



Contact	Phone
<b>東京</b>	
増岡 三輝	03-5408-4183
石原 俊介	03-5408-4148
沢田 啓子	03-5408-4147
<b>New York</b>	
Julia Tung	1.212.553.1653
Jian Hu	
Richard Cantor	
<b>Paris</b>	
Paul Mazataud	33.1.5330.1020

## 日本における証券化商品の格付け遷移（1994-2006年）

### *Japanese Structured Finance Rating Transitions: 1994-2006*

#### 要約

本稿はムーディーズによる日本の証券化商品の格付け遷移に関する4回目の年次分析であり、2006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。今回の調査から、各年ではなく各月の格付けを用いて形成されたコーホート（同時発生集団）を用いて平均格付け遷移率を計算し、また、コーホート格付けおよび当初格付けに基づく複数年にわたる格付け遷移行列を追加した<sup>1</sup>。

今回の分析によって得られた主要な結論は次の通りである。

- 2006年の日本の証券化商品の格付け遷移は、昨年に引き続き良好なトレンドを維持し、格上げ率は過去平均に比べまだ高い水準にあり、格下げ率は引き続き過去平均を下回った。
- 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。
- 2006年の証券化商品の格付け変更については、1件が格下げとなり、78件が格上げとなった。
- 格下げは中小企業CLOで見られたが、これは裏付け貸付債権プールのパフォーマンスが悪化傾向にあったことを背景としている。
- 格上げはすべてのセクターで見られ、信用補完レベルが高まったことに起因するものが多い。

	12ヶ月格下げ率			12ヶ月格上げ率		
	2006年	2005年	2000-2006年	2006年	2005年	2000-2006年
日本の証券化商品	0.1%	0.0%	0.6%	8.4%	9.3%	7.6%
ABS	0.0%	0.0%	0.1%	4.6%	9.7%	5.9%
CDOs	1.0%	0.0%	0.1%	19.3%	9.9%	14.5%
CMBS	0.0%	0.0%	1.3%	9.8%	6.9%	6.5%
RMBS	0.0%	0.0%	0.4%	7.5%	15.6%	12.4%
世界の証券化商品	1.9%	2.0%	4.0%	5.8%	6.0%	4.2%

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。

---

---

要約 .....	1
2006年の格付け遷移の概観 .....	3
セクター別格付け遷移分析 .....	8
ABS .....	8
CDO .....	11
CMBS .....	14
RMBS .....	16
付録Ⅰ：データの選定基準と用語解説 .....	18
データ選定基準 .....	18
用語解説 .....	18
付録Ⅱ：調査方法 .....	21
格付け遷移統計数値の算出 .....	21
格付け取り下げ (WR) の調整 .....	21
格下げ、格上げのカウント方法 .....	22
付録Ⅲ：複数年の格付け遷移行列 .....	24
コーホート格付けに基づく格付け遷移行列 .....	24
当初格付けに基づく格付け遷移行列 .....	39
関連リサーチ .....	44

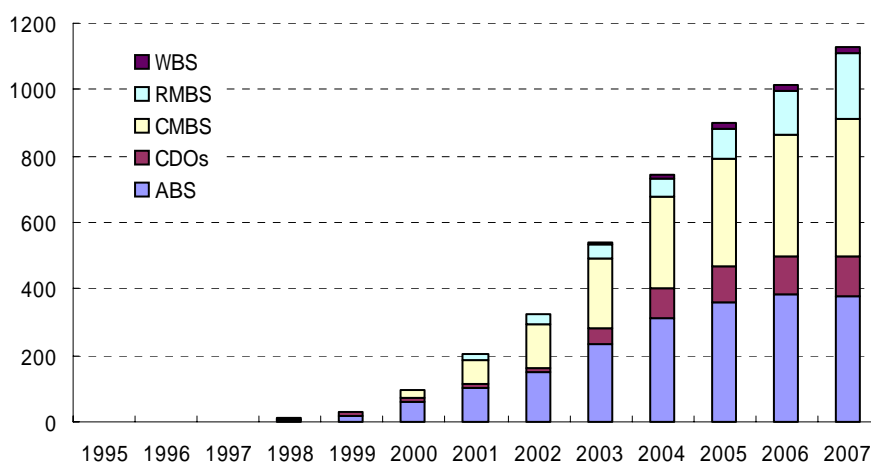
## 2006年の格付け遷移の概観

2006年の日本の証券化商品の格付け遷移は、昨年に引き続き良好なトレンドを維持し、格上げ率は過去平均に比べまだ高い水準にあり、格下げ率は引き続き過去平均を下回った。

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（これまでに格付け遷移が発生していないWBSを除く）における格付け遷移については、本レポートの後半で説明する。また、複数年にわたる格付け遷移行列は付録に掲載した。

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、2006年年初には1,015件となった（図表2参照）<sup>2</sup>。

図表2：年初時点の格付け数

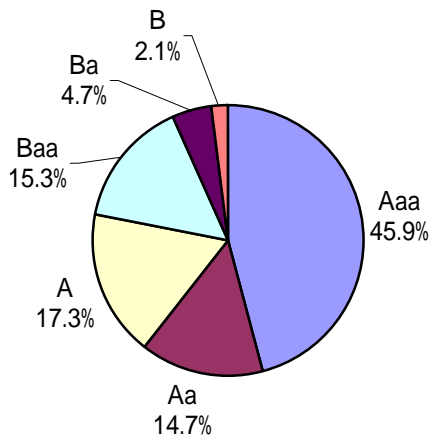


2006年年初における1,015件の格付けのうち93.2%は投資適格等級であり、Aaaが45.9%を占めた（図表3a参照）。セクター別構成では、ABS(37.8%)とCMBS(36.1%)が多くを占め、続いてRMBS(13.2%)、CDO(11.3%)、WBS(1.6%)となっている（図表3b参照）。

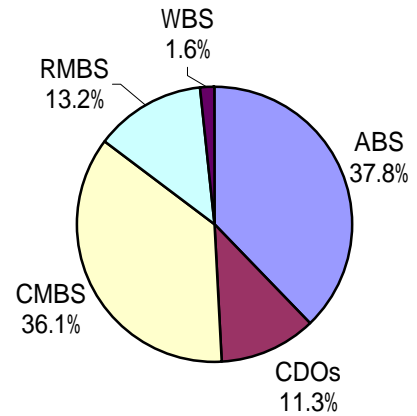
2. データサンプル構成の詳細は付録を参照。

図表 3：格付けの構成（2006年1月1日時点）

図表 3a：文字記号格付け別構成

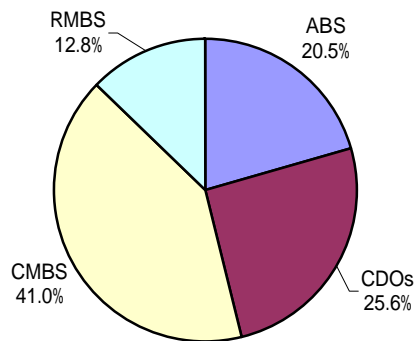


図表 3b：セクター別構成



格付け変更に関しては、2006年を通じて、1件が格下げとなり、78件が格上げとなった<sup>3</sup>。格下げは中小企業CLO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傾向にあったことを背景としている。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(41.0%)が最も高く、続いてCDO(25.6%)、ABS(20.5%)、RMBS(12.8%)となった(図表4参照)。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では対象銘柄の信用力が向上したことに起因する。また、一部のCDOやRMBSの格上げについては、保証提供者など関係当事者の信用力の影響を受ける案件において当該関係当事者が格上げとなったことに起因している。

図表 4：2006年の格上げにおけるセクター構成

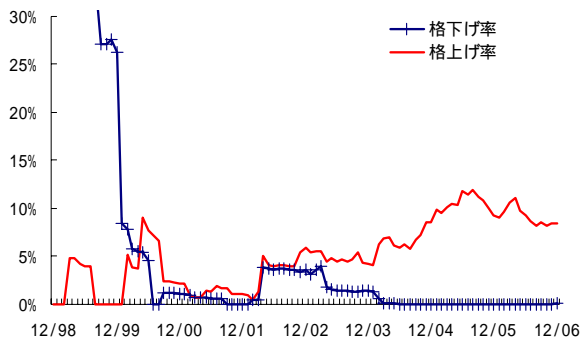


3. 格下げおよび格上げの集計においては、年初時点の格付けと年末時点の格付けのみを考慮している。格下げ率および格上げ率は、コーホート形成期間の期初の格付け数から格付け取り下げ数の半分を差し引いて格付け取り下げを調整している。詳細は付録を参照。

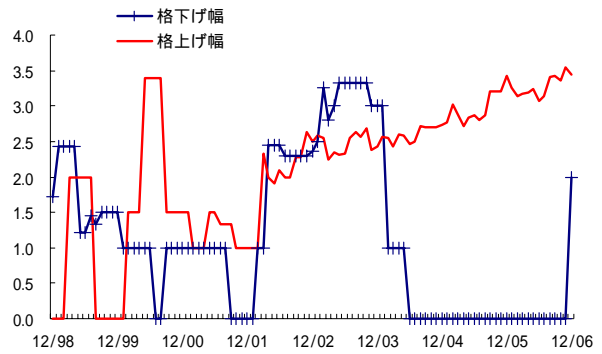
12ヶ月格下げ率は2005年の0.0%から2006年の0.11%へと上昇したが、過去平均である0.57%に比べるとまだ低い水準である（図表5aおよび6参照）。一方、格上げ率は9.30%から8.43%に低下したが、過去平均である7.57%に比べまだ高い水準が続いている。年間平均総格上げノッチ数は3.44ノッチと、前年の3.42ノッチと同水準であったが、過去平均である2.93ノッチを依然上回っている（図表5bおよび6参照）<sup>4</sup>。この結果、格付けドリフト率（加重後格上げ率 - 加重後格下げ率）は28.74%と大幅にプラスの状態が続いている（図表5cおよび6参照）。投資適格等級と投機的等級の格上げ率は逆の動きを示しており、投資適格等級では2005年の9.7%から2006年の8.0%に低下した反面、投機的等級では、2.2%から14.3%に上昇した（図表5d参照）。

