

2009年3月

## 目次

要約	1
格付け分布 / 格付け遷移の概観	2
セクター別格付け遷移分析	8
付録 I : データ選定基準と用語解説	16
付録 II : 調査方法	19
付録 III : 複数年の格付け遷移行列	20
関連リサーチ	35

## コンタクト先

東京 03-5408-4100

沢田 啓子

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

New York +1.212.553.1653

Nicolas Weill

Group Managing Director  
Chief Credit Officer

## 日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

### Japanese Structured Finance Rating Transitions: 1994-2008

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6回目の年次分析であり、2008年および過去の格付け遷移率を、全体およびABS、CDO、CMBS、RMBSの各セクター別に分析している<sup>1</sup>。

## 要約

- 2008年の日本の証券化商品の12ヶ月間の格下げ率は、昨年の0.3%から1.8%に上昇し、これまでで最高となる一方、格上げ率は6.3%から2.6%に減少した。しかしこの格下げ率は、世界全体の証券化商品の格下げ率(35.5%)もしくは世界の企業の格下げ率(18.2%)と比較すると格段に低く、また日本企業の格下げ率(4.9%)に比べても低い水準である。
- 格下げ率の増加ならびに格上げ率の減少は、CMBSならびにCDOの両アセット・タイプにみられた傾向によるところが大きい。CMBSに関しては、裏付けとなるローンの延滞を初めて記録した2008年6月以降からネガティブなアクションが見られるようになり、年の後半に行われた格上げは一件に過ぎなかった。CDOの格下げはすべて中小企業CDOにかかわるもので、1999年以来初めてフォールン・エンジェルならびにAaaからの格下げを記録した。
- 日本のRMBSに関しては、良好なパフォーマンスが維持され、2008年においても格下げはゼロであった。1999年のマーケットの開始以来、フォールン・エンジェルもAaaからの格下げも経験していない。
- ABSも良好なパフォーマンスを維持し、格下げがあったのは不動産担保ローン案件のみであった。ABSの他のアセット・タイプの格付けに関しては、変更無しもしくは格上げのみであった。また格上げの多くはクレジットカード案件であった。格上げはすべてのセクターで見られ、その多くは信用補完レベルが高まったことに起因する。

1. 今回より、日本の証券化商品の格付け遷移の分析に関して、非公表格付けを対象からはずし、世界の証券化商品の格付け遷移の分析及び他のアセット・タイプ別もしくは地域別の格付け遷移分析と平仄を合わせることにした。そのため前回5回、すなわち2004年から2008年にかけて発行された格付け遷移分析において示されている数字とは非連続となっている場合もある。



日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 1：日本の証券化商品のセクター別 12ヶ月格下げ率・格上げ率（2008年、2007年、1999~2008年の平均）

	12ヶ月格下げ率			12ヶ月格上げ率		
	2008年	2007年	1999-2008年	2008年	2007年	1999-2008年
日本の証券化商品	1.8%	0.3%	0.3%	2.6%	6.3%	4.9%
ABS	1.1%	0.5%	0.3%	5.0%	3.1%	3.1%
CDO	5.7%	1.0%	1.2%	8.5%	20.4%	15.9%
CMBS	2.6%	0.0%	0.3%	1.1%	7.3%	6.4%
RMBS	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	5.6%	5.9%
日本企業	4.9%	3.2%	6.7%	6.0%	32.6%	15.0%
世界の証券化商品	35.5%	7.4%	7.4%	0.7%	2.2%	2.3%
世界の企業	18.2%	8.8%	13.2%	4.6%	18.7%	11.2%

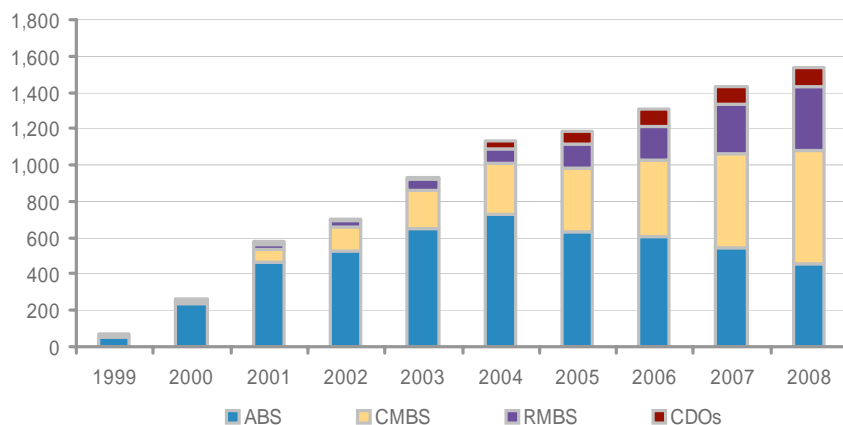
- 2008年の格下げ率は、ABS、CDO及びCMBSにおいては過去平均を上回った。RMBSは格下げがゼロであった。
- 2008年の日本の証券化商品全体を合わせてみた場合の格下げ率は、日本企業の格下げ率よりも低く、また世界の証券化商品の格下げ率の1/20の水準であった。

格付け分布 / 格付け遷移の概観

グローバル・マーケットにおける信用危機は、日本にも影響を及ぼすこととなり、特に年度始めの4月以降、さらにリーマン・ブラザーズが破綻した9月以降、影響の深刻度は増していった。

2008年年初における格付け数は、CMBSとRMBSが大きく増え、特にCMBSは2007年における発行が案件数・額共に史上最高を記録した（図表2A、2B参照）。RMBSに関して、2007年に付与した格付け数はこれまで最も多く、他方既存RMBSの格付け数の減少は、案件の償還期間が長いことからほとんどなかった。対照的なのはABSで、2008年年初における格付け数は減少した。多くの案件が発行時から4-5年経過し、償還期限を迎えたためである。

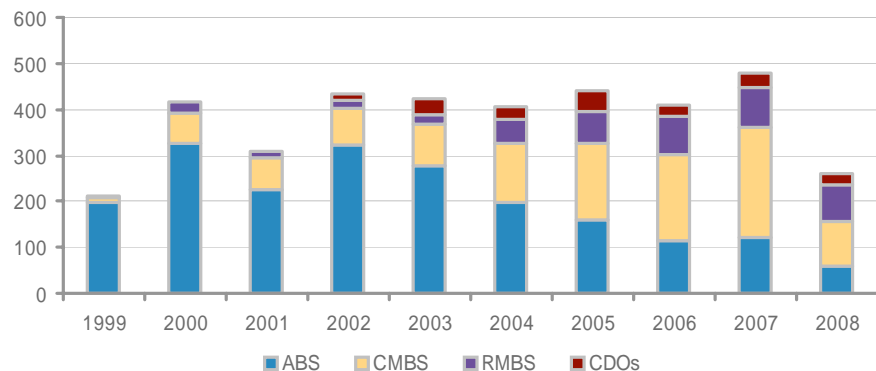
図表 2A：年初時点の格付け数



2008年における発行を、付与された格付けの数でみた場合、2007年比で50%減となり、この10年間で二番目に低い水準となった。最も大きく落ち込んだのがCMBSで、格付け付与数が半減したABSがこれに次ぐ（図表2B）。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 2B: 年毎の新規格付け付与数



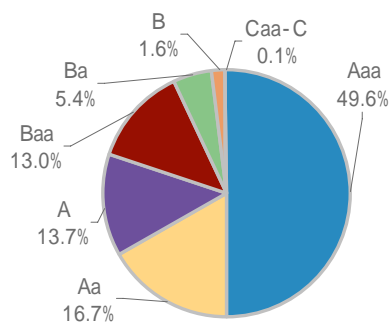
本章では、ABS、CDO、CMBS、RMBS を合わせた日本の証券化商品市場全体の格付け遷移を分析するが、ABCP、リパッケージ債、J-REIT、海外銘柄を参照する CDO は分析の対象外とする。データ選定基準と調査方法の詳細については、付録 I を参照されたい。また、複数年にわたる格付け遷移行列は、付録 III に掲載した。

今回の調査におけるデータ選定基準は、非公表格付けを対象からはずしたことを除けば、前回と同様である。すなわち、同じ格付けを付与されている同一案件の複数のトランシェ（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い、また金融保証会社等による 100% の保証が提供されているトランシェは対象に含まれている。さらに、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格下げまたは格上げにカウントしている。

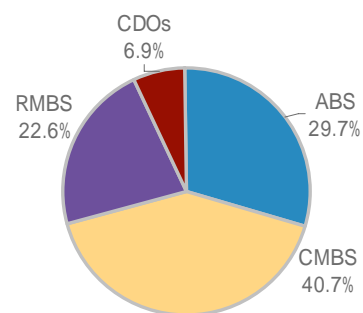
2008 年年初における 1,537 件の格付けのうち 93% は投資適格等級であり、Aaa が 49.6% を占めた（図表 3A 参照）。世界の証券化商品でいうと、比率はそれぞれ 87.6% と 50.0% であった。セクター別構成では、CMBS が初めて最大比率を占めることとなり、ついで ABS、RMBS の順となっている（図表 3B 参照）。

