



郵政民 景気を

やま ぎき やす よ
山崎養世
(山崎養世事務所代表)

民営化された郵便貯金は

営化が 殺す

の ぐち ゆ き お
野口悠紀雄
(早稲田大学教授)

金利の上昇に耐えられない



日経平均株価は三万円まで行く

山崎 日本の景気についてはさまざまな見方がありますが、私は、基本的に日本経済は上昇に向かうという考えです。それは、民間経済の正常化によるのが大きい。一般に経済成長率は、人口成長と技術革新という二つの要素から成ります。労働生産人口は今後十五年かけて九〇〇万人減るといわれていますから、技術革新がなされなければ当然、GDPは減少していく。技術革新によって企業の収益力が高まることも考えられますが、たしかに全体のパイとしての経済成長は減っていくでしょう。

野口 人口減少を避ける手立てはありませんから、GDP成長の鈍化は否定できません。

山崎 一方、企業レベルで見えていくと、そう悲観的ではないかもしれません。いま株価や不動産価格が上昇しており、これは日本の企業収益力の上昇が大きいと思います。おそらくバブル期の三、四割増ぐらいになっているでしょう。とくに現在の日本企業は、グローバル経済のなかでナンバーワンといえる力をもちつつあります。その原因の一つは、石油の価格上昇に対する抵抗力が最も強いからです。

典型は自動車で、GM(ゼネラル・モーターズ)は二年前の七月に石油価格が上昇してから、経営がダメージを受けました。ところが日本のトヨタはプリウスをつくり、対応した。そう考えると、日経平均株価が二万円に満たない現在の株価は低すぎるのではないかと。バブル期の四万円近くにはならないと思いますが、おそらくあと二、三年で日経平均株価は三万円まで行くでしょう。

野口 経済全体の成長より重要なのは一人当たり生産量ですが、これは人口が減少すれば、技術革新がなくても自動的に増加します。つまり、人口減少社会は豊かな社会で、われわれが百年待ち望んできた社会がやっと実現するともいえるのです。

そのとき私たちが考えるべきことの一つは「資産をいかに運用するか」です。ここ一、二年の日本の対外収支を見ると、所得収支の黒字が貿易収支の黒字を上回っています。つまり輸出と輸入の差額である貿易収支より、海外への投資から得る所得のほうが大きくなっている。これは、日本経済の構造変化を意味しています。最近、経済を見るときに国内の総生産であるGDPでなく、国民の総生産であるGNPを見るべきという人が増えていますが、この意見は、そうした変化を反映したものです。ただし問題なのは、日本の海外投資があまりに偏っており、しかも収益性が低いことです。投資の大半がアメリカ国債で、安全ではあるけれど、金融面で頭脳をまったく使っていない(笑)。これは成熟した債権国、つまり金持ちの投資戦略とはいえません。

山崎 たとえば債券は、株式のような「支配証券」ではありませんが、いくら保有していても、アメリカ政府に対する支配権をもてるわけではありません。収益率を見ても、アメリカの株式は二一〜一五%ぐらゐの利回りがありますが、アメリカ国債は五、六%にしかありません。株式投資した場合と比べて五〜一〇%、損をしていることになりません。

ヘッジファンドや投資銀行に求められる収益率は、三〇%程度が基準です。実際それぐらゐの収益を上げることは可能で、アメリカの各企業やお金持ちはそれを基準に投資戦略を行なっている。この差は大きなものがあります。

野口 カネをどう運用するかは、モノづくりと同じぐらゐ重要です。日本は金持ちになっているにもかかわらず、資産の使い方、増やし方について知識をもたない。日本はその状況を改善して初めて、豊かになることになりません。

金利上昇で郵貯は崩壊？

山崎 私は、日本の金利に注目しています。金利が今後どう動くか。私は、上昇するというより「正常化」に向かうと考えています。超低金利という異常状態を脱して、正常な状態に戻るわけです。

超低金利が維持された要因として、過去十五年近く、企業が貯蓄主体だったことが挙げられます。これは借金の返済をです。家計は貯蓄超過部門ですから、利子所得はプラスになるはずで、マイナスになっているのは信じられない話で、低金利が一樣ではなく歪んだかたちで生じたことを示しています。これを見ても金利は早晩、正常化せざるをえません。

