

# 簡保資金と金融市場

## —簡保資金の運用実態分析—

Kampo Funds and Japanese Financial Markets

伊 藤 光 雄

ITO Mitsuo

### 1. はじめに

2002年7月24日に、郵政公社化関連4法案が参議院本会議で可決成立し、2003年4月1日に、日本郵政公社が発足することが決まった。この公社化にともない、郵政三事業には、中期的目標管理や業績評価、企業会計原則、経営情報の公開の徹底などの「民間企業的な経営手法」が導入されることになる。そして、2002年8月30日には、郵政公社の初代総裁に生田正治・商船三井会長が片山虎之助総務相から指名された<sup>1)</sup>。

また、2002年9月6日には、郵政三事業の民営化を検討している小泉純一郎首相の私的諮問機関「郵政三事業の在り方について考える懇談会」(田中直毅座長)が、最終報告書を首相に提出した。その報告書では、民営化の形態について、(1)政府が株式を一定以上保有する特殊会社、(2)郵便・郵貯・簡保の三事業を維持する完全民営化、(3)郵貯・簡保を廃止する完全民営化、という三案が併記されたものとなった。これは、首相の私的諮問機関の報告書という性格からして、郵政民営化を決定づけるものではないものの、郵政事業の将来的なあり方に対する方向づけに、かなり大きな影響力をもつものと思われる。

このように、日本の郵政事業は、これまでにない大きな転機を迎えており、今後、公社化後の経営のあり方や、その民営化の是非、民営化の形態をめぐって、かなり大きな議論が各方面で戦わされるものと思われる。

---

キーワード：簡易保険、郵政公社、簡保資金の運用、金融市場

Postal Life Insurance, Japan Post, Investment of Kampo Funds, Japanese Financial Markets

ところで、その議論の中で、最も重要な論点の1つとなると思われるのが、2002年3月末時点で約360兆円にもおよぶ、すこぶる巨額な郵貯・簡保資金を、郵政公社がどのように運用すべきかという点である。はたして、損失なく運用することが可能なのか、その運用が金融市場に悪影響を与えはしないか、という公社の資金運用に関わる様々な問題である。

この問題群は、かなり複雑かつ難解であり、かつ金融問題の専門家においても意見の分かれるものであるが、筆者はすでに拙著「郵貯マネーと金融市場－郵貯資金の自主運用の実態分析－」（『経済科学論集』（鳥根大学）第28号、2002年、所収）において、2001年9月末時点までの郵貯資金運用の実態分析をおこない、いくつかの検討点の抽出を試みている。

だが、そこでの分析は、郵貯資金の運用に限定され、簡保資金の運用実態は分析の対象外とされるという、かなり不十分なものであった。それは、簡保資金が郵便貯金とは異なり、生命保険・年金保険であり、また、郵便貯金資金よりは比較的長期の資金運用をおこなっていることから、独自の分析が必要であると考えたからである。

本稿は、これまで留保されていた、簡保資金の運用実態分析をおこなおうとするものである。分析の主たる対象となる期間は、1997年度から2001年度の5か年間で、2002年度上半期（9月末）までである。

しかし、当然のことながら、最終的に問題とすべきは、資金の性格は若干異なるものの、郵貯資金と簡保資金を統合した、郵政公社の資金全体の運用のあり方、そしてその資金運用がわが国の金融市場におよぼす影響の問題点の考察である。それは、本稿のように公社化以前の資金運用を分析することでかなりの論点、問題点が抽出・整理できると思われるのである。

## 2. 簡保資金の運用実態（簡保本体、指定単運用を除く）

簡易保険の加入者から払い込まれた保険料は、一部はその年度の保険金等の支払いや経営に必要な経費にあてられるが、大部分は将来の保険金等の支払いに備えて積み立てられる。この積み立てられた資金が簡保資金である。

ここでは、この簡保資金の運用実態を、そのディスクロージャー冊子『簡易保険2002』（総務省郵政企画管理局、2002年9月発行）を中心に検討していくことにする。

簡保資金は、郵貯資金とは異なり、これまで資金運用部に預託されることなく、基本的には全額自主運用されていた<sup>2)</sup>。2002年3月末の簡保資金の運用残高は124.8兆円で、同時点の郵貯資金の運用残高239.2兆円の約半分程度ではあるが、財政融資資金（旧資金運用部）預託金を除く郵貯資金の自主運用額は86.1兆円なので、簡保資金の方が資金量的には上回っている。なお、郵貯資金は、財政投融资改革にもとづき、2001年4月から7年間にわたり全額自主運用に段階的に移行することから、郵政公社発足から1年後の2004年3月末には、郵貯の自主運用資金が簡保資金を上回る見通しである。

図表1は、1987年度末から2001年度末までの簡保資金の運用残高の推移を示したものである。簡保資金は、バブル経済崩壊後の1990年代に急速に残高を増やしつづけ（運用残高純増額のピークは1995年度の9.8兆円）、1989年度末から2001年度末までの12年間に2.7倍にもなっている。また、図表2によって、2000年度末の簡保と民間生保上位5社の総資産を比較すると、民間生保上位5社の総資産（個人保険分野）の合計は約97兆円で、簡保資産の約8割程度の規模である。さらに、図表3によって、簡保と民間生保の総資産の比率の推移をみると、双方の総資産の合計は、1989年度末の137.1兆円か

図表1 簡保資金の運用残高の推移

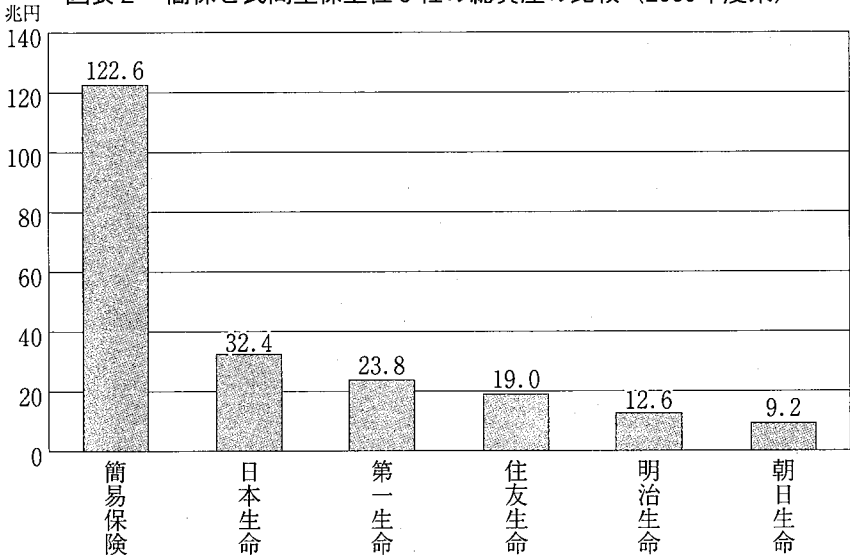
(単位:兆円)

年度末	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
純増額	4.3	4.7	4.9	5.4	6.0	7.7	8.8	8.3
運用残高	36.8	41.5	46.4	51.7	57.8	65.5	74.3	82.6

年度末	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
純増額	9.8	6.4	7.0	6.0	3.9	5.2	3.9
運用残高	92.4	98.8	105.7	111.7	115.6	120.8	124.8

資料：総務省『平成13年度簡易保険資金の運用状況について（参考）』（2002年7月29日）より作成。

図表 2 簡保と民間生保上位 5 社の総資産の比較 (2000年度末)



注：民保は個人保険分野にかかる数値（生命保険協会試算）。

資料：生命保険協会『簡易保険事業の将来的な在り方について』（2002年7月）より。

図表 3 簡易保険と民間生保の総資産の比率の推移

1989年度末 計137.1兆円	簡保 47.2兆円 34.4%	民保 89.9兆円 65.6%
2000年度末 計271.1兆円	簡保 122.6兆円 45.2%	民保 148.5兆円 54.8%

注：民保は個人保険分野にかかる数値（生命保険協会試算）。

資料：生命保険協会『簡易保険事業の将来的な在り方について』

(2002年7月)より作成。

ら2000年度末の271.1兆円と約2倍に増加したのに対し、簡保資産は約2.6倍、民間生保資産は約1.7倍の増加であった。生命保険協会は、このことをもって、簡易保険に対し、その設立の趣旨を逸脱した肥大化、民業圧迫等の批判をおこなっているのである<sup>3)</sup>。

