



Moody's Japan K.K.

格付け情報サービス

2005年3月

スペシャル・コメント

Contact	Phone
<i>New York</i>	
Jian Hu	1.212.553.1653
Alexandra Neely	
Richard Cantor	
Gus Harris	
Joseph Snailer	
Sandra Ruffin	
Lindsay Douglas	
<i>東京</i>	
西田 正行	03-5408-4103
関 雄介	

証券化商品の格付け遷移（1983~2004年）

Structured Finance Rating Transitions: 1983-2004

要約

本稿はムーディーズによる世界のストラクチャード・ファイナンス証券の格付遷移に関する 3 回目の年次分析である¹。今回の調査では、2004 年および過去の格付け遷移率を、格付け対象証券全体ならびにアセット・タイプ別に分析し、社債の格付け遷移率との比較を行った。なお、ムーディーズは本レポートに加えて、「日本における証券化商品の格付け遷移 (1998-2004 年)」と題するレポートを近日中に発表する予定である。

分析によって得られた主要な結論を以下に要約する。

- 世界のストラクチャード・ファイナンスの格付け変動率は 2004 年に低下した。ストラクチャード・ファイナンスの全格付けの内、変更がなかった格付けの比率は 91.2% と、2003 年の 89.8% から若干上昇した。社債との比較でみると、1983 - 2004 年における平均格付け安定率は、ストラクチャード・ファイナンスの 92.3% に対し、社債は 77.6% であった²。
- 2004 年の格下げ率と格上げ率はほぼ均衡していた。格下げ率は 2003 年の 7.1% から 2004 年には 4.5% へと低下した。格上げ率は 2003 年の 3.1% から 2004 年には 4.3% へと上昇した。全体の格下げ対格上げ比率は 2003 年の 2:1 から 2004 年には 1:1 へと低下した。
- 年間の平均格下げ幅は 4.2 ノッチと、前年並みであったが、平均格上げ幅は 2.6 ノッチから 2.7 ノッチへと若干拡大した。一方、2004 年の社債の平均格下げ幅は 1.4 ノッチ、平均格上げ幅は 1.5 ノッチと、ストラクチャード・ファイナンスと比較した格付けの変動幅は小さい。
- 2004 年に Caa 以下の水準に格下げされた銘柄の比率は、大半の格付けカテゴリーで過去の平均を上回った。これは、マニファクチャード・ハウジング・ローン ABS において Caa 以下のカテゴリーに格下げされた銘柄の比率が高かったことが主な要因である。また、2004 年に Caa 以下のカテゴリーに格下げされたストラクチャード・ファイナンスの銘柄の比率は、社債を上回った。
- 2004 年の米国の ABS の格下げ率は引き続き格上げ率を上回ったが、2003 年に比べ改善がみられた。2004 年の格下げ率は 7.8% と、依然過去平均の 5.4% を上回っているものの、2003 年の 10.2% から低下した。ABS の格下げは、マニファクチャード・ハウジング・ローン、フランチャイズ・ローン、航空機・設備リース、およびタバコ訴訟和解金を裏付けとする証券に集中した。オートローン、クレジットカード債権および学生ローンを裏付けとする ABS は 2004 年も好調なパフォーマンスを維持した。
- 米国の ABS セクターに含まれるホーム・エクイティー・ローン (HEL) ABS の 2004 年の格付けは全体的に安定しており、格付けの 96.8% に変更はなかった。HEL セクターの 2004 年の格下げ率は 1.8% と、2003 年の 2.9% から低下した。一方、格上げ率は 2003 年の 2.0% から 1.4% へと低下した。
- 企業のクレジット環境が大幅に改善したことを受けて、米国の CDO の格付けは 2004 年に著しく改善した。2004 年の格下げ率は 5.7% と、2003 年の 16.5%、2002 年の 24.3% から低下した。また、パフォーマンスが悪化していたハイ・イールド CBO (HY CBO) の格付けも大幅に改善し、格下げ率は 2003 年の 33.9% から 7.3% に低下、格上げ率は 0.6% から 2.2% へと上昇した。最近の米国 ABS セクターの低迷が要因で、HY CBO を除く米国の CDO 取引の内、格下げは CDO の再証券化取引に集中した。HY CBO と再証券化取引を除くと、2004 年の CDO セクターの格付けは非常に安定していた。
- 2003 年同様、2004 年の米国の CMBS セクターは、格上げ数が格下げ数を上回った。格上げの大半は、アモチゼーションおよび償還により信用補完水準が上昇したことに加え、裏付資産の良好なパフォーマンスが要因となった。一方、格下げは、主に裏付資産のパフォーマンスが予想を下回ったことが要因だった。格下げ率は 2003 年の 4.1% から 5.4% へと若干上昇し、格上げ率は 5.1% から 8.3% へと上昇した。格上げ率、格下げ率共に過去平均を上回った。

1. 第 1,2 回の分析結果については、次の 2 つのスペシャル・コメントが発行されている。"Structured Finance Rating Transitions: 1983-2002, Comparisons with Corporate Ratings and Across Sectors", January 2003 (日本語版「ストラクチャード・ファイナンスの格付け変動 (1983~2002 年): 普通社債との比較とセクター別比較」2003 年 3 月発行)、および "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2003, Ratings Remain Volatile in 2003 but Downgrade-to-Upgrade Ratio Falls Sharply", February 2004。
2. 用語解説は付録を参照。

- RMBS セクターのパフォーマンスは裏付資産のパフォーマンスが予想を上回ったことや、高い期限前返済率がトランシェの信用補完水準の上昇につながったことが要因となり極めて良好だった。格上げ率は 2003 年の 5.2% から 7.9% へと上昇し、1996 年以来の最高水準となった。一方、2004 年の格下げ率は 0.1% を下回った。
- 地域別にみると、米国のストラクチャード・ファイナンスの格下げ率は 2003 年の 7.0% から 4.9% へと低下した一方、格上げ率は 3.1% から 4.6% へと上昇した。欧州の格下げ率は、同地域での CDO 取引が大幅に改善したため、2003 年の 10.0% から 3.9% へと大幅に低下した。一方、欧州の格上げ率は 2003 年の 2.5% から 2004 年には 1.7% へと低下した。2004 年の欧州の格下げの約 76% を CDO セクターが占めた。アジア太平洋地域の 2004 年の格下げ数はわずか 3 件で、全格付けの 0.3% だった。裏付資産の良好なパフォーマンス、および一部の第三者の格上げによって、格上げ率は 2003 年の 3.0% から 2 倍強の 6.8% に上昇した。
- 世界のクレジット・デリバティブセクター（大半がリパッケージ債とストラクチャード・ノート）の格付け安定率は 2004 年も前年とほぼ同じ 91.5% であった。格下げ対格上げ比率は 1.6:1.0 と、2004 年も格下げ数が格上げ数を上回った。しかし、この比率は 2003 年の 6.9:1.0 から大幅に改善している。

図表 1：世界のストラクチャード・ファイナンスのセクター別格下げ率および格上げ率、2004 年と 1991-2004 年の年間平均との比較³

	格下げ率		格上げ率	
	2004 年	1991 - 2004 年	2004 年	1991 - 2004 年
米国の ABS	7.8%	5.4%	2.1%	1.8%
米国の HEL	1.8%	2.0%	1.4%	1.4%
米国の MH	41.3%	18.0%	0.3%	2.9%
米国の ABS (MH,HEL を除く)	8.5%	4.5%	3.6%	1.7%
米国の CDO	5.7%	12.2%	0.6%	0.6%
米国の HY CBO	7.3%	22.6%	2.2%	0.6%
米国の CDO (HY CBO を除く)	5.3%	7.3%	0.2%	0.6%
米国の CMBS	5.4%	3.5%	8.3%	5.8%
米国の RMBS	0.1%	1.9%	7.9%	4.9%
米国のストラクチャード・ファイナンス	4.9%	4.3%	4.6%	3.5%
欧州のストラクチャード・ファイナンス	3.9%	5.8%	1.7%	2.1%
アジア太平洋地域のストラクチャード・ファイナンス	0.3%	1.9%	6.8%	3.8%
世界のストラクチャード・ファイナンス	4.5%	4.3%	4.3%	3.4%
世界の社債 ⁴	8.3%	13.7%	13.4%	8.8%

3. 格付け取り下げを調整するために、各年の年初の格付け数から当該年の格付け取り下げ数の半分の差を差し引いている。格付け取り下げ調整前の格付けカテゴリー別の格付け変動率を付録に記載した。

4. ソブリン格付けおよび海外の社債格付け全てを含む。ただし、地方債格付けは除く。

概要	5
ストラクチャード・ファイナンス全体の格付け変動	5
2004年：格下げ率は低下、格上げ率は上昇	5
全格付けカテゴリーで格上げ率は上昇したが、Caa以下への格下げ率も上昇	7
セクター別の格付け遷移分析	9
米国のABS	9
米国のマニュファクチャード・ハウジング・ローン (MH) ABS	11
米国のホーム・エクイティ・ローン (HEL) ABS	12
MH ABS と HEL ABS を除く米国のABS 13	
米国のCDO	15
米国のハイ・イールド (HY) CBO	17
HY CBO を除く米国のCDO	18
米国のCMBS	19
米国のRMBS	20
格付け変動の地域間比較	21
欧州と米国の格付け遷移	21
アジア太平洋地域と米国の格付け遷移	22
付録 I：データの選定基準と用語解説	26
データ選定基準	26
用語解説	26
格付け取り下げの扱い (WR)	28
付録 II：格付け遷移行列	29
図表 61：世界のストラクチャード・ファイナンスの格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004年)	29
図表 62：米国のABSの格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004年)	30
図表 63：米国のHELの格付け遷移行列 (加重平均、1990-2004年)	31
図表 64：米国のABS (MH、HELを除く)の格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004年)	32
図表 65：米国のCDOの格付け遷移行列 (加重平均、1991-2004年)	33
図表 66：米国のCDO (HY CBOを除く)の格付け遷移行列 (加重平均、1991-2004年)	34
図表 67：米国のCMBSの格付け遷移行列 (加重平均、1988-2004年)	35
図表 68：米国のRMBSの格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004年)	36
図表 69：1年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)	37
図表 70：2年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)	38
図表 71：3年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)	39
図表 72：2004年の年間格付け遷移行列 (格付け取り下げ調整後)	40
図表 73：2004年の年間格付け遷移行列：世界のストラクチャード・ファイナンス (付加記号付き格付けに基づく)	41
図表 74：米国のABSの年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	42
図表 75：米国のHELの年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	43
図表 76：米国ABS (MH、HLを除く)の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	44
図表 77：米国のCDOの年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	45
図表 78：米国のCDO (HY CBOを除く)の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	46
図表 79：米国のCMBSの年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	47
図表 80：米国のRMBSの年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく)：2004年	48
関連リサーチ	49

概要

2004年の世界のストラクチャード・ファイナンスの格付けは、格下げ対格上げ比率がほぼ1:1となり、2003年の2:1から大幅に改善した。

2004年年初、世界のストラクチャード・ファイナンスの格付けの総数は23,265であった。この内、1,008銘柄(421案件)が格下げされ、973銘柄(386案件)が格上げされた⁵。2004年の格下げ数に占める米国の比率は89%、欧州は11%だった。また、2004年の格上げ数に占める米国の比率は87%、欧州は5%、アジア太平洋地域は7%だった。

格上げはRMBSとCMBSに集中しており、格上げ数全体の約74%を占めた(図表2参照)。ホーム・エクイティ・ローン(HEL)ABSとオートローンABSの格上げ数も多く、2004年のストラクチャード・ファイナンス全体の格上げ数の約13%を占めた。

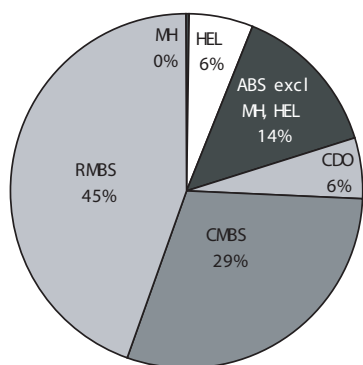
ABSセクターのマニュファクチャード・ハウジング・ローン(MH)ABSの格下げが依然多く、2004年のストラクチャード・ファイナンス全体の格下げ数の約27%を占めた(図表3参照)。

航空機・設備リース債権、フランチャイズ・ローン債権、事業者ローン債権、およびタバコ訴訟和解金を裏付資産とするABSの格下げも多く、2004年のストラクチャード・ファイナンス全体の格下げ数の約25%を占めた。

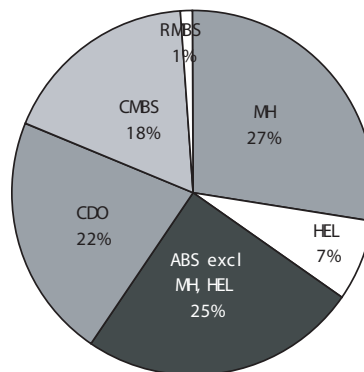
CMBSとCDOの格下げ数も高水準で、それぞれ2004年のストラクチャード・ファイナンス全体の格下げ数の約18%と約22%を占めた。

2004年の格上げの大半は、裏付資産の良好なパフォーマンス、アモチゼーション、およびシニアトランシェの償還が進んだことが要因であった。一方、格下げの大半は、裏付資産プールのパフォーマンスが予想を下回ったことと、資産プールのデフォルト証券からの損失が予想を上回ったことが要因であった。ごく一部であるが、第三者の格付けの変更による格付け変動もあった。

図表2：2004年の
ストラクチャード・ファイナンスの
格上げにおけるセクター構成



図表3：2004年の
ストラクチャード・ファイナンスの
格下げにおけるセクター構成



ストラクチャード・ファイナンス全体の格付け変動

本章では全地域のABS、CDO、CMBSおよびRMBSを合わせたストラクチャード・ファイナンス全体の格付け変動を分析する。米国、欧州、アジア太平洋の各地域、および世界のクレジット・デリバティブの4セクターの詳細な格付け変動データは、本稿後半に別掲する。

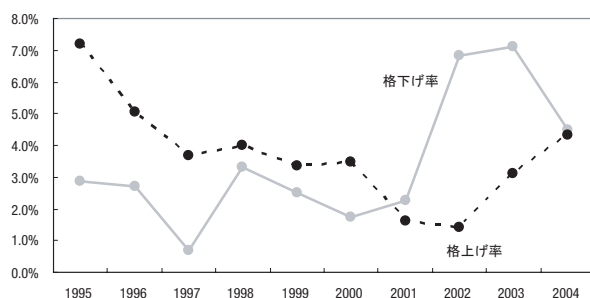
2004年：格下げ率は低下、格上げ率は上昇

2004年の世界のストラクチャード・ファイナンスの格下げ率は、2003年の7.1%から4.5%へと大幅に低下した(図表4参照)。格上げ率は2003年の3.1%から4.3%へと上昇した。格付け変更1回あたりの変動ノッチ数で示される年間の格付け変動幅は、前年とほぼ同じだった(図表5参照)。

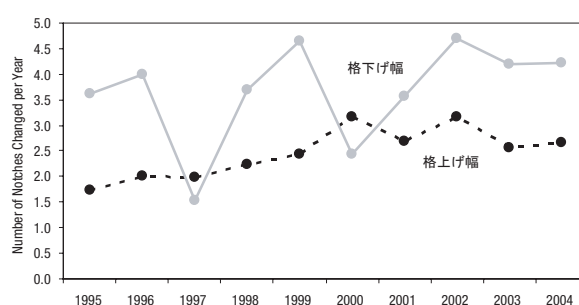
5. 年末時点の格付けが年初時点と異なる場合のみを格上げまたは格下げとしてカウントした。

格下げ幅で加重した 2004 年の格下げ率は 19.0% と、2003 年の 29.9% から低下した（図表 7 参照）。格上げ幅で加重した 2004 年の格上げ率は 11.6% と、2003 年の 7.9% から上昇した。したがって、2004 年年初の格付け総数に対する格付けドリフト率は - 7.4% となり、2003 年の - 22.0% と比べマイナス幅は大幅に縮小した。格下げ対格上げ比率は 2003 年の 2:1 に対し、2004 年は約 1:1 であった。変動ノッチ数で加重した場合の格下げ対格上げ比率は 2003 年の 3.8:1 に対し、2004 年は 1.6:1 となった（図表 6 参照）。