図表 3: 格付けの構成（2008 年 1 月 1 日時点）

図表 3A: 格付け別



図表 3B: セクター別



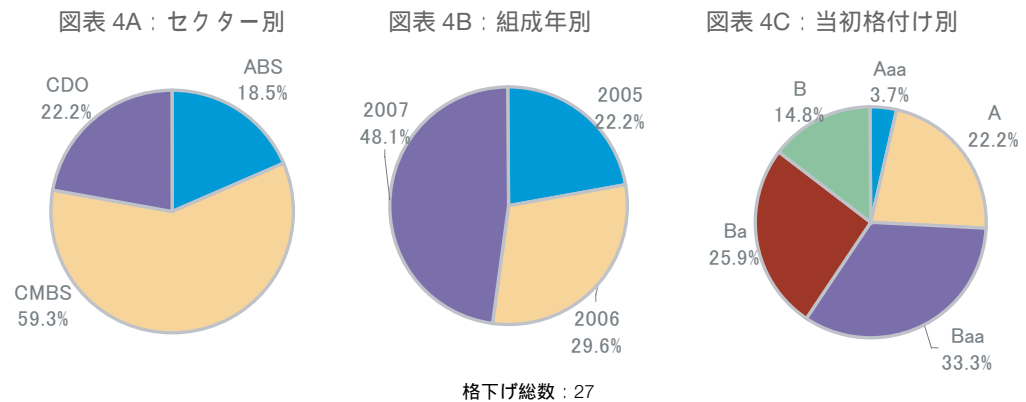
格付け総数：1537

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

格付け変更に関しては、2008年を通じて27件が格下げとなり（案件数では14件）、40件が格上げ（案件数では27件）となった。

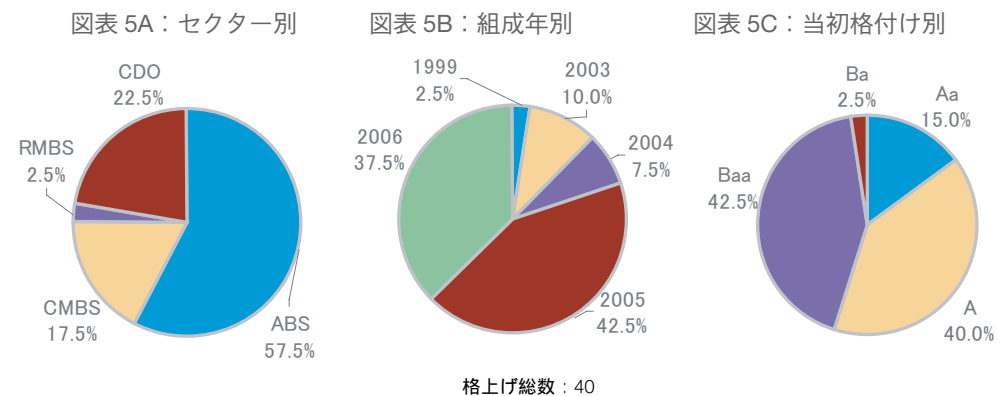
2007においては、ABSおよびCDOの各セクターで格下げが見られたが、2008年はCMBSにおいて格下げが起こり、しかもセクター別では最も多い数を占めることとなった（図表4A参照）。組成年別では、格下げはすべて2005年以降に発行された証券に対して行われ（図表4B参照）、格下げとなった格付けのうち60%近くが当初は投資適格のものであった（図表4C参照）。

図表4：2008年における格下げの構成



これに対し、格上げはすべてのセクターで見られ、格上げ総数に占める各セクター比率で見るとABSが最も高く（図表5A参照）、CMBSが占める比率がもっとも大きかった従来とは異なる状況となった。また、2005年か2006年に組成されたものや、当初格付けがAかBaaのものが格上げとなる傾向にあった（図表5B、5C）。格上げについては、信用補充レベルが高まったことに起因するものがほとんどであった。

図表5：2008年における格上げの構成



図表6は、2008年12月31日までの12ヶ月間の格上げならびに格下げの数、及び2008年1月1日時点での格付け数をセクター別に示したものである。2008年は格下げが27件、格上げが40件であったが、格下げのうち16件はCMBSで、全体の60%近くを占め、格上げはABSが23件（全体の57.5%）であった。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 6: 2008年の格付け変更の数（セクター別）

セクター	2008年12月31日までの12ヶ月における格付け変更		
	2008年1月1日時点の格付け数	格上げ	格下げ
ABS	457	23	5
CDO	106	9	6
CMBS	626	7	16
RMBS	348	1	0
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>1,2</sup>	76	68	0

- 2008年中に11のリパッケージ債が格上げとなったが、1/1/2008よりも後に当初格付けを付与されていたので、本表の数字には含まれていない。
- 本レポートにおけるその他の統計数字においては、リパッケージ債及びその他のクレジット・デリバティブは対象となっていない。詳細については付録の調査対象についての記述を参照されたい。

格付け遷移の傾向の分析

12ヶ月格下げ率は2007年の0.28%から2008年は1.76%へと上昇し、12ヶ月格上げ率は6.28%から2.60%に減少した（図表7A及び7E）。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一トランシェごとの平均を計算した平均格下げノッチ数は2.85ノッチと、前年の5.75ノッチ<sup>2</sup>から大きく下がった。一方、平均格上げノッチ数は4.20ノッチと、前年の2.93ノッチを上回った（図表7B及び7E）。

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）は、2007年の0.22%から2008年は0.70%に上昇した。フォールン・エンジェル率は2003年半ばから2007年の終盤まではゼロであった。また、Aaaからの格下げ率は2003年3月末以来初めてゼロを上回ることとなり、0.13%であった（図表7C参照）。

図表7Dは、1994年から2008年までに発行された証券化商品について、当初格付けと2008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。Aaaは他の格付けレンジに比べて非常に安定しており、これまでの累積格下げ率は0.33%となっている。

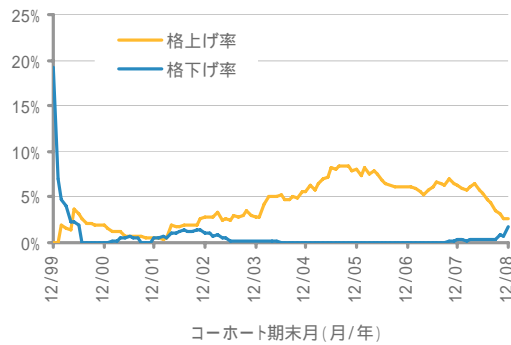
27件の格下げのうち、10件はフォールン・エンジェルで、そのうちの半分はCMBSの格付けであった。残り5件のフォールン・エンジェルのうち、4件は不動産担保ローン案件の格付けで、1件は中小企業CDOの格付けであった。また、Aaaが格下げとなったのは、Aa2に下がった1件だけであったが、これも中小企業CDOの格付けであった。

2. 2007年における格下げ幅が大きいのは、消費者金融債権を裏付けとするABSに対する格付けアクションに起因する。これらの格下げは、該当する案件について、過払い金返還請求権にかかわるリスクをレビューした結果を反映したものである。

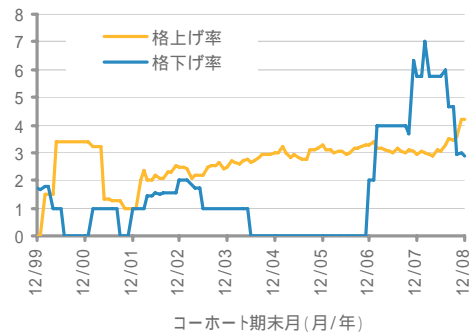
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 7：日本の証券化商品の格付け遷移の傾向

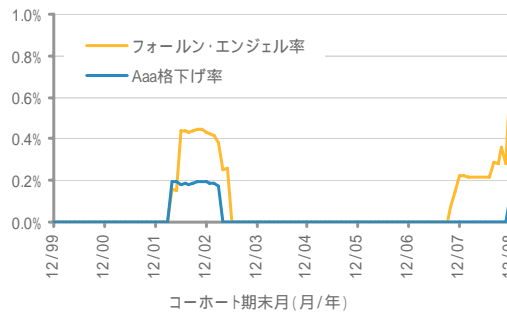
図表 7A：格上げ率と格下げ率



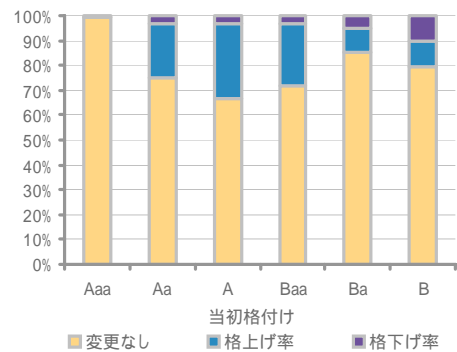
図表 7B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



図表 7C：フォールン・エンジェル率とAaa格下げ率



図表 7D：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率



図表 7E：格付け遷移の概要

	2008年	2007年	1999-2008年	1999-2007年
格下げ率	1.76%	0.28%	0.30%	0.25%
格上げ率	2.60%	6.28%	4.95%	5.00%
格下げ対格上げ比率	0.68	0.04	0.06	0.05
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	5.01%	1.61%	0.72%	0.44%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	10.93%	18.42%	14.81%	14.73%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.46	0.09	0.05	0.03
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	5.92%	16.82%	14.09%	14.28%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	15.94%	20.03%	15.53%	15.17%
安定率	95.64%	93.44%	94.76%	94.75%
平均格下げノッチ数	2.85	5.75	2.43	1.75
平均格上げノッチ数	4.20	2.93	2.99	2.94

