

経済レポート

日本国債格下げが日本企業・金融機関に与える影響の考察

調査部 主席研究員 廉 了

- 2017年4月に予定していた消費税10%への引き上げを2019年10月まで2年半延期する政府の方針が正式に公表された。この決定は、日本経済にさまざまな影響を与えるが、特に金融市場では、格付会社が日本国債を格下げし、日本国債の信用度がさらに悪化することが懸念されている。
- 日本国債はこれまで段階的に格下げされ、足元においてはA格レベルとなっている。さらに格下げされた場合、BBB格レベルも視野に入ってくる。BBB格レベルは、G7各国と比較した場合、欧州債務危機時に金融市場の混乱の影響を大きく受けたイタリアと同格のレベルである。G7メンバーであるイタリアにおける欧州債務危機発生時を参考にすると、日本国債がBBB格レベルまで格下げされ、日本の危機的財政状況が顕在化した場合、「長期金利上昇幅3%、企業の資金調達コスト上昇幅6%」がメルクマールになる。
- 日本の金融機関にとって、一番影響が大きいのは、保有円債の価格下落であろう。金利上昇幅が3%の場合、金融機関全体で保有円債の時価が19.3兆円下落するが、業態別にみると、大手行は6.2兆円の下落であるのに対し、地域銀行は7.6兆円の下落と推定され、地域銀行の方が影響は大きい。しかし、自己資本対比の保有円債時価下落額は、大手行、地域銀行ともに自己資本を大幅に毀損するレベルである。仮に金利が3%上昇しても、各行、最低所要自己資本比率基準は達成すると見込まれるが、看過できない問題であろう。
- 日本国債は、日本国内のみならず、欧州においてクロスカレンシー・レポ(担保証券と異なる通貨建てのレポ取引)での活用が拡大している。日本国債は現在、国際的に見て安全性の高い優良資産の一つとみなされており、海外の金融機関も担保として受け入れている。しかし、こうしたレポ取引では本来、高い担保性を有すると評価されるのは、「ダブルA」格以上の格付けであり、今後さらなる格下げが相次いだ場合、海外において追加担保を請求されたり、担保としての受け入れを拒否されたりする事態が起きる可能性は否定できない。
- 日本企業・金融機関の外貨の資金調達にも影響を及ぼすと思われる。日本企業の外貨資金調達額60兆円の34%は外銀に依存しており、外銀の動向に大きく影響される。また、邦銀は外銀より約21兆円調達している。日本国債の格付け引き下げにより金融市場が混乱し、市場金利が上昇すると、日本企業・金融機関の資金調達コストが3.4兆円も上昇する可能性がある。
- また、急激な上昇の場合、調達コスト上昇よりは、むしろクレジット・クランチに繋がるリスクのほうが大きいであろう。実際、リーマンショック時には、優良企業とさえも直接金融市場から資金調達が難しくなり、民間銀行のみでは対応困難となったため、政府が各種の支援を実施し乗り切っている。
- イタリアにおいて、長期金利や資金調達コストが急騰したのは、格付けがまだA格を維持している時期である。つまり、財政状況の改善が見込みにくい状況下で、外的ショック(イタリアの場合、ギリシャ問題発生)があった場合、金利や調達コストの急上昇が発生しやすいことを示唆している。日本についてもA格を維持していても金融市場で混乱が発生する可能性はある。
- 以上のように、国債格下げで金融市場が混乱した場合、日本企業や金融機関についても悪影響は甚大である。日本政府の2020年のプライマリーバランス黒字化に向けた政策の実行力が今後問われよう。

