

講義録レポート

講 座	証券アナリスト	科目①	日本国債をとりまく金融環境
目標年		科目②	
コース	特別セミナー	回 数	1 回

収録日	2011 年 6 月 19 日		
講師名	小川 先生	講義録 枚数	1枚 ※レポート 含まず
		補助レポート 枚数	15枚 ※表紙含む

講義構成	講義（ 53 ）分		
使用教材	①		
	②		
	③		
	④		
配布物	有 ☐ 無 ☒		
	①		
	②		
	③		
正誤表	有 ☐ 無 ☒	枚	
備考			

証券アナリスト講義録	科目 日本国債をとりまく金融環境	コース 特別セミナー	回数
------------	------------------	------------	----

配布物	★ミニテスト：あり [] なし ★実力テスト：あり [] なし ◇配布物なし	★答 練：問題用紙・解答用紙・解答解説 ★その他のレジュメ []	講師 小川 先生
-----	--	--------------------------------------	----------

テキスト ページ	黒板 内容								
p.8	プライマリーバランス PB (基礎的財政収支) <table border="1"><tr><td>歳入</td><td>歳出</td><td rowspan="2">均衡</td></tr><tr><td>公債金収</td><td>国債費</td></tr><tr><td>税収等</td><td>一般歳出等</td><td></td></tr></table>	歳入	歳出	均衡	公債金収	国債費	税収等	一般歳出等	
歳入	歳出	均衡							
公債金収	国債費								
税収等	一般歳出等								
	公債残高の対名目GDP比率 $= \frac{\text{公債残高}}{\text{名目GDP}} (\%)$								
p.12	資金過不足 $= \text{金融資産の増減} - \text{金融負債の増減}$ プラスの主体：資金余剰 (貯蓄超過) マイナスの主体：資金不足 (投資超過)								

証券アナリスト講座

特別セミナー

【日本国債をとりまく金融環境】

TAC

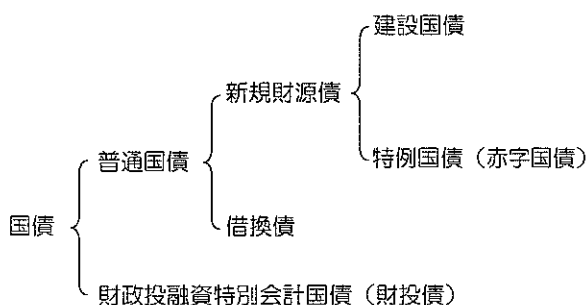
内容

I. 国債に関する基礎知識.....	2
1. 国債の種類	2
2. 国債発行に関する原則と財政法.....	4
4. 国債の償還のしくみ.....	6
5. 一般会計予算と国債発行.....	7
II. 日本国債と金融事情.....	8
1. プライマリー・バランスと財政赤字.....	8
2. 財政赤字と財政破綻の可能性.....	9
3. 経済主体と金融資産・負債.....	11
4. 資金過不足と貯蓄投資バランス.....	12
5. 財政赤字の問題点.....	13

I. 国債に関する基礎知識

1. 国債の種類

- **国債とは**：国の発行する債券（＝借用証書的一种）のこと。国債の発行は、法律で定められた発行根拠にもとづいておこなわれ、大別すると、普通国債と財政投融资特別国債（財投債）に区分される。なお、普通国債と財投債は、市場に流通している金融商品としては、まったく同じものである。
- ◆ **普通国債**：普通国債には、新規財源債と借換債がある。また、普通国債に対する利払い・償還財源は、将来の税財源により賄われることとなる。
 - * **新規財源債**：一般会計において発行される国債のことで、その発行収入は一般会計の歳入の一部となる。また、新規財源債は発行根拠法の違いにより、建設国債と特例国債（＝通称「赤字国債」という。）に区分される。
 - * **借換債**：国債整理基金特別会計において発行される国債のことで、その発行収入は同特別会計の歳入の一部（＝国債の償還財源）となる。
- ◆ **財政投融资特別会計国債（財投債）**：財投債は、財政融資資金において運用の財源に充てるために発行されている。財投債は、国がその信用にもとづいて発行するもので、財投債の発行収入は財政投融资特別会計の歳入の一部となる。
 - 財投債は、その償還や利払が財政融資資金による独立行政法人などへの貸付回収金によりおこなわれるという点で、将来の租税を償還財源とする建設国債や特例国債とは異なる。このため、財投債は、国民経済計算体系（SNA）上も、一般政府の債務には分類されていない。



