債、CP、ETF、REITなどの買入れ基金)の規模が当初は35兆円から開始されたのが、2012年4月には70兆円、その後2012年12月には101兆円まで拡大され、日銀が異次元緩和開始直前にすでに「平時」の2倍の国債を保有していたことを示している(図表10、図表12参照)。

また、この間の国内銀行、保険の国債保有増は、リーマン・ショック以降の世界経済の低迷と資金運用難で、安全資産である国債を買い増したことを示している。

これとは対照的なのが、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の動向である。ゆうちょ銀行が属している中小企業金融機関等が保有する国債は、2009年3月末の178兆円(22.4%)から2013年3月末の172兆円(17.7%)へと6兆円減らしているが、ゆうちょ銀行は同じ期間に155兆円(19.5%)から138兆円(14.2%)へと17兆円減らしている。つまり、ゆうちょ銀行以外の中小企業金融機関(信用金庫等)は23兆円から34兆円へと国債保有を増やしている。また、かんぽ生命が属している保険はすでにみたように同じ期間に49兆円国債保有を増やしているが、かんぽ生命は70兆円(8.8%)から56兆円(5.8%)へと14兆円減らしている。同じ期間のゆうちょ銀行とかんぽ生命の国債保有を合計すると、225兆円(28.3%)から194兆円(20.0%)と31兆円減らしているが、それでも、異次元緩和以前は日本郵政グループ金融2社が最大の国債保有主体だった¹²⁾。

異次元緩和が開始されると、それ以前とは異なる国債保有構造が現出する。2013年3月末から2015年9月末までの変化をみると、何よりも目を引くのは中央銀行(日銀)の国債保有割合の急増である。この間日銀は128兆円(13.2%)から187兆円増やして実に315兆円(30.3%)の国債を保有するに至っている。この増加分187兆円はこの間の全体の国債残高増70兆円を117兆円も上回っており、この117兆円は同じ期間の金融仲介機関の国債保有減108兆円をも上

¹²⁾「量的緩和政策」終了(2006年3月)後の日銀の国債保有のボトムは、2008年12月末の63.1兆円(長期国債41.3兆円、国庫短期証券21.8兆円)だった。

回っている。つまり日銀は異次元緩和によってこの間に新規発行された国債と同額相当分をすべて買ったのみならず、以前金融機関が保有していた国債108兆円（17.1%分）と同額以上のものを買い上げたのである。

なお、日銀以外にこの間に国債保有を大きく増やしたのは海外部門だけで、82兆円（8.5%）から102兆円（9.8%）へ20兆円増やしている。

国内銀行はこの間に国債保有を55兆円減らし、ほぼ2009年3月末の保有額に戻った。ただし国債の保有割合は10.0%となり2012年3月末の17.4%のピークから大きく減少し、2009年3月末の13.1%よりも下回っている。

ゆうちょ銀行はこの間に国債保有を138兆円（14.2%）から93兆円（8.9%）へと45兆円減らし、ついに初めて100兆円の大台を割った。この間中小企業金融機関等が保有する国債も51兆円減っているの、ゆうちょ銀行以外の中小企業金融機関も6兆円程度保有を減らしたことになる。

かんぽ生命はこの間に国債保有を56兆円（5.8%）から47兆円（4.5%）へと9兆円減らしたが、その減少幅16.1%減はゆうちょ銀行の32.6%減に比べるとドラチックなものではない。かんぽ生命が属する保険はこの間7兆円の減少だったので、かんぽ生命以外の保険会社は2兆円国債保有を増やしたことになる。

なお、上記以外でこの間の国債保有減が大きいのは公的年金の17兆円（24.5%）減と、家計の10兆円（40.5%）減である。前者は、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の資金運用の「基本ポートフォリオ」の運用比率の見直しで、より多くリスク性資産で運用されるようになったためである¹³⁾。後者は、異次元緩和以降の長期金利の異常な低位水準で（図表16参照）、家計が国債保有を敬遠したことによると思われる。

¹³⁾ 現在、GPIFの基本ポートフォリオで定める資産構成割合は、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%となっている。2014年10月以前は、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%だった。

図表16 長期金利の推移



資料：日本銀行より。

2015年9月末のゆうちょ銀行とかんぽ生命の国債保有額を合計すると140兆円で13.4%の保有比率である。民営化直後の金融2社の国債保有比率は30%を超えていたので、大きな構造変化である¹⁴⁾。

財務省が策定した2016年度の国債発行計画では、総発行額162.2兆円で、その内訳が新規国債34.4兆円、借換債109.1兆円、財投債16.5兆円、復興債2.2兆円である。またカレンダーベース市中発行額（通常入札による市中発行額）は147.0兆円で、このうち短期債25兆円を除いた分は122兆円である。2016年度に日銀の国債購入枠が増えなければ、このうち80兆円が日銀買入れ＝保有となる。

異次元緩和は現在も進行中であるが、この金融政策が続く限り、日銀への国債の一層の集中と、他の保有主体の保有減が進むことは容易に展望できる。

¹⁴⁾ 民営化直前の2007年9月末における国債の保有割合は、郵貯22.3%、簡保9.4% 計31.7%で、日本銀行は9.8%だった。

5. おわりに

以上みたように、2012年10月に民営化の再スタートをし、2015年11月に株式上場をはたして郵政民営化の新段階を迎えた日本郵政グループだが、その動向の背後には2013年4月から開始された日銀の異次元緩和という「異様」ともいべき金融政策があった。