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 8 は、日本の証券化商品の 2008 年および過去平均の格付け遷移行列である。他の格付け遷移行列は付録に掲載した。

図表 8：日本の証券化商品の 12ヶ月格付け遷移行列  
2008 年及び 1994-2008 年の平均

		2008 年						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa		99.87%	0.13%					
Aa		3.91%	96.09%					
A		3.81%	3.33%	90.95%	1.43%	0.48%		
Baa		4.50%		2.00%	89.00%	3.50%	1.00%	
Ba			1.20%			91.57%	7.23%	
B							87.50%	12.50%
Caa 以下								100.00%

		1994 - 2008 年の平均						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa		99.90%	0.10%					
Aa		12.02%	87.40%	0.50%		0.09%		
A		6.75%	6.85%	85.89%	0.39%	0.12%		
Baa		2.79%	1.51%	6.44%	88.52%	0.56%	0.18%	
Ba		0.76%	1.03%	0.27%	3.81%	93.78%	0.34%	
B				0.38%	4.19%		92.64%	2.79%
Caa 以下								100.00%

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

## セクター別格付け遷移分析

### ABS

2008年年初における457件のABSの格付けのうち、5件が格下げとなり、23件が格上げとなった。

格下げ5件は、いずれも不動産担保ローンを裏付けとする3案件<sup>3</sup>に関するものであった。これらの案件の裏付けとなるローンの債務者は不動産業者で、格下げは急速に悪化しつつある不動産市場によるもので、1)売却を前提として仕入れた不動産をローンの期日までに処分できず、ローンが延滞するケースの増加や、2)上場企業を含む債務者が破綻するケースの増加、などといった状況が生じている。また、不動産市場の流動性が低下していることから、担保処分も容易には進んでいない。

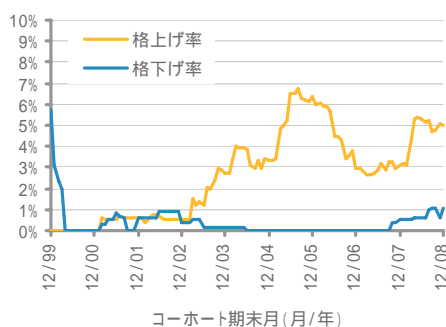
一方、ABSの格上げは、証券化商品全体の格上げの60%を占めた。大半の案件はクレジットカード債権を裏付けとするもので、Baa2、A2またはAa2の格付けがAaaに格上げするケースがほとんどであった。

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9参照）。

- 2008年の12ヶ月格下げ率は1.09%と、前年比0.55%の上昇となった。格上げ率も2007年の3.10%から2008年は5.03%へと上昇した。
- 平均格下げノッチ数は2.80ノッチで、過去平均の2.84ノッチに近い水準であった。平均格上げノッチ数は2007年に3.53ノッチから2008年は5.09ノッチに拡大した。
- Aaa格下げ率は1999年からこれまでのところ0であるものの、フォールン・エンジェル率は2007年の0.57%からわずかに上昇し、0.66%となった。いずれも不動産担保ローンを裏付けとする3本のトランシェで、A3もしくはBaa2からBa格への格下げであった。
- 当初格付けがAa、A及びBaaのものは、累積格上げ率が累積格下げ率を上回っており、当初格付けがBaだったものは1件のみで、その1件が格下げされている。

図表9：日本のABSの格付け遷移の傾向

図表9A：格上げ率と格下げ率



図表9B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数

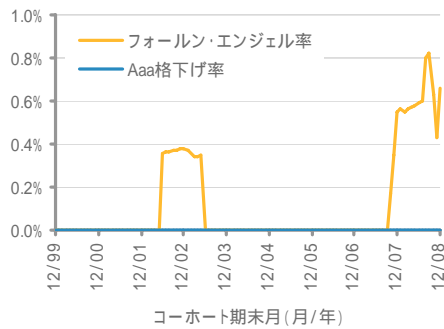


3. ムーディーズ・プレスリリース、「ムーディーズ、不動産担保ローンを裏付けとするオルソ・ABS・ファンディング・トラスト1に対する格付けアクションを実行」「ムーディーズ、ベガス・ファンディングの不動産担保ローン債権証券化取引に対する格付けアクションを実行」「ムーディーズ、不動産担保ローンを裏付けとするスクデット ABL プログラムを格下げし、さらに格下げ方向で見直し」（2008年12月）を参照。

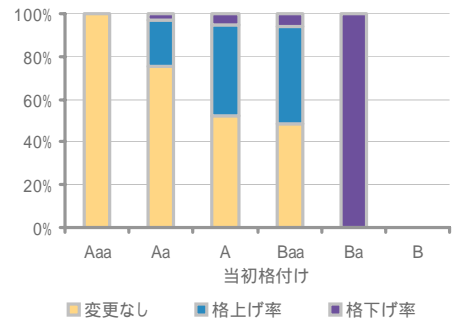


日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

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と累積格下げ率



図表 9E：格付け遷移の概要

	2008年	2007年	1999-2008年	1999-2007年
格下げ率	1.09%	0.55%	0.26%	0.21%
格上げ率	5.03%	3.10%	3.08%	2.89%
格下げ対格上げ比率	0.22	0.18	0.09	0.07
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	3.06%	3.83%	0.75%	0.37%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	25.60%	10.95%	10.10%	8.98%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.12	0.35	0.07	0.04
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	22.54%	7.12%	9.35%	8.61%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	28.67%	14.78%	10.84%	9.34%
安定率	93.87%	96.35%	96.65%	96.90%
平均格下げノッチ数	2.80	7.00	2.84	1.76
平均格上げノッチ数	5.09	3.53	3.28	3.11

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

## CDO

2008年年初における106件のCDOの格付け<sup>4</sup>のうち、6件が格下げとなり、9件が格上げとなった。格下げは、中小企業CDO(SME CDO)3案件において、裏付け貸付債権プールのパフォーマンスが悪化したことを背景としており、1)格下げ3件はエクセレント・コラボレーション特定目的会社が発行した特定社債に付与されていたもので、2008年12月に、当初格付けがAaa、A2、Baa2だったものがAa2、Baa2、Ba3にそれぞれ格下げされ<sup>5</sup>、2)格下げ2件はLMPローン債権マスタートラストに関するもので、優先受益権に付与されていたA2ならびにBaa2の格付けが、それぞれA3ならびにBa2に格下げされ<sup>6</sup>、3)6件目はオリジネーター自らが保有する、当初格付けがB1であった劣後クラスの格下げ<sup>7</sup>であった。

一方、9件の格上げについては、1件の不良債権CLO(SPL CLO)、4件の中小企業CDO(SME CDO)、バランスシート型CDOならびに、アービトラージ・シンセティックCDOが1件ずつと、さまざまなタイプの取引において見られた。同一の不良債権CLO(SPL CLO)が発行する3トランシェの格上げ(2008年3月)は、裏付け債権プールの回収が進んだことにより上位クラスの償還がなされ、相対的に当該トランシェの信用補充レベルが高まったことが主な理由となっている<sup>8</sup>。中小企業CDO(SME CDO)4案件の格上げの要因は、信用補充水準が上昇したことによる<sup>9</sup>。1件のバランスシート型CDOの格上げは、参照ポートフォリオの信用力の向上に伴うものである<sup>10</sup>。また、アービトラージ・シンセティックCDOの格上げは、担保資産の格上げに起因するものであった<sup>11</sup>。

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10参照）。

- 12ヶ月格下げ率は2007年の1.02%から2008年は5.66%に上昇し、過去平均の1.17%を上回った。一方、格上げ率は2007年の20.41%から2008年は8.49%に下がり、過去平均である15.86%を下回った。
- 平均格下げノッチ数は2007年から0.67ノッチ拡大して、2008年は2.67ノッチとなり、過去平均の2.05ノッチを上回った。一方、平均格上げノッチ数は2008年は前年より0.20ノッチ下がって2.00ノッチとなり、過去平均の2.57ノッチを下回った。
- 1999年から2007年にかけてはゼロであったフォールン・エンジェル率は、2008年には2.04%となった。また1999年以降ゼロであったAaa格下げ率も、2008年に1.85%を記録した。
- 当初格付けがAaまたはBaのものは、累積格上げ率が累積格下げ率を上回っているが、当初格付けがBだったものは6件のうち2件が格下げを経験している。

4. 付録Iに後述するように、海外企業を参照するCDOは含まれていない。

5. ムーディーズ・プレスリリース、「ムーディーズ、エクセレント・コラボレーション特定目的会社の3クラスの特定社債を格下げ」（2008年12月）を参照。

6. ムーディーズ・プレスリリース、「ムーディーズ、不動産担保ローンを裏付けとするLMPローン債権マスタートラストに対する格付けアクションを実行」（2008年12月）を参照。

7. ムーディーズ・プレスリリース、「第6回SMBC-CLOの劣後受益権を格下げ」（2008年4月）及び「第6回SMBC-CLOの格付けを変更」（2008年7月）を参照。

