

長期不況下における郵便貯金の資金的役割

——定額貯金満期資金をめぐる——

伊藤 真利子（青山学院大学）

【要旨】

本稿の課題は、経済史的アプローチにより、1990年代、長期不況下における郵便貯金の動向とその運用のあり方を、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も踏まえ、この時期の郵便貯金の持つ問題点と特質を明らかにすることである。

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、90年代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。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00年3月末に約260兆円のピークに至ったのであった。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リスクを高め、事実超低金利下で財務を悪化させていた。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り、それらは最終的に国庫によってカバーされていた。金融自由化の進展は、このようなもともと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の持続を困難にしていたが、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、財政投融资制度に圧しか

かっていたのである。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ったのには、このような 90 年代の郵貯資金の特殊事情が存在していた。

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。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。

長期不況下における郵便貯金の資金的役割

——定額貯金満期資金をめぐる——

伊藤 真利子（青山学院大学）

1. はじめに

本稿が課題とするのは、経済史的アプローチにより、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を、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も踏まえ、この時期の郵便貯金の持つ問題点と特質を多角的に明らかにすることにある。同時に、本稿では、郵便貯金資金（以下、「郵貯資金」）の運用面にも着目する。90年代における郵貯資金の肥大化は、資金運用面では財政投融资（以下、「財投」）を通じ、長期不況下の財政政策と深く絡み合い、この時期の財政政策を支えつつ、大きなリスクともなるものであった。資金吸収面および資金運用面におけるこの時期の郵貯資金の役割と性格が、結果として小泉郵政改革に繋がり、郵政民営化が構造改革の「一丁目一番地」となっていった。小泉改革開始の直前に郵便貯金および資金運用部にどのようなことが起きていたかについて歴史的に明らかにすることは、従来政策論争を中心とした小泉郵政改革の性格を考える上で重要な視点であるとともに、日本郵政株式会社の今後とその課題を考える上で、欠かせない歴史からの論点提出となろう。

以上に加え、この時期の郵貯資金を分析することには、金融政策上のインプリケーションが存在する。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る。むろんこの長期不況の中でも、90年代初頭に大きな打撃を受けた証券市場、90年代後半に危機に陥った金融システムが次第に立ち直りをみせ、2000年代には持続的な景気拡大をみせ、世界経済に合流するかにみえた。だが、このような動きも、07年のリーマン・ブラザーズの破綻に端を発する世界的金融危機の中で、景気後退を余儀なくされている。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、すでに理論、政策、歴史の多くの研究が積み上げられており、本稿ではそれに直接立ち入ることはできない¹。しかし、12年12月に成立した安倍晋三内閣により、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積極財政政策、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。日本経済は、大きな転換点に立ち至ったと言えよう。

もとより、その政策につき何か全面的評価を下そうとするものではないが、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、日本郵政の経営のあり方だけではなく、日本の財政、マクロ経済政策にとって、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を占う格好のテストケースとなった。98年の「資金運用部ショック」である。この点を最後にみることにより、細やかであれ、歴史分析の側から現状理解に貢献することができれば望外の喜びと考えるものである。

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。しかし、この間拡大の一途を辿ってきた証券市場は、90年代初めのバブル崩壊によって壊滅的打撃を被った。バブルの過程において、さまざまなかたちで証券関連業務への参入を進めていた民間金融機関も、その財務を大きく痛め、金融市場を含む証券金融全般の危機が進行することになった。90年代の

※ 本稿は、財団法人ゆうちょ財団より平成25年度の研究助成を受けて行われた研究成果の一部である。ここに記して御礼申し上げます。

1 これに関する歴史的視点からの研究として、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、2008～2012年）シリーズがあり、本稿もこれに依るところが大きい。

金融構造にどのような質的变化が起きていたのかについて、図表 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）、00 年度に 1,415.9 兆円（対 95 年度約 1.1 倍）に膨らんだ。バブル崩壊後において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 年代対前年比 10%前後と高い伸びだったものが、90 年代になると 4%程度と、伸び率が大幅に鈍化した。

これを金融資産の構成比でみると、表掲期間を通じ、現金・預金が約半数を占め、その残高は、80 年度 217.4 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 倍）、95 年度 629.6 兆円（対 90 年度約 1.3 倍）、00 年度 751.4 兆円（対 95 年度 1.1 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かったものの、構成比では、80 年度 59.0%であったものが、89 年度に 45.4%と大幅に低下し、90 年代に入ると約 50%で推移していた。80 年代に間接金融から直接金融への移行が進行したが、90 年代に入るとこの動きが止まり、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、いま少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、90 年代を通じて約 42%で推移した。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%）から 84 年度約 102 兆円（同 18.2%）に倍増し、89 年度約 206 兆円（同 20.9%）に膨張した。特に株式市場では、85 年度から 89 年度にかけて上場会社数、上場株式数、時価総額、売買代金、株価、ファイナンス額などの主要指標が著増した²。個人資産残高に占める株式の保有額および割合についてみれば、89

2 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）、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。

図表 1 個人金融資産残高の推移

年度	合計		現金・預金				出資金		保険・年金準備金			
	兆円	(%)	兆円	(%)	現金通貨性預金 兆円 (%)	定期性預金 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 (%)	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。

