

# 郵便貯金と個人の金融資産選択

——郵便純増データを中心として——

工藤和久\*

昭和60年11月

## 序

本稿の目的は郵便貯金(以下の郵貯と略称)<sup>1)</sup>の動きと、それ自身及びその他の金融資産の利回りとの間の関係を実証的に明らかにすることであり、さらに、その結果と他の資料とを用いて、郵貯と、銀行定期預金を含む他の金融資産との間にどのような代替関係があったかを解明するための若干の手掛りを与えることである。

1980年前後から当時の郵貯残高急増を契機として、郵貯のあり方について、郵貯側と、郵貯の急増によって定期預金が食われたとする銀行側とで、激しい論争が展開されたが、第1節ではこの論争の内容を簡単に紹介する。第2節では、郵便純増(=預入から払戻しを差し引いた額)の個人貯蓄に占めるシェアが分析のための基本的データとして導入される。1965年以降の期間におけるこのシェアの動きの検討によって、この期間が明確に3つの期間に分けられることを示す。そうして、主として、郵貯急増が特に著しかった時期に焦点を合わせて、このシェアの時間的変動を、それを説明すると思われる要因や出来事と時

---

(\*) 本稿の執筆に当って郵政省からデータの提供と資金援助を受けた。お礼を申し上げます。

1) 郵便貯金には通常郵便貯金、定額郵便貯金など数種類あるが、残高で見て、その約9割は定額貯金であり、以下では郵便貯金(郵貯)とは定額貯金を意味する。

間的に対応づけながら検討する。第3節で、郵貯純増シェアの動きとそれを説明すると推定される諸要因の間の回帰分析を行う。この節の結論を要約すると、林[10]の結論とちがって郵貯(純増シェア)は明らかに諸利回りに反応したことで、とくに、近年になってからは、税引後利回りが説明力が高いこと、又、定期預金以外の市場利回り資産(公社債、金融債)の利回りが重要であることなどである。定期預金以外の証券との代替が重要であったというこの結論は寺西[7](次節で紹介)の仮説を支持するものである<sup>2)</sup>。

## 1. 郵貯論争

この節では、郵貯問題についての銀行側と郵貯側の双方の主張を要約し、ついで、幾人かの学者の視点と分析を簡単に紹介する。

銀行側の主張を簡単に要約すると次の通りである。郵貯「肥大化」の原因は郵貯が①商品面で、②税制面で、③店舗面で「不当に」優遇されていることであり、このような郵貯の「肥大化」は国民に種々の負担を課している。第1に、郵便貯金事業は「隠された」、「体質的」赤字を生みだしており、これは国民の税金によって賄われねばならない。第2に、それによって、民間金融機関の仕事が奪われ、とくに中小金融機関の被害は大きい。そうして預金の多くが郵貯に吸収されることによって、民間資金が枯渇し、民間市場による効率的な資金配分が阻害されている。より一般的には、「非効率的」な官業の「不当な」拡大によって、民業が圧迫され、国民経済の活力が奪われることになる。

また、郵便貯金利率の決定が他の預金金利の決定と一元化されていないために、金融政策の機動的な実施が阻害されている。

さらに、郵貯は非課税であるが、その限度管理が甘く、高額所得者によって高利回りの享受や脱税のために利用され、国民の税金でこのような人々に補助

---

2) 郵貯が利回りに反応していたという結論は、林や寺西の、郵貯が個人にとって容易に利用可能な長期安全資産であったことがその急増の原因とする仮説と何ら矛盾しない。

金を与える結果となっている、等々である。

これに対して、郵貯側の主張は次の通りである。個人一特に、中低位所得層一は金融市場で、情報力の差、交渉力の差等々の種々の理由からいろいろの不利な扱いを受けてきた。戦後及び高度成長の過程で、庶民にとってほとんど唯一の貯蓄手段であった預金の利子は「不当に」低く抑られ、又、貸付けの面でも大企業優先で個人向けの貸付けは抑制された。郵貯事業はこのような一全国津々浦々に到るまでの一庶民を対象として、非営利の個人貯蓄(及び貸付)専門機関として重要な役割を果たしている。

すなわち、郵貯は、保護の下に寡占的地位を享受してきた銀行に対して、競争者として、金融市場一とくに個人を対象とした市場一における競争を促進し、寡占の行動を排除するために「先導的」ないし「牽制的」役割を果たしている。

'70年代以降に見られた郵貯急増の原因は銀行側の挙げるような理由によるよりはむしろ、個人所得水準の上昇とともに、長期かつ安全な金融資産への需要が高まったが、従来は、郵貯だけが個人にとって容易に利用可能な、そのような資産を提供していたことが主要な原因である。

又、郵貯が官業として非効率であり、大きな赤字を出しているという批判に対して、郵貯事業の経営効率は高くとくに、種々の事業(郵便、保険)と一体で経営されていることによる利益("Economies of Scope")が重要であり、また、コストの面で見ても、豪華な建物や高額な給料などによる銀行のコスト高こそ強調されるべきである、等々である。

このように郵貯問題については、当事者間で激しい論争が行われたにも関わらず、学者による研究は多いとはいえない。林 [10] は回帰分析の手法を用いて、郵貯急増の原因を探り、寺西 [7] はこの問題を戦後の人為的低金利政策との関連で論じ、貝塚 [2] は金融における官業と民業のあり方という視点から規範的な検討を加えた。館 [6]、浜田、岩田 [9] も簡単にこの問題に言及している。

林 [10] は郵貯急増の原因として銀行の主張する郵貯の3つの優利性の仮説

を否定し国民の長期・安全資産への需要の増大にその原因を求めた。寺西 [7] も又、「定額貯金は規制下の公社債に代るものとして、長期的な価値貯蔵手段であったのではないだろうか」(p. 57) を述べ、「近時の郵貯の急増は、人々の資産水準の向上、それに対応する郵貯以外の長期資産の欠如から生じた現象であった」(p. 59) としている。

貝塚 [2] は、効率性の観点だけからしても、金融における官業の役割を直ちに否定できないとして「現状の日本の金融業の在り方を念頭におくと、銀行行政に転換が見えるにかかわらず、協調的行動が強く残っており、また、経費率の比較からも単純に官業のX非効率性が民業のそれを上回っているとはいえず、現在の官業の存在理由を否定しうるかは疑問である」(p. 50) と述べている。

さらに、岩田一浜田 [9] は預金金利が低く抑えられてきたことの所得分配上の含意にふれ、次のように述べている。「しかし、日本のように預金金利が、銀行と監督官庁、そして中央銀行がいわば談合した価格として、一種のカルテル価格に類するような形で決まってくるころでは、消費者、特に、少額貯蓄者は低位に固定された預金金利によって、価格メカニズムが本来もたらすべき利益の享受を妨げられていた公算が強いのではないかと考えられる。」

館 [6] は戦後における銀行の大衆化が預金の面に限られたことを指摘し、「経済成長に伴って、消費者物価が上昇し始めるとともに預金の目減りに対する批判が起り、しだいに企業優先の貸出（インフレに伴う債務者利得の企業と銀行による独り占め）に対する批判が強まることになった」と述べ、このような批判とともに、銀行の大衆化の中で「銀行は安い金利で庶民の資金を集めながら、貸出の際には大企業、系列企業を優先して庶民の立場を考えないという批判が強まった」としている。そうして、郵貯論争においても、「一般大衆はもちろん、経済学者のなかにさえ、銀行に同情的な人は少ない」ことを指摘している。

