

ゆうちょ銀行の現状と今後

— 郵政民営化1年を経て —

The Present Situation in Japan Post Bank

伊 藤 光 雄

ITO Mitsuo

1. はじめに

2007年10月1日、郵政民営化がスタートした。持株会社である日本郵政のもと、郵便局会社、郵便事業会社、ゆうちょ銀行、かんぽ生命の4事業会社が「株式会社」として営業を開始した。

民営化開始時においては日本郵政の株式は国が全額保有するとともに4事業会社の株式は持株会社の日本郵政が全額保有するが、10年後の2017年9月末までにゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式はすべて民間に売却され、他方、郵便局会社と郵便事業会社の株式は引きつづき日本郵政が全額保有するものの、日本郵政の株式の3分の1超は国が保有しつづけ、残りの株式は民間に売却される予定である。つまり、わが国の郵政民営化とはゆうちょ銀行とかんぽ生命の金融2社を完全に民営（民有）化し、郵便局事業と郵便事業はユニバーサル・サービスの維持を担保するために3分の1超の日本郵政株保有による国の関与を残すというものである。

周知のように、郵政民営化についてはその賛否が社会的に大きく分かれ、郵政民営化関連法も一度は参議院で否決され、その後の衆議院の解散・総選挙、

キーワード：ゆうちょ銀行、日本郵政、郵政民営化、金融市場

Japan Post Bank, Japan Post Group, Postal Privatization, Financial Market

与党の圧勝により実現したものである。だが、郵政民営化がスタートした後も、利便性の低下等その問題点を指摘する声が少なからずあるのも事実である。

また、政治的には民主党、社民党、国民新党の3野党が共同提出した政府が保有する日本郵政の株式や日本郵政が持つゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式の売却を当面凍結することを柱とした「郵政株式売却凍結法案」が2007年12月12日に参議院本会議で野党の賛成多数で可決された。この法案は2008年12月11日の衆議院本会議で否決されたが、その後2008年12月25日には民主党と国民新党は新たな郵政民営化見直し法案として「郵政事業見直し基本法」(仮称)の骨格¹⁾をまとめ、発表した。両党は次期衆議院選後の国会にこの法案を提出するとしている。

他方、政府が設置した郵政民営化委員会も2008年8月より郵政民営化の見直し作業に着手した。これは、郵政民営化法に基づき民営化法施行後3年ごとに郵政民営化の進捗状況を検証し必要な見直しをおこなうというもので、2009年3月までに最初の見直しの見解をまとめることになっている。そして、これに呼応するように次期衆議院選をにらんで与党内でも見直し論議が活発化している。

筆者は、前稿「郵政民営化計画について ― 金融2事業を中心に ―」(島根大学『経済科学論集』第33号、2007年3月)において、郵政民営化スタート以前の金融2社(ゆうちょ銀行、かんぽ生命)の民営化事業計画を分析することでおよそ次のような指摘をした。すなわち、①金融2社の民営化前の資金運用は国債に過度に集中しており、民間金融機関に比べかなり低収益の財務構造となっていることから、この状態のまま民営化を押し進めることが難しいことは日本郵政ならびに郵政民営化委員会の共通認識になっていたこと、②それゆえ、民営化後、株式の上場と完全民営化(株式の全額民間売却)を実現するためには、国債での資金運用の比重を減少させて、より高収益の資金運用をめざし、また個人向けローン等の新規業務を拡大するなどして収益構造を転換することが不可欠であるという認識も大勢において共有されたこと、③だが、またそのことは、金融2社がわが国の国債残高の3割におよぶ大量の国債を保有し

ていることから、わが国の国債管理政策・公的債務管理政策にとって重大な障害となるかもしれないという根本的な矛盾を抱えている点を看過もしくは過小評価しているのではないか、というものである。

その後、民営化1年あまりを経た現在、民営化された郵政事業の状況や問題点も次第に明らかとなりつつある。

本稿は、民営化1年を経たゆうちょ銀行の経営状況を分析することで、ゆうちょ銀行の最大の経営課題であった収益構造の転換がどの程度進んだのかを評価するとともに、アメリカの金融危機に端を発する世界的な金融危機と日本経済・金融環境の激変の中、今後のゆうちょ銀行の経営動向、およびゆうちょ銀行の株式上場・売却のゆくえを展望することを目的とするものである。

2. 民営化後、1年間のゆうちょ銀行の経営成績の概要

ゆうちょ銀行はこれまでに2007年度決算と2008年度中間期決算を発表している。前者は2007年10月から2008年3月末までのものであり、後者は2008年4月から2008

図表1 ゆうちょ銀行の2007年度決算・2008年度中間期決算の概要

(損益状況)

(単位：億円)

事業年度	2007年度	2008年度中間期	2008年度見込
資金利益	8,712	8,296	—
役員取引等利益	498	482	—
その他業務利益	▲ 5	156	—
経費	6,177	6,123	—
業務純益	3,019	2,811	—
経常収益	13,289	12,803	24,800
経常費用	10,727	10,283	20,100
経常利益	2,561	2,520	4,700
純利益	1,521	1,501	2,800

(経営指標)

事業年度	2007年度	2008年度中間期
ROE	3.85%	3.71%
OHR	67.11%	68.52%
貯金経費率	0.66%	0.67%

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

図表2 ゆうちょ銀行の経営見通し

(単位:億円)

事業年度	2007	2008	2009	2010	2011
経常収益	12,920	24,480	23,520	23,010	22,090
経常費用	10,750	19,130	17,510	16,930	17,020
経常利益	2,170	5,350	6,010	6,080	5,070
純利益	1,300	3,210	3,610	3,650	3,040
預金残高(兆円)	187.3	185.4	183.8	172.2	164.2

(金利が上昇した場合)

(単位:億円)

事業年度	2007	2008	2009	2010	2011
経常収益	13,560	26,940	28,580	32,420	36,600
経常費用	11,430	22,800	25,300	29,940	35,290
経常利益	2,130	4,140	3,280	2,470	1,310
純利益	1,280	2,480	1,970	1,480	780
預金残高(兆円)	185.0	178.7	174.8	170.4	167.7

注:「金利が上昇した場合」は、長期国債10年物の金利が民営化後5年で4%まで上昇するという前提で試算

資料:日本郵政「承継会社が行う業務の運営の内容及び見通し」より。

年9月末のものであるから、両者を合わせてみると民営化後1年間のゆうちょ銀行の財務状況等を把握できる。

図表1はゆうちょ銀行の決算概要を示したものであり、図表2は日本郵政が民営化前の2007年4月に政府に提出し同年9月に認可を受けた「民営化実施計画」にもとづくゆうちょ銀行の中期的な経営見通しであり、図表3は民営化後1年間のゆうちょ銀行の貸借対照表の推移を示している。

まず図表1で損益の状況をみると、2007年度は経常収益が1兆3,289億円、経常費用が1兆727億円、業務純益3,019億円、経常利益が2,561億円となり、当期純利益は1,521億円だった。また、2008年度中間期は経常収益が1兆2,803億円(2007年度比マイナス485億円)、経常費用は1兆283億円(同マイナス444億円)、業務純益2,811億円(同マイナス207億円)、経常利益は2,520億円(同マイナス41億円)となり、中間純利益は1,501億円(同マイナス20億円)だった。

中間期決算とともに発表された2008年度決算の見込み²⁾では、経常収益が2兆4,800億円、経常利益が4,700億円、当期純利益が2,800億円になると予想している。なお、ゆうちょ銀行とは単純な比較はできないが、都市銀行トップの三菱

図表3 ゆうちょ銀行の貸借対照表の推移

【2007年10月1日現在】

(単位：億円)

(資産の部)		(負債の部)	
現金預け金	58,943	貯金	1,889,292
コールローン	8,000	借入金	248,100
買現先勘定	0	その他負債	20,091
金銭の信託	6,031	引当金	1,272
有価証券	1,708,082	負債合計	2,158,816
預託金	388,585	(純資産の部)	
貸出金	39,926		
固定資産	2,512		
その他資産	24,683		
貸倒引当金	▲ 10	純資産合計	77,955
資産合計	2,236,772	負債・純資産合計	2,236,772

【2008年3月31日現在】

(単位：億円)

(資産の部)		(負債の部)	
現金預け金	88,350	貯金	1,817,438
コールローン	36,550	借入金	207,000
買現先勘定	1,498	その他負債	14,973
金銭の信託	4,125	引当金	1,312
有価証券	1,725,321	負債合計	2,040,723
預託金	207,000	(純資産の部)	
貸出金	37,715		
固定資産	2,135	株主資本合計	80,028
その他資産	19,104	評価・換算差額等合計	739
繰延税金資産	322		
貸倒引当金	▲ 15	純資産合計	80,768
資産合計	2,121,491	負債・純資産合計	2,121,491

【2008年9月30日現在】

(単位：億円)

