

チーフ・アナリスト
大槻 奈那

マネックス証券株式会社
www.monex.co.jp

消費増税延期で懸念される「格下げ」とその影響

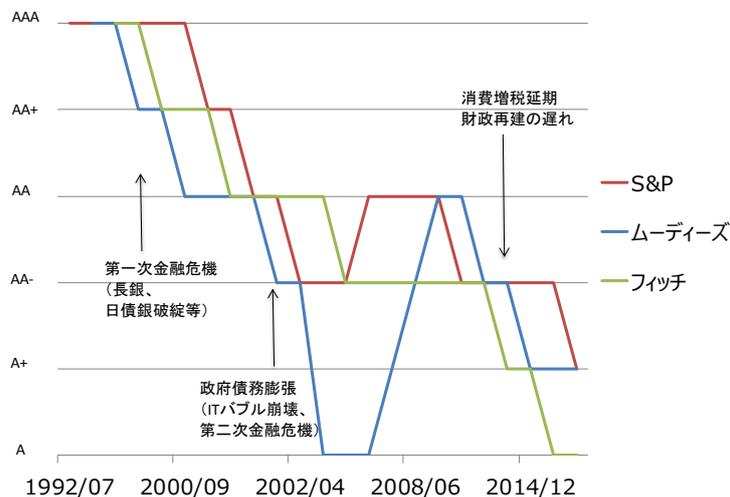
1. 日本国債の格下げはありうるのか

G7 も終了し、政府内では、消費増税延期の是非を巡る議論が本格化している。これに対し、一部では、日本の国債格付けの引き下げに対する懸念が台頭している。

我々は、消費増税が短期間再延期されるだけならば、格付会社はすぐには格下げしにくいと考えている。既に、前回 14 年 11 月の消費増税延期発表後、ムーディーズでは 14 年 12 月に格下げを行っており、S&P も、経済成長鈍化や財政バランス改善の遅れなどを理由に、15 年 9 月に格下げしている（図表 1）。

前回の格下げからも間もない上、報じられているような 2 年半程度の短い期間の先送りなら財政への影響もさほど大きくない。これだけでは、格下げの理由としてはやや弱いと思われる。従って、我々は、格付けの引き下げは、ひとまず無いか、または、格付けの「見通し」を現在の「安定的」から「ネガティブ」に変更する程度という軽微なレベルに留まる可能性が高いと考える。（注：「ネガティブ/ポジティブ」という格付けの見通しは、1~2 年後に、それぞれ格下げ/格上げとなる確率が 2~3 割程度あることを表す。）

図表1：日本国債格付け推移



(出所) 各格付機関からマネックス証券作成

しかし、そもそも日本の国債格付けは、世界最悪レベルという対 GDP 比債務残高との比較では決して悪くない（図表 2）。相対的に高めの格付を付与されている背景には、国の総合的な経済力や将来の徴税力等が加味されていることがある（なお、国内投資家が多いということはあまり加味されていない

い。投資家層は利回り環境によって容易に変わりうるためだ)。

従って、将来の徴税力を不安視させる増税の再見送りはそれなりの格下げ要因である。過去にも見られたように、こうした税制改定の遅れに、経済成長鈍化やインフレ率の低下（デフレへの逆戻り）などが加われば、もう一段の格下げの可能性は高まる。

