

郵政民営化の10年 — 金融2社を中心に —

Ten Years of Postal Privatization

伊藤光雄

ITO Mitsuo

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

1. はじめに

郵政民営化が開始されてから、2017年10月1日で10年がたった。

これより約2年前の2015年11月4日、持ち株会社日本郵政とその傘下の金融2社（ゆうちょ銀行とかんぽ生命）の3社の株式が東京証券取引所第一部に同時上場された。この3社の上場・新規株式公開によって、2007年10月に開始された郵政民営化は、実質的な民営化（株式の民有化）のスタートという新たな段階を迎えた。

そして、民営化10年を迎える2017年9月29日には、金融2社をのぞく日本郵政株のみの第2次売出しがなされた。これにより、日本郵政株の政府保有比率は、上場時の約80%から約57%に減少した。郵政民営化法では日本郵政株の政府保有比率を3分の1にまで縮減し、残余を民間に売却するとされているので、早ければ2018年度中ともみられる第3次の売出しは残り約24%が対象ということになる。

一方、金融2社の日本郵政による株式保有比率は2017年12月末の時点で、ゆうちょ銀行が約74%、かんぽ生命が89%である。金融2社の株式は、当面

はその50%を民間に売却することを目指す、将来的には日本郵政の保有から離れてすべて民間保有とすることが法で定められているので、金融2社の株式保有状況からみた民営化の進展度合いはいまだ小さなものとなっている。

ところで、筆者は郵政民営化に関するこれまでの論稿（伊藤（2009）、伊藤（2011）、伊藤（2013））で、小泉政権の下でおこなわれた郵政民営化の主目的の1つである「資金の流れを官から民へ」というものは、郵政事業の株式会社化という経営形態の変更や、日本郵政グループの経営努力でなしうるものではないこと、そして、日本国債の保有構造全体が大きく変わらない限り、金融2社の「資金の流れ」が国債以外に大きく向かうことは困難であると論じた。

そして、伊藤（2016）においては、2013年4月に日銀による異次元金融緩和政策が導入されたことで、それ自体は郵政民営化と直接的なかわりがないものの、日本国債の保有構造に大きな変化が生じ、金融2社の資産運用状況も国債以外のものに大きくシフトし出したことを検証した。

日銀の異次元金融緩和政策は、導入当初は目標である2%の物価上昇の達成を2年程度で成し遂げ、以後、「平時の金融政策」へと向かうとみられていた。しかし、その後も物価は思うように上昇せず、日銀は2%の物価上昇率の達成時期をこれまでに6度も先送りして、2017年7月の金融政策決定会合では「2019年度ごろ」とし、それまでは異次元金融緩和政策を継続するとしている。

本稿では、伊藤（2016）に引き続き、民営化後のゆうちょ銀行、かんぽ生命の金融2社の資産運用動向などを異次元金融緩和の導入以前と以後に分けて、特に後者は2016年1月の日銀のマイナス金利政策導入以降の新たなデータを用いて分析して、その変化のもつ意味を考察し、さらに、異次元金融緩和がもたらした日本の国債市場全体の保有構造の変化を分析しながら、今後の日本国債市場がはらむ問題点、そしてそれが今後のゆうちょ銀行、かんぽ生命の経営にいかなる影響を与える可能性があるかを検討する¹⁾。

¹⁾ 郵政民営化の開始から日本郵政グループの株式上場に至る経緯は、伊藤（2016）を参照。

2. 民営化後のゆうちょ銀行、かんぽ生命の資産運用状況等

2-1. 日本郵政グループの経営状況

図表1は、2012年の改正郵政民営化法により郵便事業会社と郵便局会社が統合されて4社体制となって以降の日本郵政グループの主要な経営指標の推移(2013年3月期～2017年3月期)をみたものである。

図表1 日本郵政グループの主要な経営指標の推移

【2013年3月期】

(単位：億円)

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

【2014年3月期】

(単位：億円)

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

【2015年3月期】

(単位：億円)

	日本郵政グループ(連結)	日本郵便	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
経常収益	142,588	29,620	20,781	101,692
経常利益	11,158	228	5,694	4,926
当期純利益	4,826	221	3,694	813
純資産額	153,015	12,871	116,302	19,757
総資産額	2,958,497	55,254	2,081,793	849,150

【2016年3月期】

(単位：億円)

	日本郵政グループ(連結)	日本郵便	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
経常収益	142,575	36,484	19,689	96,057
経常利益	9,662	423	4,819	4,115
当期純利益	4,259	472	3,250	848
純資産額	151,760	12,449	115,081	18,829
総資産額	2,919,470	56,513	2,070,560	815,451

【2017年3月期】

(単位: 億円)

	日本郵政グループ(連結)	日本郵便	ゆうちょ銀行	かんぽ生命
経常収益	133,265	37,658	18,972	86,594
経常利益	7,952	522	4,420	2,797
当期純利益	▲ 289	▲ 3,852	3,122	885
純資産額	149,545	7,942	117,800	18,532
総資産額	2,931,625	50,913	2,095,688	803,367

資料：日本郵政株式会社の決算資料より。

ここで最も注目されるのは、2017年3月期の日本郵政グループの連結決算で、減収減益、当期純利益は289億円の赤字（前年同期比－4,548億円）となったことである。これは、2007年に郵政民営化が開始され、日本郵政グループが発足して以来初の赤字決算である。

この赤字の原因は、日本郵便が2015年5月に約6,200億円²⁾を投じて買収したオーストラリアの物流大手トール社の急激な業績悪化だった。このため、2017年3月期決算では、トール社に関わるのれんおよび商標権の全額並びに有形固定資産の一部について減損損失として4,003億円を計上し、その結果、日本郵便が3,852億円の赤字、日本郵政グループが289億円の赤字となったのである。

日本郵政の長門社長はこの件に関して、「巨額の減損損失計上、赤字決算につき、経営陣一同、大変重く受け止めております。他方、今回の減損処理はトール社に関わる負の遺産を一掃し、前向きな営業を行いやすくするものでもあるという大きな意味があるものとも認識しております。」³⁾と述べ、2018年3月期の業績予想で日本郵政の当期純利益を4,000億円と見込んでいる（2018年3月期中間決算の実績は、純利益が1,801億円）。

2017年3月期の金融2社の純利益は、ゆうちょ銀行が3,122億円、かんぽ生

²⁾ 2014年9月、ゆうちょ銀行は1兆3,000億円の自社株買いをおこない、その購入代金を親会社の日本郵政に支払った。日本郵政はこの金で、旧郵政省時代からの年金債務約7,000億円を一括処理し、残った6,000億円をオーストラリア物流大手トール社買収に使った。日本郵政の金融2社の株式保有比率が「1.はじめに」で記したようにゆうちょ銀行が約74%、かんぽ生命が89%と異なっているのは、このゆうちょ銀行の自己株式保有によるものである。

³⁾ 日本郵政グループ（2017）の「日本郵政グループトップメッセージ」より。

命が885億円だった。それ以前の決算状況をみても明らかだが、日本郵政グループ全体の利益が金融2社の利益、とりわけゆうちょ銀行の利益に大きく依存しているのがはつきりとみてとれる。また、2017年3月末の金融2社の純資産は、ゆうちょ銀行が11兆7,800億円、かんぽ生命が1兆8,532億円であり、金融2社の純資産が日本郵政グループの連結純資産の約9割を占めている。今後の金融2社の株式の売却が、日本郵政グループの経営に大きな影響を及ぼすことはない。

図表2は、ゆうちょ銀行と農林中金、かんぽ生命と第一生命の2017年3月期の主要な経営指標を比較したものである。

図表2 ゆうちょ銀行と農林中金、かんぽ生命と第一生命の主要な経営指標の比較

【2017年3月期】

(単位：億円)

	ゆうちょ銀行	農林中金	かんぽ生命	第一生命
経常収益	18,972	13,521	86,594	39,467
経常利益	4,420	2,133	2,797	2,818
当期純利益	3,122	2,034	885	1,171
純資産額	117,800	69,390	18,532	24,816
総資産額	2,095,688	1,058,124	803,367	356,866
ROA (%)	0.15%	0.19%	0.11%	0.33%
ROE (%)	2.65%	2.93%	4.78%	4.72%

資料：図表1および農林中金、第一生命の決算資料より。

まずゆうちょ銀行と農林中金を比べると、農林中金は総資産がゆうちょ銀行の約5割、純資産がゆうちょ銀行の6割程度であるが、最終利益である当期純利益はゆうちょ銀行の65%となっている。2017年3月期の農林中金の決算では、外国証券で資産運用するための外貨調達費用が増加（前期比1,518億円）したことにより、経常利益は前期比-1,087億円、純利益で前期比-681億円と大きく減益となっている⁴⁾。これを勘案すれば、ゆうちょ銀行に比べて農林中金の収益力の潜在的な高さがうかがわれる。

