

論 文

長期不況下の郵便貯金

— 郵貯「2000年問題」をめぐって —

伊藤 真利子

1. はじめに

本稿の目的課題は、1990年代、バブル崩壊後における郵便貯金の動向とその運用のあり方について、郵政民営化に至る民間金融機関と郵便貯金との競合、あるいは証券市場の動向などを踏まえ、この時期の郵便貯金の持つ問題点と特質を経済史的アプローチにより明らかにすることにある。

バブル崩壊以後、日本経済は長期の不況に陥り、世界経済から取り残された感があった。90年代初頭に大きな打撃を受けた証券市場はもとより、90年代後半には金融システムが危機に陥り、それと並行して実体経済は低迷を続けた。「失われた10年」と呼ばれるようになったこの不況も、2000年代初頭には回復基調となり、持続的な景気拡大によって相対的に好調な世界経済に合流するかにみえた。07年のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発する世界金融危機にあっても、わが国の金融及び証券システムは比較的打撃が少なく見られていた。ところが、世界経済の危機の進行とともに、実体経済は一気に悪化し、「空白の20年」を余儀なくされることになった。

90年代日本経済の特殊性と考えられてきたバブル崩壊と金融危機、実体経済の急速な悪化と度重なる救済融資による財政の悪化は、2000年代末以後の世界経済、とりわけ欧米先進国の経験により、日本に特殊な事態ではなく、むしろ80年代後半から90年代の日本経済はこのような世界経済の歴史的な流れの波頭にあつたのではないかと疑義を与える。リーマン・ブラザーズ以後、欧米では日本の経験に多くを学び、新たな金融政策が打たれたが、そのことがソブリン危機に転化するというかたちで金融不安定性を増幅し、実体経済の立ち直りをいっそう難しいものとしている。このことは、従来経済史で「20世紀資本主義」として論じられてきたアメリカを中心とした世界経済システムが大きく転換し、欧米先進国の「福祉国家化」が曲がり角に来ていることを物語っている⁽¹⁾。その影響は、さらに新興工業国にも波及しかねない状況にある。世界経済の転換過程が経済大国化と重なった日本は、経済のグローバル化のとば口において、戦後金融システムの国際化、規制緩和、自由化を推し進めたことにより、その影響をいち早く、甚大に蒙る立場にあつたのではないであろうか。この仮説に一定の現実性があるとするれば、日本経済の「空白の20年」、あるいはこの間に進められてきた諸改革についても、その一般性と特殊性を歴史的文脈に照らして再検討してみる必要がある。本稿ではこれらについて全面的考察を行うことはできないが、日本における金融自由化から郵政民営化にいたる郵便

※ 本稿は、財団法人ゆうちょ財団より平成25年度研究助成を受けて行われた研究成果の一部を加筆修正したものである。ここに記して御礼を申し上げます。

1 これに関する研究として、橋本寿朗編『20世紀資本主義』全2巻、東京大学出版会、および東京大学社会科学研究所編『転換期の福祉国家』上下巻、東京大学出版会、がある。

貯金を、預貯金市場との関係だけではなく、証券市場、とりわけ国債市場との関連で分析することにより、現在世界経済に起きていることと、90年代日本に特殊であった諸事情とを照らし合わせ、歴史的再検討を支えることに寄与することを課題としている。

日本経済が長期のデフレに陥り、低迷を余儀なくされてきた理由については、すでに多くの政策史資料にもとづく、理論的、政策論的、あるいは歴史的な実証が積み重ねられてきている⁽²⁾。この点で本稿の課題は、屋上屋を重ねるように見えるかも知れない。しかし、これらの重厚な先行研究においてもこの時期の郵便貯金の実態は思いの外明らかにされていない。現在、12年末に成立した安倍晋三内閣により、民主党政権下で中断されていた郵政民営化は完全民営化に向けて動き出しつつある。また長期デフレを克服するための「次元の異なる」大胆な金融緩和政策が打ち出され、これと並行して景気浮揚のための公共支出を中心とした弾力的財政政策、さらには今後の日本経済の力強い発展を目指す成長戦略のいわゆる「3本の矢」が提唱されている。それらについての政策評価はひとまず置くとしても、肝心なことはこれら「3本の矢」がどのような内的連関にあり、時間的順序で進められるかを見極めつつ、このことが郵政民営化の最終段階とどのように関連するかをはっきりとさせることであろう。この点において重要な参照点となるのは、やはり日本の長期不況の出発点であった90年代にある。本稿で明らかにするように、90年代における郵便貯金および旧大蔵省資金運用部資金の動向は、その後の小泉改革を準備し、日本における郵政事業のあり方を決定的に転換させるものであったことにとどまらず、財政の金融化が進む中、長期不況後の景気回復過程における潜在リスクがどのようなものであるかを占う格好のテストケースでもあったのである。

2. バブル崩壊と不良債権問題

2-1 個人金融資産の推移

80年代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移行が進んだ。日本における間接金融優位のシステムは、敗戦後GHQの金融証券改革、特に証券改革がアメリカ的な証券法制を導入したものの、戦後改革の進行によって日本の個人貯蓄の低位平準化が進んでいたため、証券市場の投機と瓦解を繰り返したことにより、事後的に成立したものである。具体的には、戦時経済、敗戦処理の過程で膨大に発行された国債の処理と、資金不足経済の下で戦後復興を進めるため、人為的低金利政策、規制金利体系が採用された。このことから、公社債流通市場が実質的に成立せず、起債市場も日銀の厳しい統制下におかれ、事業債は協調融資による銀行引き受けによって消化され、長期信用銀行の成立とともに金融債中心の体制が確立した⁽³⁾。比較的自由であった株式市場においても、発行についてはメインバンク制が生まれ、流通市場では日銀信用のパイプを著しく制限されていた証券会社の65年の「証券恐慌」を画期として、長期信用銀行の介入と証券行政の転換＝免許制の導入がなされ、銀行行政と同様の護送船団方式が証券行政においても完成した⁽⁴⁾。戦後日本

2 これに関わる歴史的視点からの研究には、内閣府経済社会総合研究所による「バブル／デフレ期の日本経済と経済政策研究」の成果として、分析評価編全7巻、歴史編全3巻に及ぶ『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策』内閣府経済社会総合研究所企画・監修、慶応義塾大学出版会、シリーズがあり、本稿もこれに依るところが大きい。

3 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、175頁。同書はこのような事態を「債券発行の間接金融による内部化」と表現している。

4 杉浦勢之「1965年の証券危機—封じられた『金融危機の構図』—」、伊藤正直他『金融危機と革新 歴史から現代へ』日本経済評論社、2000年、323-324頁。

における間接金融優位の体制は、占領というアメリカのインパクトを日本経済の戦後における初期条件に合わせ修正していく過程として生み出されたものであった。それにもかかわらず、戦後日本においては、長らく都市銀行のオーバーローンなどにみられる不健全な間接金融優位の体制は将来直接金融へ移行するものであるとの潜在的コンセンサスが成立していた。こういった暗黙の了解が変化し始めるのは、「ジャパン・アズ・ナンバーワン」と喧伝されるようになった日本の「経済大国」化が進み、メインバンク制こそが日本経済の強さであるといった議論が浮上してきた80年代であった。しかしこの80年代はまた、日米貿易摩擦が激化し、アメリカによる「不公正取引」への非難と、金融証券市場の自由化、国際化要求の高まりと重なった。70年代から80年代は、わが国金融システムの強さが強烈に意識されながら、アメリカからの対日要求の強まりに対し、業態間の利害調整によって、既存のシステムの内部での業態別子会社などによる対応を模索した時代でもあった。そこに国際金融の激変、プラザ合意とドル暴落という事態が発生し、日本はその調整の過程から、証券市場の大膨張、バブル経済へと突入していくことになったのである。

しかし、バブル崩壊によって証券市場は壊滅的打撃を被ることになった。90年代の金融構造にどのような質的变化が起きていたのか、表1により個人金融資産残高の推移をみてみよう。金融資産残高合計は、80年度368.3兆円、90年度1,023.8兆円（対80年度約2.8倍）、00年度1,415.9兆円（対90年度約1.4倍）と、バブル崩壊後も金融資産残高は増加し続けている。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年にかけて名目GDPの伸び率が約34%であったのに対し、金融資産残高は約76%とほぼ倍のスピードで蓄積が進んでいる。90年代に入っても資産残高の増加傾向は続いたものの、80年代には10%前後であった対前年伸び率は、90年代には4%程度と大幅に鈍化した。これを金融資産の構成比でみると、表掲期間を通じて現金・預金が約半数を占めており、その残高は80年度217.4兆円から90年度481.8兆円（対80年度約2.2倍）、00年度751.4兆円（対90年度約1.6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みられないものの、構成比では80年度に59.0%であったものが、89年度には45.4%と大幅に低下し、90年代に入ると約50%で推移している。80年代に進行した間接金融から直接金融への移行が90年代に入ると止まり、いったん間接金融へのやり戻しがあったのち、直間比率が膠着状態となったのである。

その過程につき、いまだし詳細にみてみよう。定期性預金の構成比は、80年代初めに金融資産残高の約半数を占めていたが、88年度36.6%に低下したのち、90年代には約42%で推移している。現金・預金に伸び悩みがみられた80年代後半から90年代初頭にかけて、大きく増大しているのが株式と株式以外の証券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%）から89年度約206兆円（同20.9%）に膨張し、特に株式市場では、この間に上場会社数、上場株式数、時価総額、売買代金、株価、ファイナンス額など主要指標が著増した⁽⁵⁾。しかし、個人資産残高に占める株式の保有額は、89年度の約107.6兆円（構成比10.9%）をピークに、90年度約96.1兆円（9.4%）、91年度約70.3兆円（同6.8%）と構成比が急落した。このように80年代には、株式、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り、金融資産の多様化が進行し、個人貯蓄では規制金利預金から自由金利預金への移行がみられるなど、収益性を重視する傾向が顕著であった⁽⁶⁾。

5 東京証券取引所編『東京証券取引所50年史』、561頁。

6 木村佳弘「現代日本における政府債務の受容構造—中央銀行の法的独立性と財政赤字の『相関』検証—」、井出英策編『危機と再建の比較財政史』ミネルヴァ書房、2013年、39頁。

