

985000

日本国

チーフアナリスト 増田 篤  
アナリスト 遠藤 進一

長期格付

AAA

見通し\*

ネガティブ

短期格付

(長期格付は、原則として外貨建長期発行体格付を表示)

## 1. 概要・政治・社会情勢

日本国は、16年の名目GDPが4.9兆米ドルで米国、中国に次いで世界第3位で、一人当たりGDPは38,973米ドルに達する。総人口は16年で1.27億人と世界第10位の規模にある。

現在の安倍政権は、自民党、公明党の連立政権として12年12月に発足した。安倍政権は政権発足直後から、大胆な金融緩和、機動的な財政政策、民間投資を喚起する成長戦略のいわゆる3本の矢から構成される「アベノミクス」と呼ばれる経済政策を展開し、デフレ脱却を目指す経済政策重視の姿勢を鮮明にしてきた。安倍政権のこうした経済政策重視の姿勢や、安定した政権運営、それに野党連合のプレゼンスの低下等を背景に、政権支持率は一部期間を除き50%超の高水準を維持してきた。もっとも、17年は政権内部の不祥事が相次いで露呈し、それに対する政府の対応が後手に回ったこともあり、同年7月の東京都議選で与党自民党は大敗を喫した。安倍政権は8月に内閣改造を行い、支持率の回復に向けて経済再生に引き続き注力するとしている。

## 2. 実体経済

### (1) アベノミクスは道半ば

16年度の実質GDP成長率(2次速報値)は、外需が成長を牽引し、前年度比+1.2%を記録した。前年度から伸びは横ばいだったが、民間予想が16年中+0.6~0.8%台(ESPフォーキャスト)であったことからすると、民間予想を覆す成長であった。

12年12月の安倍政権発足後、13~16年度の実質GDP成長率は年平均+1.1%となり、奇しくも現政権

発足時期と同じ12年12月から始まった今次の景気拡大局面(内閣府)はバブル景気を抜いて戦後3番目の長さに達した。この間、企業収益は過去最高水準を記録(法人企業統計)、民間企業設備投資もSNAベースで17年第1四半期で83.9兆円に達し、リーマンショック前の水準(08年第2四半期 83.2兆円)を回復した。企業活動が活発化する中、完全失業率が17年に入り3%を割り、有効求人倍率が直近17年5月で1.49倍と43年ぶりの高水準を記録するなど、雇用環境はタイト化の傾向が一段と強まっている。デフレ脱却に向けたアベノミクスの効果は、企業活動や雇用環境を見る限り、着実に現れて来ている。

他方、個人消費の持ち直しは緩慢な状況が続いている。安倍政権発足後の13~16年度の実質GDP成長率に対する各需要項目の寄与度を見ると、民間最終消費支出は+0.2pptに留まる。00~07年度の小泉内閣・安倍内閣時の+0.6ppt、11~12年度の菅内閣・野田内閣時の+0.8pptと比較して、個人消費の成長寄与は低いままに留まっている。国内民間需要は安倍政権がアベノミクスの下で重視する点であるが、特に個人消費が力強さに欠ける。

こうした個人消費の持ち直しの鈍さは、一つには賃金の伸び悩みから来ている。マクロベースで見た名目雇用者所得は、14年以降前年比+2%を超える伸びを記録しているが、その伸びの約8割は就業者数の伸びによるもので、一人当たり名目賃金の寄与率は2割に留まる。企業側からの労働分配率は過去最低水準まで低下している。個人消費の持ち直しの緩慢さは、もう一つには少子高齢化の進行と、それに伴う将来不安の増大という構造的な問題から来ていると思われる。実際、年齢階級別の平均消費性向を見ると、15年以降、34歳以下の若年層の消費性向の低下

が著しく、個人消費全体の重石になっている。

以上のように、アベノミクスの下では、高企業収益を背景とした設備投資の増加や外需の増勢等、企業活動は活発化されて来ているが、その一方で高企業収益は家計に十分に行き渡っておらず、個人消費はなかなか活発化しない状況にある。こうした面からみて、アベノミクスは道半ばといえる。

