

# 日本国債の格付け

黒沢 義孝

はじめに

日本国債の格付けは一九三〇年代以降、市場性適格のなかの最下位BBBで推移したが一九七五年に最上位のAAAを取得した。しかしその二三年後の一九九八年に格下げが始まりシングルAランクまで低下した。格付けは概ね三〜五年先の債務償還力を示すものとして市場で受け入れられているが、二〇一五年に入って日本国債（円建て）に対する格付けが日米格付会社五社の間ですべて異なるといふ珍しい状況が発生した。史上まれに見る公的債務負担と二〇年以上にわたる経済の停滞に対してアベノミクスがどこまで対処できるかについての評価の違いと格下げのタイミングの違いが格付けの差異として現れた。本論では日本国債の格付けにおけるアベノミクスに対する格付け五社の評価とタイミングの違い、国債の格付け手法、国債（ソブリン）格付けの問題点について概観した。

## 1 格付会社五社ですべて異なる日本国債格付け（二〇一五年四月〜同年九月）

アメリカ大手三社および日本の二つの格付会社の日本国債に対する格付けがすべて異なるといふ現象が発生した（二〇一五年四月から同年九月の五ヶ月弱の期間<sup>②</sup>）。この格付けの違いは一四年四月の消費増税が以後の経済成長と財政再建にどのような影響を与えるかについての格付会社の見解の相違が主な理由である。JCRは最上級

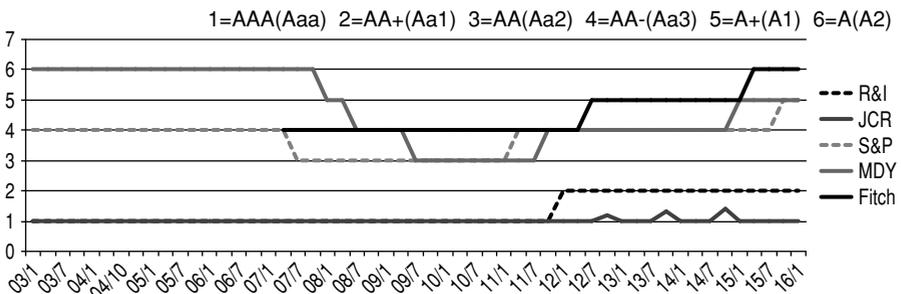
のAAA、R&IがAA+, S&PがAA-,ムーディーズがA+,フィッチが最も低くAで、最上級のJCRと最下級のフィッチの間に五ノッチ差があった。格付け格差の主因はアベノミクスの行方の見方の違いに注がれた。格付け記号の定義について各社共通の厳格なルールはないが一般的には「文章による定義」と「実際に発生したデフォルト率」で捉えることが多い。文章定義についてS&Pの定義で代表させるとAAA(ムーディーズの記号はAaa)は「債務を履行する債務者の能力は極めて高く」AA(同Aa)は「・・・能力は非常に高く」、A(同A-)は「能力は高いが・・・環境や経済状況の悪化の影響を受け易い」とあり、AA段階以下については三段階区分され「プラス/マイナス(ムーディーズは一、二、三)は各カテゴリーの中での相対的な強さを表す」とされている。<sup>(3)</sup>しかし「極めて高い」、「非常に高い」、「高いが」などの表現では相対的な優劣はわかるが、実際にどの程度の確率で債務不履行(デフォルト)が発生することを予想しているのかについてはわからない。そこで格付会社は実際に発生した過去の格付け別デフォルト率を公表しており、格付け情報を利用する投資家はそれを将来のデフォルト発生確率の代理変数として利用する。<sup>(4)</sup>ところがソブリン(国債)格付けのAAA~Aクラスについてはギリシャ国債のデフォルトを除いて過去数十年にわたってデフォルトが発生していないので過去の格付け別デフォルト率で格付けの定義をすることができない。なおソブリン格付けは外貨建て(政府保証を含む)と自国通貨建ての双方について公表されるが、日本政府は一九五九年(昭和三四年)の米ドル建て国債(三〇〇〇万ドル)を最後に外貨建て国債は発行していないので本論の対象は円建ての日本国債である。<sup>(6)</sup>