⁴⁾ 農林中金2017年3月期決算資料より。また、この時期の外貨調達費用の上昇については、廉了（2016）を参照。

次に、かんぽ生命と第一生命を比べると、第一生命の総資産がかんぽ生命の44%程度であるのに対し、純資産では34%、当期純利益では32%かんぽ生命を上回っている、単年度の比較ではあるが、かんぽ生命は第一生命と比べて収益力がかなり劣っていることがみてとれる。

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

2-2. ゆうちょ銀行の資産運用状況等

図表3は、2007年10月の民営化開始以降、2017年9月末までのゆうちょ銀行の資産運用状況を示している。これを、異次元金融緩和が開始される以前と以後に分けてみていこう。

まず、2007年10月1日から2013年3月末までの5年6カ月間の資産運用状況の推移だが、この間、運用資産の原資である貯金の残高が187.3兆円から177.0兆円へと10.3兆円減少し、運用資産総額も223.4兆円から197.7兆円へと25.7兆円（12%）減少した。図表には示されていないが、2011年3月末が貯金残高（175.3兆円）、運用資産総額（190.7兆円）ともにボトムとなっている。

この間の資産運用に占める有価証券および国債の割合の推移をみると、有価証券76.4%→86.8%、国債69.6%→69.9%で、有価証券の比率は約10%ポイント増えたが、国債の比率はほとんど変化していない。ただし、絶対額で見ると国債は155.5兆円→138.2兆円と17.3兆円（11%）減少している。だが、「小泉郵政改革」の大目標である「資金の流れを官から民へ」、つまり資産運用先を国債から民間経済部門へという動きは多少観察されはしても、5年6カ月という期間に比してごくごくゆるやかな動きであることが分かる。

他の運用項目の推移をもう少し詳しくみると、貸出金はほとんど変化がないが、社債（短期社債を含む）は7兆円（3.1%）→11.8兆円（6.0%）、外国証券

図表3 ゆうちょ銀行の資産運用状況

運用種目	2007年10月1日		2013年3月末		2014年3月末		2015年3月末		2016年3月末		2017年3月末		2017年9月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
貸出金	39,926	1.8	39,680	2.0	30,763	1.5	27,839	1.4	25,420	1.2	40,641	2.0	47,962	2.3
有価証券	1,708,082	76.4	1,715,966	86.8	1,660,578	82.9	1,561,697	75.9	1,440,768	70.3	1,387,924	67.0	1,364,120	65.9
国債	1,555,099	69.6	1,381,987	69.9	1,263,910	63.1	1,067,670	51.9	822,556	40.1	688,049	33.2	644,752	31.1
地方債	80,076	3.6	58,061	2.9	55,503	2.8	55,251	2.7	58,565	2.9	60,822	2.9	63,300	3.1
短期社債	-	-	5,490	0.3	3,339	0.2	2,269	0.1	2,049	0.1	2,339	0.1	2,379	0.1
社債	70,231	3.1	113,040	5.7	110,501	5.5	107,560	5.2	103,627	5.1	107,528	5.2	107,627	5.2
株式	-	-	9	0.0	9	0.0	9	0.0	13	0.0	13	0.0	13	0.0
外国証券等	2,675	0.1	157,378	8.0	227,313	11.3	328,936	16.0	453,955	22.2	529,170	25.5	546,046	26.4
金銭の信託	6,031	0.3	30,389	1.5	29,190	1.5	34,916	1.7	35,611	1.7	38,179	1.8	39,694	1.9
預け金等	58,943	2.6	90,782	4.6	192,041	9.6	330,349	16.0	457,691	22.3	512,133	24.7	527,134	25.5
コーポレーション	8,000	0.4	18,377	0.9	18,436	0.9	19,615	1.0	9,788	0.5	4,700	0.2	5,512	0.3
債券換取引支払保証金	-	-	81,415	4.1	72,128	3.6	83,740	4.1	79,232	3.9	87,189	4.2	84,648	4.1
預託金	388,585	17.4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
その他	16,761	0.8	42	0.0	319	0.0	494	0.0	255	0.0	1,167	0.1	1,852	0.1
合計	2,234,270	100.0	1,976,652	100.0	2,003,455	100.0	2,058,654	100.0	2,048,766	100.0	2,071,934	100.0	2,070,926	100.0
貯金残高(兆円)	187.3		177.0		177.7		178.4		179.3		180.7		180.4	

注：貯金残高は未払い利息を含む。
資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

等は0.3兆円(0.1%)→15.7兆円(8.0%)、金銭の信託(信託銀行を通じての国内株式等への投資)が0.6兆円(0.3%)→3兆円(1.5%)と、ゆうちょ銀行の資産運用の「多様化への形跡」がうかがわれる。

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

だが、異次元金融緩和政策開始から2017年9月末までの4年6カ月のゆうちょ銀行の資産運用状況の推移をみると非常に大きな変化が生じていることが分かる。この間、運用資産総額は197.7兆円から207.1兆円と9.4兆円増加したが、運用資産に占める国債の割合は69.9%→31.1%と38.8%ポイント減少して、金額も半減超の実に73.7兆円も減少している。

これに対し、この間、運用額を大きく増加させたのは外国証券等の15.7兆円(8.0%)→54.6兆円(26.4%)と38.9兆円の増、および「預け金等」の9.1兆円(4.6%)→52.7兆円(25.5%)と43.6兆円の増だった。両者の増加分82.5兆円は国債の減少分73.7兆円を約9兆円上回っている。

「預け金等」に含まれる「現金」の額は2017年3月末で1,613億円、残りはゆうちょ銀行が日本銀行に預けている日銀当座預金である。この日銀当座預金は必要準備額を上回る超過準備預金額に対しては0.1%の付利がなされていた。だが、日銀は2016年1月に従来異次元金融緩和に加えてマイナス金利の導入(「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」)を決め、超過準備預金額の一部にマイナス0.1%の金利を課すことにした⁵⁾。ゆうちょ銀行へのマイナス金利適用額は公表されていないが、日銀の資料等で推計するとおよそ月7兆円～12兆円くらいで、その0.1%、年換算で約100億円前後が日銀への支払いになっ

⁵⁾ 日銀はマイナス金利導入にあたり、当座預金残高を以下の3つに区分した。①2015年の平均残高である「基礎残高」にはプラス0.1%の金利、②所用準備額に貸出支援基金等の利用額を加えた「マクロ加算残高」にはゼロ金利、③当座預金残高から上記2つの残高を除いた「政策金利残高」にマイナス0.1%の金利を適用。

ていると思われる。

このように、ゆうちょ銀行が保有するマイナス金利適用部分を含む巨額の超過準備預金の存在は、それ以外に適当な資産運用部面が見出せていないことを示しており、ゆうちょ銀行の低収益の原因の一つになっている。

図表4は2017年3月末のゆうちょ銀行と農林中金の資産運用を比較したものである。農林中金の資産運用構成がゆうちょ銀行と対照的なのは、外国証券等が45.5%と有価証券の4分の3を占め、国債は12.6%にすぎないことである。農林中金の決算資料で2017年3月期の資金運用利回りをみると、円貨建有価証券の利回りが0.95%であるのに対し、外貨建有価証券の利回りは2.32%と2倍以上になっている。ゆうちょ銀行が異次元金融緩和以降、外国証券等での運用比率を伸ばしているのは「世界的機関投資家」たる農林中金の資産運用を参考にしていると思われるが、反面、先にみた農林中金の2017年3月期の大幅な減益をみれば、積極的な海外での資産運用にはそれ相応のリスクを伴うということも示している。振り返れば、農林中金のこの積極的な海外投資戦略は、

図表4 ゆうちょ銀行と農林中金の資産運用比較

【2017年3月末】

(単位：億円、%)

運用種目	ゆうちょ銀行		農林中金	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比
貸出金	40,641	2.0	119,485	11.4
有価証券	1,387,924	67.0	621,082	59.4
国債	688,049	33.2	131,667	12.6
地方債	60,822	2.9	1	0.0
短期社債	2,339	0.1	1,500	-
社債	107,528	5.2	2,726	0.3
株式	13	0.0	8,815	0.8
外国証券等	529,170	25.5	476,371	45.5
金銭の信託	38,179	1.8	69,827	6.7
預け金等	512,133	24.7	229,129	21.9
コールローン	4,700	0.2	1,462	0.1
債券貸借取引支払保証金	87,189	4.2	11	0.0
その他	1,167	0.1	4,927	0.5
合計	2,071,934	100.0	1,045,923	100.0