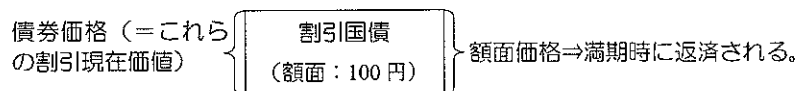
《図 1》：国債の発行根拠による分類

■ **利払い方式による国債の種類**：①利付国債，②割引国債，に区別される。

- ① **利付国債**：利子（クーポン）が半年に一回，満期時に額面価格が支払われる国債のこと。



- ② **割引国債**：途中での利払いはないが，額面価格を下回る価格（たとえば，額面価格 100 円について 98 円）で発行され，満期時に額面価格が支払われるため，購入価格と額面価格の差額が利子に相当する国債のこと。



■ **償還期限による国債の種類**：償還期限（＝国が国債の発行により借金してから返済するまでの期間のこと）により区別される。

- ✦ **超長期国債**：償還期限が 15 年以上の国債のこと。
- ✦ **長期国債**：償還期限が 10 年の国債のこと。とくに，10 年利付国債は，すべての国債のなかでも発行残高に就いてもっとも大きなシェアを占めている。
- ✦ **中期国債**：償還期限が 2～5 年の国債のこと。
- ✦ **短期国債**：償還期限が 1 年以内の国債のこと。短期国債には制度上，「割引短期国債」と「政府短期証券」とがあるが，金融市場では，「国庫短期証券（T-Bill）」という統一名称にて発行・流通している。
 - * **割引短期国債**：大量の国債の償還・借換えなどに円滑に対応するために発行されている国債である。
 - * **政府短期証券**：一般会計と複数の特別会計が，法令の規定にもとづき，その資金繰りに不足が生じる場合に発行する融通証券である。発行する根拠法により，「財務省証券」や「外国為替資金証券」などがある。

2. 国債発行に関する原則と財政法

- **建設国債の原則**：国債は、公共事業費の財源のためだけに発行できるという原則のこと。国が国債を発行して現在借金をすると、その返済のための資金は、将来世代の租税によって賄われることとなる。このため、財政法においては、返済金を負担する将来世代も利用できる「社会資本」（＝道路、港湾、ダムなどのインフラ）の建設のためだけに、国の借金が許されている。

◆ **均衡財政の原則**：財政法第4条では、もともと**公債の不発行主義**をとっている。

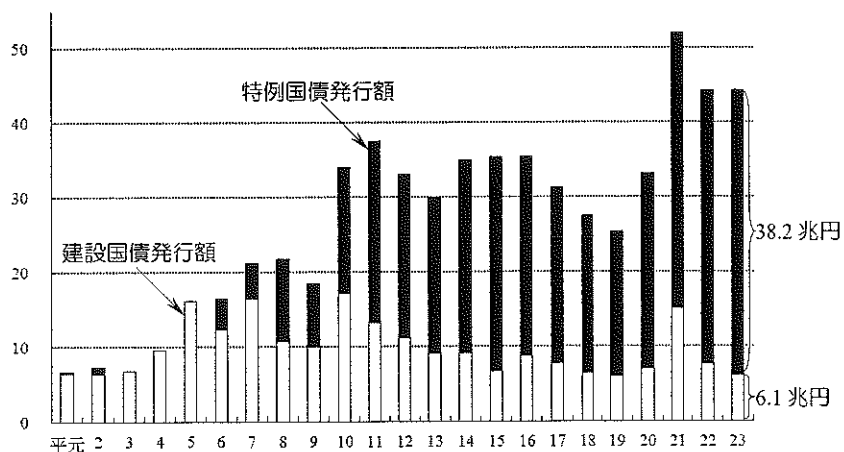
◆ **建設国債**：財政法第4条但書では、公共事業費、出資金及び貸付金の財源に充てる場合にのみ国債を発行できることとしている。この規定により発行される国債を「**建設国債**」（または、「**4条国債**」）という。

- **財政法第4条**：国の歳出は、公債又は借入金以外の歳入を以て、その財源としなければならない。但し、公共事業費、出資金及び貸付金の財源については、国会の議決を経た金額の範囲内で、公債を発行し又は借入金をなすことができる。

2. 前項但書の規定により公債を発行し又は借入金をなす場合においては、その償還の計画を国会に提出しなければならない。
3. 第一項に規定する公共事業費の範囲については、毎会計年度、国会の議決を経なければならない。

一般的な事務経費や公務員の給与など公共事業費以外の資金が不足するときには、国債の発行はできるのか？

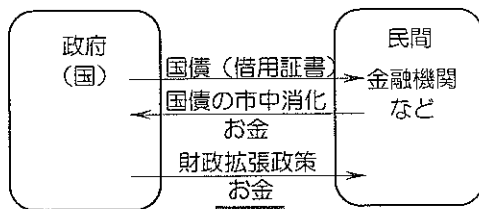
- ◆ **特例国債**：公共事業費等以外に充てる資金を調達することを目的とした国債は、単年度立法による法律（特例法）にもとづき発行される。



