

2018年8月6日

リサーチ・アップデート:

地方公共団体金融機構を「A+／A-1」に据え置き、アウトルックは「ポジティブ」、「UCO」識別子を除外、新格付け規準に基づく見直しを受けて

アナリスト:

松本理、東京 電話 03-4550-8673

杉原健介、東京 電話 03-4550-8475

概要

- S&P は、公的セクター向け金融機関（PSFA）の新格付け規準「Criteria | Governments | International Public Finance: Public-Sector Funding Agencies: Methodology And Assumptions」の導入を受け、地方自治体向けに資金供給を行う日本の PSFA である地方公共団体金融機構の格付けの見直しを完了した。
- S&P は、同規準の公表を受けて 2018 年 5 月 22 日付で機構の格付けに「UCO」の識別子を付記していた。
- 見直しの結果、機構の長期・短期発行体格付けを「A+／A-1」に据え置き、スタンドアローン評価を「a」から「a+」に引き上げた。また、格付けに付記していた「UCO」の識別子を外した。
- 「ポジティブ」のアウトルックは、日本の長期ソブリン格付けのアウトルックと、政府による機構への特別支援の可能性についての評価が今後 2 年間維持されるとの S&P の見方を反映している。

格付けアクション

S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）は 2018 年 8 月 6 日付で、地方公共団体金融機構（以下「機構」）の長期・短期発行体格付けを「A+／A-1」に据え置いた。また、機構のスタンドアローン評価（特別支援の可能性を考慮する前の機構単独ベースの信用力評価）を「a」から「a+」に引き上げた。同時に、2018 年 5 月 22 日に機構の格付けに付記した「UCO」（under criteria observation）の識別子を外した。長期発行体格付けのアウトルックは「ポジティブ」である。

アウトルック:ポジティブ

「ポジティブ」のアウトルックは、日本の長期ソブリン格付けの「ポジティブ」のアウトルックと、日本政府による機構への特別支援の可能性についての評価が今後 2 年間維持されるとの S&P の見方を反映している。さらに、機構の公共政策上の役割の重要性、利

益の積み上げを含む資本政策のもとでの強固な自己資本基盤、財務リスク管理に鑑み、スタンダードアローン評価は今後2年間、「a+」で安定的に推移するとS&Pはみている。

今後仮に、日本のソブリン格付けが引き上げられた場合には、機構も格上げとなる可能性がある。一方、日本のソブリン格付けやアウトルックが下方に変更された場合には、機構の格付けやアウトルックも下方に修正する可能性がある。また、S&Pが、機構の政策上の役割の重要性が低下した、もしくは政府との関係が弱まったと評価した場合にも、格下げとなる可能性がある。機構のスタンダードアローン評価が「a-」に引き下げられた場合にも、格下げを検討するが、その可能性は現時点で低いと考える。

仮に、利益の積み上げによる自己資本基盤の強化などを受けてスタンダードアローン評価を引き上げたとしても、日本のソブリン格付けが現在の水準に維持される限り、機構の長期格付けが引き上げられる可能性は低いと考える。

格付け根拠

機構の格付けは、日本の公共政策上の重要な役割と日本の地方自治体向けに資金供給を行う公的金融機関としての安定した市場地位についてのS&Pの見方を反映している。また、日本の良好な地方自治体運営の制度的枠組みに基づく日本の地方自治体セクターの低いリスク、日本経済の高い耐久性、利益の積み上げにより強化されている自己資本基盤、金利変動リスクに対する機構の財務管理、適切な流動性も格付けを支えている。一方、海外の同様の機関比で地方自治体の資金調達に占める機構の低いシェア、資産と負債のデュレーション・ミスマッチに起因する金利リスク、極めて強いストレスシナリオにおける流動性カバレッジが格付けの制約要因とS&Pは考える。

S&Pは機構が必要時に日本政府から特別な支援が提供される可能性を「極めて高い」と評価している。同評価は、1) 全国の地方自治体に低利の長期資金を供給する主要な公的金融機関として非常に重要な役割を担っている、2) 機構の貸付業務が中央政府による地方自治体への制度的な支援において不可欠であり、機構の貸し付け計画が地方債計画に組み込まれている——ことに基づく。

エンタープライズ・リスクプロフィール: 公共政策上の役割は重要で、日本の地方自治体セクターのリスクは低い

- 全国の地方自治体向けに資金供給を行う主要な公的機関として、機構の公共政策上の役割は重要である。
- 日本の地方自治体の債務は減少しつつも依然高い水準にあるが、安定した制度的枠組み、日本経済の高い耐久性、健全な金融システムを反映して、同セクターのリスクは低い。
- 機構のデュレーション・ミスマッチに起因する金利リスクは適切に管理されている。

