

日本における証券化商品の格付遷移（1998-2005年）

Japanese Structured Finance Rating Transitions: 1998-2005

著者：

東京

西田 正行
アナリスト
03-5408-4282

コンタクト先：

東京

増岡 三輝
VP- シニア・アナリスト
03-5408-4183

沢田 啓子
マネージング・ディレクター
03-5408-4147

北山 慶
代表取締役
03-5408-4100

New York

Julia Tung
VP- シニア・アナリスト
212-553-1471

Jian Hu
VP- シニア・クレジット・オフィサー
212-553-1653

Paris

Paul Mazataud
Group Managing Director
331-5330-1037

目次

1. はじめに
 2. 調査方法およびデータ選定基準
 3. 日本における証券化商品の格付遷移
 4. 日本におけるアセット・タイプ別格付遷移
 - (1) ABS
 - (2) CDO
 - (3) CMBS
 - (4) RMBS
 - (5) その他
 5. ムーディーズの関連スペシャル・レポート
- 付録 1：用語解説
付録 2：格付遷移行列（詳細版）

1. はじめに

本スペシャル・レポートは、ムーディーズによる日本の証券化市場を対象とした格付遷移に関する3回目の年次調査である。今回のレポートでは、2005年のデータを追加し、組成年（ビンテージ）分析を充実させることとした。¹

本調査によって得られる情報は、日本の証券化市場関係者において有益にご活用いただければ幸いである。ムーディーズは、格付遷移の動向について引き続き注目し、本調査を継続して実施する予定である。

1. 海外の証券化市場を対象としたムーディーズの格付遷移調査については、「Structured Finance Rating Transitions: 1983-2005 (日本語訳: 証券化商品の格付遷移 (1983-2005年))」および「European Structured Finance Rating Transitions: 1988-2005」をご覧ください。



要約

- 2005年の日本における証券化商品の格付けは、昨年引き続き、良好に推移している。格上率は8.6%から9.5%と微増した一方で、格下率は昨年と同じ0.0%であった。²
- アセット・タイプ別にみても、ABS、CDO、CMBS、RMBSいずれのアセットも格上率5%以上と、例年以上の高水準であった。また、アセット・タイプの中では、RMBSの格上率は著しく高い。
- 2005年における日本の証券化商品の格上げの主な要因として、シーケンシャル・ペイメントによる信用補完水準の上昇、日本の経済状況の好調さを反映した裏付資産の良好なパフォーマンスや裏付けローン債務者の信用力向上、裏付けローンの期限前償還による信用補完水準の上昇が挙げられる。
- 2005年の格上げ幅は平均3.4ノッチであり、緩やかな増加傾向を示している。
- 2000年以降、日本の証券化商品の格付けは極めて堅調に推移しており、総じて格上率が格下率を上回っていた。また、これまで、Caa等級以下にまで格下げされた事例はない。
- 日本の証券化商品において、格下げは2002年以前に組成した取引に対してのみ発生しており、組成年が2003年以降の取引に対しては格下げが1件も生じていない。なお、格下げされた取引の大半が1999年以前に組成されたものであったが、これは、この当時に組成された取引が関係当事者の格付けに影響を受けるものが多く、関係当事者の格下げが相次いで発生したためである。
- 日本の証券化商品のAaa等級の比率は高く、投機的格付等級の割合は小さい。また、2002年以降は、格付等級の構成割合にあまり変化は見られない。

2. 用語解説は、末尾の付録1を参照いただきたい。

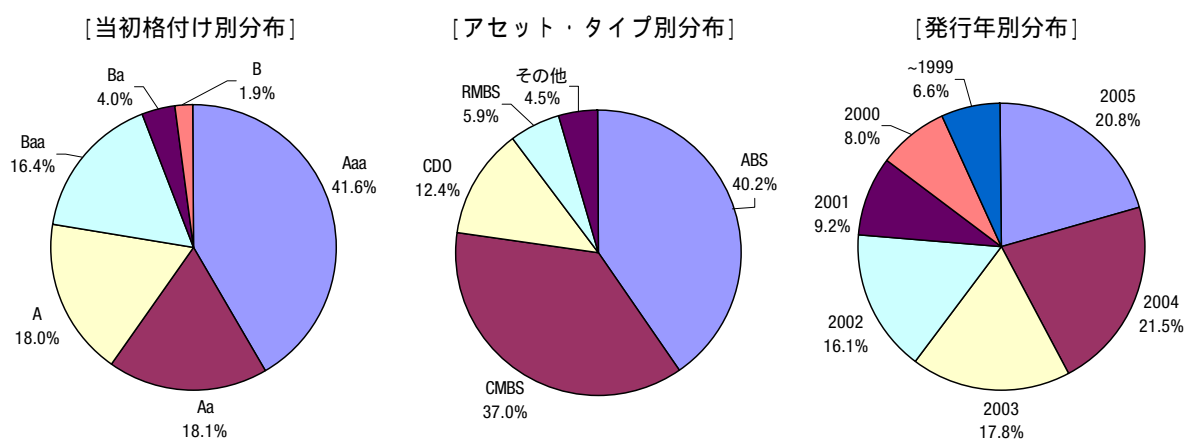
2. 調査方法およびデータ選定基準

本調査を実施するにあたり、前回同様、以下の5つの基準に従い格付データの選定を行った。

- 1) データの対象期間は、1998年1月1日から2006年1月1日までの8年間とする。
- 2) 公表・非公表を問わず、付加記号付き長期債格付けをムーディーズより取得した日本の全証券化商品（社債・受益権・ローン）を対象とする。なお、アセットは、「ABS」「CDO」「CMBS」「RMBS」の4区分に分類するものとし、資産担保型コマーシャルペーパー(ABCP)は、長期債格付けではなく短期債格付けが付与されるため、本調査の対象外とした。
- 3) リパッケージ債³および不動産投資信託(REIT)は除外した。
- 4) 本調査の対象として日本における証券化商品に重点を置いているため、主に海外銘柄を参照するCDOは除外することとした。
- 5) 同一案件において複数のトランシェで同じ格付けが付与されている場合、残存期間の最も長いものを選んで一つにまとめた。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（以下、「トランシェ」とはこの意味で使用する）。なお、インタレスト・オンリー・トランシェは除外している。

以上のデータ選定基準に基づき、調査対象期間における各年初時点での格付データを収集し、総計1,564個のトランシェ(809案件)について格付遷移の分析を行った。対象データ(トランシェ数ベース)の属性分布を[図表1]に掲げる。ご覧のとおり、当初格付けはAaaが最も多く、投資適格等級が94.1%と大部分を占めている。また、アセット・タイプ別分布によると、ABSが40.2%と最も多く、次いで、CMBS(37.0%)、CDO(12.4%)、RMBS(5.9%)となっており、発行年別分布では2000年以降に発行された割合が93.4%と大半を占めており、調査対象となるデータは最近のものが多いことがわかる。

[図表1] 格付データの属性分布



(注) アセット・タイプの「その他」は、事業の証券化(WBS)およびアパートローンの証券化を指す。

本調査の目的は、各トランシェの格付けが1年後もしくは数年後にどのように推移するかを把握することであり、格付データは各年の年初時点の格付けを基準として、1月1日から12月31日までの格付変更が集約された形式(コーホート・ベース)に基づいている。そのため、コーホート・ベースの格付遷移では、1年間に複数回の格付変更が行われた場合でも年初時点と年末時点との格付遷移の把握に留まる、償還された年の格付変更は反映されない、格付けを付与した年に格付変更が行われた場合は、格付変更後の格付けのみが統計に反映され、格付変更や当初の格付けは反映されない点に注意する必要がある。

また、コーホート・ベースでは組成時期や経過年数による格付遷移傾向を把握することができないため、今回のレポートでは「組成年別統計(ビンテージ・ベース)」も一部併用し、新たな指標として「累積格上率(累積格下率)」を導入することにより、組成時期の違いによる格付遷移の特徴を把握することとした。ここで、「累積格上率(累積格下率)」とは、本調査対象期間の末日(2006年1月1日)もしくは格付取下げ(償還日)直前の格付けが組成当初の格付けよりも高い(低い)割合と定義される指標である。

3. 多くの場合、リパッケージ債は単一の企業やソブリン発行体の格付けとの連動性が高いため、本調査の対象外とした。

最後に、本レポートに掲載する図表は、特段の注意書きがない限り、コーホート・ベースで作成されたものである。また、証券化商品の格付分布の偏り⁴を考慮し、本文中の図表は文字記号格付けに基づく等級区分を用いている。したがって、本文中の格付遷移行列（例：[図表 2-9]）の格上率もしくは格下率は文字記号格付けの等級区分に基づき算出されているため、他の図表（例：[図表 2-1]、[図表 2-2]、[図表 2-6]）とは数値が異なっている点に、ご注意いただきたい⁵。

3. 日本における証券化商品の格付遷移⁶

2005年の日本における証券化商品の格付けは、昨年に引き続き、極めて安定していた。格上率は昨年の8.6%から9.5%まで上昇する一方で、格下率は昨年と同じ0.0%⁷であった。昨年と同じコメントになるが、2005年の証券化取引の格付遷移が格上げ基調にある背景には、各証券化商品の仕組み（典型的な例として、回収が進むにつれて信用補完レベルが積み増しされるような仕組み）の強固さと近年の金融経済状況の好調さを反映した裏付資産の良好なパフォーマンスがあると言える。以下、[図表 2]に掲げる図表を考察し、様々な格付遷移傾向を把握する。⁸

