

2007年の日本格付研究所の格付け実績

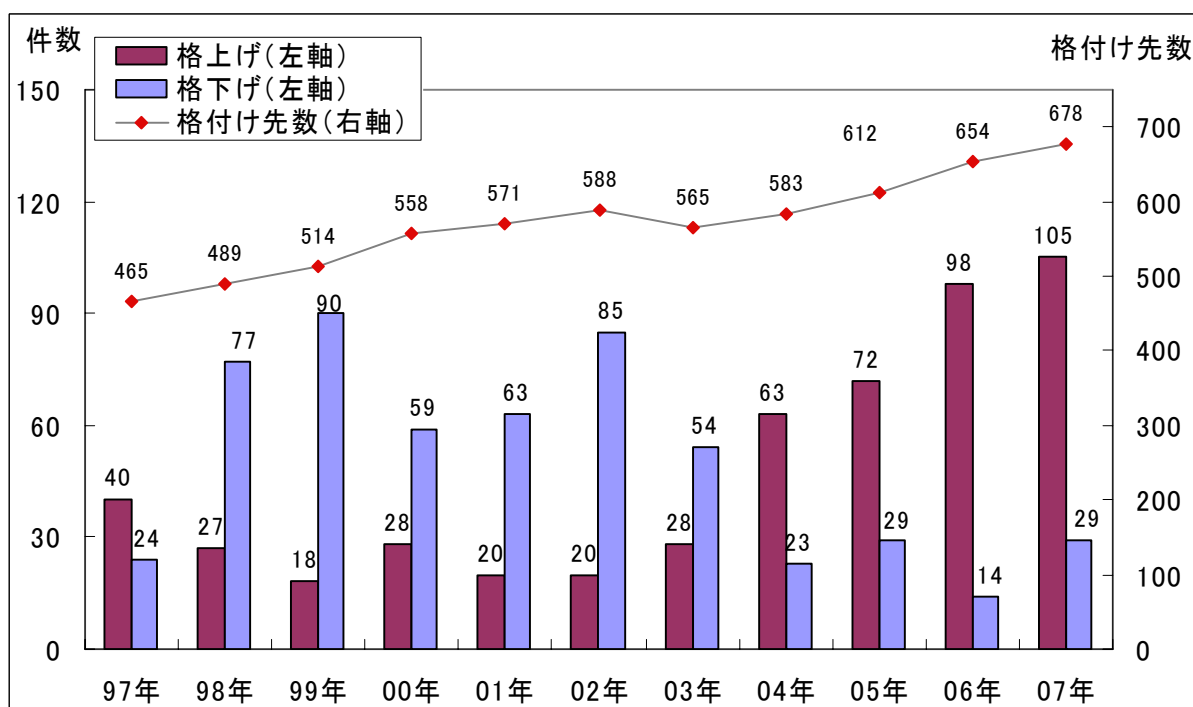
(株)日本格付研究所(JCR)は2007年の格付け実績をまとめた。以下、居住者(事業法人、金融法人)、非居住者、ストラクチャード・ファイナンスの各分野に分けて概括する。事業法人ならびに金融法人については、格付けの変更は(格上げおよび格下げ)いずれも昨年を上回る実績となった。

1. 居住者長期格付け

07年の長期格付け先数は678社と前年より24社の増加となった。撤回・消滅が30社、新規格付けが54社であった。新規格付け先では、07年3月末からの新BIS規制導入に備えた資本増強を図っている地域金融機関の新規格付け取得に加え、新規分野の格付けにおいて新たに医療法人2件、学校法人3件、J-REIT3件の格付けを行なった。

格付けの変更状況では、格上げが105社、格下げが29社と(図1参照)、4年連続で格上げが格下げを大きく上回った。一方、格下げ先数については昨年のほぼ倍となる29社に達した。

図1 格付け先数と格付け変更状況(居住者長期)



比較的多数の格付け変更が見られた業界としては、金融、化学、機械、輸送(自動車および同部品)、不動産であった。これら業界の格上げ(格下げ)はそれぞれ28社(21社)、8社(1件)、7社、6社、11社と

