

2019年11月22日 全10頁

先進国の財政拡大の余地はどの程度か

日本の財政余力は先進32ヶ国の中で2番目に小さい

経済調査部
シニアエコノミスト 神田 慶司
主任研究員 溝端 幹雄
研究員 田村 統久

[要約]

- 財政余力とは、政府の資金調達や債務の持続可能性に問題が生じることなく、財政支出を拡大させる余地の大きさである。先進32ヶ国の財政余力を定量化した上で、景気刺激策の必要性を考慮すると、スウェーデンやドイツ、韓国などは財政余力も景気刺激策の必要性も大きい。反対に、日本や米国などは財政余力も景気刺激策の必要性も小さい。
- 財政余力は家計や企業にとっての「貯蓄」のようなものであり、財政余力が大きいからといって財政支出をむやみに拡大させてよいわけではない。経済状況が良い時には財政余力を高めつつ、景気悪化局面では財政政策を機動的に実施するといったメリハリを利かせた財政運営や、「ワイズ・スペンディング」の実践が政府には求められる。
- 人口減少・高齢化が長期的に見込まれる日本においては、社会保障分野など中長期的な歳出増への目配りがますます重要になってくる。財政支出の有効性を高めるためにも、例えば防災・減災関連の社会資本の整備や、先進技術や分散型エネルギーへの投資などに力点を置く必要がある。

1. 先進 32 ヶ国における「財政余力」

高まる財政政策への期待

世界経済が減速する中、日欧では特に追加的な金融緩和の効果が限られていることもあり、財政政策の重要性が増している。2019年10月に開催されたG20財務大臣・中央銀行総裁会議では、世界経済が悪化するリスクに対応するため、公共事業への歳出増加など財政政策を重視すべきといった意見が相次いだ。日本では台風19号をはじめとした一連の災害からの復旧・復興が喫緊の課題となっており、安倍政権はインフラの防災対策や景気刺激策などが盛り込まれた新たな経済対策を策定する方針である。

多くの先進国では、低金利、あるいはマイナス金利で国債を発行できるため、ポリシーミックスの観点からも財政政策を実施しやすい環境にある。しかし歳出増や減税で財政の悪化が続けば、将来、国債への信認が揺らいで政府の資金調達に支障をきたしたり、金融政策が正常化したときに金利負担が過重になったりして、歳出削減や増税を余儀なくされるリスクが高まる。

財政リスクはいつ発現するのか、リスクはどれくらい大きいのかなどについては、当該国の債務残高や経済力、財政運営スタンス、市場からの信認などさまざまな要因に左右されるため、正確に把握することは難しい。だが、それを知る手がかりとして「財政余力」(Fiscal Space)という考え方がある。財政余力とは、政府の資金調達や債務の持続可能性に問題が生じることなく、財政支出を拡大させる余地の大きさであり、数多くの先行研究がある。

そこで本レポートでは、先進32ヶ国の財政余力を定量化した上で、各国の財政支出の「余地」と「必要性」を検討する。さらに社会資本ストックの国際比較などから、今後の日本の財政支出の方向性についても考察する。

財政余力は持続可能性と資金調達力の観点から検討された先行研究が多い

財政余力に関する先行研究を概観すると、財政の持続可能性(Sustainability)と、国債市場での資金調達力(Financing)という二つの観点から検討されているものが多い。例えば、Botev et al. (2016)¹は持続可能な政府債務の上限(市場から円滑に資金調達できる限度)を一定の経済前提の下で推計し、実際の債務水準との乖離度合いから財政余力を評価している。その結果、OECD加盟国の多くは国債金利の低下により、2014年から2016年にかけて財政余力が拡大したという。ただし、日本については財政余力が乏しいと評価されている。

Cheng and Pitterle (2018)²は財政余力に関する複数の計測方法を取り上げ、これらの長所と短所について検討している。計測方法によって利用するデータや重視する観点などが異なるため、一つの指標で財政余力を評価すれば十分というわけではなく、評価にバイアスがかかる

¹ Jarmila Botev, Jean-Marc Fournier, and Annabelle Mourougane, 2016, "A re-assessment of fiscal space in OECD countries", OECD Economics Department Working Papers No.1352