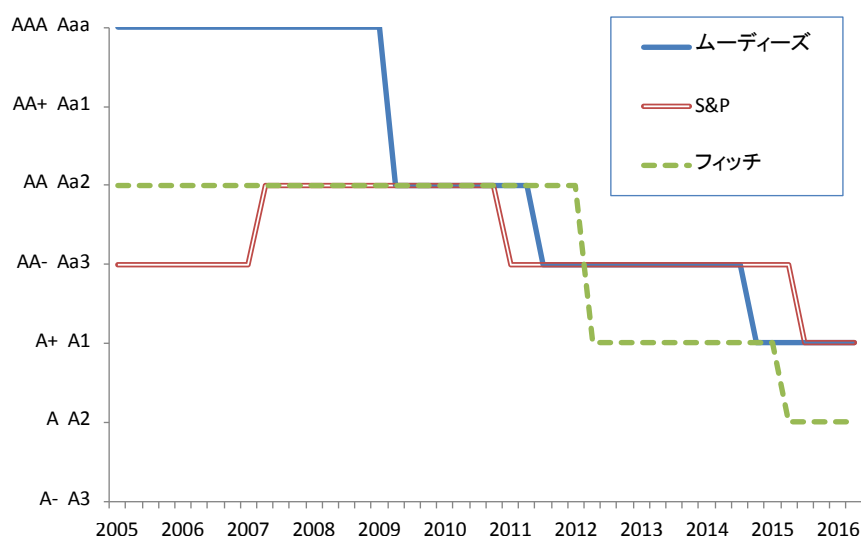
1. はじめに

2016年6月1日安倍首相が、2017年4月に予定していた消費税10%への引き上げを2019年10月まで2年半延期することを正式に表明した。この決定は、日本経済にさまざまな影響を与えるが、特に金融市場では、格付会社が日本国債を格下げし、日本国債の信用度がさらに悪化することが懸念されている。

実際、日本国債はこれまで段階的に格下げされ、足元においてはA格レベルとなっている（図表1）。現時点では、日本経済や日本の財政状況は改善するのは容易ではないと見られており、さらに格下げされた場合、BBB格レベルも視野に入ってくる。BBB格レベルは、G7各国と比較した場合、欧州債務危機時に金融市場の混乱の影響を大きく受けたイタリアと同格のレベルである（図表2）。

そこで、本稿では、日本国債が仮に、BBB格レベルまで格下げされ、財政の危機的状況が顕在化した場合、日本企業や金融機関にどのような影響を与えるのかを、イタリアを参考に考察してみた。

図表1. 日本国債の格付けの推移



(出所) Bloomberg

図表2. G7先進国各国の格付け（2016年6月6日現在）

	ムーディーズ	S & P	フィッチ
日本	A 1	A +	A
米国	A a a	A A +	A A A
カナダ	A a a	A A A	A A A
イギリス	A a 1	A A A	A A +
フランス	A a 2	A A	A A
ドイツ	A a a	A A A	A A A
イタリア	B a a 2	B B B-	B B B+

