

2019年の日本格付研究所の格付実績

1 居住者長期格付

日本格付研究所（JCR）の19年における格付の変更先数は、格上げが56先（18年は58先）、格下げが16先（同7先）となり、7年連続で格上げが格下げを上回った（図表1：年間複数回の同一方向への変更があった先も1先としてカウント）。多くの格上げがあったものの先数自体は18年から減少し、格付の見通し「ポジティブ」への変更も36先と18年の46先からは減少している。格上げ優勢の状況自体は変わっていないが、格上げ先数の増勢は、18年でピークアウトした可能性がある。逆に格下げ先数は18年の2倍以上となったが、格付の見通し「ネガティブ」への変更は7先（年内に格付変更に至った発行体は除く）と18年の15先から大幅に減少しており、少なくとも現時点では今後短期間に格下げが急増する可能性は低いと言える。

19年は米中貿易摩擦や日韓関係悪化、消費税引き上げなどあり、総じて事業環境に不透明感が増したことは否定できない。ただ、格上げした先には、事業構造改革などを通じ、数期にわたる増益や最高益更新を達成するなど業績好調な発行体や、ネガティブな環境への抵抗力が増している発行体が多いこと

は指摘できる。

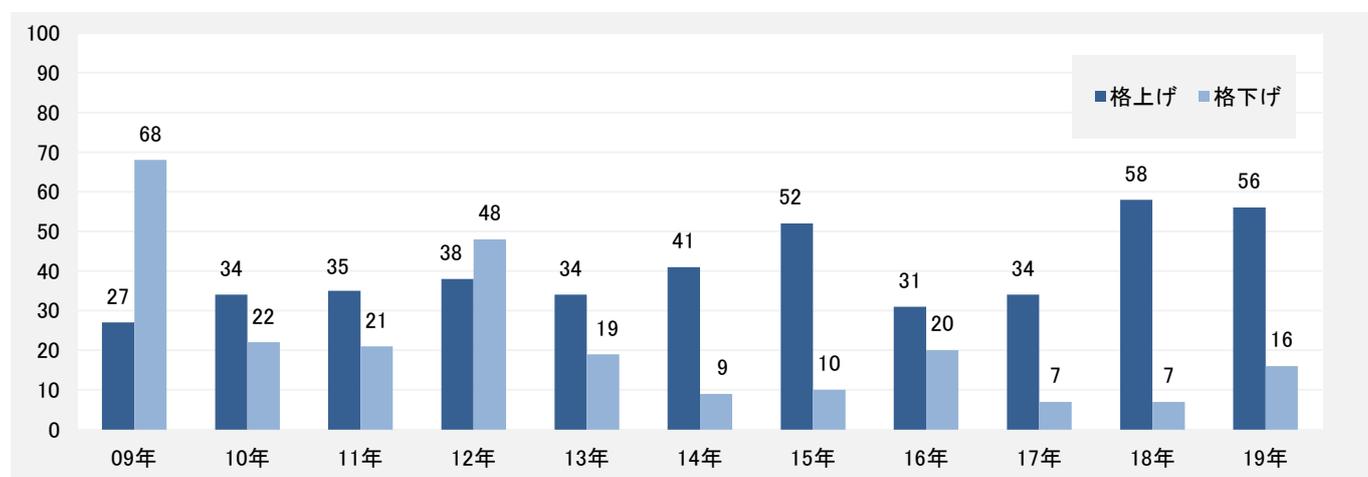
格上げの多かった業種は、その他金融10先（うち9先がリース）、不動産（投資法人含む）8先、化学5先、電機・銀行各4先である。

最多のその他金融では、親会社の格上げに連動しているものが4先含まれている。これらを除いた6先について言えば、注力分野への投資・施策効果の発現、収益源多様化、業容拡大、リスク管理強化による与信費用の低減などを通じ、好業績が続き収益の安定化が進んでいる発行体が4先あるが、高格付発行体との関係強化を格付に反映した発行体も2先ある。

不動産は、投資法人を6先格上げした。資産の入れ替えによるポートフォリオの強化、すなわち収益性や分散度のアップを評価した。その他の2先については、主力の賃貸事業を中心とした収益基盤および財務基盤の強化が進んでいることを評価した。

