

2018年3月16日 全8頁

3月18日に大統領選挙を迎えるロシアの経済の実像

経済調査部
シニアエコノミスト
菅野 沙織

[要約]

- 例年年末に行われるプーチン大統領の年次演説と言え、大部分が経済状況と福祉の現状についての報告である。それに加え、その時々政府の課題や方針、プログラム等が発表されている。2018年の年次演説が3月1日に実施された背景には、ロシア経済が15年～16年の景気後退を克服し、17年に再びプラス成長に回帰したことを、大統領選の直前にアピールする狙いもあったはずである。
- ロシアでは、マクロ経済政策の「構造改革」はある程度成功しているが、起業関連の手続きや汚職問題関連の改革実施は依然として道半ばである。例えば、トランスペアレンシー・インターナショナルが発表する、腐敗・汚職の程度を測る腐敗認識指数のランキングでは、ロシアは180カ国中135位となっており、汚職問題が深刻であることを示唆している。政府は投資環境の改善にも注力しているが、より幅広い分野にわたる構造改革が必要であり、新政権が積極的に改革を続行するか否かが、今後経済成長の行方を占う鍵を握っている。
- 高い経済成長の妨げになっているのは、国内事情により発生する要因だけではない。欧州委員会は18年3月にロシアに対する経済制裁を18年9月まで延長した。時期を同じくして、3月に英国で起きたロシア人の元スパイとその長女の毒殺未遂事件について、英国政府はロシア政府がこの事件になんらかの形で関与しているとし、対抗措置としてロシア人外交官23人追放を決定した。
- 大統領選挙を強く意識した年次演説はロシア経済の現状と今後あるべき姿の青写真のようなものであった。野心的な目標が列挙されたものの、その達成に必要な原動力や投資財源については具体性を欠き、生産性の向上や歳出の効率化、民間資金の活用拡大に言及するに留まった。それが現在、対外的な制約を受けているロシア経済の真の姿の象徴であり、向こう数年間は飛躍的な成長が困難であることを示唆していると言えよう。

2015年～16年の景気後退から回復したロシア経済

ロシアのプーチン大統領による年次演説は年末に行われるのがこれまでの慣習だったが、2017年末には演説が行われず、18年3月1日に延期された。この理由は、3月18日に実施予定の大統領選挙に立候補している8人の中にプーチン大統領が入っており、同大統領にとっては選挙に近い時期に行う演説は現役大統領としてばかりでなく次期大統領としても国民にアピールする絶好の機会となるからである。

例年のプーチン大統領の年次演説と言え、大部分が経済状況と福祉の現状についての報告である。それに加え、その時々々の政府の課題や方針、プログラム等が発表されている。今年の演説が3月1日に実施された背景には、ロシア経済が15年～16年の景気後退を克服し、17年に再びプラス成長に回帰したことを、大統領選の直前にアピールする狙いもあったはずである。

実際、17年にロシア経済は前年比1.5%拡大した一方、インフレ率はソ連崩壊以来の低水準となる同2.5%まで低下し、ロシア中銀のインフレターゲットである同4%を下回った。失業率も5%台で安定しており、実質賃金は右肩上がり推移している。14年に原油価格下落と対ロシア制裁の影響によりルーブル相場が大きく下落したが、16年以降はコモディティ市場の回復や世界に広がる景気回復と力強い成長の恩恵を受けて為替相場も安定し、ロシアの外貨準備は増加した。国の危機対策の効果が徐々に表れる中財政は改善し、17年の財政赤字は対GDP比で僅か1.5%に留まった。17年には投資も加速しており、ロシア統計局のデータによれば、投資は前年比4.4%拡大した。

さらに、対ロシア制裁により、制裁対象の企業には海外での資金調達に厳格な制約が課された一方、ロシア側の報復制裁により輸入が激減した結果、経常黒字が維持されたほか、国内の輸入代替産業に活気が出た。さらに、懸念されていた民間部門の対外債務残高が減少するなど、ロシア経済は外的ショックに対する耐性が向上したと言える。