以上の前提を踏まえたくて格付会社五社の日本国債格付けがすべて異なっていた期間の格付け根拠を比較検討してみたい。まず、日本国債を評価するにあたってソブリン格付けで用いられる主な定量的マクロ指標を見ると、実質GDP成長率(二〇〇九年以降・最近までの平均)は〇・五%(一般的基準ではシングルBクラス)、

名目GDPの規模（以下二〇一三年の値）は約四兆九千億ドル（同トリプルAクラス）、一人当たりGDP（購買力平価ベース）は約三万七千ドル（同トリプルAクラス）、一般政府債務の対GDP比率は二四二％（同シングルBクラス）、一般政府利払いの対歳入比率は六・三倍（ダブルAクラス）で、経済規模や所得水準は最上位格の範疇にあるが政府債務の水準やGDP成長率は最下位にあり国債の償還力をどの指標に力点を置いて決めるかによって大きな開きがある。日本国債の米系格付会社による格付けは一九九八年一月にトリプルAから格下げになって〇三年にはムーディーズがシングルAまで下げたが、図表1（四半期ごとの格付け推移）のとおり日系と米系の格付け差は三〜四ノッチで定着している。この格付け差の主因は、米系格付会社が日本の高水準の公的債務残高と長期的なデフレ下における低成長などの定量的指標に評価の重点を置いたのに対し、日系格付会社は日本の財政状況の厳しさを指摘しつつも、日本国債保有の大宗を占める日本の投資家による信任が厚く、低金利を維持しながら借り換えによる償還に問題がないとする資金の流動性に判断の根拠を置いた、視点の違いにあると思われる。

そこで、フィッチがシングルAに格下げして（一五年四月二七日）格付け五社すべての格付けが異なることとなった根拠を、公表されたレポートから要約すると次のとおりである。安倍政権のスタート（二〇一二年一二月）と

図表1 日本国債（円建て）の格付け〈2003/1～2016/1：各月1日現在〉



（注）Fitchの15年4月1日現在は5であるが同年4月27日に格下げが行われたので6と表示した（出所）NPOフェア・レーティングホームページ（<http://www.fair-rating.jp/>）の表から作成した

ともに開始したアベノミクスに対して、全格付会社は格付けを変更せずに約二年間静観したが、ムーディーズが一四年一二月、Aa3からA1へ一ノッチ格下げした。わずか一ノッチではあるがダブルAクラスの水準からシングルA水準への変更はムーディーズの定義によれば「リスクが極めて低い」(S & Pの定義では「債務履行能力が非常に高い」)から単なる「低い」(同「高いが」)への格下げでありその重みは大きい。ムーディーズは格下げレポートの中で三つの格下げ理由をあげている。第一は「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」<sup>(7)</sup>、第二は「債務負担を削減する能力を損ない」<sup>(8)</sup>、第三は「債務の持続可能性が低下し始める」が格下げの根拠で、続く一五年六月発表のクレディット・オピニオンで「[A]を再確認し政府債務の対GDP比率および対歳入比率がシングルBの水準に位置づけられることをスコアカード格付けで示した(後述)。S & Pは〇七年以降四年弱の間AAを、その後四年半の間AAーと八年以上にわたってA+クラスを維持してきたが、一五年九月にシングルAクラス(A+)に格下げした。S & PはAA水準のときに「財政赤字が今後数年にわたって高止まりするが・・・対外純資産と金融面での柔軟性が財政問題に起因する格付けへの下方圧力を一部相殺する」との見解であったが、一五年九月「日本経済の低下傾向を今後二〜三年で好転させる可能性は低く・・・財政状況が極めて脆弱であり・・・消費税率引き上げによる増税効果や輸出業者からの税収増を勘案しても一五〜一八年の一般政府債務残高の対GDP比の年間伸び率は5%以上となり・・・純債務残高の対GDP比は二〇一八年に一三五%に達すると予測している」とアベノミクスの効果に対する評価を下げたことがシングルA水準への格下げの根拠となった(一五年九月以降現在までS & PはA+,ムーディーズはA1で同一水準)。フィッチは二〇一二年五月に一ノッチ下げてA+とした三年後の一五年四月、さらに一ノッチ下げてシングルAフラット(最上級か

