

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

空運各社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見通し
日本航空株式会社	9201	【据置】	A	安定的
ANA ホールディングス株式会社	9202	【据置】	A	安定的

（個別債券の格付など詳細については 3 ページ以降をご参照ください）

■格付の視点

- (1) 日本格付研究所（JCR）は空運各社の格付を見直し、日本航空、ANA ホールディングスの格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (2) 国際線の好調に支えられ、両社の業績はおおむね堅調に推移している。旺盛なインバウンド需要を追い風に、国際線は高い収益性を維持している。一方、国内線は、コスト増に収入が追いついておらず、収益面に課題が残る。当面もこうした構図が続くもとで、業績は底堅く推移すると想定される。財務構成は改善が進んでいる。中長期的に機材投資が増加する見通しだが、一定の規律の下で行われると見られ、財務健全性は保たれると考えられる。
- (3) 国際線の旅客需要回復はインバウンドを中心に順調で、アウトバウンドも着実に回復している。高単価も維持できており、整備費や人件費などのコスト増を吸収し、業績はおおむね好調に推移している。海外航空会社の供給量が回復する中で、路線によっては価格競争が激化する懸念もあるが、当面も旅客増を背景に業績は好調さを維持すると見ている。引き続き堅調な需要の持続性や各社のイールドマネジメントの巧拙に注目していく。
- (4) 国内線については、旅客需要はコロナ禍前の水準に戻っているが、主にレジャー需要が牽引しており、比較的高単価なビジネス需要は完全に回復しないままとなっている。価格競争も依然として激しく、公的支援によるコスト軽減効果も縮小傾向にあるため、収益環境は厳しい状況が続く見通しである。こうした中、国土交通省の有識者会議で企業の枠を超えた議論が交わされている。今後はこの動向や、各社の需給適合および生産性向上に向けた取り組みによる成果を確認していく。
- (5) 堅調な業績を背景に、利益蓄積とネット有利子負債の削減が進んでおり、財務構成は改善傾向にある。一方、中長期的には機材投資の拡大が予定されている。更新投資に加え、国際線の運航規模拡大に向けた機材の増強が見込まれており、機材価格の上昇も相まって、投資負担は増加する方向にある。また、株主還元の強化も進められており、今後の動向を確認する必要がある。とはいえ、大手 2 社の財務規律に対する意識は高く、業績見通しを踏まえれば、財務構成が悪化する懸念は小さいと考えられる。

■各社の格付事由

日本航空株式会社

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A
債券格付（期限付劣後債）	B B B +
債券格付（永久劣後債）	B B B +
劣後ローン格付	B B B +
発行登録債予備格付	A

- (1) 国内大手航空 2 社の一角。国内線は大手 2 社の寡占となっており、事業基盤が安定している。国際線では世界的な航空連合「ワンワールド」の一員であるほか、有力エアラインと提携し、充実したネットワークを構築している。コロナ禍による業績の悪化を受けて、従来のフルサービスキャリア事業に依存した収益構造から、LCC、貨物郵便、マイル・ライフ・インフラの分野に事業領域を拡大してリスク耐性の高い事業構造への転換を進めている。
- (2) 国際線をけん引役に業績は堅調に推移している。公的支援の縮小などコスト負担は増す方向にあるが、当面も国際線における旅客数の増加を背景に底堅い業績推移が見込まれる。なお、国内線は厳しい事業環境が続いており、今後の収益改善の取り組みに注目していく。財務面では、引き続き良好な財務内容が保たれる見通しである。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 26/3 期財務・法人所得税前利益（EBIT）は 2,000 億円（前期比 16.0%増）の計画である。燃油費や人件費などのコスト増を、国際線を中心とする増収効果で補う見通し。27/3 期以降も LCC を含む国際線の規模拡大を通じて需要増を取り込み、業績は比較的高い水準を維持すると見られる。引き続き国際線の好業績の持続性や、国内線における収益改善の取り組みなどに注目していく。
- (4) 26/3 期第 1 四半期末親会社所有者帰属持分比率（期限付劣後債および劣後ローンの資本性評価後）が 38.6%であるなど財務内容は良好である。なお、25 年 4 月に発行された永久劣後債の資本性については債務同等として評価している。中長期的に投資の拡大が計画されているほか、株主還元を強化する動きも見られるが、一定の規律の下で行うとしており、今後も良好な財務内容が保たれると考えられる。

