

# 郵貯と年金の運命

山崎 養世  
Yasuyo Yamazaki  
シンクタンク  
山崎養世事務所代表



やまざき やすよ氏 ● 1958年生まれ、福岡市出身。東京大学経済学部卒業後、米国 UCLA MBA。大和證券を経て94年米国ゴールドマン・サックス社に入社、98年ゴールドマン・サックス投信(株)代表取締役社長。02年独立。現在、国土交通、農林水産、金融財政、国際経済問題等に関する調査・研究及び提言活動を行っている。著書に「チャイナ・クラッシュ」(ビジネス社)、「大逆転の時代」(祥伝社)、「勝つ力」(ダイヤモンド社)等。<http://www.yamazaki-online.jp/>

○五年十一月二二日の日経新聞朝刊の一面には実際に面白い記事が二つ並んでいました。トップ記事は、郵政民営化会社の新社長に西川善文三井住友銀行前頭取の就任内定を伝えていました。その下の囲み記事は、世界最大の年金積立金を預かる独立行政法人である年金資金運用基金が、国債に含み損が出ても資産評価を変えない方針と伝えています。一見無関係に見える二つの記事を結ぶものがあります。国債です。

小泉首相は、就任当初は国債の発行を減らすと言いましたが、結局、なんとそれまでの六割も国債の残高を増やしました。積もり積もった六四〇兆円もの国債を持つているのは一体誰なのでしょうか。今年六月末時点(速報)での第一位は二〇八兆円を保有する郵便貯金であり、第二位が日本銀行で、九四兆円。そして、年

金資金運用基金は五八兆円、簡易保険は五四兆円保有しています。また、国内銀行全体で二八兆円です。すべて国債と運命をともにしているように見えますが、実は対照的なのが郵貯と年金です。

これから転機となるのは、景気回復に伴う金利の上昇です。というよりも異常なゼロ金利から正常レベルへ

への復帰です。二〇年国債の金利もすでに最低水準から〇・五%程度上昇し、五%を超えるました。今後一、二年で三%を超える水準に向かいそうです。国債の標準金利レベルである五%にも遠からず達するかもしれません。日経平均も小泉政権発足時を上回り二万円を目指す勢いです。

株も金利も上がりそうな時代が来たのです。いいことです。

ところが、郵貯の経営にとってはほとんどないことになります。郵貯の資産のほとんどが国債です。株はわずかに三・五兆円、外國証券が三兆円、もちろん貸付はほとんどありません。国債の金利が上がつてうれしいのはこれから国債に投資する人で

す。いま郵貯が持っている低い金利の国債は、金利水準が上がれば値下がります。たとえば金利が二%上升すれば郵貯の保有する国債は七・四%値下がります。四%上昇すれば一四%値下がります。この時点で含み損というものが生まれます。

ここからが問題です。郵貯がお金を集める中心は定額貯金といいう貯金者に有利な商品です。定額貯金は金利が高いときに預けておけば十年間も高金利が保証されます。一九九〇年代の初めの高金利時代から十年間は金利低下が続き、定額貯金は人気を集めました。民間金融機関は危なそうという資金も集

まり、郵貯は一九九〇年の三六兆円から二〇〇〇年には五〇兆円にも膨れ上がったのです。そのお金がほとんど大蔵省(現財務省)に預けられて特殊法人や自治体に貸し付けられ、赤字を垂れ流し続けたのが財政投融資の問題です。

もうひとつ定額貯金が貯金者に有利なのは、預け入れて六ヶ月目以降はペナルティなしにいつでも元本一〇〇%に金利を付けて返してくれることです。国がただでくれるオプションです。返してもらったお金で金利が上がった新しい定額貯金に預け替えてもいいし、株や投資信託、不動産を買ってもかまいません。金利が下がったから集めた資金は、金利や株や土地が上がれば出ていくのも簡単なのです。その事態が十五年ぶりに起きそうです。

かつて金利低下で二倍にも膨れ上がり、金利が下がった郵貯は急減するでしょう。現に定額貯金はピークから五〇兆円も減りました。もし金利が一%上昇したときに定額貯金が三割減れば、郵貯は四五兆円の現金を用意しなければなりません。郵貯は現金をほとんど持っていないから売れるものは国債を売却すると、三兆円の損が発生しかないです。ここで実際に国債

程度の損失になります。現在の郵貯の自己資本は五・三兆円しかありません。有価証券の含み益を入れても資本となるのは七兆円程度。このまでは破綻に近づいていくばかりです。つまり、郵貯全体をひとつの金融機関としてみたときに自己資本が二%程度で資産のほとんどはこれら値下がりリスクを持ち、債務である貯金は郵貯に不利な金利オプションがついたものなのです。今後の金利上昇で破綻懸念が大きく、とても民営化で世の中すべてをばら色にするような金融機関には見えません。すぐにも規模縮小しなければ、民営化どころか破綻処理のために巨額の財政資金を投入した末に、再び国営化するしかないではないでしょうか。