図表2：各国の国債格付と政府債務比率

G7国	国名	ムーディーズ		S&P		フィッチ		対GDP債務比率 (%)
		格付	見通し	格付	見通し	格付	見通し	
G7	ドイツ	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	71
	ルクセンブルク	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	22
	オランダ	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	68
	オーストラリア	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	37
	スイス	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	46
	デンマーク	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	46
	スウェーデン	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	44
G7	ノルウェー	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	28
	カナダ	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	91
G7	シンガポール	Aaa	安定	AAA	安定	AAA	安定	98
	米国	Aaa	安定	AA+	安定	AAA	安定	106
	オーストリア	Aaa	ネガ	AA+	安定	AA+	安定	86
G7	フィンランド	Aaa	ネガ	AA+	ネガ	AA+	安定	62
	英国	Aa1	安定	AAA	ネガ	AA+	安定	89
	香港	Aa1	ネガ	AAA	ネガ	AA+	安定	0
	ニュージーランド	Aaa	安定	AA	安定	AA	安定	30
G7	フランス	Aa2	安定	AA	ネガ	AA	安定	97
	ベルギー	Aa3	安定	AA	安定	AA	ネガ	106
	韓国	Aa2	安定	AA-	安定	AA-	安定	36
	中国	Aa3	ネガ	AA-	ネガ	A+	安定	44
	エストニア	A1	安定	AA-	安定	A+	安定	10
	チェコ	A1	安定	AA-	安定	A+	安定	41
	サウジアラビア	A1	安定	A-	安定	AA-	ネガ	6
	G7 日本	A1	安定	A+	安定	A	安定	248
スロバキア	A2	安定	A+	安定	A+	安定	6	
アイルランド	A3	ポジ	A+	安定	A	安定	95	
マルタ	A3	安定	BBB-	ポジ	A	安定	64	
ラトビア	A3	安定	A-	安定	A-	安定	35	
リトアニア	A3	安定	A-	安定	A-	安定	42	
ポーランド	A2	ネガ	BBB-	ネガ	A-	安定	51	
メキシコ	A3	ネガ	BBB-	安定	BBB+	安定	54	
スロベニア	Baa3	安定	A-	ポジ	BBB+	ポジ	83	
スペイン	Baa2	安定	BBB-	安定	BBB+	安定	99	
G7	イタリア	Baa2	安定	BBB-	安定	BBB+	安定	132

(出所) 格付会社データよりマネックス証券作成。ムーディーズの格付けは、Aa1=AA+、Aa2=AA、Aa3=AA-に相当。見通しは、「安定的(表中は<安定>)」「ネガティブ(表中は<ネガ>)」「ポジティブ<ポジ>」の3つ。

以下では、万一日本国の格付けが引き下げられた場合の影響を、為替、金利、金融の3つの側面から検討する。結論としては、為替や国債利回りといったマクロ面への影響はごくごく軽微にとどまるだろう。しかし、過去の格下げ時とは規制や環境が異なるため、新たなリスクも出てきており、銀行や外貨調達の大きい事業法人については、相応のマイナス影響が生じうるだろう。

2. 日本国債が格下げされた場合の影響度

1) 為替市場への影響

前回14年11月の消費増税延期の際には、14年12月のムーディーズに続き、他の大手格付会社2社が相次いで日本国債の格下げを行った。

格付各社が連続して格付を変更する際、影響はだいたい最初の1社の変更時のみで発生する。前回の国債格下げ時も、最初に動いたムーディーズの変更前日に118.6円だったドル円為替レートは、1日で80銭、1週間以内の最大値で3円、円安方向に振れた。但し、これは日銀に対して安倍首相が日銀にインフレ目標引き上げを強く迫った時でもあり、格下げの影響がどの程度だったのかは不明である。それ以前の主な格下げ時でも発表当日に1円前後の円安になった程度だった（図表3）。

図表3：主な格付けアクションと前後の為替レート

単位円	日本国債格付の動き	発表日時点のドル円レート	発表翌日 vs前日の変動幅	1週間以内の最大の変動幅
1998年11月17日	ムーディーズの初の格下げ	120.95	1.57	1.57
2002年5月31日	ムーディーズの初の「A格」へ格下げ	124.22	0.23	1.01
2011年1月27日	S&P、それまで数年の格上げ基調を転換、AA-に格下げ	82.92	-0.05	-0.05
2012年5月22日	フィッチとしては初の「A」格へ格下げ	79.96	0.16	0.37
2014年12月1日	ムーディーズ再度「A」格へ格下げ	118.40	0.81	3.06

（出所）格付会社各社、Bloombergデータよりマネックス証券作成

多くの場合、為替レートは、それ以前から財政悪化等の格下げ要因を織り込んでいることから市場を動かす原動力にはなりにくい。また、日本の場合、海外不安が大きい時には、逆に円高基調となっているところでの格下げなので反応が鈍いという要因もある。

