

## 東京都

発行体格付け: **A+** / 安定的 / --

### アナリスト:

松本理、東京 電話 03-4550-8673

杉原健介、東京 電話 03-4550-8475

\*本稿は格付けアクションを成すものではありません。

### クレジット・ハイライト

#### 信用力分析上の前提

- 日本経済の中心地として堅固な税収基盤を維持する。
- 実績に裏付けられた歳入と歳出の管理による財政規律を有する。
- 日本の地方自治体の格付けは日本のソブリン格付けに制約される。

#### ベースケース・シナリオ上の見通し

- 経済の緩やかな成長に伴い、都の税収は 2020 年度を底に回復が続く。
- 財政収支がプラスに転じることで、債務残高の削減が進む。
- 減債基金や財政調整基金の積み立てにより、潤沢な流動性を維持する。

新型コロナウイルスの影響で悪化した東京都の財政収支は 2021 年度以降、プラスで推移すると S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）はみている。都の税収はコロナ禍の影響で落ち込んだものの、大企業を中心とする強固な税収基盤に支えられ、経済の緩やかな成長とともに 2020 年度を底に回復すると考える。新型コロナに関連した歳出圧力が続く中でも、高く安定した財政運営能力を背景に、都の財政収支は引き続き今後 2 年間プラスを確保すると予想している。

都では財政収支の回復により債務残高は今後 2 年程度でコロナ前に戻ると S&P は予想している。今後も持続可能な都市基盤を強化するための相応の投資的経費や、流動性を意識した起債運営は継続するとみている。しかし、主に法人関連税収の回復に伴い都の財政収支の回復が続くことで、今後 2 年間、都の債務残高の削減が進む見通し。

都の格付けは引き続き日本のソブリン格付けの制約を受けると S&P はみている。S&P は都のスタンドアローン評価（中央政府による特別な支援や介入の可能性を考慮する前の都自身の信用力評価）を「aa+」と、日本の長期ソブリン格付け（※「A+／安定的／A-1」、※付きは無登録格付け、詳細は本稿巻末の「S&P グローバル・レーティングの格付けについて」を参照）を上回る水準としている。ただし、日本政府が債務不履行（デフォルト）に陥るような環境を想定したストレスシナリオの下では、都の信用力にも影響が及ぶと考える。そのため、都の長期格付けを日本の同格付けと同水準としている。

### アウトルック: 安定的

東京都の「安定的」のアウトルックは、日本のソブリン格付けのアウトルックを反映している。都のスタンドアローン評価は「aa+」に維持されると S&P はみている。都は地方交付税を受け取らない不交付団体であるが、仮に経済状況や資本市場に対する信頼性が国レベルで悪化した場合には、その影響を免れないと考える。そのため、都の格付けやアウトルックは、日本のソブリン格付けやそのアウトルックに制約される。

### ダウンサイド・シナリオ

今後 2 年間の格下げは、都のスタンドアローン評価を引き下げた結果ではなく、日本のソブリンの格下げを受けたものになる可能性が高い。都のスタンドアローン評価が、格下げにつながるほど低下することは考えにくい。

今後、世界経済の減速に伴う地域経済の悪化や都の歳入を大きく損なうような税制改正などのマイナス要因が複合的に生じた場合には、都では収支が大きく悪化するとともに、基金が大幅に減少して、債務負担が増大する可能性がある。しかし、そのような状況下では、都は規律ある財政運営を継続して各年度の収支を調整しつつ、信用力への下方圧力を軽減する対策を講じると S&P は想定している。

### アップサイド・シナリオ

今後 2 年間の格上げは、日本のソブリン格付けの引き上げを受けたものになる可能性が高い。

## 格付け根拠

### 日本の首都としての極めて豊かな経済の下、規律ある財政運営を堅持

S&P は東京都の経済を、都の格付けを支える最大の強みと考える。日本経済の中心である都には日本の政治・経済をはじめあらゆる中枢機能が集積し、都は多様な産業が経済的付加価値と多くの雇用機会を生み出している。住民の所得水準も高い。都の住民 1 人当たりの域内総生産（GDP）は 700 万円超と、国内外の都市の中で最高水準にある。

都の経済成長率は国の経済成長に沿って推移すると S&P は予想している。S&P のマクロ経済予想では、日本の実質国内総生産（GDP）成長率は 2022 年が 2.4%、2023 年が 1.7%と、日本では経済活動の緩やかな回復が続くとの見通しとなっている。都では短期的には新型コロナの影響で人口の流出がみられるものの、中期的には新型コロナの収束に伴い緩やかに人口流入の軌道に戻り、高齢化の進行が一定程度抑えられると S&P は想定している。

都は医療提供体制の拡充や強化などの歳出圧力を受ける中でも、中央政府からの交付金や都の基金を活用しつつ、規律ある財政運営を継続すると S&P は予想している。また、2020 年に再選を果たした小池百合子都知事がコロナ対策を進めながらも持続可能な都市を目指す取り組みを進めることなどで、都の安定した行財政運営は維持されると考える。都では財務部局が財政規律を重視して財政運営を十分にコントロールしてきた実績があるため、今後も同様の方針が維持されると S&P はみている。