化学は、M&Aを含む成長戦略の奏功や構造改革などによる収益力のアップ、利益蓄積による自己資本の拡充などが格上げの要因となった。

図表1 格付変更状況（居住者長期）



(注)1 年間複数回の格付変更があった先も1先としてカウント

2 対象は居住者長期格付先で、投資法人を含み、日本国、持株会社以外の保証債、ストラクチャード・ファイナンスを除く

図表 2 業種別格付変更状況

| 業種 | 2015年 | | 2016年 | | 2017年 | | 2018年 | | 2019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 | 格上げ | 格下げ |
| 食料品 | | | | | 1 | | 3 | | 2 | |
| 繊維 | 1 | | | | 2 | | | | | |
| パルプ紙 | | | 1 | | | | | | | |
| 化学 | 2 | | 2 | 1 | 3 | | 2 | | 5 | |
| 医薬品 | | | | | | | | | | |
| 石油石炭 | | | 1 | | | | 2 | | 2 | |
| ゴム | | 1 | 2 | 1 | | | | | | |
| ガラス・土石 | 1 | 1 | 1 | 1 | | | 2 | | 1 | |
| 鉄鋼 | | | | | | | 1 | | 1 | 1 |
| 非鉄 | 2 | | | 1 | 1 | | 1 | | | |
| 金属製品 | 1 | | | 1 | 1 | | | | | 1 |
| 機械 | 1 | | 1 | | 2 | | 1 | | 3 | 1 |
| 電機 | 5 | 1 | 4 | | 1 | | 2 | 1 | 4 | |
| 輸送用機器 | 2 | 2 | 1 | 2 | | 2 | 2 | 1 | | 3 |
| 精密 | | | | | | | | | 1 | |
| その他製品 | | 1 | | 1 | | | 4 | | | |
| 製造業計 | 15 | 6 | 13 | 8 | 11 | 2 | 20 | 2 | 19 | 6 |
| 建設 | 1 | | | | 1 | | 5 | | 3 | |
| 電気・ガス | | | | 1 | | | | | 1 | |
| 陸運 | 3 | | 3 | | 3 | | | | 2 | |
| 海運 | 1 | | | 3 | | | | | | 2 |
| 空運 | | | | | 2 | | | | | |
| 運輸倉庫 | 1 | | | 1 | 1 | | | | | |
| 情報通信 | | | 1 | | 3 | | | | 2 | |
| 卸売 | 1 | | | | 1 | | 3 | | 3 | |
| 小売 | 2 | 1 | 1 | 3 | 2 | 1 | 3 | | 3 | |
| 銀行 | 9 | 1 | 2 | | 9 | 1 | 13 | 5 | 4 | 4 |
| 証券・商先 | 2 | | | | 2 | | 1 | | | |
| 保険 | 3 | | 3 | | 3 | | 6 | | 1 | |
| その他金融 | 3 | 1 | 1 | 2 | 3 | 1 | 5 | | 10 | 2 |
| 不動産 | 7 | 1 | 6 | 1 | 7 | 1 | 2 | | 8 | 1 |
| サービス | 4 | | 1 | 1 | 4 | | | | | 1 |
| 非製造計 | 37 | 4 | 19 | 12 | 37 | 4 | 38 | 5 | 37 | 10 |
| 財投機関 | | | | | | | | | | |
| 合計 | 52 | 10 | 31 | 20 | 52 | 10 | 58 | 7 | 56 | 16 |

(注)1 年間複数回の格付変更があった先も1先としてカウント
 2 不動産には投資法人を含む

電機も状況は化学に似ている。成長市場へのシフト、高付加価値戦略、不採算事業の採算改善、事業構造改革などを通じた収益力向上が格上げの背景となっている。

石油は、格上げは2先であるが、いずれも業界再編進展による事業環境の安定化および統合のシナジー効果の発現により、収益が底上げされていることが格上げにつながった。

銀行で格上げされたのはすべて地方銀行であるが、

これらはいずれも19年3月から適用を開始した「金融グループの持株会社および傘下会社の格付方法」を適用し、グループ信用力と同等の格付とすべく格上げしたものであって個社要因によるものではない。

一方格下げ先の内、業種の特徴が見られるのは海運(2先)と銀行(4先)で、その他は個別要因による。ただ、17年、18年と比べ格下げ対象となる業種の幅は広がった。

海運は、厳しい環境が続く中、構造改革とその成

果を注視してきたが、連結経常赤字計上など業績低迷と財務改善の遅れ懸念により16年以來3年ぶりに2社を格下げした。16年に格下げした3先のうち1先は最終黒字確保により格付は変更しなかった。

銀行は、地方銀行を18年の5先に続き19年も4先を格下げした。低金利環境下で依然として収益力低下が格下げの主因となっている。それに加えてJCRが中核的と評価する調整後Tier1比率の低下を格下げ要因とした先も2先ある。

先述の6社を格上げした投資法人で格下げが1先あるが、これは大型物件購入資金を借入金中心としたためLTVが上昇したことによるものである。

その他の発行体の格下げ要因は、受注損失引当金や減損損失の計上による自己資本の毀損、需要低迷を背景とした売上減少からくる収益水準の低下、親会社の変更などである(図表2)。

