

S&P Global Ratings

2009年8月4日

格付け規準: スタンダード&プアーズの格付けの定義を理解する

日本における問い合わせ先

山岡隆正、東京 電話 03-4550-8719

大洞聖子、東京 電話 03-4550-8704

*本格付け規準は2009年6月3日付英語版「Understanding Standard & Poor's Rating Definitions」を翻訳したものです。本文に付随する情報の一部は訳出を省略しています。それらの情報については英語版を参照してください。本和訳版は2017年5月30日に再公表したものです。

「S&P グローバル・レーティング (S&P Global Ratings)」が発行した本レポートに記載されている格付け規準は、S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社において採用されています。また、本格付け規準は、S&P グローバル SF ジャパン株式会社においても採用されています。

The criteria in this report issued by "S&P Global Ratings" is adopted by S&P Global Ratings Japan Inc.

This criteria is also adopted by S&P Global SF Japan Inc.

【編集注】本格付け規準は、随時更新の「S&P Global Ratings Definitions」(和訳版:「S&P の格付け定義等」)を引用しています。最新の格付け定義については同レポートの最新版を参照ください。

要旨

スタンダード&プアーズの信用格付けは、主として、債務者や債務の総合的な信用力について、相対的な序列を表すように意図されている。格付けは債務不履行の蓋然性について絶対的な水準を表す尺度ではない。信用力には、債務不履行の蓋然性のほか、(1) 支払いの優先順位、(2) (債務不履行時の) 回収見込み、(3) 信用度の安定性—といった要素が含まれている。

加えて、スタンダード&プアーズの格付け記号は、異なるセクターや異なる時期においても、債務者や債務に関して、概ね同じような水準の信用力を反映するようにしている。スタンダード&プアーズでは、セクターや地域、時期をまたいで、格付け水準の整合性が高まるように、格付け水準ごとにストレスシナリオを導入しようとしている。格付け規準が精緻化される際には、格付け水準の整合性を維持するうえで、このストレスシナリオは重要なツールとなる。ただし、ストレスシナリオは、格付けの定義の一部というわけではなく、また、格付け規準において唯一、もしくは最も重要な要素というわけでもない。

スタンダード&プアーズは、格付けの信頼性回復に向けた取り組みを進めている。その一例として、過去1年間に分析内容と格付けプロセスの透明性を高めるために数多くの施策を打ち出した。一例として、格付け変更の原因となりうる要因について論じる、「仮にこうなった場合どうなるのか」というシナリオ分析(「what-if」 scenario analyses)、スタンダード&プアーズが格付けの決定に用いている想定 of 明示的な議論、マクロ経済の

変化と継続的なパフォーマンスデータを踏まえて実施したいいくつかの資産クラスに対する格付け規準の変更を公表したことが挙げられる。

格付けに関してより多くの情報とデータを提供することで、市場参加者が、スタンダード&プアーズの格付け決定プロセスについて理解を深め、スタンダード&プアーズの評価に賛成するか、反対するかにかかわらず、格付けに対してどう行動するかを決めやすくなるだろう。

本稿は、スタンダード&プアーズの信用格付けの意味に関する市場参加者の理解を高めることを目的としている。正式な定義は一見、極めて単純に見えるが、そこには、信用力の包括的評価を構成する複数の要素が含まれている。

スタンダード&プアーズは、セクター間での格付けの比較可能性を維持することに努めている。そのために、すべての格付けを共通のデフォルトのパターン・指標に照らし合わせたり、リスク分析に際して共通のアプローチをとっている。さらなる透明性の向上に向けて、スタンダード&プアーズは今後、様々な経済ストレスシナリオ（付属資料Ⅳ参照）を導入していく。こうしたストレスシナリオをベンチマークとして導入することで、セクター間および時系列的な格付けの一貫性と比較可能性を高める方針である。付属資料には、各格付け水準に対応するストレスシナリオを掲載した。各格付けカテゴリーに格付けされた発行体や個別債務は、デフォルトに陥ることなく、当該格付けカテゴリーに応じたシナリオが想定する水準のストレスに耐えられることが必要である（ただし、マクロ経済がストレスのかかった状況になることで、大幅に格下げされる可能性はある）。

本稿は、格付けに対する投資家の理解を深め、格付けカテゴリーごとの信用力の意味をより明確にすることを目的としている。

スタンダード&プアーズの信用格付けの主な要素

信用力のランク付け

スタンダード&プアーズの信用格付けは、発行体と個別債務（「発行体」と「個別債務」の説明については付属資料Ⅰ参照）の信用力に関するフォワードルッキングな意見を表している。より具体的に言えば、スタンダード&プアーズの信用格付けは、信用力の相対的な序列（ランク付け）を示すものである。より高い格付けを得ている発行体や個別債務は、格付けがより低い発行体や個別債務より信用力が高いとスタンダード&プアーズは判断している（付属資料Ⅲに格付け定義の抜粋を掲載）。

信用力には複数の要素が含まれる。多くの要素を1つの計数に落とし込む算式はないものの、スタンダード&プアーズの信用格付けは、複数の要素が組み合わせられた信用力を一次元の単純な尺度で示される格付け記号に凝縮させようとするものである。実際、以下に述べるように、さまざまな要素の相対的な重要性は、状況によって異なりうる。

信用力という言葉は、債券などの金融債務の支払いが、その契約条件に従って行われる

かに目を向けたものである。一見すると、信用力という考え方は全く単純明確なものに思える。しかし、表面上の単純さを深く掘り下げていくと、実に多面的な性質が現れる。

信用力の最大の要素：デフォルトの蓋然性

スタンダード&プアーズは、デフォルトの蓋然性が信用力の核であると考えている。すなわち、債務を支払う能力と意思の両方を含めたデフォルトの蓋然性は、発行体や個別債務の信用力評価において、最も重要な要素である。したがって、発行体や個別債務に対する格付けが高ければ、他のすべての条件が同じならば、これらの発行体や個別債務がデフォルトに陥る蓋然性は、より低い格付けの発行体や個別債務よりも低くなるはずとのスタンダード&プアーズの見方を反映している。これは、格付けによって信用力をランク付けするというスタンダード&プアーズの目標と一致する。

スタンダード&プアーズはデフォルトの蓋然性のランク付けを重視しているものの、格付けカテゴリーを完全に相対性だけで捉えているわけではない。スタンダード&プアーズは、格付けカテゴリーが高くなるほど、より強い——したがって、発生確率のより低い——経済ストレスに耐えられる能力を要求する。最高位の格付けカテゴリーの発行体や個別債務には、真に極端で深刻なストレスを受けてもデフォルトに至らずに持ちこたえる能力が必要である。反対に、低めの格付けカテゴリーの発行体や個別債務は、あまり強くないストレスにも影響を受けやすい。(スタンダード&プアーズが格付けの比較可能性向上のために活用しようと考えている格付け水準ごとのストレスシナリオについては、付属資料 IV を参照されたい。付属資料 V には過去のストレスシナリオの事例を各格付け水準に結びつけて示した。)