年度	合 計	現金・預金	現金通貨性預金	定期性預金	出 資 金	保険・年金準備金
	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)
1996	1,284.1(100.0)	658.4(51.3)	114.6(8.9)	541.8(42.2)	47.7(3.7)	335.7(26.1)
1997	1,326.4(100.0)	694.0(52.3)	127.5(9.6)	565.1(42.6)	59.5(4.5)	348.0(26.2)
1998	1,339.3(100.0)	723.8(54.0)	137.5(10.3)	584.3(43.6)	34.3(2.6)	358.9(26.8)
1999	1,420.0(100.0)	744.7(52.4)	148.8(10.5)	592.6(41.7)	59.8(4.2)	369.9(26.0)
2000	1,415.9(100.0)	751.4(53.1)	161.3(11.4)	586.3(41.4)	56.9(4.0)	377.6(26.7)
2001	1,392.4(100.0)	765.4(55.0)	204.0(14.7)	557.2(40.0)	38.5(2.8)	379.0(27.2)
2002	1,362.1(100.0)	775.5(56.9)	222.7(16.3)	547.9(40.2)	26.7(2.0)	377.0(27.7)
2003	1,411.0(100.0)	780.0(55.3)	234.1(16.6)	540.0(38.3)	37.9(2.7)	377.7(26.8)
2004	1,422.2(100.0)	776.3(54.6)	246.1(17.3)	524.2(36.9)	39.0(2.7)	382.6(26.9)
年度	株 式	株式以外の証券	国債・財融債	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)
1996	70.0(5.4)	111.0(8.6)	7.8(0.6)	17.6(1.4)	28.2(2.2)	53.5(4.2)
1997	62.2(4.7)	99.8(7.5)	8.1(0.6)	16.0(1.2)	24.9(1.9)	47.0(3.5)
1998	67.3(5.0)	92.5(6.9)	7.3(0.5)	15.2(1.1)	26.3(2.0)	40.1(3.0)
1999	92.5(6.5)	92.2(6.5)	6.6(0.5)	14.5(1.0)	31.9(2.2)	35.4(2.5)
2000	73.2(5.2)	90.6(6.4)	10.1(0.7)	13.9(1.0)	33.9(2.4)	29.0(2.1)
2001	65.1(4.7)	79.0(5.7)	12.4(0.9)	11.1(0.8)	30.4(2.2)	21.8(1.6)
2002	51.6(3.8)	68.5(5.0)	12.7(0.9)	7.3(0.5)	28.4(2.1)	16.9(1.2)
2003	80.8(5.7)	69.3(4.9)	14.5(1.0)	5.4(0.4)	33.9(2.4)	12.4(0.9)
2004	83.9(5.9)	77.3(5.4)	21.4(1.5)	4.6(0.3)	38.0(2.7)	10.2(0.7)

(出所) 日本銀行調査局「資金循環勘定」(93SNA)より作成。

表1 個人金融資産残高の推移

だが90年代には、株価暴落による証券市場からの資金の逃避により、現金・預金比率が増加に転じ、再び個人金融資産の約半数は現金・預金により保有された。特に98年度以降には、定期性預金の構成比が低下傾向にあるのに対し、現金通貨性預金の構成比が増加しており、98年の

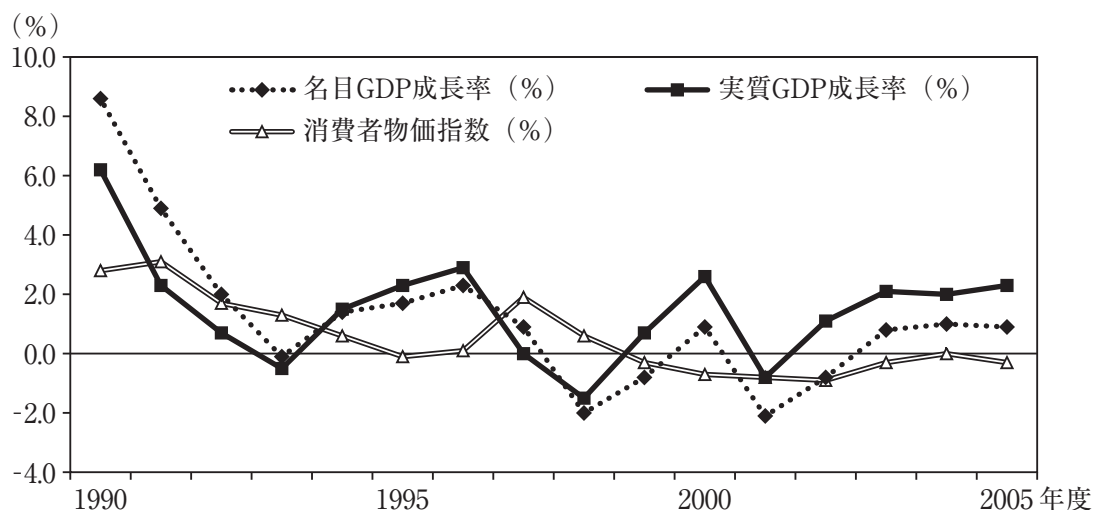
金融不安の高まりと金融危機の発生、99年の日銀によるゼロ金利政策の採用が預貯金市場に大きな影響を及ぼしたことが伺えよう。

郵便貯金との関連では、90年代半ばまでは金融市場がまだ決定的な危機的状況に至っていなかったことが注目される。この段階では、危機は証券市場を中心とした資産市場にとどまっておき、国民には金融市場全般を脅かし、实体经济にも甚大な影響を及ぼすシステミック・リスクが進行しているという実感はなかったと考えられる。バブル崩壊と金融不安によって直接金融への移行の巨大なうねりをみせた証券化の動きが頓挫したとはいえ、それは単純な間接金融優位の体制への回帰ではなかった。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構成比の相対的安定化傾向は、金融自由化による証券化の動きがすでに不可逆な過程にありながら、バブル崩壊によってその流れが遮られ、不安定の中の安定に陥ったことを示している。90年代前半、株式市場の崩壊過程では、間接金融の担い手である銀行や郵便貯金が逃避資金の当面の受け皿となっていた。しかし、その銀行自体、バブル期に不動産投資に深くコミットし、金融の証券化が進行しており、資産市場が惨落したことによって財務体質を次第に悪化させた。さらに90年代後半には、危機が証券市場から金融市場へと転化していくことにより、預貯金市場の構成にも金融危機の影響が及ぶようになったのである。

バブル崩壊後、90年代の証券および金融市場の複雑な動きは、当該期の郵便貯金の動向にも反映し、そのことがひいては00年代の郵便貯金の民営化の過程に影響を及ぼすことになった。この点につき、順次みていくこととしよう。

2-2 不良債権問題と金融危機の発生

90年代初頭のバブル崩壊に端を発し、日本経済は約20年という長期停滞の局面に足を踏み入れた。図1より実質GDP成長率をみると、90年度の6.2%から91年度2.3%、92年度0.7%、93年度-0.5%と大幅に鈍化したのち、公共事業中心の大型景気対策により、94年度1.5%、95年度2.3%と若干回復に向かった。これを株価で見れば、89年12月に3万8,915円の高値をつけた日経平均株価は、90年に入る下落基調に転じ、弱々しい上昇局面を間にはさみながら、92年3月末には1万9,346円とピーク時から半減した。株価下落後も都市を中心にしばらく高騰を続けていた地価も、90年9月をピークに、91年度10.4%、92年度-1.8%、93年度-5.5%と大暴落した。このような資産価格の急落は、借入れ担保や資産動機として保有していた土地、株価など有価



(出所) 内閣府「国民経済計算」(93SNA) および総務省統計局「消費者物価指数」(2010年基準)より作成。

図1 GDPおよび消費者物価指数の推移

証券の大幅な減価によって企業財務の圧迫をもたらした。貸出先企業における資産内容や業績の悪化は、金融機関の不良債権増大と貸出資産の劣化と同時に、不良融資の固定化というかたちで金融機関自身の経営悪化を引き起こした⁽⁷⁾。94年に入ると、予想を超える地価下落の重圧に耐えられず、経営危機に陥る金融機関が続出した。バブル崩壊とともに表面化した不良債権問題は、金融機関保有債権の不良化（担保不動産ないし担保証券の価値下落）、企業の資金需要の低下による銀行収益圧迫と金融仲介機能の低下、手元流動性の逼迫、金融機関の経営危機・破綻といったプロセスを通じ、日本の金融システムを動揺させ、金融再編の引き金を引くこととなったのである⁽⁸⁾。

ところで、90年代半ばの金融制度改革では、金融システム安定化のための制度整備に重点がおかれ、金融業界のコンセンサスを得ながら漸進的に進められてきた規制緩和を一気に実行する金融システム改革、いわゆる「日本型ビックバン」が推進された⁽⁹⁾。96年11月、久方ぶりに自民党単独政権として成立した第2次橋本内閣は、「行政改革」、「財政構造改革」、「経済構造改革」、「金融システム改革」、「社会保障構造改革」、「教育改革」の六大改革を掲げた。それは、少子高齢化の進行とその財政に与える影響という日本の長期課題までを視野にいたした意欲的かつ野心的な総合的政策であった。このうち「金融システム改革」では、日本の金融市場を「2001年にはニューヨーク、ロンドン並みの国際市場に」再生することを構想し、金融システム的全般的な改革の方針を提示した。「日本型ビックバン」構想は、金融分野全般にわたる保護行政や業態間規制の縮小・撤廃などの規制緩和推進を柱とした「Free(市場原理が働く自由な市場に)」、「Fair(透明性が高く信頼出来る市場に)」、「Global(国際的に調和した制度をもつ市場に)」な方向への金融市場の改革をグローバルスタンダードへの適合というかたちで実現することが原則とされた。この段階では、政策担当者の間でもバブル崩壊による金融機関のバランスシートの毀損が、システムック・リスクに発展するという危機意識は強くなったものと思われる⁽¹⁰⁾。翌97年6月、一連の金融・証券制度改革を01年までに完了するというタイムスケジュールに沿って、銀行の不良債権問題を処理する方針が打ち出され、98年には改革の枠組みを実施する体制に入るかに思われた。

しかしまさにその時、戦後初の本格的金融危機が発生し、「日本型ビックバン」は金融危機対策に変更を余儀なくされる。97年11月、三洋証券の事実上の破綻から始まった金融不安により、北海道拓殖銀行、山一証券が経営破綻に追い込まれ、国際金融市場ではジャパン・プレミアムが発生した。折から海外では、ドルペッグ制を採用していたためにアメリカの「強いドル政策」に引きずられ、アジア通貨が実体以上に過大に評価されるようになっていた。このことに注目したヘッジファンドの空売り攻勢によって、97年7月にタイが変動相場制へ移行し、これを発火点としてアジア通貨危機が勃発していた⁽¹¹⁾。通貨危機は10月に香港、11月に韓国を巻き込み、さらにその影響はアジア諸国のみならずロシア、欧米や日本に波及して世界同時株

7 伊藤正直「1990年代日本の金融システム危機」、露見誠良編『アジアの金融危機とシステム改革』法政大学出版会、2000年、70頁。

8 94年に東京協和信用組合と安全信用組合が破綻したのち、95年7月にコスモ信用組合、8月に木津信用組合と兵庫銀行が相次いで経営破綻した(財務省財務総合政策研究所財政史室編『平成財政史 平成元～12年度 第2巻予算』大蔵財務協会、2013年、463頁)。

9 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、10頁。

10 白川方明『「ゼロ金利制約」論再考』、内閣府経済社会総合研究所監修・吉川洋編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策2 デフレ経済と金融政策』慶應義塾大学出版会、2009年、101頁。

11 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、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)2 日本経済の記録—金融危機、デフレと回復過程(1997年～2006年)—』慶應義塾大学出版会、2011年、47頁。