- 2000年以降、ムーディーズの日本における証券化商品の格付けは極めて堅調に推移しており、総じて格上率が格下率を上回っていた（[図表 2-1] および [図表 2-2] 参照）。また、これまでのところ、ムーディーズが格付けを付与した日本の証券化取引では利払いの不足や元本の毀損が生じていなかったのはもちろんのこと、Caa 等級以下にまで格下げされた事例さえない。
- 一方、1998年と1999年は格付安定率が低く、しかも格下率が高いという傾向が顕著に現れている（[図表 2-1] および [図表 2-2] 参照）。これは、当時の証券化商品がオリジネーターや保証会社の格付けに影響される仕組みとなっているものが多く、金融危機を背景としてオリジネーター銀行や保証提供の損害保険会社が相次いで格下げされたことにより⁹、証券化取引も連動する形で格下げが発生したためである¹⁰。加えて、この当時は日本の証券化取引件数が少なかったことも、格下率の高水準に拍車をかける結果となった。
- [図表 2-4] の組成年別統計によると、累積格下率が累積格上率を上回っているのは1999年以前に組成された取引だけであるが、格下げの要因は関係当事者の格下げに起因するような「その他要因」によるもののみであった（[図表 2-7] 参照）。また、2003年以降の累積格下率は0.0%であり、2003年以降に組成された取引では1件も格下げされなかったことを示しているが、これは近年の日本の金融経済状況の好調さが少なからず影響しているものと思われる。
- [図表 2-8] が示すとおり、2002年以降は「パフォーマンス/ストラクチャー要因」による格上げが大半を占めており、そのほとんどの要因がシークエンシャル・ペイメント効果による信用補完水準の上昇であった。また、2000年から2002年までに組成された取引の累積格上率は比較的高くなっているが（[図表 2-4] 参照）、この理由としては、取引が成熟するほどシークエンシャル効果が得られやすく、信用補完水準の上昇傾向が強まるからだと考えられる。
- [図表 2-3] の格付変更平均ノッチ数について、2005年の格上げ幅は平均3.4ノッチであり、緩やかな増加傾向を示している。¹¹
- [図表 2-5] の格付分布によると、日本の証券化商品ではAaa等級の比率が高く、投機的格付等級の割合は少ない。また、2002年以降、格付等級の構成割合にあまり変化は見られない。

4. 日本のストラクチャード・ファイナンスでは、当初格付けの数字付加記号が2である場合が多く、また、投機的格付けは少ないため、格付分布の偏りが存在する。

5. 本文中の格付遷移行列は文字記号格付けの等級区分に基づく統計表である。したがって、例えばA2からA1へ格上げとなった場合でもAとAと文字記号格付けの等級は変わらないため、格付変更は反映されない。付加記号付き長期債格付け区分による格付遷移行列を末尾の付録2に掲載しているため、そちらをご覧ください。

6. 日本の証券化市場における2005年の概観については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本の証券化市場：2005年の概観と2006年の見通し」（2006年1月）を参照のこと。

7. 2005年、ムーディーズの東京オフィスでは、海外銘柄CDO：1案件に対して格下げを行ったが、海外銘柄を参照する当該取引は本調査の対象外となっている。

8. 本レポートで示された格付遷移はあくまでも過去の傾向であって、今後このような良好な格付遷移が継続するとは限らないことにご留意いただきたい。一般的に、裏付資産のパフォーマンスや関係当事者の信用リスクは経済環境に左右されやすいため、今後の経済環境により証券化商品の格付遷移傾向も変わりうる。

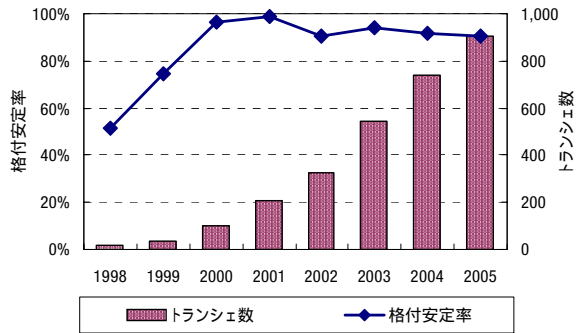
9. [図表 2-7] において、これら要因は「その他要因」に分類される。

10. 相次いで格下げされた証券化商品は、すべてCDOセクターに属する。

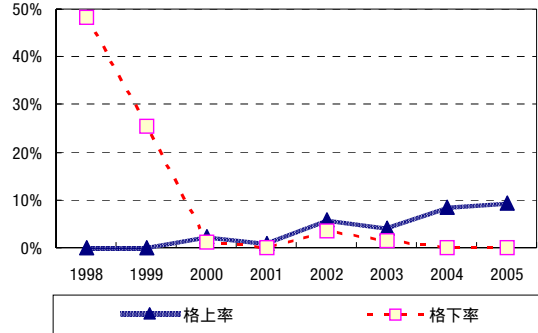
11. あるトランシェが1年間で複数回にわたって格付変更が行われた場合、1年間に生じた格付変更幅の合計値が反映されるため、格付変更平均ノッチ数は格付変更1回あたりの平均変動ノッチ数とは異なる。

[図表 2] 格付遷移傾向（日本の証券化商品）

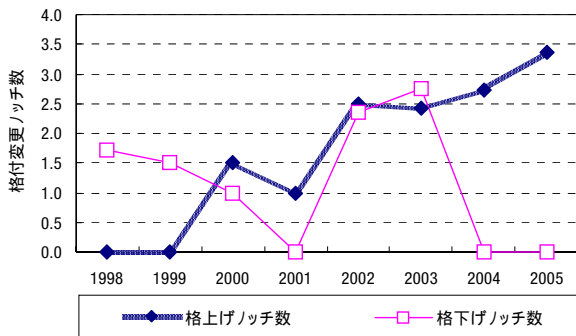
[図表 2-1] 格付安定率



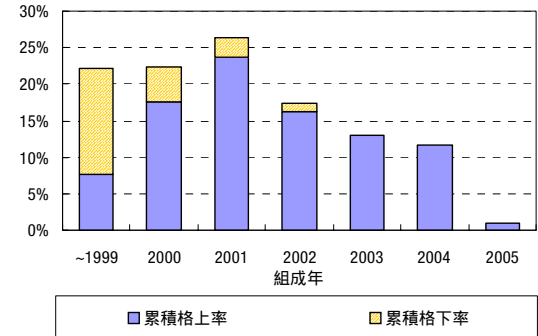
[図表 2-2] 格上率・格下率



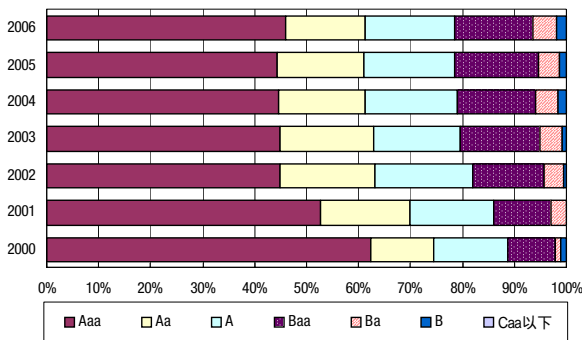
[図表 2-3] 格付変更平均ノッチ数



[図表 2-4] 累積格上率・累積格下率（組成年別）



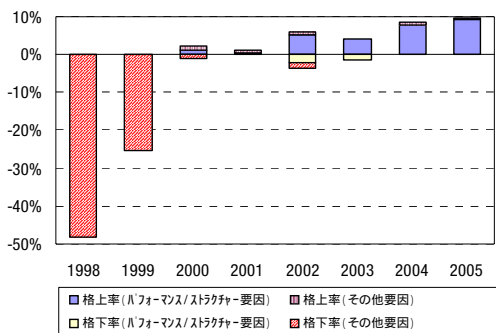
[図表 2-5] 格付分布（年初時点）



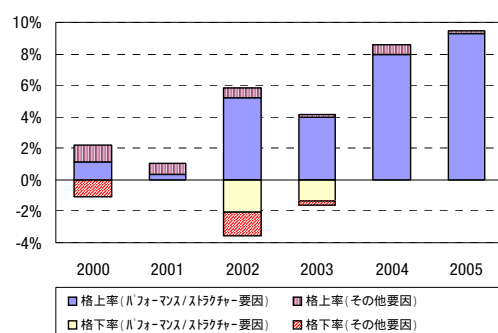
[図表 2-6] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	1998-2005	2000-2005
格上率	8.6%	9.5%	6.7%	6.8%
格下率	0.0%	0.0%	1.3%	0.8%
格付ドリフト率	8.6%	9.5%	5.4%	6.1%
格付変動率	8.6%	9.5%	8.1%	7.6%
格付安定率	91.4%	90.5%	91.9%	92.4%
格付取下率	20.2%	23.0%	17.8%	17.9%

[図表 2-7] 格上率・格下率の要因別統計¹² (1998-2005)



[図表 2-8] 格上率・格下率の要因別統計 (2000-2005のみ抜粋)



(注) グラフを見やすくするため、格下率を負で表示している。

12. 「パフォーマンス/ストラクチャー要因」とは、裏付資産のパフォーマンスや信用力の変化もしくは信用補完水準の増減といった要因を指す。代表的な例として、シークエンシャル方式の元本償還が行われる仕組みをもつ証券化取引でみられるような、時間の経過とともに優先部分への元本償還が進んで残存元本に対する信用補完水準が上昇したことを背景とする格上げが挙げられる。一方の「その他要因」とは、裏付債権プールと無関係な要因により格付変更に至ったものを指し、具体的には、オリジネーターや保証会社等の関係当事者もしくは運用資産である日本国債の格付変更に関連して証券化商品の格付変更がなされた場合が挙げられる。

[図表 2-9] 格付遷移行列

日本の証券化商品 (2005 年)

From \ To	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	403	97
Aa	13.95%	86.05%						13.95%	86.05%	-	150	42
A	12.97%	5.46%	81.57%					18.43%	81.57%	-	160	27
Baa	4.67%	0.78%	8.56%	85.99%				14.01%	85.99%	-	145	33
Ba					100.00%			-	100.00%	-	37	8
B			9.09%			90.91%		9.09%	90.91%	-	12	2
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								7.98%	92.02%	-	907	209

