

郵貯・簡保資金と国債市場

— 郵政民営化後を展望して —

Japan Post and Japanese Government Bond Market

伊 藤 光 雄

ITO Mitsuo

1. はじめに

2005年10月14日の参議院本会議において郵政民営化関連6法が可決・成立した。これにより、2003年4月に発足した日本郵政公社は2007年10月から民営に移行し、持株会社「日本郵政会社」のもとで「郵便事業会社」、「郵便局会社」、「郵便貯金銀行」、「郵便保険会社」の4社に分社化され、日本郵政会社は2017年9月末までに郵貯銀行、保険会社の金融2社の全株式を処分し、この2社の完全民営化が実現されることになった。

郵政事業の民営化については、社会的に賛否が大きく分かれていたが、筆者がその議論の中で、最も重要な論点の1つととらえているのが、約330兆円にもおよぶ、非常に巨額な郵貯・簡保資金の運用の問題である（この論点は残念ながら、ほとんど議論らしい議論はなされなかったが）。すなわち、現在この巨額の郵貯・簡保資金の大部分は国債で運用されており、その保有額は全国債残高の4分の1をしめているが、「資金の流れを官から民へ」のスローガンのもとになされる郵政民営化が、はたして国債市場にいかなる影響をおよぼす可能性が

あるのかという問題、また単に郵政事業を民営化することで本当に資金の流れが官から民へと変化するのかという問題である。

本稿は、この問題を、民営化以前の現状との対比において迫ることを目的としている。本稿における考察の順序としては、まず現在の日本の財政危機の状況と日本国債の保有構造の特徴およびそこでの郵貯・簡保資金の位置づけを明らかにするとともに、2001年3月以降とられている日本銀行の量的緩和政策によってもたらされた日本国債の消化構造の特異性を明らかにする。次いで、過去2年間（2003年4月～2005年3月）の郵政公社のもとでの郵貯・簡保資金の運用実態を分析することで、「公的機関」としての郵貯・簡保が国債流通市場の安定化に果たしてきた役割を明らかにするとともに、国債管理政策にとって郵貯・簡保の存在は不可欠ともいふべき存在であったことも明らかにする。その後、民営化後（2007年10月から10年間の移行期）の郵貯・郵保資金の運用の枠組みを郵政民営化関連法にもとづき検討するとともに、その枠組みのもとでおこなわれる郵貯・郵保資金の運用の問題点を摘出するものである。

2. 日本の財政危機と日本国債の保有構造

まず最初に、日本の財政危機の現状をいくつかの指標で確認しておこう。図表1は一般政府¹⁾の債務残高の国際比較（対名目GDP比）である。1991年時点で日本は64.8%と先進7カ国のうちで中位に位置していたが、バブル崩壊による収収不足と景気対策のために国債が大量に増発された結果1997年には100%を超え、その後も不況の深化とデフレの進行により2005年には実に158.9%と先進7カ国のうちで最悪の状態（ワースト2のイタリアが125.4%で、これより30%ポイント以上高い状態）となっている。

図表2は国および地方の長期債務残高の推移をみたものであるが、1994年度末で368兆円あった長期債務残高が10年後の2004年度末で740兆円と倍増し、2005年度末の財務省の見込み額では774兆円、対GDP比151.2%となっている。

次いで、図表3と図表4は歳入（一般会計）構成の推移（2001～2005年度）お

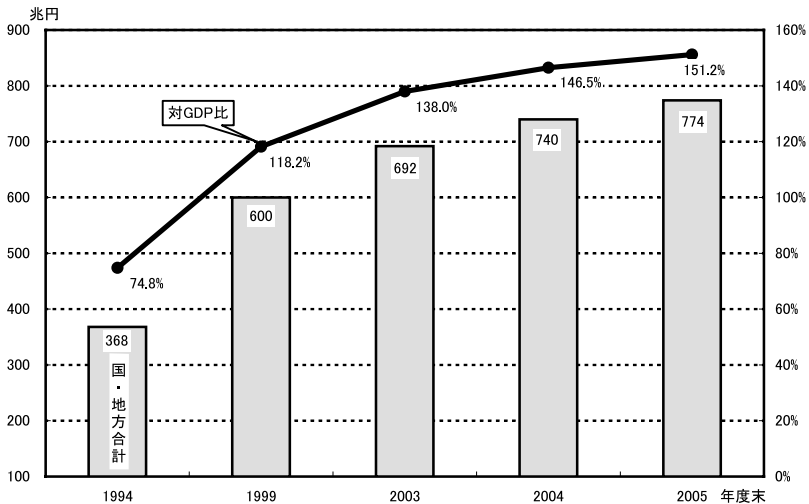
図表1 一般政府の債務残高の国際比較（対名目GDP比）

（単位：%）

年	日本	アメリカ	イギリス	ドイツ	フランス	イタリア	カナダ
1991	64.8	71.3	33.6	37.9	39.7	—	82.1
1992	68.6	73.7	39.8	41.0	43.9	—	89.9
1993	74.7	75.4	49.6	46.3	51.0	—	96.9
1994	79.7	74.6	47.8	46.7	60.2	—	98.2
1995	87.0	74.2	52.7	55.8	62.6	125.5	100.8
1996	93.8	73.4	52.5	58.9	66.3	131.3	100.3
1997	100.3	70.9	53.2	60.4	68.4	133.3	96.2
1998	112.1	67.7	53.7	62.2	69.9	135.0	93.9
1999	125.7	64.1	48.7	60.8	66.5	129.5	91.2
2000	134.0	58.1	45.7	59.9	65.2	124.9	82.7
2001	142.3	58.0	41.1	59.3	63.8	124.5	82.9
2002	149.4	60.3	41.3	61.6	66.6	123.5	80.5
2003	154.0	63.4	41.9	64.6	71.7	121.4	75.7
2004	156.3	64.0	44.2	67.9	74.7	123.0	72.2
2005	158.9	63.8	46.8	69.9	76.7	125.4	69.3
2006	160.5	64.6	49.1	71.4	77.5	126.8	64.6

資料：OECD Economic Outlook 78号（2005年12月）より。

図表2 国および地方の長期債務残高の推移



注：このほか2005年度末の財政融資資金特別会計国債残高は142兆円。
資料：財務省「日本の財政を考える」より。

図表3 歳入（一般会計）構成の推移

(単位：億円、%)

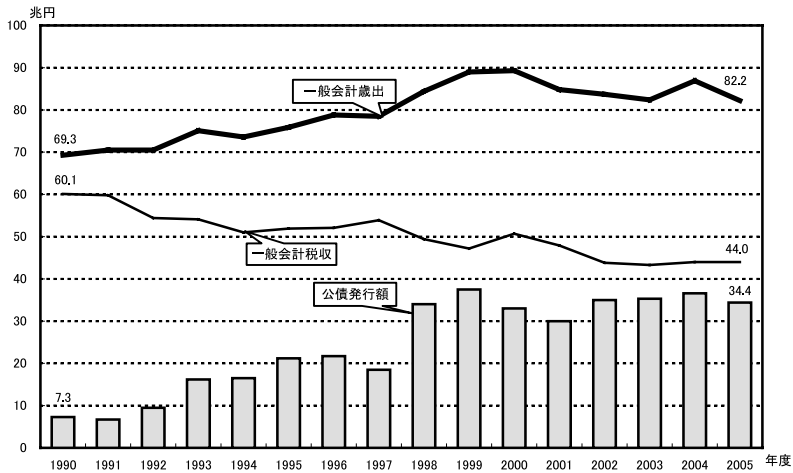
区 分	2001		2002		2003		2004		2005	
		00→01 伸 率		01→02 伸 率		02→03 伸 率		03→04 伸 率	予算	04→05 伸 率
税 収	479,481 (55.2)	-5.5	438,332 (50.2)	-8.6	432,824 (50.6)	-1.3	455,890 (51.3)	5.3	440,070 (53.5)	-3.5
その他収入	89,544 (10.3)	-7.2	84,878 (9.7)	-5.2	69,955 (8.2)	-17.6	78,184 (8.8)	11.8	37,859 (4.6)	-51.6
公債金収入	300,000 (34.5)	-9.1	349,679 (40.1)	16.6	353,449 (41.3)	1.1	354,899 (39.9)	0.4	343,900 (41.8)	-3.1
合 計	869,030 (100.0)	-6.9	872,890 (100.0)	0.0	856,228 (100.0)	-1.9	888,975 (100.0)	3.8	821,829 (100.0)	-7.6

注1：（ ）内は構成比。

注2：2004年度以前は決算額、2005年度は予算額。

資料：財務省より。

図表4 一般会計における歳入歳出の状況



資料：財務省より。

よび一般会計における歳入歳出の状況（1990～2005年度）を示している。歳入にしめる公債金収入は2002年度以降約4割で、公債発行額も1998年以後は毎年30兆円以上となっており、深刻な借金依存財政の状況がはっきりとみとれる。