安を引き起こすこととなり、世界経済危機の様相を呈した。内外の危機に晒された日本の金融システムを安定化するため、98年2月「改正預金保険法」と「金融安定化緊急措置法（金融安定化二法）」が制定され、政治主導による不良債権問題処理が本格化することになった⁽¹²⁾。同法によって総額30兆円の公的資金の投入が可能となり、金融危機管理審査委員会が大手銀行等21行に対して総額1兆8,156億円の公的資金を注入した。さらに98年4月には、金融危機とともに進行していた実体経済の悪化（デフレ・スパイラル）に対応するため、当時としては過去最大規模となる総事業費16兆円超の「総合経済対策」が発表され、経済構造改革や金融問題とともに、大規模な需要喚起策が打ち出されたのである。

以上のような対応策が講じられたにもかかわらず、金融不安定性は改善されることなく、98年6月以降には危機再発の兆候がみられるようになった。同年7月の参議院選挙では自民党が大敗を喫したことから、橋本首相はその責任を取って内閣を総辞職した。これを受け、小渕恵三内閣が成立すると、「金融国会」と呼ばれた第143回国会では金融安定化策をめぐって与野党間の論争が対立した。与党が野党案を「丸飲み」するかたちで受け入れ、事態の打開を図った結果、98年10月「金融再生法」、「早期健全化関連法」が相次いで成立・施行された。両法案は、金融機関の破綻処理の枠組みを強化すると同時に、健全金融機関、特に大手銀行に資本注入することで破綻を未然に防ぎ、金融システムを守るという政府の姿勢を明示するものであった⁽¹³⁾。しかし、法案成立の過程でも金融危機の深刻化の懸念は払拭されることはなかった。日経平均株価はバブル崩壊後最安値を更新、金融機関の株価は軒並み急落し、98年10月に日本長期信用銀行、12月に日本債券信用銀行が破綻するに至った。日本興業銀行を除き、戦後の長期金融を担ってきた債券発行銀行が業態ぐるみ事実上消失するという異常事態によって、カウンターパーティ・リスクは極限まで高まり、戦後大蔵省によって進められてきた「護送船団方式」による保護行政はその限界を露呈することになったのである⁽¹⁴⁾。

金融再生への法的体制を整備することを目的として98年12月に発足した金融再生委員会では、同年7月に公表された全国銀行の不良債権残額（破綻金融機関の不良債権額を除く、分類債権のⅡ～Ⅳ分類）が64.3兆円に及んでいたことを踏まえ、翌99年3月、大手金融機関15行に総額5兆8,593億円の公的資金注入を行うことを決定した⁽¹⁵⁾。また、地銀など17行に対しては、預金保険機構が普通株に転換できる優先株を買い取るという措置を講じ、総額8兆6,053億円の公的資金注入を行った。政府の株価維持策（いわゆる「PKO」）や銀行保護、日銀の超低金利政策に支えられながら、民間金融機関は不良債権処理に取り組んだ。しかし、処理の進捗度を上回る持続的な資産価格の下落が新たな不良債権を増加したことに加え、金融検査の厳格化により従来健全とみられていた債権についても、不良債権に組み入れられるものが続出した。

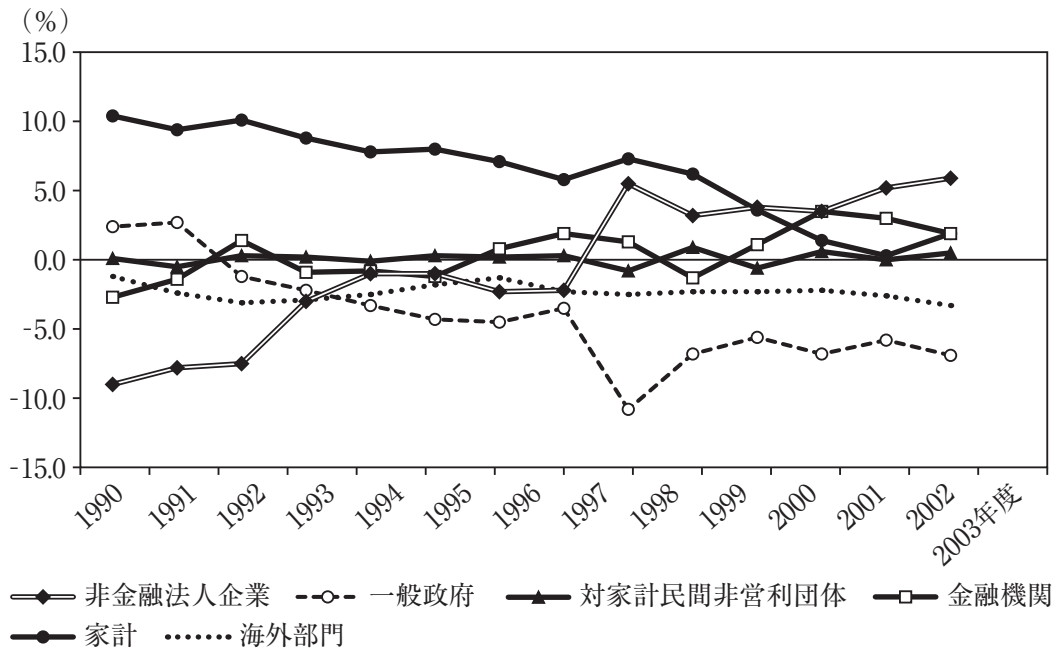
98年度には名目GDP成長率が対前年度-2.0%成長と戦後最悪の状態となり、アジア金融危機による円高、卸売物価・消費者物価の下落、後述する「資金運用部ショック」による長期金

12 「改正預金保険法」は、破綻処理を円滑かつ迅速に行うための枠組みを定めたものであり、1,000万円までに限定された預金保険金支払い（いわゆるペイオフ）を避けるために、特例として5年間預金全額を保護する措置である（小峰隆夫・岡田恵子「バブル崩壊と不良債権対策（1990～96年を中心に）」、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2次石油危機への対応からバブル崩壊まで（1970年代～1996年）—』慶應義塾大学出版会、2011年、489頁）。

13 宇沢弘文・武田晴人編『日本の政策金融Ⅱ』東京大学出版会、2009年、491頁。これは、自己資本比率が一定の基準を下回る金融機関に対し、監督当局が経営改善を指導するというものであり、政府保証にもとづき日銀、民間金融機関が預金保険機構に対して融資がなされた。

14 西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』、458-459頁。

15 大手銀行のうち、旧東京三菱銀行は資本注入を拒否した。



(出所) 日本銀行調査局「資金循環勘定」(93SNA)より作成。

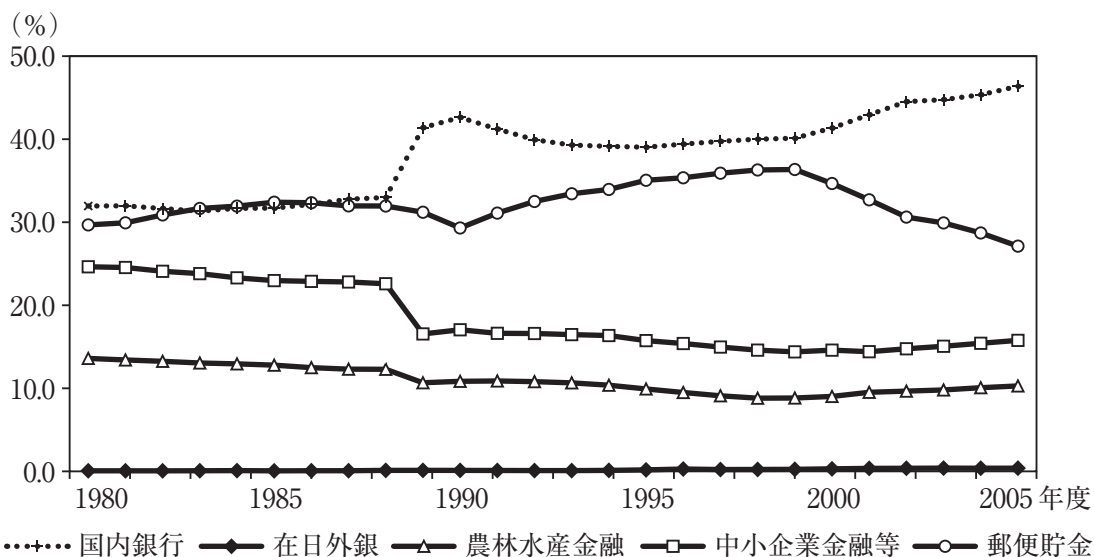
図2 資金過不足（対GDP比）の推移

利の一時的急騰などによって、企業収益が圧迫された。戦後日本経済で初めて、本格的デフレ懸念が生まれることになった。实体经济の悪化は、90年代前半に進んだ円高に加え、バブル崩壊により企業および家計のバランスシートが棄損していたことによる。企業はバブル期に抱え込んだ過剰設備、過剰債務、過剰雇用を清算する目的で、人件費や金利などの固定費の削減を進め、このことが消費および投資需要を冷え込ませることになった。90年代終わり、金融危機を機に、企業では投資の抑制と負債の圧縮に加え、雇用調整が進められ、資金余剰が発生した。このことが先にみた預貯金市場における現預金の増加として現れたのである。一方、金融危機の進行によって銀行サイドでは貸し渋りが起きていたため、銀行預貸率は趨勢的に低下し、安全資産への運用、自己資本充実の必要から、余資は国債保有に向けられ、リーマンショック後の現在に続く趨勢となった。このことを図2より、資金過不足（対GDP比）の推移でみてみよう。戦後一貫して資金不足部門であった非金融法人企業は、98年度から資金余剰部門に転じ、その後もその余剰を増やし続けている。これに対し、家計は表掲期間を通じ、資金余剰部門であったが、90年代には余剰を徐々に減らし続けている。これと対応するかたちで、92年度以降、政府は資金不足部門となり、98年度に大きな資金の取り手となったのち、やや立ち戻りをみせるものの、最大の資金不足部門となっている。不況の深化とともに、民間貯蓄がもっぱら政府を通じ、景気対策に充当されていた姿がみて取れる。

この間、民間金融機関の系列化や外資、証券、生保との業務提携など、金融機関の健全化が図られたが、泥沼化する事態を覆す抜本的な解決策とはならなかった⁽¹⁶⁾。危機を打開する鍵である不良債権問題解決の大きな山場は、01年に成立した小泉純一郎内閣の竹中平蔵金融担当大臣により、02年10月に策定された「金融再生プログラム」の導入であった⁽¹⁷⁾。「金融再生プログラム」は、日本の金融システムと金融行政に対する信頼を回復し、世界から評価される金融市場を目指して、主要行の不良債権比率を05年3月期までに4%台へ半減させることを目標

16 中野瑞彦「不良債権処理と金融システムの将来像」、一之瀬篤編『現代金融・経済危機の解明』ミネルヴァ書房、2005年、140頁。

17 大村敬一・水上慎士『金融再生危機の本質』日本経済新聞社、2007年、212頁。



(注) 預貯金残高は流動性預金・定期性預金・外貨預金の合計である。

(出所) 日本銀行調査局「資金循環勘定」(93SNA)より作成。

図3 家計における金融機関別預金残高の推移

とするものであった。このプログラムでは、不良債権の抜本的な処理の一環として、①資産査定厳格化、②自己資本の充実、③ガバナンスの強化を中心とした金融行政の強化が打ち出された。特に、資産査定厳格化については、02年3月期に実施した特別検査を翌03年3月期に再実施し、その際、金融庁検査と主要行の自己査定の格差を集計ベースで公表することで格差是正を求めた⁽¹⁸⁾。