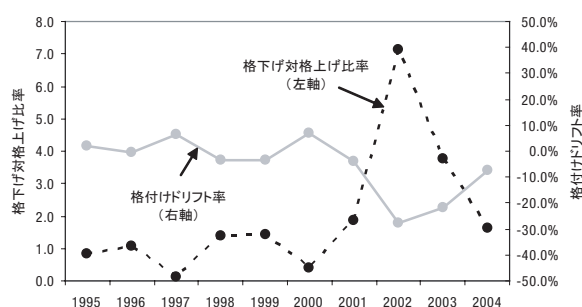
図表 4 :
ストラクチャード・ファイナンスの
格下げ率・格上げ率



図表 5 :
ストラクチャード・ファイナンスの
格下げ幅・格上げ幅



図表 6 : ストラクチャード・ファイナンスの
格付けドリフト率と変動ノッチ数加重後
の格下げ対格上げ比率



図表 7 :
ストラクチャード・ファイナンスの
年間格付け遷移統計

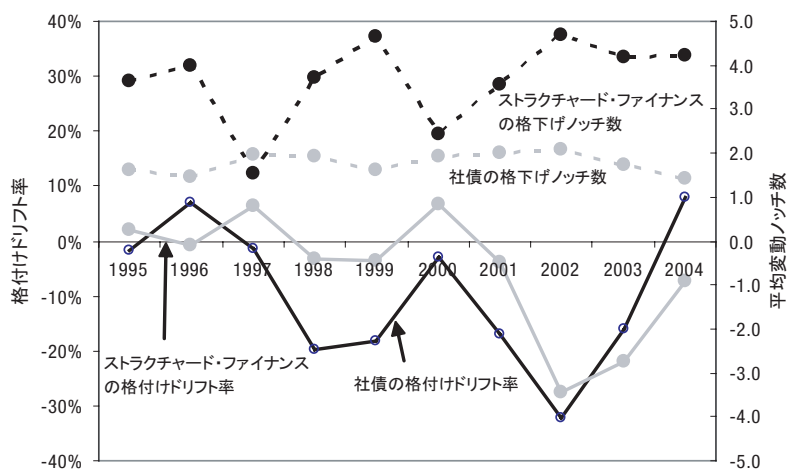
	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	4.3%	4.5%	7.1%
格上げ率	3.4%	4.3%	3.1%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	17.2%	19.0%	29.9%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	8.5%	11.6%	7.9%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-8.7%	-7.4%	-22.0%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	25.7%	30.5%	37.9%
安定率	92.3%	91.2%	89.8%
格付け取り下げ率	7.2%	6.9%	11.4%

ストラクチャード・ファイナンスの格付けドリフト率と社債の格付けドリフト率の間には相関性がみられるようである（図表 8 参照）。どちらも 2002 年に格付けドリフト率が約 - 30% と、調査対象期間の中で最も大きくゼロを割り込み、それ以後大幅に回復した。2004 年の社債の格付けドリフト率はプラスに転じた⁶。

過去のレポートで述べたように、ストラクチャード・ファイナンスは社債と比べ、格下げ率は低いが、格下げ幅は大きい。図表 8 を見ると、2004 年に行われた全ての格下げの平均格下げノッチ数は、ストラクチャード・ファイナンスの方が社債より 2.8 ノッチ大きいことがわかる。ストラクチャード・ファイナンスの格下げ率の低さが格下げ幅の大きさによって相殺されるため、平均格付けドリフト率は社債と非常に近似した値となっている。

6. アジア太平洋地域の格上げが 2004 年の世界の社債格付けのドリフト率改善に大きく寄与した。この点については、スペシャル・コメント "Moody's Rating Actions, Reviews, and Outlooks: Quarterly Update," January 2005 を参照。

図表 8 : 格付けドリフト率と年間の格下げ 1 回あたりの平均変動ノッチ数 :
ストラクチャード・ファイナンスと社債の比較



また、過去の調査でも見られたように、ストラクチャード・ファイナンスの格付けは同じ方向に連続して動く傾向が強いため、最近格下げされた証券は、最近格付けに変更がなかった、ないしは格上げされた証券に比べ、再度格下げされる可能性が高い。2004 年もこの傾向が見られ、2004 年に格下げされた証券の 42.9% が、2003 年にも格下げされている。一方、2004 年に格上げされた証券の内、2003 年にも格上げされたものは僅か 10% であった。2003 年と比較すると 2004 年は格付け変動の勢いが強くなっている。2003 年に格下げされた証券の 32% は 2002 年にも格下げされた。格上げについては、この比率は 2% だった。

全格付けカテゴリーで格上げ率は上昇したが、Caa 以下への格下げ率も上昇

Ba カテゴリーを除く全ての文字格付けカテゴリーにおいて、2004 年の格上げ率は過去平均を上回った一方、格下げ率は概して過去平均を下回った（図表 9 参照）。その結果、格付けカテゴリー別の格付け安定率は、過去平均を若干下回った。2004 年の投資適格等級の格付け安定率は、投機的等級を引き続き上回った。また、全ての格付けカテゴリーの中で、Aaa カテゴリーが最も高い安定率を維持した。

図表 9 は、2004 年のストラクチャード・ファイナンスの Caa 以下の格付けカテゴリーへの格下げ率は、過去平均を上回ると同時に、世界の社債の過去平均も上回ったことを示している。この主な要因は、米国の ABS セクターの格下げである（後半で詳述）。

図表 9：世界のストラクチャード・ファイナンスの年間格付け遷移行列 - 社債との比較⁷

ストラクチャード・ファイナンス：2004年		年末の格付け					
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	99.15%	0.33%	0.22%	0.09%	0.11%	0.08%	0.03%
Aa	6.67%	90.52%	1.46%	0.39%	0.18%	0.30%	0.48%
A	1.45%	4.56%	91.30%	1.55%	0.52%	0.17%	0.45%
Baa	0.29%	0.92%	3.70%	90.58%	2.48%	0.73%	1.29%
Ba	0.19%	0.25%	1.02%	2.92%	86.47%	4.13%	5.02%
B			0.11%	0.22%	3.65%	81.07%	14.94%
Caa 以下						0.70%	99.30%
ストラクチャード・ファイナンス：1983-2004年平均							
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	98.97%	0.69%	0.20%	0.07%	0.03%	0.02%	0.03%
Aa	5.70%	91.01%	2.12%	0.71%	0.19%	0.13%	0.15%
A	1.12%	2.85%	92.83%	2.05%	0.66%	0.24%	0.25%
Baa	0.40%	0.60%	2.54%	90.48%	3.34%	1.34%	1.29%
Ba	0.13%	0.10%	0.71%	3.38%	86.12%	3.72%	5.84%
B	0.06%		0.08%	0.47%	2.00%	85.98%	11.42%
Caa 以下					0.05%	0.42%	99.53%
社債：1983-2004年平均⁸							
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	91.68%	7.53%	0.76%		0.02%		
Aa	0.92%	90.61%	8.03%	0.32%	0.08%	0.01%	0.03%
A	0.04%	2.50%	91.09%	5.52%	0.62%	0.19%	0.03%
Baa	0.04%	0.25%	5.66%	87.62%	5.01%	1.06%	0.36%
Ba	0.01%	0.03%	0.55%	5.60%	83.30%	8.41%	2.09%
B	0.01%	0.05%	0.21%	0.55%	6.00%	82.27%	10.90%
Caa 以下				0.88%	2.25%	6.44%	90.43%

7. 格付け変動率は格付け取り下げ調整後の値。年初の格付け総数から、当該年の格付け取り下げ数の半分を差し引いている。変更がなかった格付けの比率、すなわち格付け安定率は、各格付けカテゴリーへの格付け変動率の合計を 1 から差し引いた値。格付け取り下げ調整前の変動率は付録に記載。

8. デフォルト社債は Caa 以下のカテゴリーに含まれる。社債の格付け変動率は、ストラクチャード・ファイナンスと同様の方法で格付け取り下げを調整した値。社債格付けの変動率についての詳細は、スペシャル・コメント "Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-2004", January 2005 (日本語版「社債のデフォルト率と回収率 (1993 - 2004年)」2005年2月発行) を参照。

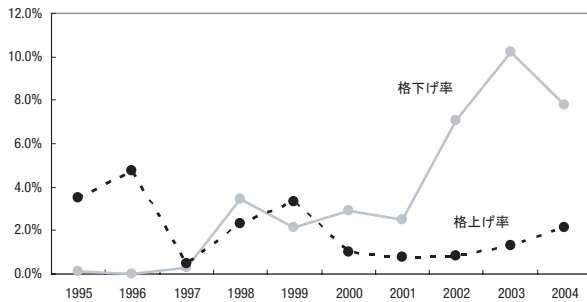
セクター別の格付け遷移分析

米国の ABS

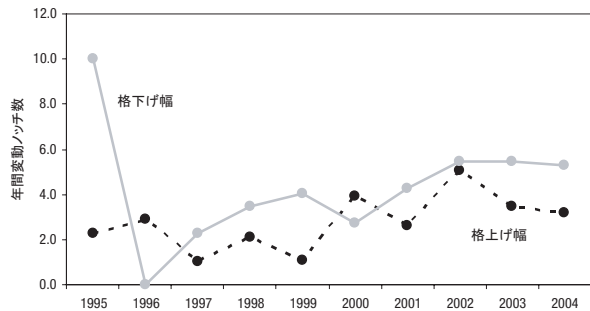
2004 年年初時点の米国 ABS の格付け総数 7,725 の内、2004 年中に 586 銘柄 (228 案件) が格下げされ、160 銘柄 (97 案件) が格上げされた。米国の ABS の格下げ率は 2003 年の 10.2% から、2004 年には 7.8% へと低下した (図表 10 参照)。格上げ率は 2.1% と、2003 年の 1.3% から若干改善した。

2004 年の格下げ幅は 2003 年とほぼ同じ 5.3 ノッチだった。一方、格上げ幅は 2003 年の 3.5 ノッチから 3.2 ノッチへと縮小した (図表 11 参照)。格付け安定率は 88.5% から 90.1% へと若干改善した (図表 13 参照)。格下げ対格上げ比率 (変動ノッチ数で加重後) は 2003 年の 12:1 から 6:1 へと大幅に低下した (図表 12 参照)。

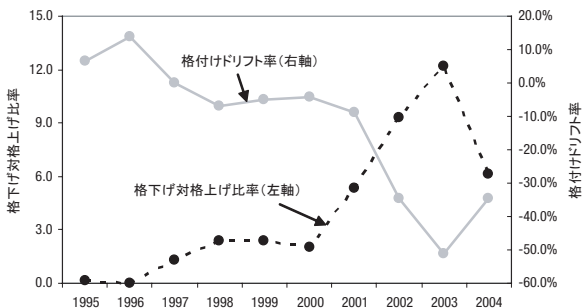
図表 10 :
米国の ABS の格上げ率・格下げ率



図表 11 :
米国の ABS の格上げ幅・格下げ幅



図表 12 : 米国の ABS の
格付けドリフト率と格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数で加重)



図表 13 :
米国の ABS の年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	5.4%	7.8%	10.2%
格上げ率	1.8%	2.1%	1.3%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	27.0%	41.2%	55.6%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	5.0%	6.7%	4.6%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-21.9%	-34.5%	-51.1%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	32.0%	48.0%	60.2%
安定率	92.8%	90.1%	88.5%
格付け取り下げ率	7.4%	5.3%	9.0%

格下げノッチ数で加重した米国の ABS の格下げ率 (加重平均格下げ率) は、2003 年の 55.6% から 2004 年には 41.2% に低下した (図表 13)。2004 年の加重平均格上げ率は 6.7% と、2003 年の 4.6% から上昇した。その結果、2004 年年初の格付け総数に対する格付けドリフト率は - 34.5% となり、2003 年の - 51.1% から改善した。

2003 年の米国 ABS の分析結果と同様に、マニュファクチャード・ハウジング・ローン (MH) 債権、フランチャイズ・ローン債権、航空機・設備リース債権、およびタバコ訴訟和解金を裏付資産とする ABS の格下げ率が最も高かった。オートローン債権、クレジットカード債権、ホーム・エクイティ・ローン (HEL) 債権等の従来からある消費者向け債権を裏付資産とする ABS は引き続き好調なパフォーマンスを見せた。

図表 14 は ABS から幾つかの資産・タイプを抽出し、その格下げ率と格上げ率の詳細を示したものである。

	2004 年 1 月 1 日時点 の格付け数	2004 年の 格下げ数	2004 年の 格上げ数	2004 年の 格下げ率	2004 年の 格上げ率
MH	671	276	2	41.1%	0.3%
HEL	4122	73	57	1.8%	1.4%
オートローン	503	6	70	1.2%	13.9%
クレジットカード	957		10	0.0%	1.0%
航空機リース	62	41		66.1%	0.0%
設備リース	151	50	6	33.1%	4.0%
フランチャイズ・ローン	156	66		42.3%	0.0%
事業者ローン	124	18		14.5%	0.0%
タバコ訴訟和解金	60	55		91.7%	0.0%
学生ローン	412		4	0.0%	1.0%
その他	507	1	11	0.2%	2.2%
米国 ABS 合計 (MH と HEL を除く)	2932	237	101	8.1%	3.4%
米国 ABS 合計 (MH と HEL を除く)	7725	586	160	7.6%	2.1%

MH ABS にこれまで例を見ないほどの格下げ圧力が加わったことや、HEL ABS の急成長を勘案し、以下の章では ABS セクターを MH、HEL、および MH と HEL を除く ABS セクターに分け、それぞれの格付け変動を個別に分析する。

9. 図表 14 の資産・タイプ別格上げ率・格下げ率は格付け取り下げの調整を行っていない。

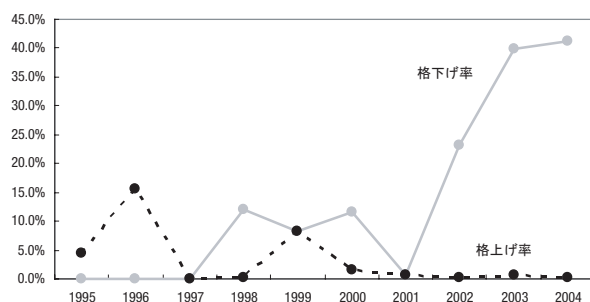
米国のマニファクチャード・ハウジング・ローン (MH) ABS

MH ABS は 276 の銘柄 (100 案件) が格下げされた。2004 年の格下げ数は 2003 年を上回った。2003 年と同様、資産プールのパフォーマンスが大幅に予想を下回り、信用補完水準が低下したことが、2004 年の格下げの主な要因であった。

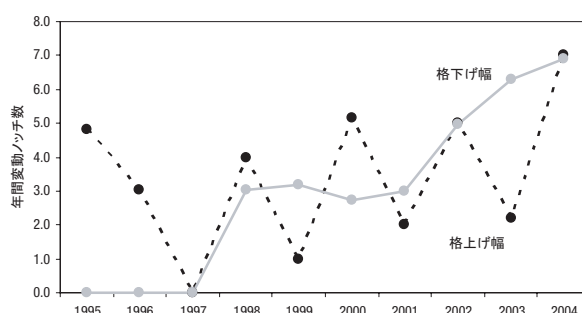
担保差し押さえと損失が膨れ上がったことにより、大半の MH 発行体が影響を受けた。MH 取引の劣後トランシェの多くが、利払い不足と元本の毀損により著しく劣化した¹⁰。

その結果、MH ABS の 2004 年の格下げ率は 41.3% となり、2003 年の 39.8% から若干上昇した (図表 15 参照)。2004 年の平均格下げノッチ数は 6.9 と、2003 年の 6.3 から拡大した (図表 16 参照)。格付けドリフト率 (総格上げノッチ数から総格下げノッチ数を差し引いて得られた値の MH ABS 格付け総数に対する比率) は -300% 近くになった (図表 17 参照)。MH ABS の格付け安定率は 2003 年に続き 60% 未満にとどまった。

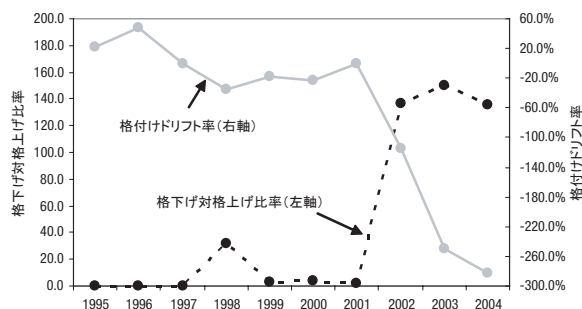
図表 15 :
米国 MH ABS の格下げ率・格上げ率



図表 16 :
米国 MH ABS の格下げ幅・格上げ幅



図表 17 : 米国 MH ABS の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 18 :
米国 MH ABS の年間格付け遷移統計

	1991-2004年	2004年	2003年
格下げ率	18.0%	41.3%	39.8%
格上げ率	2.9%	0.3%	0.8%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	102.6%	284.5%	250.8%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	7.0%	2.1%	1.7%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-95.6%	-282.4%	-249.1%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	109.6%	286.5%	252.5%
安定率	79.1%	58.4%	59.4%
格付け取り下げ率	2.2%	0.6%	1.4%

