りそなアジア・オセアニア財団第41回セミナー

2022年の世界経済・日本経済展望

BNPパリバ証券株式会社
グローバルマーケット統括本部
副会長
チーフ クレジットストラテジスト 兼 チーフ ESGストラテジスト
中空　麻奈

BNP PARIBAS

The bank for a changing world

サマリー

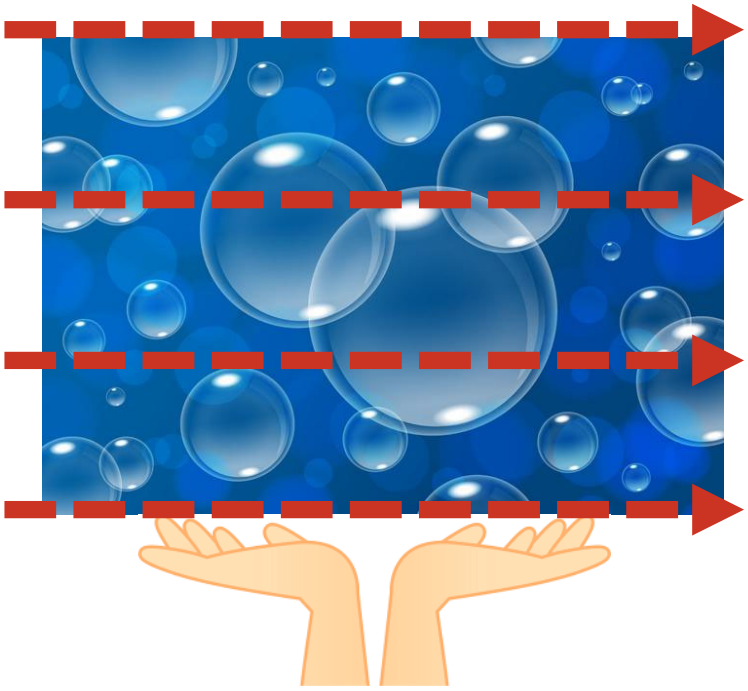
“合理的バブル”がはじけるとき

いつ?

どこで?

何を理由に?

どのように?



2022年年央から後半？

~~2023年以降~~

シャドーバンクか実体経済の悪化

急激な金利上昇かクレジットイベント

緩やかに価格調整かそれなりのクラッシュシナリオか（わずかに大規模デフォルトも）

財政政策

金融政策

出所:BNPパリバ証券

アジェンダ

1. 世界経済見通し
2. クレジット市場見通し
3. リスク要因の整理
4. ESG市場のアップデート
5. まとめ

1. 世界経済見通し

1. 世界経済見通し

世界経済見通し①

GDP見通し（2021年11月現在）

GDP	年あたり伸び率（% y/y）			四半期伸び率（% y/y）							
				2021				2022			
	2021	2022	2023	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
日本	1.7	2.6	1.6	-1.1	0.4	-0.8	1.3	1.0	0.7	0.5	0.6
米国	5.5	4.7	2.8	1.5	1.6	0.5	1.3	1.4	1.4	0.9	0.7
ユーロ圏	5.0	4.2	3.0	-0.3	2.1	2.2	0.4	0.6	1.1	1.1	0.9
ドイツ	2.6	3.6	3.6	-1.9	1.9	1.8	0.0	0.5	1.0	1.4	1.1
フランス	6.7	4.2	2.5	0.1	1.3	3.0	0.6	0.6	0.8	0.9	0.8
イタリア	6.3	4.9	3.0	0.3	2.7	2.6	0.7	0.9	1.2	0.9	0.8
スペイン	4.3	5.4	3.5	-0.6	1.1	2.0	1.1	1.1	1.6	1.3	1.0
中国	7.9	5.3	5.5	0.2	1.2	0.2	1.0	1.3	1.8	1.5	1.3
英国	7.1	5.4	2.1	-1.4	5.5	1.3	1.4	1.3	0.8	0.7	0.6
新興国（統合）	5.6	5.3	3.8	1.2	-3.0	3.4	2.3	1.2	1.0	0.7	0.9
中南米	6.3	1.5	2.0	1.5	0.1	1.1	0.5	0.1	0.1	0.3	0.4
中東欧・アフリカ	5.0	3.8	3.1	0.7	0.7	1.1	1.7	1.2	0.7	0.1	0.7
東南アジア	5.9	8.2	5.2	1.4	-6.9	6.1	3.5	1.6	1.5	1.4	1.3

(1)2021年Q1、Q2、Q3は実績値
(2)その他データは測定可能な範囲での値
(3)GDP予測値はBNPパリバ証券（世界GDPの82%がカバレッジ）、残り18%はIMFの予測値
(4)EMデータはIMFデータを利用、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、UAEを含み、中国は除く
(5)EMアジアも除く中国、(6)図表中黄色は上方修正、グレーは下方修正

出所：National Statistical Agencies、Macrobond、BNPパリバ証券

1. 世界経済見通し

世界経済見通し②

CPI見通し（2021年11月現在）

CPI	年あたり伸び率（% y/y）			四半期伸び率（% y/y）							
				2021				2022			
	2021	2022	2023	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
日本	-0.2	0.7	0.5	-0.5	-0.7	-0.2	0.6	0.3	1.0	0.8	0.7
米国	4.7	4.6	2.1	1.9	4.8	5.3	6.7	6.8	5.2	4.0	2.6
ユーロ圏	2.5	3.1	2.0	1.1	1.8	2.8	4.3	3.8	3.5	2.9	2.1
中国	0.9	2.1	2.5	0.0	1.1	0.8	1.6	1.4	1.8	2.6	2.7
英国	2.5	4.5	2.1	0.6	2.0	2.8	4.5	5.1	5.2	4.4	3.3
新興国（統合）	5.4	5.8	4.2	4.3	5.5	5.6	6.1	6.5	6.0	5.7	5.1
中南米	6.6	6.8	4.0	4.3	6.3	7.4	8.3	8.2	7.4	6.4	5.1
中東欧・アフリカ	7.0	7.6	5.2	5.8	6.8	7.1	8.2	8.6	8.4	7.2	6.3
東南アジア	3.8	4.0	3.6	3.1	4.1	3.7	3.7	4.3	3.9	4.2	4.1

(1)2021年Q1、Q2、Q3は実績値
(2)その他データは測定可能な範囲での値
(3)GDP予測値はBNPパリバ証券（世界GDPの82%がカバレッジ）、残り18%はIMFの予測値
(4)EMデータはIMFデータを利用、バーレーン、クウェート、オマーン、カタール、UAEを含み、中国は除く
(5)EMアジアも除く中国、(6)図表中黄色は上方修正、グレーは下方修正

出所：National Statistical Agencies、Macrobond、BNPパリバ証券

1. 世界経済見通し

2022年金融市場・クレジットカレンダー（前半）

1月	
1日	東アジア地域包括的経済連携RCEP協定が発効、（欧）フランス上半期EU議長国へ、（欧）ドイツG7議長国
17日	（日）日銀金融政策決定会合（～18日）、ユーログループ会合
25日	（米）FOMC(～26日)
30日	（欧）ポルトガル議会選挙
31日	（中）旧正月休暇（～6日）
月内	（欧）イタリア、大統領選挙
月内	（米）大統領一般教書演説
2月	
3日	（欧）ECB理事会、（英）金融政策委員会
4日	（中国＠北京）第24回冬季オリンピック開催（～20日）
5日	（米）パウエル議長２期目
10日	（米）1月CPI発表
12日	（欧）EU欧州将来会議
13日	（欧）ドイツ大統領選挙
月内	（米）大統領が予算教書を議会へ提出
3月	
4日	（中国＠北京）第24回冬季パラリンピック開催（～13日）
5日	（中）中国全国人民代表大会
9日	（新）韓国大統領選挙
10日	（欧）特別欧州理事会、（欧）ECB理事会、（米）2月CPI発表
15日	（米）FOMC（～16日）
17日	（日）日銀金融政策決定会合（～18日）、（英）金融政策委員会
23日	（欧）EU首脳会議（～24日）
27日	（欧）ドイツ・ザールラント州議会選挙
月内	（米）FRB、テーパリング完了か

4月	
1日	（日）成人年齢が18歳に引き下げられる、年金受給開始年齢引き上げ
4日	（日）日本取引所グループ、東京証券取引所の３市場区分開始
10日	（欧）フランス大統領選挙第1回投票
12日	（米）3月CPI発表
14日	（欧）ECB理事会
22日	（世）IMF・世界銀行春季総会＠ワシントン
24日	（欧）フランス大統領選挙第2回投票
27日	（日）日銀金融政策決定会合（～28日）
5月	
3日	（米）FOMC（～４日）
5日	（英）金融政策委員会
8日	（欧）ドイツシュレスビヒ・ホルシュタイン州議会選挙
11日	（米）4月CPI発表
17日	（欧）ドイツノルトライン・ウェストファーレン州議会選挙
月内	（新）フィリピン大統領選挙
6月	
9日	（欧）ECB理事会
10日	（米）5月CPI発表
12日	（欧）フランス国民議会選挙第1回投票
14日	（米）FOMC（～15日）
16日	（日）日銀金融政策決定会合（～17日）、（英）金融政策委員会
19日	（欧）フランス国民議会選挙第2回投票
23日	（欧）EU首脳会議
月内	IFRS、気候変動リスク開示基準作成

出所：各種報道資料等よりBNPパリバ証券
注：図表中ピンクは選挙、青は中央銀行金融政策決定会合

1. 世界経済見通し

2022年金融市場・クレジットカレンダー（後半）

7月	
1日	（欧）チェコがEU議長国に就任
10日	（日）参議院議員選挙
13日	（米）6月CPI発表
20日	（日）日銀金融政策決定会合（～21日）
21日	（欧）ECB理事会
26日	（米）FOMC（～27日）
8月	
4日	（英）金融政策委員会
10日	（米）7月CPI発表
月内	（中）北戴河会議
月内	（米）ジャクソンホール会議
9月	
8日	（欧）ECB理事会
11日	（欧）スウェーデン議会選挙
13日	（米）8月CPI発表
15日	（英）金融政策委員会
20日	（米）FOMC（～21日）
21日	（日）日銀金融政策決定会合（～22日）、第77回国連総会一般討論@ニューヨーク
24日	（英）労働党大会@リバプール（～28日）
29日	（中）日中国交正常化50年

10月	
2日	（英）保守党大会@バーミンガム、（新）ブラジル大統領選挙
13日	（米）９月CPI発表
14日	（世）IMF・世界銀行年次総会@モロッコ
27日	（日）日銀金融政策決定会合（～28日）、（欧）ECB理事会
30日	（新）G20サミット開催（～31日）
月内	（中）共産党第20回大会（～11月）
11月	
1日	（米）FOMC（～2日）
3日	（英）金融政策委員会
7日	（世）COP27開催（～18日）@エジプト
8日	（米）中間選挙（上院は約3分の1、下院は全議席）
10日	（米）10月CPI発表
12月	
中旬	（中）中央経済工作会議
13日	（米）FOMC（～14日）、（米）11月CPI発表
15日	（欧）ECB理事会、（英）金融政策委員会
19日	（日）日銀金融政策決定会合（～20日）

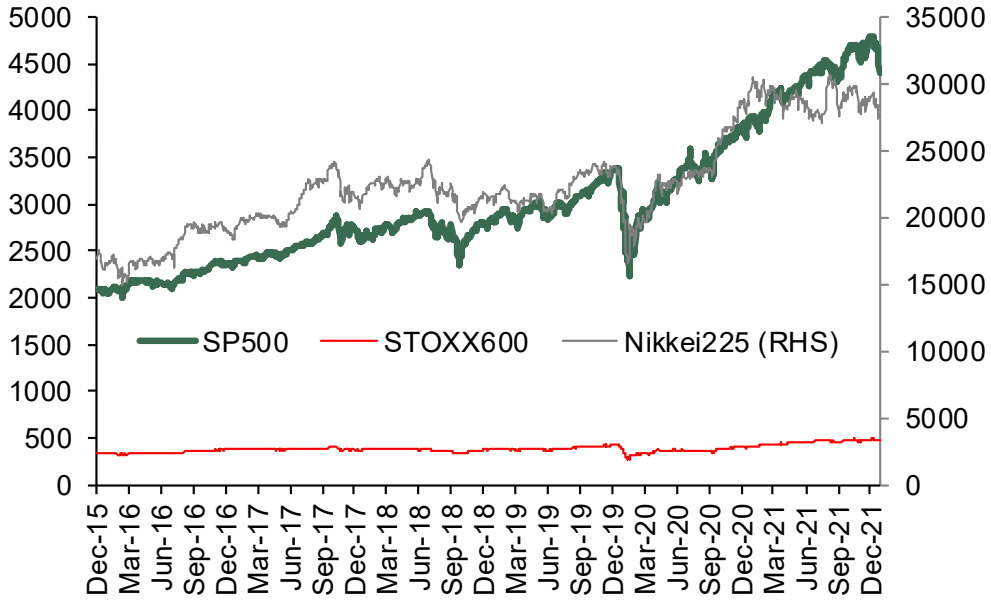
出所：各種報道資料等よりBNPパリバ証券
注：図表中ピンクは選挙、青は中央銀行金融政策決定会合

2. クレジット市場見通し

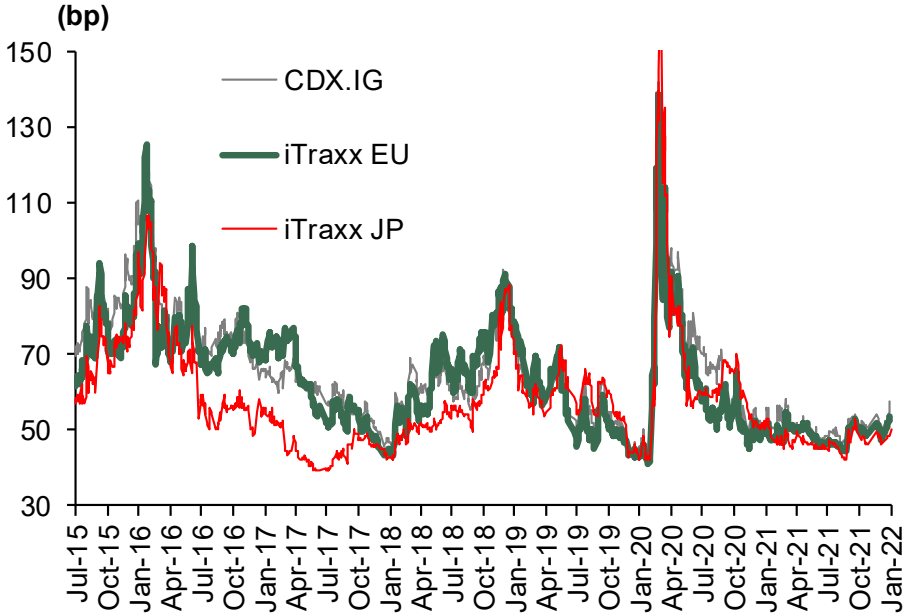
2. クレジット市場見通し

株は動けどクレジットは踊らず

株価推移（日経平均・SP500・STOXX600）



IG CDS推移



出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

2. クレジット市場見通し

金融政策転換点へ‥

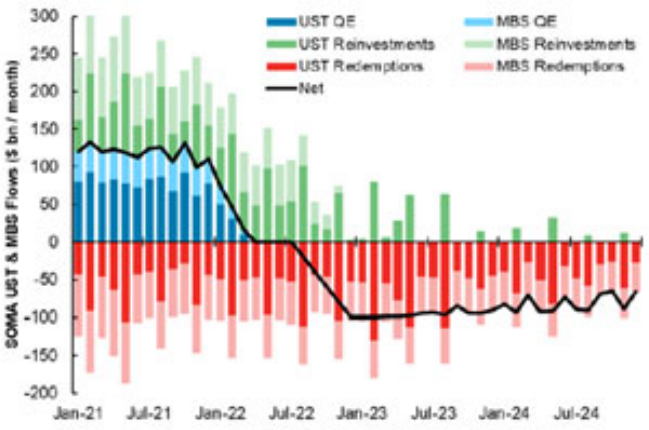
主要国の金利見通し

	2022				2023
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q4
米国					
IOER	0.40	0.65	0.90	1.15	2.15
2年債	1.15	1.40	1.60	1.75	2.10
10年債	1.70	1.80	1.90	2.00	2.30
30年債	2.10	2.20	2.25	2.30	2.50
欧州					
預金金利	-0.50	-0.50	0.50	-0.50	-0.10
2年債	-0.60	-0.55	-0.50	-0.50	0.00
10年債	0.00	0.05	0.05	0.10	0.40
30年債	0.35	0.45	0.50	0.55	0.60
ドイツ国債とのスプレッド					
フランス	45	35	30	35	30
イタリア	135	140	140	145	160
スペイン	75	80	85	95	105
英国					
銀行金利	0.25	0.50	0.50	0.75	1.25
2年債	0.65	0.80	0.85	1.10	1.40
10年債	1.10	1.20	1.30	1.45	1.75
30年債	1.20	1.35	1.55	1.75	2.25
日本					
IOER	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
2年債	-0.11	-0.10	-0.10	-0.10	-0.09
10年債	0.12	0.14	0.15	0.18	0.20
30年債	0.68	0.68	0.75	0.80	0.85

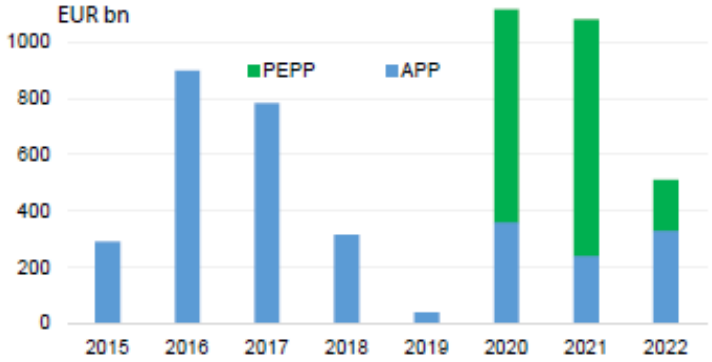
金利上昇局面でも、株価は上昇、スプレッドはタイト化

	期間		米10年国債利回り上昇幅	S&P500変化率	CDX IG変化率
	はじまり	終わり			
1	2013.5	2013.12	1.40%	14.10%	-25.50%
2	2015.1	2015.6	0.84%	4.97%	-6.10%
3	2016.7	2017.3	1.27%	10.90%	-9.14%
4	2017.9	2018.11	1.20%	13.00%	7.25%
5	2020.8	2021.2	1.01%	13.70%	-15.20%

FRBのバランスシート予想



ECB：QE



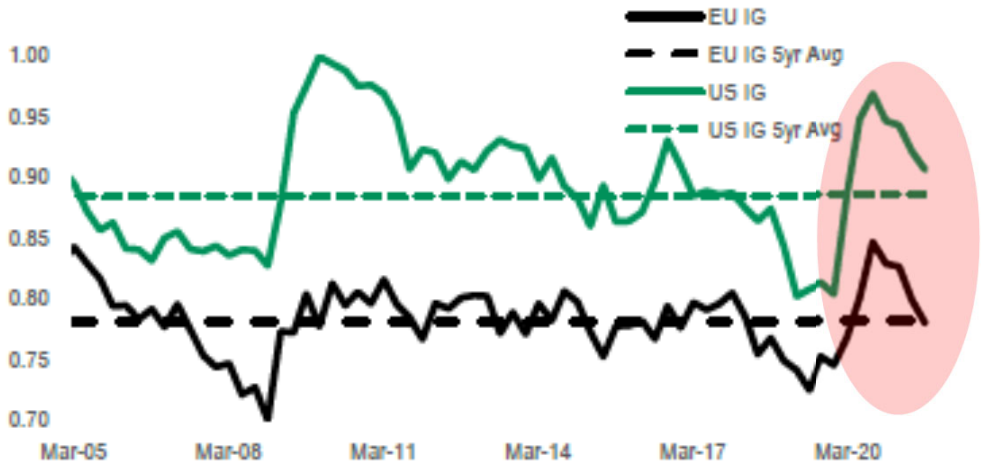
- ポイントはいつ中央銀行のバランスシートが削減されるか
- FRBのバランスシート縮小は前回より迅速化される？3月会合で最初の利上げ、QTが実施されるまでは米国債とMBSの償還金はすべて再投資。7月にQTとなり、上限は月200億ﾄﾞﾙからスタート、毎月200億ﾄﾞﾙずつ引き上げられ、2022年12月には月1000億ﾄﾞﾙ。2022年8月から縮小？
- ECBはそれより遅いも2022年後半には縮小開始？