《図2》：新規財源債の発行額の推移

注：平成21年度までは実績、平成22年度は補正後、平成23年度は当初予算

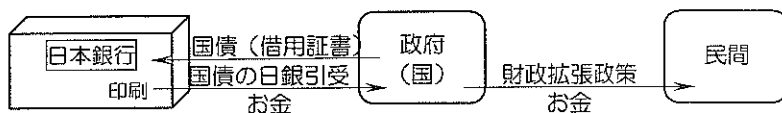
- **市中消化の原則**：国債は、民間が引き受けなければならない（＝政府が借金をするときには民間から借りなければならない）という原則のこと。



市中消化による財政拡張政策は、マネー・サプライを変化させない。

- ◆ **日銀引受の原則禁止**：財政法第 5 条では、日本銀行引受による国債の発行を原則として禁じている。

- **参考：国債の日本銀行引受**：政府（国）が日銀から借金をすること。政府が発行する国債を日本銀行が直接的に引き受けて、日銀が発行する貨幣（紙幣）で財政赤字を賄うと、それが過度におこなわれた場合、過剰に貨幣が供給されて、悪性インフレを発生させる可能性がある。



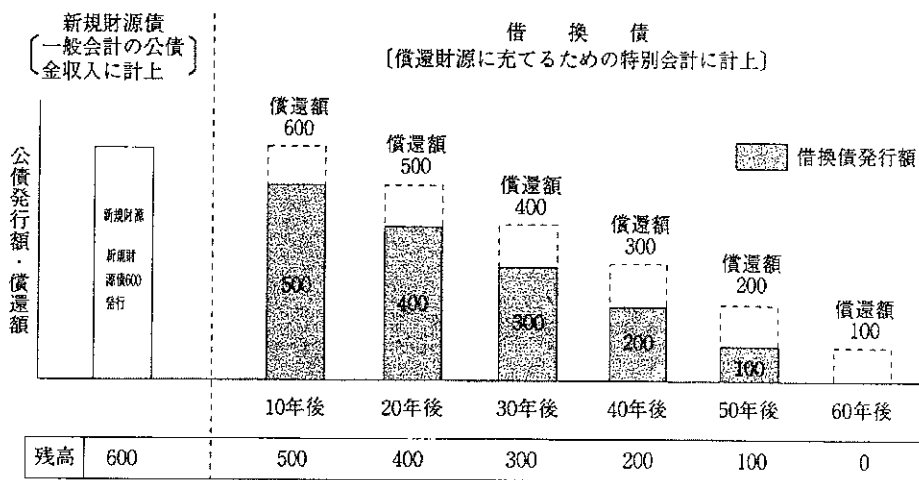
日銀引受による財政拡張政策は、マネー・サプライを急増させ、急激なインフレを起こす可能性がある。

国債の日銀引受は、例外なく禁止されているのか？

- ◆ **国債の日銀引受による例外的発行**：財政法第 5 条但書では、特別の事由がある場合は、国会の議決の範囲内で日本銀行引受による国債の発行を認めている。
- **財政法第 5 条**：すべて、公債の発行については、日本銀行にこれを引き受けさせ、又、借入金の借入については、日本銀行からこれを借り入れてはならない。但し、特別の事由がある場合において、国会の議決を経た金額の範囲内では、この限りでない。
- **日銀乗換**：財政法第 5 条但書の規定にもとづき、日本銀行が保有する国債の償還額の範囲内で、借換債の引き受け（＝乗換）がおこなわれている。

4. 国債の償還のしくみ

- **60年償還ルール**：国債の償還（＝政府の国債による借金の返済）は、満期ごとに規則的に一部を借り替え、一部を債務償還費として計上されている一般財源（租税等）で償還し、全体として60年間で完全に一般財源で償還し終えるしくみとなっている。
 - ✦ 建設国債は公共事業のための財源として発行されるため、それによって建設される施設の耐用年数である60年間で償還している。このため、10年債の最初の償還時には、その償還財源の50/60程度を借換債で調達している。
 - ✦ 特例国債についても、建設国債と同じ方法で償還がおこなわれている。
- **国債の借換え**：国債の償還財源を調達するため、あらたに国債（借換債）を発行すること。短期の借換債の発行や年度を越えた借換債の前倒し発行が実施されている。
 - ✦ 国債の満期が到来した場合、個々の償還（返済）対象の国債保有者に対しては現金によって償還（返済）される。償還（返済）対象の国債保有者が現金のかわりに借換債を強制的に取得させられることはない。
 - ✦ 大量に発行された国債の満期が集中的に到来し、借換債の大量発行が必要になる場合、金融市場を逼迫させ、金利を過度に上昇させる可能性がある。このため、借換債を金融情勢に応じて弾力的に発行できるようにするため、短期の借換債の発行や年度を越えた借換債の前倒し発行が認められている。



