

(トップページ: <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/>)

(MENA: <http://members3.jcom.home.ne.jp/3632asdm/MenaOicCountries.html>)

マイライブラリー:0186

(注)本稿は 2011 年 6 月 6 日から 6 月 10 日まで 3 回にわたり「アラビア半島定点観測」に連載したレポートをまとめたものです。

2011.6.11
前田 高行

「国家の品格」経済版-中東と日本と欧米のソブリン格付け比較

目次	頁
1. 革命と震災と財政破綻	1
2. 格付けとは	2
3. 格付け付与は国際金融市場の仲間入りの証し	2
4. S&P の格付け	3
5. 欧米に甘いソブリン格付け?	4

1. 革命と震災と財政破綻

「アラブの春」と呼ばれる民主化革命の嵐が中東北アフリカ(MENA)諸国に吹き荒れ今も多くの国で政治的混乱が続いている。政治と経済が未分化のこれらの国々では、政治の混乱が経済の停滞を引き起こしている。原因の一つとして政治的混乱に嫌気をさした外国資本が逃避したり或いは新たな外資の流入が止まり経済発展が遅れるというマイナス面を指摘することができる。

かたや日本は東日本大震災と原発事故からの復旧という難問を抱え国の借金がさらに増えることが確実なため外国の投資家や金融機関は日本に対し警戒感を隠さない。欧米はどうかと言えば、ヨーロッパでは財政が破綻状態になったギリシャ、ポルトガルがEU、IMFからの巨額の借り入れで当座をしのごうとしている。さらにスペイン、イタリアも財政危機が取り沙汰されている。世界経済の大黒柱である米国も経済回復がはかばかしくなく、債務借り入れの上限を引き上げなければ国債がデフォルト(債務不履行)に陥る可能性が出ている。中東、日本及び欧米の各国政府は一般投資家あるいは国際的な金融機関からの資金調達に追われている。

投資家や金融機関など貸し手側から見れば、今や彼らにとっては借り手に事欠かない状況である。しかし貸す相手を間違えれば債務不履行という悪夢が待ち受けており、金を貸す相手国の信用状態を知ることが重要である。そのような時、Standard & Poors(以下 S&P)やMoody'sなど格付け会社と呼ばれる第三者による「ソブリン格付け」が大きな判断材料となる。世界の景気が安定し、或いは上昇基調にあるときは注目されなかったソブリン格付けが世界のニュースのトップに取り上げ

られている。

2. 格付けとは

格付けとは、国債や社債などの債券を発行する発行体の信用リスク、つまり債務の返済が予定通りに行われないリスクを、簡単な記号で投資家に情報提供するものである¹。このような情報を提供しているのが格付け会社であり、全世界には多数の格付け会社があるが、S&P 及び Moody's が圧倒的な存在感を見せており、2社の世界シェアは各々40%前後と言われている。

格付けのうち国の信用力、すなわち中央政府(または中央銀行)が債務を履行する確実性を符号であらわしたものが「ソブリン格付け」であり、これは英語の sovereign(主権)に由来する名称である。ソブリン格付けを付与するにあたっては、当該国の財政収支の状況、公的対外債務の状況、外貨準備水準といった経済・財政的要因だけでなく、政府の形態、国民の政治参加度、安全保障リスクなど政治・社会的要因を含めたきわめて幅広い要因が考慮される。

ソブリン格付けの符号は各社によって異なり、格付け段階も債務不履行(デフォルト)のレベルを除くと S&P は 8 段階、Moody's は 9 段階ある。これらは大きく上位と下位の二つのグループに分けられ、上位グループは「投資適格」、下位グループは「投資不適格」又は「投機的」と呼ばれている。各段階の呼称は両社によって多少異なるが、定義は大同小異である²。

S&P の格付けは AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC, CC の 8 段階である。AAA が最上の信用力として、債務履行の確実性が最も高く、AAA から BBB までは投資適格のカテゴリーである。これに対し BB 以下 CC までは投機的要素が強いとみなされている。なお AA から CCC までの格付けにはプラス記号またはマイナス記号が付けられることがあり、それぞれ各カテゴリーの中での相対的な強さを表している。さらにそれぞれの格付けの現状について「positive(強含み)」、「negative(弱含み)」或いは「stable(安定的)」と呼ばれる評価が与えられている。Positive は近い将来格付けが上方修正される可能性が高いことを示しており、逆に negative は下方修正される可能性を示している。そして stable とされているのは現在の評価が当分維持されることを意味している。