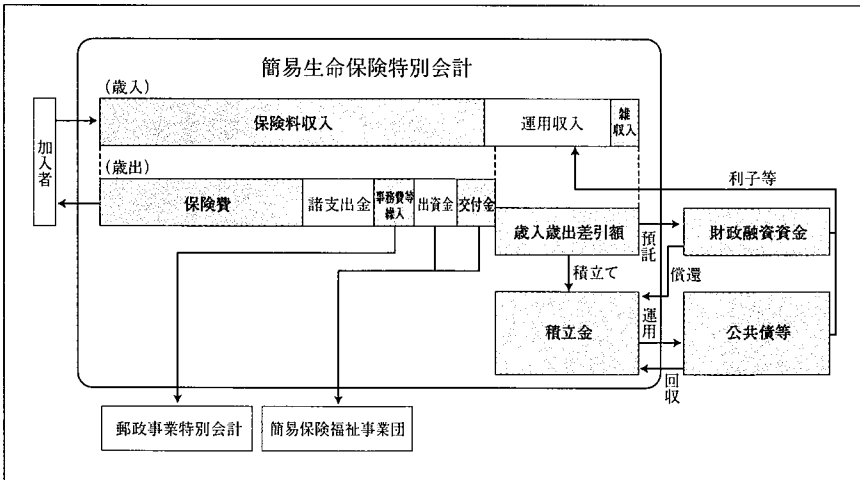
図表4と図表5は、簡易保険特別会計のしくみと、その収支表である。収

入は、加入者からの保険料収入と簡保資金の運用収入がほとんどであり、費用は、加入者に支払われる保険金と年金、業務運営経費などで構成される。そして、収入から支出を差し引いた収支差額が積立金として積み立てられ、これが図表1でみた簡保資金の運用残高の純増額となるのである。

それにもとづいて、図表5によれば、保険料収入は、2000年度の15.4兆円が最大で、2001年度は前年度1.3%減の15.2兆円だった。また、運用収入は、1997年度の4.5兆円が最大で、2001年度は前年度0.5%減の3.8兆円だった。支出面では、保険費が、1997年度の10.9兆円から一貫して増大し、2001年度は13.8兆円になっている。収入全体に占める運用収入の割合を算出すると、1997年度の23.6%が最大で、それから傾向的に減少し、2001年度には20.1%になっている。

また、図表6は、1987年度から2001年度までの簡保資金と民間生保資金の運用利回りの推移を示したものである。バブル期には民間生保の方が簡保の運用利回りを上回っていたが、バブル崩壊後の1991年度には簡保の運用利回り(6.13%)が民間生保の運用利回り(5.02%)を上回るようになり、その

図表4 簡易保険特別会計のしくみ



資料：総務省『簡易保険2002』より。

図表5 簡易保険特別会計の収支表

(単位:億円, %)

	科目	1997年度		1998年度		1999年度	
		金額	前年度比	金額	前年度比	金額	前年度比
収入	保険料収入	145,088	106.4	146,042	100.7	135,321	92.7
	運用収入	44,926	114.5	43,095	95.9	36,289	84.2
	雑収入	25	122.9	23	91.2	20	84.5
	合計	190,039	108.2	189,160	99.5	171,629	90.7
支出	保険費	108,619	108.5	116,741	107.5	120,531	103.2
	諸支出金	4,687	103.5	4,876	104.0	4,770	97.8
	郵政事業特別会計へ繰入	6,833	99.6	7,274	106.4	7,251	99.7
	簡易保険福祉事業団出資金	89	59.5	89	99.8	222	248.7
	簡易保険福祉事業団交付金	297	101.6	294	99.1	294	100.0
	合計	120,525	107.6	129,274	107.3	133,068	102.9
収支差額		69,514	109.1	59,886	86.1	38,561	64.4

	科目	2000年度		2001年度	
		金額	前年度比	金額	前年度比
収入	保険料収入	153,954	113.8	151,999	98.7
	運用収入	38,494	106.1	38,282	99.5
	雑収入	23	117.3	22	93.8
	合計	192,470	112.1	190,303	98.9
支出	保険費	126,706	105.1	138,090	109.0
	諸支出金	6,202	130.0	6,057	97.7
	郵政事業特別会計へ繰入事業	6,857	94.6	6,390	93.2
	簡易保険福祉事業事業団出資	167	75.3	59	35.3
	簡易保険福祉事業事業団交付	278	94.6	279	100.4
	合計	140,210	105.4	150,875	107.6
収支差額		52,260	135.5	39,428	75.4

資料:総務省『簡易保険2002』より作成。

図表6 簡保資金と民間生保資金の運用利回りの推移

(単位:%)

年度	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
簡保	6.61	6.27	6.15	6.11	6.13	5.80	5.14	4.67
民間生保	7.55	6.76	6.99	6.43	5.02	4.35	3.88	2.91

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
簡保	4.37	4.14	4.02	3.54	3.19	3.18	3.05
民間生保	3.36	2.93	2.48	2.01	2.31	2.15	未公表

注:民間生保は全社ベース。

資料:総務省『平成13年度簡易保険資金の運用状況について(参考)』(2002年7月29日)より作成。

後、一貫してこの関係がつづいている。これは、民間生保の資産運用において株式の占める割合が簡保よりかなり大きいことが影響しているものと思われる。すなわち、1998年3月末時点で、民間生保の総資産に占める国内株式保有の割合は15.7%で、2002年3月末時点でも13.4%ある<sup>4)</sup>のに対し、2002年3月末時点の簡保の総資産に占める国内株式の割合は7.6%なのである

(いずれも簿価による)。

とはいえ、簡保も1991年度より運用利回りを一貫して下げつづけており、2001年度には3.05%と、これまでにない低水準になっている。図表7は、簡保の平均予定利率と剰余金の発生要因の動きを示したものである。保険料の計算基礎には、予定死亡率（各年齢ごとの1年間に死亡する割合）、予定利率（払い込まれた保険料を運用する際の保証利率）および予定事業費率（事業経営にかかる費用にあてるための部分）があり、契約ごとに予定した保険料の計算基礎よりも実績が良好であった場合に、剰余金が発生する。剰余金はその発生要因から、死差損益（予定死亡率と実績との差）、利差損益（予定利率と実績との差）および費差損益（予定事業費率と実績との差）に分けることができ、その発生要因にもとづいて、個々の契約に分配されている。

図表7によれば、平均予定利率は1996年度の4.63%から2001年度の3.54%に低下しているが、一貫して簡保資金の運用利回りを上回っており、逆ざや状態がつづいている<sup>5)</sup>。利差損益は、その逆ざやの金額を示しており、1996年度の4,700億円から2001年度の1兆3,200億円へと年度ごとに増大していることがわかる。また、剰余金も、1996年度の4,785億円から2001年度の1,714億円へと年度ごとに減少しており、簡保事業がかなり厳しい経営状況となっていることは明らかである。

図表7 平均予定利率と剰余金の発生要因

【平均予定利率】							(単位：%)
年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
平均予定利率	4.63	4.52	4.28	4.00	3.76	3.54	

【剰余金の発生要因】							(単位：億円)
年度	1996	1997	1998	1999	2000	2001	
死差損益	800	▲ 700	800	2,000	2,800	5,800	
利差損益	▲ 4,700	▲ 5,100	▲ 8,200	▲ 9,300	▲ 10,100	▲ 13,200	
費差損益	8,700	9,000	9,400	9,100	9,000	9,100	
剰余金	4,785	3,107	2,093	1,809	1,736	1,714	

資料：総務省『簡易保険2001』、『簡易保険2002』より作成。

図表8で、簡保資金の運用状況の内訳とその構成比をみると、1997年度で有価証券51.6%、貸付金28.8%であるのに対し、2001年度では有価証券57.8%、貸付金24.4%となっている。これは、2001年4月からの財政投融资改革に伴い、簡保の地方公共団体を除く財投機関への直接貸付は廃止され、また経過措置として財投債（国債）を2001年度に3.6兆円引き受けた<sup>6)</sup>ことなどもあって、貸付金の中の「国・公庫公団等」および有価証券の中の「公庫公団債等」は減少し、国債の運用額と構成比は、1997年度の11.8兆円、11.1%

