

郵貯マネーと金融市場

— 郵貯資金の自主運用の実態分析 —

伊 藤 光 雄

1. はじめに

2001年4月より、財政投融资改革とともに郵便貯金資金の全額自主運用が開始された。これにより、すでに資金運用部に預託されている郵貯資金は、預託期間（原則7年）の満了時に郵便貯金に償還され、以後7年間にわたり段階的に全額自主運用に移行することになる。

ところで、郵便貯金はこれまでも金融自由化対策資金として自主運用されており、2000年度末の運用残高は57兆円に達していた。今後、このような運用が2008年には全郵貯資金におよび、すこぶる巨大な投資ファンドが国内外の金融市場に出現することになる。

このような郵貯資金の巨大さゆえに、その全額自主運用が金融市場の不安定化要因になるのではないかとの危惧もされている。またこのことをもって、郵貯民営化の論拠の一つにもなっている。今後の郵貯資金の運用実態については、詳細なデータ分析にもとづく実証研究が求められると思われるが、郵貯資金の自主運用が始まったばかりの現時点において、今後検討すべき論点、もしくは問題点を整理しておくことも必要であると考ええる。

本稿は、このような観点から、今後の郵貯資金の自主運用がわが国の金融市場に及ぼす影響を分析する上での課題整理を目的として、これまでの郵貯資金の運用実態を分析したものである¹⁾。

なお、郵貯資金の自主運用とかなり性格が似かよっているものに簡易保険資金の運用があり、この資金量も2001年9月末で約127兆円と郵貯資金のおよそ半分程度ではあるが、やはり巨大なものである。しかしながら、簡保資金は郵

便貯金とは異なり保険金・年金保険であるため、独自の分析が必要であると思われるので、本稿では簡保資金を念頭に入れつつも、郵貯資金の運用に限定して考察した。郵貯資金と簡保資金を統合した資金全体の運用がわが国の金融市場に及ぼす影響の考察は、今後の課題としたい。

2. 金融自由化対策資金の運用実態

「はじめに」で述べたように、郵貯資金はその全額自主運用の開始に先立ち、1987年度より金融自由化対策資金という名目で、その資金の一部が自主運用されていた²⁾。この金融自由化対策資金の2000年度末の運用残高は57兆3,500億円で、同年度末の郵貯残高249兆9,336億円の約23%を占める規模にまでなっていた。ここでは、この金融自由化対策資金の運用実態を、郵便貯金のディスクロージャー冊子『郵便貯金2001』（総務省郵政企画管理局、2001年9月発行）によって検討していくことにする。

図表1および図表2は、1996年度から2000年度までの金融自由化対策資金を運用する、郵便貯金特別会計の一般勘定とは区別された、特別勘定である金融自由化対策特別勘定の損益計算書と貸借対照表である。

まず、損益の状況であるが、この5年度間に最大益が1997年度の318億円、最小益が1999年度の135億円とかなりの変動はあるものの、全体としては単年度損失を出してはならず、その結果、貸借対照表に見られる積立金（利益額の前年度までの累計額）も一貫して増加しており、2000年度末で3,994億円（3,732億円+262億円）を計上している。

図表3は、金融自由化対策特別勘定の利回り、コストおよび利ざや³⁾を示したものである。1996年以降、市場金利は継続的に低位で推移し、資金の運用環境はかなり制約されたものであったことは容易に察しうるが、それは、利回りの傾向的低下（1996年度4.86%から2000年度3.31%）に端的に表われている。しかし、他方でコスト（＝借入金利率＋経費率0.01%）も利回りと同様に傾向的に低下し続けた（1996年度4.81%から2000年度3.27%）ため、利ざやをあ

図表 1 金融自由化対策特別勘定：損益計算書

(単位：億円)

科 目		平成 8 年度	平成 9 年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
収 益	運 用 収 入	18,733	20,184	20,606	20,844	19,711
	合 計	18,733	20,184	20,606	20,844	19,711
費 用	借 入 金 利 子	18,180	19,506	20,021	20,378	19,131
	諸 支 出 金					
	売 却 及 償 還 差 額 補 填 金	348	333	330	300	295
	郵 政 事 業 特 別 会 計 へ 繰 入					
	事 務 取 扱 費 繰 入	28	27	25	31	23
	合 計	18,556	19,866	20,376	20,709	19,449
本年度利益金		177	318	230	135	262

資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表 2 金融自由化対策特別勘定：貸借対照表

(単位：億円)

科 目		平成 8 年度	平成 9 年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
借 方	資 産 勘 定	409,028	463,052	558,564	596,074	581,887
	日本銀行預金	52	66	86	89	499
	預 金	6,991	2,250	2,246	1,986	17,006
	有 価 証 券	329,763	378,239	456,293	481,891	452,039
	貸 付 金	7	9	9	8	7
	寄 託 金	65,000	76,401	93,401	105,401	105,401
	未 収 収 益	6,810	5,759	6,188	6,625	6,908
	購 入 証 券 経 過 利 子	404	327	340	73	26
	郵 政 事 業 特 別 会 計 へ 繰 入 金	1	1	1	1	1
合 計	409,028	463,052	558,564	596,074	581,887	
貸 方	負 債 勘 定	405,979	459,685	554,967	592,342	577,893
	金融自由化対策 資金借入金	401,500	456,500	551,500	588,500	573,500
	郵 政 事 業 特 別 会 計 払 込 未 済 金	19	29	26	9	40
	未 払 費 用	4,460	3,156	3,441	3,833	4,353
	積 立 金	2,872	3,049	3,367	3,597	3,732
	本 年 度 利 益 金	177	318	230	135	262
	合 計	409,028	463,052	558,564	596,074	581,887

資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表3 金融自由化対策特別勘定：利回り・コスト・利ざや

(単位：%)

年 度 項 目	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
利 回 り	4.86	4.58	4.03	3.54	3.31
コ ス ト	4.81	4.51	3.98	3.52	3.27
借入金利子率	4.80	4.50	3.97	3.51	3.26
経 費 率	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
利 ざ や	0.05	0.07	0.05	0.02	0.04

