

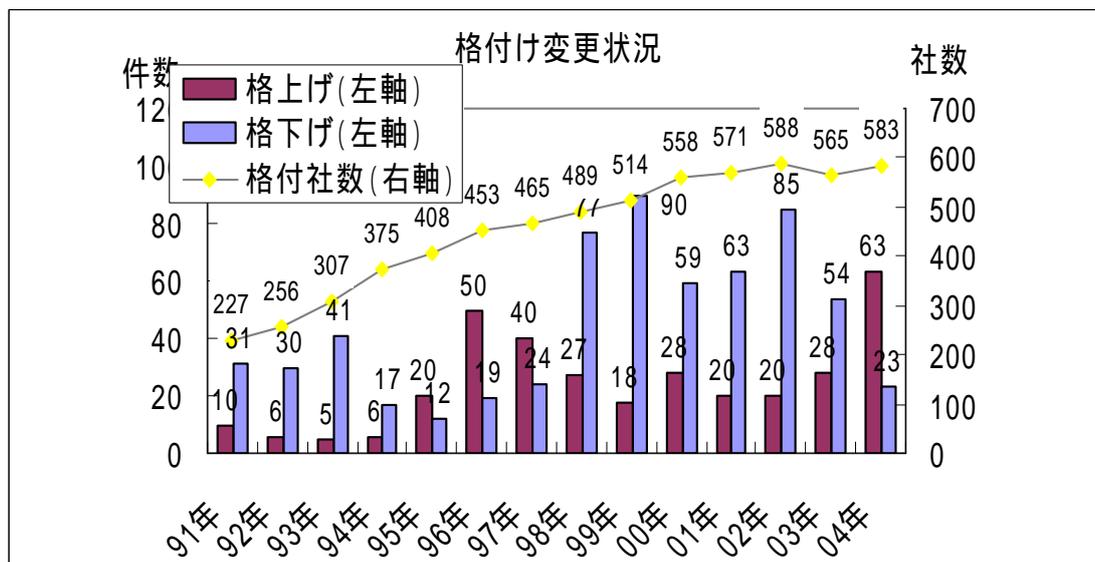
2004年の日本格付研究所の格付け実績

(株)日本格付研究所(JCR)は2004年の格付け実績をまとめた。居住者(事業法人、金融法人)、非居住者、ストラクチャード・ファイナンスについて以下で概括する。

1. 居住者長期格付け

04年の長期格付け先数は583社で前年比18社の増加となった。撤回や償還により、31社が消滅したが、新規格付け先が49社と前年を11社上回ったためである。新規格付け先では、格付けニーズの多様化を映して格付け対象の拡大がみられる。逆風下で民間経営感覚の導入が求められている非営利法人(学校法人、医療法人)、ペイオフ全面解禁を控えた信用金庫等の地域金融機関、さらには市場型間接金融のシンジケートローン等である。シンジケートローンでは9月に初の格付けを行った。

格付けの変更状況を見ると、格上げが63社、格下げが23社で格上げが格下げを大幅に上回った。格上げが格下げを上回ったのは97年以來のことで、長期にわたる事業、財務両面での構造改革の進展と外部環境の好転で大きく改善した企業の信用力を反映したものの。



業種別には化学、鉄鋼、海運、銀行で格上げが目立ち、格上げ数は各々6社、7社、3社、7社となった。特に大手高炉、大手海運については全社揃っての格上げとなったが、これらに共通するのは上記の要因に加えて、業界再編の進展と中国需要があげられる。

格上げ、格下げがほぼ相半ばしたのが電機で格上げ4社、格下げ2社となった。一方、唯一格下げ(5社)が格上げ(3社)を上回ったのは小売で、引続き事業環境の厳しさを示した形となった。



News Release

格付け変更の結果、レンジ別格付け分布では高位レンジへの若干のシフトが見られた。各レンジの構成比は AA レンジ 14.4% (0.6 ポイント増)、A レンジ 42.5% (1.4 ポイント増)、BBB レンジ 34.3% (0.6 ポイント減)、BB レンジ 3.6% (1.3 ポイント減)、B レンジ以下 0.5%となった。

