

## 日本国債の格付再引下げの検討

発表日：2011年4月27日（水）

～S&Pは震災対応で増税を求める意思表示～

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

S&P が長期ソブリンのアウトルックを安定的からネガティブに変更してきた。AA-への格下げから僅かに3か月という驚きがある。今回は米国すらアウトルックを見直されているだけに、日本の震災対応がもっと厳しい目でみられているということだ。6月にも予想される二次補正と復興税の扱いが命綱である。

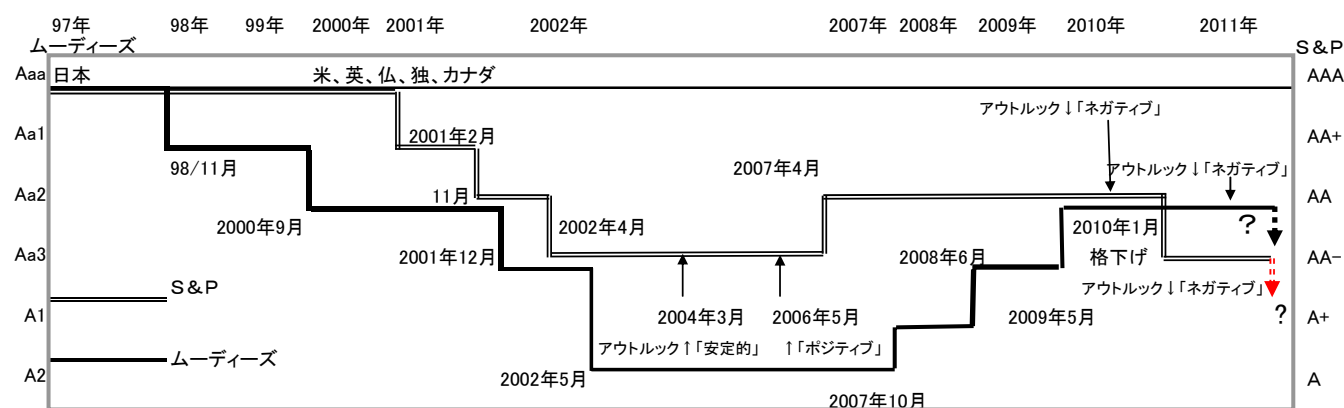
### わずか3か月後のアクション

4月27日にS&PがAA-の長期ソブリン格付けについてアウトルックを安定的からネガティブに変更することを発表した（図表）。

先ごろ2月22日に、ムーディーズがソブリン格付けのアウトルックをAa2の安定的からネガティブに見直したばかりである。S&P自体も、1月27日にAA-への格下げを行なっているから、わずか3か月でのアクションになる。いささか急すぎる反応にも思えるが、日本の財政再建にはそれだけ時間が与えられていないということだろう。前回のS&Pの格下げは、2010年1月26日から約1年間の猶予があつて、2011年1月27日に格下げが行なわれている。

今回は、発表分で「『ネガティブ』のアウトルックは、財政悪化に歯止めをかける財政再建策が打ち出されず、今後2年間に財政が現在のS&Pの見通し以上に悪化した場合は、格下げとなる可能性があることを示している」とある。もしも、ソブリン格付けが1ノッチ下がるとA+になり、G7の中ではイタリアの格付けと同じになる。A+は、BIS基準の国債保有のリスクウェイトが0%から20%に上がる可能性があるグレードだ。なお、2002～2007年の時期は、S&Pの格付けはAA-で踏み止まっていた。

### (図表) 格付けの変遷



### 増税等が採られない限り

今回、S&Pがアウトルックを見直した背景には、東日本大震災の影響で、日本の財政事情がさらに悪化することが懸念されたことにある。S&Pは「被災地の復旧・復興費用は30兆円を標準予想として、20兆～50兆円の範囲になると予想している」とし、「増税等の財源措置がとられない限り、それにより、一般政府財政赤字の対GDP比率がS&Pの従来予想値を2011年度には2%ポイント、2012年度には1%ポイント上回り、2013年度までに累積で3.5%ポイント上回ると予想する。その結果、同比率は従来予想の2013年度までに対し、2014年度まで8%超の水準が続く

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見直しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。

と予想している」。その結果、ストック面でみると、「一般政府債務残高の対 GDP 比率は 2013 年度に 145% (S&P の従来予想は 137%) に達する」との見方を示している。