なった。収益基盤の回復と財務内容の改善に伴い信用力の向上が見られたが、消費者金融業界では事業環境の悪化にともない格下げが相次いだ（表1参照）。

格付け変更の結果、レンジ別格付け分布では（表2参照）、AAとAの高位レンジの構成比が増加した。各レンジの構成比はそれぞれAAレンジ17.2%（1.0ポイント増）、Aレンジ42.9%（2.5ポイント増）、BBBレンジ33.9%（3.5ポイント減）、BBレンジ1.8%（0.2ポイント減）、Bレンジ以下0.2%（増減なし）となった。なお、07年の上場企業の倒産は6社（06年2社）であったが、うちJCRの格付け対象先は（株）クレディア（短期格付け先）の1社であった。

〈業界と実績〉

（1）金融

金融分野では格上げ28先、格下げ21先と、格上げが格下げを4年連続で上回った。格上げ先数は前年と同数となった一方、格下げ先数は前年の1先を大きく上回った。

格上げ事由として多かったのは、再編に伴う信用補完効果である。再編の態様はさまざまだが、メガバンクによる証券会社・ノンバンクとの資本関係の強化や、外資による証券会社との資本関係強化、地域金融機関同士またはノンバンク同士の統合など、金融セクターのさまざまな業種で再編が進み、結果として格上げとなる先が多かった。その他の格上げ先は、大手銀行および生損保の業況改善に伴う格上げなどであった。

一方、格下げ先のおよそ半数がノンバンクによって占められた。消費者金融などノンバンク各社は、上限金利引き下げと総量規制導入の両面から貸金業法改正（06年12月成立）の影響を受け、また、06年1月の最高裁判決以降増加した過払金返還訴訟で利息返還負担が増加している。これらの影響が大きい先では、金融機関の取引姿勢慎重化により資金繰り面にも影響が生じている。その他の格下げ先は、サブプライム問題による親会社の信用力低下、地域金融機関の赤字決算などが背景となっていた。

格上げ先・格下げ先の中には、経営環境悪化によりいったん格下げとなったのち再編に伴い格上げとなった先や、再編に伴いいったん格上げとなったのち親会社の信用力低下により格下げとなった先もみられた。

JCRでは、業績の急激な変化や企業再編に伴い格付けを変更する際には、その発表がなされると同時にクレジットモニターの対象とし、格付けへの影響を精査のうえクレジットモニターを解除するという手順を踏むケースが多い。07年はクレジットモニター開始件数が23件と、前年の16件を上回った。

なお、金融分野では格付け取得意欲が引き続き旺盛で、新規格付けが23先と高水準で推移している。業種別にみると、地域金融機関が9先と最も多かった。

（2）化学

07年はナフサなど原材料価格の高騰が続くなか、業界各社の主要製品需給はタイト基調で推移し、収益面でも全般に順調な推移が確認された。こうしたなか、総合化学、スペシャリティ化学では複数社の格上げを行った。格上げ先については、近年の収益好調を背景に財務構成の改善が進んできた点や、中核事業などの収益力が強化されてきた点などが共通する。具体的な事例としては、昭和電工の格付けを引き上げたが、これは同社のハードディスク事業における競争優位性確保の取り組みや財務構成の改善を評価したものである。また、三菱化学の格上げについては、グループ医薬事業会社の合併に伴いグループ全体の収益基盤が強化されたことなどを主な評価材料とした。ただし格上げ先はいずれもAレンジ以下。AAレンジの格付け先については求められる水準や内容が高いこともあり、07年で格上げとなった企業はない。

(3) 機械

格上げを行った企業は好調な設備投資を背景に収益が拡大し、それが有利子負債の削減や自己資本の拡充など、財務基盤の強化に結びついた点を評価している。具体的には資本財の代表格である工作機械メーカー、オークマや牧野フライス製作所を格上げした。工作機械は外需のウェイトが高まり、需要地域の分散化が進展していることに加え、中国など新興国での需要が旺盛で、当面の受注環境は良好と見込まれる。このため、各社の収益は高水準で推移し、その結果、リスクバッファーが一段と増強されると考えられる。また、機械部品メーカーでは椿本チエインを格上げしている。収益源である自動車部品事業が一段と貢献度を高めているほか、今後は設備投資がピークアウトし、財務改善が進むことを評価している。