なお、04 年の上場企業の倒産は 11 社 (03 年 19 社) であったが、JCR の格付け対象先のデフォルトは発生しなかった。

格付け変更のポイント

(1) 化学業界：04 年に格上げした企業に共通するのは、収益力・財務体力の向上が継続的な点である。これらはさらに 財務が健全であり、スペシャリティ分野で有する強みが発揮され収益水準が着実に切り上がっていると考えられる企業と、企業努力に加え経営環境にも助けられ、かつての業績不振を脱し拡大する収益が財務内容の改善を促進している企業に大別される。一方、大手総合化学については、04 年の見直しではいずれも格付けを据え置いた。構造改革への取り組みは評価できるものの、収益の拡大は環境要因によることも大きいことから、原材料価格高騰の影響も含め今後の収益変動リスクを慎重に見たためである。

(2) 鉄鋼業界：総じて、収益力が過去最高レベルに達し、当面堅調な推移が見込まれる上、財務の改善も加速化していることから、7 社を格上げした。収益力向上の背景には、高級鋼材の需給逼迫がある。自動車、電機など製造業向けの高級鋼材需要は、中国での急成長に加え、日本国内でも増加傾向にある。一方、世界最高水準の技術力を有し、高級鋼材の主要なサプライヤーである日本の大手鉄鋼メーカーは、業界再編などで供給構造改革を進めており、供給が需要に追いついていない。需給逼迫に伴う製品価格の上昇と、これまでの合理化効果が各社の業績に結びついている。今後原料価格の上昇が懸念材料であるが、製品価格への転嫁などで吸収可能と見ている。

(3) 海運業界：04 年は 03 年に引き続きあらゆる船種で荷動き、市況とも好調な状況が続いている。邦船各社は過去のコスト削減や業界構造安定化の努力などにより、こうした状況を着実に収益に結び付けられる構造を構築しているが、最近の各社のきわめて良好な決算はその証左といえる。現在、各社で計画されている大規模な船隊整備も自己資金で賄いつつ、更に財務構成の改善を進めることが可能な状況となっている。現状、業界全体としてのダウンサイドリスクの懸念は低下しており、当面、良好なキャッシュフローを獲得することが可能と見られる。

(4) 電機業界：格上げとなった企業は、総じて 01 年度の IT バブル崩壊を経験し、事業ポートフォリオ見直し、海外生産拠点の拡充、固定費削減といった事業構造改革を進めた効果が大きく現れている。また、デジタルカメラ、液晶 TV などの FPD、DVD レコーダーといったデジタル家電に加え、車載など成長性の高い新たな分野を開拓している。一方、格下げとなった企業においては、市場規模の縮小、需要構造の変化に対して、収益基盤を底上げするような事業分野が見出せないケースが多かった。

(5) 小売業界：景況感が総じて好転しているにもかかわらず、引き続き厳しい状況にある。全体のパイが広がらない中で競争が激化しているうえに、04 年は異常気象や消費税総額表示の悪影響が重くのしかかり、全般的に売上、利益両面に強い下方圧力がかかった。これらは格下げが目立つ背景となっているが、さらに



News Release

重要なのは企業戦略の巧拙とその結果としての収益動向である。事業構造改革への取り組みについては企業ごとに濃淡が見られ、このことが新販路の拡大の可否やコスト削減の幅などの差につながっている。厳しい環境下で業績を悪化させている企業が多い中、事業構造改革の成果が顕現し業績の改善・伸長が認められる数社について格上げを行った。

(6) 金融では、格上げ12先(03年4先)、格下げ5先(同15先)と、格上げが格下げを上回り、昨年までの格下げが上回る傾向とは様変わりとなった。

格上げ12先のうち6先は大手銀行で、金融再生プログラムの進捗に伴い、不良債権処理、株式残高圧縮の動きが明らかとなり、金融システムが安定化に向かったことが格上げにつながった。大手銀行以外でも、収益力の向上、不良債権処理の進捗、財務基盤の改善などを背景とした格上げが目立った。

