

2022年03月09日

ロシア・ウクライナ情勢が格付先の信用力に与える影響

ロシアは2月24日、ウクライナに対し大規模な軍事侵攻を開始した。米国、欧州連合（EU）加盟国、日本など世界各国はロシアへの制裁を強めており、経済への影響が日に日に増している。事態は刻一刻と変化している最中にあり、不確実な要素が多い。本リリースでは、現時点で入手可能な公開情報に基づき、ロシア・ウクライナ情勢が格付先の信用力に与える直接的な影響について主要業種別にコメントする。

○全体

ロシアやウクライナでの事業活動を停止する動きが広がっている。取引の減少が事業の撤退や資産の評価損につながると、損益・財務への影響度は高まってくる。もっとも、期間損益や自己資本と対比したエクスポージャーは、多くの格付先で小さいものにとどまる。損失を計上しても、現状では信用力への影響は限定的とみている。

ロシア・ウクライナ問題は世界的な供給網の混乱や、供給制約による資源価格の上昇を招いている。こうした事態が長期化するほど、世界経済の足取りは重くなる。ロシアでの事業活動の見直しに伴う直接的な影響はさほど大きくなくとも、多様な経路を通じて間接的に影響が増幅し、信用力に響く格付先が増えてくる可能性がある。現時点で全容を把握するのは困難で、注視を怠れない状況がしばらく続く。

○資源開発

米国石油大手エクソンが事業撤退方針を発表したサハリンIプロジェクトには、日本の官民による合弁会社であるサハリン石油ガス開発（SODECO）が30%の権益を持つ。SODECOには日本政府が50%、石油資源開発（証券コード：1662、発行体格付=A+）が約15%、INPEX（1605、AA）が約6%、そのほかを日本の総合商社が出資している。

SODECOの今後の展開は日本政府の判断次第となる。撤退となる場合でも、資源開発の国内最大手であるINPEXにとって、収支・財務への影響は限定的だ。石油資源開発にとっても投資回収が進んでおりエクスポージャーは大きくないとみられる。持分法を通じ一定の利益貢献があるものの、原油価格の高止まりによる収益増や財務耐久力の強さを考えれば、信用力への影響は小さいとみている。

○総合商社

三井物産（8031、AA-）のロシア向けエクスポージャーは2020年度末で約4600億円、三菱商事（8058、AA-）は約2500億円だ。サハリンIIプロジェクトのほか、三井物産は開発中のアークティックLNG（液化天然ガス）2プロジェクトにも出資している。三井物産でLNGを扱う本部の純利益は2021年度第3四半期累計で255億円、三菱商事の天然ガスグループの純利益は同851億円。これらにロシアからの収益が含まれる。

三井物産、三菱商事ともに2021年度は8000億円超という高水準の当期純利益を見込んでいる。ロシア問題に伴う供給網の混乱や資源価格の上昇は総合商社の業績にプラスに働く側面もある。事業の停止や撤退などに伴いロシア権益を減損したり、収益が剥落したりする状況になっても、期間の利益で吸収することは可能だ。自己資本は三井物産が約5兆円、三菱商事が約6兆円と厚い点も支えになる。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画室(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054東京都千代田区神田錦町三丁目22番地テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が発行する金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。

○電力・ガス

発電燃料や都市ガス原料に用いる LNG、発電燃料となる石炭のロシア産輸入量はいずれも日本全体の 1 割前後と小さい。これらの輸入が途絶しても、電力・ガス会社の多くは代替調達などを通じ影響を抑制できるとみている。日本の電力・ガス会社は海外事業のウエートが大きいというえ、ロシア向けのエクスポージャーをほとんど持たないため、保有資産の減損リスクは限定的だ。

ロシアの軍事侵攻に伴う資源供給量の縮小懸念の高まりは、すでに高騰していた LNG や石炭などの価格をさらに押し上げた。電力・ガス会社の短期的な収支は圧迫を受けている。また、LNG の長期契約を新たに確保するハードルも高まっている。こうした状況が長期化するなどのリスクシナリオが顕在化すれば、収益に与える影響は大きくなっていく。今度の動向は注意が必要だ。

広島ガス (9535、A) は年間 LNG 購入量の約 5 割、東邦瓦斯 (9533、AA) は 2 割弱をサハリン II プロジェクトから長期契約に基づき調達している。同プロジェクト産の LNG は他地域と比べて輸送コストなどの面でメリットがあるだけに、その行方は地域分散を含めた「LNG の調達力」の評価に影響を及ぼす可能性がある。ロシア・ウクライナ問題の進展と業界各社の調達戦略などを慎重に見守っていく。