8. ムーディーズ・プレスリリース、「RCCトラスト-VIIの3クラスの信託受益権を格上げ」（2008年3月）を参照。

9. ムーディーズ・プレスリリース、「第5回SMBC-CLOのメザニン受益権をAa3からAaaに格上げ」（2008年3月）「第6回SMBC-CLOの格付けを変更」（2008年7月）「地域金融機関平成18年3月CDOのメザニン受益権を格上げ」（2008年5月）「第7回SMBC-CLOのメザニン受益権を格上げ」（2008年12月）を参照。

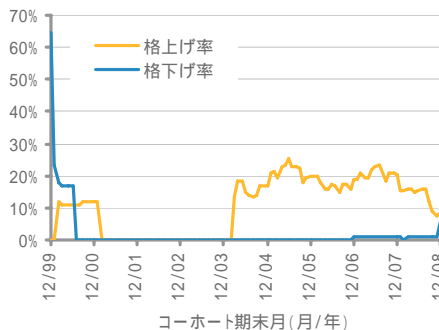
10. ムーディーズ・プレスリリース、「三菱東京UFJ銀行のシンセティックCDOを格上げ」（2008年4月）を参照。

11. ムーディーズ・プレスリリース、「ゼスト・インベストメンツ・ファイブが発行するノートを格上げ」（2008年7月）を参照。

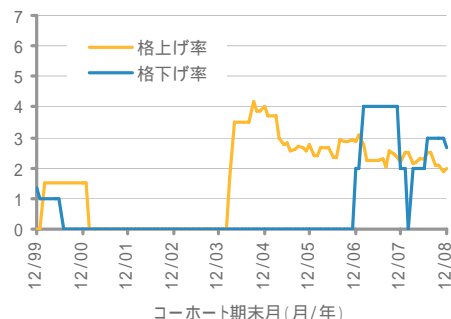
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 10：日本の CDO の格付け遷移の傾向

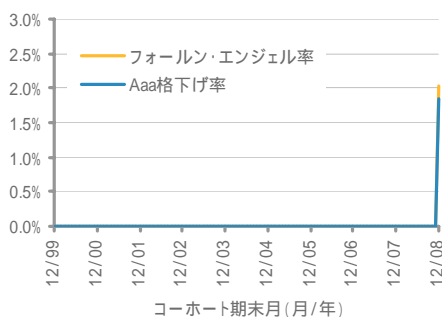
図表 10A：格上げ率と格下げ率



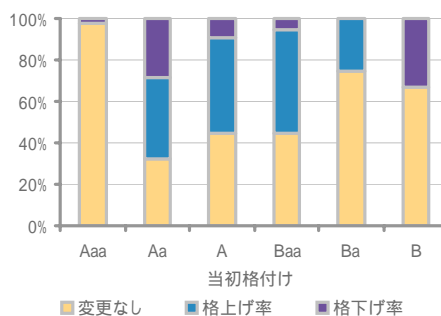
図表 10B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



図表 10C：フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 10D：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率



図表 10E：格付け遷移の概要

	2008年	2007年	1999-2008年	1999-2007年
格下げ率	5.66%	1.02%	1.17%	1.13%
格上げ率	8.49%	20.41%	15.86%	16.65%
格下げ対格上げ比率	0.67	0.05	0.07	0.07
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	15.09%	2.04%	2.39%	2.10%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	16.98%	44.90%	40.80%	44.11%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.89	0.05	0.06	0.05
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	1.89%	42.86%	38.41%	42.01%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	32.08%	46.94%	43.19%	46.21%
安定率	85.85%	78.57%	82.98%	82.22%
平均格下げノッチ数	2.67	2.00	2.05	1.86
平均格上げノッチ数	2.00	2.20	2.57	2.65

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

## CMBS

2008年年初における626件のCMBSの格付けのうち、16件が格下げとなり、7件が格上げとなった。2004年から2007年にかけては、既存のCMBSに対する格付けアクションは格上げのみであったが、2008年においては格下げ件数が格上げ件数の2倍を上回った。

16件の格下げは8案件に関わるもので、5案件がマルチ・ボロワー、2案件がシングル・ボロワーの売却型取引であった。

5件のマルチ・ボロワー案件に関しては、当初Baa-Ba格であった7つのトランシェが、Ba-Bレンジに格下げされた。いずれも担保物件からの回収に懸念が生じたため、1)1件または複数の裏付けローンが期日もしくは期日より前に延滞が生じたか、あるいは2)延滞となる可能性が増した、ことによる。2件のシングル・ボロワー案件はいずれも裏付けとなっている物件を売却することによりローンを償還していく売却型である。回収の想定シナリオが修正されたことを背景として、アーセナル・トラストのBaa2、Baa2、B2のトランシェはBa2、B2、Caa2にそれぞれ格下げされ<sup>12</sup>、オルソ2005-3のBa2、Ba3、B2、B3のトランシェはBa3、B1、B3、Caa3にそれぞれ格下げされた<sup>13</sup>。

格下げとなった残り1件は、ガイアがオペレーションを行うパチンコ店からなるポートフォリオを裏付けとするガイア・インベストメントである。パチンコ店のパフォーマンスが低下したことから、A2に格付けされていた2トランシェがBaa2に格下げされた<sup>14</sup>。

7件の格上げは3件のマルチ・ボロワー案件ならびに1件のシングル・ボロワー案件に関わるものであった。J-CORE 8を除く格上げはすべて、CMBSローンの延滞が初めて生じた6月末よりも前の、2008年上半期において行われた。格上げは、裏付け不動産の売却進捗及びローンの期限前返済の伴う信用補完水準の向上に起因する、ノートレベルでのシークエンシャルペイメント効果によるものであった<sup>15</sup>。

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11参照）。

- 12ヶ月格下げ率は前年はゼロであったのが、2008年は2.56%を記録した。一方、2008年の格上げ率は2007年の7.34%から1.12%に下がり、過去平均の6.42%も下回った。
- 2008年の平均格下げノッチ数は2.9ノッチであった。一方、2008年の平均格上げノッチ数は、4.43ノッチと前年に比べ0.85ノッチ拡大し、過去平均の3.38も上回った。
- フォールン・エンジェル率は2004年から2007年にかけてはゼロであったが、2008年においてはBaa格付け5件がBa2もしくはB2に格下げとなったことから、0.93%となった。Aaa格下げ率は、2004年以降ゼロで推移している。
- 当初格付けがAaからBのものについて、累積格上げ率が累積格下げ率を上回っている。

12. ムーディーズ・プレスリリース、「アーセナルアセット特定目的借入及び特定目的社債を格下げ」（2008年12月）を参照。

13. ムーディーズ・プレスリリース、「Orso Funding 2005-3 信託が発行する信託受益権を格下げ」（2008年10月）を参照。

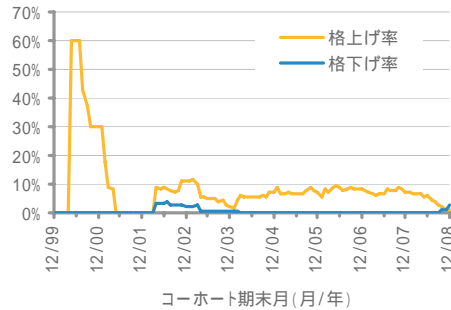
14. ムーディーズ・プレスリリース、「ガイア・インベストメントが発行する社債を格下げし、見直しを継続」（2008年12月）を参照。

15. ムーディーズ・プレスリリース、「TMCMBs-II 信託のB号信託受益権を格上げ」（2008年4月）、「J-CORE FL1 信託の信託受益権の格付けを変更」（2008年5月）「ORIX-NRL 信託Xの信託受益権の格付けを変更」（2008年6月）「J-CORE 8 信託の格付けを変更」（2008年7月）を参照。

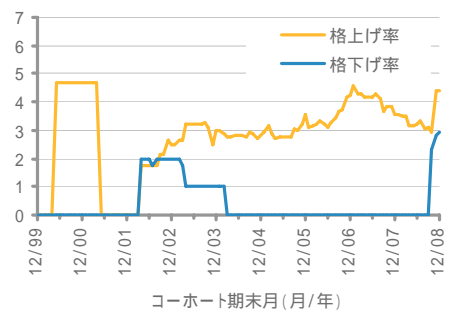
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 11：日本の CMBS の格付け遷移の傾向

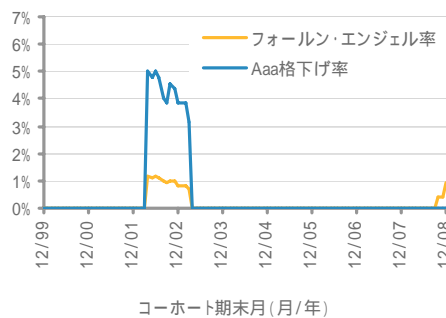
図表 11A：格上げ率と格下げ率



図表 11B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



図表 11C：フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 11D：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率