(4) 輸送（自動車および自動車部品）

国内の自動車販売が低迷しているが、海外需要に支えられ、新興国・資源国向けの輸出が特に増えている。自動車メーカー、同部品メーカーで格上げとなった企業をみると、旺盛な海外需要を収益に結びつけて好業績を維持している企業や、アライアンス強化により競争力向上が見込める企業が目立つ。マツダは高い走行性能を特色とした中・小型車に経営資源を集中し、収益は拡大基調にあり、財務体質も改善している。日産ディーゼル工業と住友電装は、いずれも完全子会社化されたことにより、親会社との間で事業上、財務上のサポート、一体性が一層強まると判断した。新興国・資源国向けが好調という流れはもうしばらく続くと思われるが、ボリュームと利益依存度から考えて、北米市場の減速懸念や、ドル安、原油高が懸念材料である。

(5) 陸運（民鉄）

民鉄業界は98、99年頃に格下げ局面があった。消費低迷と地価下落で関連事業が負担になり、不動産含み損が顕在化したことが背景にある。その後、各社とも関連事業や財務のリストラに取り組んできた。格上げとなった企業をみると、リストラが一段落し、前向きな投資ができる態勢になった民鉄が多い。加えて、東急電鉄では沿線エリアの事業成長のポテンシャルを、京浜急行電鉄では空港線利用者の増加期待なども加味している。人口減少時代に突入し、どうやって選ばれる沿線になるかが喫緊のテーマである。鉄道の利便性向上、安全対策などの積極的な取り組み、不動産・流通事業も一体となった魅力的な街づくりが必要で、こういった取り組みの積み重ねが成果として結びついた民鉄が方向性もポジティブになると考えている。

(6) 不動産

不動産セクターでは、格上げが11社（格下げ0社）に上り、全セクターの中で最多となった。特に大手総合不動産は全5社（うち4社は2年連続）を格上げとした。最大の要因は、賃貸事業の好調持続である。タイトなオフィス需給を反映して、同事業の収益は従前の想定以上のものとなっており、これが全体収益の底上げと自己資本の拡充につながっている。保有資産価値の上昇も、不動産の流動性向上とあいまって実質的な財務強化とみなされる。その他、一部の格付先では、所属するグループや親会社の信用力を従前以上に強く織り込んだことも格上げの要因となっている。ただし、足元ではマンション分譲や不動産流動化の事業環境が大きく変化しており、急速に不透明感が強まっている。08年の格付け見直しでは、特にこれらの事業動向を慎重に見ていく必要があると考えている。

2. 非居住者長期格付け（除 日系）

07 年の世界経済は前年に引き続きおおむね堅調であったが、年央には米国のサブプライム住宅ローンなどを巡って世界的な金融機関の財務の健全性への疑問が高まり、金融市場の混乱も見られた。金融市場が落ち着きを取り戻しておらず、また米国の住宅市場が減速する中で、先進国の 08 年の経済の見通しには不透明感が残る。一方、原油など一次産品価格の上昇は、世界的に物価上昇圧力を高めるとともに、消費国には国際収支の悪化、資源国には国際収支と財政収支の改善や経済成長の加速などをもたらした。

上記のような国際マクロ経済状況を背景として、07 年の非居住者長期格付けにおいては計 74 件の格付けを行った。以下、07 年に、新たに格付けの対象となった 5 発行体および、格付け（および同見通し）の変更を行った案件についてその要点を述べる。

	2006年	2007年
格付け件数	73	74
格上げ件数	13	7
格下げ件数	3	3
格付け撤回	0	0
見通し変更(注)	9	10
s → p	3	9
s → n	3	0
n → s	3	0
p → s	0	1

注) s: 安定的、p: ポジティブ、n: ネガティブ

新規格付先

＜アジア＞

(1) タイ石油公社（外貨建て長期優先債務：「A-（安定的）」、自国通貨建て長期優先債務：「A+（安定的）」）
タイ政府（外貨建て長期優先債務：「A-（安定的）」、自国通貨建て長期優先債務：「A+（安定的）」）のエネルギー政策における同社の重要性、政府による出資やサポートなどを反映。