「金融再生プログラム」による資産査定厳格化は、大手銀行の不良債権処理を加速させ、金融システムの再編、さらには産業再編を促進する役割を果たすこととなった。さらに、03年の公的資金注入によるりそな銀行の事実上の国有化は、カウンターパーティ・リスクを決定的に低下させた。これにより、さしも泥沼化の様相を呈していた日本の銀行危機はようやく終わりを告げ、株価も持ち直すことになった。05年3月末の不良債権比率は、全国銀行ベースで4.0%、メインターゲットとされていた主要行ベースで2.9%と目標を達成し、ほぼこの時期に正常化するに至ったのである⁽¹⁹⁾。90年代末の金融機関の大型破綻、金融危機を経て、これまで「護送船団方式」の下で倒産などあり得ないとされてきた都市銀行などの大手銀行でも危機感が高まり、生き残りのために合併・統合やリストラが必要であると認識されるようになった⁽²⁰⁾。その一連の流れを略述すれば、99年8月、第一勧業銀行、富士銀行、日本興業銀行の3行の全面的な統合による新しい総合金融グループ結成合意が突然発表され、金融界に大きな衝撃を与えた⁽²¹⁾。同年10月には住友、さくら銀行が、翌00年3月には三和、東海、あさひ銀行が相次

18 このような再評価の実施に際し、竹中金融担当大臣は「デフレ不況の主な原因は、銀行が抱える不良債権」であるとし、資金不足状態にある銀行を躊躇せず一時国有(国営)化する姿勢をにじませた。この一方で、自行のみで市場の不安に対応しきれないと忖度して国有化されるような事態を回避するため、大手都市銀行でも組織変遷や外部資金調達による資本増強が推進された(池尾和人『開発主義の暴走と保身』NTT出版、2006年、180頁)。

19 浅井良夫・井出英策「デフレ下の長期景気回復」、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) 2 日本経済の記録—金融危機、デフレと回復過程(1997年～2006年)—』慶應義塾大学出版会、2011年、188頁。なお、ペイオフは、02年4月1日から一部解禁され、2005年4月から全面解禁となった。

20 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、40頁。

21 三井住友銀行総務部行史編纂室『三井住友銀行十年史』三井住友銀行、2013年、194頁。

いで経営統合を発表し、メガバンク化が一気に進行した。さらに、05年10月には三菱東京とUFJのメガバンク同士の合併が実現したことより、90年当初13行あった都市銀行は、3大金融グループに再編されることになったのである⁽²²⁾。

日本の銀行制度が根幹から揺さぶられたこの時期、郵便貯金の動向はどのようなものであったろうか。図3より、この間の家計における金融機関別預金残高シェアの推移をみると、90年度から99年度にかけ、国内銀行が42.6%から40.1%と低下する一方、郵便貯金が29.3%から36.4%へと預金残高のシェアを高めている。90年代を通じ、郵便貯金は破竹の勢いで、預貯金市場でのシェアを拡大していたかにみえる。バブル崩壊後の不良債権処理にともなう金融危機の発生が、民間銀行のカウンターパーティ・リスクを飛躍的に高めていたのに対し、利便性や収益性に加え、郵便貯金の安全性に対する信頼（コンフィデンス）を高めることになったであろうことは間違いない。しかし、詳細に90年代の郵便貯金の増加要因をみると、必ずしも「郵便貯金の一人勝ち」という印象は当たらない。この増加の背景には、90年初頭の郵便貯金、とりわけ定額貯金の巨額の満期資金の流出と再流入という事態があり、当該期郵便貯金の推移と実態はこのこと抜きには明らかにならない。さらに90年代初期に流入したこの巨額の定額貯金の存在が、バブル崩壊が金融危機に波及した90年代末、日本経済のデフレ化、日銀の超金融緩和政策、政府の大型景気対策とも相まって郵貯資金、したがって資金運用部資金の運用面に固有の問題を生み出すことになった。そこで、節を改め、さらにこの点についてみていくこととしよう。

3. 郵便貯金の大量満期集中と国債問題

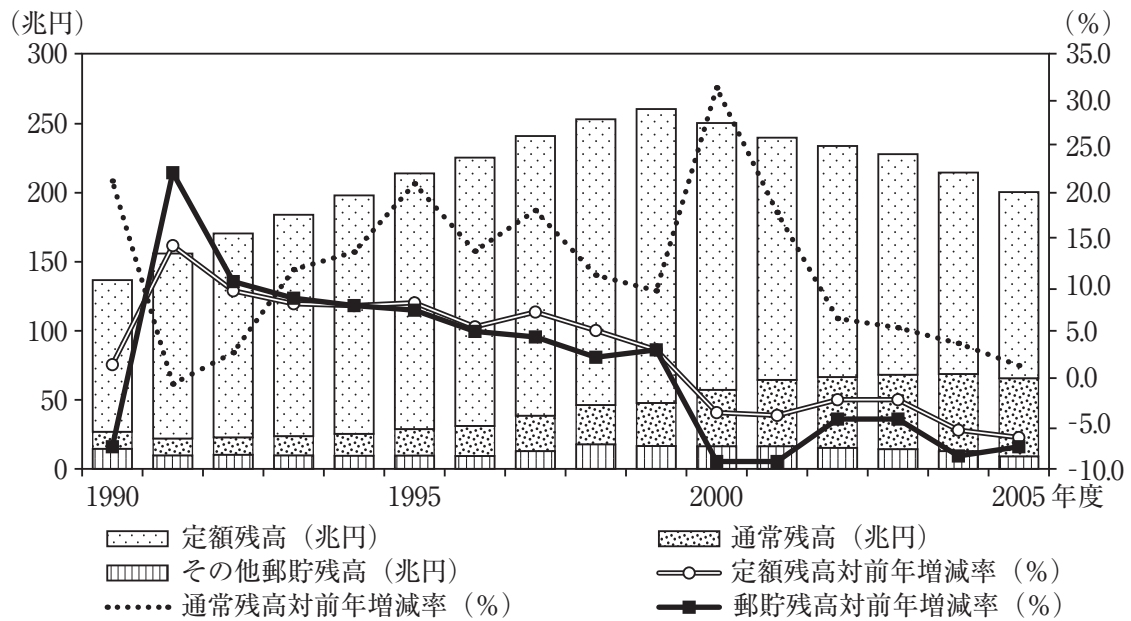
3-1 定額貯金の大量満期集中

郵便貯金の残高は、図4にみられる通り、90年に100兆円、95年に200兆円を突破し、99年度末には約260兆円のピークに達している。以降、残高は減少に転じたが、対前年増減率でみると、すでに91年度から伸び率は減少傾向で推移している。郵便貯金の太宗を占める定額貯金残高は、99年度に212.4兆円のピークを迎えた後、郵貯残高同様、00年度から減少している。このことを定額貯金の伸び率でみれば、91年度22.1%から98年度2.1%にかけて大幅に低下し、00年度以降マイナスに転じている。

定額貯金は預入半年以降解約自由かつ最長10年間の預入が可能であり、預入時点の金利が半年複利で、満期にわたって固定金利が続き、段階的金利制にもとづき適用金利が預入期間に応じて上昇する貯蓄商品である。高度成長期を通じた所得上昇、低金利政策と規制金利体系下で優遇されていた政策金利、経済成長に合わせたインフラ整備の一環として郵便局の大拡張が政策的になされたことによる店舗政策上の優位などが組み合わさり、定額貯金という特異な商品を中心とした「郵貯増強メカニズム」が構築された⁽²³⁾。このメカニズムは、インフレが進行する中、預金金利が人為的に低利に規制されていたことによる預金者の不利に配慮しつつ、政策的に成長資金やインフラ整備に向けることを意図したものであり、金利自由化が進む流れの中で早晚その見直しは不可避であったと考えられる。しかし、先述の通り、日本における金融自由化は、各金融業態間の利害が絡み、金利自由化を段階的かつ漸進的なものとした。このた

22 この過程では、「金融再生法」にもとづき国有化された長期信用銀行は新生銀行として、日本債券信用銀行はあおぞら銀行として再生された。

23 この点に関する詳細な分析については、伊藤真利子「高度成長期の郵便貯金—『郵便貯金増強メカニズム』をめぐって—」、『郵政資料館 研究紀要』郵政資料館、創刊号、2010年3月、48-65頁、および伊藤真利子「安定成長期の郵便貯金—定額貯金への資金シフトをめぐって—」、『郵政資料館 研究紀要』郵政資料館、第2号、2011年3月、75-90頁、を照されたい。



(出所) 郵政省『郵政統計年報 為替貯金編』各年度、および日本郵政公社『郵政行政統計データ 為替貯金編』各年度より作成。

図4 郵便貯金残高の推移

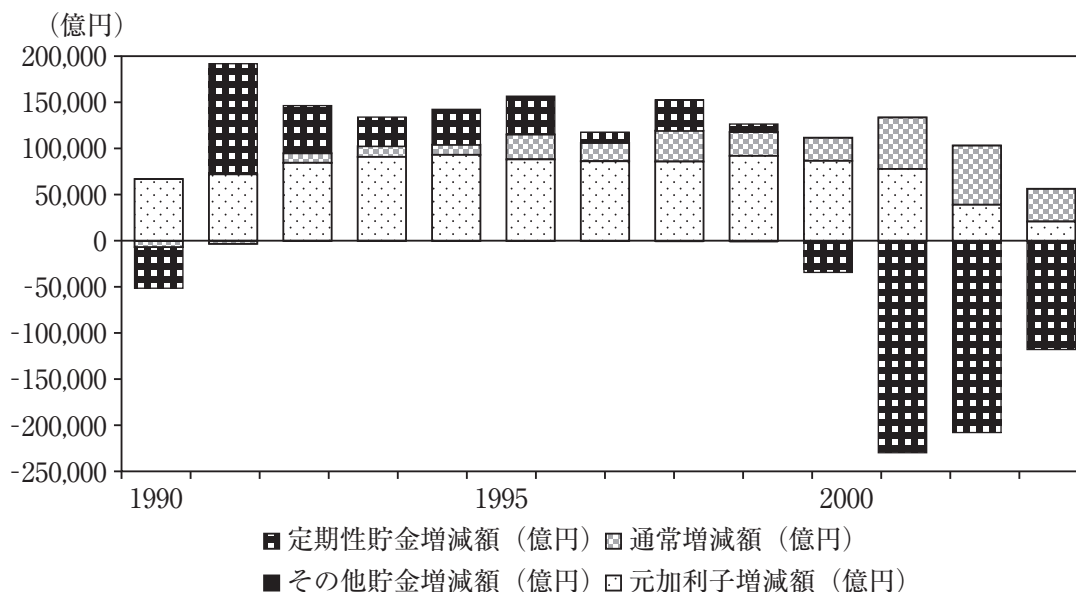
め、郵便貯金、特に定額貯金金利に対する政策的優遇の撤廃が立ち遅れていた80年に「郵貯増強メカニズム」が作動し、郵便貯金の大幅な膨張を生み出すことになったのである。