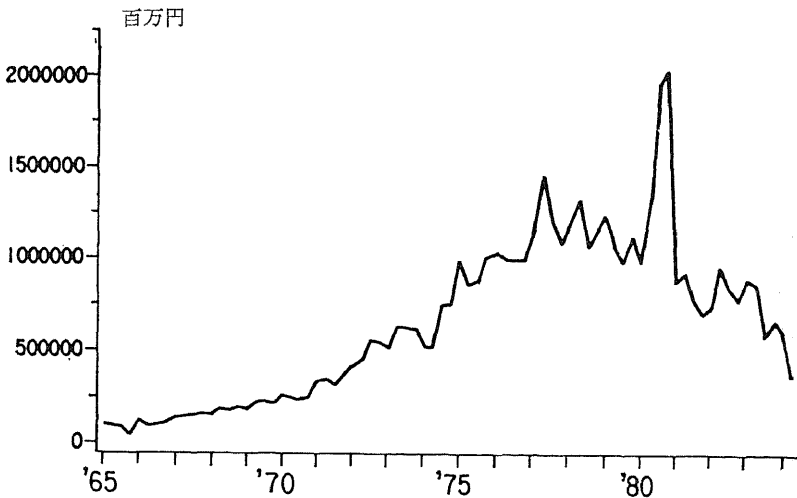
しかし他方、郵貯に対して、極めて批判的な学者もおり、その代表としてここでは加藤・山同 [3] をあげておこう。同書は郵貯が「自由主義経済の血液と

も言うべき金融のメカニズムを歪め、経済発展の障害になりつつある」として、郵貯の種々の意味での「非効率性」を詳細に論じている。

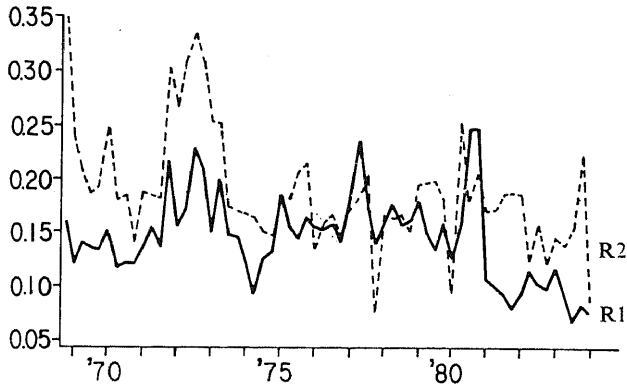
以上のように、郵貯論争がカバーする問題は極めて多岐にわたるが、基本的には、それは現実の市場に存在する種々の意味での不完全性、非対称性、取引の費用等を考慮し、さらに、単に、資金配分上の効率性の観点からだけでなく、所得配分上の含意をも考慮した場合に最適の金融市場の構成は如何にあるべきかという大問題に直接、関係している。問題の重要性に鑑みて、今後一層多くの研究がなされる必要があろう。

## 2. 郵貯シェアの歴史的変動

第1図に郵貯純増(季節調整済)の四半期データ('65年第4半期~'84年第2四半期)が図示されている。'77年頃まではほぼ一貫して増加のトレンドを示しているが、それ以降は'80年における異常な増加を除けば、むしろ、トレンド的に減少している。この郵貯純増の個人貯蓄(季節調整済)に占めるシェア(R1)が第2図に示される。R2は、定期預金純増(季調済)の個人貯蓄に占めるシェア



第1図



第2図

である。(期間は'65年第4四半期から'84年第1四半期までである。)

この図から直ちに読みとれることは、両シェアの動きと、それらの大きさの間の関係に時期によって、明白な違いがあることである。まず両者の大小関係について見ると、ほぼ'73年の終り、ないし'74年のはじめまでの時期と、'81年以降の期間においては一貫して、定期預金純増シェアの方が、郵貯純増シェアを大幅に上回っている。

これに対して、これらの期間にはさまれた、'74年から'80年までの期間においては、両シェアはほぼ同じ水準にあり、時期によっては郵貯純増シェアの方が高くなっている(第1表参照)。

他方、両シェアの動き方の間の関係を見ると'69年から'73年までの期間が最も特徴的で、両者は平行的に動いており、次の期間になってやや、この関係が崩れ、最後の'81年以降の期間においてはむしろ、両者は逆方向の動きをしているように見える。(このような変化は両者の相関係数にもあらわれるが後述する(第2表))。

そこで以下では'65年から'84年までの全期間を次の三つの期間に分けて考察

第1表 両シェアの平均値

	郵貯純増	定期純増
第1期	14%	23%
第2期	16%	17%
第3期	9%	16%

する<sup>3)</sup>。

第一期は、1965年第1四半期から、1974年第1四半期ないし、第2四半期までの期間であり、第二期は、1974年第2四半期ないし、第3四半期から、1980年第4四半期まで、そして、第三期は、1981年第1四半期以降である。各期の特徴をもう一度、要約すると、第一期の特徴としては、まず、両シェアがはっきりと平行的に動いており、しかも定期純増のシェアが一貫してほぼ同じ程度に高いことである。これに対して、第二期においては、両シェアの水準は平均的に見て、ほぼ等しくなっており、いくつかの時点では郵貯純増シェアの方が大きい。同時に第一期に見られた、両者の平行的な動きの関係は崩れている。しかし、第三期に入って、郵貯純増のシェアは再び明らかに低下し定期預金のそれを大幅に下回るようになった。さらに、両者は逆方向に動く、すなわち、郵貯純増シェアが上がるときには、定期純増のそれは低下し、逆の場合には逆になるという関係が見られるようである。

この関係を、両シェアの相関係数でみると、第一期については、約0.77、第二期については約0.32、第三期では約-0.08となっており、当初の平行的うごき（したがって、残高の安定的シェア）から、第3期の無相関ないし、負の相

第2表 両シェアの相関係数

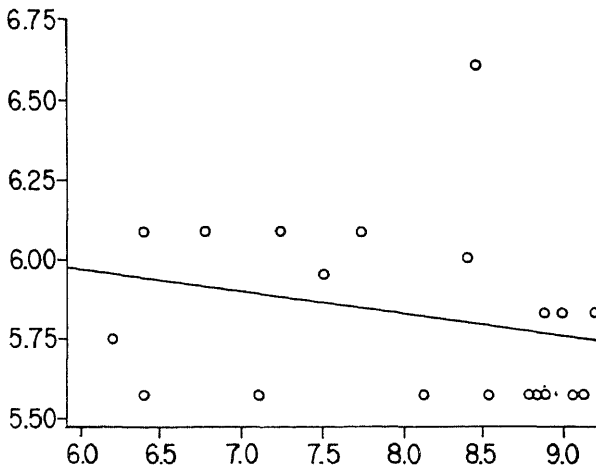
第1期	第2期	第3期
0.77	0.32	-0.08

3) 2図には'69年以降のみが示されているが、'65年～'69年の動きも、'69年～'73年までの動きと同じである。

関を示す動きへの変化を明らかに読みとることができる。

最後に、第1期の動きには、残りの2つの期間のそれと明らかな相違がある。即ち、第1期においては、両シェアはかなり規則的な循環的動きを示しているのに対し、第2期以降においては、それらの動きはやや不規則で、でたために動いている印象を与えることである。これは郵貯と定期預金その他の金融資産との間の代替関係に大きな影響を与えるような出来事が、'73年頃までは殆んどなかったのに対し、'73年頃以降に頻繁に起るようになったこと、定額貯金と定期預金の利回りの関係がこの頃を境として、変化したこと等によると考えられる。