ストレスの絶対的な水準に目を向けるのは、異なる種類の証券、異なる時期、異なる通貨、異なる地域間での格付けの比較を可能にするための方策の一部である。すなわち、スタンダード&プアーズは、格付け記号が常にほぼ同じ水準の信用力に相当するものとなるように配慮している。したがって、スタンダード&プアーズがある格付け記号を付与した場合には、たとえ発行体の種類や債務の種類が異なっても——例えば、カナダの鉱山会社や日本の金融機関、ウィスコンシンの学区、英国のモーゲージバック証券、ソブリンなど——信用力がほぼ同水準であることを示そうとしていることになる。

スタンダード&プアーズは、セクター間および時系列的な格付けの比較可能性を高めるための格付け規準調整に、付属資料 IV に示した仮想のストレスシナリオをベンチマークとして用いるつもりである。シナリオは格付けの定義の一部とはならない。シナリオを主要因に格付け規準を変更することもない。しかし、シナリオは格付け規準を調整するための重要なツールであり、セクター間や時系列的な比較可能性を維持する一助となる。つまり、スタンダード&プアーズは、定量的、定性的な要因を異なる格付けカテゴリーと関連付けるプロセスにおいてストレスシナリオを考慮することになる。例えば、事業会社の場合には、格付けカテゴリーごとの負債比率や収益性の水準を検討する際に、ストレスシナリオを（現時点で考慮しているその他すべてと併せて）考慮する。同様に、ストラクチャード・ファイナンスの個別債務については、異なる格付けカテゴリーごとの信用補完の水準を検討する際に、ストレスシナリオを考慮する。

シナリオは各格付けカテゴリーに対応する、仮想のストレスの状況を表している。各格付けカテゴリーのシナリオは、そのカテゴリーの格付けを得ている発行体や個別債務がデフォルトに陥ることなく耐えられるとスタンダード&プアーズが予想するストレスの水準を反映している（ただし、デフォルトに近い水準まで格下げになる可能性はある）。重要なのは、スタンダード&プアーズの格付け規準においても、個々の格付けを付与するうえでも、シナリオがセクターおよび会社固有のリスク要因の分析に取って代わるものではないということだ。むしろ、シナリオはそうした要因に加えて利用する。スタンダード&プアーズは、ストレスシナリオの導入自体が、短期的に多数の格付け変更につながるとは考えていない。つまり、格付け規準の改定に伴い、長期的には格付けの変更は発生するものの、ストレスシナリオの導入自体が、追加的な格付け変更や格付け変更の幅の拡大の原因になることはないと考えている。

しかし、個々の仮想経済シナリオについてその生起確率を特定することはしない。したがって、各格付けカテゴリーにおいて具体的なデフォルト確率を特定することはしない。反対に、景気循環の後退局面、拡張局面においては、すべての格付けカテゴリーの実績デフォルト率が上下することを認識している（注記 1 参照）。また、一般に、景気後退局面がすべてのセクターと地域に同程度のストレスをもたらすわけではない。したがって、格付けが同程度の異なるセクターの発行体のデフォルト率が近い水準に収斂するのは、極めて長期間（数回の景気循環を含む期間など）を経たのちに限られると考えられる。これらの観測結果は、スタンダード&プアーズが将来的に格付け規準や分析をさらに変更する手がかりとなる。

信用力の二次的な要素

デフォルトの蓋然性のほかにも格付けに影響することのある要素がある。例えば、そうした要素の 1 つが、デフォルト後に債務が支払われる優先順位である。スタンダード&プアーズの格付けには、支払いの優先順位の影響が非常に分かりやすい形で反映されている。ある企業が優先債務と劣後債務の両方を発行していれば、スタンダード&プアーズは通常、劣後債務により低い格付けを付与する。ほとんどの発行体において、優先債務と劣後債務のデフォルトの蓋然性はまったく同一である。なぜなら、発行体が倒産したときには、両方が同時にデフォルトに陥るからである。さらに、持ち株会社の債務が事業子会社の債務に対して「構造的に劣後」する例もある<詳細は 2008 年 4 月 15 日付「2008 Corporate Ratings Criteria: Rating Each Issue」（和訳版：2013 年 6 月 28 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般：事業会社の格付け規準：個別債務の格付け）」を参照>。

もう 1 つの二次的な要素は、債務がデフォルトとなった場合に、投資家が受け取ると予想される回収額である。例えば、一部の金融機関の個別債務格付けと、「ダブル B 格」以下の事業会社の個別債務格付けは、デフォルト後の予想回収率に応じた調整を反映している。<詳細は 2008 年 4 月 15 日付「2008 Corporate Ratings Criteria: Rating Each Issue」（和訳版：2013 年 6 月 28 日付「格付け規準 | 事業会社 | 一般：事業会社の格付け規準：個別債務の格付け）」を参照>（注記 2 参照）

3 つめに挙げられるのは、信用力の安定性である。一部の種類の発行体や個別債務は、デフォルトに至るまでの期間、信用力が徐々に低下する傾向を有する。別の発行体や個別債務においては、状況の急な悪化や突発的なデフォルトが起きやすいかもしれない。つまり、一部の種類の発行体や個別債務はデフォルト前にその兆候が現れやすい一方、他の発行体や個別債務においてはそうした兆候が事前に現れにくい。また、一部の種類の発行体や債務では、経済・事業環境が変化することによって、デフォルト確率が急変化することがある一方、他の発行体や債務では環境変化に対するデフォルト確率の感応度はそれほど高くないかもしれない。これらの違いはいずれも、「信用力の安定性」という言葉で表現される。安定性の度合いの違いは、信用力の違いとなる<2008年10月15日付英文リポート「Standard & Poor's To Explicitly Recognize Credit Stability As An Important Rating Factor」(和訳版:2008年10月28日付「信用力の安定性を格付けの要素に追加」)参照>。

信用力という概念は複雑であり、さまざまな要素を組み合わせることで1つの包括的な評価を決定するための公式は存在しないものの、格付け規準ではこれらの要素を織り込むための指針を示している。支払いの優先順位と回収率は、発行体格付けよりも個別債務格付けにおいて、より頻繁に考慮される。また、デフォルトの蓋然性が高まる(すなわち、格付けの水準が下がる)のに伴い、支払いの優先順位と回収の重要性が高まる。対照的に、デフォルトの蓋然性が低くなる(すなわち、格付けの水準が高くなる)のに伴い、信用力の安定性の重要性が高まる。加えて、市場の状況や経済環境の変化によって、これらの要素の重要性が高まったり、低下する。さまざまな種類の発行体や個別債務の格付け規準において、支払いの優先順位、回収率、信用力の安定性の要素が分析にどのように織り込まれるかが詳細に説明されている。

スタンダード&プアーズの信用格付けはフォワードルッキングなものである。すなわち、格付けは将来に関する意見を表している。実際に、格付けが示すもの——すなわち信用力——は、まさに将来に関するものである。格付けの尺度の中で最下位の範囲にある格付けにおいては、その格付けを付与された発行体や個別債務が景気の振幅に脆弱であるとのスタンダード&プアーズの見方が反映されており、したがって、見通しを立てる期間は通常より短く、格付けが特定の経済見通しや予測を反映している場合もある。反対に、最上位の範囲にある格付けにおいては通常、見通しを立てる期間はより長く、短期的な見通しや予測を反映する度合いは小さい。その代わりに、実現の可能性が低い(または非常に低い)将来のシナリオの下で何が起きそうかをより重視している。

