

2008年3月

目次

要約	1
2007年の格付け遷移の概観	2
セクター別格付け遷移分析	7
ABS	7
CDO	9
CMBS	11
RMBS	13
付録Ⅰ：データ選定基準と用語解説	15
付録Ⅱ：調査方法	18
付録Ⅲ：複数年の格付け遷移行列	19
関連リサーチ	39

コンタクト先

東京 03-5408-4100

増岡 三輝
VP シニア・クレジット・オフィサー石原 俊介
マネージング・ディレクター沢田 啓子
マネージング・ディレクター
チーフ・クレジット・オフィサー

New York +1.212.553.1653

Julia Tung
Vice President - Senior Credit OfficerRichard Cantor
Team Managing DirectorNicolas Weill
Group Managing Director

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2007年)

Japanese Structured Finance Rating Transitions: 1994-2007

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5回目の年次分析であり、2007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。

要約

- 2007年の日本の証券化商品は、格上げ率および格下げ率ともに過去平均を上回った。セクター別に見た場合、CMBSおよびRMBSの各セクターにおいて昨年に引き続き良好なトレンドを維持しているものの、ABSおよびCDOの各セクターでは格下げ率が過去平均を上回った。
- 日本の証券化商品は世界の証券化商品に比べ、平均的に格下げ率が低く格上げ率が高い。
- 2007年の証券化商品の格付け変更については、9件が格下げとなり、104件が格上げとなった。
- 格下げはABSおよびCDOの各セクターで見られた。ABSセクターの7件の格下げについては、いずれも消費者金融債権ABSに対するもので、ムーディーズが過払金返還請求に関するリスク量を見直したことを背景としている。一方、CDOセクターの2件の格下げについては、中小企業CDO(SME CDO)2案件に対するもので、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いるが、格下げされたトランシェはいずれも、オリジネーターが自ら保有する当初格付けがシングルB格以下の劣後受益権であり、各取引の他のトランシェについては現在まで格下げは行われていない。
- 日本の証券化商品で、米国のサブプライムローンやその証券化商品、あるいは米国の住宅ローン会社向けのエクスポージャーを組み入れたものは存在しない。このため、日本の証券化商品で、米国サブプライム問題の影響を直接的に受けた案件はない。
- 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。



日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007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
（2007年、2006年、2000~2007年の平均）¹

	12ヶ月格下げ率			12ヶ月格上げ率		
	2007年	2006年	2000-2007年	2007年	2006年	2000-2007年
日本の証券化商品	0.4%	0.1%	0.3%	6.0%	5.7%	4.9%
ABS	0.7%	0.0%	0.1%	2.8%	2.3%	2.7%
CDOs	1.6%	0.8%	0.4%	19.0%	19.3%	14.8%
CMBS	0.0%	0.0%	0.8%	7.6%	8.4%	7.1%
RMBS	0.0%	0.0%	0.2%	5.6%	5.4%	7.6%
世界の証券化商品	7.4%	1.2%	2.7%	2.2%	3.6%	2.6%

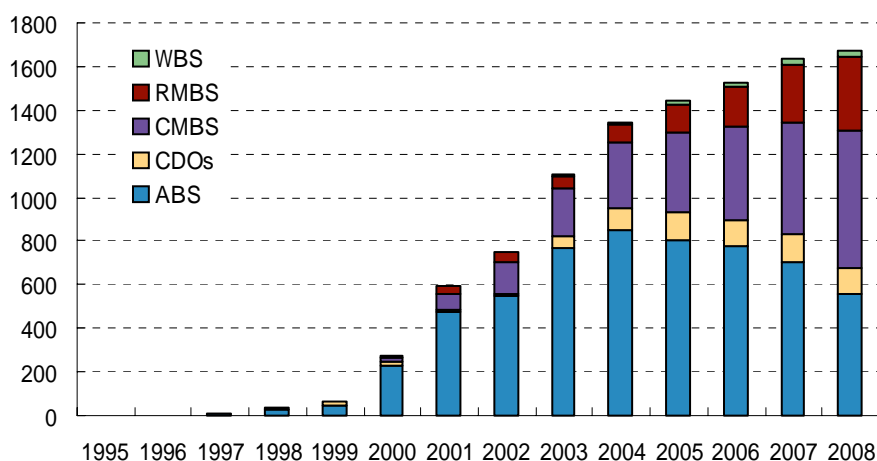
2007年の格付け遷移の概観

2007年の日本の証券化商品の格付け遷移は、格上げ率および格下げ率ともに過去平均を上回った。セクター別に見た場合、CMBS および RMBS の各セクターにおいて昨年に引き続き良好なトレンドを維持している一方、ABS および CDO の各セクターでは格下げ率が過去平均を上回った。

本章では、ABS、CDO、CMBS、RMBS、WBS 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、REIT、主に海外銘柄を参照する CDO は分析対象から除外する。各セクター（これまでに格付け変更が発生していない WBS を除く）における格付け遷移については、本稿の後半で説明する。また、複数年にわたる格付け遷移行列は付録に掲載した。なお、今回の調査からデータ選定基準を変更し、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（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、インタレスト・オンリー・トランシェ（IO トランシェ）を対象に含めた。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することにした。データ選定基準と調査方法の詳細については、付録を参照されたい。

日本の証券化商品の格付け総数は、1995年年初にはわずか2件であったが、2007年年初には1,637件となった（図表2参照）。

図表 2：年初時点の格付け数

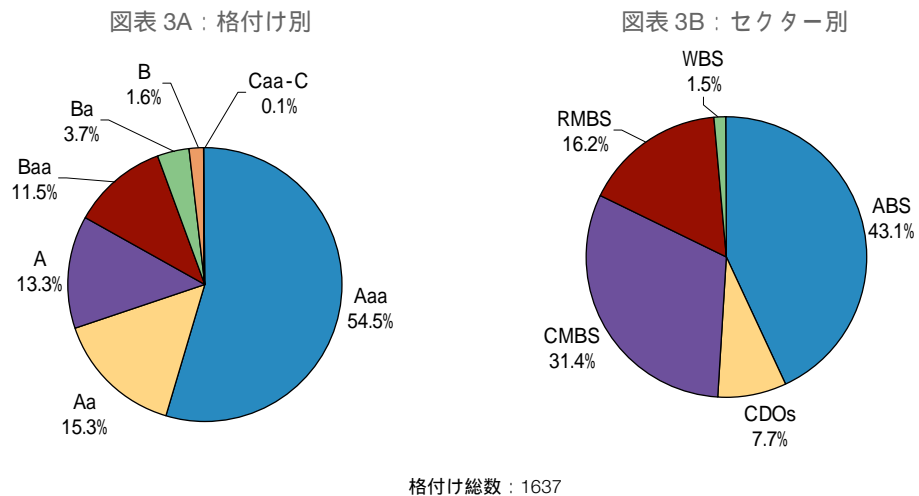


2007年年初における1,637件の格付けのうち94.6%は投資適格等級であり、Aaaが54.5%を占めた（図表3A参照）。セクター別構成では、ABS（43.1%）とCMBS（31.4%）が多くを占め、続いてRMBS（16.2%）、CDO（7.7%）、WBS（1.5%）となっている（図表3B参照）。

1. 本稿で使用される用語の定義は、付録の用語解説を参照。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 3：格付けの構成（2007年1月1日時点）

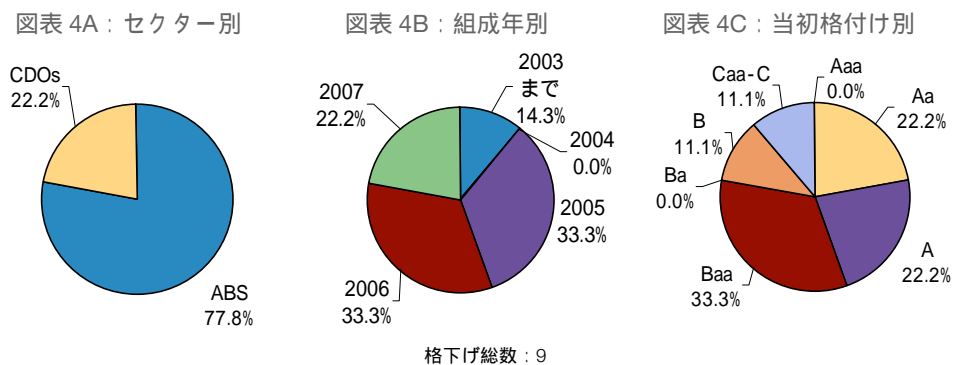


格付け変更に関しては、2007年を通じて、9件が格下げとなり、104件が格上げとなった。

格下げはABSおよびCDOの各セクターで見られた（図表 4A 参照）。組成年別では、2007年（22.2%）、2006年（33.3%）および2005年（33.3%）が格下げ総数の約89%を占めた（図表 4B 参照）。一方、当初格付け別では、AaaとBaを除き分散した（図表 4C 参照）。ABSセクターの7件の格下げについては、いずれも消費者金融債権ABSに対するもので、後述するように、ムーディーズが過払金返還請求に関するリスク量を見直したことを背景としている²。一方、CDOセクターの2件の格下げについては、中小企業CDO（SME CDO）2案件に対するもので、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いるが、格下げされたトランシェはいずれも、オリジネーターが自ら保有する当初格付けがシングルB格以下の劣後受益権であり、各取引の他のトランシェについては現在まで格下げは行われていない。