資料：図表3および農林中金決算資料より。

リーマン・ショック後の世界金融危機の影響を大きく受け、2009年9月期の決算で5,721億円もの純損失を計上したことも銘記すべきであろう。

日本郵政が2015年4月に発表した「日本郵政グループ中期経営計画 ～新郵政ネットワーク創造プラン 2017～」によれば、ゆうちょ銀行は「安定的な調達構造の下、国債をベースとしつつ、一層の運用収益を求めて、運用戦略を高度化」し、「適切なリスク管理の下、国際分散投資を加速」するとしている。その具体策として、ポートフォリオをベース・ポートフォリオ（金利・流動性リスクをマネージしつつ、国債運用等で安定的収益確保を図るポートフォリオ）とサテライト・ポートフォリオ（主に信用・市場リスクテイクによる収益確保を目的としたポートフォリオで、具体的には社債・外国証券・株式（金銭の信託）等への投資が該当）に2分し、後者、サテライト・ポートフォリオでの運用額を2015年3月末の48兆円から2018年3月末までに60兆円まで拡大する計画であった。また、そのために人材を強化し、2015年6月には元ゴールドマンサックス証券副社長の佐護勝紀を執行役員副社長に迎えるとともに専門人材を採用して、より機動的な運用ができるように運用チームの再編成もした。

その結果、図表5にみるように、サテライト・ポートフォリオでの運用額は2016年3月末には目標の60兆円を早くも達成し、2017年9月末には72.9兆円になっている。また、新たな投資領域の開拓として2016年4月から開始された、オルタナティブ資産（プライベート・エクイティファンド、不動産ファンド、ヘッジファンド）への投資残高も8,360億円になっている。だが、このようなサテライト・ポートフォリオの比重が増大する結果、図表6にみるようにゆうちょ銀行の自己資本比率（国内基準）は2013年3月末の64.04%から2017年9月末には19.64%へと大きく低下しており、今後、どこまで運用の多様化を推し進められるかが焦点となろう。

また、中期経営計画では「安定的な顧客基盤の構築による総預かり資産の拡大」に取り組み、2018年3月末までに貯金を3兆円増、資産運用商品（投資信託、変額年金保険）を1兆円増とする目標をかけた。貯金については、図表3にみるように、2015年3月末の178.4兆円から2017年9月末には180.4兆円と目

図表5 ゆうちょ銀行のポートフォリオ別の資産残高

(単位：億円)

	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2017年9月末	増減
ベース・ポートフォリオ	1,495,904	1,363,887	1,290,981	1,267,456	- 228,448
短期資産	353,427	477,080	546,460	569,032	215,605
国債・政府保証債	1,125,571	872,663	733,145	687,193	- 438,378
貸出金	16,905	14,143	11,375	11,229	- 5,676
サテライト・ポートフォリオ	480,720	615,636	704,526	729,117	248,397
地方債	55,251	58,585	60,822	63,300	8,049
社債等	62,326	68,481	77,191	80,095	17,769
外国証券	329,478	454,463	523,748	538,620	209,142
貸出金	10,934	11,277	10,695	11,556	622
金銭の信託(株式)等	22,729	22,849	25,996	27,184	4,455
オルタナティブ資産	-	-	6,073	8,360	2,287

注1：「増減」は2015年3月末から2017年9月末までのもの。ただし、「オルタナティブ資産」の「増減」は2017年3月末から2017年9月末までのもの。

注2：ベース・ポートフォリオの「貸出金」は主として独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構向けで、サテライト・ポートフォリオの「貸出金」は主としてシンジケートローン、民営化後の地方公共団体向け貸付。

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

図表6 ゆうちょ銀行の自己資本比率（国内基準）の推移

2013年3月末	2014年3月末	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2017年9月末
66.04%	56.81%	38.42%	26.38%	22.22%	19.64%

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

図表7 ゆうちょ銀行の投資信託純資産残高と変額年金保険販売金額累計の推移

(単位：億円)

	2013年3月末	2014年3月末	2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2017年9月末
投資信託	10,168	9,776	11,187	11,355	13,101	15,215
変額年金保険	2,092	2,785	3,454	4,377	5,284	5,521

資料：ゆうちょ銀行決算資料等より。

標まであと1兆円不足している。一方、資産運用商品の残高は2015年3月末の1.66兆円から2017年9月末の2.73兆円と1.07兆円増えて目標が半年早く達成された⁶⁾。図表7で投資信託純資産残高と変額年金保険販売金額累計の推移をみても、2015年3月末以降両者ともに順調に増加していることがわかる。

⁶⁾ 第179回郵政民営化委員会（2017年12月8日開催）における日本郵政グループの配布資料「民営化推進に向けた取組状況について」より。

最後に、中期経営計画の2018年3月期の利益目標は経常利益が4,800億円程度、当期純利益が3,300億円程度となっており、図表1にみる2015年3月期の経常利益5,694億円、当期純利益3,694億円を下回っている。これは歴史的低金利の継続のもとでベース・ポートフォリオの収益が大きく落ち込み、サテライト・ポートフォリオの収益増やコスト削減ではカバーしがたいと見込んだものである。ゆうちょ銀行の2018年3月期の業績予想では経常利益が4,900億円程度、当期純利益が3,500億円程度と目標を上回るものとなっているが、2015年3月期の水準にはいまだ追いついていない状況である。

このように、ゆうちょ銀行は日銀の異次元金融緩和を背景にその資産運用構成と収益構成を大きく変えてきているが、その変化がどこまで続くものなのか、またそこにリスク要因はないのか、2018年4月に発表予定の次期中期経営計画（2018年4月～2021年3月）の内容が注目される。

2-3. かんぽ生命の資産運用状況等

図表8は、民営化開始直後の2007年10月末から2017年9月末までのかんぽ生命の資産運用状況を示している。これも、ゆうちょ銀行と同様、異次元金融緩和が開始される以前と以後に分けてみていく。

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

この間の資産運用に占める有価証券および国債の割合の推移をみると、有価証券74.5%→81.3%、国債59.6%→63.3%で、有価証券の比率は約6.8%ポイント増え、国債の比率も3.7%ポイント増えている。ただし、絶対額で見ると国債は67.3兆円→56.5兆円と10.8兆円（16%）減少している。

国債以外の運用項目の推移をみても、地方債の3.5兆円（3.1%）→8.7兆円（9.8%）以外、大きく増加したものはない。逆に、金銭の信託（信託銀行を通じての株式等への投資）が6.0兆円（5.3%）→0.3兆円（0.3%）と大きく減少して

図表8 かんぽ生命の資産運用状況

(単位：億円、%)

運用種目	2007年10月末		2013年3月末		2014年3月末		2015年3月末		2016年3月末		2017年3月末		2017年9月末	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比	資産残高	構成比
現金および預金	12,288	1.1	7,241	0.8	16,635	1.9	22,137	2.6	18,626	2.3	13,660	1.7	7,725	1.0
コールローン	8,885	0.8	2,034	0.2	2,300	0.3	4,454	0.5	3,600	0.4	1,500	0.2	1,200	0.2
債券償還引当品保証金	-	-	23,312	2.6	28,221	3.2	27,208	3.2	30,085	3.7	35,207	4.4	34,309	4.4
買入金銭債権	-	-	4,274	0.5	1,074	0.1	4,490	0.5	4,301	0.5	275	0.0	767	0.1
金銭の信託	59,794	5.3	2,568	0.3	5,816	0.7	14,349	1.7	16,445	2.0	21,270	2.6	25,464	3.2
有価証券	840,427	74.5	725,581	81.3	693,789	79.7	662,762	78.1	636,099	78.0	634,852	79.0	620,699	78.9
国債	672,913	59.6	564,726	63.3	525,229	60.3	480,864	56.6	441,786	54.2	427,323	53.2	409,794	52.1
地方債	35,480	3.1	86,984	9.8	91,737	10.5	95,558	11.3	94,054	11.5	92,268	11.5	89,952	11.4
社債	120,237	10.7	64,848	7.3	64,418	7.4	66,524	7.8	62,369	7.6	56,989	7.1	56,333	7.2
外国証券等	11,796	1.0	9,022	1.0	12,394	1.4	19,814	2.3	36,888	4.5	43,517	5.4	46,325	5.9
貸付金	206,844	18.3	126,915	14.2	110,205	12.7	99,773	11.7	89,784	11.0	80,609	10.0	80,403	10.2
合計	1,128,239	100.0	891,929	100.0	870,886	100.0	849,150	100.0	815,451	100.0	803,367	100.0	786,393	100.0

資料：かんぽ生命決算資料等より。

おり、図表3でみたゆうちょ銀行の金銭の信託での運用の推移とは対照的である。

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

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

異次元金融緩和開始以後の4年6カ月のかんぽ生命の資産運用状況の推移はどうだろうか。

この間、運用資産総額は89.2兆円から78.6兆円と10.6兆円減少したが、資産運用に占める国債の割合は56.5兆円（63.3%）→41.0兆円（52.1%）と15.5兆円（27.4%）減少している。

この間のかんぽ生命の資産運用の特徴は、運用資産総額の減少（10.6兆円）を大きく上回って国債での運用を減少（15.5兆円）させており、運用比率を比較的大きく高めたのは地方債8.7兆円（9.8%）→9.0兆円（11.4%）と外国証券等0.9兆円（1.0%）→4.6兆円（5.9%）ではあるが、ゆうちょ銀行と比べれば、国債の減少以外に全体の運用構成を大きく変えるものではなかったといえよう。