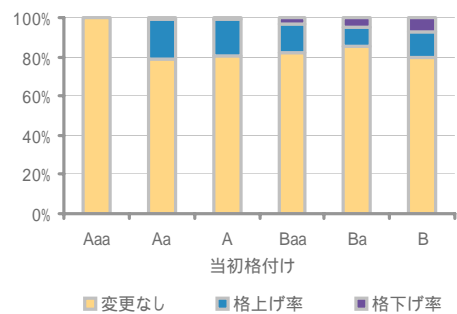


図 11E：格付け遷移の概要

	2008年	2007年	1999-2008年	1999-2007年
格下げ率	2.56%	0.00%	0.28%	0.24%
格上げ率	1.12%	7.34%	6.42%	7.09%
格下げ対格上げ比率	2.29	0.00	0.04	0.03
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	7.51%	0.00%	0.59%	0.41%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	4.95%	26.25%	21.69%	23.97%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	1.52	0.00	0.03	0.02
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	-2.56%	26.25%	21.10%	23.56%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	12.46%	26.25%	22.28%	24.38%
安定率	96.33%	92.66%	93.30%	92.68%
平均格下げノッチ数	2.94	NA	2.12	1.73
平均格上げノッチ数	4.43	3.58	3.38	3.38

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

**RMBS**

2008年年初における348件のRMBSの格付けのうち、格下げは1件もなく、一方格上げは1件のみであった。格上げとなったのはSHL1999-1で、格付けがA3からA1に変更された<sup>16</sup>が、これはシニア・クラスの償還が進んだことにより、信用補完レベルが高まったことに起因している。前年までとは異なり、格上げ数が減ったのは、2004年以降の案件のほとんどがAaaクラスのみでの発行であったこと、ならびにAaaを下回るトランシェの格上げの動きが一巡したことによる。

日本のRMBSの証券化プールにおいては、グロスロス率や延滞比率は、季節要因による変動を除けば、安定的に推移している。国内RMBSに組み入れられている住宅ローンは、総じて信用力の高い個人向けのものであり、米国のプライム以外の住宅ローンとは異なる。

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12参照）。

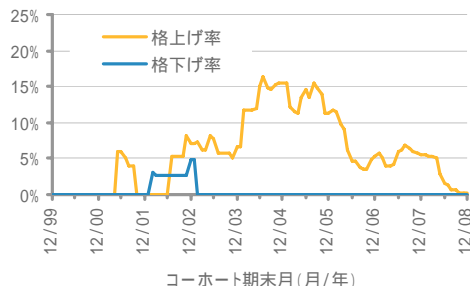
- 12ヶ月格上げ率は2007年の5.60%から2008年の0.29%に急落した。これは、過去平均である5.86%よりも低い。一方、2008年の格下げ率は前年に続き0.0%である。
- 平均格上げノッチ数は、2008年に2.00ノッチと前年に比べ0.4ノッチ拡大し、過去平均である1.77を下回った。
- フォールン・エンジェル率およびAaa格下げ率は、これまでのところ0である。
- これまでのところRMBSセクターでは、格下げは2件のみである。これらの格下げは、セラーリスクを負担する前提で格付けが付与されたRMBS取引に対して、最下位メザニン・トランシェがセラーの格下げの影響を受けて格下げとなったものである。これらは、いずれも2003年以降に格上げされており、2008年年末時点において、当初の格付けと同じかまたは当初の格付けを上回るに至っている。

16. ムーディーズ・プレスリリース、「旧三和銀行住宅ローン債権証券化取引の、メザニンノートをA3からA1に格上げ」（2008年1月）を参照。

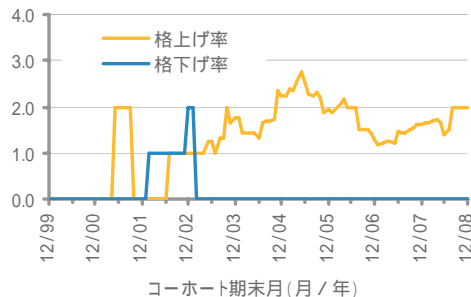
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 12：日本のRMBSの格付け遷移の傾向

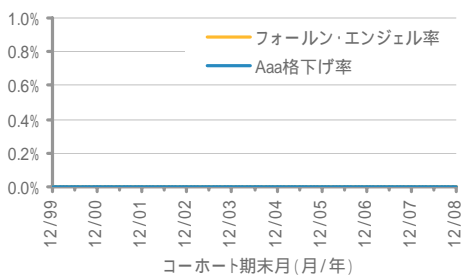
図表 12A：格上げ率と格下げ率



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：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率

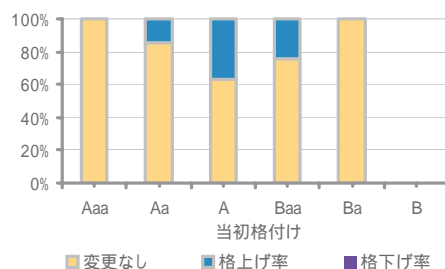


図 12E：格付け遷移の概要

	2008年	2007年	1999-2008年	1999-2007年
格下げ率	0.00%	0.00%	0.12%	0.18%
格上げ率	0.29%	5.60%	5.86%	7.54%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.02	0.02
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.00%	0.00%	0.15%	0.23%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	0.57%	8.96%	10.37%	13.44%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.00	0.00	0.01	0.02
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	0.57%	8.96%	10.22%	13.21%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	0.57%	8.96%	10.53%	13.66%
安定率	99.71%	94.40%	94.02%	92.28%
平均格下げノッチ数	NA	NA	1.29	1.29
平均格上げノッチ数	2.00	1.60	1.77	1.78

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

## 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）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<sup>17</sup>は含まれていない。また、以下の証券は日本の証券化商品には含めない：1) 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、2) 海外企業を参照する CDO 案件（日本の裏付けアセットに焦点を絞るため）、ならびに 3) J-REIT<sup>18</sup>。

今回のデータは、以下のものも含まれている。

- 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起用（GSE）がラップするトランシェ
- インタレスト・オンリー・トランシェ（IO トランシェ）

また、データにおいては、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。

## 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 以下）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 以下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。

## 12ヶ月間平均総格下げ（格上げ）ノッチ数

12ヶ月間総格下げ（格上げ）ノッチ数とは、12ヶ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ヶ月間に格下げ（格上げ）された全証券の 12ヶ月間総格下げ（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。

17. 日本ではナショナル・スケール格付けは存在しない。

18. J-REIT の格付けは、企業のデフォルトスタディーの対象に含まれている。



## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

**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ヶ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、消費者金融債権、商工ローン債権、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。海外銘柄を参照するCDOは本分析の対象外とした。

**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。

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

**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。

**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。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

付録 II：調査方法

格付け遷移統計数値の算出

格付け遷移統計はコーホート格付け、または当初格付けに基づいて分析報告を行う。コーホート格付けに基づく統計では、証券の発行時期にかかわらず、格付けが付与された全ての証券の格付け遷移を、あらかじめ特定された期間にわたり月単位で追跡する。当初格付けに基づく統計では、あらかじめ特定された期間にわたり、当該月に発行された全ての証券の格付け遷移を追跡する。この場合、期間の開始時点で各証券は当初格付けを付与されている。

特に記載のない限り、本稿の格付け遷移統計はコーホート格付けに基づいており、あらかじめ特定された期間とは通常1年であるが、複数年にわたる統計の報告も行う。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）を含む）のみが統計の対象となる。たとえば、3年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なくてはならない。また、期間の開始時点と終了時点に付与されていた格付けのみが対象となる。

平均遷移統計（格下げ率、格上げ率、格付け遷移行列、等）の数値は全て、月次ベースの平均値に基づいて算出される。期間全体の数値を算出する場合は、各月のデータをその月の統計数値の算出に用いられた格付け数で加重する。たとえば、1998-2008年の平均12ヵ月格下げ率は、10年間のすべてのコーホート（1998年12月を期末とするコーホートから2008年12月を期末とするコーホートまで）ごとに算出した12ヵ月格下げ率の加重平均である。

格下げ、格上げのカウント方法

本稿の本文では、あらかじめ特定された期間の終了時点におけるある証券の格付け（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）が、同期間の開始時点の格付けから引き下げられた（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<sup>19</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。

格下げ（格上げ）の数そのものが報告される場合は、ある年に発生したすべての格付け変更が上述の定義に基づいてカウントされるが、その際には組成年によらず全ての格付けが対象となる。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2008年に初めて格付けを付与され、同年中に格下げされても、その証券は2008年1月1日には存在していなかったため、2008年のコーホート格付けに基づく12ヵ月格下げ率にはカウントされない。これは、本文の格付け遷移行列と付録の格付け遷移行列の両方にあてはまる。

なお、付録の格付け遷移行列は、取り下げ直前の格付けへの遷移ではなく、取り下げ（WR）への遷移を示している。格付け取り下げ前の格付け変更については、付録の当初格付けに基づく格付け遷移行列の5年コーホート格付け遷移行列の下部に掲載されているデータが参考となる。

下表は、世界の証券化商品の当初格付けに基づく5年コーホートに含まれる、格付けが取り下げられた証券の格付け遷移の抜粋である。下表の調査対象の母集団は、当初格付けがAaで、発行後5年以上経過しているが、発行後5年のうちに格付けが取り下げ（WR）となった証券である。この表から、これらの証券の71.94%は格付け取り下げの直前までAa格付けを維持し、21.31%はAaaに格上げ、3.87%はAに格下げ、1.62%はBaaに格下げされたことがわかる。

図表 13: 格付け取り下げ前の格付け遷移行列の例

当初格付け	格付け取り下げ（WR）直前の格付け						
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aa	21.31%	71.94%	3.87%	1.62%	0.23%	0.18%	0.86%