なお、日本の証券化商品で、米国のサブプライムローンやその証券化商品、あるいは米国の住宅ローン会社向けのエクスポージャーを組み入れたものは存在しない³。このため、日本の証券化商品で、米国サブプライム問題の影響を直接的に受けた案件はない。

図表 4：2007年における格下げの構成

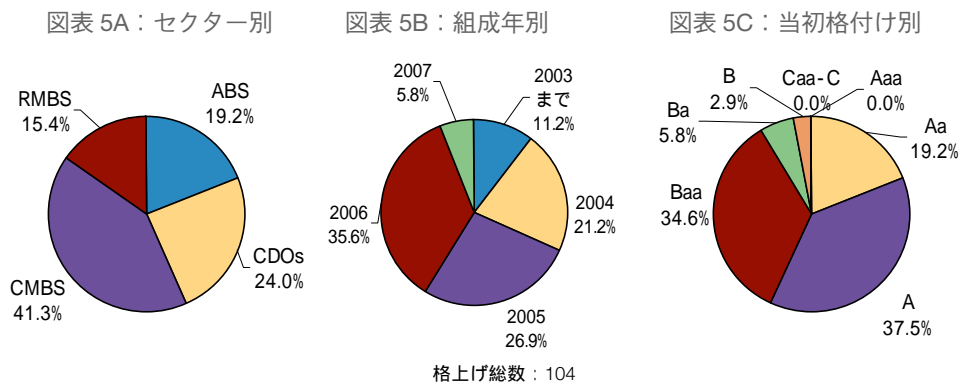


2. ムーディーズ・プレスリリース、「ムーディーズ、日本の消費者金融債権を裏付けとする複数のABSの格付けを格下げ方向で見直し」（2007年11月14日）、および、ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の消費者金融債権ABS：過払金返還請求リスク - そのリスク量の拡大」2007年11月発行、などを参照。
 3. ムーディーズ・スペシャルレポート、「米サブプライムローン問題は日本の証券化市場に影響を及ぼすか」2007年9月発行、を参照。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

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 CMBS (41.3%) が最も高く、続いて CDO (24.0%)、ABS (19.2%)、RMBS (15.4%) となった（図表 5A 参照）。また、2006 年か 2005 年に組成されたものや、当初格付けが Baa か A 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、信用補完レベルが高まったことに起因するものが多いが、一部の CDO や RMBS の格上げについては、保証会社など関係当事者あるいは担保資産の信用力の影響を受ける案件において当該関係当事者または担保資産が格上げとなったことに起因している。

図表 5：2007 年における格上げの構成



12ヶ月格下げ率は 2006 年の 0.07% から 2007 年の 0.43% へと上昇し、過去平均である 0.30% を上回った。（図表 6A 参照）。一方、格上げ率は 5.69% から 5.99% に上昇し、過去平均である 4.92% に比べ高い水準が続いている。

平均格下げノッチ数は 5.43 ノッチと、前年の 2.00 ノッチおよび過去平均である 2.58 ノッチを上回った（図表 6B 参照）。一方、平均格上げノッチ数は 2.86 ノッチと、前年の 3.63 ノッチおよび過去平均である 2.97 ノッチを下回った。

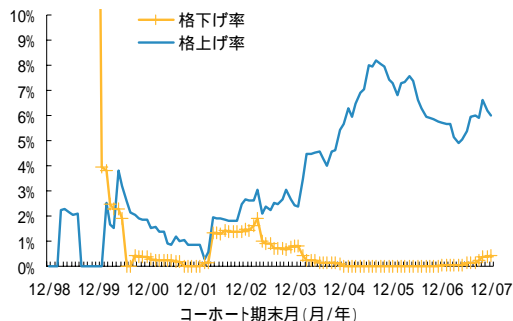
フォールン・エンジェル率（投資適格等級の格付けが 12ヶ月の間に投機的等級に格下げされる割合）および Aaa 格下げ率は、2004 年以降 0 で推移したが、フォールン・エンジェル率は 2007 年に 0.26% となった（図表 6C 参照）。

図表 6D は、1994 年から 2007 年までに発行された証券化商品について、当初格付けと 2007 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 は非常に安定しており、これまでの累積格下げ率は 0.12% となっている。また、当初格付けが Aa または A で格下げとなった取引の多くは、ローン・パーティシペーションを利用した CLO 取引であり、後述するように、裏付け貸付債権プールのパフォーマンス悪化を理由として格下げとなったのではない。

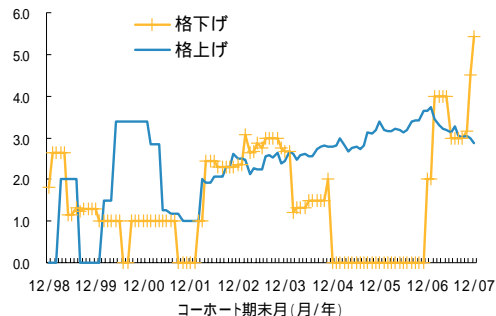
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 6：日本の証券化商品の格付け遷移の傾向

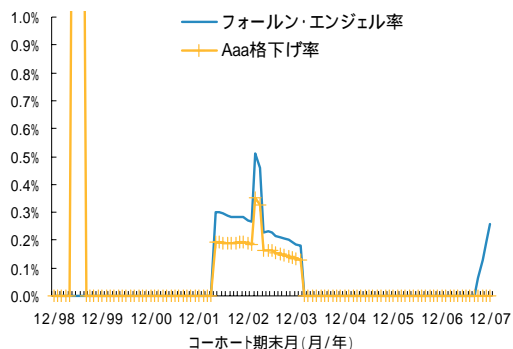
図表 6A：格上げ率と格下げ率



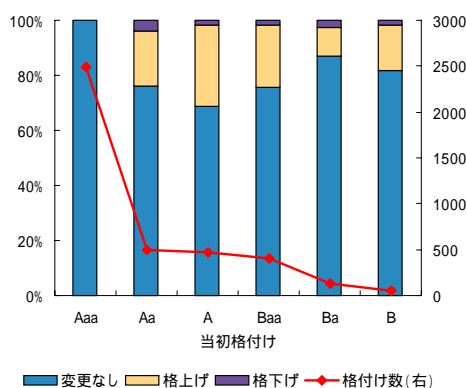
図表 6B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



図表 6C：フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 6D：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率



図表 6E：格付け遷移の概要

	2007	2006	2000-2007	(1998-2007)
格下げ率	0.43%	0.07%	0.30%	0.48%
格上げ率	5.99%	5.69%	4.92%	4.84%
格下げ対格上げ比率	0.07	0.01	0.06	0.10
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	2.32%	0.13%	0.76%	1.05%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	17.10%	20.68%	14.63%	14.39%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.14	0.01	0.05	0.07
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	14.78%	20.55%	13.86%	13.34%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	19.43%	20.81%	15.39%	15.43%
安定率	93.59%	94.24%	94.78%	94.68%
平均格下げノッチ数	5.43	2.00	2.58	2.19
平均格上げノッチ数	2.86	3.63	2.97	2.97

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表7は、日本の証券化商品の2007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7：日本の証券化商品の12ヶ月格付け遷移行列

		2007年						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下
Aaa		100.00%						
Aa		8.80%	90.40%		0.40%	0.40%		
A		6.91%	8.76%	83.87%		0.46%		
Baa		3.17%	0.53%	3.70%	91.53%		1.06%	
Ba			1.64%		4.92%	93.44%		
B							96.30%	3.70%
Caa以下								100.00%

		1998-2007年平均						
		Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下
Aaa		99.96%	0.04%					
Aa		12.32%	86.95%	0.71%	0.01%	0.02%		
A		6.31%	6.71%	86.59%	0.28%	0.11%		
Baa		2.11%	1.58%	6.51%	89.29%	0.33%	0.18%	
Ba		1.31%	1.04%	0.77%	2.79%	93.56%	0.54%	
B		1.06%	0.53%	2.53%	4.79%	2.26%	87.37%	1.46%
Caa以下								100.00%

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

セクター別格付け遷移分析

ABS

2007年年初における706件のABSの格付けのうち、7件が格下げとなり、20件が格上げとなった。

格下げは、いずれも消費者金融債権ABSに対するもので、その多くはムーディーズによる過払金返還請求に関するリスク量の見直しを反映している⁴。この背景には、昨今の消費者金融業界をとりまく以下のような環境の変化があった⁵。

