

論文

バブル経済下の郵便貯金 —「90年ショック」をめぐって—

伊藤 真利子

1 はじめに

日本の金融自由化は、戦後の高度成長と、その後の相対的高成長によってもたらされた「経済大国化」の帰結として問われたものであった。その過程は、日本経済の国際化と高度成長の屈折を契機とした国債の大量発行という「2つのコクサイ化」によって牽引された。日米貿易摩擦の激化と日米円ドル委員会を通じたアメリカの強い働きかけなど、アメリカの対日政策が大きく影響された点に、その特徴を見ることができる。

戦後日本の金融システムは、日本における直接金融の育成という占領期アメリカの当初方針にもかかわらず、日本側の頑強な抵抗と、証券市場の度重なる崩落により、各金融仲介機関の業態が重層的に棲み分ける「間接金融優位」の体制として成立した。戦後の日本経済は、アメリカを中心とした戦後国際体制の中に、相対的に閉鎖的なかたちで組み込まれるという特殊な歴史環境において成立したシステムである。このことから、日本経済の国際化が進むとともに、貿易自由化、資本の自由化、さらに1970年代になると金融の自由化が課題となっていった。金融自由化の過程は、すでに述べたように、国債発行の大量化という財政的事実とアメリカの対日要求という側圧に促され、預金銀行、債券発行銀行などの金融業態間の利害を調整しながら、異例に長い時間をかけて進められることになった。経済が飛躍的に発展する中、行政がいったん成立した金融業態間の「棲み分け構造」を業態の内発的要請なしに大きく変更することは、極めて困難なことだったのである。このため、預金金利の完全自由化は、実に90年代初頭の小口預金の金利自由化まで引き延ばされることになった。金融自由化に促された80年代の証券市場の台頭により、この時期、後退を余儀なくされていた預金銀行にとって、金利自由化に対応しつつ、新たなビジネスモデルを描くうえで巨大な規模に膨れ上がっていた郵便貯金との金利決定上のイコール・フッティングが最大の懸案となり、その実現のための交渉が延々と続けられたためである。

このような金利自由化の最終局面はまた、バブル発生による証券市場の急拡大とバブル崩壊後の景気悪化の過程とも重なっていた。本稿の課題は、自由金利体系と規制金利体系とが併存する金利自由化の最終局面であった80年代において、規制金利体系の下での政策金利が依然温存されていた郵便貯金が、90年から91年にかけて複雑な動きを示した要因を分析することにある。その際、本稿では、この時の郵便貯金の動向のクライマックスをなした90年前後の、郵便貯金からの、そして郵便貯金への巨大な資金シフト、すなわち定額貯金の大量流出・大量流入という極めて特異な動きに焦点をあてる。さらに、預貯金市場に与えた証券市場の影響も踏ま

※ 本稿は、平成22年度科学研究員補助金（特別研究員奨励費：課題番号22-8317）による研究助成を受けたものである。

えることにより、金融自由化の最終局面で生じた異常な動きの中で、郵便貯金に起きつつあった機能転換の可能性およびその帰結がどのようなものであったかについて明らかにする。このことを通じ、小泉改革による郵政民営化の歴史的な前提がどのように生まれたのかという問いに、新たな照明を当てる。

② バブルの発生とその崩壊

80年代半ば、第二次石油危機の動揺を企業レベルのミクロ的調整によって乗り越えた日本経済は、約4%のGDP成長率を維持し、着実に国際競争力を高めるなど、スタグフレーションに苦しむ欧米諸国と比べ、相対的に良好なパフォーマンスを示した。このため、日米間を中心とした貿易摩擦が激化し、自由化、国際化をはじめとするアメリカの対日要求が厳しさを強めていった。日本の膨大な経常収支黒字とアメリカの巨額の経常収支赤字という国際収支の不均衡への対応が、この時期の日本経済にとっての大きな課題であり、バブルの発生とその崩壊を準備していくことになったのである⁽¹⁾。

この経過につき、国際金融市場の推移と日本の政策対応の面から手短かに整理しておこう。81年に成立したレーガン共和党政権による、いわゆるレーガノミクスの展開により、アメリカは巨額の経常収支赤字と財政赤字の「双子の赤字」を抱えることとなった。基軸通貨国が巨額の債務を抱えるという異常な事態に対応するため、84年に開かれた日米円ドル委員会では、アメリカ側から日本の金融自由化要求がなされた。これを受け、わが国の政策日程の俎上に本格的に金融自由化が載せられることになった。しかしこの間、アメリカの経常収支赤字が一向に改善する見通しが立たなかったため、ドル暴落の不安が国際金融市場に広がっていた。このことを受け、85年9月、ニューヨークのプラザホテルで、G5（アメリカ、イギリス、フランス、西ドイツ、日本）による大蔵大臣、中央銀行総裁会議が開催された。同会議では、日本とヨーロッパの失業率削減および日本の貿易黒字の圧縮が議論となり紛糾した。この時の論争は、事後的に成立する「I-Sバランス」論にもとづき、どちらが国際的な貿易のインバランスの原因であるかを論ずるといふ、結果を持って原因を争う、いささか不毛なものであったといえる。しかし、結果的に、同会議はドルがファンダメンタルズ（経済の基礎的諸条件）からみて過大評価されているとし、ドルの秩序ある切り下げと「必要に応じ市場に協調して介入する」ことを容認することで決着を見ることになった。いわゆる「プラザ合意」である⁽²⁾。プラザ合意は、高金利によるドル高誘導を基調としたレーガン政権の転換点をなすものであり、同政権第二期発足にあたって財務長官となったベーカーによって主導されたものであった。

プラザ合意以後、アメリカは各国に対して全面的に国際的政策協調を要求するようになっていった。日本に対しては、貿易黒字縮小のための内需拡大要求が強く求められた。このことを受け、86年4月に取りまとめられた報告書、いわゆる「前川レポート」では、日本の内需拡大が既定方針となった。さらに、89年9月から始まった日米構造協議では、戦略的通商政策にも

-
- 1 石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」（内閣府経済社会総合研究所監修・小峰隆夫編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策（歴史編）1 日本経済の記録 第二次石油危機への対応からバブル崩壊まで』慶應義塾大学出版会、2011年）、131頁。
 - 2 財政省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史 昭和49～63年度 第1巻 総説・財政会計制度』東洋経済新報社、2005年、293頁。第二次石油危機以降、各国金利は異常に高騰した。とりわけアメリカにおいては、ポール・ボルガー率いるアメリカ連邦準備制度理事会がインフレ退治のための高金利政策を断行し、79年～81年において、公定歩合12～13%、プライムレート15%～21%という高金利が現出した。

とづき、日本型経済システムの改変を迫るアメリカに日本が譲歩するかたちで国際協調が図られた。この間、生活関連社会資本の充実を柱とする公共投資の推進による内需拡大の促進や「市場原理を基調とした施策」への転換等の実施によって、「前川レポート」の中身が具体化されていった⁽³⁾。金融の自由化と内需拡大が日本の対外公約となり、その後の政策の方向性を決定づけたのである。

アメリカの対日要求が厳しくなった80年代初頭にあつては、日本政府は、いまだ「小国」の仮定のもとで事態に対応しようとしていたが、80年代末になると、次第に「経済大国」としての自覚と自信を持つようになっていった。しかし、基軸通貨国が最大の債務国でもあるという異常な世界経済にあつて、対外均衡と対内均衡の調整を一国の政策転換で果たすということはほとんど不可能な課題であった。この対応の過程を通じ、日本の財政政策と金融政策には「歪み」が生じるようになり、バブルとその崩壊、そして90年代の長期不況へと繋がっていくことになる。

その過程を少し追ってみよう。アメリカの金利引き下げによるドル安の進行は、円高の急進を意味した。対ドル円レートの急激な上昇は、石油危機以後の日本経済のリーディングセクターであった自動車、電機、機械などの輸出関連産業に大打撃を与えた。これを受け、日本経済は85年後半から景気が急速に悪化し、いわゆる「円高不況」の様相を呈した。83年半ばから1ドル=220円~230円であった円ドルレートは、86年になって150円台に達し、86年末に160円台となったものの、87年には再び150円台~140円台で推移した⁽⁴⁾。この間の86年9月、日本政府は内需拡大と景気梘子入れを目的として、規制緩和等による「民活」を利用した市街地再開発や新市街地開発の促進を盛り込んだ「総合経済対策」を発表した⁽⁵⁾。プラザ合意以降、日本政府は大幅な経常収支黒字を削減しつつ、成長を持続する内需主導型成長への転換を喫緊の課題として取り組んだのである⁽⁶⁾。

しかし、日本政府はこの間、緊縮財政による財政均衡化を方針としていたことから、内需拡大路線は、主に金融政策に頼らざるを得なかった。さらに、不況対策という政策テーマがこれを促していた。このような内外からもたらされた課題を受け、金融当局は大幅な金融緩和政策を打ち出したのであった。図1より基準割引率および基準貸付利率（公定歩合）の推移をみてみよう。日本銀行は、「円高不況」への対応として、86年1月に2年3カ月ぶりとなる公定歩合引下げを実施した⁽⁷⁾。以降5回にわたって計2.5%引下げ、金融緩和政策を急速に進めた。この結果、86年5月から88年7月にかけて、当時としては史上最低水準となる2.5%が維持され

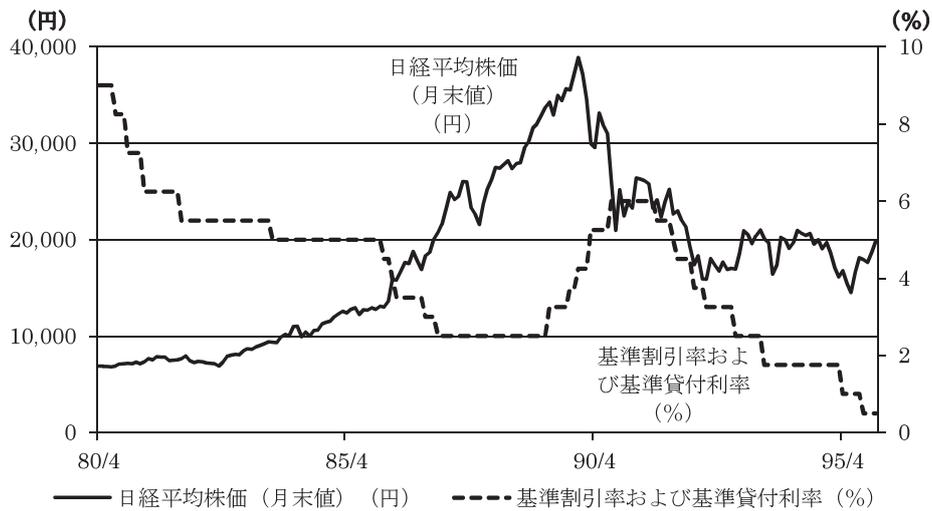
3 金澤史男「日本における福祉国家財政の再編」(林建久・加藤榮一・金澤史男・持田信樹編『グローバル化と福祉国家財政の再編』東京大学出版会、2004年)、158頁。同論文において金澤は、90年代の政策基調を以下のように整理している。すなわち、「経営資源が効率性を求めて地球規模で動き回る状況のなかに積極的に参入し競争に勝ち抜くことでそのメリットを享受しようとする戦略であり、そのためにも国民負担を抑制し『小さな政府』が必要という考え方である。これに対し、前川レポートに代表される構造調整では、短期的には貿易黒字を急速に減らし、中長期的には内需主導型経済に転換することが『国際協調型』、『国際国家日本』を実現することであり、『グローバルな視点に立った施策』の内実」である(金澤史男「日本における福祉国家財政の再編」、158-159頁)。

4 『昭和財政史 昭和49~63年度 第1巻』、298頁。

5 会議での合意もあつて、同年9月に日米蔵相会議が行われ、事業量総額3兆6,360億円におよぶ内需拡大政策が展開されることとなった(石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」、132頁)。