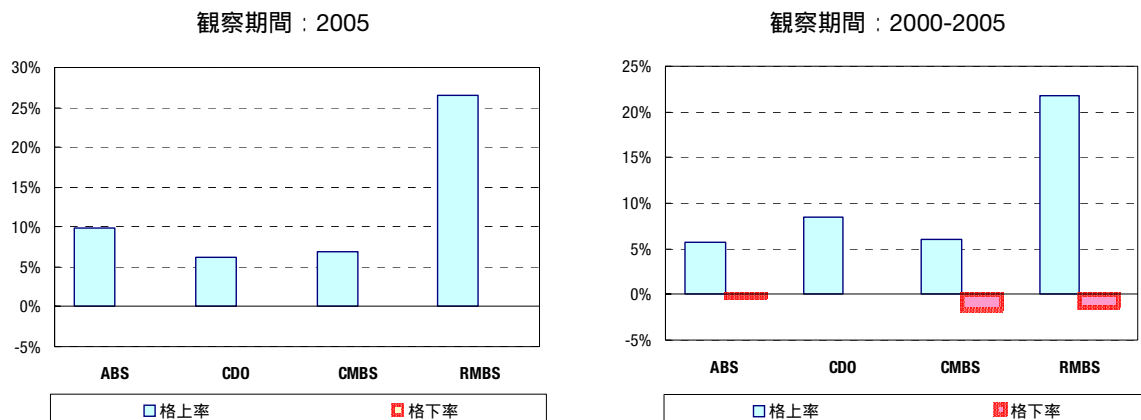
日本の証券化商品 (1998-2005 年)

From \ To	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	99.83%	0.17%						-	99.83%	0.17%	1,321	257
Aa	10.93%	87.24%	1.82%					10.93%	87.24%	1.82%	489	100
A	6.44%	6.23%	86.47%	0.64%	0.21%			12.67%	86.47%	0.86%	499	67
Baa	2.05%	1.28%	5.88%	90.03%	0.51%	0.26%		9.21%	90.03%	0.77%	421	60
Ba				0.97%	98.07%	0.97%		0.97%	98.07%	0.97%	112	17
B			3.92%			96.08%		3.92%	96.08%	-	30	9
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								5.54%	93.77%	0.69%	2,872	510

4. 日本におけるアセット・タイプ別格付遷移

本章では、日本の証券化商品におけるアセット・タイプ別格付遷移分析を行うこととする。初めに、アセット・タイプ別格上率および格下率を [図表 3] に示す。2005 年の格下率は、いずれのアセット・タイプも 0.0% と、昨年引き続き格上げ一色であり、特に、RMBS の格上率が高い結果となった。また、観察期間：2000-2005 年のアセット・タイプ別格上率・格下率（年間平均）においても、すべてのアセット・タイプで格上率が格下率を上回っており、アセット・タイプによらず、全体的に格上げ基調にあると言える。

[図表 3] アセット・タイプ別格上率および格下率（年間平均）



(注) グラフを見やすくするため、格下率を負で表示している。

次に、アセット・タイプ別に格付遷移の特徴とその要因について考察する。

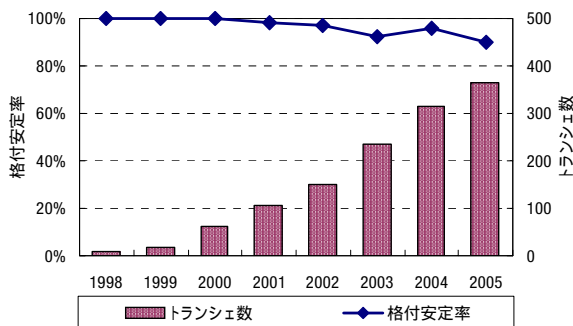
(1) ABS¹³

日本のABS市場には、オートローン債権・個品割賦債権・リース債権・カード債権・消費者金融債権等の様々な裏付債権が存在するが、いずれのアセット・タイプも格付けは安定的に推移している。

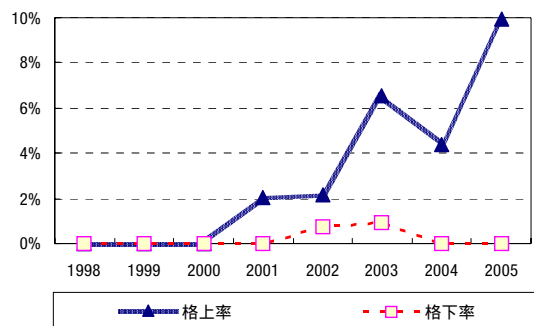
- 2005年の格上率は昨年の4.4%から9.9%と増加している一方、格下率は前年と同じ0.0%であり、ABSの格付けは良好に推移していることがわかる（〔図表4-2〕・〔図表4-6〕参照）。
- 格上げの要因は、信用補完水準の上昇といった「パフォーマンスノストラクチャー要因」が大半を占めており（〔図表4-7〕参照）、そのほとんどがシークエンシャル方式の元本償還方法をもつ証券化取引での格上げであった。一方、ABSの格下率は過去8年間の平均で0.3%と低い水準にあり、しかも、格下げ事由は裏付資産のパフォーマンスに無関係な「その他要因」がほとんどであった。ちなみに、ABSセクターにおいて、パフォーマンス悪化によって格下げとなった事例は、消費者金融債権を裏付けとするABS取引の1件だけである。
- ABSセクターにおける今後の格付遷移に影響を及ぼす可能性のある最近の動向として、利息制限法の制限利息を超える利息（グレーゾーン金利）に関する最高裁の判断が挙げられる。2006年1月13日、最高裁判所は、期限の利益喪失条項に基づいて利息制限法の上限金利を上回る金利を支払った場合の任意性を否定する判決を下した。ムーディーズでは、グレーゾーン金利が関係するABS取引の格付分析において、グレーゾーン金利部分は信用補完として織り込んでいないため、この最高裁判決による日本のABSの格付けへの直接的な影響はほとんどないとする。ただし、この判決によって、今後、潜在的な貸倒れが前倒しに発生したり、オリジネーターの営業方針や回収方針が変更されたりする懸念はあるため、今後の動向について注目する必要がある。¹⁴

〔図表4〕 格付遷移傾向（ABS）

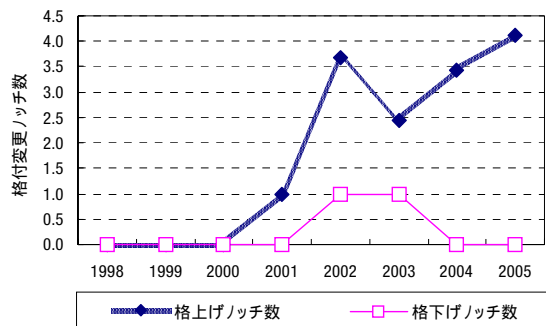
〔図表4-1〕 格付安定率



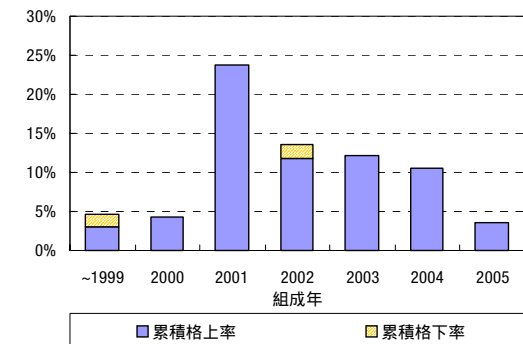
〔図表4-2〕 格上率・格下率



〔図表4-3〕 格付変更平均ノッチ数



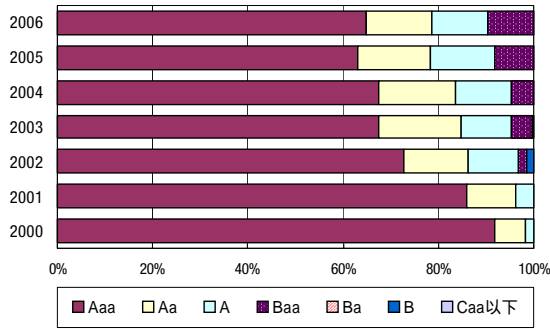
〔図表4-4〕 累積格上率・累積格下率（組成年別）



13. 日本のABS市場については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本のABS市場：マーケットレビュー2005年4Q(10-12月期)（2005年の概観と2006年の見通し）」（2006年1月）を参照いただきたい。

14. 詳しくは、ムーディーズのプレス・リリース「ムーディーズ、グレーゾーン金利に関する最高裁判決の日本のABSに対する直接的な影響は限定的であるとコメント」（2006年1月18日）を参照いただきたい。

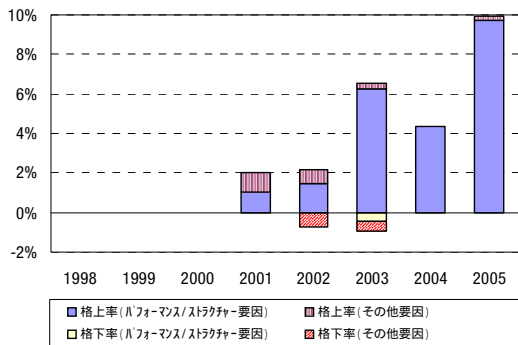
[図表 4-5] 格付分布 (年初時点)



[図表 4-6] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	1998-2005	2000-2005
格上率	4.4%	9.9%	5.6%	5.7%
格下率	0.0%	0.0%	0.3%	0.3%
格付ドリフト率	4.4%	9.9%	5.3%	5.4%
格付変動率	4.4%	9.9%	5.9%	6.0%
格付安定率	95.6%	90.1%	94.1%	94.0%
格付取下率	24.5%	17.3%	18.1%	18.3%

[図表 4-7] 格上率・格下率の要因別統計 (1998-2005)



[図表 4-8] 格付遷移行列

日本の ABS (2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	230	50
Aa	19.61%	80.39%						19.61%	80.39%	-	55	8
A	29.17%	2.08%	68.75%					31.25%	68.75%	-	49	2
Baa	14.04%	3.51%	7.02%	75.44%				24.56%	75.44%	-	30	3
Ba								-	-	-	-	-
B								-	-	-	-	-
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								9.62%	90.38%	-	364	63

日本の ABS (1998-2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	885	171
Aa	14.91%	85.09%						14.91%	85.09%	-	181	40
A	15.75%	7.09%	77.17%					22.83%	77.17%	-	132	10
Baa	7.21%	5.41%	5.41%	81.98%				18.02%	81.98%	-	58	5
Ba								-	-	-	-	-
B						100.00%		-	100.00%	-	3	2
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								5.50%	94.50%		1,259	228