- グレーゾーン金利⁶に関連する最高裁判所の一連の判決や、過払金返還請求⁷に対する認知が広まったことなどを背景に、過払金返還請求が特に2006年頃から急拡大した。
- 貸金業法（貸金業の規制等に関する法律）の改正（2006年12月成立）により、2009年12月を目処にグレーゾーン金利は完全に撤廃されることになり、同時に総量規制など新たな規制が盛り込まれた。
- 貸金業法の改正を受け、多くの消費者金融会社では、与信基準の厳格化、融資限度額の引き下げ、一部または全ての債務者に対する追加貸出の停止を実施した。これらは、特に多重多額債務性の強い債権プールにおいて、債務者の支払能力・支払意欲の低下をもたらす、債権プールのパフォーマンスに悪影響を及ぼした可能性が高い。
- また、多くの消費者金融会社では、上限金利引き下げ後のビジネスモデルを見据え、店舗の統廃合や人員の削減など何らかのリストラクチャリングを行ったが、これもサービシング能力の低下を通じて、債権プールのパフォーマンスに悪影響を及ぼした可能性がある。
- 過払金返還請求の増加、ならびに、債権プールのパフォーマンス悪化は、多くの消費者金融会社の資金繰りを圧迫した。
- 2007年9月には消費者金融債権ABSのオリジネーターである株式会社クレディアが民事再生手続開始を申し立てた。これを契機に、過払金返還請求リスク（過払金返還請求が直接受託者あるいは信託財産に対して行われるリスク）が、民事再生手続における過払金返還請求権に対する取扱いとの関係でクローズアップされた。このような状況において、現在、当該民事再生手続の帰趨ならびに関係当事者の対応が注目されている。

一方、格上げは、クレジットカード債権、オートローン債権、個品割賦債権などのアセット・タイプで見られ、主に信用補完レベルが高まったことに起因する。

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8参照）。

- 12ヶ月格上げ率は2006年の2.33%から2007年の2.83%へと上昇し、過去平均である2.73%を上回った。一方、格下げ率は2006年の0.00%から2007年の0.71%へと上昇し、過去平均である0.11%を上回った。
- 平均格上げノッチ数は、2007年に3.40ノッチと前年に比べ0.23ノッチ拡大し、過去平均の3.10を上回っている。平均格下げノッチ数は、2007年に6.80ノッチと上昇し、過去平均の2.12より高くなった。

4. ムーディーズ・プレスリリース、「ムーディーズ、日本の消費者金融債権を裏付けとする複数のABSの格付けを格下げ方向で見直し」（2007年11月14日）、および、ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の消費者金融債権ABS：過払金返還請求リスク-そのリスク量の拡大」2007年11月発行、などを参照。

5. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の消費者金融債権ABSについて（シリーズ3：貸金業法改正と消費者金融債権ABSのパフォーマンス動向およびモニタリングにおける留意点について）」2007年3月発行、「日本のABS市場：2007年4Q（10-12月期）のマーケットレビュー（2007年の概観と2008年の見通し）」2008年2月発行、「日本のABSパフォーマンスインデックス：日本のリース、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」2007年12月発行、を参照。

6. グレーゾーン金利とは、利息制限法で定められている上限金利より高く、出資法上の上限金利の範囲内の金利のことをいう。貸金業者がグレーゾーン金利を債務者からの任意の支払いとして受け取るためには、一定の条件を満たした領収書を発行すること等が貸金業法で求められている。

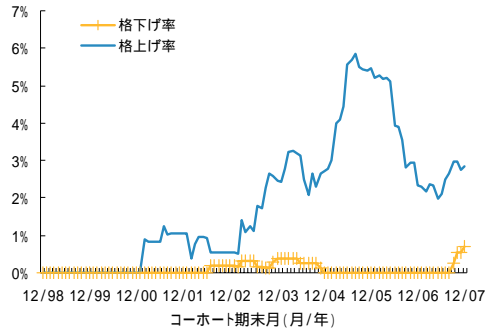
7. 過払金返還請求とは、債務者が貸金業者に対し、過去に支払った金利のうち利息制限法の上限金利を超える部分についてこれを元本に充当した結果、引き直し計算後の元本部分がゼロとなった以降に、さらに元金として支払った金銭（過払金）の返還を請求することをいう。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

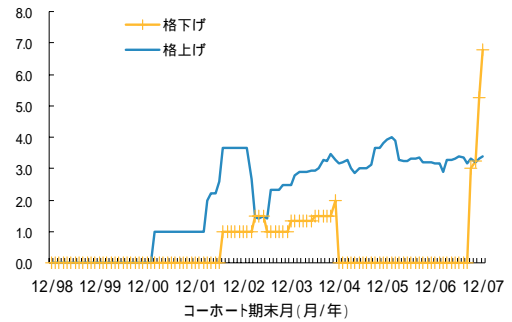
- Aaa格下げ率はこれまでのところ0であるものの、フォールン・エンジェル率は0.57%となった。
- 全ての当初格付けにおいて、累積格上げ率は累積格下げ率を上回っている。

図表 8：日本の ABS の格付け遷移の傾向

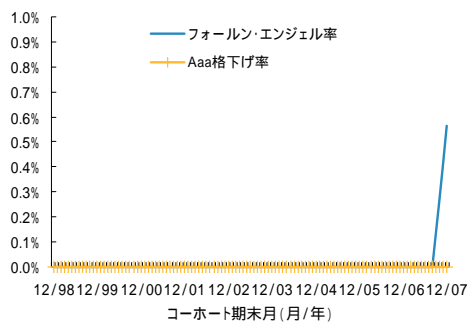
図表 8A：格上げ率と格下げ率



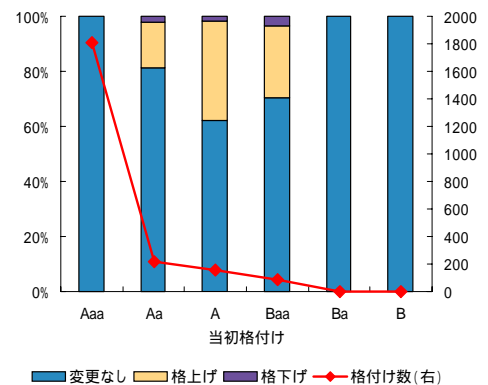
図表 8B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



図表 8C：フォールン・エンジェル率と Aaa 格下げ率



図表 8D：当初格付け別累積格上げ率と累積格下げ率



図表 8E：格付け遷移の概要

	2007	2006	2000-2007	(1998-2007)
格下げ率	0.71%	0.00%	0.11%	0.11%
格上げ率	2.83%	2.33%	2.73%	2.64%
格下げ対格上げ比率	0.25	0.00	0.04	0.04
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	4.82%	0.00%	0.24%	0.23%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	9.63%	7.37%	8.47%	8.18%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.50	0.00	0.03	0.03
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	4.82%	7.37%	8.22%	7.94%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	14.45%	7.37%	8.71%	8.41%
安定率	96.46%	97.67%	97.16%	97.25%
平均格下げノッチ数	6.80	-	2.12	2.12
平均格上げノッチ数	3.40	3.17	3.10	3.10

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

CDO

2007年年初における126件のCDOの格付けのうち、2件が格下げとなり、25件が格上げとなった。格下げは、中小企業CDO(SME CDO)2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いるが、格下げとなったトランシェはいずれも、オリジネーターが自ら保有する当初格付けがシングルB格以下の劣後受益権であり、各取引の他のトランシェについては現在まで格下げは行われていない⁸。なお、日本のCDOで、米国のサブプライムローンやその証券化商品、あるいは米国の住宅ローン会社向けのエクスポージャーを組み入れたものは存在しない。このため、日本のCDOで、米国サブプライム問題の影響を直接的に受けた案件はない⁹。

一方、格上げについては、再証券化取引(SF CDO)、不良債権CLO(SPL CLO)、中小企業CDO(SME CDO)、その他のバランスシート型CDO、アービトラージ・シンセティックCDOなど、すべてのタイプの取引において見られた。

再証券化取引(SF CDO)の格上げは、発行代り金預入銀行の格上げに伴うものである。不良債権CLO(SPL CLO)の格上げは、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完レベルが高まったことが主な理由となっている。中小企業CDO(SME CDO)の格上げの要因は、裏付け債権プールのデフォルト率がムーディーズの予想と同程度、あるいは下回ったこと、裏付けとなる貸付に保証が付されているいくつかの取引で、保証者の信用力に対する評価が向上したこと、上位トランシェの償還や現金準備金の積み上がりにより当該トランシェの信用補完水準が上昇したこと、などが挙げられる。その他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。また、アービトラージ・シンセティックCDOの格上げは、担保資産等の格上げに起因するものであった¹⁰。

