

## SPECIAL COMMENT

## 目次:

要約	1
2009 年格付け遷移の概観	2
格付け遷移の傾向の分析	7
世界の証券化商品の格付け遷移との比較	9
セクター別格付け遷移分析	11
付録 I: データ選定基準と用語解説	19
付録 II: 調査方法	22
付録 III: 複数年の格付け遷移行列	24
関連リサーチ	48

## コンタクト:

## NEW YORK +1.212.553.1653

Julia Tung 1.212.553.1471  
Vice President - Senior Credit Officer  
Julia.Tung@moodys.com

Nicolas Weill 1.212.553.3877  
Group Managing Director  
Nicolas.Weill@moodys.com

## 東京 03-5408-4100

沢田 啓子 03-5408-4147  
チーム・マネージング・ディレクター  
グループ・クレジット・オフィサー  
keiko.sawada@moodys.com

# 日本における証券化商品の格付け遷移(1994-2009 年)

## Japanese Structured Finance Rating Transitions: 1994-2009

### 要約

本稿はムーディーズによる日本の証券化商品の格付け遷移に関する 7 回目の年次分析であり、2009 年および過去の格付け遷移率を、全体および主要セクター別に分析している。

- 2009 年の日本の証券化商品の 12 ヶ月間の格下げ率は、昨年の 2.4% から 24.7% に上昇し、一方で格上げ率は 2.9% から 0.8% に下がった。全体では 127 案件における 404 件の格付けが引き下げとなり、11 案件における 13 件の格付けが引き上げとなった。
- 平均的な格下げノッチ幅は、昨年の 5.1 から 3.3 に縮小している。また、平均的な格上げノッチ幅も、2008 年の 3.8 から 2009 年は 2.8 に縮小している。
- 格下げは CMBS が最も多く、ネガティブな格付け変更の 73% を占めた。こうした格下げのうち、90% はムーディーズが日本の CMBS の格付けをモニタリングする上での前提条件を更新したことによるものである。日本の不動産市況の悪化が、想定を見直すきっかけとなった。
- 格下げのうち、2 番目に大きなシェアを占めたのが CDO である (15%)。アービトラージ型 CDO は、世界の CDO と同様に参照ポートフォリオの信用力の低下が多くの案件で見られた。また、企業シンセティック CDO や証券化商品 CDO について行われた、モデリングの前提条件の変更や、中小企業 CDO の裏付け債権プールのパフォーマンスの低下等も、ネガティブな格付けアクションにつながった。
- 2009 年における証券化商品 (CDO を除く) の格下げは、その 78% が案件のモニタリングの際に用いるパラメーターや前提条件の更新によるものであった。さらに 10% は、関係当事者の格付け変更によるものであったので、パフォーマンスが直接格付け変更につながったものは 12% であった。また格上げは、全て信用補完が高まったことによるものであった。
- 世界の証券化商品と比較すると、2009 年中の日本の証券化商品の格下げ率は 24.7% と、世界の格下げ率である 56% に比べれば低い水準であった。また平均格下げ幅も、世界の証券化商品よりも日本は 4 ノッチ小さかった。

図表 1:日本の証券化商品のセクター別 12ヶ月間格下げ率・格上げ率

(2009年、2008<sup>1</sup>年、2000-2009年の平均)

	12ヶ月間格下げ率			12ヶ月間格上げ率		
	2009	2008	2000-2009	2009	2008	2000-2009
日本の証券化商品	24.7%	2.4%	2.8%	0.8%	2.9%	4.5%
ABS	4.4%	1.9%	0.5%	2.5%	4.8%	3.1%
CDO	48.4%	10.8%	10.6%	0.0%	10.8%	13.3%
CMBS	45.5%	2.3%	6.0%	0.0%	1.1%	5.2%
RMBS	5.3%	0.0%	0.7%	0.7%	0.3%	4.3%
世界の証券化商品	56.0%	35.6%	17.4%	0.6%	0.7%	2.0%
日本企業	36.8%	5.8%	7.4%	0.8%	5.8%	15.6%
世界の企業	32.9%	20.5%	16.7%	4.7%	5.2%	10.7%

## 2009年格付け遷移の概観

日本の証券化商品に関して格下げ件数が格上げ件数を上回ったのは、この8年間で初めてのことであった。2009年において、ネガティブな格付け変更をもたらした主要因は、日本の不動産市況の悪化である。すなわち、不動産市況の悪化を受け、CMBSの格付けをモニタリングする上で用いる主要な前提の見直しが必要となり、それが多くの格下げにつながった。また不動産市況の悪化は、中小企業向けの不動産担保ローンを裏付けとするABSの格下げにもつながった。<sup>2</sup>ムーディーズの東京オフィスがモニタリングしているアービトラージ型CDOに関しては、世界のCDOと同様に参照ポートフォリオの信用力の低下というネガティブな傾向が見られた。また、企業シンセティックCDO及び証券化商品CDOを分析する際のモデリングの前提条件がアップデートされたこと、さらに中小企業CDOの裏付けプールのパフォーマンスが悪化したことが、ネガティブな格付けアクションにつながった。

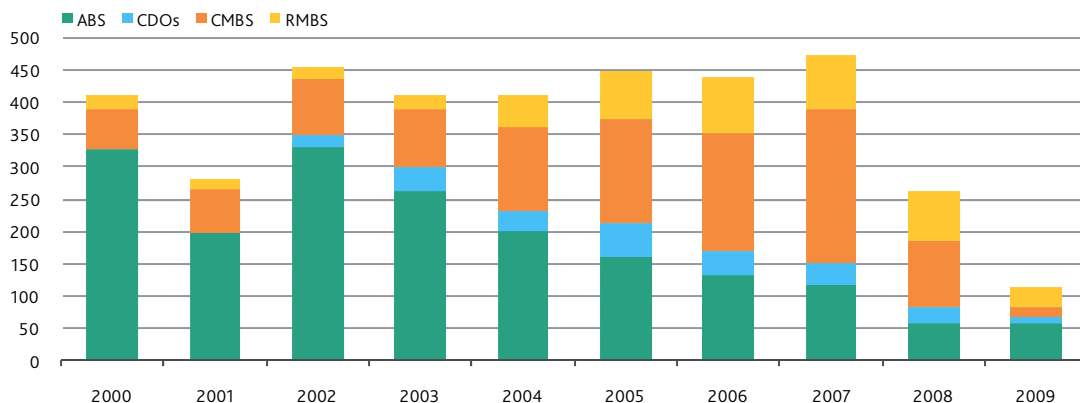
このセクションでは、日本の証券化商品の格付け遷移について分析を行い、世界の証券化商品<sup>3</sup>のパフォーマンスとも多少の比較を行う。日本の主要セクター(ABS、CDO、CMBSとRMBS)における格付け遷移についての詳細なデータは後述する。複数年格付け遷移行列は付録IIIで確認できる。また付録には、データ選定基準の説明、用語解説、本稿の数字の算出方法の説明が記載されている。

2009年における日本の証券化商品の発行件数は2年連続で減少した。前年より56%減、ピーク時の2007年に比べると76%の減少であった(図表2参照)。最も発行件数の減少が見られたのはCMBSであり、2008年と比較すると86%の減少であった。一方、ABSは格付け付与数が若干ながら増加した。2007年においては、CMBSが新規の格付け付与数の半分を占め、ABSは全体の4分の1であったが、2年後にはABSが52%を占め、CMBSが12%と逆転した。

<sup>1</sup>ここで表示されている2008年の数字の中に、昨年の格付け遷移分析に記載されているものと異なるものがあるのは、データの取り方に若干の変更があったことによる。すなわち、海外銘柄を参照するCDOが昨年の格付け遷移分析においては集計の対象に含まれていなかったのが、本稿においては集計の対象となっている。また、例えば中小企業向けローンを裏付けとする案件がABSかCDOのどちらかに区分けされているかなど、別のアセットタイプに分類されているものがあることも差異の原因の一つとなっている。

<sup>2</sup>但し、CMBSと不動産担保ローンABSとでは、裏付けとなるローンの性質、物件ならびに借り手の属性が大きく異なる。  
<sup>3</sup>格付け遷移に関するレポートとして、ムーディーズは他に、アジア太平洋地域(日本を除く)、世界の証券化商品、ならびにEMEA(ヨーロッパ、中東およびアフリカ)について、それぞれレポートを発行している。本レポートの末尾にある関係リサーチの箇所を参照されたい。

図表 2: 日本の証券化商品:発行年別格付け件数

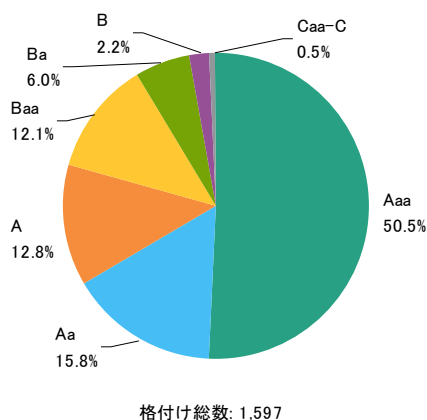


注記) データはムーディーズが格付けを付与した証券のみを対象とする。また、その他に分類される証券化商品は含まない。

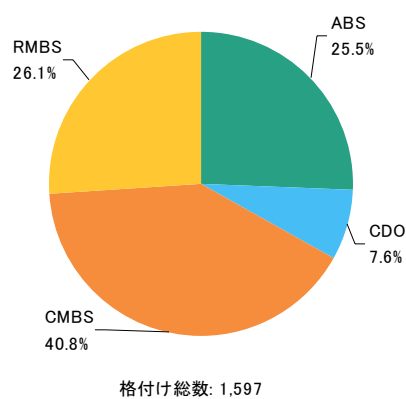
2009 年初において存在した日本の証券化商品に対する格付け件数は、616 案件に対しての 1,597 件であった。Aaa は 51% を占め、91% が投資適格等級であった (図表 3A 参照)。セクター別構成では、CMBS が最大比率を占め (41%)、次いで RMBS (26%)、ABS (25%)、CDO (8%) の順となっている (図表 3B 参照)。

図表 3: 格付けの構成 (2009 年 1 月 1 日)

図表 3A: 格付け別



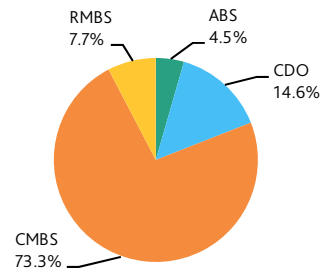
図表 3B: セクター別



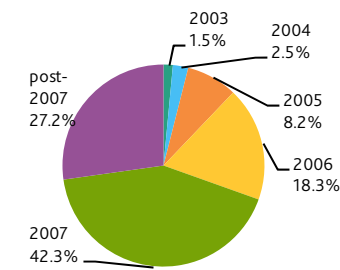
日本の証券化商品全体では、2009 年中に 127 案件における 404 件の格付けが格下げされ、11 案件における 13 件の格付けが格上げとなった。格下げのうち 4 分の 3 近くが CMBS で、CDO がこれに次いだ (図表 4A 参照)。組成時から時間があまり経過していない案件 (2006 年あるいはそれ以降の組成) がネガティブな格付け遷移の 88% を占めた (図表 4B 参照)。格下げのうち、27% が当初 Baa の格付けを付与されており、23% が当初 Aaa に格付けされていた (図表 4C 参照)。Aaa からの格下げのうち、およそ 3 分の 1 が保証提供者の格下げに伴い格付けが変更された RMBS であった。

## 図表 4: 2009 における格下げの構成

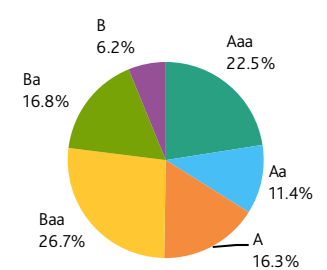
図表 4A: セクター別



図表 4B: 組成年別



図表 4C: 当初格付け別

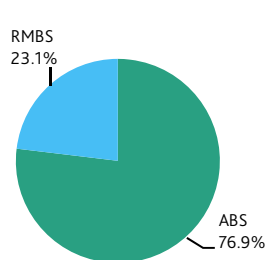


格下げ総数: 404

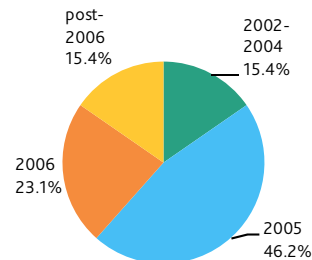
2009 年の格上げは、ABS(77%)と RMBS(23%)のセクターのみで見られた。また格下げと同様、組成時から時間があまり経過していない案件が、ポジティブな格付け遷移に貢献した(図表 5B 参照)。また、当初 Baa に格付けされていたものが最も多く格上げされた(図表 5C 参照)。

## 図表 5: 2009 年における格上げの構成

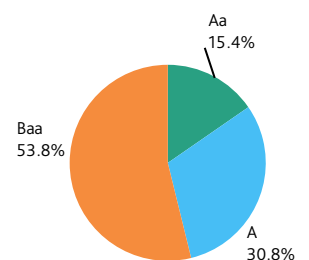
図表 5A: セクター別



図表 5B: 組成年別



図表 5C: 当初格付け別



格上げ総数: 13

図表 6 は、各セクターの格付けの数に対しての、格付け変更の数を示したものである。数では CMBS の格下げ件数が最も多かったものの、格下げ率では CDO が上回った。また後述するように、CDO の平均的な格下げ幅は、CMBS よりも厳しかった。

図表 6:日本の証券化商品 2009年の格付け変更の数(セクター別)

セクター	2009年1月1日 時点の格付け数	2009年12月31日までの12ヶ月コーホートによる 格付け変更		2009年における格付け変更の数	
		格下げ	格上げ	格下げ	格上げ
ABS	407	18	10	18	10
CDOs	122	59	0	59	0
CMBS	651	296	0	296	0
RMBS	417	22	3	31	3
リパッケージ債及びその他の クレジット・デリバティブ <sup>4</sup>	98	9	74	11	74