景気循環や信用サイクルにおける変動のなかで格付け先の発行体や債務の信用力が上下するのに伴い、格付けも変化するだろう。信用力は常に変動しうるものであり、それを捉えるために、スタンダード&プアーズでは格付けのサーベイランスを継続的に行っている。信用力が変化した場合、サーベイランスに基づき、格上げ、格下げ、据え置きなど、適切と判断した格付けアクションを迅速にとるようにしている。スタンダード&プアーズは、格付け自体とともに、はっきりとした格付け根拠を公表することで、分析の根拠を説明しようと努力している。多くの場合、個々の格付けの根拠を説明するだけでなく、格付け変更を引き起こしうる将来の状況の変化についても論じている。

格付けパフォーマンスの測定

先に述べたように、スタンダード&プアーズの格付けの主な目的は、発行体や個別債務の相対的な信用力をランク付けすることである。したがって、格付けのパフォーマンスを評価するための主な基準となるのは、あるテスト期間（通常は1年間）にデフォルト率が格付けのランクといかに整合していたか、ということである。すなわち、格付けが意図したとおりのパフォーマンスを見せた場合、あるテスト期間における格付けがより高い証券のデフォルト率は格付けがより低い証券より低いはずである。

格付けパフォーマンスの調査においては、債券市場の主要各部門（社債、ストラクチャード・ファイナンス、公債など）でのデフォルト率は一部例外を除いて格付けが高いほど明確に低くなっていることが示されている。しかし、前述のとおり、景気循環はすべての地域とすべての市場セグメントに、同時に同程度のストレスを与えるとは限らない。そのため、スタンダード&プアーズは、格付けを比較可能とすることを目指しているものの、地域間、市場セグメント間でのデフォルト率については、整合性はそのぶん低くなると考えている。実際に異なる市場の格付けが同水準の発行体や債務の長期的なデフォルト率がほぼ同水準に収斂するのは、極めて長い期間（数回の景気循環を含む期間）を経た後に限られるだろう。

サンプル数が少ない場合にも、実績デフォルト率の測定に制約が生じることがある。格付け先の発行体や債務の数が少ないサブセクター間のデフォルト率の比較は、サンプル数の少なさや固有の要因のために難しい場合がある。

最も重要なランク付けの評価以外に、スタンダード&プアーズは、格付けに信用力の二次的な要素が効果的に織り込まれているかどうかを検証する。具体的には、一定のテスト期間における各格付けカテゴリーのデフォルト率が、過去の経済環境や財政状況が類似した時期に観測されたデフォルト率より高いか低いかを精査する。格付けの遷移と突然のデフォルトを調査し、格付けに信用力の安定性がどの程度反映されていたかを検証する。同様に、デフォルト後の回収状況を調査し、格付けに回収の見込みが反映されていたかどうかを評価する。ただし、これら二次的要素の評価は、格付けのパフォーマンスの最終的な評価に影響を与えるものではなく、最重視するのはやはりランク付けの結果である。

結論

スタンダード&プアーズの格付けは、発行体や個別債務の相対的な信用力についてのフォワードルッキングな意見を表している。信用力は多面的な概念である。スタンダード&プアーズは、デフォルトの蓋然性を信用力において最も重要な要素と考えている。格付け定義を適用したり、格付け規準を改定したり、個々の発行体や個別債務に格付けを付与する際には、デフォルトの蓋然性のランク付けを最も重視している。

また、格付けを比較可能なものとするための取り組みの一環として、デフォルト率の絶対的な水準も補足的に考慮している。深刻度の異なる「ストレステスト」や「シナリオ」を格付けカテゴリーに結びつけることで、デフォルト率の絶対的な水準を間接的に考慮す

ることになると考えられる。スタンダード&プアーズは、デフォルト率が常に一定の水準で推移するとは考えていない。デフォルト率はすべての格付けカテゴリーにおいて、経済状況の変化に応じて上下すると考えている。

デフォルトの蓋然性のほかに、支払いの優先順位、回収、信用力の安定性といった信用力の二次的な側面も考慮する。これらは様々な格付け規準を改定する際に、どのように格付け定義を適用するかという極めて重要な要素となりうる。

しかし、格付けのパフォーマンスを評価するための調査を実施する際には、実績デフォルト率の相対的なランク付けという基本に戻る。デフォルト率の絶対的な水準や二次的な要素を測定し、公表する場合があるが、パフォーマンスの評価で最も重視しているのは常に、ある一定期間におけるデフォルト率の相対的なランク付けである。

注記

- (1) スタンダード&プアーズは通常、高い格付け水準の発行体や個別債務を分析する際には、分析の対象期間を長くしている。しかし、それでも景気循環の影響が完全に排除されるわけではない(実際のデフォルト率が時間とともにどのように変化するかについては、付属資料Ⅱ参照)
- (2) 公表済みの格付け規準のレポートで説明しているように、回収率は一部の格付けの1要素となりえるが、スタンダード&プアーズの格付けは予想損失率 (Expected loss) を示すことを意図していない。

付属資料 I

発行体格付け、個別債務格付け、その他の格付け商品

スタンダード&プアーズの格付けには、発行体に関するものと、個々の証券や債務に関するものがある。両者の定義は付属資料Ⅲに示した。

簡潔に言えば、発行体格付けは、金融債務を履行する発行体の総合的な能力と意思を示す。具体的には、大抵は、無担保優先債務を履行する発行体の意思と能力に該当する。持ち株会社と主要事業子会社など、企業グループ内の異なる法人に対する発行体格付けは、持ち株会社の事業子会社に対する構造的劣後を反映する場合があります、その場合、通常は持ち株会社に低い格付けが付与される。

一方、個別債務格付けは特定の金融債務や、特定の種類の金融債務、または特定の金融プログラム (ミディアムターム・ノートやコマーシャルペーパーを含む) に関するものである。個々の債務の格付けは、1) 担保の存在、2) 明示的な劣後性、3) 支払いの優先順位や予想回収率、信用力の安定性に影響を及ぼすその他の要因—に基づいて、発行体の格付けにプラスあるいはマイナスの調整を加えたものとなる場合がある。

加えて、スタンダード&プアーズは特定の用途に向けた格付け商品を数多く提供してい

る。例えば、1) 回収率格付け、2) マネー・マーケット・ファンドの元本の安定性を示す格付け、3) 債券ファンドの信用力格付け、4) ナショナル・スケール格付け—などである。これらの格付けの説明は、スタンダード&プアーズの情報サービス商品 (www.ratingsdirect.com) とウェブサイト (www.sandp.com) にて閲覧可能である<訳注：日本語の説明は日本語情報サービス商品 (www.researchonline.jp) とウェブサイト (www.standardandpoors.co.jp) で閲覧可能>。