ANA ホールディングス株式会社

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A
劣後ローン格付	B B B +
発行登録債予備格付	A

- (1) 国内大手航空 2 社の一角である全日本空輸を傘下に擁する持株会社。当社は資金調達、航空機の保有、経営資源の配分などを行っている。グループの一体性が強く、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。全日本空輸は座席キロ、旅客数などで国内トップシェアを占め、事業基盤が安定している。世界最大の航空連合「スターアライアンス」に加盟し、利便性の高い羽田空港発着路線で高いシェアを有する。25 年 8 月に日本貨物航空を買収し、完全子会社化した。
- (2) コスト負担が増す中であっても、国際線の好調が業績を支えている。エンジン改修に伴う非稼働機材の発生や整備費の増加が業績の足かせとなっているが、状況は改善の方向に向かっている。国際線の旅客数が増加傾向にあることも踏まえれば、当面の業績も底堅く推移しよう。なお、国内線は厳しい事業環境が続いており、今後の収益改善の取り組みに注目していく。財務面では、自己資本の拡充に加え、有利子負債の削減も進んでおり、財務基盤の修復が続いている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。

- (3) 26/3 期経常利益は 1,750 億円（前期比 12.5%減）の計画である。国際線を中心に増収が見込まれるものの、公的支援の縮小や整備費の増加などが響き、減益となる見通し。一方、27/3 期以降は国際線のイールド低下が懸念されるも、旅客数の増加や改修対象エンジンの減少などを背景に、業績は安定感を高めていくと見られる。引き続き国際線の好業績の持続性や、国内線における収益改善の取り組みなどに注目していく。
- (4) 26/3 期第 1 四半期末自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）は 35.8%（前年同期末 35.0%）であるなど財務諸指標は健全な水準にある。中長期的に投資の拡大が計画されているほか、株主還元を強化する動きも見られるが、一定の規律の下で行うとしており、今後も財務健全性は保たれると考えられる。なお、日本貨物航空の買収が財務内容に与える影響は限定的と見ている。

（担当）水川 雅義・長安 誠也

■格付対象

発行体：日本航空株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 3 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 21 日	2028 年 9 月 21 日	0.399%	A
第 4 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 21 日	2038 年 9 月 21 日	0.960%	A
第 7 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2019 年 12 月 16 日	2029 年 12 月 14 日	0.280%	A
第 9 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2020 年 3 月 19 日	2040 年 3 月 19 日	0.700%	A
第 10 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300 億円	2021 年 6 月 10 日	2026 年 6 月 10 日	0.580%	A
第 11 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100 億円	2022 年 3 月 1 日	2027 年 3 月 1 日	0.700%	A
第 12 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	200 億円	2023 年 6 月 19 日	2033 年 6 月 17 日	1.200%	A
第 13 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	650 億円	2024 年 5 月 23 日	2034 年 5 月 23 日	1.634%	A
第 14 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	150 億円	2024 年 5 月 23 日	2039 年 5 月 23 日	2.278%	A
第 1 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	1,500 億円	2021 年 10 月 12 日	2058 年 10 月 11 日	（注 1）	BBB+
第 1 回利払繰延条項・任意償還条項付無担保永久社債（清算型倒産手続時劣後特約付）	1,500 億円	2025 年 4 月 16 日	定めなし	（注 2）	BBB+
第 2 回利払繰延条項・任意償還条項付無担保永久社債（清算型倒産手続時劣後特約付）	289 億円	2025 年 4 月 16 日	定めなし	（注 3）	BBB+