10. スペシャル・レポート "2004 Review and 2005 Outlook: Manufactured Housing Asset Backed Securities", January 2005、および "2004 Review and 2005 Outlook: US ABS", January 2005 を参照。また、スペシャル・コメント "Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2003", September 2004 (日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率 (1993 - 2003 年)」、2004 年 12 月発行) も参照されたい。

米国のホーム・エクイティ・ローン (HEL) ABS

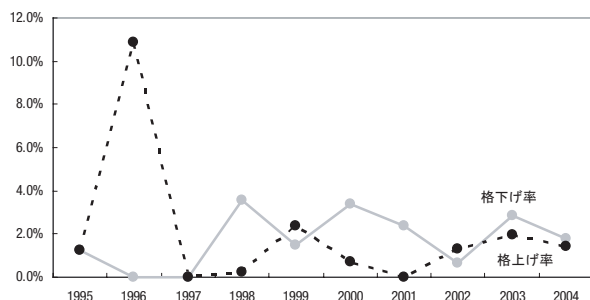
米国の HEL ABS の 2004 年年初時点での格付け総数 4,122 の内、73 銘柄 (37 案件) が格下げされ、57 銘柄 (24 案件) が格上げされた。ABS セクターの HEL ABS の格下げ率は 2003 年の 2.9% から 1.8% へと低下した (図表 19、22 参照)。格上げ率も 2003 年の 2.0% から 1.4% への微減となった。

予想損失額の大きさや、信用補完水準の低さに示されるように、裏付資産プールの低調なパフォーマンスが、全ての格下げの要因であった。格下げされた取引の中には、返済期限を大幅に超過した延滞ローンの数が継続的に増加したのものもある。

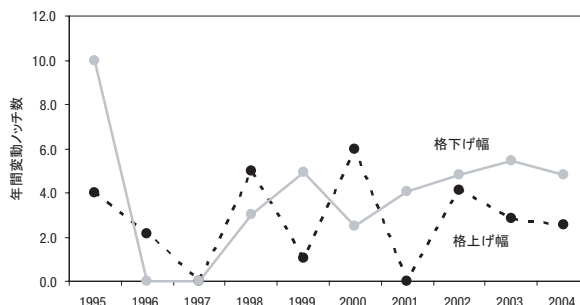
全ての格上げの要因となったのは、資産プールの好調なパフォーマンスや裏付けとなる住宅ローン債権プールの予想損失額に対する信用補完水準の上昇である¹¹⁾。

2004 年の格下げ幅は、2003 年の 5.5 ノッチから 4.8 ノッチへと縮小した。格上げ幅は 2.6 ノッチと、2003 年の 2.8 ノッチからわずかに縮小した (図表 20 参照)。格付けドリフト率は -5.1% と引き続きマイナス値となったが、2003 年の -10.1% と比べ、マイナス幅は縮小した (図表 21 参照)。変動ノッチ数加重後の格下げ対格上げ比率は、2003 年の 2.8:1 から 2.4:1 へとわずかに低下した。

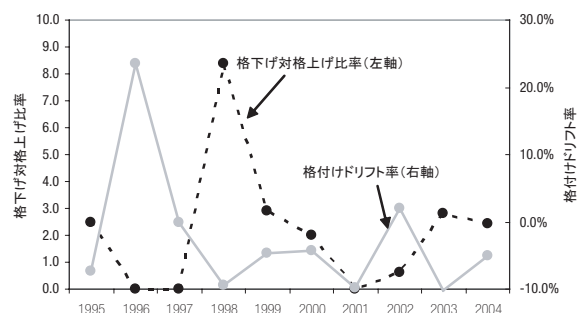
図表 19 :
米国 HEL ABS の格下げ率・格上げ率



図表 20 :
米国 HEL ABS の格下げ幅・格上げ幅



図表 21 : 米国 HEL ABS の格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率 (変動ノッチ数加重後)



図表 22 :
米国 HEL ABS の年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	2.0%	1.8%	2.9%
格上げ率	1.4%	1.4%	2.0%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	9.2%	8.7%	15.7%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	4.0%	3.6%	5.6%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-5.3%	-5.1%	-10.1%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	13.2%	12.3%	21.3%
安定率	96.5%	96.8%	95.2%
格付け取り下げ率	3.8%	3.1%	6.3%

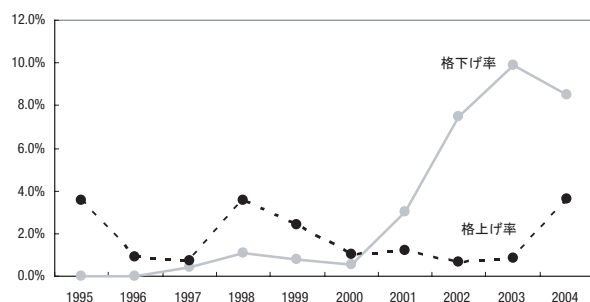
11. スペシャル・コメント "2004 Review & 2005 Outlook: Home Equity ABS HEL Volume Soars to Heavenly Heights", January 2005 を参照。

MH ABS と HEL ABS を除く米国の ABS

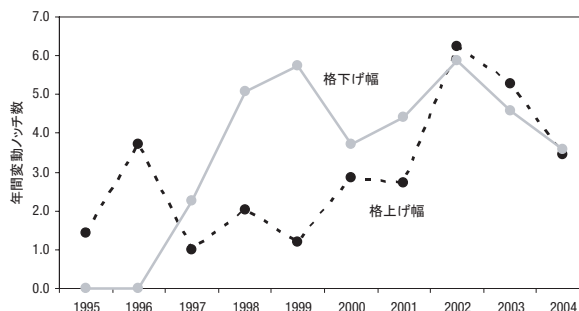
MH と HEL 以外の米国の ABS も 2004 年はある程度格下げ圧力を受けた。2004 年年初時点の格付け総数 2,932 の内、237 銘柄 (95 案件) が格下げされ、101 銘柄 (71 案件) が格上げされた。格下げ率は 2003 年の 9.9% からわずかに低下し、8.5% となった (図表 23、26 参照)。一方、格上げ率は 2003 年の 0.8% から 3.6% へと大幅に上昇した。2003 年や過去平均と異なり、2004 年の MH と HEL を除く ABS セクターの格上げ率・格下げ率は、ABS セクター全体を上回った (図表 23、26 参照)。

2004 年の格下げ幅は 3.6 ノッチと、2003 年の 4.6 ノッチから縮小した。格上げ幅は 5.3 ノッチから 3.4 ノッチへと縮小した (図表 24 参照)。格付けドリフト率は -17.9% とマイナス値となったが、2003 年の -40.9% に比べマイナス幅は大幅に縮小した。変動ノッチ数加重後の格上げ対格下げ比率は 2003 年の 10.5:1 から 2.4:1 へと大幅に低下した (図表 25 参照)。

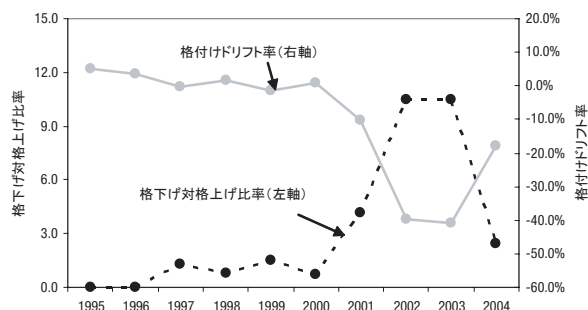
図表 23 :
米国 ABS (MH と HEL を除く) の
格下げ率・格上げ率



図表 24 :
米国 ABS (MH と HEL を除く) の
格下げ幅・格上げ幅



図表 25 : 米国 ABS (MH と HEL を除く) の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 26 :
米国 ABS (MH と HEL を除く) の
年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	4.5%	8.5%	9.9%
格上げ率	1.7%	3.6%	0.8%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	19.8%	30.3%	45.2%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	5.2%	12.4%	4.3%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-14.6%	-17.9%	-40.9%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	24.9%	42.7%	49.5%
安定率	93.7%	87.9%	89.3%
格付け取り下げ率	10.8%	9.4%	13.5%

MH と HEL を除く ABS セクターの格下げの大部分は、裏付資産プールの低調なパフォーマンスが要因だった。これらの裏付資産プールのパフォーマンスの悪化は、航空機・設備リースおよび事業者ローンのセクターが直面する厳しい状況と密接に関連している¹²。

2004 年にムーディーズは、裏付資産の低調なパフォーマンスを要因として、航空機リース債権 ABS の 41 銘柄の格付けを引き下げた。リースのリストラクチャリング、債務者の支払延滞や破産、メンテナンス費用の増加、および将来のリース料率に関する懸念の高まりによって、これらの取引からのキャッシュフローは 2004 年に減少した。

12. スペシャル・コメント "2004 Review and 2005 Outlook: US ABS", January 2005、および "2004 Review and 2005 Outlook: Commercial ABS", January 2005 を参照。

ABS セクターのフランチャイズ・ローン ABS では、デフォルト債務者の数が高水準にとどまり、デフォルト債務者からの回収率も低かったことから、前年に続いて格下げが行われた。事業者ローンを裏付資産とする 18 銘柄 (7 案件、全て First International Bank が発行) も、デフォルトローンの実際の回収率が予想を大きく下回ったことを受けて、格下げされた。

裏付資産の低調なパフォーマンスに加え、タバコ訴訟和解に関する訴訟が要因となり、2004 年に数多くの格下げが発生した。2004 年 4 月 21 日、ムーディーズは全ての地方自治体のタバコ訴訟和解金証券化取引の格付けを引き下げた。幅広い格付けの銘柄が格下げの対象となったが、これは Freedom Holding 対スピッツァー司法長官訴訟 (Freedom Holding 訴訟) を巡り、ニューヨーク州が提出した再審理請求を米国控訴裁判所第 2 巡回区が却下したことを受けたものである。そもそも Freedom Holding は、ニューヨーク州コントラバンド法が実質的にタバコ業界のカルテルの形成を促進するとして、ニューヨーク州を相手取り、同法の差し止めを求めて下級裁判所に提訴した。下級裁判所は同法に基づく行為は連邦独占禁止法の適用を免れるとの解釈に基づき、Freedom の申し立てを却下した。しかし、その後、控訴裁判所第 2 巡回区は、この下級審の判決を覆し、審理の差し戻しを命じた。これに対し、ニューヨーク州は控訴裁判所第 2 巡回区に再審理を請求していた¹³。

対照的に、オートローン債権 ABS とクレジットカード債権 ABS は引き続き良好なパフォーマンスを示した。2004 年はクレジットカード債権 ABS の格下げはなく、10 銘柄が格上げされた (図表 14 参照)。オートローン債権 ABS は、大半のローンプールのパフォーマンスがほぼ当初予想通り、ないしは若干予想を下回る結果となったにも拘らず、信用補完水準を一定に保つ構造や、エクセス・スプレッドを当初より信用補完に充当できる構造が組み込まれていることから、2004 年の格上げ率は 14% となった。

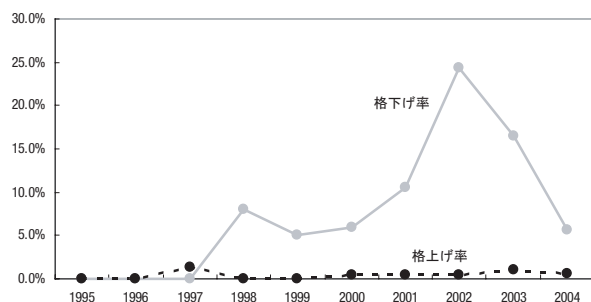
13. この訴訟に関する詳細な分析はスペシャル・コメント "Tobacco Bonds and the Implications of Freedom Holdings", January 27, 2004、およびムーディーズがタバコ訴訟和解に関連する全ての債券の格下げ方向での見直しを発表した 2004 年 2 月 20 日付けプレス・リリースを参照。

米国の CDO

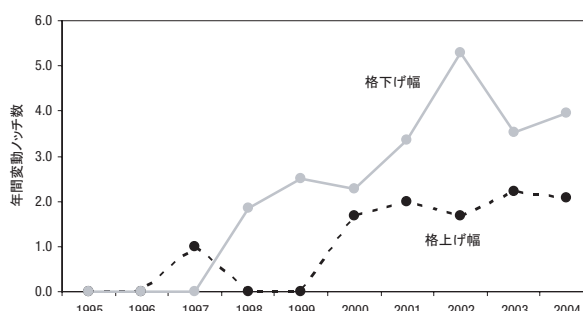
米国の CDO セクターは 2004 年も著しい回復を示した¹⁴。2004 年年初における米国の CDO の格付け総数 2,400 の内、133 銘柄 (70 案件) が格下げされ、14 銘柄 (11 案件) が格上げされた。これに対し、2002 年の格下げ数は 362、2002 年の格下げ数は 316 だった。2004 年の格下げ率は 5.7% と、2003 年の 16.5% から低下した (図表 27 参照)。格上げ率は 2003 年の 1.0% から 0.6% へとわずかに低下した。

2004 年の格下げ幅は 4.0 ノッチと、2003 年の 3.5 ノッチから拡大、格上げ幅は 2.1 ノッチとほぼ 2003 年並みであった (図表 28 参照)。格付け安定率は 82.5% から 93.7% へと大幅に改善し、格付けドリフト率は 2003 年の -56.1% から -21.3% へと上昇した (図表 29 参照)。一方、変動ノッチ数を加重した格下げ対格上げ比率は 2002 年の 200:1 から 2004 年の 18:1 へと大幅に低下した。

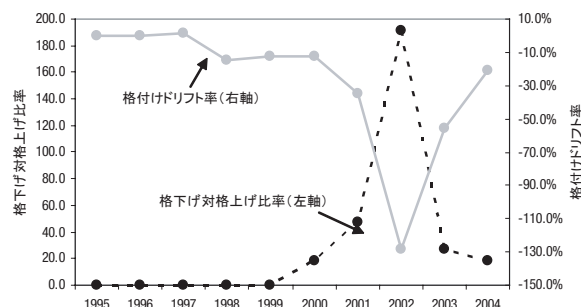
図表 27 :
米国 CDO の格下げ率・格上げ率



図表 28 :
米国 CDO の格下げ幅・格上げ幅



図表 29 : 米国 CDO の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 30 :
米国 CDO の年間格付け遷移統計

	1991-2004年	2004年	2003年
格下げ率	12.2%	5.7%	16.5%
格上げ率	0.6%	0.6%	1.0%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	50.0%	22.5%	58.3%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	1.2%	1.2%	2.2%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-48.9%	-21.3%	-56.1%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	51.2%	23.7%	60.4%
安定率	87.3%	93.7%	82.5%
格付け取り下げ率	4.1%	5.3%	4.2%

格下げ幅で加重した 2004 年の米国 CDO の格下げ率は 22.5% と、2003 年の 58.3% から低下した (図表 30 参照)。格上げ幅で加重した 2004 年の格上げ率は 1.2% で、2003 年の 2.2% を若干下回った。その結果、2004 年の格付けドリフト率は -21.3% となり、引き続きマイナス値となったが、2003 年や過去平均に比べマイナス幅は大幅に縮小した。

CDO セクターの格下げは、再証券化 CDO とハイ・イールド債券担保証券 (HY CBO) に集中した (図表 31 参照)。マニュファクチャード・ハウジング・ローン、フランチャイズ・ローン、航空機・設備リースを裏付資産とする ABS 取引の不振が、再証券化 CDO の格付けに大きく影響した。

CDO セクターの HY CDO の格下げは 2004 年も続いたが、2003 年に比べ格下げ幅は大幅に縮小した。ディールの一部元本償還によって、HY CBO の一部のトランシェは格上げされた。

14. スペシャル・コメント "Rating Actions in the U.S. CDO Market: Year-to-Date Review ? June 2004", August 2004 を参照。2004 年の CDO 格付け遷移データの詳細な分析は、発行予定のレポートに別途掲載する。スペシャル・コメント "Credit Migration of CDO Notes, 1996-2003, for US and European Transactions", March 2004 も参照。

2003年と異なり、2004年は米国CDOセクターのアービトラージ型シンセティックCDO、投資適格級のCBO、およびバランスシート型シンセティックCDOの格付け変更は非常に少なかった。また、ハイ・イールドCLOの格付け変動率は2004年も引き続き低かった。

図表 31 : 2004 年の米国 CDO の取引タイプ別格下げ率・格上げ率¹⁵

	2004/1/1 時点の 格付け総数	2004 年の 格下げ数	2004 年の 格上げ数	2004 年の 格下げ率	2004 年の 格上げ率
HY CBO	520	37	11	7.1%	2.1%
バランスシート型キャッシュフロー	51	0	0	0.0%	0.0%
バランスシート型シンセティック	57	6	0	10.5%	0.0%
HY CLO	700	2	2	0.3%	0.3%
再証券化 ¹⁶	498	77	0	15.5%	0.0%
アービトラージ型シンセティック	225	2	0	0.9%	0.0%
エマージング・マーケット	52	2	0	3.9%	0.0%
マーケット・バリュー	77	2	0	2.6%	0.0%
投資適格級 CBO	116	5	0	4.3%	0.0%
優先株	73	0	0	0.0%	0.0%
その他	31	0	1	0.0%	3.2%
米国の CDO (HY CBO を除く)	1880	96	3	5.1%	0.2%
米国の CDO (HY CBO を含む)	2400	133	14	5.5%	0.6%