ら六番目）へ格下げした<sup>(11)</sup>。フィッチの一二年の格下げは「公的債務比率が高水準かつ上昇している・・・純債務も大幅に増加しつつある」<sup>(12)</sup>ことがその根拠であったが、一五年四月の格下げは「延期された消費税増税に代わる十分な構造的な財政措置が含まれていない・・・フィッチの予想によると日本の一般政府総債務/GDP比率は二〇二〇年にGDPの約二五〇%の水準へと高まる」<sup>(13)</sup>と安倍政権の経済政策に大きな懸念を示したものとなっている。一方、日本の格付会社は、JCRが一貫して最上級のAAAを継続しており、その理由として「先の総選挙によってアベノミクスが継続されること、次回の消費税率の引き上げも景気弾力条項の削除によって確保される見通しであることなどから従前のAAA格付けを直ちに見直す必要はない」とアベノミクスの効果を前向きに評価し、今後の「見通しも安定的」として近い将来の格下げは視野に入れていない<sup>(14)</sup>。R&Iは二〇一一年に格付け要因を定量的要因に多少シフトしAAAから一ノッチ下げたAA+としたものの、その後それを維持しており、その根拠として「財政状態が深刻なことに変わりはなく先行き楽観はできないが、経済再生・財政健全化への軌道は外れていないと判断」<sup>(15)</sup>し、「財政が金利上昇に脆弱になっており」、「政府債務の増大には歯止めがかかっていない」点に懸念を示したものの、今後の方向性を「安定的」とし、近い将来の格下げは考慮に入れていない。要するに、米系格付会社は消費税一〇%への増税先送りの方針発表（一四年一月）を受けてムーディーズがいち早く格下げのアクションをとり（一四年一二月）、続いてムーディーズより一ノッチ・ダウンを維持してきたフィッチが格下げして（一五年四月）その幅を維持し、S&Pが金融面での柔軟性を高く評価してAAの根拠としてきたが故に格下げ（一五年四月）が遅れたことが「すべて異なった格付け」の背景であった。

## 2 ムーディーズの国債格付け手法

米国大手格付会社がサブプライム・ローン住宅関連証券（RMBIS/ CDO等の証券化商品）に対する格付けの見通しを誤り二〇〇七年夏から〇八年始めにかけて集中的・大量格下げに追い込まれ、この格付けの失敗に対する批判が高まったことから米欧日の格付制度改革が行われ、ソブリン格付けについても格付け手法の公表が求められることとなった。ソブリン格付けは国債を発行する当該国のみならず、格付けのシーリング（上限）等の形で金融機関や企業格付けにも大きな影響を与えるにもかかわらず、格付け決定のプロセスや根拠がわかり難く国や投資家の信頼が厚いとは言えない面もあった。これらの批判に答える形でムーディーズは二〇一三年一〇月「ソブリン債の格付」<sup>(16)</sup>を、S & Pは一五年六月に「ソブリンの格付け手法」を公表した<sup>(17)</sup>。以下、ムーディーズのソブリン債格付けの手法と日本国債への適用を概観し従来の手法がどの程度改善されたのかについて考えてみる。

ムーディーズの「ソブリン債の格付け手法」はスコアカード方式によって、格付け情報の利用者が決定のプロセスと要因を理解し易いように配慮したものである。スコアカードは四つの要因で構成される。経済力（要因一）、制度の頑健性（要因二）、財政状況（要因三）、イベントリスクに対する感応性（要因四）の四つである。それぞれの要因は一五のランキング・スコアで順序付けされる（図表2～図表4の横軸最上段行および縦軸左側の記号）。ランキング・スコアは最も高いものがVH+（Very High+）で最も低い値がVL（Very Low-）である。なお要因四はリスクに対する感応性が低いほど（リスクが生じても影響を受け難い）スコアが高く、感応性が高いほどスコアが低いので順序付けの配列は上下が逆になっている点に留意する必要がある（図表4）。スコアカード格付けは四つの要因を順次組み合わせながら決定される。まず要因一（横軸）と要因二（縦軸）を組み合わせて「経済の耐性」と称されるスコアを決める（図表2）。例えば、要因一がMで要因二がHであれば「経