付属資料Ⅱ

時間の経過に伴うデフォルト率の変動性

信用格付けのパフォーマンスの調査では、各格付けカテゴリーの発行体（または個別債務）のデフォルト率に関してさまざまな統計を提供している。利用者によっては、各格付けカテゴリーの1年間の平均デフォルト率に注目し、平均値の年ごとの変動はほとんど無視することもある。また、過去の平均デフォルト率が各格付けカテゴリーの債務の「デフォルトの確率」を表すという誤解も見受けられる。しかしながら、表1と表2に示したとおり、デフォルト率は年ごとに大きく変わることがあり、ある年のデフォルト率が平均から大きく乖離する場合もある。調査期間中に観測された最も高いデフォルト率が、同期間の平均水準を大きく上回ることもある。端的に述べると、特に調査期間が短かったり、格付け先ユニバースの中でも限られたセグメントに関係する場合には、特定の発行体や債務のデフォルト率をその格付けに基づいて予想するために過去のデフォルト統計を用いるのは適切でない。

表1:世界の企業部門の1年間の格付け別デフォルト率(1981年—2008年)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC からC
1981 (年)	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	3.28	--	--
1982	--	--	--	--	--	0.33	--	--	0.68	--	--	2.86	7.04	2.22	2.33	7.41	21.43
1983	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1.33	2.17	--	1.59	1.22	9.80	4.76	6.67
1984	--	--	--	--	--	--	--	--	1.40	--	--	1.64	1.49	2.13	3.51	7.69	25.00
1985	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1.64	1.49	1.33	2.59	13.11	8.00	15.38
1986	--	--	--	--	--	--	0.78	--	0.78	--	1.82	1.18	1.12	4.65	12.16	16.67	23.08
1987	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.83	1.31	5.95	6.82	12.28
1988	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	2.33	1.98	4.50	9.80	20.37
1989	--	--	--	--	--	--	--	0.90	0.78	--	--	--	1.98	0.43	7.80	4.88	31.58
1990	--	--	--	--	--	--	--	0.76	--	1.10	2.78	3.06	4.46	4.87	12.26	22.58	31.25
1991	--	--	--	--	--	--	--	0.83	0.74	--	3.70	1.11	1.05	8.72	16.25	32.43	33.87
1992	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.72	14.93	20.83	30.19
1993	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1.92	--	1.30	5.88	4.17	13.33
1994	--	--	--	--	0.45	--	--	--	--	--	--	0.86	--	1.83	6.58	3.23	16.67
1995	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.63	--	1.55	1.11	2.76	8.00	7.69	28.00
1996	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.86	0.65	0.55	2.33	3.74	3.92	4.17
1997	--	--	--	--	--	--	--	0.36	0.34	--	--	--	0.41	0.72	5.19	14.58	12.00
1998	--	--	--	--	--	--	--	--	0.54	0.70	1.29	1.06	0.72	2.57	7.47	9.46	42.86
1999	--	--	--	0.36	--	0.24	0.27	--	0.28	0.30	0.54	1.33	0.90	4.20	10.55	15.45	32.35
2000	--	--	--	--	--	0.24	0.56	--	0.26	0.88	--	0.80	2.29	5.60	10.66	11.50	34.12
2001	--	--	--	--	0.57	0.49	--	0.24	0.48	0.27	0.49	1.19	6.27	5.94	15.74	23.31	44.55
2002	--	--	--	--	--	--	--	1.11	0.65	1.31	1.50	1.74	4.62	3.69	9.63	19.53	44.12
2003	--	--	--	--	--	--	--	--	0.19	0.52	0.48	0.94	0.27	1.70	5.16	9.23	33.13
2004	--	--	--	--	--	0.23	--	--	--	--	--	0.64	0.76	0.46	2.68	2.82	15.11
2005	--	--	--	--	--	--	--	--	0.17	--	0.36	--	0.25	0.78	2.59	2.98	8.87
2006	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.36	--	0.48	0.54	0.78	1.58	13.08
2007	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.30	0.23	0.19	--	0.88	14.81
2008	--	--	0.43	0.40	0.31	0.21	0.58	0.18	0.59	0.71	1.14	0.63	0.63	2.97	3.29	7.02	26.53
平均値	--	--	0.02	0.03	0.05	0.06	0.08	0.16	0.28	0.28	0.68	0.89	1.53	2.44	7.28	9.97	22.67
中央値	--	--	--	--	--	--	--	--	0.08	--	0.18	0.83	0.86	2.06	6.27	7.69	22.25
最低値	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
最高値	--	--	0.43	0.40	0.57	0.49	0.78	1.11	1.40	1.33	3.70	3.06	7.04	8.72	16.25	32.43	44.55
標準偏差	--	--	0.08	0.10	0.14	0.13	0.20	0.32	0.36	0.43	0.96	0.84	1.83	2.02	4.51	7.82	11.93

* 金融機関と金融以外の企業の格付けを含む。「--」はゼロを意味する。

表2:世界のストラクチャード・ファイナンスの1年間の格付け別デフォルト率(1978年-2008年)

	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	A-	BBB+	BBB	BBB-	BB+	BB	BB-	B+	B	B-	CCC からC
1978 (年)	--	na	na	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1979	--	na	--	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1980	--	na	--	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1981	--	na	--	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1982	--	na	--	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1983	--	--	--	na	na	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1984	--	--	--	--	--	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1985	--	--	--	--	--	--	--	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1986	--	--	--	--	--	--	--	na	na	na	na	na	na	na	na	na	na
1987	--	--	--	--	--	--	--	na	--	na	na	na	na	na	na	na	--
1988	--	--	--	--	--	--	--	na	--	--	57.14	na	na	na	na	na	--
1989	--	--	--	--	--	--	--	na	--	--	--	na	na	na	na	--	--
1990	--	--	--	--	--	--	--	na	--	--	--	na	--	na	--	--	--
1991	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	na	--	na	--	--	--
1992	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	na	--	na	--
1993	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	6.25	na	--
1994	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	1.85	--	--
1995	--	--	--	--	--	--	--	--	0.43	--	--	0.98	--	--	0.95	--	52.63
1996	--	--	--	--	--	0.15	--	--	--	--	--	0.61	12.50	na	--	--	31.03
1997	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	20.69
1998	--	--	--	--	--	1.04	0.91	--	0.19	--	--	1.03	--	--	2.34	--	22.58
1999	--	--	--	--	--	--	0.77	--	--	0.39	--	--	--	--	1.54	--	19.35
2000	--	--	--	--	--	--	--	--	0.11	--	--	0.61	--	--	2.19	--	5.26
2001	0.05	--	--	--	--	0.12	--	2.22	--	0.86	0.83	0.55	0.91	2.00	2.69	3.27	26.87
2002	--	--	0.06	--	0.27	0.14	--	1.77	0.19	0.70	1.26	2.03	1.12	2.50	3.60	23.24	27.03
2003	--	--	--	--	0.19	0.03	0.16	0.20	0.60	0.50	0.75	0.84	1.43	3.28	1.64	5.15	32.58
2004	--	--	--	--	--	--	--	--	0.16	0.17	0.50	0.81	0.29	0.79	2.23	3.56	13.79
2005	--	--	--	--	--	--	--	--	0.08	0.06	0.15	0.14	0.45	0.33	1.34	2.53	16.08
2006	--	--	--	--	--	--	--	--	0.06	0.20	--	0.33	0.36	0.26	0.36	1.42	19.18
2007	0.04	0.03	0.07	0.08	--	0.10	0.21	0.48	0.47	1.27	5.07	1.61	1.53	0.68	1.55	1.47	24.11
2008	0.53	0.35	0.57	1.15	1.15	0.87	1.42	2.27	1.26	3.45	5.60	4.21	5.07	8.53	12.84	10.28	56.92
平均値	0.02	0.01	0.02	0.05	0.06	0.08	0.14	0.37	0.16	0.38	3.56	0.81	1.24	1.22	2.18	2.83	16.73
中央値	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	0.61	--	0.26	1.55	--	17.63
最低値	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
最高値	0.53	0.35	0.57	1.15	1.15	1.04	1.42	2.27	1.26	3.45	57.14	4.21	12.50	8.53	12.84	23.24	56.92
標準偏差	0.09	0.07	0.10	0.23	0.23	0.24	0.35	0.76	0.29	0.78	12.39	1.02	2.90	2.20	2.93	5.59	16.60

