

2020年4月10日

# 国債は過剰債務の「身代わり地蔵」だ

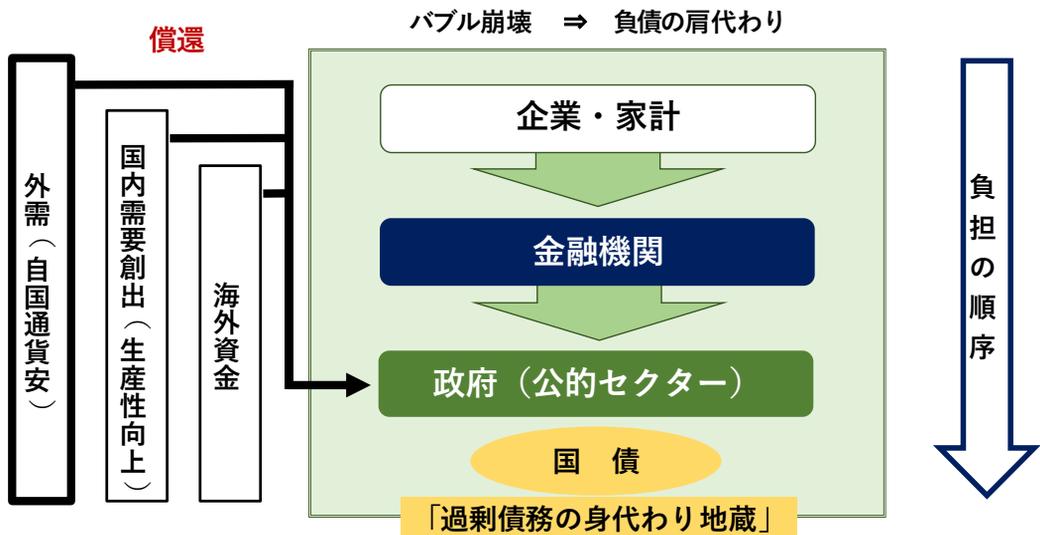
## —コロナショックも最後は国の支え、 段階的出資を金融機関経由で企業へ

岡三グローバル・リサーチ・センター理事長  
エグゼクティブエコノミスト 高田 創

### 国債は過剰債務の身代わり地蔵

筆者は過去40年近く国債市場を見続けてきた。そのなか20年近くにわたり議論してきたのは、「国債は過剰債務の身代わり地蔵」という概念だった。下の図表は、バランスシート調整における債務の段階的対応を示す概念図だ。筆者はこの図表をバブル崩壊後の環境を説明するに際して1990年代後半から用いてきた。

#### バランスシート調整の段階的対応の概念図



(作成) 岡三証券

### バブル崩壊では債務の段階的肩代わり

上の図表では、バブル崩壊に伴い過剰となった債務が段階的に、「企業 → 金融機関 → 政府」と肩代わりされ、その結果、政府からその見返りとして国債が発行される状況が示

■ 債務の肩代わり局面から償還に向かう段階に

■ バブル崩壊後とは異なり今回は資本を補う必要も

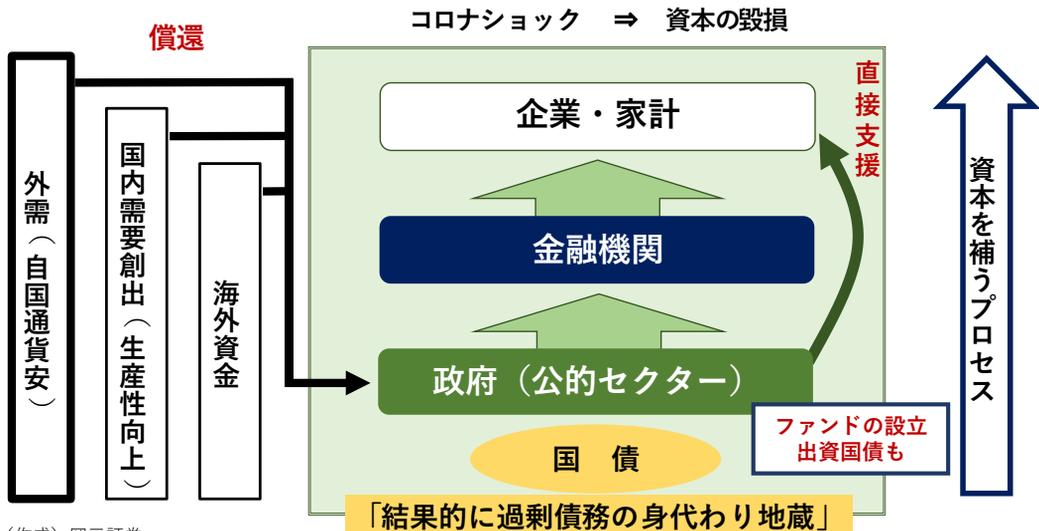
される。このプロセスは平成のバブル崩壊に伴う資産デフレの結果、バランスシート上で過剰債務となった債務を以上の順序で段階的な肩代わりを行っていくプロセスだった。筆者が過去20年以上、「国債は過剰債務の身代わり地蔵」と表現してきたのはバブル崩壊後の以上のプロセスを示したものであった。そこで累積されて溜まった国債に対して時間をかけつつ、図表の左側に示された3つの手段、①外需、②国内需要創出、③海外資金等で債務を償還させていく道筋になる。今日、債務の肩代わりは終わり、溜まった債務（国債）を日銀の力も借りて償還に向かう段階にある。

