

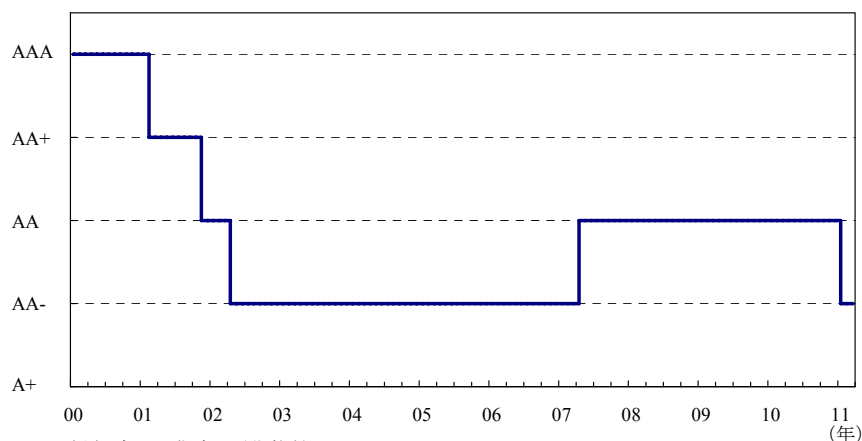
# 経済情報

## S&P が日本国債の格付けを「AA」から「AA-」に引き下げ ～債務問題深刻化の背景は、デフレ、高齢化、政策不在～

### 1. 格付けを「AA-」に引き下げ、見通しは「安定的」とする

1 月 27 日に米格付会社の S&P は、日本国債（自国通貨建て・外貨建て）の長期格付けを AA（最上位から 3 番目）から AA-（同 4 番目）に引き下げた（第 1 図）。S&P は、昨年 1 月 26 日に日本国債の格付け見通しを「安定的」（格付けが安定的に推移する公算）から「ネガティブ」（格付けが下方に向かう可能性）に引き下げたが、丁度 1 年が経過した後に格下げを実行したことになる。なお、今回の格下げに合わせて、格付け見通しは「安定的」に変更された。

第1図：S&Pの日本国債格付けの推移



(注) 自国通貨建て長期格付け  
(資料) S&P資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

今回、日本が格付けされた AA- 格には、他にイスラエル、サウジアラビア、中国等が属している（次頁第 1 表）。

第1表：S&PのAA+～A+格付国

格付 見通し	AA+		AA		AA-		A+	
	安定的	ネガティブ	安定的	ネガティブ	安定的	ネガティブ	安定的	ネガティブ
国		ベルギー	アブダビ カタール バミューダ	スペイン スロベニア チリ	日本 イスラエル クウェート サウジアラビア 台湾 中国		韓国 スロバキア チェコ トリニダードトバゴ マレーシア イタリア	

(注) 自国通貨建て長期格付け  
 (資料) S&P資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

S&P は、格下げの理由として、今後も高水準の財政赤字継続が見込まれることや政府債務比率の一段の悪化が予想されることを挙げている(第2表)。また、長期化するデフレや急速な高齢化に加え、民主党政権の債務問題に対する一貫した戦略の欠如も格下げの一因であるとした。なお、格下げ幅を一段階に止めた理由としては、高水準の対外純資産と比較的強固な金融システム等を挙げた。

第2表：日本の国債格付けについてのS&Pの見解

<p>○格下げの要因</p> <p><b>【財政赤字】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一般政府の財政赤字の対GDPの低下は、9.1%(2010年度)から8.0%(2013年度)にとどまると予想。</li> <li>大規模な財政再建策が実施されない限り、2020年より前にプライマリーバランスの均衡達成はできないと予測。</li> </ul> <p><b>【政府債務】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本の政府債務はすでに格付け先国中で最高のレンジにある。</li> <li>日本の政府債務はさらに上昇し、2020年代半ばまで下降に転じない見込み。</li> </ul> <p><b>【デフレ】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>物価の下落は、日本の経済規模が1992年以降変わっていないことを意味する。</li> </ul> <p><b>【高齢化】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>2004年度の社会保障制度改革を上回る規模の改革がなければ、予算に占める社会保障費用の比率は上昇する見込み。</li> <li>生産年齢人口の高齢化と減少により、S&amp;Pは日本の中期的な成長率を約1%と予測。</li> </ul> <p><b>【政策の欠如】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>民主党政権には債務問題に対する一貫した戦略が欠けていると判断。</li> <li>ねじれ国会も一因。</li> <li>政府が掲げる2011年中の社会保障制度と消費税を含む税制改革による改善は期待しにくい。</li> <li>2011年度予算と赤字国債発行等に関わる予算関連法案について国会の承認が得られない可能性も。</li> </ul> <p>○「AA-」格とした要因</p> <p><b>【対外純資産】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>日本の2010年末の対外純資産残高は、経常取引受取額の254%と世界最大。</li> <li>外貨・金の準備高は1兆ドルを超え、中国に次いで世界第2位。</li> <li>金融部門と、企業部門・家計部門を合わせた非金融部門も対外純債権者。</li> <li>経常黒字の継続により対外純資産は今後さらに増加と予想。</li> </ul> <p><b>【その他の要因】</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>比較的強固な金融システム。</li> <li>多様化された経済。</li> <li>日本円は世界の主要準備通貨。</li> </ul>
---

