

Column1. 日本国債金利上昇時の試算と格付けへの影響について

1. 日本の財政の現状

第Ⅱ部1章の第3節(今後10年の日本経済見通し)において説明したように、今回の中期予測では、消費税率の前提について、2017年度に10%へ引き上げられた後、その後は10%で据え置かれると機械的に想定している。

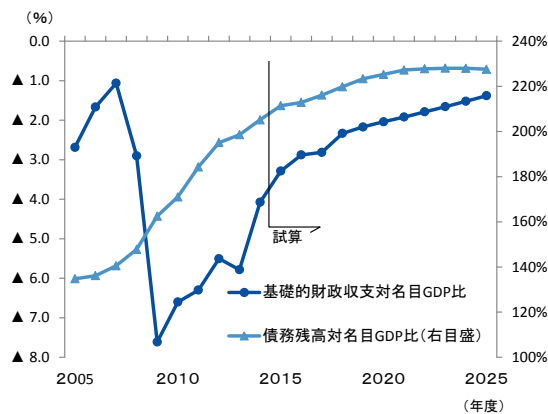
基礎的財政収支
対名目GDP比は
回復する見込み

日本の基礎的財政収支(以下、PB)は改善している。2008年に発生したリーマン・ショックの影響を受け、PBの名目GDP比は▲7.6%まで悪化した(【図表1】)。その後はアベノミクスや消費増税による税収の増加などもあり、2015年度は▲3.4%(みずほ総研試算値)まで回復した。今後についても、景気の回復や2度目の消費増税を受け、さらに改善していくと見込まれる。もともと、2020年度のPBはGDP比▲2.0%と、政府の目標である黒字化は難しく、引き続き経済・財政一体改革を推進していくことが必要な状況だ。

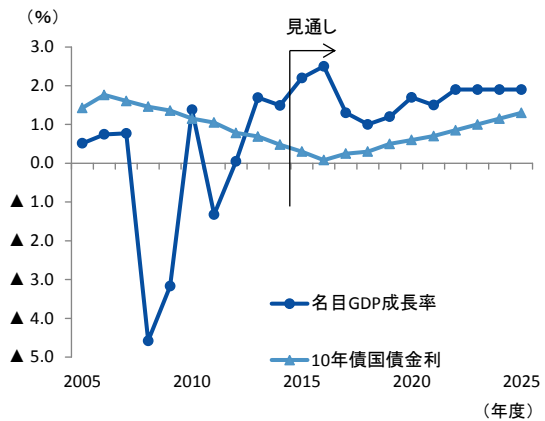
債務残高も徐々に
安定

債務残高の名目GDP比については、リーマン・ショック以降上昇していたが、今後は歯止めがかかる見通しだ。債務の安定化には、PBの均衡に加え、「成長率>金利」が必要とされるが(ドーマー条件)、「成長率>金利」が継続すれば、PBが赤字でも債務残高のGDP比が低下する場合がある。当面は「成長率>金利」の状況が続くとみられるため(【図表2】)、債務残高のGDP比は2020年代半ばに220%台で安定し、一段の上昇は避けられる見込みである。

【図表1】 基礎的財政収支と政府債務残高
(対名目GDP比)