一方、Moody's の場合は Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa, Ca, C の 9 段階あり、Aaa, Aa, A, Baa までの 4 段階は「投資適格」とされ、それ以下の Ba, B, Caa, Ca, C は「投資不適格」又は「投機的」とみなされている。格付け最下位の C の場合は通常デフォルトに陥っており、元利の回収見込みも極めて薄い債務である。そして Aa から Caa までの格付けには 1,2,3 という数字付加記号が加えられ、1 はその格付けの中で上位に位置し、2 は中位、3 は下位にあることを示している。たとえば Aa1, Aa2, Aa3 は順次リスクが高くなるのである。

3. 格付け付与は国際金融市場の仲間入りの証し

S&P 或いは Moody's が世界のすべての国についてソブリン格付けを行っている訳ではない。MENA22カ国の中でもソブリン格付けを行っているのは下記の13カ国だけである。

アブ・ダビ(注、UAE 連邦政府としての格付けはない)、カタール、サウジアラビア、クウェイト、オマー

ン、バーレーン、イスラエル、モロッコ、チュニジア、エジプト、トルコ、ヨルダン、レバノン、

MENA の大国であるイラン、イラクを始め、シリア、リビア、スーダン、イエメンなどは格付けの対象外である。このうちイラン、シリア、リビア、スーダンの各国は米国主導による経済制裁を受けている。これらの国々は特別な外交関係により中国など特定の国から政府間ベースの借款を受けることはあるが、民間の国際金融市場から資金を調達する手段を封じられている。つまりソブリン格付けの有無は国際金融市場の仲間として認めらるか否かを意味している。

経済制裁が国家の政策であるのに対してソブリン格付けは純粋の民間会社である S&P や Moody's が独自の判断で発表するものであり両者は全く性格が異なっている。しかし格付け会社にとって政府（特に米国）の経済制裁は微妙な判断を迫られるのが実態であり、その好例がイランである。

Moody's は米国の経済制裁発動に伴いイランに対する格付けを停止した。その時同社は「イランに格付けを与えないは、米国が同国に対して発動している制裁措置に相反する可能性があるという米国政府の懸念を受けたものである」とのプレスリリースを公表しており、S&P もこれに同調した。しかしこれに対して Moody's、S&P に次ぐ世界3位のフランス系格付け会社 Fitch は暫くの間はイランに対する格付けを続けた。当時フランスの国営石油企業 TOTAL 社がイランの天然ガス田開発に関与していたことと無縁ではない。またリビアについては経済制裁が撤廃された後、S&P が昨年の一時期投資適格ランク「A-」の格付けを与えていたことがあるが現在は再び格付けしていない。

4. S&P の格付け

S&P と Moody's の格付けは多くの点で似通っており、ここでは S&P の格付けを国別に取り上げてみる。

([http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-90aS&PSovereignRating\(2011-6-2\).pdf](http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-90aS&PSovereignRating(2011-6-2).pdf)参照³⁾)

まず欧米では米、英、仏、独が最上位の AAA に格付けされている（但し米国は最近「弱含み」の評価が付けられた）。アジアで同等の AAA を与えられているのはシンガポールであり、MENA 諸国には AAA は無い。MENA で最もランクが高いのはアブ・ダビ及びカタールの AA である。これはスペインも同じである。AA ランクでも少し低目の AA-(マイナス)を与えられたのは MENA のサウジアラビア、クウェイト及びアジアの日本、中国、台湾である。この中で日本は「弱含み」とされており、将来中国或いはサウジアラビアよりもランクが落ち、イタリアと同等の A+になる可能性がある。

AA ランクが「債務履行能力は非常に高い」とされているのに対し、A ランクは「債務履行能力は高いものの、事業環境や経済状況の悪化から影響を受けやすい」とされており、現在はイスラエル、オマーン及び韓国がこの範疇に入っている。

投資適格で最も低いとされている BBB が与えられているのは MENA 諸国ではバーレーン、モロッコ、チュニジアの 3 カ国である（但しモロッコ及びチュニジアは BBB-）。また欧米諸国ではアイルラン

ドが BBB+、ロシア(BBB)、ポルトガル(BBB-)とされ、アジアではタイが BBB+、インドが BBB-である。

BBB 未満は投機的なランクとされているが、MENA 諸国ではエジプト、トルコ、ヨルダンが共に BB であり、ベトナムは BB-である。これよりさらに低いのがレバノンとギリシャの B である。S&P には B 以下にさらに CCC 及び CC のランクがあるが、ソブリンランク表では CCC 或いは CC にランク付けされた国は無く、実質的に B がソブリンの最低ランクのようである。

5. 欧米に甘いソブリン格付け？

これまで見てきたとおり MENA 諸国に対するソブリン格付けは欧米諸国に比べて評価が厳しい。それは欧米諸国と日本、中国、ロシアを比較した場合にも言えることである。そしてユーロと言う共通通貨に統合されたヨーロッパ諸国についてはギリシャやスペインの例に見られるように格付けの甘さが指摘されている。

