



格付と発行体情報の総合サービス

RatingEye

信用リスク分析のエキスパート、JCR（日本格付研究所）が
Web（ホームページ）で提供する会員制の格付情報サービスです。

1

JCR の格付情報が“総合的”にご利用いただけます。主なコンテンツは、発行体の詳細信用分析レポート「**発行体レポート**」、各種の業界レポートや格付明細など格付に関する様々な情報をとりまとめた「**格付関連レポート**」です。

2

業界の特徴や格付の考え方を解説する「**格付展望**」、企業や業界の決算動向と格付の視点を収録した「**決算レポート**」も、JCR のカバーする広範な業界を網羅すべく対象を拡げています。

3

日々公表される「ニュースリリース」に関し、RatingEye 会員は膨大なバックナンバーを**期間の制限なく**ご覧いただけます。

4

ストレスのない軽快な操作感が特徴の一つです。PC、携帯端末など幅広い OS やブラウザに対応し、直観的に操作できるシンプル構造により、どなたでも快適に操作いただけます。半面、検索機能は充実しています。キーワード、発行体名、証券コードはもとより、カテゴリや業種などから目的とする発行体やレポート類を速やかに検索・表示し、容易に閲覧・印刷・保存などが行えます。

主なコンテンツ

発行体レポート

個別発行体の詳細信用分析レポートです。通常のニュースリリースによる情報に加えて、発行体の事業環境や事業リスク、損益・財務状況の解説とともに、現在の格付の視点や今後のポイント、総合判断と将来見通しなどについて詳しくコメントしています。文章情報のほかに、初回格付時以降の格付の推移や、主な財務指標、個別債券などのデータも掲載しています。

発行体レポート

2017年7月7日

9201
日本航空

長期格付	A
見通し*	安定的
短期格付	—

(長期格付は、原則として長期発行格付を表示)

チーフアナリスト 水川 雅典
シニアアナリスト 小野 正志

1. 企業概要

国内大手航空2社の一角。グループの年間旅客輸送数は国内線、国際線合わせて4,096万人（17/3期実績）に及ぶ。国内線は当社および全日本空輸の大手2社の寡占となっており、安定した事業基盤を有する。また、世界的な航空連合「ワンワールド」への加盟やアメリカン航空、ブリティッシュエアウェイズなど有力エアラインとの提携によって国際線

2. 事業環境・事業リスク

航空は交通インフラとしての重要性が高く、制度融資など政府による一定のサポートが見られる。また、国内線においては日本航空、全日本空輸の大手2社が8割の市場シェアを占める寡占状態であり、国際線についても大手2社が相応に路線の権益を確保している。国内線の需要動向をみると、定期便の旅客数は

業界動向

通常のニュースリリースや個別発行体レポートでは不足しがちな、業界全体の情報を包括的にまとめたレポートです。業界構造、特徴や外部環境の変化、業界個別企業の地位やその変化、格付への反映の仕方・格付方法などをわかりやすく解説しています。定期的にアップデートを行うことで、常に新鮮な情報提供に心掛けています。一方、バックナンバーを参照することで、時々の環境変化も分析できます。

業界動向

2017年6月30日

石油元売

二大グループへの再編が進む中、石油事業を中心とする収益回復の進捗に注目

チーフアナリスト千種 裕之・チーフアナリスト古川 聖治

資源価格の大幅暴落を受けた成長戦略の見直し、電力および都市ガスの小売全面自由化を契機とするエネルギー問題の深刻化など、当業界を取り巻く事業環境は厳しさを増している。こうした中、業界最大のJXグループと東燃ゼネラルグループが経営統合してJXTGグループが誕生、出光興産が昭和シェル石油を特許法適用会社化するなど、二大グループへの業界再編が進んでいる。当面は経営統合シナジーを含めた石油事業の収益回復が大きな課題となっている。以下では、最近の状況変化を概観した上で、今後注目すべき格付の視点について整理する。

業界動向

(1) 原油価格の動向

ドバイ原油価格は16年1月をボトムとして緩やかに回復に転じ、16年9月のOPEC減産合意後は50

必要だが、産油国の財政状態悪化もあり、14年後半以降の原油価格急落時ほど需給ギャップが拡大することは考えにくい。また、現時点では顕在化していないが、中東地域における地政学リスクもくすぶ

格付展望

広範な業種・業態をカバーし、対象は既に100を超えています。普段余り目にする事のないニッチな業界もフォローし、その業界特性、動向、格付の視点や方向性を一覧性のある1枚のレポートに集約しています。最新版をお手元に保存していただければ、JCRの誇る広範な格付先業界の現状や見通しを速やかに“展望”できます。

格付展望

2017年7月31日

パインケミカル

業界の特徴

ロジン（主原料とするパインケミカル業界は、原料ソースがニッチであること、生産能力が限定的なことなどから、新規参入による影響は考えにくい。このため、国内では上座メーカーへの寡占度が高く、市場シェアも安定している。ロジンの用途は幅広い領域に及び、製紙用薬品（サイズ剤、紙力増強剤）、印刷インキや粘着剤の原料用樹脂、合成ゴム用の乳化剤が主なものとなっている。