6 財政省財務総合政策研究所財政史室編『昭和財政史 昭和49~63年度 第6巻 金融』東洋経済新報社、2003年、41頁。経常収支黒字を削減することを喫緊の政策課題と認識した背景には、経常収支の大幅な黒字がますます円高圧力を生み出す一方、円レートの増価により日本経済の急速な発展を支えてきた製造業を中心とする輸出関連産業に大打撃を与えるという懸念があったとされる。

7 石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」、133頁。日本銀行の利下げ直後、パリでG7合会が開かれ、2月22日「現状においては、為替レートを現在の水準の周辺に安定させることを促すために緊密に協力することに合意(いわゆる「ルーブル合意」)した。



(出所) 日本銀行『金融経済統計』時系列データより作成。

図1 金利および株価の推移

た。一連の公定歩合引下げは、円高によって原油価格などの輸入物価が低下し、景気のテンポが緩やかになってきたことに対応するものであった。同時に、引下げの決定にあたっては、ドル安円高方向で不安定な動きを続ける為替相場の安定およびマクロ的な国際協調行動が意識されていた。

このように、日本政府および金融通貨当局の政策姿勢には、アメリカ政府への一貫した配慮が色濃く滲み出ていた。上述の通り、日本が金融緩和策を維持し続けなければならなかった背景には、対日貿易収支の巨額の赤字が改善しないアメリカの対日要求が日増しに強まっていたことが挙げられる。89年に始まった日米構造協議では、マクロの政策協調にとどまらず、日本の経済のあり方にまで要求が及ぶようになった。これがその後、規制緩和を通じた日本的企業システムの変容、さらには郵政民営化が実現されていく遠因ともなったのである。だがそれ以上に、この時期の金融緩和政策が維持されることになった大きな要因として、87年10月19日月曜日のブラックマンデーの衝撃がある。ベーカーのドル安承認後も、依然としてアメリカの国際収支は改善を見ず、ドル安がドル暴落に転化するのではないかとこの潜在的な恐怖が市場に強まっていた。こうした中で、アメリカの貿易収支赤字が拡大する、インフレ懸念から同国の金利が引き上げられるのではないかとこの予測に端を発し、ニューヨーク証券取引所の株式が大暴落すると、これが世界の株式市場の急落へと波及していった。世界恐慌の再来を思わせるこの危機的事態は、いったん急落した東京証券取引所が翌日には持ち直したため、終息を見た。しかし、この経験によって、国際金融市場の不安定性が強烈に印象づけられた。同時に、日本が世界経済の最後の拠り所であるかの印象が生まれ、その後の日本の金融政策は、ドル価値の維持という政策目標に縛られることになったのである。

長期に金融緩和政策が固定されることで生まれた過剰流動性は、円高で比較的物価が安定していたことから、高水準の設備投資と証券および土地資産へ向かうことになった。こうして、日本の株価および地価が急騰することになったのである。期待が期待を呼び、資産価格が異常に急伸するとともに、その資産効果を通じて消費も急激に拡大した。バブルの発生である。これに加え、80年代には世界的にデysinフレーションが進み、世界の過剰マネーが日本に流入した。このようなバブル期の金融政策のあり方については、今でも議論がなされているところであるが、要約すれば、①円高により物価が比較的安定しており、物価の番人としての従来の中央銀行としては動きにくい環境にあったこと、②財政政策が緊縮基調で推移し、国際協調

を含むマクロ経済政策の中心が金融政策に求められ、安価な資金供給がなされたこと、そして③アメリカのドル維持政策を支持し続けなければならない、弾力的な政策対応ができなかったことなどのいくつかの事情が複合していたことが挙げられよう。このように各種の事情によって、日本銀行が金融引き締めに転じることができない中、日本経済は80年代後半から、巨大なバブルに飲み込まれていくことになったのである。

バブル経済については、この間多くの優れた分析や浩瀚な回顧録が著されており、ここではそれら先行研究の叙述に拠りながら、事態の推移を簡単に述べておこう。金融緩和政策が転換するのは、過剰流動性により加速した資産インフレを抑制することを目的とした89年5月の金利引上げからであった。公定歩合は89年5月に0.75%で3.25%となった。さらに、90年3月にはプラザ合意以前と同水準の5.25%まで引上げられ、90年8月から91年6月まで6.0%に維持された。だが、この金融引き締め政策への転換にもかかわらず、株価および地価は上昇し続け、89年12月末に日経平均株価は3万8,915円の史上最高額を記録するに至る。西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』では、80年代後半に生じた資産価格の急激かつ大幅な上昇要因として、下記の3点を挙げている⁽⁸⁾。第一に、長期にわたる景気拡大や円高による国際的地位の上昇の過程で、経済の先行きについて強気の期待が高まったこと、第二に、歴史的な低金利やマネーサプライの高い伸びなど金融緩和が長期に渡るなど、マクロ経済政策に適切さを欠いたこと、第三に、金融機関のリスク管理体制などの整備が不十分のまま、金融自由化が進められ、その中で金融活動が著しく活発となったことである。日本経済は、80年代後半に「経済大国」としての自信を強める一方、円高対策としての金融緩和が国際協調のための通貨政策として維持継続され、バブルが進行していたのである。

しかし、90年代に入ると状況は一転した。図1に見られる通り、株価は90年1月4日の大発会で202円安となって以降、4月2日の2万8,002円まで下落した⁽⁹⁾。6月になって一時3万円台まで回復したものの、7月後半から反落し、さらに8月2日のイラク軍クウェート侵攻を契機として再暴落した。これにより、10月1日には2万221円という惨状を呈した⁽¹⁰⁾。その後も株価は小幅の回復と下落を繰り返し、1.5万円から2万円程度の低水準で推移した。日本銀行は91年7月以降、7回にわたって合計4.25%となる引下げを実施し、93年9月には1.75%となった。このような公定歩合の連続的な引下げによって、銀行は史上最高の業務純益を記録した。これは、公定歩合に連動して引下げられる預金金利と、ワンテンポ遅れて引下げられる貸出金利とのタイム・ラグにより、銀行・民間金融機関の利鞘が増大したためである⁽¹¹⁾。これにより、バブル崩壊がわが国金融システムに与えた痛みは一時的に回避されたかに見えたが、不良債権問題と資産デフレによる傷は深く、その後の金融危機への序曲に過ぎなかったのである。

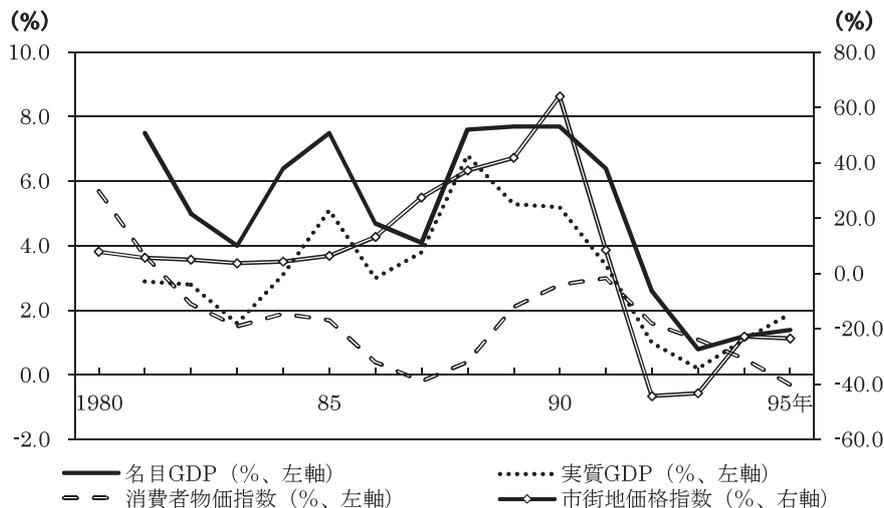
この時期の実体経済の動向を見よう。図2は経済指標の推移を示したものである。これによると、実質GDP成長率は、80年度から90年度にかけて年平均4%を記録した。名目GDP成長率は、85年度から87年度にかけて7.5%から4.7%に低下したものの、88年度から90年度にかけて約8%で推移している。いわゆる「円高不況」は、円高の急速な進行にもかかわらず、短期間で終息しており、86年末以降は拡大局面に転じていた。その後の展開を考えれば、日本の政策当局の危機意識と経済の実態との間に齟齬があったことは明らかである。60年代後半の「い

8 西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』金融財政事情研究会、2011年、295頁。

9 山一証券株式会社社史編纂委員会編『山一証券の百年』山一証券株式会社社史編纂委員会、1998年、331頁。

10 『山一証券の百年』、332頁。

11 相沢幸悦『平成金融恐慌史』ミネルヴァ書房、2006年、154頁。



(出所) 日本銀行調査局『資金循環勘定』(93SNA)より作成。

図2 GDPおよび地価の推移

さなぎ」景気以来の大型景気に沸きかえっていた日本経済は、80年代後半、株価、地価等の資産価格が実態から大きく乖離して上昇する「バブル経済」と呼ばれる状況に入ったのである。

このような景気の過熱は、過剰流動性が資産投機に向かう中で生じた「バブル」そのものであった。91年以降になると、実質GDP成長率は急速に落ち込み、92年1.0%、93年0.2%、94年1.1%と低下していく。さらに、85年9月と比べ、5年間で約4倍の水準に急騰していた市街地価格指数が90年9月をピークに下落に転じた。地価は下落しないという戦後の「土地神話」の崩壊である。この時の地価下落には、大蔵省が90年3月に「不動産関連融資の総量規制」を決定し、4月から実施したことが大きく影響している。85年以降、国土庁や大蔵省は土地の投機的取引を助長する融資の自粛を要請していたが、地価の高騰は止まらなかった。これに業を煮やした政府、日本銀行は、銀行に対し、不動産業、建設業、そして規制の抜け道となっていたノンバンクの3業種に対する融資状況の報告義務を課した⁽¹²⁾。これとともに、90年4月以降、貸出増加額規制が強化されたことを受け、高騰し続けていた地価は、90年末から大都市圏を中心に急落した。地価の対前年比は、90年14.1%、91年10.4%から一転、92年-1.8%、93年-5.5%と、株価等各種価格指標に類例を見ない暴落ぶりを示すことになったのである。

資産価格急騰の背景には、株式や土地を担保にした銀行・金融機関の貸出急増があった。円高と歴史的に低金利によって、海外の直接的な資金調達が可能になったことから、大企業や製造業向けの銀行貸出は80年代後半から伸び悩んだ⁽¹³⁾。企業は、安く調達した資金を設備投資のみならず、本業以外の収益機会と捉え、積極的に運用するようになっていた。このような状況下で、金融機関、特に都市銀行は新たな投資機会を見出すことが出来ず、これまでリスクが高すぎるため消極的であった個人向け住宅ローンや中小企業向け貸出、さらに株式売買や不動産向け貸出に傾斜していくことになった。これがバブルを膨張させることになった。バブル経済は、本質的には企業の「カネ余り」現象による金融資産運用、いわゆる財テク等を前提に、銀行の信用創造機能が極限まで行き着いた結果であったと言えよう⁽¹⁴⁾。資産の急騰は、金融経済の膨張にとどまることなく、实体经济においても、資産効果を通じ、消費拡大による好景気

12 東京証券取引所編『東京証券取引所50年史』東京証券取引所、2002年、635頁。

13 全国銀行協会連合会・東京銀行協会『銀行協会五十年史』全国銀行協会連合会、1997年、141-142頁。

14 相沢幸悦『平成金融恐慌史』、10頁。

年	エクイティ合計			普通社債			調達総額		
	国内	国外	小計	国内	国外	小計	国内	国外	小計
	億円	億円	億円	億円	億円	億円	億円	億円	億円
1988	113,672	46,365	160,038	8,730	7,592	16,323	122,402	53,957	176,361
1989	159,506	110,694	270,201	5,800	8,105	13,903	165,306	118,799	284,104
1990	73,213	38,189	111,402	18,280	14,731	33,011	91,493	52,921	144,414
1991	22,507	41,676	64,183	23,147	37,673	60,821	45,654	79,349	125,004
1992	9,369	20,221	29,590	28,940	37,668	66,608	38,309	57,890	96,199
1993	24,397	22,521	46,919	36,840	27,676	64,516	61,237	50,197	111,435
1994	36,622	11,629	48,251	29,200	7,544	36,744	65,822	19,173	84,996
1995	12,846	8,957	21,803	48,813	10,330	59,143	61,659	19,287	80,946
1996	45,761	16,446	62,208	59,325	14,635	73,960	105,086	31,081	136,168
1997	12,782	7,197	19,979	63,485	20,940	84,425	76,267	25,357	104,405
1998	16,424	2,389	18,814	125,324	14,929	140,253	141,748	17,318	159,067
1999	105,881	7,143	113,025	67,205	19,232	86,437	173,086	26,376	199,463
2000	20,769	4,119	24,888	78,040	8,268	86,308	98,809	12,387	111,197