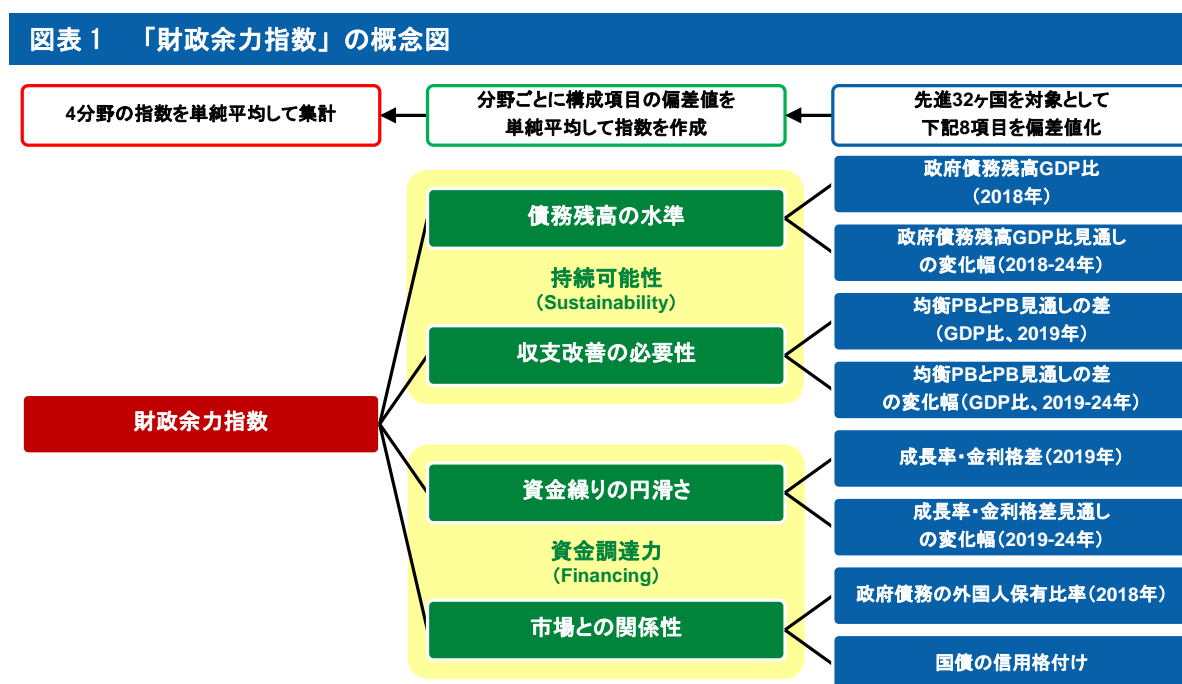
² Hoi Wai Jackie Cheng, and Ingo Pitterle, 2018, "Towards a more comprehensive assessment of fiscal space", United Nations Department of Economic and Social Affairs Working Paper No.153

可能性がある。そのため複数の指標を用いて包括的に評価すべきであるという。

IMF（2018）³は持続可能性と資金調達力の二つの観点を重視しつつ、「4段階のフレームワーク」によって財政余力を定性的に評価している。具体的には、①当該国の景気動向や経済状況、②階層的に整理された財政余力に関する複数の指標、③拡張的財政政策による財政余力への影響のシミュレーション、④上記三つに各国特有の事情を加味して IMF スタッフが最終判断、というアプローチを取っている。評価の時間軸は向こう3～4年であり、世界34ヶ国（うち先進国は13ヶ国）の財政余力が「十分にある（Substantial）」、「一定程度ある（Some）」、「限られている（Limited）」という言葉で評価されている。

「財政余力指数」を用いて先進32ヶ国を比較

財政余力の計測方法はさまざまあるが、本レポートでは図表1で示すように、持続可能性と資金調達力に関連する4分野、8項目の指標を集計することで、国際比較可能な「財政余力指数」の作成を試みた。



(注1) 各項目の偏差値は高いほど財政余力が大きいと評価されるように調整。債務残高はグロスで一般政府ベース。

(注2) IMF 見通しに基づく。成長率・金利格差は名目 GDP 成長率と実効金利（純利払い費÷債務残高）の差で、均衡 PB は債務残高 GDP 比を安定化させる PB の水準。

(出所) IMF 等より大和総研作成

³ IMF, 2018, “Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking”, IMF Policy Paper

試算の対象は、IMF が定義する「先進国 (Advanced Economies)」のうち、データが入手可能な 32 ヶ国である。また、データの定義が各国間で異なると国際比較ができないため、ここでは IMF が 2019 年 10 月に公表した「世界経済見通し (World Economic Outlook)」と「財政モニター (Fiscal Monitor)」のデータを主に利用している。財政余力指数は誰でも入手できるデータをもとに、8 項目の数値を偏差値化して単純平均するという簡素な試算方法に基づいていることから、比較可能性・明瞭性・再現性の高い評価指標といえる。