HY CBO はこれまで非常に大きな格下げ圧力に晒され、それが CDO セクター全体のパフォーマンスに影響を与えてきたことから、次の 2 章では HY CBO と HY CBO を除く CDO セクターを個別に分析する。

15. 図表 31 の格上げ率・格下げ率は格付け取り下げの調整前の数値。

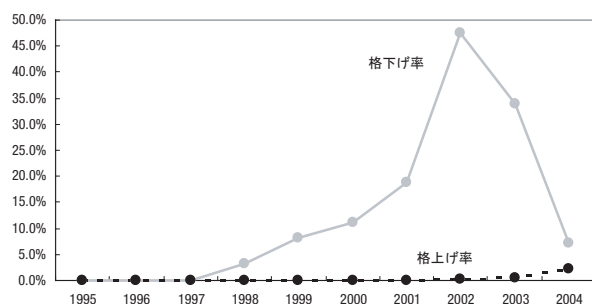
16. ストラクチャード・ファイナンス CDO

米国のハイ・イールド (HY) CBO

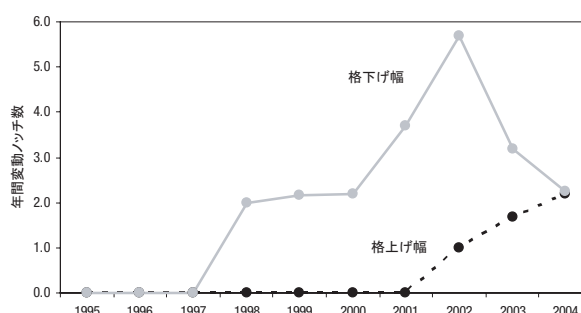
2004 年年初における米国の HY CBO の格付け総数は 520 であった。この内、2004 年に 37 件が格下げされた。2002 年の格下げ数は 247、2003 年の格下げ数は 176 であった。2004 年の格下げ率は 7.3% と、2003 年の 33.9% から大幅に低下した。発行時からの経過年数が長い HY CBO 取引の一部元本償還が多かったため、格上げ率は 2003 年の 0.6% から 2.2% へと上昇した (図表 32 参照)。

2004 年の格下げ幅は、2003 年の 3.2 ノッチから 2.2 ノッチへと縮小、格上げ幅は 1.7 ノッチから 2.2 ノッチへと拡大した (図表 33 参照)。格付けドリフト率は 2003 年の -107.5% から -11.6% へと大幅に上昇した。格付け安定率も 65.5% から 90.6% へと大きく上昇した (図表 35 参照)。変動幅で加重した格上げ対格下げ比率は 2002 年の約 1,400:1¹⁷ から 2003 年には 113:1、2004 年には 3.5:1 へと低下した (図表 34 参照)。

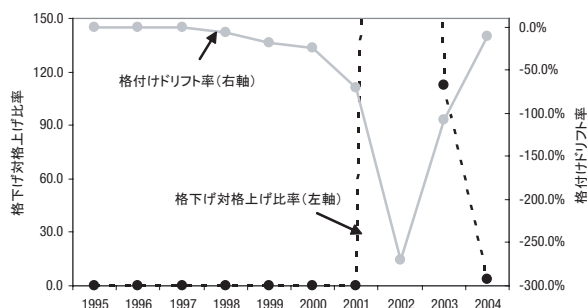
図表 32 :
米国 HY CBO の格下げ率・格上げ率



図表 33 :
米国 HY CBO の格下げ幅・格上げ幅



図表 34 : 米国 HY CBO の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 35 :
米国 HY CBO の年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	22.6%	7.3%	33.9%
格上げ率	0.6%	2.2%	0.6%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	94.4%	16.3%	108.5%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	1.2%	4.7%	1.0%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-93.2%	-11.6%	-107.5%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	95.5%	21.0%	109.4%
安定率	76.8%	90.6%	65.5%
格付け取り下げ率	2.4%	4.0%	3.0%

17. 2002 年の格下げ数 247 件に対し、格上げ数はわずか 1 件だった。他の年に比べ 2002 年の格付け変動ノッチ数加重後格上げ対格下げ比率は極端に大きな値となるため、図表 34 中には示されていない。

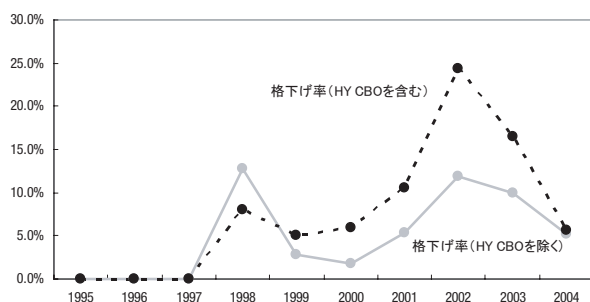
HY CBO を除く米国の CDO

米国の HY CBO は過去 5 年間、CDO セクターの全体的なパフォーマンスに大きな影響を与えてきた。HY CBO を除く米国の CDO の 1991-2004 年の平均格下げ率は 7.3% であるが、これに HY CBO を含めると 12.2% となる (図表 37 参照)。格下げ幅で加重した HY CBO を除く CDO の格下げ率の過去平均は 29.6% である。これは HY CBO を含めた場合の加重平均である 50.0% を大幅に下回る。

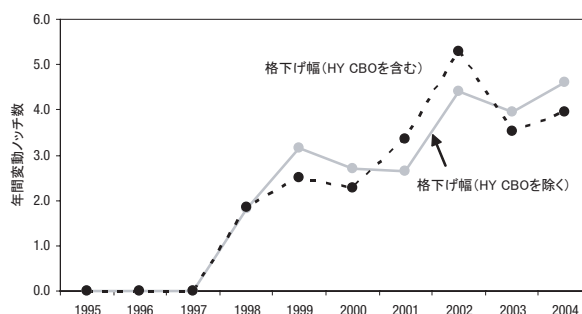
HY CBO を除く CDO の格付け安定率の過去平均は 92.1% であるが、HY CBO を含めた場合、87.3% となる。HY CBO を除く CDO の平均格付けドリフト率は -48.9%、HY CBO を含めた場合は -28.4% となる (図表 38 参照)。

再証券化 CDO は 2004 年に格下げされた CDO (HY CBO を除く) の 80% 以上を占めた。HY CBO を除く CDO の 2004 年の格下げ幅は 4.6 ノッチで、HY CBO を含めた場合の格下げ幅 4.0 ノッチを上回った。2003 年と 2004 年は HY CBO を除く CDO、特に再証券化 CDO の格下げ幅が大きかったため、CDO の格下げ幅の過去平均は HY CBO を含めた場合も除いた場合もほぼ同じノッチ数となる。したがって、HY CBO は 2003 年以前に大きな格下げ圧力を受けたが、2004 年の米国 CDO の格付け変動パフォーマンスには影響を与えなかったといえよう。

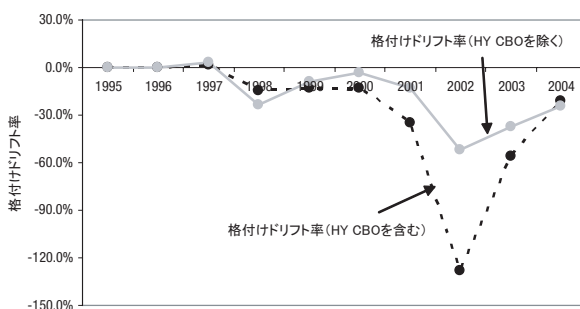
**図表 36 : 米国 CDO の格下げ率比較 :
HY CBO を含む場合と含まない場合**



**図表 37 : 米国 CDO の格下げ幅比較 :
HY CBO を含む場合と含まない場合**



**図表 38 :
米国 CDO の格付けドリフト率比較 :
HY CBO を含む場合と含まない場合**



**図表 39 : HY CBO を除く
米国 CDO の年間格付け遷移統計**

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	7.3%	5.3%	10.0%
格上げ率	0.6%	0.2%	1.1%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	29.6%	24.2%	39.6%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	1.2%	0.3%	2.6%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-28.4%	-24.0%	-37.0%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	30.7%	24.5%	42.3%
安定率	92.1%	94.6%	88.9%
格付け取り下げ率	4.8%	5.6%	4.6%

米国の CMBS

2004 年年初における CMBS の格付け総数 3,278 の内、169 銘柄 (45 案件) が格下げされ、261 銘柄 (73 案件) が格上げされた。格下げ率は 2003 年の 4.1% から、2004 年には 5.4% へと上昇した (図表 40、43 参照)。格上げ率は 2003 年の 5.1% から 8.3% へと上昇した。

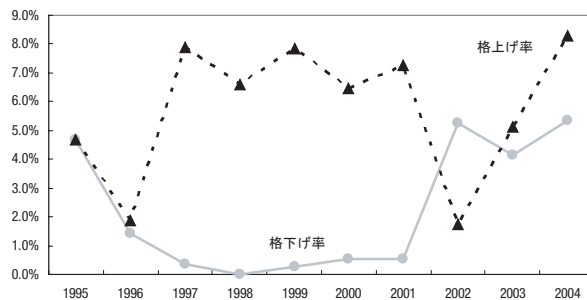
2004 年の米国 CMBS の格下げは、裏付資産プールの低調なパフォーマンス、貸出条件緩和債権からの予想を上回る実現損失額および損失額見通し、LTV (融資比率) ないしは LTV 分散度の上昇が要因となった¹⁸。

2004 年の CMBS の格上げ要因は、償還、アモチゼーション、担保超過、および裏付資産プールの良好なパフォーマンスである。

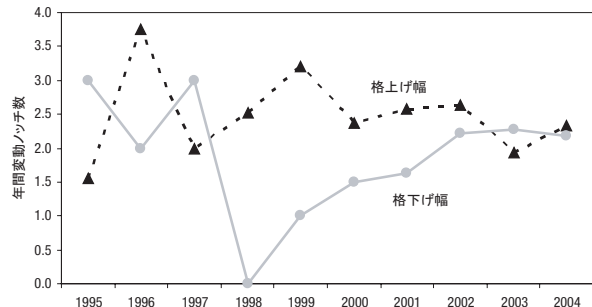
2004 年の格下げ幅は 2003 年とほぼ同じ 2.2 ノッチであった。一方、格上げ幅は 1.9 ノッチから 2.3 ノッチへと拡大した (図表 41 参照)。格下げ、格上げが共に増加したため、米国の CMBS の格付け安定率は 2003 年の 90.7% から 86.3% へと低下した。CMBS セクターの格付け安定率が 90% を下回ったのは 1993 年以来となる (図表 43 参照)。2004 年の変動幅加重後の格下げ対格上げ比率は 0.6 : 1 と、2003 年の 0.9:1 から低下した (図表 42 参照)。

格下げ幅で加重した格下げ率は 2003 年の 9.4% から 11.7% へと上昇した。格上げ幅で加重した格上げ率は 2003 年の 2 倍の 19.3% となった (図表 43 参照)。その結果、2004 年の格付けドリフト率は 7.6% となり、2003 年の 0.6%、過去平均の 5.6% を上回った。

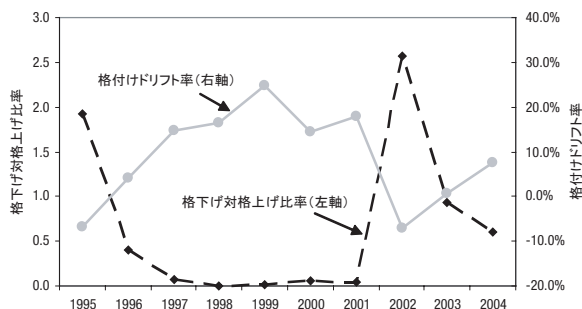
図表 40 :
米国 CMBS の格下げ率・格上げ率



図表 41 :
米国 CMBS の格下げ幅・格上げ幅



図表 42 : 米国 CMBS の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 43 :
米国 CMBS の年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	3.5%	5.4%	4.1%
格上げ率	5.8%	8.3%	5.1%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	8.3%	11.7%	9.4%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	13.9%	19.3%	10.0%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	5.6%	7.6%	0.6%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	22.2%	31.0%	19.3%
安定率	90.7%	86.3%	90.7%
格付け取り下げ率	6.6%	7.9%	6.9%

18. "U.S. CMBS 3Q 2004: Conduit Lending Remains 'Frothy' But a Few bright Spots Emerge", October 2004 を参照。

米国の RMBS

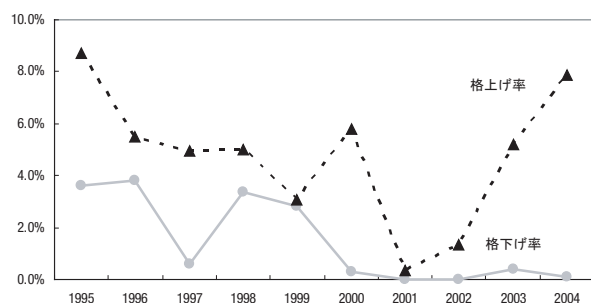
2004 年年初時点の米国 RMBS の格付け総数 5,465 の内、格下げされたのは 4 銘柄 (3 案件) のみであった。一方、2004 年には 414 銘柄 (123 案件) が格上げされた。RMBS の格下げ率は 0.1% 未満で、2000 年以来 5 年連続で 1% を下回った (図表 44、47 参照)。格上げ率は 2003 年の 5.2% から 7.9% へと上昇した。

格下げされた 4 銘柄の RMBS の内、3 銘柄の格下げは、ジュニアトランシェの大半が償却されたことにより、信用補完水準が一層悪化したことが要因だった。残る 1 銘柄は、予想損失に対して信用補完水準が低いことが格下げの要因だった。

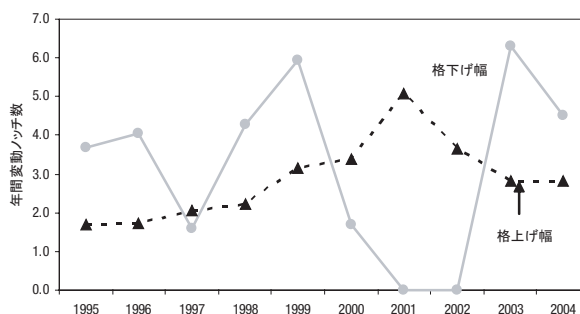
ムーディーズは 2004 年 9 月 1 日、ジャンボ RMBS の 398 銘柄 (115 案件) を格上げた。これは 1998 から 2003 年に格付けを付与された「ジャンボ」モーゲージ取引に対する検証結果を受けたものである。この検証は、市場全体でモーゲージの期限前返済が早いペースで進み、住宅価格の上昇が全般的に見られるなど、RMBS の極めて堅調な市場環境を受けて行われた¹⁹。

2004 年の平均格下げ幅は 4.5 ノッチと、2003 年の平均の 6.3 ノッチを下回った。格上げ幅は 2.8 ノッチで前年とほぼ同じだった (図表 45 参照)。2004 年の格付けドリフト率は 21.9%、変動幅で加重した格下げ対格上げ比率は 0.01:1 と非常に低かった (図表 45 参照)。

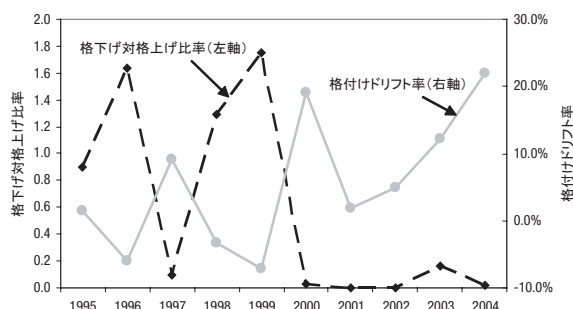
図表 44 :
米国 RMBS の格下げ率・格上げ率



図表 45 :
米国 RMBS の格下げ幅・格上げ幅



図表 46 : 米国 RMBS の
格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率
(変動ノッチ数加重後)



図表 47 :
米国 RMBS の年間格付け遷移統計

	1991-2004 年	2004 年	2003 年
格下げ率	1.9%	0.1%	0.4%
格上げ率	4.9%	7.9%	5.2%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	6.7%	0.3%	2.4%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	12.0%	22.3%	14.6%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	5.3%	21.9%	12.2%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	18.7%	22.6%	17.1%
安定率	93.2%	92.1%	94.4%
格付け取り下げ率	7.8%	7.2%	22.2%