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9参照）。

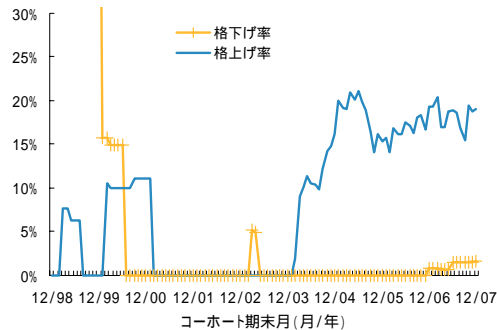
- 12ヶ月格上げ率は2006年の19.33%から2007年の19.05%へとやや低下したが、過去平均である14.83%を上回っている。一方、格下げ率は2006年の0.84%から2007年の1.59%へと上昇し、過去平均である0.36%を上回っている。
- 平均格上げノッチ数は、2007年に2.13ノッチと前年に比べ1.83ノッチ縮小し、過去平均の2.94を下回った。一方、平均格下げノッチ数は、2007年は前年と同じ2.00ノッチとなり、過去平均の2.82を下回っている。
- Aaa格下げ率は1999年以降0で推移しており、フォールン・エンジェル率はこれまでのところ0である。
- 当初格付けがAaまたはAの取引は累積格下げ率がかなり高いが、これらのほとんどはローン・パーティシペーションを利用した取引である。これらの取引は、1998年から1999年の日本の金融危機における邦銀の相次ぐ格下げに伴い、当該オリジネーター銀行の格付けの影響を受けて格下げとなった¹¹のであり、裏付け貸付債権プールのパフォーマンス悪化を理由として格下げとなったのではない。

8. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の中小企業CLO/CBOのパフォーマンス動向アップデート」2007年2月発行、「日本の中小企業CDOの格付け安定性とモニタリング実務」2007年11月発行、を参照。
 9. ムーディーズ・スペシャルレポート、「米サブプライムローン問題は日本の証券化市場に影響を及ぼすか」2007年9月発行、を参照。
 10. ムーディーズ・スペシャルレポート、「2007年の日本のCDO市場回顧と今後の見通し」2008年2月発行、を参照。
 11. ローン・パーティシペーション契約では、オリジネーター銀行はSPCに対し、サイレント方式で（債務者に通知せずに）貸付債権ポートフォリオを譲渡する。すなわち、貸付債権に対するSPCの権利は債務者対抗要件および第三者対抗要件を備えていない。日本では、オリジネーター銀行が対抗要件具備手続きを終了する前に突然倒産した場合、SPCは銀行に対する一般債権者と同じ地位におかれてしまう。このため、このようなCLOの格付けは、オリジネーター銀行の信用力から完全に切り離されているわけではない。

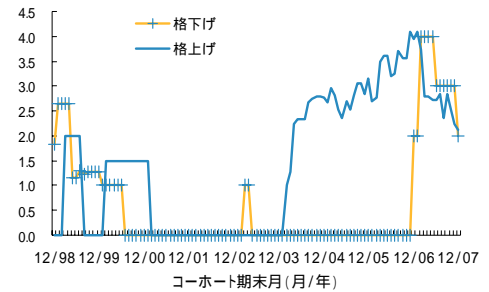
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表9：日本のCDOの格付け遷移の傾向

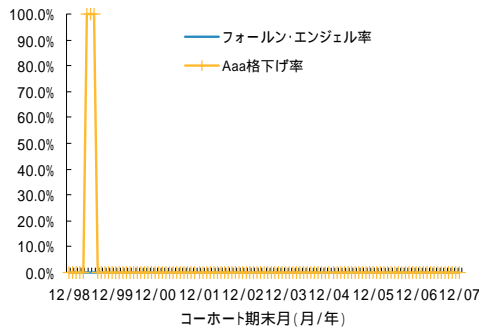
図表9A：格上げ率と格下げ率



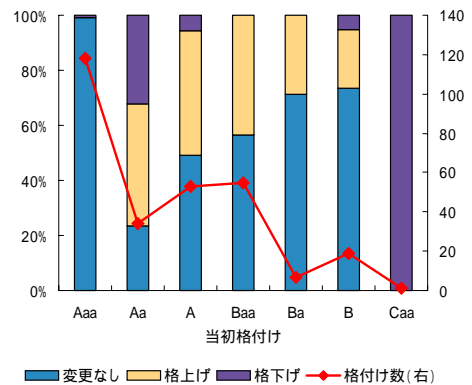
図表9B：平均格上げ（格下げ）ノッチ数



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

	2007	2006	2000-2007	(1998-2007)
格下げ率	1.59%	0.84%	0.36%	3.12%
格上げ率	19.05%	19.33%	14.83%	14.27%
格下げ対格上げ比率	0.08	0.04	0.02	0.22
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	3.17%	1.68%	1.02%	5.40%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	40.48%	76.47%	43.65%	41.50%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.08	0.02	0.02	0.13
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	37.30%	74.79%	42.63%	36.10%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	43.65%	78.15%	44.66%	46.90%
安定率	79.37%	79.83%	84.81%	82.60%
平均格下げノッチ数	2.00	2.00	2.82	1.73
平均格上げノッチ数	2.13	3.96	2.94	2.91

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

CMBS

2007年年初における514件のCMBSの格付けのうち、43件が格上げとなったが、格下げは見られなかった。格上げは、シングルボロワー案件、マルチボロワー案件、売却型案件など、すべてのタイプの取引において見られた。

シングルボロワー案件の格上げは、担保不動産信託受益権の一部売却に伴う信用補完水準の向上に起因するもの、またはSPCレベルにおける留保金の積み上がりにより流動性補完がより確実になったことに起因するものであった。マルチボロワー案件の格上げは、裏付けローンの期限前または満期返済、あるいはデファイザンスに伴う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、信用補完水準の向上に起因するものであった。また、売却型案件の格上げは、裏付け不動産の売却進捗に伴う、信用補完水準の向上に起因するものであった¹²。

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10参照）。

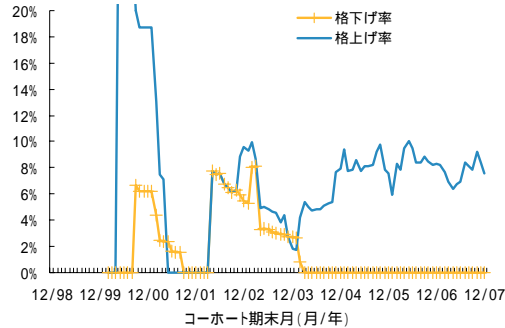
- 12ヶ月格上げ率は2006年の8.35%から2007年の7.59%へと低下したが、過去平均である7.11%よりも高い。一方、2007年の格下げ率は前年に続き0.0%である。
- 平均格上げノッチ数は、2007年に3.51ノッチと前年に比べ0.80ノッチ縮小したが、過去平均である3.32を上回った。
- フォールン・エンジェル率およびAaa格下げ率は、2004年以降0で推移している。
- このセクターで格下げとなったのは、これまでのところ2001年以前に組成された取引だけである。これらの多くは、株式会社マイカルの店舗を裏付けとするセール&リースバック型案件であり、オリジネーター、レシー、テナントを兼ねたマイカルの倒産の影響を受けて格下げとなった。

12. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本のCMBS市場：2007年の概観と2008年の見通し」2008年2月発行、「日本における売却型CMBSの回収実績 - 2007年3月版」2008年1月発行、「日本のCMBSにおける期限前返済及びデファイザンスの動向 - 2007年3月版」2007年6月発行、を参照。

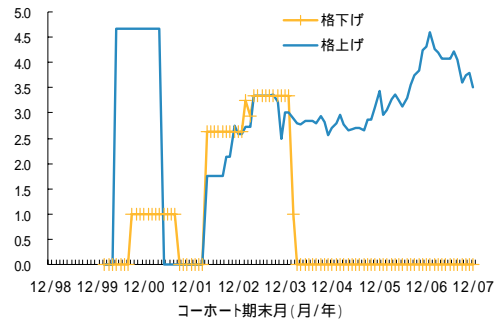
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 10：日本の CMBS の格付け遷移の傾向

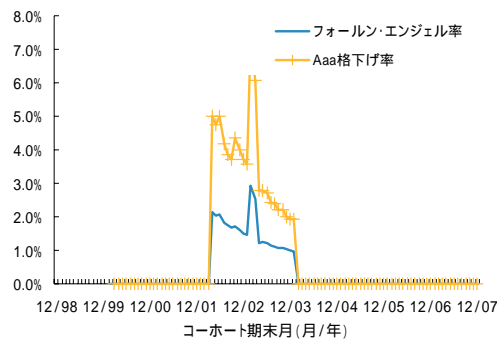
図表 10A：格上げ率と格下げ率



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

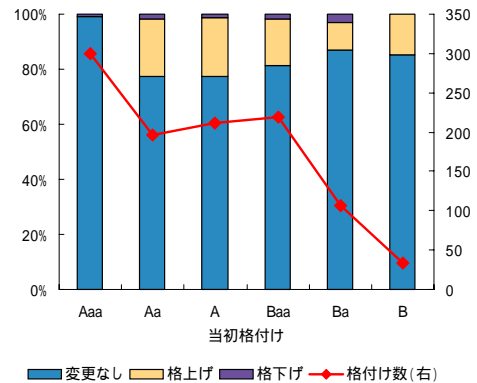


図 10E：格付け遷移の概要

	2007	2006	2000-2007
格下げ率	0.00%	0.00%	0.80%
格上げ率	7.59%	8.35%	7.11%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.11
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.00%	0.00%	2.27%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	26.65%	35.96%	23.58%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.00	0.00	0.10
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	26.65%	35.96%	21.31%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	26.65%	35.96%	25.86%
安定率	92.41%	91.65%	92.08%
平均格下げノッチ数	-	-	2.83
平均格上げノッチ数	3.51	4.31	3.32