## 今回、コロナショックは段階的な資本注入のプロセスに

一方、今回、コロナショックでの段階的調整プロセスも先のバブル崩壊後と共通するものとなる。すなわち、企業が売り上げ減少等に伴う損失から資本を失うことで、結果的にバブル崩壊後と同様の過剰債務に陥る可能性がある。同時に資産価格が下落することで債務過多に陥るリスクも存在する。そこで、当TODAYでの緊急提言（4/1）の趣旨は、資産デフレの回避と同時に中小企業を中心とした資本充実策であった。先のバブル崩壊後のプロセスは債務を肩代わりするプロセスであったが、コロナショックの場合は、下の図表のように資本を段階的に補うプロセス、

「政府 → 金融機関 → 企業」となる。その資本の源泉は、政府による拠出となる。金融機関を通じて全国の企業にあまねく資本を行き渡らせることが重要になり、その資金も国債によって調達されることになる。また、政府から企業や家計への現金給付や給付金での形で直接支援ルートが示されたのも今回の特徴である。ここでの国債の性格も結果として過剰債務を肩代わった身代わり地蔵となる。

### コロナショックでの段階的資本注入プロセスの概念図



## バブル崩壊ではバブル形成への責任論が生じたが、 コロナショックでは不可抗力の面も

以上のプロセスでは、バブル崩壊に対しては過剰債務の肩代わりに対しその責任論が生じやすかった。すなわち、バブル経済における放漫経営と金融機関に生じた不良債権への責任論で、その結果、債務の肩代わりに際して強いリストラ・経営責任を含んだ社会的制裁とそれを実行するための政治的「儀式」が不可欠となった。その結果、資本注入に際し大きな制約を伴った。一方、今回のコロナショックでは、自然災害のように各企業や金融機関が一定の善管注意義務を果たしていたなかで生じた不可抗力との共通認識が生じやすい。その結果、バブル崩壊時のような世論の反対が生じにくい分、政治プロセスも比較的容易になりやすいだろう。

■今回はバブル崩壊後よりも政治的に対応しやすい面も

## 資本注入の対応については工夫も

ただし、資本の注入の方法に関しては様々な工夫も考えられる。4月3日の日本経済新聞「コロナ危機 私の提言」で高橋温三井住友信託銀行名誉顧問は永久劣後ローンでの5兆円の提言を行っている。ここでの趣旨は、普通株式による資本増強では支援機関による経営関与を警戒し、支援対象企業が資本受け入れをためらうことに対し、永久劣後ローンの活用が示されている。永久劣後ローンは、返済の優先順位が一般債権に劣後する借入金であり、議決権も返済期限もなく余裕ができた段階で返済でき、財務的には実質エクイティ（自己資本）として機能する。また、地域金融機関が供給した永久劣後ローン債権を国の特別勘定が買い取る方式も提言されている。以上の高橋氏のご指摘の通り、企業も金融機関も資本の受け入れへの警戒は根強いことから、そうした警戒感を軽減させる工夫は不可欠と考えられる。

■資本注入は支援対象企業や金融機関への配慮が必要に

## 資本供給の「枠」を示して安心感を

資本性資金の供給は金融機関の努力による擬似エクイティの供給による対応もある。一方、今回の提言は政府が特別の勘定・ファンドを設定し、その資金を段階的に活用できるプロセスの準備にある。その資金の調達に際しては、バブル崩壊後と同様に、「身代わり地蔵」としての国債が活用される。その際、すぐに市場から資金調達する必要はなく、出資国債のような形で必要な段階で都度調達することも選択肢になる。当TODAYでの提言（4/1）では大きな枠（筆者の提言では10兆円）としたが、結果としてその全部が使われないこともあ

る。重要なのは、バックストップとして「枠」を世の中に示すことによる安心感の醸成にある。すでに、政府は日本政策投資銀行を活用した特定投資業務での枠1,000億円の設定も行うことになり、政策金融機関を用いた資本性資金対応の第一歩も行われつつある。