一方、格下げ5社のうち3社が個人リテール向けノンバンクで、この分野での資産劣化や前向きな資金需要の低迷を背景とした収益低下が反映された。

なお、地域金融機関では、格上げ2先、格下げ2先と、格付先地域金融機関全体からみれば少数ながら、上げ下げまちまちの動きとなった。地域金融機関でも不良債権処理が進められているとはいえ、処理が順調に進展している先と不良債権問題から脱しきれていない先とが明確に分かれつつあるようだ。

また、金融分野では、新規格付け取得が増加していることが特筆される。とりわけ地域金融機関の格付け取得が目立っている。04年のJCR全体の新規格付け先49先のうち28先が金融分野で、そのうち16先が地域金融機関(信用金庫10庫、地銀・第二地銀6行)であった。05年4月のペイオフ全面解禁を控えて、地方公共団体等の預金者が地域金融機関の信用力に敏感になっていることなどを背景に、金融機関が自らの信用力を積極的にアピールしようとする意欲が高まっているようだ。

一方、業界再編の動きの中で合併が進んだ業態では、格付け先数の減少の動きもみられた。

2. 非居住者長期格付け(非日系)

格付け実績

	2003年	2004年
格付け件数	62	58
格上げ件数	9	6
格下げ件数	1	0
格付け撤回	1	2
見直し変更(注)	4	3
s p	3	2
n s	1	1
p s	0	1

注1) s: 安定的、p: ポジティブ、n: ネガティブ

04年には、アジア地域は米中経済をけん引役とする世界経済の成長を背景に全般に輸出が大きく拡大。輸出産業や内需への波及効果の違いによりある程度のばらつきは見られるものの、順調な外需の伸びを主なけん引役として03年を大きく上回る経済成長を実現する国が多く見られた。

他方、中東欧地域については、既にEU加盟実現を果たした国ではユーロ導入に向け、経済収斂基準の実現に向けた努力が引き続き行われている。また、今後、EU加盟を目指す国でも、加盟実現に向けた改革が引き続き着実な進展を見せている。

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。



News Release

以上を背景に04年のJCRの非居住者長期格付けにおいては、新規・レビュー併せて実施した58件の格付けのうち、6件の格上げを行ない、格下げはなかった。

1) 格付けの変更(格上げ)

アジア地域

発行体	格上げ	
インドネシア	B	B+
タイ	BBB+	A-
タイ石油開発公社	BBB+	A-

最初にアジア地域について見ると、インドネシアについては堅調に持続する経済回復や低下するインフレ等に見られる経済安定の下で、財政面と対外面の脆弱性が、緩やかではあるが改善傾向を維持していることを評価し、格上げを実施した(外貨建て長期優先債務格付け:「B」「B+」、見通し:安定的)。ついで通貨金融危機後初めての「A」レンジ(外貨建て債券)への格上げが実施されたタイについては、通貨危機以降の対外収支の劇的改善に加え、銀行部門の再建が緩やかではあるが着実に進行しており、さらに政府財政についても安定度を増し、公的債務の水準も緩やかに低下している。同国の格上げはこうした要因を主に反映したものである(外貨建て長期債務格付け:「BBB+」「A-」、見通し:安定的)。

中東欧地域

発行体	格上げ	
スロバキア	BBB+	A-
ルーマニア	BB	BB+

次に中東欧地域について見ると、既にEU加盟を実現しているスロバキアは、08年~09年のユーロ導入を目指し、その前提条件となる収斂基準達成に向けた経済および財政改革を推進している。また、外国からの直接投資の大幅な拡大を背景に、自動車産業を中心に輸出の増加も期待でき、国内経済への好影響が見込まれる。以上のような要因を評価し、同国の格上げを行った(外貨建て長期優先債務格付け:「BBB+」「A-」、見通し:安定的)。他方、EU加盟の実現を目指すルーマニアについては、マクロ経済が全般に改善傾向にあり、懸案のエネルギー関係企業の大規模民営化も進展している。また、財政規律の維持、適切な債務管理に加え、04年10月には欧州委員会よりFunctioning Market Economyとして認知され、07年のEU加盟の可能性が大きく高まっている。こうした要因を評価し、同国の格上げを実施した(外貨建て長期優先債務格付け:「BB」「BB+」、見通し:ポジティブ)。