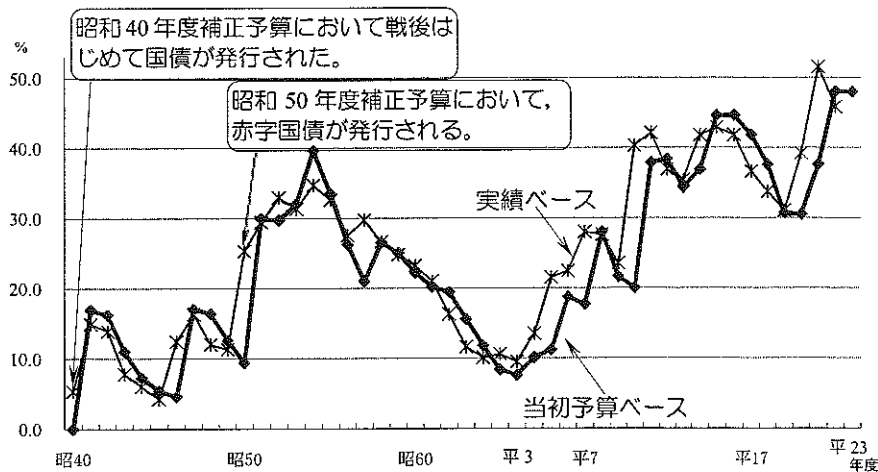
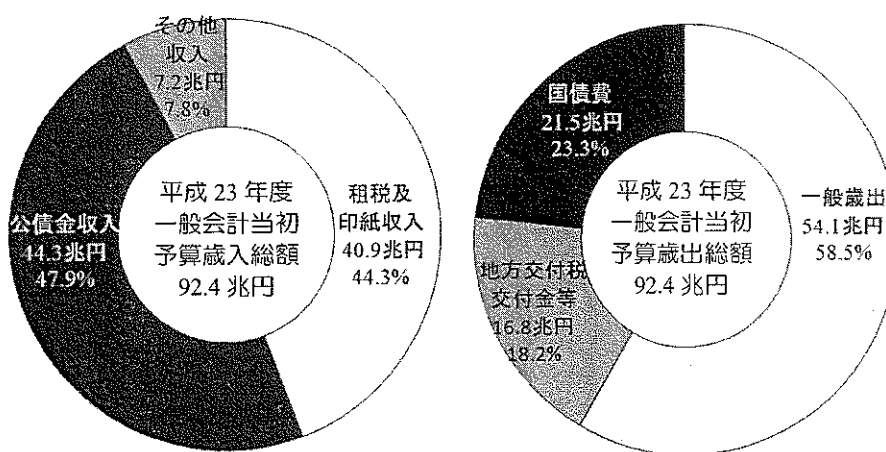
《図3》：借換債による国債償還のしくみ（60年償還のルール）

注：国債の発行価格と額面金額は同額としている。また、借換は10年債でおこなうと仮定している

5. 一般会計予算と国債発行

■ **平成 23 年度一般会計当初予算**：総額 92 兆 4,116 億円に対して、歳入における租税及び印紙収入は 40 兆 9,270 億円と 4 割程度にすぎない。この租税による収入不足を補うために、公債金収入（＝借金による資金調達）は 44 兆 2,980 億円となり、公債依存度（＝公債金収入が一般会計予算総額に占める割合）は 47.9%となっている。

✦ **一般会計歳出**：一般会計の歳出の内訳は、①国債費（＝国債の償還費）、②地方交付税交付金（＝国から地方への仕送り）、③一般歳出（＝義務的経費をのぞいた国の政策経緯）に分類できる。このうち、一般歳出のなかで一番大きな割合を占めている経費は、社会保障関係費の 28.7 兆円（一般会計に対して 31.1%を占めている。）である。



《図 4》：公債依存度の推移（当初予算と実績）

昭和 40 年度～平成 23 年度（平成 22 年度は補正後，平成 23 年度は当初予算のみ）

II. 日本国債と金融事情

1. プライマリー・バランスと財政赤字

- **プライマリー・バランス（基礎的財政収支）：PB**：一般会計予算では、歳入と歳出が同額のため、左辺に歳入を、右辺に歳出をそれぞれとると、つぎの関係が成立する。

$$\text{[税金等]} + \text{[公債金収入]} = \text{[一般歳出等]} + \text{[国債費]}$$

この関係をもとにして、プライマリー・バランスは、つぎのようにあらわされる。

$$\begin{aligned} \text{[プライマリー・バランス]} &= \text{[国債費（利払い・債務償還費）]} - \text{[公債金収入]} \\ &= \text{[税金等]} - \text{[一般歳出等]} \end{aligned}$$