図表5：日本の証券化商品の格付け遷移の傾向<sup>5</sup>

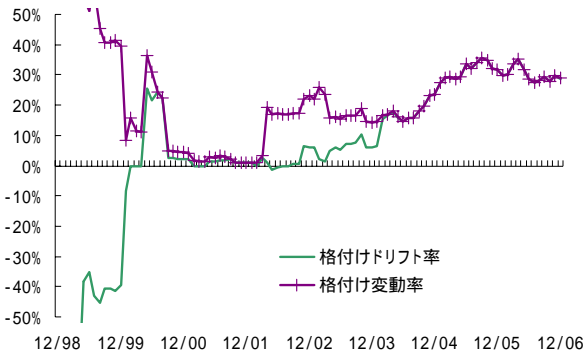
図表5a：12ヶ月格下げ率と格上げ率



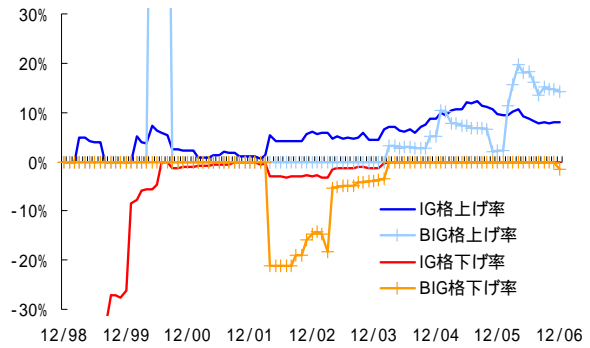
図表5b：格下げ幅と格上げ幅



図表5c：格付けドリフト率と格付け変動率



図表5d：投資適格等級 (IG) と投機的等級 (BIG) の格下げ率と格上げ率（格下げ率はマイナス表示）



(注) 横軸はコーホート期末の日付（月/年）を表している。

4. 1年間に複数回にわたり格付けが変更される場合もあるため、年間総格上げ（格下げ）ノッチ数の平均は、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。  
 5. これらの格付け遷移統計では、各月に形成された12ヶ月コーホートの期初時点の格付けと期末時点の格付けのみを考慮している。横軸はコーホート期末の日付を表している。

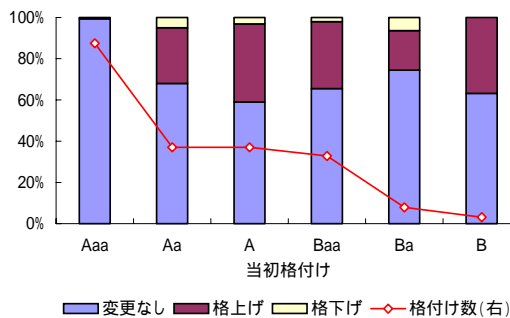
図表 6：日本の証券化商品の 12ヶ月格付け遷移統計

	2006	2005	2000-2006	(1998-2006)
格下げ率	0.11%	0.00%	0.57%	0.88%
格上げ率	8.43%	9.30%	7.57%	7.46%
格下げ対格上げ比率	0.01	0.00	0.07	0.12
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.22%	0.00%	1.46%	1.95%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	28.96%	31.78%	22.17%	21.83%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.01	0.00	0.07	0.09
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	28.74%	31.78%	20.70%	19.89%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	29.17%	31.78%	23.63%	23.78%
安定率	91.46%	90.70%	91.87%	91.66%
格付け取り下げ率	17.64%	23.31%	17.67%	17.45%
格下げ幅（ノッチ数）	2.00	-	2.59	2.21
格上げ幅（ノッチ数）	3.44	3.42	2.93	2.93

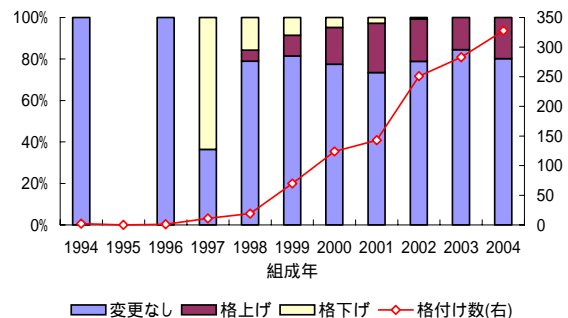
図表 7 では、2004 年以前に発行された証券化商品について、当初格付け別および組成年別（ビンテージ）の累積格付け遷移率を比較している。これまでのところ、当初格付けと累積格付け遷移率の間にあまり関連性が見られない（図表 7a 参照）。一方、1997 年および 1998 年は最も不安定な組成年となっており、1997 年に発行された取引のうち 63.6%、1998 年に発行された取引のうち 15.8% が格下げとなった。これらはほとんどが、ローン・パーティシペーションを利用した CLO 取引に関する格下げであった。これらの取引は、1998 年から 1999 年の日本の金融危機における邦銀の相次ぐ格下げに伴い、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<sup>6</sup> 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。これに対し、2000 年から 2004 年に発行された取引のうち 95% は、格上げとなったか当初格付けが維持されている（図表 7b）。

図表 7：日本の証券化商品の累積格付け遷移率（組成年が 2004 年以前のもの）：1994-2006 年<sup>7</sup>

図表 7a：当初格付け別



図表 7b：組成年別



6. 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。

7. 累積格付け遷移は、当初格付けと調査期間最終時点の格付けに基づいている。調査期間最終時点より前に格付けが取り下げとなった場合は、取り下げ前の格付けを用いている。

図表 8 は、日本の証券化商品の 2006 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

2006年

年初の格付け	年末の格付け						
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下
Aaa	100.00%						
Aa	12.10%	87.90%					
A	7.45%	6.21%	86.34%				
Baa	3.45%		8.97%	87.59%			
Ba	4.49%	2.25%	2.25%	4.49%	86.52%		
B			10.81%	5.41%		83.78%	
Caa以下							

1998-2006年平均

コーホート期初の格付け	コーホート期末の格付け						
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下
Aaa	99.84%	0.16%					
Aa	11.74%	87.64%	0.63%				
A	6.06%	6.74%	86.53%	0.48%	0.18%		
Baa	1.87%	1.54%	6.99%	88.98%	0.41%	0.21%	
Ba	0.71%	0.32%	0.38%	2.95%	94.87%	0.77%	
B	1.20%	0.96%	3.37%	6.02%	4.09%	84.36%	
Caa以下							

## セクター別格付け遷移分析

---

### ABS

2006 年年初における 384 件の ABS 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、リース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 9、10、11 参照）。

- 12ヶ月格上げ率は 2005 年の 9.73% から 2006 年の 4.58% へと低下し、過去平均である 5.88% を下回った。一方、2006 年の格下げ率は前年に続き 0.0% である。直近の格下げとしては、パフォーマンス悪化を理由として、消費者金融債権を裏付けとする取引が 2003 年に格下げとなったことがあげられる。
- 年間平均総格上げノッチ数は、2006 年に 3.31 ノッチと前年に比べ 0.91 ノッチ縮小したものの、過去平均である 3.32 と同水準となっている。
- 全ての当初格付けおよび組成年において、累積格上げ率は累積格下げ率を上回っている。
- ABS セクターにおける 2006 年の動向として、貸金業の規制等に関する法律の改正法が 12 月 13 日に国会で成立したことが挙げられる。これには、消費者金融ローンやカードキャッシング・ローンなどにおけるグレーゾーン金利（利息制限法の制限利息を超える利息）の撤廃や総量規制の導入などが盛り込まれた。消費者金融業界や信販業界では経営環境が一層厳しさを増すなか、これらの ABS の証券化プールにおけるデフォルト率には上昇傾向が見られるため、2007 年以降も引き続き留意する必要がある<sup>8</sup>。

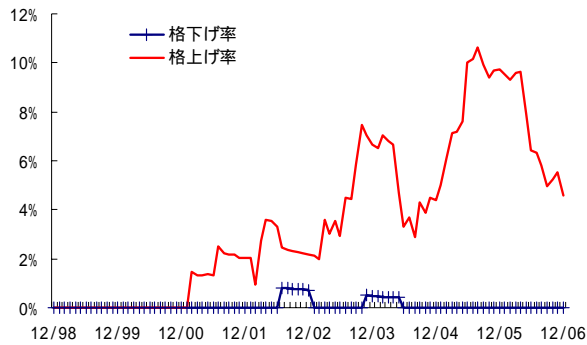
---

8. 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：2006 年 4Q（10 - 12 月期）のマーケットレビュー（2006 年の概観と 2007 年の見通し）」2007 年 1 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」2006 年 12 月発行、を参照。

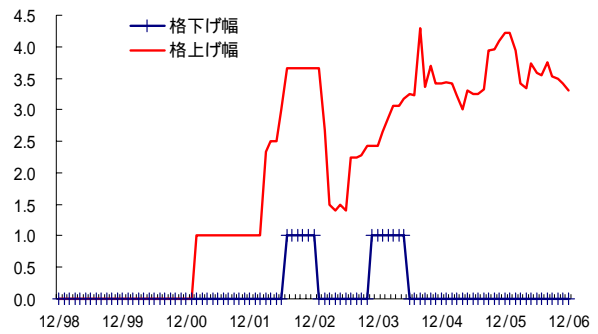


### 図表 9：日本の ABS の格付け遷移の傾向

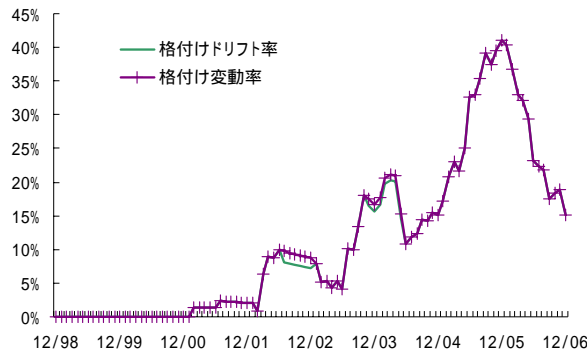
図表 9a：12ヶ月格下げ率と格上げ率



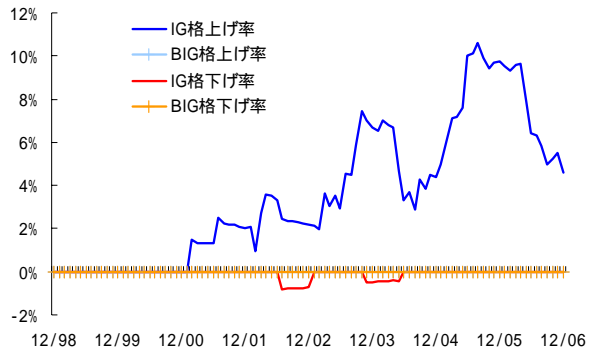
図表 9b：格下げ幅と格上げ幅



図表 9c：格付けドリフト率と格付け変動率



図表 9d：投資適格等級 (IG) と投機的等級 (BIG) の格下げ率と格上げ率 (格下げ率はマイナス表示)