(資産の部)		(負債の部)	
現金預け金	55,328	貯金	1,785,613
コールローン	19,674	債券貸借取引受入担保金	64,655
買現先勘定	12,393	借入金	150,900
債券貸借取引支払保証金	65,644	その他負債	14,416
金銭の信託	4,535	引当金	1,353
有価証券	1,726,626	負債合計	2,016,938
預託金	150,900	(純資産の部)	
貸出金	37,663		
固定資産	2,025	株主資本合計	81,302
その他資産	24,140	評価・換算差額等合計	▲ 800
繰延税金資産	1,499		
貸倒引当金	▲ 10	純資産合計	80,501
資産合計	2,097,439	負債・純資産合計	2,097,439

資料：ゆうちょ銀行各期決算書より。

東京UFJ銀行の2007年度決算（単体、総資産139兆円）では、経常収益が3兆8,104億円、経常利益が5,672億円、当期純利益が5,509億円だった³⁾。

2007年度決算と2008年度中間期決算を比較すれば、ゆうちょ銀行の経営成績は若干ながら全般的な後退がみられる。だが、これは後にみるようにゆうちょ銀行の貯金量の減少や比較的運用利回りの高い財政融資資金預託金の減少等に由来するもので、2008年度上期の経済・金融環境の悪化が進んだ状況では、他の民間銀行に比べればおおむね順調な経営成績を達成したと評価できるものである。ちなみに、三菱東京UFJ銀行の2008年度中間期決算（単体）をみると、経常利益が378億円（前年中間期比マイナス2,342億円）、純利益が250億円（同マイナス1,630億円）と大幅な減益となっている。また、図表2の「経営見通し」と比べれば、2007年度の経常利益と純利益は「経営見通し」（2,170億円、1,300億円）を上回っているが、2008年度決算の見込みは経常利益、純利益ともに「経営見通し」（5,350億円、3,210億円）を12～13%下回っている。これも2008年度下期に予想される非常に厳しい金融環境を勘案すると、もしこの見込みどおりの決算がなされるならば「比較的順調な経営成績」であると評価できよう。

図表1にはゆうちょ銀行の経営指標として、ROE（純利益/資本勘定平均残高）、OHR（経費/業務粗利益）、および貯金経費率（経費/貯金平均残高）も示されている。

まずROEであるが、2007年度の3.85%から2008年度中間期の3.71%へとわずかながら低下している。これはこの間に純利益が20億円減少し、図表3にみるように純資産も微減したことの結果である。ゆうちょ銀行のROEの水準は地銀上位行の横浜銀行（2008年3月期9.38%）、千葉銀行（同7.99%）などと比べるとかなり見劣りがする⁴⁾。だが、今後2008年度決算（通期）で国内のほとんどの銀行が大幅な減益決算もしくは赤字決算となり⁵⁾、その結果、ゆうちょ銀行のROEを下回る銀行が多数であるものと予想されるので、当面はそれほど悲観的にみる必要はない。

次にOHRをみると、2007年度の67.11%から2008年度中間期の68.52%へとわずかに上昇している。これは業務粗利益の9割超を占める資金利益がこの間416

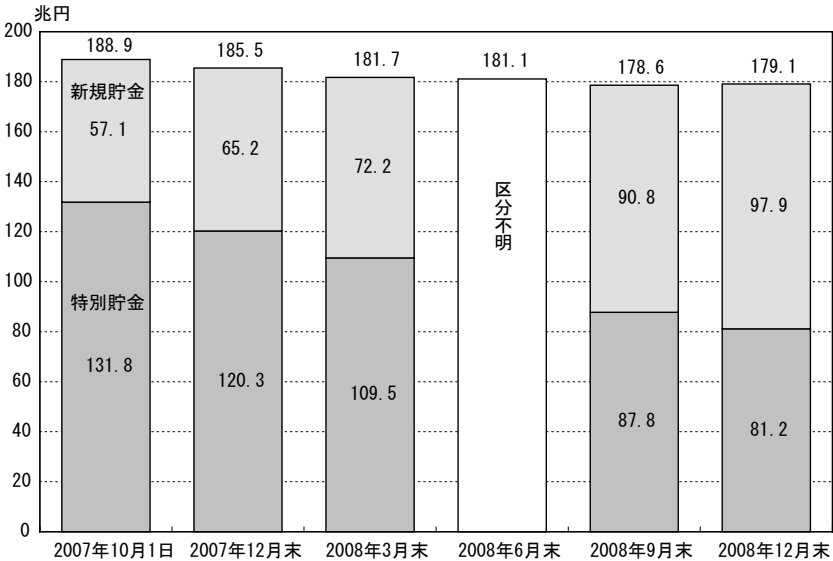
億円減少し、経費は54億円の減少にとどまったことが主因である。2008年3月期の都市銀行の加重平均 OHR は52.1%、地方銀行61.0%、第二地方銀行67.2%であるから⁶⁾、ゆうちょ銀行の OHR は第二地方銀行の平均に近い。これは、ゆうちょ銀行がその窓口業務のほとんどを郵便局会社に委託し、郵便局会社に業務委託手数料を支払うという他にはみられない独特なビジネスモデルを採用していることによるもので、今後の郵便局業務の合理化・効率化によるゆうちょ銀行の OHR の低減が経営課題とされている⁷⁾。

貯金経費率は2007年度が0.66%、2008年度中間期が0.67%とほとんど変化はない。民営化直前の2007年度上期の貯金経費率は0.58%だった⁸⁾が、民営化により消費税、印紙税および預金保険料が経費として加わったので貯金経費率が上昇した。2008年3月期の都市銀行の加重平均預金経費率は0.96%、地方銀行1.18%、第二地方銀行1.85%であるから⁹⁾、この面ではゆうちょ銀行はかなりの効率性を維持しているように見えるが、貸出をほとんどおこなわず与信コストがゼロに近いゆうちょ銀行の経費率を他の民間銀行と同列に比較することはできないので注意を要する。

3. ゆうちょ銀行の貯金残高の動向

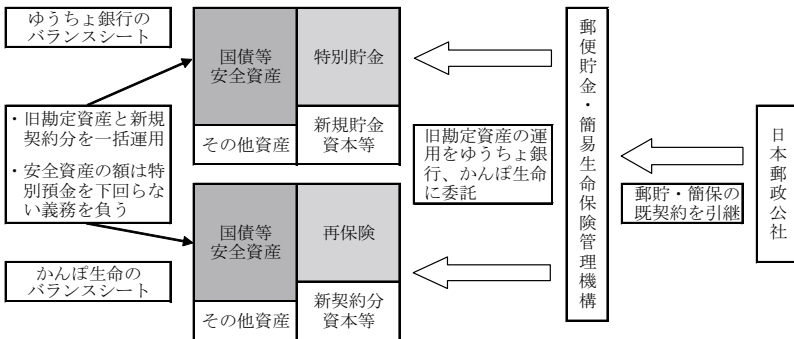
では、このゆうちょ銀行の経営成績をふまえて貯金残高の動向みてみよう。これは図表3の貸借対照表の推移でもおおよその動向が分かるが、それをより詳しく四半期ごとにみたものが図表4である。そこで分類されている「特別貯金」とは、民営化以前に受け入れた政府保証のある貯金（定期性貯金と、定期性貯金の満期が経過して一時的に流動性貯金となったもの）で、この部分は独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構（以後、「機構」と記す）に引き継がれ、機構はこの貯金を「特別貯金」としてゆうちょ銀行に再貯金をしてその資金運用を委託している。特別貯金の大部分を占める定額貯金の最長預け入れ期間は10年であるから、この特別貯金はゆうちょ銀行の完全民営化が予定されている2017年9月末にはなくなるものである。なお、ゆうちょ銀行はこの特別

図表4 ゆうちょ銀行の貯金残高の推移



資料：ゆうちょ銀行、郵便貯金・簡易生命保険管理機構のウェブサイトより。

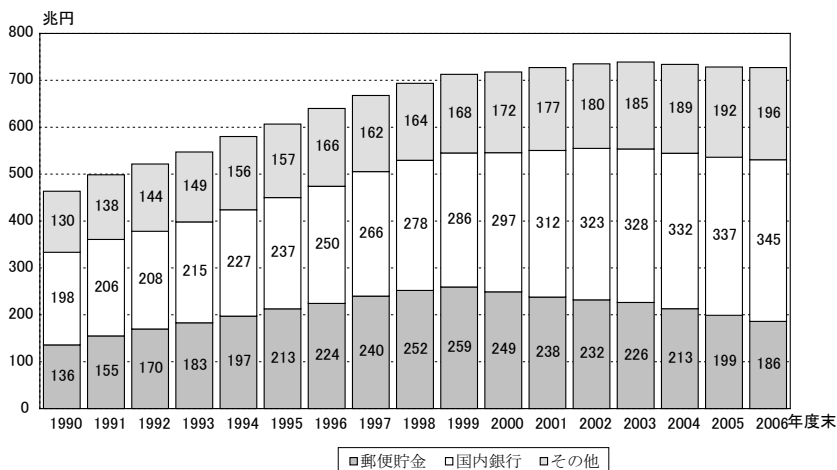
図表5 ゆうちょ銀行とかんぽ生命の資金運用の枠組み



資料：高田・柴崎（2005）を参考に筆者作成。

貯金を民営化後に受け入れた新規貯金と一括して資金運用できるが、特別貯金は政府保証の貯金であることからその額に対応する資金運用額を国債等の安全資産で運用しなければならないという法的義務を負っている（図表5参照）。