財政余力指数は持続可能性に関連した「債務残高の水準」「収支改善の必要性」と、資金調達力に関連した「資金繰りの円滑さ」「市場との関係性」の計 4 分野で構成されている (**図表 1**)⁴。「収支改善の必要性」では、政府債務残高が GDP 比で安定するための基礎的財政収支 (均衡 PB) に注目した。実際の PB が均衡 PB を GDP 比で下回る場合、その度合いが大きいほど債務残高対 GDP 比を安定させるための収支改善幅が大きくなるため、財政余力は小さいと評価される。

「資金繰りの円滑さ」という面では、実効金利 (純利払い費 ÷ 政府債務残高) と名目 GDP 成長率の大小関係 (いわゆる「ドーマー条件」) をメルクマールとした。「市場との関係性」では国債の信用格付けのほか、政府債務の外国人保有比率を採用した。財政運営を海外からの資金に依存する国では、財政リスクが顕在化したときに資金の急激な引き揚げに直面して財政運営が困難になる可能性があるため、外国人保有比率が高いほど財政余力は小さいと評価される。

財政余力指数は IMF による将来見通しが反映されている。そのため足下の財政状況だけでなく、向こう数年を見据えた財政余力の変化も考慮されている。

財政余力指数による評価は IMF と概ね一致

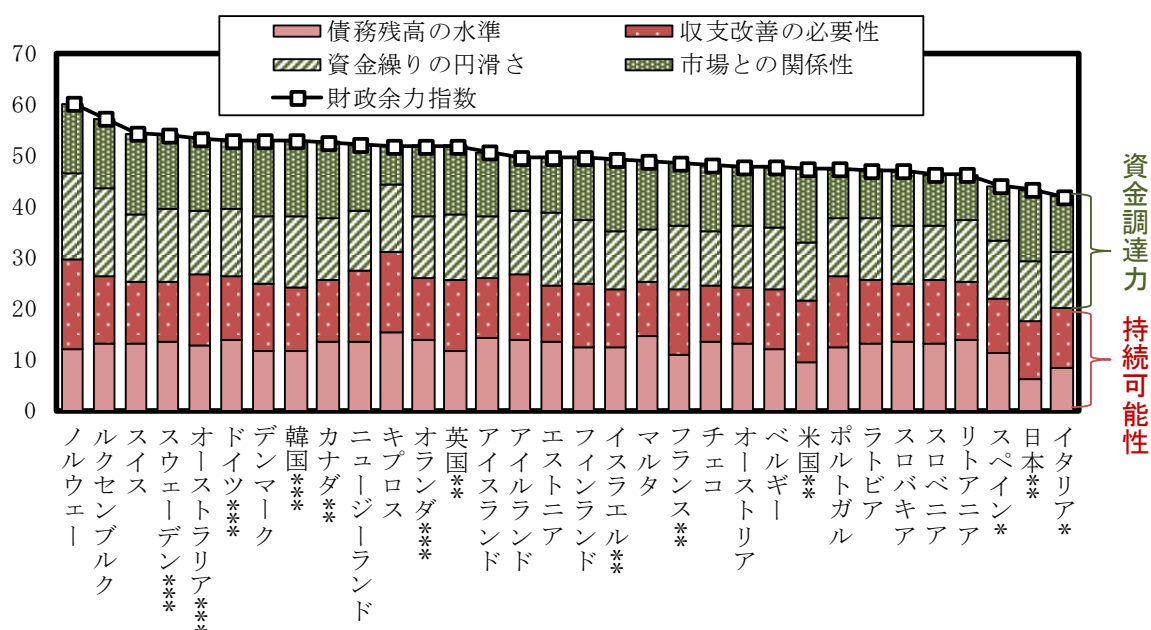
先進 32 ヶ国の財政余力指数を比較した結果が**図表 2**である。棒グラフの寄与度は分野別の評価を表しており、IMF (2018) で財政余力が評価された 13 ヶ国には、国名に「*」を付けている («*」が多いほど高評価)。