では、このような日本の膨大な借金をファイナンスしたのはどのような経済主体であろうか。図表5は2000年3月末から2005年3月末までの日本国債の保有者別内訳の推移をみたものであり、図表6は2005年3月末時点の主体別国債保有状況（構成比）を円グラフで示したものである。国債残高は2000年3月末から2005年3月末までの5年間に366.7兆円から642.5兆円と1.75倍に増えたが、この間の郵貯・簡保の合計保有割合は15%から24.8%、絶対額では54.9兆円から159.4兆円と実に104.5兆円も保有額を増している。特に郵貯は28.5兆円（7.8%）から105.0兆円（16.3%）と76.5兆円（8.5%ポイント）も保有額を増やしており、2005年3月末には最大の国債保有主体になっている。

日本の国債保有構造の特色は、政府部門（日本銀行を除く）の保有が約4割と高く、これに日本銀行保有分を加えれば過半を超え（2005年3月末時点で55.5%）、これに対し海外部門（同4.3%）、家計部門（同3.3%）の保有が非常に

図表5 国債の保有者別内訳

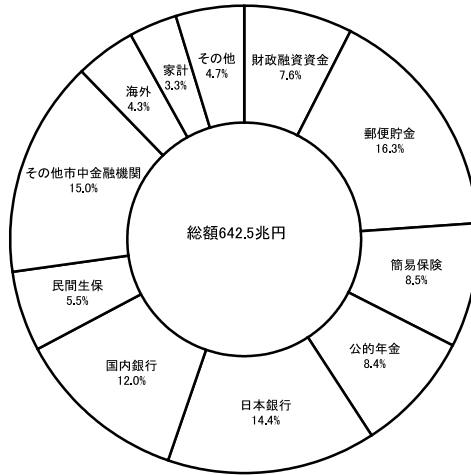
(単位：億円)

保有者	2000年3月末		2001年3月末		2002年3月末		2003年3月末		2004年3月末		2005年3月末	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	(速報値)	割合
政府等	1,467,114	40.0%	1,446,853	35.4%	1,920,467	40.9%	2,251,308	41.8%	2,337,243	41.0%	2,638,332	41.1%
財政融資資金	798,979	21.8%	772,659	18.9%	709,136	15.1%	657,276	12.2%	535,046	9.4%	487,909	7.6%
郵便貯金	284,630	7.8%	262,151	6.4%	541,214	11.5%	756,964	14.1%	843,893	14.8%	1,050,044	16.3%
簡易保険	264,780	7.2%	295,439	7.2%	397,582	8.5%	506,051	9.4%	523,048	9.2%	543,649	8.5%
公的年金	104,489	2.8%	102,493	2.5%	260,058	5.5%	317,417	5.9%	421,531	7.4%	536,649	8.4%
日本銀行	435,451	11.9%	476,241	11.6%	700,495	14.9%	810,598	15.0%	854,699	15.0%	924,419	14.4%
市中金融機関	1,323,733	36.1%	1,580,065	38.6%	1,539,186	32.8%	1,745,059	32.4%	1,956,205	34.3%	2,090,952	32.5%
国内銀行	501,547	13.7%	637,724	15.6%	542,718	11.6%	627,415	11.6%	752,066	13.2%	772,753	12.0%
民間生保	205,911	5.6%	216,803	5.3%	240,582	5.1%	277,290	5.1%	283,840	5.0%	355,302	5.5%
民間損保	11,271	0.3%	12,668	0.3%	17,047	0.4%	26,835	0.5%	32,278	0.6%	30,080	0.5%
証券投資信託	96,431	2.6%	119,960	2.9%	85,804	1.8%	89,383	1.7%	86,369	1.5%	74,015	1.2%
海外	186,822	5.1%	244,941	6.0%	167,002	3.6%	182,799	3.4%	201,759	3.5%	274,093	4.3%
証券会社	14,946	0.4%	71,552	1.7%	86,162	1.8%	116,517	2.2%	49,858	0.9%	123,400	1.9%
家計	66,294	1.8%	101,398	2.5%	123,808	2.6%	126,825	2.4%	145,368	2.6%	213,738	3.3%
対家計民間非営利団体	71,513	2.0%	36,555	0.9%	55,994	1.2%	51,200	1.0%	60,634	1.1%	75,558	1.2%
非金融法人企業	4,475	0.1%	12,164	0.3%	13,136	0.3%	13,246	0.2%	7,209	0.1%	10,162	0.2%
合計	3,666,779	100.0%	4,089,729	100.0%	4,692,054	100.0%	5,386,935	100.0%	5,699,344	100.0%	6,424,669	100.0%

注：財政融資資金は、2001年3月末までは資金運用部。

資料：日本銀行「資金循環統計」より。

図表6 主体別国債保有状況（構成比：2005年3月末）



資料：図表5より。

図表7 主要国の国債の保有者別内訳

	政府		中央銀行		金融機関		海外		個人		その他		合計
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	
日本（兆円） （2005年3月末）	264	41.1%	92	14.4%	229	35.6%	27	4.3%	21	3.3%	9	1.3%	642
アメリカ（億ドル） （2005年3月末）	6,136	13.5%	7,173	15.8%	6,449	14.2%	19,496	43.0%	5,152	11.4%	946	2.1%	45,354
イギリス（億ポンド） （2004年12月末）	6	0.2%	183	5.6%	2,299	69.8%	578	17.5%	193	5.9%	35	1.1%	3,294
ドイツ（億ユーロ） （2004年12月末）	5	0.0%	44	0.3%	5,426	38.0%	5,816	40.7%			3,010	21.1%	14,301
フランス（億ユーロ） （2004年12月末）	182	1.2%	8	0.1%	10,248	66.4%	4,526	29.3%	405	2.6%	73	0.5%	15,444

注：ドイツは、「個人」と「その他」の合計値。

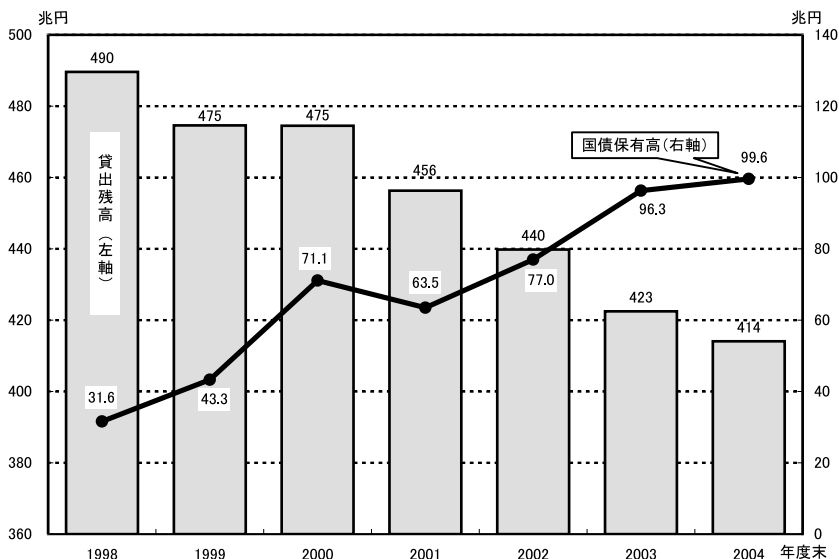
資料：『債務管理レポート2005』より。

少ないことである。このことは図表7の主要国の国債の保有者別内訳をみてもはっきりしている。国ごとに国債保有構造は多様であるが、それでも日本の政府部門の保有割合の大きさは抜きん出ており、これに郵貯・簡保の保有が大きく寄与していることは明らかである。郵政民営化によって「資金の流れを官から民へ」変えんとするならば、郵貯・簡保の国債保有を大幅に縮減しなければなら

らないが、国債の総残高は今後10年を展望しても減少することはまず望めない
ので、政府部門と日本銀行以外の経済主体が郵貯・簡保の肩代わりをすることが
条件となる。はたしてそのような条件が満たされるのか、このことが大きな
論点として浮かび上がってこよう。

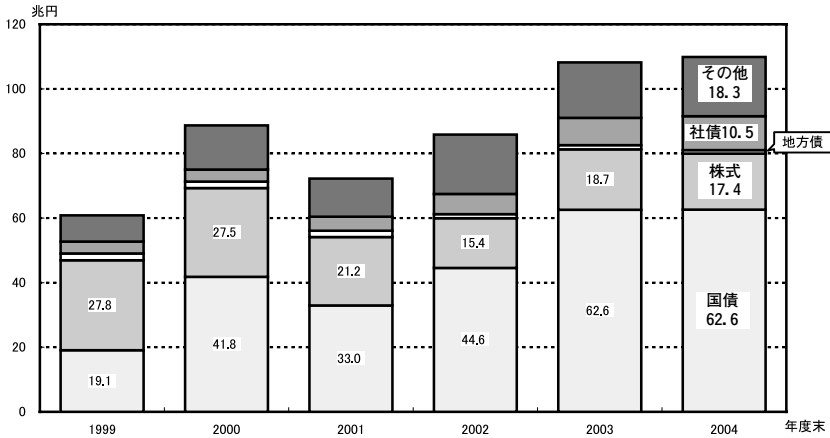
ところで、図表5では構成比がやや低下しているのであまり目立たないが、
市中金融機関とくに国内銀行の国債保有増も見落としてはならないものである。
図表8は全国銀行協会の「全国銀行総合財務諸表」によって1998年度末から2004
年度末までの全国銀行の国債保有高および貸出残高の推移をみたものであるが、
この6年間に貸出残高は490兆円から414兆円へと76兆円減少させているのに対し、
国債保有高は31.6兆円から99.6兆円へと68兆円増加させている。図表9は1999年
度末から2004年度末までの都市銀行の投資有価証券残高の推移をみたものであ
るが、株式は27.8兆円から17.4兆円へと10.4兆円減少させているのに対し²⁾、国
債は19.1兆円から62.6兆円へと43.5兆円増加させている。図表8で同じ期間の全