図表8 簡保資金の運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	1997年度末		1998年度末		1999年度末	
	運用額	構成比	運用額	構成比	運用額	構成比
有価証券	545,639	51.6	586,549	52.5	658,487	57.0
国債	117,568	11.1	165,792	14.8	249,185	21.6
地方債	75,966	7.2	74,331	6.7	75,029	6.5
公庫公団債等	266,909	25.2	258,051	23.1	249,147	21.6
社債等	45,367	4.3	41,499	3.7	39,547	3.4
外国債	39,830	3.8	46,877	4.2	45,579	3.9
貸付金	304,872	28.8	305,786	27.4	301,627	26.1
国・公庫公団等	76,763	7.3	71,084	6.4	72,691	6.3
地方公共団体	153,697	14.5	162,933	14.6	169,405	14.7
簡易保険福祉事業者	51,700	4.9	46,700	4.2	32,700	2.8
契約	22,712	2.1	25,069	2.2	26,831	2.3
運用寄託金	70,311	6.6	95,311	8.5	115,311	10
預金等	67,149	6.3	65,261	5.8	41,944	3.6
財政融資資金預託金	69,514	6.6	61,461	5.5	32,561	2.8
国庫	0	0	3,000	0.3	6,000	0.5
資金総額	1,057,485	100.0	1,117,368	100.0	1,155,930	100.0

運用種目	2000年度末		2001年度末	
	運用額	構成比	運用額	構成比
有価証券	660,596	54.7	720,675	57.8
国債	273,521	22.6	367,488	29.5
地方債	74,608	6.2	71,747	5.8
公庫公団債等	236,434	19.6	216,464	17.4
社債等	37,654	3.1	39,939	3.2
外国債	38,379	3.2	25,037	2.0
貸付金	313,402	25.9	304,074	24.4
国・公庫公団等	77,231	6.4	61,032	4.9
地方公共団体	176,521	14.6	184,403	14.8
簡易保険福祉事業者	32,700	2.7	32,700	2.6
契約	26,950	2.2	25,939	2.1
運用寄託金	130,311	10.8	130,311	10.4
預金等	51,621	4.3	53,129	4.3
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
資金総額	1,208,189	100.0	1,247,618	100.0

資料：総務省『簡易保険2002』より作成。



から2001年度の36.7兆円、29.5%へと急増したことが大きく影響している。また、外国債の運用額と構成比が、1998年度の4.7兆円、4.2%から2001年度の2.5兆円、2.0%に大きく減少しているのも特徴的である。

図表9は、主要資産の平均残高と運用利回りである。預金と財政融資資金預託金は、その性格からして低利回りであることはいたし方ないが、簡保事業団運用と、1999年度以降の外国債での運用が、全体の運用利回りを押し下げる要因になっていることがわかる。簡保事業団運用は、「指定単運用」であり、次項で別途分析することとして、ここでは、外国債と国内債の運用動向を中心にみていきたい。

図表8と図表9によれば、外国債の運用利回りは、1997年度5.22%（構成比3.8%）、1998年度6.32%（構成比4.2%）と、資金運用に占める割合は5%にも満たないものの、両年度の全体の運用利回りを押し上げる要因になっている。それが、1999年度以降は、1999年度2.51%（構成比3.9%）、2000年度0.51%（構成比3.2%）、2001年度2.15%（構成比2.0%）と運用利回り、構成比ともに大きく反転している。特に、2000年度の運用利回りが0.51%というのが際立っている。これは、どのような事情によるもの

図表9 主要資産の平均残高及び運用利回り

(単位：億円，%)

	1997年度		1998年度		1999年度	
	平均残高	運用利回り	平均残高	運用利回り	平均残高	運用利回り
貸付金	251,854	4.85	257,988	4.53	262,864	4.22
有価証券(公社債)	489,962	4.42	518,792	3.78	571,684	3.67
有価証券(外国債)	39,270	5.22	42,521	6.32	47,321	2.51
簡保事業団運用	112,661	3.16	134,696	2.31	145,322	1.89
預金	57,315	0.66	59,282	0.62	50,956	0.14
財政融資資金預託金	64,557	2.77	67,824	1.96	52,141	0.99
その他共計	1,034,255	4.02	1,097,164	3.54	1,146,022	3.19

	2000年度		2001年度	
	平均残高	運用利回り	平均残高	運用利回り
貸付金	273,824	3.90	277,352	3.63
有価証券(公社債)	614,663	3.79	640,852	3.67
有価証券(外国債)	42,988	0.51	30,035	2.15
簡保事業団運用	154,896	1.85	163,011	1.86
預金	50,691	0.33	73,756	0.10
財政融資資金預託金	36,510	1.78	38,969	1.31
その他共計	1,191,027	3.18	1,242,631	3.05

資料：総務省『簡易保険2002』より作成。

なのであろうか。

図表10は、外国債の時価情報と売却損益を示したものである。まず、1999年度において、前年度までとは一変して、ネットでマイナス4,794億円、簿価の10.5%という巨額の評価損を出しているのが目を引く。これは、1998年夏以降の、急速に円安から円高に進行する局面での為替評価損の発生が主たる要因であった。すなわち、対ドルレートは、1997年から1998年半ばにかけ、アジア通貨危機、景気低迷、金融システム危機を受けて急落し、1998年8月12日には8年ぶりに147円をつけた。しかし、その後、国内景気の回復期待等から円高に転じ、1999年3月末には120円、そして1999年12月末には102円、2000年3月末でも105円と、大幅な円高が進行したのである。それにより、1998年度はネットで5,679億円の評価益と231億円の売却益を出しているのに対し、1999年度には前年度と比べ評価益が約7分の1に減少し、評価損は約5倍にも膨らみ、598億円の売却損を出すにいたっている。

2000年度は、為替レートが2000年9月末108円、2001年3月末125円と円安方向に進み、年度末の外国債の評価損益はネットで2,386億円とプラスに転

図表10 外国債の時価情報と売却損益

【時価情報】	貸借対照表 価 額	時 価	評価損益	(単位：億円)	
				うち評価益	うち評価損
1997年度末	39,830	45,464	5,634	6,079	▲ 446
1998年度末	46,877	52,556	5,679	6,953	▲ 1,274
1999年度末	45,579	40,785	▲ 4,794	1,035	▲ 5,829
2000年度末	38,379	40,764	2,386	3,960	▲ 1,575
2001年度末	25,037	29,614	4,577	4,706	▲ 128

【売却損益】	売却益	売却損	合計	(単位：億円)	
				(参考)	利息収入
1997年度	284	▲ 570	▲ 286		2,415
1998年度	638	▲ 407	231		2,529
1999年度	46	▲ 644	▲ 598		2,245
2000年度	25	▲ 1,671	▲ 1,646		2,126
2001年度	239	▲ 1,207	▲ 968		1,969

資料：総務省『簡易保険2002』より作成。

じている。だが、他方では、ネットでマイナス1,646億円の売却損を出しており、貸借対照表価額も1999年度末から2000年度末までに7,200億円減らしていることから、2000年度において簡保本体での外国債運用の圧縮を図ったことが明らかである。

2001年度も、ひきつづき、為替レートが2001年9月末119円、2002年3月末133円と円安が進行し、年度末の外国債の評価益はネットで4,577億円に増大しているのに対し、売却損はネットで968億円を出して、貸借対照表価額も2000年度末から2001年度末までに1兆3,342億円も減らしている。総務省『平成13年度簡易保険資金の運用報告書』（2002年7月29日）によれば、2001年度の外国債での資金運用計画は2,000億円だったが、運用実績はわずかに43億円であり、年度中の回収額は1兆3,385億円だった<sup>7)</sup>。仮に、計画どおり外国債に2,000億円を運用しても、回収額との差は1兆1,385億円もあり、外国債の運用シェアを縮減することでポートフォリオの改善をねらったことは明瞭である。これは、郵政公社発足時に企業会計原則が採用され、時価会計に移行することを強く意識した措置と思われる。

だが、外国債運用での利息収入が2000年度が2,126億円、2001年度が1,969億円であるのに対し、売却損（ネット）が2000年度が1,646億円、2001年度が968億円であるのは、どうみても問題であり、外国債運用の根本的な見直しが必要であろう。

次に、国内債の運用実態である。図表11は、国内債の時価情報と売却損益を示したものである。すでにみたように（図表8）、国内債の中核をなしているのは、国債と公庫公団債であるが、1997年度末から2001年度末までの国債の貸借対照表価額の増加が25兆円と公庫公団債、地方債、社債の減少分をも大きく上回り、その結果、同期間の国内債の貸借対照表価額の増加は18.8兆円になっている。2001年度末で、国内債に占める国債の割合は、53%となっている。

図表12は、2001年度末の国内債の時価情報の詳細を表している。特徴的な

図表11 国内債の時価情報と売却損益

【時価情報】 (単位：億円)