19. 格付けレポート "Moody's Upgrade 398 Jumbo Residential MBS Tranches", September 1, 2004 参照。

格付け変動の地域間比較

欧州と米国の格付け遷移

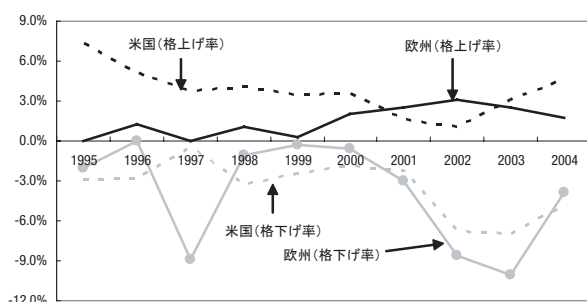
2004年年初における欧州のストラクチャード・ファイナンスの格付け総数 2,968 の内、2004年に 111 銘柄（70 案件）が格下げされ、49 銘柄（33 案件）が格上げされた。格下げ率は 2003 年の 10.0% から 3.9% へと、格上げ率は同 2.5% から 1.7% へと低下した（図表 48 参照。グラフを見やすくするために、格下げ率の線は上下を反転させている。）²⁰。欧州の 2004 年の格下げ率と格上げ率は共に 2004 年の米国の数値（格下げ率 4.9%、格上げ率 4.6%）を下回った（図表 50 参照）。

2004年に格下げされた欧州のストラクチャード・ファイナンス証券の約 75.7% を CDO が占め、その大部分はアービトラージ型シンセティック CDO であった。格下げの一部は、取引の参照プールが 2003 年に破綻した Parmalat SpA のクレジットに対するエクスポージャーを有していたことが要因であった。格下げは ABS、CMBS、RMBS でも行われた。格下げの一部は、第三者の格下げが要因だった。2004 年の欧州のストラクチャード・ファイナンス証券の格下げ数は 2003 年からほぼ半減した。

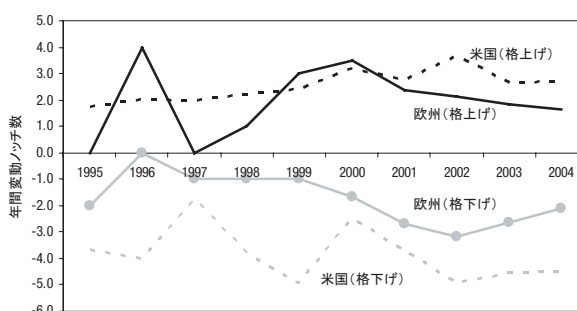
また、2004 年の平均格下げ幅は 2.1 ノッチと、2003 年の 2.6 ノッチから縮小した。格上げ幅は前年の 1.8 から 1.6 へと若干縮小した（図表 49 参照）。欧州のストラクチャード・ファイナンス証券の年間格下げ幅は 1995 年以降、一貫して米国を下回っている。最近では 1999 年と 2000 年を除き、格上げ幅も同様に米国を下回っている（図表 49 参照）。

2004 年の欧州の格付け安定率は 94.4% と、2003 年の 87.4% から上昇し、変動幅で加重した格上げ対格下げ比率は 2003 年の 5.7:1 から 2.9:1 へと低下した（図表 50 参照）。

図表 48：欧州と米国の
ストラクチャード・ファイナンス証券の
格下げ率・格上げ率の比較



図表 49：欧州と米国の
ストラクチャード・ファイナンス証券の
格下げ幅・格上げ幅の比較



図表 50：欧州と米国のストラクチャード・ファイナンス証券の年間格付け遷移の比較

	欧州			米国		
	1991-2004年	2004年	2003年	1991-2004年	2004年	2003年
格下げ率	5.8%	3.9%	10.0%	4.3%	4.9%	7.0%
格上げ率	2.1%	1.7%	2.5%	3.5%	4.6%	3.1%
格下げ率（変動ノッチ数加重後）	14.9%	8.2%	26.4%	17.9%	22.0%	31.8%
格上げ率（変動ノッチ数加重後）	4.3%	2.8%	4.7%	8.8%	12.7%	8.2%
格付けドリフト率（変動ノッチ数加重後）	-10.6%	-5.4%	-21.7%	-9.0%	-9.3%	-23.5%
格付け変動率（変動ノッチ数加重後）	19.1%	11.0%	31.1%	26.7%	34.6%	40.0%
安定率	92.0%	94.4%	87.4%	92.2%	90.5%	89.9%
格付け取り下げ率	6.5%	7.3%	5.9%	7.2%	6.3%	12.2%

20. 欧州のストラクチャード・ファイナンスの 2004 年格付け変動の詳細な分析は、「EMEA Structured Finance Rating Transitions: 2004 Update」, February 2005 を参照。

格下げノッチ数で加重した 2004 年の欧州の格下げ率は 8.2% と、米国の 22.0% の約 3 分の 1 であった。格上げノッチ数で加重した格上げ率も、欧州が米国を大幅に下回った (図表 50 参照)。その結果、欧州のストラクチャード・ファイナンス証券の格付けドリフト率は -5.4% となり、米国の -9.3% を上回った。

図表 51 では、欧州と米国の格付推移行列の比較を行った。これを見ると、ほぼ全ての格付けカテゴリーにおいて欧州の格付けの方が米国より安定しており (ただし Aaa カテゴリーでは欧州と米国の間に顕著な差はない)、Caa 以下のカテゴリーへの格下げ率については欧州が米国を大幅に下回っていることがわかる。

欧州：2004 年		年末の格付け					
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	98.98%	0.68%	0.34%				
Aa	0.90%	96.41%	2.51%	0.18%			
A	0.30%	1.20%	96.40%	1.35%	0.75%		
Baa			1.55%	95.72%	2.53%		0.19%
Ba				0.58%	95.91%	2.92%	0.58%
B					2.67%	84.00%	13.33%
Caa 以下							100.00%
米国：2004 年		年末の格付け					
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	99.11%	0.29%	0.23%	0.11%	0.13%	0.10%	0.03%
Aa	7.77%	89.18%	1.35%	0.46%	0.23%	0.39%	0.62%
A	1.53%	5.14%	90.35%	1.68%	0.51%	0.21%	0.57%
Baa	0.27%	1.10%	3.98%	89.62%	2.59%	0.89%	1.55%
Ba	0.23%	0.30%	1.20%	3.31%	84.64%	4.44%	5.87%
B			0.12%	0.24%	3.88%	80.00%	15.76%
Caa 以下						0.15%	99.85%

アジア太平洋地域と米国の格付け遷移

2004 年年初におけるアジア太平洋地域のストラクチャード・ファイナンス証券の格付け総数 1,064 の内、2004 年に格下げされたのは 3 銘柄 (3 案件) のみであった。これに対し、66 銘柄 (43 案件) が格上げされた。格下げ率は 2003 年の 2.3% から 0.3% へと低下、格上げ率は同 3.0% から 6.8% へと上昇した (図表 52 参照：グラフを見やすくするために格下げ率の線は上下を反転させている。) ²¹。アジア太平洋地域の 2004 年の格下げ率は米国を大幅に下回った一方、格上げ率は米国を上回った (図表 54 参照)。

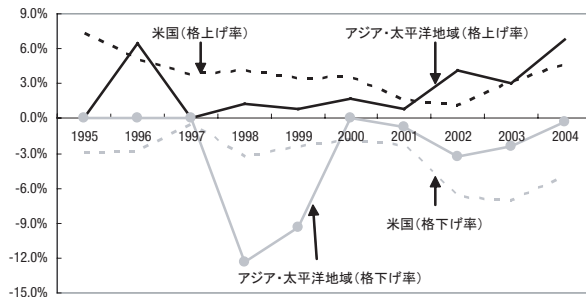
アジア太平洋地域では、ストラクチャード・ファイナンスの 4 セクター全体にわたってほぼ均一に格上げが行われた。格上げの大半、特に ABS と CMBS では、裏付資産プールの堅調なパフォーマンスと信用補完水準の上昇が要因だった。RMBS の格上げの一部はモーゲージの保証者とサービスの格上げ、および資産プールのコミングリングリスクの再評価が要因だった。ABS の 2 銘柄の格付けは、外貨建て債務の格付けおよび自国通貨建て債務のガイドラインの格上げを受けて、引き上げられた。

平均格下げ幅は 2003 年の 2.9 ノッチに対し、2004 年は 1.7 ノッチだった。平均格上げ幅は 2.6 ノッチと、前年の 2.4 ノッチから若干拡大した (図表 53 参照)。欧州と同様、アジア太平洋地域の格下げ幅は一貫して米国を約 2 ノッチ下回っている。格上げ幅もアジア太平洋地域が米国を下回った (図表 53 参照)。

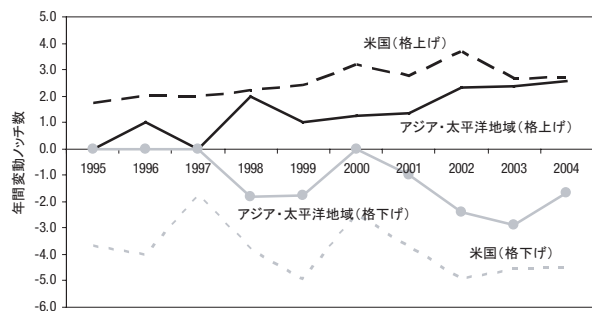
2004 年の格上げ率が高水準となったため、アジア太平洋地域の格付け安定率は 2003 年の 94.6% に対し、2004 年は 92.9% へと低下した。変動ノッチ数で加重した格上げ対格下げ比率は前年の 0.91:1 から 0.03:1 へと低下した (図表 54 参照)。

21. 日本のストラクチャード・ファイナンス証券の 2004 年の詳細な格付け変動は、発行予定のレポートに別途掲載。また、「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) を参照。

図表 52：アジア太平洋地域と米国のストラクチャード・ファイナンス証券の格下げ率・格上げ率の比較



図表 53：アジア太平洋地域と米国のストラクチャード・ファイナンス証券の格下げ幅・格上げ幅の比較



図表 54：アジア太平洋地域と米国のストラクチャード・ファイナンス証券の年間格付け遷移の比較

	アジア・太平洋地域			米国		
	1991-2004年	2004年	2003年	1991-2004年	2004年	2003年
格下げ率	1.9%	0.3%	2.3%	4.3%	4.9%	7.0%
格上げ率	3.8%	6.8%	3.0%	3.5%	4.6%	3.1%
格下げ率（変動ノッチ数加重後）	4.2%	0.5%	6.8%	17.9%	22.0%	31.8%
格上げ率（変動ノッチ数加重後）	9.1%	17.3%	7.2%	8.8%	12.7%	8.2%
格付けドリフト率（変動ノッチ数加重後）	4.8%	16.8%	0.4%	-9.0%	-9.3%	-23.5%
格付け変動率（変動ノッチ数加重後）	13.3%	17.8%	14.0%	26.7%	34.6%	40.0%
安定率	94.2%	92.9%	94.6%	92.2%	90.5%	89.9%
格付け取り下げ率	12.5%	17.4%	12.9%	7.2%	6.3%	12.2%

図表 55 はアジア太平洋地域と米国の格付け遷移行列を比較したものである。アジア太平洋地域の格付け安定率は、シングル A と Baa を除く全ての格付けカテゴリーで米国を上回った。シングル A と Baa カテゴリーについては、アジア太平洋地域の格上げ率が米国を大幅に上回ったため、格付け安定率ではアジア太平洋地域が米国を下回った。

図表 55：年間格付け遷移行列：アジア太平洋地域と米国の比較

アジア太平洋地域：2004年		年末の格付け						
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	
Aaa	98.98%	0.68%	0.34%					
Aa	0.90%	96.41%	2.51%	0.18%				
A	0.30%	1.20%	96.40%	1.35%	0.75%			
Baa			1.55%	95.72%	2.53%		0.19%	
Ba				0.58%	95.91%	2.92%	0.58%	
B					2.67%	84.00%	13.33%	
Caa 以下							100.00%	

米国：2004年		年末の格付け						
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	
Aaa	99.11%	0.29%	0.23%	0.11%	0.13%	0.10%	0.03%	
Aa	7.77%	89.18%	1.35%	0.46%	0.23%	0.39%	0.62%	
A	1.53%	5.14%	90.35%	1.68%	0.51%	0.21%	0.57%	
Baa	0.27%	1.10%	3.98%	89.62%	2.59%	0.89%	1.55%	
Ba	0.23%	0.30%	1.20%	3.31%	84.64%	4.44%	5.87%	
B			0.12%	0.24%	3.88%	80.00%	15.76%	
Caa 以下						0.15%	99.85%	

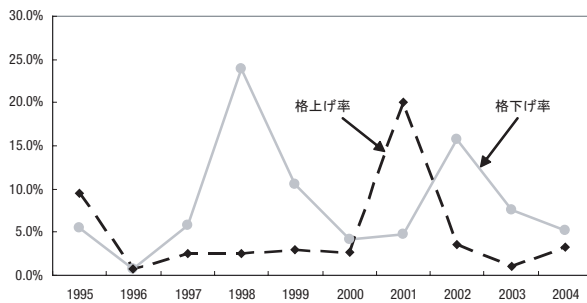
クレジット・デリバティブセクターの格付け遷移

2004年年初におけるクレジット・デリバティブの格付け総数1,478の内、74件が格下げされ、47件が格上げされた。格下げ率は2003年の7.6%から5.2%に低下、格上げ率は同1.1%から3.3%へと上昇した(図表56、59参照)。格下げと格上げの大半がストラクチャード・ノートとリパッケージ証券に集中しており、取引が参照する信用格付けの変更がその要因であった。

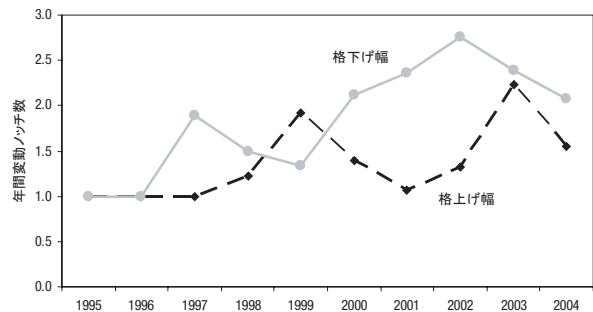
2004年の平均格下げノッチ数は2003年の2.4に対し2.1となり、前年に続いて減少した。2004年の平均格上げノッチ数は1.6と、2003年の2.2から減少した(図表57参照)。

デリバティブセクターの2004年の格付け安定率は前年とほぼ同じ91.5%だった。格付けドリフト率は2003年の-15.8%から-5.7%へとマイナス幅が縮小し(図表58、59参照)、変動ノッチ数で加重した格上げ対格下げ比率は2003年の7.4:1から2:1へと低下した。

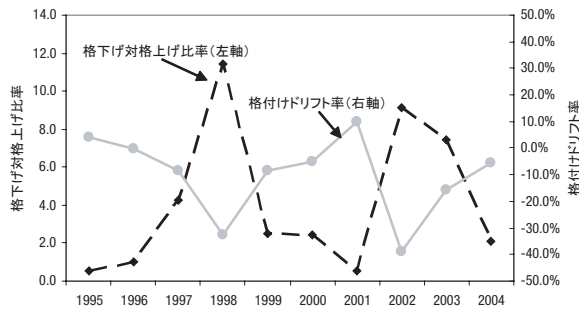
図表56：クレジット・デリバティブの格下げ率・格上げ率



図表57：クレジット・デリバティブの格下げ幅・格上げ幅



図表58：クレジット・デリバティブの格付けドリフト率・格下げ対格上げ比率 (変動ノッチ数加重後)



図表59：年間格付け遷移統計

	1991-2004年	2004年	2003年
格下げ率	8.5%	5.2%	7.6%
格上げ率	4.7%	3.3%	1.1%
格下げ率 (変動ノッチ数加重後)	18.6%	10.9%	18.2%
格上げ率 (変動ノッチ数加重後)	6.0%	5.1%	2.5%
格付けドリフト率 (変動ノッチ数加重後)	-12.6%	-5.7%	-15.8%
格付け変動率 (変動ノッチ数加重後)	24.7%	16.0%	20.7%
安定率	86.8%	91.5%	91.3%
格付け取り下げ率	10.3%	8.1%	8.5%

デリバティブセクターの格付け変動は、世界の社債やソブリン格付けと高い相関を示す。図表 60 はデリバティブと社債の 2004 年の格付け遷移行列を比較したものである。これを見ると、両セクターの投資適格等級の格付け安定率が近似していることがわかる。また、Aa から A への変動率と Ba から B への変動率も近似している。一方、B から Ba への変動率はデリバティブセクターが社債を大きく上回り、Ba から Baa への変動率と Baa から A への変動率はデリバティブセクターが社債を大幅に下回っている。