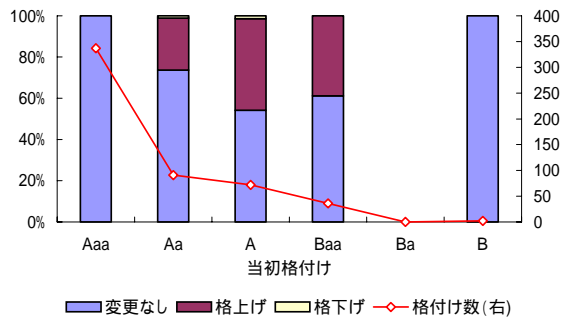
(注) 横軸はコーホート期末の日付 (月/年) を表している。

図表 10：日本の ABS の 12ヶ月格付け遷移の概要

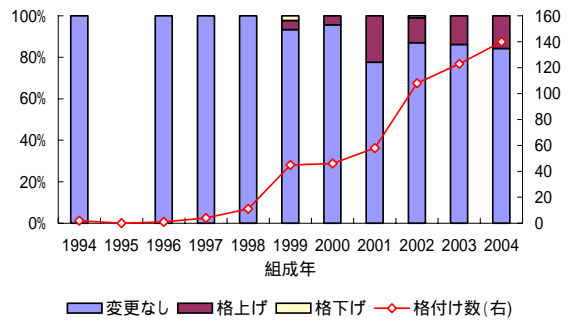
	2006	2005	2000-2006	(1998-2006)
格下げ率	0.00%	0.00%	0.08%	0.08%
格上げ率	4.58%	9.73%	5.88%	5.66%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.01	0.01
格下げ率 (変更ノッチ数加重後)	0.00%	0.00%	0.08%	0.08%
格上げ率 (変更ノッチ数加重後)	15.19%	41.03%	19.55%	18.81%
格下げ対格上げ比率 (変更ノッチ数加重後)	0.00	0.00	0.00	0.00
格付けドリフト率 (変更ノッチ数加重後)	15.19%	41.03%	19.46%	18.72%
格付け変動率 (変更ノッチ数加重後)	15.19%	41.03%	19.63%	18.89%
安定率	95.42%	90.27%	94.03%	94.26%
格付け取り下げ率	18.23%	16.20%	18.56%	18.06%
格下げ幅 (ノッチ数)	-	-	1.00	1.00
格上げ幅 (ノッチ数)	3.31	4.22	3.32	3.32

図表 11：日本の ABS の累積格付け遷移率（組成年が 2004 年以前ののもの）：1994-2006 年

図表 11a：当初格付け別



図表 11b：組成年別



## CDO

2006年年初における115件のCDOの格付けのうち、1件が格下げとなり、20件が格上げとなった。格下げは、中小企業CLO取引において、裏付け貸付債権プールのパフォーマンスが近時悪化傾向にあったことを背景としているが、格下げは当初シングルB格を付与されていた劣後トランシェに限られており、上位トランシェの格付けには影響しなかった<sup>9</sup>。

一方、格上げについては、中小企業CLO/CBO(SME CLO)、不良債権CLO(SPL CLO)、アービトラージ・シンセティックCDO、再証券化取引(SF CDO)など、すべてのタイプの取引において見られた。中小企業CLO/CBO(SME CLO)については、裏付け債権の元本返済の進展に伴う信用補完水準の上昇が格上げの主要因として挙げられるが、保証を付している関係当事者の格付けが引き上げられたことを背景とする取引も見られた。不良債権CLO(SPL CLO)では、サービサーからの元本回収が当初の予定通り実施されていることから、信用補完水準が上昇し格上げに至る取引が多かった<sup>10</sup>。また、アービトラージ・シンセティックCDOで格上げとなったものは、参照プールの信用力向上や時間経過により、格付け対比で信用補完水準に余裕が生じたこと等が原因であった。一方、再証券化取引(SF CDO)については、主に参照している証券化商品の償還が進み、信用補完水準が上昇したことに起因している<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12、13、14参照）。

- 12ヶ月格上げ率は2005年の9.89%から2006年の19.32%へと上昇し、過去平均である14.51%よりも高くなった。一方、格下げ率は2005年の0.0%から2006年の0.97%へと上昇した。
- 年間平均総格上げノッチ数は、2006年に3.40ノッチと前年に比べ0.07ノッチだけ拡大した。
- 1998年以前に発行された取引は累積格下げ率がかなり高いが、これらはローン・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<sup>12</sup>。

---

9. 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、を参照。

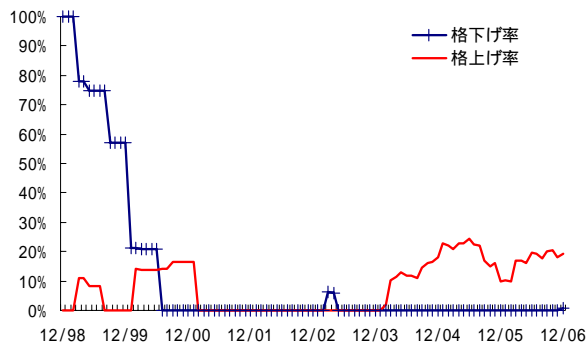
10. ムーディーズ・スペシャルレポート、「2006年の日本のバランスシート型CDO市場回顧と今後の見通し」2007年2月発行、を参照。

11. ムーディーズ・スペシャルレポート、「2006年の日本のシンセティックCDO市場回顧と今後の見通し：クレジット環境に応じ進化するシンセティックCDO市場」2007年2月発行、を参照。

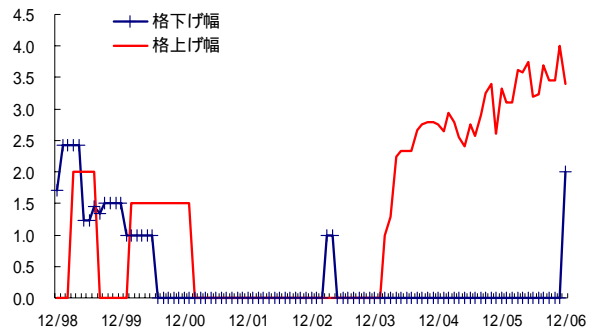
12. 脚注6参照。

## 図表 12：日本の CDO の格付け遷移の傾向

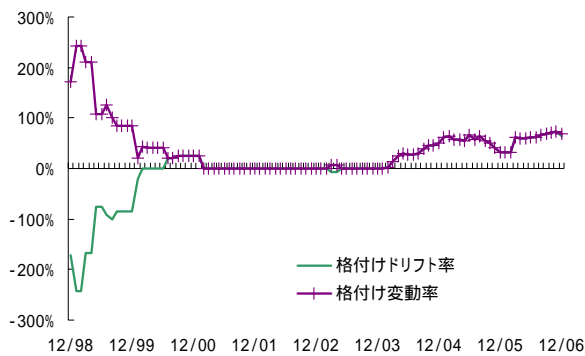
図表 12a：12ヶ月格下げ率と格上げ率



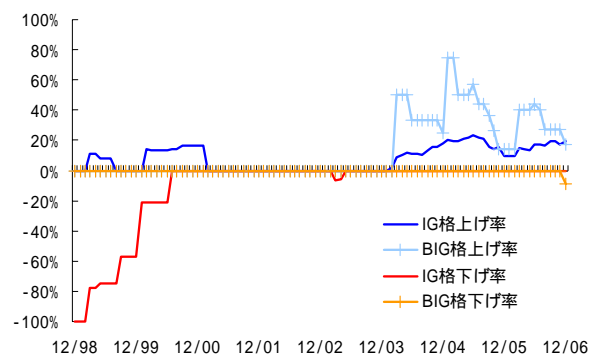
図表 12b：格下げ幅と格上げ幅



図表 12c：格付けドリフト率と格付け変動率



図表 12d：投資適格等級 (IG) と投機的等級 (BIG) の格下げ率と格上げ率 (格下げ率はマイナス表示)



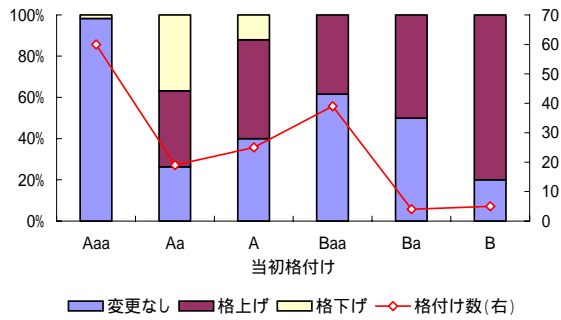
(注) 横軸はコーホート期末の日付 (月 / 年) を表している。

図表 13：日本の CDO の 12ヶ月格付け遷移の概要

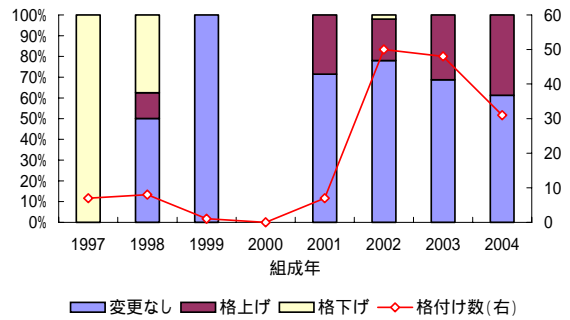
	2006	2005	2000-2006	(1998-2006)
格下げ率	0.97%	0.00%	0.08%	3.08%
格上げ率	19.32%	9.89%	14.51%	14.07%
格下げ対格上げ比率	0.05	0.00	0.01	0.22
格下げ率 (変更ノッチ数加重後)	1.93%	0.00%	0.11%	4.89%
格上げ率 (変更ノッチ数加重後)	65.70%	32.97%	43.63%	41.45%
格下げ対格上げ比率 (変更ノッチ数加重後)	0.03	0.00	0.00	0.12
格付けドリフト率 (変更ノッチ数加重後)	63.77%	32.97%	43.52%	36.56%
格付け変動率 (変更ノッチ数加重後)	67.63%	32.97%	43.74%	46.34%
安定率	79.71%	90.11%	85.41%	82.85%
格付け取り下げ率	20.00%	38.94%	23.52%	22.86%
格下げ幅 (ノッチ数)	2.00	-	1.33	1.59
格上げ幅 (ノッチ数)	3.40	3.33	3.01	2.95

図表 14：日本の CDO の累積格付け遷移率（組成年が 2004 年以前ののもの）：1997-2006 年

図表 14a：当初格付け別



図表 14b：組成年別



## CMBS

2006 年年初における 366 件の CMBS の格付けのうち、32 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、マルチボロワー案件、シングルボロワー案件、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。