最後にルノーについては、財務内容の堅調な改善傾向と日産自動車との提携深化により実現しつつあるコスト構造改善と競争力の強化等を主に評価し、格上げを実施した(外貨建て長期債務格付け:「A-」「A」)。

2) 格付け見通しの変更

発行体	格付け見通し変更	
トルコ	B+: 安定的	ポジティブ
ブルガリア	BBB-: 安定的	ポジティブ
インド	BBB: ネガティブ	安定的

格付けは、信用すべき情報に基づいたJCRの意見の表明であり、その正確性、完全性、特定の目的への適合性等は一切保証されておりません。また、格付けは、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売買・保有を推奨するものではありません。格付けは原則として発行者から対価を受領して行っております。

※無断コピー・転送は固くお断りします。

株式会社 **日本格付研究所**

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8
時事通信ビル

<情報提供電子メディア(検索コード)>
BLOOMBERG(和文:JCRA/英文:JCR) REUTERS(EJCRA)
QUICK(和文:QR/英文:QQ) TELERATE JIJI PRESS
<お問い合わせ先>
TEL:03-3544-7013 FAX:03-3544-7026 担当:情報部
http://www.jcr.co.jp



News Release

格付け見通しの変更は、トルコ（安定的 ポジティブ）、ブルガリア（安定的 ポジティブ）、インド（ネガティブ 安定的）について実施した。

トルコは、安定的政治基盤を有する現政権による IMF との経済改革プログラムの推進、市場からの信頼向上を背景に実質金利が低下し、財政ポジション改善の見通しが高まったことなどを反映したものである。ブルガリアについては、EU 加盟の前提条件となるアキ・コミュニテール（EU 基本条約に基づく権利と義務の総体）交渉を終え、政府が目標とする 07 年の EU 加盟実現の可能性が高まったことを主に反映している。最後にインドについては、マクロ経済の安定的成長の持続に加え、4 月の総選挙で誕生した国民会議派主導の連立政権の下で、改革路線が維持される可能性が高まったことを主に反映したものである。

3. ストラクチャード・ファイナンス

04 年の JCR におけるストラクチャード・ファイナンス案件の新規格付け実績のうち格付け公表案件は 20 件であった。市場で確認可能な発行金額で見ると、本年の証券化市場は年初の予想から比べると、銀行の住宅ローンの証券化が大幅な伸びを見せた結果ボリュームこそ拡大したものの、低金利の継続や銀行セクターの積極的な融資姿勢などから、全般的にはやや伸び悩みとの印象も否めなかった。一方、市場参加者や証券化対象資産といった観点からは、昨年を引き続き裾野（証券化対象資産・投資家層）の広がりが見受けられた一年であったとも言えよう。

新しい対象資産を取り上げた案件としては、「有限会社ヘルスケア・ファンディング・コーポレーション」（格付け J-1+）があった。本案件は、診療報酬債権の証券化としては初めての格付け公表案件である。診療報酬債権自体は、金融機関の ABCP プログラムでの買い上げ対象に用いられている等、すでに広義には流動化対象としては珍しくないが、格付けを付与可能な形にまで商品性を高めて広く投資家の資金を募ることが可能となった。

