

日本国債格付けの見通しがネガティブに 発表日：2010年1月27日（水） ～なぜ、格付機関は今のタイミングで警鐘を鳴らしたのか？～

第一生命経済研究所 経済調査部
担当 熊野英生（TEL：03-5221-5223）

日本国債の格付けに警鐘が鳴らされている。S&P は、日本の長期国債のアウトルックをネガティブに変更してきた。経済成長を通じた財政再建の展望をしっかりと示してもらいたいというのが、S&P が変更した背景だと考えられる。しかし、すでに、鳩山政権は成長戦略の基本方針を示し、中期財政フレームも3月末までに発表する構えである。なぜ、今のタイミングで、あえてアウトルックの見直しに動いてきたのかは疑問が残る。

格付け見通しの変更

S&P は、1月26日に日本の外貨・自国通貨建ての長期ソブリン格付けのアウトルックを安定的からネガティブに見直した。アウトルックの見直しは、現在の外貨建て AA、自国通貨建て A-1 プラスの格付けの変更そのものではない。むしろ、将来的な見直しの方向性としては引き下げを示唆するものとしての警戒である。ソブリン格付けの担当者は、報道機関に答えて、「ネガティブに変更した後に格下げとなったのは全体の3割程度。平均すると見直し変更後6か月程度だが、長い例だと3年後の場合もある」としている。つまり、日本政府が早ければ半年以内に、財政再建に向けた前向きな対処を示さなければ、現在 AA のソブリン格付けが AA マイナスに転落する可能性がある。

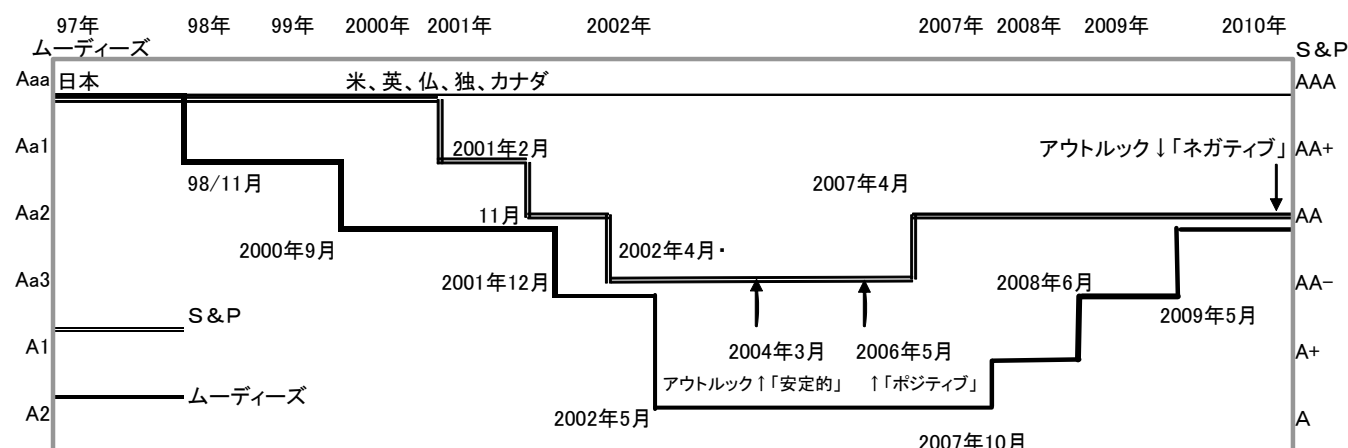
これまで、S&P とムーディーズの日本国債に対する評価は、2004年以降、改善方向で進んでいた（図表1）。その流れは今になって悪化方向に変わっていく可能性がある。

国債の格付けで特に警戒すべきことは、シングル A に落ちることである。仮に、現状の AA の格付けが AA マイナスまで下がっても、BIS 基準のリスクウェイトが 0% である。それが、さらに A プラスまで落ちたときリスクウェイトが 20% にカウントされるように変わり、日本国債を内外金融機関が保有しにくくなる。現時点で、そこまでの危険性が迫っている訳ではないにしても、危険な段階に近づくことは決して好ましいことではない。

縮小する海外投資家の国債取引

アウトルックの見直しは、円安・長期金利上昇へとつながる悪材料として影響が心配された。もっとも、今のところそうした反応は目立っていない。他の材料の中に埋没して、大きくは材料視されていないのが実情である。