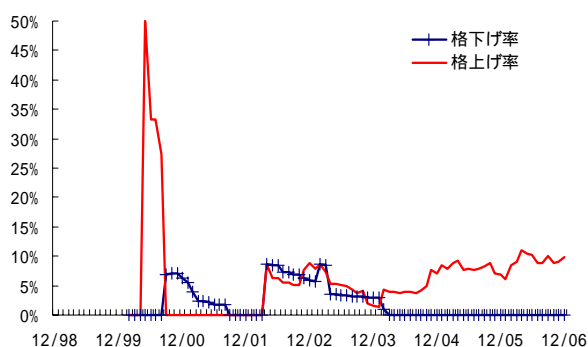
マルチボロワー案件の格上げは、裏付けローンの期限前返済、または残存ローンの担保不動産評価額の見直しによる信用補完水準の向上に起因するものであった。シングルボロワー案件の格上げは、主に担保不動産信託受益権の売却、または裏付けローンの期限前返済に起因するものであった。また、売却型案件の格上げは、裏付けローンの期限前返済、または裏付け不動産の売却進捗に伴う信用補完水準の向上に起因するものであった<sup>13</sup>。

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 15、16、17 参照）。

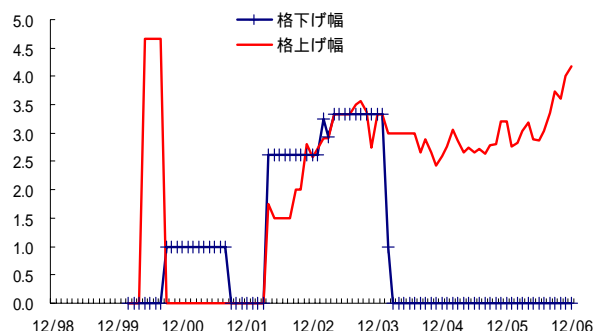
- 12ヶ月格上げ率は2005年の6.93%から2006年の9.85%へと上昇し、過去平均である6.51%よりも高くなった。一方、2006年の格下げ率は前年に続き0.0%である。
- 年間平均総格上げノッチ数は、2006年に4.19ノッチと前年に比べ0.98ノッチ拡大し、過去平均である2.99を上回った。
- このセクターで格下げとなったのは、これまでのところ2001年以前に組成された取引だけである。これらの多くは、株式会社マイカルの店舗を裏付けとするセール&リースバック型案件であり、オリジネーター、レシー、テナントを兼ねたマイカルの倒産の影響を受けて格下げとなった。

図表 15：日本の CMBS の格付け遷移の傾向

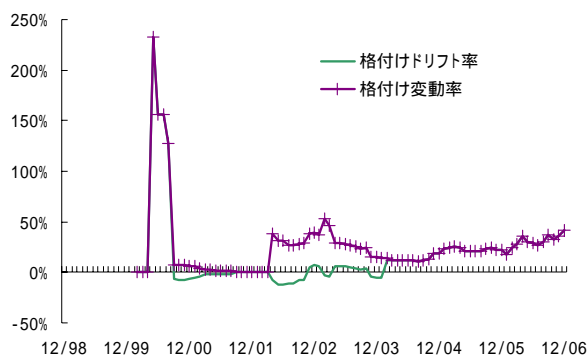
図表 15a：12ヶ月格下げ率と格上げ率



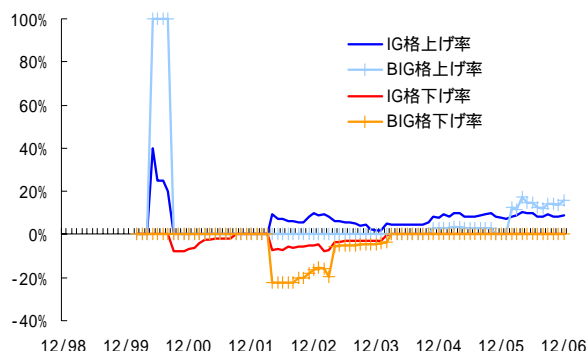
図表 15b：格下げ幅と格上げ幅



図表 15c：格付けドリフト率と格付け遷移率



図表 15d：投資適格等級 (IG) と投機的等級 (BIG) の格下げ率と格上げ率 (格下げ率はマイナス表示)



(注) 横軸はコーホート期末の日付 (月/年) を表している。

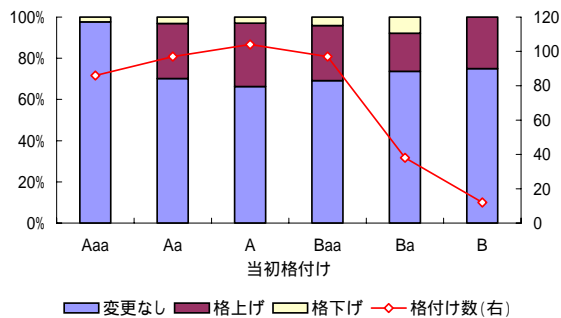
13. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の CMBS 市場：2006 年の概観と 2007 年の見通し」2007 年 1 月発行、「日本の CMBS における期限前返済及びディフィーザンスの動向」2007 年 1 月発行、を参照。

図表 16：日本の CMBS の 12ヶ月格付け遷移の概要

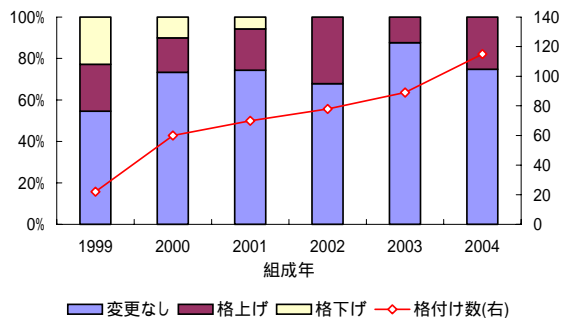
	2006	2005	2000-2006
格下げ率	0.00%	0.00%	1.31%
格上げ率	9.85%	6.93%	6.51%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.20
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.00%	0.00%	3.70%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	41.23%	22.26%	19.48%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.00	0.00	0.19
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	41.23%	22.26%	15.78%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	41.23%	22.26%	23.18%
安定率	90.15%	93.07%	92.18%
格付け取り下げ率	22.40%	30.34%	18.69%
格下げ幅（ノッチ数）	-	-	2.83
格上げ幅（ノッチ数）	4.19	3.21	2.99

図表 17：日本の CMBS の累積格付け遷移率（組成年が 2004 年以前ののもの）：1999-2006 年

図表 17a：当初格付け別



図表 17b：組成年別



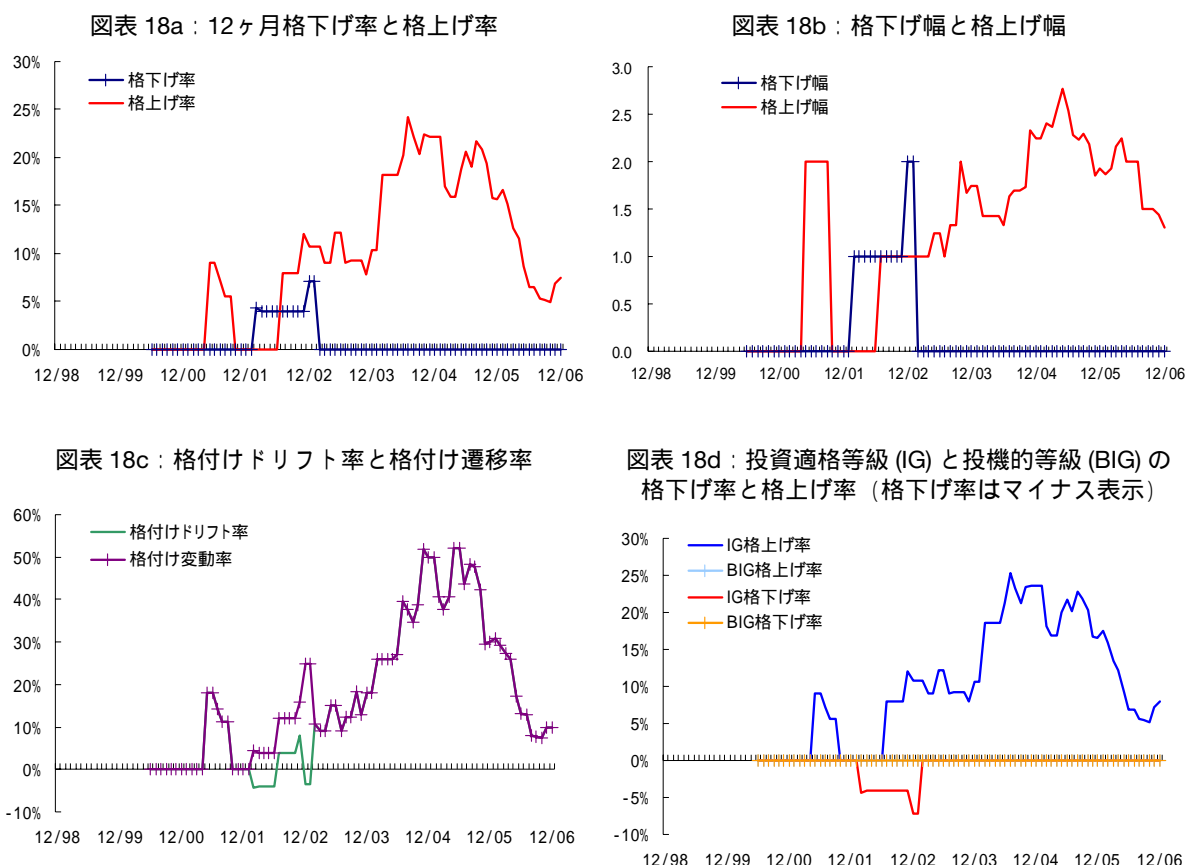
## RMBS

2006 年年初における 134 件の RMBS の格付けのうち、10 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に起因するものが多いが、オリジネーターによるデフォルト債権および条件緩和債権の買戻しの効果を考慮している取引において、当該オリジネーターが格上げとなったことを背景とする取引も見られた。

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 18、19、20 参照）。

- 12ヶ月格上げ率は 2005 年の 15.64% から 2006 年の 7.52% へと低下し、過去平均である 12.36% よりも低くなった。一方、2006 年の格下げ率は前年に続き 0.0% である。
- 年間平均総格上げノッチ数は、2006 年に 1.30 ノッチと前年に比べ 0.63 ノッチ縮小し、過去平均である 1.91 を下回った。
- 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、2006 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。
- 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、2006 年を通して安定的に推移した<sup>14</sup>。これは、消費者金融債権やカードキャッシング債権を裏付けとした ABS のパフォーマンスが、前述のように、当該業界動向の変化を受けて悪化したこととは対照的である。

