

2012年11月1日 全8頁

失われた20年～資本市場停滞の要因 ⑥

公的金融システムが及ぼした影響～郵貯シフトが起こる背景

金融調査部¹

[要約]

- バブル崩壊後、日本経済は成長が滞り、「失われた20年」と評されることも多い。中でも、資本市場の停滞は目を覆うばかりである。資本市場の活性化の必要性については、幾度となく問題意識が提起されたにもかかわらず、いまだ抜本的な解決策は見つけ出せていない。
- 今回、大和総研金融調査部では、資本市場における「失われた20年」を振り返り、停滞要因の整理を試みた。本質的な問題点を洗い出し、今後、実効性のある活性化策を議論する際の土台とすることが目的である。
- 第3章3節では、金融仲介機関の行動が市場に及ぼした影響について、公的金融システム、とりわけ郵貯に焦点を当てる。かつて、郵貯は財政投融资という巨大な官製金融システムの中核を形成しており、民間に対して優位性が与えられてきた。
- 郵貯には、①金利の優位性、および②民営化前の「政府保証」、が存在していた。それを背景に、過去、何度も「郵貯シフト」（民間金融機関から郵貯に資金が移る現象）が起こった。大規模なシフトは、昭和金融恐慌時にも起きており、非常に長期にわたって優位性が存在し続けていることがわかる。そして、民営化後もなお、金利の優位性と「暗黙の政府保証」が残存している。資本市場の観点からみれば、こうした貯蓄手段の存在は、リスク資金への流れを滞らせる一因にもなり得る。
- 郵貯に象徴される公的金融システムが包含する課題を洗い出し、見直しを行っていくことは、民間金融の活力を高めることにもつながるのではないだろうか。

¹ 執筆者は、保志泰、中里幸聖、菅野泰夫、太田珠美、奥谷貴彦、佐川あぐり、矢作大祐（以上、金融調査部金融調査課）、鳥毛拓馬（金融調査部制度調査課）、島津洋隆（調査提言企画室兼金融調査部金融調査課）

[レポートの構成]

第1章 序論

- 1-1. 資本市場の現状に対する問題意識 (保志 泰) …………… (①)
- 1-2. 資本市場活性化の必要性 (保志 泰) …………… (①)

第2章 資本市場の「失われた20年」を振り返る

- 2-1. 資本市場および経済環境の変化 (佐川 あぐり) …………… (②)
- 2-2. 市場参加者の行動変化 (矢作 大祐) …………… (②)
- 2-3. リスクマネー供給停滞の影響 (奥谷 貴彦) …………… (②)
- 2-4. 政策対応の足取り (鳥毛 拓馬) …………… (③)

第3章 「失われた20年」の原因を探る

- 3-1. マクロ経済的な背景 (太田 珠美) …………… (④)
- 3-2. 金融機関行動が引き起こした影響 (菅野 泰夫) …………… (⑤)
- 3-3. 公的金融システムが及ぼした影響 (島津 洋隆) …………… 3
- 3-4. 政策立案における問題 (中里 幸聖) …………… (⑦)
- 3-5. 日本人の経済行動に内在する要因 (保志 泰) …………… (⑧)

第4章 突破口に関する検討

- 突破口を探る上で重要な視点 (保志 泰) …………… (⑨)

(当レポートは分割版であり、ページ番号に括弧書きをしているものは、当該番号のレポートを参照されたい)