*本表の計算では、同じ案件のもとで付与した「トリプルA」の格付けは1つの格付けのみとみなす。「na」はデフォルト率を計算するためのデータが入手不可、「-」はゼロを意味する。

付属資料 III

スタンダード&プアーズの格付け定義からの抜粋

発行体格付けの定義

発行体格付けは、債務者が債務を履行する総合的な能力（信用力）についての現時点での意見を示すものである。発行体格付けは、債務を期日通りに履行する債務者の能力と意思とに焦点を当てたものである。発行体格付けは、ある特定の債務の種類や条件、倒産や清算の際の順位付け、法律上の優先的な地位、その債務の合法性や強制力は勘案しておらず、特定の債務に対するものではない。さらに、保証や保険、その他の信用補完策を提供しているものの信用力についても勘案していない。発行体格付けは、証券の購入、売却、または保有を奨めるものではなく、また、時価や特定の投資家に対するその証券の適合性について言及するものでもない。

カウンターパーティ格付け、会社格付け、およびソブリン格付けはすべて発行体格付けである。

発行体格付けは、債務者から提供された、またはスタンダード&プアーズが信頼に足ると判断した他の情報源から入手した直近の情報に基づいている。スタンダード&プアーズ

は、いかなる格付けの決定に際しても、会計監査を行うことはなく、また、場合によっては監査を受けていない財務情報を利用することもある。情報の内容が変化したり、その入手ができなくなった場合、あるいはその他の状況により、発行体格付けは変更、保留、あるいは取り下げになることがある。発行体格付けには長期と短期がある。短期の発行体格付けは、その債務者の短期的な信用力を反映するものである。

長期発行体格付け

AAA 債務を履行する能力は極めて高い。スタンダード&プアーズの最上位の発行体格付け。

AA 債務を履行する能力は非常に高く、最上位の格付け（「AAA」）との差は小さい。

A 債務を履行する能力は高いが、上位2つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化からやや影響を受けやすい。

BBB 債務を履行する能力は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性がより高い。

「BB」、「B」、「CCC」、「CC」に格付けされた発行体は投機的要素が強いとみなされる。この中で「BB」は投機的要素が最も低く、「CC」は投機的要素が最も高いことを示す。これらの発行体は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の大きさや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある。

BB より低い格付けの発行体ほど脆弱ではないが、事業環境、財務状況、または経済状況の悪化に対して大きな不確実性、脆弱性を有しており、状況によっては債務を期日通りに履行する能力が不十分となる可能性がある。

B 現時点では債務を履行する能力を有しているが、「BB」に格付けされた発行体よりも脆弱である。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合には債務を履行する能力や意思が損なわれ易い。

CCC 債務者は現時点で脆弱であり、その債務の履行は、良好な事業環境、財務状況、および経済状況に依存している。

CC 債務者は現時点で非常に脆弱である。

R 財務上の問題が理由で規制当局の監督下に置かれている債務者に付与される。規制当局の監督下にある間は、当局が特定の種類の債務について他の債務より支払いを優先させたり、ある債務を履行させて他の債務を履行させない権限を持つことがある。特定の債務や特定の種類の債務に対する規制当局の監督の影響の詳細は、個別債務格付けの説明を参照されたい。

SD および **D** 債務の少なくとも一部（格付けの有無を問わない）が予定期日に履行されなかったことを示す。「D」は、債務者が全面的に債務不履行デフォルトに陥り、すべて、または実質的にすべての債務について期日に支払を行わないとスタンダード&プアーズが判断する場合に付与される。「SD（Selective Default：選択的債務不履行）」は、債務者がある特定の債務または特定の種類の債務を選択して不履行としたものの、その他の債務については期日通りに支払いを継続するとスタンダード&プアーズが判断する場合に付与される。選択的債務不履行には、切迫した状況での債務交換が完了し、それにより1つまたは複数の金融債務が額面を下回る金額で、現金で買い戻されたか、または他の証券に交換された場合が含まれる。特定の債務や特定の種類の債務に対する規制当局の監督の影響の詳細は、スタンダード&プアーズの個別債務格付けの説明を参照されたい。

個別債務格付けの定義

スタンダード&プアーズの個別債務格付けは、ある特定の債務、特定の種類の債務、または特定の金融プログラムについての、債務者の信用力に関する現時点での意見を示すものである。メディアムターム・ノート・プログラムに対する格付けとコマーシャルペーパー・プログラムに対する格付けは、個別債務格付けの一種である。個別債務格付けには、保証や保険、その他の信用補完策を提供しているものの信用力、およびその債務がどの通貨建てかという点も考慮されている。この意見は金融債務の支払期日が到来した時点でそれを履行する債務者の能力と意思を評価するものであるとともに、担保や劣後性など、債務不履行に陥った場合の最終的な支払いに影響しうる条件を評価する場合もある。個別債務格付けは、証券の購入、売却、または保有を奨めるものではなく、また、時価や特定の投資家に対するその証券の適性について言及するものでもない。

個別債務格付けは、債務者から提供された、またはスタンダード&プアーズが信頼に足ると判断した他の情報源から入手した直近の情報に基づいている。スタンダード&プアーズは、いかなる格付けの決定に際しても、会計監査を行うことはなく、また、場合によっては監査を受けていない財務情報を利用することもある。情報の内容が変化したり、その入手ができなくなった場合、あるいはその他の状況により、個別債務格付けは変更、保留、あるいは取り下げになることがある。

個別債務格付けには長期と短期がある。短期格付けは、該当する市場で短期とみなされる債務に付与される。短期格付けは、長期債務に付されたプット・オプションに関する債務者の信用力を表すためにも使われる。その結果、プット・オプション付きの債券にはプット部分に対する短期格付けと、通常の長期格付けが二重に付与される。メディアムターム・ノートには、長期格付けが付与される。