注記)3、4列目にある格下げ/格上げの集計に含まれるには、2009年1月1日時点で格付けが存在していなければならない。最右2列の数字は、2009年の年初における格付けの有無を問わない。

図表 7A 及び 7B は、CDO を除く証券化商品の 2009 年における格下げ/格上げの理由をまとめたものであり、トランシェごと、格付けアクションごとの内訳を示す<sup>5</sup>。トランシェごとでは 78%、アクションごとでは 77%の格下げが、モニタリングに用いる前提条件やパラメーターの変更を主な理由としている。関係当事者の格付け変更を理由とするものと合わせれば、CDO 以外の証券化商品の格下げにおいては、トランシェごとで 88%、格付けアクションごとでは 86%が、裏付け資産のパフォーマンスとは直接関連しない理由で格下げとなったことになる。一方で、2009 年における格上げは、全てシニアクラスのノートの償還が進んだ事による信用補完の上昇が理由となっている。

図表 7A:2009年 ABS,CMBS,RMBS の格下げ理由(セクター別)

セクター	トランシェ毎	格付けアクション毎
ABS	18	26
	プールのパフォーマンス	22 (85%)
	関係当事者の格付け変更	4 (15%)
CMBS	296	324
	前提やパラメーターの変更	293 (90%)
	プールのパフォーマンス	31 (10%)
	プールのパフォーマンス/前提の変更の双方	0 (0%)
RMBS	31	31
	関係当事者の格付け変更	31 (100%)
ABS, CMBS, RMBS	345	381
	前提やパラメーターの変更	293 (77%)
	プールのパフォーマンス	53 (14%)
	プールのパフォーマンス/前提の変更の双方	0 (0%)
	関係当事者の格付け変更	35 (9%)

<sup>4</sup>リパッケージ債やその他のクレジット・デリバティブは、本稿の統計には含まれていない。詳細は付録にあるデータサンプルの説明を参照されたい。

<sup>5</sup>本稿において格下げならびに格上げは、通常証券ごとに数えている。すなわち、ひとつのトランシェのその年における格下げもしくは格上げ件数は最大でも1件にとどまる。格付け変更の集計は、年初時点の格付けと(1月1日時点で格付けがない案件の場合は、当初格付けを参照する)、年末時点の格付けを比較して行う。(格付けが年末時点で取り下げられている場合は、取り下げ直前の格付けを参照する。)詳細は付録を参照されたい。格付けアクションごとの集計は、その年に行われた格下げ/格上げすべてを集計したものであり、トランシェによっては1年のうち複数回格下げ/格上げされることもあるため、格付けアクション毎の数は、トランシェ毎の数よりも常に大きくなる。

図表 7B: 2009 年 ABS, CMBS, RMBS の格上げ理由(セクター別)

セクター		トランシェ毎	格付けアクション毎
ABS		10	10
	信用補完の上昇	10 (100%)	10 (100%)
RMBS		3	3
	信用補完の上昇	3 (100%)	3 (100%)
ABS, CMBS, RMBS		13	13
	信用補完の上昇	13 (100%)	13 (100%)

図表 8 は、1 年の間に行われた各格付けアクションに関して、アクションがとられる前に「格付けの見直し」となっていたかどうかを追跡したものである。結果、格下げのうち 87%は格付けの見直しが先行しており、また格下げに至るまでの期間は平均 103 日であった。しかしながら、セクターによりその傾向には大きな開きがあった。RMBS の格下げは全てが、また CMBS は格下げの 99%が、格下げの前に見直し対象となっていたが、格下げとなった ABS については 85%が、CDO については 34%のみが、先に見直しとなっていた。さらに、13 件の格上げのうち、見直しの対象となっていたのは 1 件だけであった。

CMBS の格付けが格下げに先行して見直しとなっていたものの割合が高いのは、モニタリングに用いる前提条件の更新に伴い、セクター全体の格付けの検討が行われたからである。RMBS の格下げの 100%が、先に見直しとなっていたのは、関係当事者の格付けが格下げ方向で見直しとなっていたからである。

図表 8:2009 年格付け変更及び格付け見直しの指定(セクター別)

セクター		格下げ	格上げ
ABS		26	10
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	22 (85%)	1 (10%)
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	144	97
CMBS		324	0
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	321 (99%)	NA
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	108	NA
RMBS		31	3
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	31 (100%)	0
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	61	NA
ABS, CMBS, RMBS		381	13
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	374 (98%)	1 (8%)
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	106	97
CDO		89	2
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	33 (37%)	0
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	68	NA
全証券化商品		470	15
	アクション前に「格付け見直し」の対象に指定	407 (87%)	1 (7%)
	見直しを終了するまでに要した日数(平均)	103	97

注記:格下げ/格上げはアクションごとに集計されているので、1 年のうち複数回格下げ/格上げとなったトランシェがあった場合には、複数回数計上されている。2009 年の日本の CDO については 2 件の格上げがあったが、一方でそのトランシェは同年の早い時期に格下げとなっていた。そのため結果的には、年初時点よりも格付けは低い水準になった。



### 格付け遷移の傾向の分析

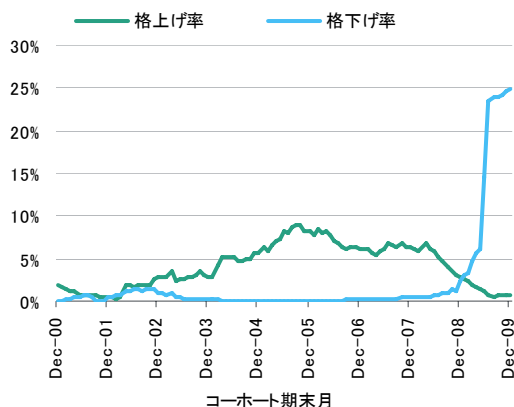
12ヶ月間格下げ率は2008年の2.4%から2009年は24.7%に上昇し、12ヶ月間格上げ率は2.9%から0.8%に下がった(図表9A及び9E)。格下げされたトランシェについての、12ヶ月間における格下げノッチ数の平均を計算した平均格下げノッチ数は3.3ノッチと、前年の5.1ノッチを下回った(図表9B参照)。また、平均格上げノッチ数も2.8ノッチと、前年の3.8ノッチを下回った。

フォールン・エンジェル率(投資適格等級の格付けが投機的等級に格下げされる割合)とAaaからの格下げ率は、共に2009年がこれまでで一番高い水準となった(図表9C参照)。フォールン・エンジェル率は、2008年の1.1%から2009年は7.3%に上昇した。同時にAaaからの格下げ率は0.3%から10.2%に上昇した。

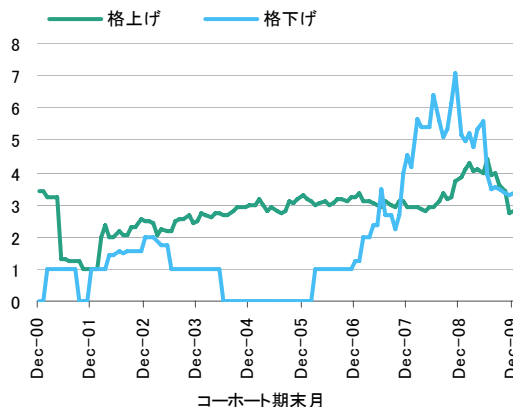
図表9Dは、1994年から2009年までに発行された証券化商品について、当初格付けと2009年12月31日の格付け(それまでに格付けが取り下げられた場合は取り下げ直前の格付け)を比較した、当初格付け別の累積格付け遷移率を示している。累積の格下げ率は、当初格付けのレベルが低下するに従って増えており、結果的にAaaが最も安定していたこと(96%)、当初シングルBの格付けだったものは通期で55%格下げとなったことなどが示されている。累積格上げ率と当初格付けの水準については、明確な相関は見られないものの、当初投資適格等級であったものの方が、投機的等級より格上げされやすい傾向にある。

図表 9:日本の証券化商品の格付け遷移の傾向

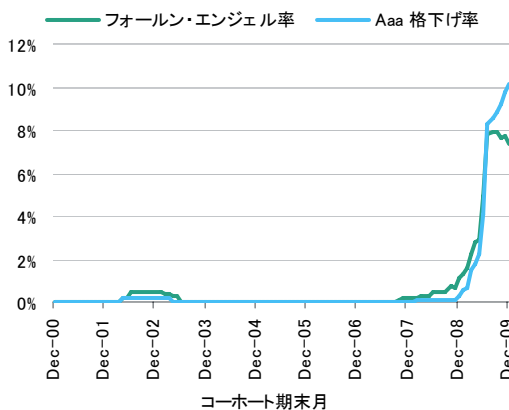
図表 9A: 12 カ月間格上げ率/格下げ率



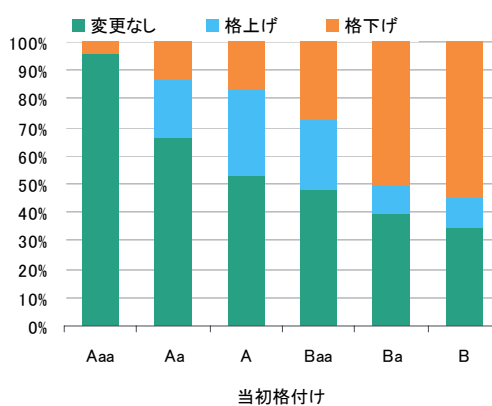
図表 9B: 平均格上げ/格下げノッチ数



図表 9C: フォールン・エンジェル率とAaa 格下げ率



図表 9D: 当初格付け別累積格上げ率/累積格下げ率



図表 9E: 格付け遷移の概要

	2009	2008	2000-2009	2000-2008
格下げ率	24.73%	2.35%	2.77%	0.38%
格上げ率	0.81%	2.86%	4.51%	5.13%
格下げ対格上げ比率	30.38	0.82	0.61	0.07
格下げ率(変更ノッチ数加重後)	82.28%	12.07%	10.08%	1.30%
格上げ率(変更ノッチ数加重後)	2.25%	10.99%	13.53%	15.16%
格下げ対格上げ比率(変更ノッチ数加重後)	36.50	1.10	0.75	0.09
格付けドリフト率(変更ノッチ数加重後)	-80.03%	-1.08%	3.45%	13.86%
格付け変動率(変更ノッチ数加重後)	84.53%	23.06%	23.61%	16.45%
安定率	74.45%	94.79%	92.71%	94.48%
平均格下げノッチ数	3.33	5.14	3.63	3.40
平均格上げノッチ数	2.77	3.84	3.00	2.95

図表 10 は、CDO を含めた場合と除いた場合の、日本の証券化商品の 2009 年、および 1994 年から 2009 年の平均の 12 カ月間格付け遷移行列である。2009 年のコーホートは、全ての格付けレンジにおいて、過去の平均と比較して安定性がより低く、また最も低い格付け水準に遷移するものの割合が高かった。CDO をデータサンプルより除いた場合も同様の傾向が見られるが、CDO を除いた場合の方が格付けの安定性は増す。



図表 10:日本の証券化商品の12カ月間格付け遷移行列

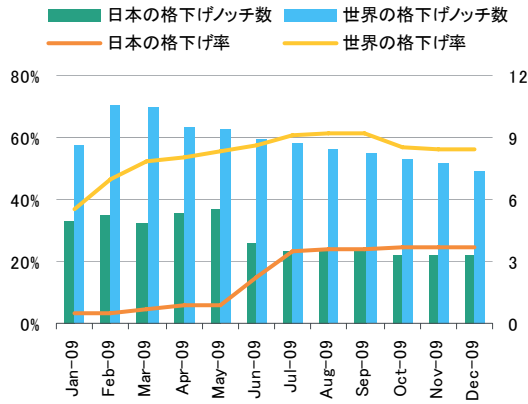
2009年の証券化商品	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	89.84%	8.80%	0.87%	0.25%	0.12%		0.12%
Aa	1.59%	87.30%	9.52%	0.79%		0.40%	0.40%
A	0.49%	0.98%	73.17%	18.05%	4.39%	0.98%	1.95%
Baa		1.03%	1.03%	52.58%	27.84%	11.34%	6.19%
Ba					34.38%	51.04%	14.58%
B						28.57%	71.43%
Caa-C							100.00%
証券化商品: 1994-2009年の平均	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.19%	0.67%	0.07%	0.02%	0.03%	0.01%	0.01%
Aa	9.87%	87.90%	1.63%	0.29%	0.10%	0.03%	0.17%
A	5.80%	5.88%	84.67%	2.40%	0.54%	0.20%	0.51%
Baa	2.47%	1.55%	5.15%	83.97%	4.08%	1.68%	1.09%
Ba	0.52%	0.86%	0.18%	2.62%	83.15%	10.23%	2.43%
B			0.26%	2.86%		81.20%	15.68%
Caa-C							100.00%
2009年のABS, CMBS, RMBS	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	91.42%	8.18%	0.27%		0.13%		
Aa	1.67%	88.33%	9.17%	0.42%		0.42%	
A	0.53%	1.06%	75.13%	17.46%	3.70%	1.06%	1.06%
Baa		1.15%	1.15%	56.32%	28.16%	10.92%	2.30%
Ba					35.16%	51.65%	13.19%
B						30.30%	69.70%
Caa-C							100.00%
ABS,CMBS,RMBS:1994年-2009年の平均	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.41%	0.58%	0.00%	0.00%	0.01%		
Aa	9.49%	89.32%	1.05%	0.06%	0.08%	0.01%	
A	5.63%	5.03%	86.41%	2.20%	0.51%	0.16%	0.06%
Baa	2.57%	1.38%	4.38%	85.51%	4.03%	1.62%	0.50%
Ba	0.55%	0.91%	0.19%	2.42%	83.74%	10.19%	2.00%
B			0.33%	3.58%		81.13%	14.97%
Caa-C							100.00%