出所：:ブルームバーグ、US Treasuries、Federal Reserve、BNPパリバ証券

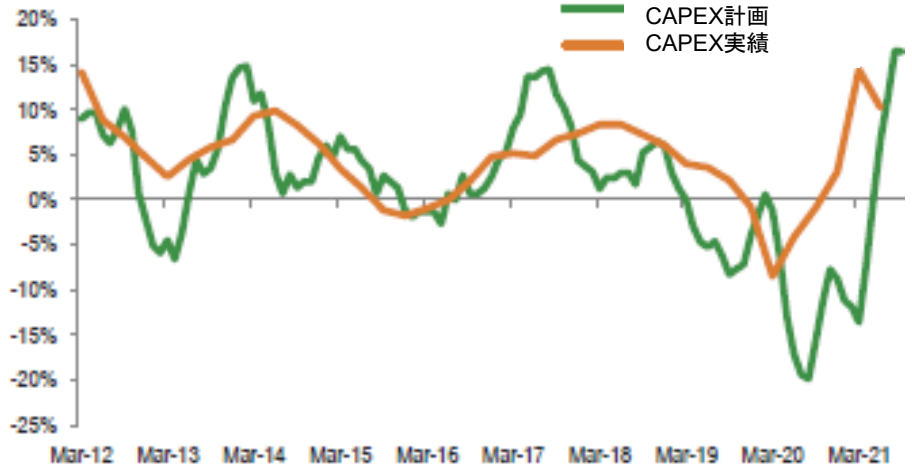
2. クレジット市場見通し

クレジットファンダメンタルズは悪化と言うほどではないものの・・・

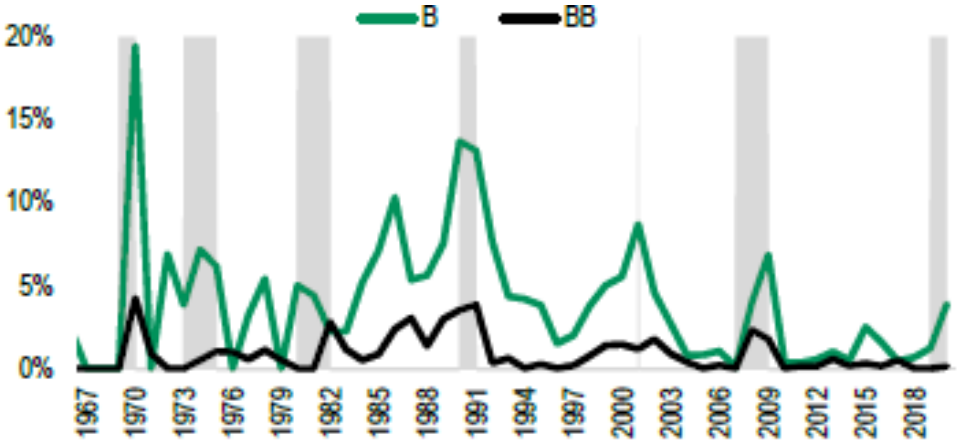
当座比率



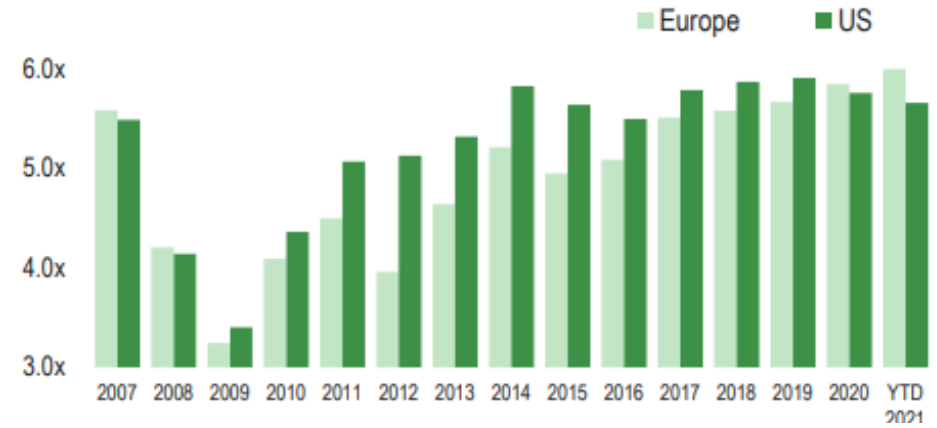
設備投資計画（米国企業、前年変化率）



デフォルト率（B格、BB格それぞれの年別）



LBOレバレッジ



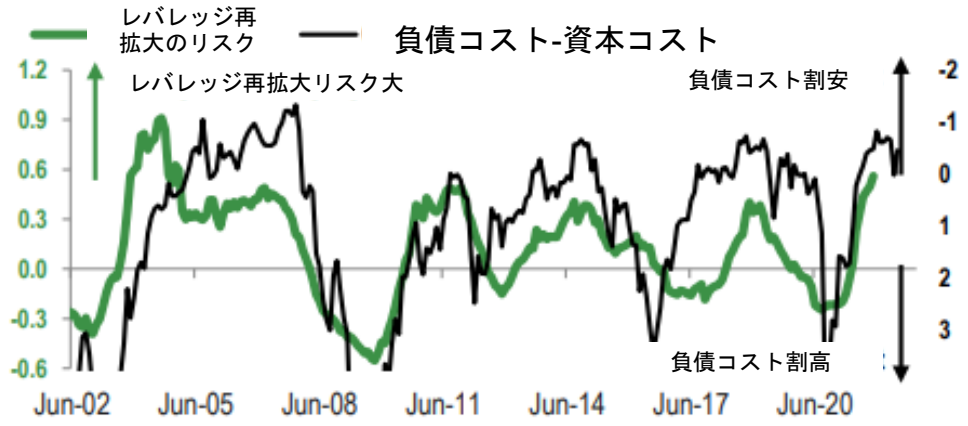
注：LBOのプロフォルマ、シニア債務/EBITDA（ただし、EBITDAが5000万ユーロより大きいケースのみ）

出所：:ブルームバーグ、Federal Reserve Bank of ST Louis、ムーディーズ、Capital IQ、BNPパリバ証券

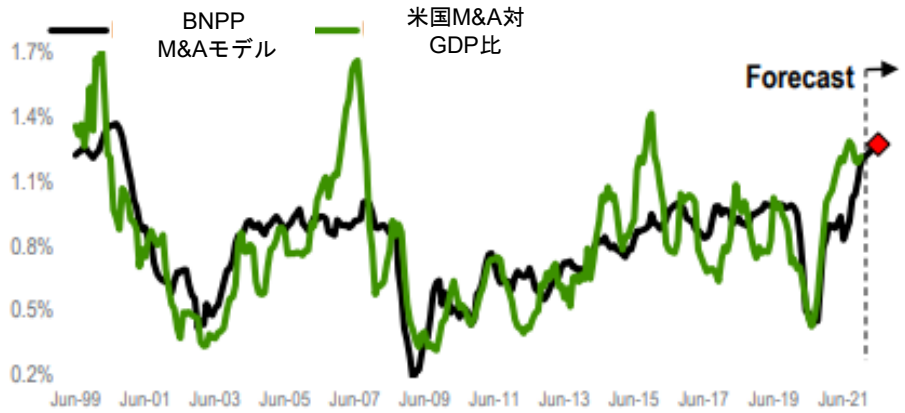
2. クレジット市場見通し

レバレッジ再拡大のリスクは増加。背景に割安な負債コスト

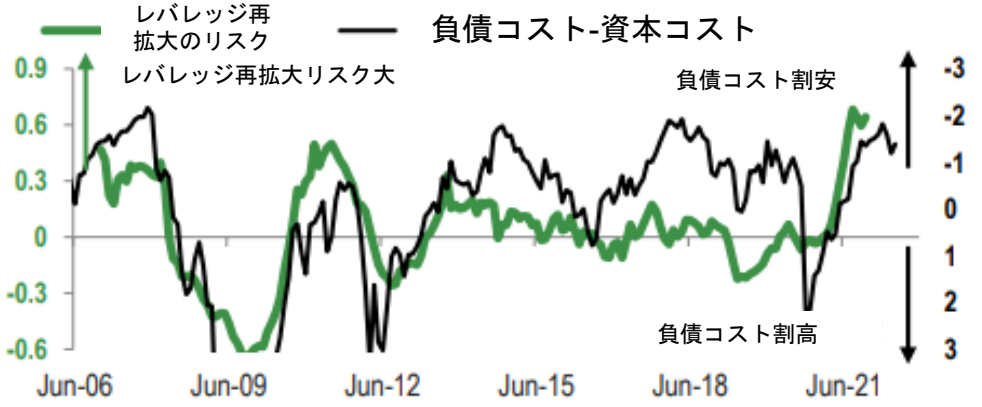
負債コスト－資本コスト（米国）



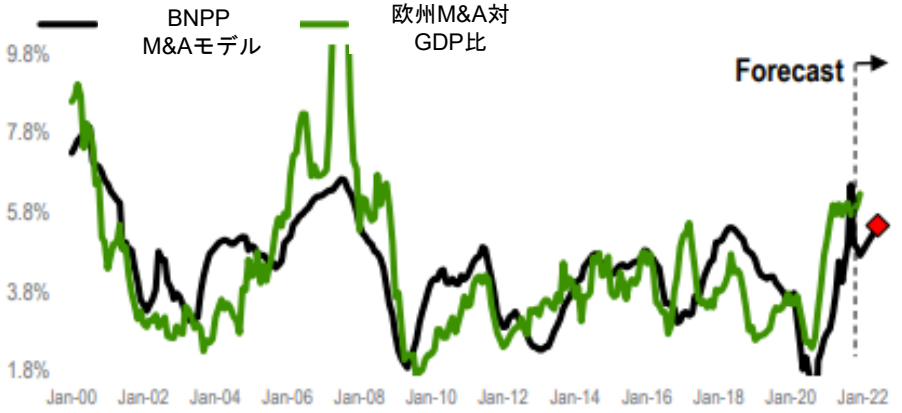
米国：M&Aアクティビティ



負債コスト－資本コスト（欧州）



欧州：M＆Aアクティビティ

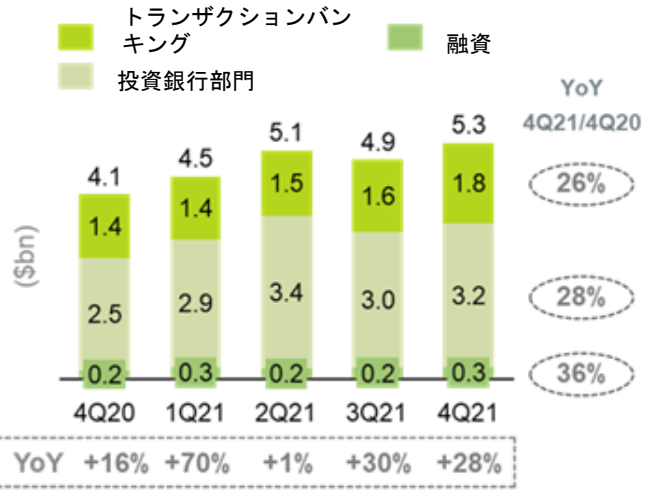


出所：:ブルームバーグ、BNPパリバ証券

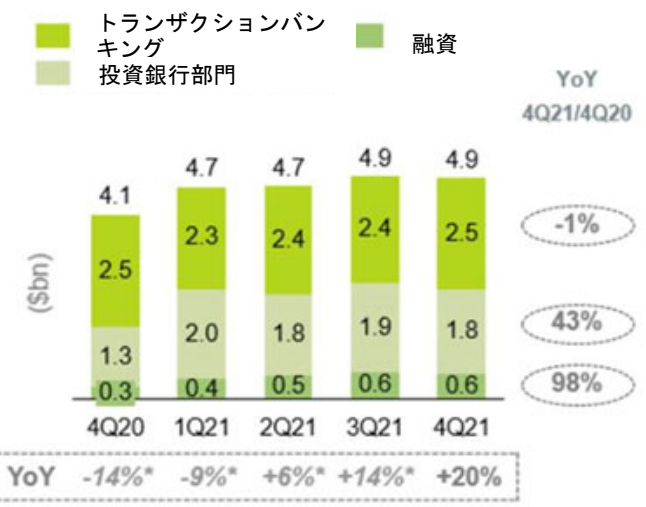
2. クレジット市場見通し

（参考）米銀決算でもM&Aは収益源

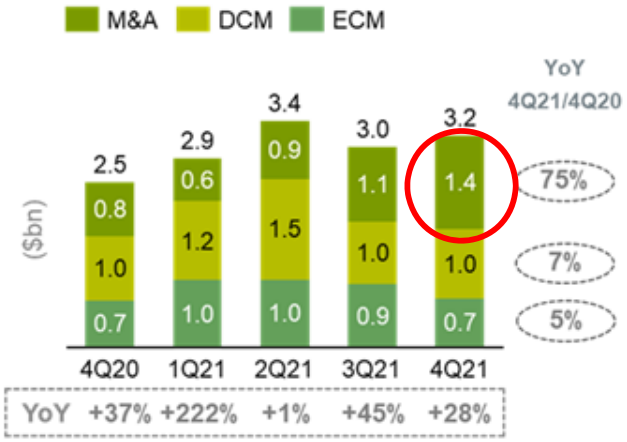
JPモルガン（21.4Q）バンキング収益



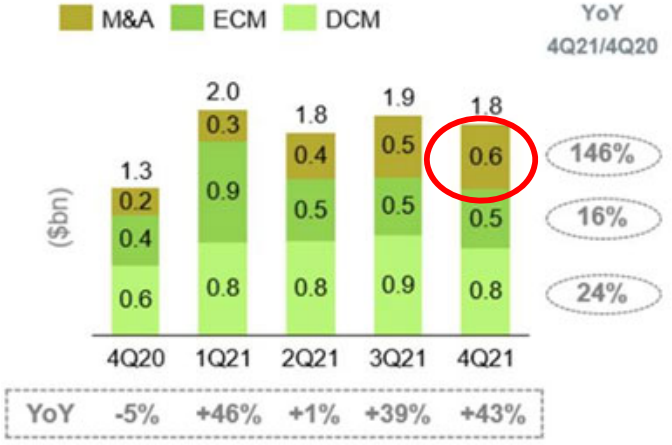
Citi(21.4Q)バンキング収益



JPモルガン（21.4Q）投資銀行部門収益



Citi(21.4Q）投資銀行部門収益



出所：:ブルームバーグ、BNPパリバ証券

2. クレジット市場見通し

レバレッジ再拡大のタームに入ってきた！

M&AとLBOの件数が2007年レベルまで増加する
（2021年M&A2230億ドル、2020年対比53%増）

負債コストが割安

成長期待+CFOの強気+安定ながら緩やかな収益⇒M&A後押し

レバローン需要+融資姿勢の緩和+プライベートエクイティ資金⇒LBO後押し

HY＞IG HYの方がIGより投資魅力が高い（**M&Aが増える場合**）
A＞BBB A格の方がBBBよりアウトパフォーム（資産買入がなくなるとよりBBBに割高感が出る）

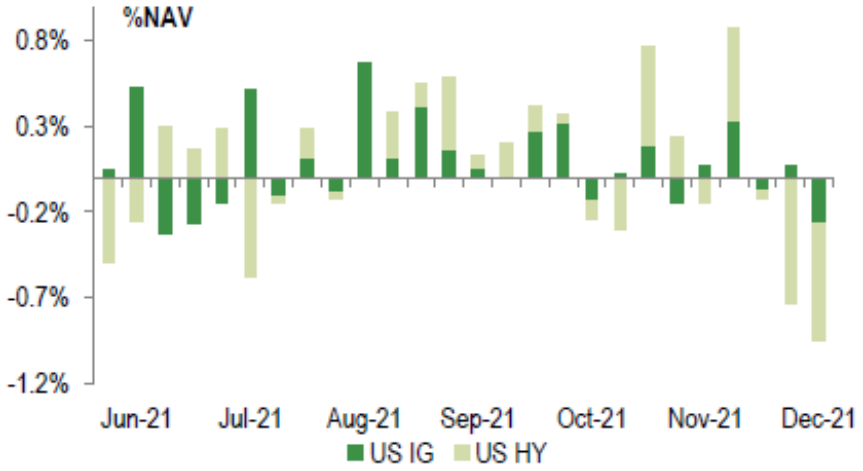
欧米ともにテクノロジー（ソフトウェア、ヘルスケア、バイオ、メディアなど）が中心セクター。欧州では医薬、不動産も

出所：BNPパリバ証券

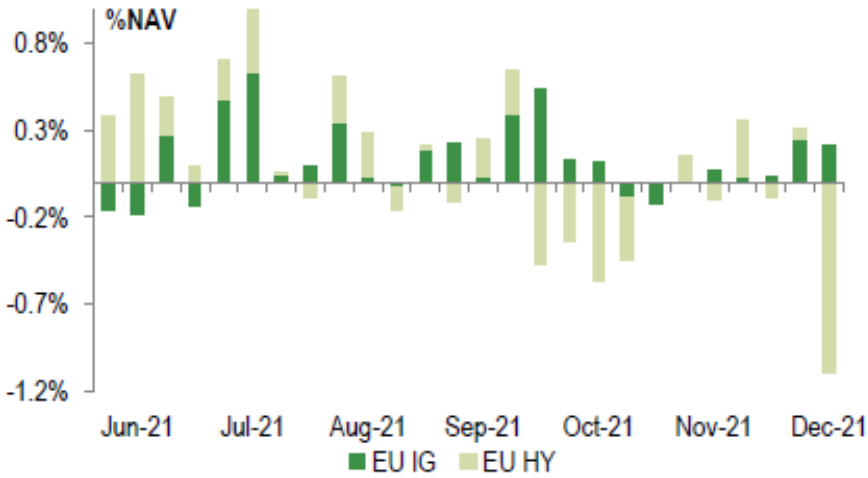
2. クレジット市場見通し

・・・需給もスプレッドワイド化要因

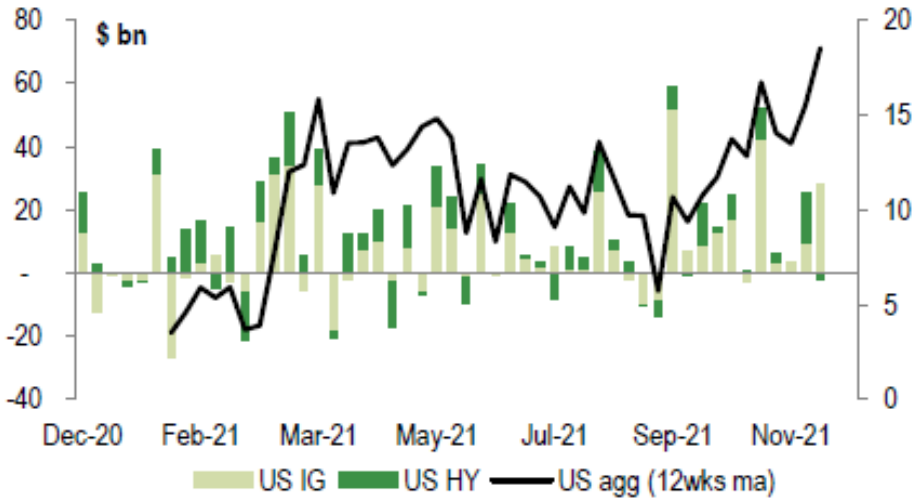
ファンドフロー：米国



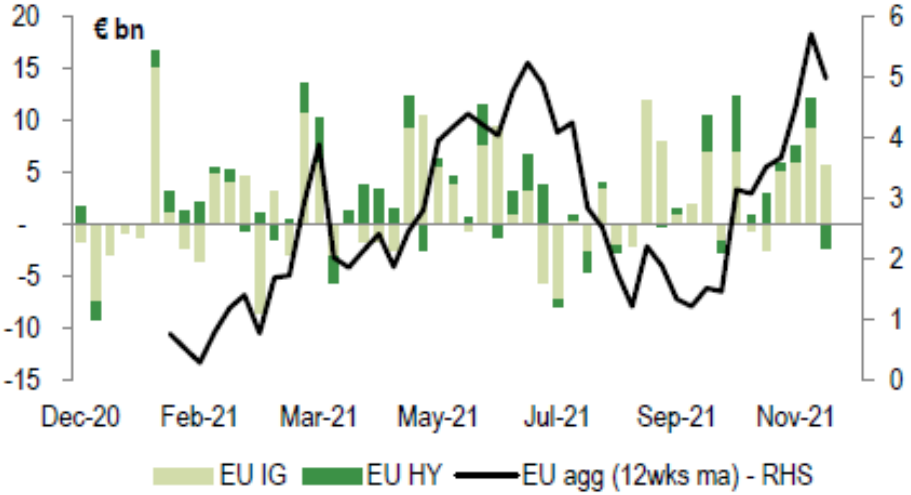
ファンドフロー：欧州



ネット発行量：米国



ネット発行量：欧州



出所：:Dealogic、BNPパリバ証券

2. クレジット市場見通し

これからのクレジットスプレッドシナリオ

US IG スプレッド見通し

	米国			欧州		
BNPP2022予想	IG	HY	LL	IG	HY	LL
現在スプレッド	98	317	449	92	301	400
BNPPスプレッド予想	140	410	465	130	380	445
変化	42	93	16	38	79	45
期間	5	4	5	9	4	5
超過リターン年度予想	-1.20%	-0.10%	3.70%	-2.40%	-0.20%	1.80%
デフォルト/格下げ率	0.20%	1.50%	0.70%	1.10%	2.00%	0.60%
回収率	90%	30%	65%	86%	30%	65%
損失率	0.00%	1.00%	0.30%	0.20%	1.40%	0.20%
損失調整後超過リターン年度予想	-1.20%	-1.10%	3.50%	-2.60%	-1.60%	1.60%

- 転換点にあるとは言え、金利は相応に低く、クレジットファンダメンタルズはまだ悪化していないことによりスプレッドはサポートされる。ただし、需給は悪化傾向にあり、これがスプレッドをワイド化させる
- スプレッドは時折イベントをこなす際にボラティリティが出て、緩やかなワイド化
- ただし、それ程過度なワイド化ではなく、“レンジ相場の2022年になる”のではないか。そうなると、クレジット投資は“Carry is King”を継続

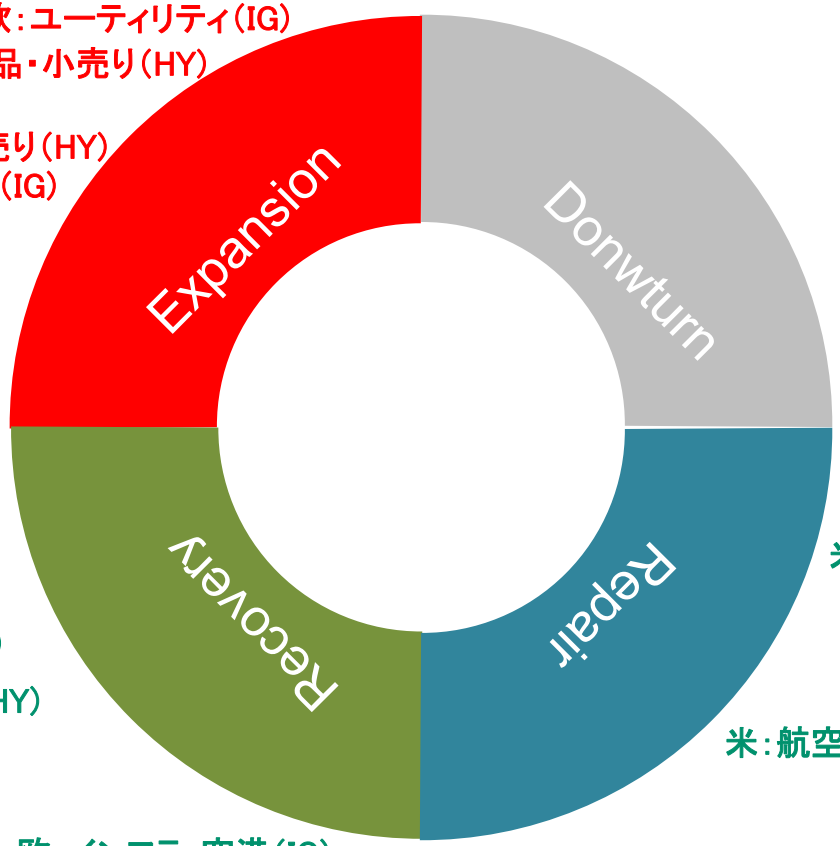
出所：ブルームバーグ、Markit、BNPパリバ証券

2. クレジット市場見通し

クレジットサイクルと投資対象

- （参考）欧米クレジットサイクル

- 新型コロナの影響を受けなかったセクターは安定感が強く、Recoveryに位置すると考えられる。新型コロナに影響を受けた場合も含め、状況の冴えないセクターのいくつかはExpansionに位置すると考えられる
- Repairに入ったばかりのセクターからRecoveryのセクターに投資妙味