図表 60 : 年間格付け遷移行列 : 世界のデリバティブと社債の比較							
デリバティブ : 2004 年		年末の格付け					
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	100.00%						
Aa		97.88%	2.12%				
A		3.29%	95.06%	1.65%			
Baa		0.75%	1.12%	90.64%	5.99%		1.50%
Ba				1.22%	93.90%	4.88%	
B					20.59%	73.53%	5.88%
Caa 以下						4.88%	95.12%
社債 : 2004 年		年末の格付け					
年初の格付け	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	98.48%	1.52%					
Aa	0.43%	97.10%	2.32%	0.14%			
A	0.08%	3.18%	93.57%	3.18%			
Baa		0.08%	6.76%	89.86%	3.13%	0.17%	
Ba			0.18%	13.53%	81.79%	4.15%	0.36%
B		0.13%	0.13%	0.25%	10.14%	82.38%	6.97%
Caa 以下					0.43%	10.39%	89.18%

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、ムーディーズの第 1 回目と 2 回目の調査²² (2003 年 1 月と 2004 年 2 月にレポートを発行) と同じデータ選定基準を用いた。今回の調査では、1983 年から 2004 年の期間に長期債務格付けを取得していた世界のストラクチャード・ファイナンス証券全てを対象とした。

ただし、信用保証会社、政府機関ないし政府系機関が信用補完を行う証券は除外した。

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には一つにまとめた。ただし、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が、裏付資産プールの異なるものは、別のトランシェとして扱うことにした。また、IO トランシェや残余トランシェも、同一案件の他のトランシェと同じ格付けが付与されることが多いが、別のトランシェとした。

クレジット・テナント・リース (CTL) のように、一つの企業の格付けによって格付けが決定される取引は除外した。デリバティブは通常、別の単一の格付けに連動しているため、本レポートではストラクチャード・ファイナンス証券とは別に分析を行った。

用語解説

格下げ率 (格上げ率)

ある証券の年末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、年初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。格下げ率とは、格下げ (または格上げ) された銘柄数を分子、年初に格付けが付与されている銘柄数からその年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²³。格上げ率、格下げ率の算出において対象とされる格付けは、当該年の年初および年末時点の格付けのみであることに留意されたい。

変動ノッチ数加重後格下げ率 (格上げ率)

変動ノッチ数加重後格下げ (格上げ) 率とは、格下げ (格上げ) された銘柄数を年初から年末までの期間の格下げ (格上げ) 総ノッチ数で加重した値を分子、年初に格付けを付与されていた銘柄の総数から、その年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。例えば、ある銘柄の格付けが年初に Baa1、年末に Ba1 であった場合 (変動幅 3 ノッチ)、格下げ数を 3 件と見なすことによって、変動ノッチ数による加重を行う。変動ノッチ数で加重しない格下げ率を算出する場合は、1 回あたり 3 ノッチの格下げでも 1 件と見なす。

格付け安定率

付加記号付き格付けが年初時点と年末時点で同一であった銘柄数を分子、年初時点で格付けを付与されていた銘柄数に当該年の格付け取り下げを調整した値を分母とする比率。年初時点と年末時点の格付けのみを対象とする。

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。

22. スペシャル・コメント "Structured Finance Rating Transitions: 1983-2002, Comparisons with Corporate Ratings and Across Sectors", January 2003 (日本語版「ストラクチャード・ファイナンスの格付け変動 (1983~2002 年): 普通社債との比較とセクター別比較」2003 年 3 月発行)、および "Structured Finance Rating Transition: 1983-2003", February 2004 を参照。

23. ムーディーズは通常、ストラクチャード・ファイナンス証券と社債のデフォルト率を算出する際に、コーホート形成年の年初に発行済みであった銘柄数から、当該年の格付け取り下げ数の半分を差し引く。分析手法の一貫性確保の観点から、今回の調査でも格上げ率と格下げ率を算出する際に、同様の調整を行った。今後、全ての格付推移分析およびデフォルトの分析でも、これを標準的な手法として用いる。

年間平均格下げ（格上げ）ノッチ数

当該年に格下げ（格上げ）された全銘柄の年間格下げ（格上げ）ノッチ数の平均。1年間に複数回にわたり格付けが変更される銘柄もある。したがって、この指標は格付け変更1回あたりの変動ノッチ数の平均とは異なる。

格付けドリフト率

格付けドリフト率 = 変動ノッチ数加重後格上げ率 - 変動ノッチ数加重後格下げ率

格付け変動率

格付け変動率 = 変動ノッチ数加重後格上げ率 + 変動ノッチ数加重後格下げ率

格上げ対格下げ比率

総格下げ数を分子、総格上げ数を分母とした比率。加重後格下げ対格上げ比率、または変動ノッチ数加重後格下げ対格上げ比率とは、変動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。

文字記号格付けに基づく格下げ（格上げ）

文字記号格付けの変更を伴う格付け変更を格下げないし格上げとみなす。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、付加記号付き格付けに基づく格下げ数には算入される（これは標準的なケース）。

コーホート

コーホートは、発行年にかかわらず年初時点で格付けが付与されている全ての証券から構成される。コーホートの期間は何年間の格付け変更を分析するかによって決定される。例えば、1年間における格付け変更を分析するためには、1年のコーホートを形成する。3年間における格付け変更を分析するためには、3年のコーホートを形成する。コーホート期間の最初と最後の時点での格付けのみが分析の対象となる。

格付け遷移行列

1年間の格付け遷移行列は、年初時点の格付けカテゴリーと年末時点の格付けカテゴリーが異なる銘柄の比率を示す（通常は文字記号格付けに基づく）。複数年にわたる遷移行列は、複数年にわたるコーホート期間の最初と最後の時点で格付けカテゴリーが異なる銘柄の比率を示す（通常は文字記号格付けに基づく）。

ABS

資産担保証券。ABS セクターには、ホーム・エクイティー・ローン (HEL) 債権、従来タイプのアセットクラス（オートローン債権、クレジットカード債権、リース債権、マニファクチャード・ハウジング・ローン債権、学生ローン債権など）、および新しいタイプのアセットクラス（投資信託手数料、租税先取特権、タバコ訴訟和解金、事業証券化 (WBS) など）が含まれる。

HEL

HEL にはサブプライム (B&C) モーゲージ、住宅リフォームローン、高 LTV (loan-to-value) モーゲージ、ホーム・エクイティ・クレジット枠 (HELO)、クローズドエンド型第 2 順位モーゲージ、およびネット・インタレスト・マージン (NIM) 証券化が含まれる。"Alt-A" モーゲージは HEL ではなく RMBS セクターに含まれる。HEL は ABS セクターの一部である。

CDO

貸付債権証券化。リパッケージ証券、ストラクチャード・ノート、およびクレジット・デリバティブは CDO セクターには含まれない。

CMBS

商業用不動産証券化。

RMBS

住宅用不動産証券化。RMBSの大半は第1順位プライムモーゲージを裏付資産としている。一部はAlt-Aモーゲージを裏付資産としている。HELはこのセクターには含まれない。

デリバティブ

デリバティブ・セクターはストラクチャード・ノート、リパッケージ証券、およびクレジット・デリバティブから構成される。ストラクチャード・カバード・ボンド、CAT債、ストラクチャード・インベストメント証券化商品もこのセクターに含まれる（このセクターは、2003年にムーディーズが行ったストラクチャード・ファイナンス格付け変動の第1回分析では「その他」に分類されている）。

全てのストラクチャード・ファイナンス

全てのストラクチャード・ファイナンスとは、世界で発行される主要4セクター（ABS、CDO、CMBSおよびRMBS）のストラクチャード・ファイナンス証券を指す。主要なストラクチャード・ファイナンス証券の格付け変動をより正確に分析するため、デリバティブセクターを除外することにより、社債格付けの変動がストラクチャード・ファイナンス全体に与える影響を取り除いた。

米国のストラクチャード・ファイナンス証券

米国市場で発行されたドル建てストラクチャード・ファイナンス証券。

欧州のストラクチャード・ファイナンス証券

欧州通貨建て、または欧州市場で発行されたストラクチャード・ファイナンス証券。

アジア太平洋地域のストラクチャード・ファイナンス証券

アジア太平洋地域の通貨建て、またはアジア太平洋地域の市場（日本およびオーストラリアを含む）で発行されたストラクチャード・ファイナンス証券。

格付け取り下げの扱い (WR)

本稿で取り上げた格下げ率および格上げ率は、年初時点の格付け数から当該年の格付け取り下げ数の半分を差し引くことによって調整されている。この調整方法は、格付けの取り下げは年間を通して均等に行われるという想定に基づいている。前回と前々回の格付け変動分析では、取り下げられた格付けは全て対象から除外した。本稿では格付け取り下げの調整に際して、ムーディーズの標準的なデフォルト率の算出に用いられる方法、すなわち年初時点の格付け数から当該年の格付け取り下げ数の半分を差し引くという方法を用いた。今後の格付けの変動率とデフォルト率の分析においては、この格付け取り下げの調整方法を標準的な手法として用いることとする。

格付けに変更がなかった銘柄の比率、すなわち格付け安定率は、格上げ率と格下げ率の合計を1から引いた値である。

例えば、当該年に取り下げられたBaa格付けを調整する前のBaaからBaへの格付け変動率を $TR(Baa \rightarrow Ba)$ とし、格付け取り下げ調整後のBaaからBaへの格付け変動率を $TR^*(Baa \rightarrow Ba)$ とする。また、Baaカテゴリーの格付け取り下げ率を $WR(Baa)$ とすると、次のような等式が成立する。

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

格付け取り下げ調整後の格付け安定率 $SR^*(Baa \rightarrow Ba)$ は次のように表すことができる。

$$SR^*(Baa \rightarrow Ba) = 1 - TR^*(Baa \rightarrow Aaa) - TR^*(Baa \rightarrow Aa) - TR^*(Baa \rightarrow A) - TR^*(Baa \rightarrow B) - TR^*(Baa \rightarrow Caa \text{以下})$$

付録に記載した全期間の格付け遷移行列の右端の欄に、格付け別の格付け取り下げ率を示した²⁴。これによって格付け変動の状況を完全に把握することができる。上記の調整式は全てのコーホート期間に適用される。

24. 図表 72 を除く。図表 72 の格付け遷移行列は、格下げ取り下げ調整後の数値を示している。

付録 II: 格付け遷移行列

図表 61 :
世界のストラクチャード・ファイナンスの格付け遷移行列（加重平均、1983-2004 年）

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	89.82%	0.61%	0.18%	0.07%	0.03%	0.02%	0.04%	9.24%
Aa	5.86%	85.21%	1.97%	0.69%	0.18%	0.13%	0.16%	5.80%
A	1.13%	2.82%	86.42%	1.91%	0.64%	0.27%	0.29%	6.53%
Baa	0.43%	0.62%	2.49%	85.02%	3.28%	1.40%	1.34%	5.42%
Ba	0.15%	0.11%	0.74%	3.46%	81.60%	3.46%	6.05%	4.43%
B	0.06%	0.00%	0.09%	0.49%	1.97%	82.42%	11.23%	3.74%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.05%	0.16%	90.81%	8.98%
2 年間								
Aaa	78.53%	1.10%	0.35%	0.17%	0.08%	0.06%	0.10%	19.60%
Aa	10.18%	70.51%	3.27%	1.46%	0.51%	0.27%	0.45%	13.35%
A	2.40%	4.40%	73.16%	2.71%	1.20%	0.56%	0.95%	14.61%
Baa	0.88%	1.24%	4.11%	71.11%	4.45%	2.50%	3.67%	12.04%
Ba	0.26%	0.23%	1.61%	4.37%	67.42%	4.52%	11.57%	10.02%
B	0.04%	0.00%	0.11%	1.01%	2.68%	69.73%	16.08%	10.35%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.16%	0.55%	80.78%	18.51%
3 年間								
Aaa	68.02%	1.24%	0.45%	0.25%	0.11%	0.08%	0.18%	29.68%
Aa	14.33%	57.58%	3.68%	1.91%	0.85%	0.52%	0.71%	20.44%
A	3.42%	5.31%	61.35%	2.48%	1.23%	0.71%	1.55%	23.94%
Baa	1.24%	1.58%	5.27%	60.12%	4.36%	3.09%	6.88%	17.47%
Ba	0.44%	0.49%	2.13%	5.41%	56.38%	4.18%	15.13%	15.85%
B	0.10%	0.00%	0.20%	1.47%	1.57%	60.57%	18.88%	17.21%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	0.65%	72.09%	26.87%
4 年間								
Aaa	58.95%	1.14%	0.45%	0.23%	0.10%	0.07%	0.24%	38.82%
Aa	18.28%	46.30%	3.85%	1.88%	0.85%	0.63%	0.89%	27.32%
A	4.55%	6.17%	50.52%	1.98%	1.08%	0.70%	1.77%	33.23%
Baa	1.87%	2.07%	6.18%	51.55%	4.42%	2.93%	8.49%	22.49%
Ba	0.67%	0.74%	3.12%	7.00%	46.62%	3.57%	15.75%	22.54%
B	0.20%	0.00%	0.26%	2.17%	1.77%	51.87%	19.89%	23.83%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.72%	0.90%	65.89%	32.50%
5 年間								
Aaa	50.59%	1.00%	0.41%	0.21%	0.07%	0.06%	0.21%	47.44%
Aa	21.25%	36.64%	3.50%	1.75%	0.70%	0.69%	1.05%	34.42%
A	5.89%	6.50%	40.42%	1.62%	0.83%	0.55%	1.56%	42.63%
Baa	2.72%	2.65%	7.29%	43.30%	3.77%	2.65%	9.90%	27.72%
Ba	0.96%	1.20%	4.26%	8.80%	38.56%	2.82%	13.44%	29.95%
B	0.36%	0.00%	0.27%	3.03%	1.96%	43.98%	18.73%	31.67%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.03%	1.03%	60.31%	37.63%

図表 62 : 米国の ABS の格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004 年)

1年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	88.70%	0.70%	0.29%	0.12%	0.07%	0.05%	0.08%	9.98%
Aa	2.41%	88.06%	2.09%	1.11%	0.46%	0.28%	0.52%	5.07%
A	0.72%	1.17%	87.74%	1.79%	0.86%	0.41%	0.32%	7.01%
Baa	0.46%	0.39%	0.87%	85.84%	4.25%	1.76%	1.99%	4.44%
Ba	0.41%	0.21%	0.28%	4.13%	71.18%	5.43%	14.72%	3.65%
B	0.00%	0.00%	0.20%	0.60%	0.60%	66.87%	29.54%	2.20%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	88.97%	10.86%
2年間								
Aaa	75.29%	1.15%	0.45%	0.31%	0.21%	0.16%	0.20%	22.22%
Aa	4.76%	74.64%	3.10%	2.07%	1.11%	0.72%	1.58%	12.02%
A	1.47%	1.89%	75.07%	2.31%	1.16%	0.81%	1.35%	15.94%
Baa	1.09%	0.72%	1.64%	72.34%	5.64%	3.18%	5.24%	10.16%
Ba	0.70%	0.44%	0.61%	1.05%	57.78%	4.72%	26.75%	7.95%
B	0.28%	0.00%	0.56%	1.13%	1.13%	54.52%	34.18%	8.19%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	69.43%	30.19%
3年間								
Aaa	61.07%	1.17%	0.42%	0.41%	0.24%	0.18%	0.30%	36.19%
Aa	6.88%	62.95%	3.44%	1.90%	1.20%	1.54%	2.27%	19.83%
A	1.68%	2.03%	63.69%	2.06%	1.12%	0.74%	1.90%	26.79%
Baa	1.15%	0.91%	1.92%	60.42%	6.27%	3.81%	9.14%	16.39%
Ba	0.93%	0.81%	0.93%	1.04%	47.10%	4.52%	31.32%	13.34%
B	0.79%	0.00%	1.19%	1.58%	1.58%	47.43%	30.83%	16.60%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	47.66%	52.34%
4年間								
Aaa	47.38%	0.96%	0.45%	0.38%	0.21%	0.15%	0.29%	50.18%
Aa	8.52%	52.40%	3.50%	1.60%	1.17%	1.95%	2.21%	28.65%
A	1.71%	2.07%	52.71%	1.56%	1.07%	0.66%	2.01%	38.20%
Baa	1.09%	1.09%	1.95%	50.39%	8.03%	3.99%	10.93%	22.54%
Ba	1.31%	1.14%	1.14%	1.31%	35.29%	4.08%	34.64%	21.08%
B	1.62%	0.00%	1.62%	2.16%	2.16%	38.92%	26.49%	27.03%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	37.50%	62.50%
5年間								
Aaa	35.45%	0.83%	0.47%	0.34%	0.20%	0.11%	0.15%	62.44%
Aa	9.45%	42.90%	3.17%	1.41%	0.85%	2.55%	1.87%	37.80%
A	2.15%	1.79%	42.59%	1.12%	0.75%	0.39%	1.65%	49.57%
Baa	1.36%	1.48%	1.67%	41.15%	7.77%	3.82%	14.31%	28.44%
Ba	1.97%	1.48%	1.23%	1.48%	31.03%	3.20%	30.30%	29.31%
B	3.25%	0.00%	1.63%	3.25%	2.44%	33.33%	19.51%	36.59%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.77%	69.23%