図表6 個人預貯金残高の推移



資料：日本銀行「資金循環統計」より。

ゆうちょ銀行発足時の貯金残高（未払い利子は含まず）は188.9兆円だった。図表6で1990年度以降のわが国の個人預貯金残高の推移をみると、郵便貯金残高のピークは1999年度末（2000年3月末）の約259兆円だったが、その後の超低金利下で郵便貯金の主力商品である定額貯金の魅力が消失し、他の民間金融機関への預け換えが急速に進んだことなどにより年平均10兆円規模の貯金減少がつづいていた。その結果、ピーク時より約70兆円減少した貯金をゆうちょ銀行が引き継いだのである¹⁰⁾。この188.9兆円の内訳は特別貯金が131.8兆円で、残りの57.1兆円が民営化以前の流動性貯金（振替貯金＋通常貯金＋貯蓄貯金）で、これがゆうちょ銀行で「新規」に受け入れた政府保証のない貯金（以下、これを「新規貯金」と記す）とされた。

民営化後の貯金残高の推移をみると、半年後の2008年3月末には181.7兆円と7.2兆円もの減少となっている。その内訳をみると新規貯金は15.1兆円増えたものの、特別貯金が22.3兆円の減と大きく減少していることから、特別貯金（定期性貯金）の他の民間金融機関への預け換えが急速に進んだことがこの貯金減少の主因と考えられる。また、図表2の経営見通しの預金残高推移（2007年度

末で185～187兆円)と比較すると、これが日本郵政の予想を大幅に下回る貯金減少であることもわかる。

だがこの急速な貯金の減少もその後は鈍化し、2008年3月末から2008年9月末の半年間の貯金残高は3.1兆円減となった。その内訳は新規貯金が18.6兆円の増、特別預金が21.7兆円の減である。これには2つの要因が考えられる。

1つは、急速な貯金減少に危機感を抱いたゆうちょ銀行と窓口業務を担う郵便局(郵便局会社の手数料収入の約半分はゆうちょ銀行からのもの)が郵政公社時にはしなかった貯金獲得のためのさまざまなキャンペーンをおこない、貯金の減少を阻止することに力を注いだことである¹¹⁾。図表7はゆうちょ銀行の貯金推進キャンペーンの内容を示しているが、とくに2008年4月以降に切れ目のない様々な貯金獲得のキャンペーンが打ち出されているのがよくわかる。

もう1つは、2007年後半以降のアメリカの金融危機に端を発する全般的な経済・金融環境の悪化の中、わが国でもそれまでの「貯蓄から投資へ」の流れが逆転して「投資から貯蓄へ」、リスク資産から安全資産への退避が進行し、それ

図表7 ゆうちょ銀行の貯金推進キャンペーン

キャンペーン名	内 容
・郵政民営化記念宝くじ キャンペーン 【2007.10.10～11.9】	定期貯金100万円につき期間3年未満2,000円相当、3年以上4,000円相当の宝くじをプレゼント。
・金利優遇キャンペーン 【2007.12.3～12.28】	個人が対象。 50万円以上の定期貯金の金利を0.2%優遇。
・退職金キャンペーン 【2008.2.4～5.30】	退職金受取者が対象。 100万円以上の定期貯金の金利を0.3%優遇。
・定額貯金キャンペーン 【2008.5.12～12.30】	満期を迎えた定額貯金が対象。抽選で8000名にギフトカードをプレゼント(最高5万円分)。 定額貯金または定期貯金100万円ごとに1口応募。
・金利優遇キャンペーン 【2008.6.2～8.1】	個人が対象。 50万円以上の定期貯金の金利を1年:0.2%、3ヵ月:0.5%優遇。
・年金キャンペーン 【2008.8.15～10.29】	公的年金受取者が対象。 50万円以上の定期貯金の金利を0.3%優遇。
・冬の金利優遇キャンペーン 【2008.10.30～2009.1.30】	50万円以上の定期貯金(期間1年)の金利を0.25%優遇。

資料:ゆうちょ銀行のウェブサイトより。

図表 8 家計の金融資産の構成比の推移

	2006年	2007年				2008年				2008年9月末 残高(兆円)
	12月末	3月末	6月末	9月末	12月末	3月末	6月末	9月末		
残 高(兆円)	1,554	1,545	1,571	1,548	1,544	1,483	1,504	1,467		
構 成 比 (%)	現金・預金	50.0	49.8	49.5	49.7	50.8	52.3	52.2	53.1	779
	債券	2.7	2.8	2.7	2.9	2.9	3.0	2.9	2.9	43
	投資信託	3.9	4.2	4.7	4.7	4.7	4.3	4.4	4.0	59
	株式・出資金	12.7	13.0	13.1	12.0	10.7	9.0	9.5	8.1	118
	保険・年金準備金	25.6	25.9	25.6	26.2	26.2	27.1	26.7	27.4	402
	その他	5.0	4.3	4.3	4.3	4.8	4.4	4.3	4.5	66

資料：日本銀行「資金循環統計」より。

が貯金残高の減少鈍化にかなり寄与したと考えられる。図表8は家計が保有する金融資産の構成比の推移をみたものであるが、2007年9月末と2008年9月末を比較すると現金・預金の比率は49.7%から53.1%と3.4ポイント上昇しており、同期間の投資信託と株式・出資金の合計の比率は16.7%から12.1%へと4.6ポイント下落していることから「投資から貯蓄へ」の逆流が明瞭に確認できる。

2008年12月末の貯金残高は179.1兆円と民営化後初めての貯金増（前四半期比0.5兆円増）となった。9月末からの3ヵ月間で新規貯金は7.1兆円増え、特別貯金は6.6兆円の減少にとどまったためである¹²⁾。これもゆうちょ銀行・郵便局による貯金獲得の取り組みの一定の成果であるが、それ以上に2008年9月15日の「リーマン・ショック」以降の「100年に1度の危機」と表現されるほどの経済・金融環境の急激な悪化に由来する「投資から貯蓄へ」の流れによるものと考えられる¹³⁾。

4. ゆうちょ銀行の資金運用の状況

次にゆうちょ銀行資金の運用状況を図表9でみてみよう。まずこれで最も特徴的なのは民営化後1年を経てもゆうちょ銀行資金の大部分が有価証券（173兆円、84.2%）、とりわけ国債（156兆円、76.1%）で運用されており、かつこの1年間に総資金量を約19兆円、8%ほど減少させたためにその構成比を高めていることである。前述したように、ゆうちょ資金のうち機構から運用委託された

図表9 ゆうちょ銀行資金の運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2007年10月1日		2008年3月末		2008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
貸出金	39,926	1.8	37,715	1.8	37,663	1.8
有価証券	1,708,082	76.4	1,725,321	84.1	1,726,626	84.2
国債	1,555,099	69.6	1,567,731	76.4	1,560,483	76.1
地方債	80,076	3.6	74,992	3.7	68,190	3.3
短期社債	—	—	—	—	6,976	0.3
社債	70,231	3.1	78,016	3.8	82,851	4.0
株式	—	—	—	—	9	0.0
外国証券	2,675	0.1	4,580	0.2	8,114	0.4
金銭の信託	6,031	0.3	4,125	0.2	4,535	0.2
預け金等	58,943	2.6	39,847	1.9	44,527	2.2
コールローン	8,000	0.4	36,550	1.8	19,674	1.0
債券貸借取引支払保証金	—	—	—	—	65,644	3.2
預託金	388,585	17.4	207,000	10.1	150,900	7.4
その他	16,761	0.8	142	0.0	96	0.0
合計	2,234,270	100.0	2,050,701	100.0	2,049,668	100.0

注：2008年9月末の「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。

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

特別貯金部分は国債等の安全資産で運用することが義務づけられている。だが、2008年9月末の特別貯金の額は87.8兆円であり同時期の国債および地方債での運用額163兆円はこれをはるかに上回っており、新規貯金部分の運用もそのほとんどが国債を中心とする運用であったことを示している。つまり、後にみるように、ゆうちょ銀行は民営化によりその資金運用にある程度の自由度が与えられたにもかかわらず、この1年間は資金運用の構成をほとんど変化させることがなかったのである。