また、都は歳入と歳出の管理、債務と流動性の保守的な管理方針、外郭団体に対する厳格な監督などで優れた実績を上げていると S&P は評価している。これらの強みに対し、都議会で過半数を占める会派がなく、知事の方針が常に議会の支持を得られる訳でないために、政治・行政運営力が制約されていることは、引き続き都の相対的な弱みと考える。2021 年 7 月の都議会議員選挙でも議会の過半数を占める会派は現れず、より分散された会派構成となった。ただし、都の財政運営力の高さは、議会における勢力図の様相にかかわらず、長期にわたり財政健全化を進めてきた実績に裏付けられている。

日本の地方自治体運営の、非常に予見可能で均衡のよく取れた制度的枠組みは維持されると S&P は想定している。政府間システムが成熟しており、地方自治体に対する規制とその財政が中央政府により厳格にコントロールされていることで、同システムにおける予見可能性と透明性・説明責任が確保されている。中央政府の脆弱な財政状況を同システムの強みを制約する要因と S&P は考えているものの、同システムの下で中央政府と比較した日本の自治体の歳入と歳出は、より均衡が図られていると評価している。

### **税収の落ち込みは一時的、財政収支の回復により債務残高の減少が進む見通し**

都の財政収支は 2021 年度にプラスに転じ、今後 2 年間回復が続くと S&P は予想している。S&P はベースケース・シナリオとして、国内経済の緩やかな成長が続くとの想定の下、都の税収は法人関連税収を中心に 2020 年度を底に回復が続くとみている。また、新型コロナ関連の歳出は継続する一方、都が国からの交付金や都市基盤の整備や強化に関連する基金も活用することで、都債の発行は抑制されると想定している。そのため、2020 年度から 2024 年度までの 5 年平均では、都の投資的活動を除く経常的な行政活動の歳入に対する経常的な収支の比率（経常的マージン）は 14%を上回り、投資的活動後ベースの収支はプラスを維持すると予想している。

都の経常的マージンは日本の自治体としてはやや不安定な状況が継続すると S&P はみている。都では歳入に占める法人関連税収の割合が大きいこと、景気サイクルに対する税収の感応度が相対的に高いことによる。ただし、大企業を中心とした堅固な税収基

盤に支えられ、コロナ禍の影響を主因とする 2020 年度の法人関連税収の落ち込みは S&P の想定を下回った。また、金融危機時との比較では、税制改正に伴う税収構造の変化などにより、景気に対する税収の感応度はやや弱まっている。

都の債務残高は今後 2 年間でコロナ前の水準に戻ると S&P は予想している。都では構造改革を含むデジタル化の推進や都市基盤のさらなる強化への取り組みにより相応の投資的支出が続く一方、税収の回復を主因とした財政収支の回復が債務残高の削減に寄与すると S&P は考える。また、都の債務負担は過去の大規模なインフラ投資を主因として国際比較では重い、日本の他の地方自治体との比較では非常に低い水準を維持するとみている。経常的な歳入に対する債務残高の比率（全会計ベース）は国からのコロナ関連の交付金による歳入増の影響が剥落する中でも、今後 2 年間、100%を下回る水準に抑えられると S&P は予想している。

国内の資本市場環境が極めて良好であることを受けて、都はすべての資金を固定金利で調達しているため、その金利負担は予測しやすい。都の経常的歳入に対する利払い費の比率は低下傾向にあり、国内の低金利環境が当面は継続する見通しであることを踏まえると、同比率は引き続き 1%未満にとどまると S&P は予想している。

都は多数の法人に出資しているものの、全会計ベースの債務残高に含めていない外郭団体へのエクスポージャーは引き続き低水準にとどまると S&P はみている。都の政策連携団体は、自らの事業収益で債務を返済できる（self-supporting）か、都の追加支援が必要になったとしても格付けに及ぼす影響は非常に限定される。また、都は継続的に外郭団体の財務の健全化に取り組んでおり、同団体に対する特別支援の提供も縮小する方向で進めている。訴訟等のその他の偶発リスクも限定的である。

ほぼ無観客開催となった 2020 年夏季オリンピック・パラリンピックにおいて、チケット収入の大幅な減少など、組織委員会の運営収支に関わる都の潜在的な追加負担を S&P では偶発債務として考慮していた。しかし、感染症対策、輸送、セキュリティや仮設関連などの費用が、2020 年 12 月に組織委員会が公表していた最終予算を下回ること、都に追加的な負担は発生しない見通しとなった。

都の向こう 12 カ月間のフリーキャッシュと流動性資産の合計は、年間公債費（全会計ベース）の 100%を大きく超える水準を維持すると S&P は予想している。税収の回復により予想されるプラスの収支、減債基金や財政調整基金の積み立て、継続的な債務削減が流動性の強化に寄与すると S&P はみている。都の保有現金残高の主な構成要素には減債基金が含まれており、同基金の残高は年間の財政パフォーマンスに連動せずに独立して変動する。都は保守的な公金管理方針の下、預金や日本国債、地方債をはじめとする低リスクで高格付けの債券で流動性を確保している。