(注1) エクイティ合計は、株式、転換社債、新株引受権付社債の合計である。

(注2) 普通社債には、海外金融子会社（銀行を除く）によるものを含む。

(出所) 東京証券取引所『証券統計年報』より作成。

表1 証券発行による資産調達総額（全国上場会社）

を生み出すことになった。しかし、バブルが崩壊すると、同じメカニズムが逆に回転し始める。資産価格の急落によって、投資家たちが多額のキャピタル・ロスを被ったばかりではなく、銀行・金融機関の貸出の回収が困難となった。いわゆる不良債権が急増することにより、銀行を中心とする日本金融システムの脆弱性が一挙に露呈することになったのである⁽¹⁵⁾。また、資産価格の急落は逆資産効果として現れ、消費の収縮と売上高の急落により企業収益が低迷するというかたちで、日本経済は資産デフレのスパイラルに陥っていくことになった。

このようなバブルの発生と崩壊は、前掲の西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』が指摘するように、アメリカの対日要求による金融の自由化、国際化、規制緩和と並行し、また関連しあっていた。このことが、バブル崩壊の金融システムに与えた影響をより激甚なものとした。この時期に国際的な側圧を受けて金融制度改革が進められ、証券市場の拡大と並行したことが、バブルを促進する要因ともなり、またバブル崩壊の傷をいっそう深刻なものとしたのである。これは、その後の日本経済の長期低迷を生み出す原因の一つとなっていく。

表1は、証券発行による全国上場企業の資金調達総額の推移を示している。バブル期には企業の資金調達において、資本市場からのエクイティ・ファイナンスが盛行し、全国上場企業はピーク時の89年に28兆円を市場から調達した。88年から90年のエクイティ（株式のほか転換社債と新株引受権付き社債を含む）の合計は約54兆円、社債を含めると60兆円に達し、93年までの5年間における普通社債のうち半分以上が国外で調達された。これには、戦後長らく日本の社債市場が厳しく規制されていたことが影響している⁽¹⁶⁾。戦後日本においては、企業が銀行

15 『昭和財政史 昭和49～63年度 第6巻』、49頁。

16 堀内昭義「高度成長期以後の金融制度改革」（橋本寿朗・中川淳司編『規制緩和の政治経済学』有斐閣、2000年）、66頁。

からの長期借入と代替的な社債発行によって資金調達することが極めて困難であり、社債が協調融資の一形態として、リスク分散のため手段とされていた。また、無担保で普通社債を発行することも困難であったため、日本の主要企業は金融自由化の進展とともに国内の資本市場よりも海外の社債市場、特にユーロ市場を利用して資金調達を行うようになったのである。

このように金融自由化は、企業に新しい資金調達手段の途を開くことにより、金利コストを低めることで、本業による利益率の低下を補うものとなった⁽¹⁷⁾。さらに、企業には財テクという新たな収益機会も与えられることになった。持続的な株価上昇、金利低下、円高基調等に支えられ、社債発行による資金調達は、80年代後半以降、低利の資金調達手段となったのである⁽¹⁸⁾。さらに、円高がこの有利な条件を加速した。このことが、民間金融機関の主要顧客である大企業の「銀行離れ」を招くことになった⁽¹⁹⁾。遊資を抱えた民間金融機関、特に都市銀行の貸出行動に大きな影響を及ぼすこととなった。資金不足経済下で長らく間接金融が優位とされてきた日本経済は、バブル生成のまさにこの時期、国際経済の大変動と外圧に促された国内の制度変更の両面から大きな転換点を迎えたのである。そこで節を改め、この時期の金融自由化が日本の金融構造にいかなる影響を与えたかを見ていこう。これによって、その動向がいかに強烈に郵便貯金の動向を規定していたのかを、背景から明らかにしていくこととしたい。

③ 金利自由化とその影響

3-1 金融資産残高の推移

80年代、特にその後半のバブル経済の登場とともに、戦後長らく圧倒的な優位を誇っていた間接金融から直接金融への転換が進んだ。しかし、90年代初めのバブル崩壊により、この間に拡大の一途を辿ってきた証券市場は、壊滅的打撃を被った。証券市場・企業のみならず、80年代に証券化が進行していた銀行等金融機関もまた、その財務構造を大きく痛めることとなり、金融市場をも含む全般的危機が進行するようになった。80年代から90年代前半において、日本の金融構造にどのような質的变化が起きていたのであろうか。この点を表2により、80年から95年までの個人金融資産残高の推移で見てみよう。残高合計は、80年度368.3兆円から85年度630.1兆円（対80年度約1.7倍）、90年度1,023.8兆円（対85年度約1.6倍）、95年度1,265.0兆円（対90年度約1.3倍）に膨らんだ。これで見る限り、バブル崩壊後も、国民は金融資産を増やし続けていたことになる。この点をもう少し時間を区切って追ってみると、84年から89年にかけて、GDPの伸び率が約33%であったのに対し、個人金融資産残高は約70%とほぼ倍のスピードで蓄積が進んだ⁽²⁰⁾。90年代に入っても資産残高の増加傾向は続いていたが、80年代には対前年比10%前後の高い伸びを続けていたのに対し、90年代になると4%程度と、その伸び率は大幅に鈍化したのである。

金融資産の構成比をみると、表掲期間を通じ、現金・預金が約半数を占めており、その残高は、80年度217.7兆円から85年度329.4兆円（対80年度約1.5倍）、90年度481.8兆円（対85年度約1.5

17 星岳雄・A.カシャップ『日本金融システムの危機と変貌』日本経済新聞社、2006年、319頁。

18 星岳雄・A.カシャップ『日本金融システムの危機と変貌』、328頁。

19 西村吉正『日本の経済制度改革』東洋経済新報社、2003年、173頁。同書によれば、アメリカで預金から他の金融資産に大きくシフトしたのは、70年代のインフレ期に金利規制のため銀行離れが起こったことによるものであった。これに対し日本では、預金という間接金融の原資が過剰であり、資金供給力に問題がないにもかかわらず、資金需要者側が資金コスト低下のため、銀行を離れ、市場経由の資金調達に移行したものであったとされる。

20 『東京証券取引所50年史』、561頁。

年度	合 計		現金・預金						出資金		保険・ 年金準備金	
			現金通貨性預金		定期性預金							
	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)
1980	368.3	(100.0)	217.4	(59.0)	36.4	(9.9)	180.9	(49.1)	25.0	(6.8)	49.9	(13.6)
1981	404.4	(100.0)	241.6	(59.7)	39.0	(9.6)	202.5	(50.1)	23.8	(5.9)	57.9	(14.3)
1982	449.4	(100.0)	262.8	(58.5)	41.9	(9.3)	220.7	(49.1)	24.8	(5.5)	66.9	(14.9)
1983	511.5	(100.0)	282.8	(55.3)	42.7	(8.4)	239.8	(46.9)	33.3	(6.5)	76.7	(15.0)
1984	559.5	(100.0)	305.4	(54.6)	46.1	(8.2)	258.9	(46.3)	34.2	(6.1)	88.2	(15.8)
1985	630.1	(100.0)	329.4	(52.3)	48.0	(7.6)	280.8	(44.6)	47.2	(7.5)	102.1	(16.2)
1986	727.6	(100.0)	354.5	(48.7)	54.7	(7.5)	298.9	(41.1)	67.6	(9.3)	120.8	(16.6)
1987	834.9	(100.0)	381.9	(45.7)	61.9	(7.4)	319.0	(38.2)	94.7	(11.3)	141.9	(17.0)
1988	930.3	(100.0)	410.0	(44.1)	68.3	(7.3)	340.5	(36.6)	112.0	(12.0)	166.4	(17.9)
1989	987.0	(100.0)	447.9	(45.4)	74.0	(7.5)	372.9	(37.8)	95.6	(9.7)	191.9	(19.4)
1990	1,023.8	(100.0)	481.8	(47.1)	72.9	(7.1)	407.8	(39.8)	76.1	(7.4)	211.6	(20.7)
1991	1,033.0	(100.0)	517.2	(50.1)	74.4	(7.2)	441.7	(42.8)	55.4	(5.4)	229.0	(22.2)
1992	1,083.7	(100.0)	540.5	(49.9)	76.1	(7.0)	463.7	(42.8)	47.3	(4.4)	251.4	(23.2)
1993	1,142.3	(100.0)	567.0	(49.6)	80.3	(7.0)	486.0	(42.5)	44.5	(3.9)	274.7	(24.0)
1994	1,186.3	(100.0)	600.7	(50.6)	86.9	(7.3)	512.9	(43.2)	52.2	(4.4)	294.7	(24.8)
1995	1,265.0	(100.0)	629.6	(49.8)	102.9	(8.1)	525.4	(41.5)	62.1	(4.9)	318.6	(25.2)

年度	株 式		株式以外の証券									
			国債・財投債		金融債		投資信託 受益証券		信託受益権			
	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)	兆円	(%)
1980	24.2	(6.6)	28.8	(7.8)	4.7	(1.3)	1.8	(0.5)	4.5	(1.2)	16.9	(4.6)
1981	24.2	(6.0)	33.4	(8.3)	5.0	(1.2)	3.0	(0.7)	4.7	(1.2)	19.6	(4.8)
1982	28.1	(6.2)	42.2	(9.4)	7.1	(1.6)	4.4	(1.0)	6.4	(1.4)	22.9	(5.1)
1983	38.3	(7.5)	53.1	(10.4)	9.3	(1.8)	6.4	(1.3)	10.2	(2.0)	25.6	(5.0)
1984	42.6	(7.6)	59.5	(10.6)	9.8	(1.7)	8.2	(1.5)	12.1	(2.2)	27.7	(4.9)
1985	53.2	(8.4)	66.7	(10.6)	11.1	(1.8)	9.8	(1.6)	14.1	(2.2)	29.4	(4.7)
1986	72.1	(9.9)	76.1	(10.5)	9.4	(1.3)	10.5	(1.4)	22.8	(3.1)	30.9	(4.2)
1987	89.1	(10.7)	86.4	(10.3)	7.7	(0.9)	10.2	(1.2)	33.2	(4.0)	32.1	(3.8)
1988	104.6	(11.2)	92.5	(9.9)	5.2	(0.6)	9.6	(1.0)	38.3	(4.1)	35.8	(3.9)
1989	107.6	(10.9)	98.4	(10.0)	6.1	(0.6)	9.3	(0.9)	38.1	(3.9)	40.4	(4.1)
1990	96.1	(9.4)	107.7	(10.5)	7.6	(0.7)	13.8	(1.4)	34.4	(3.4)	46.6	(4.6)
1991	70.3	(6.8)	109.4	(10.6)	7.6	(0.7)	18.8	(1.8)	28.2	(2.7)	49.7	(4.8)
1992	71.6	(6.6)	115.7	(10.7)	6.9	(0.6)	22.3	(2.1)	27.3	(2.5)	54.5	(5.0)
1993	78.8	(6.9)	118.6	(10.4)	6.3	(0.6)	22.6	(2.0)	27.8	(2.4)	57.6	(5.0)
1994	66.3	(5.6)	114.7	(9.7)	7.3	(0.6)	22.7	(1.9)	22.1	(1.9)	58.4	(4.9)
1995	81.9	(6.5)	116.6	(9.2)	7.3	(0.6)	19.3	(1.5)	29.2	(2.3)	56.7	(4.5)