今回も、もし格下げがあったとしても、為替レートには既に景気回復の鈍化等は織り込まれているため、影響はまず限定的と思われる。

2) 国債利回り、社債利回りへの影響：日銀が購入している限り、影響は皆無に近い。但し、債券投

資家の保有制限抵触には注意

今回、超最悪のシナリオを考えても日本国債の格付けは「A レンジ (A+~A-)」に留まるだろう。債券投資家は債券の格付けで保有制限を設けている場合が多いが、通常は「BBB-以上」や「A-以上」という具合に、レンジで区切る。その点、今回は「A レンジ」という同じ符号の中での格付変更なので、新たに保有制限に抵触するようなケースはまずないだろう。

但し、事業法人の格付けにはやや不透明感もある。日本だけで営業している企業の格付けは、国の格付けが上限となることが一般的だ（トヨタなど収益が国際的に分散している企業はこうした制約はない）。このため、国の格付けが「A」から「A-」に引き下げられれば、「A」だった内需系企業は「A-」に格下げされる可能性が高い。

国より1ノッチ以上格付けが低い企業は、この上限には抵触しない。従って、理論的には、国が格下げされても格付けは維持され、国の格付けに並ぶこともありうる。しかし、高格付けの企業は、国力に総合的に支えられていることが多いので、通常は国のデフォルト（債務不履行）・リスクが高まれば、国の格付けに近い国内企業の格付けも国の格付けに連動して引き下げられることもありうる。例えば、現在国より1~2ノッチ低い「A-」の企業が、日本の格下げに呼応して「BBB+」に格下げされるリスクは排除できない。

こうした企業に対しては投資基準を「A レンジ」以上と設定している債券投資家は投資しにくくなり、マイナス金利でせっかく低下してきた調達コストが上昇してしまう可能性もある。特に外貨調達については、条件が厳しくなる可能性が高いだろう。

3) 銀行の調達コスト、発行債券の格付けへの影響：相対的には影響大

銀行への影響は、上記の点に比べると深刻である。銀行の格付けは、その国の格付けがほぼ上限とされており、現在国の格付けと同水準になっている銀行が多い。これらの銀行は、国の格付けが引き下げられたらほぼ間違いなく格下げの憂き目にあうだろう（図表4）。

図表4：銀行格付け一覧（16/5/20現在）

銀行（金融機関）	格付け		
	ムーディーズ	S&P	フィッチ
国債格付け	A1	A+	A
三菱UFJフィナンシャル・グループ	A1	A	A
三菱東京UFJ銀行	A1	A+	A
三井住友フィナンシャルグループ	A1	A-	A
三井住友銀行	A1	A	A
みずほフィナンシャルグループ	A1	A-	A-
みずほ銀行	A1	A	A-
みずほ信託銀行	A1	A	A-
三井住友トラスト・ホールディングス			
三井住友信託銀行	A1	A	A-
りそなホールディングス			
りそな銀行	A2	A	
埼玉りそな銀行	A2		
コンコルディア・フィナンシャルグループ	A2		
横浜銀行	A1		
セブン銀行		A+	
静岡銀行	A1	A+	A
伊予銀行		A-	
山陰合同銀行	A2		
七十七銀行		A-	
群馬銀行	A2	A-	
千葉銀行	A1	A	
中国銀行	A1		
阿波銀行			
第四銀行	A2		
ソニー銀行		A	
常陽銀行	A2		
肥後銀行	A1	A	
滋賀銀行			
福岡銀行	Baa1		
広島銀行	A3		

（出所）格付会社各社データよりマネックス証券作成。国債格付と同レベルの格付を青色で、A-/A3という「Aレンジ」ぎりぎりの格付けを赤色でハイライトしている

銀行の格付けは種類が多く、格付け会社によって考え方が異なるのでわかりにくい、一般的な銀行格付けの階層構造を図表5に示した。

銀行の格付けは、一般に国と同等か1ノッチ程度下に位置し、持株会社は更に1ノッチ低い。例えば、社債の発行体が「三菱UFJフィナンシャルグループ」であった場合、発行される普通社債の格付けは、「三菱東京UFJ銀行」が発行する普通社債よりも1ノッチ低い。

図表5：格付けの階層構造

(銀行本体の発行する普通社債の格付をAとした場合の格付)