長期個別債務格付け

長期個別債務格付けは、比重は一律ではないものの、以下の要素を考慮している。

- 債務履行の可能性-債務の諸条件に従ってその金融債務を履行する債務者の能力と意思
- 債務の種類と条件
- 倒産法制やその他債権者の権利に影響しうる法律に基づく破産、会社更生などの手続きがあった場合の債権保護の内容と債券の相対的地位

個別債務格付けはデフォルトリスクの評価であるとともに、デフォルト時の相対的な優先順位や最終的な回収に関する評価を織り込む場合もある。劣後性のある債務は破産時の返済順位が低いため、通常は優先債務より低く格付けされる（このような差は、発行体が優先債務と劣後債務の両方を有している場合、担保付債務と無担保債務の両方を有している場合、または事業会社と持ち株会社の両方の債務を有している場合に該当する）。

AAA 当該債務を履行する債務者の能力は極めて高い。スタンダード&プアーズの最上位の個別債務格付け。

AA 当該債務を履行する債務者の能力は非常に高く、最上位の格付け（「AAA」）との差は小さい。

A 当該債務を履行する債務者の能力は高いが、上位 2 つの格付けに比べ、事業環境や経済状況の悪化からやや影響を受けやすい。

BBB 当該債務履行のための財務内容は適切であるが、事業環境や経済状況の悪化によって当該債務を履行する能力が低下する可能性がより高い。

「BB」、「B」、「CCC」、「CC」、「C」に格付けされた債務は投機的要素が強いとみなされる。この中で「BB」は投機的要素が最も低く、「C」は投機的要素が最も高いことを示す。これらの債務は、ある程度の質と債権者保護の要素を備えている場合もあるが、その効果は、不確実性の大きさや事業環境悪化に対する脆弱さに打ち消されてしまう可能性がある。

BB 他の「投機的」格付けに比べて債務が不履行になる可能性は低いが、事業環境、財務状況、または経済状況の悪化に対して大きな不確実性、脆弱性を有しており、状況によっては当該債務を履行する能力が不十分となる可能性がある。

B 債務者は現時点では当該債務を履行する能力を有しているが、当該債務の履行にかかる不確実性は「BB」に格付けされた債務よりも高い。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合には、当該債務を履行する能力や意思が損なわれ易い。

CCC 当該債務の履行について現時点で不確実性が高く、債務の履行は、良好な事業環境、財務状況、および経済状況に依存している。事業環境、財務状況、または経済状況が悪化した場合に、債務者が当該債務を履行する能力を失う可能性が高い。

CC 当該債務の履行について現時点で不確実性が非常に高い。

C 当該債務の履行について現時点で不確実性が非常に高い場合や、契約条件に基づき支払いが繰り返されている場合、発行体が倒産申請あるいはそれに類似した手続きを取っているにもかかわらず当該債務に支払いの不履行が発生していない場合に「C」が付与される。また、優先株式や劣後債務、そのほかの債務で、発行条件に基づき現金支払いが停

止されているものにも「C」が付与されることがある。優先株式で、そのすべてまたは一部について切迫した状況での債務交換が提示され、額面価格を下回る金額で現金で買い取られるか他の債務と交換される予定であるものにも「C」が付与されることがある。

D 当該債務は不払いとなっている。「D」は、当該債務の支払いが期日通り行われない場合に用いられる。支払猶予期間中であっても、支払猶予期間中に支払いが行なわれないとスタンダード&プアーズが判断した場合には、「D」が用いられる。また、倒産手続きの申請などが行われ、当該債務の支払いが危ぶまれる場合にも用いられる。切迫した状況での債務交換が完了し、それにより当該債務が額面を下回る金額で、現金で買い戻されたり、他の証券に交換された場合にも、当該債務の格付けは「D」に引き下げられる。

付属資料 IV

格付けの比較可能性を高めるためのストレスシナリオの例

本項には、格付けの比較可能性を高めるために用いる仮想のストレスシナリオを掲載している。スタンダード&プアーズでは、セクター間の格付け比較可能性と時系列の格付け比較可能性を高めるために格付け規準を調整する際のベンチマークとして、これらのシナリオを用いる。シナリオは格付け定義の一部とはならず、シナリオを主要因に格付け規準を変更することもない。しかし、シナリオは格付け規準を調整するための重要なツールであり、セクター間や時系列的な比較可能性を維持する一助となる。

各シナリオは概ね、「トリプルA格」から「シングルB格」までの格付けカテゴリーの1つに対応している。ある格付けカテゴリーのシナリオは、その格付けカテゴリーの発行体や個別債務がデフォルトに陥ることなく耐えうるとスタンダード&プアーズが想定するストレスの水準を反映している。これは、格付け先の発行体や債務が格下げとならないことを意味するものではない。むしろ、ストレスが「強い」、「非常に強い」、「極めて強い」とされる状況が発生した場合、格付け先の発行体や個別債務の多くが格下げになる可能性が高い。そのようなシナリオや類似のシナリオ下において絶対にデフォルトが生じないという趣旨でもない。

シナリオは「良好な状況」を出発点とし、そこからかなり早いスピードで経済状況が悪化することを想定している。最初の状況があまり良好でない場合、それに相応して、より厳しいシナリオが求められる。したがって、シナリオは、すべての経済環境において普遍的に適用される格付け定義の一部ではない。例えば、ある発行体が「トリプルA」の格付けを取得しようとするれば、当該発行体は、検討時点での実際の状況下で金融債務を履行する「極めて強い」能力を備えていなければならない。最初の状況が良くなければ、当該発行体は「極めて」大幅な悪化に耐える能力を有していなければならない。

さらに、以下の各シナリオはある水準でのストレスの一例を示しているに過ぎない。当然ながら、ストレスの種類は、様々なファクターの組み合わせに応じてほぼ無限であり、それによってストレスの強さや長さも異なりうる。実際に、現実の世界では、衝撃的な事象（ショック）が連続して発生することがある（大恐慌はその一例である）。

ここに挙げたストレスシナリオは主に経済が高度に発達した国（米国、日本、オーストラリアなど）の発行体や個別債務を想定している。しかし、先進国においても、ある国の失業率が景気拡大期にもかかわらず国際平均を上回るなど、個々の国の構造的な差異があるため、シナリオを調整する必要がある場合がある。例えば、EU 諸国の平均失業率は、米国の失業率を約 3%ポイント上回る傾向にある。発展途上国では GDP 成長率と失業率がかなり短期間に大きく変動することがあるため、より大幅な調整が必要となるだろう。さらに、発展途上国においてソブリン格付けを上回る格付けを付与する場合の規準は、ソブリン自体がデフォルトに至るシナリオを反映してはならない。

したがって、以下のシナリオは、スタンダード&プアーズがセクター間の格付けの比較可能性を高めるために主なベンチマークとして用いるものであるが、スタンダード&プアーズがこれらのシナリオしか考慮していないと誤解してはならない。むしろ、シナリオは経済状況によって（前述のとおり）、または地理的な要因やセクター固有の要因によって、必要に応じて調整される。

