

TOPICS

2020年の日本格付研究所の格付実績

1 居住者長期格付

日本格付研究所（JCR）の20年における格付の変更先数は、格上げが32先（19年は56先）、格下げが17先（同16先）となり、8年連続で格上げが格下げを上回った（図表1：年間複数回の同一方向への変更があった先も1先としてカウント）。しかし、格上げは18年58先、19年56先と2年連続で50先を大きく上回ったのに対し、20年は前年より大きく減少した。格下げはほぼ前年並みとなった。基調の変化は、格付の変更を伴わない格付の見直し（見直し）に、より明確に表れている。「安定的」から「ポジティブ」への変更は13先（18年46先、19年36先）にとどまり、逆に「ネガティブ」への変更は38先（18年15先、19年7先）へと急増、後者は前者の約3倍となるに至っている。21年に9年ぶりに格下げ先数が格上げ先数を上回る可能性が高まっていることがうかがえる。

こうした状況の主因は、言うまでもなく新型コロナウイルス（コロナ禍）である。これにより年初の20年1～3月四半期に業績を大きく悪化させた企業が続出したが、世界的なコロナ禍はいまだ収束の兆しをみせておらず、全体的には企業業績への強い下方圧力が続いている。ただ、コロナ禍の格付への影響は、

後述するように一律というわけではない。

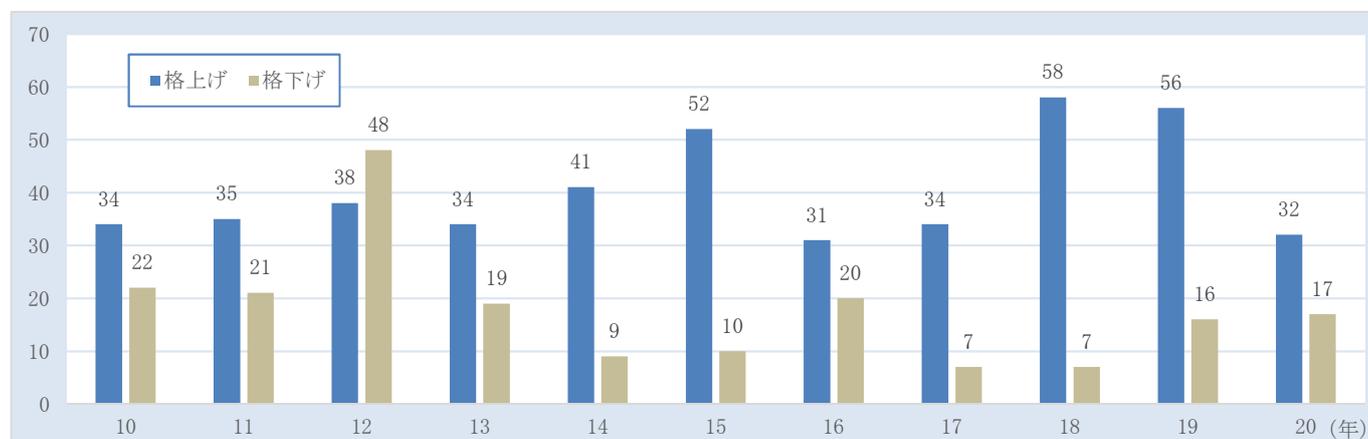
製造業では、格上げ、格下げとも数が少なく、かつ散発的で、格付変更という点では業種的な特徴は特にみられない。ただ見直し変更まで含めると、一部特徴的なものもみられる。

まず鉄鋼である。1先を格下げしたほか、3先（うち2先は同一グループ）の格付の見直しを「ネガティブ」とした。高炉各社は、00年代半ば以降で最も厳しい事業環境に直面している。構造的な国内需要の減少や輸出市場での競争激化に加え、コロナ禍による需要の落ち込みも見られる。JCRでは、収益力の低下と財務改善が遅れることを懸念している。

輸送用機器では、自動車関連が厳しくなっている。1先を格下げし、系列の自動車金融会社も格下げしたほか、2先の見直しを「ネガティブ」とした。海外での収益性や生産性の低下が見られるところに、コロナ禍による自動車販売台数の減少が加わったことによる。

一方、パルプ・紙については、2先の格付の見直しをポジティブとしたほか、1先の見直しを「ネガティブ」から「安定的」に変更した。製品値上げの浸透、業界の生産体制再編成および個社の経営努力により収益力の強化・改善が進んでいることを反映した。