図表9は、2017年3月末におけるかんぽ生命と第一生命の資産運用を比較したものである。両社を比較して特徴的なのは、外国証券および株式といったリスク性資産での運用の違いである。すなわち、かんぽ生命の株式保有が関係会社株式保有の593億円（0.1%）で、外国証券での運用が4.4兆円（5.4%）であるのに対し、第一生命は株式が3.7兆円（10.8%）、外国証券9.9兆円（29.2%）、合計のリスク性資産での運用比率は39.9%である。先にみた両社の収益力の

図表9 かんぽ生命と第一生命の資産運用比較

【2017年3月末】

(単位：億円、%)

運用種目	かんぽ生命		第一生命	
	資産残高	構成比	資産残高	構成比
現金および預金	13,660	1.7	4,384	1.3
コールローン	1,500	0.2	985	0.3
債券貸借取引支払保証金	35,207	4.4	-	-
買入金銭債権	275	0.0	1,922	0.6
金銭の信託	21,270	2.6	501	0.1
有価証券	634,852	79.0	304,981	89.9
国債	427,323	53.2	140,849	41.5
地方債	92,268	11.5	1,090	0.3
社債	56,989	7.1	20,239	6.0
株式	593	0.1	36,669	10.8
外国証券等	43,517	5.4	98,684	29.1
貸付金	80,609	10.0	26,578	7.8
合計	803,367	100.0	339,351	100.0

資料：かんぽ生命決算資料および第一生命決算資料より。

差はこの点に起因するものといえる。

日本郵政の中期経営計画では、かんぽ生命について、「運用資産の多様化を促進→資産と負債のマッチングを推進するとともに、許容可能な範囲で資産運用リスクを取り、収益性を向上」させるとの記述にとどまり、ゆうちょ銀行のような「サテライト運用」という言葉は見当たらない。石井雅実かんぽ生命社長（当時）はこの点について、「当社は満期日に保険金を支払う養老保険が多いため、他生保に比べ、リスクテイクできる部分が小さい。しかしながら、低金利の現状をふまえれば、他生保と同様、資産運用の高度化を図る必要性は高く、人材を他社に派遣して運用ノウハウを取得するなど、態勢整備を図っている」、リスク性資産での運用を「中期経営計画の期間中（15～17年度）に、これを10%程度に引き上げたいと考えている」と述べている⁷⁾。

このように、異次元金融緩和以降のかんぽ生命の資産運用構成の変化は、ゆ

⁷⁾ 週刊金融財政事情「特集 上場後のゆうちょ・かんぽ」『週刊金融財政事情 2015年12月14日号』参照。なお、2017年6月、石井雅実氏は社長を退任し、後任の社長には植平光彦専務執行役が就いた。

うち銀行ほどドラスチックな変化はないが、それでも国債での運用の縮減とリスク性資産運用の拡大の方向性がみてとれるのである。

中期経営計画では、かんぽ生命の当期純利益の目標を800億円に設定していたが、図表1にみるように、2015年3月期813億円→2016年3月期848億円→2017年3月期885億円と一見順調に利益拡大をしているようにみえる。だがその間の保険会社の売上高にあたる経常収益は、2015年3月期10兆1,692億円→2016年3月期9兆6,057億円→2017年3月期8兆6,594億円と2年間で15%も減少している。

かんぽ生命の経常収益が大きく減少しているのに、当期純利益が増加している仕組みは図表10と図表11で説明できる。

図表10 かんぽ生命の保有契約年換算保険料の推移

(単位：億円)

		2015年3月末	2016年3月末	2017年3月末	2年間の増減
個人保険	新区分	25,268	28,636	32,079	6,811
	旧区分	26,557	21,679	17,716	- 8,841
	合計	51,825	50,314	49,796	- 2,029
第三分野	新区分	2,574	2,934	3,338	764
	旧区分	4,905	4,452	4,023	- 882
	合計	7,480	7,387	7,361	- 119

注：「新区分」はかんぽ生命が引き受けた保険を示し、「旧区分」はかんぽ生命が独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構から受再している簡易生命保険契約を示す。

資料：かんぽ生命決算資料等より。

図表11 かんぽ生命の経常収益と経常費用の推移

(単位：億円)

		2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期
経常収益		101,692	96,057	86,594
	保険料等収入	59,567	54,138	50,418
	資産運用収益	14,607	13,549	13,679
	責任準備金戻入額	26,328	27,500	21,872
		25.9%	28.6%	25.3%
経常費用		96,766	91,942	83,796
	保険金等支払金	90,595	85,504	75,503
	資産運用費用	109	97	1,604
	事業費	5,131	5,385	5,604

注：責任準備金戻入額の下段の数値は、経常収益に占める割合。

資料：かんぽ生命決算資料等より。

まず、図表10は保有契約年換算保険料の推移を示しているが、ポイントは民営化前の簡易生命保険をかんぽ生命が引き継いだ「旧区分」と民営化後に新規に引き受けた「新区分」の数値である。2015年3月末から2017年3月末の2年間の増減をみると個人保険で新区分6,811億円増、旧区分8,841億円減、合計2,029億円減となり、第三分野で新区分764億円増、旧区分882億円減、合計119億円の減となっている。つまり、かんぽ生命は民営化前の簡易生命保険を引き継ぎ、それが満期等で減少していく分を、民営化後の新規契約でカバーしきれず、民営化10年を経た現在も保有契約保険料を減少させ続けているのである。

そのことが経常収益の減少に帰結するのだが、図表11で経常収益と経常費用の構成内容をみると、保険料収入が減少し続けているのは当然として、経常収益の中に責任準備金戻入額というものがかかなり大きな比率で占めていることが分かる。数値で示せば、2015年3月期25.9%、2016年3月期28.6%、2017年3月期25.3%である。なお、第一生命の2017年3月期の損益計算書では、経常収益の項目に前期に8億円計上されていた責任準備金戻入額の金額記載はなく、逆に経常費用の項目に責任準備金繰入額2,733億円が計上されている。責任準備金戻入とは、満期となった保険契約に対応する責任準備金を、責任準備金として積み立てておく必要がなくなったので経常収益に戻し入れることであり、先にみた新区分を上回る旧区分の保険契約の減少の結果生じたものである。つまり、かんぽ生命は民営化以前の旧区分の保険契約の減少によって生じた責任準備金戻入額に支えられて利益を維持している⁸⁾ことになり、表面的には好決算にも見えるがいつまでも続けられるものではない。

かんぽ生命の最大の経営課題は、保有保険契約においてできるだけ早く新区分が旧区分を上回り、合計でこれまでの減少傾向から増加に転じることであろう。2018年4月公表予定の次期中期経営計画でこの点がどのように位置づけられるか注目したい。

⁸⁾ なお、図表1をみると、かんぽ生命は2017年3月期の経常利益が前期より1,318億円減の2,797億円であるのに、当期純利益が前期より37億円増の885億円となっている。これは、特別損失の価格変動準備金繰入額を前期より636億円減の64億円しか計上していないことによる。

3. 異次元金融緩和と国債保有構造の変化

3-1. 日銀による異次元金融緩和政策の導入とその後の金融緩和政策

図表12は、日銀の量的・質的金融緩和政策（2013年4月4日決定）の導入とその後の主な金融緩和政策の変更点の内容を表にしたものである。

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

また、2014年10月に決定された追加緩和⁹⁾では、「消費税率引き上げ後の需要面での弱めの動きや原油価格の大幅な下落が、物価の下押し要因として働

図表12 異次元金融緩和政策の主な推移

	金融調節の主な内容
2013年4月	<p>「量的・質的金融緩和」の導入</p> <p>①金融調節の操作目標を「マネタリーベース」に変更し、それが年間60～70兆円のペースで増加するように調節</p> <p>②長期国債の買入れを年間50兆円のペースに拡大し、買入れ対象国債の平均残存期間を7年程度に長期化</p> <p>③ETF、J-REITの買入れを拡大（それぞれ年間1兆円、300億円のペース）</p>
2014年10月	<p>「量的・質的金融緩和」の拡大（追加緩和）</p> <p>①マネタリーベースが年間80兆円のペースで増加するように調節</p> <p>②長期国債の買入れを年間80兆円のペースに増加し、買入れ対象国債の平均残存期間を7～10年に延長</p> <p>③ETF、J-REITの買入れを3倍増へ（それぞれ年間3兆円、900億円のペース）</p>
2016年1月	<p>「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」の導入</p> <p>・当座預金の一部に-0.1%の金利を適用（実施は2月から）</p>
2016年9月	<p>「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入</p> <p>①イールドカーブ・コントロール（短期金利のマイナス金利は据え置き、長期金利＝10年物国債利回りは0%程度で推移するように誘導）</p> <p>②オーバーシュート型コミットメント（物価上昇率が安定的に2%を超えるまで金融緩和を継続することを約束）</p>