資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表4 金融自由化対策資金の種目別運用状況

(単位：億円，%)

年 度 種 目	平成8年度末	平成9年度末	平成10年度末	平成11年度末	平成12年度末
国 債	190,121(47.3)	220,870(48.3)	264,589(47.9)	278,914(47.3)	250,187(43.6)
地 方 債	50,424(12.5)	59,640(13.0)	82,974(15.0)	93,557(15.9)	97,948(17.0)
公庫公団債等	20,816(5.2)	25,340(5.5)	24,635(4.5)	26,396(4.5)	25,214(4.4)
社 債 等	38,189(9.5)	37,182(8.2)	39,813(7.2)	36,642(6.2)	33,716(5.9)
外 国 債	30,599(7.6)	35,506(7.8)	44,598(8.1)	46,445(7.9)	45,000(7.8)
寄託金(指定単)	65,000(16.2)	76,401(16.7)	93,401(16.9)	105,401(17.9)	105,401(18.3)
預 金 等	6,997(1.7)	2,259(0.5)	2,253(0.4)	1,995(0.3)	17,013(3.0)
合 計	402,145(100.0)	457,198(100.0)	552,263(100.0)	589,350(100.0)	574,479(100.0)

注1：()内は、構成比。

注2：「外国債」は海外の発行体が発行した債券であり、円貨建債券を含んでいる（以下の図表も同じ）。

資料：総務省『郵便貯金2001』より

る程度確保し続けている。

図表4により、金融自由化対策資金の種目別運用状況を見ると、主たる資金の運用部面が国債を中心とした内国債（国債、地方債、公社公団債等、社債等）で、2000年度末において内国債が全運用資金の70.9%を占めていた。これに対し、外国債は全運用資金の7.8%を占めていた。ただし、ここでの外国債は海外の発行体が発行した債券で、円貨建て債券も含んでいる。この円貨建て債券の外国債に占める比率は、2000年度末で14.3%であり、1996年度末の28.5%から傾向的に減少している。また逆に、外国債に占めるドル建債券の比率は、1996年度末の26.8%から2000年度末の38.6%へと傾向的に増加している。なお、2000年度末で全運用資金の18.3%を占めていた「寄託金（指定単）」は、独自

図表5 金融自由化対策資金の売却及償還差額補填金の内訳

(単位：億円)

区 分	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
売却差額補填金	291	306	301	137	17
内 国 債	72	142	185	129	16
外 国 債	219	160	116	7	1
そ の 他	0	4	0	1	0
償還差額補填金	57	27	29	163	278
合 計	348	333	330	300	295

資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表6 金融自由化対策資金の運用収入の内訳

(単位：億円)

区 分	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
利 子 収 入	16,787	17,931	18,381	18,784	17,411
有 価 証 券	13,509	14,394	14,652	14,878	13,585
内 国 債	11,712	12,323	12,406	12,813	11,525
外 国 債	1,797	2,071	2,246	2,065	2,060
寄 託 金	3,150	3,454	3,695	3,897	3,784
そ の 他	128	83	34	9	42
売 却 益	1,938	2,241	2,201	1,981	2,220
有 価 証 券	1,832	2,117	2,095	1,834	2,220
内 国 債	1,668	2,046	1,625	1,686	2,204
外 国 債	164	71	470	148	16
そ の 他	106	124	106	147	0
償 還 益	8	12	24	79	80
合 計	18,733	20,184	20,606	20,844	19,711

資料：総務省『郵便貯金2001』より

の分析が必要であるため、項を改めて、後に別途考察することにする。

まず、最初に注目すべきは、図表1の損益計算書の費用項目に計上されている「売却及償還差額補填金」である。これは、「有価証券の売却と償還により発生した資金の不足金（売却損、償還損）の補填金」（『郵便貯金2001』より）と説明されており、この中に資金運用上で発生したキャピタルロスが含まれているからである⁴⁾。

図表5は、その売却及償還差額補填金の内訳を示したものである。これを見

図表7 金融自由化対策資金の平均運用残高・運用利回り

(単位：億円，%)

年度 種目	平成8年度		平成9年度		平成10年度	
	平均運用 残高	運用 利回り	平均運用 残高	運用 利回り	平均運用 残高	運用 利回り
有価証券	304,435	4.96	354,568	4.60	410,183	4.03
国債	175,935	5.00	204,057	4.58	235,151	3.82
地方債	43,068	4.57	56,336	4.06	71,808	3.55
公庫公団債等	19,278	4.85	23,588	4.41	25,412	4.05
社債等	37,970	4.49	36,851	4.47	37,853	3.68
外国債	28,185	6.06	33,736	5.89	39,960	6.48
寄託金	61,493	5.12	71,797	4.81	88,289	4.19
国債担保貸付	6	6.37	8	5.64	8	4.13
その他	12,679	1.01	6,651	1.24	5,507	0.61
合計	378,613	4.86	433,024	4.58	503,987	4.03

年度 種目	平成11年度		平成12年度	
	平均運用 残高	運用 利回り	平均運用 残高	運用 利回り
有価証券	471,614	3.53	468,614	3.33
国債	273,424	3.37	266,340	3.24
地方債	88,697	3.17	96,753	2.89
公庫公団債等	25,425	3.96	25,753	3.55
社債等	37,601	3.99	33,855	4.11
外国債	46,468	4.51	45,912	4.02
寄託金	102,292	3.81	105,401	3.59
国債担保貸付	8	3.62	8	3.15
その他	5,871	0.14	11,488	0.36
合計	579,785	3.54	585,511	3.31

注：国債担保貸付は、郵便局で取得した国債を担保とする貸付である。

資料：総務省『郵便貯金2001』より

ると、1996年度から1998年度の外国債の売却差額補填金の大きさが目を引く。例えば、図表4によれば、1996年度末の外国債の運用残高は約3兆円で、全運用資金の7.6%を占め、内国債の10分の1程度の規模であるにもかかわらず、売却損は219億円で、1996年度の金融自由化対策特別勘定の利益金177億円を上回っている（図表1参照）。