## 資産デフレの回避と資本の充実が基本

今回、事例としたバブル崩壊とコロナショック、どちらもバランスシート調整で不可欠なことは、資産デフレを回避しつつ資本の充実をはかることだ。バブル崩壊後の債務の肩代わりもコロナショックの資本の注入も、結局、資産価格の減少も含め資本が債務対比で不足する現象に対する措置である。従って、極力、資産価格の下落を防ぎつつ、政府による資本充実策を同時に実行するプロセスが基本となる。

## 「身代わり地蔵」の国債への運用上の回帰、「おコメ」の大切さの再認識

しかも、その段階的なプロセスにおいては、「身代わり地蔵」としての国債の役割が重要になる。従って、危機になった時には、市場における「国債への回帰」が今回も改めて認識されることになる。今日の経済対策に伴う補正予算により国債発行総額は26兆円程度増額となる。ここでの国債はコロナ戦争に対する「戦時国債」と言うことも出来る。同時に、金融機関の運用上も再び国債を主食（おコメ）として依存する状況になりやすい。バランスシート調整が生じる危機モードでは当面、債券の有難みを再認識する局面に戻ることもなりそうだ。

■債務対比で資本の減少を防ぐことが重要に

■危機環境の中では運用上も国債依存が生じやすい

## 重要な注意事項

### 免責事項

- ・本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個々の投資家の特定の投資目的、または要望を考慮しているものではありません。また、本レポート中の記載内容、数値、図表等は、本レポート作成時点のものであり、事前の連絡なしに変更される場合があります。なお、本レポートに記載されたいかなる内容も、将来の投資収益を示唆あるいは保証するものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。
- ・本レポートは、岡三証券が信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成されたものですが、その情報の正確性、安全性を保証するものではありません。企業が過去の業績を訂正する等により、過去に言及した数値等を修正することがありますが、岡三証券がその責を負うものではありません。
- ・岡三証券及びその関係会社、役職員が、本レポートに記載されている有価証券について、自己売買または委託売買取引を行う場合があります。岡三証券の大量保有報告書の提出状況については、岡三証券のホームページ(<http://www.okasan.co.jp/>)をご参照ください。

### 地域別の開示事項

#### 日本:

○金融商品は、個別の金融商品ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。金融商品取引のご契約にあたっては、あらかじめ当該契約の「契約締結前交付書面」(もしくは目論見書及びその補完書面)または「上場有価証券等書面」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <有価証券や金銭のお預りについて>

株式、優先出資証券等を当社の口座へお預けになる場合は、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。加えて外国証券をお預けの場合には、1年間に3,300円(税込み)の口座管理料をいただきます。ただし、当社が定める条件を満たした場合は当該口座管理料を無料といたします。

なお、上記以外の有価証券や金銭のお預りについては料金をいただきません。さらに、証券保管振替機構を通じて他社へ株式等を口座振替する場合には、口座振替する数量に応じて、1銘柄あたり6,600円(税込み)を上限として口座振替手数料をいただきます。

お取引にあたっては「金銭・有価証券の預託、記帳及び振替に関する契約のご説明」の内容を十分にお読みいただき、ご理解いただいたうえでご契約ください。

#### <株式>

- ・株式の売買取引には、約定代金(単価×数量)に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。ただし、株式累積投資は一律1.265%(税込み)の売買手数料となります。国内株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・外国株式の海外委託取引には、約定代金に対し、最大1.375%(税込み)の売買手数料をいただきます。外国株式の国内店頭(仕切り)取引では、お客様の購入および売却の単価を当社が提示します。この場合、約定代金に対し、別途の手数料および諸費用はかかりません。
- ※外国証券の外国取引にあたっては、外国金融商品市場等における売買手数料および公租公課その他の賦課金が発生します(外国取引に係る現地諸費用の額は、その時々々の市場状況、現地情勢等に応じて決定されますので、その合計金額等をあらかじめ記載することはできません)。外国株式を募集等により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・株式は、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による株価の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・株式は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、株価が変動することによって損失が生じるおそれがあります。
- ・また、外国株式については、為替相場の変動によって、売却後に円換算した場合の額が下落することによって損失が生じるおそれがあります。

#### <債券>

- ・債券を募集・売出し等により、または当社との相対取引により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。
- ・債券は、金利水準、株式相場、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による債券価格の変動によって損失が生じるおそれがあります。
- ・債券は、発行体やその他の者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等により、債券価格が変動することによって損失が発生するおそれがあり、また、元本や利子の支払いの停滞もしくは支払い不能の発生または特約による元本の削減等のおそれがあります。
- ・金融機関が発行する債券は、信用状況の悪化により本拠所在地国の破綻処理制度が適用され、債権順位に従って元本や利子の削減や株式への転換等が行われる可能性があります。ただし、適用される制度は発行体の本拠所在地国により異なり、また今後変更される可能性があります。