一般的な経済ストレスとは別に、発行体や個別債務、特に格付けが低水準（「ダブル B 格」と「シングル B 格」）の先は、経済が良好な時でさえ、セクターや発行体に固有の特質や事象により、デフォルトに至ることがある。したがって、低い格付けにもストレスシナリオを織り込むからといって、そうしたストレスシナリオが現実のものとならない限り、低い格付けからもデフォルトが生じないという意味にはならない。

「AAA」のストレスシナリオ

「トリプル A 格」に格付けされる発行体や個別債務は、極めて強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオに該当する、歴史的な事例としては、米国の大恐慌がある。当時、米国では実質 GDP は 1929 年から 1933 年までの間に 26.5%減少し、失業率は 1933 年に 24.9%でピークに達し、1932 年から 1935 年まで 20%を上回っていた。鉱工業生産は 1929 年から 1932 年までに 47%、住宅着工件数は同期間に 80%、それぞれ減少した。株価（ダウ工業平均）は 1929 年 9 月から 1932 年 7 月までに 85%低下した。米国における物価の下落は約 25%に達した。実質 GDP が 1929 年の水準に回復したのは 1935 年だった。名目 GDP は 1940 年まで 1929 年の水準に回復しなかった。このような状況を、極めて強いストレスを表すものとする。「トリプル A 格」のストレスシナリオは、消費者信頼感が広範囲で悪化し、金融システムは大きく混乱し、景気後退が世界中に波及することを想定している。

「AA」のストレスシナリオ

「ダブル A 格」に格付けされる発行体や個別債務は、非常に強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオでは GDP の最大 15%の減少、失業率の 20%までの上昇、株価の最大 70%の下落などを目安としている。

「A」のストレスシナリオ

「シングル A 格」に格付けされる発行体や個別債務は、強いストレスに耐えつつ、金融債務を履行できなければならない。このシナリオでは GDP の最大 6%の減少、失業率の 15%

までの上昇、株価の最大60%の下落などを目安としている。

「BBB」のストレスシナリオ

「トリプルB格」に格付けされる発行体や個別債務は、中程度のストレスに耐えつつ、金融債務を履行することができなければならない。GDPの最大3%の減少、失業率の10%までの上昇、株価の最大50%の下落は、中程度のストレスを示している。

「BB」のストレスシナリオ

「ダブルB格」に格付けされる発行体や個別債務は、やや弱めのストレスの下であれば、金融債務を履行することができなければならない。このシナリオではGDPの最大1%の下落と失業率の8%までの上昇、株価の最大25%の下落などを目安としている。

「B」のストレスシナリオ

「シングルB格」に格付けされる発行体や個別債務は、弱めのストレスの下であれば、金融債務を履行できなければならない。GDPは横ばいか最大0.5%の下落、失業率は6%以下が軽度のストレスシナリオとして考えられる。株価の横ばい推移や10%以内の下落もこのシナリオに含まれる。

付属資料V

ストレスの歴史的事例

表3: 景気後退・金融危機の事例、および各事例のストレス水準に関するスタンダード&プアーズの見解

(別途記述ない限り米国の事例)

名称	継続期間	実質GDPの減少率 (%)	失業率のピーク (%)	ストレスレベル	注記
1797年恐慌	1797-1800年	NA	NA	BB(米国)	英国発のデフレ圧力で市場が混乱。
1807年恐慌	1807-1814年	NA	NA	BBB(米国)	1807年の通商禁止法により海運関連産業が打撃を受け、ニューイングランドで密輸が増加した。
1819年恐慌	1819-1824年	NA	NA	A(米国)	米国での最初の大型の金融危機。失業が増え、製造・農業両部門が衰退した。
1837年恐慌	1837-1843年	NA	NA	AA(米国)	投機バブルがはじけ、紙幣への信頼が損なわれたことが、5年間の恐慌につながった。米国の銀行の約40%が閉鎖。銀行は金貨・銀貨での払い出しを中止した。範囲や深刻度の点では、大恐慌に匹敵するとの見方もある。
1857年恐慌	18カ月	NA	NA	AAA(米国)	米国の鉄道債券がすべてデフォルトとなった。最初の1年間で5,000超の企業が倒産した。銀行の破綻は広範囲に広がった。この恐慌の影響が完全になくなったのは南北戦争後である。この恐慌の直後に、プアーズのマニユアルが最初に発行された。
1873年恐慌	65カ月	NA	NA	BBB(米国)	欧州での長い恐慌の始まりが、米国の南北戦争後の投機バブルをはじけさせた。
長い恐慌	1873-1896年	NA	NA	AA(英国)	ウィーン証券取引所での株価急落が恐慌を引き起こし、それが世界中に伝播した。
1893年恐慌	17カ月	-2.6	18.4	AA(米国)	企業1万5,000社超と銀行500行超が破綻。鉄道の建設が過剰だったことが主な原因の1つ。この間に失業者による大規模なデモ行進(「コクシース・アーミー」と呼ばれる)が行われた。
1907年恐慌	13カ月	-3	8	A(米国)	銅市場を買い占めようという試みが失敗したことが、ニッカボッカー信託を含む銀行の連鎖的な破綻を引き起こした。J.P.モルガンによる介入が、事態悪化の緩和に一役買った可能性がある。
第一次大戦後の景気後退(米国)	18カ月	-6.6	11.7	A(米国)	戦後の短期間の景気後退。帰還兵により失業率が上昇した。
第一次大戦後の景気後退(英国)	14カ月	-19.2	NA	AA(英国)	戦後の大幅な景気後退。GDPが3年にわたり急減した。
スペイン内戦	16カ月	-31.3	NA	>AAA(スペイン)	第二共和国政府が倒れ、フランコ政権の下でファシスト体制へ転換した。
大恐慌(第1期)(1929年)	43カ月	-26.5	24.9	AAA(米国)	おそらく米国史上最悪の恐慌。失業率が著しく上昇、GDPと工業生産が急減。また大草原地帯で「ダスト・ボウル」とよばれる自然災害も発生した。
大恐慌(第2期)(1937年)	13カ月	-3.4	19	AAA(米国)	大恐慌の第2期。最初の回復後、金融・財政政策が再度引き締められた。