財政余力指数と IMF の評価を比較すると、両者は概ね一致している。財政余力指数による評価はカナダでやや高く、日本でやや低いが、その他の国では IMF と整合的である。財政余力指数は対象国を相対評価したものであり、IMF よりもかなりシンプルな評価方法を採用している。それでも IMF の絶対評価と齟齬がないという点で、一定の信頼性が確保されている。

各国の財政余力の評価は分野ごとに違いが見られる⁵。これは Cheng et al. (2018) の指摘と同様、財政余力を多面的に測る必要性を示している。仮に「債務残高の水準」だけで見れば、政府債務残高対 GDP 比が先進国の中で突出している日本の財政余力は極めて小さいといえる。しかし「市場との関係性」で見れば比較的大きく、4 分野を平均した日本の評価はスペインとイタリアの間に位置している。

⁴ 財政余力指数の体系的な整理や指標の選定については、IMF などの先行研究を参考にした。

⁵ 4 分野の指数間の相関係数は、いずれの組み合わせでも絶対値で概ね 0.3 を下回る。

図表 2 先進 32 ヶ国の財政余力指数⁶

(注) IMF (2018) “Assessing Fiscal Space: An Update and Stocktaking”において財政余力の評価が行われた国には「*」を付けており、「*」が三つの国は財政余力が「十分にある (Substantial)」、二つの国は「一定程度ある (Some)」、一つの国は「限られている (Limited)」と評価されている。
(出所) IMF、Moody's、Bloombergより大和総研作成

北欧諸国やルクセンブルクなどは財政余力が大きく、日本は2番目に小さい

財政余力指数が高いのは、ノルウェーなどの北欧諸国や、ルクセンブルク、スイス、オーストラリア、ドイツ、韓国、カナダなどである。特にノルウェーとルクセンブルクはPBが黒字で、さらに純利払い費がマイナス（支払利子 < 受取利子）であることが特徴的だ。

反対に財政余力指数の低い国に目を向けると、イタリアや日本、スペインのほか、リトアニアやスロベニア、スロバキア、ラトビアなどが挙げられる。イタリアとスペインは4分野全てで評価が低めであるが、リトアニアなどの小国は持続可能性に関する評価が高い半面、資金調達力に関する評価は低い。日本はその逆であり、米国も同じ傾向が見られる。米国の「債務残高の水準」の評価は日本、イタリアに次いで3番目に低いが、「市場との関係性」では32ヶ国中11番目の高さである。

⁶ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第66条の27の登録を受けていないMOODY'Sが公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

2. 各国の財政政策の「必要性」は？

財政余力の大きさにかかわらず「ワイズ・スペンディング」を実践すべき

前章では財政余力の大きさに焦点を絞って検討したが、財政余力が大きいからといって、財政支出をむやみに拡大させてよいわけではない。家計や企業に当てはめれば、財政余力は「貯蓄」のようなものだからだ。無駄な支出を行うと、貯蓄は減るのに家計の効用や企業の成長力は高まらない。貯蓄の多寡にかかわらず、支出の中身や目的の妥当性について日頃から検討すべきだろう。

これを政府に当てはめれば、「ワイズ・スペンディング」を実践するということに尽きる。金額ありきで歳出を増やしたり、景気が拡大している中で景気刺激策を実行したりしては、財政余力はいたずらに低下するばかりである。経済状況が良い時には財政余力を高めつつ、景気悪化局面では財政政策を機動的に実施するといったメリハリを利かせた財政運営を基本とすべきだ。