資料：日本銀行より。

いて」いるとし、「現在の物価下押し圧力が残存する場合、これまで着実に進んできたデフレマインドの転換が遅延するリスクがある」ことを理由に、①マネタリーベースの年間増加目標を80兆円に増やし、②長期国債の買入れをさらに拡大（年間80兆円に増加）するとともに、買入れ対象をさらに長期化（平均残存期間を7～10年に延長）し、③ETF、J-REITの買入れを、それぞれ年間3兆円、900億円と、さらに拡大する、というものであった¹⁰⁾。この追加緩和により、2015年7月ごろまでは円安・株高が進行したが、その後の海外情勢の不安材料や原油価格の大幅下落などが重なって、国内の景気回復はもたつき、物価上昇テンポは大きく鈍化し、2015年12月以降、円高・株安局面へと反転した。

2016年1月、日銀は突如マイナス金利（「マイナス金利付き量的・質的金融緩和」）の導入を決めた¹¹⁾。これは、これまでの大胆な金融緩和の枠組みを維持しながら、マイナス金利という新しい要素を加えた、量・質・金利の三次元の金融緩和である。具体的には、①日銀当座預金にマイナス0.1%の金利を付ける、②ただし、金融機関の収益への配慮から、マイナス金利の適用対象を、法定所要準備を超過する当座預金の一部にとどめ、③法定所要準備相当部分および既往の当座預金残高については、0%ないしプラス0.1%の付利とすることとした¹²⁾。このマイナス金利導入により、金融市場では短期のコール市場はもとより中長期の国債流通市場でもマイナス金利が発生した。だが日銀のマイナス金利導入にもかかわらず、引き続き円高・株安が進み、物価面でも消費者物価指数のマイナスが続いた。

2016年9月、日銀は量的・質的金融緩和導入以降の金融緩和政策の「総括的

⁹⁾ これは、政策委員会委員9名中、賛成5対反対4の僅差で決定された。

¹⁰⁾ ETFの買入れ額は、2016年7月に年間6兆円のペースへと倍増された。

¹¹⁾ これも、政策委員会委員9名中、賛成5対反対4の僅差で決定された。

¹²⁾ 日銀公表資料によれば、2017年12月の当座預金平均残高は354兆円、うちプラス0.1%金利適用残高が208兆円、ゼロ金利適用残高が121兆円、マイナス0.1%金利適用残高が25兆円だった。

な検証」¹³⁾をおこない、その検証を踏まえて、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入を決定した。その主な内容は、①短期金利のマイナス金利は据え置き、長期金利＝10年物国債利回りを0%程度で推移するよう誘導する「イールドカーブ・コントロール」と、②物価上昇率が安定的に2%を超えるまで金融緩和を継続することを約束する「オーバーシュート型コミットメント」であった。

この「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入によってマネタリーベースと日銀保有国債の動向がいかに変化したかは後に検討するが、これ以降、2018年1月の金融政策決定会合まで日銀は金融政策の変更をしていない。

この異次元金融緩和とその後の緩和政策の実施により、日銀のバランスシートの変化は驚くべきものになった。

図表13で、2008年3月末以降の日銀の主要勘定の変化をみると、2013年3月末から2017年12月末までの4年9カ月で、総資産は164.8兆円から521.4兆円へと356.6兆円増、3.2倍に急増し、2016年度の名目GDP539兆円にせまっている。この急増にもっぱら寄与したのは、資産側では保有国債の125.3兆円から440.6兆円への315.3兆円増（3.5倍）であり、負債側では当座預金の58.1兆円から368.4兆円への310.3兆円増（6.3倍）である。

その変化をグラフ化したものが、図表14のマネタリーベースの推移と、図表15の日本銀行保有国債の推移（簿価ベース）である。両方のグラフとも、まさに「異次元」というにふさわしい急増を示している。

日銀はこの異次元金融緩和以前にも、非常時の金融政策（＝非伝統的金融政策）として「量的緩和政策」（2001年3月～2006年3月）と「包括的な金融緩

¹³⁾「総括的な検証」の骨子は以下のとおり。

- ①金融環境は改善し、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったが、2%の「物価安定の目標」は実現できていない。
- ②マイナス金利の導入は、国債買入れとの組み合わせにより、イールドカーブ全般に影響を与え、有効であることが判明した。しかし、その過度のフラット化は長期資産の運用面（年金・保険など）に負の影響を及ぼし、金融機能の持続性に対する不安感をもたらした。
- ③2%の「物価安定の目標」を実現するためには、マネタリーベースの長期的な増加にコミットし続けること、かつ物価上昇の期待形成を強める手段を導入する必要がある。

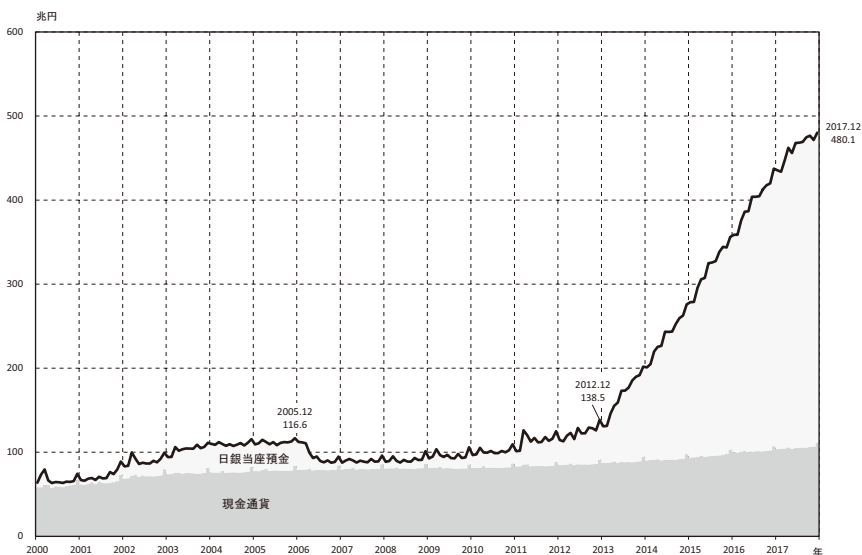
図表13 日本銀行の主要勘定の推移

(単位：兆円)

	2008年 3月末	2013年 3月末	2014年 3月末	2015年 3月末	2016年 3月末	2017年 3月末	2017年 12月末
資 産	113.4	164.8	241.5	323.5	405.4	490.1	521.4
貸 付 金	29.2	25.4	26.3	34.0	34.0	44.6	48.5
国 債	67.3	125.3	198.3	269.7	349.2	417.7	440.6
外 国 為 替	5.2	5.5	6.1	7.1	6.5	6.6	6.7
そ の 他	11.7	8.6	10.8	12.7	15.7	21.2	25.6
負債および純資産	113.4	164.8	241.5	323.5	405.4	490.1	521.4
発行銀行券	76.4	83.3	86.6	89.6	95.6	99.8	106.7
当座預金	14.2	58.1	128.6	201.5	275.4	342.7	368.4
政府預金	3.5	1.4	1.6	1.7	18.8	21.7	15.4
売 現	12.0	14.5	13.3	17.6	0.2	3.4	0.3
そ の 他	7.3	7.5	11.4	13.1	15.4	22.5	30.6

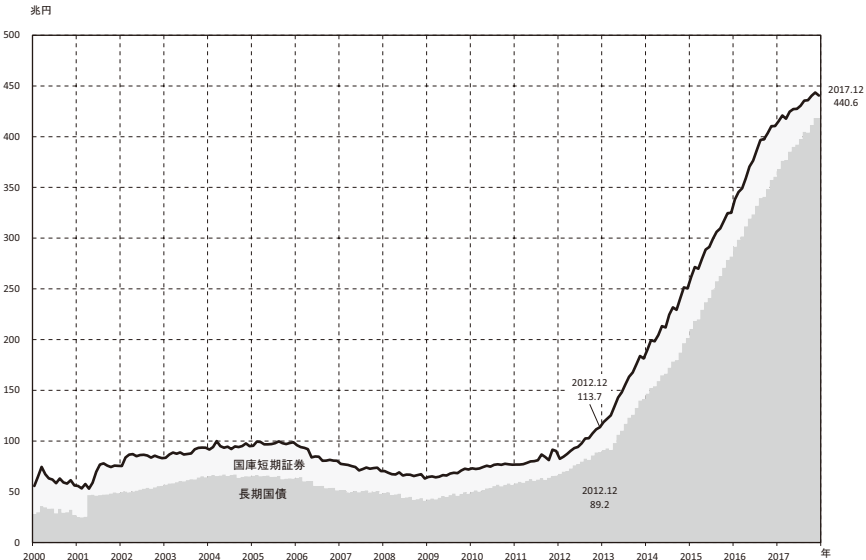
注：2017年12月末の金銭の信託による株式保有は1.0兆円、ETF保有は17.2兆円、J-REIT保有は4.475億円。
資料：日本銀行より。