## (2) 成長率の趨勢的な低下

成長会計の考えに基づけば、潜在成長率は中核的な生産要素である労働と資本、それに全要素生産性に分解できる。日本の実質GDP成長率は趨勢的に低下が続いており、現在は1%以下に低下したとみられる。労働、資本、全要素生産性のいずれも成長寄与は縮小基調にあるが、このうち労働は、生産年齢人口の減少により今後も成長寄与はあまり期待できない。資本については、資本ストックの経年蓄積とともに資本ストックの限界的な伸び率は逡減して来ており、その寄与も大幅なプラスへと転じることは見通し難い。このため、日本の潜在成長率を高めるためには、生産性の上昇が不可欠となる。

安倍政権は、13年6月に現政権下で初めて策定した成長戦略以降、同戦略の定期的な改定を行って生産性上昇により重点をシフトさせてきていることに加えて、最近では「働き方改革」に取り組むなど、生産性の向上に向けた取組を精力的に継続して来ている。このように政府が経済上の課題を認識し、具体的な取組を進めていること自体は評価出来る。

ただ、安倍政権が発足して約4年半が経過したが、潜在成長率は低下基調から抜け出せておらず、アベノミクスの経済成長のポテンシャルの引上げ効果は未だにはっきりと現れているとはいえない。

安倍政権は8月3日に内閣を改造した際、経済再生を政権としての最優先課題であると強調し、人材に投資する「人づくり革命」というフレーズを掲げた。生産性向上に向けた労働市場改革への取組が政治的な困難を伴うことは、既にこうした改革を経験してきたドイツをはじめとする各国の事例を参照すれば明らかである。ただ、こうした生産性向上は待ったなしの課題である。政府が、引き続き強固なリーダーシップを発揮して生産性押し上げをはじめとする成長戦略を着実に実施し、経済成長のポテンシャルを引き上げていくことができるか、注視していく。

## 3. 財政

### (1) 国債残高の累積の主因はPB赤字

日本の国債及び借入金の残高（本稿ではこれを政

府債務と呼ぶ）は、16年度末時点で1,071.6兆円、GDP比で199.2%に達した。債務残高GDP比は世界で最も高い水準にある。政府債務が累積した主因は、基礎的財政収支（PB）の継続的な赤字である。

段階を追って説明しよう。まず、政府債務全体のうちシェアが最も高いのは新規財源債で、およそ7割を占める。新規財源債は、PB赤字、及び国債利払費に対応して発行される。このうち、PB赤字は過去20年間で毎年およそ10兆円から40兆円の間で推移してきたのに対し、利払費は金利低下の影響もあり概ね10兆円を下回る水準で推移してきた。したがって、新規財源債は主にPB赤字の補填に用いられ、それが累積した結果、政府債務残高が累増した。

PBの継続的な赤字の主因は、高齢化の進行を背景にした社会保障関係費の膨張である。PB赤字を抑制するには、税収を増加させるか、歳出全体を抑制するか、基本的にはこの2つの選択肢しかない。PB赤字は、安倍政権下では税収増により赤字幅が縮小傾向にあったが、16年度は経済対策の実施もあり歳出が増加した一方、税収が前年割れとなり赤字幅が拡大に転じた。

PB赤字がこのまま継続すれば、新規財源債の発行を続けなければならず、これによって政府債務残高はさらに累増していく。債務の継続的な累増は、ストックベースでの政府債務の持続性に対する懸念を増大させる。PB赤字の問題はそれだけにとどまらない。PB赤字が続けば新規財源債の発行残高が累積するが、新規財源債はいわゆる「60年ルール」の下で、向こう60年間は元本の一部償還と残部の借り換えが行われる。この借り換えのために借換債が別途発行される。つまり、新規財源債発行残高が累積すると、借換債の発行需要も増加する。毎年の国債発行額のうち最も多くを占めるのは借換債であり、その発行額は00年代後半以降100～110兆円台で推移している。PB赤字の継続は、新規財源債の発行を通じて借り換え需要を増大させ、毎年のロールオーバーについてのリスクを高めることに繋がる。

毎年の国債発行額は、上述の新規財源債、借換債を含め、16年度は総額で169.8兆円、GDP比31.6%の規模に達する。IMFのFiscal Monitor（2017年4月）によれば、17年度の政府債務借換需要（IMF推計、債務の定義はIMFによるもの）は、日本がGDP比36.8%、米国15.3%、フランス9.9%、英国6.3%、ドイツ3.4%と、日本が突出している。日本の資本市場に大きなショックが発生した場合の借換債を含む国債のファイナンス・リスクは他の先進国と比べてかなり大きい。折しも日銀は13年以降継続している大規模金融緩和について、いずれは出口に