- バランスシート拡大局面
- LBO、M&A、CAPEX増大
- ボラティリティ増大

米：建設・部品（HY）
米：テクノロジー（IG）
欧：ユーティリティ（IG）
欧：食品・小売り（HY）
欧：TMT（IG）
欧：食品・小売り（HY）
欧：食品・小売り（IG）
米：製造業（IG）
米：ヘルスケア（IG）
欧：化学（IG）

- キャッシュフロー/ファンディングプレッシャー
- 資産価格低下
- デフォルト率上昇

欧：銀行（IG）
米：自動車部品（HY）
欧：飛行機・防衛（IG）
欧：観光サービス（HY）
欧：消費者製品（HY）

- リストラ決行
- フリーキャッシュフロー増大
- マージンの改善

欧：インフラ・空港（IG）
欧：旅行業（HY）

米：レジャー（HY）
米：航空（HY）

- バランスシート整理
- 債務返済
- 現金保有

出所：BNPパリバ証券

2. クレジット市場見通し

しかし、クレジット市場から問題は現れず・・・CLO市場も安定継続を確認

HY Cash

注:1月11日現在

Global ABS Generic secondary spreads

Generic spreads	7-Jan-2022	31-Dec-2021	Weekly Move	31-Dec-2021	YTD Total Return (1)
UK NCF 2.0 AAA	69	68	+1	68	0.0%
UK BTL 2.0 AAA	65	67	-2	67	0.0%
UK Prime RMBS AAA	31	30	+1	30	0.0%
German Auto AAA	8	7	+1	7	0.0%
Dutch RMBS AAA	19	18	+1	18	0.0%
French RMBS AAA	19	18	+1	18	0.0%
US Prime Auto AAA (3y)	3	3	0	3	-0.1%
US Subprime Auto AAA	40	40	0	40	0.0%
US Subprime Auto BB	300	300	0	300	0.2%

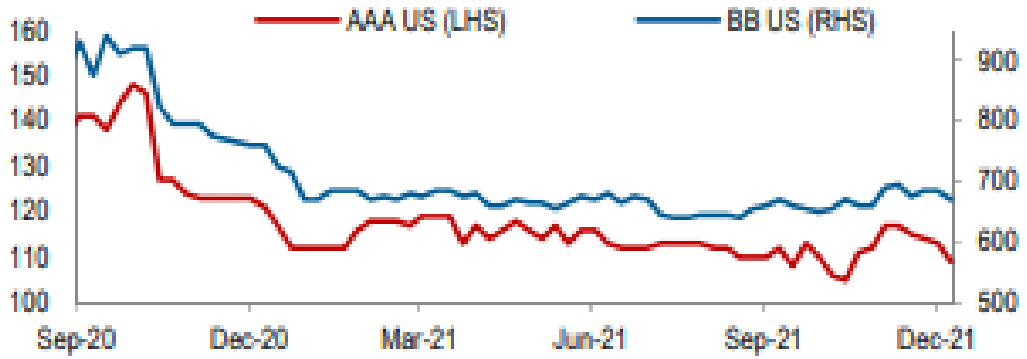
CLO Generic secondary spreads

Original Ratings	7-Jan-2022	31-Dec-2021	Weekly Move	31-Dec-2021	YTD Total Return (1)
US AAA	109	113	-4	113	0.0%
US AA	170	175	-5	175	0.0%
US A	215	220	-5	220	0.0%
US BBB	335	335	0	335	0.1%
US BB	670	685	-15	685	0.1%
EUR AAA	106	112	-6	112	0.0%
EUR AA	175	175	0	175	0.0%
EUR A	220	220	0	220	0.0%
EUR BBB	335	335	0	335	0.0%
EUR BB	600	600	0	600	0.1%
EUR B	865	865	0	865	0.1%

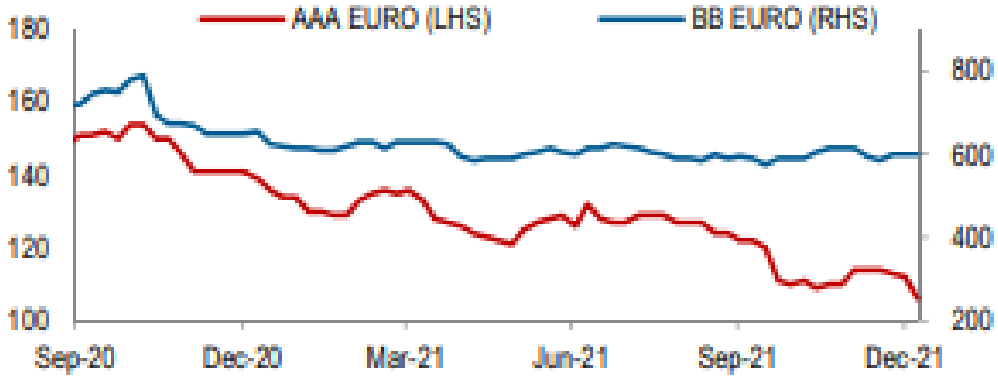
Credit Indices – Synthetic

Generic spreads	7-Jan-2022	31-Dec-2021	Weekly Move	31-Dec-2021	YTD Total Return
CDX IG	53	50	+3	50	NA
CDX HY	308	293	+15	293	NA
iTraxx Main	50	48	+2	48	NA
iTraxx Crossover	252	242	+10	242	NA

US CLO



Euro CLO



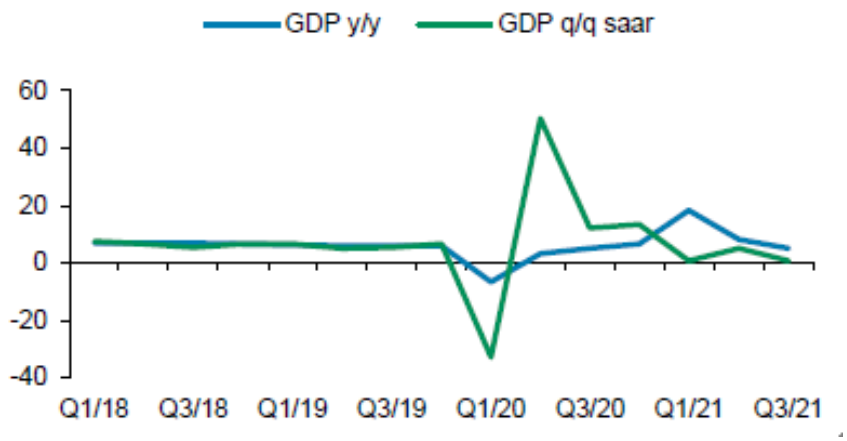
出所:LCD、S&P Global Market Intelligence 、HIS Markit、ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理

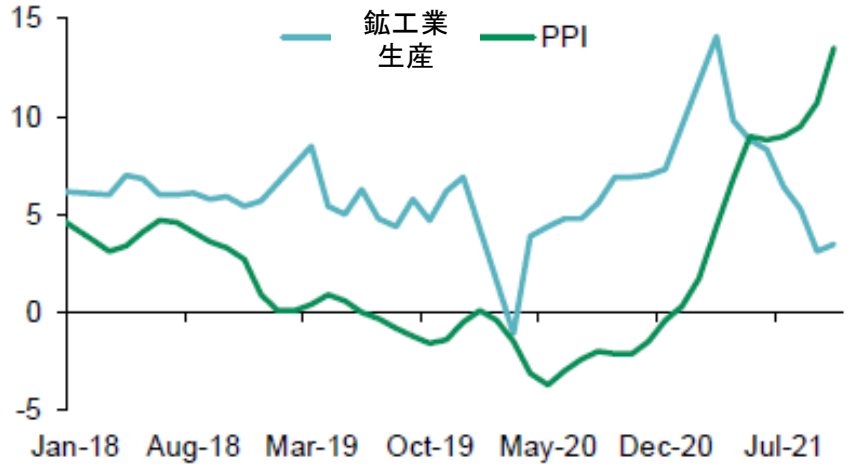
3. リスク要因の整理①中国リスク（不動産セクターと構造改革）

冴えない中国景況感

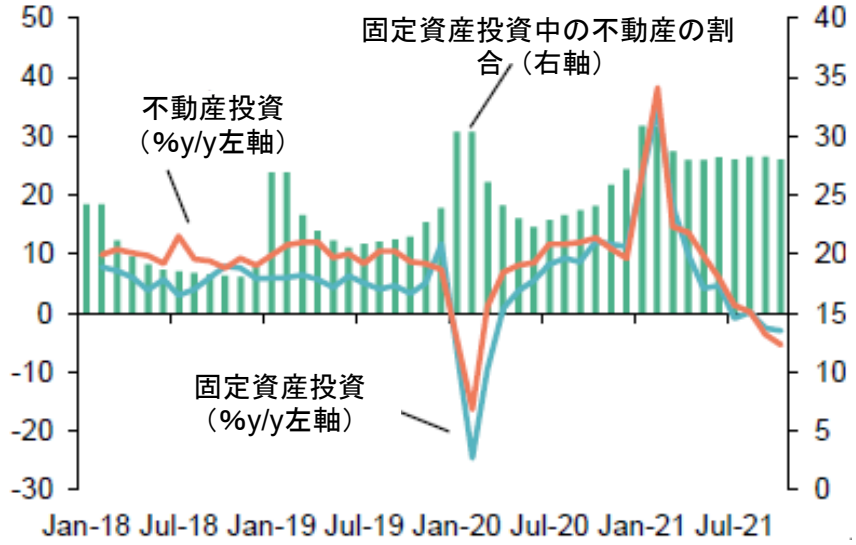
GDP成長率（%）



鉱工業生産とPPI（%、前年同月比）



固定資産投資・不動産投資



- 2021年第3四半期には減速し4.9%成長、実際にはさらに弱い可能性もある
- 景気減速に加え、PPI上昇は加速中。投入コストの上昇が続き、減産や操業停止を余儀なくされる企業も出て来る
- 不動産投資減速が問題だが、これは“恣意的に”行った一連の政策が引き金になったもの
- 2022年は、不動産投資に加え、これまで牽引してきた輸出の寄与が落ちる公算。中国景気は冴えない可能性もある
- 政策対応でどこまで盛り返すか。12月21日、LPR1年3.85%から3.80%に利下げ実施

出所：National Bureau of Statistics of China、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理①中国リスク（不動産セクターと構造改革）

中国恒大グループの現状

恒大債券利回り推移

恒大株価推移

恒大の利払い予定表

億円

9月15日	主要銀行に対する借入利息支払わない通知	
9月23日	2億3200万元	39 利払い実施
	8353万ドル	93 利払い確認できず
29日	4750万ドル	53
10月12日	1億4813万ドル	164
19日	1億2180万元	21
21日		債務不履行
30日	1425万ドル	16
11月8日	8249万ドル	92 利払いされず
12月28日	2億5520万ドル	283 利払いされず
年内計	3億5380万元	393
	6億3110万ドル	701

注：1ドル＝111円、1元＝17円で円建ては換算している

- 11月17日、EV事業、映画製作配信会社株式売却。27日、広州FC売却など資産売却を実施
- 12月5日、中国政府が全面関与を宣言、外貨建て債務再編を行うと発表（ケリをつけるということ）（リフィニティブによると、米ドル債の発行残高は195億ﾄﾞﾙ）
- 12月7日、不動産規制修正とリスク管理委員会の設置へ
- 12月9日、恒大デフォルト認定（Fitch）。奥園集団、佳兆業集団も
- 12月11日、住宅関連プロジェクトの買収などを使途とする社債の発行を優先的に認める（不動産セクターへの支援も開始）

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理①中国リスク（不動産セクターと構造改革）

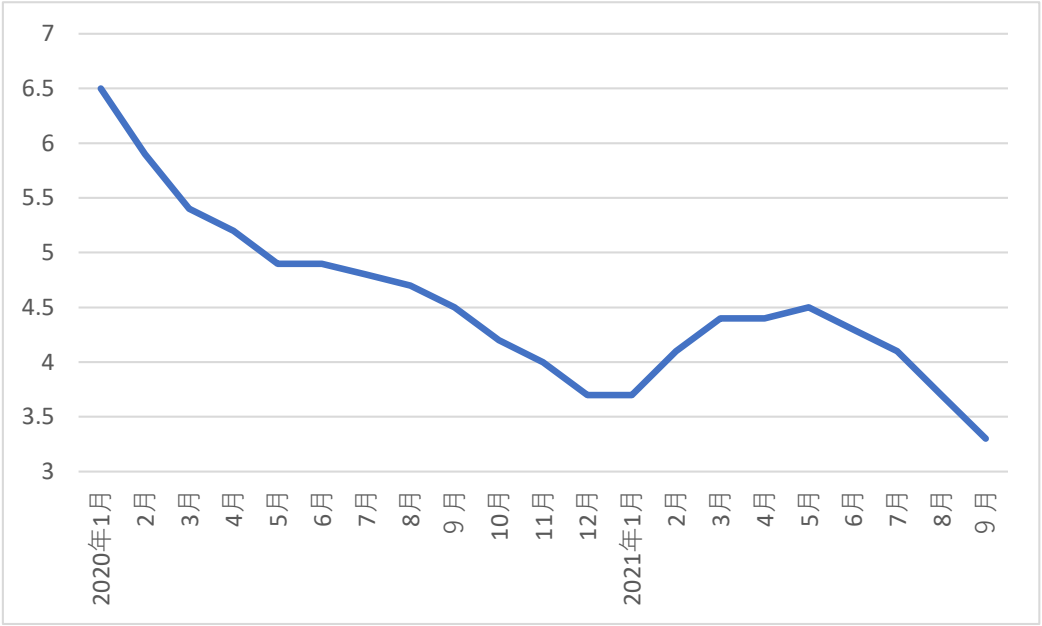
中国恒大グループの処理

海航集団の事例

2017年2月	ドイツ銀行に出資、その後筆頭株主
3月	米ホテルヒルトン・ワールドワイドの株式取得
6月	中国当局が海外買収の監督強化
11月	資産売却方針の決定
2018年上期	ヒルトンなどを売却
2019年7月	債券１５億元が債務不履行
2020年2月	政府関与が決定（地方政府）
2021年2月	再建型の倒産手続きを裁判所が受理
3月	傘下各社が再建スポンサー募集
9月	債務額確定
10月	更生計画案を債権者らが承認

- 債務不履行から政府関与まで8か月（恒大は1か月半！）
- ここから倒産手続き⇒スポンサー募集、債務額確定、更生計画案の債権者らの承認があるが、中国政府の動きは全般に早め
- 1月4日には、香港で株式取引の停止
- 1月5日にはマンション解体命令へ

70都市の販売用住宅価格の平均指数（前年同月比%）



注：単純平均

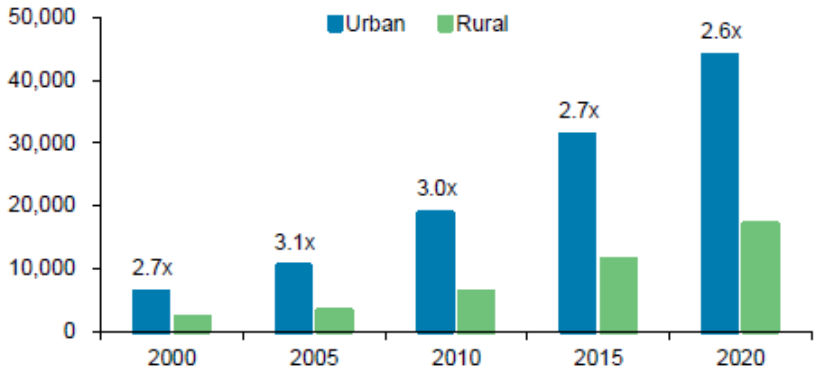
- 住宅価格の低下以外にも、2021年7月以降、住宅販売面積が急落している
- 21年4月から金融機関への立ち入り検査があり、住宅ローンを厳格にし、ローンの承認が降り難くなったことから、住宅購入が抑制された

出所：ブルームバーグ、各種報道資料、国家統計局、BNPパリバ証券

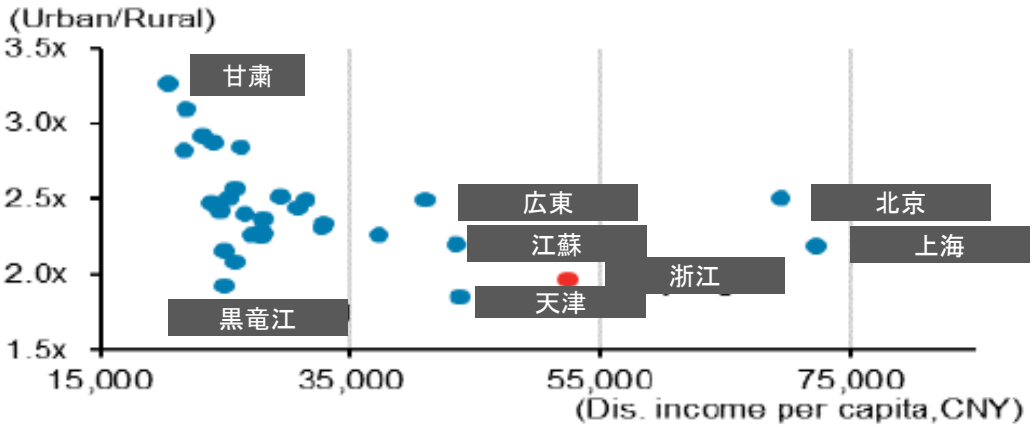
3. リスク要因の整理①中国リスク（不動産セクターと構造改革）

「共同富裕」無理を通せば道理引っ込む？

一人当たり年間可処分所得（人民元）



中国県別都市と地方の所得格差



国の企業支配？

吉利汽車	「従業員に自社株を付与する案」を発表 （一人当たり約578万円）
アリババ	基金1000億元（１.7兆円）拠出 デジタル化の推進、浙江省共同富裕の示範区を建設、若者に技術訓練の機会を提供 科学技術産業基金設立 中小企業の健全な発展の促進寄与
テンセント	500億元拠出 農村振興、教育平等、基礎医療改善
拼多多	100億元拠出、農業振興
美団	赤字転落
滴滴	米上場廃止要請

- 地方財政の悪化も加速している
- 東北部黒竜江省の旧産炭地鶴崗市が財政破綻（2022年1月）
  →そうでなくとも貧困な省の破綻で、格差拡大
- 公共事業に足枷、公務員給与削減⇒投資・消費に下押し圧力

出所：Chna's NBS、CEIC、National Bureau of Statistics、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理①中国リスク（不動産セクターと構造改革）

絶対権力者習近平誕生は2022年秋。帳尻を合わせられるか

中国の目標との親和性をいかに図るか

	2020　適度に繁栄した社会	2025　14次5か年計画	2035　中所得国経済	2050　共同富裕
国家目標	＊2010年の41兆元のGDPを二倍（2020年に101.6兆元） ＊2010年12.5ｋ平均所得二倍（2020年に32.2ｋ） ＊絶対的貧困をなくす（年間所得23ｋ以下）	・GDP成長率5-6% ・都市の失業率5.5%以下 ・寿命一年伸長（2018年77歳）	・一人当たりGDP中所得国入り（USD25k） ・中間所得層増大化（2020年の4億人から） ・都市と地方の格差是正	・繁栄、強靭、民主主義、文化的発展、調和した発展した経済 ・一人当たりGDPUSD35-40ｋへ

	2025	2035
浙江省 共同富裕のための目標値	・一人当たりGDP中所得国入り（CNY130ｋ） ・一人当たり可処分所得CNY75ｋ（2020年はCNY52.4ｋ） ・都市と地方の格差1.9倍以下に	・一人当たりGDPUSD35-40ｋへ ・平均所得も先進国並みに ・中間層が60%

- 中国、2022年の経済運営方針を発表（中央経済工作会議）
- ①積極財政。新たな減税・コスト削減策を実施、②緩和的金融政策、③不動産投機抑制と実需に見合う分の規制は修正、④外資企業の待遇改善（グローバル企業の呼び込み）、⑤独占や不正競争の禁止、⑥共同富裕の実現へ向けた“パイ”の増大

出所：China NBS、中国政府、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

①米国

- 米議会下院にて、民主党は連邦債務の法定上限を同党単独で引き上げられるようにする法案を提出
- 上院は単純過半数で債務上限を引き上げられるようにする法案を可決（64対36の賛成多数）
- 12月14日、米議会上院は連邦政府債務の法定上限を2.5兆ドル引き上げる法案を可決。続いて下院も可決
- 債務上限は現行の28.9兆ドルから31.4兆ドルに増加
- 新たな国債を発行できることになり、資金繰り見通しは、中間選挙を超えて問題がなくなった

債務上限を巡る近年の動き

年	日付	イベント	現金	特例措置の期間
2011	2011年5月16日	連邦債務が上限に到達	134兆ドル	78日
	2011年8月2日	上限を14兆2940億ドルから14兆6940億ドルに引き上げ（＋4000億ドル）	54兆ドル	
	2011年9月22日	上限を14兆6940億ドルから15兆1940億ドルに引き上げ（＋5000億ドル）	62兆ドル	
	2012年1月30日	上限を15兆1940億ドルから16兆3940億ドルに引き上げ（＋1兆2000億ドル）	109兆ドル	
2012	2012年12月31日	連邦債務が上限に到達	93兆ドル	35日
	2013年2月3日	適用停止の前日	57兆ドル	
	2013年2月4日	2013年5月18日まで上限を停止	60兆ドル	
	2013年5月18日	適用停止の最終日	34兆ドル	
2013	2013年5月19日	上限を16兆6994億ドルで復活（＋3054億ドル）	38兆ドル	151日
	2013年10月16日	適用停止の前日	32兆ドル	
	2013年10月17日	2014年2月7日まで上限を停止	46兆ドル	
	2014年2月7日	適用停止の最終日	34兆ドル	
2014	2014年2月8日	上限を17兆2116億ドルで復活（＋5122億ドル）	21兆ドル	7日
	2014年2月14日	適用停止の前日	33兆ドル	
	2014年2月15日	2015年3月15日まで上限を停止	63兆ドル	
	2015年3月15日	適用停止の最終日	34兆ドル	
2015	2015年3月16日	上限を18兆1130億ドルで復活（＋9014億ドル）	106兆ドル	231日
	2015年11月1日	適用停止の前日	23兆ドル	
	2015年11月2日	2017年3月15日まで上限を停止	25兆ドル	
	2017年3月15日	適用停止の最終日	23兆ドル	
2017	2017年3月16日	上限を19兆8088億ドルで復活（＋1兆6958億ドル）	75兆ドル	176日
	2017年9月7日	適用停止の前日	52兆ドル	
	2017年9月8日	2017年12月8日まで上限を停止	70兆ドル	
	2017年12月8日	適用停止の最終日	69兆ドル	
2018	2017年12月9日	上限を20兆4560億ドルで復活（＋6472億ドル）	79兆ドル	62日
	2018年2月8日	適用停止の前日	203兆ドル	
	2018年2月9日	2019年2月28日まで上限を停止	199兆ドル	
	2019年2月28日	適用停止の最終日	203兆ドル	
2019	2019年3月1日	上限を21兆9880億ドルで復活（＋1兆5317億ドル）	202兆ドル	154日
	2019年8月1日	適用停止の前日	118兆ドル	
	2019年8月2日	2021年7月31日まで上限を停止	134兆ドル	
	2021年7月30日	適用停止の最終日	？	
2021	2021年7月31日	上限復活か、新たな適用停止か、上限引き上げか	？	？