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、構成比を急落させている。

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って、金融資産の多様化が進行している。これとともに、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、個人貯蓄において収益性を重視する傾向が顕著であった³。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、90 年代後半には、96 年度 658.4 兆円（構成比 51.3%）、97 年度 694.0 兆円（同 52.3%）、98 年度 723.8 兆円（同 54.0%）、99 年度 744.7 兆円（同 52.4%）と、再び個人金融資産の約半数が現金・預金により保有されるようになった。とりわけ 98 年度以降、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いることから、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る。

郵便貯金との関連では、バブル崩壊後、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、実体経済にも甚大な影響を及ぼすシステム・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。金融自由化過程を通じ、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、バブル崩壊と金融不安によって頓挫したとはいえ、それは単純な戦後に特有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にあつては、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こと、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、さらに金融の証券化が進行していたこと、資産市場が惨落したことによって、財務体

3 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。

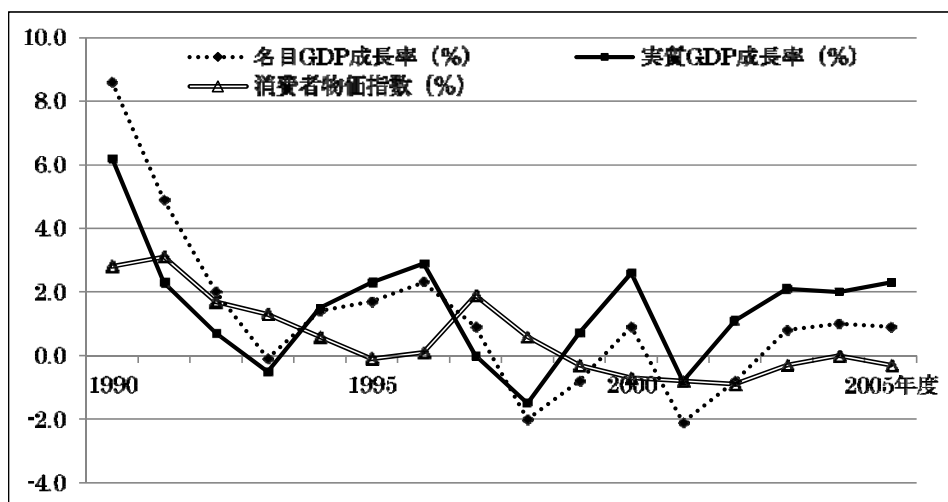
質を次第に悪化させた。さらに、危機が証券市場から金融市場へと転化し、90年代後半になると、預貯金市場の構成に金融危機の影響が及ぶようになった。

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、以下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。図表2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-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、バブル経済によって、89年12月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。都市を中心に株価下落後も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。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。

図表2 GDPおよび消費者物価指数の推移



(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。

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⁴。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⁵。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。

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⁶。96年11月、久方ぶりに自民党単独政権として成立した第二次橋本内閣は、「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れ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、金融システムの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⁷。この段階では、政策担当者の間でもバブル崩

4 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。

5 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）。

6 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。

7 金融システムの3つの原則について、より具体的には、市場原理が働く自由な市場のために、①銀行・証券・保険分野への参入促進する、②長短分離などにもとづく商品規制を撤廃し、証券・銀行の取扱業務を拡大する、③各種手数料を自由化する、④為銀主義の撤廃、⑤1,200兆円の個人貯蓄の効率的運用のため、資産運用業務規制の見直しとディスクロージャーの充実・徹底する、ことが唱えられた（中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金

壊による金融機関のバランスシートの毀損が、システミック・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⁸。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することになった。これにより「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、アメリカの「強いドル政策」に引きずられ、アジア通貨は実体以上に過大に評価されるようになっていた。これ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、アジア通貨危機が発生していた⁹。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した¹⁰。同法により、総額30兆円の公的資金の投入が可能となったことから、金融危機管理審査委員会は、大手銀行など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

融とデフレーション（1997～2001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）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、36頁）。

8 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。

9 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、47頁。

10 「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、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、特例として5年間は全額の預金を保護する措置が講じられた。この段階では、合理化を中心とした経営健全化計画の遂行を条件とした公的資金の受け入れにより、大手銀行は自己資本比率を維持していたため、早期健全化措置の対象外とされていた（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）。

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」を発表、経済構造改革、金融問題とともに、大規模な需要喚起策が打ち出された。

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ず、98 年 6 月以降、危機再発の兆候がみられるようになっていった。7 月、参議院選挙で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、これを受け、小渕恵三を首班に、小渕内閣が成立した。「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。両法案により、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が明確に示された¹¹。しかし、法案成立の過程にあっても金融危機の深刻化の懸念は払拭されず、日経平均株価はバブル崩壊後最安値を更新、金融機関の株価が軒並み急落した。98 年 10 月日本長期信用銀行、12 月には日本債券信用銀行が破綻し、日本興業銀行を除き、戦後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となった。戦後の長期金融を担う大型金融機関の経営破綻によって、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¹²。

金融再生への法的体制を整備することを目的に 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受け、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¹³。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