また、将来の経済社会を見据えたインフラの整備や次世代技術の支援、教育投資など、民間部門の成長力強化や労働生産性向上に資する財政支出も重要である。

スウェーデン、ドイツ、韓国などでは財政政策の必要性も大きい

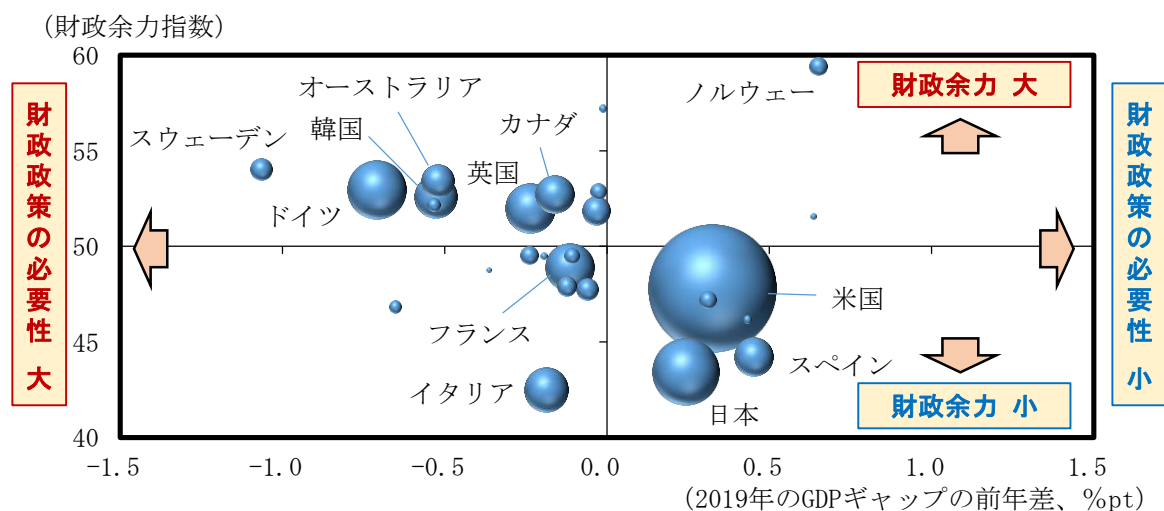
財政支出の拡大余地を踏まえた上で、その必要性も考慮すると、先進諸国の現状はどのように整理できるだろうか。

財政支出の必要性を表す指標として、ここでは景気循環を表す GDP ギャップの変化幅に注目する。GDP ギャップが縮小（拡大）するほど景気は改善（悪化）しているため、財政支出の必要性は低く（高く）なる。GDP ギャップは推計方法によって結果が大きく変わるため、国際比較の観点から 2019 年 10 月公表の IMF 「世界経済見通し」で示された GDP ギャップを利用する。

前掲図表 2 で紹介した先進 32 ヶ国のうち、比較可能な 26 ヶ国について掲載した結果が**図表 3** である。縦軸は前出の財政余力指数であり、横軸は 2019 年見込みと 2018 年実績の GDP ギャップの変化幅（先行き数ヶ月間の景気見通しが加味された財政政策の必要性）である。また、バブルの大きさは経済規模（購買力平価ベースの GDP）を表しており、財政支出を拡大させたときの関係国への経済波及効果を示している。

図表 3 の第 2 象限に位置する 10 ヶ国は財政余力が大きく、財政政策の必要性も大きい。スウェーデンやドイツ、韓国、オーストラリア、英国、カナダなどが該当する。中でも経済規模の大きいドイツに対しては、財政出動を求める声が高まっている。2019 年 7-9 月期の実質 GDP 成長率は前期比+0.1%と 2 四半期連続のマイナス成長は辛うじて免れたが、ドイツ連銀は 10-12 月期も経済の低迷が続くとの見通しを示している。ドイツ政府は現時点で財政出動に消極的だが、景気動向や財政余力の大きさを踏まえると、機動的な財政政策を検討すべき局面に入っているかもしれない。

図表3 先進諸国における財政の「余力」と「必要性」



(注) 比較可能な先進26ヶ国を掲載。GDPギャップはIMF「世界経済見通し」(2019年10月)を利用。
 財政余力指数は大和総研試算。バブルの大きさは2018年の経済規模(購買力平価ベース)を表す。
 (出所) IMF、Moody's、Bloombergより大和総研作成

日米では景気刺激策の必要性は限定的

一方で、財政余力も財政政策の必要性も小さい第4象限に位置する主な国は、米国、日本、スペインである。経済規模が極めて大きい米国が財政支出を拡大させれば、関係国への経済波及効果は大きいものの、米国経済は足下で総じて堅調であり、今後も急減速は回避される公算が大きい。財政余力が比較的小さいことを踏まえれば、財政政策は米中摩擦が激化した場合など有事への対応策として控えておくべきだろう。

米国よりも財政余力が小さい日本では緩やかな景気回復が続いており、消費増税後も景気の腰折れは避けられるとみている。現在は大規模な景気刺激策が求められる状況にはないことから、策定中の新たな経済対策では、一連の災害への対応や防災・減災、民間の成長力強化に資する事業などに力点を置くべきである。

新たな経済対策では中所得世帯向けなどの支援策が盛り込まれる可能性

なお、新たな経済対策には、個人消費を支えるため、キャッシュレス決済時のポイント還元制度の拡充やマイナンバーカードを利用したポイント制度を盛り込む方向で検討されている。