(資料) S&P資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

## 2. 市場・政府の反応

格下げに対して、市場も敏感に反応した。国債先物の値動きをみると、S&Pがプレスリリースを行った1月27日の午後4時50分の直後に急落し、その後も軟調な展開を辿った(第2図)。昨年1月26日の格付け見直し引き下げ時は、一旦急落したものの徐々に値を戻しており(第3図)、今回の格下げはより大きなインパクトをもって市場に受け止められている可能性がある。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また円相場も、格下げ発表直後、1ドル=83.22円と約2週間ぶりの水準まで下落した(第4図)。一方CDSスプレッドは、このところ上昇が続いていたこともあり、小幅な上昇にとどまった(第5図)。



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成



(資料) Bloombergより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

また政府では、野田財務大臣が「民間の会社の評価なのでコメントは控える」としつつも、財政再建の重要性についての認識を示したほか、他の主要閣僚・党首脳からも基本的には同様の見解が示された（第3表）。

第3表：格付け見直し引き下げについての閣僚コメント

<p>○野田佳彦財務大臣 「基本的には民間の会社の評価なのでコメントは控える」 「財政健全化への道筋をたどろうとしていることや財政規律を守るというメッセージを出していくことが大事。市場の信認を守ることが大事」</p> <p>○与謝野馨経済財政担当大臣 「長期債務残高が増加していることや、菅内閣の財政再建へ取り組む姿勢が十分に伝わらなかったことが、根拠になっていると思う」 「菅政権の税と社会保障一体改革は財政再建につながる。そうした日本政府の真剣な努力は理解されると思うし、日本への信認は揺らぐものではない」</p> <p>○菅直人首相 「ちょっとそういうことに疎いので、また改めてにさせてほしい」</p> <p>○枝野幸男官房長官 「民間会社による格付けに、政府あるいは官房長官として直接コメントすることは控える」 「国債に対する市場からの信認を維持していくことは重要であり、財政運営戦略で示した財政健全化に向けて着実に進んでいくことが大事だ」 「首相は国債の信認について強い問題意識を持ち、日ごろから情報収集と分析にあたっている。まったく問題ない」</p> <p>○岡田幹事長 「きちんと受け止めながら、我々が主張している社会保障と税の一体改革や財政再建の道筋が実現されるよう、国会の議論を通じてしっかり伝えていく必要がある」</p>
--

(資料)各種報道より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

### 3. 財政再建に向けた実効性のある取り組みが急務

政府は昨年6月に「財政運営戦略」等の財政健全化方針（次頁第4表）を策定したが、S&Pは実効性は期待できないとの判断を下した。また同社は、日本の財政見通しが再悪化した場合には「格付けへの下方圧力が再度強まるだろう」としている。財政再建に向けた超党派の取り組みが急務と考えられる。

なお、日本国債は約9割が日本国内で保有されており（次頁第5表）、政府対外債務の名目GDP比も低水準である（次頁第6図）。また、現物債の売買に占める外国人投資家の比率も比較的小さい（2010年は8.8%）ため、今のところ外国人投資家の売りによって債務危機に陥る可能性は限定的であるといえる。ただし国債先物取引については、外国人投資家は3分の1以上のシェアを占め、大きな影響力を有している（次頁第6表）。今後、財政問題の深刻化を背景とした国債先物の急落が現物債市場にも影響し、ボラティリティが高まる局面が到来する可能性には留意する必要がある。

