

## TOPICS

## 2017年の日本格付研究所の格付実績

## 1 居住者長期格付

株式会社日本格付研究所（JCR）は2017年の格付実績をまとめた。17年末の居住者長期格付先数は660先で、16年末から6先増加した。13年の627先をボトムに反転した後、4年連続の増加となった。グロスで見ると18先増12先減であった。投資法人が増勢を維持し17年も5先増となったほか、かつての格付先が復活したのも5先あった。一方、合併に伴う消滅が2先あった。

格付の変更先数は、格上げが34先（16年は31先）、格下げが7先（同20先）となり、5年連続で格上げが格下げを上回った（図表1）。前年の16年は15年対比で、格上げ先数が大きく減少した一方、格下げ先数は2倍となり、両者の差は15年の42先から11先へと大幅に縮小した。17年は格上げ先数こそ16年とあまり変わらないものの、格下げ先数が大幅に減少したほか、後述するように格付の見通しが「ポジティブ」に変更されたものが46先あるなど、再び格付の上方気運が強まっているといえよう。

17年における格上げは、総じて好調な企業業績が背景となっている。その中でも、投資法人6先を含む8先が格上げとなった不動産、陸運（3先）、およ

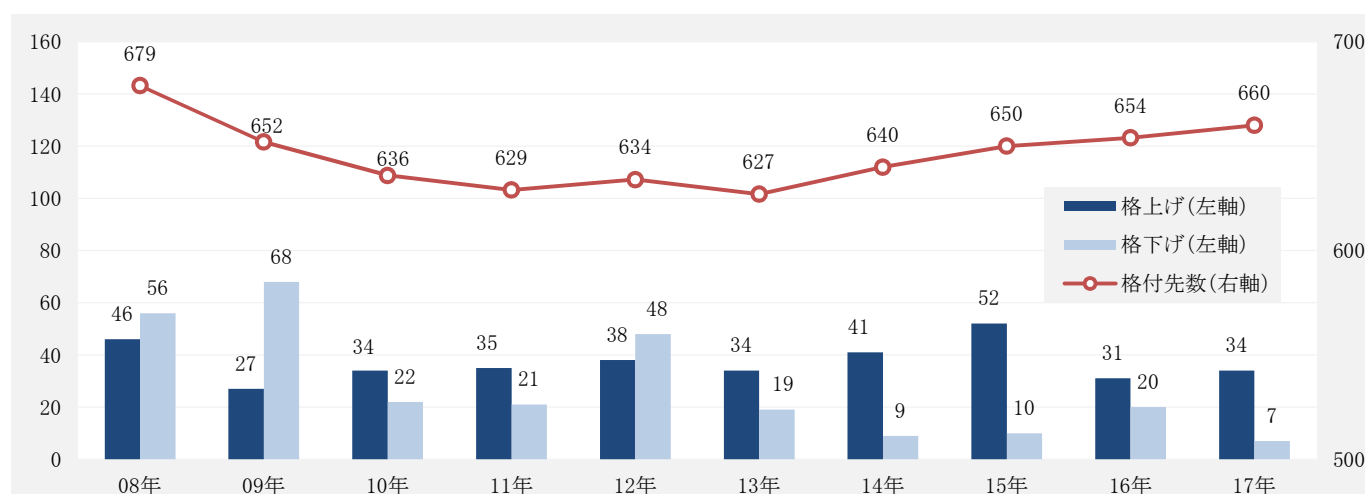
び空運（2先）が特筆される。これらでは業種間で格上げの背景が重なる部分も見られる。

不動産のうち投資法人の格上げ先数は、16年の5先を上回った。良好なマーケット環境下、分散されたポートフォリオが創出する安定的なキャッシュフロー、外部成長が続く中でも維持されている財務規律、財務健全性の継続によるリファイナンスリスクへの耐性向上といった点を評価した。陸運は16年と同じく3先を格上げした。評価点は、良好な雇用環境やインバウンドの増加などによる観光需要を背景として鉄道輸送人員が堅調であること、沿線開発の投資回収が進んでいることなどにより不動産事業が安定的に収益に貢献していること、引き続き積極的な戦略投資を実施する計画だがキャッシュフローの増大により財務の改善が進むであろうことなどである。

