

## 日本国債格下げという厳しい反応

発表日：2014年12月2日（火）

～ムーディーズは評価せず～

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

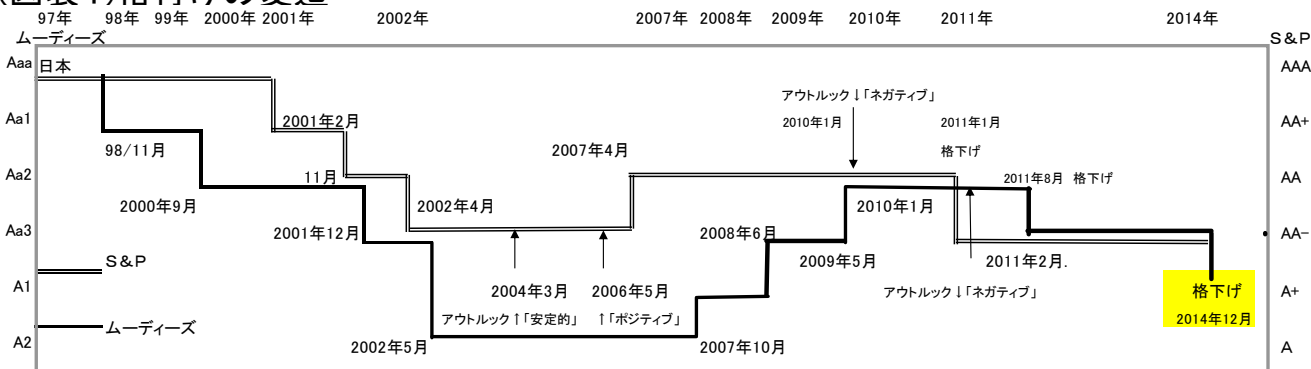
格付機関ムーディーズが、日本国債の格付けを1ノッチ下げると発表した。11月18日の消費税増税延期の影響である。問題は、先送り自体よりも、2014年4月の消費税増税に当たって、準備した景気拡大策が不十分だったと評価しているようだ。政府は、財政再建に対する信認低下に留意して、財政拡張に走ることなく、早めに財政再建の中長期見通しをリニューアルして発表した方がよい。

### 無風ではなかった

12月1日にムーディーズが、日本国債をAa3からA1へと1ノッチ格下げすることを発表した（格付けの見通しは安定的）。やはり、安倍首相が11月18日に衆議院解散、そして消費税増税を先送りしたことは、無風では終わらなかった。

格下げは、2011年8月に同じムーディーズが格下げしてから3年4か月ぶりとなる（図表1）。A1格は、日本国債のバーゼル規制のリスクウェイトが20%に区分されるグレードであり、印象は良くない。格付機関は、2012年末にアベノミクスが始まって、日本の経済成長路線の行方をじっと見守っていたが、成長戦略への成果が十分に評価されず、国債格下げとなったことは非常に残念というほかない。

(図表1) 格付けの変遷



金融市場の反応は、現時点では至って冷静である。発表当日の午前、為替レートが1ドル119円台まで円安が進んでいく流れであったが、夕刻の格下げを受けて118円台前半へと押し戻された。一方、債券市場の反応は、より落ち着いていて、急激な金利上昇へとは動かないと予想される。こちらは、日銀の追加緩和が“痛み止め”として効いているからだろう。

ムーディーズの格下げの説明は、非常に興味深い。第一の理由を、「財政赤字削減目標の達成可能性に関する不確実性の高まり」とする。説明では、「政府が中期的な財政赤字の削減目標を達成できるか否か、および債務の増大傾向を安定化ないしは反転させると同時に、成長を促進すること」に不確実性があるとする。第二に、「経済成長に向けた政策の不確実性」を挙げる。双方ともややわかりにくいだが、消費税増税によって景気が低迷したことをみて、経済成長と財政再建のバランスが崩れかけていると警

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。

戒しているのである。

筆者は、消費税の再増税を先送りしたこと自体をムーディーズが問題視したのかと思ったが、正確にはそうとは限らないようだ。消費税再増税に関しては、「政府の消費税再増税延期の決定は、短期的な財政赤字削減から、経済成長に対するデフレ圧力の再発を阻む政策へのシフトを模索しており、その戦略には利点がある」と一応の評価をしている。問題は、再増税の方よりも、一度目の増税だったようだ。すなわち、安倍政権は、景気拡大を前提に、一度目の消費税率の引上げを行ったが、その後、景気情勢をみて、2015年に二度目の増税を実施するのを断念した。ムーディーズは、2014年4月の消費税増税に当たって、準備した景気拡大策が不十分だったと評価し、だから二度目の断念に至ったと考えているのだろう。経済成長と財政再建の両立という文脈では、無理な増税をしても景気拡大を失うだけになる。むしろ、本質的な問題点は、増税を消化できるくらいの成長戦略の実行ができなかったことに集約できる。この理屈は、アベノミクスの論理構成に則って、その不十分さを非常に巧妙に批判している。

### さらなる格下げのリスクに注意

筆者は、これはアベノミクスに対して潜在的不安を訴える反応のごく一端に過ぎないと考える。筆者を含めて、少なからぬ人がアベノミクスの成長戦略に対して、大きな期待を抱く反面、どのくらい有効性を発揮できそうなのかという懐疑心も抱いてきた。