図表 63 : 米国の HEL の格付け遷移行列 (加重平均、1990-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	94.56%	0.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.33%
Aa	2.11%	93.67%	0.43%	0.00%	0.04%	0.00%	0.00%	3.75%
A	0.43%	1.65%	93.52%	1.26%	0.35%	0.04%	0.04%	2.71%
Baa	0.07%	0.18%	0.91%	92.41%	2.07%	0.76%	0.84%	2.76%
Ba	0.00%	0.18%	0.53%	3.35%	84.51%	2.11%	5.99%	3.35%
B	0.00%	0.00%	0.44%	0.88%	1.33%	85.84%	8.41%	3.10%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	82.35%	17.65%
2 年間								
Aaa	86.07%	0.29%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.64%
Aa	4.48%	84.65%	1.15%	0.13%	0.06%	0.00%	0.00%	9.53%
A	1.08%	3.67%	84.40%	2.83%	0.84%	0.18%	0.18%	6.81%
Baa	0.24%	0.43%	2.14%	82.22%	4.58%	1.95%	2.26%	6.17%
Ba	0.22%	0.45%	1.12%	1.12%	73.83%	3.36%	13.20%	6.71%
B	0.53%	0.00%	1.06%	1.59%	2.12%	72.49%	12.70%	9.52%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	55.81%	44.19%
3 年間								
Aaa	76.43%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	23.32%
Aa	6.97%	75.10%	1.62%	0.19%	0.10%	0.00%	0.00%	16.03%
A	1.95%	5.42%	74.33%	4.09%	1.33%	0.44%	0.44%	11.99%
Baa	0.49%	0.88%	3.53%	71.69%	6.86%	3.62%	4.60%	8.33%
Ba	0.60%	0.89%	1.79%	1.49%	63.10%	3.87%	17.26%	11.01%
B	1.31%	0.00%	1.96%	2.61%	2.61%	60.78%	15.03%	15.69%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	37.04%	62.96%
4 年間								
Aaa	67.61%	0.18%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	32.22%
Aa	8.59%	65.63%	1.69%	0.28%	0.14%	0.00%	0.00%	23.66%
A	2.72%	6.87%	64.51%	4.15%	2.07%	0.78%	0.78%	18.13%
Baa	0.74%	1.19%	4.46%	61.66%	8.92%	4.61%	7.28%	11.14%
Ba	1.29%	1.29%	2.59%	1.72%	52.16%	4.31%	18.97%	17.67%
B	2.54%	0.00%	2.54%	3.39%	3.39%	50.00%	14.41%	23.73%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	33.33%	66.67%
5 年間								
Aaa	59.07%	0.12%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	40.80%
Aa	9.77%	54.35%	1.91%	0.42%	0.21%	0.00%	0.00%	33.33%
A	3.58%	6.98%	54.15%	3.77%	2.08%	1.13%	1.51%	26.79%
Baa	0.90%	1.81%	4.74%	49.89%	10.84%	5.19%	9.93%	16.70%
Ba	2.61%	1.31%	3.27%	1.31%	47.06%	4.58%	16.99%	22.88%
B	4.76%	0.00%	2.38%	4.76%	3.57%	40.48%	14.29%	29.76%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.67%	83.33%

図表 64 : 米国の ABS (MH、HEL を除く) の格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	86.68%	0.65%	0.11%	0.09%	0.02%	0.01%	0.10%	12.33%
Aa	1.76%	80.96%	3.24%	1.82%	0.68%	0.20%	0.74%	10.60%
A	0.66%	0.95%	86.55%	1.78%	0.67%	0.19%	0.12%	9.08%
Baa	1.20%	0.74%	1.08%	79.59%	4.33%	2.11%	1.71%	9.24%
Ba	1.17%	0.00%	0.20%	0.78%	70.45%	7.83%	12.92%	6.65%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.65%	0.00%	56.13%	41.29%	1.94%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	82.75%	16.86%
2 年間								
Aaa	72.27%	0.94%	0.21%	0.17%	0.10%	0.05%	0.23%	26.04%
Aa	2.06%	62.90%	3.88%	3.56%	1.90%	0.32%	1.90%	23.50%
A	1.22%	1.25%	73.55%	2.07%	0.98%	0.62%	0.85%	19.46%
Baa	2.48%	1.02%	1.53%	63.26%	3.21%	2.99%	4.89%	20.60%
Ba	1.89%	0.00%	0.54%	1.08%	53.37%	5.93%	20.75%	16.44%
B	0.00%	0.00%	0.00%	1.00%	0.00%	39.00%	49.00%	11.00%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.74%	58.09%	41.18%
3 年間								
Aaa	57.03%	0.88%	0.25%	0.24%	0.18%	0.04%	0.25%	41.12%
Aa	1.99%	48.62%	3.51%	2.75%	2.09%	1.04%	2.37%	37.61%
A	0.98%	1.07%	62.07%	1.48%	0.87%	0.65%	1.35%	31.53%
Baa	1.80%	0.57%	1.04%	50.33%	2.56%	2.47%	7.03%	34.19%
Ba	2.30%	0.00%	0.77%	0.00%	36.02%	5.75%	25.67%	29.50%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.79%	43.94%	27.27%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	70.00%
4 年間								
Aaa	42.39%	0.51%	0.23%	0.19%	0.21%	0.04%	0.23%	56.20%
Aa	1.75%	37.46%	2.57%	1.28%	1.63%	1.40%	2.22%	51.69%
A	0.48%	0.99%	51.21%	0.94%	0.67%	0.43%	1.51%	43.76%
Baa	0.64%	0.26%	0.77%	39.59%	2.06%	1.54%	7.33%	47.81%
Ba	2.65%	0.00%	0.53%	0.00%	28.04%	4.23%	18.52%	46.03%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	27.91%	20.93%	51.16%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	11.54%	88.46%
5 年間								
Aaa	30.12%	0.36%	0.15%	0.06%	0.17%	0.02%	0.15%	68.96%
Aa	1.60%	30.03%	1.90%	0.73%	0.44%	0.87%	1.60%	62.83%
A	0.38%	0.86%	41.27%	0.62%	0.41%	0.17%	0.99%	55.30%
Baa	0.54%	0.18%	0.36%	30.85%	2.00%	0.73%	5.44%	59.89%
Ba	3.10%	0.00%	0.00%	0.00%	18.60%	3.10%	10.08%	65.12%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	28.00%	0.00%	72.00%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	15.38%	84.62%

図表 65 : 米国の CDO の格付け遷移行列 (加重平均、1991-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	91.37%	2.88%	0.86%	0.52%	0.12%	0.00%	0.00%	4.26%
Aa	0.56%	86.48%	5.21%	2.61%	0.70%	0.35%	0.14%	3.94%
A	0.00%	0.83%	87.14%	4.15%	1.83%	0.58%	0.83%	4.65%
Baa	0.00%	0.05%	0.30%	83.82%	5.59%	3.61%	2.77%	3.86%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.45%	80.85%	5.40%	9.44%	3.87%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.73%	72.75%	24.09%	2.43%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.93%	5.07%
2 年間								
Aaa	80.49%	6.07%	2.79%	1.23%	0.41%	0.25%	0.00%	8.77%
Aa	0.85%	71.23%	8.74%	6.36%	2.47%	1.14%	0.66%	8.55%
A	0.12%	1.74%	71.46%	6.45%	4.22%	1.99%	3.35%	10.67%
Baa	0.00%	0.20%	0.59%	65.28%	9.19%	6.91%	9.58%	8.27%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.23%	60.05%	8.58%	22.43%	7.72%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.66%	51.64%	41.45%	6.25%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.43%	10.57%
3 年間								
Aaa	65.58%	9.39%	5.13%	2.50%	0.75%	0.75%	0.00%	15.89%
Aa	0.91%	55.15%	10.30%	11.21%	5.22%	2.09%	2.09%	13.04%
A	0.20%	2.35%	53.53%	5.69%	6.27%	3.73%	7.45%	20.78%
Baa	0.00%	0.18%	0.37%	47.30%	9.06%	9.24%	19.95%	13.91%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	42.44%	7.29%	36.61%	12.02%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	37.99%	51.53%	10.48%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.89%	11.11%
4 年間								
Aaa	54.17%	8.77%	6.14%	3.51%	0.66%	1.32%	0.00%	25.44%
Aa	0.95%	44.78%	11.20%	11.76%	6.26%	2.28%	3.98%	18.79%
A	0.34%	2.68%	41.28%	3.36%	5.03%	4.03%	10.07%	33.22%
Baa	0.00%	0.14%	0.14%	35.57%	8.12%	9.10%	26.75%	20.17%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	2.21%	30.60%	4.73%	42.59%	19.87%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.57%	57.32%	12.10%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	85.71%	14.29%
5 年間								
Aaa	44.95%	5.96%	4.59%	4.13%	0.46%	0.92%	0.00%	38.99%
Aa	0.86%	36.78%	12.64%	11.21%	6.32%	2.01%	4.89%	25.29%
A	0.00%	3.27%	31.37%	1.31%	3.27%	5.23%	7.84%	47.71%
Baa	0.00%	0.23%	0.23%	25.69%	8.56%	8.33%	29.63%	27.31%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	2.55%	22.93%	5.10%	40.76%	28.66%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	22.58%	62.37%	15.05%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	80.00%	20.00%

図表 66 : 米国の CDO (HY CDO を除く) の格付け遷移行列 (加重平均、1991-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	92.66%	1.89%	0.53%	0.23%	0.08%	0.00%	0.00%	4.61%
Aa	0.60%	89.09%	3.97%	1.29%	0.30%	0.20%	0.10%	4.46%
A	0.00%	0.81%	89.38%	2.73%	1.21%	0.40%	0.51%	4.95%
Baa	0.00%	0.07%	0.21%	87.33%	3.51%	2.65%	1.72%	4.51%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	87.11%	3.26%	4.21%	4.75%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	77.72%	18.48%	3.80%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	83.93%	16.07%
2 年間								
Aaa	84.23%	3.45%	1.61%	0.46%	0.23%	0.12%	0.00%	9.90%
Aa	1.03%	77.91%	6.77%	2.65%	0.88%	0.59%	0.15%	10.01%
A	0.16%	2.18%	75.82%	4.21%	2.65%	1.25%	2.03%	11.70%
Baa	0.00%	0.20%	0.60%	72.71%	6.65%	4.73%	5.14%	9.97%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.98%	72.42%	4.37%	10.71%	10.52%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	68.99%	21.71%	9.30%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	62.96%	37.04%
3 年間								
Aaa	71.73%	5.50%	2.47%	0.76%	0.38%	0.19%	0.00%	18.98%
Aa	1.59%	65.83%	8.88%	4.56%	1.59%	0.91%	0.23%	16.40%
A	0.26%	3.07%	59.59%	3.84%	3.58%	2.05%	3.58%	24.04%
Baa	0.00%	0.15%	0.46%	58.12%	7.74%	6.53%	9.10%	17.91%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	2.88%	58.15%	4.15%	16.61%	18.21%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.70%	21.28%	17.02%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.54%	38.46%
4 年間								
Aaa	60.69%	4.48%	2.41%	1.03%	0.34%	0.34%	0.00%	30.69%
Aa	1.86%	58.36%	8.92%	3.35%	1.12%	0.37%	0.37%	25.65%
A	0.43%	3.43%	46.78%	2.58%	2.15%	1.29%	4.72%	38.63%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	48.16%	8.35%	6.39%	9.83%	27.27%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	3.85%	43.41%	3.85%	18.13%	30.77%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	59.65%	19.30%	21.05%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	75.00%	25.00%
5 年間								
Aaa	51.15%	2.29%	0.76%	0.76%	0.00%	0.00%	0.00%	45.04%
Aa	1.90%	50.00%	10.13%	3.16%	0.00%	0.00%	0.00%	34.81%
A	0.00%	4.07%	36.59%	0.81%	0.81%	2.44%	0.81%	54.47%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	37.34%	10.30%	7.30%	9.01%	36.05%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	4.35%	30.43%	5.43%	17.39%	42.39%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	51.72%	17.24%	31.03%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	50.00%	50.00%

図表 67 : 米国の CMBS の格付け遷移行列 (加重平均、1988-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	91.32%	0.91%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.77%
Aa	8.22%	82.75%	0.97%	0.20%	0.00%	0.10%	0.05%	7.71%
A	1.60%	4.50%	86.63%	1.60%	0.05%	0.00%	0.00%	5.63%
Baa	0.43%	0.87%	3.27%	84.23%	2.53%	0.30%	0.10%	8.27%
Ba	0.00%	0.06%	0.52%	2.13%	89.72%	3.04%	0.32%	4.20%
B	0.14%	0.00%	0.07%	0.43%	0.87%	89.81%	6.29%	2.38%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.06%	89.36%	9.57%
2 年間								
Aaa	84.03%	1.29%	0.14%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.54%
Aa	13.37%	67.44%	1.55%	0.45%	0.26%	0.06%	0.13%	16.73%
A	2.54%	7.51%	74.75%	2.23%	0.56%	0.00%	0.06%	12.34%
Baa	0.93%	1.60%	5.50%	69.96%	3.68%	0.80%	0.18%	17.35%
Ba	0.00%	0.37%	0.83%	3.21%	81.08%	4.68%	1.10%	8.72%
B	0.00%	0.00%	0.10%	1.00%	1.40%	80.54%	10.73%	6.22%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.46%	85.25%	12.30%
3 年間								
Aaa	77.68%	1.31%	0.31%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.70%
Aa	16.37%	53.82%	1.68%	0.76%	0.67%	0.08%	0.34%	26.28%
A	3.49%	9.35%	63.44%	2.47%	1.11%	0.00%	0.00%	20.15%
Baa	1.40%	2.23%	7.84%	61.73%	3.25%	1.02%	0.32%	22.19%
Ba	0.00%	1.10%	0.41%	4.14%	70.07%	6.62%	2.07%	15.59%
B	0.00%	0.00%	0.15%	1.17%	1.76%	69.16%	15.71%	12.04%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.80%	81.01%	15.19%
4 年間								
Aaa	71.90%	1.44%	0.63%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	26.03%
Aa	20.33%	40.66%	0.98%	0.77%	1.31%	0.00%	0.44%	35.52%
A	4.75%	11.94%	52.98%	2.19%	0.85%	0.00%	0.00%	27.28%
Baa	2.61%	3.00%	9.78%	53.82%	2.81%	0.68%	0.39%	26.91%
Ba	0.00%	1.66%	0.21%	5.60%	56.22%	7.26%	2.90%	26.14%
B	0.00%	0.00%	0.22%	1.77%	2.65%	56.86%	18.81%	19.69%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.36%	75.00%	19.64%
5 年間								
Aaa	64.85%	1.59%	0.93%	0.13%	0.00%	0.00%	0.00%	32.49%
Aa	24.10%	27.55%	0.86%	0.57%	1.72%	0.00%	0.57%	44.62%
A	7.07%	14.66%	40.64%	1.77%	0.53%	0.00%	0.00%	35.34%
Baa	4.34%	4.05%	12.72%	43.64%	1.73%	0.58%	0.58%	32.37%
Ba	0.00%	3.14%	0.31%	5.97%	42.14%	6.29%	3.14%	38.99%
B	0.00%	0.00%	0.34%	2.41%	3.79%	45.86%	17.59%	30.00%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.89%	60.53%	31.58%

図表 68 : 米国の RMBS の格付け遷移行列 (加重平均、1983-2004 年)