- ⊕ **プライマリー・バランス均衡**：国債費と公債金収入とが等しい（＝税金等と一般歳出等とが等しい）状態のこと。
- ⊕ **プライマリー・バランス黒字**：国債費が公債金収入を上回っている（＝税金等が一般歳出等を上回っている）状態のこと。
- ⊕ **プライマリー・バランス赤字**：国債費が公債金収入を下回っている（＝税金等が一般歳出等を下回っている）状態のこと。

プライマリー・バランス 赤字		プライマリー・バランス 均衡		プライマリー・バランス 黒字	
歳入	歳出	歳入	歳出	歳入	歳出
公債金収入	国債費 PB赤字	公債金収入	国債費	公債金収入	国債費 PB黒字
税金等	一般歳出等	税金等	一般歳出等	税金等	一般歳出等

《図5》：プライマリー・バランスのパターン

- **財政赤字とプライマリー・バランス**：通常の財政赤字の定義とプライマリー・バランスとの関係は、つぎようになる。

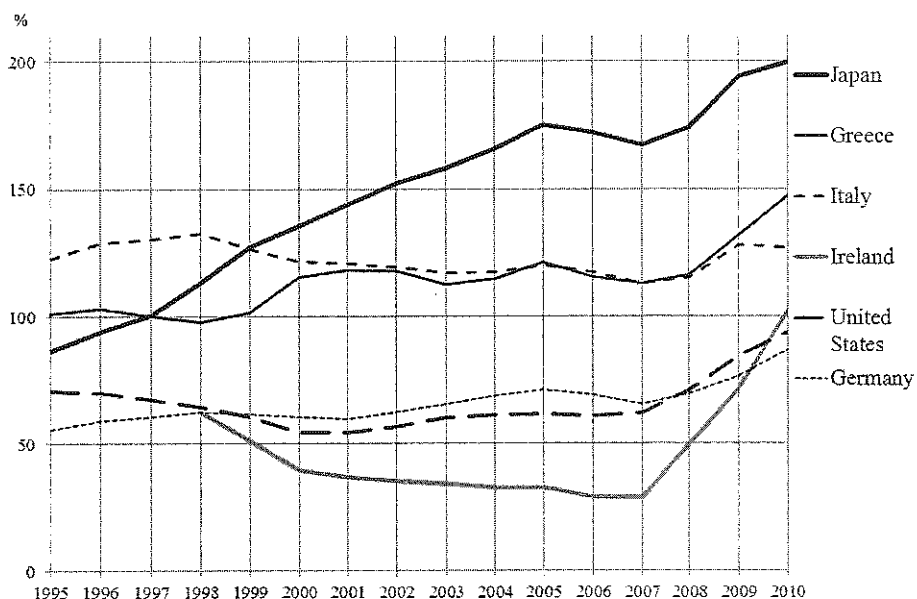
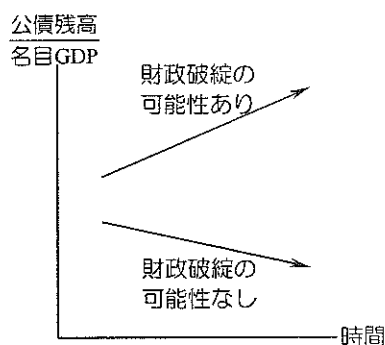
$$\begin{aligned} \text{通常の財政赤字} &= \text{[歳出]} - \text{[税金等]} \\ &= \text{[一般歳出等]} + \text{[国債費]} - \text{[税金等]} \\ &= \text{[国債費]} - \text{[プライマリー・バランス]} \end{aligned}$$

- ⊕ 通常の財政赤字（＝単年度における国債の発行）のもとでも、プライマリー・バランスが均衡しており、利子率がゼロであれば、政府の債務残高は増大しない。このようにプライマリー・バランスは、財政収支の長期的な持続可能性にかかわる概念であり、中長期的な財政赤字の累積を問題とする際に、有益な指標となる。