3-3. 公的金融システムが及ぼした影響

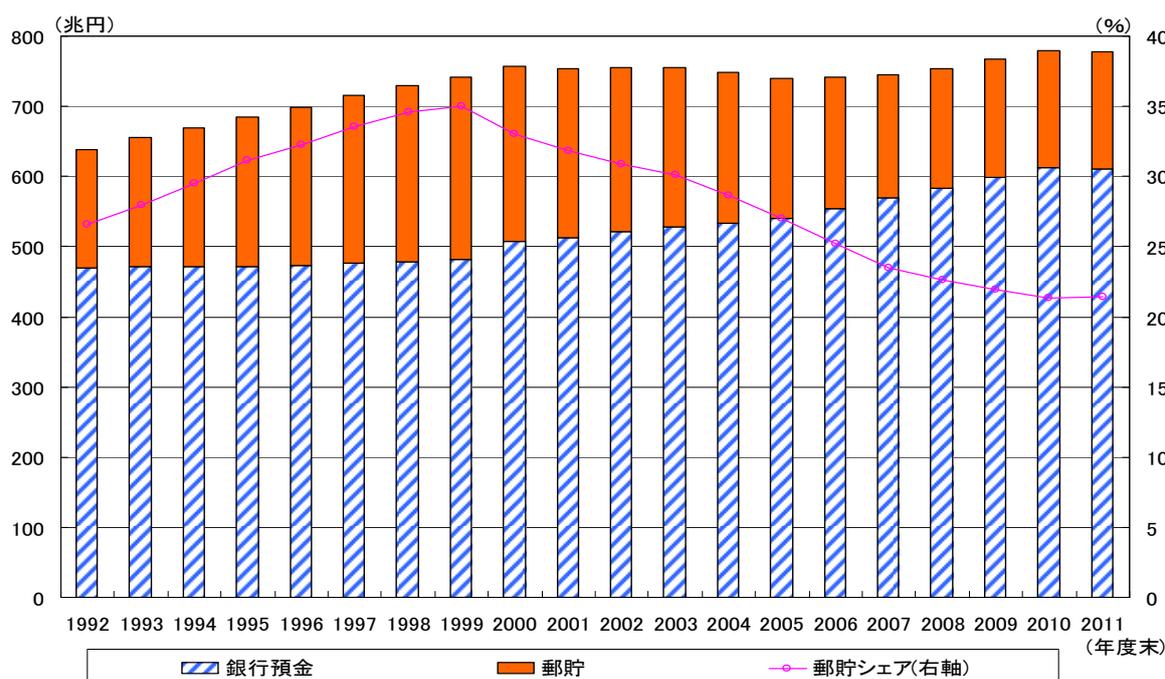
本節では、公的金融システムが資本市場に及ぼした影響を考えるにあたって、メイン・プレーヤーとして存在し続けてきた郵貯（現在ではゆうちょ銀行）に焦点を当てる。

郵貯は2001年3月までは財政投融资の主要な資金供給源であり、巨大な官製金融システムの中核を形成してきた。その結果、官から民への資金の流れを滞らせることとなり、資本市場に資金が流入しづらい状況をもたらしてきたと言える。その背景には、こうした巨大システムを維持するために、国民に金利面等で有利な貯蓄手段を提供し続けてきたことがあげられる。

バブル崩壊後、「失われた20年」の間に、郵政資金をめぐる外部環境は大きく変動した。第一に、バブル崩壊直後の金融システム不安における郵貯への資金回帰・集中、第二に郵貯の自主運用開始、第三に小泉政権における郵政民営化、第四に2009年の政権交代時における郵政民営化凍結法の成立、第五に2012年4月27日の改正郵政民営化法の成立、という大きな5つのイベントがあった。政治的かつ経済的環境に大きく動揺したと言える。だが、改正郵政民営化法では持株会社（政府出資3分の1超）による郵貯・簡保株式の売却期限が明示されなくなったため、「暗黙の政府保証」（後述）が残存することが想定される。結果的に、郵貯は引き続き高い優位性を保つ可能性がある。

以下で、郵貯の優位性について過去の経緯を振り返り、その要因を整理する。論点として、「金利」という側面と、民営化前の「政府保証」と民営化後の「暗黙の政府保証」の側面から考察する。

図表 3-3-1 郵貯（ゆうちょ銀行移行後も含む）シェアの長期的な推移



(出所) ゆうちょ銀行、日本郵政公社、日本銀行より大和総研

（１）郵貯の優位性

郵貯の優位性については、民間部門からの批判が続いてきた。郵貯と民間銀行が個人預金において競合関係であり続けてきたことが背景にある。

過去 20 年間の郵貯シェア（郵貯残高／＜郵貯残高+銀行預金残高＞）の推移をみると、1999 年度の約 35% をピークに低下傾向にある。1990 年代の信用不安を背景に上昇した後、2000 年代に入ると低下傾向に転じたが、いまだ 2 割以上のシェアを有している。

（２）過去の「郵貯シフト」

では、郵貯がどれほど優位であったのかを、歴史的な観点から見てみる。1875 年の郵貯発足時まで遡ると、資金が大きく郵貯に流入した「郵貯シフト」は 3 度あった。郵貯に対する預金者の意識として、最終的に政府が貯金を保護するという共通認識が脈々と存在し続けていることが示されている。