これらに加えて、家計支援策が盛り込まれる可能性がある。消費増税の関連施策(消費増税対策や軽減税率制度、社会保障の充実策)では、低所得者層や就学前・私立高校生・大学生等の子どもがいる世帯を中心に負担が軽減されている。そこで例えば、小中学生の子どもがいる中所得世帯を対象とした支援策などが考えられる。こうした世帯の世帯主年齢は40代が多いが、他の年代に比べると平均所得の伸び悩みが鮮明である⁷。

⁷ 是枝俊悟「[家計の実質可処分所得の推計\(2011~2018年\)](#)」(大和総研レポート、2019年4月12日)

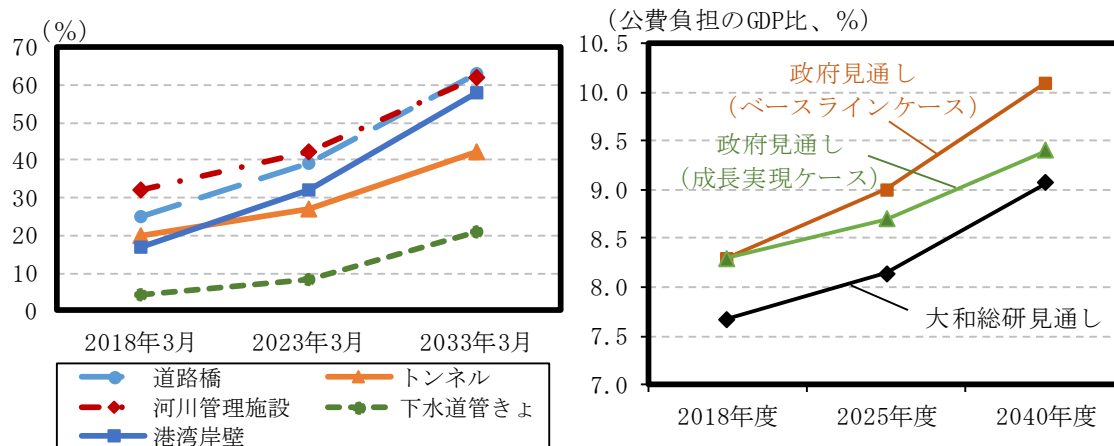
中長期的な歳出増への目配りも重要

財政余力指数は向こう数年までを視野に入れた指標であり、今後 10 年や 30 年といった時間軸で評価されていない。この点、人口減少・高齢化が長期的に見込まれる日本においては、社会保障分野など中長期的な歳出増への目配りがますます重要になってくる。さらに、高度成長期以降に整備したインフラが今後一斉に老朽化することが見込まれている。

国土交通省によると、トンネルや河川、下水道、港湾等において、建設後 50 年以上経過する施設の割合は今後加速度的に高まる見通しである（図表 4）。例えば、道路橋は 2018 年 3 月で約 25% だったが、2023 年 3 月で約 39% へ、2033 年 3 月で約 63% へと上昇すると見込まれている。政府は計画的に維持管理・更新することでトータルコストの縮減・平準化等を図る方針である。維持管理・更新費用の将来推計も公表されており、事後保全であれば 2048 年までの 30 年間で約 280 兆円かかる見込みの関連費用は、予防保全によって約 3 割削減されるという。それでも、2018 年度で約 5.2 兆円だった関連費用は 2048 年で約 6.5 兆円へと増加する見込みであることから、歳出水準は高まっていく可能性が高い。

構造的な財政赤字の主因である社会保障費は、経済成長率を上回るペースで長期に増加すると見込まれている（図表 5）。2018 年 5 月に内閣官房・内閣府・財務省・厚生労働省が公表した社会保障見通しによると、経済前提がベースラインケースにおいて、公費負担 GDP 比は 2018 年度から 2040 年度にかけて 1.8% ポイント上昇する見込みである。成長実現ケースでも 1.1% ポイント上昇する見通しだ。また、2019 年 3 月に当社が発表した「日本経済中期予測」では、ベースラインケースに近い経済前提の下、1.4% ポイントの上昇を見込んでいる。将来の人口動態に合わせた医療・介護の提供体制の整備に加え、給付の適正化や重点化、給付と負担のバランスの見直しなど、幅広い取り組みが引き続き求められる。

図表 4 建設後 50 年以上経過する社会資本の割合 図表 5 社会保障費の長期見通し



(注1) 右図は大和総研「日本経済中期予測 (2019年3月)」と、内閣官房等による社会保障費見通しを掲載。利用したデータベースが両者で異なるため、水準に乖離が生じている。