	貸借対照表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	
				うち評価益	うち評価損
1997年度末	505,806	557,399	51,593	52,013	▲ 420
1998年度末	539,669	589,635	49,966	50,981	▲ 1,015
1999年度末	612,904	672,927	40,023	41,882	▲ 1,859
2000年度末	622,214	672,437	50,223	50,264	▲ 41
2001年度末	693,378	729,005	35,627	35,902	▲ 275

【売却損益】 (単位：億円)

	売却益	売却損	合計	(参考) 利息収入	
1997年度	1,923	▲ 196	1,727		20,036
1998年度	342	▲ 490	▲ 148		19,311
1999年度	1,679	▲ 34	1,645		19,167
2000年度	4,951	▲ 1	4,950		18,529
2001年度	8,040	▲ 11	8,029		15,690

資料：総務省『簡易保険2002』より作成。

図表12 2001年度末の国内債の時価情報の詳細

【償還期限まで保有する目的で取得した債券】 (単位：億円)

	貸借対照表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	
				うち評価益	うち評価損
国 債	0	0	0	0	0
地 方 債	0	0	0	0	0
公庫公団債等	184,406	199,648	15,241	15,242	▲ 1
社 債	0	0	0	0	0

【その他の有価証券】 (単位：億円)

	貸借対照表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	
				うち評価益	うち評価損
国 債	367,488	377,857	10,368	10,513	▲ 145
地 方 債	71,747	77,801	6,054	6,065	▲ 10
公庫公団債等	32,058	33,995	1,937	1,944	▲ 7
社 債	37,679	39,705	2,026	2,138	▲ 112
合 計	508,972	529,357	20,385	20,660	▲ 274

資料：総務省『簡易保険2002』より作成。

のは、償還期限まで保有する目的で取得した債券は公庫公団債のみであり、国債、地方債、社債は償還期限を待たず、保有期間5年未満で中途売却することを予定している点である<sup>8)</sup>。総務省『平成13年度簡易保険資金の運用報

告書』(2002年7月29日)で、2001年度における簡易生命保険積立金運用資産の異動をみると、国債は2000年度末現在高が27.4兆円、2001年度中運用額が17.2兆円、2001年度中回収額が7.8兆円であり、その結果、2001年度末現在高が36.7兆円になっている。

また、図表13は、簡保・郵貯の国債売買高(市場経由分)

図表13 簡保・郵貯の国債売買高(市場経由分)を示している。この資料自体は、国債の市場全体の売買高に比して、簡保・郵貯の国債売買高が非常に小さいことを、総務省が説明

(単位:兆円)

	2000年度	2001年度
市場全体売買高	1,964.6	2,037.9
簡保売買高 (構成比)	13.4 0.7%	20.2 1.0%
郵貯売買高 (構成比)	17.8 0.9%	15.7 0.8%

資料:総務省「郵貯・簡保の資金運用等に関する説明資料」  
 (「郵政三事業の在り方について考える懇談会(第10回)」  
 (2002年9月6日)への追加提出資料)より作成。

しようとしたものである。確かに、国債市場全体の約20%を保有している簡保・郵貯資金が、売買高では全体の2%にも満たないというのは、「長期・安定的な運用(いわゆるバイ・アンド・ホールドの運用)」を目指しているといえなくはない。だが、これは、一般に思われているようなバイ・アンド・ホールドの運用、すなわち、保有国債の大半を償還期限まで保有するといった運用とは、かなりかけ離れていることも事実である。2001年度における簡保の国債売買高は20.2兆円であり、先にみた「5年未満の保有」と、符合するものである<sup>9)</sup>。

図表11にもどって、国内債の時価情報と売却損益を検討すると、まず、売却益(ネット)では、2000年度の4,950億円、2001年度の8,029億円という金額が際立っている。これに対し、評価益(ネット)の方は、2000年度末が前年度末よりも1兆200億円増、2001年度末が前年度末よりも1兆4,596億円減となっている。これは、先にみた外国債の売却損をカバーするとともに、公社化に向けたポートフォリオの改善ための措置と思われる。とくに、2001年度にみられる評価益の減少と一体をなす売却益の増大は、明らかに「益出し」といえるものである<sup>10)</sup>。その結果、図表14にみられるように、運用収益

図表14 資産運用収益・費用明細表

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
利息および配当金等収入	42,171	41,599	34,245	33,324	29,727
有価証券売却益	2,207	980	1,724	4,976	8,279
有価証券償還益	460	458	287	168	206
その他運用収益	88	58	32	26	70
合 計	44,926	43,095	36,289	38,493	38,282

	1997年度	1998年度	1999年度	2000年度	2001年度
有価証券売却損	766	897	678	1,672	1,218
有価証券償還損	295	157	398	278	222
その他運用関係費用	5	3	2	1	3
合 計	1,066	1,057	1,077	1,952	1,443

資料：総務省『簡易保険2002』より作成

全体に占める有価証券売却益の比率は、2000年度12.9%、2001年度21.6%と急増しており、資金の運用環境が厳しい中、国内債の売却益に依存するかたちで運用利回りの大幅な低下を押し止めているという実態がうかがえるのである<sup>13)</sup>。

以上をふまえて、簡保資金（簡保本体）の運用実態を概括するならば、厳しい資金運用環境の中で、民間生保よりも高い運用利回りを維持できたのは、国内債、とりわけ近年では国債を中心とした運用によるものであったといえる。しかし、その内実は、2000年度および2001年度の両年は国内債の売却益にかなり依存したものとなっており、超低金利下での「国債バブル」に乗じた運用ともいえなくはないのである。これまでのところ、公社債市場、とりわけ国債市場の価格形成に影響をおよぼすようなデータは見当たらない。だが、将来、長期金利が上昇基調に入った時、損失を極力避けようとするならば、大量の債券を市場に売却することになり、市場を攪乱する要因となる可能性は否定できないであろう。また、逆に、市場に混乱を与えないために、債券売却を控えると、膨大な評価損を抱え込むことになるのは確実である。この点で、簡保資金の国内債での運用は、かなり難しい課題を抱えて

いるように思われる。

他方、外国債での運用は、1999年以降は全体の運用利回りを押し下げる要因となっており、運用側が為替レートの変動に十分対応できているとはいえない状況である。2000年度と2001年度の売却損の現出で、外国債のポートフォリオはかなり改善されたが、それは国内債の売却益に依拠したものであった。外国債運用の根本的な見直しは、不可欠のように思われる。

### 3. 簡保指定単の運用実態

次に、前項では分析を保留していた、簡保指定単の運用実態をみていきたい。ただし、指定単（＝単独運用指定金銭信託）の仕組み、および、郵貯・簡保指定単の運用実態に関わる情報公開の経緯等に関しては、すでに、拙著「郵貯マネーと金融市場－郵貯資金の自主運用の実態分析－」の、「3. 郵貯指定単の運用実態」で説明したので、重複を避けるため、そちらを参照されたい。

簡保指定単は、簡保積立金の一部を簡易保険福祉事業団（以下、「簡保事業団」と記す）に運用寄託（1993年度までは貸付け）し、簡保事業団が信託銀行に「指定単」として運用を委託する方法により、1987年度から実施されている。図表8では、「運用寄託金」と「貸付金、簡易保険福祉事業団」の2種目に区分され、図表9では、「簡保事業団運用」とされているものである。なお、特殊法人改革により、2003年3月末で簡保事業団は廃止され、簡保指定単を含む簡保事業団の事業は、郵政公社に統合されることになっている。

図表8によれば、簡保指定単の運用額と構成比は、1997年度末の12.2兆円、11.5%から、2000年度末の16.3兆円、13.5%に増大している。2001年度は16.3兆円、13.0%と運用額は前年度末と同額で、構成比は減少している<sup>12)</sup>。また、図表9をみると、指定単の運用利回りは、1997年度の3.16%から、2000年度の1.85%へと低下をつづけ、2001年度は1.86%とほぼ横ばい状態であり、2000年度以外では外国債以上に全体の運用利回りを押し下げる要

因になっていることがわかる<sup>13)</sup>。

図表15は、信託銀行別の委託残高と運用実績を示したものである。委託残高で上位6行は、国内の大手信託銀行で、三菱信託以外は指定単の運用開始当初より委託を受けていたことがわかる。「収益率については、各信託銀行の資産構成比率が異なることから、単純に比較することはできない」とされているが、1989年度以降に委託を受けた外国信託銀行の方が全体的に上回っていることがわかる。しかし、簡保資金全体の運用利回り3.05%を上回っているのは、最も遅く運用を開始した2つの信託銀行でしかない。本来、簡保本体より高い運用利回りを実現することを目的として始められた指定単運用が、1992年以降、一貫して簡保資金全体の運用利回りを下回っているの（図表6および図表16参照）であるから、その存在自体が問題とされるべきであろう。