図表8 全国銀行の国債保有高および貸出残高の推移



資料：全国銀行協会「全国銀行総合財務諸表（業態別）」各年度より。

図表9 都市銀行の投資有価証券残高の推移



資料：全国銀行協会「全国銀行総合財務諸表(業態別)」各年度より。

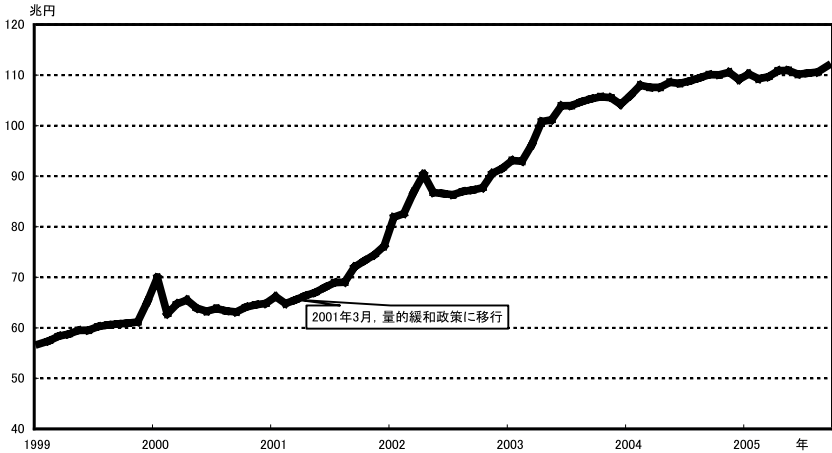
国銀行の国債保有増を計算すると56.3兆円であるから、銀行全体の国債保有増の実に77.3%が都市銀行のものであることがわかる。

このことの意味するところは、民間金融機関とりわけ都市銀行がこの期間に国債保有を積極的に増大させ、まさに資金を民（貸出、株式保有等）から官（国債）に流し続けたということである。今後、日本経済の景気回復が進行すれば、民間金融機関は国債保有を減らし、資金を貸出等に向けることが予想される。では、民間金融機関が保有を減らした分の国債をどの経済主体が肩代わりするのか、このことも重要な論点の1つとなろう。

以上、日本国債は2005年3月末時点で政府部門（41.1%、うち郵貯・簡保24.8%）、日本銀行（14.4%）、民間金融機関（35.6%）と、この3部門で全体の91.1%が保有されているわけであるが、このような国債保有構造（＝国債の消化構造）を支えたのは一体何だったのか。

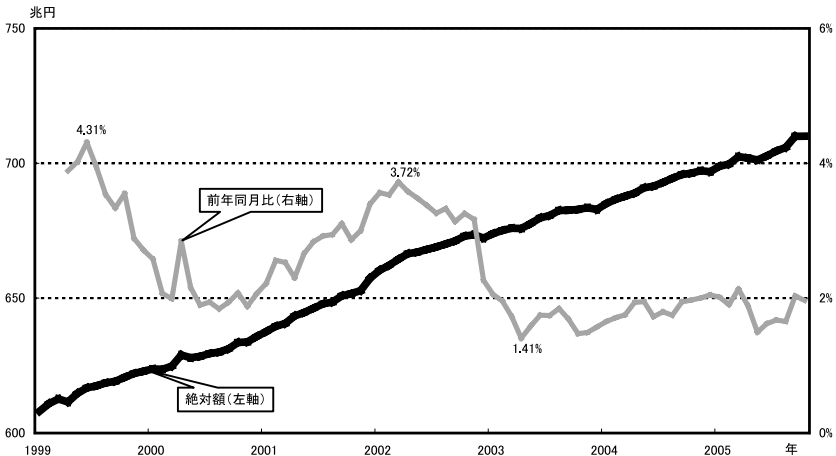
図表10は1999年以降のマネタリーベース（現金通貨＋日銀当座預金）の推移を示している。日本銀行は2001年3月、金融市場を調節する直接の目標をこれまでの短期市場金利から日銀当座預金残高そのものに変更するとともに（量的

図表10 マネタリーベースの推移



注: マネタリーベースは、現金通貨+日銀当座預金。
資料: 日本銀行より。

図表11 マネーサプライ (M2+CD) の推移



資料: 日本銀行より。

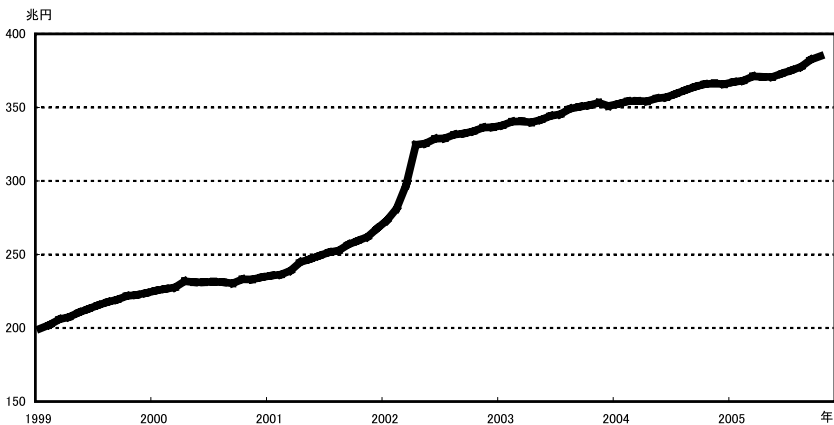
緩和政策への移行)、この新しい金融市場調節方式を消費者物価指数の前年比が安定的にゼロ%以上になるまで継続することを決定した。日銀当座預金残高の目標は当初の5兆円から次第に引き上げられ、2004年1月には30兆円~35兆円と

なり2005年末にいたっている。

図表11はマネーサプライの代表的指標である（M2+CD）の推移をみたものである。量的緩和政策によってマネタリーベースが急増したにもかかわらず、マネーサプライ（M2+CD）の前年同月比の伸びは2002年3月に3.72%まで上昇するが、その後2003年4月には1.41%まで低下した後2%をあまり超えることはなく伸び悩んでいるのがわかる。非常時の手段ともいうべき量的緩和政策をおこなったにもかかわらず、この間デフレ基調は継続し、マネーサプライ（M2+CD）が思ったように伸びなかったのは何ゆえであろうか。

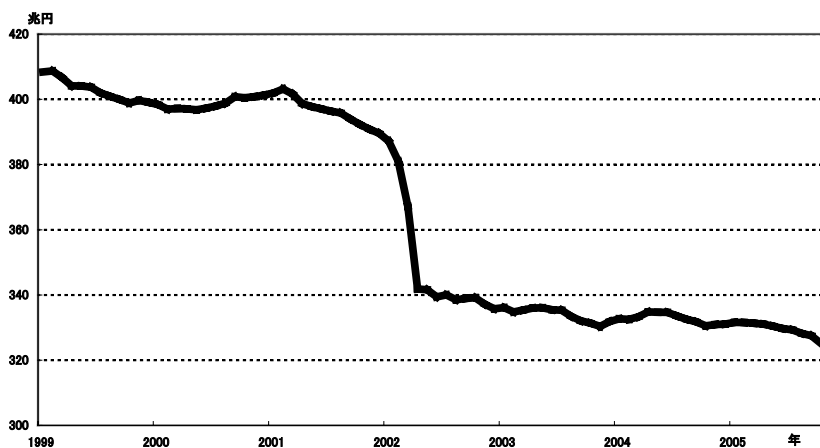
その答えは、図表12のマネーサプライ（M1）の推移と、図表13のマネーサプライ〔（M2+CD）-M1=定期預金+CD〕の推移によってみてとることができる。マネーサプライM1（現金+預金通貨）は通常は取引需要にもとづく保有が多く、その増加は名目GDPの伸びと平行な関係があり、過剰流動性が発生すればインフレを引き起こすとされているが、図表12にみられる期間はマネー（M1）と物価の関係が断ち切られ、現金と預金通貨（決済性預金）がデフレ下での金融不安およびペイオフ対策で取引需要ではなく資産需要にもとづくと思われる保有が急増している。逆に図表13では定期預金とCDの急減が顕著である

図表12 マネーサプライ（M1）の推移



資料：日本銀行より。

図表13 マネーサプライ [(M2+CD) - M1 = 定期預金+CD] の推移



資料:日本銀行より。

が、CDはこの間ほとんど変化していないことからこの急減は定期預金のものである³⁾。量的緩和政策による超低金利で定期預金による利殖がほとんど望めず、かつデフレ下の金融不安、ペイオフ対策で定期預金が決済性預金と現金保有に置き換わっている姿が明瞭に示されている。