さてそれでは、両シェアの各期間における動きの違いを説明するものは何であろうか。第一は、郵貯と定期預金(及びその他の代替的金融資産)の利率の動き方の変化である。第一期においては、定額貯金と定期預金の両者ともに、利率はほぼ固定的に維持されていた。両者とも、'61年から'70年までの10年間5.5%に据置かれていた。(1年物定期預金及び2年以上物の定額貯金の利率を示す。第4図参照)が、'70年に、5.75%に引上げられ、その後'73年ま



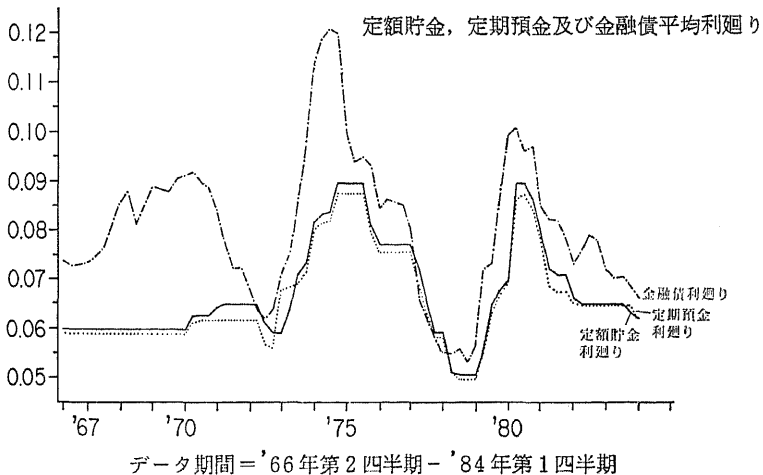
第3図



で、若干の上下はあるが基本的には極めて固定的であったと言ってよい。もち論、この間、市場利子率（利回り、特に、金融債利回り等）は大きく変動していたが（同図参照）、定額貯金や定期預金の利子率は、それとは余り関係なく設定されていた。むしろ、この期間（'68年第3四半期～'73年第3四半期）定額貯金利子率は市場利子率（金融債利回り）と負の相関（ $-0.25$ ）を示しているのである。（第3図）

これに対して、第2期以降においては定額貯金及び定期預金の利子率は頻繁に変更されるようになっただけでなく、市場利子率と極めて密接に連動するようになった（第4図）。実際、定額貯金利子率と金融債利回りとの間の相関係数は $0.86$ （データ期間'73年第3四半期～'84年第1四半期）にまで高まった。

第1期においては、定額貯金と定期預金の利子率が固定的であったため、市場利子率が高くなるときには、前者と金融債等の証券との間の利回り差が前者に不利となり、資金が定額貯金や定期預金から、金融債等証券に流れ、逆に、市場利子率が低くなるときには、定額貯金及び定期預金のシェアが高くなるという関係が見られる。この関係は第2図と第4図の比較から明瞭に読みとれる。



第4図

しかし、第2期以降、定額貯金や定期預金の利子率が市場利子率と連動するようになって、両者の利回り差の大きな循環的変動は見られなくなり、市場利回りと定額貯金シェア又は(そして、プラス)定期預金シェアとの間の関係は従来ほど明瞭でなくなっている。

定額貯金と定期預金とのシフトについては、第一期には、両シェアが平行的に動いていることからわかるように、顕著なシフトは見られないといつてよい。

第二期に入って郵貯純増シェアの高まりと、その定期預金シェアとの接近が起った。この現象について、郵貯の金利面での有利説、長期安全<sup>4)</sup>資産の需要増加説などの仮説が提示されたが、林 [10]、西村 [14] (10月20日号)、本多 [14] (10月13日号)、全銀協等 [5] 等、賛否両論が展開された。

郵貯純増シェアの動きで見た場合に、この問題についてどのようなことができるかは次節以下で論ずるとして、ここでは、いくつかの注意をしておこう。

第一に、定期預金純増シェアは確かに第二期以降、第一期におけるよりも低下している(第1表)。すなわち、第一期から第二期にかけて23%から17%と6%も低下している。しかしこれに対して定額貯金純増シェアは14%から16%へと2%上昇しているにすぎない。これは定期預金純増シェアの低下が、そのまま、定額貯金純増になったのではないこと示唆している。すなわち、第二期以降において、両預金から他の証券等への若干のシフトが生じたと解すべきであろう。そうして、これは(とくに郵貯について)第三期において、一層、顕著になる。

第二に、前述のように、第二期と第三期の境をなす時期('73年~'74年)から、金融資産選択に大きな影響を与えたと考えられる出来事が連続的に起ったこと

---

4) 利子率がより頻繁に変更されることになって、預金を長期にもつ場合の利回りの不確実性が定期預金に不利となり、定額貯金に有利となった。なぜなら、定額貯金は預入時の利子が10年間適用されるが、定期預金の満期は('73年まで)最長2年であり、それ以降の利子率は不確実になるからである。林 [10] はこれが郵貯増の原因であることを実証的に論じている。

である。主要なものを上げると、第一に、利子に対する税率及び非課税枠の変更と、利子課税制度の一特に、分離課税か総合課税かの一改革の試みである。

もう一つは、'70年代の終りから'80年代に入って、新金融商品が続々と誕生し、それによって諸資産需要関数のシフトが起こったことである。

このように、この期間には重要な制度的変化とか、自由化や技術進歩—金融業務における電子化等—による新商品の開発が続出したので、回帰分析を行う際に十分な注意を払う必要がある。

そこで、はじめに、第2図に示した定額貯金と定期預金のシェアの時間的変動を、それらを直接、説明すると考えられる出来事と歴史的に対応づけながら、検討する必要がある。以下で、まず利子課税の変遷を、ついで新金融商品について簡単に展望する。

#### a. 利子課税の変遷

第2図に示されている期間について見ると、利子課税率は'68年以降、15%であったが、'71年第1四半期に源泉分離選択課税制度が導入され、分離税率は20%になった。この税率は'73年第1四半期に25%へ、'76年第1四半期には30%へ、さらに、'78年には35%へと引き上げられて今日に至っている。このように、利子課税率は70年代に入って、15%から35%へと大幅に引上げられたが、これが人々の金融資産選択に大きな影響を与えたであろうことは十分考えられる。

これと関連して重要なのは非課税制の適用とその限度額の変更である。いわゆる少額貯蓄非課税限度額（「マル優」）は1965年から1971年まで、100万円であったが、'72年第1四半期に150万円に拡大された。このとき、郵便貯金（非課税）の預入限度額も100万円から150万円へ、また、国債（マル優の対象でもある）の非課税限度額（別枠）も50万円から100万円に増額された。しかし、より大きな影響をもったと考えられるのは、'73年12月の非課税枠の拡大であって、この時、少額貯蓄非課税限度額及び郵便貯金預入れ限度額はいずれも150万円から300万円へ増額され現在に至っている。（国債についてはこのとき別