実際、プーチン大統領は演説の中で次のように述べている。「近年、ロシア政府は国家経済の安定性を強化してきた。エネルギー価格に対する経済と財政の依存度を大幅に低下させ、金および外貨の準備高を増やした。インフレ率は記録的な水準まで低下し、現在は2%を僅かに超える程度となっている。こうした低水準のインフレは、経済発展のためのさらなる機会を提供している。最近では15年にインフレ率がほぼ13%であったことを思い出してもらいたい¹。」実際には、18年に入っても安定的なプラス成長（1月のGDP成長率は前年比2%）と低インフレ（2月のインフレ率は前年比2.2%）の状況が持続しており、先行きにも明るい見通しが示されている。経済発展省は、18年の経済成長率が同2%を超えると予想している。

¹ “The President’s Address to the Federal Assembly” President of Russia, [2018/3/1] (<http://kremlin.ru/events/president/news/56957>)

三大格付会社のうち 2 社がロシア国債を投資適格級に

ロシア経済が回復したことや、経済体制が 14 年以前、つまり危機前と比べて強化され且つ安定したことが評価され、ロシア国債は投資適格級を回復した。

2 月に格付会社 S&P²はロシアの格付を投機的な水準である「BB+」から投資適格級の「BBB-」に引き上げると同時にアウトルックを安定的とした。一方、14 年以降もロシアのソブリンの格付を投資適格級に据置いていたフィッチ³は今回も「BBB-」とした。これにより、現在、ロシアは三大格付会社のうち 2 社から投資適格等級の格付を付与されていることになる。ムーディーズ⁴がロシアに付与する格付は「Ba1」であり、本稿執筆時点では依然として投機的な水準から変更されていないが、見通しは「安定的」から「ポジティブ」に引き上げられている。見直し引き上げの背景にはロシア政府が、原油価格急落と対ロシア制裁というダブルの衝撃による影響を乗り越える見通しがついたことがある。さらに、原油価格上昇がロシア経済を拡大させていることも挙げられる。その一方で、格付会社は懸念要因として、長期的な経済成長を阻害する地政学的緊張や国際制裁を挙げている。ロシアの大手企業の格付はソブリン格付の引き上げに伴い引き上げられたものの、西側の制裁は企業の業績拡大の重しとなっているのである。2 月にはイタリアの大手銀行グループ、インテザ・サンパオロがロシアからヨーロッパへのガスパイプライン建設「ノルドストリーム 2」プロジェクト関連の融資の条件として、同プロジェクトが制裁対象外となることを挙げた⁵。

ロシア政府は、今年はコモディティ市場の足元の基調が持続し、地政学的リスクが上昇しなければロシア経済は安定したペースで成長を続けると見込んでおり、年末までに三大格付会社全てから投資適格格付が付与されることを期待している。さらに、オレシキン経済発展大臣は最近のテレビのインタビューにおいて、経済の安定性を考慮すれば、ロシアのソブリン格付を向こう 6 年間（18 年 3 月以降の新大統領の任期期間）に最高水準（「A 級」）に近づけることを目標に掲げ、「容易ではないが」とした上で、実現の可能性があることを示唆した⁶。

18 年 1 月にダボスで開催された世界経済フォーラムにおいてロシア代表団はロシア経済について、マクロ経済は安定しているため、今後はミクロ経済に関して改革が必要だと語った⁷。ロシア代表団の団長を務めたドボロコビッチ副首相は、ロシアは 15 年～16 年の景気後退を脱却し、インフレは抑制され、農業の成長が加速するとともに労働市場も安定していると述べた。同時

² 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない S&P が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

³ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない FITCH が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

⁴ 本レポートで使用した信用格付は、金融商品取引法第 66 条の 27 の登録を受けていない MOODY'S が公表した情報です。無登録の格付業者による格付に関しては、別紙「無登録格付に関する説明書」を必ずご確認ください。

⁵ “Intesa Bank is afraid to finance the construction of Nord Stream-2”, Vedomosti, [2018/2/25] (<https://www.vedomosti.ru/business/articles/2018/02/25/751935-bank-intesa-opsaetsya>)

⁶ “Maxim Oreshkin: in 2018 the rating of the Russian Federation will be raised by all agencies”, The Ministry of Economic Development of the Russian Federation [2018/1/18] (<http://economy.gov.ru/minec/press/interview/201826015>)

⁷ “«Americans are hiding from us»: what Russia told at the forum in Davos”, RBC, [2018/1/24] (<https://www.rbc.ru/economics/24/01/2018/5a68b4319a79473bf92479a7>)