(注2) 大和総研見通しはSNAにおける社会保障基金への純経常移転と社会扶助給付の合計。政府見通しについては、医療の単価の伸び率が仮定①で、「計画ベース」を利用。

(出所) 国土交通省「国土交通白書 2019」、内閣官房等「2040年を見据えた社会保障の将来見通し (議論の素材)」(2018年5月)、大和総研「日本経済中期予測 (2019年3月)」、各種統計より大和総研作成

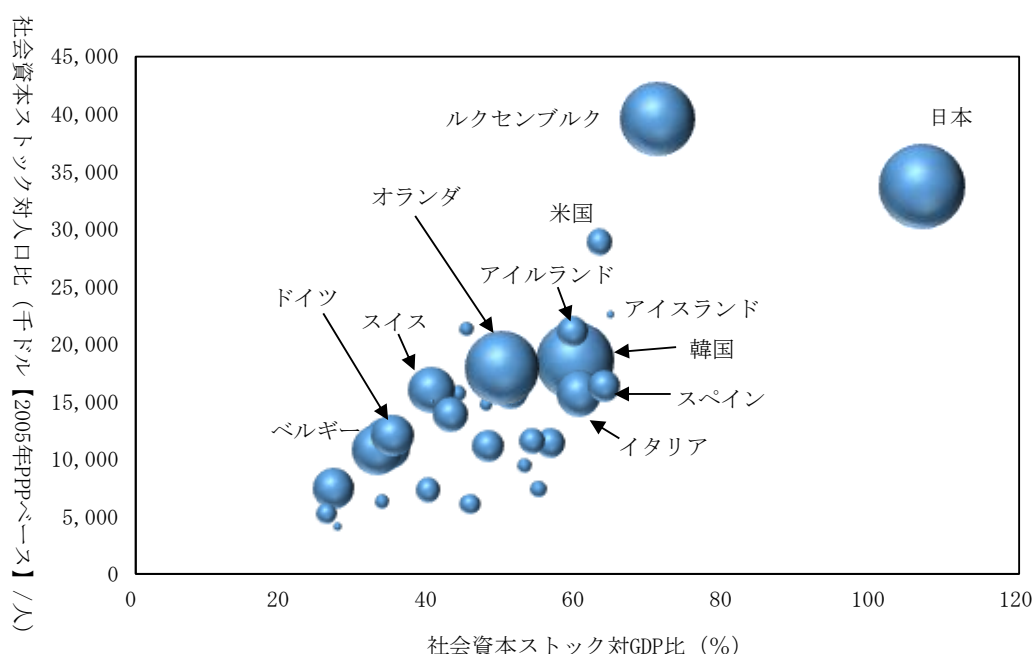
3. 今後の社会資本整備の在り方と成長力強化

日本の社会資本ストックは国際的に見てかなり高い

財政余力が限られる中、財政支出の有効性を高めるにはどのような視点があるだろうか。

政府の主要な財政支出の一つに社会資本整備がある。しかしながら、OECD 諸国の社会資本ストックを対 GDP 比・対人口比・対面積比の三つで比較すると、どれで見ても日本の社会資本はかなり高水準にある（**図表 6**）。特に横軸の対 GDP 比では、他国は全て 80%未滿に収まっているのに対して、日本だけが 100%を超えている。このことから、日本では社会資本の限界的な生産性が他国よりも低くなっている可能性がある。