向かっていく局面が出てくると思われるが、出口への移行の段階で金利の急騰など、資本市場に対して大きな圧力が掛かる可能性があり、この点は不断の注視が必要である。

## (2) 財政健全化計画の達成は厳しさを増す

安倍政権は、15年6月に「経済・財政再生計画」を閣議決定し、財政健全化目標として、国・地方を合わせた基礎的財政収支を20年度までに黒字化、その後、債務残高GDP比の安定的な引き下げを明記した。これは、民主党政権下の10年6月のG20トロント・サミットにおいて合意されたものを起点としており、安倍政権下の13年8月に中期財政計画として閣議了解されたものが引き継がれた形となっている。

「経済・財政再生計画」では、歳出改革の目安として、基礎的財政収支赤字GDP比を18年度に1%程度とする、国の一般歳出水準を年度当たり約5,300億円抑制、社会保障関係費の水準を同約5,000億円に抑制すること等が盛り込まれた。また、18年度に計画の中間評価が行われることとされた。

これに関して、内閣府は、こうした政府の財政健全化の進捗状況と、目標実現のために必要となる取組の検討に必要なデータを提供すべく、毎年1月と7月に「中長期の経済財政に関する試算」を経済財政諮問会議に提出している。内閣府が直近17年7月に同会議に提出した試算によると、経済再生ケース（実質2%、名目3%以上の経済成長率）において、20年度の基礎的財政収支は8.2兆円の赤字となっており、収支均衡までは未だかなり距離がある。このケースでは、債務残高GDP比は16年度でピークアウトする。一方、ベースラインケース（実質1%弱、名目1%台半ば程度の経済成長率）では、20年度基礎的財政収支は10.7兆円の赤字で、債務GDP比は緩やかな上昇基調が継続する。

安倍政権下での財政健全化の取り組みにおける問題点の一つは、財政健全化の議論が専ら経済再生ケースの場合に基づいて行われていることである。安倍政権下の、13年度から16年度の経済成長率の実績は、実質1.1%、名目2.1%で、いずれも経済再生ケースに届いておらず、現実はいずれもベースラインケースに近い。今後の経済情勢がベースラインケースに近いままで推移するとすれば、20年度基礎的財政収支の黒字化はかなり厳しくなる。経済危機の再発等で大規模財政出動が不可避となる場合を除けば、政府による基礎的財政収支の早期黒字化に向けた不断の取り組みが引き続き求められる。

また、債務残高GDP比の安定的な引き下げは、政府財政の中長期的な持続可能性を確保する上で重要

である。この達成には、基礎的財政収支赤字の早期均衡化に加えて、持続的な経済成長が求められる。アベノミクスの下で、経済成長が持続するかどうか、合わせて注目していく必要がある。

## 4. 金融

日銀は、13年4月に導入した「量的・質的金融緩和」の枠組みの下で、2%の物価安定目標の実現を目指している。16年1月にマイナス金利、また同年9月に「長短金利操作付き量的・質的金融緩和」を導入した。

現行の枠組みでは、長短金利の操作（イールドカーブ・コントロール）について金融市場調節の方針を示すこととされ、短期金利については日銀当座預金のうち政策金利残高に0.1%のマイナス金利を適用、長期金利については10年物国債金利がゼロ%で推移するように、長期国債の買い入れを行うとされている。長期国債の買い入れペースは、年間約80兆円とされている。

日銀は16年9月に実施した「総括的検証」において、実質金利の低下を物価上昇に至る主たる経路として想定してきた。具体的には、日銀の2%物価目標への強力なコミットメントにより人々の予想物価上昇率が上昇、また、大規模な長期国債の買い入れにより名目金利に下押し圧力が掛かり、結果として実質金利が押し下げられる。これにより需給ギャップが改善し、予想物価上昇率の上昇と相まって、現実の物価上昇率が押し上げられるというプロセスである。また、現実の物価上昇率が上昇することで、予想物価上昇率がさらに上昇し、このプロセスが一段と強まる、と日銀は説明している。

肝心の「量的・質的金融緩和」の効果について、日銀は「総括的検証」において、同緩和政策が実質金利を低下させ、金融環境が改善した結果、経済・物価が好転し、物価の持続的な下落という意味でのデフレではなくなったと評価している。