他方、図表6で金融自由化対策資金の運用収入の内訳を見ると、ここでも外国債の売却益の変動が非常に大きいのが特徴的である。図表5と合わせて見る

と、1996年と1997年は外国債の売却損が売却益を上回っており（1996年…売却益164億円<売却損219億円、1997年…売却益71億円<売却損160億円）、1998年は売却損が116億円であるのに対し、売却益が470億円と大きく上回っている。また、図表7で外国債の運用利回りの推移をみると、1998年度の運用利回りが6.48%と群を抜いており、この高利回りがこの年度の売却益収入にかなり依存していることが分かる⁵⁾。

外国債と同様に、内国債の運用収益に占める売却益の比重もかなり大きい。また、内国債は外国債に比べて運用収益に占める売却損の比重が小さいことも特徴的である。図表6をもとに内国債の運用収入に占める売却益の比率を算出すると、1996年度12.5%、1997年度14.2%、1998年度11.6%、1999年度11.5%、2000年度16.1%となる。さらに、運用収益の合計額に占める有価証券（内国債＋外国債）の売却益の比率を算出すると、1996年度9.8%、1997年度10.5%、1998年度10.2%、1999年度8.8%、2000年度11.3%となる。

ところで、図表2で示されている貸借対照表の有価証券の評価は原価法によってなされており、ここには運用有価証券の評価損益（未実現のキャピタルロスまたはキャピタルゲイン）は示されていない。図表8は、1998年度末から2000年度末までの金融自由化対策資金の運用有価証券の時価情報を示したものである。各年度とも全体では運用有価証券の時価が貸借対照表価額を上回っているが、1999年度末の外国債の評価損、ネットで6,983億円という巨額さが目を引く。これは、1998年夏以降の円安から円高に進行する局面（対ドルレートは、1998年8月末141.52円から1999年3月末119.99円、そして2000年3月末には105.29円）での為替評価損の発生が大きな要因であったと思われる。また、2000年度末の評価損がネットで1,175億円に減少したのも、2001年3月末の対ドルレートが125.27円と再度円安基調に反転したことによるところが大きかったと思われる。

この外国債の評価損の増減の動向と、先に図表5と図表6で見た外国債の売買損益額の動向を重ね合わせて考察すると、以下のような郵貯資金による内外債の投資実態が読み取ることができるとと思われる。

図表8 金融自由化対策資金の運用有価証券の時価情報

平成10年度末

(単位: 億円)

区 分	貸借対照 表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	うち評価損
公 社 債	411,903	437,239	25,336	28,416	△3,080
うち上場債券	250,716	264,740	14,024	16,643	△2,619
うち非上場債券	161,188	172,499	11,311	11,773	△461
外 国 債	44,389	45,182	793	2,642	△1,850
合 計	456,293	482,421	26,128	31,058	△4,930

平成11年度末

(単位: 億円)

区 分	貸借対照 表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	うち評価損
公 社 債	435,480	453,774	18,294	21,315	△3,020
うち上場債券	270,906	279,996	9,090	11,770	△2,680
うち非上場債券	164,573	173,778	9,205	9,545	△341
外 国 債	46,411	39,428	△6,983	901	△7,884
合 計	481,891	493,202	11,312	22,216	△10,904

平成12年度末

(単位: 億円)

区 分	貸借対照 表 価 額	時 価	評価損益	うち評価益	うち評価損
公 社 債	407,053	432,570	25,516	25,631	△115
うち上場債券	246,499	260,125	13,626	13,738	△112
うち非上場債券	160,554	172,444	11,890	11,893	△3
外 国 債	44,986	43,811	△1,175	2,702	△3,877
合 計	452,039	476,381	24,342	28,333	△3,991

注: 評価損益は外貨建債券に係る為替評価損益を含む。

資料: 総務省『郵便貯金2001』より

1998年度は、1994-5年の超円高局面の是正と、その後の1997-8年の金融危機もあって、1998年8月まで円安局面が続き、以後円高へと反転したものの、以前より投資していた外国債の評価損益は1998年度末においても793億円の評価益を計上できた。この年度の8月は円安のピーク局面で、外国債は470億円もの売却益を出し、これは売却損の116億円を大きく上回り、運用利回り6.48%という1996年度から2000年度までの外国債運用利回りの最高値(運用有価証券全体でも最高値)を達成した(図表7参照)。この外国債の売却損益のネット354億円は、1998年度の金融自由化対策特別勘定利益金の230億円を大きく上回るものであった。また、内国債の売却益を見ると、1997年の2,046億円から

1998年度の1,625億円と大きく減少していることから、この外国債の売却益が金融自由化対策特別勘定の利益金の計上に大きく寄与していたことは明らかである。また、図表1と図表3で金融自由化対策特別勘定の利益金と利ざやを1998年度と前年度の1997年度を対比すると、利益金は318億円から230億円と88億円の減少、利ざやは0.07%から0.05%に減少している。この点からも、厳しい資金運用環境のもとで、ある程度の利益金を出すべく、言わば「益出し」的な運用を行っていたとも推測できるのである。

1999年度は、前年度とは一変して、外国債の売却益が148億円（対前年度322億円減）、売却損が7億円（対前年度109億円減）と外国債の売却を大きく縮小している。これは、すでに見たように円高の影響で外国債の評価損が年度末にネットで6,983億円にも膨らみ、市場で売却すれば多額の売却損が発生することが目に見えていたため、市場売却を極力控えた結果と思われる。ただし、前年度に比べて大きく減少したとはいえ、148億円の売却益を計上しているのは、1996年以前の円高時に購入した評価益のある債券を売却したためであろう。これによって、評価損を大きく膨らませながらも、金融自由化対策特別勘定の1999年度利益金135億円（利ざやは、過去5年間で最低の0.02%）の計上に寄与したと見ることができる。