(注) () の数値は、合計に占める構成比 (%) を示している。
(出所) 日本銀行調査局『資金循環勘定』(93SNA) より作成。

表2 個人金融資産残高の推移

倍)、95年度629.6兆円(対90年度約1.3倍)に増加している。現金・預金を最大とする構成そのものに変化は見られなかったものの、構成比は、80年度59.0%から89年度45.4%と80年代を通じて大幅に低下し、90年代には約50%となっている。これは、80年代に間接金融から直接金融への移行が進んだこと、そして90年代に入ると、この動きが止まり、若干間接金融から直接金融に揺り戻された後、直間比率が膠着したことを意味する。さらに、現金・預金の構成比に絞って見れば、現金通貨性預金は80年度約10%から90年度約7.0%に低下している。また、80年代初めに金融資産残高の約半数を占めた定期性預金についても、88年度に36.6%まで下落している。このことは、この時期の個人貯蓄が、定期性預金から証券へシフトしつつあったことを表わしている。その後、定期性預金の構成比は、バブル崩壊後の90年代前半以降、約40%で安定的に推移した。

一時的に現金・預金に伸び悩みが見られた80年代後半から90年代初頭にかけて、大きく増大したのが株式と株式以外の証券(国債・財投債、金融債、投資信託受益証券、信託受益権)からなる有価証券であった。有価証券の合計は、80年度約53兆円(構成比14.4%)であったものが、84年度には約102兆円(同18.2%)へ倍増し、さらに89年度になると約206兆円(同20.9%)へと膨らんだ。特に、株式市場は85年度から89年度にかけ、上場会社数、上場株式数、時価総額、売買代金、株価、ファイナンス額等主要指標のすべてにおいて著しく増大し、株価が高騰した⁽²¹⁾。しかし、株式の個人資産残高は、89年度の約107兆円(構成比10.9%)をピークとして、90年度約96兆円(9.4%)、91年度約70兆円(同6.8%)とバブル崩壊を反映し、資産残高の激減および構成比の急落が見られた。

このように、80年代には金融資産残高に占める現金・預金比率が低下し、株式および投資信託受益証券を中心とする株式以外の証券、出資金、保険・年金準備金などのウェイトが上昇することによって、金融資産の多様化が進行した。これとともに、規制金利預金から自由金利預金への移行、株式や投資信託など収益性を重視する傾向が個人貯蓄において顕著になっていった。これに対し、90年代に入ると、株価暴落による証券市場からの資金の逃避にともない、現金・預金比率が増加に転じ、保険・年金準備金の比重が一段と増え、株式や株式以外の証券、出資金がいずれも大きくシェアを低下させた。日本経済は、金融自由化過程において、高度成長の最中の64年を大きく上回るかたちで直接金融への移行の巨大なうねりを見せたのであるが、バブル崩壊によりこのような動きは、再度挫折することになったのである。

ここで注目されるのは、バブル崩壊後の90年代半ばまでは、証券市場が崩壊する中にあったにもかかわらず、金融市場がまだ決定的な危機的状況には至っていなかったことであろう。この段階では、危機はまだ証券市場を中心とした資産市場にとどまっていた。ただし、金融自由化を通じた日本における証券化の動きは、いったん頓挫したとはいえ、60年代とは異なって、単純な間接金融への回帰というかたちにはならなかった。すなわち、金融資産残高の推移に見られる80年代の証券市場の急拡大とその崩壊、90年代における個人金融資産残高の構成比の安定的傾向は、金融自由化による証券化の動きがすでに不可逆的過程であったことを示すとともに、株式市場の崩壊によって、間接金融の担い手である銀行が逃避する資金の当面の受け皿となっていたことを意味している。しかし、その銀行自体、金融の証券化が進行していたことにより、資産市場の惨落の影響を受け、次第にその財務体質を悪化させていった。これに加え、实体经济の悪化から不良債権が急増していくことによって、危機は証券市場から金融市場へと

21 『東京証券取引所50年史』、561頁。なお、新規上場株式数は80年代前半のほぼ倍のペースで増加し、この中にはNTTのような超大型企業も含まれていた。

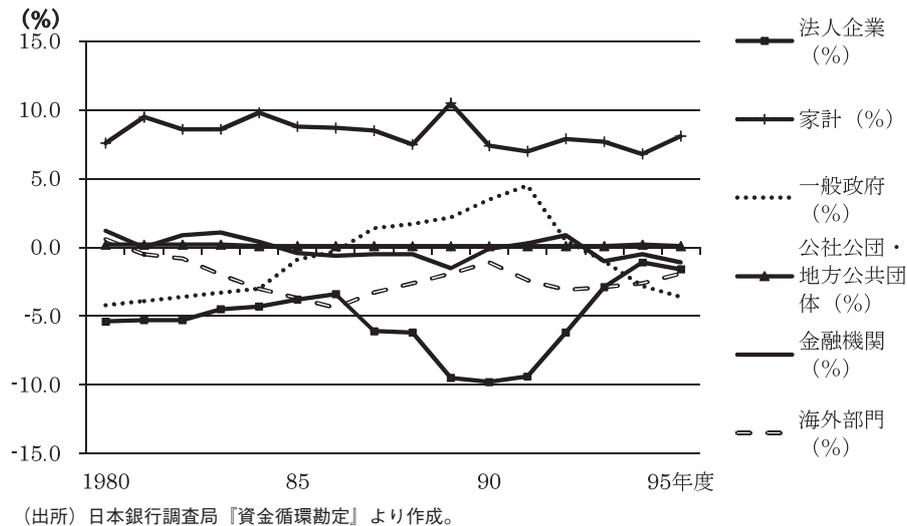


図3 部門別資金過不足対GDP比の推移

転化していくことになったのである。その潜在的進行の時期が、90年代前半であった。

さて、以上のことを資金過不足の面から見てみよう。資金循環勘定により国内総生産に対する資金過不足の推移について図3により俯瞰しよう。圧倒的な個人金融資産の増加により、70年代に入って資金不足経済から資金余剰（貯蓄超過）基調に転換し、80年代になると慢性的な貯蓄超過・需要不足の状況となった⁽²²⁾。この期においても高水準かつ安定的な貯蓄超過部門であったのは、家計である。家計部門は、89年度から90年度にかけて7.5%から10.4%へと資金余剰を急増させ、その後は6%～7%程度で推移していた。80年代前半、このような貯蓄超過分が向けられていたのは一般政府部門であった。資金不足部門になっていた政府は、財政再建の努力の下、87年度になると資金余剰部門に転換し、91年度には4.5%の貯蓄超過となっている。しかし、その後は、バブル崩壊の景気低迷によって税収が減少する一方、景気対策等の支出が増大したため、92年度には余剰が0.5%と大幅に下落し、93年度以降資金不足部門へと転落、その不足幅がさらに拡大していくことになったのである。

80年代における政府の貯蓄・投資バランスの持続的な改善は、その後、海外部門の資金不足に跳ね返ってくる。86年度をピークにした海外部門の資金不足は、日本の経常収支の黒字拡大を反映したものであり、86年は最大の不足部門であったが、その後は90年にかけて資金不足が解消に向かっている。この逆転は、先述の通り、金融の自由化および国際化の進展によって海外からの資金調達が可能となり、企業による海外でのエクイティ・ファイナンスが盛行したことによるものである。これに対し、法人企業部門はそのバランスを変動させながらも、一貫して資金不足部門であった。70年代後半から設備投資が停滞したことにより、80年代半ばにかけて資金不足がいったん縮小したものの、80年代後半になると、再び設備投資が活発化し、投資超過が拡大した。特に、89年度から91年度にかけては、約10%の投資超過となった。バブル経済期の資金調達は、金融取引＝マネーゲームによるものであったという印象は拭えないものの、この時期を通じ、企業は低利の資金を市場から調達し、意欲的に設備投資も拡大させていたのである。先に述べたように、金融の自由化と国際化の進展が株式や社債市場の拡大に好循環をもたらし、企業においては証券市場での多様な資金調達が可能となった。資金不足が緩和した

22 深尾京司「日本の貯蓄超過と「バブル」の発生」（松村岐夫・奥野正寛編『平成バブルの研究 上』東洋経済新報社、2002年）、217頁。

法人企業部門は、経常収支の大幅な黒字基調が持続する中、投資超過の対GNP比が86年度1.3%にまで低下したことに見られるように、外部資金依存から脱するようになっていた⁽²³⁾。法人企業部門の資金不足は、80年代末から90年代初頭にかけて、旺盛な設備投資や財テク資金の運用により一気に拡大した。しかし、90年代半ばになると、景気低迷とともに資金不足は解消に向かい、90年代末資金余剰部門に転じ、景気後退による需要不足と設備投資の供給力化によって供給過剰に挟まれ、苦しみ抜くことになったのである⁽²⁴⁾。

次に、このような動きを助長することになった金利自由化の進展にと、それが郵便貯金とどのように関わっていたかにつき、より立ち入って見ていこう。

3-2 金利自由化のプロセスと郵便貯金

日本における金融の自由化・国際化は、84年から85年にかけて矢継ぎ早に政策展開が進められた。金利自由化の諸措置は、先述した84年5月「日米円・ドル委員会報告書」とそれを受けた大蔵省の指針「金融の自由化及び円の国際化についての現状と展望」、85年7月「アクション・プログラム」、87年6月「金融・資本市場の自由化、国際化に関する当面の展望」に沿って推進された⁽²⁵⁾。自由化は、「大口から小口へ」を基本方針とし、信用秩序に混乱をもたらすことのないよう、経済構造の変化、経済の安定成長への移行にともなう資金フローの変化、さらにこれを反映した国民の金融に対するニーズの変化に対応し、業態間の利害を粘り強く調整するかたちで進められた。結果として、金利自由化は、79年5月にCD（譲渡性預金⁽²⁶⁾）が預貸金市場形成の第一歩として創設されてから、94年10月の流動性預金金利の完全自由化まで約15年、大口定期預金の金利自由化の開始からでも約10年の歳月を要した。定期預金金利の自由化は、85年3月のMMC（市場連動型定期預金⁽²⁷⁾）の導入と同年10月の自由金利型大口定期預金の導入により開始された。以降、最低預入額の引下げと預入期間の枠拡大が段階的に実施されるとともに、CD発行条件の緩和が進められた。まず、89年10月に自由金利定期の最低預入金額が1,000万円以上に引下げられる一方、過渡的な商品であるMMCは自由金利定期に事実上吸収されることによって大口定期預金金利については、自由化が完了したのである。

問題は、残されていた小口定期預金金利と流動性預金の自由化にあった。日本の金利自由化の際立った特徴の一つには、郵便貯金と財政投融资という公的金融の存在によって預金金利自由化の進捗が難航したことが挙げられる。とりわけ、郵便貯金は小口定期預金金利自由化の実施にあたって無視することができない規模となっていた⁽²⁸⁾。図4は、個人預貯金残高に占める定期性預貯金残高の推移を示したものである。これに見られる通り、「郵便貯金＝定額貯金」

23 『銀行協会五十年史』、303-304頁。

24 『東京証券取引所50年史』、643頁。

25 小峰隆夫・岡田恵子「バブル崩壊と不良債権対策」（内閣府経済社会総合研究所監修・小峰隆夫編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策（歴史編）1 日本経済の記録 第二次石油危機への対応からバブル崩壊まで』慶應義塾大学出版会、2011年）、502頁。

26 CD（譲渡性預金）は、アメリカにおいて発展した定期預金の一形態である。その特徴は、預金でありながら証書を第三者に転々と流用が可能であり、販売対象は限定されておらず、主に企業や機関投資家の余裕資金を対象として預金業務を認められている銀行等が発行するものである。日本には、アメリカにおける本格的なCD発行の開始5年後に紹介され、都市銀行懇談会が68年12月に法人向けCD創設について提言を行う等、議論の末に導入された（西村吉正『日本の経済制度改革』、88頁）。

27 MMC（市場連動型定期預金）は、基本的には定期預金の一形態である。金利設定方式は通常の定期預金とは異なり、上限金利が自由金利の代表であるCD金利に連動して設定された。また、譲渡性はなく、原則として預入後一定期間を経過するまでは解約不可で、期限前に解約した場合には普通預金の利率が適用された（日本銀行金融研究所『わが国の金融制度』1986年、123頁）。

