

龍谷大学
経済学部教授
竹中 正治

「日本金融社会主義」が崩壊する日 長期時限爆弾の導火線に点火した郵貯・簡保の限度額拡大

亀井案こそ日本を潰す:掲載タイトル

郵便貯金の不思議

亀井大臣 vs. 仙石大臣で展開した郵便貯金(ならびに簡易保険)の預入れ限度額の増額の是非を巡る鳩山内閣の議論だが、これを見ていてある奇妙な事実気がついた。郵貯の主力商品である定額貯金は、ご存知の通り、預入れ後満6カ月から引出し可能で、固定金利ベース複利で最長10年の預入れができる。現在その適用金利は6カ月超1年未満の場合が0.06%で最長10年預けても複利で0.11%に過ぎない。

一方、郵貯の資金運用の大部分は中長期の国債であり、10年物国債利回りは現在1.3%前後だ。90年代後半以降、超低インフレ、あるいはデフレ状態が続いているので10年物国債利回りは、政府債務の急膨張にもかかわらず、ほとんど1%から2%未満の水準がずっと続いている。

この結果、郵貯は1%前後の利鞘収入を得ている。このままでは赤字拡大が予想される郵便事業の全国一律サービスを維持するためには郵便貯金の資金運用益の維持、拡大が必要であるとされ、そのための限度額の引上げの是非が論点になったわけである。結局、鳩山首相の「裁可」で亀井・原口案通り2000万円への拡大が閣議決定された。

私が奇妙だと感じるのは次のことだ。どうして郵貯で定額貯金をしている貯金者らは0.1%程度の超低利回りに甘んじ、自ら10年物国債を買うことで1%を超える運用益を手にしようとしないのだろうか? 今時、国債は日本国債でも米国債でも証券会社の窓口で簡単に買える。インターネットのオンライン証券取引でも簡単に買える(ただし証券会社は国債を売っても手数料率が低いので積極的にセールスはしない)。なぜだろうか? 次のような理由が考えられるだろう。

- ① 初歩的な金融・投資知識がないので国債と定額預金の利回り格差も知らずに、過去からの惰性で漫然と郵貯に預けている人達がいる。
- ② 定額預金は預入れ後満6カ月から引出し可能なので(定期預金のように期限前解約で利率が下がるペナルティーがない)、市場の金利が上がって金融商品の利回りが上昇したら、もっと高い利回りの商品に移そうと思って預けている人々がいる。ただ超低金利時代が思いがけなく長引いた結果、そのままになっている。

おそらく①と②の双方の方々がいるのだろう。②のケースのように金利動向に合理的に反応して郵貯に預けているの方々もかなりいることは、過去の金利と郵貯残高の変化を見ると分かる。例えば

定額貯金の適用金利がほぼピークだった 1990 年の郵便貯金残高(簡保資金を含まない)は 136 兆円、これが 1995 年には 213 兆円と 57%も増え、そこから 1999 年までにさらに 22%増え 260 兆円でピークとなった。

とりわけ金利の天井感が強まり、先行き金利の低下が予想された 1990 年代初頭には、高い固定金利で長期の資金運用を確保するために、5 年物利付債や 10 年固定金利を確保できる郵貯の定額預金に個人資金の殺到が起こった。

結局、金利は 90 年代を通じて低下し、ゼロ金利近くまで下がったので、長期固定金利で預けられた定額貯金はほとんど引き出されることなく累積した。これが 90 年代の郵貯資金急膨張の主因となったのだ(民間金融機関の信用不安も副次的な要因だったかもしれない)。

こうした預貯金者の行動選択は、極めて合理的であり、金利や金融商品に無知なわけではない。その後、ゼロ金利に近い水準が 10 年以上も続いているので、定額貯金はかつての魅力を失った。郵貯残高は 2000 年代に入ってから毎年減少基調を辿り、今では郵貯残高は 175 兆円に減った(2009 年 9 月末時点)。

郵貯が抱える長期時限爆弾

さて、今後の財政赤字膨張の結果、政府債務の累積が加速し、やがて国債価格が急落する(=利回りが急騰する)局面が到来すると、どういう事態になるだろうか? 金利が上がったら、利回りの高いもの(新規の定期預金、債券など)に乗り換えようと待機していた人は、郵貯の定額貯金を引出して別の高い利回りの商品にシフトするだろう。その結果、何が起こるか? それを知るためには日本郵政のバランスシートを見る必要がある。

日本郵政のホームページ公表されているバランスシート(2009 年 9 月末 http://www.japanpost.jp/financial/pdf/2009_1216.pdf)を見ると、負債の最大項目は「貯金」で 175 兆円、2 番目に大きいのは簡保の「保険契約準備金」で 100 兆円、2つ合わせて 275 兆円である。これに対応する資産の項目で一番大きいのは「有価証券」の 260 兆円であり、資産全体の 86%を占めている。「有価証券」の内訳で最大の項目は国債と地方債で 236 兆円と保有有価証券の 90%を占めている(地方債に比べて国債の比率が圧倒的)。