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

RMBS

2007年年初における266件のRMBSの格付けのうち、16件が格上げとなったが、格下げは見られなかった。格上げについては、信用補完レベルが高まったこと、あるいは、保証会社など関係当事者の信用力の影響を受ける取引において当該関係当事者が格上げとなったことに起因するものであった。

日本のRMBSの証券化プールにおいて、グロスロス率や延滞比率は、2007年を通して安定的に推移した¹³。日本の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、信用力の低い個人に対して担保不動産に依存して融資された米国のサブプライムローンとの類似性は低い。このため、日本のRMBSのパフォーマンスは、米国サブプライム問題の影響を直接的には受けていないと言える¹⁴。

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11参照）。

- 12ヶ月格上げ率は2006年の5.38%から2007年の5.64%へと上昇したが、過去平均である7.65%よりも低い。一方、2007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、2007年に1.60ノッチと前年に比べ0.30ノッチ拡大したが、過去平均である1.78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、2007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。

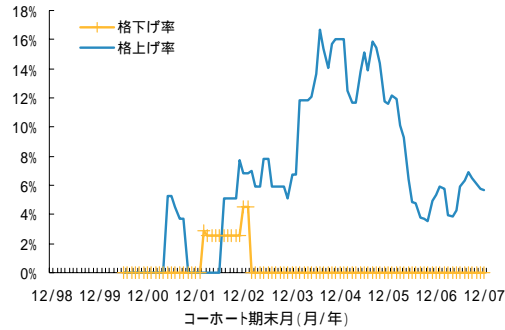
13. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本のRMBS市場：2007年の概観と2008年の見通し」2008年1月発行、「日本のRMBSパフォーマンスインデックス：日本の住宅ローンに関するインデックスのアップデート」2007年12月発行、を参照。

14. ムーディーズ・スペシャルレポート、「米サブプライムローン問題は日本の証券化市場に影響を及ぼすか」2007年9月発行、を参照。

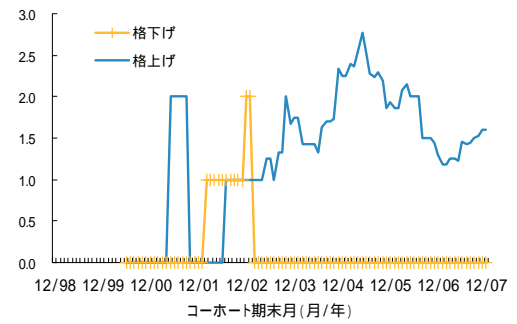
日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 11：日本のRMBSの格付け遷移の傾向

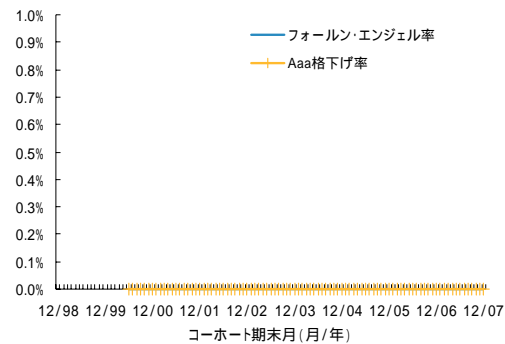
図表 11A：格上げ率と格下げ率



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

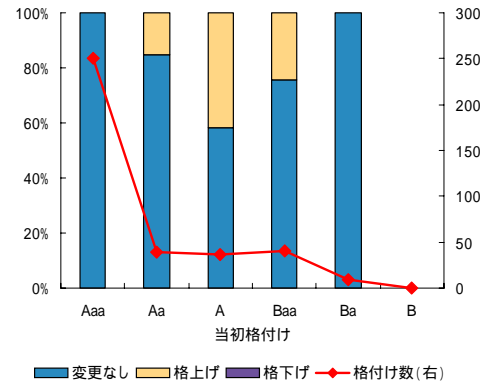


図 11E：格付け遷移の概要

	2007	2006	2000-2007
格下げ率	0.00%	0.00%	0.18%
格上げ率	5.64%	5.38%	7.65%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.02
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.00%	0.00%	0.23%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	9.02%	6.99%	13.61%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.00	0.00	0.02
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	9.02%	6.99%	13.38%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	9.02%	6.99%	13.84%
安定率	94.36%	94.62%	92.17%
平均格下げノッチ数	-	-	1.29
平均格上げノッチ数	1.60	1.30	1.78

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007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、1994年から2007年までの日本の証券化商品全ての格付けを対象とし、以下のよう
な基準でデータを選定した。

- 公表格付けか非公表格付けかを問わず¹⁵、ムーディーズによる長期債務格付けを取得していた証券（ノート、ボンド、受益権、ローンなど）を対象とし、短期格付け、予備格付け、条件付格付けは除外した。
- 別の単一の格付けに連動することが多いパッケージ債は除外し、不動産投資信託(REIT)も除外した。
- 日本の裏付け資産に重点を置いているため、主に海外銘柄を参照するCDOは除外した。

今回のデータは、これまでの年次分析で使用したデータより拡張されており、

- インタレスト・オンリー・トランシェ（IOトランシェ）を含んでいる。
- 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ヶ月間平均総格下げ（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。

15. この点、世界の証券化商品の格付け遷移に関する分析では、公表格付けのみを対象としている。ムーディーズ・スペシャルコメント、Structured Finance Rating Transitions: 1983-2007, February 2008、を参照。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007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

資産担保証券。このセクターには、オートローン債権、個品割賦債権、クレジットカード債権、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

貸付債権証券化。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セクターには含まれない。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。主に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（1994-2007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。

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007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、1998-2007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2007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¹⁶。

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2007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71.64%は格付け取り下げの直前までAa格付けを維持し、21.48%はAaaに格上げ、3.52%はAに格下げ、1.84%はBaaに格下げされたことがわかる。

格付け取り下げ前の格付け遷移行列の例

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
Aa	21.48%	71.64%	3.52%	1.84%	0.27%	0.22%	1.03%