「経済の耐性」はその交点である「E」になる。次に要因三（横軸）と新たな「経済の耐性」（縦軸）を組み合わせて「政府の財政力」スコアを決める（図表3）。要因三が「E」であれば「政府の財政力」は前述の「経済の耐性」Eとの交点であるMとなる。最後に「政府の財政力」（横軸）と要因四（縦軸）を組み合わせてスコアカードによる格付けが決まる（図表4）。要因四が「V」であれば「政府の財政力」Mとの交点「Ba1」がスコアカードによる格付けとなる。ただし最終的な格付けはスコアカードによる格付けを中央値として上下一ランク（合計三ランク）の範囲内で、その他の定性要因等を加味して決定される。前述の例では、スコアカード格付けが「Ba1」であるので一ノッチ上の「A3」が中央値の「Ba1」か、中央値から一ノッチ下の「Ba2」のいずれかに決定されるが、特に加味する定性要因等がなければスコアカード格付けが最終格付けとなる。以上のプロセスを通じてソブリン格付け情報の利用者はどのような要因が原因になってスコアカードによる格付けが決定されたのかについて知ることができる。なお、スコアカードに含まれない調整要因、将来のリスク動向、お

図表2 スコアカード1（要因1と要因2）

		経済力（要因1）														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
制度 の 頑 健 性 ( 要 因 2 )	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M
	VH	VH+	VH	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M-
	VH-	VH+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-
	H+	VH	VH-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-
	H	VH	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L
	H-	VH-	H+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L
	M+	VH-	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L-
	M	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L-
	M-	H+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	VL+
	L+	H	H-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	VL+
	L	H	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL
	L-	H-	M+	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL
	VL+	H-	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL-
	VL	M+	M	M	M-	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL-
	VL-	M	M-	L+	L+	L	L	L-	L-	VL+	VL+	VL	VL	VL-	VL-	VL-

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

図表3 スコアカード2 (要因1+要因2+要因3)

		財政状況 (要因3)														
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-
経済 の 耐 性 (要因1+ 要因2)	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH+	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	
	VH	VH	VH	VH	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	
	VH-	VH	VH-	VH-	VH-	VH-	H+	H+	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-
	H+	VH-	VH-	H+	H+	H+	H	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M
	H	VH-	H+	H+	H	H	H	H-	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M	M
	H-	H+	H	H	H	H-	H-	H-	M+	M+	M+	M+	M	M	M	M-
	M+	H+	H	H	H-	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L
	M	H	H-	H-	H-	M+	M+	M	M	M	M-	M-	L+	L+	L+	L
	M-	H	H-	M+	M+	M+	M	M	M-	M-	M-	L+	L+	L	L	L-
	L+	M+	M	M	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L-
	L	M	M-	M-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-
	L-	M-	M-	L+	L+	L+	L+	L	L	L	L	L-	L-	L-	L-	VL+
	VL+	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	L-	VL+						
	VL	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL+	VL	VL	VL	VL	VL	VL
	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-	VL-

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

図表4 スコアカードによる格付け (要因1+要因2+要因3+要因4)

		政府の財政力 (要因1+要因2+要因3)																		
		VH+	VH	VH-	H+	H	H-	M+	M	M-	L+	L	L-	VL+	VL	VL-				
イ ベ ン ト リ ス ク に 対 す る 感 応 性 (要因4)		Aaa-	Aa1-	Aa2-	Aa3-	A1-	A2-	A2-	A3-	Baa1	Baa2	Baa3	Baa3	Ba1-	Ba2-	Ba3-	B1-	B2-		
		Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	-Ba1	-Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B2	B3	Caa		
	VL-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	
	VL	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	
	VL+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	Ba	
	L-	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1	
	L	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1	
	L+	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa2	
	M-	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	B3	Caa1	Caa2
	M	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3
	M+	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	
	H-	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Ba1	Ba2	Ba3	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	
	H	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	
	H+	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba2	Ba3	B1	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	
	VH-	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	Caa3	
	VH	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba3	B1	B2	Caa1	Caa2	Caa3							
	VH+	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3							