表3(続き): 景気後退・金融危機の事例、および各事例のストレス水準に関するスタンダード&プアーズの見解

第二次大戦 (フランス)	24カ月	-41.4	NA	>AAA(フランス)	英国、日本、フランス、ドイツ、イタリア、ソ連、米国を含む世界中の多くの国を巻き込んだ世界的な戦争。
第二次大戦 (ドイツ)	16カ月	-73.6	NA	>AAA(ドイツ)	英国、日本、フランス、ドイツ、イタリア、ソ連、米国を含む世界中の多くの国を巻き込んだ世界的な戦争。
1945年	8カ月	-12.8	3.9	BB(米国)	第2次大戦後の軍事費の減少。帰還兵による職探し。短期間だが急激な景気後退。
1948年	11カ月	-3.4	7.9	BBB(米国)	戦後の回復に伴う在庫調整。
1953年	10カ月	-1.8	6.1	BB(米国)	朝鮮戦争後の軍隊の増強に、インフレ抑制のための米連銀の金融引き締めが重なった。
1957年	8カ月	-2.7	7.5	BBB(米国)	この景気後退は多くの先進国に拡大。米国の1958年の自動車販売は前年比31%減。
1960年	10カ月	-1.6	7.1	BB(米国)	インフレと住宅市況を鎮静させるために金融政策が引き締められた。
1970年	11カ月	-1.1	6.1	BB(米国)	インフレ抑制のため高金利政策がとられた。ゼネラル・モーターズのストライキが景気後退を深刻化させた。
1973年石油危機	16カ月	-3.1	9	BBB(米国)	第4次中東戦争でイスラエルを支援した米国に対し、石油輸出国機構(OPEC)加盟国が米国への石油禁輸措置を講じた。石油禁輸に加え、ベトナム戦争への政府歳出がかさんだ結果、米国でのスタグフレーション(高失業率と高インフレ率が同時に発生)が長引いた。
1979年石油危機 (英国)	11カ月	-5.9	11.9	BBB/A(英国)	公的部門の歳出減とインフレ抑制のための金融政策が引き金となって景気が後退。
1980年代初頭の景気後退(1980年)	6カ月	-2.2	7.8	BB(米国)	1979年のイラン革命とイラン新体制の石油輸出政策を受けて石油価格が高騰。カーター政権下の消費者信用抑制策で消費支出が減少。
1980年代初頭の景気後退(1982年)	16カ月	-2.9	10.8	BBB(米国)	インフレ抑制のための米連銀の金融引き締め策により、景気が再び後退。インフレ対策に注力したのは、1970年代に石油価格の高騰が高インフレを招いたため。
ラテンアメリカの債務危機	1981-1982年	NA	NA	A(ラテンアメリカ)、BB(グローバル)	ラテンアメリカ諸国は工業化とインフラ整備のために、1960年代から1970年代に多額の借入れを行った。大幅な財政・対外収支の不均衡により自国通貨が下落し、外貨建て債務の返済負担が高まった。
日本のバブル崩壊 (1989年)	200カ月	NA	NA	BBB(日本)、BB(グローバル)	1986年から1989年にかけて日本の不動産価格と株価が急騰し、その後下落が始まった。地価の下落は終息しておらず、2009年まで続いているほか、株価も低迷が続いている。
1990年代初頭の景気後退(米国)	8カ月	-1.3	6.9	BB(米国)	この景気後退は全体的にはやや小さなものであったが、地域的な不動産バブルの崩壊が同時に発生した米国西海岸には大きな影響をもたらした。
1990年代初頭の景気後退(英国)	6カ月	-2.6	10.7	BBB(英国)	期間は短いが大規模な景気後退。英国は財政赤字と経常赤字に直面。これがERMへの圧力を増幅させた[英ポンドは欧州為替相場メカニズム(ERM)を通じて独マルクに連動していた]。また、英国とスウェーデンの銀行セクターの問題も景気後退に影響した。
1990年代初頭の北欧銀行危機 (スウェーデン)	13カ月	-5.6	8.3	BBB(スウェーデン)	北欧での不動産バブルの崩壊が信用収縮と債務の圧縮を招いた。その影響が最も顕著だったのはスウェーデン。
1994年のメキシコ経済危機	9カ月	-15	NA	AA(メキシコ)、BB(グローバル)	財政赤字と経常赤字が数年続き、前例のない政治不安により、資本の海外流出が発生した。これが固定相場制の放棄とペソ切り下げにつながり、インフレ率上昇、銀行危機、景気後退を招いた。1995年はいじめに米国から受けた200億ドルの融資が危機の解決を助けた。同融資は1997年に返済された。
タイ通貨危機 (1997-1998年)	15カ月	-12.5	NA	AA(タイ)、BB(グローバル)	銀行貸し出しが長年にわたり急拡大した結果、資産価格が高騰し、経常赤字が拡大した。それを受けて実施されたタイバツの切り下げが引き金となって、東アジアの新興市場諸国全般に金融危機をもたらした。マクロ経済が最も打撃を受けた国はタイ、インドネシア、マレーシア、韓国であった。
1998年ロシア金融危機	12カ月	-9.1	12.2	A/AA(ロシア)、BB(グローバル)	これは1997年のアジア金融危機に続いて起きた商品価格の下落が引き金となり、ロシアで高まっていた財政圧力が増大した。1月から8月までにロシアでは株式市場が75%下落し、ルーブル建て債券の利回りは200%に、インフレ率は84%に達した。
アルゼンチン経済危機 (1998-2002年)	~48カ月	-25	21	AAA(アルゼンチン)、BB(グローバル)	アルゼンチン・ペソは米ドルに連動する固定相場制だった。ドル高、アルゼンチンが輸出する一次産品の価格下落、財政拡大策が同国の成長力を損ね、大規模な景気後退と資本の流出を招いた。2001年終わりに同国政府は債務交換と通貨の切り下げを行った後、ソブリン債務について広範囲なモラトリアム(債務支払い停止)を行った。
2001年景気後退	8カ月	-0.3	6.2	BB(米国)	企業の会計不正事件とITバブルの崩壊により、やや小さな景気後退が発生した。

米国の景気後退は、1945年以降については全米経済研究所の基準による。1945年以前のリストは一部を選択したものである。1948年以前の各年のGDPと失業率のデータに基づく。NAはデータなし。
 出所: 全米経済研究所、米商務省経済分析局、米労働省労働統計局、C.Romer 著「Remeasuring Business Cycles」(Journal of Economic History, vol.54, 1994年9月)、
 J.R.Barroら著「Macroeconomic Crises Since 1870」(Working Paper 13940, 全米経済研究所 2008年4月)、ブルームバーグ

国際的な景気循環

景気循環は世界中で一致することもあるが、1つの国や地域だけに影響を及ぼす場合もある。過去数回の景気循環の大半は米国と欧州の両方に影響を与えたが、例外もあった。表4は、過去の景気循環がどのように主要数カ国に同時に影響したかを示している。

表4: 実質GDPがマイナスとなった期間(1957年—2001年)

	米国	カナダ	英国	ドイツ	フランス	イタリア
1957 (年)	X		X			
1974-1975	X		X	X	X	X
1980-1982	X	X	X	X		X
1990-1992	X	X	X	X	X	X
2001	X					

出所: ポストン連銀論文R.Cooper 「Beyond Shocks」(1998年)

*本格付け規準 (criteria) は、信用リスクと格付け意見を決定する基本的原則 (fundamental principles) を個別ケースに適用する際に用いられるものである。格付け規準の適用は、発行体または個別債務に固有の事実、当該発行体または個別債務の信用リスクに対するスタンダード&プアーズの評価、ならびに該当する場合には、発行体や個別債務格付けのストラクチャーにかかるリスクによって決定される。手法 (methodology) と想定 (assumptions) は、市場や経済の状況、個別債務または発行体に固有の要因、信用力の判断に影響を及ぼしうる実績データを勘案した結果を受けて、適宜変更されることがある。

Copyright © 2017 by 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ないことがないこと、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、特別ないし派生的な損害、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。

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。