(2) CDO¹⁵

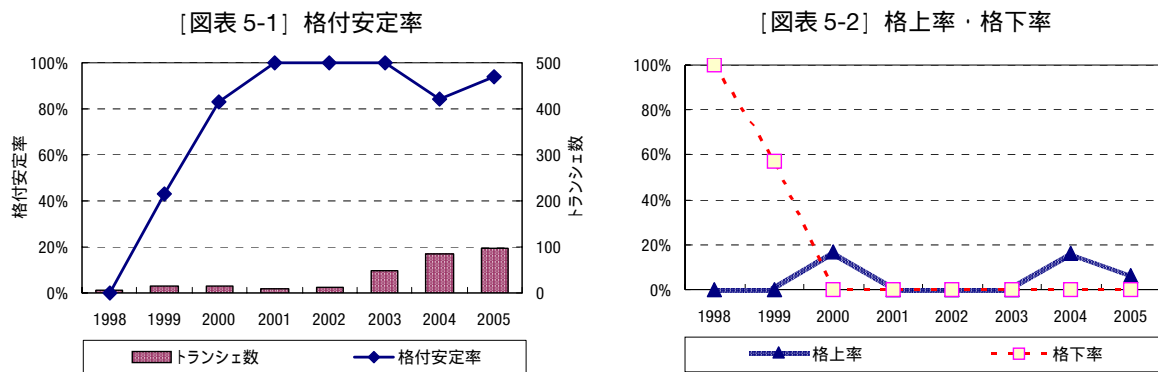
CDO セクターでは、主に、正常先を裏付けとする CDO 取引の格付遷移について分析することとし、不良債権（いわゆる、サブ・パフォーミング・ローン。以下、「SPL」）を裏付けとする CLO（以下、「SPL CLO」）については、一般の CDO から分離して統計を作成することとした。これは、SPL CLO が不動産担保ローンを裏付けとする資産の特性上、他の CDO とは著しく異なる格付遷移の傾向を示しており、一般的な CDO 取引の格付遷移統計を歪めるためである。また、海外銘柄を参照するシンセティック CDO についても、本レポートでは日本における証券化商品に重点を置いているため、本調査の対象外としている。このアセット・タイプについては、海外のレポートを参照いただきたい¹⁶。

① CDO（SPL CLO を除く）

SPL CLO を除く CDO の格付遷移では、以下のような傾向がみられた。

- 2005 年の格上率は昨年の 16.0% から 6.2% と減少しているものの、格下率は前年同様の 0.0% であり、CDO の格付けは良好に推移していることがわかる（[図表 5-2]・[図表 5-6] 参照）。
- 格上げは 2004 年以降に発生したものが多く、2001 年から 2003 年にかけて組成されたシーズン 2 年前後の CDO 取引に対する格上げが大半を占めている（[図表 5-2]・[図表 5-4] 参照）。なお、格上げの要因としては、近年の景気回復傾向や金融機関の貸出態度の改善を背景として裏付資産のパフォーマンスが良好に推移したことやストラクチャーによる信用補完レベルの上昇が挙げられる¹⁷。
- 1999 年以前に組成された CDO の累積格下率は 50% 超と著しく高くなっており（[図表 5-4] 参照）、[図表 5-2] に示すとおり、これらの CDO は 1998 年から 1999 年にかけて集中的に格下げされた。1998 年頃に組成された CDO 取引は、ローン・パーティシペーションのようにオリジネーター銀行の格付けを上限としたり、保証を行う保険会社の格付けに連動する仕組みを持つ取引が多かった。そのため、1998 年から 1999 年の金融危機において銀行や損害保険会社が相次いで格下げされたことに伴い、CDO の格付けも連動して格下げされることとなった¹⁸。

[図表 5] 格付遷移傾向（CDO）



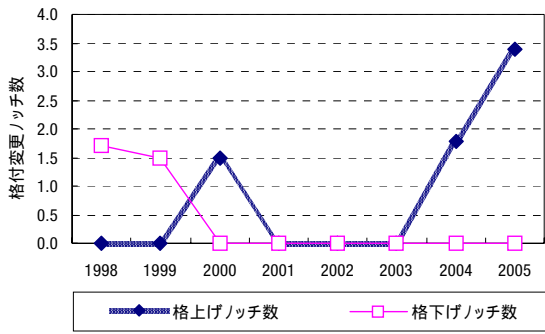
15. 日本の CDO 市場については、ムーディーズのスペシャル・レポート「堅調な不良債権 CLO と中期的な取り組みが望まれる中小企業 CLO/CBO：2005 年の日本のキャッシュ型 CDO 市場化回顧と今後の見通し」（2006 年 1 月）および「拡大を続ける日本のシンセティック CDO 市場：2005 年の日本のシンセティック CDO 市場化回顧と今後の見通し」（2005 年 1 月）を参照いただきたい。

16. 東京で格付けを付与した海外銘柄を参照するシンセティック CDO は、ムーディーズのスペシャル・レポート「Structured Finance Rating Transitions: 1998-2005（日本語訳：証券化商品の格付遷移（1998-2005 年）」）において対象データとして含まれているので、こちらをご覧ください。

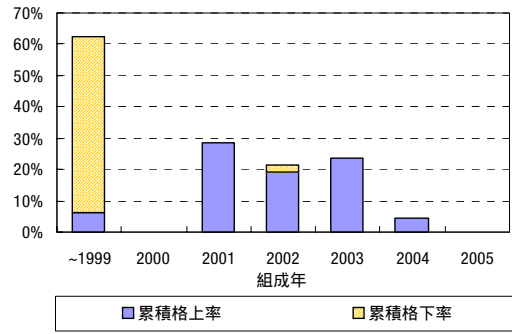
17. ムーディーズのスペシャル・レポート「日本の中小企業 CLO/CBO のパフォーマンス動向（2005 年 11 月）」を参照のこと。

18. [図表 5-7] の格付変更要因別統計において、これらの要因は「その他要因」に分類される。

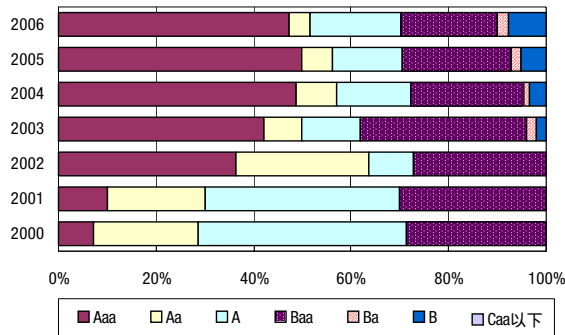
[図表 5-3] 格付変更平均ノッチ数



[図表 5-4] 累積格上率・累積格下率 (組成年別)



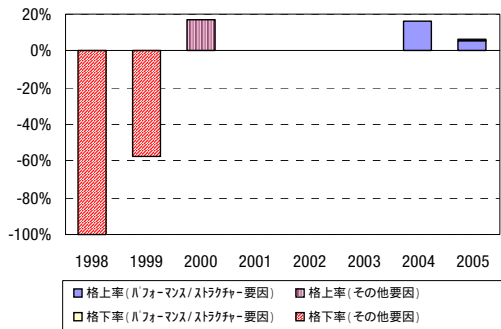
[図表 5-5] 格付分布 (年初時点)



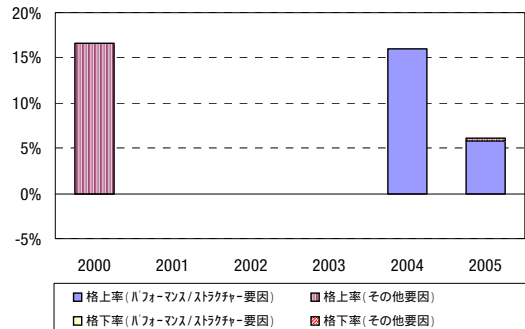
[図表 5-6] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	1998-2005	2000-2005
格上率	16.0%	6.2%	7.8%	8.5%
格下率	0.0%	0.0%	5.8%	0.0%
格付ドリフト率	16.0%	6.2%	1.9%	8.5%
格付変動率	16.0%	6.2%	13.6%	8.5%
格付安定率	84.0%	93.8%	86.4%	91.5%
格付取下率	10.5%	34.7%	23.0%	24.2%

[図表 5-7] 格上率・格下率の要因別統計 (1998-2005)



[図表 5-8] 格上率・格下率の要因別統計 (2000-2005 のみ抜粋)



(注) グラフを見やすくするため、格下率を負で表示している。

[図表 5-9] 格付遷移行列

日本の CDO (2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	49	18
Aa	22.22%	77.78%						22.22%	77.78%	-	6	3
A	8.33%		91.67%					8.33%	91.67%	-	14	4
Baa			5.41%	94.59%				5.41%	94.59%	-	22	7
Ba					100.00%			-	100.00%	-	2	1
B			22.22%			77.78%		22.22%	77.78%	-	5	1
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								4.94%	95.06%	-	98	34

日本の CDO (1998-2005 年)

To From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	118	27
Aa	12.90%	64.52%	22.58%					12.90%	64.52%	22.58%	35	8
A	2.22%	4.44%	91.11%	2.22%				6.67%	91.11%	2.22%	53	16
Baa			6.15%	93.85%				6.15%	93.85%	-	72	14
Ba				28.57%	71.43%			28.57%	71.43%	-	4	1
B			11.76%			88.24%		11.76%	88.24%	-	9	1
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								5.05%	91.84%	3.11%	291	67

日本の CDO (2000-2005 年のみ抜粋)

To From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	114	26
Aa	21.05%	78.95%						21.05%	78.95%	-	22	6
A	2.74%	5.48%	91.78%					8.22%	91.78%	-	43	13
Baa			6.67%	93.33%				6.67%	93.33%	-	66	12
Ba				28.57%	71.43%			28.57%	71.43%	-	4	1
B			11.76%			88.24%		11.76%	88.24%	-	9	1
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								5.69%	94.31%	-	258	59