つまり、日本銀行の量的緩和政策は、デフレの深化をある程度くい止めたとはいえ、景気回復によるデフレ脱却に直接的な寄与をしたとは評価できないものだったのである。その直接的な効果はゼロ金利と過剰流動性の供給によってM1の預金通貨部分（そして定期預金＝準通貨の一部）を国債購入に向かわせ、通貨（M1）の流通速度を著しく低下させたにすぎないのである。

だが、このことは日本政府の財政赤字を低利かつ安定的にファイナンスできたことという点では決定的に重要であった。他国に例をみない財政赤字の規模とそれにもとづく国債の大量発行（借換え債も含む）とその安定消化を実現しえたのは、その目的がそこにあったかどうかは別にして、日本銀行の量的緩和政策があったからこそということができよう。

3. 郵政公社での郵貯・簡保資金の運用実態

2003年4月に総務省郵政事業庁を改組して設立された郵政公社は、2005年3月末に2年目の決算を終えた。設立後、2007年3月末までの4年間の第1次中期経営計画のちょうど半分を終え、後半の2年間の行動計画、「アクションプラン・フェーズ2」を策定し、2005年度後半である現在もその行動計画を遂行中である。

郵政公社のディスクロージャー誌『郵政公社2005』および図表14により郵政公社の経営成績をみると、2004年度の経常収益および経常利益は前年度を下回る結果となった。具体的には、経常収益については、郵便業務収益で1兆8,905億円、郵便貯金業務収益で4兆950億円、簡易生命保険業務収益で1兆6,476億円⁴⁾を計上し、公社全体では前年度24兆6,023億円に対し3兆9,690億円減の20兆6,333億円となった。一方、経常費用については、公社全体では前年度22兆534億円に対し3兆3,032億円減の18兆7,502億円となった。その結果、経常利益は前年度2

図表14 郵政公社の経営成績

(単位：億円)

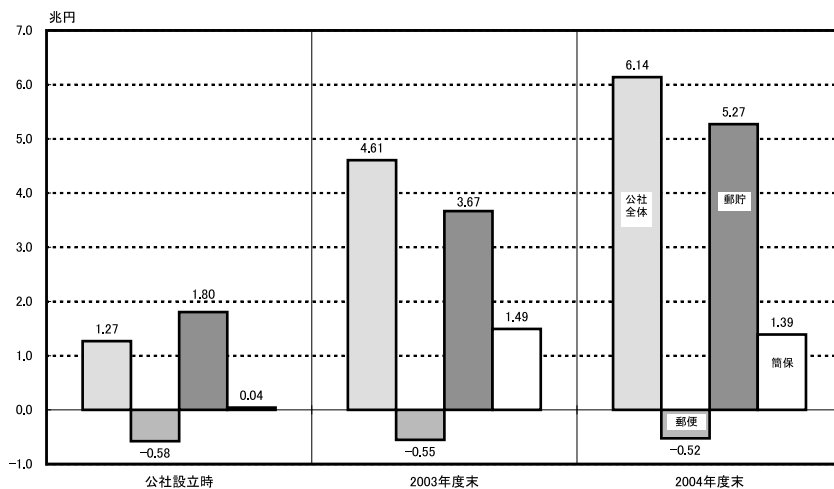
		公社全体	郵便業務	郵便貯金業務	簡易生命保険業務
経常収益	2004年度	(-39,690) 206,333	(-392) 19,329	(-17,724) 40,989	(-21,927) 146,650
	2003年度	246,023	19,722	58,714	168,577
経常費用	2004年度	(-33,032) 187,502	(-199) 19,067	(-7,525) 28,754	(-25,934) 140,317
	2003年度	220,534	19,267	36,006	166,252
経常利益	2004年度	(-6,657) 18,830	(-193) 262	(-10,472) 12,235	(4,007) 6,333
	2003年度	25,488	455	22,707	2,325
当期純利益	2004年度	(-10,639) 12,378	(20) 283	(-10,659) 12,095	(注2) - -
	2003年度	23,018	263	22,755	-

注1：「2004年度」欄の上段の()は、対前年度増減額。

注2：簡易生命保険業務における内部留保（価格変動準備金および危険準備金）積増額は5,517億円（2003年度内部留保（価格変動準備金）積増額41億円）。

資料：『郵政公社2005』より。

図表15 郵政公社の資本額の推移



資料:『日本郵政公社2005』より。

兆5,488億円に対し6,657億円減の1兆8,830億円となった。2004年度の公社全体の当期純利益は前年度2兆3,018億円に対し1兆639億円減の1兆2,378億円となった。なお、当期純利益が前年度に比べ1兆639億円減少しているが、この主な原因は、郵便貯金業務の「金銭の信託」運用益（主たるは、国内外の株式での運用益）が2003年度の1兆1,586億円から2004年度は1,434億円に大きく減少したことによるものである⁵⁾。

この結果、図表15にみられるように郵政公社の資本総額は、前年度4兆6,075億円に対して1兆5,317億円増の6兆1,392億円になった⁶⁾。郵政公社の第1次中期経営計画では2007年度末に資本金4兆7,000億円になるという計画であったので、その水準が2004年度末の2年間で超過達成されたことになる。これにより、郵政公社の自己資本比率は前年度末の1.1%から1.6%に向上した。

図表16は、郵貯資金の運用状況を示している。公社設立後の2年間で、運用額合計が232.6兆円から214.0兆円へと18.6兆円減少しており、この減少分のほとんどは、財政融資資金預託金の減少分50.1兆円（129.4兆円→79.3兆円）と国債

図表16 郵貯資金の運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2004年3月末		2004年3月末		2005年3月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
有価証券	918,131	39.5	1,058,964	46.6	1,265,403	59.1
国債	731,235	31.4	860,091	37.8	1,066,221	49.8
地方債	94,386	4.1	94,834	4.2	93,181	4.4
社債等	58,544	2.5	69,025	3.0	74,861	3.5
うち公庫公団債等	28,661	1.2	38,370	1.7	46,306	2.2
外国債	33,966	1.5	35,011	1.5	31,139	1.5
金銭の信託	79,913	3.4	37,760	1.7	33,880	1.6
貸付金	17,743	0.8	27,861	1.2	37,084	1.7
地方公共団体	11,362	0.5	20,411	0.9	29,472	1.4
預金者	6,381	0.3	5,760	0.3	4,821	0.2
郵便業務への融通	—	—	1,690	0.1	2,790	0.1
預金等	16,609	0.7	22,195	1.0	11,178	0.5
自主運用計	1,032,396	44.4	1,146,782	50.4	1,347,546	63.0
財政融資資金預託金	1,293,700	55.6	1,127,200	49.6	792,700	37.0
合計	2,326,069	100.0	2,273,982	100.0	2,140,246	100.0

注：財政融資資金預託金は、旧金融自由化対策資金借入金見合いの預託金を除く。

資料：『郵便貯金2004』、『郵便貯金2005』より。

図表17 簡保資金の運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2004年3月末		2004年3月末		2005年3月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
有価証券	813,860	67.2	816,707	67.9	847,312	70.7
国債	479,920	39.6	514,026	42.8	575,292	48.0
地方債	75,406	6.2	71,881	6.0	65,220	5.4
社債等	241,693	20.0	214,851	17.9	191,194	15.9
うち公庫公団債等	205,330	17.0	183,704	15.3	160,956	13.4
外国債	16,841	1.4	15,950	1.3	15,605	1.3
金銭の信託	99,390	8.2	117,189	9.7	89,300	7.4
貸付金	255,348	21.1	247,553	20.6	238,985	19.9
地方公共団体	184,641	15.3	191,166	15.9	193,645	16.1
公庫公団等	44,468	3.7	32,536	2.7	22,213	1.9
保険契約者	24,060	2.0	21,926	1.8	21,433	1.8
郵便業務への融通	2,179	0.2	1,926	0.2	1,693	0.1
預金等	41,847	3.5	20,520	1.7	23,551	2.0
合計	1,210,446	100.0	1,201,969	100.0	1,199,150	100.0

資料：『簡易保険2005』より。

の増加分33.5兆円（73.1兆円→106.6兆円）とが対応している。すなわち、郵便貯金が減少する中、2001年度から開始された財投改革により郵貯が預託している財政融資資金預託金は2007年度末までに全額回収される予定であることから、「経過措置」として国債の一種である財投債を郵貯が引き受ける（2003年度10.0兆円、2004年度19.7兆円、計29.7兆円⁷⁾）とともに、市場でも国債を購入した結果である。郵貯の運用額合計にしめる「国債+財政融資資金預託金」の割合は、公社設立時87.0%、2003年度末87.4%、2004年度末86.8%とかなり安定的に推移しており、今後の2年間もほぼこの割合で財政融資資金預託金が国債に置き換えられていくものと思われる。また、郵貯の「官への資金ルート」を「国債+財政融資資金預託金+地方債+公庫公団+地方公共団体貸付金」とみるならば、2004年度末で運用額合計の94.8%（公社成立時92.8%）をしめている。