だが、ゆうちょ銀行が早期に株式上場を果たしかつその株式をそれ相応の価格で民間に売却するためには、低利回りの国債に極端に依存したこれまでの資金運用構造を是正して相対的に収益性の高い分野、国債以外の有価証券投資の比重を高めかつ新たな分野への貸し出しを推進することが不可欠であるというのが日本郵政・ゆうちょ銀行自身も含めほぼ共通認識であったはずである。『ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌 2008』の中の「当行における今後の取り

図表10 ゆうちょ銀行の資金利回り・利ざや

	2007年度	2008年度中間
資金運用利回り	1.19%	1.16%
うち貸出金	1.16%	1.17%
うち有価証券	1.08%	1.11%
うち預託金	1.75%	1.69%
資金調達利回り	0.37%	0.36%
うち預金	0.19%	0.21%
うち借入金	1.76%	1.68%
資金粗利ざや	0.82%	0.80%
貯金経費率	0.66%	0.67%
総資金利ざや	0.16%	0.13%

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

組み」においても、「当行の収益構造が国債運用による金利収益を中心としたものとなっていることから、適切なりスクコントロールの下で運用手段を拡充し、収益源泉の多様化と ALM の高度化を通じて、資金運用での価値創造を拡大し、より安定的な期間収益確保に取り組みます。」と述べている。にもかかわらず、実際の資金運用構成をほとんど変化させず、かつ図表10にみられるように、資金運用利回りおよび利ざや¹⁴⁾をわずかながら低下させるような資金運用に結果したのはなぜであろうか。

その理由はいくつかあると考えられるが、最大の理由はこれもこの間の経済・金融環境の悪化であろう。ゆうちょ銀行は2008年度当初は本体での外国証券（主に外国国債、国際機関債）投資、および金銭の信託による運用会社に委託した国内外株式・外国債券（主に外国社債）への投資を本格的に拡大させていくつもりだったようだ¹⁵⁾。だが、2007年度下期につづき、2008年上期も予想を超えるかなり厳しい投資環境が待ち構えていたのである。

図表11は日経平均株価の推移をみたものであるが、2002年以降の日本経済のゆるやかな回復に伴い2003年4月末に7,831円で底をつけた株価は以後趨勢的に上昇し2007年6月末に18,138円の最高値となった。だが、アメリカのサブプライムローン問題に端を発する欧米の金融危機の影響で以後下落基調となり、2008年3月末には12,526円にまで下げている。その後、株価はやや上昇し2008年5月

図表11 日経平均株価（月末値）の推移



資料：日本銀行より。

図表12 米ナスダック総合指数（月末値）の推移



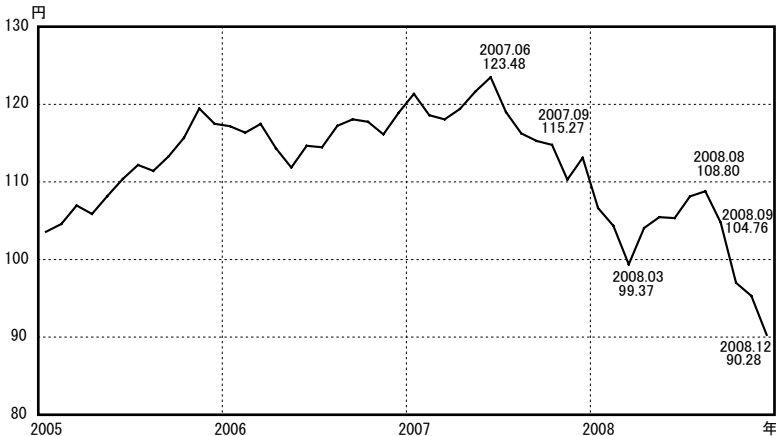
資料：Yahoo! FINANCE より。

末は14,339円となったが、6月以降は欧米の金融危機が深刻化するにつれて下落しつづけ、2008年9月末には11,260円となった。

アメリカの株価も日本とほぼ同じような動きをしている。図表12はアメリカのナスダック総合指数の推移をみたものであるが、2007年10月末に2,859のピークをつけ、以後、2007年2月末の2,272まで下げた後2008年5月末には2,522まで上昇するが、金融危機の深化とともに2008年9月末には2,092まで下げている。

図表13は円・ドル為替レートの推移をみたものである。2005年以降の円の対ドル最安値は2007年6月末の123.5円で、その後2007年9月末115.3円、2008年3月末には99.4円もの円高となった。以後2008年8月末の108.8円と円高が是正されるが、やはり欧米の金融危機の深化とともに再度円高が進み2008年9月末には104.8円となっている。

図表13 円・ドル為替レート（月末値）の推移



資料：日本銀行より。

図表14はゆうちょ銀行が保有する金銭の信託および外国債券の売却損と評価損を示している。2007年度決算では金銭の信託の売却損が149億円、貸借対照表上の評価損が1,026億円、時価が著しく下落した有価証券に対して損失を計上する減損処理額が122億円となっている。ゆうちょ銀行本体で保有する外国債券の評価損は83億円だった。2008年度中間期決算では金銭の信託の売却損が前期の

図表14 ゆうちょ銀行の金銭の信託と外国債券の売却損・評価損

(単位：億円)

	2007年度	2008年度中間期
金銭の信託の売却損益（ネット）	▲ 149	▲ 359
金銭の信託の評価損益（ネット）	▲ 1,026	▲ 904
金銭の信託評価損の減損処理額	122	364
外国債券の評価損益（ネット）	▲ 83	▲ 504

注：外国債券は決算公告では「その他証券」に分類され、その約96%を占める。

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

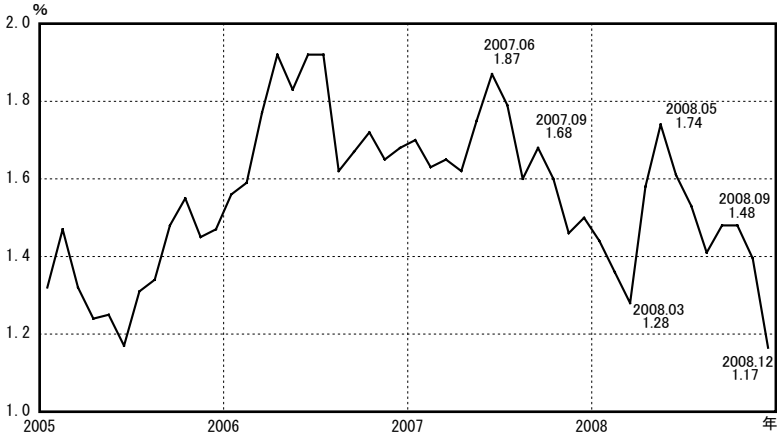
倍以上の359億円、評価損は904億円とやや減少するものの、減損処理額は前期の約3倍の364億円を計上している。また外国債券の評価損は前期の約6倍の504億円になっている。

その結果、図表9にみられるように金銭の信託はこの1年間で6,031億円から4,535億円と25%減少し、外国証券は2,675億円から8,114億円と3倍には増えているものの2008年度中間期決算で504億円の評価損を出したように投資の拡大にブレーキがかかっている。

この点について、日本経済新聞（2008年12月17日）は、「ゆうちょ銀行は2010年度を目指す株式上場までに、外国企業の社債などを数兆円買い増す予定だった。ところが、金融危機で欧米の発行市場が縮小し、流動性も大きく低下。「市場が壊れた中では投資も慎重にならざるを得ない」（ゆうちょ銀幹部）ため、秋口以降の購入額は予定を大幅に下回っているという。」と報じている。郵政公社時の2006年3月末には郵便貯金本体での外国債投資が3.1兆円（構成比1.6%）、金銭の信託が3.3兆円（同1.7%）であった¹⁶⁾ことと比較しても、資金運用面での収益構造の転換にはほど遠いのが現状であろう。

しかし、皮肉にも、このようにゆうちょ銀行が資金運用構成をほとんど変化させることができなかったことが、すでにみたゆうちょ銀行の順調な経営成績に結果したのである。ゆうちょ銀行のローリスク・ローリターン为国債中心の資金運用は、運用利回りは低くても確実に利益を出せるものである。これにより、とりわけ2008年度中間期決算は、ゆうちょ銀行が金融機関の中で最も金融危機の影響が少なかったのである¹⁷⁾。

図表15 長期金利（月末値）の推移



資料；日本銀行より。

また、この間の金融危機は、民間金融機関の保有するリスク資産の縮小と安全資産である国債保有の増大をもたらし、長期金利を押し下げる（国債価格は上昇し、保有国債の評価益は増加する）結果にもなっている。図表15は長期金利（10年物国債利回りの月末値）の推移をみたものだが、民営化以前の2007年6月末に1.87%であった長期金利は2007年9月末に1.68%、2008年3月末には1.28%にまで低下した。その後、2008年5月末には1.74%まで上昇するものの以後低下し、2008年9月末には1.48%となった（2008年12月末は1.17%）。図表2のゆうちょ銀行の経営見通しの下段、「金利が上昇した場合」にも示されているように、長期金利の上昇は資金運用収益以上に資金調達費用を増大させ経常利益と純利益を減少させる要因になっているので、長期金利がこの1年間低水準で推移したことはゆうちょ銀行の経営成績に貢献したと考えられる。