格付の変更を伴わない見通しの変更については、「安定的」から「ポジティブ」への変更が36先、「ネガティブ」への変更が7先と、ポジティブ方向優勢の基調は変わらなかった(その後19年以内に格付が変更された発行体を除く)。ただ、「ポジティブ」への変更は17年の46先、18年の59先からかなり減少した一方、「ネガティブ」への変更も17年8先、18年15先から減少している。格付の見通しから推測する限りにおいては、20年は格上げ先数、格下げ先数とも19年比弱含む可能性が高い。

「ポジティブ」への変更が多かった業種は小売(4先)である(小売の格上げは3先)。小売では、それぞれの経営戦略が奏功し堅調な収益計上を継続していることが背景にある。ただ、19年10月の消費税引き上げの影響を受けやすい業種であり、その見極めが必要である。なお、1先を格上げした家電量販店が2先含まれている。卸売も5先あるが、取扱商材が異なることもあり個別要因の影響が大きい。

格上げが多かった不動産では「ポジティブ」への変更も3先あった。うち投資法人2先については、外部成長を通じた分散が進んだポートフォリオの構築と、それによる収益性の向上、安定化に注目している。

石油については、業界再編のプラス影響を受けている2社につき「ポジティブ」とした。今後、財務改善といった課題などの状況を確認していく。

格下げが続く(地方)銀行で、1先「ポジティブ」

となったが、これは一般的な地方銀行とは異なり、収益源の多様化による収益安定化と資本水準の大幅な改善が進んでいることを反映したものである。

その他特徴的な点は、パブリックで3先(格付が連動しているものを除けば実質2先)を「ポジティブ」とした。これらはいずれも、設立団体との関係において政策的重要性が高まっていること、個別発行体の財務内容の改善などが要因となっている。

「ネガティブ」への変更が複数あった業種は、(地方)銀行(2先)のみである。うち1先については、これまでの大多数の格下げ先とはやや異なり、予防的引当による多額の与信費用発生でコア自己資本比率が低下したことを懸念したものである。銀行以外の発行体での「ネガティブ」への変更要因は、厳しい需給環境を反映した収益改善の遅れや、投資先行・株主還元による財務改善の遅れなどである。

2 非居住者長期格付(除 日系)

(1) ソブリン

スロベニアとロシアを格上げし、イタリアを格下げした。スロベニアは成長、ロシアは原油価格の上昇などで、ともに財政ポジションが大きく改善したことなどを評価した。イタリアは逆に政策転換により低成長からの脱却が困難となり、一般政府債務/GDPの低下が見込みにくくなったことを格付に反映した。

格付の見通しについては、フィリピン、インドネシア、ハンガリーを「ポジティブ」に変更した。フィリピンとインドネシアについては、ともにインフラ整備が進む一方、財政赤字は抑制されている点に、ハンガリーについては、導入した経済政策が奏功し、ポジティブな効果が発現しつつある点に、注目している。「ネガティブ」への変更はなかった。

(2) その他

資本基盤の強化が進む中米経済統合機構、好調な石炭採掘事業と非石炭採掘事業の強化でグループの収益・財務基盤の安定的拡大が見込まれる Adaro Energy を格上げした。