		発行する主体		
		(国の格付け)	銀行本体	持株会社 (上場主体)
債券の種類	普通社債	A or A+	A	A-
	劣後債		A-	BBB+
	AT1債 (「疑似資本」にカウントされる永久債)		A-	BBB+

(出所) 格付会社資料よりマネックス証券作成

ならば社債発行は、格付けの低い持株会社ではなく銀行本体で発行すればよさそうなものである。しかし、近年の規制によって、銀行は数兆円にも上る新型債券(TLAC債=損失吸収型債券=疑似資本と見なされる)を、持株会社で発行しなければならなくなった。債券に投資する場合、銀行で発行されるのか持株会社で発行されるのかを見定める必要がある。

更に、銀行の場合、外貨調達コストが格付けの影響を受ける。現在大手行は、各行数十兆円もの外貨運用資産を抱えている。これらの3分の1程度は外貨預金だが、残りの3分の2は、手持ちの円をドルに転換するか、海外の銀行間取引市場で調達するか、CP・社債を発行するかといった方法で海外で調達する必要がある。

つまり、大手行は常に各行10~30兆円もの外貨を、預金以外の何らかの形で市場等から調達していることになる。海外の投資家は日本市場の参加者とは異なり、どうしても日本に投資しなければならないわけではない。このため、日本企業に対する資金供給金利も日本企業よりシビアであるし、相手の格付けにも敏感である。

米ドルの調達のために、円金利にどれだけ上乗せしなければいけないかを示す「ベシススワップ・レート」は、じわじわと上昇しているが(図表6)、格下げを受けたら、調達条件が一層厳しくなる可能性もある。

図表6：5年物のベーススワップ・レート (bp)



(出所) Bloombergよりマネックス証券作成

因みに、10兆円の外貨調達が必要な銀行であれば、調達コストが1bp上昇するだけで、年間10億円のコスト増となる。

以上のように、日本の国債格付が引き下げられる可能性は、消費増税の短期的な先送りだけならさほど高くないだろう。しかし、他のマクロ環境の悪化が続けばその可能性は排除できない。そして、格下げが現実となった場合のマイナス影響は、マクロの問題としては軽微であるが、銀行セクターや外貨調達が大きい一部企業にとっては無視できないものとなるだろう。

ご留意いただきたい事項

マネックス証券（以下当社）は、本レポートの内容につきその正確性や完全性について意見を表明し、また保証するものではありません。記載した情報、予想および判断は有価証券の購入、売却、デリバティブ取引、その他の取引を推奨し、勧誘するものではありません。当社が有価証券の価格の上昇又は下落について断定的判断を提供することはありません。

本レポートに掲載される内容は、コメント執筆時における筆者の見解・予測であり、当社の意見や予測をあらわすものではありません。また、提供する情報等は作成時現在のものであり、今後予告なしに変更又は削除されることがございます。

当画面でご案内している内容は、当社でお取扱している商品・サービス等に関連する場合がありますが、投資判断の参考となる情報の提供を目的としており、投資勧誘を目的として作成したものではありません。

当社は本レポートの内容に依拠してお客様が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断と責任でなさるようお願いいたします。

本レポートの内容に関する一切の権利は当社にありますので、当社の事前の書面による了解なしに転用・複製・配布することはできません。

当社でお取引いただく際は、所定の手数料や諸経費等をご負担いただく場合があります。お取引いただく各商品等には価格の変動・金利の変動・為替の変動等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。また、発行者の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化等により、投資元本を割り込み、損失が生じるおそれがあります。信用取引、先物・オプション取引、外国為替証拠金取引をご利用いただく場合は、所定の保証金・証拠金をあらかじめいただく場合がございます。これらの取引には差し入れた保証金・証拠金（当初元本）を上回る損失が生じるおそれがあります。

なお、各商品毎の手数料等およびリスクなどの重要事項については、「[リスク・手数料などの重要事項に関する説明](#)」をよくお読みいただき、銘柄の選択、投資の最終決定は、ご自身のご判断で行ってください。

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第165号
加入協会：日本証券業協会、一般社団法人 金融先物取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会