政府・日銀が続けてきた超低金利政策は、端的にいえば、鉄鋼産業を中心とする古い伝統的な産業を生き残らせるための政策でした。負債比率の高いこれらの産業は、金利の影響を非常に強く受けます。政府は金利負担を含めて、その延命を助けたわけです。おかげで鉄鋼産業を中心とする伝統的な産業は、ここ数年、凄まじい回復ぶりを示しました。その意味で超低金利政策は成功しましたが、反面で家計に負担を強いたのです。

企業については、ご指摘のように今後、資金需要が増えて、投資超過部門に戻る可能性もある。ただし、資金不足は昔ほどにはならない。一方で政府の資金不足はますます拡大する。金利がどこまで上がるかを予測する手法はありませんから、正確な数字を出すのは難しい。ただ最初に述べたように、日本経済の成長率が鈍化することを考えれば、それほど高い数字にはなりえないと思います。

山崎 金利上昇にともない、私が強い危惧を抱いているのが郵便貯金が日本経済にもたらす影響です。

野口 郵貯の最大の問題は、金融の問題であるにもかかわらず、その側面がまったく議論されていないことです。

続けていたからです。経済の標準的な姿は「家計部門が貯蓄主体」「企業部門が借り入れ主体」「政府部門が中立」というものです。ところが日本では、「企業部門が貯蓄主体」「政府部門が借り入れ主体」という異常な状態が続いてきました。それが不良債権処理の終了によって、正常化するプロセスに入っています。今後は企業部門が借り入れ主体になりますし、政府はいつその財政悪化が予想されます。そこから金利が上昇していくことが考えられます。

もう一つ、家計の貯蓄率の低下もあります。これは正確にいうと所得に占める預貯金の低下です。その大きな原因は、銀行が預金から投資信託へと顧客の資産を誘導しているからです。国債や社債の買い手は、郵貯や銀行といった金融機関がほとんどです。預貯金が減るのにもならない、これらの金融機関による国債の買い入れが減る可能性があります。これでもやはり金利を上昇させる要因になります。今年の後半にかけて金利は上昇し、来年はさらに上昇していくことになるでしょう。海外の金利も、二〇〇一年に一%台に低下したフェデラルファンド・レート（FFレート）アメリカの代表的な銀行間短期金利レート）が五%になっています。これも金利上昇の圧力となるでしょう。

野口 私も、金利は正常化してゆくと考えます。ここ数年の金利がいかに異常であったか、一つの例を挙げると、日本は家計部門の利子の所得が、ネット（純量）で見るとマイナスです。これが昨年の総選挙で、自民党を大勝せしめた原因です。唯一の争点が郵政民営化でしたが、このとき小泉政権は「資金の流れを官から民へ移す」としました。郵貯を民営化すれば、それまで財政投融资に使われていたカネが民間の経済活動に使われる。その結果、経済活動が活性化するとし、日本人のほとんどがそれを信じた。

しかしこの議論は、いくつかの点で間違っています。まず、たしかに郵貯で集まった資金は少し前まで財政投融资に使われていましたが、財政投融资自体はすでに二〇〇一年に改革され、郵貯資金を預託されていた資金運用部は廃止になっています。預託金も二〇〇七年末までに郵貯に返却し、フェードアウトすることが決まっています。「官から民へ」のうち「官」の部分が変わることは、既定方針だったので

その一方で、郵貯が今後、いかなる役割を果たすべきかについては、まったく議論されませんでした。二〇〇一年の改革以降も、郵貯は引き続き国債の購入を行なっています。いまこれをやめると、政府に対する資金の供給を絶つことになり、国債市場は大混乱に陥ります。

そう考えると今後郵貯には、国債の受け入れという役割を継続させる必要があります。郵政公社からもう一度特別会計に戻して公的な役割に特化すべきなのです。

山崎 特殊法人などへ行くお金をなくそうということでは、

二〇〇一年の改革で、財政投融资は「財投債」と呼ばれる国債に振り替えられました。そして、郵貯は引き続き大量の国債を保有することになり、金利上昇にきわめて弱い金融機関でありつづけてはならなくなったのです。

いま郵貯は国債を中心として二〇〇兆円近い資産をもっています。膨張が始まったのは一九八九年から九九年の約十年間です。これは金利低下の時期で、それと連動するかたちで、とくに定額貯金に集まるお金が一〇〇兆円も増えました。なぜなら郵貯の定額貯金は、非常に有利な商品だからです。六カ月たてばいつでも下ろせるし、一方で十年間の複利回りも保証してくれる。これはオプションを無料で貯金者に配っているのと同じです。その価値を計算すると、二〇兆円から二〇兆円になります。膨大な金額を郵貯の定額貯金者という特定グループに、政府部門が無料で与えてきたわけです。これが大変な問題をつくってしまったのです。