2000年度は、前年度以上に外国債の売却を縮小しており、売却益が16億円（対前年度132億円減）、売却損が1億円（対前年度6億円減）であった。その結果、外国債の運用利回りは4.02%にまで低下し、国内社債等の運用利回りの4.11%をも下回った。これは、すでに述べたように、2000年度は対ドルレートが円安に向かったため、年度末の外国債の評価損もネットで1,175億円にまで減少したが、前年度の評価損があまりにも大きかったため、評価損を減少させるべく評価益のある債券の市場売却をほとんどしなかったことによるものと思われる⁶⁾。このように、外国債の売却益に依存せずに、金融自由化対策特別勘定の2000年度利益金262億円（前年度比127億円増、利ざやは0.04%に上昇）の計上が可能であったのは、借入金利子率の低下（1999年度3.51%から2000年度3.26%）と内国債の売却益の増大（1999年度1,686億円から2000年度2,204億

円) によるところが大きかったと思われる。

以上ふまえて、金融自由化対策資金の運用実態を概括するならば、内外債券で約8割前後運用されていた金融自由化対策資金の利益金(=利ざや)はもっぱら有価証券の純売却益(=売却益-売却損)に依存しており、これによることなくしては、先に見た何がしかの利ざやを計上することは、ほとんど不可能であったと結論付けられよう。すなわち、金融自由化対策資金は、資金運用部にいったん預託した郵貯資金の一部を再び資金運用部から借り入れた資金であることから、その借入金利子率と経費率の合計であるコストを上回る運用利回りを上げること、正の利ざやの確保を絶対的な目標として運用されていたのである。そして、その目標を達成するためには利子収入のみに依存することでは不可能であり、能動的に有価証券の売買を行うことでその目標をかるうじて達成していたと考えられる。

だが、資金運用部への預託金金利を上回る運用利回りの確保というこの目標自体、果たして妥当なものなのであろうか。この目標のため、金融自由化対策資金の運用は、外国債を含む内外債券の売買益に大きく依存していたが、仮に利ざやの計上を絶対的な目標とせずに、逆ざやの発生を阻止だけを目標としていたなら、金融自由化対策資金の運用実態はかなり異なっていたと思われるのである。実際の運用はそうでなかったため、運用ポートフォリオのリスク度を高めたことは否めず、独立採算制の原則下での元利保証が絶対的経営目標である郵貯資金の運用形態としては、極めて危ういものになっていたように思われる。さらに言えば、この運用形態は、比較的ローリスクながらも元利保証の金融商品にはそぐわない一種の投資信託的運用と見るべきもので、そのような運用を部分的とはいえ全郵貯資金の23%も運用していたのは理解に苦しむところである。

2001年度からは全額自主運用に段階的に移行するため、金融自由化対策資金での運用は名目上廃止され、これまでの運用有価証券は郵貯本体に組み込まれることになるが、後に見るようにその運用の基本は、これまでの自主運用時のものと同じものである。それゆえ、かつての利ざやの確保と同様の基準で運用益の増大を郵貯が目指すならば、内外の債券市場に大きな影響力を与え、金融

市場の不安定化要因となりうることは、否定できないと思われる。

なお、ここでの分析を保留した金融自由化対策資金の一部である郵貯指定単での運用は、これ以上に多くの問題を含んでいる。項を改めて検討したい。

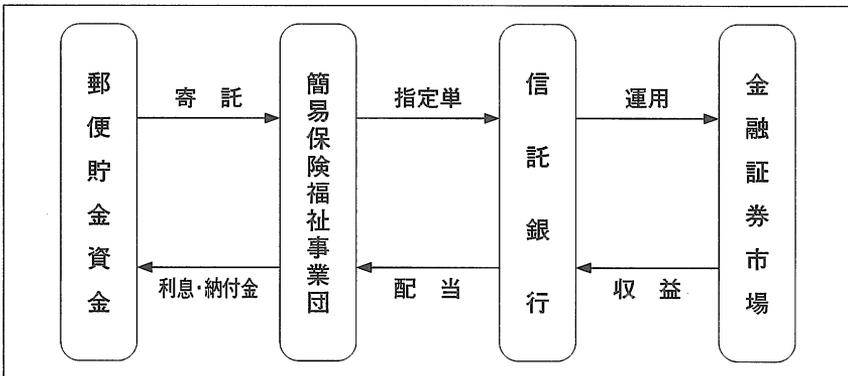
3. 郵貯指定単の運用実態

指定単（＝単独運用指定金銭信託）とは、投資家（委託者）が信託銀行に金銭の信託を行い、これを信託銀行が他の資金と区分して自らの投資判断で株式や債券等に運用し、その成果を配当として投資家（委託者）に還元する金融商品のことである。当然ながら、元本の保証はない。

『郵便貯金2001』によれば、郵貯指定単は、「郵便貯金では直接運用できない株式等の資産を一部組み込むことにより、郵便貯金資金の運用資産全体として、より幅広い商品に分散して運用を行い、長期的に安定的な収益を確保し、預金者の利益の向上を図ることを目的」として、1989年度から実施されている。

図表9が示すように、郵貯指定単は、郵便貯金資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「寄託」し、同事業団が寄託された資金の運用を「指定単」として信託銀行に委託するというものである。また、指定単運用では、その商品性から、株式等を、いつ、どの銘柄を、どれだけ購入

図表9 郵貯指定単の仕組み



資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表10 信託銀行別委託残高（2001年度末）

（単位：億円）

信託銀行名	委託残高	信託銀行名	委託残高
中央三井信託銀行	24,405	シテイトラスト信託銀行	3,995
住友信託銀行	20,940	モルガン信託銀行	3,680
みずほ信託銀行	12,315	ドイチェ信託銀行	3,380
三菱信託銀行	8,086	パークレイズ・グローバル・インベスターズ信託銀行	3,130
大和銀行	7,295	日本信託銀行	3,005
東洋信託銀行	7,090	U B S 信託銀行	2,945
クレディ・スイス信託銀行	5,135	合 計	105,401

