

2020年7月8日

愛知県

発行体格付け: **A+ / 安定的 / A-1**

アナリスト:

松尾俊宏、東京 電話 03-4550-8225

杉原健介、東京 電話 03-4550-8475

主な格付け要因

信用力分析上の前提

- 日本は非常に予見可能で均衡のよく取れた自治体運営の制度的枠組みが維持される。
- 製造業を中心とする強固な産業基盤に支えられた力強い地域経済により、高水準の自主財源を維持する。
- 財政運営能力の高さは、財政収支を改善してきた実績を反映している。
- 地方自治体の格付けは日本のソブリン格付けに制約される。

ベースケースシナリオ上の見通し

- 財政の柔軟性は制度的な制約を受けつつも、強固な自主財源を維持する。
- 新型コロナウイルスの影響により法人関連税収が落ち込み、今後2年程度、財政パフォーマンスは一時的に悪化する。
- すでに債務負担は非常に重く、今後2年程度、さらに悪化するが、悪化幅は限定的な水準にとどまる。
- 潤沢な手元流動性に支えられ、流動性は極めて高い水準を維持する。

アウトルック: 安定的

愛知県の「安定的」のアウトルックは、日本のソブリン格付け（※「A+ / 安定的 / A-1」、※付きは無登録格付け、詳細は本稿巻末の「S&P グローバル・レーティングの格付けについて」を参照）のアウトルックを反映している。S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）は、愛知県のスタンドアローン評価（中央政府による特別な支援や介入の可能性を考慮する前の県単体の信用力評価）は国の格付けを上回ると評価して

いる一方で、日本の自治体の格付けがソブリン格付けを上回る可能性はほぼないと考えている。したがって、同県の格付けやアウトルックは、日本のソブリン格付けやそのアウトルックに制約されると考える。

今後 2 年間における愛知県の格上げは、日本のソブリン格付けの引き上げを受けたものになる可能性が高い。

一方、愛知県の財政が悪化した場合には、同県のスタンドアローン評価に下方圧力がかかるものの、現時点でそれが格下げにつながる可能性は低いと S&P は考える。愛知県のスタンドアローン評価の引き下げ要因には、1) 国による自治体支援の制度的枠組みが同県にとって不利な方向に変更される、2) 歳入不足を補填するために基金の取り崩しが進むことで流動性カバレッジが低下する——ことなどが挙げられる。

格付け根拠

愛知県の格付けは、同県が高水準の自主財源と堅実な歳出運営を今後も維持すると S&P がみていることを主に反映している。同県の自主財源は、製造業の強固な産業基盤に支えられた力強い地域経済に基づく。また、同県は歳出をコントロールし財政収支を改善させてきた実績がある。格付けは、日本の地方自治体の安定的かつ予見可能な制度的枠組みも反映している。一方、国内外の格付け先自治体と比較して債務負担が重いことが、格付けを制約する主な要因である。

S&P はこうした要因を織り込んで、愛知県のスタンドアローン評価を「aa-」としている。ただし、日本政府が債務不履行（デフォルト）に陥るような環境を想定したストレスシナリオのもとでは、同県の信用力にも影響が及ぶとの見方から、その格付けは引き続き日本のソブリン格付けを反映している。

競争力の高い製造業に支えられた地域経済のもと、バランスのとれた財政運営が維持される見通し

今後 2 年間の見通しとして、愛知県の地域経済は国内経済と同程度のパフォーマンスを示すと S&P はみている。経済規模は全国都道府県中第 2 位で、国際競争力の高い数多くの製造業企業が県内に拠点を置いている。県民 1 人当たり県内総生産（GDP）は 500 万円を超える。また、日本の人口が減少傾向にあるなかで、県の人口は流入によって緩やかながらも増加を続けている。同県は中部圏経済ならびに日本経済において中心的役割を担っており、輸出産業が引き続き同県の経済成長をけん引すると S&P ではみている。