(出所) "Rating Methodology: Sovereign Bond Rating" Moody's Investors Service (October 10, 2013)

よび公表や開示ができない機密情報などに基づいて判断する必要がある場合は、最終的な格付けがスコアカード格付けの範囲内に入らない場合もある。

決定要因一～四のランキング・スコアを決める指標はサブ要因指標と称され次のような内容である。経済力(要因一)は七つのサブ要因指標で決められる。平均実質GDP成長率、同成長率のボラティリティ、世界経済ホーラムによる競争力指標、名目GDPの規模、購買力平価ベースの一人当たりGDPの五指標が定量指標でランキング・スコアの順序別に判断数値が示されている。その他、調整要因として過剰な信用拡大と経済変化に対するショック吸収能力の二指標が必要に応じて勘案される。制度の頑健性(要因二)は六つの指標で構成されている。世界銀行の三指標(政府の効率性/法の支配/腐敗の抑制)が全体の七五%のウェイトを占め、インフレ率の水準とそのボラティリティが二五%のウェイトである。その他、調整要因として過去に政府債務のデフォルト経験があるとマイナス評価される場合がある。財政状況(要因三)は債務水準として二つの指標(債務/GDP、債務/歳入)、債務負担能力として二指標(利払い/歳入、利払い/GDP)、および調整要因として外貨建て債務、一般政府以外の公的部門債務、公的部門の金融資産・ファンデ等が考慮される。イベントリスクに対する感応性(要因四)は突然のイベントが財政を圧迫しデフォルト確率を高めるリスクで、ランキング・スコアの順序は要因一～三とは逆順になりVETIが最も高評価でVETI+が最も低くなる。指標としては国内政治(世銀の指標)、地政学的リスク、流動性の基本指標、市場調達ストレス、銀行システムの規模・頑健性・預貸率、対外脆弱性リスク(経常収支・外貨準備・純投資)等で、数値にして定量的評価が行われる。従来の手法との違いは各サブ要因指標の数値がランキング・スコアごと明示され、指標ごとのおよその格付けランクがわかること(スコアと格付けの対応関係は図表4の横軸上段を参照)、世界経済ホーラムや世界銀行などの外部の評価

が格付けに織り込まれていることである。

このスコアカード方式に基づいて行われた日本国債の評価内容を整理すると図表5のとおりである。<sup>(18)</sup> 結論として経済力(要因一)は一五ランクの上から四番目でE<sub>10</sub>、制度の頑健性(要因二)<sup>(19)</sup>は二番目のV<sub>11</sub>、財政状況(要因三)は九番目(下から七番目)のM<sub>1</sub>、イベントリスクに対する感応性(要因四)は四番目のI<sub>1</sub>である。要因一と要因二の組み合わせによる経済の耐性はV<sub>11</sub>E<sub>10</sub>(三番目)であり、要因一・要因二・要因三の組み合わせによる政府の財政力はE<sub>10</sub>(四番目)である。政府の財政力と要因四の組み合わせによる最終的なスコアカードによる格付けはA<sub>1</sub>となり、実際の格付けもスコアカードとおりA<sub>1</sub>と判定され一ノツチの格下げとなった(格付けゾーンはAa3~A2:図表4参照)。このスコアカード格付けを基にダブルA水準からシングルA水準への格下げ要因を探ると、要因二(制度の頑健性:V<sub>11</sub>)と要因四(イベントリスクに対するか感応性:I<sub>1</sub>)はB<sub>2</sub>水準の条件を満たしているが、要因一(経済力:E<sub>10</sub>)と要因三(財政状況:M<sub>1</sub>)がシングルA水準への格下げの要因であったことがわかる。特に、財政状況(要因三)はスコアカード上のBa2~Ba1の水準に悪化している(図表5・要因三のM<sub>1</sub>が図表4のランキング・スコアと格付けゾーンの対応関係のBa2~Ba1に該当)。なかでも政府債務水準のGDP比と歳入比がスコアカード格付け表(図表5)で最下位のV<sub>11</sub>でありB<sub>2</sub>~Caの位置づけに相当する。格付けレポート(注18の二〇一五年六月一日付けレポート)における今後の見通し(アウトlook)は安定的(stable)で「今後一~一年半は格付けの変更はない」とされているが「デフレ圧力の高まりや經常収支の継続的赤字の状況が発生した場合は更なる格下げもあり得る」と特記されている。