11 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。

12 西村吉正『金融システム改革 50 年の軌跡』、458－459 頁。

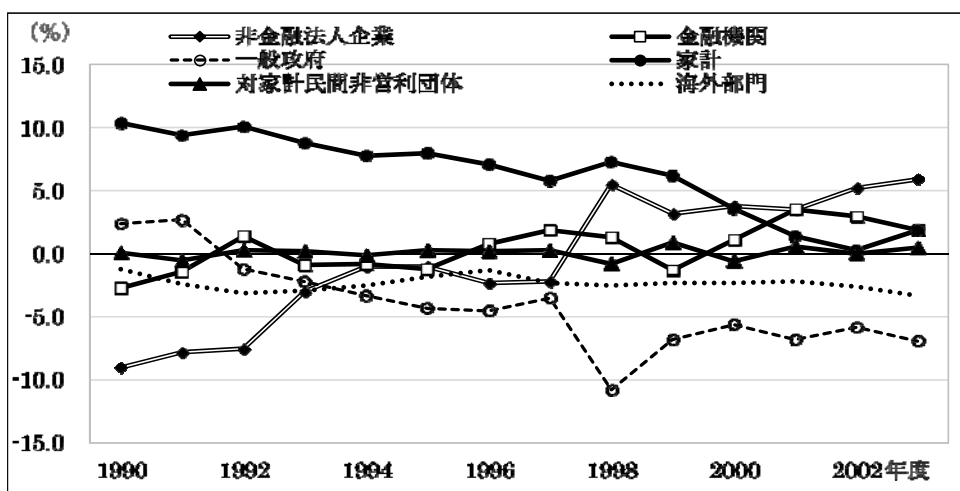
13 大手銀行のうち、旧東京三菱銀行は資本注入を拒否した。

ゆる「PKO」)や銀行保護、日銀の超低金利政策に支えられ、民間金融機関は不良債権処理に取り組んだが、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、不良債権残高に組み入れられるものが続出したからである。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。戦後日本経済において初めて、本格的デフレ懸念が生まれることになったのである。

実体経済の悪化は、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、投資の抑制と負債の圧縮に加え、雇用調整が企業で進められ、企業の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。

このことを図表3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

図表3 資金過不足(対GDP比)の推移



(出所) 日本銀行調査局「資金循環勘定」(93SNA)より作成。

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。

この間金融機関の健全化については、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が図られたものの、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¹⁴。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¹⁵。「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と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¹⁶。「金融再生プログラム」による資産査定厳格化が大手銀行の不良債権処理の加速を促す一方、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し、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により、カウンターパーティ・リスクが決定的に低まった。このことから、さしも泥沼化の様相を呈していた日本の銀行危機もようやく終わりを告げ、株価も持ち直すことになった。

14 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。

15 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。

16 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）。

図表4の通り、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、ほぼこの時期には正常化するに至ったのである¹⁷。

図表4 不良債権残高の推移

年度	1999/3	2000/3	2001/3	2002/3	2003/3	2004/3	2005/3	2006/3
全国銀行(123行)								
総与信(兆円)	551.4	536.1	537.1	512.1	474.6	455.5	446.1	457.5
金融再生法開示債権(兆円)	33.9	31.8	33.6	43.2	35.3	26.6	17.9	13.4
破産更生等債権(兆円)	10.3	7.8	7.7	7.4	5.7	4.4	3.2	2.4
危険債権(兆円)	17.4	16.2	15	19.3	13	11.2	8.8	6.3
要管理債権(兆円)	6.2	7.8	10.9	16.5	16.6	11.1	5.9	4.7
不良債権比率(%)	6.2%	5.9%	6.3%	8.4%	7.4%	5.8%	4.0%	2.9%
要管理債権/不良債権(%)	18.3%	24.4%	32.5%	38.2%	46.9%	41.6%	32.7%	35.1%
不良債権処分損(兆円)	13.6	6.9	6.1	9.7	6.7	5.4	2.8	0.4
実質業務純益(兆円)	5.8	5	5.2	6	6	5.9	5.9	5.8
都銀・旧長信銀・信託(11行)								
総与信(兆円)	358	350.3	350.6	327	287.4	269.4	259.3	266.3
金融再生法開示債権(兆円)	21.9	20.4	20	28.4	20.7	13.8	7.6	4.7
破産更生等債権(兆円)	5.4	4.1	3.7	3.5	2.2	1.5	1.1	0.5
危険債権(兆円)	12.3	10.8	9.2	13	6.8	5.3	3.7	1.9
要管理債権(兆円)	4.3	5.4	7.1	11.9	11.7	7	2.8	2.3
不良債権比率(%)	6.1%	5.8%	5.7%	8.7%	7.2%	5.1%	2.9%	1.8%
要管理債権/不良債権(%)	19.4%	26.7%	35.7%	41.8%	56.6%	50.6%	36.4%	48.5%
不良債権処分損(兆円)	10.4	5.4	4.3	7.7	5.1	3.5	2	0.3
実質業務純益(兆円)	3.9	3.2	3.5	4.2	4.1	4	3.9	3.9