だが、運用利回り以上にはるかに問題なのは、簡保指定単運用の含み損益の状況である。これは、2001年7月9日に初めてその概要が明らかにされた

図表15 簡保指定単の信託銀行別委託残高および運用実績

(単位：億円、%)

信託銀行名	委託残高	実現収益率	運用開始年度
三井アセット信託銀行	34,761	2.05	1987年度
住友信託銀行	31,601	2.28	1987年度
三菱信託銀行	16,821	1.66	1988年度
みずほ信託銀行	16,113	1.96	1987年度
大和銀信託銀行	15,854	2.21	1987年度
UFJ信託銀行	12,839	1.14	1987年度
ドイツエ信託銀行	7,689	2.84	1989年度
ステート・ストリート信託銀行	6,904	3.72	1997年度
モルガン信託銀行	6,340	2.74	1990年度
シティトラスト信託銀行	4,051	2.88	1990年度
ユー・ビー・エス信託銀行	3,811	2.57	1991年度
クレディ・スイス信託銀行	3,414	2.47	1990年度
パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行	2,213	1.90	1990年度
野村信託銀行	600	3.62	2000年度
合 計	163,011	2.17	

注1：委託残高は2001年度末、実現収益率は2001年度のものである。

注2：収益率については、各信託銀行の資産構成比率が異なることから、単純に比較することはできない。  
資料：総務省『簡易保険2002』より作成。



図表16 簡保事業団運用の運用利回り実績

(単位：%)

年度	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
運用利回り	5.84	6.61	6.73	6.12	6.15	5.14	4.84	2.95
借入コスト	4.80	4.87	4.86	5.49	5.95	5.88	5.31	4.48

年度	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
運用利回り	3.25	3.41	3.61	2.51	2.10	2.77	2.17
借入コスト	4.47	3.86	3.16	2.31	1.89	1.85	1.86

注1：運用利回りは、簡保事業団が指定単運用により得た収益による利回り。

注2：借入コストは、簡保事業団が簡保本体から運用寄託等を受けた資金の平均利息。

資料：総務省「郵政事業の現状 - 郵政三事業の在り方について考える懇談会説明資料」

(2001年7月9日)、「簡易保険2002」より作成。

もので、郵政事業民営化を持論とする小泉内閣の成立と、そのグランドデザインのもとに発足した「郵政三事業の在り方について考える懇談会」(2001年6月4日第1回会議)により、その公表を要請されたものである。これにより、簡保指定単および郵貯指定単の運用実態の概要が、初めてディスクロージャーされたのである。

図表17は、1999年度末から2001年度末までの簡保指定単の資産別運用状況と時価情報(評価損益はすべてネットのもの)である。これによれば、1999年度末は、全体で7,083億円の評価損があったが、そのうち5,020億円は外国債券<sup>1)</sup>の評価損で、次いで、2,838億円が国内株式の評価損だった。この年度の外国債券の巨額な評価損発生の主因は、簡保本体の外国債の評価損と同様、為替評価損によるものである。だが、簡保本体の評価損は簿価の10.5%であるのに対し、指定単の評価損は20.2%となっており、この格差は簡保本体の外国債運用に円貨建て債券が約10%含まれていることだけでは説明がつかない。同じ「外国債券」に分類されていても、その内容はかなり異なっていると思われるが、データが公表されていないことから、分析も不能である。簡保本体および指定単の外国債券運用のより詳しい情報公開が必要であろう。

2000年度末は、前年度とは一変して、外国債券の評価損は1,101億円に減少しているが、国内株式は2兆7,186億円の評価損(簿価の28.1%)、外国株

図表17 簡保指定単の資産別運用状況

【1999年度末】

(単位：億円，%)

	資 産	残 高	時	価	評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	7,612	5.1	7,586	5.4	▲ 26
外国債券	24,848	16.8	19,829	14.1	▲ 5,020
国内株式	92,500	62.5	89,661	63.6	▲ 2,838
外国株式	16,668	11.3	17,464	12.4	796
短期運用	6,383	4.3	6,389	4.5	5
合 計	148,011	100.0	140,928	100.0	▲ 7,083

【2000年度末】

(単位：億円，%)

	資 産	残 高	時	価	評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	10,928	6.7	11,196	8.4	269
外国債券	25,538	15.7	24,438	18.4	▲ 1,101
国内株式	96,733	59.3	69,547	52.3	▲ 27,186
外国株式	20,414	12.5	18,354	13.8	▲ 2,060
短期運用	9,398	5.8	9,381	7.1	▲ 17
合 計	163,011	100.0	132,916	100.0	▲ 30,095

【2001年度末】

(単位：億円，%)

	資 産	残 高	時	価	評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	14,375	8.8	14,453	11.9	96
外国債券	26,653	16.4	25,875	21.3	▲ 778
国内株式	96,362	59.1	57,045	47.0	▲ 39,317
外国株式	21,823	13.4	20,257	16.7	▲ 1,566
短期運用	3,816	2.3	3,779	3.1	▲ 37
合 計	163,011	100.0	121,409	100.0	▲ 41,602

資料：総務省『郵政事業の現状 - 郵政三事業の在り方について考える懇談会説明資料』  
(2001年7月9日)、『簡易保険2002』より作成。

式も2,060億円の評価損(簿価の10.0%)を計上した。国内株式にかくも膨大な評価損が発生した要因は、株式市場の低迷であった。すなわち、日経平均株価は、1997年夏のアジア通貨危機により20,000円割れとなり、それにつづく金融危機によって、1998年9月末には13,406円まで下げたが、その後、小渕内閣の金融危機対策と景気刺激策によって、1999年3月末15,837円、2000年3月末20,337円と上昇基調に転じた。しかし、2000年度に入ると

再び下落基調となり、2001年3月末には13,000円となったのである。

総務省郵政企画管理局によると、この2000年度末の国内株式の評価損は、日経平均株価で約18,000円の水準で解消される<sup>15)</sup>とのことであるが、2001年度に入っても株式市場は低迷をつづけ、2001年9月にはアメリカの同時多発テロ勃発の影響もあってバブル崩壊後初の10,000円台を割り込み、2002年3月末では11,025円であった。そのため、2001年度末の国内株式の評価損は3兆9,317億円にも膨らみ、実に簿価の40.8%を占めるまでになった<sup>16)</sup>。これに加えて、外国株式の評価損が1,566億円、外国債券の評価損が778億円が生じており、合計で4兆1,602億円、簿価の25.5%の評価損となっている。このような市場環境から、当初、3,000億円の運用計画を立てていた2001年度の新規の指定単運用はまったくなされず、2001年度末の資産残高は2000年度末と同額になっているのである。

図表18は、簡保指定単を含めた簡保資金全体の資産運用状況を示したもの

図表18 簡保指定単を含めた簡保資金の資産別運用状況

【2000年度末】 (単位：億円，%)

	資産残高		時価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	916,614	75.8	966,954	78.6	50,790
外国債券	60,520	5.0	61,506	5.0	987
国内株式	96,737	8.0	69,565	5.7	▲ 27,172
外国株式	20,414	1.7	18,354	1.5	▲ 2,060
短期運用	114,354	9.5	114,337	9.3	▲ 17
合計	1,208,189	100.0	1,230,717	100.0	22,528

【2001年度末】 (単位：億円，%)

	資産残高		時価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	981,179	78.6	1,016,999	81.6	35,821
外国債券	49,585	4.0	53,286	4.3	3,702
国内株式	96,366	7.7	57,063	4.6	▲ 39,303
外国株式	21,823	1.7	20,257	1.6	▲ 1,566
短期運用	98,665	7.9	98,636	7.9	▲ 29
合計	1,247,618	100.0	1,246,241	100.0	▲ 1,376

資料：総務省『簡易保険2001』、『簡易保険2002』より作成。

である。ただし、国内債券には、貸付金も含まれている。2000年度末は、5兆790億円の国内債券の評価益があったために、全体で2兆2,528億円の評価益を計上していたが、2001年度末は、すでにみたように簡保本体の国内債券運用で「益出し」をおこなったため、国内債券の評価益が3兆5,821億円に減少し、全体で1,376億円の評価損を計上することとなった。

このことについて、『簡易保険2002』では、「簡保指定単の平成13年度末の時価評価額は12兆1,409億円となっており、評価損が4兆1,602億円発生しています。なお、国内株式市況の低迷を受け、簡保指定単では評価損が発生していますが、簡易保険事業としては、簡保本体で保有している債券で評価益が4兆226億円発生するとともに、価格変動準備金等の内部留保を3兆3,038億円積み立てていることから、経営上問題はありません。」と説明されているが、問題がないどころか、かなりの問題があるように思われる。