②不良債権 CLO

不良債権 CLO(SPL CLO) について、格付データ数が小さいために統計的有意性は低いと思われるが、これまでのところ、非常に強い格上げ傾向を示している ([図表 6] 参照)。

このような強い格上げ傾向となった背景として、SPL CLO 取引は CMBS と同じように複数のメザニン・トランシェを有していること、ファースト・ペイ構造の仕組みを持つ取引が多いこと、債務者の信用力向上に加え、不動産市場の好調さや SPL 債権の売買取引の活発化といった SPL CLO 取引を取り巻く環境が非常に良好なこと等が挙げられる。実際の SPL CLO 取引において、ローン担保資産の任意売却や債権譲渡等による期限前返済が積極的に行われており、当初想定以上のスピードで元本回収が行われたことにより信用補完水準が著しく上昇したものが多かった。

[図表 6] 格付遷移統計

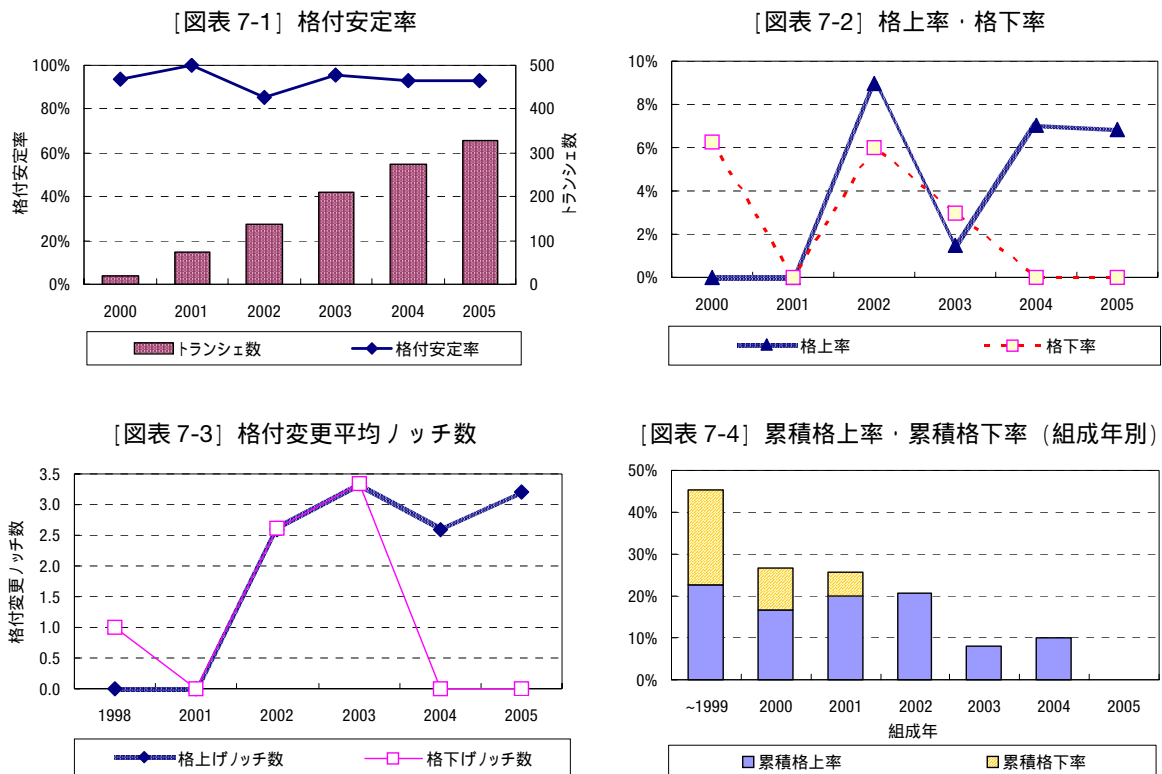
観察期間	2004	2005	2004-2005
格上率	66.7%	34.8%	43.8%
格下率	0.0%	0.0%	0.0%
格付ドリフト率	66.7%	34.8%	43.8%
格付変動率	66.7%	34.8%	43.8%
格付安定率	33.3%	65.2%	56.3%
格付取下率	20.0%	64.7%	54.5%

(3) CMBS¹⁹

本節では、商業用不動産（担保ローン）証券化に関する格付遷移の特徴を把握していく。なお、事業の証券化取引（WBS）およびアパートローンの証券化取引は、CMBS から分離して単独で格付遷移の統計を作成することとした（後述「(5)その他」参照）²⁰。

- 2005年におけるCMBSのパフォーマンスは2004年に引き続き良好であり、格上率は昨年の7.0%から6.9%、格下率は昨年同様の0.0%と、ほぼ同じ水準で推移している（〔図表7-2〕・〔図表7-6〕参照）。
- 2005年のCMBSの格上げは、不動産取引が活発化する中、裏付けローンのリファイナンスによる期限前償還や裏付け不動産売却が加速されたことに伴い、シークエンシャル・ペイメント効果による信用補完水準が高まったことに起因する取引が多かった。加えて、裏付け不動産の竣工後のパフォーマンスが想定を上回ったことによる格上げもあった。ちなみに、過去のCMBS取引における格上げ事由を調査したところ、「パフォーマンス/ストラクチャー要因」に起因するものばかりであった（〔図表7-7〕参照）。
- 格下げされたCMBS取引は2001年以前に組成されたものだけであり、それら取引の格下げの発生は2002年と2003年に集中していた（〔図表7-4〕・〔図表7-7〕参照）。これは、主に、マイカルが2001年に法的破綻したことに起因して、複数のマイカル店舗証券化取引が格下げされたためである。ちなみに、当該証券化取引はデフォルトすることなく、CMBS発行のリファイナンスによってすべて償還済みである。
- CMBSは、1取引あたり平均3-4の複数トランシェを有する場合が多く（〔図表7-5〕参照）、1つのCMBS取引で格付変更が行われた場合は、複数トランシェが同時に格付変更されることが多い。

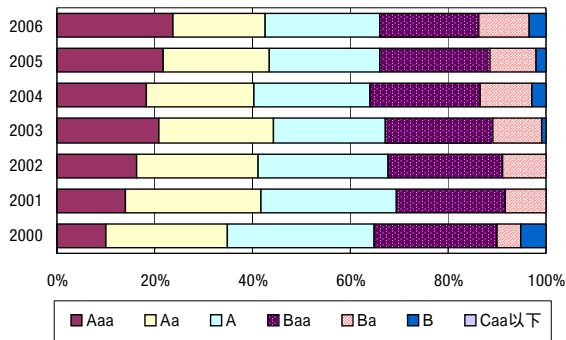
〔図表7〕 格付遷移傾向（CMBS）



19. 日本のCMBS市場については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本のCMBS市場：2005年の概観と2006年の見通し」（2006年1月）を参照いただきたい。

20. 事業の証券化取引（WBS）は、その性質上、商業用不動産とは一線を画すものであり、また、アパートローンの証券化取引はCMBSとRMBSの共通セクターであるため、アセット分類が困難である。

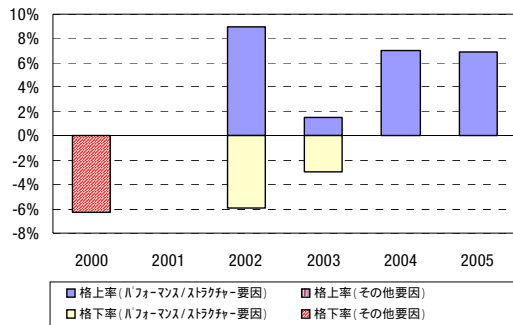
[図表 7-5] 格付分布 (年初時点)



[図表 7-6] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	2000-2005
格上率	7.0%	6.9%	6.0%
格下率	0.0%	0.0%	1.6%
格付ドリフト率	7.0%	6.9%	4.3%
格付変動率	7.0%	6.9%	7.6%
格付安定率	93.0%	93.1%	92.4%
格付取下率	23.0%	30.6%	19.6%

[図表 7-7] 格上率・格下率の要因別統計 (2000-2005)



(注) グラフを見やすくするため、格下率を負で表示している。

[図表 7-8] 格付遷移行列

日本の CMBS (2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	71	24
Aa	6.96%	93.04%						6.96%	93.04%	-	71	27
A	4.69%	1.56%	93.75%					6.25%	93.75%	-	74	20
Baa	3.15%		9.45%	87.40%				12.60%	87.40%	-	74	21
Ba					100.00%			-	100.00%	-	30	7
B						100.00%		-	100.00%	-	7	1
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								5.78%	94.22%	-	327	100

日本の CMBS (2000-2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付取下数
Aaa	98.84%	1.16%						-	98.84%	1.16%	199	52
Aa	6.51%	93.02%	0.47%					6.51%	93.02%	0.47%	239	48
A	3.49%	2.62%	92.58%	0.87%	0.44%			6.11%	92.58%	1.31%	249	40
Baa	0.93%	0.93%	4.17%	92.59%	0.93%	0.46%		6.02%	92.59%	1.39%	235	38
Ba					98.90%	1.10%		-	98.90%	1.10%	99	16
B						100.00%		-	100.00%	-	18	6
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								4.37%	94.57%	1.06%	1,039	200