出所：US Treasury、Macrobond、BNPパリバ証券

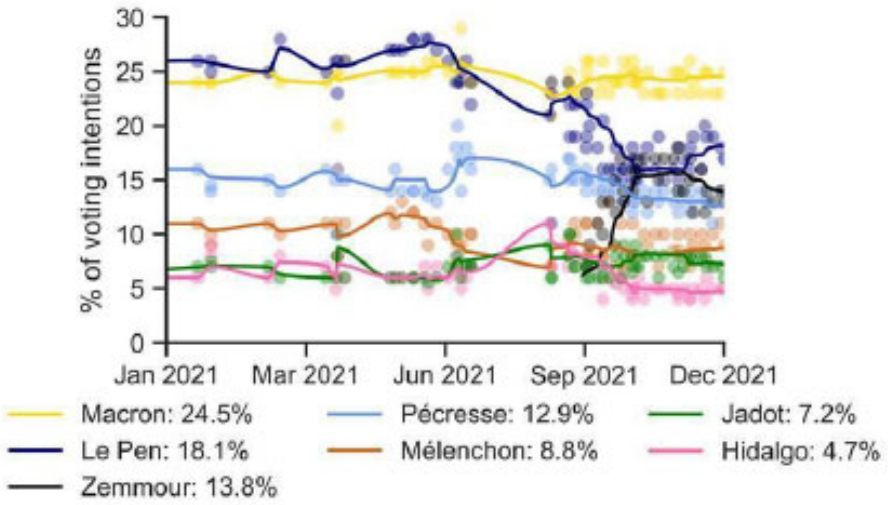
3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

②欧州

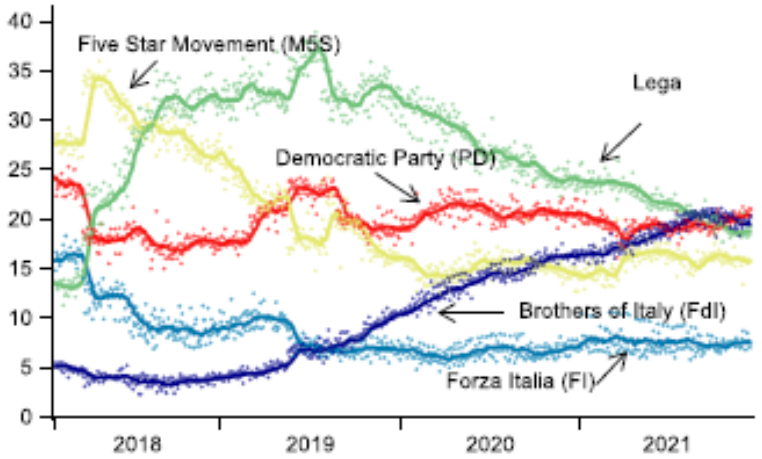
ドイツ新首相の政策骨子

環境問題	格差是正	外交安保
30年までに再生エネ比率80%	最低賃金時給12ユーロに引き上げ	米仏外交が基盤
脱石炭を30年に前倒し	住宅供給年40万戸	新疆ウイグル自治区の人権問題提起
電気自動車30年に1500万台		核禁止条約にオブザーバー参加

フランス大統領選挙：第一回目投票の支持率



イタリア主要政党支持率



- ドイツシュルツ首相は求心力を高める必要がある。どうメルケルとの差をつけ、人気を獲得するか
- フランス大統領選。LRペクレス氏、極右ゼムール氏などの出馬表明後もマクロン大統領再選が有力
- ただし支持率動向はこれからまだ変化すること、候補者のストラテジーの見誤りで決選投票がマクロン対誰になるかも予断を許さない
- イタリアでは、マッタレッラ大統領の後にドラギ首相がなるのかならないのか。ただし、イタリアの政局はそもそも安定していない

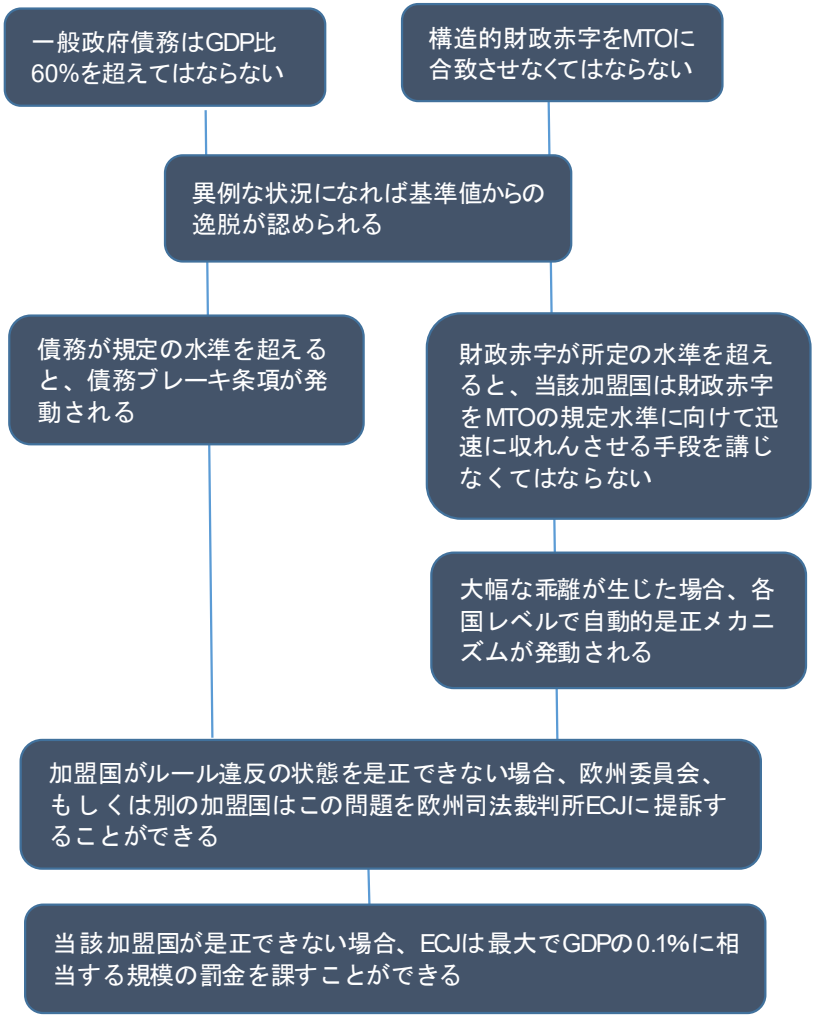
甘い
イタリアなど
南部
財政ルール
厳格
ドイツなど

出所：Harris Interactive、Elabe、Ipsos、Ifop-Fiducial OpinionWay、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

②欧州

EU財政ルール　フローチャート



財政ルール変更に関する主な発言

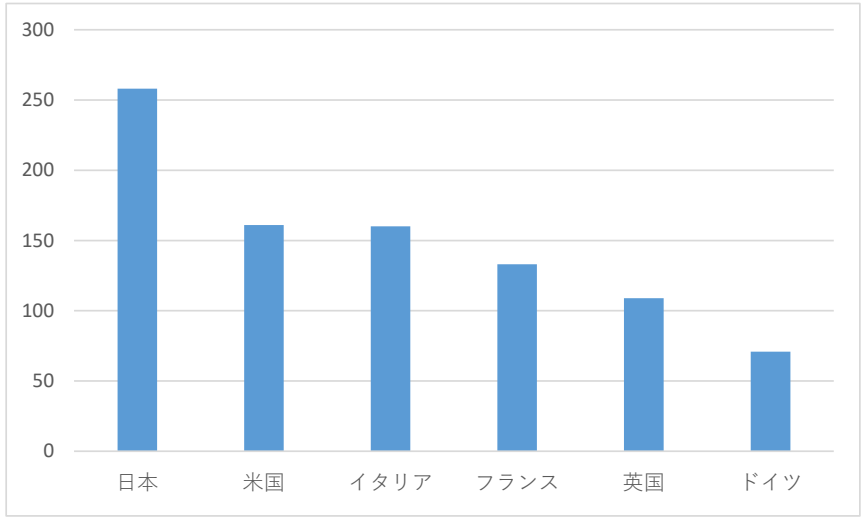
発言者	発言内容（太字下線部分は当社補足）
パオロ・ジェンティローニ 欧州委員（経済担当） 2020年2月5日	「ECBが直面する制約が増加していることを考えると、**景気変動を平準化させる財政政策の発動余地を高める**ことも必要になる」。
ヴァルデス・ドンブロウスキス 欧州委員会上級副委員長（人々のための経済担当） 2020年2月5日	「（財政ルールは）現在、過度に複雑でコミュニケーションが難しいとみられている。それゆえ、我々はこのルールを簡素化しつつ、**その効果をさらに高める**ために協議を進めるつもりだ」。
ヴォルフガング・ショイブレ ドイツ連邦議会議長、前財務相 2021年1月26日	財政ルール改革に関する質問に対し： 「パンデミック終息後は多くの物事が以前とは全く異なるものになる」。
ブリュノ・ルメール フランス財務相 2021年1月27日	「（財政ルール）は**現実に即して再評価されるべきだ**」。
イザベラ・シュナーベル ECB専務理事 2021年2月26日	「こうした状況では経済を刺激し、リフレを進めるための金融政策と財政政策、構造政策が必要だ」。 「（より迅速に対応できる政策にシフトするには）マクロ経済を安定させることを明確な目標とした財政手段が必要である。ユーロ圏レベルでそうした財政手段を確保できれば理想的だが、最低限、各国レベルでそうした手段を確保したい。簡単に言うと、非標準的金融政策を非標準的財政政策によって補完することが必要だ」。 「現在のようなインフレと金利水準が低い局面では（中略）、金融政策と財政政策が互いにどう補完し合えるかを再検討せざるを得ない」。
パオロ・ジェンティローニ 欧州委員（経済担当） 2021年2月26日	「**財政ルールは**公共財政の構成を改善し、新たな債務が確実に「良い債務」になるようにするために**適用すべきだ**」。 「現行のルールに中期的視点が欠けていることは明らかだ」。 「ショックに対する財政政策の役割を強化する最良の方法がユーロ圏レベルの恒久的財政能力の導入であることに変わりはない」。
フィリップ・レーン ECB専務理事 2021年3月16日	「ユーロ圏には19ヶ国の財政政策と1つの共通財政要素で構成される20の財政政策がある。**マクロ経済面における各国の財政政策の協調を高め**、共同財政行動を拡大することができれば、欧州において財政能力を有効に活用することができる」。
クラウス・レグリング 欧州安定メカニズム（ESM）総裁 2021年5月5日	「3%の財政赤字上限は条約に規定されており、引き続き、重要であるが、政府債務残高上限については検討が必要だ。言い方を変えると、マーストリヒト条約の交渉段階では、60%の債務上限が適切なものであったが、**既にそう言うことができなくなっている**」。
マリオ・ドラギ イタリア首相 2021年5月12日	「現行の財政ルールは以前から**不適切**であったが、パンデミックから脱却しようとする経済にとっては一段と不適切なものになっている」。 「ルール改正にあたっては、これまでよりも大きなマージンを取り、財政政策に景気変動を平準化する安定化装置としての機能を持たせることが必要だ」。
パスカル・ドノホー ユーログループ議長 2021年5月13日	「私はユーロ圏が引き続き、**ルール・ベースで運営される**と信じている（中略）。経済政策の一部の形態では、標準ベースのユーロ圏を容易に想像できるが、通貨の共有など、根本的な要素の場合、標準ベースだけでは十分に強い基盤を確立することができないと考えられる」。

出所：EU、各種報道資料、BNPパリバ証券

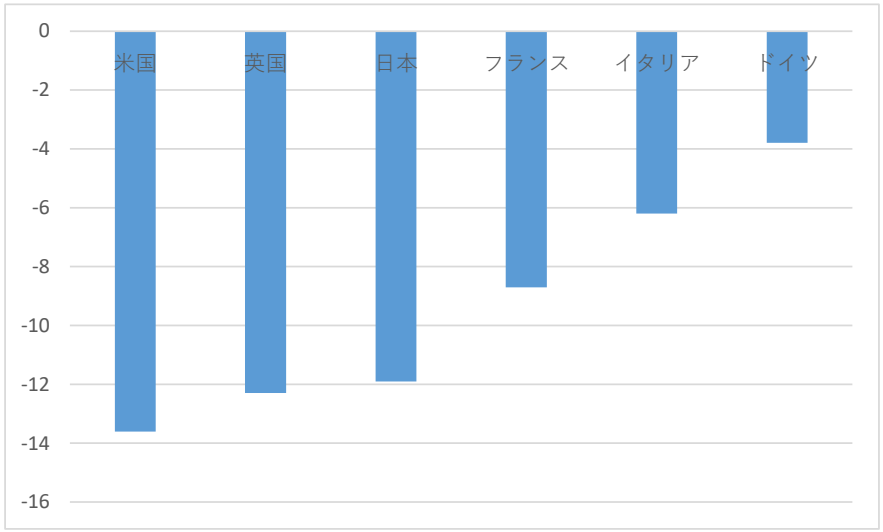
3. リスク要因の整理②選挙と過剰債務リスク

③財政問題、債務問題に懸念‥世界共通の課題へ

一般政府債務%GDP（2021）



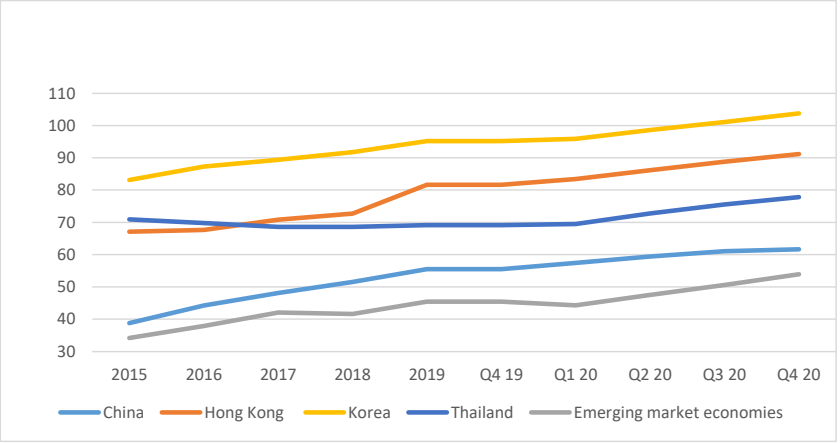
財政赤字%GDP（2020）



主な国の格付一覧

	MDY		S&P		R&I	
	格付	アウトルック	格付	アウトルック	格付	アウトルック
イタリア	Baa3u	STABLE	BBBu	STABLE	BBB+	NEG
日本	A1	STABLE	A+u	STABLE	AA+	STABLE
ドイツ	Aaau	STABLE	AAAu	STABLE	AAA	STABLE
アメリカ	Aaa	STABLE	AA+u	STABLE	AAA	STABLE
フランス	Aa2u	STABLE	AAu	STABLE	AAA	STABLE
イギリス	Aa3u	STABLE	AAu	STABLE	AAA	STABLE

家計債務対GDP比

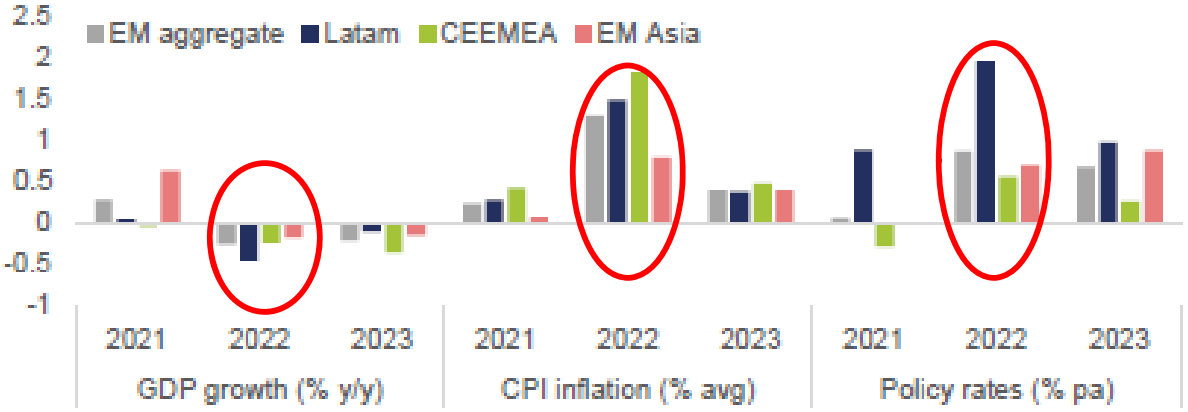


出所：IMF、BIS、NPパリバ証券

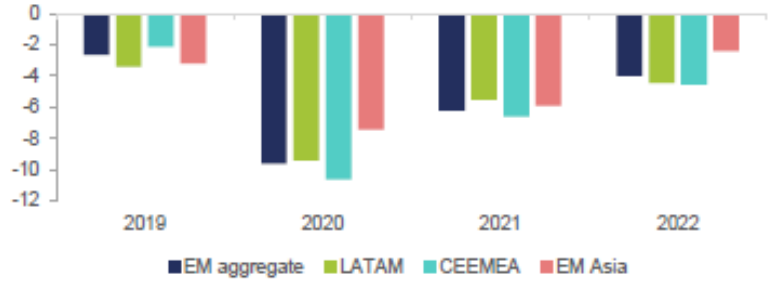
3. リスク要因の整理③新興国リスク

インフレと金利上昇、財政糊代不足・・・外貨を調達できるか

BNPパリバ証券予測の変化

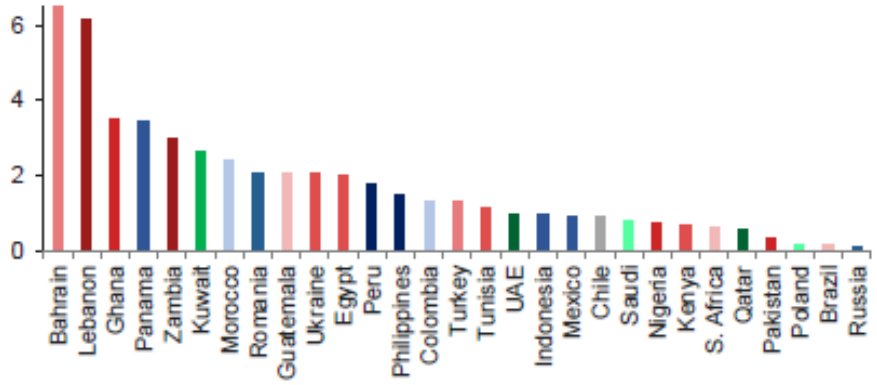


財政赤字動向



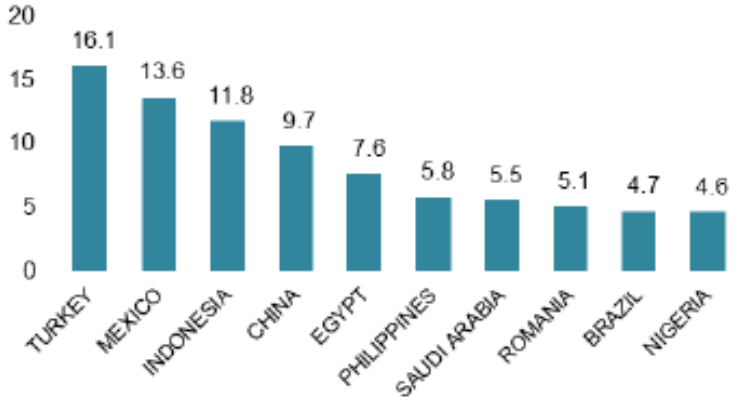
注：予測はIMF

外貨調達ニーズ（1）2022年対GDP比



注：色分けは、緑⇒青⇒赤の序列で格付けを反映している

外貨調達ニーズ（2）2022-26年平均的総必要額



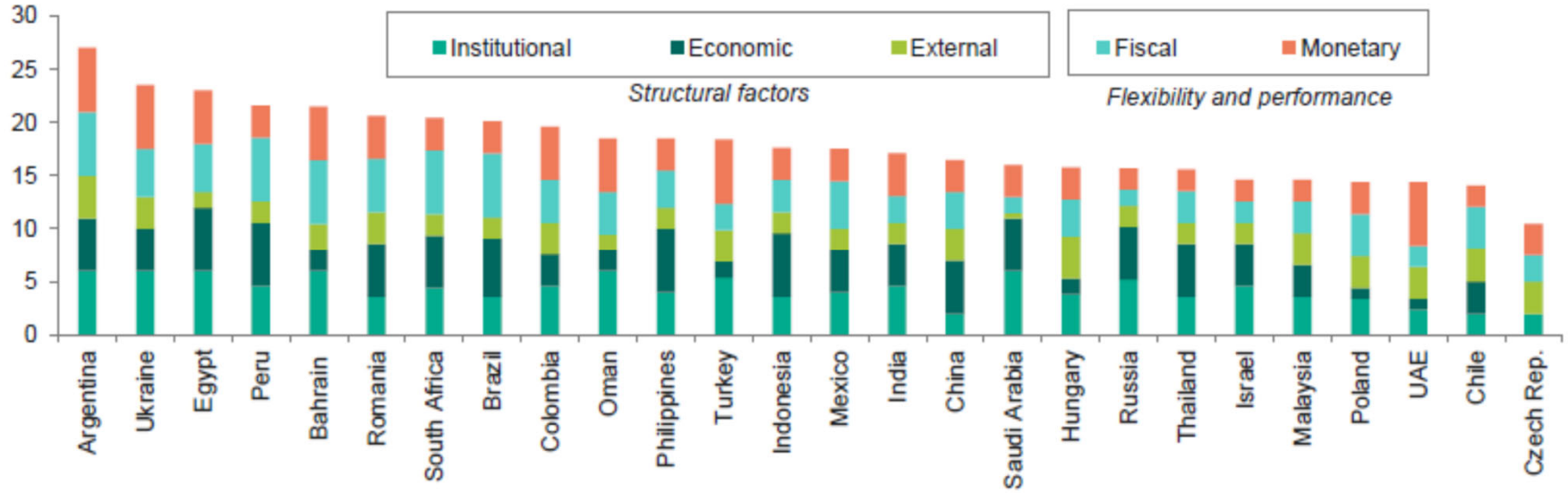
出所：IIF、IMF、S&P Global Plats、Our world in Data、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理③新興国リスク