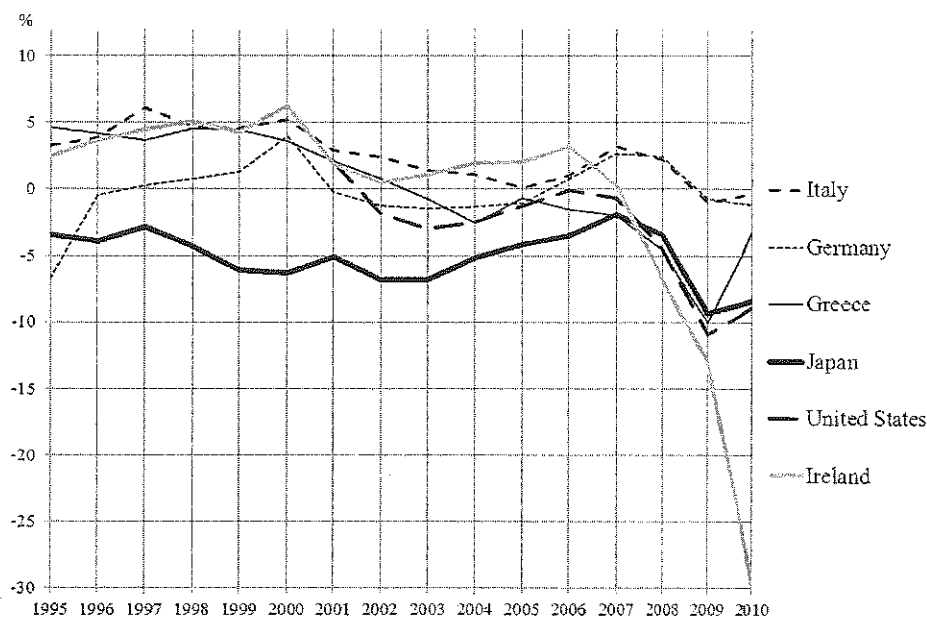
2. 財政赤字と財政破綻の可能性

■ **財政破綻**：政府による国債の償還（＝借金の返済）が不可能になる状況を「財政破綻」という。公債残高の対名目 GDP 比率が、時間とともに発散していくとき、財政破綻の可能性が大きくなる。

- ✦ 名目経済成長率が高いほど名目 GDP が大きくなり、公債残高の対名目 GDP 比率は低くなる。
- ✦ 利子率が高いほど、公債残高が大きくなり、公債残高の対名目 GDP 比率は高くなる。



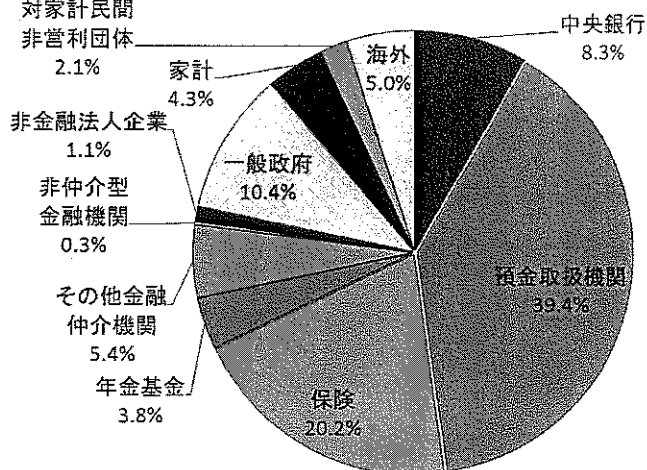
《図6》：債務残高（ストック）の国際比較（対名目GDP比）
（資料）OECD ホームページ



《図 7》：プライマリー・バランス（フロー）の国際比較（対名目 GDP 比）

（資料）IMF ホームページ

参考：国債の所有者別内訳：個人や海外投資家などの保有が少なく、金融機関による保有割合が多い。このため、市場環境が変化した場合、取引が一方向に流れがちな傾向があると指摘されている。

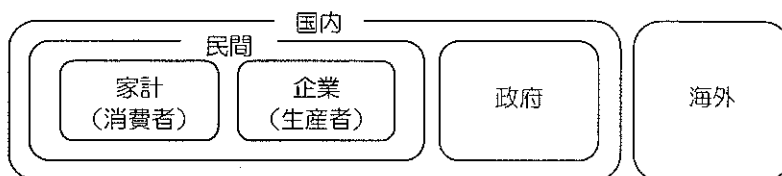


《図 8》：2010 年度末における国債の所有者別内訳

（資料）日本銀行ホームページ

3. 経済主体と金融資産・負債

- **マクロ経済と経済主体**：マクロ経済においては、「家計」、「企業」、「政府」「海外」といった4つの基本グループに分けて、これらグループ間の取引のしくみを理解する。



- **金融資産負債残高表**：マクロ経済における各経済主体のバランスシートのうち、金融資産・負債の部分を取り出したストック表のこと。ただし、金融資産・負債のみでは貸借はバランスしないので、金融資産と金融負債の差を「差額」として、負債側に計上する。金融負債が金融資産を超過している場合、「差額」はマイナスの値となる。