図表 18：日本の RMBS の格付け遷移の傾向



(注) 横軸はコーホート期末の日付 (月/年) を表している。

14. ムーディーズ・スペシャルレポート、「日本の RMBS 市場：2006 年の概観と 2007 年の見通し」2007 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」2006 年 12 月発行、を参照。

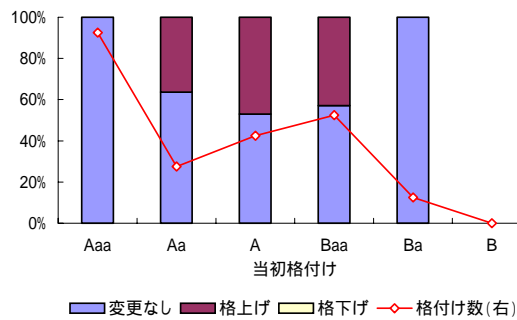


図表 19：日本の RMBS の 12ヶ月格付け遷移の概要

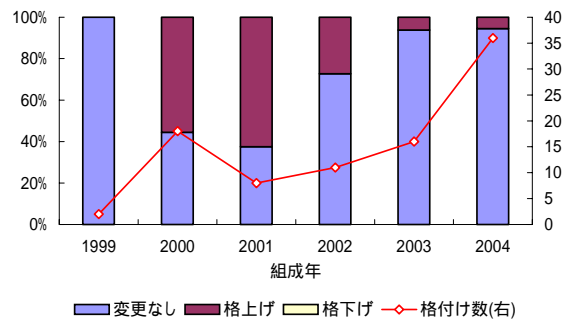
	2006	2005	2000-2006
格下げ率	0.00%	0.00%	0.39%
格上げ率	7.52%	15.64%	12.36%
格下げ対格上げ比率	0.00	0.00	0.03
格下げ率（変更ノッチ数加重後）	0.00%	0.00%	0.50%
格上げ率（変更ノッチ数加重後）	9.77%	30.17%	23.58%
格下げ対格上げ比率（変更ノッチ数加重後）	0.00	0.00	0.02
格付けドリフト率（変更ノッチ数加重後）	9.77%	30.17%	23.08%
格付け変動率（変更ノッチ数加重後）	9.77%	30.17%	24.09%
安定率	92.48%	84.36%	87.25%
格付け取り下げ率	1.49%	1.11%	1.39%
格下げ幅（ノッチ数）	-	-	1.29
格上げ幅（ノッチ数）	1.30	1.93	1.91

図表 20：日本の RMBS の累積格付け遷移率（組成年が 2004 年以前のもの）：1999-2006 年

図表 20a：当初格付け別



図表 20b：組成年別



## 付録 I : データの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 2006 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、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）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。
- インタレスト・オンリー・トランシェ（IO トランシェ）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。
- 同一案件において複数のトランシェに同じ格付けが付与されている場合は一つにまとめた。ただし、シニア・クラスとスーパー・シニア・クラスのように、同じ格付けであっても優劣順位があるときは別々のトランシェとして取り扱うこととした。

### 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

投機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）された銘柄数を分子、当該期間の開始時点で格付けが付与されている銘柄数から当該期間の格付け取り下げ数の半分を差し引いた値を分母とした比率。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。

#### 年間平均総格下げ（格上げ）ノッチ数

年間総格下げ（格上げ）ノッチ数とは、12ヵ月間の初めと終わりにおける付加記号付き格付けの差である。格付け変更幅と呼ばれることもある。年間平均総格下げ（格上げ）ノッチ数は、12ヵ月間に格下げ（格上げ）された全トランシェの 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、年間平均総変更ノッチ数は 2 となる。

### 変更ノッチ数加重後格下げ率（格上げ率）

変更ノッチ数加重後格下げ率（格上げ率）は、12ヵ月間の格下げ（格上げ）トランシェ数を同期間の格下げ（格上げ）総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トランシェの総数から、同期間に格付けが取り下げられたトランシェ数の半分の差引いた値を分母とした比率。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。

### 文字記号格付けに基づく格下げ（格上げ）

文字記号格付けに基づく格下げ率（格上げ率）を算出する場合、文字記号格付けの変更を伴う格付け変更を格下げ（格上げ）とみなす。例えば、Baa1からBa2への変更は格下げとみなされる。Baa1からBaa3への変更は、文字記号格付けに基づく格下げ数には算入されないが、付加記号付き格下げ数には算入される。したがって、付加記号付き格付けに基づく格下げ率（格上げ率）は、常に文字記号格付けに基づく格下げ率（格上げ率）以上となる。

### 累積（全期間）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（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）の対象となったトランシェ数を分子、そのグループの総トランシェ数を分母とする比率である。

### 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トランシェ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。

### 格付け取り下げ率

一定期間の終わりまでに格付けが取り下げられたトランシェの総数を分子、その期間の初めに格付けが付与されていたトランシェの総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。

### 格下げ対格上げ比率（加重後、全期間）

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、または変更ノッチ数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と格上げ数から算出した比率。全期間格下げ対格上げ比率とは、全期間格下げ数と全期間格上げ数から算出した比率。

## 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、リパッケージ債、クレジット・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。

## RMBS

住宅用不動産証券化。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。

## 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（取り下げられた格付けを含む）のみが統計の対象となる。たとえば、3 年間格下げ率の統計の対象となるには、少なくとも組成から 3 年は格付けが存続していなくてはならない。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、1997-2006 年の 12 ヶ月間平均格下げ率は、10 年間の各月ごとに算出した 12 ヶ月間の格下げ率 120 個の加重平均である。

当初格付けに基づく格付け遷移と、コーホート格付けに基づく格付け遷移との間に相違がみられる背景には、基本的に次の 3 つの要因がある。

- まず、当初格付けに基づいてグループ分けを行えば、全トランシェが新規発行されたものとなり、経過年数がゼロということになる。一方、コーホート格付けに基づくグループ分けでは、全トランシェの経過年数が異なり、新規発行トランシェもシーズニングが進んだトランシェも混在している。格付け変更の可能性は、証券が発行されてから償還されるまでの期間のどの時点にあるかによって異なるため、グループ内の証券の経過年数の分布によって格付け遷移率は影響を受ける。
- 次に、コーホート格付けによってグループ分けされた証券の中には、発行後に格下げまたは格上げされた結果、当該コーホートに属するものもある。証券化商品の格付けは同じ方向に連続して動く傾向があるため、格付けが変更されたトランシェは、同じ格付け水準で格付けが変更されたことのないトランシェに比べ、格下げまたは格上げされる可能性が高い。
- 3 番目に、当初格付けに基づく場合と、コーホート格付けに基づく場合では、証券とその格付け変更に対するウェイト付けが異なる。当初格付けに基づく格付け遷移率では、各証券をカウントするのは 1 回で、格下げ、格上げ、または格付け変更なし、のいずれかにカウントされる。対照的に、コーホート格付けに基づく場合、あるトランシェが多数のコーホートに出現し、格付けが存続していれば各月に 1 回カウントされる。したがって、比較的新しい証券に比べ、発行時からの経過年数の長い証券の比重が高くなる。また、ある証券の格付けが安定している期間、その証券は格付け変更なしとして何度もカウントされ、格下げまたは格上げされれば、今度は格下げまたは格上げの回数に複数回カウントされ得る。

### 格付け取り下げ (WR) の調整

本稿における格下げ率および格上げ率は、調査対象期間の開始時点の格付け数から当該期間の格付け取り下げ数の半分を控除するという調整を行った上で算出される。

次の付録に記載した格付け遷移行列では、全ての期間（特に注記がない限り）について、観察期間中に格付けが取り下げられた銘柄の比率を WR として格付けカテゴリー別に右端の列に示す。これによって、格付け遷移の全体像を示すことができる。次の表は、格付け遷移行列において格付け取り下げをどのように調節するか、すなわち WR の列をどのように取り除くかを示す。

次の表は、WR の調整を行う前の Aa カテゴリーの格付け遷移行列の例である。

WR 未調整の格付け遷移行列の例								
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	WR
Aa	5.62%	84.36%	1.90%	0.62%	0.16%	0.09%	0.12%	7.13%

格下げ率、格上げ率の調整を行うために、未調整の格下げ率、格上げ率を、1 から WR の数値の半分を差し引いた値で除す。例えば、Aa から Aaa への格付け変更の場合、調整後の遷移率は  $5.62\% / (1 - 7.13\% / 2) = 5.82\%$  となる。A、Baa、Ba、B、Caa 以下のカテゴリーについても同様の調整を行う。調整後の遷移率を下表に示す。

WR 調整後の格付け遷移行列の例							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aa	5.82%	91.18%	1.97%	0.64%	0.16%	0.10%	0.13%

格付け遷移行列の左上から右下への対角線上に示される調整後格付け安定率の算出には別の手法を用いる。これらは他の全てのカテゴリーの調整後遷移率を 1 から差し引いて算出する。上の例では、Aa 列の安定率は、 $1 - (5.82\% + 1.97\% + 0.64\% + 0.16\% + 0.10\% + 0.13\%) = 91.18\%$  となる。

要約すると、まず 1 から格付け取り下げ率の 2 分の 1 を控除した値で調整前の遷移率を除し、その値を格付け遷移行列の対角線上を除くセルに入力する。次に、同じ行に入力された調整後遷移率の合計を 1 から差し引いた値を、対角線上のセルに調整後格付け安定率として入力する。

発行後 5 年で格付けが取り下げられた証券の格付け遷移は、付録 の「当初格付けに基づく格付け遷移行列」のセクションに掲載されている。

## 格下げ、格上げのカウント方法

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。調査対象の証券の母集団が同一であっても、本稿で報告された格下げ数、格上げ数が他のムーディーズのレポートと異なる背景には幾つかの要因がある。

まず、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、本稿の分析では一つにまとめた。他のレポートでは異なる手法を用いる場合もある。

次に、ある期間の開始時点と終了時点で格付けが異なる場合のみ、格付け変更としてカウントする。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、あるトランシェが格下げされた後、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。格付けが反転することは、特に短期間では稀であるため、このようなケースはかなり例外的である。

3 番目の要因は、ある証券がコーホート形成日以降に格付けを付与され、調査対象期間の間に格付けが変更された場合は、格付け変更としてカウントされないことである。たとえば、2006 年の格下げ数を数える場合、あるトランシェが 2006 年に初めて格付けを付与され、同年中に格下げされても、格下げ数には含まれない。そのトランシェは年初に存在していなかったため、年初に形成されたコーホートには含まれていないからである。シーズニングの 1 年目の格付けは安定しているため、このようなケースも例外的である。