定額貯金には、80年4月から同年11月にかけて年利8.0%という最高金利を記録した際、約32兆円が預け入れられた。このうち、約14兆円（約3,000万件）が最長預入期間である10年の満期まで滞留し続けた。その最終利回りは11.9%となったことから、元加利子合計額約34兆円に達する満期償還金の「塊」が形成された。このような「塊」は、満期集中時に証券市場のバブル化を背景として郵便貯金から大量流出し、90年4月から11月にかけての定額貯金の払戻額は59.0兆円、流出額は42.6兆円に及んだ。ところが、91年になるとバブル崩壊によって証券市場から預貯金市場への資金の逆流、いわゆる「郵貯シフト」が起きた⁽²⁴⁾。91年ピーク時の定額貯金金利（3年以上）は6.33%、10年満期時の最終利回りは8.648%（課税前）であり、80年の最高金利時（約定8%、最終利回り11.9%）に及ばなかったとはいえ、GDPデフレを考慮した実質金利では91年度のほうが高利であった⁽²⁵⁾。90年12月から92年3月の定額貯金預入額73.5兆円は、ふたたび大きな「塊」となって、デフレの長期化と金利水準の大幅な低下局面で郵便貯金に滞留し続けた結果、00年度から01年度にかけて集中的に満期を迎えたのであった。

図5より、この間の郵便貯金の増減額の推移をみると、現金増加額合計は、90年度1兆5,495億円の減少から一転、91年度には18兆8,638億円に跳ね上がり、92～98年度は毎年度約12～15兆円、99年度は7兆7,443億円増加したのち、00年度9兆6,011億円、01年度10兆4,539億円の減少に転じている。90年代を通じ、現金増加額の太宗を占めているのは、91年の高金利時に激増した定額貯金とその元加利子であった。定期性貯金増加額は、91年度18兆8,638億円であり、定額貯金の金利は預入3年目から約定金利の最高で10年間半年複利で「利盛り」されることか

24 伊藤真利子「バブル経済下の郵便貯金—『90年ショック』をめぐって—」、郵政資料館 研究紀要』郵政資料館、第3号、2012年3月、48-71頁。

25 郵便貯金には預金者1人あたりの預入限度額が定められているが、当時の預入限度額の700万円を満期日まで預けた場合、元利合計額は1,200万円以上となり、全額が満期まで据え置かれた場合の償還額は元金の約1.9倍、約123兆円と試算された（『日経金融新聞』、2000年3月27日付朝刊）。



(出所) 財務省『財政金融統計月報』国庫収支特集号、各月版より作成。

図5 郵便貯金現金増減額の推移

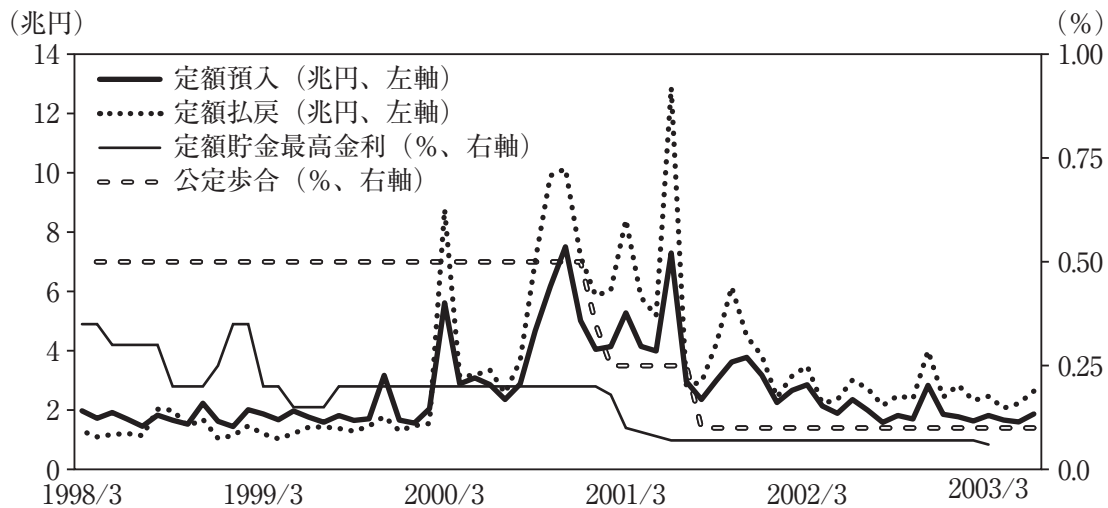
ら、元加利子は91年度7兆2,058億円から94年度9兆3,128億円に膨らみ、その後も郵便貯金増加の主要な部分であり続けている。90年代の郵便貯金残高の増加は、通常貯金の増加を別にすれば、定額貯金の元加利子による名目的なものだったのである。90年代に郵便貯金だけが「一人勝ち」していたかにもえたのは、実は90年代初頭の定額貯金の高利回りを反映したに過ぎなかった。このことは、この時期の郵便貯金の経営に大きな影響を与えることになるが、この点については後述する。

さしあたりここでは、図6より90年代を通して郵便貯金の動向を規定した定額貯金の満期時の推移を追っておこう。00年初頭の集中満期における郵便貯金の払戻額は、00年度70.5兆円（うち定額貯金26.8兆円）、01年59.9兆円（同25.0兆円）、流出額はそれぞれ19.6兆円（同10.0兆円）、14.7兆円（同9.7兆円）であり、これを反映して定期性貯金残高は、00年度22兆9,167億円、01年度20兆7,361億円、02年度11兆7,248億円と大減少した。これに対し、すでに90年代後半から増加傾向にあった通常貯金は00年度5兆5,827億円、01年度6兆4,247億円、03年度3兆5,494億円と著増し、郵便貯金の短期化が進んだのであった。

図7は、郵便貯金と民間銀行の金利の推移を示したものである。定期性預金金利については、93年6月に完全自由化され、市場金利との連動性を強めていた⁽²⁶⁾。95年9月に公定歩合が3度目となる0.75%幅で0.50%に引き下げられたことにともない、定額貯金の3年以上約定金利は1.15%となったが、約定金利が1.00%の場合、10年固定の半年複利でも最終利回りは1.05%程度となり、長期固定・半年複利という定額貯金の金利面における有利性は大幅に低下することになった⁽²⁷⁾。これに加え、超低金利下で金利が引き下げられていく過程では、定額貯金金利（3年以上）と国内銀行預金金利（3年以上、300万円以上1千万円未満）が逼迫し、92年10月から93年2月にかけて、銀行預金金利のほうが約1.0%高くなる逆転現象がみられた⁽²⁸⁾。

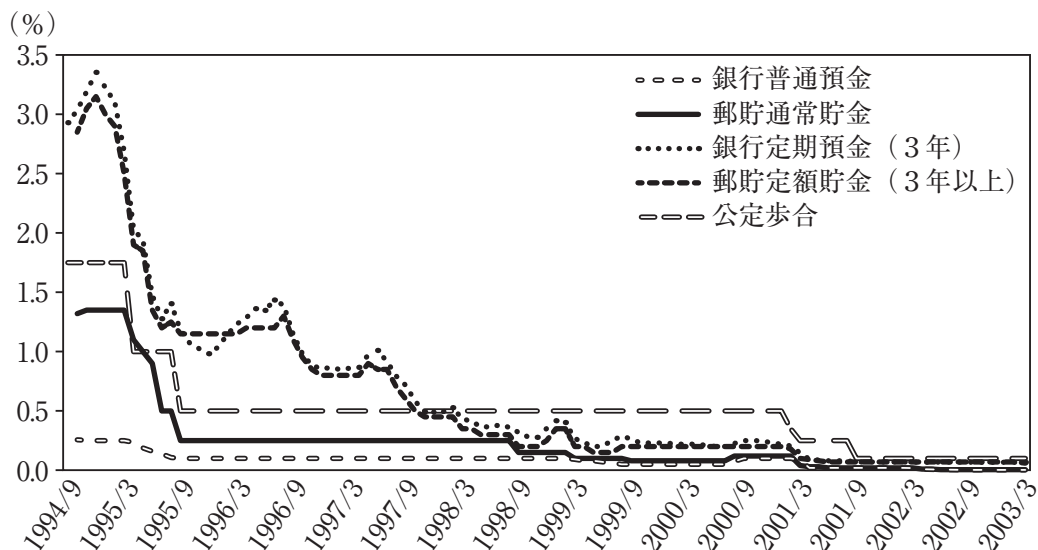
26 92年12月に大蔵・郵政省間において、「郵便貯金は民間預金金利に連動することを原則とする」との合意が成立し、金利自由化後の定額貯金金利は、順イールド時には「3年定期預金金利×0.95%程度」、逆イールド時には「長期国債クーポン-0.5%程度」とされた(郵政省貯金局監修『為替貯金事業史—昭和50年から平成7年まで—』郵便貯金振興会、1997年、14頁)。

27 戸原つね子『公的金融の改革』農林統計協会、2001年、75頁。



(出所) 郵政省『郵政統計年報 為替貯金編』各年度、および日本郵政公社『郵政行政統計データ 為替貯金編』各年度より作成。

図6 郵便貯金の払戻の推移



(出所) 日本銀行『金融経済統計』時系列データおよび日本郵政公社『郵政行政統計データ 為替貯金編』各年版より作成。

図7 民間銀行と郵便貯金の金利の推移

一方、流動性預金金利については、郵貯通常貯金と銀行普通預金との金利に、金利自由化以前同様、1.1%の金利差が存在していた²⁹⁾。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1.0%という金利差は、95年度下期以降、預貯金金利全般がフラット化していく過程で微差となっていった。しかし、通常貯金にいささかなりとも有利な金利差が残されたことは、リスク回避のために流動性と安全性が選好される中、郵便貯金の有利性を依然維持させるものであった。この政策は巨額の満期

28 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中でも、「金利差が1.0%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)。

29 これは94年4月、大蔵・郵政省間において、通常貯金と銀行普通預金との金利差「1.0%程度」を残したまま、表面的にそれらの水準を合わせることで合意によるものである。合意の過程では、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%、郵政省が規制金利時代と同じ1.1%を主張して対立し、結局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の妥協により郵政省の主張を認めることとなった(『日経金融新聞』、1994年4月10日付朝刊)。

集中に備え、貯金の比重を漸進的に定額貯金から通常貯金に移し、ソフトランディングすることを目指したものであったと考えられる。大局としてみるならば、90年代の郵便貯金の構成変化は同時期の民間銀行の預金構成の変化とさして異なるものではなく、郵便貯金の一般金融機関との同質化が進みつつあったと評価できよう。

以上でみてきたように、戦後の郵便貯金にとって、2000年はターニング・ポイントとなることが予想されていた。同年の集中満期目前、99年8月時点では、00年3月末約260兆円の郵貯残高のうち、00年度から01年度にかけて定額貯金の満期償還金は106兆円（うち00年度58兆円、同01年度48兆円）に達する見込みであり、このうち郵便貯金の流出予想額は両年度合計約49兆円（うち00年度27兆円、同01年度22兆円）、郵貯残高は00年度16兆円、01年度15兆円減少すると試算された⁽³⁰⁾。ところで、80年、90年代初頭の2度の波を経て肥大化した郵便貯金から、マクロ経済的にみて無視しえない巨額資金が流出すると予想された「2000年問題」を市場と政府はどのように受け止めようとしていたのであろうか。次に国債市場との関連で郵便貯金の運用面についてみてみよう。