19. この点、格付け取り下げ直前の格付けをカウントしなかった2008年よりも前までの調査での取り扱いとは異なる。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、期間開始時点の格付け数から格付け取り下げ数の半分を差し引いており、2003年および2004年のレポートでは、期間開始時点の格付け数から格付け取り下げ数の全部を差し引いていた。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

**付録 III：複数年の格付け遷移行列**  
**コーホート格付けに基づく格付け遷移行列**

**図表 14: 日本の証券化商品の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）  
 :1994-2008年**

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	70.82%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.08%
Aa	9.84%	75.09%	0.50%	0.00%	0.09%	0.00%	0.00%	14.48%
A	5.64%	6.27%	73.26%	0.39%	0.09%	0.00%	0.00%	14.36%
Baa	2.10%	1.43%	5.73%	75.69%	0.52%	0.18%	0.00%	14.35%
Ba	0.50%	0.57%	0.27%	2.63%	82.04%	0.34%	0.00%	13.65%
B	0.00%	0.00%	0.38%	3.17%	0.00%	72.59%	2.16%	21.70%
Caa以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	45.45%	54.55%

2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	46.10%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	53.73%
Aa	9.33%	53.92%	0.56%	0.00%	0.15%	0.00%	0.00%	36.03%
A	9.88%	6.02%	51.42%	0.50%	0.09%	0.00%	0.00%	32.09%
Baa	4.05%	2.17%	6.84%	54.17%	1.00%	0.25%	0.00%	31.52%
Ba	0.72%	0.99%	0.72%	2.70%	63.26%	0.33%	0.00%	31.30%
B	0.00%	0.00%	1.79%	5.17%	0.00%	46.52%	4.17%	42.35%
Caa以下								

3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	26.70%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.10%
Aa	6.68%	34.92%	0.16%	0.00%	0.09%	0.00%	0.00%	58.15%
A	8.99%	4.17%	34.99%	0.64%	0.12%	0.00%	0.00%	51.09%
Baa	3.01%	1.80%	6.79%	36.93%	1.30%	0.13%	0.00%	50.05%
Ba	0.70%	0.86%	0.39%	2.10%	47.24%	0.08%	0.00%	48.64%
B	0.00%	0.00%	3.23%	5.02%	0.00%	29.75%	1.79%	60.22%
Caa以下								

4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	12.93%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	86.92%
Aa	5.63%	18.15%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.12%
A	6.80%	1.92%	23.19%	0.35%	0.50%	0.00%	0.00%	67.24%
Baa	1.73%	1.79%	7.14%	23.69%	0.96%	0.00%	0.00%	64.68%
Ba	1.05%	1.05%	0.00%	0.93%	31.63%	0.00%	0.00%	65.35%
B	0.00%	0.00%	5.88%	1.31%	0.00%	13.07%	0.00%	79.74%
Caa以下								

5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	4.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.17%
Aa	4.73%	4.92%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.26%
A	3.58%	1.52%	12.69%	0.10%	0.82%	0.00%	0.00%	81.30%
Baa	1.37%	2.08%	6.67%	10.50%	0.00%	0.00%	0.00%	79.38%
Ba	0.59%	0.00%	0.00%	0.00%	15.13%	0.00%	0.00%	84.28%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 15: 日本の ABS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）:1994-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	65.82%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	34.07%
Aa	10.59%	76.80%	0.08%	0.00%	0.22%	0.00%	0.00%	12.32%
A	10.83%	8.47%	67.25%	1.00%	0.31%	0.00%	0.00%	12.14%
Baa	6.40%	4.88%	9.60%	62.88%	2.06%	0.84%	0.00%	13.34%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	29.17%	43.75%	4.17%	0.00%	22.92%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	39.77%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	60.06%
Aa	6.79%	56.54%	0.10%	0.00%	0.36%	0.00%	0.00%	36.20%
A	18.22%	6.66%	44.34%	1.53%	0.30%	0.00%	0.00%	28.95%
Baa	16.19%	4.70%	7.11%	37.96%	4.60%	1.53%	0.00%	27.90%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	15.00%	0.00%	0.00%	0.00%	85.00%
B								
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	20.78%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	79.04%
Aa	5.00%	32.71%	0.11%	0.00%	0.22%	0.00%	0.00%	61.96%
A	13.97%	4.64%	25.68%	1.83%	0.36%	0.00%	0.00%	53.51%
Baa	9.42%	2.56%	3.19%	15.18%	6.39%	0.96%	0.00%	62.30%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	8.46%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	91.41%
Aa	5.66%	11.54%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	82.63%
A	8.37%	0.19%	16.21%	0.96%	1.39%	0.00%	0.00%	72.88%
Baa	1.27%	0.00%	2.79%	7.11%	5.08%	0.00%	0.00%	83.76%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	2.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.95%
Aa	3.73%	1.48%	0.23%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.56%
A	0.64%	0.00%	10.31%	0.26%	2.13%	0.00%	0.00%	86.66%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	4.82%	0.00%	0.00%	0.00%	95.18%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 16: 日本の CDO の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）:1997-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	72.57%	0.17%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	27.27%
Aa	19.12%	44.50%	9.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.90%
A	7.80%	10.75%	57.37%	0.78%	0.00%	0.00%	0.00%	23.31%
Baa	2.45%	1.40%	13.90%	63.67%	0.23%	0.00%	0.00%	18.34%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	11.88%	76.24%	0.00%	0.00%	11.88%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	81.99%	8.07%	9.94%
Caa以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	45.45%	54.55%
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	47.69%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.14%
Aa	17.49%	20.37%	9.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	52.26%
A	10.22%	8.70%	24.35%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	56.74%
Baa	5.34%	3.03%	12.70%	38.67%	0.00%	0.00%	0.00%	40.26%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	9.09%	57.14%	0.00%	0.00%	33.77%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.00%	17.00%	22.00%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	24.00%	0.26%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.74%
Aa	8.54%	11.85%	2.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	77.41%
A	1.16%	1.16%	11.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	86.36%
Baa	0.96%	0.96%	7.66%	23.56%	0.00%	0.00%	0.00%	66.86%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	37.74%	0.00%	0.00%	62.26%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	55.56%	11.11%	33.33%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	14.49%	0.47%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	85.05%
Aa	5.32%	2.48%	0.71%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	91.49%
A	0.00%	0.00%	4.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	95.94%
Baa	0.00%	1.47%	6.45%	12.90%	0.00%	0.00%	0.00%	79.18%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.68%	0.00%	0.00%	90.32%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	3.97%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	96.03%
Aa	2.48%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	97.52%
A	0.00%	0.00%	0.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	99.22%
Baa	0.00%	0.00%	6.60%	2.83%	0.00%	0.00%	0.00%	90.57%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 17: 日本の CMBS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）:1999-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	76.54%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.32%
Aa	7.99%	73.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.19%
A	3.22%	2.84%	76.85%	0.03%	0.00%	0.00%	0.00%	17.05%
Baa	1.43%	0.78%	2.94%	77.52%	0.30%	0.09%	0.00%	16.93%
Ba	0.61%	0.70%	0.33%	2.01%	80.35%	0.33%	0.00%	15.68%
B	0.00%	0.00%	0.50%	4.16%	0.00%	72.55%	0.67%	22.13%
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	55.96%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	43.68%
Aa	8.12%	52.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	39.52%
A	5.66%	2.47%	55.99%	0.04%	0.00%	0.00%	0.00%	35.83%
Baa	1.84%	1.52%	3.10%	55.91%	0.56%	0.05%	0.00%	37.02%
Ba	0.88%	1.22%	0.88%	2.45%	59.55%	0.41%	0.00%	34.60%
B	0.00%	0.00%	2.37%	6.86%	0.00%	45.65%	1.06%	44.06%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	41.05%	0.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	58.43%
Aa	4.38%	36.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.26%
A	5.90%	1.07%	40.27%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	52.70%
Baa	2.45%	1.34%	2.16%	39.57%	0.72%	0.00%	0.00%	53.75%
Ba	0.86%	1.05%	0.48%	2.58%	42.27%	0.10%	0.00%	52.67%
B	0.00%	0.00%	4.11%	6.39%	0.00%	28.77%	0.46%	60.27%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	25.87%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.69%
Aa	1.53%	22.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	76.03%
A	3.31%	0.00%	27.51%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	69.18%
Baa	2.13%	0.41%	0.91%	26.26%	0.54%	0.00%	0.00%	69.75%
Ba	1.25%	1.25%	0.00%	1.11%	27.58%	0.00%	0.00%	68.80%
B	0.00%	0.00%	7.14%	1.59%	0.00%	13.49%	0.00%	77.78%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	9.60%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.40%
Aa	0.30%	7.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	92.42%
A	1.21%	0.00%	13.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	85.61%
Baa	0.79%	0.00%	0.00%	12.13%	0.00%	0.00%	0.00%	87.08%
Ba	0.69%	0.00%	0.00%	0.00%	12.70%	0.00%	0.00%	86.61%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 18: 日本の RMBS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）:1999-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	95.82%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.18%
Aa	10.17%	88.88%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.95%
A	0.99%	10.90%	85.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.38%
Baa	0.00%	0.52%	8.31%	91.16%	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以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	89.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.55%
Aa	24.86%	72.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.00%
A	4.75%	16.04%	72.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.37%
Baa	0.37%	1.85%	20.40%	77.38%	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以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	81.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.99%
Aa	34.89%	58.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.39%
A	12.85%	16.94%	58.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.30%
Baa	0.86%	4.15%	34.37%	58.89%	0.00%	0.00%	0.00%	1.73%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	69.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.66%
Aa	49.78%	44.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.06%
A	20.36%	16.14%	43.74%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	19.76%
Baa	1.49%	11.44%	46.27%	35.32%	0.00%	0.00%	0.00%	5.47%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	56.98%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	43.02%
Aa	78.40%	18.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.20%
A	26.27%	14.06%	29.95%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	29.72%
Baa	7.29%	17.81%	51.42%	13.77%	0.00%	0.00%	0.00%	9.72%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa以下								