金利が上昇するまでは、この問題は顕在化していませんでした。ところがこれから、金利上昇が始まろうとしている。他の資産価値も上がっています。株価はすでに二倍になり、不動産価格も上昇してきた。これらを買うために、定額貯金を下ろす人が大量に出てきたとしたら、いったい何が起ころうでしょうか。

郵貯というのは、金融機関としてはきわめて資本金が少ないのです。BIS（国際決済銀行）規制では、国際業務を行う「」であっても問題はありませんでした。定額貯金で集めた資金は大蔵省資金運用部に固定金利で預託されていたからです。現状のままでは、国債が暴落する危険は否定できません。郵貯が国債を大量に売れば、日本の金融システムは大混乱を起こします。

拡張路線は不可解な話

山崎 郵便貯金に関して私が提案したいのが、「郵貯の二分化」です。まず国民の「金融インフラ」としての郵貯を残す。誰でも加入できる金融機関が一つぐらいないと、アメリカのように年金の受け取りをする貯蓄機関もなく、無保険者が大勢出るといった問題が生じます。

一方、無料のオプションとしての定額貯金を続けるのは無理がありますから、たとえば「国債預金」のようなものをつくる。これなら五年国債や十年国債を売ると変わりありません。つまり金利がほとんどつかない利便性だけの預金口座と、国債と連動して五年なら五年、引き下ろせない定額貯金の二種類にしてしまうのです。

また郵政公社は「貯金業」「保険業」「郵便業」の二つを行なっていますが、他の民間企業はこれらの兼業を一つも認められていません。そもそも「民」ということに無理があるのです。しかも郵便物を配らない地域について発表を始めてい

なう銀行に八％の自己資本を義務づけていますが、郵貯の場合、二％程度しかありません。ほとんどキャッシュがないのです。

民間の銀行が保有する国債は総額で一〇〇兆円程度なので、資本全体に占める割合は五分の一ほどです。一方、郵貯はほとんどが国債で、約一二五兆円を保有しています。しかも十年物の長期国債がほとんどです。郵貯は日本最大の長期国債の保有者なんです。

ここで恐ろしいのは、長期国債は金利が一％動けば価格が四％下落するほど、金利リスクの高い資産だということ。それが郵貯の資産のほとんどを占めている。一方、債務である定額貯金は六カ月たてばいつでも引き下ろしができます。これは資産と負債管理という点で見ると、大変なミスマツチです。たとえば株価が上がると、週間で一割の定額貯金が引き下ろされた場合、一五兆円の現金が必要になります。

郵政公社は現金を一〇兆円以下しかもっていませんから、応じるには国債を売却するしかない。そうすると国債価格はさらに下落しかねない。そう考えると郵貯は、非常に大きな経営不安を抱えていることになるのです。

その不安を抑制できるのは、郵貯が公的な主体である場合です。民営化して何でも自由としてしまえば、大混乱が生じるのは目に見えています。

野口 昔のシステムでは、定額貯金が「無料のオプション

です。どの地域に住んでいてもハガキや封書が届くという、日本国民なら当たり前と思っている公共サービスが崩壊しようとしています。そうすると社会インフラ上、住めない場所がどんどん増えてきて、ますます都市集中が起ころうようになってしまいます。

野口 先日、日本郵政株式会社が出したプランを見ると、拡張路線で人員も増やすということになっている。クレジットカードや住宅ローンも手掛けるというのですが、これはじつに不可解な話です。

たとえば住宅ローンは、かつて財政投融资のなかで住宅金融公庫が行っていた事業です。ところが金融機関が住宅融資を始めるようになり、「民業圧迫」ということで廃止になった。それにもかかわらず、いままた郵貯で住宅ローンを行なうというのは、何のための廃止か分からない。

山崎 郵貯は直接貸し付けをするよりも、たとえば農林中金（農林中央金庫）が作り上げたようなビジネスモデル、つまり証券投資に向かうべきなのです。JAや漁協などは系統組織から集めたお金を証券化して、一定の金利を付けて返している。自分では直接貸し付けをしないという役割です。

アメリカでは証券化市場は国債市場より大きな市場で、審査能力と回収能力があれば、小さな金融機関でも生き残ることができず。この場合、自分たちのもっている住宅ローンを買い取ってくれるので、地銀や信用金庫は資金調達の苦労