郵政民営化後の金融2社の最大の課題は収益力の向上であった。そのためには、国債に過度に依存した資金運用を是正して資金運用の多様化をするとともに、現時点で金融2社がおこなえない銀行・保険の新規業務に進出することが不可欠だった。だがその保有する国債の巨大さゆえに、仮に市場で多額の国債を売却すれば市場に動揺を与え、国債価格下落（＝長期金利上昇）をおこし、保有する国債の評価損を招くことになるので、金融2社の国債での資金運用は満期保有を原則とし、保有額の減少もごく緩やかに進めざるをえなかったのである。以前筆者が、経営形態が民営化されても、資金の流れが「官から民へ」大きく流れようがない、と論じたのはこのことだった。

だが、日銀の異次元緩和の登場で、事態は一変する。それまでは、金融2社が保有する巨額の国債を「肩代り」する経済主体は存在しないと思われていたが、日銀が結果的にはその役割を担ったのである。その購入資金はマネタリーベース（日銀当座預金）という「日銀信用の創出」だった。その結果、日銀が2015年9月末時点で全国債の30%超という日本国債の最大の保有者となり、金融2社、とりわけゆうちょ銀行は保有国債を大きく減らして国債以外での資金運用の拡大を進めることが可能となったのである。

しかし、このことは、手放しで喜べるようなものでは決してない。日銀は異次元緩和では新発国債の直接引き受けをしていないとし、その目標はあくまで「デフレ脱却」であるとして「財政ファイナンス」を否定するが、その実態はやはり「財政ファイナンス」＝「マネタイゼーション」といわざるをえない。日銀は全国債の3割を保有し、政府からその利子を受け取り、得られた収益のほとんどを「国庫納付金」として政府にもどしている。これが広く国民の共通

認識となり、経済活動の前提となれば、2%を超える物価上昇と長期金利の上昇（＝国債価格下落）を引き起こし、最悪、財政破たんを引きおこす要因をはらんでいる。減少したとはいえ、いまだ多額の国債を保有している金融2社は多額の保有国債評価損をかかえ、株式売却を進めることが困難となるかもしれない。

また、異次元緩和はあくまでも「非常時」の金融政策であるから、将来デフレから脱却し、安定的に2%の物価上昇が見込めるようになれば、「平時」の金融政策に復帰する必要がある。これを「出口政策」¹⁵⁾と呼ぶが、日銀は2%の物価上昇達成の時期を幾度となく延期している。もし、2016年も年間80兆円の国債を購入し、マネタリーベースをも年間80兆円増やしたなら、2016年末の長期国債の保有高は362兆円（全国債では405兆円）、マネタリーベースは436兆円というとてもない規模となる。日本のGDPが約500兆円、政府債務残高が1,000兆円超と対比すれば、その異常さが分かる。これでは「出口」＝「平時の金融政策への復帰」など全く展望できないものになってしまう。仮に2%の物価上昇が達成できて金融を引き締める必要が生じても、日銀が保有国債の「売りオペ」をしたらやはり長期金利の上昇（＝国債価格下落）を引き起こしかねないので、「国債売りオペ」はできないことになる。日銀は八方ふさがりの事態を迎えることになるかもしれない。そしてその時、金融2社も減少したとはいえ大量の国債を保有し続けているので無傷ではいられないだろう。

今後の日本の金融政策の動向、および日本郵政グループとりわけ金融2社の動向に大いに注目していきたい。

¹⁵⁾ アメリカは2014年10月に量的緩和第3弾（QE3）を終了し、2015年12月に利上げを実施して「平時の金融政策」への復帰を開始した。

【参考文献】

- 井出秀樹（2015）『日本郵政』東洋経済新報社、2015年4月。
- 伊藤光雄（2009）「ゆうちょ銀行の現状と今後 ― 郵政民営化1年を経て ―」鳥根大学『経済科学論集』第35号。
- 伊藤光雄（2011）「郵政民営化の見直しについて ― 金融2社を中心に ―」鳥根大学『経済科学論集』第37号。
- 伊藤光雄（2013）「郵政民営化の現段階 ― 金融2社を中心に ―」鳥根大学『経済科学論集』第39号。
- 内野逸勢・菅谷幸一（2014）「資金循環構造とゆうちょ銀行・かんぽ生命」大和総研『金融資本市場』2014年6月17日号。
- 加藤出（2014）『日銀、「出口」なし！』朝日新聞出版、2014年7月。
- 財務省（2015）『債務管理レポート2015 - 国の債務管理と公的債務の現状』2015年8月。
- 志摩祥紀（2013）「アベノミクスと機関投資家行動」『証研レポート No.1679』2013年8月。
- 志摩祥紀（2015）「日銀の国債保有状況と国債市場の流動性」『証研レポート No.1692』2015年10月。
- 週刊エコノミスト「特集 大解剖 日本郵政株」『週刊エコノミスト 2015年10月20日号』。
- 週刊金融財政事情「特集 上場後のゆうちょ・かんぽ」『週刊金融財政事情 2015年12月14日号』。
- 中島将隆（2012）「日本の国債相場を支えているものは何か」『証研レポート No.1673』2012年8月。
- 中島将隆（2013）「アベノミクスは国債相場に如何なる影響を与えるか」『証研レポート No.1677』2013年4月。
- 中島将隆（2014）「なぜ国債発行市場は安定しているか」『証研レポート No.1687』2014年12月。
- 服部茂幸（2014）『アベノミクスの終焉』岩波書店、2014年8月。
- 日本銀行企画局（2014）「日本銀行の国債買入れに伴うポートフォリオ・リバランス」『日銀レビュー』2014年6月19日。
- 日本郵政株式会社（2015）「日本郵政グループ中期経営計画 ～新郵政ネットワーク創造プラン2017～」2015年4月1日。

【参照ウェブサイト】

- かんぽ生命、生命保険協会、全国銀行協会、総務省、第一生命、内閣官房、日本銀行、日本郵政、農林中金、郵政民営化委員会、ゆうちょ銀行