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	2016年		2017年		2018年		2019年		2020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			1		3		2			
繊維			2							
パルプ紙	1									
化学	2	1	3		2		5		1	1
医薬品									1	
石油石炭	1				2		2			
ゴム	2	1							1	1
ガラス・土石	1	1			2		1		1	
鉄鋼					1		1	1		1
非鉄		1	1		1					1
金属製品		1	1					1		
機械	1		2		1		3	1	1	1
電機	4		1		2	1	4			2
輸送用機器	1	2		2	2	1		3		1
精密							1			
その他製品		1			4					
製造業計	13	8	11	2	20	2	19	6	5	8
建設			1		5		3		3	
電気・ガス		1					1		3	
陸運	3		3				2			
海運		3						2		
空運			2							
運輸倉庫		1	1						1	
情報通信	1		3				2			
卸売			1		3		3		1	1
小売	1	3	2	1	3		3		4	1
銀行	2		9	1	13	5	4	4	1	3
証券・商先			2		1					
保険	3		3		6		1		2	
その他金融	1	2	3	1	5		10	2	7	1
不動産	6	1	7	1	2		8	1	1	1
サービス	1	1	4					1	1	2
非製造計	19	12	37	4	38	5	37	10	24	10
パブリック									3	
合計	31	20	52	10	58	7	56	16	32	17

(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

非製造業では、その他金融を7先（うち3先は同一グループ）、小売を4先、建設を3先、電気・ガスを3先格上げした一方、銀行を3先、サービスを2先、小売を1先、格下げした。

その他金融のうち5先はグループ内などでの位置付けが高まったことが格上げの要因である。その他の2先はいずれも消費者金融で、利息返還損失額が落ち着き、最終利益の確保と自己資本の充実が見通せるようになったことによる。

小売は2先が家電量販店で、従来からの買替需要にコロナ禍による巣ごもり需要が加わり、収益水準の上昇が見られた。その他の2先はいずれも、信用度の高い親会社による公開買付により親会社に対する重要性が高まったことを受けたものである。格下げした1先は外食である。

電気・ガスで格上げした3先はいずれも上場インフラファンドである。ポートフォリオの充実や発電所の運営状況などから、キャッシュフローの安定性

が高まったことを評価した。

建設で格上げした3先は、事業基盤や収益力の強化を格付に反映した。

格下げした銀行3先はいずれも地銀である。長引く低金利環境下で収益力の低下が続く地銀には以前から格付上も下方圧力がかかってきたが、20年もその流れを受けた。

サービスの2先は、ともにコロナ禍の直撃を受け、収益力が大きく低下し格下げとした。うち旅行業は2回計3ノッチ格下げした上、ネガティブ方向のクレジットモニターを継続している。ホテル業については、格下げ後も見通しを「ネガティブ」としている。

非製造業における見直し変更の主だった特徴は以下のとおりである。

まず小売については、格上げした先のほかに家電量販店2先の見通しを「ポジティブ」に変更した。しかし家電量販店は例外的であり、小売全般はコロナ禍の直撃を受け、収益に強い下方圧力がかかっている。先述したように外食1先を格下げしたほか、6先の見通しをネガティブに変更した（うち2先は同一グループ）。

コロナ禍の直撃が格付にネガティブに作用しているという点では、業績が大きく落ち込んでいる空運も同様であり、2先の見通しをネガティブへ変更した。

銀行については、地銀で見通しを「ネガティブ」としたのは1先にとどまった。一方で見通しを「ポジティブ」とした先も3先あったほか、「ネガティブ」から「安定的」に変更したのも2先もあった。経営努力の効果のほか、コロナ禍に関わる中小企業の資金繰り支援対応貸出が伸びていることもあり、一部では格付への下方圧力が弱まっているといえる。

近年格上げが多かった不動産は、20年の格上げは投資法人1先にとどまったものの、見通しを「ポジティブ」にしたものは4先（うち2先は投資法人）あった。主力の不動産賃貸は堅調な業績が続いており、財務改善が見通しやすくなっている。オフィスや住居などの賃貸はコロナ禍の影響を受けにくい業種特性を持っているが、ホテルをメインとする2先（投資法人）については見通しをネガティブとした。特殊なケースとして、公開買付成立を機にメインバンクとの関係が変化したほか、新株主への貸付金などで財務内容が悪化している1先を計3回格下げした（クレジットモニター継続中）。

サービスでも、ホテル事業をメインのひとつとしている1先の見通しをネガティブとした。

パブリックセクターでは、国や地方自治体における政策上の重要性が高まったことに加え、財務構成など個別発行体自身の状況改善を勘案し、3先（うち2先は同一グループ）を格上げた。

2 非居住者長期格付（除 日系）

(1) ソブリン

インドネシア、フィリピン、ハンガリーの3先を格上げし、トルコを格下げした。インドネシアとフィリピンは、インフラ開発など着実にインフラが進む一方で財政基盤は強化されていることなどを、ハンガリーは有効な経済政策の導入による経済基盤の強化などをそれぞれ評価した。トルコは、外貨準備高の減少や、コロナ禍などを背景とした経済・財政の悪化懸念を織り込み、格付の見通しもネガティブのままとした。見直しについては、メキシコ、ルーマニア、イタリアを「ネガティブ」に変更した。いずれもコロナ禍を背景とした経済の落ち込みや構造的な財政の悪化への懸念などを反映した。「ポジティブ」への変更はなかった。