その懐疑心は、衆議院選挙を前にした安倍首相の説明でも払拭できていない。むしろ、安倍首相が自分の政策のトラックレコードの自信を示せば示すほど、これからは現状維持になるのではないかと思わせる。金融市場が欲しているのは、言葉だけの改革姿勢ではなく、実績としての経済成長なのである。

今後、警戒すべきは、他の格付機関がムーディーズに続いて、日本国債を格下げする連鎖反応である。今のところ、S&Pは消費税再増税の延期自体には寛容な姿勢をみせている。一方、フィッチ・レーティングは、厳しい姿勢をみせていて、年内に再点検する方針だとされる。

目先のイベントで注目されるのは、まず、12月14日の衆議院選挙である。安倍政権や与党が盤石なかたちで勝利できるかどうかである。政権基盤が弱体化すると、求心力を維持するのに歳出拡大が行われると想起されるので、財政再建の信認を維持するのが難しくなる。

次に、2015年度当初予算の編成である。消費税再増税を延期したのに、社会保障予算などの拡充を素通ししてしまうと、財政運営がルーズになったとみられかねない。逆に社会保障関係費に節度ある対応を採っていることが示されると、そちらの方が歓迎されるだろう。

三番目は、10～12月の経済成長率である。ムーディーズの格下げ理由には、日本が「世界金融危機後3度目の景気後退に陥った」と記述されていた。2015年2月に発表されるGDP速報が景気加速を印象付けるのならば、格下げリスクは遠のくだろう。無論、リスクはその逆の結果になることだ。

### 基礎的財政収支の悪化は避けられない

筆者が警戒するのは、格下げされたという事実よりも、わが国の財政再建に対する信認低下が起こったかもしれないという点である。もしも、そうであるのならば、もう一段、財政再建の信認を高めるための措置を追加することが望ましい。現状、2017年4月に景気条項を外して消費税再増税をすると意思表示をしているが、それだけでは十分とは言えない。日本国債のCDSスプレッドは、解散総選挙報道があった直後の11月10日は46.18bpであったが、11月18日の安倍首相の解散声明があり、20日は60.2bpまで上昇した。現時点では、60bp近辺で高止まりしている。

---

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。

財政再建の信託を維持するために、衆議院選挙を前にして安倍政権は、消費税再増税の延期を織り込んだ基礎的財政収支の計画見直しについて、「来年の夏までに策定」という表明を行っている。「夏」というのでは、遅すぎるだろう。これは例年7月の改定と同じタイミングである。

筆者は、もっと早期に基礎的財政収支の黒字化の計画をリニューアルした方が好ましいと考える。早ければ、2015年初に政府予算案が編成されると同時くらいに出来上がっているのが望ましい。

筆者の推定では、基礎的財政収支の見通し<sup>※</sup>は、2016年度、2017年度がそれぞれ▲1.0%ポイント、▲0.5%ポイントの悪化をみると予想する(図表2)。

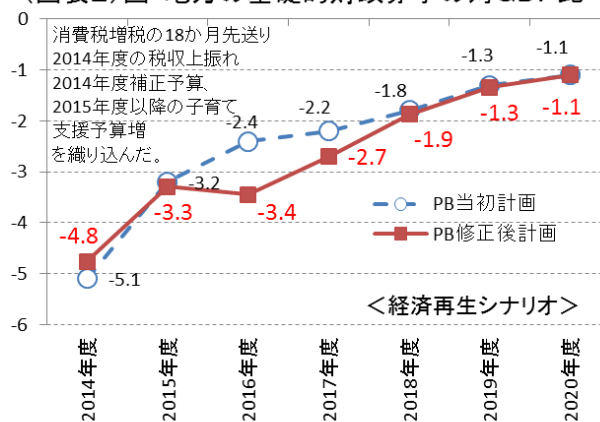
※2014年度補正予算2兆円、2015年度以降は2.8兆円の福祉予算が増額されることを織り込んだ計算。

基礎的財政収支の赤字幅半減は、2015年度に何とか達成できそうだが、その次の2016年度はより厳しい結果<sup>※※</sup>になると心配する。消費税収は、仮に2015年10月に+2%引き上げができていれば、2015年度に実額+1.7兆円の税収増加が見込め、2016年度は平年ベースの税収増加が加わって+4.4兆円の収支改善が期待できていたと考えられる。だから、2016年度の下振れが大きくなる。これは、裏を返せば、再増税の延期は、期待された税収増加がなくなるため、2015年度以上に2016年度が厳しくなりそうだということだ。

※※ここには2015~2017年度にかけて法人税▲2%の減税を織り込む。

巷間、2015年度の基礎的財政収支の赤字幅半減目標は何とか達成できそうだと言われる。しかし、ピンポイントで、2015年度の赤字幅半減に成功できていたとしても、さして意味はない。その代わりに、2016・2017年度の赤字幅が高止まりしているとすれば、実体として悪化していることは明白だ。そうした不都合な財政状況を踏まえて、わが国の基礎的財政収支が黒字化に向っており、かつ、安倍政権の政策運営においても財政規律が絶対に緩まないことを再確認することが、現時点で望ましいと考えられる。

(図表2) 国・地方の基礎的財政赤字の対GDP比



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。