## 世界の証券化商品の格付け遷移との比較

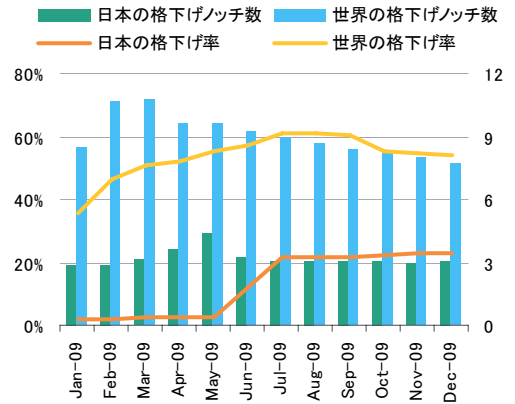
2009年における証券化商品の格下げ率に関しては、世界と日本のどちらにおいても格下げ率の上昇が見られたが、日本を世界と比較すると、格下げ率も格下げノッチ幅も小さかった。年間を通しての世界の証券化商品の格下げ率は、日本よりも30%から50%高い水準にあった。格下げ率に関して最も大きな開きがあったのはRMBSで、米国では住宅市場の落ち込みが米国のRMBSとHELの格下げにつながった。また2009年の日本のABSとCDOの格下げ率は、全世界合わせた水準よりも、ABSは18%、CDOは20%程度低かった。CMBSだけが唯一、日本の格下げ率が世界全体の格下げ率を上回ったが、格下げ幅は2ノッチ程度世界の平均水準よりも小さかった。

図表 11:世界の証券化商品と日本の証券化商品のセクター別 12 ヶ月間格下げ率と平均格下げノッチ数

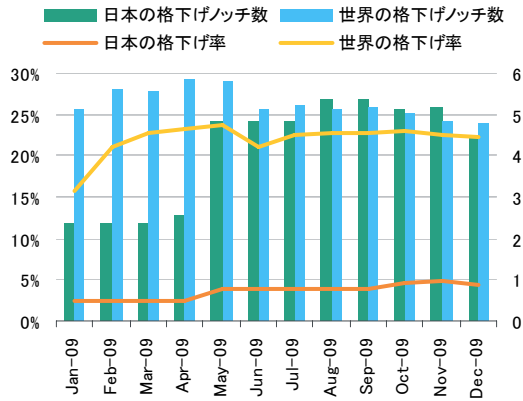
図表 11A: 全証券化商品



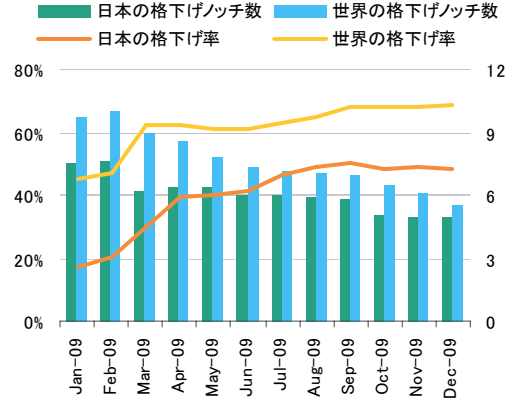
図表 11B: ABS,CMBS,RMBS



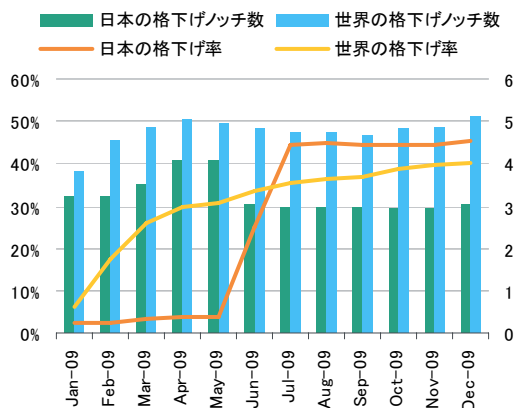
図表 11C: ABS (HEL を除く)



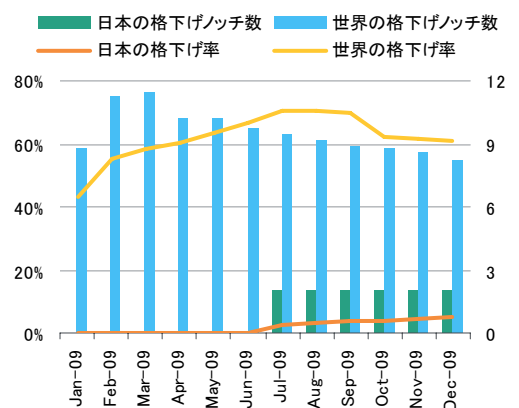
図表 11D: CDO



図表 11E: CMBS



図表 11F: RMBS (HEL を含む)



注記)世界の RMBS には、日本のマーケットには存在しない HEL が含まれる。

## セクター別格付け遷移分析

## ABS

2009年のABSに関しては、8案件における18件の格付けの格下げ、ならびに8案件における10件の格付けの格下げが見られた。中小企業向けの不動産担保ローンを裏付けとするトランシェは、18件の格下げ件数のうちの12件を占めた(67%)。これらの格付けアクションは、主に不動産市況の落ち込みにより裏付け資産のパフォーマンスが悪化したことが原因であった。事業の証券化(WBS)案件の2クラス、消費者ローン債権を裏付けとする1トランシェ、カードローン債権を裏付けとする1トランシェも、裏付け債権のパフォーマンスの低調を理由とした格下げであった。最後に、ストラクチャード商品として発行された2社債が、プット・オプション提供者の格付け変更により格下げとなった。

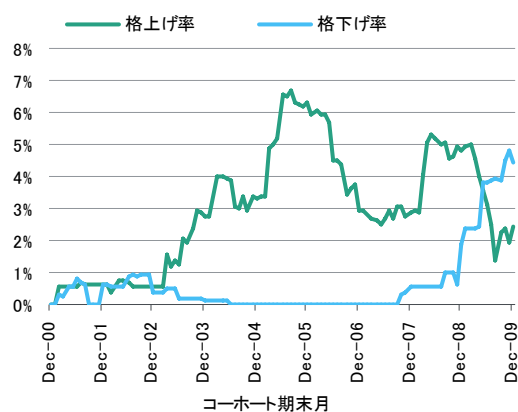
格上げの10件中8件はクレジット・カードを裏付けとしたもので、劣後部分の当初残高や必要維持額が維持される一方で、シニアやメザニングラスの償還が進み、信用補完が高まったことにより格上げされた。残り2件の格上げは、消費者向けローンを裏付けとした案件で、同様に信用補完の高まりを理由としている。

2009年の日本のABSにおける主要な格付け遷移の傾向は次の通りである(図表12参照)。

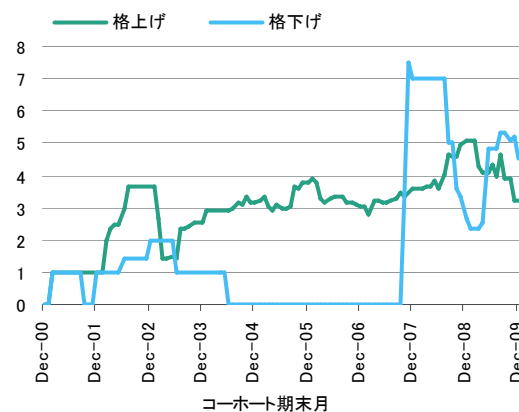
- » 格下げ率が2008年の1.9%から2009年は4.4%に上昇し、格上げ率は2008年の4.8%から2.5%に下がったことにより、格付けドリフト率はプラスからマイナスに転じた。
- » 平均格下げノッチ数は4.5ノッチと、昨年に比べ1.8ノッチ拡大し、格上げが平均3.2ノッチと1.9ノッチ縮小した。
- » 2009年においては、ここ10年の観測期間で、初めてAaaが付与されたABSが格下げされた。内訳は中小企業向けの不動産担保ローンを裏付けとするものが3トランシェ、カードローンを裏付けとするものが1件であった。フォールン・エンジェル率は、2009年11月の時点で1.7%と最高水準にまで上昇したが、年末には0.8%に下がった。
- » 2009年にはAaaの格下げが起きたものの、格付けがAaaであったトランシェの格付けの安定性は極めて高く、2009年末においても99.5%がAaa格付けを維持している。累積格上げ件数は、累積格下げ件数を上回っており、その比率はAaにおいては6:1、シングルAで4:1、Baaで5:1となっている。

図表 12:日本のABSの格付け遷移の傾向

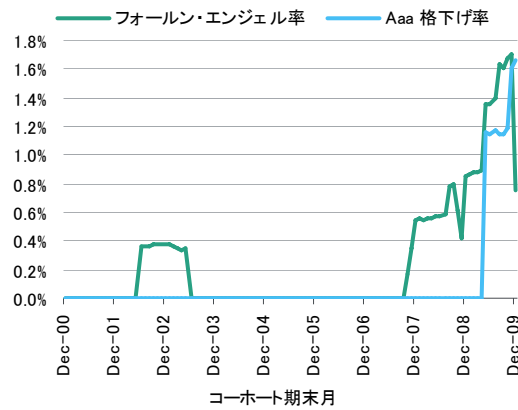
図表 12A: 12カ月間格上げ率、格下げ率



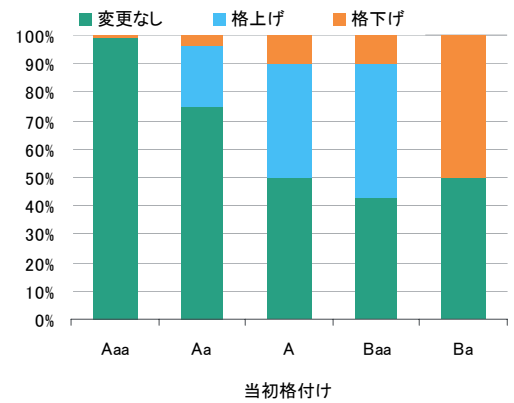
図表 12B: 平均格上げ、格下げノッチ数



図表 12C: フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 12D: 累積格上げ率と格下げ率



図表 12E: 日本の ABS 格付け遷移の概要

	2009	2008	2000-2009	2000-2008
格下げ率	4.42%	1.89%	0.54%	0.26%
格上げ率	2.46%	4.84%	3.15%	3.14%
格下げ対格上げ比率	1.80	0.39	0.17	0.08
格下げ率(変更ノッチ数加重後)	19.90%	5.05%	2.01%	0.74%
格上げ率(変更ノッチ数加重後)	7.86%	24.63%	10.63%	10.33%
格下げ対格上げ比率(変更ノッチ数加重後)	2.53	0.21	0.19	0.07
格付けドリフト率(変更ノッチ数加重後)	-12.04%	19.58%	8.62%	9.59%
格付け変動率(変更ノッチ数加重後)	27.76%	29.68%	12.65%	11.06%
安定率	93.12%	93.26%	96.31%	96.60%
平均格下げノッチ数	4.50	2.67	3.70	2.82
平均格上げノッチ数	3.20	5.09	3.38	3.28

## CDOs

2009年のCDOに関しては、36案件における59件が格下げとなった。格下げ理由のほとんどが、裏付けもしくは参照プールの信用力の低下ならびにパフォーマンスの悪化によるものであった。さらに、企業シンセティックCDO<sup>6</sup>と証券化商品CDO<sup>7</sup>の格付け分析に用いる主要な前提をアップデートし、変更したパラメーターを適用したことが格下げの主要因あるいは追加的な要因となった。

取引形態別で見た場合、証券化商品CDOがCDOの格下げの最も多くを占め(32%)、続いてアービトラージ型CSO(アービトラージ型CSO24%)、バランスシート型CDO(20%)、中小企業CDO(19%)であった。証券化商品CDOが占めるシェアは、米国のCDOにおけるそれと似た結果となった(31%)が、日本とは対照的に、米国ではCLOの格下げ(42%)が米国CDOの格下げの多くを占めた。

2009年の日本のCDOにおける主要な格付け遷移の傾向は次の通りである(図表13参照)。

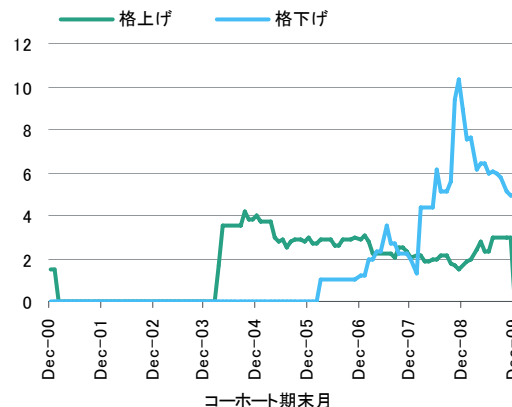
- » 12ヶ月間格下げ率は、2008年の10.8%から2009年は48.4%に上昇し、一方格上げ率は10.8%からゼロとなった。
- » 平均格下げ幅は前年8.9ノッチであったものが、2009年は5ノッチと、約4ノッチ縮小した。
- » 全体の格下げ率同様、フォールン・エンジェル率やAaaからの格下げ率は大きく上昇し、それぞれ20.2%と29.5%となった。
- » Aaaが付与された日本のCDOは、82.3%の安定率で、米国のCDOの33.3%を大きく上回った。シングルAとBaaの格付けは、累積格上げ率が累積格下げ率を上回ったが、その他の格付けレンジにおいては逆であった。