(出所) Bloomberg

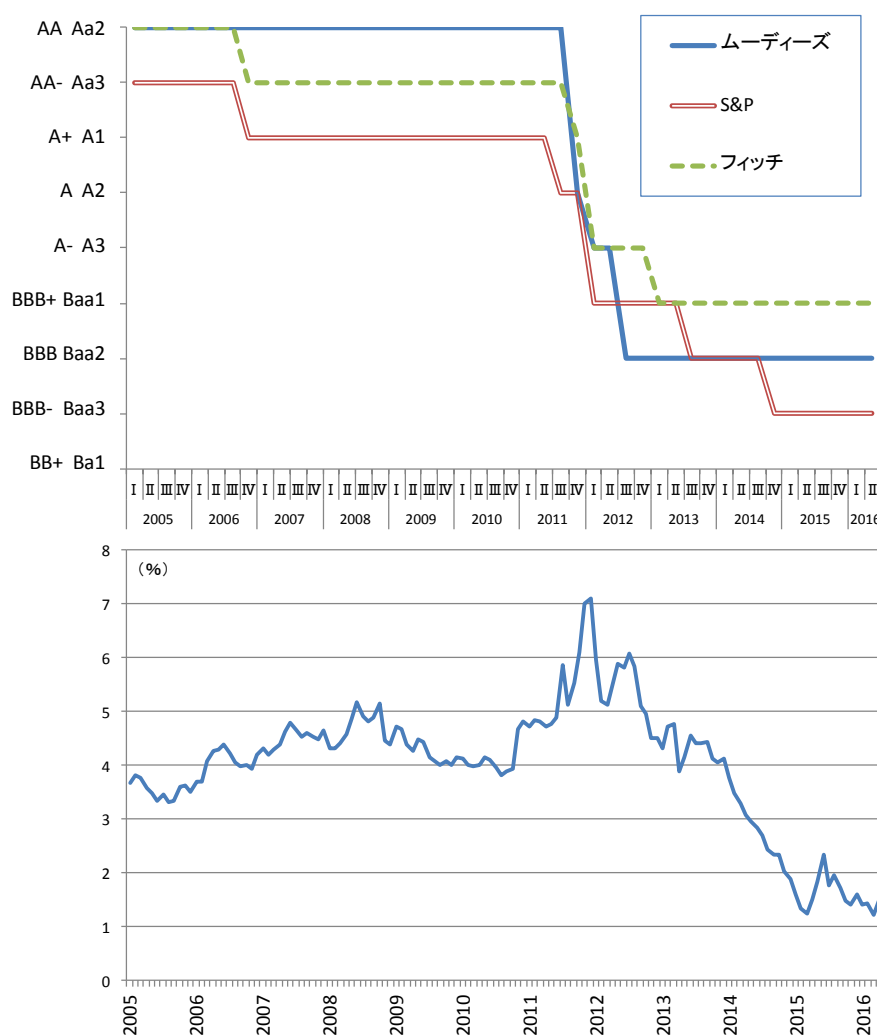
2. 欧州債務危機は、イタリアの金利にどの程度影響を及ぼしたか

2009年、ギリシャ政府がそれまで公表してきた財政赤字の数値が大幅に膨らむことを明かしギリシャ問題が発生した。この問題の影響は当初ギリシャ内に止まっていたが、2010年以降、アイルランド、ポルトガル、スペイン、イタリアなどに飛び火し、欧州全体の金融システム不安に繋がる欧州債務危機に発展した。

G7メンバーであるイタリアについては、2010年、10年物長期金利は4%水準で推移していたが、2011年には、比較的政府債務が多いことが懸念され、一時7%水準まで達した(図表3)。その後、さまざまな欧州全体でさまざまな対策が講じられ、長期金利は低下したが、債務危機発生により長期金利は一時3%ポイント(7%-4%)上昇したことがわかる。同様に、適格社債の上乗せ金利分であるリスクプレミアムについても、ECB等の資料を見ると、3%上昇している。

イタリアはEUメンバーでありユーロ通貨を導入するなど政治経済体制は日本と異なるが、同じG7メンバーであり、財政状況も芳しくないなど似た面もある。従って、日本国債の格下げ・財政危機状況の顕在化による金利上昇幅については、イタリアで欧州債務危機時に発生した「長期金利上昇幅3%、リスクプレミアム上昇幅3%」、つまり「国債の金利上昇3%、企業の資金調達コスト上昇6%」はメルクマールになると思われる。

図表3. イタリアの国債格付けと10年物国債利回りの推移



(出所) Bloomberg

3. 国債の格下げが日本企業・金融機関に及ぼす影響

(1) 金融機関の保有円債の時価下落による自己資本毀損

金融機関にとって、一番影響が大きいのは、保有円債の価格下落であろう。日本銀行が発表している金融システムレポートでは、長期金利が上昇した場合の保有円債の時価下落額を推計しているが、金利上昇幅が3%の場合、金融機関全体で19.3兆円保有円債の時価が下落するが、業態別にみると、大手行は6.2兆円の下落であるのに対し、地域銀行は7.6兆円下落と推定している。つまり金利上昇した場合、地域銀行の方が影響は大きい。これは、地域銀行が規模対比で見て、円債を相対的に多く保有していることに加え、満期までの期間が長い債券を多く保有しているためである。

しかし、2015年9月末の自己資本（純資産）対比で見た保有円債の時価下落額は、大手行：約20%、地域銀行：約37%とどちらも、自己資本を大幅に毀損するレベルである。各行、既に、BIS自己資本比率は、最低基準を大幅に上回るレベルに達しており、仮に金利が3%上昇しても、基準を下回る銀行が続出することはないと見込まれるが、看過できない問題であろう。