業界動向

国内では主要ユーザーの生産は伸び悩んでおり、事業拡大の余地は乏しくなっている。ただ、ユーザーとの強固な関係や代替製品のリスクが小さいことを背景に、安定した取引状況を維持出来ると考えられる。

主原料であるロジン価格は、09年以前の価格帯

格付の視点

顧客基盤の強さが収益の安定性に繋がっており、その背景となる技術力や、主要ユーザーとの取引状況に注目している。国内ではカスタム製品の割合が高く、主用途の主力メーカーにおいてメーキングプライヤーとして位置づけられていることが多く、このため、ユーザーとの関係の変化や代替技術の動向などには、留意する必要がある。収益面では、海外展開や製品戦略がポイントとなる。海外展開では、アジアでの需要拡大を取り込むための各種施策の進捗に注目していく。一方、欧米では日本同様需要拡大は見込みにくく、比較的競合も激しい。このため日本以上にコストコントロールの重要性は高いといえる。製品戦略では、既存製品の需要減少を補うべく、技術力を生かした差別化製品の開発・拡販が進んでいる。こうした戦略製品は、需要取り込みに向け

決算レポート

主に年次決算発表のタイミングで主要業界とその所属企業の決算に関し、決算内容と注目点、今後の見通しなどをクレジットアナリストの視点で分析、レポートしています。対象業種は徐々に広がっています。

国際レポート

JCR の国際部門アナリストが主にエマージングマーケットをアップデートし、最新情報をお届けしています。主要な経済指標はもとより、一般紙などでは余り採り上げない政治や裏情報なども積極的にレポートしています。格付の視点や政治経済動向をポジティブ、ネガティブ要因に明確化しており、その変遷や今後の見通しも容易にご覧いただけます。

【解説】ストラクチャード・ファイナンス

益々裾野が広がるストラクチャード・ファイナンス（SF）商品。市場は年々拡大し、その仕組みもより複雑化しています。当レポートでは一般に敬遠されがちな SF 商品の仕組みや格付方法、市場動向などを SF 商品のスペシャリストがわかりやすく解説しています。市場の拡がり、新商品の登場とともにそのカバー範囲も拡大しています。

その他

グローバル化の一環として JCR では、G7 から新興国に至るソブリンはもとより、注目業界・企業へと海外発行体に関するレポートの対象範囲を拡げていきます。また、専門分野の素朴な疑問にお答えする「Q&A」や JCR の格付先および対象債券を一覧できる「格付一覧」など、上記以外にも JCR オリジナルの付加価値の高い情報を会員に提供しています。信用クレジット分析のプロには必須アイテムといえます。

ニュースリリース

1998 年 1 月以降に JCR が公表した全てのニュースリリース（オリジナル版）を掲載しています。会員は期間の制限なく全件閲覧できます。ストレスのない検索・表示機能により、初版から最新のものまで迅速に情報を収集できます。

JCR

国際レポート

2017 年 6 月 12 日

湾岸諸国のカタール断交とその経済的インパクト

チーフアナリスト 澤田 篤・アナリスト 山本 さくら

17 年 6 月 5 日、サウジアラビアをはじめとする湾岸 4 か国は、テロ組織を支援しているとして、カタールに対して国交断絶を表明した。本稿では、今回の動きの背景を整理し、国交断絶がもたらす政治・経済面へのインパクトについて考察する。カタールは世界の液化天然ガス（LNG）輸出の 3 割を担っているが、現在のところ天然ガス価格は大きく上昇しておらず、原油価格も下落傾向を続けている。中東地域の地政学リスクを浮き彫りにした今回の動きが、エネルギー価格にどのような影響を与えるかを検討する。

1 湾岸諸国のカタール断交

17 年 6 月 5 日、サウジアラビア、アラブ首長国連邦（UAE）、バーレーン、エジプトの 4 か国は、カタールがテロ組織を支援しているとして、同国との国交断絶を表明した。これに、イエメン、リビア、モルディブ、モーリタニア、コモロが続き、断交を決めたのは 9 か国となった（6 月 9 日現在）。すでに、航空機の飛行や船舶の航行停止、外交官の退去、各

2 湾岸諸国内の動向

カタールと周辺アラブ諸国との不和は、新しい基盤ではない。2011 年にチュニジアに端を発したアラブの春の波が中東諸国に及び、エジプト、リビアで独裁政権が打倒された際、サウジアラビアは、カタールが反政府勢力を支援したとして非難を表明した。14 年 3 月には、サウジアラビア、UAE、バーレーンの 3 か国は、カタールが、王政を否定するムスリム

JCR

ストラクチャード・ファイナンス

2017 年 3 月 31 日

2016 年のストラクチャード・ファイナンス市場の動向

シニアアナリスト 齋木 利保

1 概要

(1) 日本における証券化商品の残高

16 年の日本の証券化商品残高（日本銀行資金循環統計）は、前年比で減少している（前年比 97.6%）が、JCR が 16 年に新規に格付した SF 案件数は、前年比で若干増加しており、商品別では、オートローン債権、および ABCP の格付件数が増加している。証券化商品残高の時系列推移を見ると、15 年 12 月末で 33.3 兆円だった同残高は、最新の公表データとなる 16 年 12 月末では 32.5 兆円にわずかながら減少した。商品区分別の残高増減をみると、資産担保証券のうちの、機構 MBS は増加したもののそれ以外の債券については減少している。一方、信託受益権については、資産担保信託受益権は減少し、