まず、「簡保本体で保有している債券で評価益が4兆226億円」というが、すでに図表12で示したように、これは、実際には評価益を実現することができない「公庫公団債等」の1兆5,241億円を合算した数値である。実質的な簡保本体の評価益は、これを除いた2兆4,985億円とみるべきであろう<sup>17)</sup>。であれば、簡保資金全体の評価損は、1兆6,617億円にものぼり、これを内部留保の3兆3,038億円でカバーしているというのが実態であろう。

図表19は、簡保特別会計の内部留保の状況を示したものである。危険準備金と価格変動準備金は、1997年度決算から積み立てが開始されたものであるが、5年間で2兆7,876億円も積み立てられ、これに2001年度末の資本剰余金338億円、繰越剰余金4,825億円との合計で、3兆3,038億円となっている

図表19 内部留保の推移

(単位：億円)

	1997年度末	1998年度末	1999年度末	2000年度末	2001年度末
危険準備金	4,107	4,314	12,695	13,712	17,319
価格変動準備金	2,107	2,283	2,425	5,729	10,557
資本剰余金	492	492	492	338	338
繰越剰余金	4,787	4,799	4,809	4,816	4,825
合計	11,493	11,844	20,420	24,595	33,038

資料：総務省「平成13年度郵政事業の決算」(2002年7月12日)より作成。

のである。

これから、簡保資金全体の評価損の1兆6,617億円を引けば、残額は1兆6,421億円となり、これが2001年度末の簡保の実質純資産額<sup>18)</sup>といえる。これを、簡保の総資産額126兆6,835億円で割って実質純資産比率を算出すると、1.3%となる。

図表20は、民間生保大手10社の2002年3月末の実質純資産額と実質純資産比率を示したものである。簡保と民間生保とでは、会計方式も大いに異なり、このような数値で単純には比較できないものの、簡保の実質純資産額が民間第4位の明治生命（総資産17.1兆円、簡保総資産の13.5%の規模）程度であり、実質純資産比率も民間生保とは大きく下回っていることがわかる。

簡保をこのような状況にした主因は、明らかに簡保指定単の評価損である。2003年4月の郵政公社の発足にともない、簡保指定単は簡保本体に吸収されるとともに、時価会計に移行するのであるから、簡保指定単の抜本的見直しは不可欠かつ急務の課題と思われるのである。

図表20 民間生保大手10社の実質純資産（2002年3月末）

(単位：億円，%)

	日本生命	第一生命	住友生命	明治生命	朝日生命
実質純資産額	59,676	24,099	9,800	16,283	3,936
実質純資産比率	14.2	8.7	4.5	10.0	5.2
	安田生命	三井生命	太陽生命	大同生命	富国生命
実質純資産額	7,022	2,778	4,556	4,712	3,748
実質純資産比率	7.4	3.5	6.7	8.2	8.1

注：実質純資産比率は、実質純資産を一般勘定資産で割ったもの。

資料：『エコノミスト』（2002年6月18日号）より作成。

#### 4. 2002年度上半期の簡保資金の運用実態と、郵政公社の「中期経営計画」

2002年度の簡保資金の運用は、総務省が公表した『平成14年度における簡易生命保険積立金運用計画』（2001年12月24日）にもとづいて運用され、2002年度9月末時点での運用状況は、総務省『簡易生命保険資金の運用状況』（2002年12月13日）として公表された。

図表21は、2002年9月末の簡保資金の資産別運用状況である。まず、図表17をも参照しながら、2001年度末から2002年9月末の簡保指定単の運用状況の変化をみてみよう。簿価での資産残高および資産構成は、短期運用を除き半年間でほとんど変わりはない。だが、時価による評価損益の資産別動向では、国内株式の評価損が8,553億円増加して4兆7,870億円、外国株式の評価

図表21 2002年9月末における簡保資金の資産別運用状況

【簡保本体】 (単位：億円，%)

	資産残高		時価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	977,144	79.0	1,017,507	79.4	40,362
外国債券	18,744	1.5	22,961	1.8	4,217
国内株式	4	0.0	17	0.0	13
運用寄託金	163,000	13.2	163,000	12.7	0
短期運用	77,526	6.3	77,522	6.1	▲ 4
合計	1,236,418	100.0	1,281,006	100.0	44,588

【簡保指定単】 (単位：億円，%)

	資産残高		時価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	14,612	9.0	14,678	13.5	66
外国債券	26,394	16.2	26,128	24.0	▲ 266
国内株式	96,779	59.4	48,908	44.9	▲ 47,870
外国株式	23,487	14.4	14,206	13.1	▲ 9,280
短期運用	1,729	1.1	4,903	4.5	3,174
合計	163,000	100.0	108,823	100.0	▲ 54,177

注：短期運用の時価には、当年度に発生した実現収益分(3,229億円)を含んでいる（以下同じ）。

【簡保指定単を含めた簡保資金全体】 (単位：億円，%)

	資産残高		時価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	991,756	80.2	1,032,185	84.1	40,429
外国債券	45,138	3.7	49,089	4.0	3,951
国内株式	96,783	7.8	48,925	4.0	▲ 47,858
外国株式	23,487	1.9	14,206	1.2	▲ 9,281
短期運用	79,255	6.4	82,424	6.7	3,169
合計	1,236,418	100.0	1,226,829	100.0	▲ 9,589

資料：総務省『簡易生命保険資金の運用状況』（2002年12月13日）より作成。

損が、7,714億円増加して9,280億円となっているのが特徴的である。その結果、合計の評価損は1兆2,575億円増加して5兆4,177億円にもなっている。ただし、短期運用の時価には当年度に発生した指定単運用の実現収益分3,229億円を含んでおり、この分、合計の評価損を見かけ上減少させている。したがって、実際の評価損は、5兆7,406億円とみることができる。

全体の評価損を、これほどにも巨額なものとしたのは、国内株式および外国株式の評価損の増大にあるのは明らかである。すなわち、国内株式は、日経平均株価が2002年3月末では11,025円であったのが、2002年9月末には9,383円と、半年で約15%下落した<sup>19)</sup>。また、外国株式はその過半がアメリカの株式であり<sup>20)</sup>、NYダウでみると、2002年3月末では10,404ドルであったのが、2002年9月末には7,592ドルと、約27%の下落、ナスダック指数でみると、1,845から1,172への約36%もの下落だった。

その結果、簡保指定単を含めた簡保資金全体の評価損は、2001年度末の1,376億円から9,589億円に増大し、短期運用の評価益から実現収益分3,229億円を控除すると、1兆2,818億円の評価損になる。さらに、前項でみたように、国内債券の評価益には満期保有資産のものが含まれており、2002年9月末のこの額は公表されていないが、仮に2001年度末の額と同額として試算すると、2兆8,059億円の評価損となり、2001年度末の内部留保3兆3,038億円の約85%占めるまでになっている。また、実質純資産額と実質純資産比率(2001年度末総資産比)を試算すると、それぞれ4,979億円、0.39%となる。まさに、内外の株価水準の動向によっては、簡保事業は公社発足時に実質債務超過となりかねないほどの危険な状態になっている<sup>21)</sup>。

このような危機的状況を招いた主要因が、簡保指定単であることは明白である。では、なぜこのような運用をやめることができないのだろうか。

図表22は、簡保資金の2002年度運用計画の基本ポートフォリオで、「簡易生命保険事業が長期・固定的な負債を多く有している現状を踏まえ、将来の保険金等を支払うための収益を長期・安定的に確保することができるよう、目標期間10年間とする最適な資産の組合せ(ポートフォリオ)を次のとおり

図表22 簡保資金の2002年度運用計画の基本ポートフォリオ

運用資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期運用
構成割合	80%	5%	6%	6%	3%
かい離許容幅	+10%~-10%	+5%~-5%	+5%~-5%	+5%~-5%	+7%~-1%

【参考：郵便貯金の2002年度運用計画の基本ポートフォリオ】

運用資産	国内債券	外国債券	国内株式	外国株式	短期運用
構成割合	80%	5%	5%	5%	5%
かい離許容幅	+15%~-10%	+3%~-4%	+3%~-4%	+3%~-5%	+4%~-4%