① 昭和金融恐慌時（1927 年）

昭和金融恐慌により、民間金融機関に対する信認が低下し、預金者はパニックに陥り、預金引き出しという行動に出た。「昭和金融恐慌史」（高橋亀吉・森垣淑＜1968＞）によると、「普銀・貯銀勘定で二月末より四月末までにおよそ八億円近くの預貯金減がみられた」一方で、同じ期間で「郵便貯金は一億円以上、金銭信託は四千万円近く増加」したとしている。その後も郵便貯金残高は増加し、1927 年（昭和 2 年）末には 15 億円を超え、1928 年（昭和 3 年）6 月末には 17 億円に迫った。郵便貯金残高は、昭和金融恐慌直前である 1927 年 2 月末時点の約 12 億円から、1 年半で 4 割以上増加した。

こうしたことを踏まえると、普通銀行と貯金銀行の預貯金は、郵貯などのより安全性が高いほうに流れたものと推測される²。前掲「昭和金融恐慌史」は「民衆が国家信用を再認識した」と断定している。

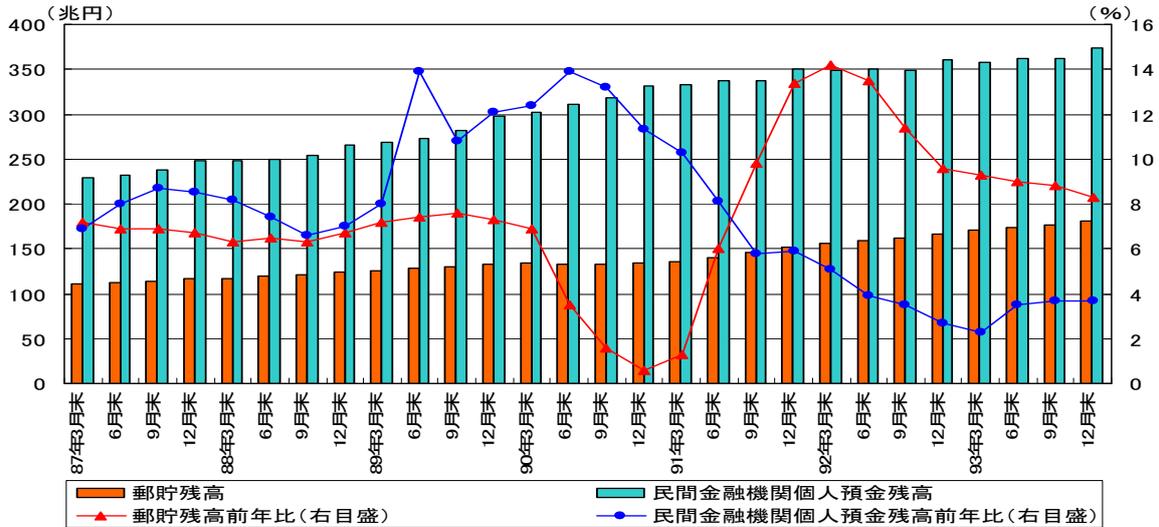
② 1988 年～1991 年にかけての 3 度の限度額引き上げ時

戦後最大の郵貯シフトは、1988～91 年にかけて郵貯の預入限度額が 3 度引き上げられた際に発生している。預入限度額は、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 万円へと引き上げられた。これは、1980 年代初頭の高金利時代に大量に預けられた郵貯資金が、低金利を背景に流出することが懸念されたためであると言われる³。特に、91 年 11 月の限度額引き上げが、郵貯シフトに拍車を掛けた。高金利時に特有の逆イールド現象（後述）が生じたこともあり、定額貯金の有利性が高まり、戦後最大の郵貯シフトが発生したと考えられる。