資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表11 簡保事業団の郵便貯金運用事業特別勘定の損益の状況

（単位：億円）

	平成8年度	平成9年度	平成10年度	平成11年度	平成12年度
経常収益	3,516	3,694	3,845	4,056	3,912
経常費用	3,150	3,455	3,696	3,898	3,784
当期損益	366	238	148	158	127
累積損益	75	314	462	620	748

資料：総務省『郵便貯金2001』より

するかなどについては、信託銀行の投資判断によって行われるもので、簡保事業団がこれらについて指示できない仕組みになっている⁷⁾。

つまり、株式の運用などは、これについてのノウハウの乏しい郵便貯金が直接やるよりも、民間の金融機関である信託銀行に運用を任せ、郵貯はそのような投資信託的金融商品を購入する受動的立場として、自らを位置付けたのである。

図表4によれば、2000年度末における郵便貯金資金からの簡保事業団への委託残高は、10兆5,401億円で、金融自由化対策資金の18.3%を占めていた。この資金の信託銀行別委託残高は、図表10のとおりである。各信託銀行にどのような基準で資金配分がなされたかは、現時点において公表されていない。

図表11は、郵貯指定単を經理する簡保事業団の郵便貯金運用事業特別勘定の損益の状況を示しており、2000年度決算においては、127億円の当期利益金を計上し、748億円の累積黒字となっている。だが、過去5年間の利益金額は、ほぼ傾向的に減少していることも分かる。また、図表7で寄託金の過去5年間

の運用利回りの動向を見ると、運用利回りの傾向的低下（1996年度5.12%から2000年度3.19%）とともに、常にそれが本来の自主運用（＝自家運用）の外国債の利回りを下回っており、1999年度と2000年度では社債等の利回りを下回り、そのパフォーマンスの悪化が顕著である。

郵貯指定単の運用成績の悪化は、わが国の株式市場の低迷に大きく影響されたものであることは容易に察することができる。しかし、これまで郵貯指定単の運用実態は全く公表されておらず、加えて、この資金がバブル経済崩壊後のわが国政府の株価維持政策（P K O、プライス・キープ・オペレーション）に利用されたことを考えるならば、非常に不透明なものであったと言わざるを得ない。

ところが、それが、2001年7月に初めてその概要が明らかにされ、『郵便貯金2001』にも初めて掲載された。これは、郵貯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5月31日総理大臣決裁、同年6月4日第1回会議）の設立により、その公表を要請されたものである。本懇談会の設立の趣旨には、「郵政三事業の公社化実現後の在り方について、民営化問題を含め具体的に検討を進めるため」と明記されており、これにより、郵貯指定単および簡保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12は、これにより公表された、2000年度末の郵貯指定単の資産別運用状況である。これを見ると、運用資産の構成比が国内債券33.4%、外国債券⁸⁾14.4%、国内株式37.1%、外国株式12.8%という割合で、国内株式の評価損が7,739億円（2001年3月末の日経平均は、約13,000円）、外国株式の評価損が1,424億円、全体で8,528億円の評価損を抱えていたことが分かる。この評価損は全資産残高の8.2%を占め、国内株式の評価損は日経平均株価で約16,200円の水準で解消されるという⁹⁾。

『郵便貯金2001』では、この点に関し、「郵貯本体（金融自由化対策資金）で保有している債券に2兆4,342億円の評価益があり、また、簡保事業団において748億円の準備金、郵便貯金特別会計において8,922億円の積立金があり経

図表12 郵貯指定単運用の資産別運用状況

(単位：億円，%)

区 別	資 産 残 高		時 価		評 価 損 益
		構成比		構成比	
国 内 債 券	35,592	33.8	36,845	38.0	1,253
外 国 債 券	15,217	14.4	14,579	15.0	△638
国 内 株 式	39,152	37.1	31,412	32.4	△7,739
外 国 株 式	13,498	12.8	12,075	12.5	△1,424
短 期 運 用	1,942	1.8	1,961	2.0	20
合 計	105,401	100.0	96,873	100.0	△8,528

注：「外国債券」は外貨建債券で為替評価損益を含んでいる（以下の図表も同じ）。
資料：総務省『郵便貯金2001』より

図表13 簡保事業団運用を含めた自主運用全体の資産別運用状況

(単位：億円，%)

区 別	資 産 残 高		時 価		評 価 損 益
		構成比		構成比	
国 内 債 券	443,805	77.3	471,291	79.8	27,486
外 国 債 券	54,006	9.4	51,476	8.7	△2,529
国 内 株 式	39,152	6.8	31,412	5.3	△7,739
外 国 株 式	13,498	2.3	12,075	2.0	△1,424
短 期 運 用	24,018	4.2	24,038	4.1	20
合 計	574,479	100.0	590,293	100.0	15,814

資料：総務省『郵便貯金2001』より

「営業上も問題はありませぬ」と述べているが、果たしてそう言えるのだろうか。筆者には大いに疑問である。

図表13は、簡保事業団運用を含めた金融自由化対策資金の自主運用全体の資産別運用状況（2000年度末）を総括的に示したものである。これによれば、外国債券、国内株式、外国株式の評価損の総計は1兆1,692億円に上り、国内債券の評価益が2兆7,486億円あるにもかかわらず、全体としての評価益は1兆5,814億円にまで押し下げられ、総資産残高の2.75%を占めるにすぎない。まさに、今後の株式市場、為替相場の動向によっては、経営上の問題となるような明確な火種を抱えていると見るべきであろう。