日銀の長期国債買い入れ額は、16年度75.2兆円で、同国債の保有残高は16年度末で377.1兆円に達した。予想物価上昇率は、14年の消費増税時を除くと軟調に推移してきた一方、名目金利は短期金利が軒並みマイナス圏入りし、16年に入ると10年物金利も一時マイナス圏に突入した。現在は、イールドカーブ・コントロールの下で、短期金利は0.1%近傍、10年物金利はゼロ%近傍で推移している。この結果、国債利回りから予想物価上昇率を差し引いた実質金利は大幅に低下した。ここで注目されるのは、現行金融緩和の下での実質金利が均衡実質金利と考えられ

る水準を大幅に下回っており、過去の金融緩和局面と比べても、その下げ幅が最大となっている点である。この両者を見る限り、今般の金融緩和効果は拡大したと評価出来る。実際、需給ギャップは今般の緩和局面で大きく改善しており、足元ではプラス圏で推移しており、需要不足が発生している。

もっとも、現実の物価上昇率については、日銀が指標とする消費者物価指数（コア）の上昇率が直近17年7月で前年比+0.5%に留まっている。コア指数上昇率の上昇加速はその大半が原油価格の物価押し下げ効果の剥落によるものとみられ、非エネルギー品目の物価押し上げは弱い。日銀は同年7月に公表した展望レポートにおいて、2%物価目標の達成時期を18年度から19年度へと先送りするとともに、17～19年度の各年度における消費者物価上昇率の見通しを下方修正した。総じて、ここまでの日銀の金融緩和施策は、実質金利の低下を通じて需給ギャップの改善に寄与したものの、実際の物価上昇率の上昇ペースは日銀想定よりも緩慢であり、さらには物価上昇への重要なパスである予想物価上昇率が一貫して軟調に推移している点等を見る限り、明示的なデフレ脱却というにはまだ至っていないといえよう。

## 5. 対外部門

日本の経常収支は恒常的に黒字を維持してきた。ただ、11年の東日本大震災発生により国内の原子力発電所が全て稼働を停止したこと等を背景に、燃料輸入が増加したことから財貿易収支が11年度に赤字に転じ、経常収支黒字も13年度には2.4兆円、GDP比で0.5%にまで縮小した。その後、14年央から原油価格が大幅に下落したこともあり、財貿易収支は16年度に小幅の黒字に転じた。加えて、00年代以降の本邦企業の海外進出の加速を背景として、海外からの投資収益が増加したこと等を主因に、第一次所得収支が増勢基調を維持してきた。こうした財貿易収支及び第一次所得収支の黒字拡大により、経常収支黒字は再び拡大に転じており、16年度は20.4兆円、GDP比3.8%と07年以来の水準まで回復して来ている。

一方、金融収支は、14年度以降純資産の増加幅が拡大している。まず、直接投資は対外直接投資の実行超を背景に純資産が堅調な増加を続けており、16年度はGDP比3.1%の純資産増となった。直接投資以外の金融収支の各コンポーネントは概して振れが大きい。証券投資は対外株式投資、及び対外中長期債が底堅く増加し、16年度は同1.3%の純資産増となった。その他投資は15年度にみられた本邦資

金還流の動きが一巡したとみられ、同0.1%の純資産増加に転じた。

対外純資産残高は、17年3月末時点で340.7兆円（財務省一次推計）GDP比63.4%に達している。対外純資産のうち最も多いのは流動性の高い外貨準備で137.6兆円、対外純資産全体の40.4%を占める。IMF統計に基づき米ドル換算した額は3.0兆米ドルで、金額ベースでは世界第一位である。第2位はドイツで1.9兆米ドル、第3位は中国で1.7兆米ドルとなっており、日本は第2位以下の水準を大きく上回っている。日本は長年の経常収支黒字を対外投資に回してきたことで潤沢な対外資産を蓄積して来っており、対外ポジションはきわめて堅固で安定している。