国債の平均残存期間は公表されていないが、大雑把に推測することはできる。損益計算書で半期の「銀行事業収益」が 1 兆 1284 億円と示されている。これはほとんどが利回り 0.1%前後の郵便貯金と国債の利回りの格差から生じる利鞘収益のはずだ。1兆 1284 億円を年換算するために 2 倍にして、調達資金残高 275 兆円(郵便貯金と簡保の合計)で割ると、年間利鞘 0.82%と推計できる。

郵便貯金への支払い平均利率を 0.1%とすると、資金運用で 0.93%の利回りを上げていることになる。短期国債の運用利回りはゼロ%に近いので、0.93%の利回りを国債保有で実現するためには保有している国債の残存期間は 5 年超~10 年、おそらく 7 年~8 年だろうと大雑把に推計できる(あくまでも公表されている限られた数字からの逆算推計であるので念のため)。

さて、日本経済が待望のデフレ脱却、軽度のインフレへの転換を実現した時、国債利回りはどうなるだろうか? 投資家一般の期待がデフレ期待からインフレ期待へ 1ポイント上昇すると、実質利回りが同じならば、現在名目利回り 1.3%の 10 年物国債は 2.3%の利回りに上昇する。

1ポイント利回りが上昇すると、10年物国債価格はいくら下がるか？長期の利付債券の利回りと価格の関係は以下の式の通りとなり、期間の長い債券ほど1ポイントの利回り変化に対する価格の変動は大きくなる。

$$\text{利回り}(\%) = 100 \times \{ \text{クーポン金利} + (100 - \text{価格}) / \text{残存期間}(\text{年数}) \} / \text{価格}$$

これに基づいて価格の変化を計算すると、クーポン1.3%で額面100円の10年物国債は、流通利回りが2.3%に上昇すると価格は91.87円下落する。残存期間8年ならば価格は93.24円に下がる。つまり平均残存期間8年の場合、債券ポートフォリオ全体で約7%の評価損が生じる。郵貯の国債保有額236兆円を基に計算すると、16.5兆円の損失が生じることになる。現在の日本郵政の純資産(自己資本)は9.3兆円(自己資本比率約3%)だから、この場合評価損を差し引くと7.2兆円の債務超過に陥ることになる。

「別に評価損が出てもかまわないじゃないか。国債なんだから期日まで保有すれば当初の利回りが得られる」と考える方もいるかもしれない。しかし、郵貯の保有者は、郵便貯金を引出して高くなった利回りで新規の定期預金や債券などに当然乗り換えるはずだ。つまり郵貯から大規模な資金の流出が生じる。郵便貯金の引き出しに応じるためには、郵貯は保有している中長期国債を売却して資金化するしかない。価格の下がった国債を売却するのだから、評価損は現実の損失として実現する。

つまり、長期固定金利での利回りを保証しながら、同時に預入れ後満6カ月で引出し自由という定額貯金の特殊な商品性は、1990年代のような金利低下時代には資金を惹きつける強力な力なのだが、反対に金利上昇局面では既存資金の流出を招く致命的な条件に転換するのだ。

その時、郵貯が資金の流出を食い止めるために郵貯の利回りを引き上げるとどうなるか？その場合は、既に中長期債に固定されている低い利回り、例えば先ほど推計した現在0.93%の運用利回りと、金利上昇後の新利回り、例えば1.5%の格差分だけ逆鞘を長期にわたって抱えることになる。いずれにしても巨額損失は避けられない。郵便事業の赤字を補うどころか、郵貯の調達・運用自体が大赤字となる。

金融社会主義は破綻する

「小泉・竹中内閣は市場原理主義だ」と批判してきた亀井大臣の金融哲学は、どうやら「金融社会主義」を志向しているように見える。社民党と歩調が合うのも当然だ。しかし、日本経済がデフレを脱して軽度であれインフレ基調に転換すると、それに伴う国債利回りの上昇(=国債価格の下落)による莫大な評価損で、日本郵政は純資産が棄損し、郵貯システムは財務的に破綻することが不可避となる。

私は郵貯が大規模な金融組織として生き残る唯一の道は、劇的に民営化を推進し、同時に内外の民間金融機関、機関投資家を買収し、金融・投資コングロマリッドになることだと思っていた。しかし、鳩山・亀井内閣は民営化を阻止し、その可能性を閉ざしてしまったのだ。この結果、将来のインフレ局面への転換=国債利回りの上昇局面では、より高い利回りを求める貯金者の合理的な選択という市場メカニズムが郵貯システムを破綻させることだろう。