【図表2】 国債金利と名目GDP成長率の推移



(出所)【図表1、2】とも財務省よりみずほ総合研究所試算
(注)2015年度は補正予算、2016年度は当初予算時点の財務省数値を参照

2. 金利上昇時の試算

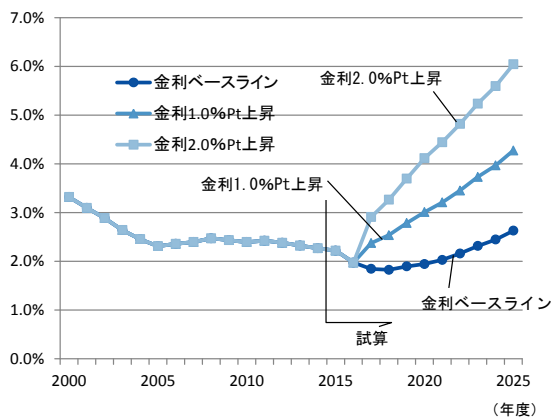
以上がベースライン・シナリオだが、日銀が量的・質的金融緩和(QQE)によって国債を大量に買い入れているとは言え、金利が今後も一貫して低位で推移するという保証はない。ここではリスクシナリオとして、日本国債に対する信用不安などを背景に国債金利が上昇するケースを想定し、利払いや債務残高の推移について考察する。

金利が上昇すれば債務残高のGDP比は上昇が続く

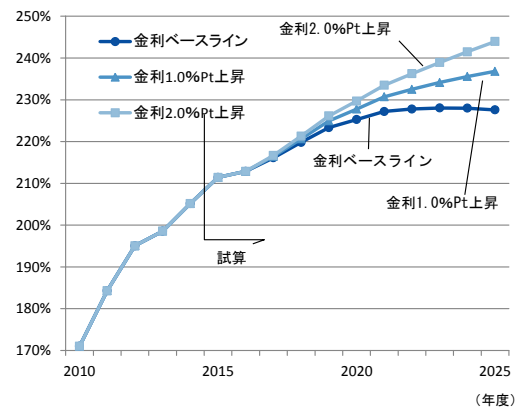
一般政府の利子支払対名目GDP比の先行きを試算したのが、(【図表3】)である。金利がベースラインのシナリオ通りに推移すれば、利払い費の急激な上昇は避けられるものの、金利が1.0%Pt上昇すると、2025年時点で利子支払のGDP比は4.3%、金利が2.0%Pt上昇すると、同6.0%にまで上昇する。

政府債務残高についても、金利がベースライン・シナリオよりも上昇した場合、PBが赤字の中で「成長率<金利」となることを受けて、債務残高のGDP比は悪化に歯止めがかからなくなる。具体的にみると、金利が1%上昇すると、2025年度時点で債務残高のGDP比は237%とベースシナリオよりも約10%悪化し、2%上昇するケースでは、244%とさらに上昇する計算だ(【図表4】)。

【図表3】一般政府の利子支払対名目GDP比



【図表4】政府債務残高対名目GDP比



(出所)【図表3、4】とも財務省よりみずほ総合研究所作成

3. 国債格付けへの影響

以上の利払い費や債務残高の見通しは、日本国債の格付けにどの程度の影響を及ぼすのだろうか。ここでは、Jedidi (2013)を参考に、日本を含むOECD17カ国の政府債務残高、外貨準備高、輸入、財政支出(いずれも対GDP比)のデータをもとに、各国の国債がある格付け(たとえばBBBなど)となる確率を順序プロビットモデルによって推計し、その結果を用いて日本国債の格下げの影響について検討した。なお、格付けは各評価の強弱を示すプラス(+)およびマイナス(-)については考慮していない。

BBBへの格下げの蓋然性は相応にあるとの試算結果に

試算に当たっては、外貨準備高(対GDP比)は2014年以降一定とし、輸入、政府債務残高、財政支出はみずほ総研予測値を用いた。また、政府債務残高と財政支出に関しては、ベースラインに加えて、ベースラインから金利が上昇した場合のシナリオについても検討している。