加えて、都がみずほ銀行をはじめとする主要取引金融機関と良好な関係を維持していることや、公募団体として資本市場に容易にアクセスできることも、その流動性を引き続き支えると S&P は考える。都は環境や社会的課題の解決に用途を限定した都債を発

行することで、投資家基盤のさらなる拡充にも努めている。国内債券市場に十分な厚みがあるほか、日本の銀行システムからの融資による流動性確保も容易であるため、都の外部流動性へのアクセスは良好と S&P は評価している。

表 1 東京都の主要指標

(十億円)	2019 年度	2020 年度	2021 年度 bc	2022 年度 bc	2023 年度 bc	2024 年度 bc
経常的歳入	7,181	7,599	9,390	7,350	6,778	6,835
経常的歳出	5,749	6,535	8,304	6,300	5,703	5,714
経常的収支	1,432	1,064	1,086	1,050	1,075	1,121
経常的収支／経常的歳入 (%)	19.9	14.0	11.6	14.3	15.9	16.4
資本的収入	304	432	310	360	360	360
資本的支出	1,486	1,740	1,340	1,328	1,300	1,300
投資的活動後収支	250	-244	56	83	135	181
投資的活動後収支／総歳入 (%)	3.3	-3.0	0.6	1.1	1.9	2.5
債務返済額	346	334	330	315	300	300
借入総額	139	492	274	232	165	119
借入後収支	42	-87	0	0	0	0
直接債務(年度末残高)	3,832	3,989	3,933	3,850	3,715	3,534
直接債務／経常的歳入 (%)	53.4	52.5	41.9	52.4	54.8	51.7
連結ベース債務残高／連結ベース経常的歳入 (%)	96.5	92.0	75.4	93.0	97.5	94.4
利子／経常的歳入 (%)	0.8	0.7	0.5	0.6	0.6	0.5
都民 1 人当たり GDP(円)	7,669,977	7,349,685	--	--	--	--
国民 1 人当たり GDP(円)	4,430,325	4,273,765	4,334,548	4,443,428	4,543,444	4,644,849

\* bc=ベースケース: 可能性が最も高いと S&P が考えるシナリオに基づく予想値。2019 年度、2020 年度の都の GDP は S&P の予想値。

\*上記の数値の一部は国内外の情報源からのデータに基づき S&P が独自に算出したものであり、入手可能な情報の適時性、対象範囲、正確性、信憑性、有用性などについての S&P の独立した意見を反映している。出所は主に発行体から提供された財務諸表と予算である。

表 2 東京都の格付けと主要格付け要因の評価スコア

長期発行体格付け:	A+
スタンドアロン評価:	aa+
主要格付け要因	
制度的枠組み:	2
経済:	1
財政運営:	2
財政パフォーマンス:	1
流動性:	1
債務負担:	3

\* S&P の地方自治体格付けは上記 6 つの主要格付け要因に基づく。格付け要因から格付けを導出する手法は 2019 年 10 月 21 日付『格付け規準 | 公的部門 | パブリック・ファイナンス(米国外): 地方自治体の格付け手法』で規定されている。「制度的枠組み」の評価スコアは、「1」から「6」までの 6 段階評価(「1」が最上位)、「経済」「財政運営」「財政パフォーマンス」「流動性」「債務負担」の評価スコアはそれぞれ、「1」から「5」までの 5 段階評価(「1」が最上位)。

## ソブリンの主な指標

2022 年 4 月 11 日付 Sovereign Risk Indicators (<http://www.spratings.com/sri>)

## 関連格付け規準

2021 年 10 月 20 日付 一般格付け規準: 信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス(ESG)の原則

2009年12月8日付【旧版】格付け規準:クレジット・ウォッチとアウトルックの使用規準

2014年12月15日付 Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology: Rating Non-U.S. Local And Regional Governments Higher Than The Sovereign

2019年10月21日付 格付け規準 | 公的部門 | パブリック・ファイナンス(米国外):地方自治体の格付け手法

2014年4月28日付 一般格付け規準:ソブリン格付けを上回る格付けの手法と想定:事業法人・金融法人・公的部門

## 関連リサーチ

2022年4月12日付 Institutional Framework Assessments For International Local And Regional Governments

2020年6月24日付 地方自治体運営の制度的枠組みの概要:日本

### S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（[www.spglobal.com/ratings/jp](http://www.spglobal.com/ratings/jp)）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2022 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&Pの意見、分析、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&Pは、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&Pは「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&Pは、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&Pは、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&Pは、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&Pの特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&Pは各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&Pは、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&Pは、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&Pの公開信用格付と分析は、無料サイトの [www.spglobal.com/ratings](http://www.spglobal.com/ratings)、そして、購読契約による有料サイトの [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) で閲覧できるほか、S&Pによる配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、[www.spglobal.com/usratingsfees](http://www.spglobal.com/usratingsfees) に掲載しています。