日本政府は、震災前の方針で 6 月に「税と社会保障一体改革」をとりまとめるスケジュールを決め、そこで消費税の具体的な引き上げを明示するはずだった。その先には、2015 年度までにプライマリーバランスの赤字幅を半減させる計画がある。それが、震災によって「税と社会保障一体改革」が一旦棚上げになってしまい、大型補正予算が累次で打たれる見通しになった。S&P からすれば、増税から逃げるような態度では 2015 年度までの赤字半減は到底できないという厳しい見方なのだろう。

## 政治的混乱は嫌われる

ソブリン格付けを巡る外部環境は、厳しくなっている。数日前の 4 月 18 日には、同じ S&P が米国の長期格付け AAA のアウトルックをネガティブに変更してきたという大事件があった。北極星のような米国債の格付け・見通しが変更されたのは 1941 年以来初めてのことだ。

米国債に S&P が警鐘を発したのに、それなりの理由がある。それは、政治的に財政再建が怪しくなったことである。オバマ政権は 2011 年会計年度の米財政赤字が 1.65 兆ドル (対 GDP 比 9.2%) にも膨れ上がろうとするのに対して、2 月の予算教書では、何とか 2012 年度は財政赤字 1.10 兆ドル (歳入 2.63 兆ドル—歳出 3.73 兆ドル) に抑え込もうとしていた。2013 年度には公約していた任期中の財政赤字対 GDP 比半減 (2013 年度目標 4.6%) を果たそうという意図である。そこに、4 月 10 日に累積赤字を 12 年間で 4 兆ドル、2015 年度に対 GDP 2.5% の目標としたところ、議会での共和党との対立構図が避けられなくなった。財政再建計画については、共和党は歳出拡大を中心に 10 年間で 4.4 兆ドルという対案を前もって発表しており、その手法はオバマ提案とは異なっている。

伏線として、議会の対立が長引いて 4 月 8 日に政府機関の閉鎖 (シャットダウン) の一歩手前まで行ったことがある。政府活動が停止する悪影響を盾に取った共和党のチキンゲームが、オバマ政権の楽観的な財政再建策をいかにも不安定に見せた。S&P は、そうした権力闘争が、財政再建の優先順位を劣位にしかねない不安視しているのである。日本が具体的な復興支援のための財政運営に動き出そうとするとき、米国の混乱が二重写しになれば、大きく評価を損ないかねない。

## いずれにしても 6 月には回答を求められる

震災に関連した経済政策運営にいくつか共通することだが、巨大な政府の意識決定にはどうしてもスピード感が乏しい。一次補正しかり、復興会議しかり。特に、震災で 6 月の「税と社会保障一体改革」のとりまとめに時間をさけなくなったので先送りしようとする姿勢は、象徴的な出来事だった。襟を正してすべきことを危機だからといって避けることは、信認や規律を損なう。格付機関の警鐘は、そうした見方のひとつの表れであろう。

次なる焦点は、6 月とも言われる二次補正の扱いである。6 月に復興会議の諮問を反映するかたちで、歳出計画を立案し、予定された歳出確保のために復興税を具体的にどうするかを決める。そのときには、復興税が「税と社会保障一体改革」とどうリンケージをとるのかも問われてくる。

今のところ、日本の長期金利は格付けのアウトルックの見直しには大きな反応をみせていない。S&P だけではなく、ムーディーズの対応が加わってきても、長期金利が大変動に向かうということはないかもしれない。しかし、それは不安定性のマグマを溜め込んでいることと同じなので、表面的に動意が乏しくとも無警戒であってはならない。

今回は、欧州で巻き起こっているソブリンリスクへの厳しい見方が、米国の財政運営に飛び火して、さらに日本もその渦中に吸い込まれようとしている状態である。先進国全体を範囲に含めた財政リスクが高まっていることを念頭に置き、日本政府は粛々と誠実な対応を採らなくてはならない。

---

本資料は情報提供を目的として作成されたものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。作成時点で、第一生命経済研究所経済調査部が信ずるに足ると判断した情報に基づき作成していますが、その正確性、完全性に対する責任は負いません。見通しは予告なく変更されることがあります。また、記載された内容は、第一生命ないしはその関連会社の投資方針と常に整合的であるとは限りません。