まだら模様のソブリンリスク

※BNPパリバのソブリン信用格付けスコアは5項目のスコアを用い、体制面・経済面と言う構造的特性、対外面・財政面・金融面の側面からの柔軟性を定性面として調整したもの

ソブリン信用リスクスコア



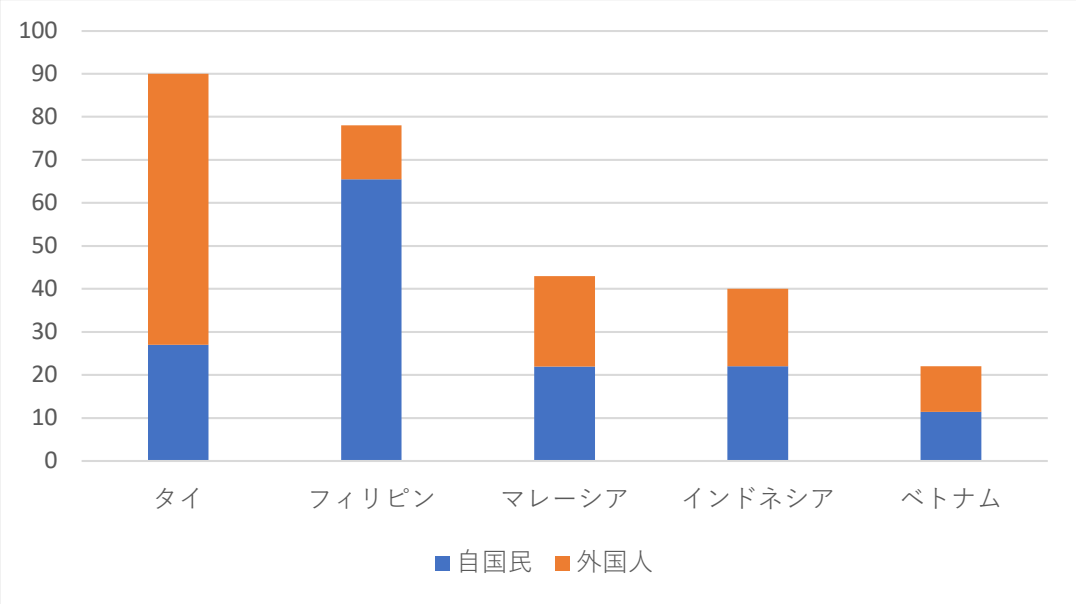
- ソブリンリスクの高い国：チリ（選挙後の不透明感、支出拡大圧力と政情不安）、コロンビア（財政収支不均衡、5月大統領選挙後に左派政権が誕生すれば、財政面でより大衆迎合的となり格下げリスク）、ブラジル（景気後退リスク）、ペルー（景気悪化、財政見通しの急速な悪化、政治的混乱）、ポーランド（インフレの加速、EUとの対立）、メキシコ（ペメックスの国家債務化、経済停滞）、インド（財政指標改善せず、改革後退は格下げリスク）、バーレーン（地政学的リスク）
- ソブリンリスク改善の国：オマーン、ウクライナ、ハンガリー、ルーマニア、ロシア
- 格下げペースは鈍化する。2022年はスタグフレーションリスクが継続だが、世界経済の成長は更に上振れれば、財政収入は回復もありえる
- パンデミックの発生以降、かつてない世界的な金融緩和や潤沢な流動性を背景に拡大する財政赤字の埋め合わせが容易になっていたことが変化するとなると、資金調達環境は悪化することを見ておく必要がある
- 格付けが低い中では、トルコ（161億ﾄﾞﾙ）、エジプト（76億ﾄﾞﾙ）あたりの資金調達動向に注視

出所：IMF、S&P Global Plats、Our world in Data、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理③新興国リスク

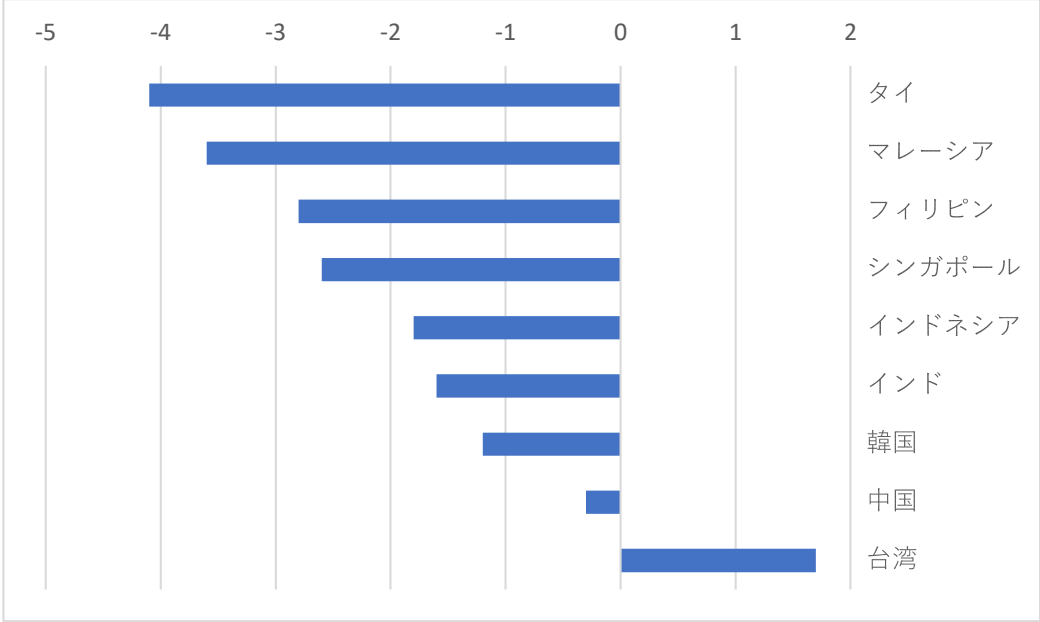
相対的に優等生のアジアだが、懸念は残る

- ASEAN5か国の観光収入内訳（10億ﾄﾞﾙ）



注：2019年数値

- コロナ前水準に戻るまでに必要な年月



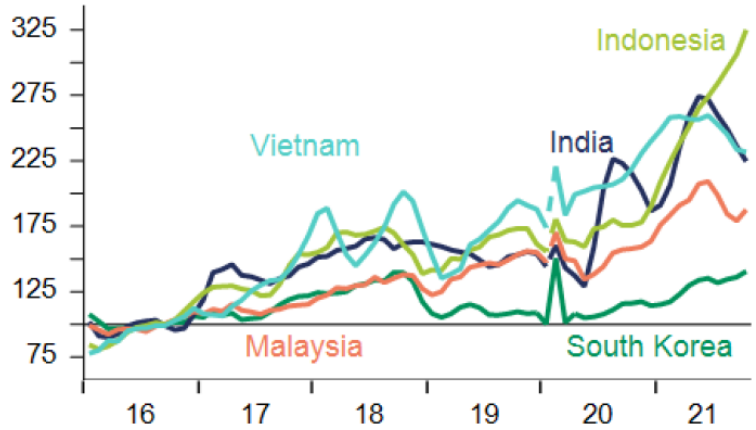
注：2021年第3四半期GDPのコロナ前の傾向からの実質GDP偏差をとったもの。この差が大きいほど、修復に時間がかかると見られる。表中、マイナスがかかる年数、プラスになると既に回復していることを示す。データはインドと台湾は推計値

出所：WTTC、JCIF、IMF、BNPパリバ証券

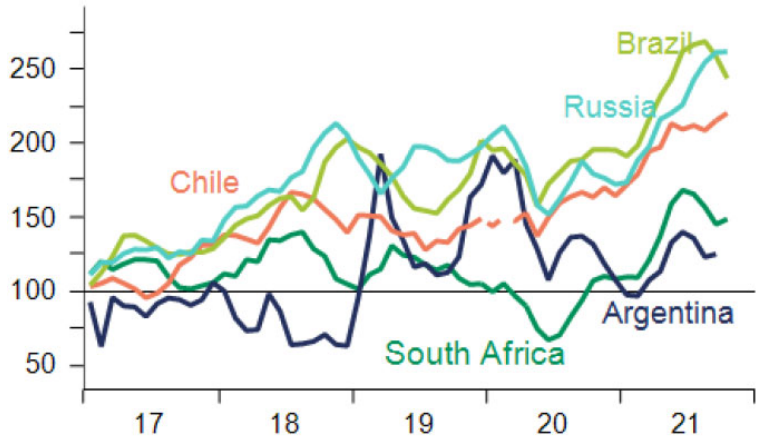
3. リスク要因の整理③新興国リスク

中国の回復が遅れると新興国への影響大

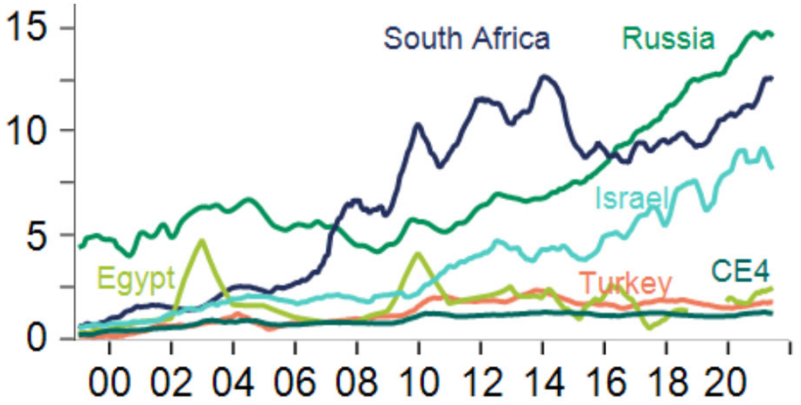
- 中国輸入（2016=100）



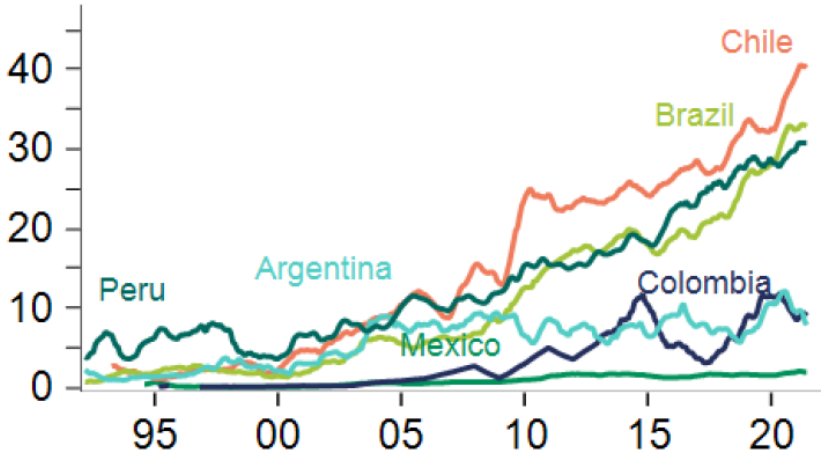
- 中国輸入（2016＝100）



- 中国向け輸出（全体対比の%）



- 中国向け輸出（全体対比の%）



注：色分けは、緑⇒青⇒赤の序列で格付けを反映している

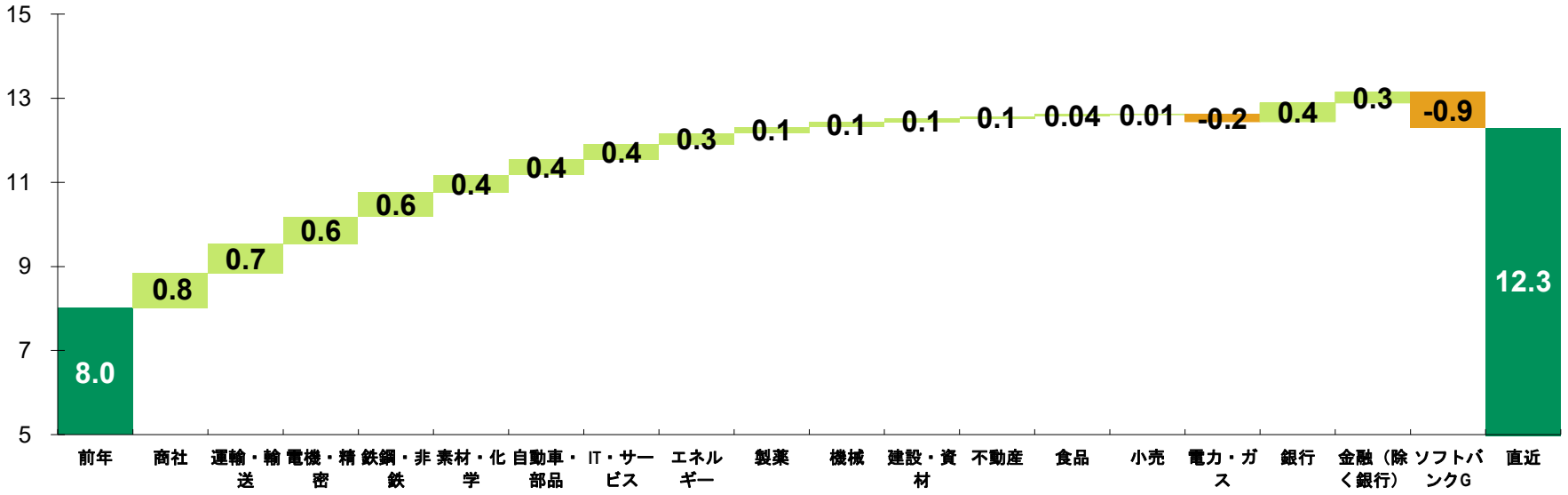
出所：IIF、IMF、S&P Global Plats、Our world in Data、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

企業業績は回復基調だが・・・

- 日経225構成銘柄の7-9月期決算はシーズン序盤に業績発表となった電機セクターがロックダウンの影響を受けていたものの、後半になるにつけ、部品調達のめどがついたとする企業やセクターが続出し、堅調な業績発表となった。12月には生産を正常化できる見通しがメインシナリオとなってきたこともポジティブ
- 好調なセクターの拡大は継続した。自動車セクターは旺盛な需要を背景に販売コストの削減や金融事業の収支改善が進んだことなどもあり底堅く推移。市況関連セクターは全般に業績改善。エネルギー価格や金属価格高騰への業績見通しを上方修正したため。半導体も好調。一方、燃料価格高騰の影響を受けた電力ガスセクターの利益は下振れ。ゼネコンセクターにもその影響が出てきた
- 消費マインドは改善しているが、「見えない在庫」がどのくらいあるか、が一つのカギを握る

