

国債格付けを どこまで 重視すべきか

川北英隆

京都大学大学院
経営管理研究部 教授

去

年から国債格付けに注目が集まっている。アメリカ、欧州各国、日本と、国債の格下げが相次いだから。アメリカと日本の国債はともかくも、欧州の国債格付けの引き下げは流通市場金融機関の保有資産の評価に大きな影響を与え、金融システムに対する不安をおおった。このため、EUは国債格付けに対する規制を強化し、格付けが国債価格に深刻な影響を与える事態を緩和しようと試みている。

ところで、国債の格付け、すなわち国に対する信用リスクへの評価とは何を意味しているのか。また、投資家として国債の格付けをどこまで信頼し、依存すべきなのか。

国に対する信用リスクの評価は複雑である。投資家はその国に居住している

のなら、なおさらだ。国として国債の利払いを実施していく手段がいくつもあり、最終手段としてのみデフォルト（元利払いという債務の不履行）が位置づけられる。格付けは、その最終手段としてのデフォルトが発生する可能性を記号で表現したものにすぎない。最終手段が狭義のデフォルトとすれば、それ以前にあるいくつもの手段は広義のデフォルトと表現すべきである。

国に関する広義のデフォルトとして指摘できるのは、インフレによって将来支払われる元利金の価値が実質的に目減りしてしまうリスク、その国の通貨が売られて国際的価値が目減りするリスク、国民の負担増が図られるか年金等の義務的色彩の強い歳出が削減されるリスクである。これらの結果、投資家は直接もしくは間接的に経済的なダメージを受けてしまう。繰り返しになるが、格付けはこれらのリスクを評価しない。言い換えれば、投資家はこれらの広義のデフォルトリスクを別途、自分自身で評価するしかない。

それでは、国に関する狭義のデフォルトと格付けの関係はどうなのか。下図に示したように、この点において国債と



マーケット・アイ

M A R K E T E Y E

社債に対する格付けの間には歴然とした差異がある。

社債に対する格付けは、多くの場合、格付機関に対して、資金調達者である企業が格付けの付与を依頼することでスタートする。これに応じて格付機関はその企業の経営者等にヒアリングを実施し、開示された情報以外の情報を入力することで、企業のデフォルトの可能性を評価することになる。

国債の場合、格付機関が国から格付けの依頼を受けることはまずない。このため、格付機関は一般に公表された情報に基づいてデフォルトの可能性を評価する。つまり、評価に用いる情報は一般投資家と等しく、独自に入手した特別な情報は無い。

この観点から見ても不思議なのは、欧州各国の格下げ情報に対して投資家やメディアが大騒ぎすることだろう。格付機関が判断の根拠としている情報に特別の情報がないのなら、格下げは「二つの見解」でしかないはずだ。もちろん、格付機関はそれなりに権威のある評価機関であり、その手法も確立している。しかし、完全無欠ではない。一九九七年のアジア通貨危機に象徴されるように、大

げさな評価を下し、間違ってきたのも事実である。

投資家として、また資金調達者として必要なのは、格付機関の情報源や役割を客観的かつ冷静に評価することだろう。とくに情報において差異のない国債の格付けに関して大げさに騒ぐ理由はない。むしろ、格付けに先行して自ら評価し、行動する必要がある。

投資家をはじめとする市場関係者に求められるのは、それらの機関独自の評価と判断であり、他の関係者の判断への追随ではない。市場の風潮、すなわち大勢に追随するのなら、それは投資対象の過大評価もしくは過小評価となってしまう。

●国債と社債の格付けと情報

	格付け 依頼	格付けのための情報		
		経済 データ	公開情報	非公開 情報
国債 格付け	なし	使用	使用	×
社債 格付け	あり	使用	使用	使用

注：上表は原則を示したものであり、場合によっては異なりうる。