(2) その他

リストラ費用の負担などを踏まえると当面は収益力の低迷が続くと見られるドイツ銀行、コロナ禍により顧客のリース料支払い猶予や倒産で資金繰りが悪化する懸念のあるAvationを格下げした。その他の格上げ3先はソブリン格付に連動したものである。

見直しについては、コロナ禍による自動車販売不振および持分法損失拡大で財務悪化が懸念されるルノー、同じくコロナ禍で業績低迷が続くことが懸念されるロッテ・ショッピングおよびホテル・ロッテを、それぞれ「ネガティブ」とした。また、建設中の原子力発電所の商業運転開始予定時期が延期され、価格競争力低下の可能性が高いファンランド産業電力およびフィンランド北部電力の見通しもネガティブとした。「ポジティブ」への変更はなかった。

図表3 2020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	安田倉庫	BBB+	A-
1月20日	アコム	A	A+
2月4日	インヴェンシブル投資法人	A	A+
2月12日	朝日生命保険	BBB-	BBB
2月14日	神奈川県住宅供給公社	AA	AA+
2月14日	高砂熱学工業	A-	A
2月18日	パルコ	#A/ポジティブ	A+
2月25日	アイフル	BB	BB+
3月3日	UCS	A-	A
3月6日	関西国際空港土地保有	AA	AA+
3月6日	新関西国際空港	AA	AA+
3月18日	長谷工コーポレーション	A	A+
4月10日	みずほリース	A	A+
4月10日	エムジーリース	A	A+
4月10日	みずほ東芝リース	A	A+
6月29日	ロート製薬	A	A+
7月31日	カナディアン・ソーラー・インフラ投資法人	A-	A
8月4日	トクヤマ	A-	A
8月13日	太平洋セメント	A-	A
8月21日	カナモト	BBB+	A-
8月27日	ファミリーマート	#A+/ポジティブ	AA-
9月2日	タカラレーベン・インフラ投資法人	A-	A
9月3日	協和エクシオ	A	A+
9月17日	日本地震再保険	AAp	AA+p
10月12日	月島機械	BBB+	A-
10月15日	岐阜信用金庫	BBB+	A-
10月20日	TOYO TIRE	BBB+	A-
10月27日	エネクス・インフラ投資法人	A-	A
11月25日	岡谷鋼機	A-	A
11月26日	しんきん保証基金	A	A+
11月27日	ケーズホールディングス	A	A+
11月27日	上新電機	BBB+	A-

【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
1月16日	愛知銀行	A+	A
1月24日	みちのく銀行	#BBB+/ネガティブ	BBB
3月6日	エイチ・アイ・エス	A-	BBB+
3月11日	日本ケミコン	BBB+	BBB
4月2日	武蔵野銀行	A+	A
6月19日	日産自動車	A+	A
6月19日	日産フィナンシャルサービス	A+	A
8月31日	サンケン電気	BBB+	BBB
9月10日	ユニゾホールディングス	#BBB+/ネガティブ	#BBB/ネガティブ
9月17日	東邦亜鉛	BBB	BBB-
9月23日	昭和電工	A	A-
9月30日	神戸製鋼所	A	A-

10月5日	コベルコ建機	A-	BBB+
10月29日	エイチ・アイ・エス (2回目)	#BBB+/ネガティブ	#BBB-/ネガティブ
11月13日	東横イン	BBB	BBB-
11月18日	神鋼商事	BBB	BBB-
12月7日	住友ゴム工業	AA-	A+
12月16日	ロイヤルホールディングス	BBB+	BBB
12月21日	ユニゾホールディングス (2回目)	#BBB-/ネガティブ	#BBB-/ネガティブ
12月28日	ユニゾホールディングス (3回目)	#BBB-/ネガティブ	#BB+/ネガティブ

◆非居住者
【格上げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
1月31日	インドネシア共和国	BBB	BBB+
1月31日	インドネシア国営電力公社	BBB	BBB+
2月21日	ハンガリー	BBB+	A-
2月21日	ハンガリー国立銀行	BBB+	A-
6月11日	フィリピン共和国	BBB+	A-
6月12日	Security Bank	BBB+	A-

【格下げ】

公表日	発行体名	変更前	変更後
3月6日	ドイツ銀行	Ap	A-p
4月9日	Avation	BB	#BB-/ネガティブ
4月10日	トルコ共和国	BBB-	BB+
4月23日	Avation(2回目)	#BB-/ネガティブ	#B/ネガティブ

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、改変等することは禁じられています。