日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

図表 19: 日本の証券化商品の1年格付け遷移行列 (付加記号付きコーホート格付けに基づく) :2008年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	WR
Aaa	763	81.3%		0.1%																			18.6%
Aa1	13		84.6%																				15.4%
Aa2	219	1.8%		87.7%																			10.5%
Aa3	24				83.3%																		16.7%
A1	16	6.3%		6.3%	6.3%	62.5%																	18.8%
A2	160	2.5%		2.5%			78.1%	1.3%		1.9%													13.8%
A3	34					2.9%		82.4%				2.9%											11.8%
Baa1	24						4.2%	8.3%	79.2%														8.3%
Baa2	143	4.2%					0.7%			73.4%		0.7%	2.8%	1.4%		1.4%							15.4%
Baa3	33										81.8%												18.2%
Ba1	19											78.9%											21.1%
Ba2	46			2.2%									80.4%	2.2%		6.5%							8.7%
Ba3	18													72.2%	5.6%		11.1%						11.1%
B1	12														66.7%								33.3%
B2	9															77.8%	11.1%		11.1%				
B3	3																66.7%		33.3%				
Caa1	0																						
Caa2	1																						100.0%
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

図表 20：日本の ABS の 1 年格付け遷移行列 (付加記号付きコーホート格付けに基づく) :2008 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	WR	
Aaa	264	66.7%																					33.3%	
Aa1	0																							
Aa2	100	3.0%		88.0%																				9.0%
Aa3	4				50.0%																			50.0%
A1	2																							100.0%
A2	31	9.7%		6.5%			45.2%	3.2%																35.5%
A3	19							78.9%				5.3%												15.8%
Baa1	0																							
Baa2	30	16.7%					3.3%			36.7%		3.3%		3.3%										36.7%
Baa3	3										66.7%													33.3%
Ba1	0																							
Ba2	3												33.3%			33.3%								33.3%
Ba3	0																							
B1	0																							
B2	1															100.0%								
B3	0																							
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

図表 21: 日本の CDO の 1 年格付け遷移行列 (付加記号付きコーホート格付けに基づく) :2008 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	WR	
Aaa	54	70.4%		1.9%																			27.8%	
Aa1	2		50.0%																					50.0%
Aa2	5			20.0%																				80.0%
Aa3	2				50.0%																			50.0%
A1	4	25.0%			25.0%	25.0%																		25.0%
A2	14			14.3%		50.0%	7.1%		7.1%															21.4%
A3	2							100.0%																
Baa1	5							40.0%	40.0%															20.0%
Baa2	8									37.5%			12.5%	12.5%										37.5%
Baa3	2										100.0%													
Ba1	0																							
Ba2	0																							
Ba3	2													100.0%										
B1	3																							100.0%
B2	1															100.0%								
B3	1																							100.0%
Caa1	0																							
Caa2	1																							100.0%
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

図表 22: 日本の CMBS の 1 年格付け遷移行列 (付加記号付きコーホート格付けに基づく) :2008 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	WR	
Aaa	208	85.6%																					14.4%	
Aa1	3		66.7%																					33.3%
Aa2	92	1.1%		88.0%																				10.9%
Aa3	3				66.7%																			33.3%
A1	5			20.0%		80.0%																		
A2	97	1.0%					88.7%			2.1%														8.2%
A3	9							88.9%																11.1%
Baa1	15						6.7%		86.7%															6.7%
Baa2	82	1.2%								82.9%			3.7%				2.4%							9.8%
Baa3	25										80.0%													20.0%
Ba1	17											76.5%												23.5%
Ba2	36			2.8%									80.6%	2.8%			5.6%							8.3%
Ba3	16													68.8%	6.3%		12.5%							12.5%
B1	9														88.9%									11.1%
B2	7															71.4%	14.3%							14.3%
B3	2																50.0%							50.0%
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2008年)

図表 23: 日本の RMBS の 1 年格付け遷移行列 (付加記号付きコーホート格付けに基づく) :2008 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	WR
Aaa	237	96.2%																					3.8%
Aa1	8		100.0%																				
Aa2	22			100.0%																			
Aa3	15				100.0%																		
A1	5					100.0%																	
A2	18						100.0%																
A3	4					25.0%		75.0%															
Baa1	4								100.0%														
Baa2	23									100.0%													
Baa3	3										100.0%												
Ba1	2											100.0%											
Ba2	7												100.0%										
Ba3	0																						
B1	0																						
B2	0																						
B3	0																						
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

当初格付けに基づく格付け遷移行列

図表 24: 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）:1994-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	82.97%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.94%
Aa	4.37%	90.53%	2.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.91%
A	2.15%	5.98%	87.80%	0.24%	0.00%	0.00%	0.00%	3.83%
Baa	1.72%	0.86%	3.45%	89.37%	0.00%	0.00%	0.00%	4.60%
Ba	0.00%	0.89%	0.00%	2.68%	92.86%	0.00%	0.00%	3.57%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	85.00%	0.00%	15.00%
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	64.68%	0.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	34.98%
Aa	12.68%	70.89%	2.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.12%
A	8.75%	7.87%	68.80%	0.87%	0.00%	0.00%	0.00%	13.70%
Baa	4.85%	2.24%	6.72%	70.52%	0.37%	0.37%	0.00%	14.93%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	3.90%	76.62%	0.00%	0.00%	19.48%
B	0.00%	0.00%	0.00%	2.86%	0.00%	54.29%	2.86%	40.00%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	44.88%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	54.80%
Aa	7.37%	55.09%	1.05%	0.00%	0.35%	0.00%	0.00%	36.14%
A	8.36%	7.64%	49.82%	1.09%	0.00%	0.00%	0.00%	33.09%
Baa	6.25%	4.33%	4.33%	49.52%	0.48%	0.48%	0.00%	34.62%
Ba	0.00%	1.85%	1.85%	1.85%	64.81%	1.85%	0.00%	27.78%
B	0.00%	0.00%	0.00%	4.17%	0.00%	33.33%	8.33%	54.17%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	25.03%	0.36%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	74.61%
Aa	5.37%	42.44%	1.46%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.73%
A	12.09%	1.86%	38.60%	1.40%	0.00%	0.00%	0.00%	46.05%
Baa	2.01%	1.34%	8.72%	40.94%	0.67%	0.00%	0.00%	46.31%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	5.56%	58.33%	0.00%	0.00%	36.11%
B	0.00%	0.00%	0.00%	7.69%	0.00%	23.08%	0.00%	69.23%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	9.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.68%
Aa	6.85%	17.81%	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	74.66%
A	7.19%	0.60%	22.75%	0.00%	1.20%	0.00%	0.00%	68.26%
Baa	3.00%	2.00%	7.00%	27.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.00%
Ba	4.00%	0.00%	0.00%	0.00%	36.00%	0.00%	0.00%	60.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa以下								
5年コーホートにおいて格付け取り下げ（WR）となった証券								
格付け取り下げ（WR）直前の格付け								
当初格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	99.46%	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1294
Aa	36.70%	55.96%	7.34%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	109
A	35.96%	9.65%	53.51%	0.88%	0.00%	0.00%	0.00%	114
Baa	16.39%	3.28%	16.39%	62.30%	1.64%	0.00%	0.00%	61
Ba	0.00%	13.33%	0.00%	6.67%	80.00%	0.00%	0.00%	15
B	0.00%	0.00%	11.11%	11.11%	0.00%	77.78%	0.00%	9
Caa以下								0

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 25: 日本の ABS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）:1994-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	78.12%	0.06%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.82%
Aa	5.00%	93.75%	0.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.63%
A	3.05%	8.40%	84.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.82%
Baa	0.00%	3.23%	9.68%	79.03%	0.00%	0.00%	0.00%	8.06%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%
B								
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	58.46%	0.32%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	41.22%
Aa	12.24%	76.87%	0.68%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10.20%
A	18.18%	6.36%	64.55%	2.73%	0.00%	0.00%	0.00%	8.18%
Baa	22.92%	6.25%	10.42%	58.33%	0.00%	0.00%	0.00%	2.08%
Ba								
B								
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	38.66%	0.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.07%
Aa	2.34%	61.72%	0.78%	0.00%	0.78%	0.00%	0.00%	34.38%
A	10.87%	10.87%	46.74%	3.26%	0.00%	0.00%	0.00%	28.26%
Baa	22.86%	8.57%	2.86%	25.71%	0.00%	2.86%	0.00%	37.14%
Ba								
B								
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	19.42%	0.28%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.30%
Aa	4.60%	37.93%	1.15%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	56.32%
A	23.08%	1.28%	21.79%	3.85%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%
Baa	10.53%	0.00%	5.26%	5.26%	0.00%	0.00%	0.00%	78.95%
Ba								
B								
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	5.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.10%
Aa	8.77%	5.26%	1.75%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	84.21%
A	5.80%	0.00%	14.49%	0.00%	2.90%	0.00%	0.00%	76.81%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%	0.00%	0.00%	0.00%	88.89%
Ba								
B								
Caa以下								
5年コーホートにおいて格付け取り下げ（WR）となった証券								
格付け取り下げ（WR）直前の格付け								
当初格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	99.58%	0.42%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1196
Aa	41.67%	58.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	48
A	50.94%	9.43%	37.74%	1.89%	0.00%	0.00%	0.00%	53
Baa	62.50%	0.00%	12.50%	25.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8
Ba								0
B								0
Caa以下								0