図表13:日本のCDOの格付け遷移の傾向

図表13A:12ヶ月間格上げ率、格下げ率



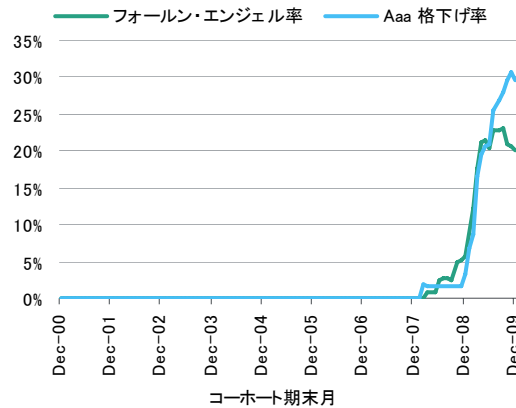
図表13B:平均格上げ、格下げノッチ数



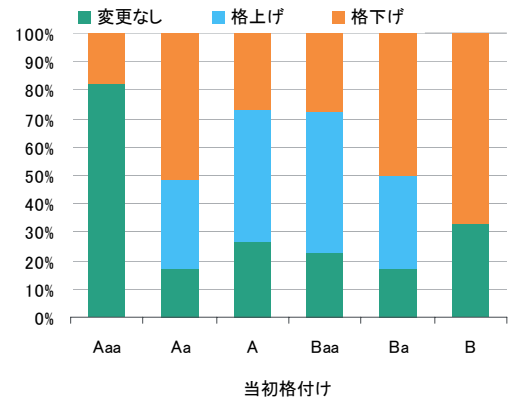
<sup>6</sup> ムーディーズのプレスリリース「企業シンセティックCDOの格付けの主要な想定のアップデートを発表」(2009年1月)を参照。

<sup>7</sup> ムーディーズのプレスリリース「証券化商品を裏付けとするCDOの格付けの主要な想定のアップデートを発表」(2008年12月)を参照。

図表 13C: フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 13D: 累積格上げ率と格下げ率



図表 13E: 日本のCDO格付け遷移の概要

	2009	2008	2000-2009	2000-2008
格下げ率	48.36%	10.77%	10.65%	2.63%
格上げ率	0.00%	10.77%	13.34%	16.31%
格下げ対格上げ比率	NA	1.00	0.80	0.16
格下げ率(変更ノッチ数加重後)	240.16%	96.15%	60.49%	12.73%
格上げ率(変更ノッチ数加重後)	0.00%	17.69%	33.59%	41.26%
格下げ対格上げ比率(変更ノッチ数加重後)	NA	5.43	1.80	0.31
格付けドリフト率(変更ノッチ数加重後)	-240.16%	-78.46%	-26.90%	28.53%
格付け変動率(変更ノッチ数加重後)	240.16%	113.85%	94.08%	53.99%
安定率	51.64%	78.46%	76.01%	81.06%
平均格下げノッチ数	4.97	8.93	5.68	4.84
平均格上げノッチ数	NA	1.64	2.52	2.53

## CMBS

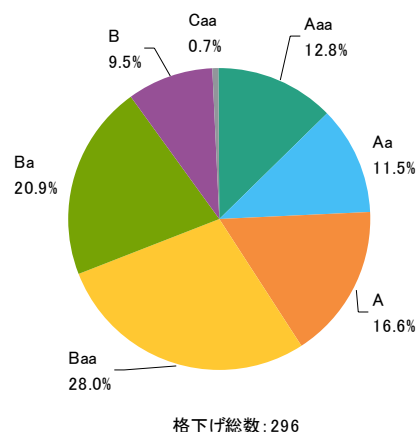
2009年の日本のCMBSに関しては、54案件における296トランシェが格下げされ、一方で格上げはなかった。2009年4月にムーディーズは、信用状況の悪化による影響を格付けに織り込むため、日本のCMBS格付けのモニタリングにおける主要な前提条件を更新したと発表した<sup>8</sup>。前提条件の見直しは、不動産のファンダメンタル全般が下落に転じる可能性、及び金融市場が平常時のように機能するようになるまでは、不動産価格にストレスがかかった状況が継続する可能性を懸念していることに起因している。

前提条件の更新を発表すると同時に、CMBSの50案件における228トランシェが追加的に格下げ方向で見直しの対象となった。既に見直しとなっていたものと合わせると、対象となったのは57案件における339トランシェであり、この件数は残存する格付け対象トランシェの54%、あるいは残存案件の50%を占める。格付けの包括的なレビューは7月の中旬に終了し、合計で53案件における293件の格付けが格下げとなった。包括的なレビューの前後においても、担保物件のパフォーマンスならびに想定回収金額(リカバリー)への懸念を反映して、ネガティブな格付けアクションが少数ながらとられた。

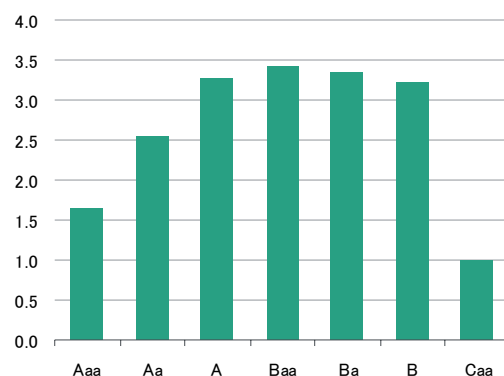
図表14Aは格下げされたトランシェの年初時点の格付けを示し、図表14Bは12ヵ月コーホートの平均格下げノッチ数を示したものである。2009年当初、Baaあるいはそれ以下の格付けが付与されていたトランシェは、ネガティブな格付け遷移の59%を占めたが、より高い投資適格等級の格付けもまた、格下げ数の多くを占めている。Aaaの格付けは平均1.7ノッチの格下げ、Aaの格付けは平均2.6ノッチの格下げであった。非常に数の少ないCaaクラスの格付けを除いたその他の格付けレンジの平均格下げノッチ幅は3.2から3.4程度であった。

図表14: 格下げされたCMBSの2009年1月1日時点における格付けの内訳

図表14A: 格下げされたCMBSの2009年1月1日時点における格付けの内訳



図表14B: 2009年1月1日時点の格付け別で見たCMBSの平均格下げノッチ数



2009年の日本のCMBSにおける主要な格付け遷移の傾向は次の通りである(図表15参照)。

- » 格下げ率は、2008年の2.3%から2009年は45.5%に上昇し、格上げ率は1.1%からゼロになった。
- » 平均格下げ幅は、2009年の前半は拡大していったものの、年末には3ノッチにまで下がった。
- » 2009年より前の時期においては、CMBSにおけるAaaからの格下げ、ならびにフォールン・エンジェルの件数は、それぞれ1件のみであった。しかしながら、モニタリングにおける前提条件の更新は、キャピタル・ストラクチャー上のあらゆるクラスに影響し、かつ場合によっては複数ノッチの格下げにつながったため、2009年においては、Aaaの格下げ率は、フォールン・エンジェル率と共に過去最高となった。
- » 累積格下げ率は、当初格付けの水準が高まるに従って減っており、その結果、当初Aaaだったものがネガティブに遷移する率が最も低く、当初シングルBの格付けのものは最も高かった。

<sup>8</sup> ムーディーズのプレスリリース「日本のCMBSのうち50案件における228クラスを格下げ方向で見直し」と「格付け手法アップデート:日本のCMBS格付けモニタリングにおける前提条件の更新」(2009年4月)を参照。

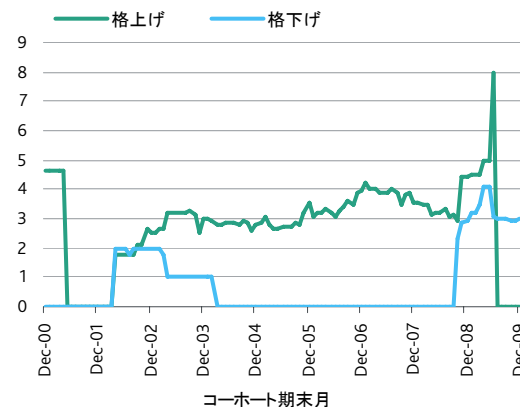


図表 15:日本の CMBS の格付け遷移の傾向

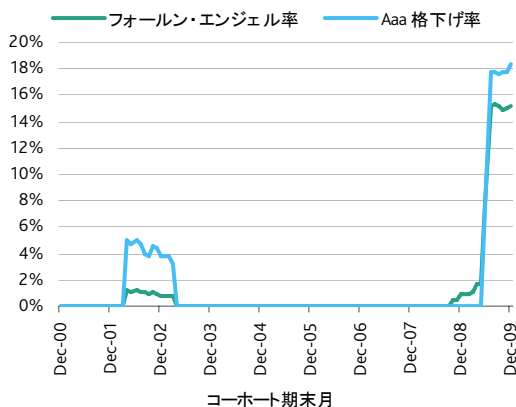
図表 15A: 12 カ月間格上げ率、格下げ率



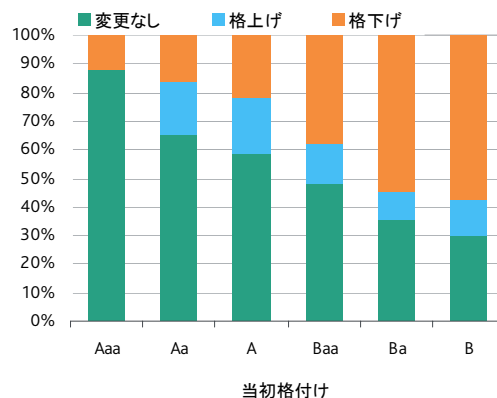
図表 15B: 平均格上げ、格下げノッチ数



図表 15C: フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 15D: 累積格上げ率と格下げ率



図表 15E: 日本のCMBS 格付け遷移の概要

	2009	2008	2000-2009	2000-2008
格下げ率	45.47%	2.25%	5.99%	0.27%
格上げ率	0.00%	1.13%	5.19%	6.56%
格下げ対格上げ比率	NA	2.00	1.15	0.04
格下げ率(変更ノッチ数加重後)	137.63%	6.60%	17.81%	0.57%
格上げ率(変更ノッチ数加重後)	0.00%	4.99%	17.23%	21.61%
格下げ対格上げ比率(変更ノッチ数加重後)	NA	1.32	1.03	0.03
格付けドリフト率(変更ノッチ数加重後)	-137.63%	-1.61%	-0.58%	21.04%
格付け変動率(変更ノッチ数加重後)	137.63%	11.59%	35.04%	22.18%
安定率	54.53%	96.62%	88.81%	93.16%
平均格下げノッチ数	3.03	2.93	2.97	2.09
平均格上げノッチ数	NA	4.43	3.32	3.29

## RMBS

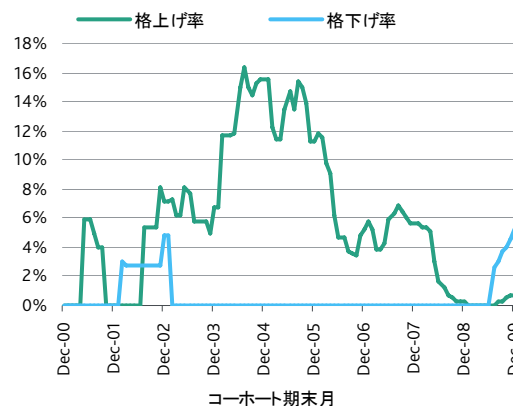
2009年の日本のRMBSに関しては、29案件における31トランシェの格下げ、そして3案件の3トランシェの格上げが見られた。格下げ31件のうち27件は、住宅金融支援機構(JHF)が保証を提供しているものであり、JHFの発行体格付けが7月にAaaからAa2に格下げされたことを受けて格下げとなった。<sup>9</sup>その他4件の格下げも、当初Aaaであったトランシェに関するもので、関係当事者の格下げに起因している。<sup>10</sup>従って、裏付けプールのパフォーマンスが悪化したことによる格下げは、今なお日本のRMBSの歴史においては存在しない。3件の格上げは、シニアクラスの償還が進み、信用補完が高まったことを理由としている。

日本のRMBSにおける主要な格付け遷移の傾向は次の通りである(図表16参照)。

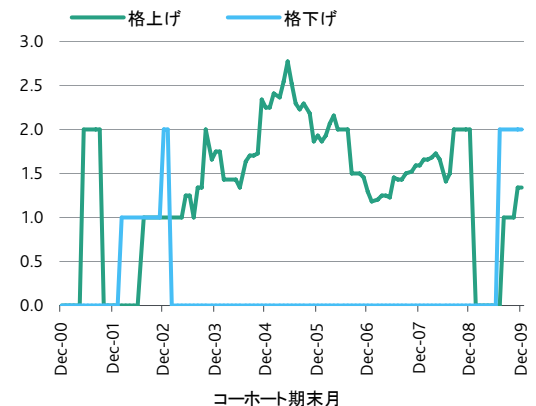
- » 格下げは、これまでの5年以上なかった状況から、2009年には12ヵ月格下げ率が5.3%となった。同時に格上げ率も0.3%から0.7%に上昇した。
- » 平均格下げ幅は2ノッチであり、平均格上げ幅は1.3ノッチであった。
- » 日本のRMBSにおいて、フォールン・エンジェルはこれまでなく、この状況は2009年においても維持された。2009年よりも前においては、Aaaからの格下げも存在しなかったが、2009年はいくつかのトランシェ保証提供者のAaaの格付けが格下げとなったことにより、Aaaの格下げ率が7.4%に上昇した。
- » Aaaの安定性は前年までは100%であったが、2009年は91%に下がった。その他のレンジの格付けについては、ネガティブな遷移が記録されていない。これは、ネガティブな格付け遷移が全くなかったか、あるいは遷移の幅が小さかったために、当初の格付けの(数字記号を除いた)範囲におさまっているかのどちらかであろう。