愛知県では、バランスのとれた財政運営により債務残高の膨張に歯止めがかかりつつあったが、新型コロナウイルスの影響による景気減速の影響を受けて、再び債務残高に増加圧力がかかると S&P はみている。2007-2008 年の世界的な金融危機後に税収が落ち込み、地方交付税が財源不足を十分に補える水準でなかったことから、同県の経常的マージンは急激に悪化した。しかし、2012 年度（2013 年 3 月期）以降の製造業の業績回

復による法人関連税収の持ち直しや、県の資本的支出の絞り込みにより、2018年度まで経常的マージンは改善してきた。S&Pでは、足元の景気減速局面でも同様に、財政は一時的に悪化するものの、景気が回復するのに伴い改善すると見込んでいる。

大村秀章知事は引き続き適切な財政規律を維持すると S&P はみている。2019年2月の知事選挙で大村知事は3選を果たし、県議会の強い支持を得ていることで、堅実な財政運営が維持されると S&P は考えている。

S&Pは日本の地方自治体運営の制度的枠組みは成熟しているとみており、これは同県の先行きの見通しを支えるプラス要因とみている。政府間システムが成熟しており、地方自治体に対する規制とその財政は中央政府が厳格にコントロールしていることから、システムにおける予見可能性と透明性・説明責任が確保されている。S&Pでは中央政府の脆弱な財政状況を同システムの強みに対する制約要因と考えているものの、同システムのもとで、国内自治体の歳入と歳出の均衡は中央政府のそれらより図られていると評価している。

新型コロナの影響で税収悪化、債務残高は高止まり

2020年度から3年間、愛知県の投資的活動後の収支は赤字が続き、2018-2022年度の5カ年の平均でも2%程度の赤字に転じると S&P では予想している。同収支は過去5年以上にわたり、法人関連税収の回復や適切な歳出管理に支えられ黒字を確保してきた。2020年度の歳出は、新型コロナウイルスの影響により、休業要請に応じた事業者に支払う一律50万円の協力金や医療関係の対策費などが膨らむ一方で、2020年度以降には法人関連税収が大きく減少すると S&P はみている。政府の新型コロナ対策として、自治体が活用できる地方創生臨時交付金もあるため、県の対策費の一部は国により補填される。また、財政調整基金などを充当することで、債務残高の増加圧力は一定程度緩和される。しかし、主力の自動車産業などの業績悪化により法人関連税収が大きく落ち込むと S&P はみており、この税収の落ち込みからいかに回復するかが愛知県の将来の財政のカギを握ると考える。

愛知県の債務比率は国内外の格付け先地方自治体と比較して、非常に高い水準にとどまると S&P は予想している。債務残高の対歳入比率は、2022年度末にかけて300%超の水準で高止まると S&P は予想している。社会保障費の増加に加え、2022年開業予定のジブリパークとスタートアップ支援拠点の整備という2大プロジェクトの歳出により、同県の債務削減の余地は狭まっている。また、政府の防災・減災対策への対応を踏まえると、資本的支出の削減余地も限られると S&P はみている。

愛知県はまた、多くの外郭団体に投資しているなど、潜在的に偶発債務の対象となる活動も多岐にわたるものの、それらの活動による偶発債務は限定的であると S&P はみている。名古屋高速道路公社に対する債務保証は、同県が外郭団体に提供する保証のなかで最大であるが、有料道路事業からの安定したキャッシュフローを勘案すると、同公社が実際に県財政の負担となる可能性は低いと考える。

今後 12 カ月間、愛知県の潤沢なフリーキャッシュと流動性資産の合計は年間元利金返済額を十分に超える水準になると S&P はみている。2020 年度以降、減債基金の任意積立分と財政調整基金は大幅に縮小する見込みだが、満期一括償還分の減債基金は 7,000 億円を超える規模で維持される見通しである。また、同県は公募団体として資本市場での起債も多いことから、外部流動性へのアクセスは容易であると S&P は考える。指定金融機関である三菱 UFJ 銀行との良好な関係は同県の流動性を支える一因である。