枠で300万円に増額されたが、'77年4月以降、国債別枠300万円は公債別枠300万円と変更された。)さらに、勤労者財産形成促進法にもとづき、'72年から勤労者財産形成貯蓄の非課税制が導入された('72年第1四半期以降100万円、'73年12月に500万円に増額)が、定額貯金、定期預金のいずれも適用となるので、両者の間のシフトの問題に大きな影響はなかったと考えられる。

利子課税率の引上げと、非課税枠の拡大とともに、この期間一とくに、後半一の金融資産選択に大きな影響を与えた事柄として、利子課税のいわゆる総合課税への移行の問題がある。これは、いわゆる「グリーンカード」問題として政治問題化し、その動向が、郵貯と銀行預金の間に巨大なシフトを引起したとも言われた。

1980年3月31日の法改正で利子・配当所得は'84年1月1日から総合課税へ移行するとともに、非課税制適用の際の本人確認及び名寄せのための方策として少額貯蓄等利用者カード(「グリーンカード」)制度を採用することが決定された。

この利子課税の総合課税への移行の決定とともに、銀行預金からの資金の巨額のシフトが生じたが、これは分離課税制度が廃止されると、限界税率の高い大口預金者(高所得層)の場合、利子に対する税率が大幅に上昇するために、そしてまた、総合課税へ移行すれば、預金の資金の出所を税務当局に捕促されることになるため、資金を他の資産(とくに、当時は、ゼロクーポン債)へシフトしたことによるものと言われた。

第2図に示されるように、1980年第3,4四半期には郵貯純増シェアの急激な上昇が見られたが、これも銀行側の立場に立つ人々からは、グリーンカード制度が、当初、郵貯を「実質的に対象外としていたことによるもの」とか、郵貯の限度管理の甘さによるものと言われた。([14], [16])しかし、銀行側からの反対によって、'80年末に郵貯もグリーンカード制の対象とすることについて合意ができたが、それと同時に郵貯純増シェアを低下した。(定額貯金利率も低下したので、何が原因であるかこれだけでは特定できない。後述)

しかし、利子課税の総合課税への移行や、グリーンカード制については、多くの方面から種々の批判があったし、また、そもそも、グリーンカード制を対郵貯戦略として、積極的に推進してきた銀行側も、それが利子の総合課税への移行と抱き合せになったことによって、銀行側にとっても好ましくないものとなり、逆に、グリーンカード制反対に回った [16]。こうして、総合課税とグリーンカード制の双方について見直しの機運が高まり、'83年4月にグリーンカード制実施の3年間延長と、源泉分離選択課税制度の延期とがきまり、さらに'84年12月にはグリーンカード制の廃止が決まった。

#### b. 新金融商品の族生

次に、金融資産の質的变化と、新商品の開発について見よう。まず、郵貯及び定期預金であるが、いずれの側にも種々のサービス、たとえば、給料の自動振込み、現金自動預払機の設置、預金者に対する貸付(「ゆうゆうローン」など)等が実施されてきたが、ここでは、主として、より高い利子を附されるより長期の預金の創出について見る。

定額貯金は1970年までは<sup>5)</sup>、2年超物が、最も高利であったが、1971年1月から2.5年以上物が創設され、利率は2.5年未満(1.5年以上)物よりも0.25%高くなった。'73年7月からは、これが3年以上物に変更された。

定期預金については、'72年まで一年定期しかなかったが、'73年に2年定期が創設され、この利率は定額貯金の利子と連動するようになった。'81年6月からは、いわゆる「期日指定定期」預金が導入され、マル優扱いの預金に対しては、最長預入期間3年で、2年以上預入れる場合には2年物定期預金利率が一年複利で適用されることになり、これによって、定期預金と定額貯金の代替性が非常に高まった。さらに、'83年4月から銀行が国債を発売できるようになり、同年8月から、いわゆる「国債定期口座」—国債と期日指定定期預金を組合わせたもの—が創設されたが(特に、国債比率の高いものは)利回りが他

---

5) 昭和20年代初期にはより長期の定額貯金があったが、ここでは対象外である。

の預金よりかなり高いものとなっている。

次に、郵貯、定期預金以外の新商品であるが、主なものは第3表に発売された順に示す。よく知られているものとして、ビッグとワイドがあるが、いずれもマル優専用であり、前者は収益満期受取り型の貸付信託であり、高利回りであるが変動金利であり、後者は、利子一括払いの確定利付金融債である。また、国債複合商品として証券会社の売りだしたいわゆるハイパック（国債プラス公社債投信など）は（国債を対象とした）特別マル優の対象となり、満期々間が長いが高利回りである。さらに信託銀行の売りだしたダブル（国債プラス金銭信託）、長信銀の売りだした国債割引債口座などがあり、いずれも、預貯金よりはるかに高利回りである。

以上のように金融新商品の開発には、銀行だけでなく、信託銀行、長信銀、証券会社などが参加しているが、さらに、生命保険会社も高利回りの貯蓄商品を売りだすようになった。いわゆる一括払養老保険がその例で、5年物貯

第3表 '80年代における金融革新及び新商品

'79年	'80年	'81年	'82年	'83年	'84年
譲渡性預金自由金利で発売（5月）	中国ファンド創設（1月） 4年物国債発行（3年物は'78年、2年物は'79年） 外貨預金自由化（外為法改正）（12月）	期日指定定期預金発売（6月） ビッグ（信託銀行） ワイド（長信銀）	ジャンボ発売（7月）	銀行国債窓販開始（4月） 国債定期口座（8月）ハイパック（9月）	大蔵省金融自由化スケジュール発表（1月） ダブル（信託銀行）

蓄としては最高利回りだとされている。

又、上の説明から推測されるように、新商品の高利回りを可能にしているものとして国債一特に、長期国債一がある。国債はその累積とともに利回りが高くなり、銀行、証券会社等はそれを利用して、高利回りの金融商品を創出した。

もちろん、国債自身も第3表にあるように'70年代の終りから'80年にかけて、その満期を多様化(中期国債の発行)し、又、特別マル優対象となるので、個人にとっても有利な投資対象となり、預貯金に競合する有力な金融資産となってきた。

以上のように、'70年代の末から'80年代に入って、金融(金利)の自由化が進むとともに新たな高利回り商品が続出した。この結果、定額貯金はもはや高利回りとはいえなくなり、その金融資産としての魅力は著るしく低下したと考えられる。これが'80年代に入ってからの定額貯金シェアの低下の有力な原因の一つであろう。

### 3. 郵貯急増の3つのケース

以上のような歴史的変遷をふまえて、第2図の定額及び定期シェアの動きを点検しよう。主要な関心は'73年~'74年以降、すなわち、第二期以降にある。第一期と第二期を画する出来事としては'73年12月の非課税枠の拡大、'73年1月の2年物定期預金の導入、さらに、ほぼ、'73年前後を境として、利子税率が急速に引き上げられたことなどがある。さらに、一層、基本的な変化として、'73年前後を境として、定額貯金及び定期預金の利子率が市場利子率ときわめて密接に連動するようになったことがある。