3-2 国債問題と郵便貯金事業

90年代の財政状況は、日本経済の長期低迷の中で悪化の一途を辿り、国債に大きく依存するようになっていった。国債発行額は、90年度26.0兆円（うち新規財源債7.3兆円）から00年度86.3兆円（同33.0兆円）と増加した。バブルによる税収増加などの影響により、91年度から93年度にかけて特例国債ゼロを実現したが、92年から00年にかけて合計10回、約130兆円の国債を動員した大規模な景気対策を行ったことから、国債依存度は92年度以降高まった。国債残高は、90年度166.3兆円（対GDP比37.0%）から00年度367.6兆円（同72.9%）と名目GDPを上回る規模に累積し、数値でみる限り、財政破綻と呼ぶべき様相を呈したのであった。ここで注目すべきは、新規財源債が97年度18.5兆円から98年度34.0兆円、99年度37.5兆円と激増し、国債依存度についても98年度と99年度に40%台に達したことである。消費税率引き上げなどの効果により、97年度こそ税収は増加したが、98年度になると日本経済は金融機関経営への信頼の低下、雇用不安などが重なって、消費者心理や企業心理が一気に冷え込み、実質国内総生産の成長率は97年10～12月期にマイナスに転じ、5四半期連続でマイナス成長を記録した⁽³¹⁾。現時点で見れば、この頃をもって日本経済は本格的なデフレ経済に移行したと考えられる。

このような事態に対し、政府は大規模な財政出動を決定、98年4月に総額16.7兆円の「総合経済対策」を実施し、同年11月にも総額24.3兆円の「緊急経済対策」を策定した。のちに「世界一の借金王」を自認した小渕恵三を首班とする内閣が98年7月に発足すると、切れ間なく景気対策を実行するため、98年度第3次補正予算と翌99年度予算が一体的に編成された⁽³²⁾。98年12月20日に閣議決定された99年度国債発行計画では、デフレの進行と金融不安定性の高まり、そして世界的な信用不安を背景として、「財政構造改革の基本的な考え方は維持しつつも、当面の景気回復に全力を尽くす」との予算方針から、前年度当初発行予定額より15兆4,930億円

30 『日本経済新聞』、1999年8月26日付朝刊。郵便貯金の満期資金をめぐるのは、流出の時期や規模、影響などに関する憶測が飛び交っており、不況による個人消費の低迷と景気浮揚が最大争点とされた森喜朗内閣では、この満期資金の払い出しが家計に回り、消費を押し上げることで景気に好影響を与えることが期待されていた（小和口亮『郵政夏の陣 上巻』リューブ、2005年、125頁）。なおこの時の政策判断は、もっぱら流出資金による消費拡大という景気刺激策であったが、小泉政権の下、00年代に金融危機が終息し、景気が緩やかに上昇するとともに、構造改革路線の一環として郵政民営化と規制緩和を並行させることによって、郵貯資金を新成長分野に向けるという竹中路線が浮上してくるようになった。

31 財務省財務総合政策研究所財政史室編『平成財政史 平成元～12年度 第2巻予算』、657頁。

増額し、31兆500億円の国債発行が組み込まれた⁽³³⁾。国債発行額を前年度比約1.5倍に増加することが決定した翌12月21日、定額貯金の大量満期と貸し渋り対策のための政府系金融機関の融資拡大にともない資金運用部の国債引受余力が減少するとの予想により、99年1月から資金運用部による長期国債の買い入れを停止し、日銀による国債買い切りも減額するとの方針を宮澤喜一蔵相が公表した⁽³⁴⁾。突然のこの発表は、資金運用部資金の国債引受けが年間2.4兆円規模であり、大きな影響はないであろうとの判断であったとされる。しかし市場では、もともと00年度に大量満期を控えた郵便貯金は資金運用部に対して十分な預託＝国債引受けができないであろうと想定し、国債の需給の動きを神経質に睨んでいた最中であった。このため市場は国債買い入れ停止に過敏に反応し、98年9月に0.64%であった長期金利は一時2.07%まで急騰（国債価格は急落）した。いわゆる「資金運用部ショック」である。政府は財政健全化を放棄し、財政膨張と国債累積の途を歩んでいるという市場に存在していた不安が宮澤発言で一気に表面化し、国債需給への懸念が国債発行に対する市場評価として市場金利に反映されたのであった⁽³⁵⁾。

「ショック」を引きずるかたちで、99年年明けの債券市場は、長期金利の上昇圧力（国債価格の下方圧力）が強い展開となった。民間金融機関では99年3月決算に向けて不良債権処理が迫られ、追加的な損失を避けようと国債保有に一時慎重となっていたことなどを背景に、2月上旬は数日間で1.7%台から2.44%まで長期金利が急上昇した。予想外に大幅な金利上昇が景気に与える影響への懸念から、2月12日に日銀は類例をみない新たな金融政策であるゼロ金利政策導入に追い込まれた⁽³⁶⁾。同政策の決定に際しては、長期金利の大幅上昇とその結果としての円高の進行および株式市場の低調が財政金融政策の効果を相殺する可能性について対処が必要であるとの認識が共有された⁽³⁷⁾。一方、大蔵省は、2月16日、1月に停止した資金運用部による10年国債の買い入れを2月と3月に各2,000億円行うとの発表を行った。さらに、長期金利の上昇を抑制するため、10年国債の発行額を減額し、その減額分見合いを2年債3,000億円、6年債1,000億円に振り向けるとした。これにより、債券市場は落ち着きを取り戻し、長期金利は低下し、円が急落、株価は続伸することとなったのである。

99年度予算が3月に成立したことを受け、大蔵省は99年2月に再開した運用部の国債買い入れを4月以降も毎月2,000億円の規模で継続し、99年度4月から6月の10年国債発行予定額を毎月1.4兆円に据え置くと表明した⁽³⁸⁾。長期金利は4月に1.4%台と急低下したのち、国債残高累積に対する懸念を背景としてやや水準を上げながらも、99年度中は1.7~1.8%を中心に安定的に推移した。アメリカ経済の好調に牽引されるかたちで、实体经济は99年度末から緩やかに回復しはじめ、00年8月にゼロ金利政策はいったん解除された。しかし、そのアメリカにおい

-
- 32 小淵首相は、98年8月の所信表明演説において、自らの政権を「経済再生内閣」と位置付け、不良債権の抜本的処理、10兆円を超える第二次補正予算の策定等、66兆円を上回る恒久的減税（所得税と住民税合計の最高税率50%、法人税実効税率40%）の実施、大規模な財政出動を表明した。また、橋本内閣による「財政構造改革法」の当面の凍結に言及するなど、財政構造改革路線からの脱却と積極財政路線への方針転換を明確にした（中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、68頁）。
- 33 財務省財務総合政策研究所財政史室編『平成財政史 平成元～12年度 第2巻予算』、675頁。これは、国債管理政策において、2008年に償還予定の国債が前後の年に比べ、10兆円以上も突出する「2008年問題」の懸念材料となった（『日経金融新聞』、2006年1月6日付朝刊）。
- 34 真壁昭夫・玉木伸介・平山賢一『国債と金利をめぐる300年史』東洋経済新報社、2005年、208頁。
- 35 真壁昭夫・玉木伸介・平山賢一『国債と金利をめぐる300年史』、222頁。
- 36 浅井良夫・井出英策「デフレ下の長期景気回復」、219頁。
- 37 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、85頁。
- 38 富田俊基『日本国債の研究』東洋経済新報社、2006年、132頁。

てITバブルが崩壊したため、世界的に景気が後退し、日本経済のデフレ傾向が強まるとともに、日経平均株価が低迷するようになった。このため、日銀のゼロ金利政策の解除が早すぎたのではないかと批判の声が強まり、ゼロ金利政策の復活、量的緩和政策の採用、さらには日銀による国債引受けなどの大胆な施策を要求する声が強まった。

日銀は、01年2月に公定歩合を2度にわたって0.50%から0.25%に引き下げ、事実上ゼロ金利政策を復活させた。さらに3月に入ると量的緩和政策を導入し、日銀当座預金残高の目標値設定と引き上げ、国債買い入れ増加などの思い切った金融緩和政策を展開した⁽³⁹⁾。「非伝統的金融政策」時代の始まりである。長期金利は、02年9月に1.0%を下回るようになり、03年6月には史上最低0.43%を記録した。このような超低金利が継続したことによって、国債発行が激増し、その残高が累積しても、利払い費はほぼ一定に保たれ、財政の債務維持負担を非常に軽いもので済ますことを可能にしたのである。日銀の「非伝統的金融政策」は、金融危機への対応としては一定の意義を持ったと考えられるが、すでに述べたように、企業の設備投資意欲が盛り上がり、金融機関の貸し出し姿勢も消極的である環境の下では、所期の目的であるデフレ対策という意味では、その効果は限定的なものとならざるを得なかった。この時のゼロ金利政策および量的緩和政策の採用と解除のタイミングについては、政府と97年日銀法改正後の日銀の政策スタンスとの間に、大きな隔たりがみられ、その後の日本のマクロ経済政策の方針決定に影を落としたことは周知のことである。

だが、ここで郵便貯金との関係で注目しておきたいのは、第1に、このような90年代末から00年代初頭の財政金融政策の混迷のきっかけとして、資金運用部資金の太宗をなす郵便貯金における10年周期の定額貯金の満期集中という大型の波が存在し、財政の金融化が進んでいた当時において、その動向は看過しえないものとなっていたことである。そして第2に、ITバブルの崩壊という外生ショックでかき消されてしまったものの、国債を大量に抱えた経済において、デフレからの脱却過程で金利が上昇に転じると、国債価格の暴落＝長期金利の急騰によって、景気の回復を腰折れさせ、税収の減少と国債利払い費の増加による財政収支の悪化、さらには金融機関の財務の悪化を生み出すリスクが大きいことを示していたことである。「資金運用部ショック」は、景気上昇→長期利子率上昇→国債価格の下落ではなく、国債価格下落→長期利子率上昇→景気低落という逆の経路において、すでにそのリスクの所在とメカニズムについて示唆を与えていたのである。これは、現在における「出口」問題の序曲であったとも言えよう。

以上みてきたように、「資金運用部ショック」を経て、国債管理政策では漫然たる国債市場の拡大は許されないと認識を強め、財政当局は国債の安定消化を最重要課題の一つとするようになった。また、「資金運用部ショック」によって史上最高にまで高騰したのちに暴落した国債によるキャピタル・ロス、資金運用部にも重くのしかかり、さらには郵便貯金との関係を見直す契機ともなった。そこで視点をマクロからミクロに移し、もう一度、郵便貯金経営の面からこの点についてみてみよう。

3-3 預託制度廃止と自主運用開始

郵便貯金によって集められた資金は、「資金運用部資金法」にもとづき、00年度まで簡保資金、公的年金などとともに大蔵省の資金運用部への全額義務預託が課されていた。資金運用部資金の預託金利は、87年4月の制度改正により預託利率の法定制が改められ、市場金利を原則とし