図表14 マネタリーベースの推移



資料：日本銀行より。

図表15 日本銀行保有国債の推移（簿価ベース）

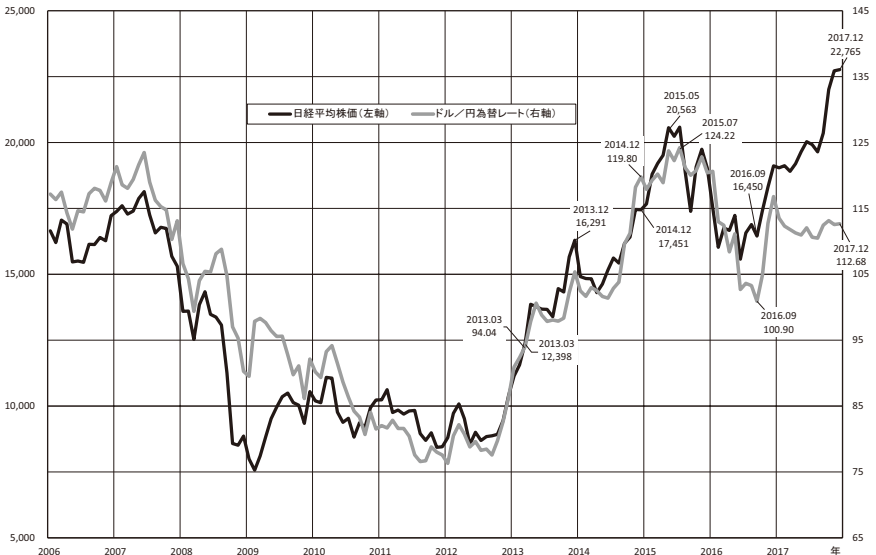


資料：日本銀行より。

和」（2010年10月～2013年4月）をおこない、両者ともに「平時」に比べれば大規模なマネタリーベースと保有国債の増大をもたらした。だが、図表14、図表15をみると、以前の金融緩和の「大規模」さが異次元金融緩和によってかすんでしまっている。

異次元金融緩和の導入は市場心理を大きく動かした。図表16をみると、為替市場では円安が大きく進行し、2013年3月末には1ドル94円台であったが、2013年5月末には100円を回復し、2014年10月末の追加緩和実施直前には111円台、追加緩和後の2014年12月末は119円台となり、2015年7月末は124円台に達し、2015年末は120円台となっている。株価も為替レートとほぼ同じ動き（特に2015年央まで）で上昇した。日経平均は、2013年3月末には12,398円であったが、2013年末には16,291円に上昇し、追加緩和後の2014年末は17,451円となり、2015年5月末は20,563円とITバブル時の最高値の20,337円（2000年3月末）を上回った。

図表16 日経平均株価とドル／円為替レートの推移



資料：日本銀行より。

このような円安の進行と株価の上昇は、企業の収益増に大きく貢献した。法人企業（全産業ベース、除く金融・保険）の経常利益の前年度伸び率は、2013年度が23.1%、2014年度が8.3%、2015年度は5.6%だった¹⁴⁾。

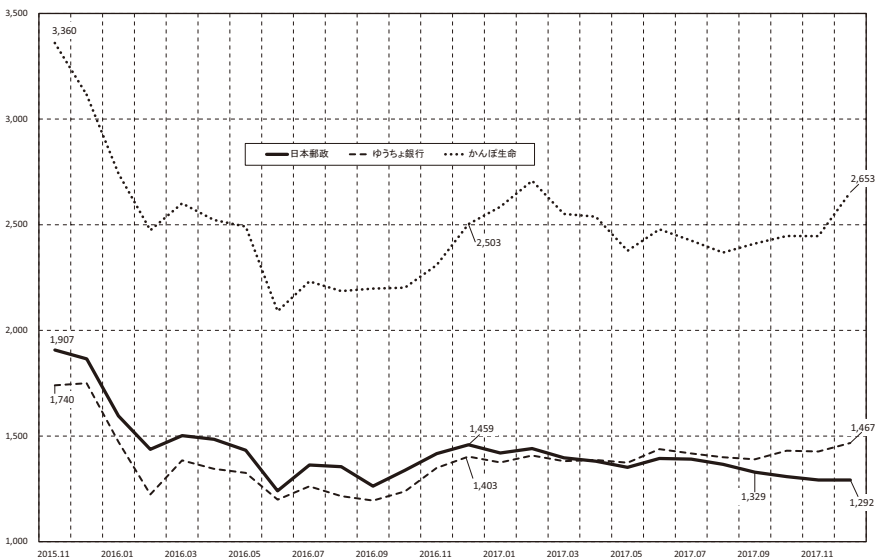
先にみたように、2014年4月の消費税増税は消費を大きく減退させ、2014年4～6月期と7～9月期の2四半期連続のGDPマイナス成長をもたらし、2014年夏以降の原油価格の大幅下落は物価の下押し要因となり、それらが日銀を追加緩和に動かした。だが、2015年4～6月期には再度GDPがマイナスとなり、2015年6月以降の中国経済の減速と中国株の大幅下落も加わって、2015年9月末には日経平均は17,388円まで下落した。その後日本経済はゆるやかに持ち直し、日経平均も10月末には19,083円まで戻し、復調した株式市場環境の下で11月4日に日本郵政グループの株式上場がなされたのである。

¹⁴⁾ 財務省「法人企業統計」より。

2016年に入ると円高・株安が進み、日銀がマイナス金利政策を導入してもそれにブレーキがかからず、特に6月のイギリスのEU離脱決定の影響などで、2016年9月末に日経平均は16,450円となり、円は1ドル100円台まで円高が進んだ。2016年11月9日に次期アメリカ大統領にドナルド・トランプが決定すると、市場はその「政策期待」から円安・株高に反転した。2017年に入るとそれまではかなり相関が強かったドル／円為替レートと日経平均の動きはかい離しだし、2017年の1年間で為替レートは110円台～113円台と小幅な変動であったが、日経平均は2016年12月末の19,114円から2017年12月末の22,765円へと1年間で約19%もの上昇をみた。

2017年9月末の日本郵政株の第2次売出しは、この好調な株式市場環境に支えられたものといえる。だが、図表17で日本郵政グループの株価の推移をみると、「低迷」というにふさわしい状況であったことがわかる。2015年11月4日の上場時は公開価格（日本郵政1,400円、ゆうちょ銀行1,450円、かんぽ生

図表17 日本郵政グループの株価の推移（月末値）



資料：Yahoo! ファイナンスより。

命2,200円)を大きく上回り、2015年11月末には日本郵政1,907円、ゆうちょ銀行1,740円、かんぽ生命3,360円をつけたが、その後大きく下落に転じた後、低迷を続けている。これは、日銀のマイナス金利政策の導入が金融2社の収益とそれに大きく依存する日本郵政の収益に大きな打撃を与えるとみた投資家が、日本郵政グループの株価の見通しを悲観的にみていることの表れである。先にみたように、2017年の日経平均は約19%上昇したが、かんぽ生命は約6%の上昇、ゆうちょ銀行が約5%の上昇にとどまり、日本郵政は2017年3月期決算で赤字に転落したこともあり約11%の下落となっている。日銀のマイナス金利政策の継続は、日本郵政グループの今後の株価に重石となり続けることだろう。

3-2. 国債の保有構造の変化

図表18は、日銀の「資金循環統計」により2009年3月末から2017年9月末までの国債等(「国債・財投債」と「国庫短期証券」の合計。以後「国債」と記す。)の保有者内訳の推移をみたものである。また、図表19は図表18に図表3と図表8のゆうちょ銀行、かんぽ生命の国債保有額を合成したものである。「資金循環統計」ではゆうちょ銀行は「預金取扱機関」に、かんぽ生命は「保険・年金基金」に分類されている。この2つの図表を使って国債の保有構造の変化をみていこう。

まず、2009年3月末から2013年3月末までの4年間の国債保有状況の推移だが、この間、国債残高合計は803兆円から975兆円へと171兆円(21.3%)増加したが、保有主体別で大きく国債保有を増やしたのは、中央銀行、預金取扱機関、保険・年金基金、そして海外である。保有増が最大の中央銀行(日銀)は65兆円(8.1%)→128兆円(13.1%)と63兆円(96.4%)増加させている。次いで、保険・年金基金は168兆円(20.9%)→225兆円(23.1%)と57兆円(34.0%)増加させている。第3位の預金取扱機関は320兆円(39.8%)→366兆円(37.5%)と46兆円(14.3%)増加させている。

この間の日銀の国債保有増で特徴的なのは、2012年3月末からの1年間

図表 18 国債等の保有者内訳の推移（その1）

(単位：兆円、下段は構成比)