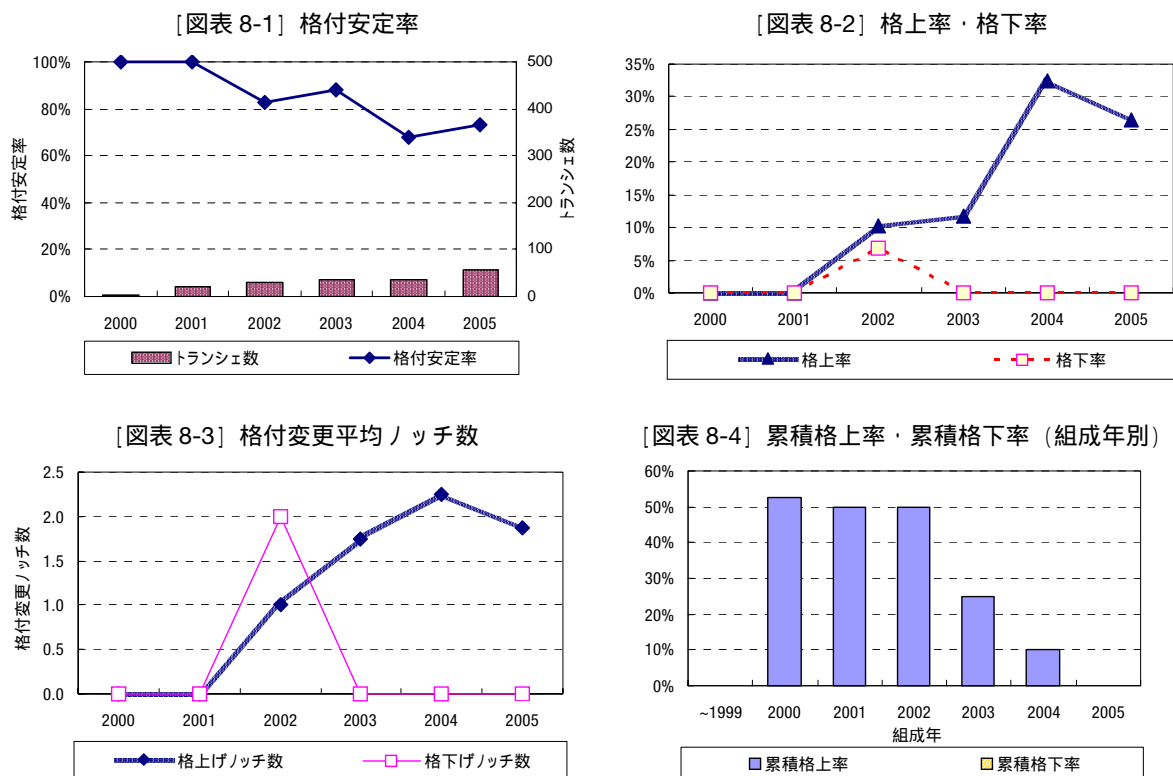
* CMBS は 2000 年以降のデータしか存在しないため、観測期間は 2000-2005 年となる。

(4) RMBS²¹

本節では、住宅ローン証券化商品の格付遷移について考察を行うこととする。なお、アパートローンの証券化取引はCMBSとRMBS共通のセクターであるため、CMBS同様、RMBSの統計から分離して単独で格付遷移分析を行うこととした。

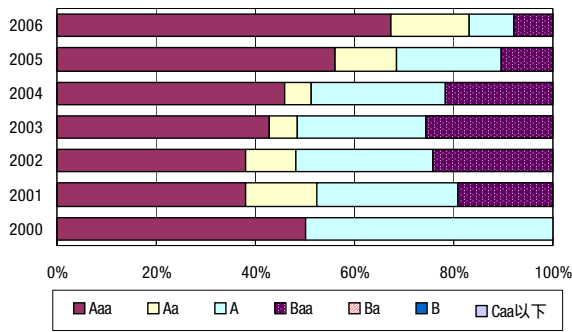
- 2005年におけるRMBSのパフォーマンスは2004年に引き続き非常に良好であり、格上率は昨年の32.4%から26.5%、格下率は昨年と同じ0.0%であり、ほぼ同じ水準で推移している（〔図表8-2〕・〔図表8-6〕参照）。
- 2005年において、RMBSの裏付資産のパフォーマンスは総じて堅調に推移しており、一部の取引ではデフォルト率の減少傾向が観測された。RMBSでは、シークエンシャル方式の元本償還やエクセス・スプレッドの一部を当初よりシニア・トランシェの元本償還に充当する仕組みを持つ取引が多く、また、CMBS同様、複数のトランシェを有している場合が多い。そのため、経過年数とともにシニア・トランシェへの元本償還が進み、信用補充水準が上昇したことにより、メザニン・トランシェの格上げに至った事例が多い。
- 格付分布について、〔図表8-5〕が示すとおり、RMBSではAaa格やAa格といった高格付けの割合が年々増加する傾向にある一方、他のアセット・タイプでは、ここ数年、格付分布の変化はあまり見られなかった。RMBSの高格付けの割合が増加している理由として、Aaa格のみを付与する取引が増加したこと、度重なる格上げによって、Aaa格やAa格まで格上げされたメザニン・トランシェが多いこと、RMBSは平均年数が長く、償還されたトランシェはわずか3件と少ないため、シークエンシャル方式の元本償還であってもシニア・トランシェが残存していること等が考えられる。
- RMBS取引の格下げは、2002年に「其他要因」に起因して発生した2取引だけであり、それ以外に格下げされた事例はない（〔図表8-7〕参照）。ちなみに、格下げ要因である「其他要因」はセラーの格下げであり、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に連動する形で格下げであった。ただし、〔図表8-4〕において累積格下率がすべて0.0%となっているように、格下げされた2トランシェは、いずれも2003年以降に格上げされており、当初の格付けと同じまたは当初の格付けを上回っている。

〔図表8〕 格付遷移傾向（RMBS）



21. 日本のRMBS市場については、ムーディーズのスペシャル・レポート「日本のRMBS市場：2005年の概観と2006年の見通し」（2006年1月）を参照いただきたい。

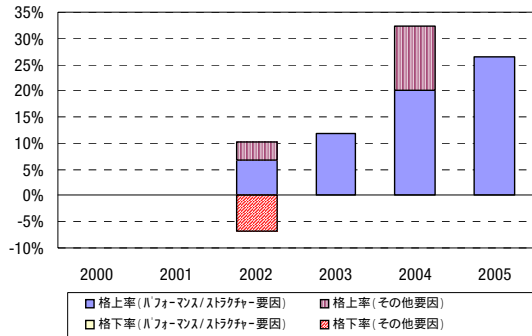
[図表 8-5] 格付分布 (年初時点)



[図表 8-6] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	2000-2005
格上率	32.4%	26.5%	21.7%
格下率	0.0%	0.0%	1.3%
格付ドリフト率	32.4%	26.5%	20.4%
格付変動率	32.4%	26.5%	23.0%
格付安定率	67.6%	73.5%	77.0%
格付取下率	0.0%	1.8%	1.9%

[図表 8-7] 格上率・格下率の要因別統計 (2000-2005)



(注) グラフを見やすくするため、格下率を負で表示している。

[図表 8-8] 格付遷移行列

日本の RMBS (2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	32	1
Aa	42.86%	57.14%						42.86%	57.14%	-	7	-
A		41.67%	58.33%					41.67%	58.33%	-	12	-
Baa			16.67%	83.33%				16.67%	83.33%	-	6	-
Ba								-	-	-	-	-
B								-	-	-	-	-
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								15.93%	84.07%	-	57	1

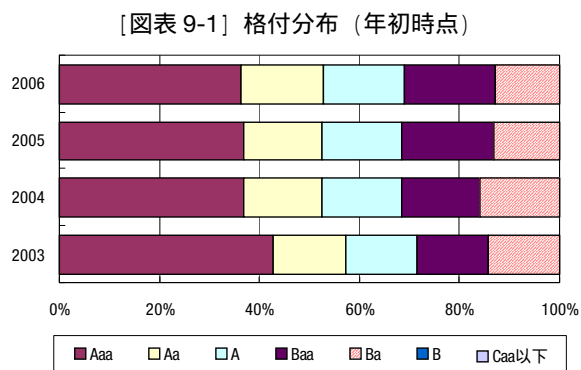
日本の RMBS (2000-2005 年)

To \ From	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	100.00%							-	100.00%	-	84	2
Aa	35.29%	64.71%						35.29%	64.71%	-	17	-
A		21.74%	78.26%					21.74%	78.26%	-	46	-
Baa			17.91%	82.09%				17.91%	82.09%	-	34	1
Ba								-	-	-	-	-
B								-	-	-	-	-
Caa 以下								-	-	-	-	-
全格付け (各百分率:加重平均値, データ数:合計)								12.26%	87.74%		181	3

(5) その他

前記の主要な4つのアセット・タイプのいずれにも属さなかった「アパートローンの証券化取引」と「事業の証券化(WBS)」について、新たな証券化商品が組成されたことによる格付分布の変化はあるものの、昨年同様、これまでに格付変更が行われた事例はなかった([図表9]および[図表10]参照)。

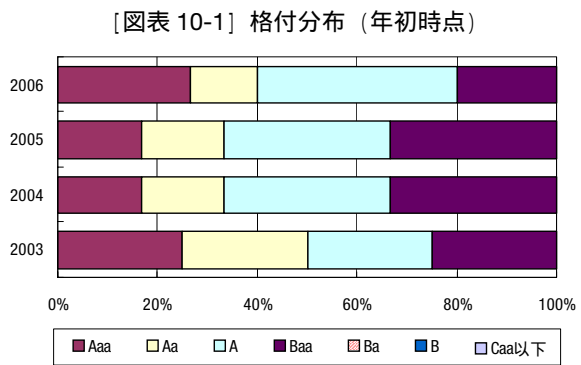
[図表9] 格付遷移傾向 (アパートローン)



[図表9-2] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	2000-2005
格上率	0.0%	0.0%	0.0%
格下率	0.0%	0.0%	0.0%
格付ドリフト率	0.0%	0.0%	0.0%
格付変動率	0.0%	0.0%	0.0%
格付安定率	100.0%	100.0%	100.0%
格付取下率	0.0%	0.0%	0.0%

[図表10] 格付遷移傾向 (WBS)



[図表10-2] 格付遷移統計

観察期間	2004	2005	2000-2005
格上率	0.0%	0.0%	0.0%
格下率	0.0%	0.0%	0.0%
格付ドリフト率	0.0%	0.0%	0.0%
格付変動率	0.0%	0.0%	0.0%
格付安定率	100.0%	100.0%	100.0%
格付取下率	0.0%	0.0%	0.0%

5. ムーディーズの関連スペシャル・レポート

[格付遷移分析]

- 「日本における証券化商品の格付遷移 (1998-2004 年)」、2005 年 4 月
- 「日本における証券化商品の格付遷移 (1998-2003 年)」、2004 年 4 月
- "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2005", February 2006. [日本語訳「証券化商品の格付遷移 (1983-2005 年)」(2006 年 3 月)]
- "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2004", February 2005. [日本語訳「証券化商品の格付遷移 (1983-2004 年)」(2005 年 3 月)]
- "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2003", February 2004.
- "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2002", January 2003. [日本語訳「ストラクチャード・ファイナンスの格付変動: 1983-2002 年」(2003 年 3 月)]
- "European Structured Finance Rating Transitions: 1988-2005", February 2006.
- "EMEA Structured Finance Rating Transitions: 2004 Update", February 2005.
- "Europe, Middle East and Africa Structured Finance Rating Transitions: 2003 Update", February 2004.
- "European Structured Finance Rating Transitions: 1998-2002", March 2003.
- "European Structured Finance Ratings Transitions and Matrix: 1998-2001", May 2002.
- "Credit Migration of CDO Notes, 1996-2005, for US and European Transactions", March 2006.
- "Credit Migration of CDO Notes, 1996-2004, for US and European Transactions", March 2005.
- "Credit Migration of CDO Notes, 1996-2003, for US and European Transactions", March 2004.