に同氏は OPEC による原油減産合意の必要性に賛成しているとする一方で、この合意の結果としての原油減産が経済成長を損ねる可能性があることにも言及した。

高水準の金利が続く限り、飛躍的な経済成長への期待は薄い

ロシア中銀はインフレ抑制という手柄を挙げたが、金融政策に対しては批判の声が上がっている。世界のアルミ最大手のルサル社を傘下に置くバゼル・グループのオレグ・デリパスカ社長（ソ連崩壊後に形成された新興財閥系の富豪の一人）は同中銀の金融政策を批判し続けている実業家の一人である。デリパスカ氏はダボス会議において、「ロシア中銀を褒める根拠はまったくない」と述べ、ロシアの輸出品の競争力の低さと経済成長の低さは、第一に高すぎるルーブル相場と国内製造業の発展を促進させる政策が欠如していることに原因があると強調した。同氏は、経済成長を加速させるための重要な要素は、企業向け貸出の拡大と低金利であると訴え、現行の低インフレ・高金利という中銀の金融政策を批判した⁸。

ロシア中銀がインフレ抑制に注力してきた結果、4%のインフレターゲットは 17 年半ばに達成され、その後もインフレ低下ペースが加速し、同年末にはインフレ率が 2.5%まで低下した。こうした中で、同中銀は中期的なインフレ上昇リスクは依然存在していると強調しており、大幅目下げには消極的である。実際、インフレ率は引き続き低水準で推移している（18 年 2 月時点で前年比 2.2%）にもかかわらず、主要政策金利は 7.5%であるため実質金利は 5%を超える状況が続いている。

こうした中、ロシア政府は大統領選挙を目前に控え最低賃金水準を前倒しで引き上げることを決定した。

プーチン大統領は 1 月にトベリ車両製造工場を訪問した際、同工場従業員との会合において、19 年 1 月に予定されていた最低賃金の引き上げは、経済状況が予想以上に改善したことに鑑み前倒しで実施し、18 年 5 月 1 日からは最低賃金水準を最低生活費と同じ水準まで引き上げることが可能であると述べた。17 年の最低賃金は 9,489 ルーブルで最低生活費水準の 85%であった。同年には 400 万人（うち公務員が 160 万人）の賃金は最低生活費の水準を下回っていた。公務員の最低賃金水準の引き上げに必要な資金は 400 億ルーブルであり、連邦予算からこの金額の約 20%が振り向けられ、残りの 80%は地方予算で賄われる予定である⁹。プーチン大統領は 3 月 1 日に行った年次演説の中でも、国民の生活水準を向上させることが政府の最優先課題であると強調している¹⁰。こうした政策が選挙の前に発表されたことは、現役の大統領の支持率を上げるためであろうが、この政策はまた、消費を押し上げにつながり、経済成長にプラス効果をもたらすことも期待される。

⁸ “Deripaska accused the Central Bank of «overvaluation of the ruble»”, RBC, [2018/1/26] (<https://www.rbc.ru/economics/26/01/2018/5a6b144e9a794719fe297af5?from=main/>)

⁹ “Minister Maxim Topilin: The increase in the minimum wage from May 1, 2018 will require an additional 39.3 billion rubles from budgets of all levels”, Ministry of Labor and Social Protection of Russian Federation [2018/1/25] <https://rosmintrud.ru/labour/salary/104>

¹⁰ 「現代史上初めて、最低賃金と最低生活費を同水準にすることができた。この規則は 2018 年 5 月 1 日に発効し、約 400 万人の所得にプラスの影響を与えることになる。」（脚注 1 に同じ）

二つのSWFの一本化で、政府は「貯金」より投資促進に舵を切ったか？

経済成長の両輪は消費と投資であるとの観点から、政府は道路や地方空港の建設といった大型インフラ案件の実現に意欲を示している。大型インフラ投資案件の実施に当たっては、資金調達の面において官民連携が期待されているものの、政府はソブリン・ウェルス・ファンド(SWF)の資金を以前よりも積極的に投資に活用する可能性が出てきた。