空運は大手2社両方を格上げした。インバウンド需要など国際線旅客事業の好調が収益水準を引き上げていること、それが財務健全性の維持・さらなる改善につながると見込まれることが背景にある。なお、金融機関の格上げはわずかに1先（生命保険）のみであった。

一方格下げは、7先中4先は昨年が続いてとなった。

図表1 格付先数と格付変更状況（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	2013年		2014年		2015年		2016年		2017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				2					1	
繊維		1			1				2	
パルプ紙			1				1			
化学		1	1		2		2	1	3	
医薬品										
石油石炭							1			
ゴム	1					1	2	1		
ガラス・土石	1	3	1	1	1	1	1	1		
鉄鋼		1								
非鉄	1		1		2			1	1	
金属製品			1	1	1			1	1	
機械	1	1			1		1		2	
電機	1		1		5	1	4		1	
輸送用機器	3		1	1	2	2	1	2		2
精密										
その他製品	1					1		1		
<b>製造業計</b>	<b>9</b>	<b>7</b>	<b>7</b>	<b>5</b>	<b>15</b>	<b>6</b>	<b>13</b>	<b>8</b>	<b>11</b>	<b>2</b>
建設			5		1				1	
電気・ガス		4						1		
陸運	4		1		3		3		3	
海運		1			1			3		
空運									2	
運輸倉庫					1			1	1	
情報通信		2	1				1		3	
卸売			3		1				1	1
小売	2	3	3	2	2	1	1	3		
銀行	5	1	6	1	9	1	2			2
証券・商先			6		2					
保険	3	1			3		3		1	
その他金融	6		2		3	1	1	2		2
不動産	3		6		7	1	6	1	8	
サービス	2			1	4		1	1	2	
<b>非製造計</b>	<b>25</b>	<b>12</b>	<b>33</b>	<b>4</b>	<b>37</b>	<b>4</b>	<b>18</b>	<b>12</b>	<b>22</b>	<b>5</b>
<b>財投機関</b>			1						1	
<b>合計</b>	<b>34</b>	<b>19</b>	<b>41</b>	<b>9</b>	<b>52</b>	<b>10</b>	<b>31</b>	<b>20</b>	<b>34</b>	<b>7</b>

(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

個別性の強いその4先とは異なり、業界要因が認められるのは地方銀行である。総じて地方銀行は長引く超低金利環境下で収益力への下方圧力を受けているが、その格付への影響が徐々に顕在化し始めたといえよう。

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46先、

「ネガティブ」への変更が8先と、前者が後者を大きく上回った。格付変更数以上に、16年に比べて全体的な上方気運が強まっていることを示している(図表3)。

「ポジティブ」への変更は幅広い業種にわたっているが、特に建設(5先)と、生命保険(4先。格付の運動性のあるものを除けば3先)が目立つ。前者

図表 3 格付の見直し「安定的」からの変更状況

	2016年		2017年	
	安定的 →ポジティブ	安定的 →ネガティブ	安定的 →ポジティブ	安定的 →ネガティブ
製造業	10	4	21	2
非製造業	22	8	25	6
うち金融	3	4	9	4
合計	32	12	46	8

は高収益により財務改善が進んでいる点、後者は厳しい環境の中でも収益源の多様化などにより財務の健全性を維持している点に着目している。また地方銀行が4先含まれているが、これは同一グループに属し格付の連動性が強く、かつ統合効果の発現などが評価されている点でやや例外的である。このほかにも金融では同一グループに属しているものが3先ある。その他、特筆すべきは電力である。1先を「ポジティブ」としたが、「ネガティブ」から「安定的」に変更したのも3先あった。原子力発電所の再稼働などにより、収支・キャッシュフローに余裕が生まれ財務改善が進む可能性が高まった点を反映させた。

「ネガティブ」への変更には、やはり収益面への懸念から地方銀行が3先含まれている。それ以外の5先は全て業種が異なるが、財務改善の遅れや収益力への懸念が、見直し変更の理由となっている。