機構は、全国の地方自治体向けに低利の長期資金を供給する主要な公的金融機関として、公共政策上重要な役割を担っているとS&Pはみている。また、機構は中小規模の地方自治体に資金を供給するセーフティネットとして機能している。地方自治体の資金調達に占める機構からの借り入れの比率は約15%と、海外の同様の機関に比べて低いものの、機構の市場地位は安定しているとS&Pは考える。これは、機構の貸し付け計画が総務省の策定する地方債計画に組み込まれていることに基づく。地方債計画において、機構は日本政府の財政投融资と並んで公的資金の供給主体としての役割を担っている。さらに、機

構は主として 10 年超の長期資金を供給している。

全国の地方自治体が機構の貸付先であるとともに機構の出資者でもあることから、機構は安定した顧客基盤を有すると S&P は考える。収益性は低下しているものの、機構の貸付業務において金利水準への感応度は限定的であり、貸し付け実績でみる顧客の定着度が高いことが機構に安定的な収益をもたらしている。全国の地方自治体向けの貸し付けは十分分散されていることから、収益源に特段高い集中はみられない。

機構は資産と負債のデュレーション・ギャップに起因する金利リスクをとっているため、同リスクを最小化するために資産と負債のデュレーションをマッチさせている多くの海外の同様の機関と比較すると、リスク管理上の弱みを抱えていると S&P は考える。ただし、一般勘定における 2.2 兆円の準備金や、デュレーション・ギャップを 2 年以下に抑える資産・負債管理（ALM）といったリスク管理によって、その弱みを相殺している。また、機構の経営陣とガバナンスは政府と密接な関係にあるとの S&P の見方も同リスクプロフィールの評価に反映させている。具体的な例としては、機構の貸付業務における信用リスクの管理にあたり、総務省が地方自治体の借り入れ申請や地方自治体が財政難に陥った場合の財政再建に関与していることが挙げられる。

機構が日本の地方自治体セクター向けの事業を行うことから生じる信用リスクは低いと S&P は考える。これは、中央政府の財政赤字と債務負担が積み上がり続ける一方で、地方自治体セクターでは制度の安定性と信用指標の改善に基づき、日本の地方自治体運営の制度的枠組みを安定的で予見可能と S&P がみていることを反映している。また、日本経済の耐久性が高いことを反映して、S&P は 2018 年 4 月にその評価を引き上げた。さらに、日本の銀行システム全体では資金調達構造は強固であり、規制当局による同システムの監視は慎重である一方、銀行間の激しい金利競争が同システムの安定性を脅かしている。日本の地方自治体の債務は減少傾向にあるものの、海外と比較して依然多く、同セクターのリスク評価のマイナス要因となっている。

財務リスクプロフィール: 自己資本基盤は強固であり、金利変動リスクに対する十分なバッファを有し、流動性は適切

- 機構の強固な自己資本基盤は、一般勘定の利益の積み上げによって支えられている。
- 準備金は、金利変動に起因する損失可能性に対する十分なバッファとなっている。
- 日本の厚みある、多様な資本市場への機構のアクセスは良好であり、適切な流動性を維持している。

機構は今後 2 年間、現在の資本政策のもとで強固な自己資本基盤を維持すると S&P はみている。2018 年 3 月期末時点のリスク調整後自己資本（RAC）比率は 13.6%、与信先の集中と分散を調整した後の同比率は 8.2%であった。一般勘定で利益が安定的に積み上がる一方で、管理勘定で貸付金の元利金回収が進むために貸付金残高は大幅に増加しないことで、同比率の改善が続くと S&P はみている。

機構は設立以来、貸付債権から貸付先のデフォルトによる損失が発生したことがなく、厳格な引き受け基準を維持している。しかし、貸し付けの期間は最長 40 年で、その大半を固定金利で供給している一方で、資金調達を主に固定金利の 10 年債の発行で行っていることから、デュレーション・ギャップを抱えており、海外の多くの同様の機関と異なり、金利リスクを抱えている。ただし、金利リスクに対するバッファとして一般勘定に 2.2

兆円の準備金を積み立てており、同準備金は金利変動による損失リスクを十分にカバーしていると S&P は考える。

機構は、日本で多様な投資家基盤を持ち、厚みのある、広範な国内資本市場において幅広い資金調達手段を有しているほか、グローバル市場でも定期的に債券を発行している。そのため、機構はそれぞれの市場で認知度が高い。一方、S&P による極めて強いストレスシナリオ（外部流動性へのアクセスの喪失、予定される新規貸し付けの実行に関わる想定を含む）における、機構の 1 年以内の流動性カバレッジ比率は 1.0 倍を下回る。しかし、S&P では、1) 地方債計画において中央政府が地方自治体への資金供給を機構とともに担っていることから、機構は新規貸し付けを減額する柔軟性を持つ、2) 機構の債務返済の一部が管理勘定における政府保証債であることが債券の償還による流動性への圧力を軽減している——とみていることにより、機構は極めて強いストレス下でも流動性を管理できるとみている。

必要時に日本政府から特別な支援が提供される可能性は「極めて高い」

- 機構に対し必要時に日本政府から特別な支援が提供される可能性が「極めて高い」との評価は、1) 政府にとっての機構の役割の重要性を「非常に重要」、2) 機構と政府の関係を「一体性が極めて強い」——と S&P が評価していることに基づく。