[証券化商品におけるデフォルト・スタディー]

- "Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2004", July 2005. [日本語訳:「証券化商品のデフォルト率と損失率 (1983-2004 年)」(2005 年 9 月)]
- "Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2003", September 2004. [日本語訳:「証券化商品のデフォルト率と損失率 (1983-2003 年)」(2004 年 12 月)]
- "Default & Loss Rates of U.S. CDOs: 1993-2003", March 2005.

[日本の証券化市場]

- 「日本の証券化市場: 2005 年の概観と 2006 年の見通し」、2006 年 1 月
- 「日本の ABS 市場: マーケットレビュー 2005 年 4Q (10-12 月期) (2005 年の概観と 2006 年の見通し)」、2006 年 1 月
- 「日本の CMBS 市場: 2005 年の概観と 2006 年の見通し」、2006 年 1 月
- 「日本の RMBS 市場: 2005 年の概観と 2006 年の見通し」、2006 年 1 月
- 「堅調な不良債権 CLO と中期的な取り組みが望まれる中小企業 CLO/CBO: 2005 年の日本のキャッシュ型 CDO 市場化回顧と今後の見通し」、2006 年 1 月
- 「拡大を続ける日本のシンセティック CDO 市場: 2005 年の日本のシンセティック CDO 市場化回顧と今後の見通し」、2006 年 1 月
- 「日本の ABCP 市場: 2005 年の概観と 2006 年の見通し」、2006 年 1 月

[日本の証券化市場のパフォーマンス動向]

- 「ムーディーズ・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、カードキャッシング、消費者金融およびカードショッピングに関するインデックス」、2005 年 12 月
- 「ムーディーズ・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」、2005 年 12 月
- 「日本の中小企業 CLO/CBO のパフォーマンス動向」、2005 年 11 月

付録 1：用語解説

格上率（格下率）

本レポートにおいて、格上げ（格下げ）とは、年末時点の格付けが年初時点の格付けを上回っている（下回っている）ものを指す。格上率（格下率）は、格上げ数（格下げ数）を、年初時点のトランシェ数から期中に格付けが取り下げられたトランシェ数の半分を控除した値で除したものと²²。この場合の格上率および格下率は、年初時点の格付けと年末時点の格付けのみを考慮して算出したものである。

なお、本レポートの統計では、格上率（格下率）の計算において、格上げノッチ数（格下げノッチ数）による重み付けの調整は一切行っていない²³。

格付安定率

本レポートにおいて、格付安定率とは、年初時点と年末時点の格付けが同じであるトランシェ数を、年初時点のトランシェ数に期中の格付取下げ数で調整した値で除したものと²²（詳しくは、後記「格付取下げの取扱いについて」を参照）。なお、この場合も、年初時点の格付けと年末時点の格付けのみを考慮しただけである。

付加記号付き長期債格付けと文字記号格付け

ムーディーズの付加記号付き長期債格付けとは、Aaa、Aa1、Aa2、Aa3、A1、A2、A3、Baa1、Baa2、Baa3、Ba1、Ba2、Ba3、B1、B2、B3、Caa1、Caa2、Caa3、Ca、C の各等級を指す。

一方、文字記号格付けとは、Aaa、Aa (Aa1、Aa2、Aa3)、A (A1、A2、A3)、Baa (Baa1、Baa2、Baa3)、Ba (Ba1、Ba2、Ba3)、B (B1、B2、B3)、Caa 以下 (Caa1、Caa2、Caa3、Ca、C) の各等級を指す。

文字記号格付けにおける格上率（格下率）

文字記号格付けの等級区分に基づく統計では、文字記号格付けの格付けが変更された場合のみ格上げ（格下げ）されたとみなす。よって、例えば、Baa1 から A3 への格上げは文字記号格付け基準でも格上げとなるが、A2 から A1 への格上げは文字記号格付け基準では格上げとして認識されない。なお、付加記号付き長期債格付け基準では、言うまでもないが、格上げとして認識される。

累積格上率（格下率）

累積格上げ（格下げ）とは、格付取下げとなる直前もしくは調査対象期間の末日における格付けが、当初格付けよりも高い（低い）場合を指す。あるグループにおける累積格上（格下）率とは、累積格上げ（格下げ）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した割合である。

格付変更平均ノッチ数（年間）

格付変更平均ノッチ数とは、格上げ（格下げ）された全トランシェにおける 1 年間の格上げ幅（格下げ幅）の平均値である。したがって、あるトランシェが 1 年間で複数回にわたって格付変更が行われた場合、それらの格付変更幅の合計値が反映されるため、本指標は格付変更 1 回あたりの平均変動ノッチ数とは異なる。

格付ドリフト率

格付ドリフト率とは、格上率から格下率を差し引いた値である。なお、格付変更平均ノッチ数による重み付けの調整は行っていない。

格付変動率

格付変動率とは、格上率と格下率を足した値である。なお、格付変更平均ノッチ数による重み付けの調整は行っていない。

22. ムーディーズでは、証券化商品や事業会社のデフォルト率を算出するにあたり、コーホート形成年の年初時点のトランシェ数から格付取下げ数の半分を控除している。今回も前回と同様に、整合性を図るため、本分析の格上率および格下率の算出において、同じ調整手法を採用することとした。

23. 海外のレポートでは格付変更幅による重み付けの調整を行っているが、本レポートでは格上げ（もしくは格下げ）傾向の把握を主眼としており、格付変更幅を勘案した統計は格付変更の発生頻度と格付変更幅の 2 つの要因が複雑に作用しているため、格付変更ノッチ数による重み付けは行わないこととした。

コーホート

コーホート・ベースでは、組成年に関わらず、年初時点で存在する格付けをすべて対象とする。コーホートの期間は格付遷移を観察する年数によって決まり、例えば、1年間の格付遷移を調査するためには期間1年のコーホートが形成される。同様に、期間3年のコーホートは3年間の格付遷移を調査するために形成されるが、この場合、年初時点の格付けと3年経過後の格付けのみが分析の対象となる。

格付遷移行列

格付遷移行列とは、格付けが一定期間後にどのように変動したのかをまとめた表であり、本レポートでは1年間の格付遷移に関する調査を行っている。なお、本統計表の見方であるが、縦軸が年初時点の格付等級であり、この等級から横軸の格付等級（年末時点）へ移動した割合を示している。また、償還等による格付取下げ分に関する調整²⁴を行っており、デフォルトを「Caa以下」にまとめて掲載している。

格付取下げの取扱いについて

本レポートにおける格上率・格下率は、年初時点のトランシェ数から期中に格付けが取り下げられたトランシェ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。この調整は、格付けの取り下げが年間を通して均等に発生しているという想定に基づいている。なお、初回のレポートでは、格付けが取り下げられた場合にはその年度の当該データを年初時点から除外していたが、前回より格付取下げ分の調整は年初時点のトランシェ数から格付取下げ数の半分を控除するという計算方法を採用し、ムーディーズの一般的なデフォルト率算出方法との整合性を図ることとした。なお、今後の格付遷移分析やデフォルト分析においても、この格付取下げ数の調整は標準的な方法として適用する予定である。

また、格付変更が行われなかった割合（いわゆる、格付安定率）は、1から異なる格付けカテゴリーへと移動した格付変動率の合計値を差し引いて求められる。

例えば、TR(Baa Ba)を格付取下げ調整前のBaa等級からBa等級への格付変動率とし、TR*(Baa Ba)を格付取下げ調整後の格付変動率とする。ここで、WR(Baa)をBaa等級の格付取下率とした場合、以下のような等式が成り立つ。

$$TR^*(Baa Ba) = TR(Baa Ba) / (1 - 1/2 \times WR(Baa))$$

格付取下げ調整後の格付安定率SR*(Baa Baa)は、下式で算出される。

$$SR^*(Baa Baa) = 1 - TR^*(Baa Aaa) - TR^*(Baa Aa) - TR^*(Baa A) - TR^*(Baa Ba) - TR^*(Baa B) - TR^*(Baa Caa以下)$$

24. 格付取下げの調整として、年初時点のトランシェ数から期中に格付けが取り下げられたトランシェ数の半分を控除している。詳しくは、下記「格付取下げの取扱いについて」を参照いただきたい。