(注1) () 内は2007年9月期時点の対象金融機関数である。

(注2) 全国銀行の計数は都銀・旧長信銀・信託および地域銀行を集計したものである。

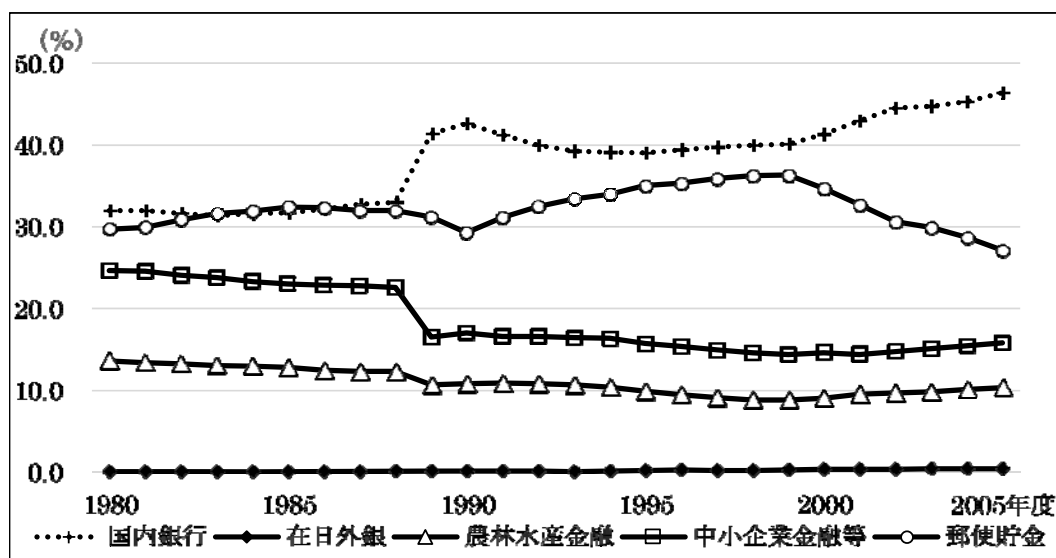
(注3) 旧長信銀の計数は、1999年3月期及び1999年9月期は日本長期信用銀行

(現・新生銀行) および日本債券信用銀行(現・あおぞら銀行)を除き、2000年3月期は日本債券信用銀行を除く。2002年3月期までは日本興業銀行を含み、2004年9月期以降は2004年4月に普通銀行へ転換した新生銀行を含む。

(出所) 金融庁「不良債権の状況について」より作成。

17 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。

図表5 家計における金融機関別預金残高シェアの推移



(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。

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¹⁸。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¹⁹。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²⁰。

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。図表5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

18 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、40頁。

19 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。

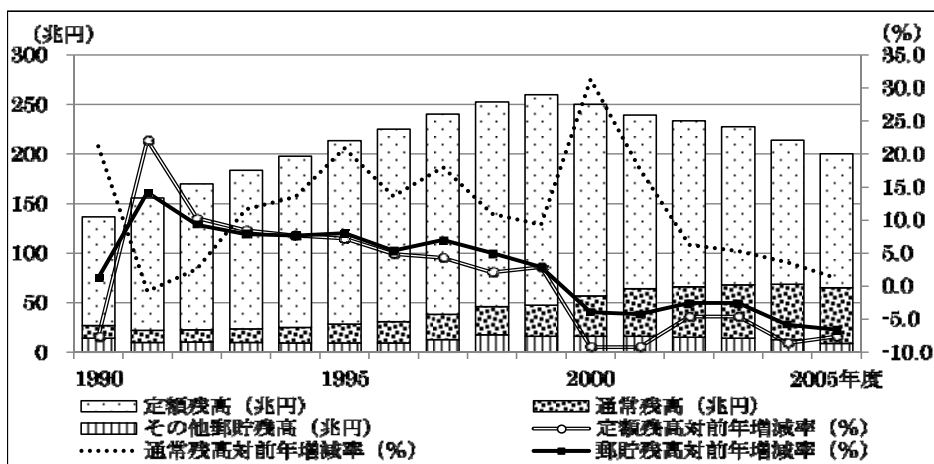
20 この過程では、「金融再生法」にもとづき国有化された長期信用銀行は新生銀行として、日本債券信用銀行はあおぞら銀行として再生された。

同じ、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のない。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とが明らかになる。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った。90年代の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