04年に設立されたロシアのSWFである「安定化基金」は08年2月1日、原油価格の下落による財政赤字の補填を目的とする安定化基金の機能を受け継いだ「準備基金」と、将来発生し得る国民年金の運用赤字を賄う財源としての「福祉基金」に分割された。しかし、18年2月1日に準備基金が正式に廃止され、ソブリン・ウェルス・ファンドの運営は「福祉基金」に一本化され、10年間続いた二重体制に終止符が打たれた。

ところで、安定化基金とその一部を引き継いだ準備基金の運用は中銀の外貨準備と同様に極めて保守的であったのに対して、福祉基金はその一部を国内外のインフラ投資（例えば、17年にはハンガリーの地下鉄車両の近代化、ロシアのサラトフ市の新空港建設等）に充てることや、14年12月に実施された30億ドルのウクライナ国債への投資など政治的な意味合いの極めて強い投資に活用することも許されている。準備基金と福祉基金の二重体制時代に、大手企業がロビー活動を行い、より高い経済成長率を追求するため準備基金を福祉基金のように国内インフラ投資に活用すべきであると訴えていたことを考慮すれば、今回の福祉基金への一本化の動きは、3月18日の大統領選を意識し、現政権がロシアの経済界に配慮して譲歩して、「貯金」より投資促進に舵を切ったとも読むことができる。

しかし、コモディティ価格の変動に景気が大きく左右されるロシア経済にとっては「貯金」は必要であり、SWFの運用がリスクを伴うインフラ投資に偏れば、財政の安定が脅かされる懸念がある。こうした懸念が払拭されるかは別にしても、二つのSWFの一本化から一ヶ月も経たないうちに、政府はグローバル市場の揺れが激しい時にロシア経済の「盾」となる福祉基金の運用に関する規制を改正し、運用用途ルールを一層強化した。今回の規制改正により、18年1月1日以前に実施された投資案件およびロシア直接投資基金¹¹の管理下にある投資ファンドへの投資以外の投資については、福祉基金がロシア中銀に預けている資金の残高が対GDP比7%に達するまで禁止された。

シルアノフ財務相は、福祉基金の資金は外貨準備と同様に運営される流動性の高い部分が対GDP比7%で維持されれば、市況や地政学的な外部環境の変化に左右されることなく財政支出を一定規模で3年間維持することが可能であるとしている。

新政権が構造改革に注力する否かが今後の成長の鍵を握る

国の財政状況が安定し、ソブリン格付も引き上げられているにもかかわらず、向こう数年間は飛躍的な経済成長が期待できないのは、高い成長への構造的なハードルが存在しているから

¹¹ ロシア連邦のロシア直接投資基金（Russian Direct Investment Fund）とJBICとの間で日露投資ファンドが設立されており、日露投資案件に活用されている。「ロシア直接投資基金との共同投資枠組みの創設」、JBIC、[2017/9/8] (<https://www.jbic.go.jp/ja/information/press/press-2017/0908-57509.html>)

である。そして、新政権誕生後は、構造改革が継続されるか否かが注目さるところである。

ロシア政府は14年以降マクロ経済政策の構造改革を実施した。具体的には、インフレターゲット制の導入、ルーブルの完全変動相場への移行、予算への低原油価格適用政策（原油価格が40ドルを超えても、その超過分を歳出に充当することを禁じる）などである。18年3月現在、原油価格が65ドルであるにもかかわらず財務省はドル買いルーブル売りを継続しているため、短期的にはロシア経済は原油高騰の恩恵を全面的に受けることはできないが、中長期的には原油価格の変動に対するルーブル相場の感応度を低下させることが可能となった。実際、17年2月以降は原油価格が18%上昇したのに対し、対ドルのルーブル相場は3.5%上昇するに留まっている。

しかし、マクロ経済政策の「構造改革」はある程度成功しても、起業関連の手続きや汚職問題関連の改革実施は依然として道半ばであり、課題は多い。例えば、トランスペアレンシー・インターナショナルが作成している腐敗認識指数のランキングでは、ロシアは180カ国中135位となっており、汚職問題が深刻であることを示唆している。国家腐敗防止委員会によれば、2017年にロシアで確認された賄賂の総額は67億ルーブル（約125億円相当）となり、1年間で3倍に増加したが、贈賄額の急増は、政府高官関連のいくつかの大型贈賄犯罪のケースによるものであった。贈賄の半分は少額の贈賄（1万ルーブル未満、約2万円相当）であったと報じられている。金額は小さいが、贈賄罪への罰則は16年に採択された法律により重くなった。1万ルーブル未満の贈賄で最も重い刑罰は禁錮2年だが、以前贈賄罪に問われた犯罪者の刑罰が禁錮4年まで延長される可能性がある¹²。このように政府は汚職問題の改善にも注力しているが、投資環境改善にはより幅広い分野にわたる構造改革が必要であり、新政権が積極的に改革を続行するか否かが、今後経済成長の行方を占う鍵を握っている。