28 西村吉正『日本の経済制度改革』、227頁。

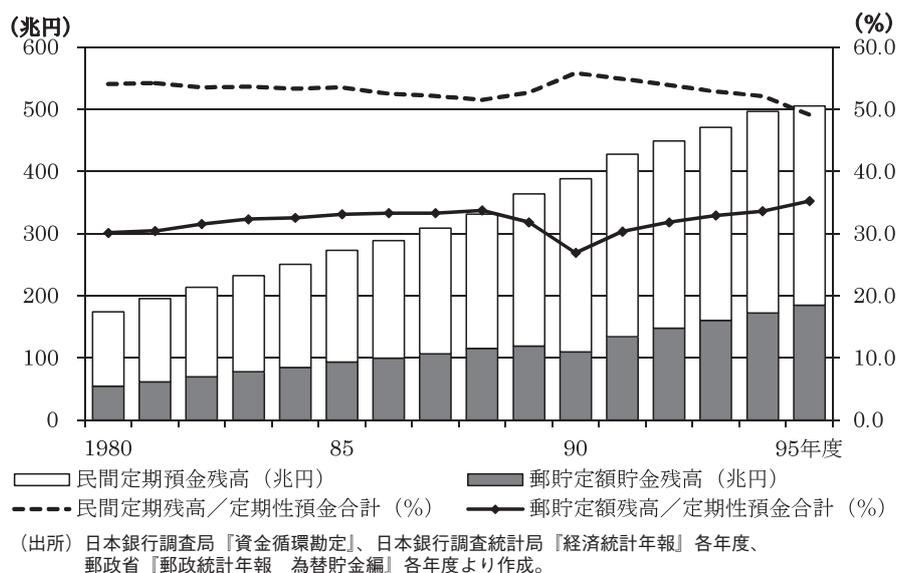


図4 定期性預貯金残高の推移

ともいわれる定額貯金残高は、86年度には99.6兆円、89年度になると118.6兆円を誇り、預貯金金利の自由化段階の80年代を通じ、個人預貯金の定期性預金の実に約30%のシェアを占めていた。定額貯金は、10年間固定金利で預入が可能であり、6カ月の据置期間後は随時払戻可能という流動性をあわせ持った、郵便貯金の定期性預貯金である。この商品の特徴は、預入日における金利（預入期間に応じた段階金利）が全預入期間にわたって適用され、半年複利で元加されるとともに、その利子が「所得税法」により非課税扱いとなっていたことにある。有利な商品特性を有する定額貯金と民間銀行預金との競合が、小口定期預金をめぐる最大問題となっていたのであった。

このような状況に変化が生じたのは、88年であった。第二次石油危機後、80年の金利ピーク時に大量に預け入れられた定額貯金の集中満期を90年に控え、郵政省は88年末になると、その預け替えの受け皿となる新商品の開発を必要としていた⁽²⁹⁾。一方、民間銀行はマル優制度の廃止（87年9月25日「改正所得税法」公布、88年4月1日施行）により、88年夏以降、規制金利預金の不振が続いており、小口MMCの導入を喫緊の課題としていた。こうした背景から、郵政省と民間銀行の双方に歩み寄る機運が生まれ、88年12月に大蔵省、郵政省、民間金融機関の三者間において、小口MMC導入に向けた合意が成立した。合意内容は、民間銀行預金と郵便貯金が異なる条件下、異なる商品で競争し、さまざまな問題を生じさせてきたことを踏まえ、小口定期預金自由化の第一歩として、官民の間で大幅な資金シフトが生じることのないよう、①小口MMCについては、銀行、郵便局とも共通の商品性をもたせること、②定額貯金については、その肥大化防止策としての上限金利の設定をすることなどを骨子とするものであった⁽³⁰⁾。

これを受け、89年6月には、民間銀行と郵便貯金共通の新型貯蓄貯金商品として、小口MMC（郵便貯金の商品名は「MMC貯金」）が導入されることとなった⁽³¹⁾。小口MMCは、日本銀行が毎週公表するCD平均発行金利の0.75%以下を上限金利として設定し、その範囲内で

29 石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」、316頁。

30 「小口MMCの導入について」、大蔵省広報編『ファイナンス』、1989年2月号。

31 小口預金金利については、その特性を考慮して慎重にバランスのとれた取扱を要するとしてきたが、これにいて金融問題研究会に検討を求め、85年10月からの審議の結果が翌86年5月「小口預金金利の自由化について」として報告された（「小口預金金利の自由化」、『ファイナンス』、1986年7月号）。

各金融機関が預入期間等に応じ、自由に利子を設定できるものであった⁽³²⁾。小口MMC導入当初は、最低預入単位300万円、上限金利は期間が長いものほど高金利になる商品として、従来の規制金利の預入期間6カ月または1年ものと並行して新設された⁽³³⁾。翌89年10月には、預入期間の多様化(3カ月、2年、3年ものの追加)が進められる一方、最低預入金額は、90年4月に300万円から100万円、翌91年4月に50万円へと引下げられ、92年4月には小口MMCの最低預入金額制限が撤廃された⁽³⁴⁾。さらに、91年11月に預入金額300万円以上の自由金利定期預金が導入され、同単位の小口MMCが吸収されることにより、完全自由型定期預金は、1,000万円以上の「大口」と300万円以上1,000万円未満(名称は、民間銀行「スーパー定期」、郵便貯金「ニュー定期」)の2種となったのである⁽³⁵⁾。

300万円以上の預金金利の完全自由化決定を受け、90年12月に大蔵、郵政両省は、①郵便貯金の金利も日本銀行が公表する民間金融機関の定期預金の平均金利にほぼ一致させて決めること、②郵便貯金金利が銀行の金利形成に強い影響を与えたり、銀行から郵便貯金に資金移動が起きたりしたときは、郵便貯金金利を協議のうえ見直すこと、③郵政省は金利決定方式などについて地域や銀行の意見を聴く懇談会を設け、意思疎通を図ること等で合意した。このような両者歩み寄りの動きが芽生えたとは言え、定期預金完全自由化の実施に向けた折衝は難航した。大蔵省が郵政省に定額貯金の預入期間短縮や流動性抑制等の抜本的見直しを求めたのに対し、郵政省は定額貯金のMMC化を主張するなど、最終合意をみないまま、自由化スケジュールは遷延したのである⁽³⁶⁾。

大蔵・郵政省間において「郵便貯金は民間預金金利に連動することを原則とする」との合意が成立したのは、92年12月であった。足掛け3年にわたる折衝の末、93年度秋の自由化後の定期郵便貯金(自由金利定期郵便貯金)の利率は、①郵便貯金が市場金利全般の動向に配慮しつつ、民間の預金金利に連動することを原則とし、②民間の自由な金利決定を阻害しないよう金利体系全体の整合性の保持を図るとともに、③預貯金者利益の確保にも配慮することにより、郵便貯金を含めた全体の金利自由化の円滑な実施に資することとされた⁽³⁷⁾。これ以降、「郵便貯金法」の改正が行われる等、定期預金金利の完全自由化実施に合わせた定額貯金の金利自由化対応が進められた⁽³⁸⁾。93年6月、市場金利連動型の定期貯金が廃止されると同時に、自由金利型の定期貯金の最低預入金額が撤廃されたことにより、郵便貯金の定期貯金はすべて自由

32 なお、MMCの金利がCD金利より0.75%下回るのは、CD発行単位とMMC受入単位の差異によるコストを反映するものである。

33 小口MMCの商品性は、90年5月の金融問題研究会報告において、円滑な自由化の推進の観点から「小口MMCの商品性改組に当たっては、自由化後の小口定期預金金利は基本的には大口の自由金利預金の金利および預入金額を勘案して決定されることになるものと予想されること、および平成元(89)年10月から大口定期預金の店頭表示が実施されており、これによって大口の自由金利預金の期間別の金利水準を把握しうることになったことから、現行の小口MMCを大口定期預金の店頭表示金利を基本的な指標とする金額階層別のMMCに改組することが適当」とされた。このことを受け、90年11月に小口MMCの商品性は改組された(『昭和財政史 昭和49～63年度 第6巻』、169頁)。

34 石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」、316頁。なお、2年物以下の小口MMCの利率は、CD金利高騰時に金利が上昇しすぎることのないよう、3年物小口MMCの利率を上回らないようにするとのギャップが設定された。これは、小口MMCと規制金利商品との金利差は平均して0.2%～0.3%程度とされた。その際、比較的小口預金が多い信用金庫では、300～1,000万円の預金の総預金中のシェアが15%程度であったため、中小金融機関における小口MMCの導入は大きなコストアップ要因とはならないと見込まれた。

35 『朝日新聞』、1990年12月28日付朝刊。郵便貯金が金利を自由に決定することは、中小金融機関の経営を脅かすおそれがあるとして、大蔵・郵政両省が協議を行っていた。

36 石井晋「プラザ合意・内需拡大とバブル」、316頁。

37 大蔵省銀行局『銀行局金融年報』平成3年版、13頁。

38 「定期性預金の金融自由化の実施状況」、『ファイナンス』、1994年2月号。

金利型のもとなった。これにより、預入金額300万円以下の小口定期性預金金利の完全自由化が完了したのである。

以上の決着をみた後、交渉は流動性預金金利に向かった。金利自由化の最終プロセスとして、94年4月に「流動性預金金利自由化に関する大蔵・郵政両省間合意」が成立し、これを受け、94年10月に流動性預金金利の自由化が実施された⁽³⁹⁾。この両省協議においては、当時、郵貯通常貯金と民間普通預金との間に存在していた1%の流動性預金金利の金利差が問題の焦点とされた。本来、国家保証付きの郵便貯金金利は、民間同種商品より低利でなければ、金融システムとしては整合性を欠くことになるものの、結果的に、1%の金利差については、大蔵省が郵政省の主張をほぼ認めるかたちで合意されたのである⁽⁴⁰⁾。この流動性預金金利の自由化をもって、全ての金利自由化が完了することになった。

4 郵便貯金と「90年ショック」

4-1 90年の集中満期と郵便貯金大量流出

公定歩合が年利9.0%となった高金利時代を反映し、定額貯金が年利8.0%の最高利回りを実現したのは、第二次石油危機後の80年4月14日から同年11月30日にかけてであった。図5は、定額貯金の預入額および払戻額の推移を示したものである。80年4月から11月の7カ月の間の定額貯金預入は約32兆円（うち新規預入額約30兆円）であり、そのうち約14兆円（約3,000万件）が最長預入期間である10年にわたって滞留し続け、その元加利子合計額は約34兆円に達した。この郵便貯金の満期償還金は、90年4月に合併し、都市銀行において預金量（譲渡性預金などを除く）がトップとなった太陽神戸三井銀行の29兆3,000億円を上回るものであった。巨額の満期償還金をめぐっては、郵便貯金と、証券あるいは銀行等民間金融機関との間で激しい争奪戦が繰り広げられることが予想されていた⁽⁴¹⁾。郵政省貯金局では、この集中満期に備えて87年から対策を練り始め、1年前から資金再吸収の営業戦略「V90作戦」を展開、満期時における自動乗換の手続き等の体制を整えていた⁽⁴²⁾。郵便貯金の預入限度額についても、大蔵省と郵政省の折衝の末、定額貯金の満期償還金を元利とも再預入して継続できる金額として、90年1月に500万円から700万円へ引き上げられた⁽⁴³⁾。こうした努力が功を奏し、90年中では税引き後の元利償還額の約8割、約28兆円が通常貯金やMMC等への振替を含め郵便貯金が再吸収

39 「流動性預金金利自由化に関する大蔵・郵政両省間合意」、『ファイナンス』、1994年5月号。

40 西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』、216頁。大蔵・郵政合意では、①郵便貯金が民間の預金金利に連動することを原則とし、②民間の自由な金利決定を阻害しないよう金利体系全体の整合性の保持を図るとともに、③預貯金者利益の確保にも配慮することにより、郵便貯金を含めた全体の金利自由化の円滑な実施に資することとされた。