(2) インド鉄道金融公社（外貨建て長期優先債務：「BBB（ポジティブ）」、自国通貨建て長期優先債務：「BBB（ポジティブ）」）

インド政府（外貨建て長期優先債務：「BBB（ポジティブ）」、自国通貨建て長期優先債務：「BBB（ポジティブ）」）による出資、サポートおよび政府の産業政策における同社の重要性などに見られる政府との強固な関係を反映。

＜欧州＞

(1) マケドニア共和国（外貨建て長期優先債務：「BB+（安定的）」、自国通貨建て長期優先債務：「BBB-（安定的）」）

高失業率、構造的貿易赤字、隣国コソボの地位を巡る地政学的リスクなどネガティブ要因があるものの、経済および財政の安定、EU 加盟候補国として認定されたことなどをポジティブに評価。

- (2) ロシア連邦 (外貨建て長期優先債務:「A- (安定的)」、自国通貨建て長期優先債務:「A (安定的)」)
天然資源輸出主導で高成長を続けるマクロ経済動向、強固な政府財政ポジション、良好な対外バランス面の状況、政治の安定性などを評価。

＜米州＞

- ブラジル連邦共和国 (外貨建て長期優先債務:「BBB- (安定的)」、自国通貨建て長期優先債務「BBB (安定的)」)
二期目に入った現政権が安定的な政治運営を維持し、改革を推進していく見込みであること、財政構造の改善、インフレの抑制や為替の安定など柔軟な金融政策の継続、経常黒字の継続や対外債務の減少など良好な対外バランスを評価。

格付けの変更 (格上げ: 7 件、格下げ: 3 件)

＜アジア＞

- (1) インドネシア共和国 (外貨建て長期優先債務:「BB-」→「BB (ポジティブ)」自国通貨建て長期優先債務:「BB」→「BB+ (ポジティブ)」)
経済が安定し、為替相場が相対的に安定化し、財政の構造が改善する中で、政府債務と対外債務ともに順調に減少し、対外ショックへの抵抗力が増していることを受けて格上げ。債務の水準がさらに低下する可能性を反映して、見通しはポジティブ。
- (2) 香港特別行政府 (外貨建て長期優先債務:「AA」→「AA+ (安定的)」)
財政と対外収支状況の改善によって一段と高まった対外ショックの吸収力などを反映して格上げ。
- (3) ICICI Bank (外貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」)
収益の拡大傾向、資産の質の改善、資本の健全性、インド銀行業界を代表するトップブランドとしての地位の強化が進んでいることなどを反映して格上げ。
- (4) インド共和国 (外貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」、自国通貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」)
インド経済が経済自由化政策における一定の成果を背景に高成長を続けていること、財政ポジションの改善傾向、良好な外貨流動性ポジションなどを主に評価して格上げ。
- (5) インド輸出入銀行 (外貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」、自国通貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」)
- (6) インド鉄道金融公社 (外貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」、自国通貨建て長期優先債務:「BBB」→「BBB+ (安定的)」)
: 上記(5)～(6)は(4)のインドのソブリン格付けの変更を反映した。

＜米州＞

- (1) 中米経済統合銀行 (外貨建て長期優先債務:「A (安定的)」→「A+ (安定的)」)
域外加盟国の増加による資本の増強、域内外加盟国の経済・財政状況の改善によるローンポートフォリオの質の改善、組織強化などを評価。
- (2) フォード・モーター・クレジット (外貨建て長期優先債務:「BB-」→「B+ (ネガティブ)」)
親会社フォード・モーターの大幅な業績の悪化を受けて格下げ。

- (3) GMAC LLC (外貨建て長期優先債務：「BBB-」→「#BB+ (ネガティブ)」)
：米国のサブプライム問題の深刻化などに伴って住宅ローン事業部門の業況が大きく悪化したことを受けて格下げ。
- (4) ザ・ベアー・スターンズ・カンパニー・インク (外貨建て長期優先債務：「AA」→「AA- (ネガティブ)」)：金融市場の低迷などに伴う業績の悪化を受けて格下げ。