さて、'74年に入って、郵貯純増シェアは上昇して定期純増のシェアに接近しないし、それを越えるようになったが、なかでも、'75年第1四半期、'77年第2四半期に前者のシェアの著るしい上昇が見られ、これに対して、'77年第4四半期に後者のシェアの著るしい低下が見られる。さらに'80年代に入って'80年

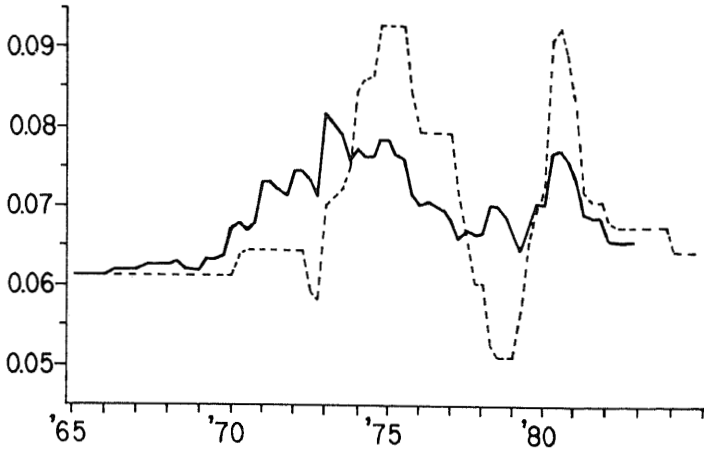
第3,4四半期に郵貯純増シェアが急上昇している。これらの3つのケースについて以下でその原因と考えられるものを個別に探っていく。

まず、'75年(昭和50年)における状況を見ると、定額貯金、定期預金ともに利子率は8%で過去最高であったが、他方、金融債利回りは前年の12%台から9%台へ低下していた。(第4図)このように、定額貯金と定期預金の利子率が同じであっても、それが高いときには郵貯の増加が大きくなるのが特徴的である。('80年第3四半期にも同様のことが起った。)林[10]らも指摘するようにこれは、定額貯金の場合、預入時の金利が長期(10年)に亘って適用されることから、長期投資としての利回りが高くなるが、定期預金の満期は(当時は)せいぜい2年であり、また、利子率が第4図の示すように循環変動することから、現在の利子率は高くても2年、4年後の利子率は低下すると予想され、長期投資をした場合の予想利回りは定額貯金のそれにくらべて低くなると同時に、その不確実性も大きいことが原因の一つであろう。

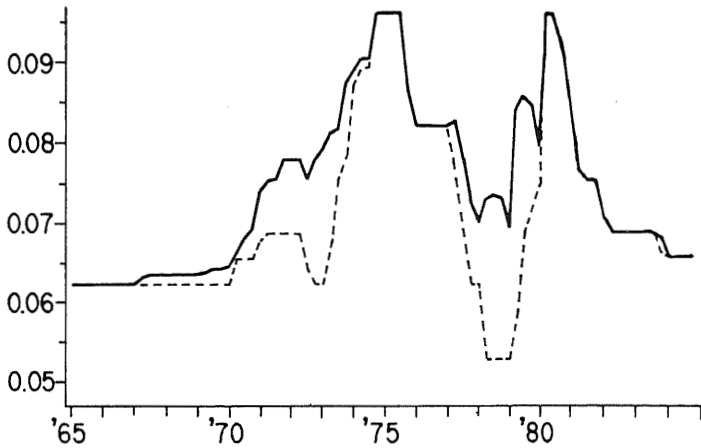
実際、定額貯金と定期預金の5年間の事後的利回りを計算して見ると、第5,6図の如くなる。'74年末から'75年にかけて預入された定額貯金の利回りは実際に約9.6%であったが、これに対して、定期預金のそれはただか7%台にすぎない。税引前の名目利回りですでに約2%の差がある。仮りに、人々が'74年の時点で将来の定期預金利子率の低下を正しく予想していたとすれば、上の数字がまた'75年時点での予想利回りを与え、表面利子率が同じであっても、両者の間の予想利回りに大きな差が生ずることがわかる。

そうしてこの予想利回り差は、現在の利子率が平均的水準にくらべて高いほど大きくなると考えてよいであろう。なぜなら定期預金の予想将来利子率は、現在水準が高いほど、それにくらべて低くなると考えられからである。したがって、表面利子率が同じでも、それが高い時には、定額貯金の予想長期利回りは定期預金のそれを大幅に上回ることになり、それが、この時期(及び'80年第3四半期)の郵貯への大幅なシフトの一つの原因であったと考えられる。この点は郵貯側からも指摘されている。(文献[14]9月8日号 p.24)





第5図



第6図注)

注) 預け替えによるより高い利率の適用を考慮している。

なお、第二の、'77年第2四半期のケースでは、定額貯金金利は7%から6%へ引下げられ、平均で6.57%であった(定期預金も、それよりわずかに早く6%へ引下げられたが)、金融債利回りをはじめとする市場利率の低下は著しく、丁度、'77年第2四半期の時点で6.63%(金融債平均利回り)で、定額貯金の利子率(年率)の6.68%よりも低かったのである。これが、定額貯金の利子率がそれほど高くなかったにも関わらず、それへの大きなシフトが起った原因の一つであろう。すなわち、'77年第2四半期の場合には、金融債その他の市場利回り資産の利回りが、定額貯金のそれにくらべて例外的に低くなったのが郵貯純増シェア急増の有力な原因だったと考えられる。

次に、利子課税率とマル優枠及び郵貯預入限度額の変更の効果についてであるが、全般的に見て、税率の引上げと限度額の増額が行われた時期と、郵貯純増シェアの高まりの時期がほぼ一致していることは否定できないようである。

'74年後半から'75年にかけての郵貯純増シェア急増の前に、'73年1月には分離課税率が20%から25%へ引き上げられ、同年12月には、マル優枠及び郵貯限度額が150万から300万円に拡大された。'75年における郵貯の急増には前述の通りその(中長期)利回りが高かったことが主要な理由と考えられるが、マル優枠を使い切ってしまった人々にとってはこの25%の利子課税率は、税引後利回りを一層、定額に有利にし、そのシェアの増加に一役買ったと思われる。

しかし、税率の引上げの影響はむしろ、第二番目の'77年第2,3四半期により大きな役割を果たしたと思われる。この時期、郵貯純増シェアは最も高い水準に達した。定額預金利子率は'77年第1四半期まで7%、第2四半期に6%へ引下げられ、平均で6.57%となった。さらに同年第4四半期には5.5%へと引き下げられた。2年物定期預金についてもほぼ同様である。それでも、金融債利回り等の低下は著しく、利回りが一時逆転したこと、そしてそれが郵貯純増シェア急増の一因となったであろうことは前述した。

しかしこの時期、より大きなインパクトをもったのは利子課税率の25%から30%へ('76年)そして35%へ('78年)の引上げであろう。

税制調査会は「昭和52年度の税制改正に対する答申」の中で利子、配当所得の源泉分離選択課税制度については、選択税率を35%へ引き上げることを答申した。これにもとづき、租税特別措置法が一部改正され、昭和53年1月1日から同55年12月31日の間に支払いを受けるべき、利子配当所得に対して35%の源泉分離税率を適用することとなった。