これに対し、国内債券の資産残高に占める評価益の比率は、6.19%であり、

まさに安全な国内債券のみで金融自由化対策資金が運用されていたなら、経営上まったく問題がなかったはずなのである。

金融自由化対策資金の18.3%がこのようなハイリスク型のポートフォリオ¹⁰⁾で運用する必要性がどこにあるのであろうか。確かに投資理論の中には株式分散投資のインフレヘッジの有効性と長期的には債券を上回る収益性を望めることや、国際分散投資による価格変動リスクのヘッジ機能を説くものもある。だが、少なくともこれまでの郵貯指定単の運用実績は、そのような投資理論を実証できてはいないことも事実である。郵貯指定単での運用は、自家運用以上にハイリスクの投資信託的運用と言わざるをえず、独立採算制の原則下で元利保証が絶対的経営目標の郵貯資金には、全くなじまないものと思われるのである。

4. 2001年度上半期の郵貯資金の運用実態

2001年度の郵貯資金の運用は、旧郵政省が公表した「平成13年度における郵便貯金資金運用計画」¹¹⁾ (2000年12月24日) にもとづいて運用され、2001年度9月末時点での運用状況は、総務省「郵便貯金資金の運用状況について」¹²⁾ (2001年12月22日) として公表された。

まず、図表14とすでに示した図表12とで、2000年度末から2001年9月末の郵貯指定単の運用状況の変化を見てみよう。資産残高は2000年度末の10兆5,401

図表14 郵貯指定単の資産構成及び資産別の時価情報 (2001年9月末)

(単位：億円，%)

	資産残高		時 価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	35,060	33.3	35,611	40.0	551
外国債券	14,843	14.1	13,887	15.6	△956
国内株式	40,920	38.8	25,766	29.0	△15,154
外国株式	14,105	13.4	10,654	12.0	△3,451
短期運用	473	0.4	3,004	3.4	2,531
合 計	105,401	100.0	88,923	100.0	△16,478

注：短期運用の時価には当年度に発生した実現収益分 (2,531億円) を含んでいる。

資料：総務省『郵便貯金資金の運用状況について』(2001年12月22日) より

億円と変わりはないが、資産構成は国内債券が0.5ポイント減少、外国債券が0.3ポイント減少、国内株式が1.7ポイント増加、外国株式が0.6ポイント増加、短期運用が1.4ポイント減少していることが分かる。そして、時価による評価損益の資産別動向は、国内債券の評価益が702億円減少して551億円、外国債券の評価損が318億円増加して956億円、国内株式の評価損が7,414億円増加して1兆5,154億円、外国株式の評価損が2,027億円増加して3,451億円、短期運用が2,511億円増加して2,531億円となっている。全体として、合計の評価損は7,950億円増加して1兆6,478億円にもなっている。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全体の実現収益分2,531億円を含んでおり、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、1兆9,009億円と見ることもでき、非常に危険な状態になっている。

全体の評価損を、かくも巨額なものとした主因は、すでに見たものと同様に、明らかに国内株式の評価損の増大である。これは、2001年3月末時点で13,000円であった日経平均が、一時は小泉内閣の成立による経済構造改革期待もあって14,000円台に上げたものも、国内景気は低迷を続け不況の度合いを増したため、6月以降には再度の日経平均13,000円割れを起こし、以後下げ幅を拡大し、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、9月末時点で9,775円、半年で実に約25%の下落を起こしたためである。これにより、指定単運用の国内株式の時価は、資産残高の約63%にまで下落したのである。すでに見たように、国内株式の評価損は日経平均が約16,200円の水準にならなければ解消されないものであるから、日本経済が不況から脱却してその価格水準に到達するまでにはかなりの時間を要すると思われる。事態は、かなり深刻に受け止めなければならないものである。

外国株式の評価損も資産残高の約24.5%の大きさであり、その投資内容は明らかにされてはいないが、おそらくアメリカの株式が多くを占めていると思われる。2001年3月末から2001年9月末にかけて、NYダウは9,879ドルから8,848ドル、ナスダック指数は1,840から1,499へと、日経平均ほどではないもののいずれも大きく下げており、この評価損の解消もかなりの時間を要するであ

図表15 郵便貯金資金の資産構成及び資産別の時価情報1 (2001年9月末)

(単位：億円，%)

	資産残高		時 価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	479,796	65.4	504,156	66.6	24,361
外国債券	35,949	4.9	34,324	4.5	△1,625
寄託金	105,401	14.4	105,401	13.9	0
短期運用	112,665	15.4	112,665	14.9	0
合計	733,811	100.0	756,546	100.0	22,735

注：財政融資資金預託金を除く。

資料：総務省『郵便貯金資金の運用状況について』（2001年12月22日）より

ろう。この外国株式の評価損の増大は、外国債券の評価損の増加とともに国際分散投資が価格変動リスクのヘッジとして必ずしも機能してはいることを示しているように思われる。指定単運用の開始時期からの詳細な運用データをぜひとも公開してもらいたいものである。

また、国内債券の評価益の減少も、指定単運用全体の評価損の増大に対する寄与度は小さいものの、無視することはできない。それは、図表15に示されている自家運用国内債券の評価益の資産残高に対する比率が5.1%であるのに対し、指定単運用国内債券の評価益の資産残高に対する比率は1.6%しかなく、同じ国内債券といってもその投資内容はかなり異なっているように思われるからである¹³⁾。推測するに、自家運用国内債券は、国債を中心とした利回りは低いもののリスクの小さい安全資産がほとんどであるのに対し、指定単運用国内債券は、比較的利回りの高い社債でかなり運用されているのではないだろうか。そして、そのような社債が多いため、2001年夏以降の景気の悪化とともに社債の価格が下落し、国内債券全体の評価益を大きく減少させたものと考えられるのである。

外国債券の指定単運用と自家運用の関係も、国内債券の運用と類似した傾向が見られる。すなわち、図表15に示されている自家運用外国債券の評価損の資産残高に対する比率が4.5%であるのに対し、指定単運用外国債券の評価損の資産残高に対する比率は6.4%であり、同じ外国債券といってもその投資内容はかなり異なっているのではなかろうか¹⁴⁾。いずれにせよ、この点も含めて、

図表16 郵便貯金資金の資産構成及び資産別の時価情報2 (2001年9月末)