格付け見通しの変更

＜アジア＞

- (1) フィリピン共和国 (外貨建て／自国通貨建て長期優先債務「BBB-」：安定的 →ポジティブ)
政治危機が回避され、政治の安定性が改善してきたことに加え、財政改革による財政ポジションの改善を主因にマクロ経済の安定性が向上する可能性が高まってきたことから見通しを変更。
- (2) 現代キャピタル・サービス (外貨建て／自国通貨建て長期優先債務：「A-」：安定的 →ポジティブ)
資産の質の改善傾向、GECC との関係を生かし事業ポートフォリオの分散が進んでいること、堅調な業績が維持される可能性が高まってきたことなどから見通しを変更。
- (3) 大韓民国 (外貨建て長期優先債務：「A+」／自国通貨建て長期優先債務：「AA-」：安定的 →ポジティブ)
安定的な雇用環境を背景に堅調に推移する個人消費に加え、特に輸出産業の生産性改善努力により輸出主導の安定成長持続の可能性が高まってきたことから見通しを変更。
- (4) 韓国中小企業銀行 (外貨建て長期優先債務：「A+」／自国通貨建て長期優先債務：「AA-」：安定的→ポジティブ)
- (5) 韓国電力公社 (外貨建て長期優先債務：「A+」／自国通貨建て長期優先債務：「AA-」：安定的→ポジティブ)
- (6) 韓国産業銀行 (外貨建て長期優先債務：「A+p」／自国通貨建て長期優先債務：「AA-p」：安定的→ポジティブ)
- (7) 大田広域市 (外貨建て長期優先債務：「A+」／自国通貨建て長期優先債務：「AA-」：安定的 →ポジティブ)

：上記(4)～(7)は(3)の韓国のソブリン格付けの見通し変更を反映した。

＜欧州＞

- スロバキア共和国 (外貨建て長期優先債務「A」：安定的→ポジティブ)
ユーロ導入準備の進展から 09 年 1 月からの導入の可能性が高く見通しを変更。

＜米州＞

- アンデス開発公社 (外貨建て長期優先債務「AA-」：安定的→ポジティブ)
当公社の資産の質が改善傾向にあること、アルゼンチンなど南米の域外加盟国が域内加盟国にステータスを変更することによって資本の増強が見込まれることから、見通しを変更。



News Release

<その他>

トルコ共和国（外貨建て／自国通貨建て長期優先債務「BB-」：ポジティブ→安定的）

内需鈍化、経常赤字の拡大傾向といった状況下で北イラク軍事攻撃が開始されたことを考慮し見通しを変更。

3. ストラクチャード・ファイナンス

JCR が 07 年に新規に格付けを公表したストラクチャード・ファイナンス案件は 182 件であった。

07 年の証券化市場は、ソフトバンクモバイルの事業の証券化（約 1 兆 4 千億円）を含め、公表ベースでは史上最高を記録した昨年（約 11 兆円の発行）に比較すると、推計で約 7～8 兆円程度とやや低調な実績となった模様である。こうした背景として、証券化市場に影響を与えた話題としては、年央に顕在化した米国のいわゆる「サブプライム・ローン」の信用力悪化・及びそれらに関連する証券化商品を中心とした市場の評価の動揺があげられよう。

こうした商品に投資を行っていた CDO や SIV、更にはそうしたヴィークルのスポンサーであるグローバル金融機関の損失公表を受け、特に年末にかけて投資家のセンチメントを後退させる大きな要因となった。

07 年の本邦の発行市場を概観すると、商品のカテゴリー別では、引き続き RMBS が最も金額的に大きなセクターではあるが、住宅支援機構・メガバンクとともに量的にはやや発行が鈍化、一方、バーゼルⅡで標準的手法を採用した地域金融機関の自行債権の証券化は公表ベースでは激減した。

また、ノンバンクをオリジネーターとする証券化案件は、06 年に引き続き堅調な景況感や金融環境を受け、証券化による資金調達ニーズは低位に留まった。また、消費者金融セクターにおいては、06 年の最高裁判決を端緒とした過払い金債権請求の証券化スキームにおける取扱いについての不透明感から、市場からほぼ姿を消したようにも見受けられる。

一方、不動産案件では、主に都心部を中心として取引価格は引き続き堅調に推移した模様であり、06 年に引き続き、外資系証券等がアレンジするコンデュイット型を中心に、CMB S には継続的な発行が観測された。

こうした中、JCR の格付け実績においては、金銭債権の分野では、金融機関が手形や診療報酬債権などの顧客資産の買取りにストラクチャード・ファイナンスの手法を用いる案件は堅調に推移した。また、8 月にクレディセゾンオリジネーター、アトリウムを原債権の保証者とする不動産担保ローンの