4 番目の要因は、ある証券の格付けが変更された後、調査対象年の年末より前に格付けが取り下げられた場合、この格付け変更はカウントされないことである。たとえば、2006 年の格上げ数を数える場合、あるトランシェが 3 月に格上げされ、9 月に格付け取り下げとなった場合、年末の格付けは WR とみなされ、このトランシェは格上げではなく WR に遷移したものとして扱われる。格上げされた証券は、その後間もなく償還され、格付け取り下げとなることが多いので、この要因は格下げ数よりも格上げ数に対して大きな影響を与える。

この点を考慮して、2006年に格付けが変更され、年末までに格付け取り下げとなったトランシェを格付け変更数に算入すると、世界の証券化商品の格下げ数は709から3.2%増加して732となり、格上げ数は2,161から4.5%増加して2,259となる。また、2006年の12ヶ月間格下げ率は1.92%から1.98%に上昇、格上げ率は5.84%から6.10%に上昇する。したがって、統計報告の正確な数値は異なるものの、全体的な傾向は変わらない。

調査対象期間が長くなるほど格付け取り下げ率も高まるため、格付け取り下げを理由としてカウントされない格付け変更も増加する。格付け取り下げ率は興味深い統計であるとムーディーズは考えているが、多数の投資家が興味を持つのは、最終的に格付けが取り下げられる前の格付けの推移である。

この情報を得るための一つの方法は、格付けが取り下げられた証券について、格付け取り下げ前の格付けを用いて格下げ数と格上げ数をカウントした、全期間格付け遷移率を見ることである。このデータは、日本の証券化商品と主要なセクターについて本稿本文に掲載されている。

別の方法は、格付けが取り下げられた証券の当初格付けと、格付け取り下げ前の格付けに着目することである。これによって、格付けが取り下げられた証券の何パーセントが全期間にわたって他の格付けカテゴリーに遷移したかがわかる。このデータは、付録の当初格付けに基づく格付け遷移行列の5年間格付け遷移行列下部に掲載されている。

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、経過年数が5年で、発行後5年で格付けが取り下げられた証券である。この表から、これらのトランシェの73.8%は格付け取り下げの直前までAa格付けを維持し、17.6%はAaaに格上げ、3.7%はAに格下げ、1.6%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							
	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aa	17.62%	73.82%	3.72%	1.61%	0.74%	0.62%	1.86%

この格付け遷移行列を見れば、格付け取り下げまでの格付け履歴をある程度把握できるが、格付け取り下げの理由が証券の毀損なのか、償還なのかは区別できない。この点は今後のリサーチのテーマとなるであろう。

## 付録Ⅲ：複数年の格付け遷移行列<sup>15</sup>

### コーホート格付けに基づく格付け遷移行列

図表 21：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）：1998-2006年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	80.61%	0.14%						19.25%
Aa	10.62%	69.86%	0.57%					18.94%
A	5.62%	6.25%	72.78%	0.45%	0.17%			14.75%
Baa	1.74%	1.43%	6.52%	76.13%	0.39%	0.19%		13.60%
Ba	0.65%	0.30%	0.36%	2.73%	80.20%	0.71%		15.06%
B	1.06%	0.85%	2.96%	5.29%	3.59%	61.95%		24.31%
Caa以下								
2年間								
Aaa	61.74%	0.28%						37.98%
Aa	9.52%	46.99%	0.59%					42.90%
A	9.46%	6.65%	52.64%	0.89%	0.25%			30.11%
Baa	2.92%	1.68%	7.79%	56.48%	1.04%	0.29%		29.80%
Ba	0.52%	0.43%	0.26%	3.02%	64.59%	2.07%		29.10%
B	3.72%	1.35%	5.41%	6.76%	2.70%	26.69%		53.38%
Caa以下								
3年間								
Aaa	41.95%	0.29%						57.76%
Aa	7.03%	29.33%	0.09%					63.56%
A	8.66%	6.47%	38.75%	1.29%	0.03%			44.80%
Baa	1.73%	2.05%	8.14%	41.45%	1.55%	0.04%		45.05%
Ba	0.55%	0.28%		1.24%	53.51%	2.89%		41.54%
B	2.01%		1.34%	6.04%		11.41%		79.19%
Caa以下								
4年間								
Aaa	24.88%	0.28%						74.84%
Aa	6.55%	17.22%						76.23%
A	7.52%	4.41%	28.31%	1.55%				58.22%
Baa	1.99%	2.64%	8.82%	26.96%	1.42%			58.17%
Ba	1.05%	0.52%		0.52%	44.62%	2.36%		50.92%
B			3.64%	3.64%				92.73%
Caa以下								
5年間								
Aaa	7.94%	0.03%						92.03%
Aa	5.55%	3.37%						91.08%
A	4.37%	2.68%	12.49%	1.69%				78.77%
Baa	1.50%	3.15%	3.97%	7.80%	0.14%			83.45%
Ba					30.92%			69.08%
B								100.00%
Caa以下								

15. このセクションに掲載の格付け遷移行列は、格付け取り下げの調整を行っていない。格付け取り下げの調整方法については、付録を参照。



図表 22 : 日本の ABS の格付け遷移行列 (コーホート格付けに基づく) :1998-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	80.80%							19.20%
Aa	13.87%	66.05%						20.08%
A	12.49%	8.20%	68.85%					10.46%
Baa	4.96%	5.07%	7.72%	72.11%				10.14%
Ba								
B						7.69%		92.31%
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	61.08%							38.92%
Aa	9.21%	38.60%						52.18%
A	19.75%	7.26%	50.12%					22.87%
Baa	11.49%	2.30%	4.02%	52.49%				29.69%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	38.75%							61.25%
Aa	5.94%	14.14%						79.92%
A	16.81%	7.92%	37.92%					37.36%
Baa	2.09%	1.26%	5.86%	40.17%				50.63%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	26.14%							73.86%
Aa	5.70%	8.67%						85.62%
A	15.42%	0.69%	33.89%					50.00%
Baa	1.26%		6.28%	27.20%				65.27%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa	3.85%							96.15%
Aa	1.09%							98.91%
A	1.32%		25.00%					73.68%
Baa				10.00%				90.00%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								

図表 23 : 日本の CDO の格付け遷移行列 (コーホート格付けに基づく) :1998-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	75.75%	0.16%						24.09%
Aa	16.81%	51.09%	5.90%					26.20%
A	5.99%	8.57%	56.46%	0.94%				28.05%
Baa	1.67%	0.53%	10.25%	69.15%				18.40%
Ba	7.69%		5.49%	18.68%	49.45%			18.68%
B	3.70%	2.96%	8.89%	2.22%	12.59%	67.41%		2.22%
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	53.21%	0.25%						46.54%
Aa	19.10%	28.36%	5.07%					47.46%
A	7.84%	4.08%	26.14%					61.93%
Baa	2.72%	0.24%	10.40%	47.16%				39.48%
Ba	5.71%		5.71%	34.29%	8.57%			45.71%
B	16.42%	5.97%	20.90%	4.48%	11.94%	11.94%		28.36%
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	29.67%	0.49%						69.84%
Aa	8.43%	15.66%	0.80%					75.10%
A	0.71%		13.06%					86.22%
Baa	0.56%		7.66%	30.65%				61.12%
Ba								100.00%
B	13.64%							86.36%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	22.16%	1.62%						76.22%
Aa	2.86%	5.14%						92.00%
A			4.38%					95.62%
Baa			6.84%	20.15%				73.00%
Ba								100.00%
B								100.00%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa								100.00%
Aa								100.00%
A								100.00%
Baa								100.00%
Ba								
B								
Caa以下								

図表 24 : 日本の CMBS の格付け遷移行列 (コーホート格付けに基づく) :2000-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	74.34%	0.81%						24.86%
Aa	7.13%	73.72%	0.36%					18.79%
A	2.94%	3.53%	75.61%	0.68%	0.34%			16.90%
Baa	1.32%	0.93%	3.99%	77.55%	0.72%	0.36%		15.13%
Ba	0.28%	0.35%	0.07%	2.00%	80.11%	0.83%		16.37%
B			0.66%	5.94%		65.35%		28.05%
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	55.09%	1.70%						43.21%
Aa	6.48%	53.54%	0.52%					39.46%
A	5.47%	3.83%	56.30%	1.76%	0.50%			32.15%
Baa	1.75%	1.83%	4.28%	58.48%	1.87%	0.53%		31.26%
Ba	0.38%	0.48%	0.10%	2.19%	63.93%	2.29%		30.63%
B			1.03%	8.76%		36.60%		53.61%
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	42.64%	1.82%						55.54%
Aa	3.81%	40.89%	0.06%					55.24%
A	5.93%	3.31%	41.30%	2.28%	0.06%			47.12%
Baa	2.16%	1.86%	2.78%	44.47%	2.47%	0.06%		46.20%
Ba	0.58%	0.29%		1.31%	53.43%	2.63%		41.75%
B			2.17%	9.78%		18.48%		69.57%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	31.25%	1.89%						66.86%
Aa	1.94%	29.24%						68.83%
A	3.59%	2.17%	29.46%	2.64%				62.13%
Baa	2.73%	0.95%	2.21%	29.52%	2.00%			62.61%
Ba	1.08%	0.54%		0.54%	45.16%	1.61%		51.08%
B			11.11%	11.11%				77.78%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa	7.32%	0.35%						92.33%
Aa		6.04%						93.96%
A	1.10%		8.64%	3.49%				86.76%
Baa	1.32%			7.27%	0.22%			91.19%
Ba					31.54%			68.46%
B								100.00%
Caa以下								

図表 25：日本の RMBS の格付け遷移行列（コーホート格付けに基づく）：2000-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	97.78%							2.22%
Aa	15.20%	84.07%						0.74%
A	1.92%	12.66%	85.42%					
Baa		0.87%	11.69%	85.71%				1.73%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
2年間								
Aaa	96.75%							3.25%
Aa	34.48%	64.66%						0.86%
A	7.95%	22.26%	68.20%					1.59%
Baa	0.60%	2.98%	25.79%	65.87%				4.76%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
3年間								
Aaa	94.40%							5.60%
Aa	61.90%	38.10%						
A	16.13%	26.88%	54.03%					2.96%
Baa	1.48%	7.12%	37.39%	43.32%				10.68%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
4年間								
Aaa	90.55%							9.45%
Aa	82.56%	17.44%						
A	23.63%	26.58%	45.15%					4.64%
Baa	2.42%	15.46%	42.03%	23.19%				16.91%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
5年間								
Aaa	81.53%							18.47%
Aa	98.15%	1.85%						
A	31.78%	23.26%	36.43%					8.53%
Baa	4.95%	22.77%	28.71%	20.79%				22.77%
Ba								
B								
Caa以下								