## 6. 総合判断・格付の見通し

格付は、高度に発展した経済構造と世界第一位の対外純資産、多額の家計貯蓄を背景にした国債の安定的な国内保有及び消化構造、経済の緩やかな回復とデフレからの脱却に向けた動き、財政健全化と経済成長実現に向けた経済政策の継続的实施を評価している。他方、恒常的な財政赤字を背景とした巨額の政府債務が格付の下押し要因となっている。16年度の実質GDP成長率は前年度比1.2%となり、経済は緩やかな回復基調にあるものの、中期財政試算の「経済再生ケース」が想定する2%の成長は達成できていない。政府は国・地方の基礎的財政収支の20年度黒字化目標を堅持しているが、16年度の基礎的収支赤字対GDP比は3.7%と前年度の3.0%より拡大しており、中長期的な財政の持続可能性に対する不透明感が増大する状況が続いている。こうした点を踏まえ、格付を据え置き、見通しを引き続きネガティブとした。JCRは、実体経済、財政、金融それぞれの面において、特に下記の点を注視していく。

まず、実体経済面においては、政府が、引き続き強固なリーダーシップを発揮して成長戦略を着実に実施し、経済成長のポテンシャルを引き上げて「経済再生ケース」を実現することができるかどうかを注視していく。

次に、財政面においては、17年度の国債発行総額が154.0兆円に上る中、国債の円滑な消化を継続するには、基礎的財政収支の改善を通じて政府債務GDP比の趨勢的な低下を実現し、中長期的な財政の持続性に対する投資家の信認を維持することが重要である。基礎的財政収支を20年度に黒字化させるという目標は、財政規律回復の中核的目標であると考えられるが、政府が経済危機再発以外の理由で同目標を放棄した場合、内外の投資家の信認が大きく損なわ

れる懸念がある。同目標達成に向けた政府のコミットメントの後退は、格付の変更要因となりうる。

最後に、金融面では、日銀は、金利操作と国債買入れ額の減額について、双方のバランスを取りつつ金融政策を円滑に進めていくことが求められる局面に入りつつある。名目金利が長期でゼロ近傍にペッグされている中、予想インフレ率が低調に留まり、実質金利が上昇して均衡実質金利の水準に接近した場合、金融緩和効果は減衰する。緩和効果のカギを握る予想インフレ率の動向と金融政策の運営状況を見ていく必要がある。また、こうした状況下で、金利のボラティリティが一時的に急激に上昇するなど、国債の需給環境の安定性が損なわれることがないかについても、注目していく。

JCR

## 985000 日本国

## 主要経済指標

(単位：%、兆ドル、JPY/USD)

	2012	2013	2014	2015	2016
実質GDP成長率	0.9	2.6	-0.5	1.3	1.3
消費者物価上昇率(コア、期中平均)	-0.2	0.8	2.8	0.0	-0.2
中央政府基礎的財政収支 / GDP	-5.8	-5.2	-3.9	-3.0	-3.7
中央政府財政収支 / GDP	-7.5	-6.8	-5.5	-4.5	-5.2
国債・借入金残高 / GDP	200.5	202.0	203.4	197.3	199.2
経常収支 / GDP	0.8	0.5	1.6	3.4	3.8
貿易収支 / GDP	-1.0	-2.1	-1.3	0.1	1.1
金融収支 / GDP	0.8	-1.1	2.5	4.4	4.6
外貨準備高	1.3	1.3	1.2	1.3	1.2
対外純資産 / GDP	62.6	63.2	66.5	66.2	63.3
対ドル為替相場(期中平均)	79.8	97.6	105.9	121.0	108.8
マネタリーベース増加率	21.9	50.6	34.5	27.0	19.0
マネーストック(M3)増加率	2.5	2.9	3.0	2.5	3.5
短期金利	0.1	0.1	0.1	0.0	-0.1
長期金利	0.8	0.7	0.5	0.3	-0.0

基礎的財政収支 = 税収等 - 政策的経費。なお、政策的経費は歳出合計から国債費を控除したものの。

(出所) 財務省、日銀、内閣府

## 格付明細

(単位：百万円、%)

対象	格付	見通し*	発行額	利率	発行日	償還期限	公表日
外貨建長期発行体格付	AAA	ネガティブ	-	-	-	-	2017.06.16
自国通貨建長期発行体格付	AAA	ネガティブ	-	-	-	-	2017.06.16

## 長期格付推移 (外貨建長期発行体格付またはそれに準ずる格付)

日付	格付	見通し*	発行体名
2000.10.31	AAA		日本国
2002.06.12	AAA	ネガティブ	日本国
2006.08.28	AAA	安定的	日本国
2016.07.14	AAA	ネガティブ	日本国

\*「見通し」は、外貨建長期発行体格付の見通し。クレジット・モニターの場合は、見直し方向を表示。

本ウェブサイトに記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。