日経225 直近四半期の経常利益のセクター別前年比増減（兆円）

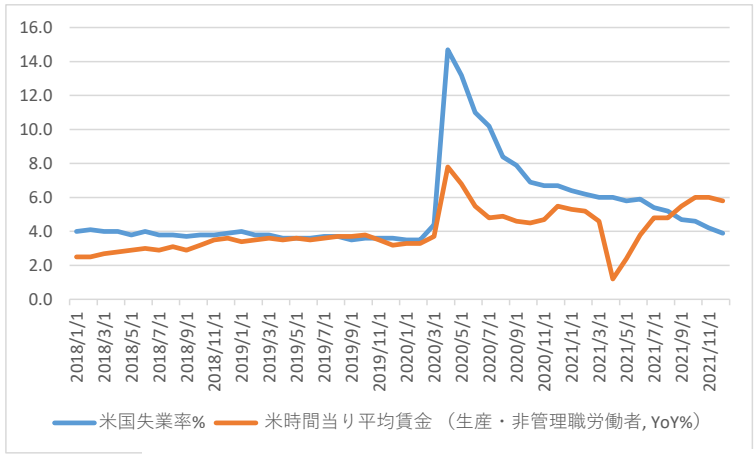


出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

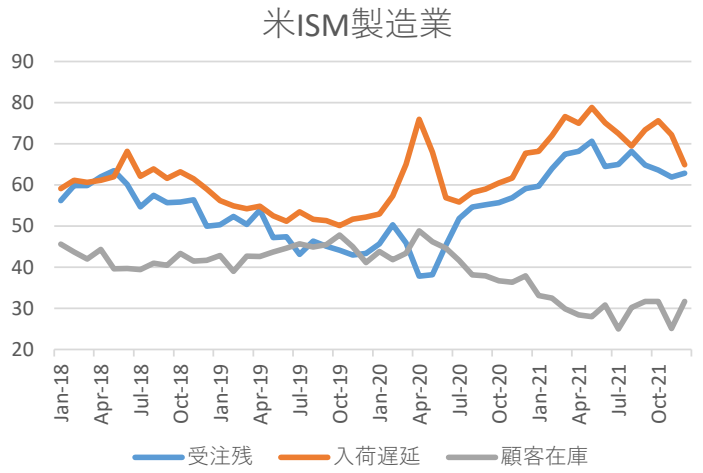
・・・人手不足？受注残？在庫不足？

失業率と時間当たり平均賃金

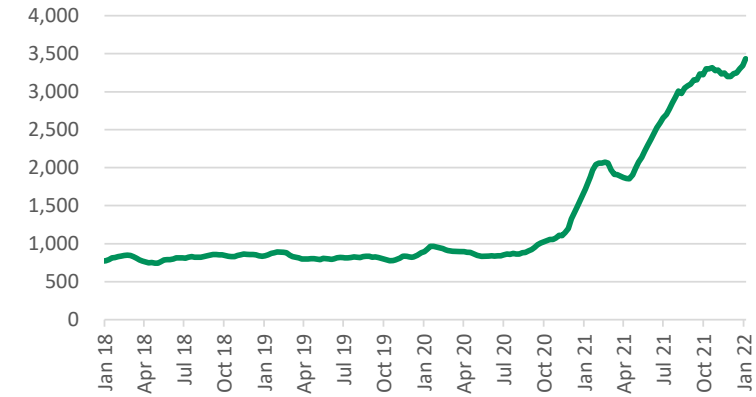


注：米時間当たり平均賃金は生産・非管理職労働者（前年同期比）

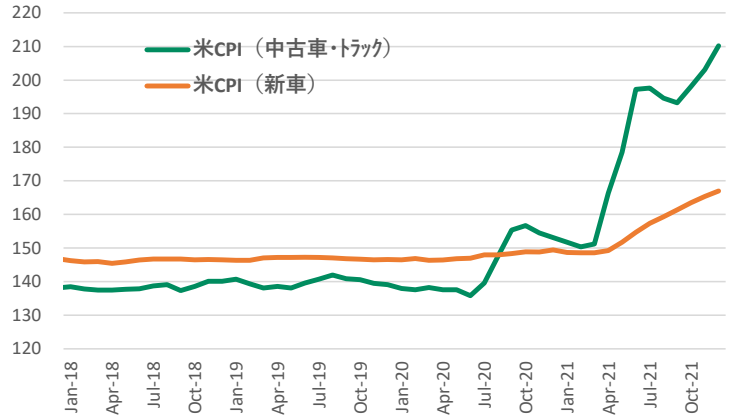
米ISM製造業指数



中国発コンテナ船運賃市況（CCFT）



米CPI（中古車・トラック）指数

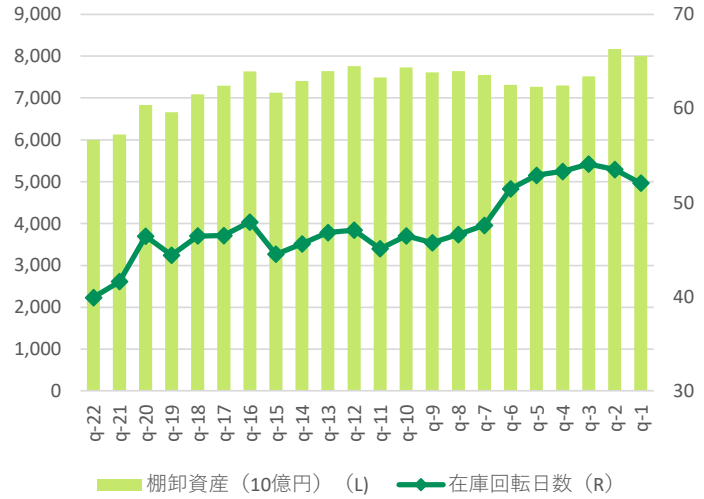


出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

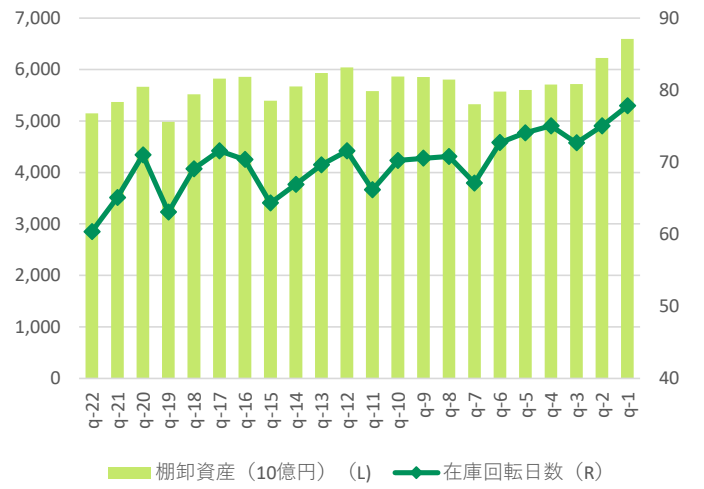
3. リスク要因の整理④供給リスク

・・・懸念がないわけではない。在庫は積み上がっているようにも見える・・・

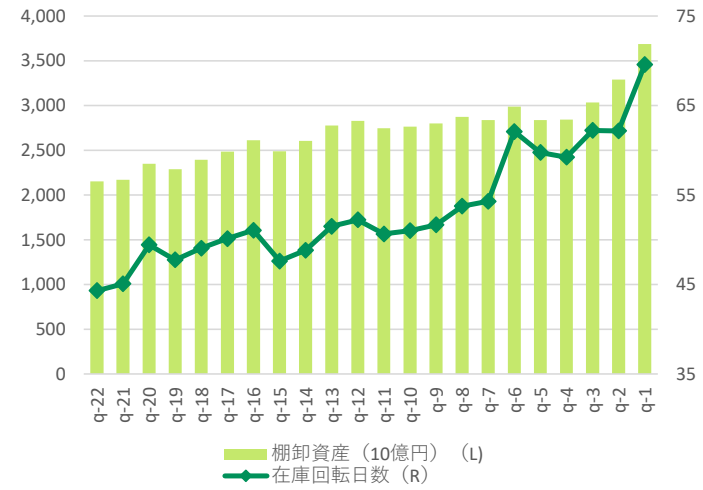
完成車メーカー9社の四半期在庫動向



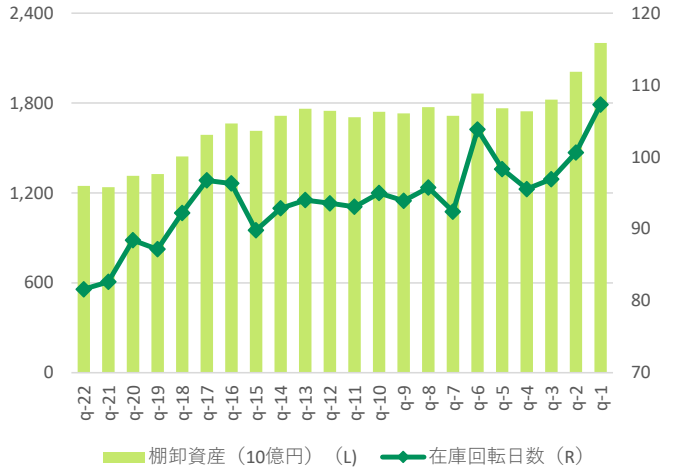
家電・電機メーカー9社の四半期在庫動向



自動車部品メーカー16社の四半期在庫動向



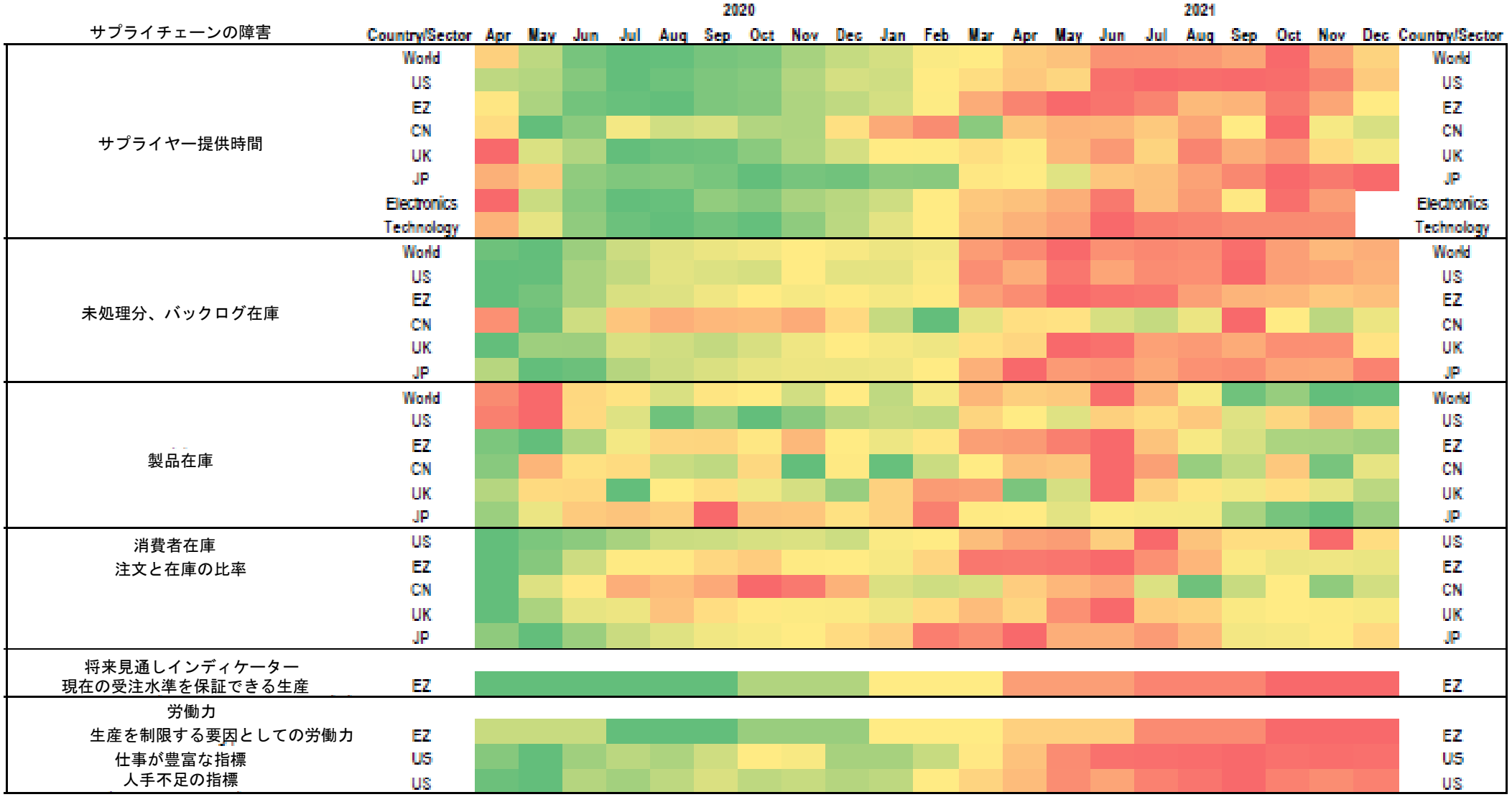
電子部品・デバイスメーカー11社の四半期在庫動向



出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

ヒートマップ①伝統的経済指標

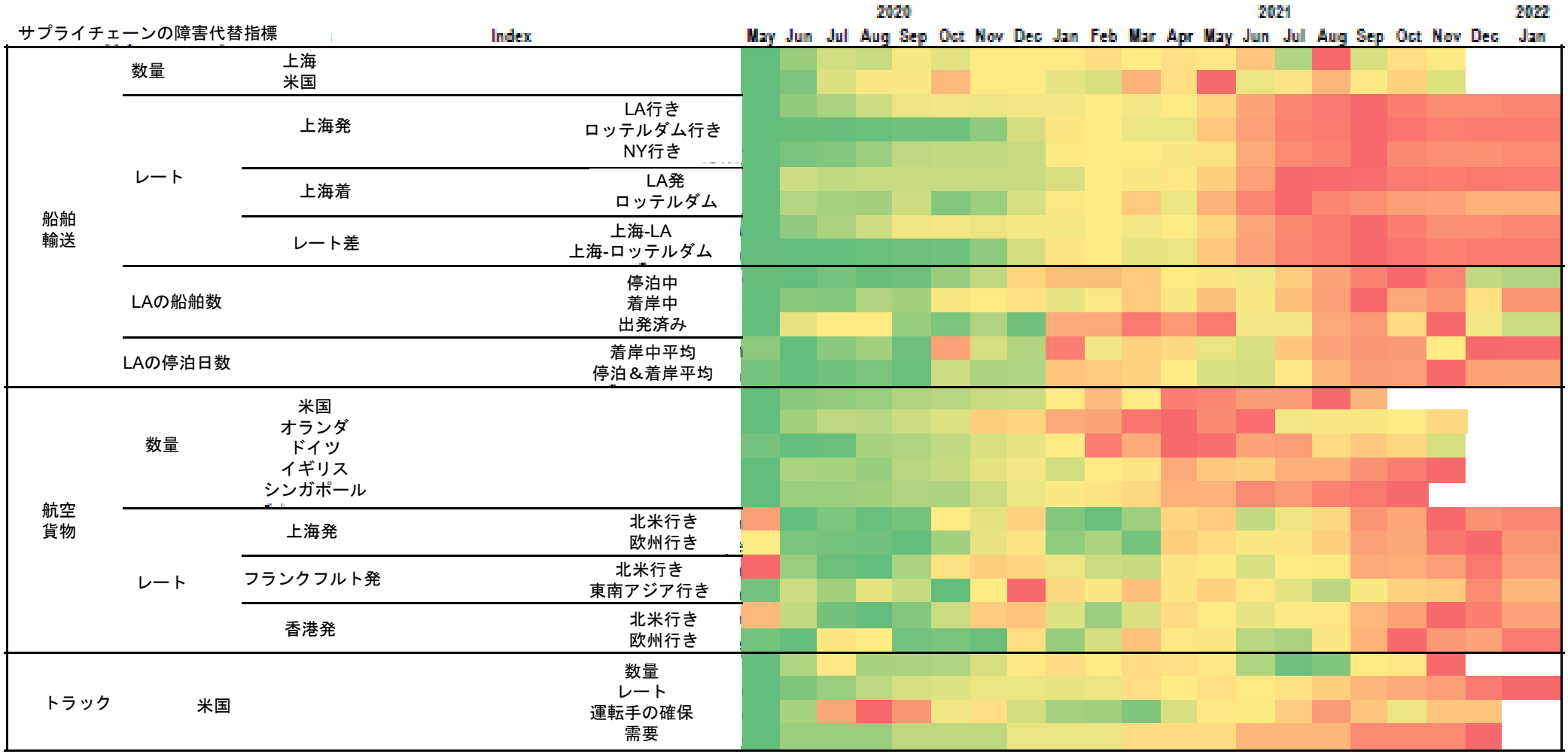


注:データはすべてZスコア。セルの赤色が強いほど、サプライチェーンの障害が深刻であることを示す。緑色が強くなるほど障害がなくなると見る。白いセルはデータがないことを示す

出所:ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

ヒートマップ②代替的経済指標



注：データはすべてZスコア。セルの赤色が強いほど、サプライチェーンの障害が深刻であることを示す。緑色が強くなるほど障害がなくなると見る。白いセルはデータがないことを示す。データは季節調整済み。上海（貨物取扱量）、米国（ロサンゼルス港とロングビーチ港のコンテナ物流平均）レートは実際のスポット・コンテナ運賃をベースにした指標。赤色は輸送量が多いことを示す。数量の場合は赤いほど船舶数、件数が多いことを示す

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

財務内容には懸念

- TOPIX構成銘柄のうち、自己資本比率が10%以上下がった銘柄群（7－9月期決算）①

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	1年前	直近Q	1年前	直近Q	1年前	自己資本比率変化%
鉄・非鉄（1）	41%	51%	15	23	37	45	-10.0%
小売（1）	51%	61%	21	21	42	34	-10.0%
ITサービス（1）	58%	68%	2	2	3	3	-10.1%
ITサービス（2）	46%	57%	12	11	25	19	-10.2%
卸売（1）	50%	60%	19	17	37	28	-10.3%
ITサービス（3）	22%	32%	12	17	54	54	-10.4%
不動産（1）	39%	49%	6	6	17	13	-10.5%
ITサービス（4）	76%	86%	2	3	3	4	-10.6%
電機・精密（1）	49%	59%	62	56	129	95	-10.6%
ITサービス（5）	44%	55%	303	302	690	553	-10.7%
電機・精密（2）	39%	49%	51	40	133	81	-10.8%
鉄・非鉄（2）	65%	76%	140	129	215	171	-11.0%
機械（1）	20%	31%	6	11	30	34	-11.1%
小売（2）	35%	46%	3,058	2,783	8,649	5,984	-11.1%
小売（3）	24%	36%	1	2	4	5	-11.1%

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	1年前	直近Q	1年前	直近Q	1年前	自己資本比率変化%
卸売（2）	76%	88%	30	30	39	35	-11.2%
卸売（3）	59%	71%	31	29	52	41	-11.3%
ITサービス（6）	62%	73%	4	4	7	6	-11.5%
素材・化学（1）	68%	80%	6	8	9	10	-11.7%
不動産（2）	24%	36%	4	4	18	12	-12.3%
ITサービス（7）	55%	67%	12	16	21	24	-12.4%
運輸・倉庫（1）	37%	50%	28	29	74	57	-12.7%
ITサービス（8）	69%	82%	1	1	2	2	-13.1%
不動産（3）	44%	57%	25	24	57	43	-13.3%
不動産（4）	52%	65%	8	7	16	11	-13.5%
製薬（1）	51%	64%	33	40	64	62	-13.6%
機械（2）	67%	81%	23	28	34	35	-14.0%
小売（4）	29%	43%	7	11	23	25	-14.1%
卸売（4）	39%	53%	28	41	71	77	-14.4%
ITサービス（9）	38%	54%	8,699	12,232	22,720	22,856	-15.2%

- 4-6月期決算では、対前年比自己資本比率10%減の会社は70社。7-9月期決算では、同57社に多少だが減少
- 持続化給付金等が切れて本当に苦しくなるのは、これから、と考えると、自己資本比率の悪化ぶりを修正できる可能性は限定されるのではないか
- 小売・卸売・不動産といったコロナの影響を受けやすかったセクターに加え、ITサービスセクターの弱さが目立つ

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

財務内容には懸念

- TOPIX構成銘柄のうち、自己資本比率が10%以上下がった銘柄群（7－9月期決算）②

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	1年前	直近Q	1年前	直近Q	1年前	自己資本比率変化%
ITサービス（10）	50%	66%	98	196	194	299	-15.2%
ITサービス（11）	24%	40%	2	3	10	7	-16.1%
小売（5）	43%	60%	22	21	52	36	-16.3%
ITサービス（12）	57%	74%	4	5	8	6	-16.6%
小売（6）	-7%	10%	-0	1	4	7	-17.0%
卸売（5）	60%	77%	39	60	65	77	-17.2%
小売（7）	31%	49%	4	6	13	12	-17.9%
ITサービス（13）	34%	52%	16	22	48	42	-18.2%
ITサービス（14）	51%	70%	4	4	8	5	-18.2%
小売（8）	-1%	19%	-0	9	44	47	-19.5%
ITサービス（15）	62%	83%	5	4	8	5	-20.7%
ITサービス（16）	60%	81%	11	9	19	11	-21.1%
小売（9）	-3%	18%	-0	2	9	11	-21.3%
小売（10）	58%	80%	5	5	9	6	-21.7%
ITサービス（17）	24%	45%	14	24	61	52	-21.9%

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	1年前	直近Q	1年前	直近Q	1年前	自己資本比率変化%
ITサービス（18）	63%	85%	5	4	8	4	-22.6%
素材・化学（2）	41%	65%	274	381	674	589	-24.0%
ITサービス（19）	46%	70%	9	8	19	11	-24.5%
ITサービス（20）	52%	77%	2	2	3	2	-24.6%
食品（1）	35%	61%	22	9	64	15	-26.5%
ITサービス（21）	52%	81%	3	2	6	3	-28.7%
建設・資材（1）	63%	94%	2	2	3	3	-30.3%
ITサービス（22）	28%	62%	6	5	20	8	-33.5%
ITサービス（23）	45%	83%	2	2	4	2	-38.2%
ITサービス（24）	-23%	21%	-4	4	19	18	-44.0%

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

財務内容には懸念

- TOPIX構成銘柄のうち、自己資本比率が10%以上2020年3月期対比で下がった銘柄群（7ー9月期決算）①

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	自己資本比率変化%
ITサービス（1）	18%	28%	9	14	52	48	-10.0%
ITサービス（2）	44%	54%	303	287	690	533	-10.0%
運輸・倉庫（1）	27%	37%	2,398	3,173	8,836	8,537	-10.0%
ITサービス（3）	44%	54%	13	16	30	30	-10.1%
素材・化学（1）	41%	52%	7	7	16	13	-10.2%
ITサービス（4）	62%	72%	4	4	7	6	-10.2%
ITサービス（5）	71%	81%	743	820	1,050	1,011	-10.4%
医薬（1）	73%	84%	20	17	27	20	-10.5%
卸売（1）	59%	70%	12	10	20	15	-10.5%
ITサービス（6）	78%	89%	3	5	4	5	-10.6%
ITサービス（7）	46%	57%	2	2	4	4	-10.6%
ITサービス（8）	46%	57%	12	10	25	18	-10.7%
ITサービス（9）	55%	66%	12	12	21	19	-10.7%
ITサービス（10）	40%	51%	17	15	43	30	-10.8%
小売（1）	73%	84%	709	585	969	696	-10.8%
小売（2）	65%	76%	8	9	12	12	-10.9%
素材・化学（2）	36%	47%	793	494	2,212	1,052	-11.1%
ITサービス（11）	50%	61%	42	42	84	69	-11.3%
小売（3）	43%	54%	22	14	52	26	-11.3%
卸売（2）	59%	70%	21	23	36	32	-11.5%
ITサービス（12）	38%	50%	8,699	11,463	22,720	23,014	-11.5%
卸売（3）	23%	35%	36	32	156	93	-11.7%
ITサービス（13）	51%	63%	4	3	8	5	-11.7%
小売（4）	18%	29%	1	2	7	8	-11.7%
小売（5）	46%	58%	28	37	60	63	-11.7%
ITサービス（14）	57%	69%	4	5	8	7	-11.8%
不動産（1）	39%	51%	6	6	17	12	-12.0%

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	自己資本比率変化%
ITサービス（15）	59%	71%	12	12	20	17	-12.0%
小売（6）	19%	31%	5	8	28	25	-12.1%
小売（7）	30%	42%	33	46	108	109	-12.1%
自動車・自動車部品（1）	31%	43%	43	65	140	151	-12.1%
運輸・倉庫（2）	41%	53%	879	1,050	2,154	1,982	-12.2%
素材・化学（2）	68%	80%	6	8	9	10	-12.2%
素材・化学（3）	26%	39%	9	14	33	37	-12.2%
小売（8）	2%	15%	1	5	34	37	-12.3%
小売（9）	62%	74%	56	50	91	68	-12.5%
鉄・非鉄（1）	59%	72%	44	40	74	56	-12.7%
電機・精密（1）	49%	61%	62	54	129	87	-12.8%
ITサービス（16）	45%	58%	9	8	19	13	-13.5%
ITサービス（17）	24%	38%	2	3	10	7	-13.6%
ITサービス（18）	23%	37%	21	34	91	94	-13.8%
食品（1）	29%	43%	9	4	30	9	-13.8%
医薬（2）	54%	68%	47	33	87	48	-13.9%
機械（1）	67%	82%	23	30	34	37	-14.2%
ITサービス（19）	50%	65%	98	191	194	294	-14.7%
ITサービス（20）	51%	65%	7	7	14	11	-14.9%
素材・化学（4）	19%	34%	3	5	14	13	-15.0%
小売（10）	23%	38%	9	14	37	37	-15.4%
ITサービス（21）	58%	73%	2	2	3	3	-15.4%
運輸・倉庫（2）	26%	42%	805	1,069	3,080	2,560	-15.6%
小売（11）	44%	60%	28	42	63	70	-15.9%
ITサービス（22）	22%	38%	12	21	54	55	-16.1%
小売（11）	31%	47%	4	6	13	12	-16.1%

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

3. リスク要因の整理④供給リスク

財務内容には懸念

TOPIX構成銘柄のうち、自己資本比率が10%以上2020年3月期対比で下がった銘柄群（7ー9月期決算）②

	自己資本比率		株主資本		総資産		
セクター	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	直近Q	6四半期前	自己資本比率変化%
小売（12）	65%	82%	32	47	48	57	-16.3%
ITサービス（23）	24%	40%	10	16	41	40	-16.4%
医薬（3）	51%	68%	33	39	64	58	-16.6%
運輸・倉庫（3）	37%	54%	28	26	74	48	-16.9%
ITサービス（24）	17%	34%	1	2	5	5	-17.3%
卸売（4）	58%	75%	102	136	177	182	-17.5%
ITサービス（25）	41%	59%	2	2	5	3	-17.6%
小売（13）	34%	51%	3	3	8	7	-17.6%
小売（14）	43%	60%	25	40	59	67	-17.7%
卸売（5）	39%	57%	28	42	71	74	-18.1%
不動産（2）	5%	23%	16	74	320	317	-18.2%
ITサービス（26）	30%	48%	47	65	158	136	-18.4%
ITサービス（27）	13%	32%	2	6	18	19	-18.8%
機械（2）	16%	35%	5	12	32	34	-19.0%
卸売（6）	60%	80%	39	61	65	76	-19.3%
ITサービス（28）	34%	53%	16	24	48	45	-19.6%
ITサービス（29）	55%	75%	11	13	20	17	-20.2%
ITサービス（30）	21%	41%	11	24	51	58	-20.2%
ITサービス（31）	60%	80%	11	9	19	11	-20.3%
小売（15）	-7%	14%	-0	1	4	9	-20.8%
ITサービス（32）	55%	76%	12	15	21	20	-21.2%
ITサービス（33）	27%	49%	4	8	15	16	-21.4%
ITサービス（34）	66%	88%	3	3	5	4	-22.0%
小売（16）	58%	80%	5	4	9	5	-22.0%
小売（17）	16%	38%	1	2	8	5	-22.3%
ITサービス（35）	43%	66%	8	12	18	19	-22.4%
ITサービス（36）	52%	75%	27	63	51	84	-23.1%
ITサービス（37）	63%	86%	5	4	8	4	-23.6%
ITサービス（38）	46%	70%	9	8	19	11	-24.5%
素材・化学（5）	41%	66%	274	393	674	598	-24.9%
小売（18）	51%	77%	23	29	46	38	-25.8%
建設・資材（1）	63%	89%	2	2	3	3	-26.1%
小売（19）	-1%	26%	-0	13	44	51	-26.6%
小売（20）	30%	57%	1	2	4	3	-27.5%
ITサービス（39）	52%	80%	2	2	3	2	-27.7%
小売（21）	4%	33%	0	1	4	4	-28.6%
ITサービス（40）	52%	81%	3	2	6	2	-28.9%
ITサービス（41）	49%	81%	4	4	7	4	-31.4%
食品（1）	35%	66%	22	11	64	16	-31.9%
ITサービス（42）	28%	61%	6	5	20	8	-32.6%
小売（22）	24%	59%	1	2	4	4	-34.1%
小売（23）	-3%	32%	-0	3	9	11	-34.8%
不動産（3）	52%	88%	8	7	16	8	-36.1%
小売（24）	15%	53%	1	4	7	8	-37.6%
小売（25）	29%	68%	7	14	23	21	-39.1%
ITサービス（43）	45%	84%	2	2	4	2	-39.6%
ITサービス（44）	24%	68%	14	25	61	37	-44.0%
小売（26）	29%	78%	109	85	379	109	-49.2%
ITサービス（3）	-23%	58%	-4	10	19	17	-80.6%