図表5 日本国債のスコアカード格付け表

(2015年6月11日付けMoody's Investors Service)

要因	サブ要因の指標	数値	スコア
<b>要因1：経済力</b>			<b>H+</b>
成長力（50%）	経済成長率	0.5	VL
	同上ボラティリティ	2.7	M
	WEF競争力指標	5.5	VH+
経済規模（25%）	名目GDP（US\$ billion, 2013）	4,920	VH+
国民所得（25%）	1人当たりGDP（PPP, US\$, 2013）	36,793	VH+
<b>要因2：制度の頑健性</b>			<b>VH</b>
制度の枠組み（75%）	世銀・政府効率性	1.6	VH+
	世銀・法の支配	1.4	VH+
	世銀・腐敗の抑制	1.6	VH+
制度の信頼性・効率性（25%）	インフレ水準	0.6	M
	インフレ率のボラティリティ	0.7	VH+
<b>経済の耐性（要因1×要因2）</b>			<b>VH-</b>
<b>要因3：財政状況</b>			<b>M-</b>
債務水準（50%）	一般政府債務/GDP（2013）	242.6	VL-
	一般政府債務/歳入（2013）	758.4	VL-
債務負担能力（50%）	利払い/歳入（2013）	6.3	VH
	利払い/GDP（2013）	2.0	VH-
<b>政府の財政力（要因1×要因2×要因3）</b>			<b>H+</b>
<b>要因4：イベントリスクに対する感応性</b>			<b>L-</b>
政治リスク	世銀・発言権と説明責任指標	1.1	VL-
政府の流動性リスク	借り入れ必要額/GDP	58.1	VH+
	政府債務非居住者シェア	7.2	VL-
	市場調達ストレス	Aa1	VL-
銀行セクター・リスク	銀行システム頑健性	baa1	L-
	国内銀行総資産/GDP	191.9	VH
	銀行システム預貸率	74.7	L-
対外脆弱性リスク	（経常収支+FDI流入）/GDP	0.8	VL-
	対外純投資/GDP	67.7	VL-
<b>スコアカードによる格付けゾーン</b>			<b>Aa3-A2</b>
<b>国債格付け（最終的格付け）</b>			<b>A1</b>

(出所) Moody's Investors Service Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research - 11 June 2015から抜粋して筆者が作成。

### 3 国債格付けの問題点

これまでソブリン格付けは文章で書かれた格付け理由が必ずしも明解でなく格付けの決定要因がブラックボックスに隠されているという批判があったが、ムーディーズのスコアカード方式による格付け手法はあらかじめ評価要因を公表し一定のプロセスを経て格付けを決めるという客観性が付与された点で評価に値する。本論前段でみた日本国債の格付けの違いでは、格付会社が強調する格付け要因については理解できるが、その他の要因が決定にどのように影響しているかについては明らかでなかった。それに対してムーディーズのスコアカード方式は要因ごとのランキング・スコアが明示されるので格付け情報の利用者にとって理解し易い。日系の格付会社は現状ではこのような方式をとっていないが、ムーディーズの手法に類似した方式をとれば格付け結果の違いの理由が明らかになり、格付会社の視点の違いがある程度明らかになるので格付け情報の利用者にとって有益となるであろう。しかし国債格付けに固有の問題もある。