（注 1）発行日の翌日から 2028 年 10 月 12 日までの利払日においては年 1.600%。2028 年 10 月 12 日の翌日以降の利払日においては、当該利率基準日における 1 年国債金利に 2.645%を加算した利率。

（注 2）発行日の翌日から 2030 年 4 月 16 日までの利払日においては年 3.218%。2030 年 4 月 16 日の翌日以降の利払日においては、当該利率基準日における 1 年国債金利に 7.300%を加算した利率。

（注 3）発行日の翌日から 2035 年 4 月 16 日までの利払日においては年 4.124%。2035 年 4 月 16 日の翌日以降の利払日においては、当該利率基準日における 1 年国債金利に 7.800%を加算した利率。

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後特約付タームローン ＜トランシェ A＞	1,500 億円	2021 年 9 月 30 日	2056 年 9 月 29 日	（注 1）	BBB+
劣後特約付タームローン ＜トランシェ B＞	500 億円	2021 年 11 月 30 日	2057 年 11 月 30 日	（注 2）	BBB+

- (注1) 実行日から2026年9月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては基準金利に当初スプレッドを加算した利率、26年9月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては当初スプレッドおよび1.00%のステップアップ金利を加算した利率。
- (注2) 実行日から2027年11月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては基準金利に当初スプレッドを加算した利率、27年11月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息計算期間においては当初スプレッドおよび1.00%のステップアップ金利を加算した利率。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	3,000億円	2025年3月27日から2年間	A

発行体：ANAホールディングス株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第30回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2014年9月18日	2026年9月18日	1.20%	A
第32回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2016年6月9日	2036年6月9日	0.99%	A
第34回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2017年6月8日	2037年6月8日	0.880%	A
第35回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2018年5月24日	2038年5月24日	0.820%	A
第36回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（グリーンボンド）	100億円	2018年10月24日	2028年10月24日	0.474%	A
第37回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（ソーシャルボンド）	50億円	2019年5月22日	2026年5月22日	0.270%	A
第38回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2019年5月22日	2039年5月20日	0.840%	A
第39回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300億円	2019年12月9日	2025年12月9日	0.273%	A
第40回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年11月28日	2029年11月28日	0.280%	A
第41回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2019年11月28日	2039年11月28日	0.690%	A
第42回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（サステナビリティ・リンク・ボンド）	200億円	2021年6月8日	2026年6月8日	0.480%	A

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン（トランシェA）	2,000億円	2020年10月30日	2055年10月29日	(注1)	BBB+
劣後ローン（トランシェB）	2,000億円	2020年10月30日	2057年10月31日	(注2)	BBB+

- (注1) 実行日から2025年10月の利払日（同日を含まない）までは、基準金利に当初スプレッドを加算した変動金利、2025年10月の利払日（同日を含む）以降は、基準金利に当初スプレッドと1%のステップアップ金利を加算した変動金利。

- (注2) 実行日から2027年10月の利払日（同日を含まない）までは、基準金利に当初スプレッドを加算した変動金利、2027年10月の利払日（同日を含む）以降は、基準金利に当初スプレッドと1%のステップアップ金利を加算した変動金利。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	2,000億円	2024年4月12日から2年間	A

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025 年 10 月 7 日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：水川 雅義
主任格付アナリスト：水川 雅義
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014 年 1 月 6 日) として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」(2024 年 10 月 1 日)、「空運」(2024 年 10 月 4 日)、「持株会社の格付方法」(2025 年 4 月 2 日)、「ハイブリッド証券の格付について」(2012 年 9 月 10 日) として掲載している。
5. 格付関係者：
(発行体・債務者等) 日本航空株式会社
ANA ホールディングス株式会社
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
なお、本件劣後債および劣後ローンにつき、約定により許容される利息の支払停止が生じた場合、当該支払停止は「債務不履行」に当たらないが、JCR では債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の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あるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
 - ・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
 - ・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR 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、JCR 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、JCR 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。JCR 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。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、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。JCR 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手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR 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。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官 (格付) 第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル