

## 2025年の日本格付研究所の格付実績

### 1 居住者長期格付

#### ① 概要

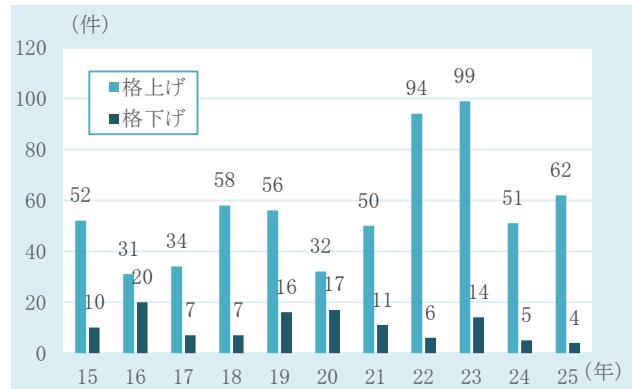
日本格付研究所の25年の居住者の長期格付変更先数は、格上げが62先（24年は51先）、格下げが4先（同5先）となり、13年連続で格上げ先数が格下げ先数を上回った（図表1）。格上げ先数は22年、23年と2年連続で90先を超えていたが、24年、25年と50～60台で推移し落ち着きを見せている。格下げ先数は4先と24年と比べ横ばい圏で推移している。格付の変更を伴わない格付の見通し（見通し）の変更は、上方修正のほうが下方修正より多いといった流れは25年も引き継いでいる。見通し上方修正のうち、「安定的」から「ポジティブ」への変更は30先と、21年57先、22年61先、23年37先、24年45先と比べ減少している。「ネガティブ」から「安定的」への変更は10先と24年6先から増加した。見通し下方修正は「安定的」から「ネガティブ」が11先と、22年6先、23年6先、24年6先から若干増加した。「ポジティブ」から「安定的」は3先と、23年2先、24年2先とほぼ横ばい。

以上のように、25年の基調としては格上げのトレンドはほぼ24年並みの水準で持続しており、見通しの上方修正トレンドは若干弱まりながらも引き続いている。日本銀行が公表した25年12月の全国企業短期経済観測調査（短観）にみられるように、大企業製造業の業況判断DIは20四半期連続でプラスを維持するとともに、大企業非製造業のDIは過去最高水準で推移するなど、鉄鋼などの一部業種を除いて景況感は維持・改善していることが、格付変更の上方修正トレンドが持続していることの一因であると考えられる。

#### ② 製造業

25年の製造業の格上げ件数は23先で24年12先と比べ増加し、22年21先、23年21先並みの水準となった。格下げは1先で24年3先、23年7先と比べ減少した。結果として格上げ先数が格下げ件数を上回

図表1 格付変更先数（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け先で、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

(出所) JCR

る傾向が持続している。

格上げ先の業種をみると、機械が6先、化学、電機が3先づつと、24年のような広く薄く見られた格上げ傾向から一転している点が特色である。

格下げ先については、輸送用機器1先のみとなっている。

見通しの上方への変更先は11先と24年20先から半減した。うち「安定的」から「ポジティブ」へは10先だった（24年は15先）。輸送機器の3先以外は1～2先づつ各業種に幅広く分散しているのが特色である。また、「ネガティブ」から「安定的」への変更は1先（同5先）のみであった。

見通しの下方への変更先は7先と24年の4先と比べ増えた。「安定的」から「ネガティブ」へは5先（同3先）、「ポジティブ」から「安定的」への変更が2先（同1先）であった。

機械の格上げ先数は24年2先から増加し6先となつた。格上げ先に共通しているのは、主力業務を中心で安定的な利益が計上されている、あるいは収益性が向上していることから、財務内容が改善している点である。総合重機が2社格上げされている点が特徴である。格下げは24年に引き続き0先であった。

図表2 格付変更先数（居住者長期）

業種	2021年		2022年		2023年		2024年		2025年	
	格上げ	格下げ								
食料品			1		3			1		
繊維										
パルプ紙	1		1		1		1		1	
化学	1	1	2		4	1	2		3	
医薬品			1							
石油石炭	1		1						1	
ゴム			1	1					2	
ガラス・土石					1		1		1	
鉄鋼				1	4				1	
非鉄	1		2		1		2	1	1	
金属製品			1				1			
機械			3		3		2		6	
電機	3		6		4	4	1	1	3	
輸送用機器		2					1		2	1
精密										
その他製品			1		2		1		2	
製造業計	7	3	21	1	21	7	12	3	23	1
建設	1		2		2	1			1	
電気・ガス	1				1				4	
陸運	2				1		4		6	
海運			3		3		2			
空運		1					1			
運輸倉庫				1			2		1	
情報通信	2		3		4		1		2	
卸売	2		10		7		2		5	
小売	3	5	2		3		5		2	1
銀行	10	1	13	2	16	1	1	1	1	1
証券・商先	2		1		2	1	3		2	
保険	4		5		9	1			1	
その他金融	4		16		20	1	4		1	1
不動産	9		17	2	8	1	11		9	
サービス	3	1		1	2	1	3	1	4	
非製造計	43	8	73	5	78	7	39	2	39	3
合計	50	11	94	6	99	14	51	5	62	4

(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 投資法人は不動産または電気・ガスに振り分け

3 学校法人、医療機関はサービス業としてカウント

(出所) JCR

見通しの変更は下方へ1先あった。切削工具メーカーが、顧客基盤の拡大により、収益力の強化に結びつけてきたが事業環境の悪化などにより、利益の回復には当初想定より時間がかかる状況にあるとし、「ポジティブ」から「安定的」に変更した。

化学は、格上げ先数は24年の2社から25年は3社に増加した。格上げ企業に共通するのは、国内事業が堅調であることに加え、海外展開や成長投資を継続しており、中期的な利益成長が見込める点を理由としていることある。格下げは24年同様ゼロであった。見通しの上方変更先は2先(24年は4先)で、「安定的」から「ポジティブ」への変更は2先(24年も2先)であった。これらの企業では、収益力強化が進み、財務

内容の健全性が増していることが主な理由である。

見通しの下方修正は「安定的」から「ネガティブ」への2先(24年は1先)あり、いずれも成長戦略の進捗遅れや市場環境の悪化により、収益回復の不確実性が高まったことが理由である。

電機の格上げ先数は24年の1先から25年は3先に増加した。格上げ企業に共通するのは、需要が堅調であることに加え、海外展開や成長投資を継続しており、収益力が向上している点を理由としている。格下げは24年の1先から25年はゼロとなった。見通しの上方変更先は2先(24年はゼロ)で、「安定的」から「ポジティブ」へ1先、「ネガティブ」から「安定的」へ1先あった。前者は利益水準の底上げが進

みつつあり財務諸指標の改善が進んでいる点を、後者は黒字転換により財務基盤の既存に歯止めがかかる点を主な理由としている。見通しの下方修正は「安定的」から「ネガティブ」への1先(24年はゼロ)。積極的な設備投資で固定費負担が重くなる中、事業環境の先行き不透明感は拭えず、収益回復の不確実性が高まったことが理由である。

### ③ 非製造業

非製造業の格上げ先数は39先(24年は39先)と前年と同水準であった。格下げ先数は3先(同2先)と低水準で推移した。格上げ先が多い業種は、不動産(投資法人含む)9先(同11先)、陸運6先(同4先)、卸売5先(同2先)、電気・ガス4先(同0先)であり、23年まで目立っていた金融関連は目立った動きはなかった。格下げ先は1先づつ3業種で計上している。見通しを上方修正した先は29先と24年31先からやや減少している。「安定的」から「ポジティブ」への変更は20先(同30先)と減少。24年1先であった「ネガティブ」から「安定的」は9先に増加している。見通しの下方修正先は、7先(同4先)であった。

不動産は、格上げ先数が9先と24年11先に比べ減少した。格上げ先のうち6先が投資法人であり、24年7先から1先減少している。投資法人の格上げ理由は、LTVをコントロールしつつ資産規模の拡大が図られている点や高い稼働率の維持・向上が図られている点を挙げているものが多い。一般法人の格上げは3先で24年の4先から減少している。再開発案件や新規取得物件の稼働により、安定的に収益力が強化されると判断したものが大宗である。見通しの変更は6先(24年は8先)あり、すべてが「安定的」から「ポジティブ」になったものである。うち投資法人が4先、一般法人が2先。変更理由としては、一般法人の親会社要因による1社を除いては、格上げの要因と近似しており、スポンサー支援強化や再開発進捗による収益基盤の厚み増、財務安定性の向上などが評価された。

非製造業で2番目に格上げ先数が多かったのは、陸運は6先であった(24年4先)。内訳をみると民鉄は5先の格上げ(24年2先)で、コロナ禍の影響が完全に一巡し、人流回復や沿線開発の進捗により、収益力の強化と財務健全性の改善が評価されたことが主

因である。鉄道事業では輸送人員の増加に加え、運賃改定や事業構造改革による収益体質の改善、不動産賃貸事業やホテル・レジャー事業の収益寄与が格付け改善を後押しした。沿線再開発や大型プロジェクトの竣工によるキャッシュフローの底上げも評価された。物流は1先(24年2先)の格上げで、公開買付けによりグループ支援による信用力の強化を主因としている。格下げは今年も0先。一方で、見通しの変更先は下方修正が2先と24年の上方修正5先から様相が変わってきている。内訳は、「ポジティブ」から「安定的」への変更が1先、「安定的」から「ネガティブ」への変更が1先。前者は、積極的な成長投資により従来想定していた財務余力のさらなる改善は見通しづらくなつたため。後者は収益回復の遅れとコスト増圧力が背景であった。

卸売業の25年の格上げ先数は5先(24年2先)と前年から増加した。総合商社が1先。格上げ理由として収益力の強化や財務健全性の維持などが挙げられている。特に、電動化やDX需要の取り込み、非資源分野の成長、事業ポートフォリオの多様化などを評価している。一方、格下げ先は25年も前年同様ゼロであり、全体としては上方修正が中心となった。見通しの上方修正2先(安定的→ポジティブ)と24年と同水準(前年2先)。1社が親会社要因でもう1社はIT投資需要の拡大が背景。下方修正は1先(安定的→ネガティブ)であった(24年0)。特別損失の発生が要因となった。なお、見通しの変更先はすべて専門商社。

## 2 非居住者格付(除 日系)

### ①ソブリン

OECDは2025年12月に「世界経済見通し」を発表し、25年の世界経済の成長率(実質GDP伸び率)を3.2%、2026年は2.9%と予測した。25年の世界経済は予測よりも強靭だとしつつも脆弱性は残るとし前回見通し(25年9月)から据え置いている。

こうした環境下、ソブリン格付の動向は格上げ2先(24年は0先)、格下げ0先(同0先)。見通し上方修正は0先(同2先)、下方修正は2先(同0先)となつた。ポルトガル共和国は外貨建・自国通貨建長期発行体格付をAからA+に格上げし、見通しは安定的とされた。政府債務/GDPの低下が続くなが外國直接投資の流入も進んでおり、経済基盤が強化されるとともに対外ショックに対する耐性も増していく

とみていることが要因である。スロベニア共和国も AA-から AA に格上げされ、見通しは安定的に。財政健全化の進捗と潤沢な流動性が背景である。フランス共和国は外貨建・自国通貨建長期発行体格付を AAA で据え置いたが、見通しは安定的からネガティブに変更された。政治の混迷により財政健全化が遅れるとみられるが理由である。ルーマニアは BBB に格付を据え置いたが、見通しは安定的からネガティブに変更された。恒常的な経常赤字と高水準の財政赤字が格付けを制約するなか中期的な財政見通しが悪化していることが要因である。

## ②その他

25 年の格上げは 5 先 (24 年は 3 先) で、格下げは 2 先 (同 2 先) であった。格上げ先のうち 3 先は、同じ企業グループに属しており、収益力が安定し利益

水準が高まっていることが主因である。残り 2 先は銀行業で業績が堅調に推移するとみられることなど理由である。格下げは、1 先は業績の大幅な回復は見通しづらい中悪化した財務バランスの改善には時間を要するとみられるなどを理由としている。もう 1 先は旧経営陣の不正行為容疑が告発されたことを契機に、流動性リスクが高まっている点などを理由としている。

見通しの変更は上方修正が 3 先 (24 年は 3 先)、下方修正が 3 先 (同 2 先)。上方修正は 3 先とも、「安定的」から「ポジティブ」への変更であった。1 先は国際開発金融機関。残りの 2 先は事業会社であるが、業績改善を主因としている。一方、見通しの下方修正は「安定的」から「ネガティブ」への変更のみ 3 先 (同 2 先)。1 先はソブリン運動要因。残りの 2 先は事業環境の悪化を理由としている。

図表 3 2024 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 15 日	東急株式会社	AA-	AA
1 月 16 日	京阪ホールディングス株式会社	A	A+
1 月 16 日	岡谷鋼機株式会社	A	A+
1 月 22 日	兼松株式会社	A-	A
1 月 29 日	三井化学株式会社	A+	AA-
1 月 30 日	東急不動産ホールディングス株式会社	A	A+
2 月 14 日	大和証券リビング投資法人	AA-	AA
2 月 25 日	綜研化学株式会社	BBB	BBB+
2 月 28 日	株式会社武蔵野銀行	A	A+
3 月 6 日	株式会社西武ホールディングス	A-	A
3 月 10 日	近鉄グループホールディングス株式会社	BBB+	A-
3 月 12 日	株式会社名村造船所	BBB-	BBB
3 月 18 日	株式会社 SCREEN ホールディングス	A	A+
3 月 18 日	ミネベアミツミ株式会社	A+	AA-
3 月 19 日	アフラック生命保険株式会社	AA	AA+
3 月 21 日	投資法人みらい	A+	AA-
3 月 24 日	山陽特殊製鋼株式会社	#A+/ポジティブ	AA
3 月 27 日	ニチアス株式会社	A	A+
4 月 16 日	トナミホールディングス株式会社	#A-/ポジティブ	A+
5 月 20 日	サムティ・レジデンシャル投資法人	A	A+
5 月 27 日	株式会社オカムラ	A	A+

5月 28日	地主プライベートリート投資法人	A+	AA-
5月 28日	株式会社タカラトミー	BBB+	A-
6月 20日	日本電気株式会社	A+	AA-
6月 23日	株式会社エイチ・アイ・エス	BB	BB+
6月 27日	三菱重工業株式会社	AA-	AA
7月 4日	株式会社共立メンテナンス	BBB	BBB+
7月 10日	東武鉄道株式会社	A	A+
7月 10日	ロイヤルホールディングス株式会社	BBB	BBB+
7月 16日	タカラレーベン不動産投資法人	A	A+
7月 17日	ホソカワミクロン株式会社	BBB+	A-
7月 18日	株式会社三井 E&S	BBB-	BBB+
7月 28日	中央日本土地建物グループ株式会社	A-	A
7月 29日	中部電力株式会社	AA	AA+
7月 29日	関西電力株式会社	AA	AA+
7月 29日	九州電力株式会社	AA-	AA
7月 31日	東ソー株式会社	A+	AA-
8月 7日	アパホールディングス株式会社	BBB+	A-
8月 8日	双日株式会社	A	A+
8月 8日	株式会社エスコン	A+	AA-
8月 27日	椿本興業株式会社	BBB+	A-
8月 28日	コスモエネルギーホールディングス 株式会社	A-	A
9月 12日	特種東海製紙株式会社	BBB	BBB+
9月 26日	三井住友建設株式会社	#BBB+/ポジティブ	A+
9月 30日	株式会社サンリオ	A-	A
10月 3日	ケネディクス株式会社	AA-	AA
10月 7日	株式会社バローホールディングス	A-	A
10月 20日	JX 金属株式会社	A	A+
10月 23日	株式会社椿本チエイン	A	A+
10月 29日	株式会社 IHI	A-	A
10月 31日	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	A	A+
10月 31日	TOYO TIRE 株式会社	A	A+
11月 11日	フタバ産業株式会社	BBB+	A-
11月 27日	MUFG ファイナンス&リーシング株式会社	A+	AA-
11月 28日	株式会社スカパーJ S A T ホールディングス	A	A+
12月 16日	SCSK 株式会社	#A+	AA
12月 19日	住友理工株式会社	#A	AA
12月 22日	株式会社ディスコ	AA-	AA
12月 24日	東陽倉庫株式会社	BBB	BBB+
12月 24日	株式会社大和証券グループ本社	A+	AA-
12月 24日	大和証券株式会社	A+	AA-
12月 26日	中央日土地プライベートリート投資法人	A+	AA-

## 【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
2月18日	日産自動車株式会社	#A/ネガティブ	A-
2月18日	株式会社日産フィナンシャルサービス	#A/ネガティブ	A-
5月12日	株式会社商工組合中央金庫	AA+	AA
5月14日	日産自動車株式会社	A-	BBB+
5月14日	株式会社日産フィナンシャルサービス	A-	BBB+
8月20日	株式会社AINホールディングス	#A/ネガティブ	A-

## ◆非居住者格付

## 【格上げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
1月23日	バンコ・サンタンデール・エセ・アー*	A+	AA-
2月5日	ポルトガル共和国*	A	A+
3月5日	ドイツ銀行*	Ap	A+p
3月19日	アフラック・インコーポレーテッド*	A+	AA-
3月19日	アメリカン ファミリー ライフ アシュアランス カンパニー オブ コロンバス*	AA	AA+
3月19日	Aflac Re Bermuda Ltd*	AA	AA+
12月11日	スロベニア共和国*	AA-	AA

## 【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
8月15日	ESR Group Limited*	AA-	A+
12月29日	Energy Absolute Public Company Limited*	B	CCC

(注)1 原則長期発行体格付、\*は外貨建長期発行体格付

(注)2 社名は公表時のものを使用

(出所) JCR

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、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、明示的であると暗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、遗漏、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はありません。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、改変等をすることは禁じられています。