41 『朝日新聞』、1990年4月16日付朝刊。

42 金融財政事情研究会『週刊金融財政事情』、1990年4月16日。定額貯金の継続は証書裏面に捺印すれば予約処理が完了するものである。しかし、小口MMCへの乗り換えの場合は、満期時点で別途預入手続きを行う必要があったことから、郵便貯金では90年3月に、事前予約による預入処理で定額満期金の小口MMCへのシフト処理を完了する「先日付預入処理」サービスを開始した。

43 さらに郵政省は、91年度予算の概算要求にともなう重点施策として、預入限度額的大幅引上げを大蔵省に要求した。郵政省側の預入限度額的大幅引き上げの理由は、①定額貯金満期金の一部流出などの影響で郵便貯金は現在年間4%弱の伸び率と不振状態にあること、②退職金の大型化、高齢化の進行で大口の貯蓄ニーズが強まっていること、③日米構造協議で決定したように今後10年間で340兆円の公共投資拡大のため、財政投融资資金の原資を確保する必要があることが挙げられた（『週刊金融財政事情』、1990年8月20日）。この結果、郵便貯金の預入限度額は700万円に引き上げられた翌年、91年4月に1,000万円に引き上げられた。

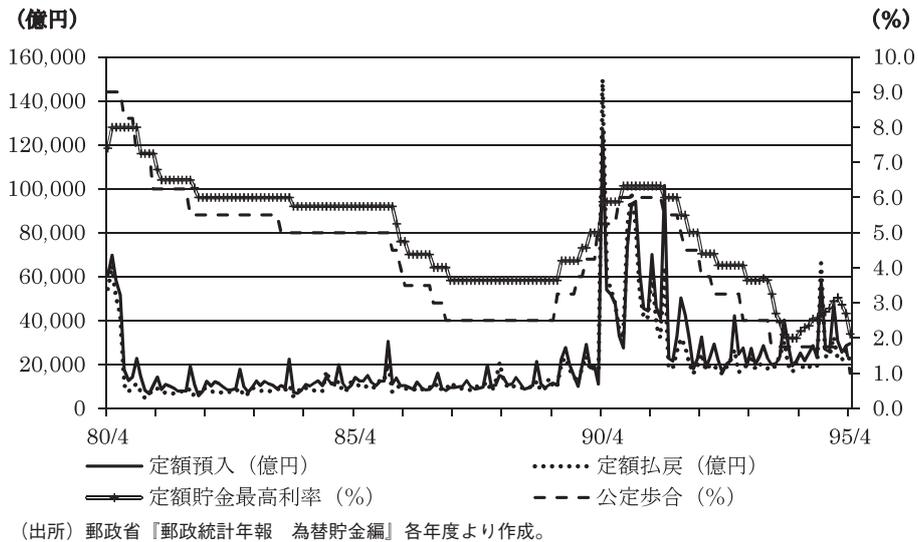


図5 定額貯金預払額の推移

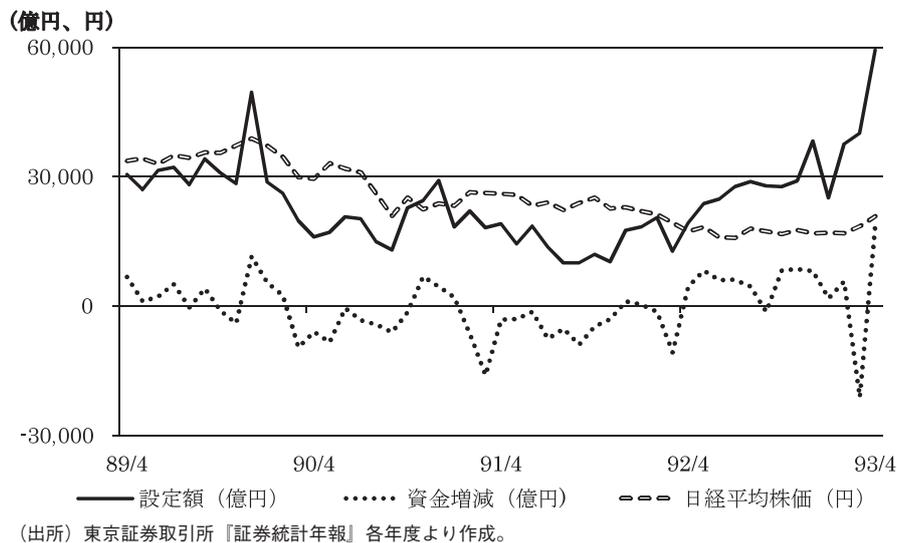


図6 証券投資信託および日経平均株価の推移

したとされている⁽⁴⁴⁾。この満期期間にバブル景気に踊った株式市場が一気に崩落したことが、事前の消極的な予想を覆したのである。

定額貯金の満期日到来前夜、80年代後半の証券市場は株価上昇および株式売買の活性化によってバブルに沸いていた。82年以降の堅調な株式市況を背景として大量に設定された株式投資信託の純資産総額は、81年12月末4兆63億円から89年12月末45兆5,494億円に拡大した⁽⁴⁵⁾。

図6は、株式投資信託と公社債投資信託を合計した証券投資信託全体での純資産総額および日経平均株価の推移を示したものである。89年3月下旬から国内景気の拡大基調を背景とした好調な企業業績に支えられ、上昇局面で推移していた日経平均株価は、90年初頭から92年8月中旬になると下落局面に転じる。89年12月末の大納会で史上最高値3万8,915円を記録した株価は、その数日後、90年1月4日の大発会では一転、202円安となり、以降4月2日の2万8,002

44 『週刊金融財政事情』、1990年12月17日。当初は、満期償還金の3～4割以上が流出すると予想されていた。

45 『銀行局金融年報』平成6年版、176頁。

円まで下落し⁽⁴⁶⁾。株価は、6月にいったん3万円台まで回復したものの、7月後半から再び反落し始め、8月2日のイラク軍クウェート侵攻を契機として、10月1日2万221円まで暴落したのである⁽⁴⁷⁾。わずか9カ月の間に、株価水準はそれまでの約52%まで切り下がり、株式時価総額で見れば、89年末の約611兆円から90年9月末の約344兆円と、実に約267兆円減少した⁽⁴⁸⁾。これを反映し、89年12月に4兆9,619億円を記録した投信設定額についても、90年9月には1兆3,085億円と激減することになった。資金増減（設定額－解約額－償還額）についてみると、株式市場の好調により設定額が4兆9,619億円となった89年12月には、1兆1,568億円の資金流入があったものの、90年3月以降マイナスに転じ、10月までの9ヶ月間における投資信託からの資金流出額は約3.9兆円に及んだ。これは、86年から87年にかけて大量に設定された株式投信のスポット商品が順次償還を迎え、解約が大幅に増加したためである⁽⁴⁹⁾。91年以降、株式市場が低迷すると、投資信託はさらに運用成績不振に陥ることとなり、91年3月には、2兆8,511億円の解約と5,729億円の償還が生じ、資金純減額は1兆5,955億円に達した。この結果、90年度には3兆8,343億円、91年度には4兆6,869億円の資金が証券市場から流出することとなったのである。

この間の株式時価総額は、89年末125兆円に達したものの、株式崩落によって66兆円と惨落した⁽⁵⁰⁾。このような株価低迷による投資家心理の冷え込みに追い打ちをかけたのが金融・証券不祥事の多発であった。バブルの崩壊過程では、大手銀行での不正融資仲介や架空預金、証券会社での大口投資家に対する株式投資の損失補填や反社会的組織への資金提供など金融証券界の不祥事が次々と発覚した。これらの不祥事は、一般投資家の株式市場に対する信頼感を失墜させ、市場からの離反を決定づけることとなった⁽⁵¹⁾。銀行や証券会社に対する批判には、「証券取引法」の改正による損失補填の禁止、証券取引等監視委員会の設置などの諸措置がとられた。このように、不祥事防止体制が強化されたにもかかわらず、すでにこの時点では金融機関や金融・証券監督当局のモニタリング機能そのものが国民の不信の対象となり、わが国金融制度は戦後類例を見ない、異常な事態に立ち至ったのである。

株式崩落と金融証券不祥事が明らかになったことを機に、バブルを通じて金利感応度が高まり、多様化が進んでいた個人部門の資産運用は、預貯金市場にシフトすることになった。この点を図7より個人定期性預金残高の月中純増額の推移で見てみよう。銀行定期預金は89年4月から91年3月にかけて大幅に純増しており、月末残高は89年4月122.1兆円から90年4月143.5兆円、91年4月161.3兆円に、毎年度約20兆円ずつ純増した。これに対し、郵便貯金額は、90年4月に純減のピークを迎え、その月末残高は89年4月115.5兆円、90年4月106.8兆円、91年4月112.5兆円と伸び悩みが見られた。集中満期を迎えた90年についてみると、4月の定額貯金への預入額は約10.4兆円、払戻額は約22.2兆円であり、純減額はひと月で11.8兆円を記録している。さらに、8.0%の高金利であった80年4月から11月までの8ヶ月間には預入額が約44.9兆円し、払戻額が約59.0兆円であったことから、この間の純減額は約14.1兆円に達した。

46 『山一証券の百年』、331頁。

47 『山一証券の百年』、332頁。

48 『東京証券取引所50年史』、655頁。

49 大蔵省証券局編『大蔵省証券局年報』平成2年版、310頁。

50 及能正男『日本の都市銀行の研究』中央経済社、1994年、328頁。

51 『東京証券取引所50年史』、635頁。91年夏には、国会の特別委員会で大手銀行や証券会社の首脳に対する証人喚問や参考人聴取が行われ、住友、富士、日本興業銀行や野村、日興証券の首相が不祥事の責任を取って次々に辞職した。橋本蔵相も大蔵省への監督責任を取って91年10月に辞任した。

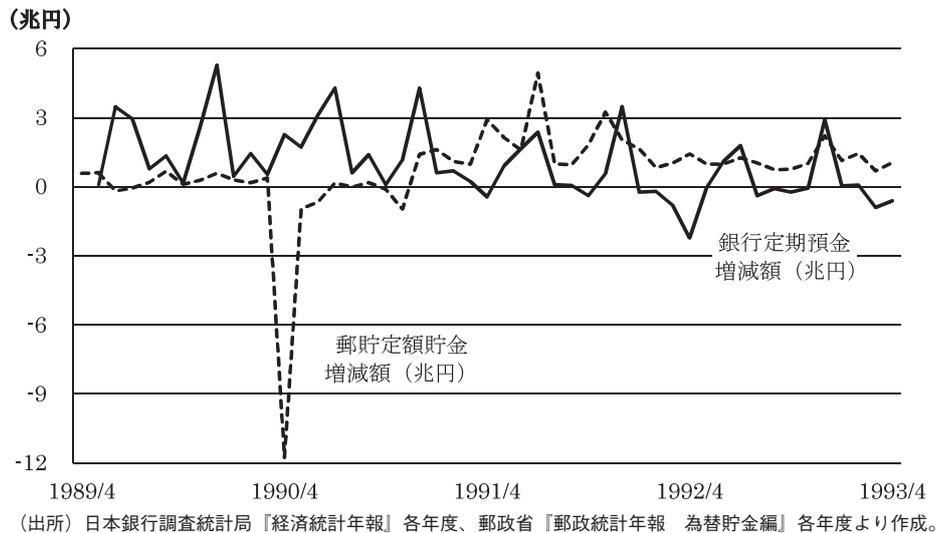


図7 個人定期性預金残高の月中純増額の推移

10年満期の預入時点である80年には、払戻の大部分が預け替えられたのに対し、90年には実際に巨額の資金が流出したのであった。

当初予想したような大量流出ではなかったにしろ、証券市場の崩落とともに生じた巨額の資金シフトについて、銀行定期預金と定期貯金はこの時明暗を分けたことになる。これは、銀行定期預金が証券市場から流出した資金だけでなく、定期貯金の満期資金についても一程度吸収したことによるものと考えられる。しかし定期貯金は、この一時的な停滞を越え、翌91年12月には預入超過、純増に転換していく。これ以降、国内銀行の定期預金が2度のボーナス期に季節変動の周期性をともなって資金流入したのに対し、定期貯金は安定的かつ持続的に資金の流入が続いた。それでは証券というこの時期最大の競合相手が失速する競争上絶好の環境にあって、銀行定期預金が好調に推移したのに対し、定期貯金が満期資金の流出を完全に再吸収することが出来ず、むしろ一時的とはいえ後退を見せた後、回復に転じるという複雑な動きを示した理由はどのようなものであったろうか。次にこの点を見てみよう。

4-2 規制・自由金利併存の金融市場と郵便貯金シフト

90年から91年に定期貯金が純流出から純流入に大きく振れた背景には、金利自由化の進展による預金商品の魅力向上とともに、長短金利差の縮小という金利環境の変化があったことが大きく影響していた⁽⁵²⁾。この間の金利の推移について図8よりみると、譲渡性預金金利(90~180日未満)と定期預金自由金利(大口2~3カ月未満)はほぼ連動し、同一水準で推移しているが、89年8月以降、自由定期金利(大口2~3カ月未満)が高騰し、89年11月から90年1月にかけて長期プライムレートの金利水準を上回るようになった。このような長短金利の逆転現象により、1,000万円以上の大口定期預金のなかでも、1~2年未満ものよりも預入期間の短い2~3カ月ものや3~6カ月もののほうが高利率で推移した⁽⁵³⁾。金利上昇局面では、譲渡性預金の平均金利(90~180日未満)や定期預金の大口自由金利は、規制金利の銀行定期預金(1年以上)や郵貯定期貯金(3年以上)に比べ、市場によって決定される金利水準が即時

52 『週刊金融財政事情』、1990年6月4日。

53 『大蔵省証券局年報』平成3年版、5頁。逆転幅は最大2%弱と、第二次石油危機のころ(最大4%半ば)に比べて小幅であったものが、その期間は長期に及んだ。

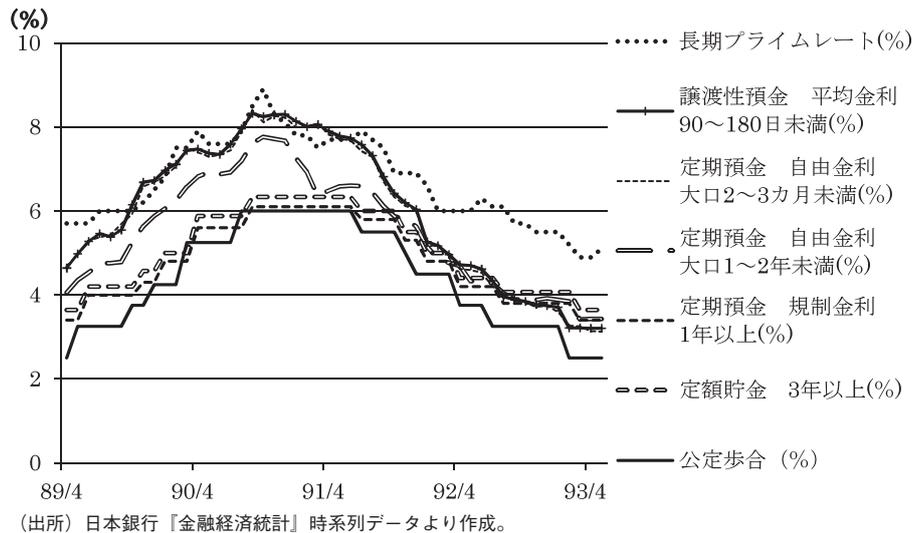


図8 各種金利水準の推移

に反映され、金利引上げ幅も大きかった。このことから、自由金利型大口定期預金（2～3カ月未満）は、92年3月まで定額貯金（3年以上）の利率を上回って推移し、とりわけ89年11月から90年9月にかけて、規制金利の定期預金や定額貯金との間に最大2.5%の金利差が生じていたのである。

公定歩合が90年8月に6.0%に引き上げられると、大口定期預金金利は翌9月から91年3月にかけて8.0%を上回って推移した。これに対し、定額貯金の利率は、90年9月に5.88%から6.33%に引き上げられたのを最後に、91年6月までその水準が維持された。このため、90年9月から91年6月にかけて、定額貯金の最高利率（3年以上）は6.33%、10年満期時点の最終利回りは8.648%（半年複利、課税前）となり、当時の預入限度額の700万円を預けた場合、元利合計額は1,200万円以上となったのである⁽⁵⁴⁾。しかし、89年から90年度には、金利の自由化の進展の中で登場した長期貯蓄性金融商品、特に確定利回り商品「ビック」や「ワイド」の資金吸収力が非常に高まっていた。日本興業銀行など長期信用銀行が取扱う複利型利付金融債「ワイド」は、半年複利で5年満期の固定金利商品であり、90年9月に年平均利回りが81年の発売以来最高水準の9.606%に引き上げられ、1カ月で約4,000億円の純増額を記録した。また、信託銀行の主力商品「ビック」は、変動金利商品の複利型貸付信託であり、「5年もの年平均利回り9.63%」の広告で人気を博し、81年の発売以来最高の利回りとなった90年4月には、販売以来最高純増額となった⁽⁵⁵⁾。このため、90年度に満期を迎えた定額貯金がワイドやビック等に流出するとともに、民間定期預貯金も小口の規制金利預金を中心に不振となったのである⁽⁵⁶⁾。

公定歩合が0.5%幅で引下げられたのは、91年7月であった。バブル崩壊後景気停滞局面に入ったことに対応し、日本銀行は景気対策を本格化させ、91年11月、12月、92年2月と公定歩合を引き下げた。しかし、株式市場の崩落に始まった資産デフレは、地価に波及し、土地価格は決して下落しないという戦後「土地神話」が崩壊した。このため、土地担保金融によって膨

54 『日経金融新聞』、2000年3月27日付朝刊。なお、史上最高利率を記録した80年のピーク時の利率は8.0%、最終利回りでは11.9%であったものの、インフレ率（GDPデフレタ80年6.3%、91年は2.5%）を考慮すれば、実質金利は80年ピーク時が5.6%、91年ピーク時が6.15%と91年の方が高率であった（戸原つね子『公的金融の改革』農林統計協会、2001年、44頁）。

55 『朝日新聞』、1990年10月20日付朝刊。

56 『大蔵省証券局年報』平成3年版、77頁。

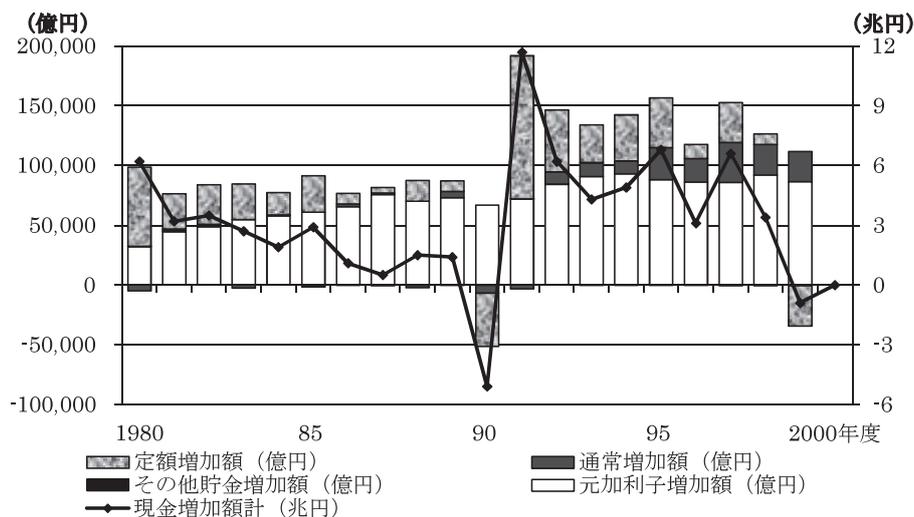
張していた信用は急速に収縮し、保有株式や土地価格の下落によって、企業財務は痛められ、銀行による貸し渋りも表れるようになり、景気は悪化の一途をたどることとなった。公定歩合は92年7月3.25%へ、93年2月2.5%へと引き下げられ、当時としては史上最低水準で推移するようになった⁽⁵⁷⁾。これにより、定期預金金利と定額貯金金利も段階的な引下げ局面に転じるなど、金利先安観が強まった。規制金利の下での金利変動にあつては、公定歩合変更の後に預貯金金利が決定し、さらに預貯金金利決定では、郵便貯金と銀行預金の金利が二元的に時差を含んで決定されていた。このため、公定歩合の決定から預貯金金利決定までのタイム・ラグ、および郵便貯金と銀行預金の金利決定のタイム・ラグという2重のタイム・ラグが生じていた。このようなタイム・ラグの存在によって、利下げ直前に定額貯金への駆け込み預入を誘発することが問題視されたことから、74年1月「郵便貯金法」が改正され、以降は郵便貯金と民間銀行の金利改定が同時に実施されることになった。金利自由化が進行すると、規制預金金利は公定歩合に連動し、段階的に決定されることとなり、金利低下局面では公定歩合引下げから約10日から2週間後に郵便貯金と民間銀行の利下げが同時に実施されるようになっていた。このため、利下げ直前には、極めて複雑な資金の流れが生まれ、郵便貯金の定額貯金のみならず、民間銀行の預入期間が長期にわたる定期預金に対しても、小口MMCや自由定期預金からのシフトが生じた。その後、大口（1～2年未満）の自由定期預金金利が91年1月から3月にかけて、7.26%から6.36%と1%近く引き下げられることで、規制預金金利とほぼ同水準となったことから、金利先安観も手伝い、10年間固定金利である定額貯金への資金シフトが引き続き生じたのである。

自由金利と規制金利が併存する中、民間銀行や証券市場から郵便貯金への資金シフトが比較的長期にわたって続いた⁽⁵⁸⁾。93年夏に定期預金金利の全面自由化が開始されると、景気後退の強まりから政策金利の引下げがさらに進み、同年9月には公定歩合の第7次引下げが、3度目の0.75%幅で実施された。自由化によって規制を外れ、市場金利との連動性を強めた定額貯金金利は、93年7月3.7%から同年12月2.1%と急速に低下し、半年毎に設定されている定額貯金の約定金利の長短差も縮小した。規制預金金利の引下げは、数次にわたり、0.75%と公定歩合より小幅であったことから、自由定期預金金利は、大口（1,000万円以上）、CD（5,000万円以上）、MMC（300万円未満）ともに規制定期預金金利と同水準に近づいた。この過程では、長期プライムレートが短期プライムレート以上に下落したため、すでに縮小しつつあったロットによる金利差や預入期間の長短による差もいっそう狭まることになった。このように、金利先安観が高まる中、公定歩合の利下げが段階的に実施され、93年春まで規制金利が相対的に高い水準で推移した結果、金利改定実施直前の93年1月には、預入額約13.7兆円、払戻額約12.6兆円という史上最大の定額貯金の預け替えが起こったのである。

最後に、この間における元加利子および定額貯金、通常貯金、その他貯金の現金増加額の推移を図9により確認しよう。定額貯金の現金増加額は、80年度には6兆6,254億円の増加を記録したが、翌81年度には半減し、87年度には4,460億円にまで落ち込んでいる。これに対し、郵便貯金の元加利子は、80年度における定額貯金の「大膨張」時の「利盛り」によって増加傾向にあった。80年度に3.2兆円であった元加利子は、87年度には7.6兆円と約2.3倍に膨らみ、88年度7.0兆円、89年度7.3兆円、90年度6.6兆円と減少したものの、93年度以降、元加利子増加額は約9兆円で推移していた。半年複利で付利される支払利子の増加がいかに大きなものであつ