図表 16: 日本のRMBSの格付け遷移の傾向

図表 16A: 12ヵ月間格上げ率、格下げ率



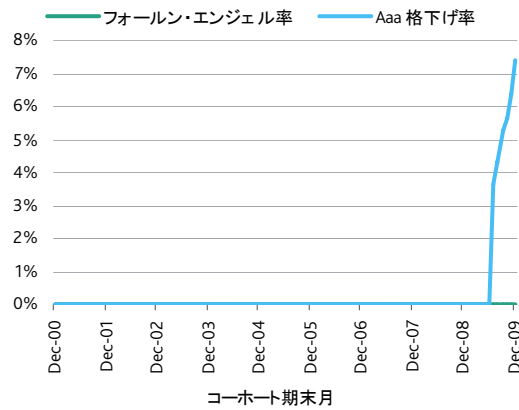
図表 16B: 平均格上げ、格下げノッチ数



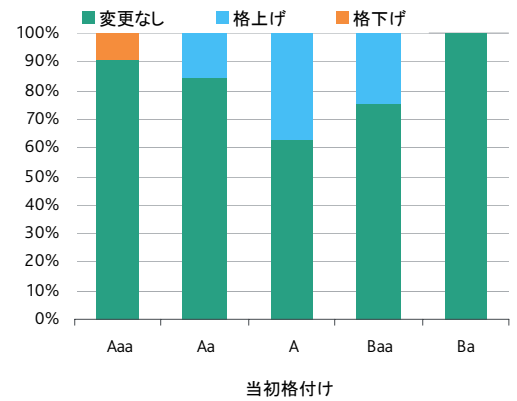
<sup>9</sup> ムーディーズのプレスリリース「機構保証型RMBSの27案件を格下げ」(2009年7月)を参照。

<sup>10</sup> ムーディーズのプレスリリース「MR受益権、MR2受益権及びMR3受益権を格下げ」(2009年7月)を参照。

図表 16C: フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 16D: 累積格上げ率と格下げ率



図表 16E: 日本のRMBS 格付け遷移の概要

	2009	2008	2000-2009	2000-2008
格下げ率	5.28%	0.00%	0.66%	0.12%
格上げ率	0.72%	0.29%	4.26%	5.88%
格下げ対格上げ比率	7.33	0.00	0.15	0.02
格下げ率(変更ノッチ数加重後)	10.55%	0.00%	1.26%	0.16%
格上げ率(変更ノッチ数加重後)	0.96%	0.57%	7.51%	10.40%
格下げ対格上げ比率(変更ノッチ数加重後)	11.00	0.00	0.17	0.01
格付けドリフト率(変更ノッチ数加重後)	-9.59%	0.57%	6.25%	10.24%
格付け変動率(変更ノッチ数加重後)	11.51%	0.57%	8.76%	10.55%
安定率	94.00%	99.71%	95.08%	94.00%
平均格下げノッチ数	2.00	NA	1.91	1.29
平均格上げノッチ数	1.33	2.00	1.76	1.77

## 付録 I: データ選定基準と用語解説

### データ選定基準

今回の調査では、日本のアセットバック証券(ABS)、商業用ならびに居住用モーゲージ担保証券(CMBSならびにRMBS)、債務担保証券(CDO)、また、その他の証券化商品であるカバード・ボンド、アセット・バック・コマーシャル・ペーパー(ABCP)、デリバティブ・プロダクト・カンパニー(DPC)、カタストロフィ・ボンド等の保険リンク債、ならびにストラクチャード・インベストメント・ヴィークル(SIV)の、私募及び公募のトランシェに付与されているムーディーズのグローバル・スケールの長期債務格付けのうち、公表されている格付け<sup>11</sup>すべてを対象としている。予備格付け、クレジット・エスティメートもしくはクレジット評価、短期格付けならびにナショナル・スケール格付けは含まれない。また、以下の証券は証券化商品の定義から除外されている: 基本的には別の発行体の格付けがそのままパス・スルーされるリパッケージ債、ストラクチャードノート及びその他のクレジット・デリバティブ、ならびにJ-REIT。

また、今回のデータは:

- » 金融保証会社、政府機関及び政府がスポンサーとなっている企業(GSE)がラップを提供するトランシェを含む
- » インタレスト・オンリーのトランシェ(IOトランシェ)ならびに残存権トランシェ(Residualトランシェ)を含む
- » 証券化商品における4つの主要セクターであるABS、RMBS、CMBSとCDOには含まれない、カバード・ボンド、ABCP、DPC、カタストロフィ・ボンドやSIVなどの案件を含む
- » 同じ格付けが付与されている同一案件の複数のトランシェ、すなわちパリパス・トランシェは一つにまとめず、別々のトランシェとして取り扱っている。但し、ABCPプログラム、SIV、カバード・ボンドのようにトランシェ毎ではなくプログラムに対して格付けが付与されている場合は例外とし、個々の証券ではなくプログラムに対する格付けをカウントしている

証券化商品との比較の為、レポート内で使用されている企業の格付け遷移は世界の企業とソブリン発行体のものを含んでいるが、米国自治体の格付けは除かれている。

本稿作成にあたり使用したデータは *Moody's Structured Finance Default Risk service and Moody's Corporate Default Risk service* にて取得可能である。詳細は [DefaultResearch@moody.com](mailto:DefaultResearch@moody.com) にご連絡願いたい。

### 用語解説

#### 文字記号格付けと付加記号付き格付け

文字記号格付けとは長期債務の格付け区分(Aaa, Aa, A, Baa, Ba, B, Caa-C)を指す。付加記号付き格付けとは、文字記号に数字が付いた格付け区分(Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3, Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C)を指す。Caa-Cの文字記号格付けカテゴリーには、付加記号付き格付けの Caa1, Caa2, Caa3, Ca および C が含まれる。

投資適格等級と投機的等級の格付け

投資適格等級の格付けとは、Aaa, Aa1, Aa2, Aa3, A1, A2, A3, Baa1, Baa2, Baa3 を指す。投機的等級の格付けとは、Ba1, Ba2, Ba3, B1, B2, B3, Caa1, Caa2, Caa3, Ca, C を指す。

#### 格下げ(格上げ)率

ある証券の一定期間の終了時点の付加記号付き格付け(文字記号に1,2,3の数字がついたもの)が、当該期間の開始時点に比べ引き下げられた(引き上げられた)場合、その証券は格下げ(格上げ)されたとみなす。格下げ率(格上げ率)とは、格下げ(または格上げ)された証券数を分子、当該期間の開始時点で格付けが付与されている証券数を分母とした比率。格下げ率、格上げ率の算出において対象とされる格付けは、当該期間の開始時点および終了時点の格付けのみであることに留意されたい。ただし、終了時点までに格付けが取り下げられた場合は、取り下げ直前の格付けを終了時点の格付けとみなす。コーホート形成日に存在していた証券のみが対象となる点に留意されたい。

<sup>11</sup> 2009年よりも前に発行された日本の証券化商品の格付け遷移分析においては、非公表格付けも集計の対象としていた。

### 12ヶ月間平均総格下げ(格上げ)ノッチ数

格下げ(格上げ)された証券の12ヶ月間平均総格下げ(格上げ)ノッチ数とは、12ヵ月間の初めと終わりにおける付加記号付き格付けの差である。格付け変更幅と呼ばれることもある。12ヶ月間平均総格下げ(格上げ)ノッチ数は、12ヵ月間に格下げ(格上げ)された全証券の12ヶ月間平均総格下げ(格上げ)ノッチ数の平均である。12ヶ月間に複数回にわたり格付けが変更される証券もある。したがって、この指標は格付け変更1回あたりの変更ノッチ数の平均とは異なる。たとえば、ある証券が12ヶ月間でBaa1からBaa2に格下げされた後、さらにBaa2からBaa3に格下げされた場合、格付け変更1回あたりの変更ノッチ数は1であるが、12ヶ月間平均総変更ノッチ数は2となる。

### 変更ノッチ数加重後格下げ率(格上げ率)

変更ノッチ数加重後格下げ率(格上げ率)は、12ヵ月間の格下げ(格上げ)証券数を同期間の総格下げ(格上げ)ノッチ数で加重した値を分子、12ヵ月間の初めに格付けを付与されていた証券の総数を分母とした比率。例えば、ある証券が12ヶ月間でBaa1からBa1に格下げされた場合(変更ノッチ数3)、変更ノッチ数加重後格下げ率を算出する際は格下げ数を3件とみなすが、変更ノッチ数で加重しない格下げ率を算出する際には、1回あたり3ノッチの格下げでも1件とみなす。

### フォールン・エンジェル率

フォールン・エンジェルとは、格付けが投資適格等級から投機的等級に格下げされた証券である。フォールン・エンジェル率は、格付けが12ヶ月の間に投資適格等級から投機的等級に格下げされた証券の数を分子、12ヵ月の期間の初めに投資適格等級の格付けを付与されていた証券の総数を分母とした比率。コーホート形成日に存在していた証券のみが対象となる点に留意されたい。

### 累積格下げ率(格上げ率)

ある証券の格付け取り下げ時または調査期間の最終時点における格付けが、当初格付けより低い(高い)場合、累積(あるいは全期間)格下げ(格上げ)が行われたとみなす。特定の証券グループの累積格下げ率(格上げ率)とは、累積格下げ(格上げ)の対象となった証券数を分子、そのグループの総証券数を分母とする比率である。

### 格下げ対格上げ比率(加重後)

格下げ対格上げ比率は、総格下げ数を分子、総格上げ数を分母とする比率。加重後格下げ対格上げ比率とは、変更ノッチ数で加重した格下げ数を分子とし、変更ノッチ数で加重した格上げ数を分母とする比率。

### 格付けドリフト率

格付けドリフト率とは、加重後格上げ率から加重後格下げ率を差し引いた値である。

### 格付け変動率

格付け変動率とは、加重後格上げ率と加重後格下げ率を足した値である。

### 格付け安定率

格付け安定率とは、ある期間を通して格付けに変更がなかった証券の比率を表す指標である。格上げ率と格下げ率の合計を1から差し引いて算出する。

### ABS

アセットバック証券。このセクターには、クレジットカード(キャッシング)債権、クレジットカード(ショッピング)債権、オートローン債権、個品割賦債権、リース債権、消費者ローン債権、中小企業向け貸出債権、売掛債権などを裏付けとする証券が含まれる。

### CDO

債務担保証券。ストラクチャード・ノートやリパッケージ債などのデリバティブはCDOセクターには含まない。主として債務者からの返済に依拠する不良債権CLO取引(SPL CLO)はCDOセクターに含め、主として担保不動産の売却による回収に依拠する不良債権証券化取引(売却型案件)はCMBSセクターに含めている。CDOは以下を対象とした。

- » バランス・シート型キャッシュフローCDO (BalSh CF CDO)
- » バランス・シート型シンセティック CDO (BalSh Syn CDO)
- » ハイールド・ボンド担保証券 (HY CBO)

- » コラテライズド・ローン・オブリゲーション (CLO)
- » マーケット・バリュー CDO (MV CDO)
- » 中小企業 CLO (SME CLO)
- » シンセティック・アービトラージ型 CDO (Syn Arb CDO)
- » トラスト・プリファード・セキュリティ CDO (TRUP CDO)
- » 証券化商品 CDO (SF CDO)

### CMBS

商業用不動産証券化。主として債務者からの返済に依拠する不良債権 CLO 取引 (SPL CLO) は CDO セクターに含め、主として担保不動産の売却による回収に依拠する不良債権証券化取引 (売却型案件) は CMBS セクターに含めている。

### RMBS

住宅ローン債権証券化。このセクターには、居住用住宅ローンのほか、アパートローン (債務者へのリコースの有無によらない)、投資用マンションローン、住宅割賦債権が含まれる。

### その他証券化商品

4 つの主要セクターである ABS、RMBS、CMBS ならびに CDO に分類されないもので、カバード・ボンド、アセット・バック・コマーシャル・ペーパー (ABCP)、デリバティブ・プロダクト・カンパニー (DPC)、カタストロフィ・ボンド等の保険リンク債、ストラクチャード・インベストメント・ヴィークル (SIV) などが含まれる。但し、コマーシャルペーパー等の短期格付けのみの証券は除く。

### WBS

事業の証券化。このセクターには、有料道路、ゴルフ場、パチンコ事業、光ファイバーネットワーク事業、携帯電話事業などの将来キャッシュフローを証券化した取引が含まれる。有料道路、ゴルフ場及びパチンコ事業を裏付けとする WBS 案件は CMBS に、光ファイバーネットワーク事業、携帯電話事業などの将来キャッシュフローを裏付けとしている WBS 案件は ABS に含めている。

### 世界の証券化商品

世界の証券化商品は、世界中の市場で発行される 4 つの主要セクター (ABS、RMBS、CMBS と CDO) ならびにその他の証券化商品に分類されるものを指す。

### 日本の証券化商品

日本の証券化商品は、4 つの主要セクター (ABS、RMBS、CMBS と CDO) 及びその他の証券化商品に分類されるもので、ムーディーズの東京オフィスがモニタリングを行っているものを指す。



## 付録 II:調査方法

格付け遷移統計は一定の期間における格付けの遷移を集計報告するものである。行列の要素は、格付け遷移確率の時点間における推定値である。これらは、2つの時点(例えば、1年の初めと終わりなど)において測定された格付けの変化の率を表している。

例えば、格付け*i*の*y*時点での格付けが、*T*の時点では格付け*j*に遷移した場合、以下のように計算される。

$$p_{ij}^y(T) = \frac{n_{ij}^y(T)}{n_i^y(0)}$$

ここで、 $n_i^y(0)$ は時点*y*のコーホートにおいて格付け*i*が付与されている件数で、 $n_{ij}^y(T)$ は*T*の期間を経て*j*の格付けへと遷移した数を表している。

ヒストリカルデータについてのセットである*Y*に関しての、すべてのコーホートについての加重後平均格付け遷移率は、以下の通り計算される:

$$\bar{p}_{ij}(T) = \frac{\sum_{y \in Y} n_{ij}^y(T)}{\sum_{y \in Y} n_i^y(0)}$$

格付け遷移統計は、コーホート格付けもしくは当初格付けのどちらかで集計できる。コーホート格付けを用いた集計は、証券の発行時期に関係なく、全ての残存証券の特定の期間にわたっての格付け遷移を月次で追跡する。当初格付けを用いた集計は、毎月その月に発行されたすべての証券に関して、特定の期間にわたっての格付け遷移を追跡する。この場合、各証券の当初格付けが、開始時点における格付けとなる。