*S&P グローバル・レーティングは、新型コロナウイルスによるパンデミックの展開が非常に不透明であると認識している。衛生の専門家の間では、パンデミックは現在、一部の地域ではピークに達しているか、あるいはピークに近い状態にあるものの、ワクチンや効果的な治療法を広範に利用できるようになるまでは引き続き脅威であり、それが実現するのは 2021 年下期になるという意見で一致している。S&P ではこの想定を使用して、パンデミックによる経済、信用に対する影響を評価している(S&P のリサーチの最新情報を参照: www.spglobal.com/ratings)。状況が変わるに従い、想定と予測をアップデートする。

表 1 愛知県の格付けと主要格付け要因の評価スコア

長期発行体格付け:	A+
スタンドアローン評価:	aa-
主要格付け要因	
制度的枠組み:	2
経済:	1
財政運営:	2
財政パフォーマンス:	2
流動性:	1
債務負担:	5

* S&P の地方自治体格付けは上記 6 つの主要格付け要因に基づく。格付け要因から格付けを導出する手法は 2019 年 10 月 21 日付「格付け規準 | 公的部門 | パブリック・ファイナンス(米国外): 地方自治体の格付け手法」で規定されている。「制度的枠組み」の評価スコアは、「1」から「6」までの 6 段階評価(「1」が最上位)、「経済」「財政運営」「財政パフォーマンス」「流動性」「債務負担」の評価スコアはそれぞれ、「1」から「5」までの 5 段階評価(「1」が最上位)。

表2 愛知県の主要財務指標

(十億円)	2017年度	2018年度	2019年度 bc	2020年度 bc	2021年度 bc	2022年度 bc
経常的歳入	1,728	1,779	1,752	1,801	1,659	1,663
経常的歳出	1,501	1,470	1,468	1,555	1,496	1,468
経常的収支	227	309	284	246	164	195
経常的収支／経常的歳入 (%)	13.1	17.4	16.2	13.7	9.9	11.7
資本的収入	202	203	205	205	205	205
資本的支出	424	465	494	485	480	475
投資的活動後収支	5	47	-5	-34	-112	-75
投資的活動後収支／総歳入 (%)	0.3	2.4	-0.3	-1.7	-6.0	-4.0
債務返済額	330	336	319	312	307	300
借入総額	326	292	324	346	418	375
借入後収支	1	3	0	0	0	0
直接債務 (年度末残高)	4,783	4,739	4,788	4,749	4,838	4,879
直接債務／経常的歳入 (%)	276.8	266.4	273.2	263.6	291.6	293.4
連結ベース債務残高／連結ベース経常的歳入 (%)	319.0	310.9	318.0	307.7	337.8	339.5
利子／経常的歳入 (%)	3.2	2.9	2.7	2.5	2.8	2.8
県民1人当たりGDP (円)	5,334,424	5,362,334	N/A	N/A	N/A	N/A
国民1人当たりGDP (円)	4,325,297	4,339,160	4,380,824	4,271,738	4,494,862	4,577,747

* bc = ベースケース：可能性が最も高いとS&Pが考えるシナリオに基づく予想値。2017年度と2018年度のGDPは県の予想値。

*上記の数値の一部は国内外の情報源からのデータに基づきS&Pが独自に算出したものであり、入手可能な情報の適時性、対象範囲、正確性、信憑性、有用性などについてのS&Pの独立した意見を反映している。出所は主に発行体から提供された財務諸表と予算である。

ソブリンの主な指標

「Sovereign Risk Indicators」(<http://www.spratings.com/sri>)

関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

2019年10月21日付「格付け規準 | 公的部門 | パブリック・ファイナンス(米国外): 地方自治体の格付け手法」

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

2014年12月15日付「Criteria | Governments | International Public Finance: Methodology: Rating Non-U.S. Local And Regional Governments Higher Than The Sovereign」

2014年4月28日付「一般格付け規準: ソブリン格付けを上回る格付けの手法と想定: 事業法人・金融法人・公的部門」

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

関連リサーチ

2019年8月19日付「Default, Transition, and Recovery: 2018 Annual International Public Finance Default And Rating Transition Study」

2020年6月24日付「地方自治体運営の制度的枠組みの概要: 日本」

S&P グローバル・レーティングの格付けについて:

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

Copyright © 2020 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」）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、格付の承認に関する決定（以下に述べる）は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&P は、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&P は「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&P は、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付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.spcapitaliq.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。