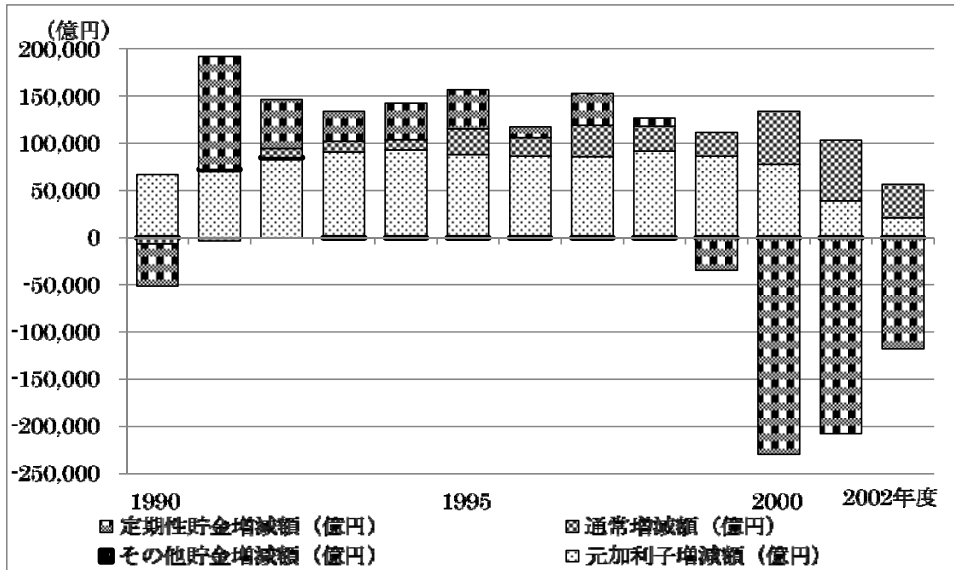
3-1 定額貯金の大量満期集中

図表6 郵便貯金残高の推移



(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。

図表7 郵便貯金現金増減額の推移



(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。

郵便貯金の残高は、図表6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た。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たことが明らかになる。金融自由化によって、郵便貯金は、通常、通常貯蓄、定額、定期、積立、住宅積立、教育積立、財形定額などの貯金商品を有していたが、その太宗を占めていたのは一貫して定額貯金であった。定額貯金残高は、郵貯残高同様、99年度に212.4兆円のピークを迎え、00年度から減少した。定額貯金の伸び率をみれば、91年度22.1%から98年度2.1%と、90年代を通じて大幅に低下し、00年度以降マイナスに転じた。

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²¹。これにより、特に金利の低下局面、預貯金金利の改定に時間差が生じ

21 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

ると定額貯金の預入が激増し、郵便貯金の飛躍的拡大が生みだされた。このメカニズムは、本来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ったから、高度成長が終わり、金利自由化が進む流れの中で、早晩その見直しは不可避であったと考えられる。しかし、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、漸進的なものとした。このため 70 年代末から 80 年代初頭という金利自由化の過渡期、郵便貯金とりわけ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、この「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。

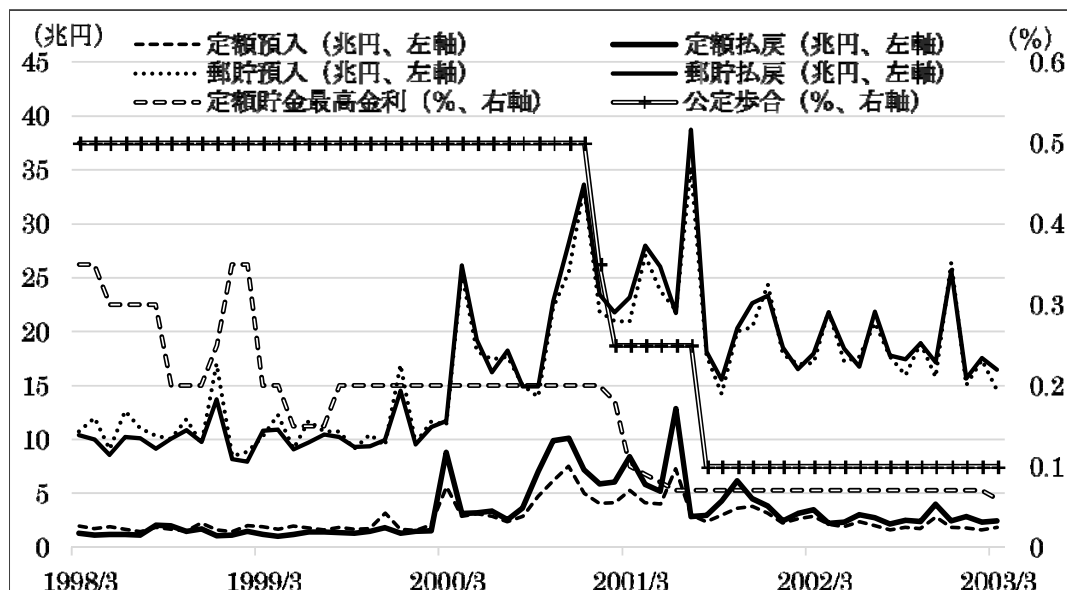
年利 8.0% という最高金利を記録した 80 年 4 月から同年 11 月にかけて、定額貯金には約 32 兆円（うち新規預入額約 30 兆円）が預け入れられ、このうち約 14 兆円（約 3,000 万件）が最長預入期間である 10 年の満期まで滞留し続けることになった。その利回りは 11.9% に達し、元加利子合計額約 34 兆円に及ぶ満期償還金の「塊」を形成した。この満期資金は、90 年の満期時、証券市場のバブル化を背景として、一時郵便貯金から大量流出し、90 年 4 月から 11 月にかけて、定額貯金の払戻額は 59.0 兆円、流出額は 42.6 兆円に及んだ。しかし 91 年になると、バブル崩壊によって証券市場から預貯金市場への資金が逆流したことを背景に、90 年 12 月以降いわゆる「郵貯シフト」と呼ばれる現象が起きた²²。

シフトをめぐる一」（『郵政資料館 研究紀要』郵政資料館、第 2 号、2011 年 3 月、75-90 頁）を参照されたい。

22 この点については、伊藤真利子「バブル経済下の郵便貯金——『90 年ショック』をめぐる一」（『郵政資料館 研究紀要』郵政資料館、第 3 号、2012 年 3 月、48-71 頁）に詳しい。