図表17は、簡保資金の運用状況である。公社設立後の2年間で、運用額合計が121.0兆円から119.9兆円へと1.1兆円減少しているが、国債はこの間9.5兆円（48.0兆円→57.5兆円）増加している。国債の運用額合計にしめる構成比も39.6%から48.0%へと増大している。簡保は保険料という長期の資金を受け入れて「全額自主運用」⁸⁾しているため、郵貯の「国債+財政融資資金預託金」の割合ほど国債での運用比率は高くないが、郵貯に比べ公庫公団債および地方公共団体貸付金の割合が高いのが特徴である。簡保の「官への資金ルート」を「国債+地方債+公庫公団債+地方公共団体貸付金+公庫公団等貸付金」とみるならば、2004年度末で運用額合計の84.8%（公社成立時81.8%）をしめている。また、郵貯に比べ「金銭の信託」の比率が高い（2004年度末で、郵貯1.5%、簡保7.4%）のも簡保資金運用の特徴といえる。

図表18は、郵貯資金の運用収益（利息収入）と運用利回りを示している。両年度とも比較的高い運用利回りを上げているのは、外国債と財政融資資金預託金、次いで地方債である。国債は0.6%以下の利回りで、2004年度末の運用資産額合計の50%をしめるにもかかわらず、利息収入6,100億円は全体の16%にすぎない。財政融資資金預託金と国債の利回りの格差が大きいのは、財政融資資金

図表18 郵貯資金の運用収益（利息収入）と運用利回り

(単位：億円、%)

区 分	2003年度		2004年度	
	利息収入	運用利回り	利息収入	運用利回り
有 価 証 券	8,578	0.81	9,695	0.78
国 債	4,802	0.56	6,100	0.59
地 方 債	2,095	2.23	1,921	2.04
社 債 等	662	1.01	648	0.88
外 国 債	1,019	2.83	1,026	3.00
貸 付 金	186	0.78	312	0.93
財政融資資金預託金	37,125	2.25	28,219	2.08
合 計	45,894	1.65	38,230	1.42

注1：運用区分は主要なもののみで、合計とは一致しない。

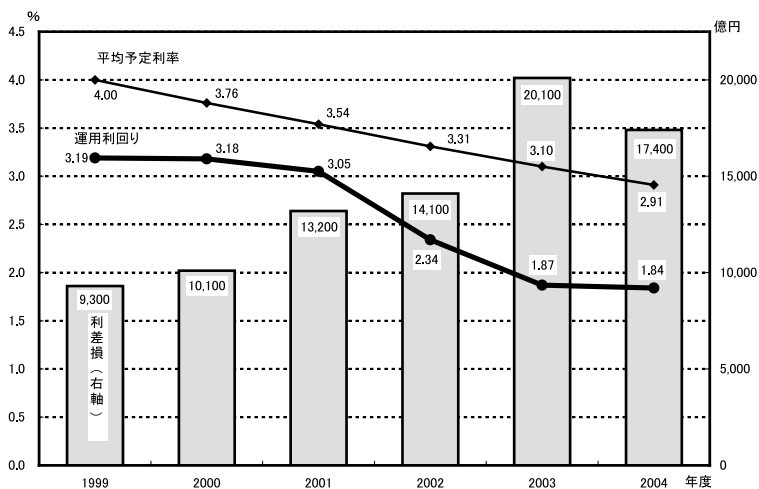
注2：運用利回りから資金調達利回りを差し引いた資金利ざやは、2003年度が0.75%、2004年度が0.72%だった。

資料：『郵便貯金2005』より。

預託金が過去に預託された金利水準（7年の預託金金利は10年国債金利+0.2%）であるのに対し、国債は財投債引受のように近年運用された超低金利のものを多く含んでいるからである。すでにみたように、国債金利+0.2%という高い運用利回りが約束されている財政融資資金預託金は漸次減少し国債に置き換えられていくが、そうなれば、郵貯資金全体の運用利回りは国債利回りの水準に今以上に大きく依存し、利ざや（2003年度0.75%、2004年度0.72%）も低下せざるをえない。このことは、民営化された郵貯銀行のビジネスモデルを考える上でかなり大きな論点となる。

次いで図表19は、簡保資金の平均予定利率と運用利回り、利差損の推移を示している。過去6年間、低金利の継続の影響などを受け、運用利回りは平均予定利率を大きく下回り、その結果、巨額の利差損を計上しつづけている。2004年度決算では死差益が約7,800億円、費差益が約7,300億円、利差損が約1兆7,400億円だった。三利源合計は前年度からマイナスになっているが、2004年度は、前年度のマイナス4,498億円から2,258億円改善し2,239億円のマイナスとなった。一方、追加責任準備金から4,302億円（前年度1,799億円）の戻入があったこと、株式市場が底堅く推移したことによるキャピタル益4,574億円（前年度5,024億円）の計上があったことなどにより、処分可能額として6,790億円（前年度1,699億円）

図表19 簡保資金の平均予定利率と運用利回り、利差損



資料：『簡易保険2004』、『簡易保険2005』より。

を計上した。これを契約者配当準備金繰入額1,273億円（前年度1,657億円）のほか、すでにみたように内部留保（価格変動準備金及び危険準備金）に5,517億円積み増したのである⁹⁾。つまり、2004年度の簡易保険の一見すると好調な業績も、保険契約の減少により不要となった追加責任準備金の取り崩しと、金銭の信託という外部委託運用によるキャピタル益によって支えられており、このままでは株式市場たよりの経営業績とならざるをえないことになる。民営化後の郵便保険会社も、新たなビジネスモデルの構築が求められることとなろう。

図表20は、郵貯と三井住友銀行の保有目的別有価証券の貸借対照表価額とその構成比である。まず、郵貯の満期保有目的債券の額と構成比だが、2003年度末76.8兆円（70.4%）から102.2兆円（77.1%）と額、構成比ともに大きく増大しており、その増分25.4兆円のほとんどが満期保有目的の国債の増分24.8兆円でカバーされている。その他有価証券の分類で保有されている国債はこの間1.4兆円減少させており、バイ・アンド・ホールドでの運用の比重が一層高まっていることがわかる。一方、三井住友銀行は、郵貯にはない売買目的有価証券を保

図表20 郵貯と三井住友銀行の保有目的別有価証券

(単位：億円、%)

	有価証券の分類	貸借対照表価額 (2003年度末)		貸借対照表価額 (2004年度末)	
			構成比		構成比
郵 貯	売買目的有価証券	0	0.0	0	0.0
	満期保有目的の債券	768,396	70.4	1,022,185	77.1
	うち国債	638,679	58.5	886,551	66.9
	その他有価証券	323,209	29.6	303,449	22.9
	うち国債	254,054	23.3	240,054	18.1
	合計	1,091,605	100.0	1,325,634	100.0
三井住友	売買目的有価証券	11,707	4.6	13,260	6.0
	満期保有目的の債券	5,257	2.1	5,362	2.4
	うち国債	5,095	2.0	5,073	2.3
	その他有価証券	237,347	93.3	201,569	91.5
	うち国債	139,395	54.8	131,292	59.6
	合計	254,311	100.0	220,191	100.0

資料：『郵便貯金2005』、「三井住友銀行2005年3月期連結財務諸表」より。

有しているが、これは、時価の変動により利益を得ることを目的として保有する証券のことである。また、満期保有目的の債券のほとんどは国債であるが、その構成比は2.0%～2.3%ときわめて低く、その他有価証券が全体の9割以上をしめ、そのうちで国債の構成比が全体の54.8%～59.6%と、郵貯の23.3%～18.1%と比べかなり高いことがわかる。

図表21は、簡保と日本生命の保有目的別有価証券の貸借対照表価額とその構成比である。郵貯と同様、簡保も売買目的有価証券を保有しておらず、満期保有目的の債券と責任準備金対応債券の合計の額と構成比は、2003年度末が71.7兆円(86.9%)、2004年度末で75.0兆円(87.5%)、うち国債の額と構成比は2003年度末46.5兆円(56.4%)、2004年度末52.8兆円(61.6%)で、ここでも国債を中心としたバイ・アンド・ホールドでの運用の比重が一層高まっていることがわかる。これに対し、日本生命は満期保有目的の債券の構成比が1%未満と極端に少なく、これと責任準備金対応債券の合計の構成比も、2003年度末が54.4%、2004年度末で55.9%と簡保の構成比を30%ポイント以上下回っている。

以上からわかることは、郵貯・簡保の有価証券の保有形態は、ともに大手の民間銀行・民間生保のそれとは大きく異なっており、そしてこの差異は郵貯・

図表21 簡保と日本生命の保有目的別有価証券

(単位：億円、%)