（図表1）格付けの変遷



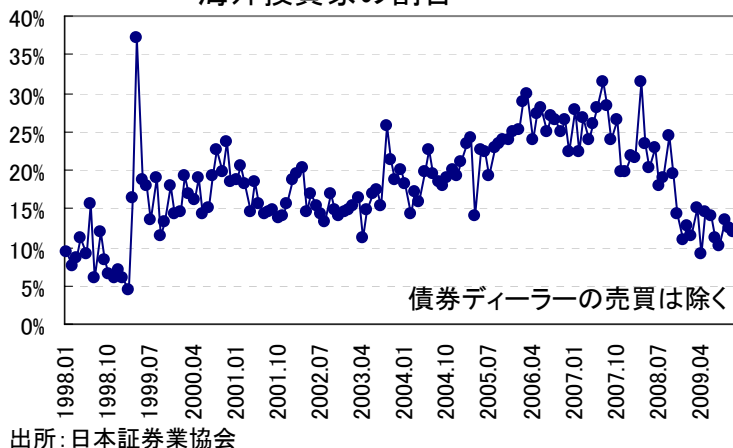
日本の長期国債取引に関しては、海外投資家が売買する金額は、金融危機の前後から低下している（図表2）。国債（除くTB）のうち、ディーラー以外の売買高788兆円（2009年）に占める海外投資の売買高97兆円は12.3%である。2007年には3割近くあった取引シェアは1割強にまで低下してきている。

日本の国債市場における海外投資家の取引縮小は、海外投資が国債保有にリスクを感じて日本国債を売却するという影響力を相対的に小さくしているとも解釈できる。

対称的に、銀行など金融機関（除く生損保）

の取引シェアは2008年から上昇してきている。国内金融機関は、融資が伸びない中で、運用資金を日本国債の購入に充てている。国内の資金運用難が間接的に国債消化を助けて、長期金利の上がりにくい体質をつくっている。こうした資金フローが、アウトルックの見直しについて即座に悪影響が表れにくい背景だとみられる。

（図表2）国債（除く短期）の売買高に占める
海外投資家の割合

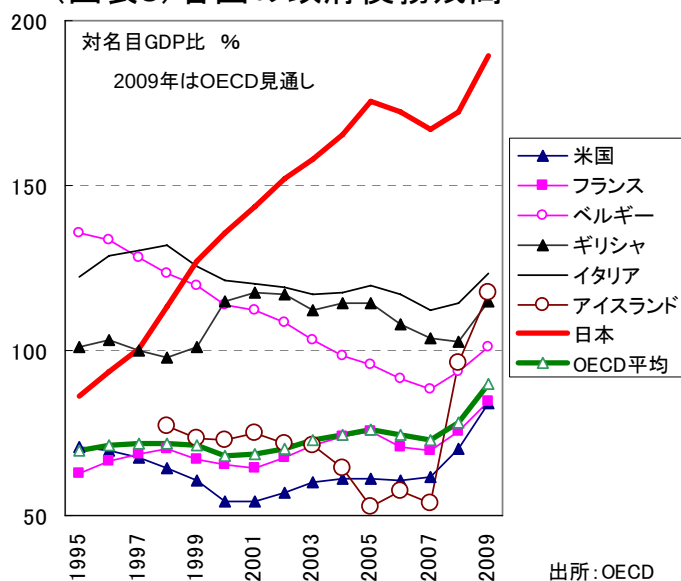


世界的に進む財政悪化

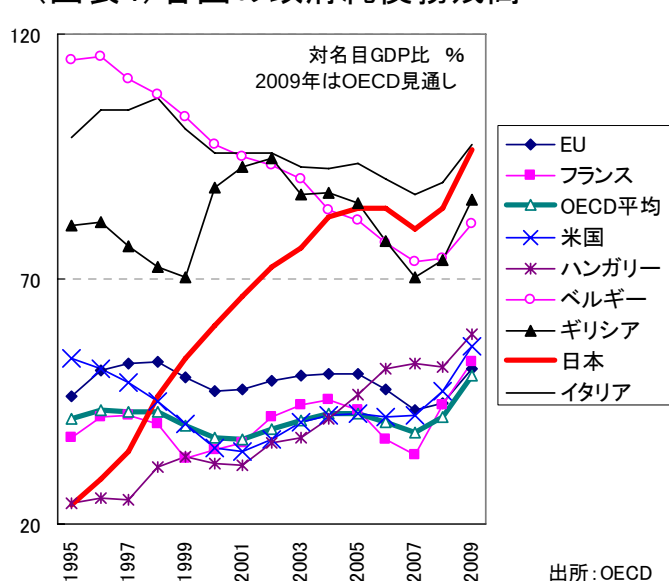
リーマンショック後の世界経済の悪化によって、日本だけでなく各国とも財政収支・債務残高が増加している。格付機関は、そうした財政状況の悪化に着目しながら、ソブリン格付けの見直しを進めている。