このような利子課税率の高まりは、税の負担感を高め、金融資産選択に際して、人々をして、益々、税引後利回りと、郵貯(300万円)、マル優(300万円)、国債(マル優の対象でもあり、さらに別枠として300万円)等の非課税枠に注意を向けさせたであろう。そうして、このことは、平均的に見て限度額までの余裕の大きかった郵貯に多くの資金を向けさせたと考えられる。

それでは最後に、郵貯純増シェアの高原の期間の最後の年である'80年第3、4四半期の急激な高まりを説明するものは何か。

第1は、'75年第1四半期におけると同様、定額貯金の利率が(定期預金のそれとともに)8%の最高水準にあったことであるが、しかし、それとともに重要な理由として指摘されたのが、利子課税の総合課税への移行の決定といわゆる「グリーンカード」問題である。これらが定期預金からのシフトを引きおこしうる理由については前述したが、郵貯純増シェアの高まった'80年第3、4四半期には定期純増シェアはそれほど低下していない。むしろ'80年第1四半期に極端な低下を示している。しかしこの時期には郵貯純増シェアも低下しており、恐らく、資金は他の資産(ゼロクーポン債等)に流れたのでであろう。(実際、税制調査会が総合課税移行とグリーンカード制度採用を答申したのは'79年12月である。'80年第1四半期の定期純増シェアの激減はこれに対する反応とも考えられる。)

'80年第3四半期には、郵貯純増シェアの高まりと定期純増シェアの(前期からの)低下とが見られ、これは、前述の予想利回り差にもとづくものと思われる。第4四半期には定額利率が平均で7.75%へ下がったが、引下げが行われたのは同年12月1日であり、10、11月の間に、8%の利子の適用を受けるべく

大量の資金の流入があったものと思われる。

しかし、5年前の'75年時点で利率が同じく8%であった時に比べて、郵貯純増シェアは5%以上高い。この差を説明するものとしては恐らく、利子の源泉分離課税率が10%高くなっていること、人々の金利選好が強まったこと、高金利時の定額貯金の有利さがより広く知られるようになったことなど、いろいろの理由が考えられるが、おそらく、銀行側の主張する総合課税移行とグリーンカード制採用決定の影響もあったと思われる。ただ、留意すべきことは、郵貯純増シェアの上昇が主として定期純増シェアではなく、証券のシェアの低下を伴っていることである。従って、この時期の郵貯純増シェアの高まりが主として銀行定期預金の犠牲の下に起ったという見方は当たらないようである。

以上で、郵貯純増シェア急増の3つのケースについて、それぞれの時期の出来事を探ってその原因を求めてみた。

最後に、'81年以降の郵貯純増シェアの著るしい低下の理由について簡単に検討する。

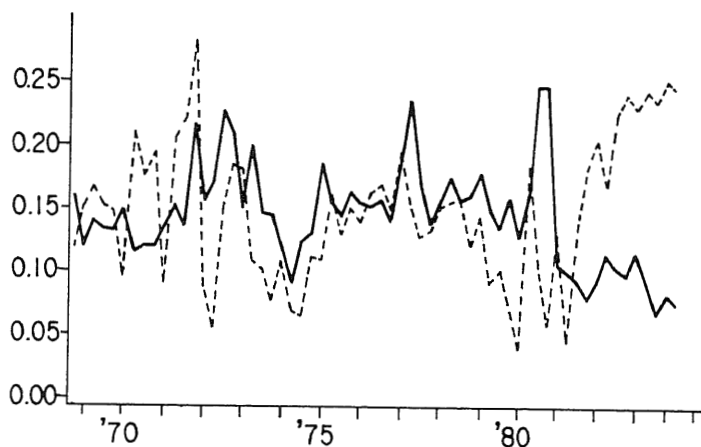
いくつかの理由が考えられるが一つの仮説として一少くとも利回りに敏感に反応する程、資産をもつ一家計の多くが、郵貯預入限度額を使い切ってしまったことが考えられる。この場合でも、たとえば、家族名義の口座に貯金することもできる。しかし、もしこれが贈与とみなされることになれば（1年に60万円をこえる額については）贈与税の対象となるかもしれず、徴税の厳格化の中で、このような方法の利用も限られよう。

第二に、前述した、高利回りの新金融商品の族生がある。たとえば、期日指定定期の出現によってマル優が適用される場合には、定期預金と定額貯金は3年までの投資についてはほぼ完全な代替財となった。このような両者の競争関係の緊密化は第2表に示したように、両シェアがむしろ負の相関を示すようになったことにはっきりあらわれている。

とはいえ、第2図からわかるように、郵貯純増シェアの低下の大きさだけ、定期預金純増シェアが上昇したのではない。後者は平均的に見て、第二期の値

ほとんど変わっていないのである。(第1表)

郵貯純増シェアの低下とはほぼ対応する形でシェアを伸ばしているのは実は有価証券保有である。第7図に示すように、証券純増シェアは著るしい高まりを見せている。(両シェアの相関係数は、'79第14四半期—'84第四半期の期間で見ると $-0.57$ であった。)この理由も先にのべた、高利回りの新金融商品の続出と国債の(満期の)多様化と高利回り化であると考えられる。いずれにしても、'80年～'81年に郵貯をめぐる環境に大きな変化があったと考えてよく、この時期を分析期間の一部として含むような回帰分析を行う場合に何らかの仕方で考慮に入れる必要があるだろう。



第7図

#### 4. 回帰分析

本節では、前節までの議論をふまえて、郵貯純増シェアの変動に関する回帰分析を試みる。ここでの主要な目的はこのシェアが定額貯金と、定期預金及びその他の代替的金融資産の利率(ないし利回り)にどのように反応するか、又、その利率(ないし利回り)として、税引前のものが用いられるべきか、税引後

のものが用いられるべきかという点を調べることである。

しかし、郵貯純増シェアを利子率や利回りに回帰させる方法には、いくつかの疑問点と困難がありうる。

第一に、ここでは、郵貯の増分を利子率(ないし利回り)に回帰させるのであるが、経済学の資産選択の理論では、周知のように、ある資産の残高需要が諸資産の利回り、所得、富の大きさ等によってきまるものとされる。数式的に表現すれば、

$$TGK=f(r, y, W) \quad (1)$$

と書ける。ただし、ここで  $TGK$  は定額預金の残高需要、 $r$  は定額貯金を含む諸資産の(予想)利回りのベクトル、 $y$  は所得、 $W$  は富の大きさである。この定式化の背後にある考え方は、資産保有の調整が、単位期間内に完了することを前提している。

しかし、利子率の変化に対する資産保有の反応がこのような資産選択の理論が予想させるほど大きくないと考えるべき理由がある。第一は、いわゆる調整のラグであって、認識のラグや実際の行動のラグがある。取引費用が重要である場合には、とくに少額の資産保有者の場合、利子率の変化があっても直ちに資産保有の調整をすることは割に合わないかもしれない。