5. ゆうちょ銀行の投資信託の取扱状況と新規業務の状況

最後に、ゆうちょ銀行の投資信託の取扱状況と、民営化後に認められた新規

業務の状況についてみてみよう。

まず、投資信託の取扱状況であるが、投資信託の販売は郵政公社時の2005年10月から開始され、その後徐々に純資産残高と保有口座数を増大させ、1年後の2006年9月末には残高3,604億円と21万口座、2年後の2007年9月末には残高1兆83億円と47万口座となり、はじめて純資産残高1兆円台を達成してゆうちょ銀行にひきつがれた。ゆうちょ銀行はこの投資信託の販売を手数料収入の重要な柱と位置づけ、民営化後に投信販売の取扱店舗を397増やして、233のゆうちょ銀行直営店と1,319の郵便局の計1,552店舗にして投資信託の販売増に取り組んだ。しかし、図表16にみるように、郵政公社時の2007年度上期の販売金額が3,569億円だったのに対し、民営化後の2007年度下期には1,475億円と約6割減となり、2008年度上期も1,299億円と引き続き減少し、さらに2008年度第3四半期(10月～12月)には「リーマン・ショック」後の株価急落と円高の進行を反映して258

図表16 ゆうちょ銀行の投資信託取扱状況

	ゆうちょ銀行取扱投資信託			公募株式投信 純資産残高 (億円)
	純資産残高 (億円)	販売金額 (億円)	保有口座数 (千口座)	
2007年9月末	10,083	3,569	468	675,092
2007年10月末	10,388	—	475	690,681
2007年11月末	10,144	—	483	654,444
2007年12月末	10,440	—	490	667,844
2008年1月末	9,863	—	497	607,128
2008年2月末	10,038	—	503	612,980
2008年3月末	9,785	1,475	508	577,493
2008年4月末	—	—	—	613,090
2008年5月末	—	—	—	626,325
2008年6月末	10,610	738	528	605,911
2008年7月末	—	—	—	609,539
2008年8月末	—	—	—	596,620
2008年9月末	9,918	561	543	528,286
2008年10月末	—	—	—	421,484
2008年11月末	—	—	—	405,857
2008年12月末	8,272	258	548	408,433

注：販売金額の2007年9月末の数値は2007年度上期の合計、2008年3月末のは2007年度下期の合計、2008年6月末以降のは四半期合計のものである。

資料：ゆうちょ銀行、投資信託協会のウェブサイトより。

億円と急減している。ちなみに、郵政公社時に最も販売金額が多かった月は2007年6月の871億円だった。その結果、2007年12月末には1兆440億円だった純資産残高も2008年9月末には9,918億円となり、2008年12月末には8,272億円にまで減少した。

この投資信託の販売減は、この間の株安・円高など市場環境の悪化を要因とするだけではなく、2007年9月末の金融商品取引法施行に伴う顧客に説明義務を尽くし投資の適合性を確認するための窓口対応の増大も「リーマン・ショック」以前には大きく影響していたと考えられる。図表16に参考として示したわが国の公募株式投信純資産残高の推移をみても、2007年10月末の69.1兆円をピークに以後傾向的に減少をつづけ、2008年9月末には52.8兆円と約24%減少している。また、2007年12月末から2008年12月末の1年間では39%もの大幅な減少となり、これからも「投資から貯蓄へ」の流れがはっきりうかがえる。

公募株式投信純資産残高の大幅な減少に比べれば、ミドルリスク・ミドルリターンの投資信託の販売が中心だったゆうちょ銀行の純資産残高の減少は2008年12月末までの1年間で21%と少ないが、すでにみたように2008年度第3四半期の販売高は258億円とかなり大きく落ち込んでいる。ゆうちょ銀行の2008年度の投信販売目標は公表されていないが、郵政公社時も含めた2007年度の販売目標は当初1兆1,000億円で、後に下方修正されて8,000億円となり、2007年度実績は5,000億円になったこと、そして2008年度の4月～12月の実績がわずかに1,557億円であったことをみれば、投資信託の販売手数料が収益の柱として育つのは、なおかなりの時間を要すると考えられる。

つづいて、民営化後に政府より新たに認められた資金運用対象および業務の状況をみてみよう。図表17にその一覧を示している。その上段はゆうちょ銀行の資金運用対象の拡大であり、下段が新規業務でこれまでに認められたものと認可申請中のものである。

ゆうちょ銀行の資金運用対象の拡大は2007年12月に政府より認可を得たものであるが、これに関しては『ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌 2008』の「当行の経営戦略」において、「当行の収益構造が国債運用による金利収益を中

図表17 ゆうちょ銀行の新規運用対象と新規業務の状況

運用対象	実施状況等
①シンジケートローン（参加型）、特別目的会社（SPC）への貸付	2008.1 シンジケートローン（参加型）融資を実行
②公共債の売買	市場の状況等を勘案しながら、態勢整備が出来次第、運用開始予定
③信託受益権の売買、株式の売買等	2008.3 信託受益権の取得を実行
④貸出債権の取得又は譲渡等	2008.2 貸出債権の取得を実行
⑤金利スワップ取引、金利先物取引等	2008.2 金利スワップ取引を実行
⑥リバースレポ取引	2008.6 リバースレポ取引を実行
新規業務	実施状況等
①クレジットカード業務	2008.5.1 業務開始（直営店・郵便局で展開中）
②変額個人年金保険等生命保険募集業務	2008.5.29 業務開始（直営店164店舗で展開中）
③住宅ローン等の媒介業務	2008.5.12 業務開始（直営店50店舗で展開中）
③個人向けローン （住宅ローン、カードローン等）	ノウハウを蓄積し、媒介業務開始の1年後を目処に、自社ローンの取扱開始を希望 【2006.11.22 郵政民営化委員会】
④流動性預金の預入限度額廃止	2008.4.1 金融庁、総務省、郵政民営化推進室あて政令改正要望を提出

資料：ゆうちょ銀行「郵政民営化委員会（第46回）ヒアリング資料」（2008年10月8日）より。

心としたものとなっていることから、適切なリスクコントロールの下で運用手段を拡充し、収益源泉の多様化とALMの高度化を通じて、資金運用での価値創造を拡大し、より安定的な期間収益確保に取り組みます。具体的には、金利リスクのコントロール手段として金利スワップ等を活用し、市場変動の影響のマネージに努め収益を確保していくとともに、信用リスクを見極めながら、シンジケートローン等の市場型のクレジット資産への投資の拡大を図ります。」と説明している。

これらの新規運用対象に向けられた資金の規模・内容等には情報開示が少なく正確には把握できないものが多い。例えばシンジケートローンは2008年1月から開始され、みずほコーポレート銀行が主幹事を務める新日本製鉄向けの協調融資（総額160億～170億円）のうち約5億円分を担当したこと、2008年3月末のシンジケートローンの実績は約200億円だったことが新聞で報じられた¹⁸⁾だけで、2008年9月末のシンジケートローンの実績は不明である。また、2008年9月末のリバースレポ取引残高（債券貸借取引支払保証金）は6兆5,644億円、貸出

債権の取得（買入金銭債権）は333億円、証券化商品（信託受益権、債券などに分類）の保有額は5,451億円だった¹⁹⁾が、その内容に不明な点も多い。

これら新規の資金運用の中で最も金額の大きいのはリバースレポ取引であるが、これは短期金融市場の1つである債券レポ市場での資金運用であり、以前はコール市場や債券現先市場などで運用されていたゆうちょ銀行の短期資金がこれに振り向けられたものである。したがって短期金融市場における運用の拡大という性質から収益の拡大に寄与するところは少ないとみられる。

次に金額の大きいのは証券化商品での運用で、その運用額は2008年3月末の約3,800億円²⁰⁾から2008年9月末には5,451億円となっているのが注目される。その内訳は住宅ローン証券化商品が4,282億円、法人向けローン証券化商品613億円、その他（クレジットカード債権等を裏付資産とする）証券化商品555億円となっている。また、ゆうちょ銀行が保有する証券化商品の中にはサブプライム関連のものは含まれておらず、2008年度中間期決算では減損・売却損が発生していないのも特徴である。わが国の証券化商品市場の規模をその発行規模でみると、2007年度が6.8兆円、2008年度上半期が2.3兆円であるから²¹⁾、ゆうちょ銀行の証券化商品市場で存在はかなりのものとなっていることが分かる。しかし、この間の金融危機の中で証券化商品市場も大きく縮小しており、この市場でゆうちょ資金の運用を大きく拡大するのは当面は困難であろう。