第4表：民主党政権の財政健全化方針

【財政運営戦略】

①財政健全化目標		
債務残高	2021年度以降	公的債務残高の対GDP比が安定的に低下する財政構造の実現
財政収支	2020年度まで	PBの黒字化
	2015年度まで	PB赤字の対GDP比を2010年度の水準から半減
	2011～13年度	中期財政フレームに沿った財政運営
②財政運営ルール		
<ul style="list-style-type: none"> <li>・歳出増・歳入減を伴う施策には、恒久的な歳出削減・歳入増により、それに見合う財源を確保。(Pay-As-You-Go原則)</li> <li>・毎年度、着実に財政赤字を縮減していく。</li> <li>・社会保障費のような構造的な財政支出に対しては、安定的な財源を確保していく。</li> <li>・特別会計を含む全ての歳出分野において無駄の排除を徹底し、思い切った予算を組み換えを行なう。</li> <li>・地方の自立性を損ない、地方に負担を転嫁するような施策は行なわない。</li> </ul>		

【中期財政フレーム】

歳出・歳入に亘る取組	
①国債発行額の抑制	2011年度の新規国債発行額を2010年度予算の水準(約44兆円)以下に抑制。
②歳入面	個人所得税、法人税、消費税等の税制を抜本的に改革する
③歳出面	今後3年間の歳出は2010年度予算の規模(約71兆円)以下に抑制する。
予算編成の方法	毎年度、各閣僚別の概算要求枠を設定し、その範囲内で各閣僚が予算の組み替え・歳出削減を行なう。
本フレームの改訂	2011年度半ばごろ、中長期の経済・財政の状況と展望を踏まえつつ行なう。

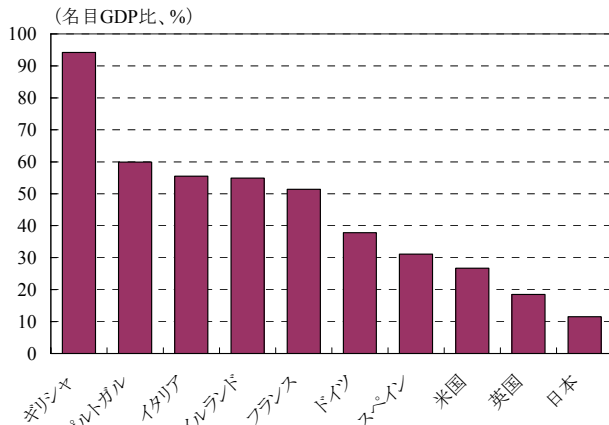
(資料) 国家戦略室資料より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第5表：国債の保有者別残高(2010年9月末時点)

	全体	金融機関											非金融法人企業	一般政府	家計	対家計民間非営利団体	海外	
		日銀	預金取扱機関					保険・年金基金	その他金融仲介機関	非仲介型金融機関								
			銀行等	国内銀行	在日外銀	農林水産金融機関	中小企業金融機関(ゆうちょ銀含む)				合同運用信託							
保有額(兆円)	879.7	666.8	78.5	356.8	356.7	132.2	6.3	34.2	184.1	0.0	177.6	51.5	2.3	6.0	100.2	34.1	15.1	57.5
保有シェア(%)	100.0	75.8	8.9	40.6	40.6	15.0	0.7	3.9	20.9	0.0	20.2	5.9	0.3	0.7	11.4	3.9	1.7	6.5

(注) 長短国債+財投資  
(資料) 日本銀行「資金循環」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6図：各国政府の対外債務残高(GDP比率)



(資料) IMFより三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

第6表：投資部門別国債先物取引(2010年)

区分	取引高(単位)	構成比(%)
証券会社	6,988,623	43.57
銀行	3,277,049	20.43
生保・損保	22,821	0.14
その他金融機関	100,915	0.63
投資信託	13,201	0.08
事業法人	7,525	0.05
その他法人等	184	0.00
個人	361	0.00
<b>海外投資家</b>	<b>5,628,307</b>	<b>35.09</b>
合計	16,038,986	100.00

(資料) 東京証券取引所「投資部門別売買状況」より三菱東京UFJ銀行経済調査室作成

以 上

(H23.1.28 高山 真 shin\_takayama@mufg.jp)

発行：株式会社 三菱東京UFJ銀行 経済調査室  
〒100-8388 東京都千代田区丸の内 2-7-1

当資料は情報提供のみを目的として作成されたものであり、金融商品の売買や投資など何らかの行動を勧誘するものではありません。ご利用に関しては、すべてお客様自身でご判断下さいますよう、宜しくお願ひ申し上げます。当資料は信頼できると思われる情報に基づいて作成されていますが、当室はその正確性を保証するものではありません。内容は予告なしに変更することがありますので、予めご了承下さい。また、当資料は著作物であり、著作権法により保護されております。全文または一部を転載する場合は出所を明記してください。