第一に、ソブリン格付けの手法はいまだ未完成であることである。格付け情報は三～五年先の償還能力についての将来情報であるので「客観性」に拘りすぎると状況の変化に対する柔軟性が失われることになる。アジア通貨危機（一九九七～九八年）に際してマクロ経済指標（客観的指標）に偏った評価手法をとったためにアジア諸国の格付けの変更が遅れたのはその一例である。<sup>(20)</sup> 前述の日本国債の格付けに関してもムーディーズのスコアカード方式で公的債務残高の対GDP比率や対歳入比率（要因三）が格下げの大きな要因になっているが公的債務比率とデフォルト発生率は必ずしも相関度が高いとは言えないとする研究もある。<sup>(21)</sup> ギリシャ国債の格下げ（二〇一五年七月）<sup>(22)</sup> に際して「公表や開示が出来ない機密情報に基づいて信用動向を予想する場合がある」との条項を適用してスコアカード格付けの範囲（Ba～Ca2）を下回るCa3に決定されているがそのような弾力的取り扱いを

排除しないことも必要である。また社債のデフォルトはキャッシュフローの行き詰まりが主な原因であるのに対して国債の場合は「返済の意思」に依存している場合も少なくないこと、EUのソブリン格付け規制（二〇一三年）<sup>(23)</sup>によって格付け変更のタイミングが制約されること等スコアカードに含み難い要因があることにも留意が必要である。ソブリン格付けは社債の場合と異なつて件数（二〇〇〇～二三〇カ国程度）が少なく、格付けの正確性についての統計的検証が困難であることを考慮したうえで格付け情報を利用する必要がある。

第二の問題は国債の利回り差が何によって発生しているかである。格付けBB（Baa）以下の国債は格付けランクに応じて社債と概ね同じ率のデフォルトが発生しているが、AあるいはBBB（Baa）以上の国債についてはギリシャ国債のデフォルト（二〇一一年）を除いて過去数十年デフォルトが発生していない。デフォルトが発生していないならばすべてトリプルA（信用リスク・ゼロリスク・プレミアム・ゼロ%）で良いはずであるが格付け会社による格付け差は存在しており市場でも利回り格差がついている。<sup>(24)</sup>この利回り格差は何によって発生しているのか、信用リスク以外の要因によって利回り差がついているとすればソブリン格付けの記号の付け方（定義）の再考が必要となる。ソブリン格付けと利回り格差についての理論的、実証的研究の必要性が望まれるところである。

注

(1) 日米五社は日本格付研究所（JCR）、格付投資情報センター（R&I）、Standard & Poor's Rating Services（S&P）、Moody's Investors Service、Fitch Ratingsの5社。

(2) フィッチを除く日米の格付会社四社においてはムーディーズが一四年一二月にA1に格下げして以降、S&PがA+に

- 格下げした一五年九月までの八ヶ月半にわたって四社の格付けが異なった。なお日本のソブリン格付けはムーディーズ、S & Pがニューヨーク本社の責任のもとにシンガポール・オフィスで、フィッチはニューヨーク本社で行っている。
- (3) 「スタンダード&プアーズの格付け定義等」(二〇一四年二月二日) 四頁参照。プラス・マイナス、一、二、三の記号を付した区分はノッチと呼ばれる。
- (4) 過去の格付け別デフォルト発生率が時系列的に大幅に異なる格付会社は投資家が使用する格付け情報としては有用性が低いと認識され、過去の格付け別デフォルト発生率の安定性が格付け情報のパフォーマンスを表す一つの指標とされている。
- (5) ギリシャ国債についてEUおよびIMFは支援計画に基づいて債務を再編したという解釈をしデフォルトという表現を使っていないが、格付会社はデフォルトの定義を格付け対象国債の発行時の「契約通りの償還が行われなかった場合」と定めているのでギリシャ国債について二〇一一年七月以降デフォルトとしている。
- (6) ソブリンについての外貨建てと自国通貨建て格付け区分は外国為替市場の自由化の進展とともに希薄になり最近では外貨・自国通貨で異なる格付けを付しているのはS & Pおよびフィッチが途上国を中心に全体の一割前後、ムーディーズ・R & I・JCRの格付けは同一である(NPOフエア・レーティングHomepageのソブリン格付け一覧表参照)。
- (7) 日本政府(国債および保証)についても二〇〇〇年以降はR & I、JCR、S & Pの三社については外貨・自国通貨とも同格付けであり、ムーディーズについては一二年以降、Fitchについては一二年以降同一格付けである。
- (8) "Moody's downgrades Japan to A1 from Aa3; outlook stable" Moody's Investors Service, Singapore December 1, 2014.  
"Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research" 11 June 2015.