	有価証券の分類	貸借対照表価額 (2003年度末)		貸借対照表価額 (2004年度末)	
			構成比		構成比
簡保	売買目的有価証券	0	0.0	0	0.0
	満期保有目的の債券	210,513	25.5	219,310	25.6
	うち国債	77,131	9.4	112,017	13.1
	責任準備金対応債券	506,803	61.4	531,139	61.9
	うち国債	387,922	47.0	416,412	48.5
	その他有価証券	107,506	13.0	107,549	12.5
	うち国債	48,972	5.9	46,863	5.5
	合計	824,822	100.0	857,998	100.0
日本生命	売買目的有価証券	21,721	7.9	20,936	7.2
	満期保有目的の債券	2,019	0.7	1,519	0.5
	責任準備金対応債券	148,522	53.7	161,142	55.4
	その他有価証券	104,377	37.7	107,520	36.9
	合計	276,639	100.0	291,117	100.0
	うち公社債	143,042	51.7	153,758	52.8

注1：満期保有目的の債券および責任準備金対応債券は、貸借対照表には償却原価が計上され、その他有価証券は時価が計上される。

注2：日本生命の合計欄の「うち公社債」には、売買目的の有価証券はふくまれていない。

資料：『簡易保険2005』、『日本生命の現状2005』より。

簡保で国債全体の4分の1を保有しながら国債流通市場に影響を与えないよう、流通市場での国債売買を極力抑制し、公的機関として国債管理政策に協力していることから生じたものなのである。

このことは、図表22の郵貯・簡保・三井住友銀行・三井生命・日本生命¹⁰⁾が売却した有価証券に端的に示されている。郵貯が2003年度および2004年度に売却したその他有価証券は7,053億円で、両年度のその他有価証券の合計額は62兆6,658億円であるからその比率は1.13%にしかすぎない（保有有価証券の合計にしめる比率は0.29%）。簡保の両年度の有価証券の売却額は3兆8,073億円と郵貯の5倍以上であるが、責任準備金とその他有価証券の両年度合計は125兆2,997億円であるから3.04%である（保有有価証券の合計にしめる比率は2.26%）。これに対し、三井住友銀行は両年度で66兆7,548億円のその他有価証券（その約6割が国債）を売却しており、その他有価証券の両年度合計は43兆8,916億円で実に152%（8ヶ月で1回転）の売却率である（売買目的有価証券を除く保有有価証券の合

図表22 郵貯・簡保・三井住友銀行・三井生命・日本生命が売却した有価証券

(単位：百万円)

		有価証券の分類	売却額	売却益の合計	売却損の合計	売却損益ネット
郵 貯	2003年度	その他有価証券	485,699	8,355	▲1,426	6,929
	2004年度	その他有価証券	219,557	3,629	▲7,578	▲3,949
簡 保	2003年度	責任準備金対応債券	1,993,808	753	▲2,735	▲1,982
		その他有価証券	568,895	8,777	▲13,261	▲4,484
	2004年度	責任準備金対応債券	0	0	0	0
		その他有価証券	1,244,552	8,213	▲19,231	▲11,018
三井住友	2003年度	その他有価証券	30,635,387	282,272	▲153,848	128,424
	2004年度	その他有価証券	36,119,441	211,718	▲90,149	121,569
三井生命	2003年度	その他有価証券	2,000,454	76,364	▲75,442	922
	2004年度	その他有価証券	1,475,807	81,400	▲53,208	28,192
日本生命	2003年度	—	—	188,761	▲57,286	131,475
	2004年度	—	—	201,749	▲52,814	148,935

注：三井生命のその他有価証券の額は、2003年度3兆8,038億円、2004年度4兆420億円。

資料：『郵便貯金2005』、『簡易保険2005』、『三井住友銀行2005年3月連結財務諸表』、『三井生命2005年3月連結財務諸表』、『日本生命の現状2005』より。

計にしめる比率は、148%)。また三井生命では、両年度に売却したその他有価証券の額は3兆4,763億円であり、両年度のその他有価証券の合計額7兆8,458億円にしめる比率は44.3%だった。

図表22では、売却率のみならず、売却損益においても郵貯・簡保と三井住友銀行（そして日本生命）との大きな相違が認められる。郵貯は2003年度に売却損益ネットで69億円の売却益を出しているが、翌年度はネットで39億円の売却損を出し、簡保は2003年度65億円、2004年度110億円のネット売却損を出している。それに対し、三井住友銀行は2003年度1,284億円、2004年度1,216億円のネット売却益を出している。図表23は、1998年度～2004年度の郵貯・簡保の有価証券

図表23 郵貯・簡保の有価証券売却損益（1998年度～2004年度）

(単位：億円)

年度	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
郵貯	売却益	2,201	1,981	2,220	31	174	84
	売却損	▲301	▲137	▲17	▲937	▲403	▲14
	ネット損益	1,900	1,844	2,203	▲906	▲229	70
簡保	売却益	980	1,724	4,976	8,279	1,991	95
	売却損	▲897	▲678	▲1,672	▲1,218	▲51	▲160
	ネット損益	83	1,046	3,304	7,061	1,940	▲65

資料：『郵便貯金2003』、『簡易保険2003』および図表22より。

売却損益状況を示しているが、大体の傾向としては、公社化以前の方が変動幅が大きく、ネットでの売却損益ではやや利益追求傾向がうかがわれるが¹¹⁾、公社化後は変動幅が縮小し、郵貯の2003年度を除けば、ネット損益は売却損となっている。これは、単に資金運用技術の優劣の問題ではなく、郵貯・簡保の公的な資金運用政策＝国債管理政策への協力の帰結と理解すべきものであろう。

図表24は第1次中期経営計画における郵貯・簡保資金の運用計画の資産構成と2004年度末の実際のポートフォリオである。資金運用計画では安全性・確実性を重視する観点から、郵貯資金の国内債券（財政融資資金預託金および貸付金を含む）による運用割合は96%以上、簡保資金における国内債券（貸付金を含む）への運用割合も75～95%とされており、いずれもその枠内での運用が義務付けられている。2004年度末の実際に国内債券で運用された割合は、郵貯が97%、簡保が88.4%であった。また、郵貯・簡保の資金運用計画の基本方針では、資金の安全・確実な運用方法として、郵貯資金は「国内債券を中心に債券取得後、満期まで保有する運用を基本」とし、簡保資金は「国内債券を中心とした長期・安定的な運用手法を基本」とするとし、さらに、郵貯、簡保ともに「資金の運用は市場運用を基本とすることから、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」としている。このような枠組みで郵貯・簡保資金が運用されていたために、国債の安定消化に多大に貢献するとともに、国債残高の4分の1も保有しながら国債流通市場への影響の最小化

図表24 中期経営計画における郵貯・簡保資金の運用計画の資産構成

郵 貯	運用資産	国内株式	外国債券	外国株式
	構成割合	概ね2%以下	概ね3%以下	概ね1%以下
		合算して、概ね4%以下		
実際のポートフォリオ		1.1%	1.4%	0.5%

簡 保	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	75%～95%	2%～6%	2%～6%	0%～3%	1%～10%
実際のポートフォリオ		88.4%	3.0%	3.7%	1.2%	3.7%

注1：国内株式および外国株式は委託運用により運用。

注2：実際のポートフォリオは2004年度末の評価額。

資料：『郵便貯金2005』、『簡易保険2005』より。

が達成されたわけである¹²⁾。

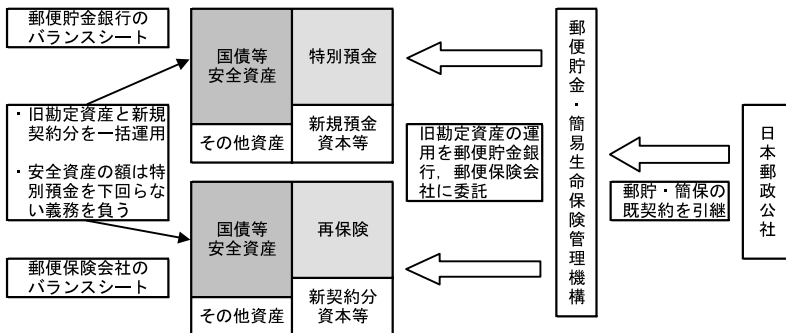
4. 民営化後の郵貯・郵保資金の運用の枠組みと問題点

これまででみてきたように、郵貯・簡保資金の運用は郵政公社が「公的機関」であるがゆえに国債管理政策に協力するかたちでおこなわれてきたわけであるが、2007年10月に民営に移行した後、郵貯・郵保資金の運用はいかなるものになるのだろうか。この点について、郵政民営化関連法では、2017年10月の完全民営化までの移行期（以下、「移行期」と記す）の資金運用の枠組みを次のように定めている（図表25参照）¹³⁾。

まず、民営化開始と同時に独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構（以下、「機構」と記す）が設立され、機構は、郵貯・簡保の既契約（政府保証あり）を引き継ぎ、既契約にかかわる資産（旧勘定資産）の運用を郵便貯金銀行、郵便保険会社に委託（特別預金および再保険）することになる〔郵政民営化法第160条〕。これにより、郵便貯金銀行と郵便保険会社は、機構から委託を受けた資産について、新規契約分と一括して運用することとなる。