がなくなりません。一方、大手金融機関は預金を集めなくても済むので、預金に絡むコストが不要になる。逆に農林中金のようなシステムにしないと、小さな地銀は皆、潰れてしまうでしょう。国民は、大手金融機関の支店がないような田舎の地区ではお金を借りることができなくなってしまう。「金融空白区」ができるのは、大問題です。

野口 そうです。農業金融システムがよいかどうかは別として、農中は、日本の金融機関のなかでは珍しく、金融の知識をもっています。日本は成熟した債権国になったにもかかわらず、金融業が依然として「足で稼ぐ」産業でしかないのは情けない。先述のように、頭で稼ぐ部分をより充実させる必要があります。

特殊法人は自ら資金調達を

山崎 以上のことから、私は郵貯が拡大路線に向かうのは無理があると思っています。融資や住宅ローンにまで手を出せば、人員コストは必ず上がる。これまで郵貯の金融機関としての唯一のメリットは、運用部門にほとんど人が要らなかつたことです。だから高度なテクニクを使わず、格付けの高い国債や社債を中心に買うだけで十分だった。そんな人たちが、百年以上の伝統をもつ民間銀行でさえ失敗してきた貸出部門に進出して、本当にやっているといるのでしょうか。

が、郵便事業と郵便貯金は、公的性格を強調すべきです。

山崎 郵貯は単純化して、かつてのように民間の補完に徹したほうがよいでしょう。そもそも郵貯の制度自体が明治初年に始まったものですから、財政投融资よりもはるかに歴史が長い。これは当時の日本人の叡知だったと思うのです。郵便事業だけでは、どの国も成り立ちません。何かを兼業させたほうが、地方における生活インフラの整備にもなる。郵便が届くだけでなく、貯金もできて、保険にも入れる。最低限の社会生活を担保するという価値は、いまでも変わっていません。

また特殊法人など財投機関の改革については、結局は財投機関そのものに資金を調達させるしかありません。特殊法人をなくすといっても、特殊法人のない国は世界中にほとんどありません。特殊法人が補助金をもらうことは、先進国でも珍しい現象ではない。問題は、特殊法人の借金を国が肩代わりして、いくらでも貸してあげるといふ形態なのです。

郵貯は全国に二万四〇〇〇の窓口をもっていて、そのうち六〇〇〇ほどは他の金融機関が存在しない場所にあります。少なくともそうした地域において郵貯は存在価値があります。低コストを保ち、これらを運営することを考えるべきです。そのためには、年金業務に力を入れることも考えられます。年金に関して国民が分らないのは、「自分がこれまで納めた年金がいくらで、いま資産としてどれくらいあるのか」ということです。日本で401k（確定拠出年金）が普及しないのも、そうした不安が大きい。

そこで二万四〇〇〇ある郵便局すべてをコンピュータで結び、窓口へ行けば自分の年金加入状況を一発で分かるようにする。さらに401kで運用している投資信託だけでなく、あらゆる金融商品を扱うことができるようIT接続を行ない、買い替えや売却ができるような金融のプラットフォームをつくる。郵貯はその手数料収入で稼ぐようになれば、住宅ローンなどに進出するより、よほど国民のニーズにかなうはずですよ。

野口 個人年金業務に向かうべきだというのは、興味深いご意見です。私は郵政三事業のなかでは、郵貯よりむしろ簡保が適しているのではないかと思います。

山崎 そうかもしれませんね。

野口 簡保はこれまでも年金業務を行なっていますし、外務員のような人もいます。簡保は民営化してもよいのです。

特殊法人が自分で債券を発行し、資金調達するようになれば、必ず市場から注目されることとなります。「政府保証がなければ誰も債券を買わない」という人がいますが、トヨタ自動車にしても、確実な保証があるわけではない。十年後のトヨタの売り上げやキャッシュがどれだけあるかは未知数で、だからこそ民間企業は経営努力を行なうのです。

野口 「各財投機関が独自で資金調達をすべし」というのは、私の三十年来の主張でもあります。それが具体化されたのが「財投機関債」で、個々の財投機関が発行し、資金を調達するというものです。

財投機関債は財投債と名前が似ていて紛らわしいのですが、本質はまったく違います。財投債は国債であり、これで集めた資金を財投機関に融資するので、資金運用部の融資と何ら変わりがない。先述のように二〇〇一年に財投制度は改革されましたが、財投債をつくったために、改革はま