金銭債権を対象資産とした公表案件では、JCB が銀行系クレジット会社として初めて証券化を行った「ジェシービー・ファンディング・R-1 特定目的会社」（AAA）や第一生命が行った 2 回目の基金流動化案件「第一生命第 2 回基金流動化特定目的会社」（A）などがあった。リース料債権を対象としたものでは、センチュリーリーシングや大分リースがオリジネーターとなったものが公表されたが、公表されないものも少なく、大半が信託受益権によるシンプルな形態であった。また、事業会社の売掛債権流動化案件に関しては信託銀行がアレンジするものに加え、新たに地銀がアレンジしたのも持ち込まれた。

不動産を対象とした公表案件では、不動産の分野にも投資ファンドを中心とした資金の流入が続いたことから、格付けが付与された証券化案件の減少傾向が続いた中で、泉ガーデンタワーを対象とした「エスエフ六本木開発特定目的会社」（AAA～BBB）は、際立った大型証券化案件であった。

また、JCR が 3 年前に初の格付けを行った「分譲マンション開発型証券化スキーム」に関しては、都内のタワー型分譲マンションを対象とした「品川シーサイド・アインズ特定目的会社〈藤和不動産〉」（A、BBB）および「グランタワー特定目的会社〈日本総合地所〉」（AA、A、BBB）の 2 件の公表案件があった。

格付け変更としては、上位クラスから順次償還が進む案件において、下位クラスに対する格上げ変更が 3 件あった。



News Release

(要約版)

株 日本格付研究所 (JCR) は 2004 年の格付け実績をまとめた。

1. 居住者長期格付け

04 年の長期格付け先数は 583 社で前年比 18 社の増加となった。撤回や償還により、31 社が消滅したが、新規格付け先が 49 社と前年を 11 社上回ったためである。新規格付け先では、格付けニーズの多様化を映して格付け対象の拡大がみられる。非営利法人 (学校法人、医療法人)、ペイオフ全面解禁を控えた信用金庫等の地域金融機関、さらには市場型間接金融のシンジケートローン等である。シンジケートローンでは 9 月に初の格付けを行った。

格付けの変更状況を見ると、格上げは 63 社、格下げは 23 社で格上げが格下げを大幅に上回った。格上げが格下げを上回ったのは 97 年以来のことで、長期にわたる事業、財務両面での構造改革の進展と外部環境の好転で大きく改善した企業の信用力を反映したものの。

業種別には化学、鉄鋼、海運、銀行で格上げが目立ち、格上げ数は各々 6 社、7 社、3 社、7 社となった。特に大手高炉、大手海運については全社揃っての格上げとなったが、これらに共通するのは上記の要因に加えて、業界再編の進展と中国需要があげられる。

格上げ、格下げがほぼ相半ばしたのが電機で格上げ 4 社、格下げ 2 社となった。一方、唯一格下げ (5 社) が格上げ (3 社) を上回ったのは小売で、引続き事業環境の厳しさを示した形となった。

2. 非居住者長期格付け (非日系)

04 年には、アジア地域は米中経済をけん引役とする世界経済の成長を背景に全般に輸出が大きく拡大、03 年を大きく上回る経済成長を実現する国が多く見られた。

他方、中東欧地域については、既に EU 加盟実現を果たした国ではユーロ導入に向け、経済収斂基準の実現に向けた努力が引き続き行われている。また、今後、EU 加盟を目指す国でも、加盟実現に向けた改革が引き続き着実な進展を見せている。

以上を背景に 04 年の JCR の非居住者長期格付けにおいては、新規・レビュー併せて実施した 58 件の格付けのうち、6 件の格上げを行ない、格下げはなかった。

3. ストラクチャード・ファイナンス

04 年の JCR におけるストラクチャード・ファイナンス案件の新規格付け実績のうち格付け公表案件は 20 件であった。銀行の住宅ローンの証券化が大幅な伸びを見せたものの、全般的にはやや伸び悩みとの印象も否めなかった。一方、市場参加者や証券化対象資産といった観点からは、昨年に引き続き裾野 (証券化対象資産・投資家層) の広がりが見受けられた。

格付け変更としては、上位クラスから順次償還が進む案件において、下位クラスに対する格上げ変更が 3 件あった。