16. この点、格付け取り下げ直前の格付けをカウントしない前回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（1994-2007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 12：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）：1998-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	70.28%	0.04%						29.68%
Aa	10.08%	73.07%	0.71%	0.01%	0.02%			16.12%
A	5.36%	6.02%	72.96%	0.28%	0.11%			15.27%
Baa	1.70%	1.45%	5.69%	76.01%	0.33%	0.18%		14.64%
Ba	0.99%	0.63%	0.54%	2.70%	80.41%	0.54%		14.19%
B	0.66%	0.53%	2.26%	3.72%	2.26%	67.02%	1.46%	22.07%
Caa以下							100.00%	
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	45.96%	0.07%						53.97%
Aa	9.08%	49.82%	0.86%		0.02%			40.21%
A	9.12%	6.07%	51.82%	0.51%	0.15%			32.33%
Baa	3.11%	1.92%	6.95%	55.56%	0.74%	0.24%		31.48%
Ba	1.54%	0.74%	0.92%	2.59%	62.21%	1.48%		30.52%
B	2.29%	1.88%	5.21%	6.04%	1.67%	34.38%	2.08%	46.46%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	26.30%	0.06%						73.63%
Aa	6.39%	29.00%	0.17%					64.43%
A	8.59%	5.35%	35.21%	0.63%	0.03%			50.19%
Baa	2.03%	1.58%	7.09%	38.49%	0.96%	0.02%		49.82%
Ba	1.01%	0.82%	0.46%	1.37%	50.05%	1.92%		44.37%
B	1.01%	0.34%	3.03%	4.71%		12.79%		78.11%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	13.03%	0.05%						86.91%
Aa	5.04%	15.26%	0.08%					79.62%
A	6.79%	3.18%	24.19%	0.67%	0.02%			65.15%
Baa	1.72%	1.79%	7.52%	24.61%	0.79%			63.56%
Ba	1.31%	1.31%		0.29%	40.29%	1.31%		55.47%
B			6.00%	1.33%		5.33%		87.33%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	4.51%	0.00%						95.48%
Aa	4.49%	4.02%	0.13%					91.36%
A	3.08%	2.55%	14.37%	0.78%	0.04%			79.19%
Baa	1.61%	2.06%	5.66%	9.90%	0.06%			80.72%
Ba	0.83%				26.87%			72.30%
B								100.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 13：日本の ABS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）：1998-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	67.29%							32.71%
Aa	10.20%	75.25%	0.37%	0.02%	0.04%			14.12%
A	8.65%	7.35%	71.19%		0.02%			12.79%
Baa	3.22%	3.67%	6.50%	75.21%	0.26%	0.19%		10.95%
Ba								
B						11.11%		88.89%
Caa 以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	42.08%							57.92%
Aa	7.44%	49.26%	0.54%		0.05%			42.71%
A	14.35%	6.88%	50.22%		0.03%			28.52%
Baa	9.55%	2.36%	4.35%	56.99%	0.09%	0.19%		26.47%
Ba								
B								100.00%
Caa 以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	22.53%							77.47%
Aa	5.08%	21.38%	0.28%					73.26%
A	12.47%	6.21%	31.79%		0.04%			49.49%
Baa	3.23%	0.65%	2.26%	37.80%				56.06%
Ba								
B								100.00%
Caa 以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	9.72%							90.28%
Aa	4.07%	5.98%	0.18%					89.77%
A	9.11%	1.69%	21.32%		0.06%			67.83%
Baa			3.67%	20.00%				76.33%
Ba								
B								100.00%
Caa 以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	2.15%							97.85%
Aa	1.77%	0.10%	0.31%					97.82%
A	0.57%	1.33%	14.68%		0.10%			83.32%
Baa				3.60%				96.40%
Ba								
B								100.00%
Caa 以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 14：日本の CDO の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）：1998-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	69.92%	0.10%						29.98%
Aa	20.30%	46.86%	7.76%					25.08%
A	6.48%	8.00%	56.48%	0.64%				28.40%
Baa	1.89%	0.73%	9.72%	66.84%				20.83%
Ba	6.72%	3.73%	3.73%	12.69%	55.22%			17.91%
B	2.07%	1.66%	5.81%	1.24%	7.05%	75.52%	4.56%	2.07%
Caa以下							100.00%	
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	42.43%	0.14%						57.43%
Aa	15.20%	24.84%	7.92%					52.03%
A	7.36%	3.68%	24.08%					64.88%
Baa	3.26%	1.15%	10.22%	43.44%				41.94%
Ba	13.19%		2.20%	7.69%	25.27%			51.65%
B	8.15%	6.67%	11.85%	2.22%	5.93%	31.11%	7.41%	26.67%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	19.94%	0.21%						79.85%
Aa	6.76%	14.93%	0.56%					77.75%
A	0.83%		9.97%					89.20%
Baa	0.59%		8.64%	26.27%				64.50%
Ba	5.71%				8.57%			85.71%
B	4.48%	1.49%				4.48%		89.55%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	12.27%	0.43%						87.30%
Aa	2.97%	6.32%						90.71%
A			3.40%					96.60%
Baa			7.50%	14.63%				77.86%
Ba								100.00%
B								100.00%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa								100.00%
Aa		1.03%						98.97%
A								100.00%
Baa			4.60%	0.77%				94.64%
Ba								100.00%
B								100.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 15：日本の CMBS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）：2000-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	75.50%	0.40%						24.11%
Aa	8.19%	72.73%	0.27%					18.80%
A	3.44%	3.36%	75.37%	0.49%	0.24%			17.10%
Baa	1.53%	1.12%	3.45%	76.46%	0.55%	0.27%		16.61%
Ba	0.70%	0.49%	0.38%	2.33%	79.66%	0.65%		15.78%
B			0.63%	4.42%		66.74%		28.21%
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	56.91%	0.83%						42.26%
Aa	8.03%	51.81%	0.38%					39.79%
A	5.71%	3.47%	56.02%	1.21%	0.34%			33.25%
Baa	1.71%	2.06%	3.86%	55.98%	1.38%	0.39%		34.62%
Ba	0.94%	0.87%	0.94%	2.53%	60.59%	1.74%		32.39%
B			2.91%	8.41%		39.81%		48.87%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	41.60%	0.83%						57.57%
Aa	4.50%	35.76%	0.04%					59.69%
A	5.68%	2.39%	40.71%	1.43%	0.04%			49.75%
Baa	2.51%	1.77%	2.39%	40.42%	1.65%	0.04%		51.22%
Ba	0.92%	0.92%	0.51%	1.53%	48.02%	1.83%		46.29%
B			4.64%	7.22%		18.04%		70.10%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	27.68%	0.80%						71.52%
Aa	1.87%	23.67%						74.46%
A	3.06%	1.72%	28.82%	1.51%				64.89%
Baa	2.67%	0.57%	1.27%	27.67%	1.21%			66.60%
Ba	1.40%	1.40%		0.31%	39.35%	0.93%		56.61%
B			9.78%	2.17%		8.70%		79.35%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	11.49%	0.12%						88.39%
Aa	0.48%	7.79%						91.73%
A	1.00%	0.82%	15.24%	2.01%				80.93%
Baa	1.20%			11.32%	0.11%			87.38%
Ba	0.85%				26.99%			72.16%
B								100.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 16：日本の RMBS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）：2000-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	94.25%							5.75%
Aa	14.12%	84.31%						1.57%
A	1.45%	12.67%	85.88%					
Baa		0.64%	9.63%	87.49%				2.25%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	87.18%							12.82%
Aa	28.68%	67.89%						3.43%
A	7.16%	19.31%	71.74%					1.79%
Baa	0.43%	2.16%	21.79%	70.85%				4.76%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	76.86%							23.14%
Aa	43.53%	51.72%						4.74%
A	16.25%	23.67%	54.77%					5.30%
Baa	0.99%	4.76%	34.33%	49.01%				10.91%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	64.83%							35.17%
Aa	69.05%	28.57%						2.38%
A	25.00%	22.58%	41.13%					11.29%
Baa	1.78%	12.17%	41.25%	26.11%				18.69%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	54.11%							45.89%
Aa	96.51%	3.49%						
A	29.54%	20.68%	30.80%					18.99%
Baa	6.76%	15.46%	36.71%	14.01%				27.05%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移 (1994-2007年)

図表 17：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）：2007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	892	66.0%																					34.0%
Aa1	15	33.3%	60.0%																				6.7%
Aa2	221	5.9%	1.8%	79.2%							0.5%		0.5%										12.2%
Aa3	14	7.1%		7.1%	78.6%																		7.1%
A1	15	20.0%		13.3%	6.7%	46.7%																	13.3%
A2	175	4.6%		1.1%	5.1%	4.0%	63.4%						0.6%										21.1%
A3	27	3.7%				3.7%	3.7%	66.7%															22.2%
Baa1	19						5.3%		73.7%														21.1%
Baa2	144	2.1%		0.7%		0.7%	1.4%	0.7%	2.1%	66.7%							1.4%						24.3%
Baa3	26	3.8%							11.5%	3.8%	57.7%												23.1%
Ba1	11		9.1%									81.8%											9.1%
Ba2	35										2.9%		80.0%										17.1%
Ba3	15													73.3%									26.7%
B1	11														81.8%								18.2%
B2	10														10.0%	80.0%							10.0%
B3	6																66.7%						16.7%
Caa1	1																						100.0%
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 (1994-2007年)

図表 18：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)：2007 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	480	53.8%																					46.3%	
Aa1	0																							
Aa2	122	4.1%		86.1%							0.8%		0.8%											8.2%
Aa3	8				100.0%																			
A1	2					100.0%																		
A2	47	10.6%		2.1%	2.1%								2.1%											31.9%
A3	4																							25.0%
Baa1	1																							100.0%
Baa2	42	2.4%								4.8%	2.4%													23.8%
Baa3	0																							
Ba1	0																							
Ba2	0																							
Ba3	0																							
B1	0																							
B2	0																							
B3	0																							
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 19：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)：2007 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	58	62.1%																					37.9%	
Aa1	2	50.0%																						50.0%
Aa2	5		40.0%	20.0%																				40.0%
Aa3	2	50.0%																						50.0%
A1	6	33.3%		33.3%		33.3%																		
A2	17				5.9%	29.4%	29.4%																	35.3%
A3	4	25.0%					25.0%	25.0%																25.0%
Baa1	1								100.0%															
Baa2	12			8.3%					8.3%	41.7%														41.7%
Baa3	5								60.0%		20.0%													20.0%
Ba1	0																							
Ba2	0																							
Ba3	3													66.7%										33.3%
B1	3														100.0%									
B2	4															100.0%								
B3	3																66.7%							
Caa1	1																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 20：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)：2007 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	174	71.3%																					28.7%	
Aa1	4	50.0%	50.0%																					
Aa2	75	9.3%	1.3%	70.7%																				18.7%
Aa3	3			33.3%	66.7%																			
A1	5	20.0%				40.0%																		40.0%
A2	80	3.8%		1.3%	1.3%	1.3%	75.0%																	17.5%
A3	11							63.6%																36.4%
Baa1	13								84.6%															15.4%
Baa2	68	2.9%				1.5%			1.5%	66.2%														27.9%
Baa3	15	6.7%							6.7%	53.3%														33.3%
Ba1	8		12.5%									75.0%												12.5%
Ba2	29										3.4%	75.9%												20.7%
Ba3	12												75.0%											25.0%
B1	8													75.0%										25.0%
B2	6													16.7%	66.7%									16.7%
B3	3															66.7%								33.3%
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 21：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)：2007 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	178	96.1%																					3.9%	
Aa1	9	22.2%	77.8%																					
Aa2	18	5.6%	5.6%	88.9%																				
Aa3	1				100.0%																			
A1	2				50.0%	50.0%																		
A2	20				30.0%	5.0%	65.0%																	
A3	5					20.0%		80.0%																
Baa1	4						25.0%		50.0%															25.0%
Baa2	19								5.3%	94.7%														
Baa3	2										100.0%													
Ba1	2											100.0%												
Ba2	6												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 (1994-2007年)