39 浅井良夫・井出英策「デフレ下の長期景気回復」、219頁。

て政令で決定することになった⁽⁴⁰⁾。さらに93年6月には、小口預金金利の自由化にあわせ、預託金利は10年国債の表面利率に0.2%上乗せした金利水準となった⁽⁴¹⁾。これは、預託先の資金運用部が国債運用をした場合、預託金に対する金利上乗せ分、資金運用部の収支に逆ザヤが生じることを意味する。このことを郵便貯金の側からみれば、郵便貯金を直接国債に運用したと仮定すると、郵便貯金に対して0.2%の「利益補填」がなされたことと同じであった⁽⁴²⁾。また、郵貯資金を全額自主運用した場合は、郵便貯金が金利リスクを直接テークすることになる。

表2より資金運用部（01年度より財政融資部に改組）の収支をみてみよう。これによると、資金運用部の当年度利益は、97年度5,540億円、98年度1兆6,430億円、99年度2兆2,780億円と著増し、96年度までゼロであった利ザヤも97年度から生じるようになった。これは、預託金の中で太宗を占めていた90～91年度の郵便貯金の預託が満期を迎え、97年度以降新金利に切り替わり、預託金利が大幅に低下したことによるものである⁽⁴³⁾。資金運用部の預託金利と大部分の財投機関への貸出金利は、7年ものの財投金利で調達および運用されているため、両者の金額と期間が一致している限り、収支はバランスし、利ザヤは発生しないはずである。ところが長期的な金利低下局面では7年ものの預託金利が先に低下し、資金運用部の長期固定的な貸出金利との間に資金運用部側からすると利ザヤが生じる。このため、90～91年度の預託金に新金利が適用されていくことによって、資金運用部側で利ザヤが発生した。金利変動のリスクに加え、期間リスクも存在していたのである。

この間郵便貯金では、90～91年度に設定された高利率の10年物定額貯金の満期がまだ来ていなかったことから、預託金の新金利改定によって逆ザヤが生じた。郵便貯金特別会計は、88年度から97年度までの黒字から一転、98年度6,337億円、99年度1兆8,785億円、00年度1兆1,231億円の赤字を計上した。この赤字は当然ながら国庫負担となり、この点においても郵貯資金が

	資金調達	預託金	資金運用	支払利子	受取利子	有価証券 売却損益	当年度 利益	調 達 コスト	運 用 利回り	利ざや △逆ざや
	兆円	兆円	兆円	10億円	10億円	10億円	10億円	%	%	%
1995	360	358	360	18,369	18,672	△279	24	5.23	5.23	0.00
1996	383	382	383	18,442	18,716	△259	13	4.98	4.98	0.00
1997	405	404	405	17,720	18,812	△541	554	4.53	4.67	0.14
1998	428	426	428	1,585	18,228	△737	1,643	3.90	4.28	0.38
1999	441	436	441	13,857	16,782	△644	2,278	3.30	3.82	0.52
2000	433	433	433	12,327	15,698	154	3,527	2.97	3.73	0.76
2001	420	399	431	10,903	13,978	△98	5,402	2.79	3.98	1.19
2002	409	350	422	9,015	12,648	△518	3,096	2.35	3.00	0.65
2003	379	296	397	7,172	10,925	△447	3,277	2.03	2.77	0.74
2004	354	251	375	5,800	9,553	△401	3,347	1.78	2.57	0.79
2005	325	196	419	4,648	8,841	△567	3,611	1.62	2.54	0.92

(注1) 当年度利益は、経費等、その他勘定を含む収支である。

(注2) 調達コスト(%)=年間支出/調達総資産平残、運用利回り(%)=年間収入/運用総資金平残×100である。

(出所) 財務省『財政投融资レポート』各年度版より作成。

表2 財政投融资部（旧資金運用部）収支の推移

- 40 郵政省貯金局監修『為替貯金事業史』、292頁。なお、87年の制度改正以前において、預託金利は一般金利水準の推移等から弾力的に調整できるよう資金運用審議会に諮問し、法定利率に特別利子を上乗せして決定されており、預託期間7年以上の預託利率に対して法定6.0%とされていた。このような預託金利の法定性は、国債市場の発展と金利自由化の進展を背景として、制度改正により廃止された。
- 41 市場金利への上乗せ分は、公的年金の運用利回りの向上を求める厚生大臣が、郵便貯金と公的年金とは資金性格が異なるという理由から、預託金利の引き上げを求めたことにより、預託者への配慮規定がしかれることとなった(富田俊基『日本国債の研究』、東洋経済新報社、2001年、235頁)。
- 42 高橋洋一『財投改革の経済学』東洋経済新報社、2007年、84頁。
- 43 戸原つね子『公的金融の改革』、75頁。

全額自主運用となった場合のリスクが潜んでいたことになる。このようにみれば、金融危機後の超低金利ないしゼロ金利政策下では、高金利期に流入した定額貯金の支払利子こそが郵便貯金の財務を圧迫する主因であったと言えよう。したがって、00年の大量満期に際し、90年代初頭に預け入れられた定額貯金が集中的に満期を迎え、流出することそれ自体は、郵便貯金にとって財務上の圧迫を軽減することを意味した。おそらく郵便貯金経営だけを考えるならば、大量の集中満期はむしろ歓迎されるべき事態であったはずである。しかしそうなれば、「資金運用部ショック」にみられたように、大蔵省理財局の一元的運用の下においては、資金運用部の国債消化可能資金が急減し、国債価格の暴落＝長期金利急騰という事態を引き起こし、金融経済、実体経済ともに大打撃を被る可能性を秘めていた⁽⁴⁴⁾。すなわち、この時期には国債の大量発行下と定額貯金の満期集中の大型の波が重なることによって、郵便貯金の財務の健全性と国債価格維持がトレード・オフとなる可能性があった。それは郵政省貯金局と大蔵省理財局の利害が分かれる分岐点であったはずである⁽⁴⁵⁾。

以上のような金利面、運用面での問題とともに、90年代前半の財投依存による景気対策が中長期的に実を結ばず、資金運用部余資の枯渇による「資金運用部ショック」を契機にゼロ金利政策の採用に至った。このことから、90年代後半になると、特殊法人批判とともに財投制度それ自体が問題視されるようになった⁽⁴⁶⁾。「第2の予算」といわれた財投の役割は、財政支出の増加を極力抑制しつつ、規制金利の下、財政資金とも金融市場とも隔離するかたちで戦後経済復興、重化学工業化の推進を目的とした政策金融による重点的資金配分、さらに高度成長期には成長格差に対応したさまざまな社会的資金再分配を進めることにあった。96年度に40兆5,337億円（対GDP比8.0%）のピークに達した財投は、定額貯金中心の「郵貯増強メカニズム」を作り上げていた郵便貯金を原資とすることで資金が「入口」に流入してくるため、資金量が自動的に巨大となった。この一方、「出口」の財投機関では、本来必要とされる資金量との間に資金需給のミスマッチ、不均衡を生じさせており、超低金利の下で公的金融の金利面での相対的有利性が消える中、融資先をみいだしにくくなっていた⁽⁴⁷⁾。そこに政治的利害の入り込む可能性や資金の非効率性に対する社会からの批判が生まれる余地があった。また、90年代以降財政収支の悪化が顕著となり、財投制度維持のための財政負担の見通しも立たなくなっていた⁽⁴⁸⁾。

以上の状況に対処するため、第2次橋本内閣の「行政改革」の中に財投改革が盛り込まれ、制度・運営全般にわたる抜本的な改革が実施されることとなり、00年5月「財政投融资改革法」が成立したのである。財投改革にともない、郵便貯金、年金積立金預託制度は、00年度末をもっ

44 99年11月、日銀は、郵便貯金の集中満期によって資金運用部の資金繰りの逼迫が予想懸念されたる00～01年度の2年間に限定し、国債の売り現先で入札未達などが生じた場合、あるいは運用部の要調達額が入札額を上回る場合については、日銀が期間三か月以内の売り現先の相手方になることで国債消化を円滑に行う旨を発表し、郵便貯金集中満期にともなう長期金利上昇回避のための先手が打たれた(富田俊基『日本国債の研究』、143-144頁)。

45 この点については、理財局の財投改革の当事者からの証言がなされている(高橋洋一『財投改革の経済学』、および高橋洋一『さらば財務省 官僚すべてを敵にした男の告白』、講談社、2008年)。これに対し、旧大蔵省内部でも主計局がどのようなスタンスをとっていたか、あるいは何よりも郵政省側、とりわけ貯金局がこの事態をどう捉えていたかについての証言は少なく、このため政策史的分析は進んでいない。これらについての政策立案過程分析は今後の課題となろう。

46 鹿野嘉昭『日本の金融制度 第2版』東洋経済新報社、2006年、466頁。

47 中田真佐男『日本の財政投融资—バブルの発生・崩壊から現在までの動向と今後の課題—』、内閣府経済社会総合研究所監修・井堀利宏編『バブル／デフレ期の日本経済と経済政策5 財政政策と社会保障』慶應義塾大学出版会、2010年、508頁。

48 西村吉正『金融システム改革50年の軌跡』、547頁。

て廃止され、郵便貯金と財投の直接的つながりは制度的に分離されることとなった。これにより、戦前の大蔵省預金部に起源をもつ戦後財投制度と郵便貯金との関係は大きな転換局面を迎えた⁽⁴⁹⁾。財政融資資金の調達は、特殊法人などの財投機関自ら財政融資資金特別会計国債（いわゆる財投機関債）を発行し、貸付期間に応じて市場で自主調達されることとされた。財投金利については、貸付期間に応じ、国債の市場金利を基準として、元金一括、元利均等などの返済条件や据え置き期間の有無など償還形態を反映させ、多様に金利が設定された⁽⁵⁰⁾。資金運用部に預託されていた郵貯資金については、それまで預託満期後も運用部へロールオーバーされていたが、原則7年の預託期間満了時に元本とともに償還されることとなった⁽⁵¹⁾。

こうした中で、01年4月に郵政省の「100年の悲願」であったところの郵貯資金の全額自主運用が開始された。義務預託の廃止にともない、一方で郵貯資金の預託による0.2%の金利上乘せや国庫による郵便貯金特別会計への赤字補填がなくなり、他方で自主運用は「郵便貯金法」に規定された「郵便貯金資金運用計画」に則って安全・確実・有利・公共の利益を重視し、基本的に国債などの安全資産で堅実運用されることが課された⁽⁵²⁾。これは、政府債務の差し替えとも言うべき事態であった。既述の通り、金利低下期には10年満期にわたって滞留し続ける定額貯金は、金利上昇期には直ちに預け替えることが可能な商品である。郵便貯金が超金利低下期に発行された国債を大量に長期保有するということは、逆ザヤの金利リスクを郵便貯金自身が抱え込み、「公共の利益」に縛られることでリスクをテークする手段を封じられたまま、ダイレクトに市場の価格リスクとも立ち向かうことを意味していた。したがって、「安全な資産運用」とは郵便貯金の経営の安定性を意味するものではなく、その実、郵便貯金の「ジリ貧」を意味するものだったとされる⁽⁵³⁾。