○自動車

日本車メーカーのロシア向けエクスポージャーは生産・販売ともに小さく、信用力に与える直接的な影響は大きくない。格付先で相対的に影響が大きいとみているのは仏 Renault (A-/ネガティブ) だ。2021 年の販売台数のうち、ロシア向けが 18% を占めている。ロシアにおける主力子会社 Avtovaz の業容は、連結の自動車事業に対して売上高で 8%、総資産の 4% ほどとなっている。

固定費削減目標の前倒し達成や販売価格の改善に伴い、Renault の信用力に持ち直しの兆しが見えていたところに、ロシア・ウクライナ問題が発生した。ロシアではすでに部品不足から生産に支障がでていくようだ。ロシアへの経済制裁が長期化するようだと、Avtovaz の損益悪化や関連資産の評価減などを通じて Renault の信用力にマイナス材料となる。加えて Renault が主力地域とする欧州はロシアと地理的にも経済的にも関係が深いので、欧州における自動車市場の動向が業績を大きく左右する。

資源大国であるロシアは自動車の一部部品に使用するパラジウム、ウクライナは半導体製造のプロセス材であるネオンの主要な産出国になっている。世界的なサプライチェーンの分断や国際決済網からの締め出しによって、ロシアやウクライナからの資源供給が滞ると、もともと部材の供給不足に悩む自動車業界にとって、さらなる生産の足かせになる可能性がある。今後の動向を注視していく必要がある。

○たばこ

日本たばこ産業 (2914、AA) は 2021 年度連結売上収益の約 15%、営業利益の約 20% がロシア・ウクライナを含む「CIS+」地域から生み出されている。ロシアにおける日本たばこ産業の市場地位はトップ。ロシアが CIS+ における最大の収益源であり、エクスポージャーは小さくない。ウクライナ単独でのたばこの販売状況にかかる開示はないが、ウエートは小さいとみられる。

ロシア・ウクライナのたばこ事業を縮小したり、ロシアから事業撤退したりする場合、全体の利益・キャッシュフローに一定の影響を及ぼし、減損リスクもある。もともと、収益源の地域的な分散状況や他の新興国における収益成長、自己資本が約 2 兆 8000 億円と厚いことなどを踏まえると、事業リスク評価や財務リスク評価を引き下げるほどには至らない見通しだ。

○海運・空運

日本郵船 (9101、A-/ポジティブ)、商船三井 (9104、A-) とともにロシアにおける LNG プロジェクトの輸送に従事している。プロジェクトへの出資はない。投入している船舶は、相対的に多い商船三井でも

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画室(広報担当) TEL. 03-6273-7273

株式会社格付投資情報センター 〒101-0054 東京都千代田区神田錦町三丁目 22 番地 テラスクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が発行する金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性(信用力)に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っており、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付(変更・取り下げ等を含む)に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html>をご覧ください。

10 隻に満たない。輸送契約が解除されても、他の LNG 輸送に振り向けるなどの対応が可能だ。両社の期間損益は数千億円、自己資本は 1 兆円規模と大きく、信用力への影響は小さい。

日本航空（9201、A-/ネガティブ）のモスクワ便は欠航中だ。同社及び ANA ホールディングス（9202、BBB+）は欧州便についてもロシア上空を迂回し、一部便は欠航するなどの対応を採っている。空運はコロナ影響が大きい業種で、国際線旅客はすでに大きく減少している。貨物も欧州向けの比重は比較的小さい。ロシア・ウクライナ問題による需要減少が両社の業績に追加的に与える影響は大きくない。

○日本の金融機関

3 大大手銀行グループ（中核銀行の格付はいずれも AA-）のロシア向けの与信は総与信の 1%に満たない水準だ。地域金融機関はロシア・ウクライナ向け与信ともにほぼない。政府系金融機関では国際協力銀行（AA+）がロシア向け与信を抱えているが、総与信の 1%弱にとどまる。損害保険ビジネスへの影響も小さい。