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）と、80年の最高金利時（約定8%、最終利回り11.9%）には及ばなかったものの、80年度のGDPデフレーターは6.3%と、90年度2.3%、91年度2.5%という同数値を考慮すれば、実質金利では91年度のほうが高利であった²³。また、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たが、88年4月に300万円から500万円、90年1月に700万円、91年11月に1,000万円にまで引き上げられたことも影響し、90年12月から92年3月における定額貯金の流入額は29.3兆円、預入額は73.5兆円に達した。そして、このような巨大な満期償還金の「塊」は、デフレの長期化、金利水準の大幅な低下局面で郵便貯金に滞留し、00年度から01年度にかけて、集中的に満期を予定されていた。

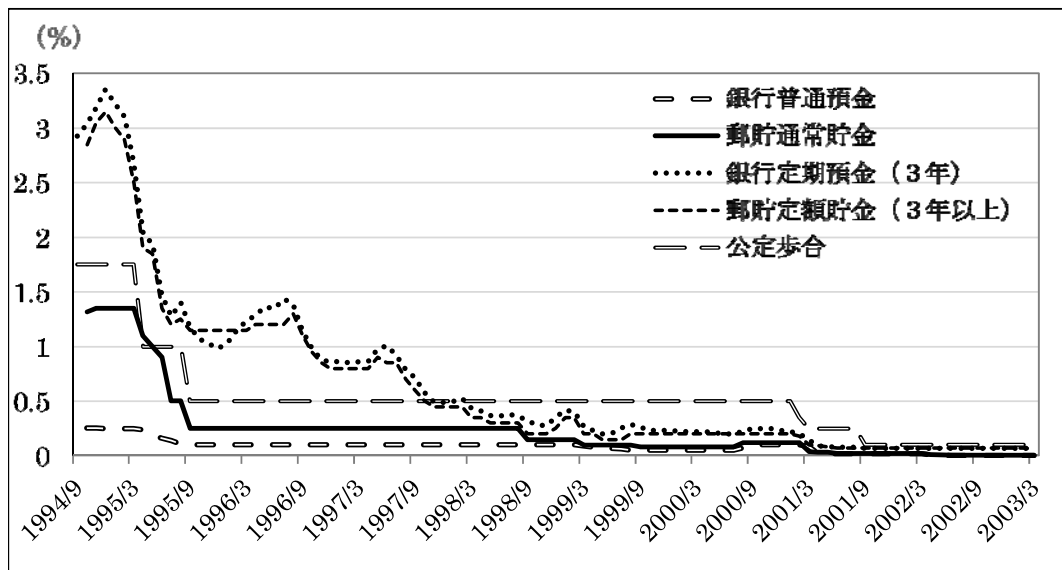
図表8 郵便貯金の預入・払戻の推移



(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。

23 なお、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）。

図表9 民間銀行と郵便貯金の金利の推移



(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。

図表7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18兆8,638億円の跳ね上がり、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た。90年代を通じた現金増加額の太宗を占めるのは、91年の高金利時に激増した定期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、その大部分を占めている定期貯金の金利は、「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た。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、定期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」していたかにみえたのは、実は90年代初頭の定期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90年代を通して郵便貯金の動向を規定した定期貯金の満期時の推移を追っておこう。図表8でみると、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(うち定期貯金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）と両年度で 19.8 兆円（同 34.2 兆円）に及んでいる。定期性貯金の残高は、大量満期時の 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 億円と大減少となった。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 億円と著増しており、郵便貯金の短期化が進んでいる。

図表 9 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るようになっていた²⁴。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²⁵。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、95 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のである²⁶。

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²⁷。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

24 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）。

25 戸原つね子『公的金融の改革』（農林統計協会、2001 年）、75 頁。

26 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）。

27 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）。

で微差となっていた。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で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から、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ていた²⁸。予想される巨額の満期資金が、どこに向かうかは、マクロ経済的にみて無視しえないものであったと言えよう。郵便貯金の満期資金をめぐっては、流出の時期や規模、影響などに関する憶測が飛び交っていた。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ものの、その効果は必ずしもみられなかった²⁹。00年以降、郵便貯金は趨勢的な減少過程に移行し、その中でも次第に通常貯金の比率が高まっていったのである。

この80年、90～91年の2度の波を経て肥大化した郵便貯金から、かつてない巨額資金が流出すると予想された00年の事態を、それでは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。次に国債問題との関連で運用面からこのことをみよう。

28 『日本経済新聞』、1999年8月26日付朝刊。

29 小和口亮『郵政夏の陣 上巻』（リューブン、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。

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。図表10の通り、90年度に26.0兆円（うち新規財源債7.3兆円）であった国債発行額は、95年度46.6兆円（同21.2兆円）、00年度86.3兆円（同33.0兆円）、05年度165.0兆円（同30.3兆円）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年度以降再度高まった。国債残高は、90年度166.3兆円（対GDP比37.0%）、95年度225.2兆円（同45.4%）、00年度367.6兆円（同72.9%）、05年度526.9兆円（同104.7%）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%台に達したことがある。消費税率引き上げなどの効果によって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³⁰。現在の時点でみれば、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。