図表 26：日本の証券化商品の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2006 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	466	78.5%																					21.5%
Aa1	11	27.3%	54.5%																				18.2%
Aa2	126	10.3%	2.4%	75.4%																			11.9%
Aa3	12	8.3%	8.3%	8.3%	75.0%																		
A1	14					7.1%																	35.7%
A2	141	7.8%			4.3%	2.1%	2.1%	69.5%															14.2%
A3	21	4.8%						9.5%	61.9%														23.8%
Baa1	18						5.6%		11.1%	61.1%													22.2%
Baa2	123	4.1%						4.9%	1.6%	1.6%	76.4%												11.4%
Baa3	14							7.1%	7.1%														14.3%
Ba1	11	9.1%		9.1%								9.1%											18.2%
Ba2	27	3.7%										3.7%	3.7%										18.5%
Ba3	10																						
B1	8								12.5%														12.5%
B2	8										12.5%												25.0%
B3	5																						40.0%
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 27：日本の ABS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2006 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	253	76.7%																					23.3%	
Aa1	1	100.0%																						
Aa2	43	9.3%		86.0%																			4.7%	
Aa3	7				100.0%																			
A1	0																							
A2	42	7.1%		7.1%																			14.3%	
A3	3																							
Baa1	1																							
Baa2	34	2.9%																					8.8%	
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 28：日本の CDO の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2006 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	51	70.6%																					29.4%
Aa1	2		50.0%																				50.0%
Aa2	4	50.0%	25.0%	25.0%																			
Aa3	2	50.0%			50.0%																		
A1	4					75.0%																	25.0%
A2	14	14.3%		14.3%	7.1%	7.1%	57.1%																
A3	3						33.3%																66.7%
Baa1	3					33.3%																	33.3%
Baa2	17	5.9%					5.9%	5.9%	5.9%	64.7%													11.8%
Baa3	3						33.3%				66.7%												
Ba1	0																						
Ba2	1	100.0%																					
Ba3	3													100.0%									
B1	4							25.0%							25.0%								25.0%
B2	2															100.0%							
B3	2																100.0%						
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 29：日本の CMBS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2006 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	87	72.4%																					27.6%
Aa1	4		75.0%																				25.0%
Aa2	64	9.4%		70.3%																			20.3%
Aa3	1				100.0%																		
A1	7					42.9%																	57.1%
A2	67	9.0%		1.5%	3.0%	1.5%	65.7%																19.4%
A3	11	9.1%					9.1%	54.5%															27.3%
Baa1	11								72.7%														27.3%
Baa2	54	5.6%					1.9%	1.9%	1.9%	74.1%													14.8%
Baa3	10							10.0%			70.0%												20.0%
Ba1	10	10.0%		10.0%					10.0%			50.0%											20.0%
Ba2	20							5.0%	5.0%				65.0%										25.0%
Ba3	7													100.0%									
B1	4														100.0%								
B2	6						16.7%				16.7%					33.3%							33.3%
B3	3																33.3%						66.7%
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						



図表 30：日本の RMBS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2006 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	72	97.2%																					2.8%	
Aa1	4	50.0%	50.0%																					
Aa2	13	7.7%	15.4%	76.9%																				
Aa3	2		50.0%	50.0%																				
A1	2					50.0%																		
A2	12					8.3%	91.7%																	
A3	4							100.0%																
Baa1	3							33.3%	66.7%															
Baa2	14									100.0%														
Baa3	1										100.0%													
Ba1	1											100.0%												
Ba2	6												100.0%											
Ba3	0																							
B1	0																							
B2	0																							
B3	0																							
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 31：日本の証券化商品の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：1998-2006 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	18843	80.6%	0.1%	0.0%	0.1%																		19.2%	
Aa1	725	22.8%	52.7%	2.3%	1.7%																			20.6%
Aa2	5409	9.5%	2.2%	70.3%	0.1%	0.1%	0.4%	0.2%																17.2%
Aa3	728	6.7%	4.4%	3.0%	55.2%	0.3%																		30.4%
A1	535	10.8%	3.7%	6.5%	6.7%	43.2%	9.9%	3.0%																16.1%
A2	5790	5.8%	0.7%	2.7%	2.1%	1.7%	72.1%	0.3%		0.2%		0.2%												14.2%
A3	816	0.9%	2.0%	0.4%	2.1%	3.6%	4.7%	66.1%		2.5%														18.0%
Baa1	805	0.5%	0.7%	0.6%		3.4%	4.0%	4.1%	71.3%		0.5%		1.5%											13.4%
Baa2	4573	1.9%	0.2%	1.0%	0.5%	0.2%	2.9%	2.4%	1.7%	75.1%	0.5%		0.3%				0.3%							13.2%
Baa3	835	2.0%		0.4%		1.2%	1.8%	4.6%	1.4%	7.1%	65.5%													16.0%
Ba1	625	0.6%		0.3%						3.2%		77.1%		1.9%		1.9%								14.9%
Ba2	815	0.2%			0.4%		0.4%	0.1%	1.1%	0.6%	1.5%		74.5%	1.5%										19.8%
Ba3	247	2.0%						0.8%					4.9%	92.3%										
B1	201	2.5%	2.0%			2.5%		3.5%		1.5%		2.5%	2.5%	3.5%	57.2%		0.5%							21.9%
B2	206						1.0%				10.7%					57.3%								31.1%
B3	66																89.4%							10.6%
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 32：日本の ABS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：1998-2006 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	12276	80.8%																					19.2%	
Aa1	199	37.2%	49.7%																					13.1%
Aa2	1882	13.9%	0.6%	67.3%	0.3%																			17.9%
Aa3	464	3.9%			64.2%																			31.9%
A1	45	28.9%		11.1%	26.7%	6.7%	15.6%																	11.1%
A2	1710	12.5%	0.8%	4.4%	2.6%		68.9%																	10.8%
A3	62							100.0%																
Baa1	62	6.5%	9.7%	8.1%		9.7%	8.1%		54.8%															3.2%
Baa2	845	4.9%		4.1%			7.0%		0.5%	72.9%														10.7%
Baa3	0																							
Ba1	0																							
Ba2	0																							
Ba3	0																							
B1	26														7.7%									92.3%
B2	0																							
B3	0																							
Caa1	0																							
Caa2	0																							
Caa3	0																							
Ca	0																							
C	0																							

図表 33：日本の CDO の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：1998-2006 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	1872	75.7%		0.2%																			24.1%
Aa1	179	16.2%	43.0%	2.8%																			38.0%
Aa2	180	22.8%	20.0%	22.2%		2.8%	11.1%																21.1%
Aa3	99	7.1%	6.1%	12.1%	58.6%	2.0%																	14.1%
A1	189	9.0%	7.4%	3.2%	2.6%	34.9%	24.3%	8.5%															10.1%
A2	445	7.0%	2.7%	2.2%	3.8%	4.7%	46.1%	4.0%															29.4%
A3	218	1.4%	2.3%		1.8%		4.6%	45.4%		3.7%													40.8%
Baa1	92					7.6%	16.3%	2.2%	41.3%														32.6%
Baa2	843	0.2%			0.4%		3.8%	4.3%	3.7%	69.8%													17.9%
Baa3	206	8.3%		1.5%			5.3%	6.8%	5.8%	12.6%	45.6%												14.1%
Ba1	5																						100.0%
Ba2	49	4.1%					6.1%			10.2%	24.5%		30.6%										24.5%
Ba3	37	13.5%						5.4%						81.1%									
B1	104	4.8%	3.8%			4.8%		6.7%		2.9%		4.8%	4.8%	6.7%	56.7%								2.9%
B2	6															100.0%							
B3	25																100.0%						
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 34：日本の CMBS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2000-2006 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	2981	74.3%	0.4%		0.4%																		24.9%
Aa1	267	12.7%	62.2%	3.4%	4.5%																		17.2%
Aa2	2943	6.2%	1.4%	73.8%				0.4%															18.2%
Aa3	116	17.2%	0.9%	4.3%	39.7%																		37.9%
A1	189	10.1%	3.2%		5.8%	48.1%																	32.8%
A2	3118	2.6%	0.3%	1.7%	1.0%	2.0%	76.3%		0.4%			0.4%											15.3%
A3	231	1.7%		1.3%	5.2%		5.2%	56.3%		5.2%													25.1%
Baa1	478					1.5%		2.5%	77.6%				2.5%										15.9%
Baa2	2333	1.9%	0.3%	0.5%	0.5%	0.3%	1.7%	1.5%	0.6%	77.0%	0.5%		0.5%				0.5%						14.0%
Baa3	526					1.9%		4.0%			74.7%												19.4%
Ba1	591	0.7%		0.3%					3.4%			76.6%		2.0%		2.0%							14.9%
Ba2	647				0.5%			0.2%	1.4%				73.1%	1.9%									23.0%
Ba3	210												5.7%	94.3%									
B1	71														76.1%								23.9%
B2	191					1.0%					9.4%					57.6%							31.9%
B3	41																82.9%						17.1%
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

図表 35：日本の RMBS の格付け遷移行列（付加記号付きコーホート格付けに基づく）：2000-2006 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	1580	97.8%																					2.2%
Aa1	61	45.9%	49.2%																				4.9%
Aa2	313	9.6%	9.3%	81.2%																			
Aa3	34	11.8%	73.5%	14.7%																			
A1	106	8.5%		22.6%	7.5%	61.3%																	
A2	377	1.6%	2.1%	5.3%	7.2%	4.0%	79.8%																
A3	299		3.7%		0.3%	9.7%	5.4%	80.9%															
Baa1	170					4.1%	7.1%	11.2%	75.3%		2.4%												
Baa2	435				1.4%		0.5%	8.7%	6.4%	77.9%	2.3%												2.8%
Baa3	88							3.4%		37.5%	59.1%												
Ba1	26											100.0%											
Ba2	119												100.0%										
Ba3	0																						
B1	0																						
B2	0																						
B3	0																						
Caa1	0																						
Caa2	0																						
Caa3	0																						
Ca	0																						
C	0																						