特に別段の明記がない限り、本稿の格付け遷移統計はコーホート格付けにて行われており、期間は通常1年である。いずれにせよ、一定期間を通して存続する格付け(取り下げ(WR)も含む)のみが統計の対象となる。たとえば、3年間格下げ率の統計の対象となるには、少なくとも組成から3年は格付けが存続していかなくてはならない。

格付けを2つの時点において比較する場合、一定期間の終わりの時点で取り下げられている格付けについては、以下2つの集計方法がある。WRという固有の状態として扱う方法と、格付けが取り下げられる直前の格付けを最後の格付けとする方法の2種類である。それぞれの手法を使用した遷移行列は付録にて確認できる。

本稿の本文では、取り下げ直前の格付けを用いている。これにより、ある証券がその年の間に格下げまたは格上げされ、その年の終わりまでに格付けが取り下げられたとしても、格下げもしくは格上げは集計の対象となる。<sup>12</sup>

特に、ある証券が調査対象期間において複数回格下げ(格上げ)された場合でも、格下げ(格上げ)1件とカウントする点に留意されたい。また、ある証券が格下げされた後、格上げされた結果(または格上げされた後、格下げされた結果)、調査対象期間の開始時点と終了時点での格付けが同一となった場合、格付け変更はなかったとみなし、格下げ数にも格上げ数にも算入しない。

さらに、格下げならびに格上げの絶対数が報告される場合は、格付けがどの年に付与されたかにかかわらず、格付け変更の回数がカウントされる。一方、コーホート格付けに基づく格付け遷移分析では、コーホート形成日に存在していた証券のみの格付け変更が対象となる。たとえば、ある証券が2007年に初めて格付けを付

<sup>12</sup> この点は、2008年よりも前に発行された格付け遷移レポートにおける取扱いとは異なる。2008年よりも前のレポートでは、格付け取り下げ前の格付け変更は集計の対象となっていなかった。2005年から2007年に発行された証券化商品の格付け遷移レポートでは、取り下げとなった格付けの半分を集計対象とせず、また2003年と2004年のレポートにおいては、取り下げとなった格付けすべてを集計対象からはずしていた。



与され、同年中に格下げされても、その証券は 2007 年 1 月 1 日には存在していなかったため、2007 年のコーホート格付けに基づく 12 ヶ月格下げ率にはカウントされない。

付録 III:複数年の格付け遷移行列<sup>13</sup>

## コーホート格付けによる格付け遷移行列

図表 17 -日本の証券化商品格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、CDO 含む 1994-2009 年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	71.18%	0.67%	0.07%	0.02%	0.03%	0.01%	0.01%	28.02%
Aa	7.94%	72.87%	1.62%	0.29%	0.10%	0.03%	0.17%	16.98%
A	4.70%	5.32%	72.20%	2.40%	0.52%	0.20%	0.46%	14.19%
Baa	1.81%	1.39%	4.61%	72.07%	3.88%	1.68%	1.03%	13.53%
Ba	0.34%	0.55%	0.18%	1.81%	72.97%	10.23%	2.15%	11.78%
B	0.00%	0.00%	0.26%	2.17%	0.00%	65.51%	14.73%	17.33%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	36.59%	63.41%
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	27.61%	0.27%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	72.09%
Aa	6.34%	35.27%	0.41%	0.06%	0.20%	0.00%	0.46%	57.25%
A	7.09%	4.43%	34.85%	1.33%	0.21%	0.02%	0.22%	51.84%
Baa	2.77%	1.89%	5.66%	35.79%	2.33%	0.56%	0.50%	50.48%
Ba	0.49%	1.03%	0.27%	1.52%	43.58%	4.24%	1.96%	46.90%
B	0.00%	0.00%	1.79%	2.78%	0.00%	27.83%	8.95%	58.65%
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	5.56%	0.05%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.01%	94.36%
Aa	4.01%	6.10%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.82%
A	3.33%	1.38%	13.15%	0.12%	0.58%	0.00%	0.19%	81.25%
Baa	0.85%	1.44%	5.53%	11.14%	0.53%	0.00%	0.71%	79.80%
Ba	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	14.65%	0.35%	0.00%	84.65%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.96%	98.04%
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.02%
Aa	2.37%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	96.82%
A	2.73%	0.51%	5.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.95%
Baa	2.26%	2.11%	4.52%	1.95%	0.00%	0.00%	0.00%	89.16%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.27%	0.00%	0.00%	98.73%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.69%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	1.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.09%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								

<sup>13</sup> 付録 III の格付け遷移行列の Excel ファイルは mooy.com で取得可能である。

図表 18 –日本の ABS、RMBS、CMBS 証券化商品格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	71.29%	0.58%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%	28.12%
Aa	7.67%	74.76%	1.05%	0.06%	0.08%	0.01%	0.00%	16.38%
A	4.53%	4.73%	74.32%	2.20%	0.48%	0.16%	0.04%	13.52%
Baa	1.82%	1.20%	3.89%	73.78%	3.90%	1.62%	0.50%	13.28%
Ba	0.36%	0.58%	0.19%	1.57%	73.63%	10.19%	1.98%	11.51%
B	0.00%	0.00%	0.33%	2.71%	0.00%	66.49%	14.97%	15.51%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	27.74%	0.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	72.05%
Aa	6.09%	37.36%	0.36%	0.00%	0.21%	0.00%	0.00%	55.99%
A	7.78%	4.26%	37.81%	1.37%	0.20%	0.00%	0.00%	48.57%
Baa	3.07%	1.55%	5.57%	37.95%	2.12%	0.64%	0.16%	48.93%
Ba	0.51%	1.08%	0.28%	1.59%	44.22%	3.30%	2.05%	46.96%
B	0.00%	0.00%	2.37%	3.69%	0.00%	29.29%	6.86%	57.78%
Caa-C								
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	5.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.46%
Aa	4.11%	6.50%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.32%
A	3.69%	1.53%	14.50%	0.08%	0.62%	0.00%	0.00%	79.58%
Baa	0.97%	1.63%	5.80%	12.43%	0.47%	0.00%	0.00%	78.71%
Ba	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	15.20%	0.00%	0.00%	84.44%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.01%
Aa	2.64%	0.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	96.46%
A	3.13%	0.58%	6.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.64%
Baa	2.57%	2.39%	5.14%	2.21%	0.00%	0.00%	0.00%	87.69%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.29%	0.00%	0.00%	98.71%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.69%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.24%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								

図表 19 -日本の ABS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく1994-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	65.21%	0.14%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	34.63%
Aa	8.90%	70.51%	0.06%	0.13%	0.18%	0.00%	0.00%	20.23%
A	9.21%	6.82%	67.34%	2.32%	0.53%	0.18%	0.11%	13.48%
Baa	5.85%	4.27%	7.78%	62.11%	2.22%	1.17%	0.29%	16.32%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	12.17%	56.52%	10.43%	2.61%	18.26%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.33%	6.67%	0.00%
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	19.74%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.10%
Aa	3.72%	33.42%	0.08%	0.00%	0.47%	0.00%	0.00%	62.31%
A	11.92%	4.14%	24.40%	2.86%	0.30%	0.00%	0.00%	56.39%
Baa	9.28%	2.70%	3.13%	15.21%	4.31%	1.94%	0.00%	63.43%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.67%	0.00%	0.00%	83.33%
B								
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.16%
Aa	3.07%	1.40%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.36%
A	0.48%	0.00%	7.65%	0.19%	1.58%	0.00%	0.00%	90.10%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	3.05%	0.00%	0.00%	0.00%	96.95%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.80%
Aa	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.52%
A	0.00%	0.00%	1.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.90%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B								
Caa-C								

図表 20 – 日本の CDO 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく 1997-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	68.89%	2.75%	1.53%	0.40%	0.43%	0.21%	0.21%	25.58%
Aa	11.45%	47.89%	9.16%	3.39%	0.46%	0.37%	2.38%	24.91%
A	6.17%	10.50%	53.48%	4.20%	0.85%	0.52%	4.13%	20.14%
Baa	1.69%	2.89%	10.45%	58.60%	3.70%	2.17%	5.31%	15.19%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	6.67%	59.44%	11.11%	5.56%	17.22%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	67.79%	15.38%	16.83%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.73%	70.27%
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	24.00%	2.21%	0.23%	0.00%	0.45%	0.00%	0.11%	73.01%
Aa	9.46%	9.60%	1.13%	0.85%	0.14%	0.00%	6.07%	72.74%
A	1.08%	5.91%	9.06%	0.99%	0.30%	0.20%	2.17%	80.30%
Baa	0.62%	4.36%	6.35%	20.42%	3.86%	0.00%	2.99%	61.39%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.63%	24.69%	0.00%	45.68%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.00%	19.00%	52.00%
Caa-C								
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	6.94%	2.87%	0.00%	0.00%	1.21%	0.00%	0.30%	88.69%
Aa	2.57%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.11%
A	0.00%	0.00%	0.53%	0.53%	0.18%	0.00%	1.94%	96.83%
Baa	0.00%	0.00%	3.54%	1.52%	1.01%	0.00%	6.08%	87.85%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.68%	0.00%	90.32%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C								
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa-C								
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B								
Caa-C								

図表 21 – 日本の CMBS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく1999-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	76.15%	2.32%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.51%
Aa	6.57%	74.26%	2.29%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	16.86%
A	2.67%	2.38%	74.88%	2.70%	0.59%	0.20%	0.01%	16.56%
Baa	1.22%	0.62%	2.39%	72.34%	5.19%	2.10%	0.66%	15.48%
Ba	0.42%	0.68%	0.23%	1.40%	70.47%	11.65%	2.24%	12.91%
B	0.00%	0.00%	0.33%	2.76%	0.00%	66.04%	15.10%	15.77%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	39.93%	0.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.33%
Aa	4.39%	36.23%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	58.71%
A	4.54%	1.26%	40.37%	0.74%	0.20%	0.00%	0.00%	52.89%
Baa	2.14%	1.01%	2.00%	36.99%	2.05%	0.47%	0.22%	55.13%
Ba	0.61%	1.28%	0.34%	1.89%	36.44%	3.92%	2.43%	53.08%
B	0.00%	0.00%	2.37%	3.69%	0.00%	29.29%	6.86%	57.78%
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	9.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.23%
Aa	0.20%	7.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	92.52%
A	1.03%	0.00%	14.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	84.19%
Baa	0.50%	0.00%	0.00%	10.61%	0.63%	0.00%	0.00%	88.25%
Ba	0.42%	0.00%	0.00%	0.00%	7.66%	0.00%	0.00%	91.92%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.12%
Aa	0.00%	1.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.47%
A	0.00%	0.00%	6.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.02%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	2.84%	0.00%	0.00%	0.00%	97.16%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.46%	0.00%	0.00%	99.54%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								

図表 22 – 日本の RMBS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく1999-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	95.16%	0.87%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.97%
Aa	7.30%	92.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.64%
A	0.81%	8.96%	88.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.99%
Baa	0.00%	0.39%	6.25%	93.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	83.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.68%
Aa	29.29%	65.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%
A	9.85%	16.38%	63.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.70%
Baa	0.62%	2.97%	26.33%	68.85%	0.00%	0.00%	0.00%	1.24%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	61.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.12%
Aa	54.55%	38.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.49%
A	23.98%	12.22%	35.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.36%
Baa	4.48%	12.19%	43.28%	31.59%	0.00%	0.00%	0.00%	8.46%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	44.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	55.49%
Aa	53.49%	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	44.19%
A	26.52%	4.92%	26.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	41.67%
Baa	20.86%	19.42%	41.73%	1.44%	0.00%	0.00%	0.00%	16.55%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	28.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	71.43%
Aa								
A	0.00%	0.00%	85.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.29%
Baa								
Ba								
B								
Caa-C								



図表 23 – 日本の証券化商品格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、CDOを含む1994-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.19%	0.67%	0.07%	0.02%	0.03%	0.01%	0.01%
Aa	9.87%	87.90%	1.63%	0.29%	0.10%	0.03%	0.17%
A	5.80%	5.88%	84.67%	2.40%	0.54%	0.20%	0.51%
Baa	2.47%	1.55%	5.15%	83.97%	4.08%	1.68%	1.09%
Ba	0.52%	0.86%	0.18%	2.62%	83.15%	10.23%	2.43%
B	0.00%	0.00%	0.26%	2.86%	0.00%	81.20%	15.68%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.69%	0.28%	0.01%	0.00%	0.01%	0.00%	0.01%
Aa	22.75%	75.37%	1.04%	0.06%	0.20%	0.00%	0.58%
A	20.37%	8.15%	69.43%	1.33%	0.38%	0.02%	0.32%
Baa	10.35%	4.03%	10.54%	71.48%	2.54%	0.56%	0.50%
Ba	3.32%	3.92%	1.25%	5.50%	79.82%	4.24%	1.96%
B	0.00%	0.00%	5.37%	9.15%	0.00%	70.78%	14.71%
Caa-C							
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.67%	0.31%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%	0.01%
Aa	29.11%	69.68%	1.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	27.37%	6.27%	64.90%	0.43%	0.85%	0.00%	0.19%
Baa	11.82%	4.97%	14.17%	67.07%	1.26%	0.00%	0.71%
Ba	4.19%	5.00%	0.93%	7.44%	82.09%	0.35%	0.00%
B	0.00%	0.00%	18.30%	14.38%	0.00%	65.36%	1.96%
Caa-C							
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.52%	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	22.29%	74.92%	2.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	25.28%	5.42%	67.26%	1.79%	0.23%	0.00%	0.00%
Baa	9.59%	5.62%	14.51%	68.56%	1.72%	0.00%	0.00%
Ba	4.24%	1.69%	0.00%	7.63%	86.44%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	9.52%	33.33%	0.00%	57.14%	0.00%
Caa-C							
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	96.99%	3.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	2.48%	74.38%	23.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	3.18%	2.23%	79.94%	14.65%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	22.50%	77.50%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	32.26%	0.00%	67.74%	0.00%
Caa-C							