シンジケートローンと貸出債権取得の規模は、業務を開始してからまだ日が浅いとはいえ、わが国の市場規模に比べるとかなり小さい。2007年度のシンジケートローンの市場規模（組成額）は26.1兆円であり、貸出債権の流動化の市場規模は5.3兆円だった²²⁾。このことから、全国銀行協会は「(ゆうちょ銀行の)運用手段の多様化は堅実に進み、銀行界への影響は、これまでのところ、ほとんど見受けられない」²³⁾と評価している。ゆうちょ銀行がシンジケートローンと貸出債権取得にどの程度の年度目標を設定しているかは公表されていないが、その実績額からみて「堅実」というよりは「不調」と表現するのが適切であろう。

図表17の下段には、2008年4月に政府より認可を受けたクレジットカード業

務、変額年金保険募集業務、住宅ローン等の媒介業務の実施状況と、ゆうちょ銀行自身がおこなう個人向けローンと流動性預金の預入限度額廃止の申請状況を示している。

ゆうちょ銀行は「リテールビジネスモデルの実現」を当面の事業戦略としてかかげ、その1つの柱として「生活設計・資産形成コンサルティング営業の強化」を打ち出しており、その具体的内容として「預金・投信等運用ポートフォリオ提案、住宅ローン・カードローン、クレジットカード業務、コンサルティング特化型店舗等」をあげている。したがってこれらの新規業務は今後のリテールビジネスの重要な柱として位置づけられている。

だが、図表18でこれら新規事業の2008年9月末における実績をみると、スルガ銀行との業務提携により実現したスルガ銀行の住宅ローンの媒介業務は175億円（年度目標2,100億円の8.4%）、クレジットカード（JP BANK カード）の発行枚数は8.5万枚（年度目標100万枚の8.5%）、変額年金保険の募集業務²⁴⁾は63億円（契約件数は1,356件）と、かなり低調であり、年度目標の達成は絶望的である。これは、この間の景気の低迷も幾分反映してはいるが、住宅ローンやクレジットカードなどは市場がほぼ飽和状態であり、すでに一定のシェアを保持している金融機関の間を分け入って最も後発のゆうちょ銀行がこれらの新規事業の分野でシェアを拡大することがかなり難しいことを示している。

図表18 ゆうちょ銀行の新規事業と達成率

	住宅ローン媒介	クレジットカード	変額年金保険
2008年9月末	175億円	8.5万枚	63億円
2008年度目標	2,100億円	100万枚	—
達成率	8.4%	8.5%	—
[参考] 国内市場規模等	住宅ローン残高 106兆7,775億円 (2007年度末)	発行枚数 2億9,266万枚 (2006年度末)	契約高 16兆4,045億円 (2007年度末)

注：変額年金保険は目標を公表せず。契約件数は1,356件。

資料：ゆうちょ銀行のウェブサイトおよび全国銀行協会「郵政民営化委員会（第47回）ヒアリング資料」（2008年11月8日）より。

6. 経済・金融環境激変下のゆうちょ銀行の今後

2008年9月の「リーマン・ショック」以降、「100年に1度」とも形容される世界金融危機の大津波が日本経済を襲い、急激な株安と円高をもたらすとともに、実体経済にも深刻な影響を与えている。

日本銀行は2009年1月22日の金融政策決定会合で、当面の景気判断を「わが国の景気は大幅に悪化しており、当面、悪化を続ける可能性が高い。」とした。実質GDPの成長率の見込みも、従来のプラス予想を改め、2008年度がマイナス1.8%、2009年度がマイナス2.0%と大幅なマイナス成長を見込んだ。いずれも過去最悪となった1998年度（マイナス1.5%）を下回るマイナス幅である。また、2009年度は消費者物価上昇率もマイナス1.1%と厳しいデフレ状態に入るとみている²⁵⁾。景気悪化のスピードはこれまでの予想より速く、長期化する可能性が高い。

では、このように急激に悪化しつづけている経済・金融環境はゆうちょ銀行の今後にどのような影響を及ぼすのであろうか。この点について、主要民間シンクタンクの経済予測等もふまえて展望したい。

これまでみたように、ゆうちょ銀行のこの1年間の経営成績は表向き順調であったが、その主因は、この間の経済・金融環境の悪化の中、ゆうちょ銀行が従来の国債中心の資金運用構造を変えることができず、その結果、他の民間金融機関より金融環境の悪化の影響を受けることか少なかったことにあった。これは、2008年度中間期決算においてより明瞭に現れた。したがって、経済・金融環境が一層悪化する中での2009年3月期決算でも、利益が当初の見込みを下回ることはあってもそれは大幅なものではなく、他の民間金融機関と比べれば相対的に良好な経営成績をあげると考えられる。また、ゆうちょ銀行の資金運用構造は2009年度においてもあまり変化することなく推移することになる。

貯金は2007年度末までは年10兆円規模での減少をつづけていたが、2008年度上期の減少は3.1兆円と鈍化し、2008年12月末には初めて0.5兆円の増となった。これにより、2008年度は貯金残高の減少を4兆円台にするという目標も実現性を

増してきた。だがこの貯金増も、ゆうちょ銀行・郵便局の努力以上に、この間の経済・金融環境の悪化の中での「投資から貯蓄へ」の流れによるところが大きいと考えられる。また今後、ゆうちょ銀行が現在申請中の流動性貯金の預入限度額の廃止が認められるならば、これも貯金量減少の大きな歯止めになろう²⁶⁾。2009年度も貯金量の減少を前年度よりも抑えることができれば、長期金利は1.5%前後のかなり低い水準で推移する見込みであるので、低利回りの国債を中心とした資金運用でも安定した収益を確保することができ、ゆうちょ銀行の経営成績に貢献することになろう。

他方、この間の「投資から貯蓄へ」の流れは、ゆうちょ銀行の投資信託取扱業務に対してはかなりのマイナスの影響をもたらした。ゆうちょ銀行は投資信託の取扱業務を将来の収益の柱の1つにすべく民営化以前からかなり力を注いできたが、経済・金融環境が一層悪化する中で2008年度末にかけてその取扱高および純資産残高ともに減少し、2009年度も足踏み状態を続ける可能性が高い。ゆうちょ銀行の投資信託の取扱状況がふたたび増勢に転じるのは、今後どの時点で株価が底をつけて、日本経済の不況脱出を展望できるかによるが、2009年の年末以降か2010年度以降となろう。

ゆうちょ銀行の新規の資金運用と新規業務は、証券化商品での資金運用以外はみるべき成果を上げていない。その証券化商品での資金運用も、慎重な運用方針から世界的な金融危機の影響をまぬがれたとはいえ、ゆうちょ銀行の資金運用構造の転換を示すほどのものにはなっていない。世界的金融危機の主要因が欧米の証券化商品市場の崩壊であることからしても、ゆうちょ銀行も証券化商品での資金運用に慎重にならざるをえず、その資金運用の比重を大きく高めるのは当面は困難であろう。

ゆうちょ銀行は2009年5月頃に自社ローン（住宅ローン、カードローン等）の業務開始を希望しているが、すでにみたようにこれまでの新規事業の達成状況からすれば、予定通り認可を受けることができるか不透明になっている。仮に認可を受けたとしても、この個人向け自社ローンをリテールビジネスの柱に育てるのはかなりの年月を要すると考えられる。

このようにみると、2009年度も厳しい経済・金融環境がつづくことから、株式市場へ向けてのゆうちょ銀行の最大の課題である収益構造の転換が大きく進むことは無いと考えられる。

図表19は日本銀行の「資金循環統計」により、国債の所有者別の推移をみたものである。郵政公社が公表した国債保有額とはやや異なるものの、民営化直

図表19 国債の所有者別内訳の推移

(単位：兆円)

	2004年3月末		2005年3月末		2006年3月末		2007年3月末		2007年9月末		2008年3月末	
	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合	金額	割合
郵便貯金	87.6	15.4%	109.7	17.1%	126.2	18.9%	140.0	20.8%	149.9	22.3%	—	—
簡易保険	50.1	8.8%	55.1	8.6%	57.0	8.5%	61.0	9.1%	63.2	9.4%	—	—
銀行等	138.8	24.4%	142.6	22.2%	135.8	20.4%	127.8	19.0%	117.8	17.5%	283.6	40.8%
生損保等	47.0	8.2%	54.9	8.5%	58.4	8.8%	61.9	9.2%	61.7	9.2%	129.2	18.6%
公的年金	46.0	8.1%	57.6	9.0%	61.5	9.2%	68.3	10.1%	71.9	10.7%	77.8	11.2%
財政融資資金	53.5	9.4%	48.8	7.6%	39.6	5.9%	23.9	3.5%	20.1	3.0%	10.9	1.6%
年金基金	19.8	3.5%	21.2	3.3%	23.9	3.6%	26.1	3.9%	26.7	4.0%	26.6	3.8%
その他	127.0	22.3%	152.4	23.7%	164.8	24.7%	164.5	24.4%	162.1	24.1%	162.3	23.3%
合計	569.8	100.0%	642.4	100.0%	667.0	100.0%	673.5	100.0%	673.4	100.0%	695.2	100.0%