² また「昭和金融恐慌史」では、大銀行やそれらの同系列の信託、生保、損保などに預金がシフトしたことも指摘している。

³ 西垣鳴人「郵貯 100 年戦争と現代の課題」月刊金融ジャーナル 2012 年 9 月号

図表 3-3-2 1980 年代後半から 1990 年代初頭にかけての郵貯シフト



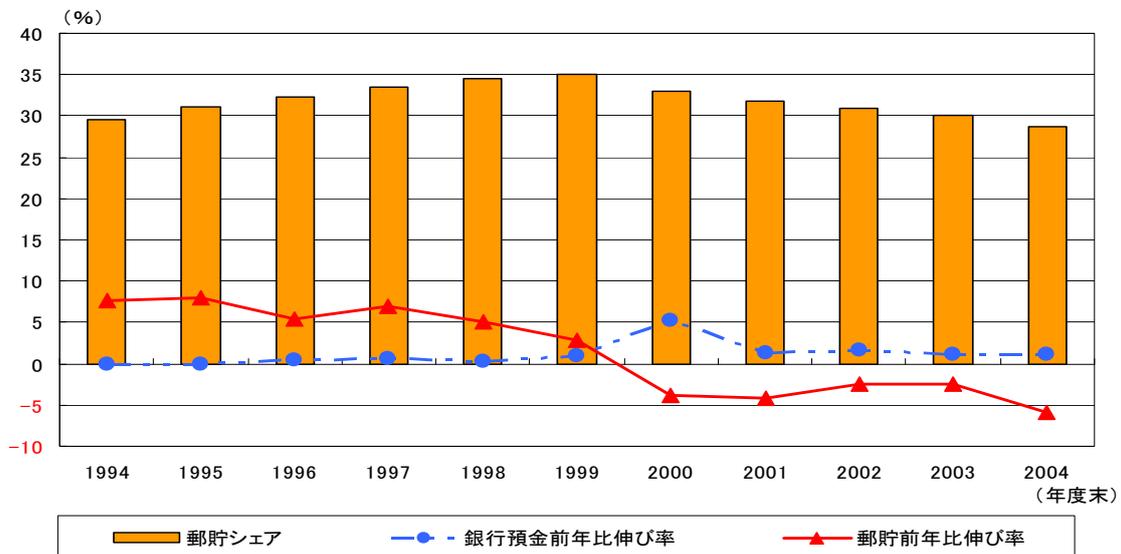
(出所) 「財政金融統計月報」 (財務省財務総合政策研究所) より大和総研作成

③ 1990 年代後半における金融不安

バブル崩壊後、日本の金融システムは一部機能不全に陥り、1990 年代後半に金融機関の破綻が相次いで発生した。この金融危機は平成金融危機とも呼ばれているが、この間、政府は預金の全額保護の措置をとり、破綻金融機関の預金を受け皿である救済金融機関に引き継がせる措置を講じたものの、預金者の不安は抑えられず、民間から郵貯への資金シフトが発生した。金融情勢が不安定な環境下で、郵貯の「政府保証」が預金者に再認識されたと推測できよう。

なお、図表 3-3-3 では、2000 年度以降郵貯残高が減少したことがわかる。これは、1990 年代初頭における高金利の定額貯金の満期が集中したことに加え、民間金融機関の破綻処理が一巡したことによるものと考えられる。