資料：総務省『簡易保険2002』、『郵便貯金2002』より作成。

策定する。当該基本ポートフォリオについては、毎年度、資産のリスク・リターンや負債コスト等を踏まえ、検証し、必要に応じて見直す。」とし、「株式等については、民間の資金運用の能力を活用する観点から委託運用（簡易保険福祉事業団を通じた単独運用指定金銭信託）により行うものとする。」<sup>22)</sup>とされているものである。

これは、郵政省『郵貯・簡保資金運用研究会最終報告』（2000年6月9日）において提言された「現代ポートフォリオ理論」にもとづいて策定されたもので、簡保、郵貯ともに、2001年度運用計画の基本ポートフォリオも同一のものである。簡保資金の基本ポートフォリオでは、国内株式と外国株式は6%を中心に、プラス・マイナス5%のかい離許容幅で、外国債券は5%を中心に、プラス・マイナス5%のかい離許容幅で、運用資産を保有するのが「最適」とされ、これが、中長期的にみれば「収益を長期・安定的に確保することができる」ものとされたのである。

しかし、バブル崩壊後の日本の株式市場は、13年を経た2002年末においてもピーク時の4分の1以下という株価水準で低迷しており、「現代ポートフォリオ理論」は、このような事態や、1990年代末以降のいわゆる「デフレ経済」等の日本経済の構造変化を包摂した理論とは、実証的にも到底思えないのである。たとえ、それが一定の有効性があったとしても、時価会計のもとで10年を待たずして債務超過に陥ったならば、それは「絵に描いた餅」でしかありえないであろう。



問題は、予定利回り等で民間生保並み、あるいはそれ以上の有利性を確保しようとする簡保の姿勢にあるのではないだろうか。簡保の最大の存在意義は、「簡易・安心・確実」であるはずである。そのためには、簡保指定単という委託運用を将来的には廃止して、「ローリスク・ローリターン」での資金運用を基本とすべきと考える。また、そのことによって、簡保と民間生保との間に一定の「すみ分け」が可能であると思われるのである。

さて、日本郵政公社設立会議は、2003年1月16日に開催した第6回会議で、2003～2006年度の「中期経営目標・中期経営計画(案)」を了承した。これらの内容は、郵政審議会の答申を経て総務大臣が認可し最終決定されるが、公社設立会議の了承をえたことで、事実上、2003年度から4年間の基本計画が確定したことになる。

図表23は、「中期経営計画(案)」の2003年4月1日時点における資本および負債、バランスシートの見通しである。これは、2002年9月末時点の時価情報にもとづいて作成されたもので、資産の部の「金銭の信託」の金額10.6兆円は、指定単運用の時価から実現収益分の3,229億円を差し引いたもので

図表23 簡保業務の資産および負債の見通し(2003年4月1日)

(単位：億円)

科 目	金 額	科 目	金 額
(資産の部)		(負債の部)	
現金および預金	52,847	保険契約準備金	1,220,431
買現先勘定	2,257	日本郵政公社債券	—
買入金銭債権	—	その他負債	764
金銭の信託	105,594	賞与引当金	235
有価証券	789,149	退職給付引当金	5,805
貸付金	265,049	価格変動準備金	—
不動産および動産	9,713	負債合計	1,227,234
その他資産	3,960	(資本の部)	
貸倒引当金	—	設立時資産・負債差額	1,334
		資本合計	1,334
資産合計	1,228,568	負債資本合計	1,228,568

注：「—」は計数が存在しないことを意味する。

資料：郵政事業庁「中期経営計画(案)」(2003年1月16日)より作成。

ある。資産の合計は122.9兆円で、2002年3月末の簡保特別会計の総資産126.6兆円より3.7兆円減少している。負債の部では、資産の部の減少に対応して2002年3月末に1.1兆円あった価格変動準備金が計上されておらず、危険準備金が含まれている保険契約準備金が、2002年3月末の124.9兆円から122兆円と2.9兆円減少している。また、簡保特別会計の貸借対照表には計上されていない、退職給付引当金と賞与引当金が6,040億円計上されている。その結果、郵政公社発足時の簡保業務の資本金は1,334億円となり、2002年3月末に3.3兆円あった「内部留保」がほぼ吹き飛んだ、超過小資本で業務を開始することになる<sup>23)</sup>。

さらに、「中期経営計画（案）」の簡保資金の運用計画では、「公社設立時は価格変動準備金が積立限度額を大きく下回る見込みであることから、外国債券、国内株式及び外国株式については慎重に行う必要がある。このため、外国債券、国内株式及び外国株式については公社継承時点での資産額を基本とし、これを踏まえた一定の幅の資産構成割合を次のとおり定める。」として、図表24の資産構成とした。これは、2002年9月末の時価ベースの資産構成割合を基準とし、外国債券と国内株式は上下2%、外国株式は、1%を中心に、+2%～-1%の資産価値の変動分を見込んだものである。また、「中期経営計画（案）」の資本および負債の見通しでは、4年間の「金銭の信託」の金額が、2003年度初頭の10.6兆円から、2006年度末には9.1兆円になるとしていることから、指定単運用は、かなり抑制的になっているのが特徴的である<sup>24)</sup>。

これは、図表22に示された基本ポートフォリオでの運用の事実上の停止で

図表24 中期経営計画における簡保資金の運用計画の資産構成

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
	75%～95%	2%～6%	2%～6%	0%～3%	1%～10%

【簡易保険の運用資産の構成（2002年9月末時価ベース）】

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
	84.1%	4.0%	4.0%	1.2%	6.7%

資料：郵政事業庁「中期経営計画（案）」（2003年1月16日）より作成。

あると評価しうる。だが、「中期経営計画（案）」は、「長期・固定的な負債を有しているという簡易生命保険の特性から、中長期的に望ましいポートフォリオ（基本ポートフォリオ）の構成割合で運用することが基本となる」と、2007年度以降には基本ポートフォリオでの運用を復活させる可能性をも示唆している。つまり、公社設立時は価格変動準備金が全くないので、基本ポートフォリオでの運用はできないが、価格変動準備金をある程度積み立てることができたなら、基本ポートフォリオでの運用を復活させるというものである。

しかし、価格変動準備金をはじめとする内部留保を枯渇させた原因は、まさに「現代ポートフォリオ理論」にもとづく基本ポートフォリオでの運用であったはずである。それであるのに、「中期経営計画（案）」は、基本ポートフォリオでの運用は、原則的には誤りではないが、当面はこれに固執するわけにはいかない、という考えのもとに策定された計画になっているのである。つまり、指定単での運用自体を問題とするより、国内外の株式市場の状況が異常であったために、予期せぬ事態に直面し、評価損を膨大化させたという認識が支配的であったものと思われるのである。

だが、この問題を考える上で、示唆的であり、かつ今後、考慮しなければならないのは、以下の動きである。

公的年金積立金の運用のあり方を検討している社会保障審議会（厚生労働大臣の諮問機関）の年金資金運用分科会では、2002年10月7日の第9回分科会より、「年金積立金の運用の在り方についての検討」がなされている。これは、「株式を含む分散投資の是非についての検討」で、これまでなされてきた「現代ポートフォリオ理論」にもとづく年金積立金の基本ポートフォリオ（国内債券68%、国内株式12%、外国債券7%、外国株式8%、短期資産5%）での運用が巨額の運用損失<sup>25)</sup>を出していることから、そのような運用に異論が出され、全額国債で運用することも含めて検討がつけられている。

簡保資金および郵貯資金の運用においても、早急にこのような抜本的な検

討を開始すべきであろう。

## 5. おわりに

以上みたように、簡保資金の資産構成の是正、すなわち、簡保指定単の縮小および将来的な廃止と、簡保本体の外国債券での運用および運用手法の見直しは、まさに急務であると考ええるものである。

だが、仮に、郵政公社が簡保資金の運用において、このような方針転換をおこなったとしても、大きな問題がまだ残っている。国債市場の問題である。

簡保・郵貯資金での国債保有が、国債の残高全体の20%を占めており、また、簡保は長期国債を保有しても、それを満期まで保有せず、5年以内の売却を基本方針としていたことは、本文でみた通りである。確かに、これまでは、その運用が国債市場に悪影響をおよぼしたという形跡はみられないし、「中期経営計画（案）」においても、「各資産の市場規模に配慮する等、市場に及ぼす影響が少なくなるよう配慮する」という、「市場への影響に配慮」ということを資金運用の基本方針としている。

だが、その資金規模の巨額さからして、今後も悪影響をおよぼさないとは、断言できないように思われるのである。「中期経営計画（案）」では、今後長期金利（10年物国債利回り）がごく緩やかに上昇し、2007年3月末には2.1%になるものとして計画を策定しているが、2003年1月末時点で史上最低水準にある長期金利<sup>20)</sup>が、なにかをきっかけとして乱高下することは、十分ありうることである。その際、郵政公社の国債売買が、はたして市場への影響、国債価格形成に影響をおよぼさずに、損失を回避できるかが問題となるろう。