ギリシャの場合同じドイツやフランスのユーロ圏であれば為替リスクはゼロだからこれらの国の金融機関は安心してギリシャに貸し込む。しかし問題は統一通貨を使っているにもかかわらず、通貨政策は各国の通貨当局に任されていることである。ギリシャのように政府自らが真実の統計を隠して見せかけの繁栄を捏造した場合、同じ EU 圏のドイツやフランスですらそれを見破ることはできない。

まして S&P や Moody's のような民間調査機関にとってはギリシャの不正を把握することは不可能であったと言うべきであろう。勿論格付け会社は各国の内情を独自に調査しており、ギリシャの実体経済が他の EU 諸国に比べある程度劣っていたことは把握していたと思われるが、統一通貨ユーロの幻影に惑わされていたことも間違いない。

スペインの場合、S&P の格付けの歴史を見ると2009年に AA+から最上級の AAA(トリプル A)になっている(日本は2001年に AAA から AA+に格下げ)。しかし同国はわずか1年後に再び AA+に逆戻りし現在は AA の弱含みとなっており、日本は AA-の弱含みと認定されている。これに対してサウジアラビアは2007年に A+から AA-に格上げされ、それ以降据え置かれている。各国の経済力を正しく評価することは難しいが、最近の状況を考えるとスペインが過大評価されている傾向は否定できない。それが証拠に最近スペインの銀行がカタールから3億ユーロ借り入れた⁴、或いはアブ・ダビがスペインの石油会社を買収する⁵など湾岸産油国による金融救済関連ニュースが頻出している。

そもそも現在のソブリン格付け制度はドルが国際的に通用する唯一の強大な通貨と認めることからスタートしている。従って米国のソブリン格付けは制度が始まって以来常に最上級であった。米国がサブプライムショック或いはリーマンショックのような大きな傷口を見せても、同国の金融制度に対する信頼はさほど揺るがなかった。と言うよりも国際金融秩序を維持するには、米国を支える以外に方法はなかったのである。しかしその米国ですら Moody's は債務問題次第で最上位の格付

けを「弱含み」に引き下げる可能性がある」と発表した⁶。格付け見直しに聖域はなくなりつつある。

ソブリン格付けは定性的評価の占める割合が大きく客観性に乏しい、と言う批判が多いが、これはソブリン格付けの宿命とも言えるものである。格付けには誰が分析しても同じ結果が出る「サイエンス」の部分と、分析する人によって結果が異なる「アート」の部分があると言われ、この「アート」の部分が格付けに付随する不透明感の一因となっており、特にソブリン格付けにその傾向が強い。「ソブリン格付けはアートだ」と語る格付け会社アナリストの言葉がその特質をよく表している。

一般論として現在の格付け方式に問題があるとすれば、データを先進国（それはとりもなおさずヨーロッパと米国である）の基準で判断すると言う手法に頼り過ぎることであろうか。つまり欧米の基準をデファクトスタンダードとすることの限界である。それを是正するためにはギリシャのようなデータのねつ造を許さない国際的なルール作りが必要である。一方、中東やその他の開発途上国は透明性の高い統計を迅速に公表する体制を整えるべきであろう。

以上

本稿に関するコメント、ご意見をお聞かせください。

前田 高行 〒183-0027 東京都府中市本町 2-31-13-601
Tel/Fax; 042-360-1284, 携帯; 090-9157-3642
E-mail; maeda1@jcom.home.ne.jp

¹ Wikipedia(<http://ja.wikipedia.org/wiki/%E4%BF%A1%E7%94%A8%E6%A0%BC%E4%BB%98%E3%81%91>)より

² S&P 及び Moody's の格付け定義はそれぞれ下記を参照。

S&P : <http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-90bS&PRatingDefinition.pdf>

Moody's : <http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-91bMoody'sRatingDefinition.pdf>

³ Moody's 格付け比較については下記参照。

[http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-91aMoody'sSovereignRating\(2011-6-2\).pdf](http://members3.jcom.home.ne.jp/maeda1/1-G-3-91aMoody'sSovereignRating(2011-6-2).pdf)

⁴ Arab News on 2011/3/1, 'Qatar to invest 300m euros in Spanish banks'

<http://arabnews.com/economy/article291408.ece>

⁵ Gulf Daily News on 2011.2.17, 'Abu Dhabi takes over oil company'

<http://www.gulf-daily-news.com/NewsDetails.aspx?storyid=299688>

⁶ 朝日新聞 on 2011.6.3, 「