機構は、全国の地方自治体が防災事業などの国政上の課題に対応できるように低利の長期資金を供給する主要な公的金融機関として、また、自治体のインフラ整備事業の主要な資金供給主体として、非常に重要な役割を担うと S&P は考える。ただし、民間金融機関による代替可能性は機構の役割の重要性の制約要因となっている。

機構の出資者は全国の地方自治体であるものの、機構と日本政府との一体性が極めて強いという評価は、機構の貸付業務が総務省の地方財政計画のもとで規定される地方自治体への制度的な支援において不可欠であり、機構の貸し付け計画が地方債計画に組み込まれていることに基づく。

さらに、機構の管理勘定における資金調達は、日本政府の財政投融资計画に基づいて行われている。政府は、機構の 2017 年度の資金調達の 36%を保証している。政府は 2008 年 9 月末に機構の前身の公営企業金融公庫を廃止し、10 月 1 日付で地方自治体の出資により設立された機構に業務が継承されたものの、それ以降も両者の関係に変化はないと S&P は考えている。

地方公共団体金融機構：主要指標					
(十億円)	2018/3	2017/3	2016/3	2015/3	2014/3
事業ポジション					
総資産	24,756	24,786	24,643	24,524	24,101
貸付金(総額)	23,768	23,720	23,665	23,438	23,083
貸付金伸び率(%)	0.2	0.2	1.0	1.5	1.8
資金利益	155	164	174	183	194
営業経費	3	3	4	3	3
自己資本・リスクポジション					
総負債	24,488	24,545	24,427	24,351	23,959
修正後総資本	261	235	206	176	146
総資産/修正後総資本(倍)	94.9	105.7	119.4	139.2	165.0
集中と分散調整前 RAC 比率	13.6	N.A	N.A	N.A	N.A
集中と分散調整後 RAC 比率	8.2	N.A	N.A	N.A	N.A
グロス不良債権/貸付金(総額)	0	0	0	0	0
資金調達・流動性					
新規貸付を含む流動性比率(1年)	0.7	N.A	N.A	N.A	N.A
新規貸付を含まない流動性比率(1年)	1.2	N.A	N.A	N.A	N.A
資金調達比率(1年)	1.4	N.A	N.A	N.A	N.A

*RAC: リスク調整後自己資本、N.A.: 該当なし

格付けと評価スコア

発行体格付け	A+ / ポジティブ / A-1	
スタンダードアローン評価	a+	
エンタープライズ・リスクプロフィール	強い(strong)	(2)
公的セクター部門のカントリーリスク評価(PICRA)	強い(strong)	(2)
事業ポジション(Business Position)	強い(strong)	(2)
経営陣とガバナンス(Management & Governance)	適切(adequate)	(3)
財務リスクプロフィール	適切(adequate)	(3)
自己資本の充実度(Capital Adequacy)	強い(strong)	(2)
資金調達(Funding)	中立(neutral)	
流動性(Liquidity)	適切(adequate)	(3)
特別な支援	0	
政府系機関として享受する支援(GRE Support)	0	
グループによる支援(Group Support)	0	
追加的な要因	0	

関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

2018年5月22日付「Criteria | Governments | International Public Finance: Public-Sector Funding Agencies: Methodology And Assumptions」

2017年9月8日付「格付け規準 | 金融機関 | 一般: リスク調整後自己資本の枠組みによる評価の手法」

2017年5月23日付「一般格付け規準: 長期格付けと短期格付けの関係性に関する手法」

2015年11月12日付「一般格付け規準: 政府系機関の格付け: 手法と想定」

2009年12月8日付「格付け規準: クレジット・ウォッチとアウトルックの使用規準」

関連リサーチ

2018年5月24日付「公的セクター向け金融機関の格付け規準を公表、適用対象10機関の格付けに「UCO」

識別子を付記]

2018年5月22日付「Guidance | General Criteria: Assumptions For Liquidity Gap Analysis Under "Public-Sector Funding Agencies: Methodology And Assumptions"」

2018年5月22日付「Credit FAQ: A Closer Look At The New Public-Sector Funding Agencies Criteria」

格付けリスト

格付け据え置き

地方公共団体金融機構

A+ / ポジティブ / A-1 発行体格付け

A+ 長期優先債券

S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

S&P グローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けている S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（www.standardandpoors.co.jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2018 Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフトウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む）及びこれらのいかなる部分（以下「本コンテンツ」といいます。）について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービシズ・エル・エル・シーまたはその関連会社（以下、総称して「S&P」）による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバースエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人（以下、総称して「S&P 関係者」）はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P 関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏（過失であれその他の理由によるものであれ）、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P 関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P 関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別なし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失（損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません）に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&P の意見、分析、格付けの承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コン

テンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付け会社に対して、他国で発行された格付けを規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&P は、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P 関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&P は、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&P の特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&P は各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&P は、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&P は、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&P の公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.com および www.globalcreditportal.com で閲覧できるほか、S&P による配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。