制裁によるロシア経済への影響

高い経済成長の妨げになっているのは、国内の事情により発生する要因だけではない。欧州委員会は3月に対ロシアの経済制裁を18年9月まで延長した。時期を同じくして、3月に英国で起きたロシア人の元スパイとその長女の毒殺未遂事件で、英国政府はロシア政府がこの事件になんらかの形で関与しているとし、対抗措置としてロシア人外交官23人追放を決定した¹³。そういった意味で、ロシア経済発展省が見通しを立てる際に対ロシア制裁がしばらく継続することを前提にしていることは理に適っている。実際、最近の米国の動きを見る限り、制裁は継続されるだけでなく、制裁対象の個人や企業のリストも拡大しているようである。

米国は「クレムリン・レポート」¹⁴と称する報告書を1月29日に発表した。報告書の中の制裁対象者のリストには210人のロシア人エリート（内訳は114人が官僚、96人が10億ドル強の

¹² “The amount of bribes received in 2017 reached 6.7 billion rubles in Russia”, RBC, [2018/3/5] (<https://www.rbc.ru/society/05/03/2018/5a9d2d1f9a794723d6b46737>)

¹³ “Russian spy: White House backs UK decision to expel diplomats”, BBC, [2018/3/15] (<http://www.bbc.co.uk/news/uk-43411332>)

¹⁴ “Treasury Releases CAATSA Reports, Including on Senior Foreign Political Figures and Oligarchs in the Russian Federation”, U.S. Department of Treasury, [2018/1/29] (<https://home.treasury.gov/news/press-releases/sm0271>)

資産を有する実業家)の名が挙がっている。このリストに記載されたロシア人に対する制裁には、米国の入国制限や資産凍結といった具体的な措置が特に盛り込まれているわけではない。このため、直ちには影響が出ることはなさそうであるとはいえ、マークされたことによってビジネス上ソフトな制約が入りかねず、中長期的には悪影響が表れる可能性は否定できない。さらに、ロシア国債に対して新たな制裁が導入される可能性があり、やはり制裁は今後も影響し続ける可能性が高い。

一方、ロシア政府は制裁に対する批判と反論を忘れていない。プーチン大統領は対ロシア制裁を「不法な競争手段」、「ロシアの軍事力に制約を与えることが目的」などと非難しており¹⁵、ロシアのメディアは今回の米国による制裁の発表が3月18日の大統領選挙のキャンペーンの開始時期と重なったことに注目し、制裁発表がロシア大統領選への関与であるとの批判を繰り返している¹⁶。

制裁が継続される限り、ロシアにとっては石油開発をはじめ必要な技術移転が不可能となり、ロシア経済の「屋台骨」である石油産業に大きな打撃が及ぶことになる。その顕著な例として、最近米石油メジャー、エクソンモービルが米国の対ロシア制裁を受けて、ロシアの国営石油開発最大手ロスネフチとの間で13年～14年に設立した北極圏での石油開発やシェール石油開発の共同事業のための合弁事業を解消すると発表したことが挙げられる。短期的な影響は、言うまでもなく制裁対象の銀行や事業会社による海外市場での資金調達が困難になることであり、それらの銀行や企業の事業拡大やさらなる発展を阻んでいる。欧州復興開発銀行（EBRD）は14年以降、ロシアのプロジェクトに対する資金提供を停止した。ロシアの経済協力開発機構（OECD、「ゴールデン・ビリオン・クラブ」とも呼ばれる）への加盟に向けた交渉も中止された。制裁による実際の影響は、明確に対象を定めた規制よりも遥かに広範に及ぶ。ロシアがグローバルバリューチェーン（世界分業）への統合などの機会から切り離されていることに対する懸念は高まっている。