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 26: 日本の CDO の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）:1997-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	92.77%	1.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.02%
Aa	8.00%	56.00%	32.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.00%
A	2.44%	9.76%	80.49%	2.44%	0.00%	0.00%	0.00%	4.88%
Baa	0.00%	2.86%	11.43%	82.86%	0.00%	0.00%	0.00%	2.86%
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以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	80.60%	1.49%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	17.91%
Aa	17.39%	30.43%	30.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.74%
A	12.50%	12.50%	56.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.75%
Baa	6.45%	6.45%	16.13%	54.84%	0.00%	0.00%	0.00%	16.13%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	25.00%	50.00%	0.00%	0.00%	25.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	66.67%	16.67%	16.67%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	44.83%	1.72%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	53.45%
Aa	15.00%	10.00%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	65.00%
A	14.81%	7.41%	18.52%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.26%
Baa	11.11%	7.41%	3.70%	37.04%	0.00%	0.00%	0.00%	40.74%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	0.00%	0.00%	50.00%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	25.00%	25.00%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	25.00%	2.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	72.50%
Aa	0.00%	13.33%	13.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.33%
A	0.00%	0.00%	17.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	82.35%
Baa	0.00%	0.00%	5.26%	26.32%	0.00%	0.00%	0.00%	68.42%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	0.00%	0.00%	66.67%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	13.79%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	86.21%
Aa	7.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	92.86%
A	0.00%	0.00%	9.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.91%
Baa	0.00%	0.00%	9.09%	18.18%	0.00%	0.00%	0.00%	72.73%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
B								
Caa以下								
5年コーホートにおいて格付け取り下げ（WR）となった証券								
格付け取り下げ（WR）直前の格付け								
当初格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	96.00%	4.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25
Aa	15.38%	23.08%	61.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13
A	30.00%	30.00%	40.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	10
Baa	25.00%	0.00%	25.00%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1
B								0
Caa以下								0



日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 27: 日本の CMBS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）:1999-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	93.65%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	6.35%
Aa	4.26%	90.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.32%
A	1.93%	1.45%	92.27%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.35%
Baa	2.84%	0.00%	0.47%	92.42%	0.00%	0.00%	0.00%	4.27%
Ba	0.00%	1.02%	0.00%	3.06%	91.84%	0.00%	0.00%	4.08%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	87.10%	0.00%	12.90%
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	76.19%	0.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.38%
Aa	14.00%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	19.33%
A	3.55%	5.33%	72.19%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	18.93%
Baa	0.00%	0.64%	3.21%	73.72%	0.64%	0.64%	0.00%	21.15%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	3.08%	75.38%	0.00%	0.00%	21.54%
B	0.00%	0.00%	0.00%	3.85%	0.00%	57.69%	0.00%	38.46%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	61.14%	0.57%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.29%
Aa	10.74%	51.24%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.02%
A	6.77%	3.76%	53.38%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	36.09%
Baa	1.65%	3.31%	2.48%	52.89%	0.83%	0.00%	0.00%	38.84%
Ba	0.00%	2.33%	2.33%	2.33%	60.47%	2.33%	0.00%	30.23%
B	0.00%	0.00%	0.00%	5.88%	0.00%	35.29%	5.88%	52.94%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	50.41%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	48.78%
Aa	4.35%	47.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	47.83%
A	7.00%	0.00%	48.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	45.00%
Baa	1.10%	2.20%	4.40%	47.25%	1.10%	0.00%	0.00%	43.96%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	7.14%	53.57%	0.00%	0.00%	39.29%
B	0.00%	0.00%	0.00%	11.11%	0.00%	22.22%	0.00%	66.67%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	25.61%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	74.39%
Aa	2.90%	27.54%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	69.57%
A	5.48%	0.00%	27.40%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	67.12%
Baa	4.62%	0.00%	0.00%	27.69%	0.00%	0.00%	0.00%	67.69%
Ba	4.76%	0.00%	0.00%	0.00%	28.57%	0.00%	0.00%	66.67%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
Caa以下								
5年コーホートにおいて格付け取り下げ（WR）となった証券								
格付け取り下げ（WR）直前の格付け								
当初格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	98.36%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61
Aa	37.50%	62.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	48
A	22.45%	6.12%	71.43%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	49
Baa	6.82%	4.55%	15.91%	70.45%	2.27%	0.00%	0.00%	44
Ba	0.00%	14.29%	0.00%	0.00%	85.71%	0.00%	0.00%	14
B	0.00%	0.00%	16.67%	16.67%	0.00%	66.67%	0.00%	6
Caa以下								0

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

図表 28: 日本の RMBS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）:1999-2008年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	98.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.20%
Aa	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	17.95%	82.05%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	2.56%	97.44%	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以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	96.84%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.16%
Aa	3.70%	96.30%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	21.88%	78.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.00%	0.00%	9.38%	90.63%	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以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	94.03%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.97%
Aa	12.50%	87.50%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	0.00%	17.39%	78.26%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.35%
Baa	0.00%	0.00%	16.67%	83.33%	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以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	87.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.82%
Aa	27.27%	72.73%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	5.00%	15.00%	75.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.00%
Baa	0.00%	0.00%	36.84%	63.16%	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以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	73.33%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.67%
Aa	33.33%	66.67%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	28.57%	7.14%	50.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.29%
Baa	0.00%	14.29%	42.86%	42.86%	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以下								
5年コーホートにおいて格付け取り下げ（WR）となった証券								
格付け取り下げ（WR）直前の格付け								
当初格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12
Aa								0
A	0.00%	0.00%	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2
Baa								0
Ba								0
B								0
Caa以下								0

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

## 関連リサーチ

## 格付け遷移分析：

- 「日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）」2008年3月発行
- 「日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2006年）」2007年3月発行
- 「日本における証券化商品の格付遷移（1998-2005年）」2006年4月発行
- 「日本における証券化商品の格付遷移（1998-2004年）」2005年4月発行
- 「日本における証券化商品の格付遷移（1998-2003年）」2004年4月発行
- Structured Finance Rating Transitions: 1983-2008, March 2009
- EMEA Structured Finance Rating Transitions: 1983-2007, March 2008
- Asia-Pacific (ex-Japan) Structured Finance Rating Transitions: 1990-2008, March 2009
- Short-Term Corporate and Structured Finance Rating Transition Rates, July 2007

## デフォルト率、損失率、パフォーマンスの分析：

- Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2007, July 2008（日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率（1983-2006年）」2008年7月発行）
- Measuring Loss-Given-Default for Structured Finance Securities: An Update, December 2006
- The Performance of Structured Finance Ratings: Mid-Year 2008 Report, November 2008
- Guide to Moody's Default Research: October 2008 Update, November 2008

## 日本の証券化市場：

- 「日本の証券化市場：2008年の概観と2009年の見通し」2009年1月発行
- 「日本のABS市場：2008年4Q（10-12月期）のマーケットレビュー（2008年の概観と2009年の見通し）」2009年2月発行
- 「2008年の日本のCDO市場回顧と今後の見通し」2009年3月発行
- 「日本のCMBS市場：2008年の概観と2009年の見通し」2009年2月発行
- 「日本のRMBS市場：2008年の概観と2009年の見通し」2009年1月発行
- 「日本のABCP市場：2008年の概観と2009年の見通し」2009年2月発行
- 「日本のCMBSマーケットアップデート」2008年5月発行
- 「日本のCMBSマーケットアップデート（その2）- 初のローンデフォルトで試される回収パフォーマンス」2008年7月発行
- 「日本のCMBSマーケットアップデート（その3）- 流動性の縮小が延滞債権の増加を招く」2008年11月発行

## 日本の証券化市場のパフォーマンス動向：

- 「日本のABSパフォーマンスインデックス：日本のオートローン、個品割賦、カードショッピング、カードキャッシングおよび消費者金融に関するインデックスのアップデート」2008年12月発行
- 「日本のCMBSにおける期限前返済及びデファイゼンスの動向-2008年9月版」2008年12月発行
- 「日本のRMBSパフォーマンスインデックス：日本の住宅ローンに関するインデックスのアップデート」2008年12月発行

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2008年）

Report Number: SF303

## 著者

沢田 啓子

## プロダクション・アソシエイト

高瀬 美紀

著作権表示 ©2009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、編纂、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、もしくはそれらに関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、役職員、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の表明であり、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関係の存在、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。



Moody's Japan K.K.