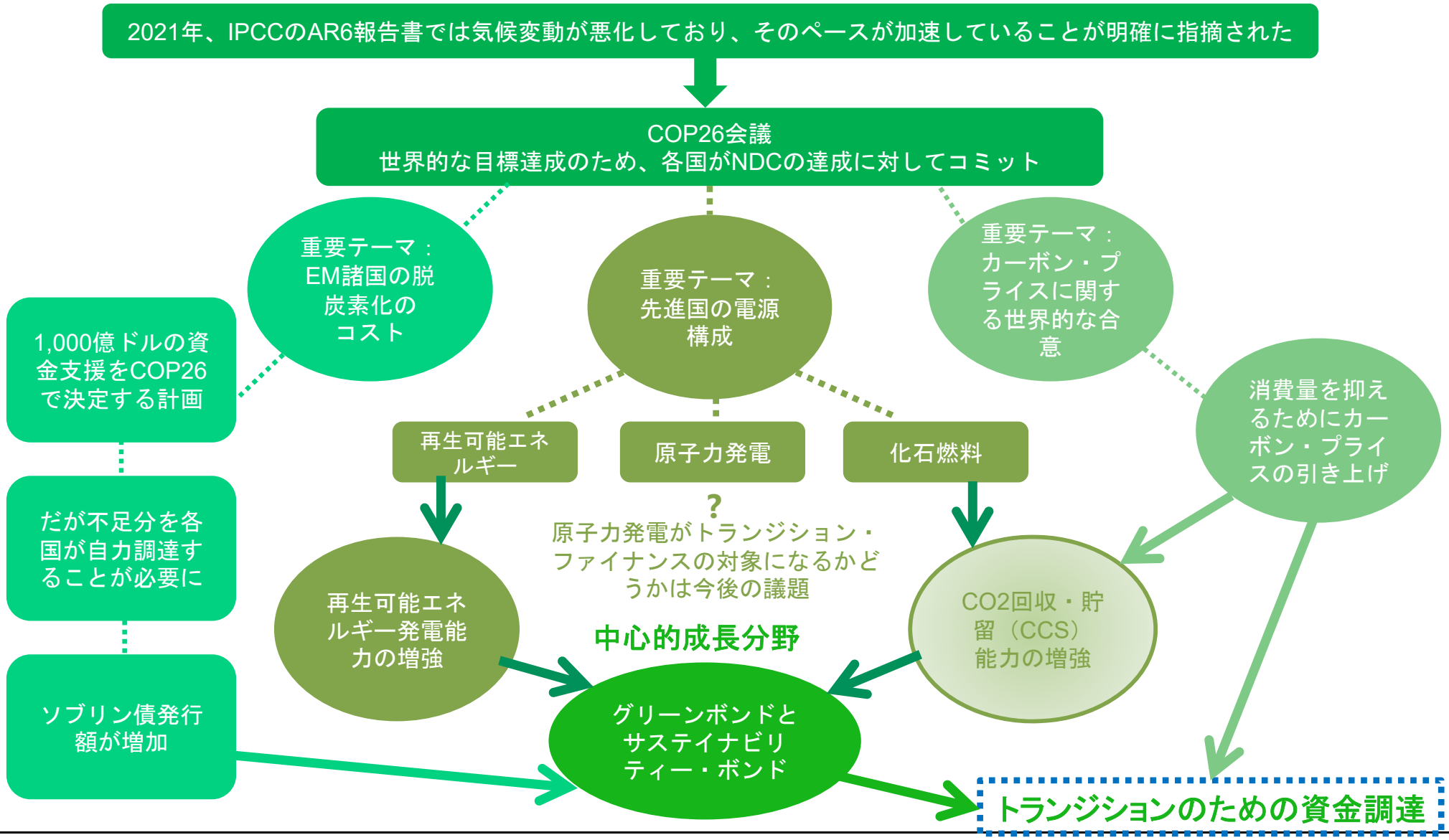
■ コロナの影響が甚大になっていなかった2020年3月期と直近の自己資本比率を比較して10%以上悪化したままの企業はTOPIX銘柄（除く金融）で102社

出所：ブルームバーグ、BNPパリバ証券

4. ESG市場のアップデート

4. ESG市場のアップデート

COP26の全体像



出所：BNPパリバ証券

4. ESG市場のアップデート

COP26で大事なポイントの整理

2030年目標は達成されるか？

・CATは最新の2030年目標でも今世紀末までに2.4℃の温暖化が生じるとの予測
・IEAはこれまでに発表された誓約がすべて達成されれば、2100年までに1.8℃以下に抑制できる
・IEAは誓約を確実にするには追跡と説明責任が極めて重要とした

グラスゴー気候合意の採択：気候変動枠組条約UNPCCCの締結国200か国が署名

パリルールブックの完成、パリ協定実施指針（パリ協定第6条市場メカニズム）

各国が炭素クレジットを交換できるフレームワークの基盤が確立された

各国政府に対して2022年に2030年までの排出目標強化を求める要請も

排出削減対策を講じていない石炭火力発電の段階的な削減と化石燃料に対する非効率な補助金の段階的な廃止

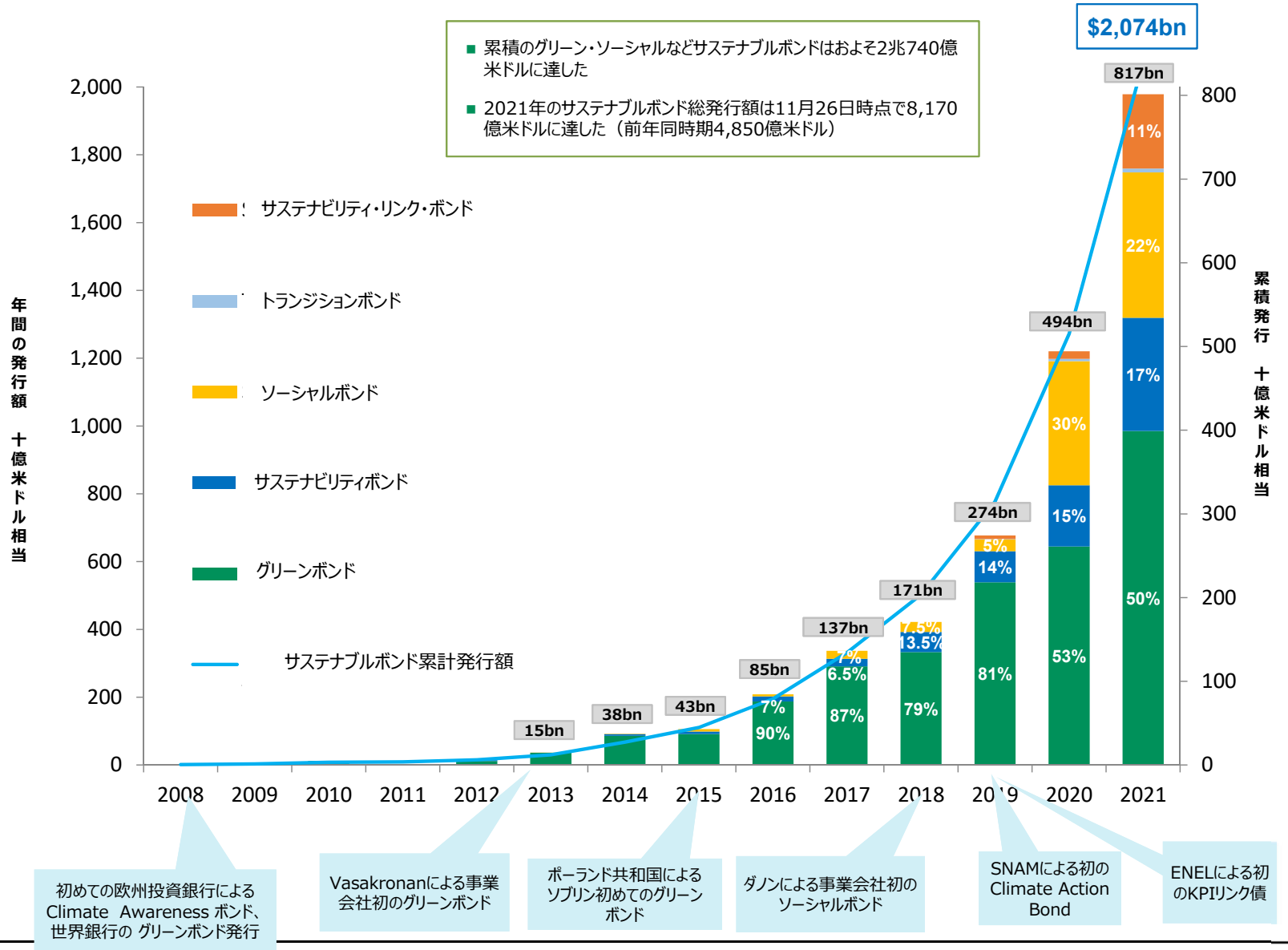
米中の共同宣言「Joint Glasgow Declaration Enhancing Climate Action in the 2020s」

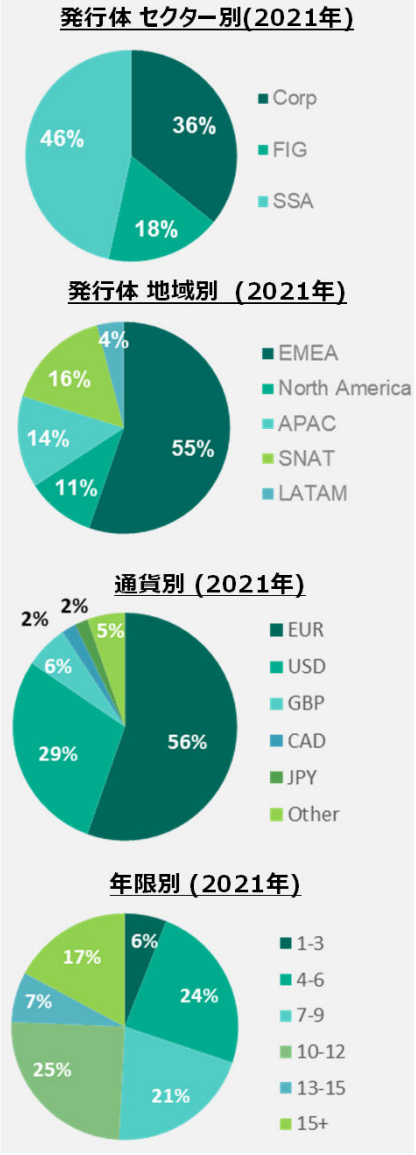
BOGA、100%ゼロエミッション車移行、クライドバンク宣言、グローバル・メタンガス・プレッジ、森林破壊対策、貿易のための森林伐採停止

新興国への基金

GFANZの正式な立ち上がり

4. ESG市場のアップデート





出所：ブルームバーグ、BNPパリバ、2021年11月26日時点

4. ESG市場のアップデート

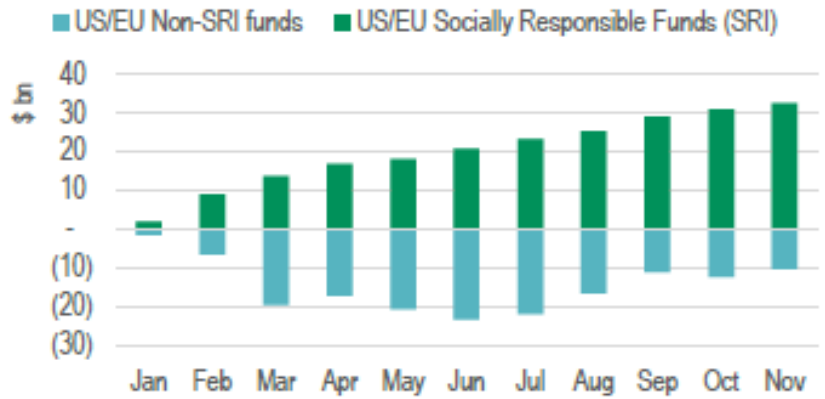
	グリーンボンド	ソーシャルボンド	サステナビリティボンド	サステナビリティ・リンク・ボンド （SLB）	トランジションボンド
特徴	グリーンプロジェクトを資金使途とした債券 国内ではグリーンボンドガイドライン策定済み	ソーシャルプロジェクトを資金使途とした債券 金融庁が「サステナブルファイナンス有識者会議」を設置、今後国内のソーシャルボンドの指針が策定される見込み	適格グリーンプロジェクト、適格ソーシャルプロジェクト双方に充当	SPTsを達成したかどうかにより、クーポン変更やプレミアムの支払いなど債券の条件が変動する	エネルギー、輸送、製造業など炭素集約の高い発行体も、既存の準拠原則・ガイドラインに沿いながら、発行体がパリ協定の目標と整合するクライメート・トランジション戦略や脱炭素化を実現するための、サステナブルボンド市場を通じた資金調達が可能 国内ではクライメート・トランジション・ファイアンスに関する基本指針を策定済み
主な準拠原則・ガイドラインなど	- グリーンボンド原則 (GBP) (ICMA 2014,2018) - グリーンボンドガイドライン（環境省 2017, 2020） - EUグリーンボンド基準（EC 2019） - 気候債券イニシアチブ (CBS V 3.0)	- ソーシャルボンド原則 (SBP) (ICMA 2017, 2020)	- サステナビリティボンドガイドライン(SBG) (ICMA 2017, 2018)	- サステナビリティ・リンク・ボンド原則 (SLBP) (ICMA, 2020)	- クライメート・トランジションファイナンス・ハンドブック（ICMA, 2020） *GBP/SBP/SBG/SBPLの補足ガイドライン -クライメート・トランジション・ファイアンスに関する基本指針 (金融庁、経済産業省、環境省 2021)
資金使途	適格グリーンプロジェクトに限定	適格ソーシャルプロジェクトに限定	適格グリーンプロジェクト、適格ソーシャルプロジェクト双方に充当	限定無し	①GBP/SBP/SBGに整合した資金使途を限定する債券②SLBPに整合した、資金使途を限定しない債券 → 双方発行可能
フレームワーク	① 調達資金の使途 ② プロジェクトの評価と選定のプロセス ③ 調達資金の管理 ④ レポーティング			① KPIの選定 ② SPTsの測定 ③ 債券の特性 ④ レポーティング ⑤ 検証	重要な推奨開示要素 ① 発行体のクライメート・トランジション戦略とガバナンス ② ビジネスモデルにおける環境面のマテリアリティ ③ 科学的根拠のあるクライメート・トランジション戦略 ④ 実施の透明性 →資金使途を限定する債券の場合はGBP/SBP/SBGに、そうでない場合はSLBPに沿ってフレームワークを設定
外部評価 (SPO)	推奨 (EUグリーンボンド基準に沿う場合は必須)				

出所: ブルームバーグ、BNPパリバ

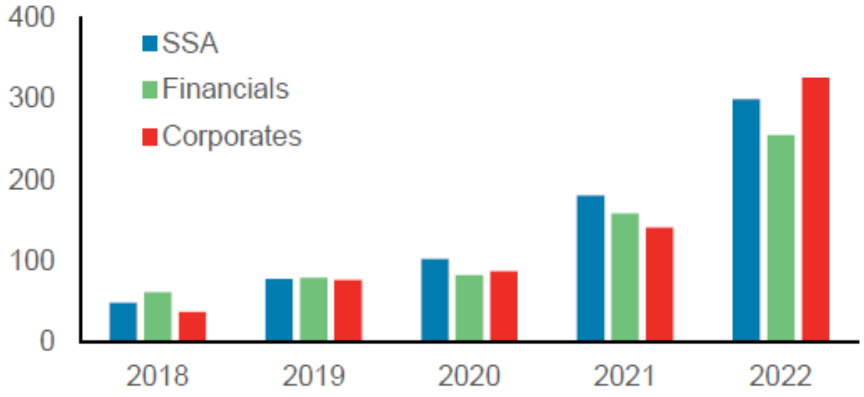
4. ESG市場のアップデート

テーマ①:グリニアム

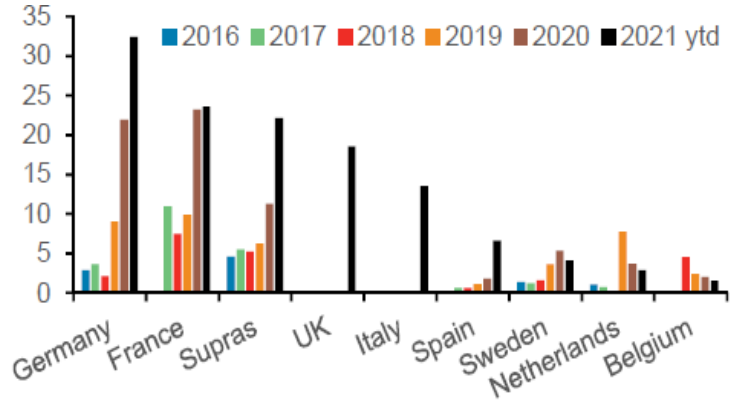
2021年中の累積インフロー



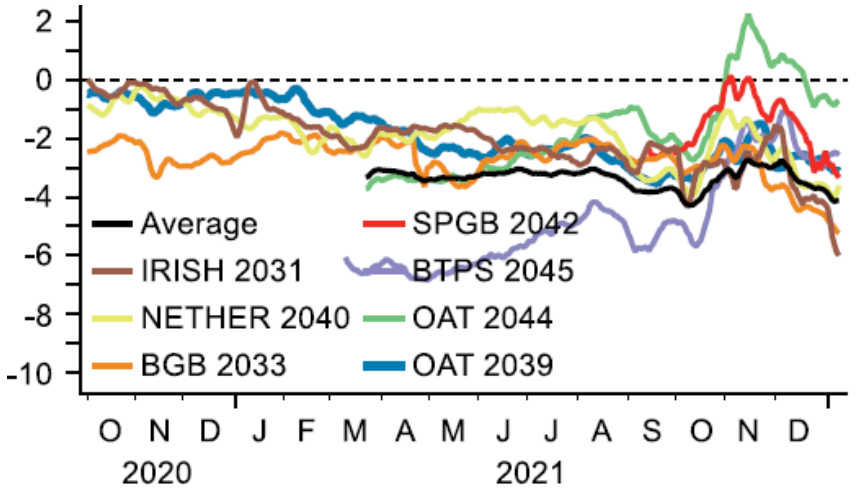
発行体別グリーンボンド発行額(10億ﾄﾞﾙ)



欧州SSAの国別グリーンボンド発行額(10億ﾄﾞﾙ)



欧州国債のグリニアム

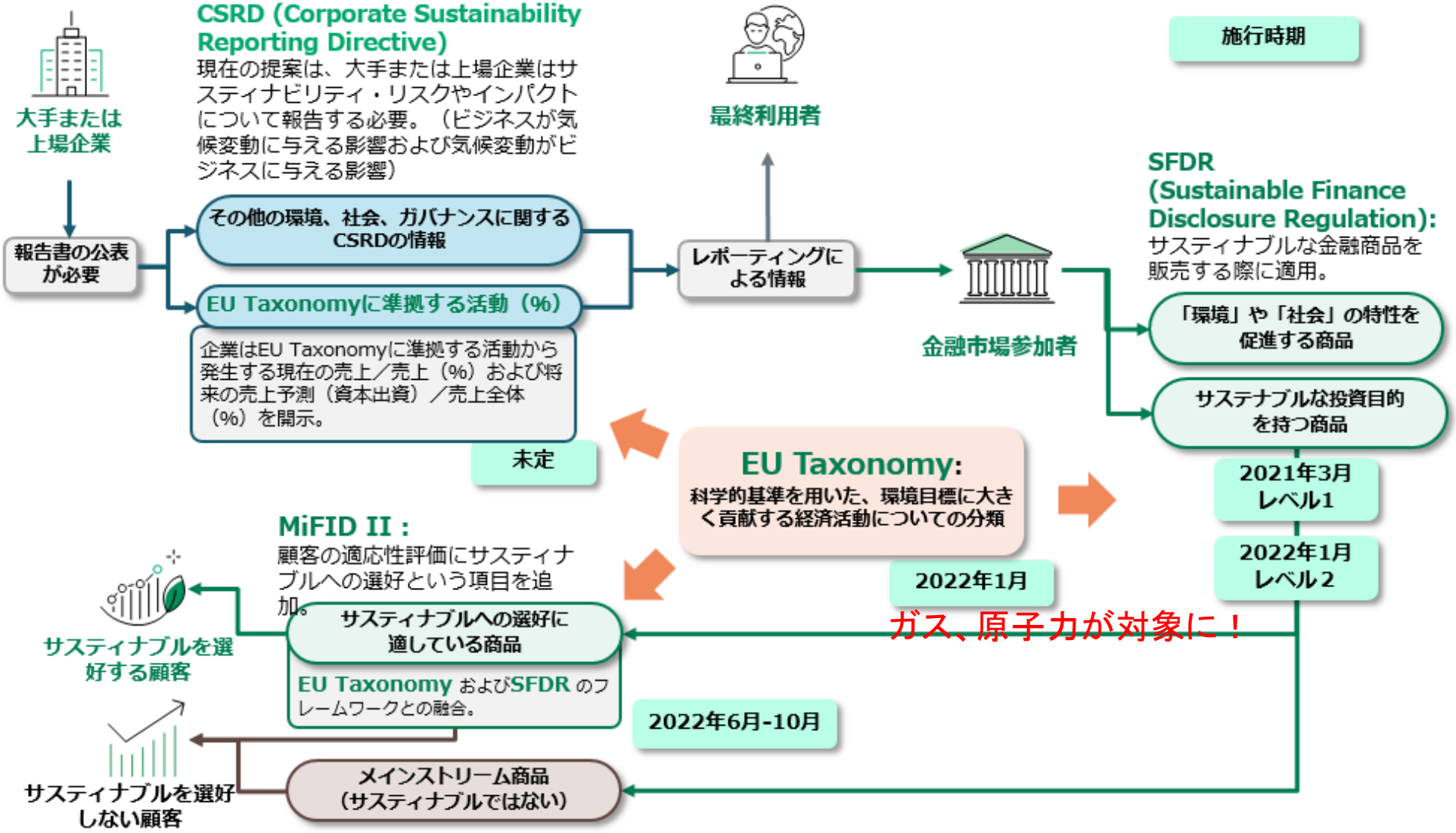


出所:ブルームバーグ、EPFR、BNPパリバ証券

注:2021年第4四半期および2022年の予想等はBNPパリバ証券、グリニアムの平均は2020年3月以前に発行された欧州国債のグリニアムの単純平均

4. ESG市場のアップデート

サステナブルファイナンスへの流れ：全体図



出所：各種欧州文献、BNPパリバアセットマネジメント

4. ESG市場のアップデート

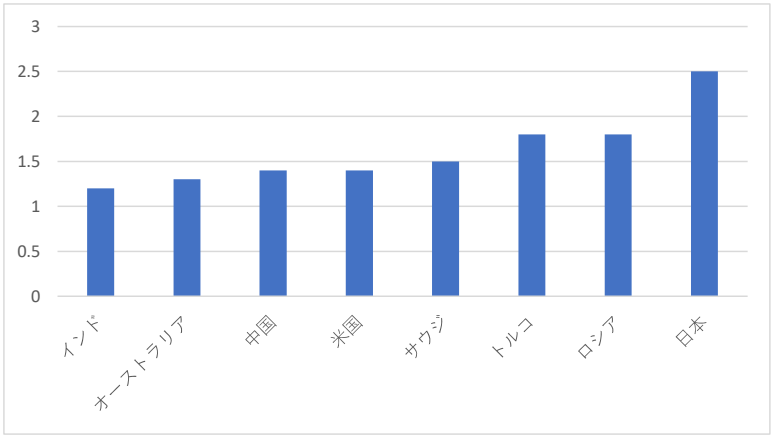
テーマ②：クレジット・ESGの共通する投資ストーリーが急浮上

EU内エネルギー割合

	ガス+原子力	ガス	原子力	その他化石燃料	再生エネルギー
フランス	77%	7%	71%	2%	21%
ベルギー	77%	28%	48%	2%	21%
ハンガリー	73%	25%	48%	13%	14%
スロバキア	67%	11%	56%	12%	21%
オランダ	62%	59%	3%	18%	20%
ラトビア	55%	55%	0%	0%	45%
イタリア	51%	51%	0%	9%	40%
アイルランド	48%	48%	0%	14%	37%
ブルガリア	44%	5%	39%	42%	14%
スペイン	43%	21%	23%	17%	39%
チェコ	43%	7%	36%	48%	9%
フィンランド	41%	6%	35%	12%	47%
スウェーデン	40%	1%	39%	0%	60%
スロベニア	39%	3%	36%	30%	31%
ルーマニア	34%	15%	19%	24%	42%
ポルトガル	34%	34%	0%	11%	55%
ギリシャ	33%	33%	0%	35%	32%
ドイツ	27%	15%	12%	31%	41%
クロアチア	21%	21%	0%	14%	65%
オーストリア	17%	17%	0%	3%	80%
リトアニア	17%	17%	0%	2%	81%
ポーランド	9%	9%	0%	77%	13%
デンマーク	8%	8%	0%	14%	78%
エストニア	1%	1%	0%	85%	15%