当初格付けに基づく格付け遷移行列<sup>16</sup>

図表 36：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）：1994-2006年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	94.57%	0.16%						5.27%
Aa	4.71%	83.33%	2.54%					9.42%
A	2.49%	6.41%	83.63%	0.36%				7.12%
Baa	0.77%	0.77%	4.62%	87.69%				6.15%
Ba					92.31%			7.69%
B						77.42%		22.58%
Caa以下								
2年間								
Aaa	86.48%	0.57%						12.95%
Aa	12.61%	62.61%	2.70%					22.07%
A	10.81%	4.05%	66.67%	0.45%	0.45%			17.57%
Baa	5.08%	2.03%	7.61%	70.56%	0.51%	0.51%		13.71%
Ba			2.13%	6.38%	74.47%			17.02%
B				5.26%	10.53%	42.11%		42.11%
Caa以下								
3年間								
Aaa	67.58%	0.75%						31.67%
Aa	6.75%	41.72%	1.84%					49.69%
A	7.79%	7.14%	48.05%	1.30%	0.65%			35.06%
Baa	3.62%	1.45%	5.80%	52.90%	1.45%	0.72%		34.06%
Ba					64.71%	2.94%		32.35%
B	7.14%					21.43%		71.43%
Caa以下								
4年間								
Aaa	47.64%	0.73%						51.64%
Aa	6.72%	26.05%	1.68%					65.55%
A	9.80%	4.90%	41.18%	1.96%				42.16%
Baa		2.04%	12.24%	42.86%	2.04%			40.82%
Ba				4.55%	54.55%	4.55%		36.36%
B				20.00%				80.00%
Caa以下								
5年間								
Aaa	19.16%	0.60%						80.24%
Aa	5.48%	21.92%						72.60%
A	9.38%		34.38%	1.56%				54.69%
Baa	1.96%	3.92%	7.84%	29.41%	1.96%			54.90%
Ba					50.00%			50.00%
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)となった証券の 格付け取り下げ(WR)直前の格付け								
Aaa	98.51%	1.49%						0.00%
Aa	22.64%	62.26%	15.09%					0.00%
A	28.57%	20.00%	45.71%	2.86%	2.86%			0.00%
Baa		7.14%	21.43%	64.29%	3.57%	3.57%		0.00%
Ba					83.33%	16.67%		0.00%
B				33.33%		66.67%		0.00%
Caa以下								

16. 最下段の格付け遷移行列は、5年間のうちに格付け取り下げ(WR)となった証券（最右列）の格付け遷移が把握できる、行の格付けは格付け取り下げとなった証券の当初格付け、列の格付けは取り下げ直前の格付けを示す。詳細は付録 を参照。

図表 37：日本の ABS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：1994-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	96.29%							3.71%
Aa	6.67%	84.76%						8.57%
A	4.76%	13.10%	73.81%					8.33%
Baa		1.85%	11.11%	79.63%				7.41%
Ba								
B						50.00%		50.00%
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	91.10%							8.90%
Aa	14.29%	62.64%						23.08%
A	23.61%	4.17%	55.56%					16.67%
Baa	19.44%	5.56%	8.33%	55.56%				11.11%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	74.07%							25.93%
Aa	3.08%	36.92%						60.00%
A	8.89%	11.11%	44.44%					35.56%
Baa	12.50%		6.25%	43.75%				37.50%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	47.40%							52.60%
Aa	6.82%	2.27%						90.91%
A	22.22%	3.70%	25.93%					48.15%
Baa			10.00%	40.00%				50.00%
Ba								
B								100.00%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa	11.90%							88.10%
Aa	10.00%							90.00%
A	6.25%		25.00%					68.75%
Baa				33.33%				66.67%
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)となった証券の 格付け取り下げ(WR)直前の格付け								
Aaa	100.00%							0.00%
Aa	22.22%	77.78%						0.00%
A	45.45%	36.36%	18.18%					0.00%
Baa			50.00%	50.00%				0.00%
Ba								
B						100.00%		0.00%
Caa以下								



図表 38 : 日本の CDO の格付け遷移行列 (当初格付けに基づく) :1997-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	92.11%	1.32%						6.58%
Aa	4.00%	56.00%	28.00%					12.00%
A	2.86%	14.29%	68.57%	2.86%				11.43%
Baa		2.13%	8.51%	80.85%				8.51%
Ba					100.00%			
B						100.00%		
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	78.33%	1.67%						20.00%
Aa	10.53%	31.58%	26.32%					31.58%
A	12.00%	4.00%	48.00%					36.00%
Baa	5.13%	2.56%	7.69%	64.10%				20.51%
Ba			25.00%	25.00%	25.00%			25.00%
B					40.00%	60.00%		
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	38.00%	2.00%						60.00%
Aa	11.11%	11.11%	11.11%					66.67%
A	5.56%		22.22%					72.22%
Baa	6.45%		3.23%	38.71%				51.61%
Ba								100.00%
B	33.33%							66.67%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	25.00%	4.17%						70.83%
Aa	7.14%	7.14%	14.29%					71.43%
A			22.22%					77.78%
Baa			8.33%	33.33%				58.33%
Ba								100.00%
B								100.00%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa								100.00%
Aa								100.00%
A								100.00%
Baa								100.00%
Ba								
B								
Caa以下								
<b>5年コーホートにおいて格付け取り下げ(WR)となった証券の 格付け取り下げ(WR)直前の格付け</b>								
Aaa	80.00%	20.00%						0.00%
Aa	9.09%	27.27%	63.64%					0.00%
A			100.00%					0.00%
Baa				100.00%				0.00%
Ba								
B								
Caa以下								

図表 39 : 日本の CMBS の格付け遷移行列 (当初格付けに基づく) :1999-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	89.74%							10.26%
Aa	4.00%	86.40%						9.60%
A	1.49%	1.49%	90.30%					6.72%
Baa	1.56%		0.78%	91.41%				6.25%
Ba					90.38%			9.62%
B						68.42%		31.58%
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	72.09%	2.33%						25.58%
Aa	12.37%	67.01%	1.03%					19.59%
A	3.85%	3.85%	74.04%	0.96%	0.96%			16.35%
Baa	1.03%	1.03%	6.19%	75.26%	1.03%	1.03%		14.43%
Ba				5.26%	76.32%			18.42%
B				8.33%		41.67%		50.00%
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	54.24%	3.39%						42.37%
Aa	6.94%	51.39%	1.39%					40.28%
A	9.09%	3.90%	53.25%	2.60%	1.30%			29.87%
Baa	1.39%	2.78%	2.78%	56.94%	2.78%	1.39%		31.94%
Ba					63.33%	3.33%		33.33%
B						33.33%		66.67%
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	43.18%	2.27%						54.55%
Aa	3.57%	46.43%						50.00%
A	5.36%	3.57%	46.43%	3.57%				41.07%
Baa		3.85%	5.77%	48.08%	3.85%			38.46%
Ba				5.00%	55.00%	5.00%		35.00%
B				50.00%				50.00%
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa	30.77%	3.85%						65.38%
Aa		38.46%						61.54%
A	2.56%		38.46%	2.56%				56.41%
Baa	2.86%			37.14%	2.86%			57.14%
Ba					50.00%			50.00%
B								100.00%
Caa以下								
<b>5年コーホートにおいて格付け取り下げ(WR)となった証券の 格付け取り下げ(WR)直前の格付け</b>								
Aaa	94.12%	5.88%						0.00%
Aa	29.17%	66.67%	4.17%					0.00%
A	22.73%	13.64%	54.55%	4.55%	4.55%			0.00%
Baa		10.00%	25.00%	55.00%	5.00%	5.00%		0.00%
Ba					83.33%	16.67%		0.00%
B				100.00%				0.00%
Caa以下								

図表 40：日本の RMBS の格付け遷移行列（当初格付けに基づく）：1999-2006 年

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa以下	WR
Aaa	98.53%							1.47%
Aa		100.00%						
A			100.00%					
Baa			3.85%	96.15%				
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
<b>2年間</b>								
Aaa	100.00%							
Aa	9.09%	90.91%						
A		5.88%	94.12%					
Baa			14.29%	85.71%				
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
<b>3年間</b>								
Aaa	100.00%							
Aa	33.33%	66.67%						
A		27.27%	72.73%					
Baa			25.00%	75.00%				
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
<b>4年間</b>								
Aaa	100.00%							
Aa	50.00%	50.00%						
A	11.11%	22.22%	66.67%					
Baa			54.55%	36.36%				9.09%
Ba					100.00%			
B								
Caa以下								
<b>5年間</b>								
Aaa	90.00%							10.00%
Aa	66.67%	33.33%						
A	57.14%		42.86%					
Baa		25.00%	50.00%	12.50%				12.50%
Ba								
B								
Caa以下								
<b>5年コーホートにおいて格付け取り下げ(WR)となった証券の 格付け取り下げ(WR)直前の格付け</b>								
Aaa	100.00%							0.00%
Aa								
A								
Baa				100.00%				0.00%
Ba								
B								
Caa以下								

## 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: 1983-2006, January 2007 (日本語版「証券化商品の格付け遷移 (1983-2006 年)」 2007 年 3 月発行)
- Structured Finance Rating Transitions: 1983-2006 H1, August 2006
- European Structured Finance Rating Transitions: 1988-2006, February 2007
- Asia-Pacific (ex-Japan) Structured Finance Rating Transitions: 1990-2006, February 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: 1993-2005, April 2006 (日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率 (1983-2005 年)」 2006 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 2006 Report, September 2006

### 日本の証券化市場:

- 「日本の証券化市場: 2006 年の概観と 2007 年の見通し」 2007 年 1 月発行
- 「日本の ABS 市場: 2006 年 4Q (10-12 月期) のマーケットレビュー (2006 年の概観と 2007 年の見通し)」 2007 年 1 月発行
- 「2006 年の日本のバランスシート型 CDO 市場回顧と今後の見通し」 2007 年 2 月発行
- 「2006 年の日本のシンセティック CDO 市場回顧と今後の見通し: クレジット環境に応じ進化するシンセティック CDO 市場」 2007 年 1 月発行
- 「日本の CMBS 市場: 2006 年の概観と 2007 年の見通し」 2007 年 1 月
- 「日本の RMBS 市場: 2006 年の概観と 2007 年の見通し」 2007 年 1 月
- 「日本の ABCP 市場: 2006 年の概観と 2007 年の見通し」 2007 年 1 月

### 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」 2006 年 12 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 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 CLO/CBO のパフォーマンス動向」 2005 年 11 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 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」 2006 年 12 月発行

著作権表示 ©2007 年 Moody's Investors Services, Inc. および (あるいは) Moody's Assurance Company, Inc. を含むムーディーズに対するライセンス (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～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。

本書に記載した格付けに関する意見は各利用者の利用目的、財務の状況もしくはは要望を考慮したものではありません。本書に記載した格付けに関する意見に基づき何らかの行動をとる場合は、その前にそれらが各利用者の利用目的、財務の状況もしくはは要望に当てはまるか否かを考慮に入れるべきです。