あまりにも巨額な郵政公社の資金運用が、国債をはじめとする金融市場に悪影響を与えず、かつ損失を回避できるようにするためには、現行の運用方式では明らかに限界があるように思われる。この難問を解決するために、郵政公社のみならず、国債を発行する財務省をも含めて検討に入ることも、急

務の課題であろう。

今後の、郵政公社の資金運用の動向、および、国債市場の動向を、注視していきたい。

(2003年1月31日脱稿)

## 注

1) 2002年9月27日には、日本郵政公社法施行法にもとづいて、学界、経済・産業界、エコノミスト、マスコミなどから14名の日本郵政公社設立委員が選任され、奥田碩・日本経済団体連合会会長が日本郵政公社設立会議の座長となった。設立会議は2002年10月15日に第1回会議を開催し、その後、2003年1月16日の第6回会議で、郵政公社の2003～2006年度の「中期経営目標・中期経営計画(案)」を了承した。

また、2002年12月24日には、高橋俊裕・元トヨタ自動車常務と團宏明・総務省郵政企画管理局长(2003年1月17日より郵政事業庁長官)が郵政公社の副総裁となることが決まった。

2) ただし、年度中に生じた歳入と歳出の差額である「余裕金」は、財政融資資金(旧資金運用部)へ預託することになっている。この「余裕金」は、毎年度決算が終了すると積立金に繰り入れられ、自主運用される。

3) 詳しくは、生命保険協会(<http://www.seiho.or.jp/>)『簡易保険事業の将来的な在り方について』(2002年7月)を参照。

なお、『簡易保険2002』で、「個人保険分野における簡易保険のシェア(保有保険金額)」をみると、簡保11.9%、農協系13.9%、民保74.1%となっている。これは、簡易保険という性格から、保険金額(1,000万円以下、ただし、一定の条件に該当する場合は1,300万円まで)・年金額(90万円以下)に制限があることを反映したものである。

4) 生命保険協会が公表した統計資料による。

また、民間生保の資産運用は、不動産(土地・建物)でもおこなっており、1998年3月末時点で、総資産に占める不動産の割合は5.0%で、2002年3月末時点も4.2%あった。バブル崩壊後の不動産価格の下落も、運用利回りの低下に影響をおよぼしていると思われる。

5) 正確には、利ざやは、平均予定利率と運用利回りの中の利子収入利回りとの差である。2002年度でみると、運用利回りは3.05%で、その中の利子収入利回りは2.48%であった。平均予定利率が3.54%であるから、1.06%の逆ざやであった(総務省『平成13年度簡易保険資金の運用状況について(参考)』(2002年7月29日)を参照)。

6) 総務省『平成13年度簡易保険資金の運用報告書』(2002年7月29日)参照。

7) 外国債の運用実績が、計画に対して大きく下回ったことについて、稲澤保険経営計画課運用計画室長は、「これは昨年を通じて円安に振れておりまして、なかなか外国債を買うという状況に至らなかったということがございます」と説明している(総務省『第4回郵政審議会資金運用部会議事録』(2002年7月29日)を参照)。

8) 総務省『平成12年度簡易保険資金の運用報告書』(2001年7月30日)では、国債と地方債の金額と社債のほとんどが運用期間5年未満の「短期運用」に分類されている(運用期間5年以上が「長期運用」)。つまり、10年国債、20年国債を購入しても、償還期限まで保有する意思はなく、5年未満で売却することを予定しているのである(総務省『第2回郵政審議会資金運用

部会議事次第』(2001年7月30日)を参照)。

なお、総務省『平成13年度簡易保険資金の運用報告書』(2002年7月29日)では、「短期運用」、「長期運用」の区分はなされていない。

- 9) なお、2001年度末の国債の残存期間別残高構成は、1年以下が7.9%、1年超3年以下が21.6%、3年超5年以下が23.6%、5年超7年以下が9.7%、7年超10年以下が32.8%、10年超が4.4%となっている(『簡易保険2002』より算出)。
- 10) 総務省『平成13年度簡易保険資金の運用報告書』(2002年7月29日)によれば、資金回収額が2001年度の資金運用計画では17兆円であるのに対し、実績は23兆円と6兆円も上回った。この点について、稲澤保険経営計画課運用計画室長は、「これは資産のポートフォリオ改善のために債券売却等を行いまして、その分が増えてございます」と説明している(総務省『第4回郵政審議会資金運用部会議事録』(2002年7月29日)を参照)。
- 11) 図表9と図表14から、国内債の売却益(ネット)を差し引いた運用利回りを試算すると、2000年度は、2.76%、2001年度は2.40%となる。
- 12) 2001年度の構成比は、図表8では四捨五入の誤差が生じており、正確には13.1%である。  
 なお、参考までに、郵貯指定単の2001年度末の運用残高は10.5兆円、郵貯資金全体に占める比率は4.4%、運用利回りは3.3%であった(総務省『郵便貯金2002』を参照)。
- 13) ただし、この「運用利回り」は、簡保事業団が簡保本体から運用寄託等を受けた資金の平均利息(簡保事業団からみれば、「借入コスト」)であって、簡保事業団が指定単運用により直接に得た収益による利回りを示すものではない。後者による「運用利回り」は、1997年度3.61%、1998年度2.51%、1999年度2.10%、2000年度2.77%、2001年度2.17%であった(『簡易保険2002』を参照)。なお、図表16も参照されたい。
- 14) 「外国債券」は外貨建債券のみであり、円貨建て債券を含んでいる「外国債」とは区別される。簡保本体の外国債運用に占める円貨建て債券の比率は、1999年度末10.2%、2000年度末10.8%、2001年度末11.0%であった(『簡易保険2002』を参照)。
- 15) 総務省郵政企画管理局運用計画室長の読売新聞に対するコメント。  
[http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/dr/20010807\\_md01.htm](http://www.yomiuri.co.jp/atmoney/dr/20010807_md01.htm) 参照。
- 16) 『簡易保険2002』によると、2001年度末の簡保指定単の業種別国内株式運用の構成比は、市場平均(TOPIX)の構成比とほぼ近似している。
- 17) すなわち、企業会計原則では、満期保有資産は時価ではなく、簿価で計上されるのである。
- 18) 「実質純資産額」は、有価証券等の含み損益を反映させた資産が負債を上回る金額のことである。この数値がマイナスとなると実質的な債務超過とみなされる。
- 19) その後、2002年11月14日には、日経平均株価は8,303円と2002年の最安値を付け、バブル崩壊後の安値を更新した。これは、2002年3月末の株価から約25%の下落である。
- 20) 『簡易保険2002』によると、簡保指定単の外国株式運用の中で、米ドル建て株式の占める割合は、2001年度末で63.4%であった。
- 21) ただし、簡保は、ほとんどの民間生保とは異なり、「逆ざや対応資金」として、2001年度末で「追加責任準備金」を、8兆9,741億円を積み立てている(『簡易保険2002』を参照)。すなわち、ほぼ確実に起こる将来の損失に対して、明確に負債認識をしている点で、民間生保の多くが「危険準備金」という偶発的な損失にあてるための科目に計上していることと比較して、会計の健全性・透明性を高めているとも評価しうる(『エコノミスト』(2002年6月18日号)参照)。

- 22) 総務省『平成14年度における簡易生命保険積立金の運用計画』(2001年12月24日)参照。また、総務省『平成13年度における簡易生命保険積立金運用計画』(2000年12月24日)も参照されたい。
- 23) 「中期経営計画(案)」では、郵便業務が3,913億円の債務超過、郵便貯金業務が1兆2,969億円の資本で、公社全体の資本金は1兆389億円で、総資産は414.7兆円であるから自己資本比率0.24%という超過小資本で出発する。その後、4年間で4兆円の利益をあげ、2007年3月末には自己資本4.7兆円となると見通している。
- 24) 2003年1月31日付けの朝日新聞によれば、日本郵政公社の初年度(2003年度)の経営計画では、郵便貯金と簡易保険の運用については、新規資金を委託運用に回さず、国内債券を中心に運用するとのことである。
- 25) 年金資金運用基金(2001年4月より年金福祉事業団が改組)は、2001年度に約6,600億円、2002年度上半期に約2兆円の運用損失を出している。
- 26) 2003年1月30日の長期金利は、史上最低の0.750%まで低下した。