	2009年 3月末	2010年 3月末	2011年 3月末	2012年 3月末	2013年 3月末	2014年 3月末	2015年 3月末	2016年 3月末	2017年 3月末	2017年 9月末
国債等計	803 100.0%	839 100.0%	884 100.0%	926 100.0%	975 100.0%	1,003 100.0%	1,044 100.0%	1,079 100.0%	1,083 100.0%	1,087 100.0%
中央銀行	65 8.1%	74 8.8%	78 8.9%	89 9.6%	128 13.1%	201 20.0%	275 26.3%	364 33.8%	427 39.5%	445 40.9%
預金取扱機関	320 39.8%	351 41.8%	364 41.2%	380 41.0%	366 37.5%	319 31.8%	289 27.7%	243 22.5%	201 18.5%	183 16.8%
保険・年金基金	168 20.9%	181 21.6%	189 21.4%	206 22.2%	225 23.1%	230 22.9%	235 22.5%	246 22.8%	238 22.0%	235 21.7%
公的年金	80 10.0%	76 9.1%	72 8.2%	69 7.4%	69 7.0%	66 6.6%	54 5.1%	52 4.8%	48 4.4%	46 4.2%
家計	35 4.4%	34 4.0%	30 3.4%	27 2.9%	23 2.3%	20 2.0%	16 1.5%	12 1.1%	13 1.2%	12 1.1%
海外	56 6.9%	46 5.5%	62 7.0%	77 8.3%	82 8.4%	81 8.1%	98 9.4%	110 10.2%	117 10.8%	120 11.0%
その他	79 9.8%	76 9.1%	88 9.9%	79 8.6%	82 8.4%	85 8.5%	79 7.5%	51 4.7%	39 3.6%	46 4.2%

注1：国債等は、「国債・財投債」と「国庫短期証券」の合計。

注2：数値は時価ベース。

資料：日本銀行「資金循環統計」より。

で、4年間増加分63兆円のうち39兆円を増やしている点である。これは日銀が2010年10月より実施した「包括的な金融緩和」の主要な柱である「資産買入れ基金」（国債、CP、ETF、REITなどの買入れ基金）の規模が当初は35兆円から開始されたのが、2012年4月には70兆円、その後2012年12月には101兆円まで拡大され、日銀が異次元金融緩和開始直前にすでに「平時」の約2倍の国債を保有していたことを示している（図表13、図表15参照）。

また、この間の預金取扱機関、保険・年金基金の国債保有増は、リーマン・ショック以降の世界経済の低迷と資金運用難で、安全資産である国債を積極的に買増したことを示している。

これとは対照的なのが、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の動向である。先にみたとおり、預金取扱機関が保有する国債は、2009年3月末から2013年3月末までに46兆円（14.3%）増加しているが、ゆうちょ銀行は同じ期間に155兆円（19.3%）から138兆円（14.2%）へと17兆円減らしている。また、かんぽ生

図表19 国債等の保有者内訳の推移（その2）

	2009年	2011年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2017年	2009年3月末	2013年3月末
	3月末	3月末	3月末	3月末	3月末	3月末	3月末	9月末	→2013年3月末	→2017年9月末
国債等計	803	884	975	1,003	1,044	1,079	1,083	1,087	171	112
	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	21.3%	11.5%
中央銀行	65	78	128	201	275	364	427	445	63	317
	8.1%	8.9%	13.1%	20.0%	26.3%	33.8%	39.5%	40.9%	96.4%	248.0%
預金取扱機関	320	364	366	319	289	243	201	183	46	-183
	39.8%	41.2%	37.5%	31.8%	27.7%	22.5%	18.5%	16.8%	14.3%	-50.0%
ゆうちょ銀行	155	146	138	126	107	82	69	64	-17	-74
	19.3%	16.5%	14.2%	12.6%	10.3%	7.6%	6.4%	5.9%	-11.0%	-53.3%
保険・年金基金	168	189	225	230	235	246	238	235	57	10
	20.9%	21.4%	23.1%	22.9%	22.5%	22.8%	22.0%	21.7%	34.0%	4.5%
かんぽ生命	70	64	56	53	48	44	43	41	-14	-15
	8.7%	7.2%	5.7%	5.3%	4.6%	4.1%	3.9%	3.8%	-20.0%	-26.8%
公的年金	80	72	69	66	54	52	48	46	-12	-23
	10.0%	8.2%	7.0%	6.6%	5.1%	4.8%	4.4%	4.2%	-14.6%	-32.9%
家計	35	30	23	20	16	12	13	12	-12	-11
	4.4%	3.4%	2.3%	2.0%	1.5%	1.1%	1.2%	1.1%	-34.9%	-46.4%
海外	56	62	82	81	98	110	117	120	26	38
	6.9%	7.0%	8.4%	8.1%	9.4%	10.2%	10.8%	11.0%	47.5%	46.4%
その他	79	88	82	85	79	51	39	46	3	-36
	9.8%	9.9%	8.4%	8.5%	7.5%	4.7%	3.6%	4.2%	4.1%	-44.1%

注1：国債保有額は小数点以下四捨五入しているため、増減の値等は表面上一致しない。

注2：ゆうちょ銀行とかんぽ生命の国債保有額は簿価ベース。

資料：図表3、図表8、図表18より。

命が属している保険・年金基金は同じ期間に57兆円国債保有を増やしているが、かんぽ生命は70兆円（8.7%）から56兆円（5.3%）へと14兆円減らしている。同じ期間のゆうちょ銀行とかんぽ生命の国債保有を合計すると、225兆円（28.0%）から194兆円（19.9%）と31兆円減らしているが、それでも、異次元金融緩和以前は日本郵政グループ金融2社が中央銀行（日銀）を上回る国債保有主体だった。

異次元金融緩和が開始されると、それ以前とはまったく異なる国債保有構造が現出する。2013年3月末から2017年9月末までの変化をみると、何よりも目を引くのは中央銀行（日銀）の国債保有割合の急増である。この間日銀は128兆円（13.1%）から317兆円増やして実に445兆円（40.9%）の国債を保有するに至っている。この増加分317兆円はこの間の全体の国債残高増112兆円

を205兆円も上回っており、また、この205兆円は同じ期間の預金取扱機関の国債保有減183兆円をも上回っている。つまり、日銀は異次元金融緩和によってこの間に新規発行された国債と同額相当分をすべて買ったのみならず、預金取扱機関が以前に保有していた国債183兆円（約5割）と同額以上のものを買い上げたのである。

なお、日銀以外にこの間に国債保有を大きく増やしたのは海外部門だけで、82兆円（8.4%）から120兆円（11.0%）へ38兆円増やしている¹⁵⁾。

ゆうちょ銀行はこの間に国債保有を138兆円（14.2%）から64兆円（5.9%）へと74兆円、5割以上減らした。この間に預金取扱機関が保有する国債も183兆円減っているため、ゆうちょ銀行以外の預金取扱機関も109兆円国債保有を減らしたことになる。

かんぽ生命はこの間に国債保有を56兆円（5.7%）から41（3.8%）兆円へと15兆円減らしたが、その減少幅26.8%減は、ゆうちょ銀行の53.3%減に比べるとドラスチックなものではない。かんぽ生命が属する保険・年金基金はこの間10兆円の増加だったので、かんぽ生命以外の保険・年金基金は25兆円国債保有を増やしたことになる。

なお、上記以外でこの間の国債保有減が大きいのは公的年金の23兆円減（-26.8%）と、家計の11兆円減（-46.4%）である。前者は、GPIF（年金積立金管理運用独立行政法人）の資金運用の「基本ポートフォリオ」の運用比率の見直しで、より多くリスク性資産で運用されるようになったためである¹⁶⁾。

¹⁵⁾ この点について、2017年12月26日の日本経済新聞は以下のように報じている。

「海外投資家が日本の債券市場で存在感を増している。日本国債の保有残高は海外勢が初めて国内銀行を超えた。国庫短期証券（TB）の保有比率も過去最高だ。ドルを貸して円を取る取引でドル保有側に利益が出やすい環境が続き、海外勢が交換した円資金で日本国債を買っているためだ。」

「償還まで1年以下のTBも海外勢の持ち分が上昇。9月末時点で保有比率は55%と日銀が異次元緩和を始める直前の2013年3月末比で倍増、この1年は過去最高を更新し続ける。」

なお、国庫短期証券を除く国債でみると、海外投資家の国債保有は2017年9月末で59.7兆円（6.1%）だった（日本銀行「資金循環統計」より）。

¹⁶⁾ 現在、GPIFの基本ポートフォリオで定める資産構成割合は、国内債券35%、国内株式25%、外国債券15%、外国株式25%となっている。2014年10月以前は、国内債券60%、国内株式12%、外国債券11%、外国株式12%だった。

図表20 長期金利の推移（月末値）



資料：日本銀行より。

後者は、異次元金融緩和以降の長期金利の異常な低位水準で（図表20参照）、家計が国債保有を敬遠したことによると思われる。

2017年9月末のゆうちょ銀行とかんぽ生命の国債保有額を合計すると105兆円で9.7%の保有比率である。民営化直後の金融2社の国債保有比率は30%を超えていたので、非常に大きな構造変化である¹⁷⁾。

財務省が策定した2018年度の国債発行計画では、総発行額149.9兆円で、その内訳は新規国債33.7兆円、借換債103.2兆円、財投債12.0兆円、復興債1.0兆円である。またカレンダーベース市中発行額（通常入札による市中発行額）は144.1兆円で、このうち短期債21.6兆円を除いた分は122.5兆円である。