図表 6 社会資本ストックの対 GDP・人口・面積比（OECD 諸国）



(注) 数字は2013年。バブルの大きさは対面積比を表しており、単位は千ドル（2005年PPPベース）/km²。

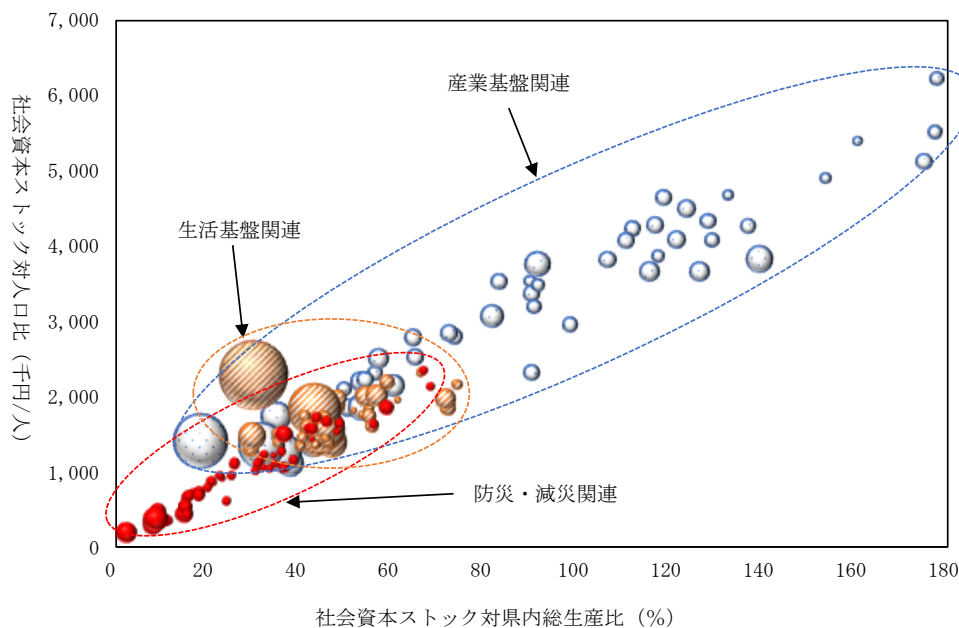
(出所) IMFより大和総研作成

防災・減災関連などの社会資本は相対的な整備余地がある

もともと、日本の社会資本ストックは分野別・地域別に大きな違いが見られる。**図表 7** は社会資本を、①道路等の「産業基盤関連」、②上下水道・学校施設等の「生活基盤関連」、③治山・治水等の「防災・減災関連」、の3分野に整理した上で、都道府県別に散布図にしたものである。すると、産業基盤関連の社会資本は対 GDP 比・対人口比・対面積比のいずれで見ても地域差が大きく、極めて高水準の地域が散見される。一方、防災・減災関連や生活基盤関連の社会資本は地域差が小さく、どの地域も対 GDP 比で 80%を下回る。特に防災・減災関連では都市圏において社会資本ストックが少ない傾向が見られる。

従って、道路等の産業基盤関連の社会資本では取捨選択の必要性は高いが、防災・減災関連など人々の生活基盤を支える社会資本については整備の余地が相対的に大きいといえるだろう。さらに、近年、自然災害がもたらす経済的・社会的な影響は強まっていることから、防災・減災関連の社会資本整備は優先度を一層高めていく必要がある。

図表7 分野別・都道府県別に見た社会資本ストックの対GDP・人口・面積比



(注1) 数字は2014年。バブルの大きさは対面積比 (100万円/km²) を表している。

(注2) 「産業基盤関連」は道路、港湾、航空、農業・林業・漁業、国有林、工業用水の合計、「生活基盤関連」は公共住宅、下水道、廃棄物、水道、都市公園、学校施設・社会教育、庁舎の合計、「防災・減災関連」は治水、治山、海岸の合計。

(出所) 内閣府より大和総研作成

先進技術や分散型エネルギーへの投資などワイズ・スペンディングを強化すべき

上記のような視点に加えて、日本の中長期的な成長力や生産性を向上させるという視点からは、時代に即した財政支出の適切な配分を考えるべきだ。例えば、政府が目指す Society5.0 では、分散されたデータの共有やネットワークを通じた経済活動を重視するが、そうした分野への投資は時宜に適ったものだろう。

5G や量子コンピューター、AI、自動運転車、ヘルスケア・医療、ロボティクスといった先進技術や分散型エネルギーへの投資は、外部性が高くあらゆる分野へ影響を及ぼす汎用技術 (GPT: General Purpose Technology) であるため、民間分野に任せると過小供給となりやすい。そのため、政府がこうした将来的な利益が見込まれる分野への民間投資を助長するといったワイズ・スペンディングが効果的である。今後の財政支出を考える上では、やはりこうした視点も不可欠だろう。

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付業者について

<スタンダード&プアーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付け情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

S&P の信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&P は、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P は、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。

※この情報は、平成29年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記 S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<ムーディーズ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス（以下「ムーディーズ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。

※この情報は、平成30年4月16日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

<フィッチ>

○格付会社グループの呼称等について

- ・格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）
- ・グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

○信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

○信用格付の前提、意義及び限界について

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。

フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。

※この情報は、平成28年5月13日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。

以上

0710-1511 30.05 2018.05