図表 3-3-3 平成金融危機下における郵貯シフト



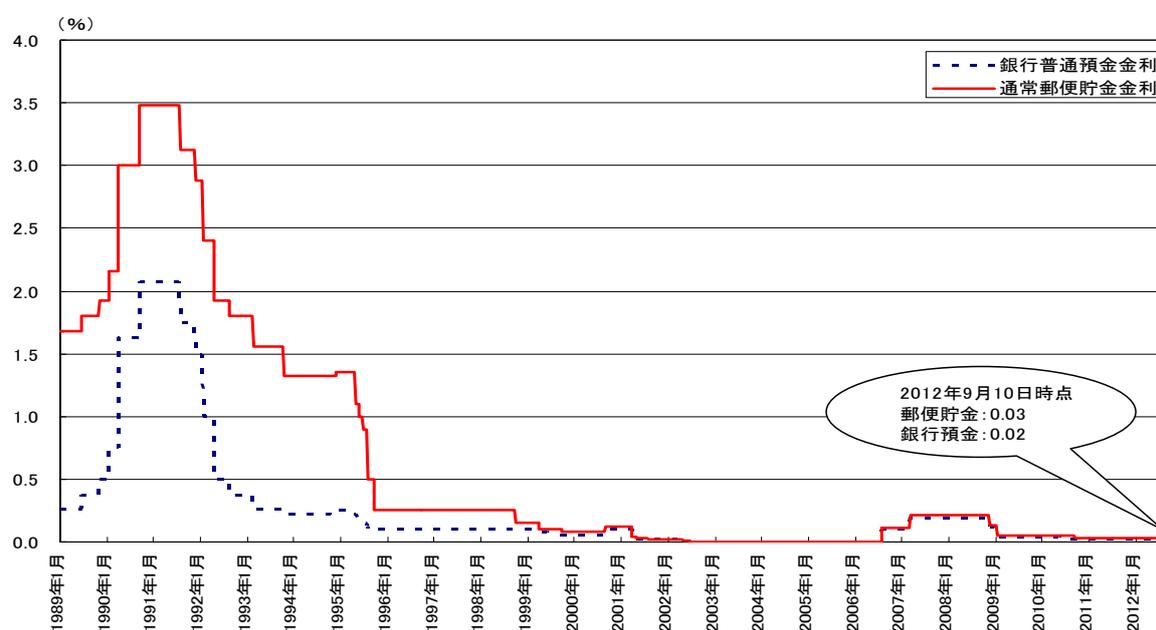
(出所) 旧郵政省、日本郵政公社、日本銀行より大和総研作成

(3) 郵貯シフトをもたらした要因

(a) 金利の優位性

郵貯シフトをもたらした要因の一つとして挙げられるのが、郵貯金利が銀行預金金利よりも有利になることが多いことである。郵貯金利の優位性について、かつて郵貯は法人税等の納税義務がなかった（ゆうちょ銀行発足以降は納税している）ことに加え、預金保険料も免除されていた（ゆうちょ銀行は、民営化後の定額貯金、通常貯金については預金保険料を支払っている）ことなど、官民の競争条件の差に基づくものであるとの指摘がある。過去 20 年間の両者の金利をみると、常に郵貯の通常貯金の金利が銀行の普通預金の金利を上回っていたことがうかがえる（図表 3-3-4）。

図表 3-3-4 郵貯の通常貯金金利と銀行普通預金金利の推移



(出所) 旧郵政省、日本郵政公社、日本銀行より大和総研作成

また、郵貯の大宗を占める定額貯金の金利決定ルールと、民間銀行預金金利の関係においても、過去の郵貯シフトを説明することができる。1992年12月以前、すなわち、規制金利体系下においては、定額貯金の利率（預入3年経過時点の利率）は民間の2年定期預金の利率と同一水準となっていた⁴。このため、高金利時に逆イールド（長期金利が短期金利を下回る状況）が発生するときは、当初の金利で複利運用される定額貯金は、その有利性が一層高まったと指摘されている⁵。

しかしながら、1992年12月以降、定額貯金の金利は脚注4の通りに設定され、たとえ複利で

⁴ これ以降の定額貯金の金利は、「民間金融機関の3年定期預金の金利×0.90～0.95」または「10年国債金利－0.5」と設定されていた（郵政省貯金局「定期預金金利及び定額郵便貯金の金利自由化について」1992年12月25日）。これにより、定額貯金の金利は国債金利よりも低い銀行金利よりも、さらに低く抑えられることになった

⁵ 高橋洋一『財投改革の経済学』（2007年）

も魅力が薄れ、郵貯シフトは原理的に生じにくくなったと指摘されている⁶。

なお、金利自由化以前における、郵貯金利と民間の銀行預金金利の差異は、かつての両者の金利決定方法に由来する。民間銀行の金利については、大蔵大臣は経済一般の状況に照らし、その金利変更が必要であると認めるときは、日本銀行政策委員会に、金融機関の金利の最高限度を定めさせ、またその定めた最高限度を変更あるいは廃止させることができた。この際、日本銀行政策委員会は、金利調整審議会（大蔵大臣の所轄に属し、大蔵省銀行局長、経済企画庁調整局長、日銀副総裁、金融界代表者、産業界代表者、学識経験者もって組織）に諮問しなければならなかった（臨時金利調整法第 2 条）。一方、郵貯金利については、郵政大臣が郵政審議会に諮問していた（旧郵便貯金法第 12 条）。そのため、両者の金利が併存するという、金利決定の二重構造が法制面において形成されていた。

（b）民営化前の「政府保証」と民営化後の「暗黙の政府保証」

民営化以前においては、旧郵便貯金法第 3 条で、政府は、郵便貯金として預入された貯金の払戻し及びその貯金の利子の支払に係る公社の債務を保証すると規定されていたことから、郵貯には明確に「政府保証」が付与されていた。

こうして「政府保証」が付与された有利な貯蓄商品の存在は、他の金融商品の選択を妨げる要因になった可能性がある。郵貯の優位性の歴史的経緯や現状における営業展開を踏まえると、民営化後のゆうちょ銀行においても、政府出資が残れば、それが「暗黙の政府保証」となり、他の民間金融機関とのイコールフットイングを損なう可能性がある。資本市場の観点からみれば、こうした貯蓄手段の存在は、リスク資金への流れを滞らせる一因にもなり得るだろう。