(単位：億円，%)

	資産残高		時 価		評価損益
		構成比		構成比	
国内債券	514,856	70.2	539,767	72.9	24,911
外国債券	50,792	6.9	48,211	6.5	△2,581
国内株式	40,920	5.6	25,766	3.5	△15,154
外国株式	14,105	1.9	10,654	1.4	△3,451
短期運用	113,138	15.4	115,669	15.6	2,531
合計	733,811	100.0	740,068	100.0	6,257

注1：財政融資資金預託金を除く。

注2：寄託金（指定単）の運用資産を各資産に配分したものを。

注3：短期運用の時価には当年度に発生した実現収益分（2,531億円）を含んでいる。

資料：総務省『郵便貯金資金の運用状況について』（2001年12月22日）より

指定単運用の運用実態を明らかにする詳細なデータを公開すべきであろう。

図表16は、指定単運用を含む郵貯資金（財政融資預託金を除く）の資産運用状況を示したものである。全体の評価益は200年度末の1兆5,814億円から急減して6,257億円、資産残高に対する比率は0.85%と、ついに1%を下回っている。2000年度末の資産残高に対する評価益の比率が2.8%であったこと、また、すでに述べたように、短期運用の時価には当年度に発生した指定単運用全体の実現収益分2,531億円を含んでいるから、実際の評価益は3,726億円、資産残高に対する比率は0.51%とも算定しうるので、その危機的状況は明白である。

明らかに、このような危機的状況を招いた主要因は郵貯指定単であり、それに次ぐ要因は、自家運用の外国債券投資である。いずれも郵貯資金を国債利回りよりも有利に運用しようとし、リターンを多少多く求めたがゆえの「予期せぬ」リスクの顕現化である。それはまた、一方では国民から受け入れた郵便貯金の独立採算制の原則下での元利保証を絶対的経営目標としながら、その資金を部分的にせよリスク許容度を越えた投資信託の運用を行ったことの帰結である。郵貯は1990年代以降の金融市場の低迷を例外的なものとして捉えるのではなく、自らの政策判断の過ちを率直に認め、資金運用方針の転換をすべき時期にきているのではなからうか。

このように主張すると、当然予想される郵貯側の反論は、国債を主体とする

安全確実な国内債券での運用のみでは、郵貯資金のほぼ8割を占める定額貯金の商品性の維持したり、各種手数料を無料ないし低額なものにしておくことが困難になるというものであろう。しかし、運用資産のリスク度を上げてまで郵貯利用者に金利面および手数料面での経済的便益を継続的に与えようすること自体が、郵貯を危険な方向に導いているのではなかろうか。郵貯利用者の利益確保は、安全確実な国内債券での運用収益と資金運用以外の経営努力の結果の範囲内で追求すべきであり、その結果、将来的には定額貯金の商品性を見直したり、また郵貯サービス利用者には手数料負担を求めることも必要となろう¹⁵⁾。このことは、郵貯利用者の利益減退として映るであろうが、健全経営の代償としては合理性を持ったものである。また、これを通じて郵貯資金量の縮減（民間金融機関および証券・投資信託等への資金流出）も図ることができるので、郵貯資金が公社債市場に与える潜在的なインパクトも軽減できるのではなかろうか。

5. おわりに

以上見てきたように、金融自由化対策資金運用実態、とりわけ郵貯指定単の運用実態は、独立採算制の原則下での元利保証を絶対的経営目標とする郵貯資金の運用としてはかなり問題があるにも関わらず、2001年度もその基本を継承しながら自主運用を拡大しつづけている。

2001年12月24日に総務省が公表した「平成14年度における郵便貯金資金運用計画」¹⁶⁾を見ても、資金運用の「基本方針」¹⁷⁾は前年度のものと同じであり、図表17の「中長期的観点からの資産構成割合」を示す基本ポートフォリオも前年度と変わっていない。さらに、2001年12月20日に総務省が公表した「郵政事業の公社化に関する研究会 中間報告」¹⁸⁾では、資金の運用対象に関して、「公社において指定単への運用を行うこととともに、委託運用の手法の多様化を検討する」とだけ述べられているにすぎない。だが、本文で見たように、郵貯資金の資産構成の是正、すなわち、郵貯指定単の縮小および将来的な

図表17 郵貯貯金資金の運用資産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%

注1：地方公共団体貸付は、国内債券に含める。
 2：国内株式、外国株式については、全額、委託運用（簡易保険福祉事業団を通じて単独運用指定金銭信託）により運用する。

〈かい離許容幅とリバランス〉
 かい離許容幅は、国内債券+15%～-10%、外国債券及び国内株式+3%～-4%、外国株式+3%～-5%、短期運用±4%とする。
 なお、資産価値の変動等により、各資産の構成割合がかい離許容幅を超えた場合には、かい離許容幅の範囲内まで回復するよう新規の流入資金等により随時リバランスを実施する。

資料：総務省『平成14年度における郵便貯金資金運用計画』（2001年12月24日）より

廃止と、外国債券の縮小と資産内容の健全化は、まさに急務であると考えられるのである。

なお、本稿でさしたる分析ができなかったのは、国内債券の運用実態である。国内債券の売却益の持つ意味はある程度指摘できたが、それが公社債市場、とりわけ国債市場にどのような影響を与えてきたのか、また、今後全額自主運用に向かうにあたって、どのようなマイナスの影響を潜在的に持ちうるのかという点は、かなり重要な問題点であると思われる。

だが、この国内債券の問題も、郵貯資金の運用収益を向上させるために売却益に依存するのか、それとも満期までの保有を原則とする「静かな投資家」として市場への影響を極力抑制するのか、これらのいずれの立場に郵貯が立つかによって大きく評価が異なると予想される。

さらに、仮に筆者が主張するように、郵貯資金が今後縮減する方向に向かったとしても、その縮減のテンポが急速であれば、これも国債市場に悪影響を及ぼすことも考えられる。郵貯資金の縮減に見合った民間金融機関および証券・投資信託等での国債消化、および郵便局での国債の窓口販売の拡大がなければ、政府の国債管理政策はかなり困難なものとなる。