格付の見通しについては、ハンガリーと連動するハンガリー国立銀行と、業績堅調で顧客集中に関わる懸念も緩和されるとみる Avation を「ポジティブ」とした。

図表3 2019年格付変更個別明細

◆居住者格付

【格上げ】

| 公表日 | 発行体名 | 変更前 | 変更後 |
|--------|--------------------|-----------|------|
| 1月17日 | 新東工業 | BBB | BBB+ |
| 1月22日 | トナミホールディングス | BBB+ | A- |
| 1月22日 | 三井化学 | A | A+ |
| 1月22日 | 富士電機 | A- | A |
| 1月25日 | 東京センチュリー | A+ | AA- |
| 1月25日 | 日本カーソリューションズ | A+ | AA- |
| 1月25日 | 富士通リース | A+ | AA- |
| 1月29日 | 東急不動産ホールディングス | A- | A |
| 1月30日 | 名古屋鉄道 | A | A+ |
| 2月8日 | 大和証券オフィス投資法人 | AA- | AA |
| 2月15日 | 積水ハウス・リート投資法人 | AA- | AA |
| 3月5日 | MCUBS Midcity 投資法人 | A+ | AA- |
| 3月15日 | 宇部興産 | A- | A |
| 3月22日 | 昭和電工 | A- | A |
| 3月25日 | アインホールディングス | A- | A |
| 3月28日 | JK ホールディングス | BBB- | BBB |
| 4月3日 | ニチアス | A- | A |
| 4月17日 | 平和不動産リート投資法人 | A | A+ |
| 4月19日 | 興銀リース | #A-/ポジティブ | A |
| 4月19日 | IBJL 東芝リース | #A-/ポジティブ | A |
| 4月23日 | 住友重機械工業 | A | A+ |
| 5月28日 | 東日本銀行 | AA- | AA |
| 6月21日 | ソニー | A | A+ |
| 6月27日 | ヤフー (現Zホールディングス) | #A/ポジティブ | AA- |
| 7月2日 | 東北電力 | AA- | AA |
| 7月11日 | 森ビル | A | A+ |
| 7月16日 | 前田建設工業 | A- | A |
| 7月18日 | ホソカワミクロン | BBB | BBB+ |
| 7月22日 | 五洋建設 | A- | A |
| 8月6日 | トクヤマ | BBB+ | A- |
| 8月9日 | 木曾路 | BBB- | BBB |
| 8月22日 | 出光興産 | A | A+ |
| 8月22日 | JXTG ホールディングス | A+ | AA- |
| 8月23日 | 日清オイリオグループ | A- | A |
| 8月29日 | ポケットカード | A- | A |
| 9月2日 | 双日 | BBB+ | A- |
| 9月11日 | シャープ | BB | BB+ |
| 10月3日 | 堀場製作所 | A | A+ |
| 10月4日 | 日鉄日新製鋼 | A+ | AA- |
| 10月4日 | 富士ソフト | BBB+ | A- |
| 10月15日 | 島津製作所 | A+ | AA- |
| 10月16日 | 西松建設 | A- | A |
| 10月17日 | ニチレイ | A | A+ |
| 10月29日 | 三菱UFJリース | AA- | AA |
| 11月1日 | 親和銀行 | A | A+ |
| 11月1日 | 十八銀行 | A | A+ |
| 11月1日 | 熊本銀行 | A | A+ |

| | | | |
|--------|-----------------------|-----|------|
| 11月13日 | デンカ | A | A+ |
| 11月18日 | 芙蓉総合リース | A | A+ |
| 11月18日 | シャープファイナンス | A | A+ |
| 11月25日 | 日鉄物産 | A | A+ |
| 12月4日 | ノジマ | BBB | BBB+ |
| 12月17日 | 星野リゾート・リート投資法人 | A- | A |
| 12月20日 | 日本生命保険 | AA | AA+ |
| 12月25日 | 三井住友ファイナンス&リース | AA- | AA |
| 12月26日 | インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人 | A+ | AA- |

【格下げ】

| 公表日 | 発行体名 | 変更前 | 変更後 |
|--------|-----------------------|-------------|-----------|
| 1月30日 | 曙ブレーキ工業 | BB+ | #CC/ネガティブ |
| 2月12日 | 曙ブレーキ工業 (2回目) | #CC/ネガティブ | LD |
| 2月13日 | 日本郵船 | A | A- |
| 2月13日 | 川崎汽船 | BBB | BBB- |
| 2月18日 | 名古屋銀行 | A+ | A |
| 4月19日 | エムジーリース | #A+/ネガティブ | A |
| 4月24日 | 三協立山 | BBB | BBB- |
| 5月9日 | 三井 E&S ホールディングス | BBB | BBB- |
| 5月20日 | 日本ロジスティクスファンド投資法人 | AA+ | AA |
| 8月29日 | ツカダ・グローバルホールディング | BBB+ | BBB |
| 9月20日 | 福井銀行 | A- | BBB+ |
| 10月4日 | 清水銀行 | A | A- |
| 10月9日 | 大光銀行 | A | A- |
| 11月12日 | 三菱製鋼 | BBB+ | BBB |
| 11月19日 | 三井 E&S ホールディングス (2回目) | #BBB-/ネガティブ | BB+ |
| 12月4日 | 日産自動車 | AA- | A+ |
| 12月4日 | 日産ファイナンシャルサービス | AA- | A+ |
| 12月27日 | 名村造船所 | BBB+ | BBB |

◆非居住者

【格上げ】

| 公表日 | 発行体名 | 変更前 | 変更後 |
|-------|--------------|------|-----|
| 1月18日 | スロベニア共和国 | A+ | AA- |
| 3月25日 | 中米経済統合銀行 | AA- | AA |
| 9月30日 | Adaro Energy | BBB- | BBB |
| 11月7日 | ロシア連邦 | BBB- | BBB |

【格下げ】

| 公表日 | 発行体名 | 変更前 | 変更後 |
|-------|---------|-----|-----|
| 4月12日 | イタリア共和国 | A+ | A |

本ウェブサイトの情報は、当社が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、当社は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、当社は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。当社は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。当社の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。