年次演説は経済発展と軍事産業に主眼を置いた内容

今回の年次演説は目前に迫る大統領選挙における国民への「公約」の役割も果たすものであり、社会経済発展にかかわる部分により重点が置かれている。

社会経済や福祉に関しては、20年代半ばまでにロシア経済が世界で上位5位に入ることを目指し一人当たりGDPを1.5倍に拡大させることや、00年に4,200万人にのぼっていた貧困層が現在2,000万人まで減少したが、今後6年間でその数を半減させる必要があること等が述べられた。さらに、今回の年次演説では、現在のロシア人の平均寿命は72.5歳（男性が67.5歳、女性が77.4歳¹⁷）で先進国と比較して見劣りするものの、10年後には80歳まで伸び日本やド

¹⁵ “Putin called anti-Russian sanctions a way of unfair competition”, RBC, [2018/3/7] (https://www.rbc.ru/rbcfreenews/5a9fa61c9a794768526e548f?from=material_s_on_subject)

¹⁶ “When the absence is more interesting than the presence”, Kommersant, [2018/1/30] (<https://www.kommersant.ru/doc/3534334>)

¹⁷ “The life expectancy of Russians for the first time reached 72.5 years”, RIA Novosti, [2017/9/11] (<https://ria.ru/society/20170911/1502830909.html>)

イツ、フランス並みになることを目標とすることにも言及された。国民生活改善に向けた投資以外にも、国内インフラ、とりわけ道路や地方の空港網を拡大させるという目標が設定され、そのための投資は向こう6年間で11兆ルーブル（約20兆円）となる強調された。

一方、英国のBBCをはじめ多くの海外メディアが重視したのは、軍事力強化の方針が今回の年次演説に大きな比重を占めていたことである。演説の中で挙げられた国防強化の方向に関するいくつかの例の中で特に目立ったのは、ロシアの極超音速ミサイルシステムが完成したとの発表であった。この発表は一見、ロシア・米国間で繰り広げられている軍事力を巡る競争がさらに激化する可能性を示唆しているが、そこに経済的な意味合いもあることを見逃してはならない。周知のとおり、ロシアの主な輸出項目は石油、天然ガス、穀物類、そして武器である。現在ロシアは武器輸出では米国に次ぎ2位であり、年間輸出額は150億ドル（世界シェアは14%）にのぼっている。そのため、新しい武器やミサイルシステムについての言及は、武器の輸出拡大につながる可能性のある「新商品の品揃え」の披露であったと言える。

大統領選挙を強く意識した年次演説はロシア経済の現状と今後あるべき姿の青写真のようなものであった。野心的な課題が列挙されたものの、注意して読めば、目標の一つに挙げられた一人当たりGDPの増加は、原油が値上がりすればルーブルが上昇しドル換算のGDPが「自然に」増加することから達成が「容易」と言えるものであり、それ以外の目標の達成に必要な原動力や投資財源については具体性を欠き、生産性の向上や歳出の効率化、民間資金の活用拡大に言及するに留まった。それが現在、対外的な制約を受けているロシア経済の真の姿の象徴であり、向こう数年間は飛躍的な成長が困難であることを示唆していると言えよう。

以上

無登録格付に関する説明書

当書面は、金融商品取引法の改正により格付会社に対する規制が導入されたことを受けて、ご案内するものです。

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、①誠実義務、②利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

格付会社グループの呼称等について

ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク

格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス・インク（以下「ムーディーズ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第2号）

S&P グローバル・レーティング

格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第5号）

フィッチ・レーティングス

格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス（以下「フィッチ」と称します。）

グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社（金融庁長官（格付）第7号）

信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について

ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ（ムーディーズ日本語ホームページ（https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx）の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページ）にある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。

S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ（<http://www.standardandpoors.co.jp>）の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」（<http://www.standardandpoors.co.jp/unregistered>）に掲載されております。

フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ（<https://www.fitchratings.co.jp/web/>）の「規制関連」セクションにある「格付方針等の概要」に掲載されております。

信用格付の前提、意義及び限界について

ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。この情報は、平成28年5月13日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

S&Pの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものでなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。S&Pは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&Pは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査・デュー・デリジエンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。この情報は、平成29年3月7日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページをご覧ください。

フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的強弱面であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該地域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。信用格付の前提、意義及び限界の詳細については、フィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。この情報は、平成28年5月13日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記フィッチのホームページをご覧ください。