注1：政府短期証券（FB）は含まない。

注2：2008年3月末の係数については、「銀行等」はゆうちょ銀行、「生損保等」はかんぽ生命を含む。

資料：日本銀行「資金循環統計」より。

図表20 かんぽ生命資金の運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2007年10月末日		2008年3月末		2008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
現金及び預金	12,288	1.1	20,801	1.9	17,747	1.6
コールローン	8,885	0.8	7,886	0.7	14,928	1.3
債券貸借取引支払保証金	—	—	14,548	1.3	12,767	1.1
買入金銭債権	—	—	599	0.1	21	0.0
金銭の信託	59,794	5.3	18,615	1.7	5,732	0.5
有価証券	840,427	74.5	855,688	76.6	854,624	76.5
国債	672,913	59.6	689,599	61.7	710,652	63.6
地方債	35,480	3.1	37,115	3.3	40,721	3.6
社債	120,237	10.7	103,874	9.3	92,146	8.2
外国証券	11,796	1.0	25,098	2.2	11,103	1.0
貸付金	206,844	18.3	199,212	17.8	190,223	17.0
合計	1,128,239	100.0	1,117,353	100.0	1,096,045	100.0

資料：かんぽ生命のウェブサイトより。

前の2007年9月末の国債保有額（全体に占める割合）は郵便貯金が150兆円（22.3%）、簡易保険が63兆円（9.4%）、両者合計で213兆円（31.7%）と過去最大だった。その後、民営化によりゆうちょ銀行は「銀行等」、かんぽ生命は「生損保等」に含まれるようになったが、図表9でみたようにゆうちょ銀行の国債保有額はほとんど減少していない。また図表20はかんぽ生命資金の資金運用状況をみたものであるが、ここでも国債保有額は2008年9月末で71兆円（構成比63.6%）と民営化開始時よりも増えていることがわかる。これにゆうちょ銀行の国債保有額を合計すると227兆円となり、「資金循環統計（速報値）」による2008年9月末の国債残高は682.9兆円なので、国債の約3分の1が民営化された金融2社によって保有されているのである。

さらに、2009年度のが国の一般会計予算（政府案）は、急速な景気悪化に対応する大幅な歳出増により88兆5,480億円と過去最大となる一方、税収不足を補う新規国債の発行額は33兆2,940億円と当初予算ベースで5年ぶりに増加し、財政の「借金体質」が一段と強まることになる。また、財政投融资計画は15兆8,632億円と10年ぶりに増加し、財投債（国債）も8兆円発行されるので、これも合わせた2009年度の国債発行額は41.3兆円となる²⁷⁾。

このような状況では、仮に2010年度以降に景気の緩やかな回復が実現したとしても、ゆうちょ銀行（およびかんぽ生命）の収益構造の転換は国債保有額の減少を伴わざるをえないので、それはわが国の国債管理政策にとって大きな障害要因となる可能性がある。

また、ゆうちょ銀行にとっても、景気回復に伴い他の相対的に収益の高い資金運用部面が見込まれたとしても、国債市場で保有国債を大量に売却すれば、国債価格の下落＝長期金利の上昇によって国債市場を攪乱し、結果的に自らの首を絞めかねないことになるので、保有国債を売ろうにも売れない事態が生じる可能性がある。

このようにみるならば、民営化から2009年度末にかけてのゆうちょ銀行の資金運用構造の状況と見込みは基本的に国債中心のものであって、大きく変わることはないと考えられるが、その後の2010年度以降、ゆうちょ銀行が収益構造

の転換を進めて株式上場・売却を成功させるには、保有する巨額の国債をいかにして減少させていくのか、またどの程度まで減少させることが可能なのかという大きな難題を抱えていることが分かる。これは郵政民営化それ自体が内包しているジレンマといえよう。

7. おわりに

日本郵政の西川社長は2008年12月9日の衆議院総務委員会で、それまで目標としてきた2010年度のゆうちょ銀行、かんぽ生命および日本郵政の株式上場について「実質上大変難しくなっている」と述べた。西川社長はこれまで早ければ2010年度、遅くとも2011年度までに上場する方針を打ち出していたが、深刻化する世界的な金融危機がわが国の実体経済にも悪影響をおよぼし市場環境が著しく悪化していることから、現実には2010年度の上場は難しいとの考えを示したものだ。

日本経済新聞（2008年10月7日）によれば、日経平均株価が1万500円を割った10月6日時点で、日経平均採用225銘柄中約半数の109銘柄がPBR（株価純資産倍率）1倍を下回ったという。株価はその後10月27日に最安値7,163円をつけ、2009年1月においても8,000円前後で低迷をつづけている。株式市場の環境が大きく改善しない限りゆうちょ銀行等の株式上場が望めないことは当然である。

だが、この株式上場の問題は市場環境だけに帰せられる問題ではない。これまでみてきたように、ゆうちょ銀行は株式上場に欠かせない収益構造の転換が進んでおらず、2009年度も同様の足踏み状態が続くと予想される。いうまでもなく、ゆうちょ銀行の新規業務等は1年や2年ですぐ大きな収益を上げられるというものではない。だがゆうちょ銀行が新たなビジネスモデルを示してそれによる成長シナリオを描けなければ、ゆうちょ銀行の株式を買う投資家の出現は望めないのである。

日本郵政は本来ならば2008年度初頭に出すべき中期経営計画を2009年1月末においても公表できない状況に陥っている。これも、経済・金融環境の激変が日

本郵政グループの経営を先が読めないものになっているからであるが、ゆうちょ銀行に限れば当初描いていたビジネスモデルによる経営計画・収益の見込みが全く期待はずれとなり、策定中の中期経営計画の抜本的な見直しが必要となったからであろう。

ゆうちょ銀行は今後どのような経営計画のもと株式上場を目指すのか。そして、それが本当に可能なのか。また、次期衆議院選でもし民主党中心の政権が成立した場合、民営化のゆくえはどうなるのか。ゆうちょ銀行の今後の動向を注目していきたい。

【注】

- 1) 民主党と国民新党が合意した「郵政事業の抜本的見直しの方向性」では、「郵政事業の機動的経営を確保するため、現行の株式会社形態は改めない」としつつも、「分割による弊害の大きい持ち株会社・4分社化体制を見直し、郵政3事業が一体的に提供できるように再編成する。」とし、「国は、持ち株会社に対し完全に支配権を行使するに十分な比率の株式を保有する。金融2会社についても同様に一定の株式保有を義務付け、100%株式売却条項は削除する。」「郵政民営化法は廃止し新たな郵政事業における国民の権利を保障するための改革法を制定する。」などとしている。(国民新党のウェブサイトより。)
- 2) 2007年度決算発表時(2008年5月30日)の2008年度決算の見通しは、経常収益2兆4,400億円、経常利益4,600億円、当期純利益2,800億円だったが、2008年度中間期決算発表時(2008年11月28日)に経常収益は2兆4,800億円、経常利益は4,700億円に修正された。
- 3) 三菱UFJフィナンシャル・グループのIR資料より。以下、本文の三菱東京UFJ銀行に関する財務データの出所も同じ。
- 4) 『月刊金融ジャーナル』(2008年9月号)「地銀・第二地銀の収益性・健全性指標」より。
- 5) 全国銀行協会がとりまとめた「全国銀行の平成20年度中間決算の状況(単体ベース)」によれば、2008年度中間期決算において経常利益が前年度中間期比で減益となった銀行は全国銀行124行中、74行で、赤字となった銀行は40行だった。
- 6) 『月刊金融ジャーナル』(2008年8月号)「全国銀行のOHR」より。
- 7) この点に関し、西川善文日本郵政社長は2008年11月28日の定例会見において「現状としては、ゆうちょ銀行のOHRを見ますと約68%になっていますから、例えば地方銀行に比べても、やはり10ポイント前後は高いのではないのでしょうか。そういう面がありますから、やはり郵便局会社において、人手のかからないもっと効率的なシステムを構築する、あるいは事務の省力化を図っていくといったことにより合理化、効率化を進めるといったことも、経営努力として必要なことだと思います。」と述べている。(日本郵政のウェブサイトより。)
- 8) 総務省「日本郵政公社の平成19年度の業績評価について」(2008年3月14日)より。
- 9) 『月刊金融ジャーナル』(2008年9月号)「地銀・第二地銀の収益性・健全性指標」より。