郵貯は、官業として営々と築き上げてきた利用者からの信頼や全国的な営業基盤と巨大な資金力を保持する金融機関であり続けてきた。今日においても、郵便局舎は全国に約 2 万 4 千局存在し、徒歩で利用できるユニバーサルサービス網の根幹となっている。因みにこれに並ぶものが小学校で、全国に約 2 万 2 千校存在する。すなわち、郵便局が小学校より近い存在になっていると言える。実証研究においても、郵貯が好まれている理由として、近所に店舗があるという利便性（店舗数）が大きな要因であるとの指摘がある⁷。

（4）おわりに

本節では、歴史的に郵貯シフトの起こった要因について論点整理を行った。この中で、郵貯金利が民間銀行より優位性を持っていたことに加え、民営化以前の「政府保証」と、民営化後の「暗黙の政府保証」をとりあげた。両者の要因とも、ゆうちょ銀行が発足した後も残存していると考えられる。特に後者については、4 月 27 日に成立した改正郵政民営化法により、持株会社である日本郵政株式会社（政府出資 3 分の 1 超が義務付けられている）がゆうちょ銀行の

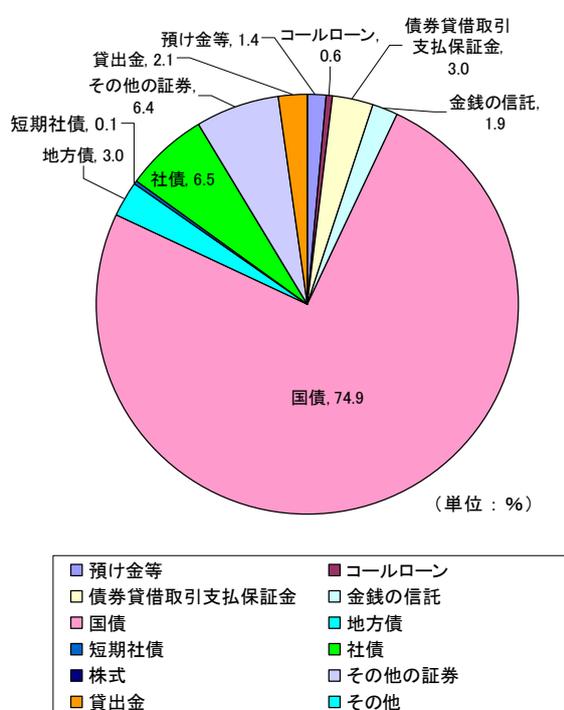
⁶ 高橋洋一「財政投融资の経済分析」（2001 年『金融経済研究 別冊』）

⁷ 吉野直行・和田良子「家計の金融資産選択行動のパネルデータ分析」（2000 年）

株式売却について、それまでの平成 29 年 10 月までの全株式売却義務から、「できる限りに早期に」とする売却期限を設定しない規定に緩和したために、「暗黙の政府保証」という要因が長期にわたり残存する可能性が高まった。これは、資本市場の円滑な発展において、一つの阻害要因が残ることを意味する。さらに、官から民への資金の流れが滞っている状況を象徴している国債偏重のポートフォリオ構成の再検討も必要ではないだろうか（図表 3-3-5）。郵貯に象徴される公的金融システムが包含する課題を洗い出し、見直しを行っていくことは、民間金融の活力を高めることにつながるであろうし、資本市場活性化においても、重要な論点となろう。

（島津 洋隆）

図表 3-3-5 ゆうちょ銀行の資金運用の現状（2012年3月末）



ゆうちょ銀行の運用状況（2012年3月末）

（単位：億円、％）

区分	資産残高	構成割合
預け金等	26,719	1.4
コールローン	12,063	0.6
債券貸借取引支払保証金	57,788	3.0
金銭の信託	37,154	1.9
有価証券	1,759,533	90.9
国債	1,449,398	74.9
地方債	57,356	3.0
短期社債	1,810	0.1
社債	126,654	6.5
株式	9	0.0
その他の証券	124,306	6.4
貸出金	41,345	2.1
機構貸付	25,074	1.3
その他の貸付	16,271	0.8
その他	37	0.0
合計	1,934,640	100.0

注1：資産残高は、金融商品に関する会計基準に準じた評価額。
 注2：機構貸付は、「独立行政法人郵便貯金・簡易生命保険管理機構」への貸付。
 注3：資産残高は、四捨五入していることから、合計は一致しない。

（出所）ゆうちょ銀行決算資料より大和総研作成