図表 24 - 日本の ABS,RMBS,CMBS 証券化商品格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.41%	0.58%	0.00%	0.00%	0.01%	0.00%	0.00%
Aa	9.49%	89.32%	1.05%	0.06%	0.08%	0.01%	0.00%
A	5.63%	5.03%	86.41%	2.20%	0.51%	0.16%	0.06%
Baa	2.57%	1.38%	4.38%	85.51%	4.03%	1.62%	0.50%
Ba	0.55%	0.91%	0.19%	2.42%	83.74%	10.19%	2.00%
B	0.00%	0.00%	0.33%	3.58%	0.00%	81.13%	14.97%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.78%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	22.15%	77.29%	0.36%	0.00%	0.21%	0.00%	0.00%
A	20.36%	6.38%	71.51%	1.37%	0.38%	0.00%	0.00%
Baa	10.96%	2.95%	9.46%	73.65%	2.19%	0.64%	0.16%
Ba	3.47%	4.10%	1.31%	4.72%	81.05%	3.30%	2.05%
B	0.00%	0.00%	7.12%	12.14%	0.00%	73.88%	6.86%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.75%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	29.71%	70.23%	0.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	28.96%	4.88%	64.82%	0.42%	0.93%	0.00%	0.00%
Baa	12.56%	3.63%	12.90%	69.71%	1.20%	0.00%	0.00%
Ba	4.34%	5.19%	0.97%	5.55%	83.96%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	22.22%	17.46%	0.00%	60.32%	0.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.54%	0.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	24.60%	75.24%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	28.84%	5.94%	62.90%	2.05%	0.27%	0.00%	0.00%
Baa	10.89%	6.20%	14.08%	66.87%	1.95%	0.00%	0.00%
Ba	4.31%	1.72%	0.00%	6.03%	87.93%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	22.22%	77.78%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.09%	2.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	5.26%	94.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	7.94%	5.56%	50.00%	36.51%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	33.33%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							

図表 25 -日本の ABS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.84%	0.14%	0.00%	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%
Aa	11.39%	88.24%	0.06%	0.13%	0.18%	0.00%	0.00%
A	10.11%	7.19%	79.44%	2.32%	0.60%	0.18%	0.16%
Baa	7.43%	4.91%	8.36%	74.85%	2.98%	1.17%	0.29%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	20.87%	65.22%	10.43%	3.48%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.33%	6.67%
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.83%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	24.27%	75.19%	0.08%	0.00%	0.47%	0.00%	0.00%
A	33.76%	7.06%	55.50%	2.86%	0.82%	0.00%	0.00%
Baa	36.35%	3.88%	8.20%	44.88%	4.75%	1.94%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	83.33%	16.67%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.78%	0.22%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	37.32%	62.51%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	41.85%	3.92%	50.84%	1.05%	2.34%	0.00%	0.00%
Baa	26.40%	0.00%	10.91%	62.69%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.61%	0.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	22.32%	77.32%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	33.97%	6.61%	54.21%	4.61%	0.60%	0.00%	0.00%
Baa	7.82%	0.00%	10.61%	81.56%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.04%	2.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	5.61%	94.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	2.82%	32.39%	64.79%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B							
Caa-C							

図表 26 -日本の CDO 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1997-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	94.35%	2.84%	1.53%	0.40%	0.43%	0.21%	0.24%
Aa	14.93%	69.14%	9.34%	3.39%	0.46%	0.37%	2.38%
A	7.28%	13.32%	69.36%	4.20%	0.85%	0.52%	4.46%
Baa	1.69%	2.89%	11.41%	71.46%	4.50%	2.17%	5.87%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	6.67%	71.11%	11.11%	11.11%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	79.33%	20.67%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	96.94%	2.21%	0.23%	0.00%	0.45%	0.00%	0.17%
Aa	30.08%	51.69%	9.46%	0.85%	0.14%	0.00%	7.77%
A	20.49%	23.55%	51.33%	0.99%	0.30%	0.20%	3.15%
Baa	5.98%	11.83%	18.43%	55.67%	5.11%	0.00%	2.99%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	22.22%	53.09%	24.69%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.00%	48.00%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	95.17%	3.32%	0.00%	0.00%	1.21%	0.00%	0.30%
Aa	20.26%	61.74%	18.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	12.52%	19.22%	65.61%	0.53%	0.18%	0.00%	1.94%
Baa	6.33%	15.19%	24.05%	46.58%	1.77%	0.00%	6.08%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	58.06%	32.26%	9.68%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	96.88%	3.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	1.86%	72.09%	26.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.62%	1.86%	97.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	1.35%	18.24%	80.41%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	76.92%	23.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	0.00%	56.25%	43.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	17.14%	82.86%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B							
Caa-C							

図表 27 -日本の CMBS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1999-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.66%	2.32%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	8.05%	89.64%	2.29%	0.00%	0.00%	0.02%	0.00%
A	4.18%	2.72%	89.61%	2.70%	0.59%	0.20%	0.01%
Baa	1.92%	0.72%	2.96%	86.44%	5.19%	2.10%	0.66%
Ba	0.65%	1.07%	0.23%	2.08%	82.09%	11.65%	2.24%
B	0.00%	0.00%	0.33%	3.64%	0.00%	80.93%	15.10%
Caa-C	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.26%	0.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	18.16%	81.16%	0.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	13.52%	3.39%	82.15%	0.74%	0.20%	0.00%	0.00%
Baa	6.97%	2.74%	6.38%	81.17%	2.05%	0.47%	0.22%
Ba	4.12%	4.87%	1.56%	2.91%	80.19%	3.92%	2.43%
B	0.00%	0.00%	7.12%	12.14%	0.00%	73.88%	6.86%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.21%	0.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	21.12%	78.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	15.77%	3.77%	80.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	10.02%	2.72%	7.71%	77.91%	1.63%	0.00%	0.00%
Ba	5.01%	5.99%	1.11%	0.84%	87.05%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	22.22%	17.46%	0.00%	60.32%	0.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.42%	2.58%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	20.12%	79.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	15.52%	5.63%	78.85%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	7.03%	5.30%	10.11%	74.85%	2.71%	0.00%	0.00%
Ba	4.63%	1.85%	0.00%	0.00%	93.52%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	22.22%	77.78%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	33.33%	16.67%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							

図表 28 -日本の RMBS 格付け遷移行列(コーホート格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1999-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.13%	0.87%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	7.93%	92.07%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.81%	8.96%	90.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.39%	6.25%	93.35%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	34.29%	65.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	12.73%	16.38%	70.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	1.85%	2.97%	26.33%	68.85%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	61.04%	38.96%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	39.22%	12.22%	48.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	12.94%	12.19%	43.28%	31.59%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	97.67%	2.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	59.85%	4.92%	35.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	37.41%	19.42%	41.73%	1.44%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa							
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa							
Ba							
B							
Caa-C							

## 当初格付けに基づく格付け遷移行列

図表 29 -日本の証券化商品格付け遷移行列(当初格付けに基づく、CDOを含む1994-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	83.31%	0.86%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.75%
Aa	4.05%	90.32%	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.93%
A	1.97%	5.47%	87.53%	0.88%	0.00%	0.00%	0.00%	4.16%
Baa	1.55%	0.78%	3.11%	89.12%	1.04%	0.26%	0.00%	4.15%
Ba	0.00%	0.75%	0.00%	2.24%	93.28%	0.75%	0.00%	2.99%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	87.76%	0.00%	12.24%
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	47.24%	0.53%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.18%
Aa	6.70%	54.19%	2.23%	0.56%	0.56%	0.00%	1.12%	34.64%
A	7.45%	9.74%	48.42%	3.72%	0.29%	0.29%	0.29%	29.80%
Baa	5.49%	4.76%	4.03%	47.99%	4.76%	1.83%	0.37%	30.77%
Ba	0.00%	1.25%	1.25%	1.25%	52.50%	12.50%	3.75%	27.50%
B	0.00%	0.00%	0.00%	2.86%	0.00%	37.14%	11.43%	48.57%
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	10.88%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.06%
Aa	5.31%	18.36%	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.85%
A	5.91%	0.91%	23.64%	0.45%	0.91%	0.00%	0.00%	68.18%
Baa	1.97%	1.32%	4.61%	26.32%	1.32%	0.00%	0.00%	64.47%
Ba	2.78%	0.00%	0.00%	0.00%	30.56%	2.78%	0.00%	63.89%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.69%	92.31%
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	2.58%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.42%
Aa	3.70%	2.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	93.52%
A	1.53%	1.53%	7.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.31%
Baa	1.41%	1.41%	7.04%	5.63%	0.00%	0.00%	0.00%	84.51%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.33%	0.00%	0.00%	86.67%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.80%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	7.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	92.86%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								



図表 30 -日本の ABS, RMBS, CMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく1994-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	83.02%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.25%
Aa	3.96%	92.57%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.97%
A	1.96%	5.13%	88.51%	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	4.16%
Baa	1.76%	0.59%	2.35%	90.62%	0.29%	0.29%	0.00%	4.11%
Ba	0.00%	0.78%	0.00%	2.34%	92.97%	0.78%	0.00%	3.13%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.00%	0.00%	10.00%
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	47.32%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.18%
Aa	6.48%	58.64%	1.85%	0.00%	0.31%	0.00%	0.00%	32.72%
A	6.71%	8.63%	52.40%	4.15%	0.32%	0.00%	0.00%	27.80%
Baa	5.08%	3.81%	3.81%	49.15%	5.51%	2.12%	0.42%	30.08%
Ba	0.00%	1.33%	1.33%	1.33%	53.33%	13.33%	4.00%	25.33%
B	0.00%	0.00%	0.00%	3.85%	0.00%	42.31%	11.54%	42.31%
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	10.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.27%
Aa	5.26%	19.47%	0.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	74.74%
A	6.47%	1.00%	25.37%	0.00%	1.00%	0.00%	0.00%	66.17%
Baa	2.33%	1.55%	4.65%	29.46%	0.00%	0.00%	0.00%	62.02%
Ba	3.03%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	0.00%	63.64%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	2.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.41%
Aa	4.21%	3.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	92.63%
A	1.61%	1.61%	8.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.71%
Baa	1.61%	1.61%	8.06%	6.45%	0.00%	0.00%	0.00%	82.26%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.29%	0.00%	0.00%	85.71%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	98.80%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	8.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	91.67%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								

図表 31 -日本の ABS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく1994-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	78.81%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.13%
Aa	4.94%	93.21%	0.62%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.23%
A	2.76%	7.59%	84.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.52%
Baa	0.00%	2.86%	8.57%	81.43%	0.00%	0.00%	0.00%	7.14%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	39.44%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	60.31%
Aa	2.04%	60.54%	0.68%	0.00%	0.68%	0.00%	0.00%	36.05%
A	9.57%	8.70%	49.57%	6.09%	0.00%	0.00%	0.00%	26.09%
Baa	20.00%	10.00%	2.00%	32.00%	0.00%	2.00%	0.00%	34.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	5.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.44%
Aa	5.75%	4.60%	1.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.51%
A	5.13%	0.00%	12.82%	0.00%	2.56%	0.00%	0.00%	79.49%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	5.26%	0.00%	0.00%	0.00%	94.74%
Ba								
B								
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.58%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.42%
Aa	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.30%
A	0.00%	0.00%	3.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	96.49%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B								
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa								
Ba								
B								
Caa-C								

図表 32 -日本の CDO の格付け遷移行列(当初格付けに基づく1997-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	89.62%	3.77%	1.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.72%
Aa	5.00%	67.50%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.50%
A	2.08%	8.33%	79.17%	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%	4.17%
Baa	0.00%	2.27%	9.09%	79.55%	6.82%	0.00%	0.00%	2.27%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	45.83%	1.39%	1.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	51.39%
Aa	8.82%	11.76%	5.88%	5.88%	2.94%	0.00%	11.76%	52.94%
A	13.89%	19.44%	13.89%	0.00%	0.00%	2.78%	2.78%	47.22%
Baa	8.33%	11.11%	5.56%	41.67%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.00%	0.00%	0.00%	60.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	16.67%	50.00%
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	17.07%	2.44%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.49%
Aa	5.88%	5.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.24%
A	0.00%	0.00%	5.26%	5.26%	0.00%	0.00%	0.00%	89.47%
Baa	0.00%	0.00%	4.55%	9.09%	9.09%	0.00%	0.00%	77.27%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	66.67%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B								
Caa-C								

図表 33 -日本の CMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく 1999-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	93.56%	0.61%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.83%
Aa	4.00%	90.50%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%
A	1.81%	1.36%	92.31%	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%	4.07%
Baa	2.61%	0.00%	0.43%	92.17%	0.43%	0.43%	0.00%	3.91%
Ba	0.00%	0.85%	0.00%	2.56%	92.31%	0.85%	0.00%	3.42%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.00%	0.00%	10.00%
Caa-C								
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	62.34%	2.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	35.06%
Aa	10.67%	50.67%	3.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	35.33%
A	6.02%	4.22%	51.81%	3.61%	0.60%	0.00%	0.00%	33.73%
Baa	1.30%	2.60%	2.60%	46.75%	8.44%	2.60%	0.65%	35.06%
Ba	0.00%	1.52%	1.52%	1.52%	46.97%	15.15%	4.55%	28.79%
B	0.00%	0.00%	0.00%	3.85%	0.00%	42.31%	11.54%	42.31%
Caa-C								
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	26.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.98%
Aa	2.17%	27.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	70.65%
A	4.85%	0.00%	28.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.99%
Baa	3.30%	0.00%	0.00%	28.57%	0.00%	0.00%	0.00%	68.13%
Ba	3.57%	0.00%	0.00%	0.00%	21.43%	0.00%	0.00%	75.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	5.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.55%
Aa	0.00%	3.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	96.30%
A	0.00%	0.00%	10.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.09%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	6.38%	0.00%	0.00%	0.00%	93.62%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.69%	0.00%	0.00%	92.31%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Aa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
A	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Ba								
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C								