- 10) 民営化後に、ゆうちょ銀行の貯金残高の計上方法が変更になった。民営化前は未払利子を加えたものを残高としていたが、民営化後は含まれていない。これにより6,000億円程度（2008年3月末で6,400億円）の残高の減少要因になっている。なお、2008年度から貯金残高・投信販売の公表は月次から四半期に変更となった。
- 11) この点に関し、西川日本郵政社長は2008年4月18日の定例会見において「私は、貯金残高を減るに任せているわけにはいかないと考えています。2000年3月末に260兆円というピークを迎えて以来、大体、年間10兆円ペースで減少してきていますが、ゆうちょ銀行の20年度の計画では、減少ペースを半分以下の4兆円台にすることになっています。これまでは何もやっていませんでしたから、10兆円規模で減少してきた、その減少幅を半減させることを目指しています。しかし、半減以下にするだけでも結構努力を要することだと思います。」と述べ、2008年度は貯金残高の減少を4兆円台にするという計画を明らかにしている。（日本郵政のウェブサイトより。） なお、ゆうちょ銀行の年度事業計画は公表されていない。
- 12) ただし、ゆうちょ銀行の貯金残高は約1,000万人への年金の支払い（2ヵ月分、約1.5兆円）がなされる偶数月が奇数月よりも多くなるという特徴があるので過大評価しないよう注意を要する。図表5でも、2008年3月末181.7兆円、2008年6月末181.1兆円（前四半期比 -0.6兆円）、2008年9月末（同 -2.5兆円）という残高の推移を示していることから、正確な評価は2009年3月末の残高が公表されるまで待つ必要がある。
- 13) 日本銀行が2009年1月13日に発表した「マネーストック速報（2008年12月）」によると、2008年は銀行の定期預金などの「準通貨」が前年比1.8%増えて、1991年以来の高い伸びとなった。
- 14) 『月刊金融ジャーナル』（2008年9月号）「地銀・第二地銀の収益性・健全性指標」によれば、2008年3月期の地方銀行の加重平均の総資金利ざやとは0.41%で、第二地方銀行は0.45%だった。
- 15) 日本経済新聞（2008年5月21日）は「ゆうちょ銀、海外投資を本格化——資金運用、外資に委託」という見出しで以下のように報じている。

「日本郵政グループのゆうちょ銀行が海外投資を本格的に始める。約180兆円の運用資産の一部を海外の運用会社に委託し、欧米の社債などで運用、収益力の向上につなげる。委託先の候補には米大手運用会社のブラックロックなどが挙がっている。ただ、ゆうちょ銀は民営化後も政府が実質的に100%出資しており、慎重な運用を求める声もある。

ゆうちょ銀の運用資産は昨年9月末の民営化直前の時点で181兆円。9割近くを国債などの国内債券で運用し、外国債券や株式による運用はほとんどしていなかった。貯金残高の縮小が続く中で、2010年度の株式上場に向けて収益力を高める必要があると判断した。」

なお、『ゆうちょ銀行 中間期ディスクロージャー誌 2008』によれば、2008年9月末の金銭の信託の運用状況は国内株式86.9%、外国株式13.1%で、外国債券（社債）での運用はなく、当初の計画は断念されたことになる。
- 16) 郵政公社ディスクロージャー誌『郵便貯金2006』より。
- 17) 日本経済新聞（2009年1月10日）は「大手銀8グループ、有価証券評価益68%減」という見出しで以下のように報じている。

「金融庁が9日発表した大手銀行8グループの2008年9月中間期連結決算の概要によると、有価証券の評価益合計は8,566億円となり、08年3月期から約68%減少した。一方、企業業績の悪化の影響で不良債権残高は4兆3,414億円となり、12%増加。財務内

容の悪化が顕著となっている。

連結ベースの自己資本比率は11.13%と08年3月末から0.45ポイント低下。不良債権比率は1.52%と、0.14ポイント上昇した。

子銀行単体の業績を見ると、本業のもうけを示す実質業務純益は1兆3,794億円と、07年9月中間期に比べ14%減った。不良債権処理損失が7,798億円、株式関係の損失が1,791億円発生。最終利益は3,345億円となり、前年同期比約59%減だった。」

- 18) 毎日新聞（2008年2月22日）および毎日新聞（2008年10月2日）より。
- 19) ゆうちょ銀行『ゆうちょ銀行 中間期ディスクロージャー誌 2008』より。
- 20) 2008年3月末の金額は公表されておらず、『ゆうちょ銀行 中間期ディスクロージャー誌 2008』の中の「証券化エクスポージャー」より筆者が算出した。
- 21) 日本証券業協会・全国銀行協会「証券化市場の動向調査」（2008年11月）より。なお、これによれば、証券化商品の発行額（半年度毎の集計）は2006年度下半期の5.2兆円がピークで、その「発行形式」別内訳は、信託受益権2.1兆円、公社債1.8兆円、その他1.4兆円だった。また、2008年度上半期の2.3兆円は2004年度の調査開始以来、半期ベースで最小の規模であり、同期の普通社債発行金額4.8兆円を大きく下回った。
- 22) 全国銀行協会「貸出債権市場取引動向」（2008年4～6月分）より。
- 23) 全国銀行協会「郵政民営化委員会（第47回）ヒアリング資料」（2008年11月8日）より。ただし、このヒアリング資料はゆうちょ銀行の2008年3月末の実績で評価している。
- 24) ゆうちょ銀行の変額年金保険の募集業務は直営店でのみおこなっており、これとは別に郵便局自身が募集代理店となって変額年金保険を販売している。両者の販売額を合計すると2008年9月末で133億円になる。
- 25) 日本銀行のウェブサイトより。また、大和総研が2009年1月29日に公表した経済見通しでは、実質GDP成長率は2008年度がマイナス2.3%、2009年度がマイナス3.8%と予測している。
- 26) ゆうちょ銀行が要望している流動性貯金の預入限度額の廃止は、それ自体は貯金増を目的とするものではなく、あくまでも利用者の利便性の向上に資するためのものと説明されている。すなわち、定期性貯金と流動性貯金の合計額が預入限度額の1,000万円を一時的であれ1円でも超えるとその超過分は利用者が引き出さざるを得ず、日々の貯金額管理等少なくない負担を利用者にかけるからである。だが、流動性貯金の預入限度額が廃止されれば、預入限度額の1,000万円は定期性貯金にのみ適用されるので、比較的富裕な利用者は流動性貯金の額を全く気にせず定期性貯金を1,000万円まで預けることができるので、それは少なくとも貯金量減少の歯止めとして寄与すると考えられる。
- 27) 財務省のウェブサイトより。なお、これによりわが国の基礎的財政収支（プライマリーバランス）の赤字幅は1年前の2.5倍の約13.1兆円へ拡大する。

【参考文献等】

- 有田哲文・畑中徹（2007）『ゆうちょ銀行 — 民営郵政の罪と罰』東洋経済新報社 2007年9月。
- 池尾和人（2006）「郵政民営化 — 転倒した制度設計」『経済セミナー』2006年10月号。
- 石川和男・桜内文城・中空麻奈（2007）『超ギガバンク・メガ公庫の未来戦略』時事通信社 2007年12月。

- 伊藤光雄（2007）「郵政民営化計画について― 金融 2 事業を中心に ―」島根大学『経済科学論集』第33号，2007年 3月。
- かんぽ生命保険（2008）『ディスクロージャー誌 かんぽ生命の現状2008』2008年 7月。
- 財務省（2008）『財政投融资レポート2008』2008年。
- 品田雄志（2007）『『ゆうちょ銀行』民営化後の業務概要と地域金融機関における預金への影響』信金中央金庫総合研究所『金融調査情報』2007年 1月10日号。
- 高田創・柴崎健（2005）「(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。
- 滝川好夫（2007）『どうなる「ゆうちょ銀行」「かんぽ生保」』日本評論社 2007年 9月。
- 渡部喜智（2008）「ゆうちょ銀行の展開と地域金融への影響」農林中金総合研究所『農林金融』2008年 8月号。
- 日本郵政（2007）「日本郵政公社の業務等の承継に関する実施計画（概要）」、別記「承継会社が行う業務の運営の内容及び見通し」2007年 4月。
- 日本郵政（2008）「日本郵政グループ ディスクロージャー誌 2008」2008年 7月。
- 郵政民営化委員会（2007）「株式会社ゆうちょ銀行及び株式会社かんぽ生命保険の運用対象の自由化に関する郵政民営化委員会の意見」2007年11月。
- 郵政民営化委員会（2008）「株式会社ゆうちょ銀行及び株式会社かんぽ生命保険の新規業務に関する郵政民営化委員会の意見」2008年 2月。
- ゆうちょ銀行（2008）『ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌 2008』2008年 7月。
- ゆうちょ銀行（2009）『ゆうちょ銀行 中間期ディスクロージャー誌 2008』2009年 1月。

【参照ウェブサイト】

かんぽ生命、国民新党、財務省、衆議院、全国銀行協会、総務省、第一生命経済研究所、大和総研、投資信託協会、日本銀行、日本証券業協会、日本郵政、三菱 UFJ フィナンシャル・グループ、郵政民営化委員会、ゆうちょ銀行、郵便貯金・簡易生命保険管理機構、Yahoo! US。