また、日本証券業協会および全国銀行協会が実施している「証券化商品市場の残高調査のとりまとめ」は、報告者の任意のもので、ABL は別トランシェ債券や信託受益権が発行されたもののみであるが、より細かい商品別になっており、16 年 9 月末時点の残高は全体では 17.6 兆円（前年同月比 103.0%（うち機構 MBS を除いて前年同月比 106.1%））となっている。商品別では、15 年 9 月末から増加している商品は RMB（同 106.5%）、CDO（同 117.0%）、ショッピング・クレジット債権（同 122.9%）であり、一方減少している商品は CMBS（同 94.4%）、リース（同 96.8%）、消費者ローン（同 64.9%）、変換金・商業手形（同 48.4%）となっており、特に CMBS は残高が 15 億円と大きく減少している。

JCR

Q & A 私募 REIT について

2017 年 8 月 3 日

Q 最近、地域金融機関を含む機関投資家の間で私募 REIT 投資が目立っていると聞きましたが、こういった商品なんでしょうか。

A 08 年 9 月のリーマンショックや、翌月のエニシティ・レジデンス投資法人の破綻によって、上場している J-REIT（以下、J-REIT）の投資口価格は大きく下落したことが記憶に新しい。こうした経験から、長期スタンスで安定した不動産からの収益を得ることを望む投資家から、よりフィットする商品としてのニーズに応える形で 10 年 11 月から私募 REIT の運用を開始されました。JCR では、12 年 9 月 13 日に初めて「三井不動産プライベートルート投資法人」への格付を付与するとともに、「オープン・エンド型投資法人の格付」というレポートを公表しています。当時は運用を開始

Q 「オープン・エンド型」というのはどのような意味ですか。また、何か J-REIT と異なる仕組みがありますか。

A 「オープン・エンド型」とは、投資信託の分類の一つで、換金の方法として投資家からの払戻し請求に応じてにより、上場していないことによって欠けている資金の流動性を付与するものです。それ以外の基本的なスキームはほとんど J-REIT と同様で、不動産を所有する者としての投資法人と、運用を受託する資産運用会社とその株主であるスポンサーが重要な関係者と位置付けられます。投資家のニーズに応じた運用商品の提供という観点から、多くの J-REIT を運用するスポンサーが私募 REIT についてもスポンサーとなっています。また、運用会社についても両方の REIT を運用している場合もあり、この場合スポン

付帯サービス

アナリストコンタクト

RatingEye 会員は、JCR の格付担当アナリストと電話や面談で、直接お話しいただくことができます。ニュースリリース、発行体レポートはじめ各種のレポート内容や格付方法などに関する疑問の解明、分析のポイント、注目点・将来見通しなど、文章情報に加えてアナリストの「生の声」情報を得ることで、より理解を深めていただくことが可能です。

RatingEyeセミナー

JCR では、RatingEye 会員限定の「RatingEye セミナー」を頻繁に開催しています。会員の方はどなたでも無料でご参加いただけます。セミナーでは毎回、特定の業界や話題など会員のニーズに則した多様なテーマを採り上げ、動向や取り巻く環境、考え方、見通しなど、担当アナリストが参加者に丁寧に解説、コメントします。

システム要件

OS

Windows、Mac OS、Android、iOS などの主要 OS

Web ブラウザ

Internet Explorer、Firefox、Chrome、Safari などの主要ブラウザ

その他ソフトウェア等

収録ファイルを閲覧するために、別途 Adobe Reader が必要です。

※ 各々のバージョンが著しく古い場合などに、正常に表示されない場合がございます。

ご利用料金等

本サービスは会員制の有料 Web サービスです。
ご利用にあたっては規約にご同意いただいた上で、**会員登録手続きが必要です**。

手続き完了後、ご担当者様にユーザ ID とパスワードを発行いたします。

ご利用は、利用規約に従って、お申込書に記載の**ご利用部署内に限ります**。
お申込み部署以外の方はご利用いただけません。同一部署内で同時に複数のアクセスを必要とされる場合には、複数 ID の取得が必要となります。

ご利用料金等

【サービス料】

年間 550,000 円（税別）

同一部署内追加 ID：1ID ごとに年間 275,000 円（税別）

【ご利用期間】

当社が指定した日から 1 年間（年単位となります）。

2 年目以降は、期間満了 1 ヶ月前までに文書による利用終了の通知がない限り、1 年間の自動更新となります。 ※ 期間中途解約の場合、利用料金の返還は致しません。

【お支払方法】

当社請求書に基づき、所定の銀行口座にお振り込みいただきます。

お問い合わせ・お申込み

株式会社 日本格付研究所 情報サービス部

〒104-006

東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル

TEL : 03-3544-7013

Email : ratingeye1@jcra.com