このように移行期における郵便貯金銀行と郵便保険会社は、旧勘定資産と新規契約分とを一括して運用することとなるが、その資産のうち国債・地方債等

図表25 郵便貯金銀行と郵便保険会社の運用の枠組み



資料：高田・柴崎(2005)より。

の安全資産の額が機構から受けた特別預金もしくは再保険の額を下回らない義務を負うことになる〔郵政民営化法第160条〕。これにより、郵便貯金会社と郵便保険会社の資産運用に関し、機構からの特別預金もしくは再保険の額以上に、国債・地方債等の安全資産で運用することが確保されることになる。

その上で、郵便貯金銀行と郵便保険会社は毎年度、当年度末および翌年度末における安全資産の額の見通しとその根拠を機構に報告する義務を負うことになる〔郵政民営化法第160条〕。また、機構は、郵便貯金銀行と郵便保険会社から受けたこの報告にかかわる事項について、遅滞なく公表する義務を負うことになる〔郵政民営化法第158条〕。これにより、郵便貯金銀行と郵便保険会社の国債・地方債等での運用に関し、現在公社が毎年度作成している運用計画と同程度のもの（一種の運用計画）が公表されることとなる。

郵政民営化関連法におけるこのような措置は、郵貯・簡保の国債保有額をかなり意識したものであり、高田・柴崎（2005）においても、これによって「国債市場と公的マネーフローへの影響は限定的」と結論付けている。だが、はたしてそうであろうか。

すでに検討したように、現在の郵政公社と変わらない資金運用方針では郵貯・郵保の運用収益はこれまで以上に低減していくことになる。郵政民営化準備室が民営化後の経営成績をシミュレートした「骨格経営試算」¹⁴⁾（2004年11月）によれば、2004年度に3兆8,230億円あった郵貯の運用収益は2007年度で1兆9,969億円、2016年度で1兆3,074億円となり、2004年度に1兆2,235億円あった経常利益は2007年度で3,815億円、2016年度で2,471億円まで減少する。また、保険は2004年度に6,333億円あった経常利益が2007年度で793億円、以後若干回復するが2016年度で2,754億円である。このように郵貯・郵保は年々着実に縮小・劣化に向かっており、ジリ貧の姿となっている。また、郵貯・郵保の収益性（利益率）は極めて低く、郵貯・郵保の資産規模のさらなる縮小や、金利の急上昇など想定外のリスクが発生すれば、ただちに赤字に転落するような試算結果となっている。

郵政公社の生田総裁もこの「骨格経営試算」に対し、「本試算では、新規事業が全く考慮されていない一方で、民間企業として租税・預金保険料などのコストをフルに負担するような前提が置かれており」、「これでは、事業として長期には成り立ちませんし、株式上場を目指しても、Corporate Valueの逡減により次第に市場性を喪失し、その実現は困難であることを示しています」¹⁵⁾と述べている。

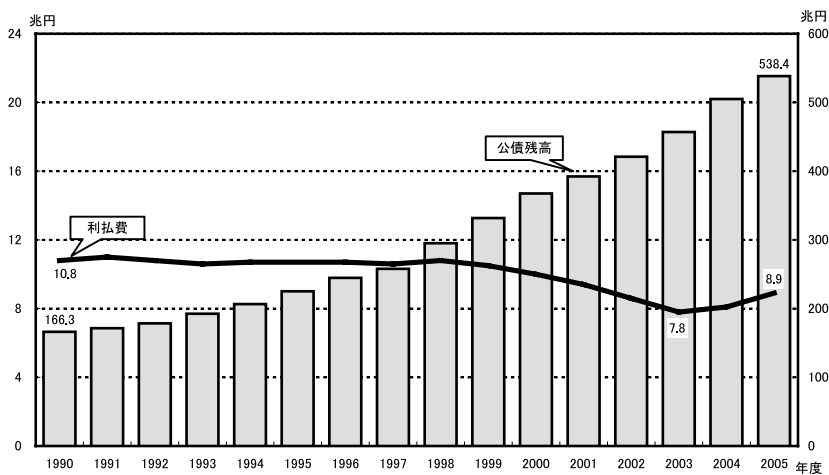
そうであれば、民営化された郵貯・郵保が生き残る道は何らかの方法で収益性を上げていく他はないであろう。それは、経営の自由度をより多く獲得して収益性の高い新規事業¹⁶⁾に運用資金を向けていくこと、そして有価証券の売却損をできるだけ回避し、市場で批判を浴びない程度の売却益を確保することであろう。

だが、このような郵貯・郵保の生き残り戦略が、移行期およびその後の国債管理政策と整合性が取りうるものかはきわめて疑問である。郵政公社は移行期を経た直後の郵貯・郵保の資金量は現在の約3分の2、2,210兆円～230兆円と見積もっており、民営化準備室も同じ試算をしている。民営化開始時点での郵貯・郵保の国債保有額は約200兆円と推計されるが¹⁷⁾、仮に公社のもとでの国債保有割合が維持されたとしても10年後には60兆～70兆円国債保有が減じられ、また注16でみたように郵貯が貸付その他の新規事業分野に35兆円もの資金を向けるとすれば100兆円前後の国債保有減となる。

このような巨額の国債保有減が実際に実現できるかどうかはかなり疑わしいが、仮に他の経済主体がそれを肩代わりした場合、公的年金と家計以外の経済主体¹⁸⁾は長期かつ安定的な保有主体ではありえないので、「郵貯・郵保の国債保有減—公的年金と家計の国債保有増」の分だけ国債流通市場の年々の売買高（＝実際の流通市場の規模）は増えてゆき、国債流通市場は現在よりはるかに不安定度を増して国債価格の乱高下が発生する可能性が高くなるだろう。

図表26は1990年度から2005年度までの公債残高と利払費の推移をみたものである。非常に特徴的なことは、公債残高が1990年度の166.3兆円から2005年度の

図表26 公債残高と利払費の推移



資料：財務省より。

図表27 長期金利の推移



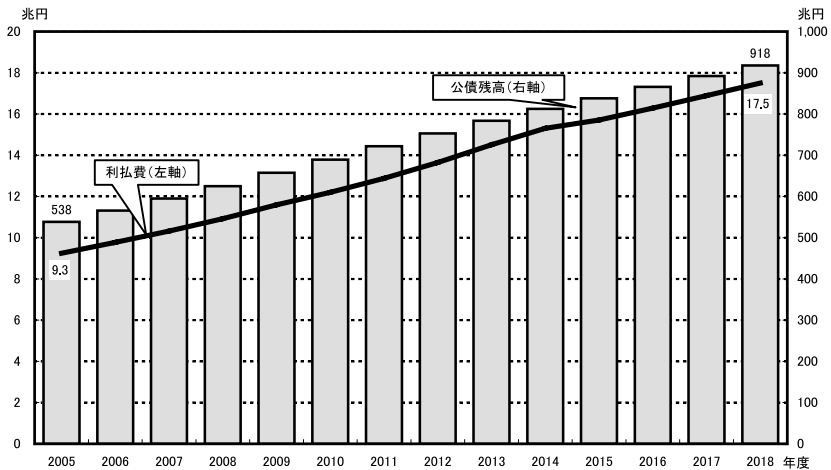
資料：日本銀行より。

538.4兆円に急増しているにもかかわらず、利払費は1990年度が10.8兆円で1998年度までほぼ横這いで、その後減少して2003年度には最低の7.8兆円となり、その後やや増加して2005年度に8.9兆円になっている点である。15年間に公債残高

が3.2倍になっているにもかかわらず利払費が減少しているのはこの間、長期金利が傾向的に低下し続けたからである。図表27は1986年以降の長期金利の推移を示しているが、この間の月末値のピークは1990年9月末の8.28%で、その後乱高下の局面も含みながら傾向的に低下し、2003年5月末には0.53%と史上最低の水準に達し、2005年10月末には1.55%となっている。このような長期金利の超低金利、とくに2001年以降の超低金利を支えたのは日本銀行の量的緩和政策であることは明らかである¹⁹⁾。

だが、2004年度以降大企業を中心に景気回復基調が明瞭になり、2006年度の消費者物価指数もプラスに転じデフレからの脱却が目前となった現在、非常手段としてとられてきた量的緩和政策の解除の時期もそう遠くはない局面にさしかかっている。日本銀行は量的緩和政策の解除後も長短金利の高騰が生じないよう腐心するであろうが、すでにみたようにこれまでの量的緩和政策によって市中には巨額の過剰流動性が存在しているので、これを吸収することも課題とならざるをえない。過剰流動性が土地や金融資産に向かったり、あるいは物価との連動性を取り戻せば、金利の上昇は制御不能となるからである。

図表28 財務省による公債残高と利払費の仮定計算



注：長期金利を2%と仮定。
資料：財務省より。

図表28は財務省による2018年度までの公債残高と利払費の仮定計算である。これは、2006年度以降、名目GDP2.0%、消費者物価上昇率0.5%、10年国債金利2.0%と仮定して計算されたものである²⁰⁾。このように条件を一定として機械的に算出されたものであるから、公債残高と利払い費はほぼ一定の割合で増加しているが、これまでの長期金利の動きをみればこれはたんなる目安にすぎず、長期金利急上昇のケースも想定した国債管理政策と財政再建策の構築が迫られているといえよう。