与信などのエクスポージャーがもたらす直接的な影響に加え、金融市場の混乱に伴う市場関連業務への影響についても注視していく必要がある。市場のボラティリティーが高まっているうえ、資金調達コストも上昇している。投資家もリスクオフモードを強めている。保有有価証券の価値下落やトレーディング関連業務の収益悪化を通じて損益・財務に響いてくる可能性がある。

○欧米大手銀行

格付先の欧米大手銀行の多くについて、ロシア・ウクライナ関連のエクスポージャーは小さいとみている。比較的影響が大きくなる可能性が高いのは仏 Societe Generale（A）と米 Citigroup（A）だ。両行はロシアで個人・法人向けに事業を展開している。関連エクスポージャーはそれぞれ約 186 億ユーロ、約 98 億ドルに上る。ロシア国内の混乱はデフォルトの増加などを通じ営業資産の毀損につながる。

金額は大きいものの、リスクバッファーとなる資本は十分に備えている。Societe Generale は最悪のケースでロシア資産の所有権を喪失した場合でも、CET1（普通株式等 Tier1）比率への影響は 50 ベースポイント前後としている。Citigroup のエクスポージャーも、同行の株主資本対比で 5%未満と影響は限定的だ。自己資本比率やリスク耐久力に与える影響は大きくなさそうだ。

○リース

調査会社によると、航空機リース会社のロシア向けエクスポージャーは、オリックス（8591、AA-）が出資するアイルランドの Avolon、東京センチュリー（8439、A/ポジティブ）傘下の米 ACG でそれぞれ全機体の数%ほど。三井住友ファイナンス&リース（SMFL、A+）傘下の SMBC AC、丸紅（8002、A）傘下のみずほリース（8425、A）も出資する米 Aircastle はそれぞれ 10%前後で、他社に比べやや大きい。

コロナ問題を受けて航空機リース会社の収益水準はすでに低位にある。総合リース各社の業績が回復しているのは、航空機リース以外の分野の事業の収益貢献の拡大によるものだ。営業資産に占める航空機リースの割合は各社で差がある。比較的ウエートの大きい SMFL を例に挙げると、2020 年度末で航空機リースを含むトランスポート事業のセグメント資産は全体の約 30%を占めている。

航空機リースを取り巻く状況は極めて流動的だ。航空機リース会社はロシアの航空会社に対し、リース契約の解除と機体の返却を求めている。この措置に対し、ロシア側が抵抗を示す可能性がある。報道によると、ロシアは機体の押収を阻止するため一部の国際線の運航を禁止するほか、運輸省が機体の購入や国有化に乗り出す可能性を指摘している。

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画室(広報担当) TEL. 03-6273-7273

格付投資情報センター 〒101-0054東京都千代田区神田錦町三丁目22番地テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が発行する金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html>をご覧ください。

ロシア問題に関し考えうるシナリオは現時点で多数あるが、最終的には将来キャッシュフローの低下による機体の減損、機体の引き揚げ・再リース時の契約条件の悪化からくる収入の減少や、再リース先を確保するまでの駐機コストの発生などを通じて損益・財務に影響してくる。事業リスク・財務リスクの個別項目に影響があるとしても、格付が動くような可能性は現時点で高くないとみている。影響度合いは各社ごとに個別性が強い。今後の動向を確認し評価に織り込んでいく。

問い合わせ先：格付本部（石野田 雄太、西村 聡彦）

■お問合せ先 : マーケティング本部 カスタマーサービス部 TEL. 03-6273-7471 E-mail. infodept@r-i.co.jp

■報道関係のお問合せ先 : 経営企画室(広報担当) TEL. 03-6273-7273

株式会社格付投資情報センター 〒101-0054東京都千代田区神田錦町三丁目22番地テラススクエア <https://www.r-i.co.jp>

信用格付は、発行体が発行する金融債務についての総合的な債務履行能力や個々の債務等が約定通りに履行される確実性（信用力）に対するR&Iの意見であり、事実の表明ではありません。また、R&Iは、信用リスク以外のリスクにつき意見を表明するものではなく、投資判断や財務に関する助言や、投資の是非等の推奨をするものではありません。R&Iは、信用格付に際し関連情報の正確性等につき独自の検証を行っておらず、これに関し何ら表明も保証もいたしません。R&Iは、信用格付（変更・取り下げ等を含む）に関連して発生する損害等につき、何ら責任を負いません。信用格付は、原則として発行体から対価を受領して実施したものです。なお、詳細につき<https://www.r-i.co.jp/docs/policy/site.html> をご覧ください。