付録 2：格付遷移行列（詳細版）

日本の証券化商品（1998-2005 年）

From \ To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数	
Aaa	99.83%	0.08%	-	0.08%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	99.83%	0.17%	-	1,321	257
Aa1	26.53%	67.35%	4.08%	2.04%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.53%	67.35%	6.12%	53	8	
Aa2	9.21%	2.30%	86.47%	0.29%	1.44%	-	0.29%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.51%	86.47%	2.01%	385	75	
Aa3	7.06%	4.71%	4.71%	78.82%	4.71%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16.47%	78.82%	4.71%	51	17	
A1	5.00%	2.50%	10.00%	5.00%	57.50%	12.50%	7.50%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.50%	57.50%	20.00%	43	6	
A2	7.53%	0.54%	2.15%	2.15%	1.61%	85.48%	-	-	0.27%	-	0.27%	-	-	-	-	-	-	13.98%	85.48%	0.54%	399	54	
A3	-	3.74%	-	3.74%	1.87%	3.74%	83.18%	-	3.74%	-	-	-	-	-	-	-	-	13.08%	83.18%	3.74%	57	7	
Baa1	-	1.80%	-	-	1.80%	5.41%	1.80%	83.78%	-	3.60%	-	1.80%	-	-	-	-	-	10.81%	83.78%	5.41%	59	7	
Baa2	2.11%	-	1.06%	0.35%	0.70%	2.11%	2.46%	1.41%	88.73%	0.35%	-	0.35%	-	-	0.35%	-	-	10.21%	88.73%	1.06%	305	42	
Baa3	3.88%	-	-	-	1.94%	-	3.88%	1.94%	7.77%	80.58%	-	-	-	-	-	-	-	19.42%	80.58%	-	57	11	
Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	95.24%	-	2.38%	-	2.38%	-	-	-	95.24%	4.76%	45	6	
Ba2	-	-	-	-	-	-	-	-	2.06%	-	-	95.88%	2.06%	-	-	-	-	2.06%	95.88%	2.06%	54	11	
Ba3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.69%	92.31%	-	-	-	-	7.69%	92.31%	-	13	0	
B1	-	-	-	-	-	-	8.33%	-	-	-	-	-	-	91.67%	-	-	-	8.33%	91.67%	-	14	4	
B2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	100.00%	-	13	5	
B3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	100.00%	-	3	0	
Caa 以下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	
全格付け（各百分率：加重平均値，データ数：合計）																		6.73%	91.94%	1.34%	2,872	510	

* 担保付不良債権 CLO、アパートローン証券化取引、WBS を含む。

ABS (1998-2005 年)

From	To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa		100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	885	171
Aa1		41.38%	58.62%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	41.38%	58.62%	-	15	1
Aa2		13.56%	-	85.59%	0.85%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.56%	85.59%	0.85%	131	26
Aa3		7.02%	-	-	92.98%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.02%	92.98%	-	35	13
A1		-	-	20.00%	20.00%	20.00%	40.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	20.00%	40.00%	5	0
A2		16.95%	0.85%	1.69%	3.39%	0.85%	76.27%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	23.73%	76.27%	-	123	10
A3		-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	4	0
Baa1		-	20.00%	-	-	-	20.00%	-	60.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	60.00%	-	5	0
Baa2		7.92%	-	3.96%	-	-	3.96%	-	-	84.16%	-	-	-	-	-	-	-	-	15.84%	84.16%	-	53	5
Baa3		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba1		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba2		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba3		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B1		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	100.00%	-	3	2
B2		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B3		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Caa 以下		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
全格付け (各百分率：加重平均値, データ数：合計)																			5.59%	94.15%	0.26%	1,259	228

CDO (1998-2005 年)

From	To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	Aaa	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	118	27
Aa1	Aa1	19.05%	71.43%	9.52%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	19.05%	71.43%	9.52%	12	3
Aa2	Aa2	13.79%	13.79%	37.93%	-	34.48%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	27.59%	37.93%	34.48%	17	5
Aa3	Aa3	-	-	16.67%	50.00%	33.33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16.67%	50.00%	33.33%	6	0
A1	A1	-	-	7.41%	-	48.15%	22.22%	22.22%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.41%	48.15%	44.44%	15	3
A2	A2	5.00%	-	5.00%	-	-	90.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.00%	90.00%	-	24	8
A3	A3	-	-	-	-	-	-	91.30%	-	8.70%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	91.30%	8.70%	14	5
Baa1	Baa1	-	-	-	-	-	16.67%	-	83.33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	16.67%	83.33%	-	7	2
Baa2	Baa2	-	-	-	-	-	2.02%	4.04%	4.04%	89.90%	-	-	-	-	-	-	-	-	10.10%	89.90%	-	54	9
Baa3	Baa3	-	-	-	-	-	-	-	10.53%	10.53%	78.95%	-	-	-	-	-	-	-	21.05%	78.95%	-	11	3
Ba1	Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba2	Ba2	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	60.00%	-	3	1
Ba3	Ba3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	1	0
B1	B1	-	-	-	-	-	-	13.33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.33%	86.67%	-	8	1
B2	B2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B3	B3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	1	0
Caa 以下	Caa 以下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
全格付け (各百分率：加重平均値, データ数：合計)																			7.77%	86.41%	5.83%	291	67

* 担保付不良債権 CLO を除く。

CDO (2000-2005 年)

From	To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	Aaa	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	118	27
Aa1	Aa1	26.67%	73.33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	26.67%	73.33%	-	9	3
Aa2	Aa2	21.05%	21.05%	57.89%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	42.11%	57.89%	-	12	5
Aa3	Aa3	-	-	25.00%	75.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	25.00%	75.00%	-	4	0
A1	A1	-	-	15.38%	-	84.62%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	15.38%	84.62%	-	7	1
A2	A2	5.00%	-	5.00%	-	-	90.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.00%	90.00%	-	24	8
A3	A3	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	13	5
Baa1	Baa1	-	-	-	-	-	20.00%	-	80.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	20.00%	80.00%	-	6	2
Baa2	Baa2	-	-	-	-	-	2.11%	4.21%	4.21%	89.47%	-	-	-	-	-	-	-	-	10.53%	89.47%	-	52	9
Baa3	Baa3	-	-	-	-	-	-	-	10.53%	10.53%	78.95%	-	-	-	-	-	-	-	21.05%	78.95%	-	11	3
Ba1	Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba2	Ba2	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	60.00%	-	3	1
Ba3	Ba3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	1	0
B1	B1	-	-	-	-	-	-	13.33%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	13.33%	86.67%	-	8	1
B2	B2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B3	B3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	1	0
Caa 以下	Caa 以下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
全格付け (各百分率：加重平均値, データ数：合計)																			8.46%	91.54%	0.00%	269	65

* 担保付不良債権 CLO を除く。

CMBS (2000-2005 年)

From	To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数	
Aaa		98.84%	0.58%	-	0.58%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	98.84%	1.16%	-	199	52
Aa1		10.00%	80.00%	5.00%	5.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10.00%	80.00%	10.00%	22	4	
Aa2		5.80%	2.11%	91.56%	-	-	-	0.53%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	7.92%	91.56%	0.53%	210	41	
Aa3		18.18%	-	18.18%	63.64%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	36.36%	63.64%	-	7	3	
A1		14.81%	7.41%	-	-	77.78%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	22.22%	77.78%	-	15	3	
A2		2.98%	-	1.49%	0.50%	1.99%	92.06%	-	-	0.50%	-	0.50%	-	-	-	-	-	-	6.95%	92.06%	0.99%	219	35	
A3		-	-	-	7.14%	-	-	85.71%	-	7.14%	-	-	-	-	-	-	-	-	7.14%	85.71%	7.14%	15	2	
Baa1		-	-	-	-	-	-	3.28%	93.44%	-	-	-	3.28%	-	-	-	-	-	3.28%	93.44%	3.28%	33	5	
Baa2		1.30%	-	0.65%	0.65%	1.30%	1.30%	1.30%	-	91.56%	0.65%	-	0.65%	-	-	0.65%	-	-	6.49%	91.56%	1.95%	167	26	
Baa3		-	-	-	-	3.17%	-	3.17%	-	-	93.65%	-	-	-	-	-	-	-	6.35%	93.65%	-	35	7	
Ba1		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	95.00%	-	2.50%	-	2.50%	-	-	95.00%	5.00%	43	6	
Ba2		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	97.44%	2.56%	-	-	-	-	-	97.44%	2.56%	44	10	
Ba3		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.33%	91.67%	-	-	-	-	8.33%	91.67%	-	12	0	
B1		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	-	100.00%	-	3	1	
B2		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	-	100.00%	-	13	5	
B3		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	100.00%	-	2	0	
Caa 以下		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0	
全格付け (各百分率：加重平均値, データ数：合計)																			5.43%	92.97%	1.60%	1,039	200	

* アパートローン証券化取引、WBS を除く。

RMBS (2000-2005 年)

From	To	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa 以下	格上率	安定率	格下率	格付数 (年初時点)	格付 取下数
Aaa	Aaa	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	84	2
Aa1	Aa1	75.00%	25.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	75.00%	25.00%	-	4	0
Aa2	Aa2	27.27%	18.18%	54.55%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	45.45%	54.55%	-	11	0
Aa3	Aa3	-	100.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	100.00%	-	-	2	0
A1	A1	-	-	25.00%	12.50%	62.50%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	37.50%	62.50%	-	8	0
A2	A2	-	-	13.33%	20.00%	6.67%	60.00%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	40.00%	60.00%	-	15	0
A3	A3	-	8.70%	-	-	4.35%	8.70%	78.26%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	21.74%	78.26%	-	23	0
Baa1	Baa1	-	-	-	-	7.14%	7.14%	-	71.43%	-	14.29%	-	-	-	-	-	-	-	14.29%	71.43%	14.29%	14	0
Baa2	Baa2	-	-	-	-	-	-	22.22%	14.81%	62.96%	-	-	-	-	-	-	-	-	37.04%	62.96%	-	14	1
Baa3	Baa3	-	-	-	-	-	-	16.67%	-	33.33%	50.00%	-	-	-	-	-	-	-	50.00%	50.00%	-	6	0
Ba1	Ba1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba2	Ba2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Ba3	Ba3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B1	B1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B2	B2	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
B3	B3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
Caa 以下	Caa 以下	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0	0
全格付け (各百分率：加重平均値, データ数：合計)																			18.94%	79.94%	1.11%	181	3

* アパートローン証券化取引を除く。

著作権表示 ©2006 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ない「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 の "Shareholder Relations-Corporate Governance-Director and Shareholder Affiliation Policy" の項に毎年、掲載されます。

Moody's Investors Service Pty Limited はオーストラリアの会社法 (Corporations Act) に基づくオーストラリアでの金融サービス業の許可を取得していません。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要望に当てはまるか否かを考慮に入れるべきです。