最近では、ギリシャの国債が2009年12月にS&Pによって格下げされ、次いで2010年1月になるとスペイン、ポルトガルがアウトルックの見直しを経て格下げされた。欧州では、南方に位置するギリシャ、スペイン、ポルトガル、イタリアの経済状況が厳しく、財政悪化が指摘されている。S&Pは、経済悪化と財政悪化を打開する経済対策・経済改革が捗々しくないことを指摘している。欧州では南欧以外に、アイルランド、オーストリアが注目されている。イギリスは、2009年5月に長期国債のアウトルックをネガティブにされている。

（図表3）各国の政府債務残高



（図表4）各国の政府純債務残高



こうした一連の動きは、日本の財政状況が他国と比較されやすい素地をつくってきたと考えられる。だから、日本の国債格付けだけが埒外に置かれて安泰とみるよりも、やはり日本も欧州諸国並みに厳しい評価を受けるようになってきたと認識する方が妥当であろう。日本の場合、政府債務残高の対名目 GDP 比は突出しているが、政府債務から社会保障など金融資産を差し引いた純債務残高でみると、2008・2009 年は最も状況の悪い国々のひとつという位置づけになっている（図表 3、4）。一方、日本の対外収支が黒字であるので、他の財政悪化国に比べると、財政ファイナンスを海外に依存するという脆弱性を抱えている訳ではない。日本国債の売買シェアで国内金融機関などが大きい理由も、対外収支が黒字であり、国内投資家にホームバイアスが働くという作用があるのだろう。

日本の財政運営に求められること

S&P のプレスリリースでは、「日本の経済政策の柔軟性が縮小してきており、財政圧力・デフレ圧力を食い止める対策がとられなければ、格下げになる可能性がある」と指摘している。対応に関しては「中長期的な成長戦略が採られなければ格付けを 1 ノッチ引き下げの可能性」が言及され、「2010 年前半に発表される予定の中期財政計画に、財政再建に向けた政策が盛り込まれるものと考えられるだろう。一方で、財政面または構造改革面の政策によって、一般政府債務の増加が抑制される見通しとなった場合、格付けは現水準で安定するだろう」と括っている。

こうした指摘は、経済政策運営の視点でみて、『成長戦略を通じて財政再建を図る』という真つ当な理屈を言っているに過ぎない。鳩山政権にしても、2008 年末に成長戦略の基本方針を示し、2020 年度に名目 650 兆円の成長達成を掲げて、成長を通じた財政再建を目指している。菅直人財務大臣も「財政規律を維持し、財政健全化を進めていくことの重要性は十分認識している」と述べている。目先、3 月末を目処にとりまとめられる中期財政フレームにおいても、成長率が高まる前提で、財政再建に切り返すビジョンが組み立てられるであろう。S&P が指摘したシナリオに沿って、日本政府自身がすでに走り始めているという見方もできる。

もっとも、政府が動き始めようとしている段階からこそ、今の時点で S&P があえてアウトルックの変更を行ってきたのかという疑問は残る。これは、民主党政権が成長戦略や財政フレームが正式に固められる前に、方針の修正を促したいという意図があるのかもしれない。

筆者の推測では、①成長戦略のフィールドが環境・健康を中心にしたややナイーブな内容であることへの不満、そして、②2011～2013 年度にかけて消費税率を引き上げない前提で、中期財政フレームがまとめられるという点への不信、があって日本の財政・経済政策運営に異論を挟もうとしているのではないかと考える。

財政赤字の質的な面について言えば、景気が悪化したときに法人税など直接税が減退して膨らむ循環的財政赤字と、社会保障などの累増を背景にした構造的財政赤字の 2 種類がある。歳入面では、後者の構造的な歳出増に対しては、消費税のような間接税で薄く広く負担するように手当てしておくことが好ましい。これは、たとえ景気が悪くなっても、財政赤字を過度に膨らませないための備えになるからだ。

日本の財政運営は、格付機関の指摘に一喜一憂する必要はないが、目指すべきしっかりした展望を描くことで、内外から信頼される体制・展望を持つことが重要であろう。