第二に、現実の多くの金融資産は預金にしろ、金融債や国債にしろ、その保有期間一こくに、最も有利な保有期間一の長さが、資産の購入時にあらかじめ、固定的にきめられているものが多い。たとえば、金融債や国債の利回りが、定期預金や定額貯金とくらべて有利になっても、その時までそれらの預貯金に投資されてきた資金を、それらを解約して金融債や国債に投資することはかえって不利であるかもしれない。この場合でも、普通預金や、丁度、満期の到来した定期預金、又すでに、かなりの期間、預入されていて利回りの高くなった定額貯金の解約などによる資金のシフトは起きるであろう。しかし資産保有の調整はむしろ、新規の貯蓄をより有利資産へ投資するという形で行なわれるかもしれない。このような場合には、残高よりもむしろ増分が利子率に対して大

きく反応すると考えてよいであろう。そうして、この考え方は残高の調整が徐々に行われるとするいわゆる部分調整モデルの考え方をとれば、(1)で示した資産選択行動と矛盾するものではない。

要するに個人貯蓄に占める郵貯純増シェアが、郵貯の利回りが(相対的に)高く(低く)なるとときに上昇(低下)するのは、①一時的なポートフォリオシフトと②すでに保有している資産の保有形態の変更に加えて、新規の貯蓄のうちより多くを郵貯を向けることによる。この後者の動きは、資産の中で郵貯の比率に高めるために行われるかもしれないし、また、たとへ、資産保有比率の調整が完了した後にも、個人資産に占める郵貯の望ましい比率が高くなっていればそれを維持するために行われるであろう。

なお、純増を従属変数とする方が、利回りの変化に対する反応を detect しやすという以外に、残高データを用いる場合に生ずるいくつかの問題点を指摘する。第一は、郵貯の残高データが利子の元加分をふくむことである。他方、定期預金データはこれを含まないから、二つのデータをそのまま用いることには問題があろう。第二に郵貯にはごく小口の貯金口座が多いが、これらの少額貯金には、資産選択の対象とされるよりはむしろ放置されているものもある。このような少額貯蓄も合計すれば大きな額になり、しかも元加されるから、郵貯残高のすう勢的な動きにかなりの貢献をしうことになる。このような放置貯金の影響を除くには残高よりはむしろ純増の反応を見た方がよいと思われる。

郵貯純増の回帰分析に際しての第二の困難として、いわゆる多重共線性の問題がある。これは、郵貯という資産の分類が細かいものであるため、他に密接な代替資産—したがって、利子率(ないし利回り)の動きが郵貯のそれと酷似する資産があることから生ずる。ただし、この問題の回避を可能にすると考えられるいくつかの要因がある。

代替的資産として、定期預金をとり上げるよう。第一は、もし、説明変数が税引後の利回りであるとすれば、定額貯金(非課税)と定期預金の利子率の動き

が類似していても、両者の間の税引後利回りは一税率が大きく変化したので一異なった動きを示すことである。

第二に、説明変数としての利回りは予想利回りである。この利回りはその資産の計画保有期間の長さに依存するが、たとえば、5年間、資産を定額預金に投資する場合、現在利子率一年率 $i_y$ とすると利回りは

$$\text{定額貯金 5 年利回り} = \frac{1}{5} \{ (1+i_y)^5 - 1 \}$$

で与えられる。もちろん、郵貯の場合、将来利子率が引き上げられれば、預け替えによって、高くなった利子率の適用を受けられるから、これは、最低利回りであるが、預け替えの問題はここでは無視する。

他方、定期預金に5年間預入する場合、仮りに、2年定期預金を2回、1年定期を1回利用するとすれば、(予想)利回りは

$$\frac{1}{5} \{ (1+i_{T_2})^2 (1+i_{T_2}') (1+i_{T_1}') - 1 \}$$

で与えられる。ただし、 $i_{T_1}'$  は現在の2年物定期預金利子率、 $i_{T_2}'$  は2年後の予想利子率、 $i_{T_1}'$  は4年後の予想(1年物定期預金)利子率である。したがって、仮りに  $i_y$  と  $i_{T_2}$  が密接に連動していても、予想利子率  $i_{T_2}'$ 、 $i_{T_1}'$  と  $i_y$  とは連動するとは限らず、それらの間の連動の程度が小さいならば(予想)利回り間の多重共線性問題は軽減されるであろう。

説明変数としては、たしかに、予想利回りが用いられるべきである。たとえば文献 [13] では、定額貯金増加額の説明変数の中に、予想金利をあらわすものとして、一期先利子率と今期利子率との差を用いている。

最も簡単な予想モデルとしては、静的予想のモデル、すなわち、現行の利子率が将来も続くとするモデルがある。本稿でもこのモデルを採用するが、より合理的なモデルを用いた研究が必要であろう。第一に、第4図に示したように、利子率は歴史的に見て循環的な動きをしている。もし、人々が、この事を知っていれば今後の利子率が現在と同じ水準にとどまると予想するとは想定しにく



い。第2に第5図に示すように、定期預金の事後的利回りは、現行の利子率がつづくと想定して計算された（予想）利回りと大幅に乖離するという事実がある。すなわち、予想利回り—したがって現行の利子率—が高いときには事後的利回りはそれよりも低くなり、逆に—現行利子率が低く—予想利回りが低いときには、事後的利回りはそれを上回る傾向がある。

もし、人々が将来利子率を正しく予想するものとすれば、第5図の点線で示される事後的な利回りを予想利回りとして用いるべきである。実際には完全予見はありえないとしても、現在利子率とは異なる何らかの予想利子率を用いるのが妥当であろう。しかしながら、この場合、人々が予想利子率をどう形成するかを特定しなければならないという困難な問題がある。

最も単純な合理的予想形成の定式化は時系列モデル—AR, ARMA モデル等—を推定し、それを予想形成に利用するというものであるが、本稿のようにデータが'65年以降の約80前後ではデータ数の不足の問題がある。

以上のような理由から本稿では、問題はあるが、静的予想の仮定を用いる。より現実的な予想モデルを用いた推定は今後の課題としたい。

第4表の第1行には、郵貯純増シェアを定額貯金平均利回り（2年から5年までの利回りの平均）とダミー（第三期における下方シフトをとらえるダミー）に回帰させた結果を示す。係数の符号は予想された通りであり、又、 $t$  値もほぼ、それが有意であることを示している。ただし、 $R^2$  の意味での説明力は余り大きくなく、又、 $DW$  比も低い。これは同シェアの動きを説明するのに代替的資産の利回りも考慮しなければならないことを示唆する。

同表第2行以下はこれらの説明変数を追加した場合の結果である。

定期預金利回り（2年から5年の平均）を追加した場合、二つの利回りの係数は予想通りであるが、それらの値は非常に小さい。しかし、 $R^2$  の意味での説明力はかなり大きくなり、しかも、 $F$  値の大きさからして、同時的にとりこまれ、これら三つの説明変数（ダミーを含む）は重要であることがわかる。

利回りの係数の推定値の  $t$  値が小さいのは多重共線性の存在によると考えら

第4表

データ期間='73年第1四半期-'84年第1四半期

方法	定数	定額貯金利回り	定期預金利回り	金融債利回り	タミ
OLS	0.11 (4.11)	0.63 (1.63)	—	—	-0.06 (-5.39)
$(R^2=0.3, F(2.74)=15.66, DW=1.28)$					
OLS	0.15 (4.71)	0.21 (0.09)	-0.10 (-0.04)	—	-0.07 (-6.39)
$(R^2=0.52, F(3.41)=14.64, DW=1.14)$					
OLS	0.14 (5.36)	2.41 (3.74)	—	-1.79 (-4.18)	-0.07 (-8.03)
$(R^2=0.67, F(3.41)=26.73, DW=1.47)$					