30 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。

図表 10 国債発行および残高の推移

年度	国債発行額						国債 依存度	国債費 (当初)	国債費/ 一般会計	残高/ GDP
	合計	新規財源債			借換債	財投債				
		4条債	特例債							
兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	兆円	%	兆円	%	%	
1990	26.0	7.3	6.3	1.0	18.7	-	10.6	14.3	21.6	37.0
1991	25.6	6.7	6.7	-	18.9	-	9.5	16.0	22.8	36.3
1992	31.0	9.5	9.5	-	21.5	-	13.5	16.4	22.8	36.9
1993	38.0	16.2	16.2	-	21.8	-	21.5	15.4	21.3	40.1
1994	39.4	16.5	12.3	4.1	22.9	-	22.4	14.4	19.6	42.4
1995	46.6	21.2	16.4	4.8	25.4	-	28.0	13.2	18.6	45.4
1996	48.3	21.7	10.7	11.0	26.6	-	27.6	16.4	21.8	48.1
1997	49.9	18.5	9.9	8.5	31.4	-	23.5	16.8	21.7	50.3
1998	76.4	34.0	17.1	17.0	42.4	-	40.3	17.3	22.2	58.7
1999	77.6	37.5	13.2	24.3	40.1	-	42.1	19.8	24.2	66.4
2000	86.3	33.0	11.1	21.9	53.3	-	36.9	22.0	25.8	72.9
2001	133.2	30.0	9.1	20.9	59.3	43.9	35.4	17.2	20.8	79.5
2002	136.4	35.0	9.1	25.8	69.6	31.8	41.8	16.7	20.5	86.0
2003	138.8	35.3	6.7	28.7	74.9	28.5	42.9	16.8	20.5	92.6
2004	160.1	35.5	8.7	26.8	84.5	40.1	41.8	17.6	21.4	100.1
2005	165.0	31.3	7.8	23.5	105.5	28.2	36.6	18.4	22.4	104.7

(注1) 新規債は、4条債（建設国債）と特例債（赤字国債）の合計である。

(注2) () は、普通国債残高総額に占める割合を示している。

(注3) 各単位未満の計数については、四捨五入のため、合計額において合致しない場合がある。

(出所) 財務省理財局『国債統計年報』各年版、および同「戦後の国債管理政策の推移」、同「カレンダーベース市中発行額の年限別推移」、より作成。

のちに「世界一の借金王」を自認した小渕恵三内閣が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年度予算を一体的に編成することとし、同計画は98年12月20日に閣議決定された³¹。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15兆4,930億円増額し、31兆500億円の国債発行が組み込まれることとなった³²。長期金利が最低水準まで低下する中、

31 小渕首相は、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）。

32 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

10年国債および短期国債の年間発行額は、前年度の約1.5倍に増額されることが決定されたのである。

このような国債大量発行の動きの中、翌21日突然、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³³。資金運用部資金の国債引受けは年間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の予想が生じており、国債の需給の動きを神経質に睨んでいた最中の突然の表明であった。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2.070%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³⁴。

「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。こうして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、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³⁵。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³⁶。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、

月6日付朝刊）。

33 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。

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』、222頁。

35 浅井良夫・井出英策「デフレ下の長期景気回復」、219頁。

36 中村宗悦・永江雅和・鈴木久美「金融とデフレーション」、85頁。

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発表した。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。

大蔵省は3月に99年度予算が成立したことを受け、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発表した³⁷。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、実体経済は99年度末から緩やかに回復をはじめ、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の批判の声が強まり、「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、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³⁸。「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。これらの日銀の「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」、「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。

37 富田俊基『日本国債の研究』（東洋経済新報社、2006年）、132頁。

38 浅井良夫・井出英策「デフレ下の長期景気回復」、219頁。

だがここで郵便貯金との関係で注目しておきたいのは、第一にこのような 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。そして第二に 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、現代における「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の認識を強め、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。「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 月の制度改正以降、市場金利を原則として政令で決定することとなり、約定期間別に 7 段階の利率が設定され、預託期間は最高 7 年であった³⁹。93 年 6 月、小口預金金利の自由化にあわせ、預託金利は 10 年国

39 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乘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

債の表面利率に**0.2%**上乗せした金利水準となった⁴⁰。これは資金運用部に預託して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。これを郵便貯金の側からみると、直接国債に運用した場合を仮定すれば**0.2%**の「利益補填」がなされたのと同じであり、**90**年代後半の低金利下にあつては、このプレミアムは大きなものと言えた⁴¹。また、もし郵貯資金を全額自主運用することとなれば、郵便貯金は金利リスクを直接テークすることを意味した。これに対し、郵貯資金が資金運用部に預託され、財投機関に貸し出しされた場合は、貸付期間にかかわらず一律の貸付金利で貸し出されていたから、事情はもっと複雑になる。

図表11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**億円と著増している。**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⁴²。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。このため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**年度には約**6,300**億円、**99**年度には**1**兆円を上回る赤字を計上することになり、**98**年度から**00**年度ま

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。

40 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った（富田俊基『日本国債の研究』、東洋経済新報社、**2001**年、**235**頁）。