図表 22：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）：1998-2007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	62977	70.3%	0.0%	0.0%	0.0%																		29.7%	
Aa1	945	25.0%	51.2%	1.8%	1.3%																			20.7%
Aa2	9008	8.5%	1.7%	74.4%	0.1%	0.1%	0.4%	0.1%			0.0%		0.0%											14.6%
Aa3	1048	10.5%	3.8%	4.1%	55.0%	0.2%	1.1%																	25.3%
A1	789	9.8%	1.9%	6.5%	9.1%	42.5%	12.3%	2.0%																16.0%
A2	9610	5.4%	0.6%	2.4%	2.4%	1.7%	72.2%	0.2%		0.1%		0.1%	0.0%											15.0%
A3	1083	2.2%	1.3%	0.3%	2.1%	3.3%	4.5%	67.5%		1.8%														16.9%
Baa1	1023	0.4%	0.6%	1.1%		2.8%	3.0%	4.9%	70.3%		0.4%		1.2%											15.3%
Baa2	6330	1.8%	0.3%	1.0%	0.3%	0.3%	2.6%	1.9%	1.8%	75.2%	0.3%		0.2%	0.0%			0.2%							14.2%
Baa3	1080	2.3%		0.3%	0.3%	0.9%	2.1%	3.5%	1.2%	6.2%	66.3%													16.9%
Ba1	701	1.3%	0.4%	0.4%					3.0%			76.7%					1.7%							14.7%
Ba2	1122	0.7%		0.4%	0.3%		0.3%	0.6%	1.7%	0.4%	1.3%		76.3%	1.1%										16.8%
Ba3	397	1.3%						0.5%					3.0%	89.4%										5.8%
B1	316	1.6%	1.3%			1.6%		2.8%		0.9%		1.6%	1.6%	2.2%	64.2%		0.6%			3.2%				18.4%
B2	308						1.0%				8.1%				2.6%	61.4%								26.9%
B3	128																79.7%			0.8%				19.5%
Caa1	10																	30.0%						
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 23：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）：1998-2007 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	48883	67.3%																					32.7%
Aa1	269	34.9%	46.1%																				19.0%
Aa2	4229	9.0%	0.4%	78.5%	0.1%	0.1%	0.1%				0.0%		0.0%										11.8%
Aa3	678	8.1%			63.3%		1.8%																26.8%
A1	113	11.5%		4.4%	31.9%	24.8%	16.8%																10.6%
A2	3791	8.8%	0.4%	3.3%	3.0%	0.5%	70.8%						0.0%										13.2%
A3	108							99.1%															0.9%
Baa1	74	5.4%	8.1%	6.8%		8.1%	6.8%		52.7%														12.2%
Baa2	1479	3.1%		3.1%		0.2%	5.2%	0.7%	0.3%	76.1%			0.2%	0.1%		0.2%							10.9%
Baa3	0																						
Ba1	0																						
Ba2	0																						
Ba3	0																						
B1	27														11.1%								88.9%
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 (1994-2007年)

図表 24：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)：1998-2007 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	2882	69.9%		0.1%																			30.0%
Aa1	194	17.0%	44.3%	2.6%																			36.1%
Aa2	268	22.0%	17.9%	20.9%		3.4%	13.4%																22.4%
Aa3	144	21.5%	3.5%	11.8%	46.5%	1.4%																	15.3%
A1	289	10.7%	3.1%	7.6%	3.8%	33.2%	27.0%	5.5%															9.0%
A2	705	5.4%	1.6%	2.7%	3.0%	6.5%	46.7%	2.6%															31.6%
A3	256	4.7%	1.2%		1.6%		7.8%	40.2%	3.1%														41.4%
Baa1	111					8.1%	6.3%	9.9%	42.3%														33.3%
Baa2	1014	0.4%		0.4%	0.3%		4.3%	3.6%	4.3%	66.1%													20.6%
Baa3	253	8.7%		1.2%			5.1%	5.5%	5.1%	10.3%	47.8%												16.2%
Ba1	5																						100.0%
Ba2	56	7.1%		8.9%			5.4%			8.9%	21.4%												21.4%
Ba3	73	6.8%						2.7%						80.8%									9.6%
B1	147	3.4%	2.7%			3.4%		6.1%		2.0%		3.4%	3.4%	4.8%	59.2%		1.4%		6.8%				3.4%
B2	44															100.0%							
B3	50																98.0%		2.0%				
Caa1	10																	30.0%		70.0%			
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 25：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)：2000-2007 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	6052	75.5%	0.2%		0.2%																		24.1%
Aa1	327	17.7%	58.4%	2.8%	3.7%																		17.4%
Aa2	3906	7.2%	1.2%	72.9%				0.3%															18.4%
Aa3	149	13.4%	0.7%	7.4%	47.0%																		31.5%
A1	253	9.5%	2.4%		4.3%	51.4%																	32.4%
A2	4314	3.1%	0.5%	1.5%	0.9%	1.6%	76.0%			0.3%		0.3%											15.8%
A3	350	3.4%		0.9%	5.1%		3.7%	61.7%		3.4%													21.7%
Baa1	635			0.9%		1.1%		2.8%	77.2%				1.9%										16.1%
Baa2	3051	2.1%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	1.3%	1.2%	0.9%	75.6%	0.4%		0.4%				0.4%						16.0%
Baa3	690	0.4%			0.4%	1.4%	0.9%	3.0%		1.2%	72.6%												20.0%
Ba1	645	1.4%	0.5%	0.5%					3.3%			75.5%		1.9%		1.9%							15.2%
Ba2	875	0.5%			0.3%			0.8%	2.2%		0.3%		74.3%	1.4%									20.2%
Ba3	324												3.7%	91.4%									4.9%
B1	142														79.6%								20.4%
B2	255						1.2%				8.2%				3.1%	56.1%							31.4%
B3	78																67.9%						32.1%
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 26：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)：2000-2007 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	4903	94.2%																					5.8%
Aa1	135	37.8%	54.1%																				8.1%
Aa2	503	8.7%	9.1%	82.1%																			
Aa3	63	6.3%	54.0%	23.8%	15.9%																		
A1	128	7.0%		18.8%	10.9%	63.3%																	
A2	549	1.1%	1.5%	3.6%	9.7%	5.3%	78.9%																
A3	357			3.1%	0.3%	10.1%	4.5%	82.1%															
Baa1	200					3.5%	9.5%	10.5%	70.0%		2.0%												4.5%
Baa2	633				0.9%		0.3%	6.0%	5.7%	83.6%	1.6%												1.9%
Baa3	102							2.9%		32.4%	64.7%												
Ba1	40											100.0%											
Ba2	191												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（1994-2007年）