図表4. 金利上昇による保有円債の時価変動（金利3%上昇の場合、2015年末）

金融機関計		19.3兆円
	銀行計	13.8兆円
	大手行	6.2兆円
	地域銀行	7.6兆円

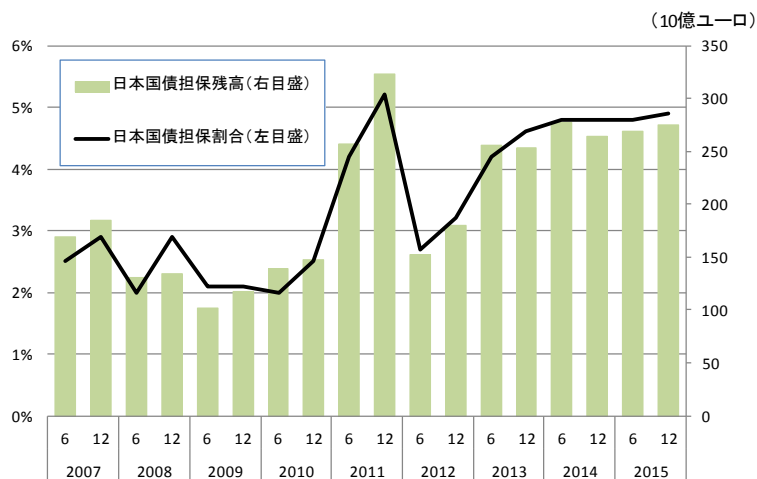
（出所）日本銀行「金融システムレポート」

(2) 金融機関取引に活用する日本国債の担保利用が困難に

日本国債は、日本国内のみならず、欧州においてクロスカレンシー・レポ（担保証券と異なる通貨建てのレポ取引）での活用が拡大している。2012年に欧州債務危機の影響で急減する局面もあったが、日本で発行された証券を担保としたレポ取引残高は、2007年6月末の1,690億ユーロから、2015年末には約2,750億ユーロへと約1,000億ユーロ増加している。また、欧州レポ市場全体に占める日本国債などの担保シェアも、2007年6月末の2.5%から2015年末には4.9%へと上昇している（図表5）。

日本国債は現在、国際的に見て安全性の高い優良資産の一つとみなされており、海外の金融機関も担保として受け入れている。それでも、こうしたレポ取引では本来、高い担保性を有すると評価されるのは、「ダブルA」格以上の格付けであり、欧州レポ市場におけるAA格以上の担保は約6割を占める。今後さらなる格下げが相次いだ場合、海外において日本国債をこれまで同様、適格担保として受け入れてくれる保証はなく、追加担保を請求されたり、担保としての受け入れを拒否されたりする事態が起きる可能性は否定できない。

図表5. 欧州レポ市場の日本国債の担保残高とその割合



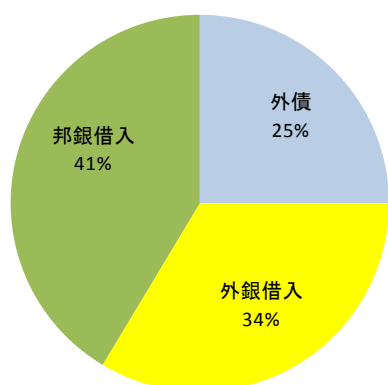
（出所）ICMA "European repo market survey"

(3) 日本企業・金融機関の資金調達コストの上昇～実際はクレジット・クランチが発生か

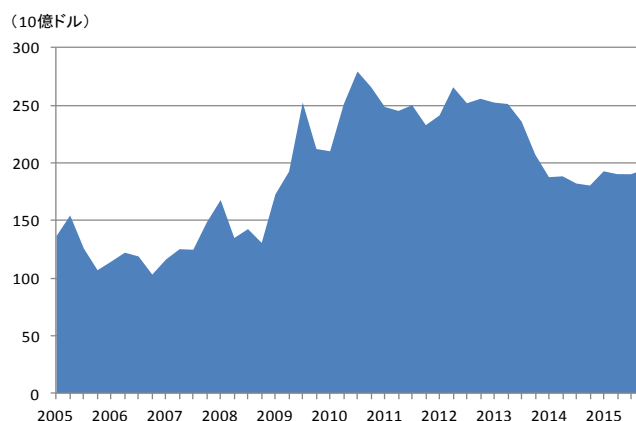
特に海外の金融機関は、格付けに対して敏感に反応し、日本企業の外貨の資金調達に影響を及ぼすと思われる。日本企業の外貨資金調達額は約 60 兆円（2015 年末）であるが、このうち 34%が外銀からの調達であり、外銀の動向に大きく影響される（図表 6）。