「別に日本郵政が債務超過になっても、国有機関として政府が支援すればよいではないか」と考える方もいるかもしれない。その場合には、日本郵政の赤字、債務超過を埋め合わせるために数兆円以上の財政資金(税金)が投入されることになる。

今回の米国の金融危機で連邦住宅金融公社のファニーメイ、フレディマックが財務上の破綻に直面した。結局、大規模な公的資本注入が行われ、連邦政府によって国有化された。両公社の場合は、元々両公社は政府の出資機関はなかった。それでも「暗黙の政府保証」が働くことによって調達した低利の資金をベースに1990年代以降、住宅ローンの証券化と証券化された投資商品を自ら莫大に保有して総資産2兆ドル(200兆円)を超える巨大金融機関となった。

米国でも2005年頃には膨張・巨大化する両公社の資産規模を制限し、低すぎる自己資本比率(2~3%程度だった)をもっと引上げさせるべきだという規制改革論議がなされた。しかし、組織の既得権益の壁を崩せず、改革は実らなかった。「官制組織は自らの組織の拡大を自己目的とする」というマフィアの法則を地で行くような膨張を遂げた挙句の破綻だった。

将来日本郵政に公的資金投入が行われても、日本の民間銀行だってかつて公的資金が投入されて救済されたのだから、おあいこ様かもしれない。しかしながら、日本郵政の場合、将来起こり得る赤字と自己資本棄損の原因は単純明確なALM(Asset and Liability Management)上のミスマッチによる逆鞘だから、貯金者の貯金カットでもしない限り、投入された公的資金は赤字の補填で蒸発し、政府に返済されることはないだろう。

一方、かつての民間銀行に投入された公的資金は、日債銀や長銀など破綻した銀行への譲渡分は戻って来ないが、生き残った銀行は、景気の回復に後押しされた不良化資産の回復や新規収益をもとに、返済(しかも多くの場合キャピタルゲインを付加して返済)しているのだ。納税者負担の観点からはそれが決定的な違いだろう。

もっとも国債は民間金融機関も莫大に保有しているので、国債価格の急落が起これば民間金融機関の損失も大きなものになる。ただしその損失は民間金融機関全体としては、郵貯ほどには致命的にならない。なぜなら、まず生保や年金の場合は、長期国債の大口保有者であるが、調達している資金も生命保険の掛け金や年金資金など長期固定性の資金であり、安定している。また資産ポートフォリオも内外株式や不動産に分散している。

また、民間銀行の場合も、あくまでもローンなどが主要な資産であり、郵貯のように資産の大部分が国債ということはある得ない。さらに銀行の負債である預金は1年物定期預金などが主流である。多くの場合、定期預金は期日まで預けられ、乗り換えられる場合も期日到来後新しい金利での書き換えとなるため、ALM上のリスク管理が容易である。ALM上まともなリスク管理をしている銀行ならば、負債構造に合わせて資金運用期間を管理、制限しているので、国債保有額が多くても短期国債もあり、長期国債ばかり保有しているわけではない。

ヘッジファンドなどが狙う日本国債急落のシナリオ

今回の郵便貯金と簡保の限度額引き上げでこれまで縮小基調を辿っていた郵貯・簡保が再び規模を拡大することになれば、将来の国債利回り上昇(価格下落)による郵貯システムの損失額は一層巨額になるだろう。

政府債務残高が GDP 比率で先進諸国中最大となったにもかかわらず、長期国債利回りが 1% 台で先進国中最も低いという日本財政のパラドックスは、まさにデフレが永遠に続くというような投資家のデフレ心理の自己実現の結果だと思う。それは、かつて不動産価格は永久に上り続けると信じた日本の「不動産神話」や米国の「住宅神話」の対極をなす逆バブルではなかろうか。

政府債務が急膨張した結果、国債相場は郵貯を含む日本金融社会主義のアキレス腱となった。ギリシャ国債の急落などは序章に過ぎない。欧米のヘッジファンドは過去幾度か日本国債に売り仕掛けをして失敗を繰り返してきたが、「次回こそ」と狙いをつけて仕掛ける機会をうかがっているのだ。

逆バブルの劇的な崩壊を避ける唯一の可能性は、投資家は逆バブルのリスクに気づき、資産ポートフォリオを国債から実物資産に漸次シフトを進め、その結果として生じる国債利回りの段階的な上昇が、政府に財政再建に本腰を入れさせる要因として働くことである。しかし、全てのバブル現象と同様に、今回も行き着くとこまで行かないと本格修正の動きが起こりそうにない。このままでは間違いなくバブル崩壊的なハードランディングになる。

以上