これらの点の検討は、今後の課題としたい。

(2002年1月22日脱稿)

【注】

1) なお、筆者は本課題に関連して、以下の2つの論稿を発表している。

伊藤光雄「金融ビッグバンと郵便貯金」『経済科学論集』（島根大学）第26号、121-146頁、2000年

伊藤光雄「わが国の金融システムと郵便貯金の将来」『経済科学論集』（島根大学）第27号、29-53頁、2001年

この2つの論稿は、郵貯民営化論を批判的に検討するとともに、旧郵政省および総務省郵政事業庁の一層の郵貯拡大路線をも批判的に検討したものである。

また、上記の論稿では取り上げることのできなかった郵貯民営化の提言としては、経団連21世紀政策研究所「[提言] 21世紀に向けた郵政三事業改革 — 郵便局ネットワーク活用のための民営化 — 」<http://www.21ppi.org/japanese/thesis/200012/yusei.pdf> および、

全国銀行協会「我々が考える郵便貯金の将来像 — 『民営化』の実現に向けて — 」

(2001年1月19日) <http://www.zenginkyo.or.jp/news/pdf/yuchoshourazou.pdf>

がある。あわせて参照されたい。

- 2) 資金運用部にいったん預託した郵貯資金の一部を再び資金運用部から借り入れた資金で、これを自主運用することで資金運用部に預託するよりも有利に運用し、その運用益を郵便貯金の商品面・サービス面に還元することを目的として、郵便貯金特別会計の一般勘定とは別に金融自由化対策特別勘定のもとで運用されていた。だが、2001年度的全額自主運用の開始に伴い両勘定は統合され、金融自由化対策資金は廃止された。
- 3) ここでの利ざやばは、総資産利益率にほぼ等しい値で、これが資金運用部預託よりも有利に運用した程度を示している。
- 4) ただし、償還損はその発生をおり込んで投資しているのが普通なので、通常の「損失」とは区別すべきであろう。
- 5) 外国債の運用収入を利子収入のみと仮定すれば、1998年度の運用利回りは5.62%と算出され、0.86ポイント下回る。
- 6) 『郵便貯金2001』では、この点に関して、「外国債については、平成12年度は為替リスクに配慮し、慎重運用を基本として運用を行いました」と述べており、前年度の巨額の評価損の発生をかなり深刻に受け止めていたように推察される。
- 7) 簡易保険も同様に簡保事業団を通じての指定単運用を行っており、2000年度末の運用残高は16兆3,011億円と郵貯指定単を上回っている（『簡易保険2001』より）。
- 8) 「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。注意されたい。
- 9) 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/20010807md01.htm> 参照。
- 10) 実際に資金運用を行っている信託銀行は、当初、ミドルリスクのポートフォリオを組んだつもりであるかもしれないが、リスク許容度の低い郵貯資金にとっては、結果的にかなり「ハイリスク」のものになっているので、本文のように表現した。
- 11) <http://www.yusei.go.jp/pressrelease/japanese/kawase/001224j301.html> 参照。
- 12) <http://www.yusei.go.jp/pressrelease/japanese/kawase/011222j301.html> 参照。
- 13) 2000年3月末の国内債券の評価益の資産残高に対する比率は、自家運用が6.4%、指定単運用が3.5%であった。

- 14) 2000年3月末の外国債券の評価損の資産残高に対する比率は、自家運用が4.9%、指定単運用が4.2%であり、2001年度の半期中の指定単運用の悪化が目立つ。
- 15) 特に、定額貯金の商品性、金利設定の見直しは避けることのできない課題であると考えられる。
- 16) <http://www.yusei.go.jp/pressrelease/japanese/kawase/011224j301.html> 参照。
なお、前年度、郵政省「平成13年度における郵便貯金資金運用計画」(2000年12月24日)は、<http://www.yusei.go.jp/pressrelease/japanese/kawase/001224j301.html> 参照。
- 17) 総務省「平成14年度における郵便貯金資金運用計画」の基本方針は、以下のとおりであるが、とりわけ、(3)、(4)、(5)が問題となろう。
- (1) 安全・確実性を重視した運用
郵便貯金事業においては、郵便貯金の元本・利子を確実に支払う必要があることから、郵便貯金資金の運用については、安全・確実性を重視するとともに、公共の利益の確保にも配慮する。
 - (2) A L M (資産・負債総合管理) の実施
郵便貯金の資産・負債それぞれの期間・キャッシュフロー等を適切に管理することにより、郵便貯金の利子、経費等の費用を上回る収益を長期・安定的に確保する。
 - (3) 効率的なポートフォリオ管理
郵便貯金の資産面においても、リスク・リターンの効率化を図ることができるよう、ポートフォリオ管理を適切に実施する。このため、資産、銘柄等において分散投資を実施することにより資産全体のリスクを低減させることとする。
 - (4) 運用方法
安全・確実な運用方法として、国内債券を中心とした運用を実施するとともに、分散投資の観点から株式等の運用を補完的に実施する。
また、国内債券への運用については、取得後、満期まで保有するなど、長期・安定的な運用手法を基本とする。
 - (5) 委託運用
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。
 - (6) 市場への影響に配慮
郵便貯金資金の運用は市場運用を基本とすることから、公的資金として、市場への影響を十分考慮し、市場をかく乱することのないよう配慮する。このため、資金運用に当たっては、各資産の市場規模に配慮するとともに、長期・安定的な運用手法を基本とする。
 - (7) 財政投融资改革に伴う経過措置
財政投融资制度改革の円滑な実現に協力するため、平成13年度以降、7年間については、財政融資資金の既往の貸付けの継続に係る資金繰り等に配慮して、郵便貯金資金の状況等を踏まえ、財投債(国債)を引き受ける。
- 18) <http://www.soumu.go.jp/singi/pdf/0112chukan2.pdf> 参照。