- (9) S&P CAPITAL IQ Research Online 二〇一一年一月二七日
- (10) S&Pプレス・リリース 二〇一五年九月一六日
- (11) フィッチが日本国債(円建て)の格付けを公表したのは〇七年(当時AA-)である。
- (12) Fitch Ratings Hong Kong 22 May 2012. Press Release
- (13) Fitch Ratings Hong Kong 27 April 2015, Press Release
- (14) JCR ニュース・リリース 二〇一四年二月五日
- (15) R&I NEWS RELEASE 二〇一五年二月二三日
- (16) 原題は“Rating Methodology: Sovereign Bond Rating” Moody’s Investors Service (October 10, 2013 : 日本語訳は「ソブリン債の格付」)で二〇〇八年九月および二〇一〇年二月発行のソブリン債の格付け手法に関するレポートに代替するもので、同社による市場からのパブリック・コメント(二〇一二年)を織り込んで分析手法の精緻化を図ったレポートである。
- (17) S & P の「ソブリンの格付け手法」(二〇一五年六月一八日)は二〇一三年六月二四日付け“Criteria Governments Sovereigns: Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions”の内容を拡充したものである。
- (18) 日本国債のAa3からA1への格下げレポートは二〇一四年一月二二日に公表され、スコアカードによるレポートは二〇一五年六月二二日に公表された (Moody’s Investors Service Credit Opinion: Japan, Government of Global Credit Research - 11 June 2015)。
- (19) 要因二に調整要因としてデフォルト実績が含まれているが日本政府の一九四二〜五二年の外貨建て債務のデフォルト(当時の連合国の投資家に対する返済拒否)および一九四六〜五二年の新円切替え・預金口座封鎖は調整要因とされて

いない。

- (20) アジア通貨危機におけるソブリン格付けの失敗については黒沢義孝（二〇〇〇）参照。
- (21) 例えばC. M. Reinhart & K. S. Rogoff（二〇〇九年）一九六～一九七頁、黒沢義孝（二〇一三年）八六～八七頁
- (22) Moody's Investors Service Credit Opinion: Greece, Government of Global Credit Research - 01 July 2015参照。
- (23) ソブリン格付けのスケジュールを事前に公表する、格付け・変更は年三回以内、格付けの公表は金曜日営業終了後に限定する等の規制（Regulation EU No. 462/2013 of EU Parliament and of the Council of 21 May 2013）。米国・日本はソブリン格付けに限定した規制はない。
- (24) 例えばムーディーズのソブリン国債一三二カ国格付け（二〇一六年一月一日現在）内訳はAaa一四カ国、Aaクラス一六カ国、Aクラス一六カ国、Baaクラス二五カ国（Baaクラス以上合計七一カ国）である（ムーディーズのホームページ参照）。

#### 参考文献

- ・ Moody's Investors Service（二〇一三年一〇月一〇日）"Rating Methodology - Sovereign Bond Ratings" 日本語訳「ソブリン債の格付け Sovereign Ratings」
- ・ C. M. Reinhart & K. S. Rogoff（二〇〇九年）"This Time is Different - Eight Centuries of Financial Folly" 日本語訳『国家は破綻する：金融危機の八〇〇年』村井章子訳 日経BP社 二〇一二年一月二五日
- ・ 黒沢義孝（二〇〇〇年三月）「アジア通貨危機とソブリン格付け」『日本大学経済学部紀要』第二九号 三三二～三三九頁
- ・ 黒沢義孝（二〇〇九年三月）『格付け情報のパフォーマンス評価』梓出版社

・黒沢義孝（二〇一一年九月）『経済は格付けで動く』中経出版

・黒沢義孝（二〇一三年三月）「ソブリン格付けの決定要因におけるマクロ経済指標」『日本大学経済学部紀要』第四三号 七  
七～一〇二頁

（くろさわ よしたか・埼玉学園大学教授）