- EUタクソノミーの決定（ガス、原子力が対象になる）は大きなゲームチェンジャーになる
- 欧州（フランス、イギリス）は原子力政策に舵を切り、日本も否定をしない態度に変更していくことになる⇒原子力やエネルギーミックスが投資のポイントになっていく
- フランス：大型炉最大6基の建設検討、小型炉を導入する計画も。英国、大型炉・小型炉の開発・研究。オランダ、原発二基の新設方針。フィンランド大型炉一基が臨界、2022年1月に電力供給開始。ポーランド、国内初原発を計画。ハンガリー、フランスと原子力政策で協力
- ドイツは2022年末までに脱原発方針

2030年のグリーン水素製造コスト（ドル/Kg）

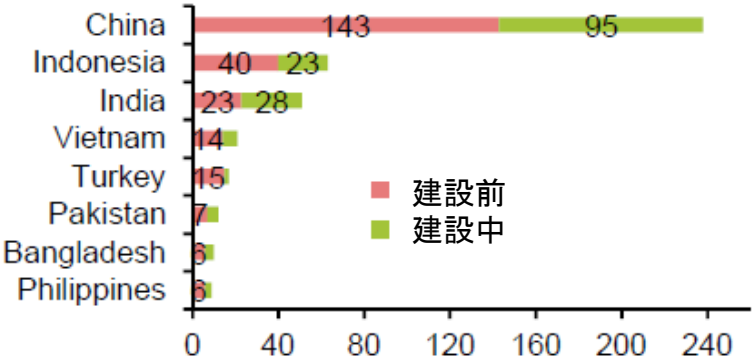


出所：EU、ブルームバーグNEF、国際金融2021.12.1、BNPパリバ証券

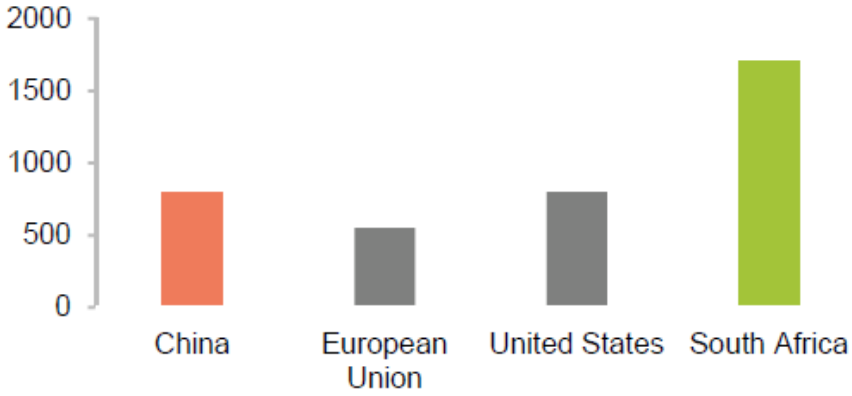
4. ESG市場のアップデート

テーマ③：新興国のカーボンニュートラル達成のためには

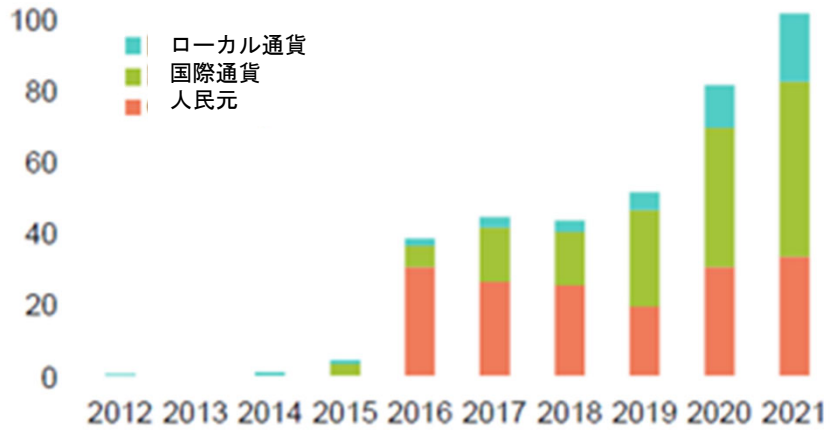
建設中や計画段階の新規石炭火力発電所の数



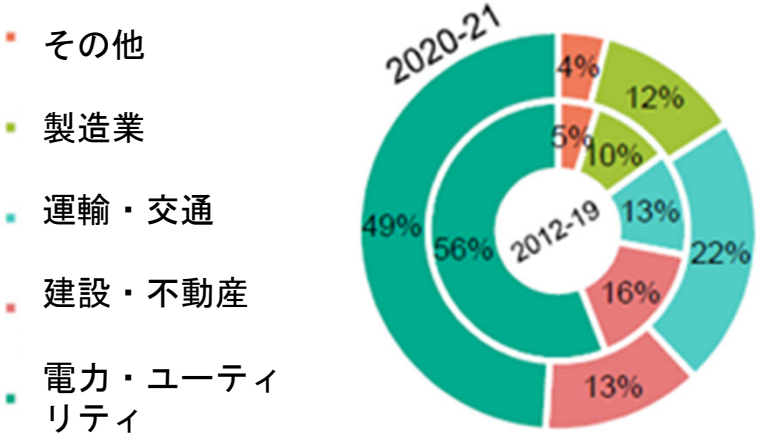
2019年電力業界のSO2排出（キロトン）



新興国グリーンボンド発行額（通貨別10億ﾄﾞﾙ）



新興国 調達資金の使途内訳

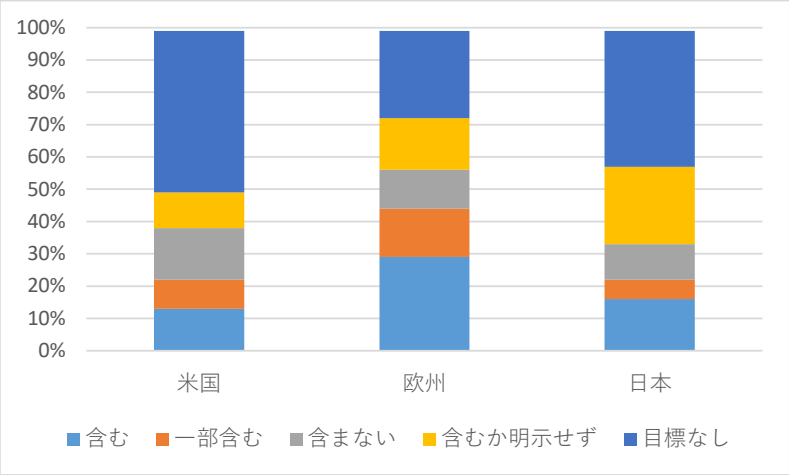


出所：IEA、CREA、ブルームバーグ、BNPパリバ証券

4. ESG市場のアップデート

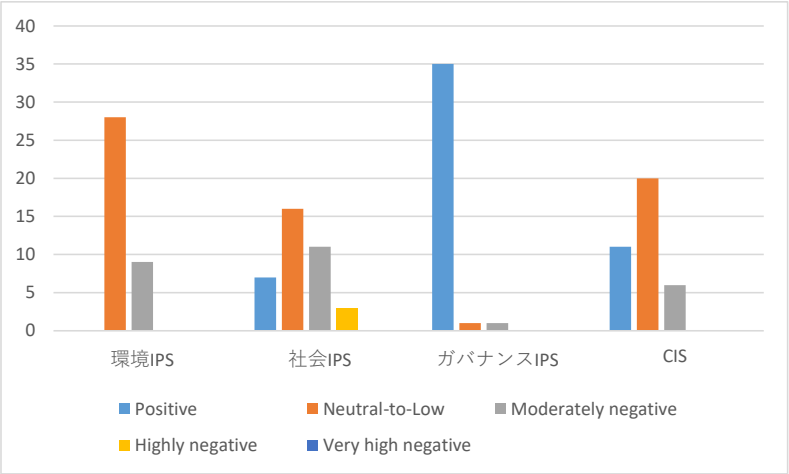
テーマ④：進化する開示

脱炭素目標に供給網全体を含むかどうか

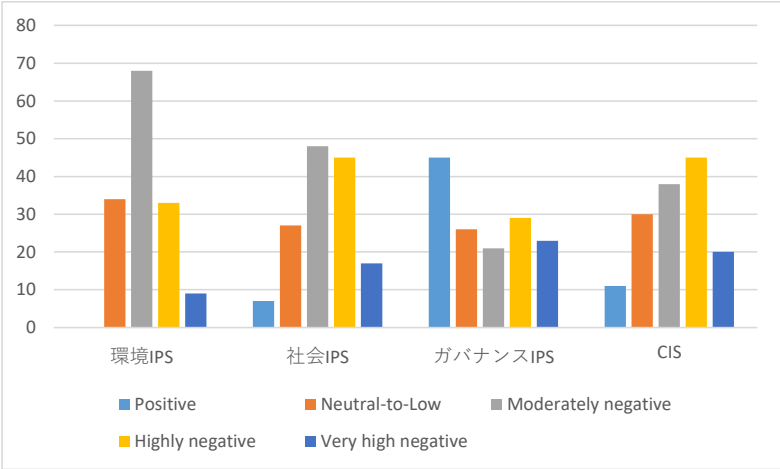


注：世界上場企業の売上高上位2000社から抽出

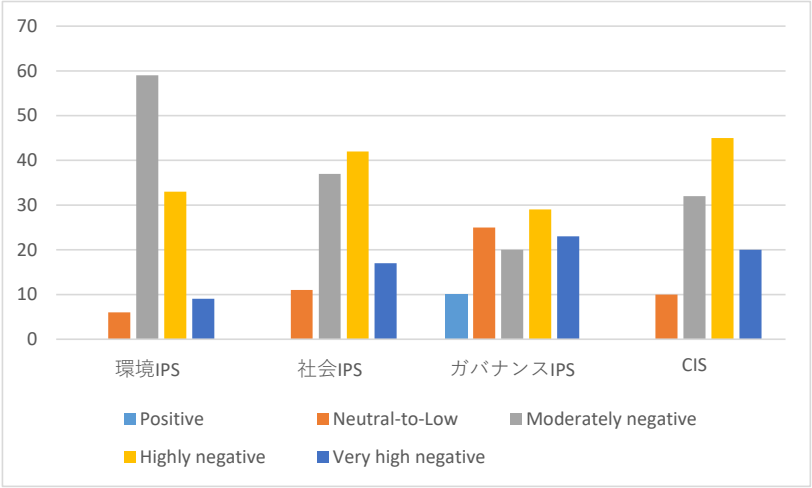
ESG発行体プロファイルスコア（先進国）



ESG発行体プロファイルスコア（グローバル）



ESG発行体プロファイルスコア（新興国）



出所：Net Zero Tracker、日経新聞、ムーディーズ、BNPパリバ証券

4. ESG市場のアップデート

BOEのグリーン化アプローチ　テーマ⑤:監督当局や中央銀行の関わり

BOEによるCBPSグリーン化促進策

目標	・最終目標：2050年までにCBPSポートフォリオの温室効果ガス排出量実質ゼロの達成を目指す ・短期的投資判断の指針となる当面の目標：2025年までにCBPSポートフォリオの加重平均炭素強度を25%低下させる
適格性	・気候変動ガバナンス要件を満たすことができない企業は今後の購入から除外される。ガバナンス要件となるのは、英国政府が示す2022年からの義務化スケジュールに沿った気候変動関連財務情報開示と、高排出セクター（エネルギーと公益）企業の温室効果ガス削減目標の公表 ・石炭採掘事業を進める発行体は購入対象から除外。事業活動に一般炭を利用している発行体も、科学的知見に基づく目標達成までの道筋に合致する事業活動の停止や長期的な温室効果ガス排出量の削減、再生可能エネルギー供給に関する厳格な基準を満たすことができなければ、対象から除外される
傾斜配分	・以下に挙げる項目を組み込んだスコアカードを使い、CBPSセクター内で気候変動対策において優れた実績を上げている企業に対する購入を増やし、実績の上がらない企業に対する配分を減らす ・最新データによる炭素強度の水準 ・各高排出セクターの削減経路比でみた絶対的な温室効果ガス削減実績 ・気候変動対策財務情報開示 ・削減目標の公表と第三者による検証
水準引き上げ	・CBPSグリーン化枠組みの設定条件を毎年見直し、データ及び指標の範囲拡大と頑強性改善に伴い、要求水準を引き上げる ・気候変動対策が十分に進まないパフォーマンスが不十分な企業は必要に応じて、適格性の喪失や売却など、BoEの対応強度を引き上げる

- （参考）12月23日から、日銀による金融機関の気候変動オペが開始
- 三菱UFJなどメガバンクの他、横浜や福岡など計43行が利用開始。地銀の利用は3割

出所:BOE、BNPパリバ証券

4. ESG市場のアップデート

経済産業省	環境省	金融庁	日本銀行
トランジションファイナンスに関する分野ごとロードマップ策定に着手（例：鉄鋼分野におけるロードマップなど）	令和3年8月環境省重点施策を発表。脱炭素社会への移行のため、地域脱炭素ロードマップの実践を提唱、循環経済への移行の加速化のための工程表策定、カーボンプライシングの取り組みの推進（税制全体の考え方） グリーンから始めるインパクト評価ガイドも策定	サステナブルファイナンス有識者会議報告書のとりまとめにより、ESGに関する市場機能について議論された。ESG評価・データ提供機関、市場プラットフォームについても述べ、グリーン国際金融センター実現を目指す	6月に気候変動オペについてアナウンスされ、その詳細が公表された。12月には気候変動オペがスタート

出所：BNPパ

4. ESG市場のアップデート

他国の動向を踏まえたNDCとそれに向けたロードマップ・工程表の策定

- 正直な日本の立ち位置とその見せ方の工夫は必要か（イニシアティブに参加しない日本というイメージ？）

民間をいかに巻き込むかの議論

- GFANZなど金融機関が他国と同調している動きをいかに取り入れるか、地方銀行の関わりの推進をいかに効率化するか
- カーボンニュートラルをどう達成するか。非電力部門のカーボンニュートラルには「非化石電力」と「水素」が鍵？
- トランジションの柔軟な受け入れ

リーダーシップ

- 日本の脱炭素の司令塔がわかりにくい（官邸？経産省？金融庁？環境省？日銀？）
- 象徴的なのは自動車。いかにリーダーシップを取っていくかは一つのカギではないか
- アジアでの気候変動対策をどう考えるか
- 日本の高い技術力をいかに集め、いかに海外の資金も含めて集められるかの工夫が必要

出所：BNPパリバ証券

5. まとめ

5.まとめ

クレジット投資	ESG投資
合理的バブルは“基本”継続の可能性が強い。金融政策と財政政策が支える構図は少しずつ変化しながら続く	サステナブルファイナンスは更に拡大へ
一方、2022年は大転換点を迎え、金利が上昇することを受け、スプレッドのワイド化基調が始まる	開示新展開へ
多くのヘッドラインリスクに注意し（中国リスク・債務残高リスク・新興国リスク・供給リスク）、リスクテークの好機と心得る。最重要は銘柄選別！	ESGを加味したクレジット投資元年

出所：BNPパリバ証券

免責事項

本資料に含まれる情報は、BNPパリバ証券株式会社が信頼できると考える情報源より取得されたものですが、弊社はその正確さについて意見を表明し、または保証するものではありません。情報は不完全または省略されたものであることがあります。本資料は、目論見書ではありませんし、本資料で取り扱われている有価証券の価値についての判断の基準を示す目的で作成されたものではありません。また、本資料は、有価証券の購入、売却その他の取引を推奨し、または勧誘するものではありません。本資料に含まれる予想及び意見は、資料作成時における弊社の判断に基づくものであり、予告なしに変更されることがあります。弊社またはその関連会社（以下合わせて「BNPパリバ」）は、本資料で取り扱われている有価証券またはその派生証券を自己勘定で保有し、または自己勘定で取引することがあります。BNPパリバ及びその役職員は本資料に取りあげられている発行者のアドバイザー又は役職員を過去に務めた、または将来務める可能性があります。BNPパリバは本資料で取り上げた発行者に対して、過去12ヶ月以内に（アドバイザー、シンジケーション・マネジャー、アンダーライター等として）有価証券の引受その他の投資銀行サービスを提供した可能性があります。BNPパリバは、法律で許容される範囲において、本資料の発表前に、そこに含まれる情報に基づいて取引を行うことがあります。弊社は本資料の内容に依拠して読者が取った行動の結果に対し責任を負うものではありません。本資料は限られた読者のために提供されたものであり、弊社の書面による了解なしに複製することはできません。

本資料は、機関投資家のために作成されたものであり、英金融監督当局（FCA）より定義されたところのいわゆる英国の個人投資家のために提供されたものではなく、かつそうした個人投資家に譲渡することはできません。本資料の英国における発行および配布は、ビー・エヌ・ピー・パリバ・エス・エー（本店パリ）の支店であるビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店の承認を得たものとなります。ビー・エヌ・ピー・パリバ・ロンドン支店は、英国における投資業務の遂行にあたり、証券先物業協会（SFA）の規制を受けており、また、ロンドン証券取引所の会員です。このレポートが米国内で配布される場合には、本資料は、米国の規制に基づく「大手機関投資家」のみを対象に配布するものであることをご了承ください。本資料を受取り、記載されている証券について取引を行いたいと望む場合には、必ず米国の規制に基づいて登録されている証券会社を通して実行しなくてはなりません。BNP Paribas Securities Corporationは、米国において登録されている証券会社です。米国のBNP Paribas Securities Corporationは、資料が直接、米国の受取人に配布された場合において、レポートの内容に関して責任を負うものとなります。

金融商品取引法第37条に定める事項の表示

金融商品取引を行うにあたっては、各金融商品等に所定の手数料等（たとえば、株式のお取引の場合には、約定代金に対し、事前にお客様と合意した手数料率の委託手数料および消費税、投資信託のお取引の場合には、銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります。また、すべての金融商品には、関連するさまざまなリスクがあり、国内外の政治・経済・金融情勢、為替相場、株式相場、商品相場、金利水準等の市場情勢、発行体等の信用力、その他指標とされた原資産等の変動により、多額の損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、デリバティブのお取引の場合には、弊社との合意により具体的な額が定まる保証金等をお客様に差し入れていただくこと、加えて、追加保証金等を差し入れていただく可能性もあり、こうした取引についてはお取引の額が保証金等の額を上回る可能性があります（お取引の額の保証金等の額に対する比率は、現時点では具体的条件が定まっていないため算出できません。）。また、上記の指標とされた原資産の変動により、保証金等の額を上回る損失または支払い義務が生じるおそれがあります。さらに、取引の種類によっては、金融商品取引法施行令第16条第1項第6号が定める売付けの価格と買付けの価格に相当するものに差がある場合があります。なお、金融商品毎に手数料等およびリスクは異なりますので、当該金融商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

権利行使期間がある場合は権利を行使できる期間に制限がありますので留意が必要です。

期限前解約条項、自動消滅条項等の早期終了条項が付されている場合は、予定された終了日の前に取引が終了する可能性があります。

商号等/ BNPパリバ証券株式会社（金融商品取引業者　関東財務局長（金商）第2521号）

加入協会/ 日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

無登録格付に関する説明書

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顧客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・サービス格付グループの呼称：
ムーディーズ・インベスターズ・サービス（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.spglobal.co.jp/unregistered）の「ﾗｲﾌﾞﾗﾘ・規制関連」の「無登録格付け情報」（http://www.spglobal.co.jp/ratings）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（http://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：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いません。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。
S&P：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、デューデリジェ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。
フィッチ：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評価であるため、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法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わたる説明については、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、当社が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。詳しくは上記それぞれの会社のホームページをご覧ください。