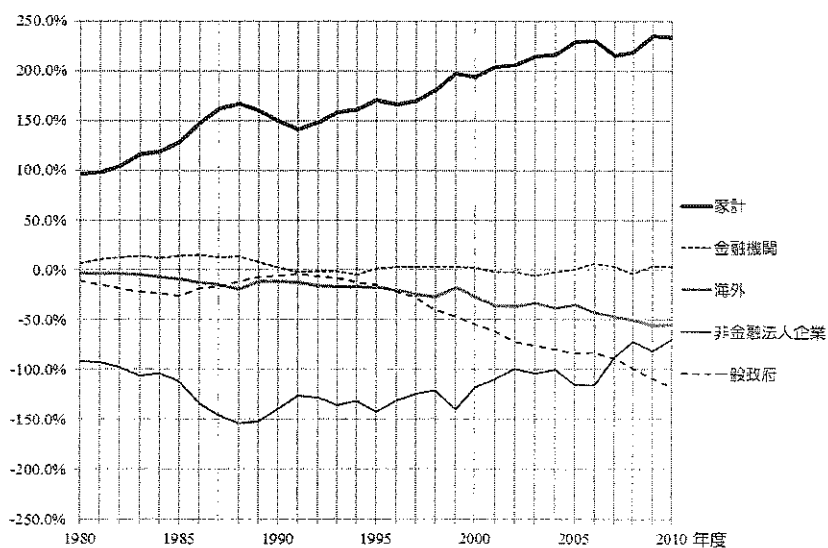
《マクロ経済主体のバランスシート》

金融資産	金融負債
	差額
実物資産	正味資産

《金融資産負債残高表》

金融資産	金融負債
	差額

$$\text{差額} = \text{金融資産} - \text{金融負債} = \text{正味資産} - \text{実物資産}$$



《図9》：金融資産・負債差額の推移（対名目GDP比）

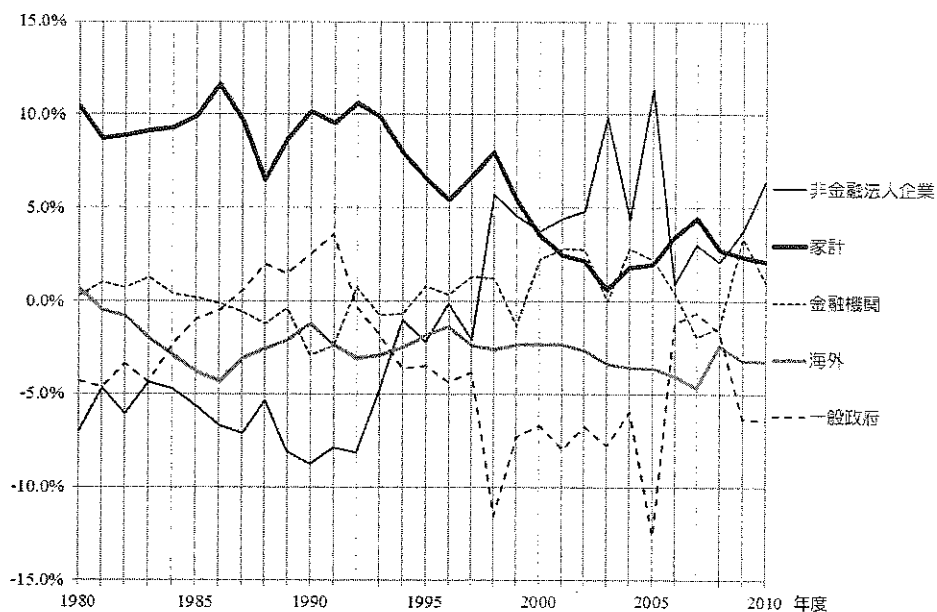
（資料）日本銀行ホームページ

4. 資金過不足と貯蓄投資バランス

- **資金過不足**：この値がプラスの経済主体は資金余剰主体（貯蓄超過主体）となり、マイナスの経済主体は資金不足主体（投資超過主体）となる。

$$\begin{aligned}\text{資金過不足} &= \text{金融資産増減} - \text{金融負債増減} \\ &= \text{正味資産増減（貯蓄）} - \text{実物資産増減（投資）}\end{aligned}$$

- **貯蓄投資バランス**：貯蓄と投資の差額（資金過不足）は、マクロ経済全体ではバランスして、その合計はゼロとなる。
- **海外部門の資金不足**：国内部門全体が資金余剰であることを意味する。さらに、国内部門全体の資金余剰額は、その国の経常収支の黒字額に相当する。