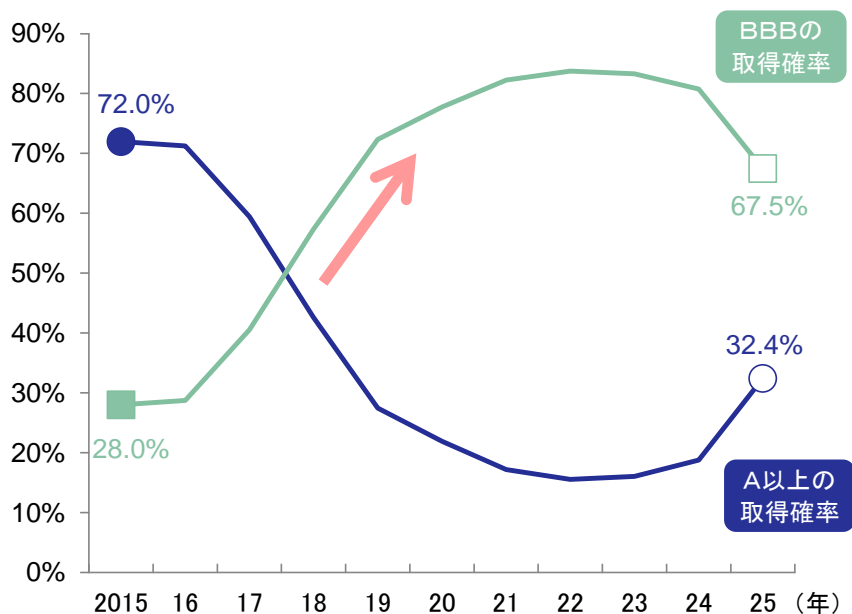
まず、2015年の国債格付けについてみると、格付けがAとなる確率は69%、BBBとなる確率は28%となり、現在の格付け(A+)と整合的な結果が得られた(【図表5】)。しかし、ベースライン・シナリオの場合、債務の水準が緩やかながらも増加することなどを受けて、BBBに格下げされる確率は徐々に高まることになる。実際、2025年の格付けについて見てみると、A格付けを維持する確率が32%へと低下する一方、BBBとなる確率は68%まで上昇することが示された。つまり、BBBに格下げされる蓋然性が相応にあるということだ。

また、金利が想定以上に上昇すれば、さらなる格下げの可能性も否定できない。幅をもってみる必要があるが、ベースライン・シナリオから金利が1.0%Pt上振れた場合、A格付けを維持することはもちろんのこと、BBBにとどまることさえ難しい状況になるとの結論が得られた。

金利上昇と格下げのスパイラルを防ぐため、財政健全化が必要

以上見てきたように、あくまで機械的な試算に基づくものであるが、ベースライン・シナリオでは日本国債はBBBまで格下げされる蓋然性が相応にあるとの結果になった。また、金利が急上昇した場合には、一層の格下げについても絵空事と言っていられなくなるかもしれない。日銀がQQEによって国債を大量に買い入れているため、短期的にみれば国債金利が上昇する可能性は低い。しかし、臨界点を超えて金利上昇が起きた場合には、金利上昇→財政悪化→格下げ→金利上昇というように、スパイラル的に金利が上昇する可能性は否定できない。さらなる消費増税や歳出の見直しなど、財政健全化に向けた取り組みを着実に進めることが重要である。

【図表 5】 格付けへの影響に関する試算



(出所) Jedidi (2013)、OECD、IMF、世界銀行、Bloomberg よりみずほ総合研究所作成
 (注) 国債格付けが各格付けとなる確率を、OECD 先進国 17 カ国(オーストリア、ベルギー、カナダ、デンマーク、フランス、ドイツ、ギリシャ、アイスランド、アイルランド、イタリア、日本、オランダ、ポルトガル、スペイン、スウェーデン、英国、米国)のパネルデータから順序プロビットモデルで推計(期間:2000-2014年)

みずほ総合研究所調査本部
 アジア調査部 多田出 健太
 経済調査部 川口 亮
 kenta.tadaide@mizuho-ri.co.jp

©2016 株式会社みずほフィナンシャルグループ

本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、取引の勧誘を目的としたものではありません。本資料は、弊社が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、弊社はその正確性・確実性を保証するものではありません。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますよう、また必要な場合は、弁護士、会計士、税理士等にご相談のうえお取扱い下さいますようお願い申し上げます。

本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他如何なる手段において複製すること、②弊社の書面による許可なくして再配布することを禁じます。