当初格付けに基づく格付け遷移行列

図表 27：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）：1994-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	83.06%	0.04%						16.89%
Aa	4.00%	87.29%	2.82%					5.88%
A	2.78%	6.33%	85.57%	0.25%				5.06%
Baa	1.83%	0.91%	3.66%	89.33%				4.27%
Ba		1.14%		3.41%	89.77%			5.68%
B						86.67%		13.33%
Caa以下							100.00%	
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	63.51%	0.15%						36.34%
Aa	11.42%	67.69%	3.34%					17.55%
A	8.56%	5.81%	67.89%	0.31%	0.31%			17.13%
Baa	4.15%	2.26%	7.17%	68.68%	0.38%	0.38%		16.98%
Ba			1.56%	4.69%	73.44%			20.31%
B				3.13%	6.25%	50.00%	3.13%	37.50%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	42.27%	0.16%						57.56%
Aa	8.21%	46.27%	1.87%					43.66%
A	8.27%	7.14%	51.50%	0.75%	0.38%			31.95%
Baa	4.50%	3.00%	5.50%	55.00%	1.00%	0.50%		30.50%
Ba	2.27%		2.27%	2.27%	61.36%	2.27%		29.55%
B	5.26%	5.26%		5.26%		26.32%		57.89%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	24.30%	0.13%						75.57%
Aa	5.32%	28.19%	1.60%					64.89%
A	11.73%	2.55%	37.76%	1.02%				46.94%
Baa		1.45%	9.42%	42.03%	1.45%			45.65%
Ba				3.23%	58.06%	3.23%		35.48%
B				7.14%		7.14%		85.71%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	9.50%	0.08%						90.42%
Aa	5.07%	14.49%	0.72%					79.71%
A	6.99%	2.10%	24.48%	0.70%				65.73%
Baa	3.06%	2.04%	7.14%	24.49%	1.02%			62.24%
Ba	5.00%				40.00%			55.00%
B								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	99.81%	0.19%						0.00%
Aa	28.18%	60.00%	11.82%					0.00%
A	30.85%	12.77%	54.26%	1.06%	1.06%			0.00%
Baa	8.20%	3.28%	16.39%	68.85%	1.64%	1.64%		0.00%
Ba		9.09%		9.09%	72.73%	9.09%		0.00%
B			40.00%	20.00%		40.00%		0.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 28：日本の ABS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：1994-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	79.98%							20.02%
Aa	3.94%	92.61%	0.49%					2.96%
A	3.76%	9.02%	82.71%					4.51%
Baa		2.86%	8.57%	84.29%				4.29%
Ba								
B						100.00%		
Caa以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	59.64%							40.36%
Aa	10.56%	76.11%	1.11%					12.22%
A	15.57%	4.92%	68.03%					11.48%
Baa	15.79%	5.26%	8.77%	64.91%				5.26%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	38.90%							61.10%
Aa	4.62%	47.69%	1.54%					46.15%
A	8.18%	10.00%	50.91%					30.91%
Baa	12.82%	2.56%	2.56%	56.41%				25.64%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	21.19%							78.81%
Aa	4.76%	15.48%	1.19%					78.57%
A	21.95%	1.22%	30.49%					46.34%
Baa			5.56%	38.89%				55.56%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	6.99%							93.01%
Aa	5.26%	1.75%	1.75%					91.23%
A	4.69%	1.56%	18.75%					75.00%
Baa				25.00%				75.00%
Ba								
B								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	100.00%							0.00%
Aa	26.92%	71.15%	1.92%					0.00%
A	39.58%	14.58%	45.83%					0.00%
Baa	33.33%		11.11%	55.56%				0.00%
Ba								
B						100.00%		0.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 29：日本の CDO の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：1997-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	92.23%	0.97%						6.80%
Aa	6.25%	50.00%	34.38%					9.38%
A	2.33%	11.63%	74.42%	2.33%				9.30%
Baa		1.96%	7.84%	82.35%				7.84%
Ba					100.00%			
B						100.00%		
Caa以下							100.00%	
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	76.09%	1.09%						22.83%
Aa	13.79%	24.14%	31.03%					31.03%
A	14.29%	11.43%	45.71%					28.57%
Baa	4.26%	4.26%	10.64%	59.57%				21.28%
Ba			16.67%	16.67%	50.00%			16.67%
B					20.00%	70.00%		
Caa以下							10.00%	
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	34.25%	1.37%						64.38%
Aa	8.70%	8.70%	8.70%					73.91%
A	12.00%		20.00%					68.00%
Baa	7.69%		5.13%	38.46%				48.72%
Ba	25.00%				25.00%			50.00%
B	20.00%	20.00%				20.00%		40.00%
Caa以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	19.35%	1.61%						79.03%
Aa	4.55%	9.09%	9.09%					77.27%
A			16.67%					83.33%
Baa			6.45%	32.26%				61.29%
Ba								100.00%
B								100.00%
Caa以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa								100.00%
Aa		5.56%						94.44%
A			8.33%					100.00%
Baa				8.33%				83.33%
Ba								100.00%
B								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	95.83%	4.17%						0.00%
Aa	11.76%	23.53%	64.71%					0.00%
A	11.11%	11.11%	77.78%					0.00%
Baa			10.00%	90.00%				0.00%
Ba				100.00%				0.00%
B			100.00%					0.00%
Caa以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 30：日本の CMBS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：
1999-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	92.67%							7.33%
Aa	4.43%	87.34%						8.23%
A	2.89%	1.16%	90.75%					5.20%
Baa	3.66%		0.61%	91.46%				4.27%
Ba		1.37%		4.11%	87.67%			6.85%
B						79.31%		20.69%
Caa 以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	71.19%	1.13%						27.68%
Aa	13.18%	64.34%	0.78%					21.71%
A	2.84%	5.67%	69.50%	0.71%	0.71%			20.57%
Baa		0.77%	4.62%	70.00%	0.77%	0.77%		23.08%
Ba				3.92%	72.55%			23.53%
B				5.00%		45.00%		50.00%
Caa 以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	60.00%	1.60%						38.40%
Aa	12.00%	50.00%	1.00%					37.00%
A	9.09%	3.64%	55.45%	1.82%	0.91%			29.09%
Baa	1.03%	5.15%	4.12%	55.67%	2.06%	1.03%		30.93%
Ba			2.86%	2.86%	60.00%	2.86%		31.43%
B				8.33%		33.33%		58.33%
Caa 以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	46.34%	1.22%						52.44%
Aa	4.05%	44.59%						51.35%
A	4.88%	2.44%	45.12%	2.44%				45.12%
Baa		2.86%	4.29%	45.71%	2.86%			44.29%
Ba				3.70%	55.56%	3.70%		37.04%
B				11.11%		11.11%		77.78%
Caa 以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	23.64%	1.82%						74.55%
Aa	3.45%	27.59%						68.97%
A	5.00%	1.67%	31.67%	1.67%				60.00%
Baa	6.00%			30.00%	2.00%			62.00%
Ba	5.56%				38.89%			55.56%
B								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	97.56%	2.44%						0.00%
Aa	37.50%	60.00%	2.50%					0.00%
A	25.00%	11.11%	58.33%	2.78%	2.78%			0.00%
Baa	6.45%	6.45%	22.58%	58.06%	3.23%	3.23%		0.00%
Ba		10.00%			80.00%	10.00%		0.00%
B			50.00%	50.00%				0.00%
Caa 以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

図表 31：日本の RMBS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：
1999-2007年

1年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	96.86%							3.14%
Aa		100.00%						
A		20.69%	79.31%					
Baa			2.94%	97.06%				
Ba					100.00%			
B								
Caa 以下								
2年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	96.95%							3.05%
Aa	6.25%	93.75%						
A		5.00%	95.00%					
Baa			11.54%	88.46%				
Ba					100.00%			
B								
Caa 以下								
3年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	92.00%							8.00%
Aa	18.18%	81.82%						
A		23.53%	76.47%					
Baa			19.05%	80.95%				
Ba					100.00%			
B								
Caa 以下								
4年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	82.22%							17.78%
Aa	33.33%	66.67%						
A	9.09%	18.18%	72.73%					
Baa			43.75%	50.00%				6.25%
Ba					100.00%			
B								
Caa 以下								
5年	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aaa	69.44%							30.56%
Aa	50.00%	50.00%						
A	44.44%	11.11%	44.44%					
Baa		18.18%	45.45%	27.27%				9.09%
Ba					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	100.00%							0.00%
Aa								
A								
Baa				100.00%				0.00%
Ba								
B								
Caa 以下								

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007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（1994-2006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: 1983-2007, February 2008
- January 2008 Structured Rating Transitions, February 2008
- European Structured Finance Rating Transitions: 1988-2006, February 2007
- Asia-Pacific (ex-Japan) Structured Finance Rating Transitions: 1990-2006, February 2007
- Short-Term Corporate and Structured Finance Rating Transition Rates, June 2007
- Structured Finance Watchlist Resolutions: 1992-2003, June 2004

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: 1993-2006, April 2007（日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率（1983-2006年）」 2007年6月発行）
- Measuring Loss-Given-Default for Structured Finance Securities: An Update, December 2006
- The Performance of Structured Finance Ratings: Mid-Year 2007 Report, October 2007
- Guide to Moody's Default Research: November 2007 Update, December 2007

日本の証券化市場：

- 「日本の証券化市場：2007年の概観と2008年の見通し」 2008年1月発行
- 「日本のABS市場：2007年4Q（10-12月期）のマーケットレビュー（2007年の概観と2008年の見通し）」 2008年2月発行
- 「2007年の日本のCDO市場回顧と今後の見通し」 2008年2月発行
- 「日本のCMBS市場：2007年の概観と2008年の見通し」 2008年2月発行
- 「日本のRMBS市場：2007年の概観と2008年の見通し」 2008年1月発行
- 「日本のABCP市場：2007年の概観と2008年の見通し」 2008年2月発行
- 「米サブプライムローン問題は日本の証券化市場に影響を及ぼすか」 2007年9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：日本のリース、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」 2007年12月発行
- 「日本の消費者金融債権ABS：過払金返還請求リスク - そのリスク量の拡大」 2007年11月発行
- 「日本の消費者金融債権ABSについて（シリーズ3：貸金業法改正と消費者金融債権ABSのパフォーマンス動向およびモニタリングにおける留意点について）」 2007年3月発行
- 「日本の中小企業CDOの格付け安定性とモニタリング実務」 2007年11月発行
- 「日本の中小企業CLO/CBOのパフォーマンス動向アップデート」 2007年2月発行
- 「日本における売却型CMBSの回収実績 - 2007年3月版」 2008年1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 - 2007年3月版」 2007年6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」 2007年12月発行

日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2007年）

Report Number: SF237

著者

増岡 三輝

プロダクション・アソシエイト

渡邊 エリ

著作権表示 ©2008 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、複写、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）も行っておりません。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 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.