14図表 34 -日本の RMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく1999-2009年)

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	94.67%	4.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.94%
Aa	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	16.28%	83.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	2.44%	97.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	94.21%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.79%
Aa	7.41%	92.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	31.25%	65.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.13%
Baa	0.00%	0.00%	12.50%	87.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	80.77%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	19.23%
Aa	27.27%	72.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	20.00%	10.00%	60.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.00%
Baa	0.00%	10.53%	31.58%	57.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
7年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	55.56%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	44.44%
Aa	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	16.67%	16.67%	16.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%
Baa	11.11%	11.11%	55.56%	11.11%	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa-C								
10年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C	WR
Aaa	75.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%
Aa								
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa								
Ba								
B								
Caa-C								

図表 35 -日本の証券化商品の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、CDO を含む、WR 直前の格付けを使用 1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.06%	0.86%	0.08%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	4.73%	92.57%	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	1.97%	5.69%	91.47%	0.88%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	1.55%	0.78%	3.11%	93.01%	1.30%	0.26%	0.00%
Ba	0.00%	0.75%	0.00%	2.24%	96.27%	0.75%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.32%	0.58%	0.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%
Aa	20.11%	73.46%	4.19%	0.56%	0.56%	0.00%	1.12%
A	16.91%	12.89%	65.33%	3.72%	0.29%	0.29%	0.57%
Baa	12.82%	5.13%	7.69%	67.03%	5.13%	1.83%	0.37%
Ba	1.25%	3.75%	1.25%	6.25%	71.25%	12.50%	3.75%
B	0.00%	0.00%	0.00%	5.71%	0.00%	80.00%	14.29%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.52%	0.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	30.43%	65.22%	4.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	32.73%	8.18%	57.27%	0.91%	0.91%	0.00%	0.00%
Baa	17.76%	5.92%	13.16%	61.18%	1.97%	0.00%	0.00%
Ba	5.56%	5.56%	2.78%	5.56%	77.78%	2.78%	0.00%
B	0.00%	0.00%	7.69%	15.38%	0.00%	69.23%	7.69%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.38%	0.62%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	32.41%	59.26%	8.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	30.53%	9.92%	56.49%	2.29%	0.76%	0.00%	0.00%
Baa	12.68%	7.04%	19.72%	59.15%	1.41%	0.00%	0.00%
Ba	6.67%	6.67%	0.00%	6.67%	80.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	20.00%	20.00%	0.00%	60.00%	0.00%
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.61%	2.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	5.88%	47.06%	47.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	7.14%	21.43%	50.00%	21.43%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	33.33%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	0.00%	75.00%	0.00%
Caa-C							

図表 36 -日本の ABS, RMBS, CMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.27%	0.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	4.70%	94.80%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	1.96%	5.38%	92.42%	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	1.76%	0.59%	2.35%	94.43%	0.59%	0.29%	0.00%
Ba	0.00%	0.78%	0.00%	2.34%	96.09%	0.78%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.45%	0.55%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	19.44%	78.40%	1.85%	0.00%	0.31%	0.00%	0.00%
A	15.65%	10.22%	69.65%	4.15%	0.32%	0.00%	0.00%
Baa	13.14%	4.24%	6.36%	67.80%	5.93%	2.12%	0.42%
Ba	1.33%	4.00%	1.33%	5.33%	70.67%	13.33%	4.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	7.69%	0.00%	80.77%	11.54%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.63%	0.37%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	31.58%	67.89%	0.53%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	32.84%	5.97%	59.70%	0.50%	1.00%	0.00%	0.00%
Baa	18.60%	4.65%	12.40%	63.57%	0.78%	0.00%	0.00%
Ba	6.06%	6.06%	3.03%	3.03%	81.82%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	11.11%	22.22%	0.00%	66.67%	0.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.46%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	35.79%	63.16%	1.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	31.45%	8.06%	57.26%	2.42%	0.81%	0.00%	0.00%
Baa	14.52%	4.84%	19.35%	59.68%	1.61%	0.00%	0.00%
Ba	7.14%	7.14%	0.00%	0.00%	85.71%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.99%	2.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	16.67%	83.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	8.33%	25.00%	41.67%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							

図表 37 -日本の ABS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1994-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.94%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	4.94%	94.44%	0.62%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	2.76%	7.59%	89.66%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	2.86%	8.57%	87.14%	1.43%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.68%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	18.37%	80.27%	0.68%	0.00%	0.68%	0.00%	0.00%
A	23.48%	11.30%	59.13%	6.09%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	42.00%	10.00%	4.00%	40.00%	2.00%	2.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.65%	0.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	34.48%	64.37%	1.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	50.00%	7.69%	38.46%	1.28%	2.56%	0.00%	0.00%
Baa	68.42%	0.00%	5.26%	26.32%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B							
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.51%	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	37.84%	59.46%	2.70%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	38.60%	8.77%	45.61%	5.26%	1.75%	0.00%	0.00%
Baa	33.33%	0.00%	16.67%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.95%	2.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	25.00%	75.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	28.57%	28.57%	42.86%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa							
Ba							
B							
Caa-C							



図表 38 -日本の CDO の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1997-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	94.34%	3.77%	1.89%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	5.00%	70.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	2.08%	8.33%	83.33%	6.25%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	2.27%	9.09%	81.82%	6.82%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	95.83%	1.39%	1.39%	0.00%	0.00%	0.00%	1.39%
Aa	26.47%	26.47%	26.47%	5.88%	2.94%	0.00%	11.76%
A	27.78%	36.11%	27.78%	0.00%	0.00%	2.78%	5.56%
Baa	11.11%	11.11%	16.67%	61.11%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	20.00%	80.00%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	33.33%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	95.12%	4.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	17.65%	35.29%	47.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	31.58%	31.58%	31.58%	5.26%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	13.64%	13.64%	18.18%	45.45%	9.09%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	33.33%	33.33%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	87.50%	12.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	7.69%	30.77%	61.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	14.29%	42.86%	42.86%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	25.00%	25.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	50.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	0.00%	27.27%	72.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B							
Caa-C							

図表 39 -日本の CMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1999-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.39%	0.61%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	5.50%	94.00%	0.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	1.81%	1.81%	95.93%	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	2.61%	0.00%	0.43%	96.09%	0.43%	0.43%	0.00%
Ba	0.00%	0.85%	0.00%	2.56%	95.73%	0.85%	0.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	97.40%	2.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	22.67%	74.00%	3.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	13.25%	5.42%	77.11%	3.61%	0.60%	0.00%	0.00%
Baa	6.49%	3.25%	5.84%	72.73%	8.44%	2.60%	0.65%
Ba	1.52%	4.55%	1.52%	6.06%	66.67%	15.15%	4.55%
B	0.00%	0.00%	0.00%	7.69%	0.00%	80.77%	11.54%
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	99.19%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	29.35%	70.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	22.33%	3.88%	73.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	12.09%	4.40%	9.89%	72.53%	1.10%	0.00%	0.00%
Ba	7.14%	7.14%	3.57%	3.57%	78.57%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	11.11%	22.22%	0.00%	66.67%	0.00%
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	98.18%	1.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	31.48%	68.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	21.82%	5.45%	72.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	10.64%	4.26%	12.77%	70.21%	2.13%	0.00%	0.00%
Ba	7.69%	7.69%	0.00%	0.00%	84.62%	0.00%	0.00%
B	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	25.00%	25.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba							
B	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Caa-C							

図表 40-日本の RMBS の格付け遷移行列(当初格付けに基づく、WR 直前の格付けを使用 1999-2009 年)

1 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	95.61%	4.39%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	16.28%	83.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	2.44%	97.56%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
3 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	7.41%	92.59%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	31.25%	68.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	12.50%	87.50%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
5 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	27.27%	72.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	20.00%	10.00%	70.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	10.53%	31.58%	57.89%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
7 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	75.00%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	41.67%	16.67%	41.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	22.22%	11.11%	55.56%	11.11%	0.00%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
B							
Caa-C							
10 年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa-C
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa							
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa							
Ba							
B							
Caa-C							

## 関連リサーチ

### スペシャル・コメント:

- » 「日本における証券化商品の格付け遷移(1994-2008年)」2009年3月発行
- » Structured Finance Rating Transitions: 1983-2009, March 2010 (123474)
- » Asia Pacific (ex-Japan) Structured Finance Rating Transitions: 1990-2009, March 2010 (198707)
- » EMEA Structured Finance Rating Transitions: 1988-2008, April 2009 (116507)
- » Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2008, August 2009 (119617) (日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率(1993-2008年)」2009年9月発行)
- » Measuring Loss-Given-Default for Structured Finance Securities: An Update, December 2006 (101284)
- » The Performance of Structured Finance Ratings: Mid-Year 2009 Report, December 2009 (121626)
- » Guide to Moody's Default Research: October 2009 Update, October 2009 (120969)

### スペシャル・レポート:

- » 「日本の証券化市場:2009年の概観と2010年の見通し」2010年1月発行
- » 「日本のCMBS:2009年下半期のサーベイランス・レビュー」2010年3月発行
- » 「日本のCMBS:2009年上半期のサーベイランス・レビュー」2009年9月発行
- » 「日本のCMBSにおける格付け見直しの要因分析」2009年9月発行
- » 「日本の証券化商品(ABS)の裏付けアセットのパフォーマンスに関するアウトルック」2009年8月発行
- » 「日本の証券化商品のアウトルック」2009年7月発行
- » 「日本の中小企業CDOの格付けモニタリングの現状と格付けの見通し」2009年7月発行

各レポートは、本稿発行時点では関連レポートとして最新のものであるが、その後最新版のレポートが発行されていることもある。また、全てのレポートが全ての方に閲覧可能とは限らないことをご留意願いたい。

ムーディーズ ジャパン株式会社  
〒105-6220  
東京都港区愛宕 2 丁目 5-1  
愛宕グリーンヒルズ MORI タワー 20F

Report Number: SF345(Japanese)  
123989(English)

著者  
Julia Tung

プロダクション・アソシエイト  
高瀬 美紀

(本稿は 2010 年 3 月発行の英文版の翻訳です。)

著作権表示©2010 年 Moody's Investors Services, Inc. ならびに(あるいは)ムーディーズのライセンサーおよび関連会社(以下総称して「ムーディーズ」という)

本書に記載する情報はすべて、著作権法により保護されており、いかなる人物も、いかなる形式、方法、手段によっても、これらの情報(全部、一部を問わず)を、ムーディーズの事前の書面による同意なく、複製、もしくはその他の方法により再生、複製、送付、譲渡、頒布、配布、転売、またはこれらの目的で使用するために保管することはできません。本書に記載する情報はすべて、ムーディーズが正確かつ信頼しうると考える情報源から入手したものです。しかし、人間および機械による誤り、ならびにその他の要因があり得るため、ムーディーズはこれらの情報をいかなる種類の保証もつけることなく「現状有姿」で提供しており、とりわけ、これらの情報の正確性、速報性、完全性、商品性、および特定の目的への適合性についてはいかなる表示または保証(明示的、黙示的を問わず)も行いません。ムーディーズはいかなる状況においても、またいかなる人物または法人に対しても、以下の (a) (b) について一切責任を負いません。(a) これらの情報の入手、収集、編集、分析、解釈、伝達、公表、配布に関わる誤り(不注意によるか、その他によるかを問わず)またはその他の状況や偶発事象により(全部、一部を問わず)引き起こされ、発生し、もしくはそれらに關係する損失または損害(このような損失や損害がムーディーズ、あるいはその取締役、役員、従業員あるいは代理人の支配力が及ばない事態に起因するかどうかを問わない)。(b) これらの情報の使用または使用の不可能により発生する、あらゆる種類の直接的、間接的、特別、二次的、要補償、または付随的損害(このような損害には逸失利益を含む。またこのような損害の可能性についてムーディーズが事前に通告を受けたかどうかを問わない)。本書に記載される信用格付けおよび財務報告分析(含まれる場合は、ムーディーズの意見を表明であり、またそのようにのみ解釈されるべきであり、これを事実の表明、もしくは証券の購入、売却または保有の推奨とみなしてはなりません。ムーディーズは、いかなる形式、または方法によっても、これらの格付けもしくはその他の意見または情報の正確性、速報性、完全性、商品性および特定の目的への適合性について、いかなる保証(明示的、黙示的を問わず)も行っていない。本書に記載する情報の利用者またはその代理人は、投資決定において、それぞれの格付けまたはその他の意見を、一つの要因としてのみ取り扱うべきです。従って、各利用者は購入、保有または売却を検討する各証券、ならびに各証券の発行者、保証人、および信用補完提供者について、自ら研究・評価しなければなりません。

ムーディーズは、ムーディーズが格付けを行っている債券(社債、地方債、債券、手形、CP を含む)および優先株式の発行者の大部分は、ムーディーズが行う評価・格付けサービスに対して、ムーディーズが格付けを付与するのに先立ち、1500ドル~約 240 万ドルの手数料をムーディーズに支払うことに同意していることを、ここに開示します。また、Moody's Corporation (MCO) および同社が全額出資する信用格付け会社 Moody's Investors Service(MIS)は、MIS の格付けと格付け過程の独立性を確保するための方針と手続きを維持しています。MCO の取締役と格付け対象会社との間の何らかの利害關係の存在、および MIS から格付けを付与され、かつ MCO の株式の 5%以上を保有していることを SEC に公式に報告している企業に関する情報は、ムーディーズのウェブサイト [www.moody.com](http://www.moody.com) の "Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy" の項に毎年、掲載されます。