5. おわりに

以上の考察から明らかなように、郵便貯金銀行と郵便保険会社が移行期に民間金融機関と同程度の水準の収益を上げて株式を民間に売却できるようになるためのハードルはかなり高いといわざるをえない。またそれ以上に、郵政民営化によってこれまで郵貯・簡保資金の大部分が国債流通市場に直接関わることなく固定されていたのが「流動化」され、国債流通市場の不安定性が増すことも十分予測されるものであった。

もし、日本の国債保有構造の特徴である政府部門の保有の多さと海外部門の保有の少なさが大きく転換し、海外部門の国債保有が大きく増大するとすれば、長期金利水準が5%程度もしくはそれ以上に復帰することは、日本の少子高齢化の一層の進展と日本の人口の純減を勘案すれば十分考えられることである。

政府は2011年までに国と地方の基礎的財政収支（プライマリーバランス）黒字化させることを目標にしているが、仮にそれが実現したとしてもかなり長期にわたる巨額の公債残高の存続は不可避である。また、1997年4月の消費税の3%から5%への増税の経験が示すように、消費税の増税がGDPの大きな構成要素である民間最終消費支出を減少させ、ひいては法人税・所得税等の大幅な減収に帰結する可能性も否定できない。

とすれば、現在の政府が何よりもなすべきことは、2004年度および2005年度の税収増にみられるような持続的景気回復によるさらなる税収の増加と、この景気

回復に安堵することのなく、国民の支持しうる歳入・歳出の一体改革をおこなうことであろう。また、それと並行して長期的な公的債務管理²¹⁾の指針を示す必要もあろう。

そうであるとすれば、郵政民営化は、財政再建を進めながら長期にわたる公的債務管理をおこなう上で大きな阻害要因となりうるものと思われる。今後の郵貯・簡保（郵保）資金の運用動向と国債市場の推移に注目していきたい。

【注】

- 1) 一般政府は、中央政府、地方政府および社会保障基金の3つから成り立っている。
- 2) 図表9で都市銀行の株式保有高が2002年度末（2003年3月末）が15.4兆円と最低になっているのは、この時期が年度末としては最低の株価水準（日経平均株価7,973円）だったためである。その後株価は底をつくとともに上昇に転じ、2004年3月末11,715円、2005年3月末11,669円であったから、2003年度末、2004年度末の株式保有額の数値は株価水準を反映したもので、2002年度末以降株式保有を増加させたわけではなく、むしろ株式保有を減少させたと推定される。
- 3) 日本銀行のマネーサプライ統計によれば、1999年1月時点と2005年1月時点の通貨量の変化は、現金通貨が50兆円→70兆円、預金通貨が152兆円→298兆円、準通貨（定期性預金）が389兆円→310兆円、CDが21兆円→21兆円だった。
- 4) 郵便業務収益、郵便貯金業務収益および簡易生命保険業務収益の計数は、業務間の取引分を会社の内部取引として相殺消去しているため、図表14の各業務の経常収益の計数とは符合しない。
- 5) 注2と多少重複するが、2003年度は日経平均株価が年度当初の7,973円から年度末の1万1,715円になったため、約1.2兆円運用益が出たが、2004年度は日経平均株価が年度当初の1万1,715円から年度末の1万1,669円になったことで運用益は大幅に減少した。なお、郵貯・簡保資金の「金銭の信託」での運用および公社化以前の「指定単」での運用については、伊藤（2002）、伊藤（2003）、伊藤（2005）を参照されたい。
- 6) 図表15で、2004年度末の簡保の資本が前年度末より約1,000億円減少しているのは、「その他有価証券評価差額金」が対前年度末比1,024億円減になったためである（『簡易保険2005』より）。なお、図14の注2に記した簡易保険業務における内部留保は、貸借対照表では負債項目に計上される。
- 7) 『郵便貯金2005』より。なお、2001年度から2004年度までの4年間の郵貯資金による財投債引受額は約59兆円であり、2005年度の引受計画額は12.3兆円である。
- 8) ただし、簡保資金も財投改革に協力する形で、財投債引受をしており、その額は2003年度が2.9兆円、2004年度が2.4兆円だった。また、公庫公団債、地方公共団体貸付金および公庫公団等貸付金は、財政投融资を通じての運用である。
- 9) 『簡易保険2005』より。
- 10) 日本生命のディスクロージャー誌『日本生命の現状2005』には、有価証券売却額のデータが見当たらないため、2004年4月に相互会社から株式会社へ組織変更した三井生命

の有価証券報告書のデータを加えた。

- 11) この点についての分析は、伊藤（2002）を参照されたい。
- 12) その結果、郵貯・簡保資金の運用が、国債市場をはじめとする金融市場に悪影響をおよぼしたという報道等は、現時点にいたるまで認められない。
- 13) これは、2004年9月に閣議決定された「郵政民営化の基本方針」の中の以下の3点を具体化したものである。
 - ・ 公社勘定は、郵便貯金会社・郵便保険会社において、新規契約分と一括して運用する。
 - ・ 公社勘定の運用に際しては、安全性を重視する。
 - ・ 大量の国債を保有していることを踏まえ、移行期において、市場関係者の予測可能性を高めるため、適切な配慮をおこなう。
- 14) 試算がなされた時点では、2007年4月に民営化に移行し、2006年度末に郵貯・郵保の完全民営化がなされるものとされている。
- 15) 日本郵政公社『「骨格経営試算」に対する意見』（2004年11月22日）より。
- 16) 郵政民営化準備室は民営化後の「採算性に関する試算」（2005年3月3日）で、新規業務等の例として、郵貯は「貸付、シンジケートローン、私募債、株式、クレジット・スワップ、CDO・ABSなど証券化関連商品、ファクタリング（債権買取）、ローン・パーティシペーション、保証業務」をあげ、郵保は「第三分野、限度額撤廃」をあげている。

また、その想定条件として、郵貯は「今後の景気回復による資金需要増大、公的金融改革などを考慮し、段階的に貸付その他の信用リスクを取る業務を拡大し、残高35兆円」および「信用リスク調整後スプレッド1.0%の利ざやを確保」をあげ、郵保は「第三分野へのニーズの高まりに鑑み、新規保険の約3割が第三分野保険商品になると想定」および「限度額の撤廃により、新規保険料が1割アップ」するとしている。
- 17) 2005年11月末時点の郵貯・簡保の国債保有額は、郵貯が117.7兆円、簡保が60.4兆円、合計178.1兆円であった（郵政公社のウェブページより）。
- 18) 日本銀行は量的緩和政策によって2005年3月末で92.4兆円もの国債を保有しており、そのため金融政策の自由度はかなり低減している。今後金融政策の自由度を確保するためにも、国債保有を徐々に減じていくと思われる。
- 19) なお、デフレ下では「実質金利＝名目金利＋物価下落率」であり、名目長期金利が1%であっても物価下落率が1%であれば実質長期金利は2%となる。このことを勘案しても、量的緩和政策以後の長期金利は超低金利である。
- 20) なお、財務省は2006年度から2008年度まで、長期金利が3%になった場合の仮定計算もおこなっている。
- 21) ここでいう「公的債務管理」とは国債管理政策および国債管理政策の枠組みをこえた公的債務残高のコントロールをも含む概念である。

【文献】

- 伊藤光雄「郵貯マネーと金融市場」島根大学『経済科学論集』第28号、2002年。
伊藤光雄「簡保資金と金融市場」島根大学『経済科学論集』第29号、2003年。
伊藤光雄「郵政公社と金融市場」島根大学『経済科学論集』第31号、2005年。
財務省『財政投融资リポート2004』2004年。

- 財務省『財政投融资リポート2005』2005年。
- 財務省『債務管理リポート2005』2005年。
- 財務省『日本国債ガイドブック』2005年。
- 財務省「日本の財政を考える」(パンフレット)2005年。
- 篠原哲「図解 1000兆円の借金」『エコノミスト』2005年10月17日号。
- 大和総研資本市場調査部「長期シミュレーションからみた 公的債務管理の課題と展望」大和総研 2005年5月。
- 高田創・柴崎健「(特集：郵貯銀行へのロードマップ) 国債市場と公的マネーフローへの影響は限定的」『金融財政事情』2005年10月31日号。
- 高橋洋一「プラクティカル国債管理政策」財務省財務総合政策研究所『フィナンシャル・レビュー』2004年9月号。
- 土居丈朗「国債管理政策の今後」三菱信託銀行『調査情報』2005年7月号。
- 内閣官房郵政民営化準備室「骨格経営試算」2004年11月。
- 日本銀行調査統計局「資金循環統計からみた80年代以降のわが国の金融構造」日本銀行 2005年3月。
- 日本生命『日本生命の現状2005』2005年。
- 日本郵政公社『簡易保険2004』2004年。
- 日本郵政公社『簡易保険2005』2005年。
- 日本郵政公社「中期経営計画」2003年。
- 日本郵政公社『日本郵政公社2004』2004年。
- 日本郵政公社『日本郵政公社2005』2005年。
- 日本郵政公社『郵便貯金2004』2004年。
- 日本郵政公社『郵便貯金2005』2005年。