郵便貯金当局では、預託制度廃止が近くなると、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。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、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ではなく、国家によって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のである。このトレンドの延長上、00年代初頭には、高利回りの定額貯金から、低利回りではあるが安全資産であり、ユニバーサル・サービスを保証するものでもある通常貯金へ比重を移しつつ、資金の満期の波をなだらかにし、適正

49 元大蔵省理財局資金企画室長として財投改革のシミュレーションを行った高橋洋一によれば、「預託で結ばれていた郵便貯金と大蔵省資金運用部では、それぞれの破綻は相手の破綻に直結する。こうして大蔵省が決断したのが財投改革だった。そうすると、郵便貯金はどんな運命をたどるか。リスクは財投改革前よりはるかに高くなる。大蔵省に利益を保証してもらい、国債しか扱ってこなかった運用能力のない郵便貯金が市場に放り出される。しかも、官営のままでは、国債以外の有利な金融商品に手を出せない。これは真っ裸で手足を毘で縛られて荒波に投げ出されたに等しかった」とされる（高橋洋一『さらば財務省 官僚すべてを敵にした男の告白』、66頁）。

50 大下英治『財務省秘録』徳間書店、2012年、257頁。この結果、資金運用部の貸付金にかかわる貸付金利と財政融資資金の9年超え10年以内満期一括償還の貸付金にかかわる貸付金利について、10年利付国債と市場金利との乖離幅を比較すると、財投改革後大幅に縮小し、財政融資部の収益は改善されていた。

51 なお、預託金が満期を迎えるまでの7年間については経過措置が設けられ、郵便貯金、簡易保険、公的年金の財投債引受けにより、市中発行予定額が抑制された（富田俊基『日本国債の研究』、234頁）。

52 『通信協会雑誌』、2002年10月号、5-6頁。

53 この点について、高橋洋一は「公社化した郵便貯金は従来の財投システムからの『ミルク補給』を受けられなくなったので、運用対象を国債とする以上、いずれ経営破綻するはずだ」と指摘している（高橋洋一『財投改革の経済学』、235頁）。

規模に緩やかに縮小していくという、戦後郵便貯金再編の方向性が、実態において生まれていた。注意しなければならないのは、郵便貯金を民営化する、しないにかかわらず、財投改革と自主運用の実現によって、このような郵便貯金の方向性は不可逆の過程に入ったということである。したがって、郵政民営化ないし郵便貯金の民営化それ自体は、これとはまた別の論理によって要請されたと考える必要があるだろう。

4. おわりに

90年代の郵便貯金は、前半におけるバブル崩壊にともなう証券市場の惨落と長期不況、後半における戦後初めての本格的金融危機や銀行破綻、事実上の預金取り付けの発生という状況下、当初の相対的に有利な金利に加え、安全な金融資産を提供するという戦前からの歴史的役割が再認識されることにより肥大化した。しかし、これを立ち入ってみれば、政策的に優遇され、政府によって保証された郵便貯金が単調な拡大傾向にあったということではないことが判明する。該当期の郵便貯金の動向は、主に90年代初頭の巨額な定額貯金の「塊」によって規定されていた。バブル崩壊後の預貯金金利は低位であり、民間金融機関の定期預金との金利差は認められなくなっていった。しかし、金融不安への高まりから預貯金者が安全志向を強めていく中、証券市場の崩落時に流入した退避的資金が相対的に高利回りの定額貯金に滞留し続け、10年にわたり高い金利水準を保つとともに、元加利子が積み増すことによって、残高ベースでは00年3月末に約260兆円のピークに至った。90年代の郵便貯金を構成比で見れば、この間に通常貯金の構成比が着実に上がってきており、底流において定額貯金に依存した戦後郵便貯金の特異な性格が次第に変化しつつあったことは見逃せない。だが、絶対額でみる限り、郵便貯金の太宗は依然として、高度成長期以降の国民所得の上昇を基盤とし、10年周期の巨大な波を描く、「過去の遺産」としての定額貯金であった。

金利面の有利性を商品特徴とする定額貯金は、本来資金不足経済であった戦時経済から戦後復興期、高度成長期における政府の重点的な資金配分という政策的要請、人為的に預金金利が低く規制される一方、物価が継続的に上昇している条件の下では、預金者にとってインフレ・ヘッジ的な意義を有していた。このことが郵便貯金増強の原動力となった。この定額貯金の増加は、80年にそのピークを迎え、80年代から90年代初頭のバブル期にあって複雑な動きを含みつつ、大きな「塊」を形成することになった。定額貯金中心の郵便貯金に転機が生まれたのは、金利自由化と90年代の長期不況、そして低金利時代の到来であった。高金利時に大量に預け入れられた定額貯金を中心とした郵便貯金の肥大化は、90年代半ば以降、金融の自由化により潜在的风险を高め、事実超低金利になると財務を悪化させることになった。しかし、郵貯資金は大蔵省資金運用部に全額預託を義務付けられていたから、このリスクをテークしたのは資金運用部であったから、それらは最終的に国庫負担によってカバーされた。金融自由化の進展は、政策金利によって作り出されてきたファイナンスのあり方を困難にしていっていったが、まさにその90年代、巨額の定額貯金の存在が大きな負担として郵便貯金、財投制度全体に圧しかかっていたのである。

以上のような90年代の郵貯資金の特殊事情の存在によって、行政改革の一環として財投改革および郵貯資金の自主運用が政策課題に上ることとなった。財投改革は、郵便貯金側からすれば資金運用部への義務預託廃止にともない、運用上の財務リスクを郵便貯金自身が負うことを意味した⁽⁵⁴⁾。一方財政側（理財局）からみれば、郵貯資金の金利リスクを免れる利点があるものの、郵貯資金の運用動向を完全にコントロールできなくなるという点で、国債管理政策の

チャンネルを絞められることを意味するものであった。90年代後半、景気対策のための国債発行額の激増と残高累積は、国債暴落と金利上昇のリスクに現実味を与えていた。長期不況からの回復過程で、金利上昇＝国債価格下落により国債に売り圧力が加われば、財政にとって大きなリスクとなる。つまり、景気回復と財政・金融の健全化がトレード・オフになる可能性があり、「池の中の巨鯨」となった郵便貯金は、金融と財政を結びつける要として、そのリスクを自ら負うことになったのである。ここに郵便一般とは異なる郵便貯金を民営化していくことの難しさがあったと言えよう。

周知のごとく、郵政民営化の一環として郵便貯金の民営化が決定したのは、00年代に入り、小泉内閣によってであった。同内閣においては、金融不安定性の払拭が目指され、金融市場が安定を実現すると同時に、折からのアメリカ経済の立ち直りや新興市場の勃興にも助けられ、景気が上昇に転じ、国債発行を抑制することが可能になっていた。国債問題として考えれば、日本経済の小康状態の時期に当たっている。郵便貯金民営化により、市場原理を通じて郵貯資金を成長分野に向けるという竹中路線が一定の説得力を持ち得た時期であった⁽⁵⁵⁾。しかし、03年に公社化された日本郵政公社の設立時、郵便貯金の資金量240兆円は、3大金融グループ(三菱東京、三井住友、みずほ)の合計預金残高約250兆円に匹敵し、簡易保険は生保大手5社の合計を凌駕する115兆円の資金量を誇っていた。公社後の資金量は355兆円にのぼり、個人金融資産残高の約4分の1に相当した。国内民間銀行全体の約半分当たる資金のうち、200兆円近くは国債で運用されているため、郵便貯金の保有する国債の1.0%分を株式や米国債に移動されるだけでも、金利・株式・為替市場は大きな影響を受けかねない⁽⁵⁶⁾。竹中路線がハードランディングである可能性は否定できず、当事者である日本郵政公社としては、不況期に「肥大」した郵便貯金が「激ヤセ」することなく、自然に漸減させていくことを基本として、貸借対照表上の資産額の適正なダウンサイジングと損益計算上の利益率の改善を両立させることが合理的な判断となる。

日本郵政公社では、十分なコントロールの下、貯金を適正規模に縮小させ、完全民営化に向けてソフトランディングさせるという、郵便貯金創設以来類例のない縮小方針が示され、中でも定額貯金による資金調達と国債、財投債への資金運用という体制を早期に脱皮し、新たな収益基盤を確保することが経営上の課題となった⁽⁵⁷⁾。しかし、このことは小泉＝竹中路線との大きな齟齬を生じさせただけでなく、定額貯金離れ、国債運用離れを図る郵政公社の経営スタンスと、巨額の国債を抱え込んだ民間金融機関、国債暴落を忌避する財政金融当局との間にも大きな溝を生むことになっていった⁽⁵⁸⁾。この問題は、基本的に民営化後(＝日本郵政株式会社)も解決をみるに至らず、とりわけリーマンショック後は、むしろ問題を深刻化させているとす

54 この点について、日本郵政社長に就任した西川善文は、「自主運用が増えるのは民営化したメリットだが、一方で利回りが高かった資金運用部預託が減れば、当面経営が苦しくなるというのが、痛し痒しだった。自力での運用能力の向上が不可欠なのに、『郵貯は政府保証付き』というしがらみがある。資金の多くを国債や地方債の購入に充てるしかなかった」とし、「国債偏重の運用には、利回りが低くなるだけではなく、金利上昇という別のリスクも潜んでいる。長いデフレ経済が何らかの理由で転換して金利が上昇局面に入れば、短期の調達金利と、運用している長期の国債金利との金利差は縮小する。つまり利ざや収入が大きく減少し、収益力を低める危険性」があり、「金利の上昇は国債価格の下落であるから、巨額の含み損を抱え込むことになる」と回顧している(西川善文『ザ・ラストバンカー 西川善文回顧録』講談社、2011年、227頁)。

55 ただし、世界経済が20世紀的な成長路線から転換し、新たな投資機会を求め、グローバルに移動していく時代において、かかるリスクマネーを国民の「過去の遺産」でもある郵便貯金に求められるかどうかは、さらに慎重な検証が必要であろう。

56 『朝日新聞』、2007年10月1日付朝刊。

57 日本郵政公社広報部門広報部『稿本 日本郵政公社史』日本郵政公社広報部門広報部、2007年、61頁。

と言える。政権交代により完全民営化の方向がなかなかみえない中、次第に郵便貯金規模が縮小する一方、民間金融機関の国債保有が巨額に達し、銀行の「郵貯化」が進行したため、郵便貯金が国債流通市場の「巨鯨」から市場アクターのワン・オブ・ゼムに変わってしまったというのが、あえて言うならば、「歴史」によってなされた「皮肉な解答」なのかもしれない。しかしその中でも、日本郵政株式会社が他の民間金融機関とは異なり、完全民営化されず、政府の政策と整合性を求められる段階にあることの意味は、日本国債を大量に保有する民営化された日本郵政株式会社の今後の経営にとっても、日本経済のマクロ環境にとっても、極めて重大な論点となっていくものと考えられる。日本郵政の完全民営化は、このようなマクロ環境の変化、安倍政権の「二本目の矢」である「機動的」な財政政策と「三本目の矢」である成長戦略とのタイミングと兼ね合いの中で、そのソフトランディングを考えていかざるを得ないのではないであろうか。

(いとう まりこ 青山学院大学 総合文化政策学部)