第5表 税引き前利回りの相関係数

(データ期間 '73第1四半期~'84第1四半期)

	定額貯金	定期預金	金融債
定額貯金		0.987	0.563
定期預金			0.564
金融債			

れる第5表にあるように、両利回りの間の相関係数は非常に大きく、これらを同時にとりこむことは適切でない。

他方、定期預金利回りの代わりに、金融債利回りを用いた結果は非常に良好である。(ただし、 $DW$ 比はやや小さい。)この結果は、定額預金(純増シェア)が、それ自身及び代替的資産の利回りに明らかに反応していることを示すと同時に、代替資産として、定期預金だけでなく(あるいは、それよりむしろ)金融債を含む市場利回り証券が重要であることを示唆している。そうして、市場利回りが高い時には、郵貯純増のシェアは低くなり、それが低い時には、上昇するという関係がはっきりあらわれている。

これら三つの利回りを同時にとりこんだ結果はやはり、多重共線性の存在のため、定額貯金と定期預金の利回りの係数の推定値の  $t$  値が低くなり、さらに、代替的資産としての金融債利回りの作用で、定期預金利回りの係数もプラスになっている。

最後に、多重共線性の問題を回避するために、定額貯金と定期預金の利回り差に回帰させた結果が第6表に示されている。利回り差の係数の値はやっぱり小さいが符号は予想通りであり、定期預金と定額貯金の間の利回り差にもとづく若干のシフトの存在を示唆する。

税引き前利回りをを用いた第4表の結果では、郵貯純増シェアの動きに対する定期預金利回りの負の影響は探知できなかった。第7表は、税引後利回りを説明変数として用いた結果を示す。同表第1行には、郵貯純増シェアを、定額貯金(非課税)利回り、税引後定期預金利回り、ダミー変数に回帰させた結果である。税引前利回りをを用いた場合とちがって、二つの利回りの係数の推定値の符号は予想通りでかつ、いづれも有意である。 $R^2$  も大きく、 $F$  値もはっきりと定額貯金利回りと定期預金の税引後利回り及びダミーという変数の組合せが、<sup>1</sup> 説明変数として重要であることを示している。(ただ、 $DW$  値はやや小さい。)

さらに、金融債の税引後利回りをを用いた推定式(同表2行目)も良好な性質を示している。ただ、定期預金利回りと金融債利回りの両方を入れた場合、前者の係数の推定値の符号はプラスとなり、有意ではなくなる。これも税引後の定期預金利回り及び金融債利回りの動きの類似性(相関係数=0.9)による多重共線性の存在によるものであろう。そうして、金融債利回りに加えて、定期預金利回りを入れても、 $R^2$  の意味での説明力は上がらない。したがって、金融債利回りが入っている場合には、定期預金利率は不要である。もちろんこのことは、定期預金税引後利回りが説明変数として重要でないことを意味するものではないが第7表の第一行と第二行に示す  $R^2$  の大きさの差からして、定期預金以外の市場利回り資産(金融債、国債等)が定額貯金の代替的資産として重要であったことが示唆されるのである。

第6表 データ期間='73第1四半期-'84第1四半期

方 法	定 数	定額貯金定期 預金利回り差	ダ ミ ー
OLS	0.16 (27.17)	0.38 (0.17)	-0.07 (-6.70)
$R^2=0.52, F(2,42), DW=1.15$			

第7表 データ期間='73第1四半期-'84第1四半期

方 法	定 数	定額貯金利回り	税引後定期 預金利回り	税引後金融 債利回り	ダ ミ ー
OLS	0.15 (5.28)	2.30 (2.15)	-3.09 (-2.19)	—	-0.08 (-7.02)
$(R^2=0.57, F(3.41)=17.94, DW=1.25)$					
OLS	0.12 (4.85)	2.44 (4.26)	—	-2.30 (-4.90)	-0.08 (-9.11)
$(R^2=0.70), F(3.41)=31.21, DW=1.60)$					
OLS	0.12 (4.70)	2.23 (2.46)	0.43 (0.29)	-2.40 (-4.11)	-0.08 (-8.19)
$(R^2=70, F(4.40)=22.91, DW=1.00)$					

以上のようなこの節の実証結果を次のように要約できよう。

i) 郵貯純増シェアは、郵貯自身及び競争的資産の利回りの変化に反応している。そうして競争的資産としては、金融債や国債を含む、市場利回り資産の重要性が見落されてはならない。

ii) 利回りとしては税引後利回りをを用いた方が良好な結果がえられる。すなわち、郵貯純増シェアの変動は、定期預金及び市場利回り資産(金融債)の税引後利回りの変化によって、よりよく説明できる。

## 結 語

本稿では個人貯蓄に占める郵貯純増のシェアを基本的なデータとして種々の

分析を行った。しかし、郵貯の残高需要関数の推定一とくに、定期預金利回り以外の利回り変数を考慮したもの一は行われていないし、又、利回りの予想に関する仮定もやや制限的であり、より合理的ないし現実的な予想モデルをとり入れる必要がある。このような問題は今後の課題としたい。

## 文 献

- [1] 大蔵省銀行局：銀行局年報第6章「郵便貯金問題」大蔵省 昭和59年
- [2] 貝塚啓明：「金融業における官業と民業」季刊現代経済 臨時増刊1981
- [3] 加藤寛，山同陽一：「郵貯は崩壊する」ダイヤモンド社 1984年
- [4] 栗原るみ：日本の預金利子課税制度 日本経済評論社 1985年
- [5] 全銀協制度問題研究会：「郵便貯金の現状と問題点」金融 1984年11月号
- [6] 館龍一郎：「悔やまれるディスクロージャー規定の変更」金融財政事情 1981年5月18日号
- [7] 寺西重郎：「人為的低金利政策と政府金融」季刊現代経済 臨時増刊1981年
- [8] 日本銀行貯蓄推進局：「貯蓄時報」（及び「貯蓄と経済」，昭和56年6月以降）各号
- [9] 浜田宏一，岩田一政：「低金利政策と所得分配」金融政策と銀行行動 第7章 東洋経済新報社 1980年
- [10] 林 敏彦：「個人の金融資産選択と郵便貯金」大阪大学経済学 Vol. 3, No. 4, 1982年3月
- [11] 原 司郎，山口 修：郵便貯金・活力ある社会への貢献 ぎょうせい、1982年
- [12] 郵政省：郵政百年史資料 第15巻
- [13] 郵貯に関する調査研究会：報告書「個人の経済活動の変化と郵便貯金」p. 99—101 1983年  
以下の文献は、全て金融財政事情所収のものであり、主として、郵貯・銀行関係者の執筆による。発表順に配列する。
- [14] 「シリーズ郵便貯金の研究」：1980年9月8, 15, 22, 29日号, 10月13, 20, 27日号  
12月8日号の各号
- [15] 「郵貯懇に対する大蔵・郵政両省の見解」：1981年7月6日
- [16] 「グリーンカード制度反対論の分析」：1982年3月29日