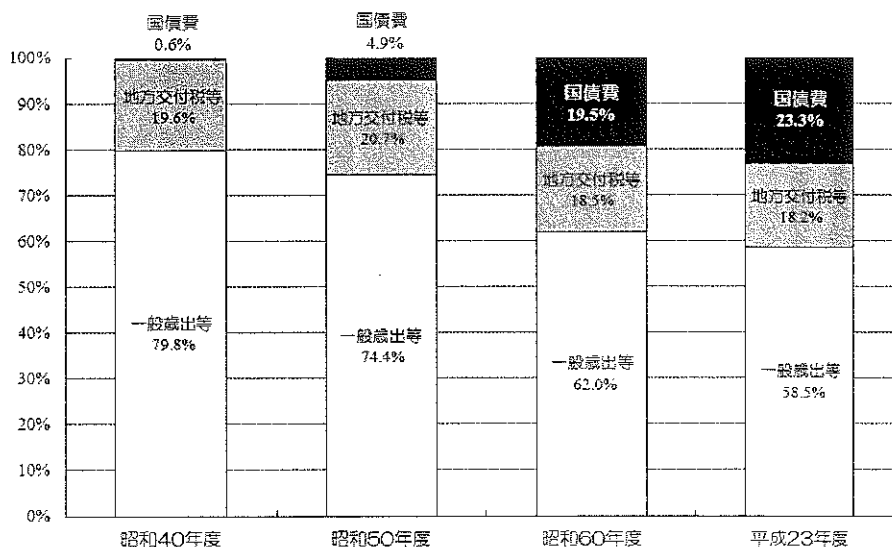


《図 10》：資金過不足の推移（対名目 GDP 比）

（資料）日本銀行ホームページ

5. 財政赤字の問題点

- **国債発行の問題点**：負担の問題に加え、国債発行自体が、マクロ経済に弊害をもたらすという考え方が広く受け入れられている。このような国債発行にかかわる問題点としては、つぎのようなものが指摘されている。
 - ① 民間資金を圧迫してクラウディング・アウトを発生させる。
 - ② 将来の政府債務の債務不履行（＝政府による借金の返済が不可能となること）が懸念されると、通貨価値が減少（＝国債発行国の通貨が減価）し、インフレをひきおこす。
 - ③ 国債発行の増加にともない、国債費（＝政府による借金の返済）が多くなり、このため、政策経費である一般歳出の割合が減少し、財政が硬直化する。
 - ④ 国債の発行は増税にくらべて比較的容易なため、財政の膨張や放漫化を招く。
- **クラウディング・アウト**：金融市場では、余剰資金を保有する主体がその資金を提供し、一方、資金が不足する主体が資金を調達する。金融市場において、資金供給よりも資金需要が上回るとき、金利が上昇する。民間による資金調達に加えて、国債発行により、政府が金融市場から資金を調達するようになると、資金需要がその分増加するので、金利が上昇し、民間の設備投資を減少させてしまう。



《図-11》：財政の硬直化

（資料）財務省ホームページ

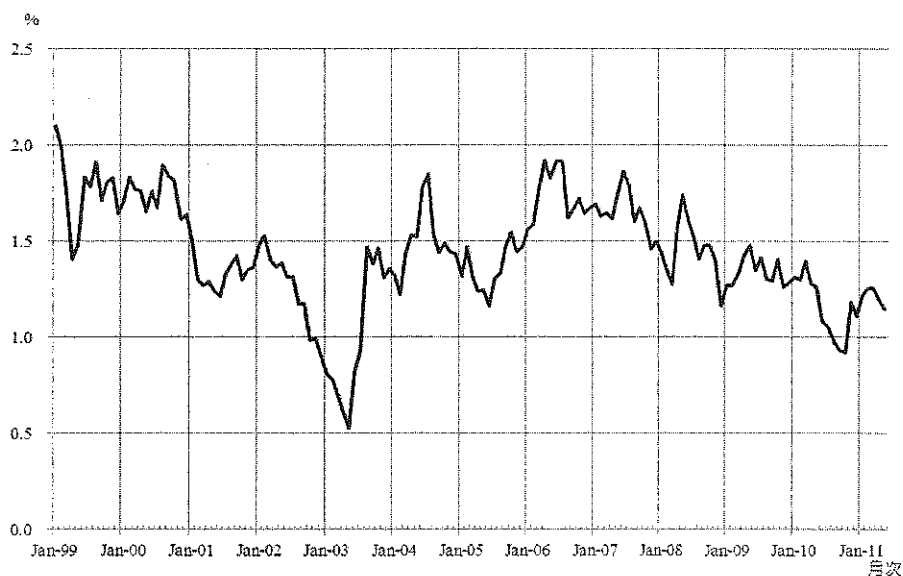
演習問題：経常収支赤字が継続している国の国債の格付けが、大量の国債発行に基づいて、引下げられた。もし、海外投資家がこれらに嫌気をさした場合、どのような現象が生じますか。

- A 債務発行国の金利は景気悪化によって低下する。
- B 国債の大量発行により流動性が高まるとデフレが進行する。
- C 債務発行国の金利が上昇するため、通貨は増価する。
- D 海外投資家を引きつけるために債務発行国の通貨は減価する。

解法のポイント

- ☑ **選択肢 A**：債務発行（国債の発行）により、債券価格は低下し、金利は上昇する。
- ☑ **選択肢 B**：国債の大量発行により過剰流動性がおこると、過度なインフレが発生する可能性がある。
- ☑ **選択肢 C**：過剰な債務を発行している国の金利は上昇するが、通貨は減価する。

解答：D



《図 12》：長期金利の推移
（資料）新発 10 年利付国債利回り