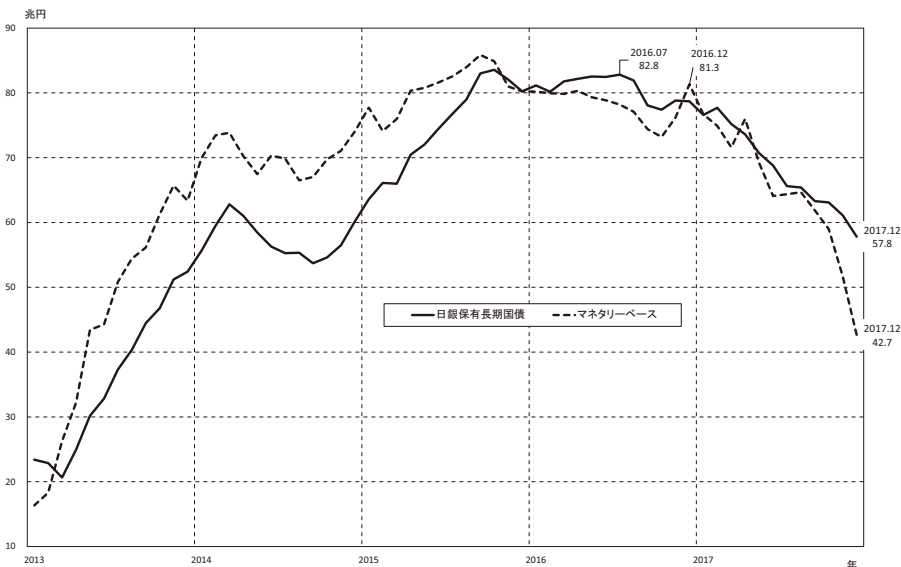
今後、日銀の国債購入枠が減らなければ、このうち約80兆円が日銀買入れ

¹⁷⁾ 民営化直前の2007年9月末における国債の保有割合は、郵貯22.3%、簡保9.4%、計31.7%で、日本銀行は9.8%だった。

=保有となる。だが、日銀は2016年9月の「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」の導入以降、表向きは年間80兆円を目途とすることを変更してはいないが、実際の国債の買入れペースを次第に落としてきている。図表21でマネタリーベースと日銀保有長期国債の前年同期比増加の推移をみると、2017年12月末までの1年間で日銀は長期国債を57.8兆円しか購入しておらず、その結果、同1年間のマネタリーベース増加額は42.7兆円に減っている。これは、「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」において、金融調節の主目標を短期金利が-0.1%、長期金利が0%程度で推移するよう誘導するという「イールドカーブ・コントロール」に移したため、これが実現できるだけの国債買入れで良くて、80兆円の買入れペースをダウンさせた「量的緩和の度合いの縮小」といえる。またこれは、現在の日銀の国債保有が飽和状態に近いことの表れでもあろう。

異次元金融緩和は現在も進行中であるが、この金融政策が続く限り、日銀へ

図表21 日銀保有長期国債とマネタリーベースの前年同期比増加額の推移



資料：日本銀行より。

の国債の一層の集中と、他の保有主体の保有減が進むことと思われるが、これまでと同様のペースで進むことはかなり難しいのではないだろうか。

4. おわりに

以上みたように、2007年10月に民営化を開始し、2015年11月に株式上場をはたし、2017年10月に民営化10年を迎えた日本郵政グループだが、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の資産運用動向の背後には2013年4月から開始された日銀の異次元金融緩和という「異様」ともいうべき金融政策があった。

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

だが、日銀の異次元金融緩和の登場で、事態は一変した。それまでは、金融2社が保有する巨額の国債を「肩代り」する経済主体は存在しないと思われていたが、日銀が結果的にはその役割を担ったのである。その購入資金はマネタリーベース（日銀当座預金）という「日銀信用の創出」だった。その結果、日銀が2017年9月末時点で全国債の41%という日本国債の最大の保有者となり、金融2社、とりわけゆうちょ銀行は保有国債を大きく減らして外国証券等の国債以外での資金運用の拡大を進めることが可能となったのである。

しかし、このことは、手放して喜べるようなものではない。日銀は異次元金融緩和では新発国債の直接引き受けをしていないとし、その目標はあく

まで「デフレ脱却」であるとして「財政ファイナンス」を否定する。だが、その実態はやはり「財政ファイナンス」＝「マネタイゼーション」といわざるをえない。日銀は全国債の4割を保有し、政府からその利子を受け取り、得られた収益のほとんどを「国庫納付金」として政府にもどしている。これが広く国民の共通認識となり、経済活動の前提となれば、2%を超える物価上昇と長期金利の上昇（＝国債価格下落）を引き起こし、最悪、財政破たんを引きおこす要因をはらんでいる。一方、減少したとはいえ、いまだ多額の国債を保有している金融2社は多額の保有国債評価損をかかえ、株式売却を進めることが困難となるかもしれない。

また、異次元金融緩和はあくまでも「非常時」の金融政策であるから、将来日本経済が完全にデフレから脱却し、安定的に2%の物価上昇が見込めるようになれば、「平時」の金融政策に復帰する必要がある。これを「出口政策」と呼ぶが、日銀は2%の物価上昇達成の時期をこれまでに6度延期して「2019年度ごろ」としている。先にみたように、日銀は2017年に入ると国債購入額とマネタリーベース増加額を減らしてきてはいる。だが、もし、2018年に年間50兆円程度の国債を購入し、マネタリーベースをも年間40兆円程度増やしたなら、2018年末の長期国債の保有高は約490兆円（簿価）、マネタリーベースは約520兆円兆円というとてつもない規模となる。これでは「出口」＝「平時の金融政策への復帰」など全く展望できないものになってしまうのではなからうか。仮に2%の物価上昇が達成でき、それにもなって長短金利の上昇と国債価格下落が生じたなら、日銀がそれを適度なものにコントロールできるとは到底考えにくい。逆に、日銀は自身の債務超過も含め、八方ふさがりの事態を迎えることになるかもしれない。そしてその時、金融2社も減少したとはいえ現在も大量の国債を保有し続けているので、かなりの損失を被ることになる。

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

【参考文献】

- 両宮正佳 (2017) 「イールドカーブ・コントロールの歴史と理論」『金融市場パネル 40 回記念コンファレンス』における講演、2017年1月。
- 井出秀樹(2015)『日本郵政』東洋経済新報社、2015年4月。
- 伊藤光雄(2009)「ゆうちょ銀行の現状と今後—郵政民営化1年を経て—」島根大学『経済科学論集』第35号、2009年3月。
- 伊藤光雄 (2011)「郵政民営化の見直しについて—金融2社を中心に—」島根大学『経済科学論集』第37号、2011年3月。
- 伊藤光雄 (2013)「郵政民営化の現段階—金融2社を中心に—」島根大学『経済科学論集』第39号、2013年3月。
- 伊藤光雄 (2016)「郵政民営化の新段階—金融2社を中心に—」島根大学『経済科学論集』第42号、2016年3月。
- 翁邦雄 (2017)『金利と経済』ダイヤモンド社、2017年2月。
- 加藤出 (2014)『日銀、「出口」なし!』朝日新聞出版、2014年7月。
- 廉了 (2016)「悪化する邦銀の外貨調達環境」『三菱UFJ & コンサルティング 経済レポート 2016年7月15日号』。
- かんぽ生命 (2017)「かんぽ生命の現状 ディスクロージャー誌2017」、2017年7月。
- 木内登英 (2017)『異次元緩和の真実』日本経済新聞社、2017年11月。
- 財務省 (2017)『債務管理レポート 2017 - 国の債務管理と公的債務の現状』、2017年8月。
- 志摩祥紀 (2015)「日銀の国債保有状況と国債市場の流動性」『証研レポート No.1692』、2015年10月。
- 週刊エコノミスト編集部「直撃! マイナス金利—日本郵政の災難—ゆうちょ銀を運用難が直撃」『週刊エコノミスト 2016年3月22日号』。
- 週刊金融財政事情「特集 民営化10年のゆうちょ銀行」『週刊金融財政事情 2017年6月26日号』。
- 中島将隆 (2017)「異次元金融緩和政策と国債金利形成の特徴」『証研レポート No.1700』、2017年2月。
- 野口悠紀雄 (2017)『異次元緩和の終焉』日本経済新聞社、2017年10月。
- 服部茂幸 (2014)『アベノミクスの終焉』岩波書店、2014年8月。
- 日本銀行 (2016)「[量的・質的金融緩和] 導入以降の経済・物価動向と政策効果についての総合的な検証」、2016年9月21日。
- 日本郵政グループ (2015)「日本郵政グループ中期経営計画～新郵政ネットワーク創造プラン 2017～」、2015年4月1日。
- 日本郵政グループ (2017)「日本郵政グループ ディスクロージャー誌2017」、2017年7月。
- ゆうちょ銀行 (2017)「ゆうちょ銀行 ディスクロージャー誌2017」、2017年7月。

【参照ウェブサイト】

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