ところが、郵貯とは対照的に、年金にとっては、長いトンネルをやつと抜けでこれから明るい時代のように見えます。過去十五年の金利低下で、高い金利で組み入れた国債は大きく値上がりし、年金のパフォーマンスに貢献しました。しかし、その一方で新たに組み入れた国債の利回りが大きく低下し、損が顕現化するのはこれからです。年金は超長期で国民から保険料を預かり金利をつけて返すという金融事業の性格も持ちます。それを積立金運用といいます。これからは、年金は超長期で国民から保険料を預かり金利をつけて返すという金融事業の性格も持ちます。それを積立金運用といいます。国民に約束した金利は長く五・五%であり、いまは低下しても三%以上あります。これを予定利率といいます。予定利率が下がれば国民の保険料が引き上げられたり、年金を減らされたりします。年金積立金のおよそ七割は国債で運用されています。そこで財政資金の注入を受け、不良債権処理に全力を挙げられた方です。郵政職員の圧倒的多数を占め、郵便事業を主眼に置いた人事ではなく、金融機関の経営者である西川

氏をトップにすえたことは郵貯の経営問題の深刻さを物語るのでしょうか。いかに国民の負担を少なくして建て直すのか西川氏に期待したいと思います。

しかし、これからは金利も株も上がりそうです。年金の運用利回り多少複雑です。持っている株は上がりますが、少し持っている国債は金利が上がれば値下がります。ならば郵貯の定額貯金を持つている人と同様ようにしたらどうでしょうか。国債の値段が高いうちに解約、いや売却して現金にし、その資金で株を買うか金利が上がってから国債を買えば良いのです。個人で金利も株も上昇すると思っているならそうするでしょう。合理的です。

ところが、日経新聞の報道によれば、どうもそういう風には進まないようです。厚生労働省と所管の年金資金運用基金はいま持っている低金利の国債を満期まで持ち切る方針を固めたそうです。年金が国債の安定的な引受先であるがゆえに、市場とは別の評価をするのでしょうか。確かに年金は安全性を重んじる運用が大事であり、全部を株に投資するわけにはいきません。しかし十五

に及びませんでした。しかも国債の次に大きな運用先である日本株も二〇〇三年にはピークの五分の一まで下がり、巨額の累積損失が発生しました。

# 郵貯と年金の運命

年ぶりに金利株高が来そうなときには、少なくとも資産配分（アセットアロケーション）の変更を検討する必要があるはずです。それなのになぜ自分の手を縛つて国債を動かさないことを決めようとするのでしょうか。

もちろん、短期の相場観に基づく株への資産配分を推奨するものではありません。十五年ぶりのこの大きな動きは年金にとって長期的にプラスに働くでしょうし、年金としてはこの変化に適切に対応する必要があると考えます。また、年金のみならず、マスコミや学会、官僚等も含めて何が長期的に望ましい結果をもたらすのかを冷静に考えるべきです。

さて年金の問題に戻ると、もし金利が上がって年金が保有する国債が値下がりしたら世論はなんと言うのでしょうか。運用の失敗、官の無能、様々な悪口雜音が浴びせられ責任問題になるのでしょうか。挙げ句の果ては、運用なんてやめてしまえ、といふことになるのでしょうか。運用を止めたら年金はすべて消費税でまかなうのでしょうか。そうなれば税率は二〇%を超えるのでしょうか。そして、せっかく上がってきた株や金利への投資もやめるのでしょうか。運用をやめればどうやって年金資産を増やしていくのでしょうか。保険料の

六〇〇〇億円程度から三八兆円に膨れ上りました。冷静な議論をしていれば国民の負担も失われた期間もはるかに軽いものだったかも知れません。ひどい事態を指摘した人間を袋叩きにするのは快感かもしれません。結局国民が損をするのです。

大幅アップでしょうか。

世論が、年金の積立金は自分のものだと思い、自分で運用している立場になって考えることができるか、それがこの問題の鍵になっていくでしょう。定額貯金を持つている個人は金利が上がれば賢く行動できます。年金もなぜ賢く行動できるようにしないのでしょうか。そのためには実態が分かるようになると、手足を縛らないこと、が大事なのです。つまり今まで通りに国債も時価で評価すべきでしょう。そして下がりだせば売れるようになります。ドイツの場合は、四〇・七%（一〇〇四年末）。日本のファンダメンタルズが好転しているのでですから、これからは円高と思う海外投資家もいるはずです。

世界の債権大国日本の国債はわずか四・三%（一〇〇五年三月末）しか外国人が持っていないません。明らかにわが国財務当局と金融界の怠慢というしかありません。なるべく価格の高いうちに国債を外国人に売ることこそ使命でしょう。

そうして初めて日本国民が年金の損を取り戻すチャンスを本物にできるでしょう。

で最も信用力のある証券です。少し金利を上げれば、つまり値段を下げれば、すぐに売れます。外国人投資家にはスワップや為替ヘッジをしてあげれば、彼らにとって為替リスクもなくなります。あれだけ赤字を積み増したアメリカの国債の四三%（一〇〇五年三月末）が外国人に保有されています。ドイツの場合は、

で最も信用力のある証券です。少し金利を上げれば、つまり値段を下げれば、すぐに売れます。外国人投資家にはスワップや為替ヘッジをしてあげれば、彼らにとって為替リスクもなくなります。あれだけ赤字を積み増したアメリカの国債の四三%（一〇〇五年三月末）が外国人に保有されています。ドイツの場合は、

世界の債権大国日本の国債はわずか四・三%（一〇〇五年三月末）しか外国人が持っていないません。明らかにわが国財務当局と金融界の怠慢といふしかありません。なるべく価格の高いうちに国債を外国人に売ることこそ使命でしょう。

そうして初めて日本国民が年金の損を取り戻すチャンスを本物にできるでしょう。