日本国債の格付け引き下げにより金融市場が混乱し市場金利が 6%上昇すると、日本企業の外貨資金調達コストは 3.6 兆円（60 兆円×6%）増加する。また、邦銀は外銀から約 21 兆円調達しており（図表 7）、市場金利が 6%上昇すると、邦銀の資金調達コストは 1.3 兆円（21 兆円×6%）増加する。もともと日本企業による外貨資金調達 60 兆円のうち 41%（25 兆円）は邦銀からの調達である。邦銀からの借入に係わる資金調達コストの増加 1.5 兆円（25 兆円×6%）は、邦銀の収入増加となる。そこで、この金額を控除すると、市場金利が 6%上昇することによる日本企業・金融機関の資金調達コストのネットの増加額は、3.4 兆円（（60+21-25）×6%）と試算できる。

図表 6. 日本企業の外貨資金調達先構成（2015 年末） 図表 7. 邦銀による先進国外銀からの外貨資金調達残高



（出所）BIS、日銀、各行 IR 資料をもとに作成



（出所）BIS

また、日本国内でも金利や調達コストが上昇した場合の影響は大きいですが、急激な上昇の場合、調達コスト上昇よりは、国内外でむしろクレジット・クランチに繋がるリスクのほうが大きいであろう。実際、リーマンショック時においては、優良企業とさえも直接金融市場から資金調達が難しくなり、民間銀行のみでは対応困難となったため、政府が国内のみならず外貨の資金調達や銀行の会計基準に対し各種の支援を実施し、危機を乗り切っている（図表 8）。

図表 8. 日本のリーマンショック時の主な危機対処策

- 銀行等の自己資本比率規制の一部弾力化
 - ◇ 国内基準行は、国債、株式・社債等の含み損を Tier1 から控除せず
 - ◇ 国際基準行は、国債の含み損の Tier1 から控除しないことを認める
- 時価会計の見直し
 - ◇ 流動性が乏しい金融商品の内部算出理論価格での評価を容認
 - ◇ 一旦「売買目的」とした有価証券について、「満期保有目的」や「その他有価証券」への振替可能に

- 金融機能強化法の拡充
 - ◇ 旧同法の適用期限延長、経営強化計画、公的資金注入要件、協同組織中央機関への注入の枠組み等を見直し・拡充
 - ◇ 公的資金を予防的に金融機関へ注入することが可能に
- 銀行等保有株式取得機構、日銀による株式取得の再開
- 日銀による銀行の資本増強支援実施（劣後ローン資金供与）
 - ◇ 対象は国際基準行（大手行・地銀）
- 日本銀行による米ドル資金供給オペ実施
 - ◇ FRBから通貨スワップ協定に基づき調達した米ドル資金を直接供給
- 一般企業向け企業金融支援
 - ◇ 指定金融機関（日本政策投資銀行と商工中金）による危機対応融資
 - ◇ 日銀によるCP・社債買い入れ

（出所）日本銀行、日本政策金融公庫等、各種資料をもとに作成

（４）A格でもあり得る金利急騰

実際、イタリアにおいて、長期金利やリスクプレミアムが急騰したのは、国債格付けがまだA格を維持している時期である（図表3）。つまり、財政状況の改善が見込みにくい状況下で、外的ショック（イタリアの場合、ギリシャ問題発生）があった場合、金利やリスクプレミアムの急上昇が発生しやすいことを示唆している。つまり、日本についても国債格付けがA格を維持していても金融市場で混乱が発生する可能性はある。

－ ご利用に際して －

- 本資料は、信頼できるとされる各種データに基づいて作成されていますが、当社はその正確性、完全性を保証するものではありません。
- また、本資料は、執筆者の見解に基づき作成されたものであり、当社の統一した見解を示すものではありません。
- 本資料に基づくお客様の決定、行為、及びその結果について、当社は一切の責任を負いません。ご利用にあたっては、お客様ご自身でご判断くださいますようお願い申し上げます。
- 本資料は、著作物であり、著作権法に基づき保護されています。著作権法の定めに従い、引用する際は、必ず出所：三菱UFJリサーチ&コンサルティングと明記してください。
- 本資料の全文または一部を転載・複製する際は著作権者の許諾が必要ですので、当社までご連絡ください。