ったくの骨抜きになってしまったのです。

ゼロ金利政策は「銀行の国有化」

山崎 特殊法人に自立性をもたせるには、自分でマーケットに向いてお金を借りるようにするしかありません。そうしないかぎり、道路公団のように検査庁が出てきて、逮捕者が出るまで改革は達成されません。天下りを受け入れてもらうためにリベートを渡すといったことを続けていけば、民間企業であれば即、倒産です。特殊法人が潰れないのは、政府が貸してくれるからです。しかし債券を自分で発行していれば、過払いを続けると債券市場から赤信号が出て、債券価格は暴落する。したがって経営改革をしなければならぬ。そうした方向に正すことが野口さんのおっしゃる財投機関債の狙いだつたのに、その部分の改革はほとんど回避されてしまいました。「官から民へ」というのは、そもそも官による「特殊法人の経営」が問題だつたからです。「経営」に手をつけなければならなかつたのに、「特殊法人をなくす」ことを目的にしてしまった。ここが間違いで、たとえ負債があつてもきちんと返済できるのであれば、何も問題はない。特殊法人は堂々と民間ができない事業をすればいいのです。

小泉民営化の大きな問題は、税金の使われ方にメスを入れていることではないかと、高速道路の利用者が支払つた三

山崎 また「官から民へ」という言葉は、「官より民が優れている」ということを暗示しています。でも金融システムを見ると、長銀など「民」の破綻を救済してきたのは「官」のほうですよ(笑)。四兆兆円の所得移転が行なわれていますし、少なくとも一時お金を貸したことになる。「民だからよ」というのは正しくなく。

さらに大きいのはゼロ金利政策の継続で、これによって年金は大変な損失を被りました。一五〇兆円ぐらいの積立金があつて、本来は五・五％ぐらいで回す必要があるのに、一％でしか回せない。年間四％、十年で複利で考えれば六〇％の損失が発生したのです。これは保険や個人貯蓄にもいえます。さらには民間の経済を浮揚させ、不良債権処理をさせるために減税を行なってきました。

それをすべて国債というところで、帳尻合わせしてきたのです。これがなければ、国家財政は破綻していたでしょう。

兆円近くの税金は一般道路に流用されています。そのぶんを借金返済に充てれば、民営化ではなく無料化が実現します。

野口 いまおっしゃったことは、去年の総選挙でまったく議論されませんでしたね。「官から民へ」というキャッチフレーズで多くの人が想像したのは、郵貯を民営化すれば財投機関に資金が行かなくなり、財投機関が整理されるということです。しかし、すでに財投債という抜け道ができていますから、「官から民へ」は起こりえない。

山崎 それどころか、財投債をつくつた時点で、官への資金ルートは広く、太くなつたんです。これまでは郵貯、簡保、年金の三つの財源しかなかったのに、国債の場合、民間の金融機関も買います。日銀も国債を買っていますし、外国人も個人も、事業法人も買っている。官へのルートを堂々と広げたのが、財投債というものです。

野口 もう一つの誤解は、郵貯が国債を買わなくなれば、政府の浪費はなくなると思われていることです。資金源を断てば事業が合理化されるという事業はたしかにあります。国の支出はそうはゆかない。国の支出の大部分は社会保障のような義務的支出で、これをやめるには重大な制度改革をしなければなりません。少なくとも年金を全廃するぐらいの改革をしなければ、支出が縮まるはずがない。だからもし国債の購入をやめてしまつたら、それは単純に国債市場を混乱させるだけです。

この点でも「官から民へ」というスローガンは間違つています。過去十五年、民間金融システムが破綻して来たときも、郵貯はちゃんと国庫納付金を納めていたのですから。

野口 こういうジョークがありますね。「小泉改革は何か」という質問で、答えは「郵貯を民営化し、銀行を国有化する」と(笑)。「銀行の国有化」というと、りそな銀行のような明白な場合合しか思い浮かばないかもしれませんが、じつはゼロ金利政策そのものが金融全体の「国営化」だったので。

山崎 本当にそのとおりです。論理が本末転倒していて、官的なものはすべておかしいとなると、「国民の大事なインフラ」という部分が忘れ去られてしまう危険があります。

野口 郵貯に存在価値があるとすれば、むしろ国債運用を続け、償還期限まで国債を保有することにより、損失を避けることです。そして日本の金融機関が金融を理解すること。これにより初めて日本は豊かになるでしょう。