#### <個人向け国債>

- ・個人向け国債を募集により購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。個人向け国債を中途換金する際は、次の計算によって算出される中途換金調整額が、売却される額面金額に経過利子を加えた金額より差し引かれます(直前2回分の各利子(税引前)相当額×0.79685)。
- ・個人向け国債は、安全性の高い金融商品ですが、発行体である日本国政府の信用状況の悪化等により、元本や利子の支払いが滞ったり、支払い不能が生じるおそれがあります。

#### <転換社債型新株予約権付社債(転換社債)>

国内市場上場転換社債の売買取引には、約定代金に対し、最大1.10%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料をいただきます。転換社債を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみをお支払いいただきます。転換社債は転換もしくは新株予約権の行使対象株式の価格下落や金利変動等による転換社債価格の下落により損失が生じるおそれがあります。また、外貨建て転換社債は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

#### <投資信託>

- ・投資信託のお申込みにあたっては、銘柄ごとに設定された費用をご負担いただきます。  
お申込時に直接ご負担いただく費用:お申込手数料(お申込金額に対して最大3.85%(税込み))  
保有期間中に間接的にご負担いただく費用:信託報酬(信託財産の純資産総額に対して最大年率2.254%(税込み))  
換金時に直接ご負担いただく費用:信託財産留保金(換金時に適用される基準価額に対して最大0.5%)  
その他の費用:監査報酬、有価証券等の売買にかかる手数料、資産を外国で保管する場合の費用等が必要となり、商品ごとに費用は異なります。お客様にご負担いただく費用の総額は、投資信託を保有される期間等に応じて異なりますので、記載することができません(外国投資信託の場合も同様です)。
- ・投資信託は、国内外の株式や債券等の金融商品に投資する商品ですので、株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の変動による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が下落することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・投資信託は、組入れた有価証券の発行者(或いは、受益証券に対する保証が付いている場合はその保証会社)の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化等による、対象組入れ有価証券の価格の変動によって基準価額が変動することにより、損失が生じるおそれがあります。
- ・上記記載の手数料等の費用の最大値は、今後変更される場合があります。

#### <信用取引>

信用取引には、約定代金に対し、最大1.265%(税込み)(手数料金額が2,750円を下回った場合は2,750円(税込み))の売買手数料、管理費および権利処理手数料をいただきます。また、買付けの場合、買付代金に対する金利を、売付けの場合、売付株券等に対する貸株料および品貸料をいただきます。委託証拠金は、売買代金の30%以上で、かつ300万円以上の額が必要です。信用取引では、委託証拠金の約3.3倍までのお取引を行うことができるため、株価の変動により委託証拠金の額を上回る損失が生じるおそれがあります。

- 自然災害等不測の事態により金融商品取引市場が取引を行えない場合は売買執行が行えないことがあります。
- 2037年12月までの間、復興特別所得税として、源泉徴収に係る所得税額に対して2.1%の付加税が課税されます。

### 岡三証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第53号

加入協会:日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

#### 香港における本レポートの配布:

本レポートは、香港証券先物委員会(SFC)の監督下にある岡三国際(亜洲)有限公司によって、SFCに規定される適格機関投資家(PI)に配信されたものです。本レポートに関するお問い合わせは岡三国際(亜洲)有限公司にお願いします。

#### 米国内における本レポートの配布:

本レポートは岡三証券が作成したものであり、1934年米国証券取引所法に基づく規則15a-6に規定される米国主要機関投資家のみには配信されたものです。岡三証券は、米国内における登録業者ではないため、米国居住者に対しローカー業務を行いません。本レポートで言及されている銘柄の売買注文は、アーバック・グレイソン社を通して行いたします。

なお、本レポートは、受領者及びその従業員が使用することを目的として配信しております。

さらに、本レポートのアナリストは米国で活動をしていないため、米国のリサーチ・アナリストとして登録されておらず、資格も有していません。また、当該アナリストは、アーバック・グレイソン社または他の業者の関係者ではありません。したがって、当該アナリストは、米国金融規制機構(FINRA)規則の適用の対象ではありません。

その他の地域における本レポートの配布:

本レポートは参照情報の提供のみを目的としており、投資勧誘を目的としたものではありません。

本レポートの受領者は、自身の投資リスクを考慮し、各国の法令、規則及びルール等の適用を受ける可能性があることに注意をする必要があります。

地域によっては、本レポートの配布は法律もしくは規則によって禁じられております。本レポートは、配布や発行、使用等を行うことが法律に反したり、岡三証券に何らかの登録やライセンスの取得が要求される国や地域における国民や居住者に対する配布、使用等を目的としたものではありません。

※本レポートは、岡三証券が発行するものです。本レポートの著作権は岡三証券に帰属し、その目的いかんを問わず無断で本レポートを複写、複製、配布することを禁じます。

(2020年1月改訂)