流動化案件について、不動産の換価性にも依存したスキーム 700 億円に格付けを行った。

また、J-REIT に関しては、昨年に引き続き「森ヒルズリート投資法人」「プロスペクト・レジデンシャル投資法人」「野村レジデンシャル投資法人」の 3 社に格付けを付与した。J-REIT については、07 年の新規上場が 2 社に留まるなど、市場規模拡大の面からはややブレーキがかかった印象も見受けられるものの、業績自体は総じて引き続き安定しており、08 年も大きな波乱はないものと予想している。



News Release

なお、07 年の J C Rにおけるストラクチャード・ファイナンス関連の格付けの見直し結果においては、前述のような米国を中心とした証券化市場を巡る波乱の影響はほとんどなかったといえよう。本邦でも、消費者金融債権の証券化や、一部の中小企業向け貸付債権でパフォーマンスの悪化が伝えられたが、

J C Rの公表している証券化格付けでは、格下げはなく、「オクターブ・リミテッド」「サイファー・リミテッド」の発行するシンセティック CDO が参照するプールの信用力の改善と期間の経過を受け、必要とする信用補完水準が変化したことにより格上げになった案件や、オリジネーター（りそな銀行）の格上げに伴って、一部下位トランシェが格上げされた「トラスト・メゾン特定目的会社」「トラスト・メゾン・ツー特定目的会社」発行の社債などがあった。

08 年の動向については、不動産関連について、07 年 9 月末の金融商品取引法の施行によって、不動産ファンド業務全体に係る広範囲に規制強化の動きが見られたことを踏まえ、市場への影響は現段階では未知数であるものの、企業業績など経済のファンダメンタルズからは、特に大きな波乱は予想しにくいものと考えている。

以上

表 1

業種別格上げ、格下げ状況

業種	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年	
	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ	格上げ	格下げ
食料品	1		1		1	1	3	
繊維	1						2	
パルプ紙		1		1			1	
化学	6		4		4		8	1
医薬品					2			1
石油石炭	2				1		2	
ゴム			2		1			
ガラス					3	1	2	
鉄鋼	7		3	1	3		1	
非鉄	1		1		5		1	
金属					1			
機械	3		5	1	8		7	
電機	4	2	4	3	8		6	
輸送	5	3	2				6	
精密	1				6		2	
他製品	3	1		1		1	1	
製造業計	34	7	22	7	43	3	42	2
建設	1	1	3	3	1		7	2
電気・ガス			2					
陸運	2	1	1	2	4	1	5	2
海運	3		1				1	
空運				2		2	1	
運輸倉庫						1		
情報通信			1	1	1			
卸売	4	3	6	1	4		3	
小売	3	5	4	4	6	4	5	1
銀行	8	2	19	3	12	1	9	7
証券、商先	1		1		3		4	3
保険	2	1	3	2	5		6	
他金融	2	3	6	2	8		9	11
不動産	3		2		6		11	
サービス				2	5	2	1	1
非製造計	29	16	49	22	55	11	62	27
合計	63	23	71	29	98	14	104	29
財投機関			1				1	

表 2

格付け分布状況（レンジ別）

格付け	2004 年		2005 年		2006 年		2007 年	
	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)	社数	構成比(%)
AAA	27	4.6	27	4.4	25	3.8	27	4.0
AA	84	14.4	87	14.3	106	16.2	117	17.2
A	248	42.5	262	42.8	264	40.4	291	42.9
BBB	200	34.3	217	35.4	245	37.4	230	33.9
BB	21	3.6	16	2.6	13	2.0	12	1.8
B	2	0.3	3	0.5	1	0.2	1	0.2
CCC～C	1	0.2	0	0.0	0	0.0	0	0.0
D	0	0.0	0	0.0	0	0.0	0	0.0
計	583	100	612	100	654	100	678	100

注 1) 格上げ/格下げ社数は年間複数回あった場合は 1 社とカウントしている。

注 2) 格付数は各 12 月末の国内格付け対象先数。

国債、地方債、持ち株会社以外の保証債発行先、ストラクチャードファイナンスは除く。