41 高橋洋一『財投改革の経済学』（東洋経済新報社、**2007**年）、**84**頁。

42 戸原つね子『公的金融の改革』、**75**頁。

図表 1 1 財政投融资部（旧資金運用部）収支の推移

年度	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
資金の運用・調達における平均残高(兆円) (A)											
資金調達	336	358	382	404	426	436	433	420	409	379	354
うち預託金	337	360	383	405	428	441	433	399	350	296	251
資金運用	337	360	383	405	428	441	433	431	422	397	375
うち貸付	269	269	285	303	318	335	345	336	327	313	293
うち有価証券	90	90	98	102	111	104	92	88	90	81	79
損益(10億円) (B)											
支払利子(預託金)	18,672	18,672	18,442	17,720	15,850	13,857	12,327	10,903	9,015	7,172	5,800
受取利子	18,672	18,672	18,716	18,812	18,228	16,782	15,698	13,978	12,648	10,925	9,553
有証売却償還損益	-279	-279	-259	-541	-738	-644	154	-98	-518	-447	-401
当年度利益	24	24	131	554	1,643	2,278	3,527	5,402	3,096	3,277	3,347
資金の運用・調達に関する利回り・コスト(%) (A/B)											
調達コスト	5.23	5.23	4.98	4.53	3.90	3.33	2.97	2.79	2.35	2.03	1.78
運用利回り	5.23	5.23	4.98	4.67	4.28	3.82	3.73	3.98	3.00	2.77	2.57
うち貸付金	5.35	5.35	5.10	4.82	4.37	3.87	3.60	3.30	3.08	2.85	2.71
うち有価証券	4.73	4.73	4.27	4.12	3.94	3.66	3.57	3.29	2.87	2.51	2.05
利鞘	0	0	0	0.14	0.38	0.52	0.76	1.19	0.66	0.74	0.79

(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。

での3年間の累積額は3兆4,000億円にのぼった⁴³。この赤字部分については、当然ながら国庫負担となった。この点からも、もし郵貯資金が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、90～91年度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

43 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）、63頁。

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。「第二の予算」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。財投の規模は、初めて財投計画が作成された53年度の当初計画額は3,228億円（対GNP比4.3%）であったが、96年度には40兆5,337億円（対GDP比8.0%）のピークに達した。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により、資金が「入口」に流入してくるため、資金量が自動的に巨大になる一方、「出口」の財投機関で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

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。このため本稿では、政策決定の前提であった、郵便貯金の実態そのものに焦点を当て、そこにいかなる問題点があり、どのような可能性が存在していたかを明らかにすることとした。もとより経済政策史的分析の目標は、ある歴史的時点において関係諸力の合成の中で、いかにして一つの政策が実現したか、またそれがいかなる効果に帰結したかを明らかにする点にあり、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。

ていた⁴⁷。そこに政治的利害の入り込む可能性、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も生じていた。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。こうした状況に対処するため、第二次橋本内閣の「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った。こうして98年6月に成立した「中央省庁等改革基本法」を受け、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、「資金運用部資金法」にもとづく郵便貯金、年金積立金預託制度は、00年度末をもって廃止されることになった。これにより、郵便貯金と財投の直接的つながりは制度的に分離され、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ることになった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、市場で自主調達されるようになった。財投金利は、貸付期間に応じ、国債の市場金利を基準として設定されることとなり、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の償還形態も反映した多様な金利設定が行われることとなった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。

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。

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った。

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

この一方、01年4月より、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、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る一方、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ていた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、定額貯金は金利低下期には10年の満期まで滞留し続ける一方、金利上昇期には直ちに預け替えることが可能である。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。

01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。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。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

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）。

また別の論理によって要請されたと考える必要があろう⁵⁴。

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。

90年代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、民間金融機関の定期預金との差は認められなくなっていった。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、定額貯金に依存した戦後郵便貯金の特異な性格が底流において次第に変化しつつあったことは見逃せない特徴である。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ている条件の下、物価が継続的に上昇している状態において、預金者にとってインフレ・ヘッジ的な意義を有していた。このことから、高度成長期に飛躍的に拡大し、郵便貯金増加の原動力となった。この定額貯金の増加は、

54 この点については、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——」（青山学院大学『青山社会科学紀要』第36巻第2号、2008年）においてすでに指摘している。あわせてご参照いただきたい。

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」を形作っていた。この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リスクを高め、事実超低金利下で財務を悪化させていた。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り、それらは最終的に国庫によってカバーされていた。金融自由化の進展は、このようなもともと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の持続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、財投制度に圧しかかっていたのである。

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ったのには、このような90年代の郵貯資金の特殊事情が存在していた。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⁵⁵。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

55 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（西川善人『ザ・ラストバンカー 西川善文回顧録』講談社、2011年、227頁）。

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。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に当たる資金のうち、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。このため、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急務とされた。

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、このことが定額貯金離れ、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大きな溝を生じさせることにもなっていた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ら言える。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たため、

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』、61頁。

58 日本郵政公社広報部門広報部『稿本 日本郵政公社史』、64頁。

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・ゼムに変じ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。そしてまたこのことは、マクロ経済的な課題としてだけでなく、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、極めて重大な論点となっていくものと考えられる。