## 2 非居住者長期格付（除 日系）

17年末の長期格付先数は前年末より3先増の68先となった。格付の変更状況では、格上げ、格下げともに2先となっている。また、格付見直しの変更は上方向が5先で、下方向はなかった（図表4）。

### (1) ソブリン

ソブリンの格付変更は1先のみで、ハンガリーを格上げした。16年に、構造改革の成果が出ているとして格付の見直しを「ポジティブ」としていたが、その基調に変化がないことによる。

格付の見直しについては、政策などにより投資環境改善と民間借入抑制が進むインドネシア共和国、銀行部門の不良債権処理と財政赤字削減が進むスロ

ベニア共和国をそれぞれ「ポジティブ」とした。加えて資源価格上昇と景気回復の見られるロシア連邦について「ネガティブ」から「安定的」に変更した。

### (2) その他

ハンガリーとともにハンガリー国立銀行を格上げした。一方、THAAD問題に端を発した中国人観光客大幅減少の影響を受けているロッテ・ショッピング、ホテル・ロッテの2先を格下げした。

格付の見直しについては、戦略の奏功などで売上高・EBITDAの回復と財務構成改善が見られるオレンジ、自助努力などを大幅増益・財務基盤強化につなげ、課題としていた事業分散化にも方向性が見えつつあるAdaro Energyについて「ポジティブ」とした。

図表 4 非居住者長期格付動向

	2016年	2017年
格付先数(年末)	65	68
格上げ先数	2	2
格下げ先数	3	2
新規格付先	1	4
格付撤回	4	1
見直し変更	7	5
安定的 → ポジティブ	3	4
安定的 → ネガティブ	4	0
ネガティブ → 安定的	0	1
ポジティブ → 安定的	0	0

図表5 2017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	スクウェア・エニックス・ホールディングス	A-	A
1月27日	ミツミ電機	#A-	A
1月30日	ケネディクス・オフィス投資法人	A+	AA-
2月24日	DOWA ホールディングス	A	A+
2月24日	テンプホールディングス (現パーソルホールディングス)	A-	A
2月28日	日本賃貸住宅投資法人	A	A+
3月13日	渋沢倉庫	BBB+	A-
3月27日	セーレン	A-	A
3月31日	ANA ホールディングス	A-	A
4月19日	日本リート投資法人	A-	A
4月24日	東武鉄道	A-	A
5月2日	クラレ	AA-	AA
5月12日	日本土地建物	BBB+	A-
5月22日	森ヒルズリート投資法人	AA-	AA
5月25日	新日本建設	BBB	BBB+
5月29日	大陽日酸	A	A+
6月1日	キッツ	A-	A
6月5日	アリアケジャパン	A-	A
7月7日	日本航空	A-	A
7月24日	シークス	BBB+	A-
7月25日	日立造船	BBB	BBB+
8月1日	阪急阪神ホールディングス	A+	AA-
9月1日	カナモト	BBB	BBB+
10月4日	大和ハウスリート投資法人	AA-	AA
10月23日	SUMCO	BBB+	A-
11月10日	TIS	A-	A
11月10日	インテック	A-	A
12月5日	京成電鉄	A	A+
12月13日	ケネディクス商業リート投資法人	A	A+
12月19日	栄研化学	BBB	BBB+
12月20日	明治安田生命保険	A+	AA-
12月21日	安田不動産	A-	A
12月27日	日本学生支援機構	AA+	AAA
12月28日	東洋紡	A-	A

【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
4月12日	興銀リース	#A-	#BBB+
4月12日	IBJL 東芝リース	#A-	#BBB+
6月19日	タカタ	B	#C
6月26日	タカタ (2回目)	#C	D
7月6日	筑邦銀行	A-	BBB+
8月9日	UKC ホールディングス	#A-	#BBB+
9月1日	福邦銀行	BBB	BBB-
12月13日	曙ブレーキ工業	BBB-	BB+

◆非居住者

【格上げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
2月21日	ハンガリー	BBB	BBB+
2月21日	ハンガリー国立銀行	BBB	BBB+

【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
9月29日	ロッテ・ショッピング	A+	A
12月6日	ホテル・ロッテ	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んを問わず、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行っております。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。