57 『大蔵省証券局年報』平成5年版、3頁。

58 戸原つね子『公的金融の改革』、44頁。



(出所) 大蔵省編『財政金融統計月報』国庫収支特集号、各号より作成。

図9 種類別郵便貯金の推移

たか見てとれよう。試みに、現金増加額と元加利子増加額を比較すれば、80年度には後者は前者の34.4%であったものが83年度66.7%に上昇し、87年度になると後者の増加額は前者の増加額の93.5%を占めるまでに達している。郵貯残高増加のほぼ半分が、元加利子によったものだったことがわかる。88年度には少額非課税貯蓄制度の改正等が影響し、定額増加額は1兆7,452億円増加したものの、翌90年度には満期の到来によって4兆4,594円の減少となった⁽⁵⁹⁾。膨れ上がる元加利子の増加によっても、残高減少はカバーし得なかったのである。

以上から、残高ベースでは一見順調に推移したかに見える80年代の郵便貯金は、80年の「大膨張」後、むしろ停滞的であったと言えよう。この間の郵便貯金の推移を規定していたのは、外部における証券市場の動向と80年に預け入れられていた巨額の定額貯金の存在であった。そして、10年間という波を経た90年を前に、80年の「大膨張」がどのようなかたちで処理されるかが喫緊の課題となっていた。当初予想された郵便貯金からの大流出という事態は、90年における証券市場の崩落によって、予想されたレベルの大量流出とはならなかった。しかし、規制金利と自由金利が併存するという、金利自由化途上における変則的な預貯金市場にあって、90年に複雑な動きを生じさせたのである。翌91年度には一転し、定額貯金は11兆9,687円と過去最多の増加を記録し、92年度5.2兆円、93年度3.22兆円と連年資金流入が続いた。このため、90年の郵便貯金、とりわけ定額貯金の落ち込みは一時的な現象であり、その影響は軽微であったかに見える。しかし、この時の郵便貯金の不振は「第二の予算」といわれる財政投融资計画の運営に波及することになった。市場の要望に沿って長期国債、短期国債が増額された91年度国債発行計画では、90年度の郵便貯金の資金不足により資金運用部引受が激減した⁽⁶⁰⁾。郵政省自身の郵便貯金の財務構造上の理由のみならず、大蔵省資金運用部にとっても、財投原資としての定額貯金の資金吸収力の継持による安定的な資金確保の必要が痛感されることとなったの

59 この時の少額非課税貯蓄制度の改正によって、高齢者を除き、民間金融機関、郵便貯金ともに20%の課税が課されることとなった。

60 なお、90年度計画では、定額貯金の大量償還が織り込まれ、郵便貯金の新規預託額は89年度に比べ15%減の7兆2,000億円とされた。しかし、郵便局の「V90作戦」が失敗し、計画以上に郵貯資金が減少した場合、大蔵省は住宅金融公庫、日本開発銀行、日本道路公団といった財投機関から他の資金源の開拓を迫られ、運用部資金より調達コストの高い政府保証債の発行増額をする必要が出てくることから、大蔵省は郵便貯金の満期償還金の動向を注視していた(『日本経済新聞』、1990年3月19日付朝刊)。

である。

ところで、第2節で述べた通り、流動性預金金利については、郵便貯金通常貯金と民間普通預金との金利には当時1%程度の差が存在していた。完全自由化にあたり、金融システムとしての整合性を図るため、国家保証付きの郵便貯金金利は民間同種金利より低利にすべきであるとして、この時、民間金融機関は郵便貯金通常貯金と民間普通預金のイコール・フッティングを強く期待した。これに対し、郵政省は通常貯金の「貯蓄的性格」を強調、従来通り民間の普通預貯金より1.1%高い水準で連動させることを主張した。94年4月には、郵政省の主張をほぼ認めるかたちで大蔵・郵政省間で合意が成立した。この合意では、通常貯金と銀行普通預金との金利差「1%程度」を残したまま、表面的にそれらの水準を合わせる方向で妥協が図られたのである⁽⁶¹⁾。低金利下で金融商品間に金利差をつけることが困難となる中、金利よりも利便性が重視される流動性貯金に残された1%という金利差は、郵便貯金通常貯金の有利性をいささかなりと継持させるものであった⁽⁶²⁾。妥協の必要が、資金運用部資金原資に特段の利害が生じていた大蔵省側に生まれていたことは、先述した通りである。

このような経過を経て、90年代半ばになると、定額貯金が減少傾向を強める一方、郵貯残高の伸びを支えるのは巨額な元加利子と通常貯金という傾向が強まった。通常貯金は、95年度および97年度に急増し、その後増加幅は一時やや縮小したが、比較的高い増勢を維持している。95年度には、97年から98年にかけて民間金融にシステム不安が生じ、安全性への志向が強まったことが増加の一因と指摘されており、事実として北海道拓殖銀行の破綻があった97年秋には同地方で郵便貯金が急増している⁽⁶³⁾。別稿において明らかにしたように、この後、2001年の預託制度廃止が近くなると、郵便貯金当局はコスト高の定期性預金獲得より、流動性・決済性資金の取り扱いの確保、伸長に重点を移すことになる⁽⁶⁴⁾。金利自由化過程で比較的高利回りを求めて動いていた資金とは異なり、90年代後半、戦後初めての都市銀行や長期信用銀行の破綻という、証券危機から金融危機への転化局面にあって、郵便貯金は、定額貯金による高利回り商品としての商品特性によって、国家に保証された安全性という預貯金市場における本来の役割を、事実上戦後初めて発揮することになった。戦後一貫して増加し続けてきた定額貯金が停滞する一方、この間に通常貯金の比重が強化されつつあったことを併せて考えれば、2001年以後の政策的変更が、すでに90年代後半にあって、半ば政策的にはあれ、市場の動向を通じ準備されつつあったことを示すものであったと言えよう。そこには、小泉郵政民営化とは異なる、もう一つの郵便貯金再編のあり得たかもしれない姿が仄見えていたのである。

-
- 61 『日経金融新聞』、1994年4月10日付朝刊。大蔵省と郵政省の協議では、民間普通預金と郵貯通常預金の金利差について、大蔵省が0.9%を、郵政省が規制金利時代と同じ1.1%を主張して対立し、結果的に、妥協案として「1%程度」というあいまいな合意に至った。その合意発表は、大蔵省が預金（民間）金利連動の原則を確認したとしているのに対し、郵政省は市場金利重視、貯金者利益、民間配意の3点に沿って合意したとする等、利害調整に終始したために両省の食い違いが随所に見られるものであった。
- 62 なお、貯蓄広報中央委員会が94年6月に実施した世論調査によると、金利で取引金融機関を変えるつもりはないとの回答が全体の6割弱を占め、金利によって変更を考えると回答した人のなかでも、「金利差が1%以上なら考える」とする人が半分以上にのぼった（『日経金融新聞』、1994年12月27日付朝刊）。
- 63 戸原つね子『公的金融の改革』、75頁。
- 64 伊藤真利子「郵便貯金の民営化と金融市場——金融変革期における郵便貯金——」（『青山社会科学紀要』、青山学院大学大学院、第36巻第2号、101-157頁）。

5 むすびにかえて

80年代後半の郵便貯金の動向を規定していたのは、第一に、バブルの発生＝証券市場の急激な膨張であった。高度成長期、すでにいったん進みかけていた間接金融から直接金融への移行の過程は、65年の証券危機によって逆転し、これによって戦後日本的金融システムが定着することになった。しかし、80年代後半からの証券市場の勃興は、かつて日本が経験することのなかった直接金融への急激な転換を生み出した。高度成長期の所得上昇によって金利に対する感応度が高まっていた預貯金者の資金が、金融自由化を通じ、預貯金市場から証券市場にシフトしたのである。これにより、戦後当初、占領軍によって思い描かれていたアングロサクソン型の直接金融中心の体制が、時を経て実現するかのように思われた。事実、80年代には民間預金は後退局面に入っていた。これに対し、郵便貯金は残高ベースで見ると増加の一途を辿っており、80年代に民間預金と郵便貯金が甚だしく競合し、郵便貯金のみがその強さを示したかのように見えた。これは一見全銀協などの郵便貯金批判とも一致しており、その後の郵政民営化論に論拠を与えていくことともなった。しかしすでに拙稿により明らかにしたように、この時期の郵便貯金の伸びの大半は、80年の「大膨張」時に流入した定額貯金の元加利子による名目的増加に過ぎず、その元加利子を除くと、郵便貯金残高の伸びはほとんど止まっていた⁽⁶⁵⁾。郵便貯金も、この時期の証券化の影響を大きく被っていたのである。80年代、とりわけその後半は、証券市場の急激な台頭によって国民の貯蓄が証券市場に大きくシフトし、預貯金市場が停滞的に推移した時期であり、郵便貯金もまた、その例外ではなかった。

このことは、証券価格が高騰する中であっても、80年に預け入れられた定額貯金が満期まで保有すれば破格に有利な、ローリスク・ハイリターンの商品であったことを示している。しかし、証券市場が活況を持続し、証券投資による収益が持続的に高まっていく「期待」の下で、90年の満期解約時に、巨額の資金が郵便貯金から流出するであろうことが予め想定されており、事実、その動きは現れたのである。これが「90年ショック」であった。その後の経過を見れば、90年の流出は、予想されたほど郵便貯金にとって破局的なものとならずに終わった。これは、すでに述べた80年代における預貯金の不振を規定した最大要因である証券市場のバブルが、時あたかも同時に崩壊することによって、株式市場に流出していた資金が預貯金市場にシフトし、とりわけ安全性の高い郵便貯金に大量に流入してきたためであった。しかし、この過程は、これまで見てきたように一様ではなかった。金利自由化過程における自由金利、規制金利併存という過渡的な段階にあって、郵便貯金、そして預貯金市場自体が90、91年に複雑な動きを示したのである。

ここで特に強調しておきたいことは、この時期にあって、すでに別稿で指摘した金利低下期、改定直前になると預け替え目的も加わり、急激に定額貯金が増えるという、高度成長期に形成された「郵便貯金増強メカニズム」がなお微弱ながら機能していたという点である⁽⁶⁶⁾。これに加え、注目されるのは、これを契機に、戦後ほぼ一貫して構成比を減らす一方であった通常貯金が増加に転じていたということである。このことは、規制金利体系下で不利な立場におかれていた預貯金者を優遇することを目的とした戦後郵便貯金の役割に微妙に変化が生じていたことを意味しよう。この通常貯金の構成比の上昇については、定額貯金の波動があまりにも

65 この点については、伊藤真利子「安定成長期の郵便貯金——定額貯金への資金シフトをめぐる——」(『郵政資料館研究紀要』第2号、2011年、75-90頁)を参照されたい。

66 伊藤真利子「高度成長期郵便貯金の発展とその要因——郵便貯金増強メカニズムの形成をめぐる——」(『郵政資料館研究紀要』創刊号、2010年、48-65頁)。

大きすぎ、安定性を損なうことに対する郵政省及び大蔵省当局者による懸念が働いていたとされる⁶⁷⁾。このこと自体は、政策当事者として、至極自然な反応であったといえる。しかし政策当事者の意思がどこにあったかとは別に、この動きの延長には、金融自由化以後における郵便貯金のあり方の一つの可能性が見えていたと考えるべきであろう。90年代終わり、証券市場の崩落から始まったわが国の経済危機は、金融市場にまで波及し、日本の金融システムそのものの危機に発展する。この時、郵便貯金は、間接金融優位、行政による護送船団方式によって「一行たりと潰さない」とされた戦後の預貯金市場において、本当の意味では一度として評価されることのなかったその特性、すなわち「安全性」を注目されることになっていく。だが、このような90年代の郵便貯金に現れた新たな特徴、底流における郵便貯金の役割の変化は、90年代冒頭の貯金再流入の波に飲まれ、そのまま現れることはなかった。金融危機の深化とともに増大しつづける郵便貯金の存在は、公的金融肥大の元凶として焦点化されていくことになり、小泉郵政民営化の歴史的な前提が準備されることになったのである。

(いとう まりこ 青山学院大学大学院 総合文化政策学科研究科、
日本学術振興会特別研究員DC)

67 この懸念については、郵政省だけではなく、本論において指摘したように、その運用を考えると、旧大蔵省、とりわけ理財局の意向等についてさらに検討する必要があると思われる。この点は今後検討する予定である。