1 年間	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	90.21%	0.33%	0.08%	0.01%	0.00%	0.00%	0.01%	9.36%
Aa	7.76%	84.15%	1.66%	0.32%	0.02%	0.04%	0.01%	6.04%
A	2.07%	6.00%	83.40%	1.71%	0.16%	0.02%	0.20%	6.44%
Baa	0.57%	0.98%	4.94%	85.06%	1.57%	0.70%	0.74%	5.46%
Ba	0.14%	0.14%	1.64%	5.60%	83.26%	1.35%	2.41%	5.45%
B	0.00%	0.00%	0.08%	0.67%	4.24%	83.69%	4.91%	6.41%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.14%	0.00%	90.01%	9.84%
2 年間								
Aaa	79.70%	0.60%	0.16%	0.04%	0.00%	0.00%	0.08%	19.41%
Aa	13.77%	69.34%	2.91%	0.86%	0.10%	0.04%	0.09%	12.89%
A	5.05%	8.56%	68.44%	2.32%	0.83%	0.21%	0.39%	14.20%
Baa	1.21%	2.22%	7.08%	71.93%	1.84%	1.46%	2.24%	12.02%
Ba	0.34%	0.17%	3.66%	8.84%	68.43%	1.46%	4.73%	12.38%
B	0.00%	0.00%	0.00%	1.39%	4.97%	69.98%	7.36%	16.30%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.33%	0.00%	81.97%	17.70%
3 年間								
Aaa	71.32%	0.79%	0.24%	0.08%	0.01%	0.00%	0.17%	27.39%
Aa	18.62%	56.42%	3.57%	1.31%	0.36%	0.12%	0.19%	19.40%
A	7.58%	10.13%	56.95%	2.52%	0.74%	0.58%	0.92%	20.57%
Baa	1.91%	2.53%	8.51%	63.20%	1.70%	1.64%	4.38%	16.14%
Ba	0.60%	0.27%	4.53%	9.93%	60.27%	1.40%	5.67%	17.33%
B	0.00%	0.00%	0.00%	2.18%	1.70%	63.76%	9.21%	23.15%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.58%	0.00%	74.46%	24.95%
4 年間								
Aaa	64.51%	0.92%	0.26%	0.07%	0.03%	0.01%	0.27%	33.94%
Aa	22.68%	45.10%	3.91%	1.52%	0.40%	0.27%	0.45%	25.68%
A	10.04%	11.52%	46.95%	2.60%	0.77%	0.67%	1.26%	26.19%
Baa	2.91%	3.16%	9.60%	55.32%	1.44%	1.61%	5.86%	20.10%
Ba	0.85%	0.46%	5.92%	11.46%	52.54%	1.54%	6.38%	20.85%
B	0.00%	0.00%	0.00%	2.98%	1.28%	56.82%	11.08%	27.84%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.96%	0.00%	68.43%	30.60%
5 年間								
Aaa	57.53%	0.92%	0.30%	0.10%	0.01%	0.03%	0.28%	40.83%
Aa	25.29%	35.79%	3.47%	1.58%	0.35%	0.31%	0.79%	32.42%
A	11.92%	11.72%	37.84%	2.55%	0.80%	0.60%	1.63%	32.93%
Baa	3.84%	3.61%	10.86%	47.24%	1.18%	1.72%	6.98%	24.58%
Ba	1.06%	0.80%	7.19%	13.22%	43.39%	1.42%	7.36%	25.55%
B	0.00%	0.00%	0.00%	3.83%	1.17%	48.67%	12.67%	33.67%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.31%	0.00%	63.07%	35.62%

図表 69 : 1年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)

世界のストラクチャード・ ファイナンス	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	88.96%	0.60%	0.22%	0.09%	0.04%	0.02%	0.04%	10.02%
Aa	4.50%	84.41%	1.93%	0.88%	0.28%	0.16%	0.23%	7.62%
A	1.08%	2.51%	85.99%	2.01%	0.71%	0.28%	0.29%	7.12%
Baa	0.43%	0.64%	2.36%	84.54%	3.03%	1.38%	1.35%	6.26%
Ba	0.10%	0.12%	0.72%	3.20%	80.96%	3.67%	6.22%	5.01%
B	0.06%	0.00%	0.10%	0.48%	2.16%	81.38%	11.82%	4.00%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	91.23%	8.40%
米国の ABS								
Aaa	88.72%	0.67%	0.41%	0.17%	0.10%	0.07%	0.11%	9.75%
Aa	1.81%	88.69%	2.47%	1.39%	0.58%	0.35%	0.65%	4.06%
A	0.61%	1.04%	87.01%	2.18%	0.96%	0.48%	0.39%	7.34%
Baa	0.47%	0.41%	0.82%	85.29%	3.88%	2.02%	2.27%	4.84%
Ba	0.30%	0.23%	0.15%	4.41%	69.58%	5.48%	16.20%	3.65%
B	0.00%	0.00%	0.21%	0.64%	0.64%	64.59%	31.76%	2.15%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.18%	89.12%	10.70%
米国の HEL								
Aaa	94.67%	0.09%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.24%
Aa	2.13%	93.78%	0.46%	0.00%	0.05%	0.00%	0.00%	3.57%
A	0.43%	1.46%	93.76%	1.38%	0.26%	0.04%	0.04%	2.62%
Baa	0.08%	0.19%	0.84%	92.65%	1.71%	0.80%	0.84%	2.89%
Ba	0.00%	0.19%	0.38%	3.63%	83.40%	2.29%	6.49%	3.63%
B	0.00%	0.00%	0.50%	1.01%	1.51%	83.92%	9.55%	3.52%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	83.33%	16.67%
米国の ABS (MH、HEL を除く)								
Aaa	86.20%	0.51%	0.17%	0.14%	0.03%	0.02%	0.15%	12.77%
Aa	2.03%	80.83%	4.26%	2.61%	0.97%	0.29%	1.06%	7.94%
A	0.71%	0.88%	84.97%	2.27%	0.77%	0.21%	0.15%	10.05%
Baa	1.32%	0.73%	1.12%	77.65%	4.76%	2.45%	1.98%	9.99%
Ba	0.88%	0.00%	0.00%	0.88%	69.09%	8.39%	14.35%	6.40%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	0.00%	54.42%	43.54%	1.36%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.39%	82.75%	16.86%
米国の CDO								
Aaa	91.35%	2.92%	0.88%	0.53%	0.12%	0.00%	0.00%	4.21%
Aa	0.62%	85.71%	5.43%	2.87%	0.78%	0.39%	0.16%	4.04%
A	0.00%	0.85%	87.02%	4.16%	1.87%	0.59%	0.85%	4.66%
Baa	0.00%	0.05%	0.32%	83.35%	5.62%	3.83%	2.94%	3.89%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.46%	80.69%	5.46%	9.56%	3.83%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.76%	72.15%	24.81%	2.28%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.93%	5.07%
米国の CDO (HY CDO を除く)								
Aaa	92.69%	1.90%	0.53%	0.23%	0.08%	0.00%	0.00%	4.57%
Aa	0.63%	89.03%	3.76%	1.36%	0.31%	0.21%	0.10%	4.60%
A	0.00%	0.83%	89.35%	2.69%	1.24%	0.41%	0.52%	4.96%
Baa	0.00%	0.07%	0.22%	87.26%	3.35%	2.76%	1.79%	4.55%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.68%	87.12%	3.29%	4.25%	4.66%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	78.02%	18.68%	3.30%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	83.93%	16.07%
米国の CMBS								
Aaa	91.28%	0.81%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.91%
Aa	9.36%	82.24%	0.83%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	7.57%
A	1.76%	4.63%	86.16%	1.54%	0.05%	0.00%	0.00%	5.86%
Baa	0.44%	0.91%	3.18%	83.92%	2.60%	0.33%	0.00%	8.63%
Ba	0.00%	0.07%	0.56%	2.04%	89.59%	3.23%	0.35%	4.15%
B	0.16%	0.00%	0.08%	0.39%	0.86%	89.68%	6.72%	2.11%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.57%	91.38%	8.05%
米国の RMBS								
Aaa	88.23%	0.10%	0.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.02%	11.62%
Aa	7.50%	80.57%	0.30%	0.13%	0.00%	0.00%	0.03%	11.47%
A	2.64%	5.90%	81.57%	0.44%	0.04%	0.04%	0.26%	9.12%
Baa	0.84%	1.40%	5.57%	83.07%	0.18%	0.18%	0.53%	8.24%
Ba	0.15%	0.23%	2.26%	6.10%	81.84%	0.00%	1.58%	7.84%
B	0.00%	0.00%	0.12%	0.84%	5.78%	82.67%	2.53%	8.06%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	90.51%	9.49%

図表 70 : 2年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)

世界のストラクチャード・ ファイナンス	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け 取り下げ率
Aaa	76.07%	1.00%	0.41%	0.24%	0.13%	0.09%	0.11%	21.95%
Aa	7.13%	68.92%	2.87%	1.85%	0.82%	0.45%	0.76%	17.21%
A	2.19%	3.60%	71.97%	2.85%	1.27%	0.68%	1.14%	16.30%
Baa	0.95%	1.33%	3.59%	68.83%	4.33%	2.70%	3.96%	14.31%
Ba	0.19%	0.26%	1.54%	3.31%	65.98%	4.89%	12.78%	11.06%
B	0.04%	0.00%	0.09%	0.99%	2.96%	67.59%	17.59%	10.73%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.45%	81.40%	18.16%
米国の ABS								
Aaa	75.21%	1.11%	0.68%	0.47%	0.32%	0.24%	0.31%	21.65%
Aa	3.42%	75.78%	3.60%	2.79%	1.50%	0.98%	2.13%	9.81%
A	1.18%	1.56%	73.41%	2.89%	1.38%	1.06%	1.67%	16.86%
Baa	1.18%	0.79%	1.55%	69.90%	5.16%	3.79%	6.31%	11.32%
Ba	0.40%	0.50%	0.30%	0.90%	56.02%	4.88%	29.25%	7.76%
B	0.31%	0.00%	0.63%	1.25%	1.25%	51.10%	36.99%	8.46%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.38%	69.70%	29.92%
米国の HEL								
Aaa	86.50%	0.25%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.25%
Aa	4.65%	84.76%	1.29%	0.14%	0.07%	0.00%	0.00%	9.08%
A	1.11%	3.40%	84.93%	2.99%	0.63%	0.21%	0.21%	6.53%
Baa	0.26%	0.46%	2.18%	82.13%	3.97%	2.12%	2.32%	6.55%
Ba	0.25%	0.50%	0.74%	1.24%	71.96%	3.72%	14.14%	7.44%
B	0.62%	0.00%	1.23%	1.85%	2.47%	69.14%	13.58%	11.11%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	57.14%	42.86%
米国の ABS (MH、HEL を除く)								
Aaa	71.20%	0.68%	0.34%	0.27%	0.17%	0.08%	0.38%	26.88%
Aa	2.82%	61.64%	5.15%	5.51%	2.94%	0.49%	2.94%	18.50%
A	1.26%	0.92%	70.42%	2.72%	1.26%	0.82%	1.00%	21.61%
Baa	2.93%	0.98%	1.42%	59.36%	3.46%	3.64%	5.86%	22.36%
Ba	0.96%	0.00%	0.00%	1.28%	52.40%	6.39%	23.64%	15.34%
B	0.00%	0.00%	0.00%	1.09%	0.00%	36.96%	52.17%	9.78%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.74%	58.09%	41.18%
米国の CDO								
Aaa	80.47%	6.20%	2.85%	1.26%	0.42%	0.25%	0.00%	8.55%
Aa	0.98%	68.73%	9.34%	7.27%	2.82%	1.30%	0.76%	8.79%
A	0.13%	1.79%	71.15%	6.54%	4.36%	2.05%	3.46%	10.51%
Baa	0.00%	0.21%	0.63%	64.03%	9.03%	7.48%	10.37%	8.25%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.25%	59.73%	8.73%	22.69%	7.61%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.69%	50.00%	43.06%	6.25%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	89.43%	10.57%
米国の CDO (HY CDO を除く)								
Aaa	84.30%	3.49%	1.63%	0.47%	0.23%	0.12%	0.00%	9.77%
Aa	1.11%	77.23%	6.53%	2.87%	0.96%	0.64%	0.16%	10.51%
A	0.16%	2.26%	75.77%	4.20%	2.75%	1.29%	2.10%	11.47%
Baa	0.00%	0.21%	0.64%	72.07%	6.50%	5.01%	5.44%	10.13%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	2.01%	72.43%	4.43%	10.66%	10.46%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	69.29%	22.05%	8.66%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	62.96%	37.04%
米国の CMBS								
Aaa	84.17%	1.11%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	14.72%
Aa	15.43%	66.81%	1.64%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	16.12%
A	2.72%	7.80%	73.80%	2.28%	0.59%	0.00%	0.00%	12.80%
Baa	0.80%	1.51%	5.33%	69.40%	3.92%	0.90%	0.15%	17.99%
Ba	0.00%	0.31%	0.83%	2.49%	81.95%	5.19%	1.24%	7.99%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.78%	1.23%	80.38%	11.88%	5.72%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.57%	91.38%	8.05%
米国の RMBS								
Aaa	74.09%	0.12%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.03%	25.74%
Aa	10.62%	63.56%	0.38%	0.16%	0.00%	0.00%	0.06%	25.22%
A	5.84%	6.27%	65.59%	0.63%	0.05%	0.05%	0.34%	21.24%
Baa	1.80%	3.11%	6.39%	67.60%	0.32%	0.36%	0.68%	19.76%
Ba	0.39%	0.29%	4.85%	7.76%	65.08%	0.00%	2.52%	19.11%
B	0.00%	0.00%	0.00%	1.73%	7.09%	65.83%	4.41%	20.94%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	82.18%	17.82%

図表 71 : 3年間のセクター別格付け遷移行列 (加重平均、1998-2004年)

世界のストラクチャード・ ファイナンス	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下	格付け取り 下げ率
Aaa	63.96%	1.13%	0.55%	0.38%	0.18%	0.14%	0.19%	33.48%
Aa	7.87%	56.00%	2.98%	2.44%	1.28%	0.99%	1.32%	27.12%
A	2.47%	3.79%	60.23%	2.62%	1.48%	0.83%	1.87%	26.72%
Baa	1.12%	1.45%	3.84%	56.93%	3.99%	3.54%	7.76%	21.37%
Ba	0.21%	0.39%	1.58%	3.23%	53.94%	4.85%	17.90%	17.90%
B	0.13%	0.00%	0.13%	1.20%	1.40%	57.08%	21.73%	18.34%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.32%	72.13%	27.55%
米国の ABS								
Aaa	62.34%	1.23%	0.72%	0.70%	0.40%	0.31%	0.52%	33.78%
Aa	4.67%	64.46%	4.32%	2.81%	1.76%	2.31%	3.41%	16.27%
A	1.14%	1.78%	61.92%	2.70%	1.51%	1.06%	2.43%	27.47%
Baa	1.07%	0.98%	1.79%	57.14%	4.47%	4.70%	11.86%	17.99%
Ba	0.28%	0.69%	0.55%	0.69%	44.95%	5.26%	34.85%	12.72%
B	0.92%	0.00%	0.92%	1.83%	1.83%	42.66%	34.40%	17.43%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	48.11%	51.89%
米国の HEL								
Aaa	78.09%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.74%
Aa	7.60%	74.94%	1.81%	0.23%	0.11%	0.00%	0.00%	15.31%
A	1.99%	5.41%	74.83%	4.42%	1.10%	0.55%	0.44%	11.26%
Baa	0.45%	1.01%	3.80%	71.96%	5.03%	4.02%	5.03%	8.72%
Ba	0.68%	0.68%	1.37%	1.71%	59.93%	4.45%	18.84%	12.33%
B	1.59%	0.00%	1.59%	3.17%	3.17%	55.56%	16.67%	18.25%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	38.46%	61.54%
米国の ABS (MH、HEL を除く)								
Aaa	57.11%	0.68%	0.46%	0.44%	0.33%	0.08%	0.46%	40.43%
Aa	2.64%	47.27%	5.12%	4.79%	3.64%	1.82%	4.13%	30.58%
A	0.91%	0.71%	58.76%	2.01%	1.31%	0.97%	1.61%	33.71%
Baa	2.22%	0.49%	0.49%	45.87%	2.84%	3.08%	8.75%	36.25%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	34.98%	7.39%	30.54%	27.09%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.86%	48.28%	25.86%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	30.00%	70.00%
米国の CDO								
Aaa	65.41%	9.72%	5.31%	2.59%	0.78%	0.78%	0.00%	15.41%
Aa	1.10%	49.61%	10.87%	13.54%	6.30%	2.52%	2.52%	13.54%
A	0.21%	2.48%	53.10%	5.79%	6.61%	3.93%	7.85%	20.04%
Baa	0.00%	0.20%	0.41%	44.57%	8.91%	9.94%	22.23%	13.73%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.68%	41.68%	7.29%	37.38%	11.96%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	35.68%	53.52%	10.80%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	88.89%	11.11%
米国の CDO (HY CDO を除く)								
Aaa	71.81%	5.60%	2.51%	0.77%	0.39%	0.19%	0.00%	18.73%
Aa	1.80%	63.40%	8.76%	5.15%	1.80%	1.03%	0.26%	17.78%
A	0.27%	3.25%	59.62%	3.79%	3.79%	2.17%	3.79%	23.31%
Baa	0.00%	0.17%	0.50%	56.13%	7.95%	6.95%	9.93%	18.38%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	2.94%	57.84%	4.25%	16.67%	18.30%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.96%	21.74%	16.30%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	61.54%	38.46%
米国の CMBS								
Aaa	78.75%	0.90%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	20.35%
Aa	18.56%	54.67%	1.87%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.91%
A	3.68%	9.64%	62.51%	2.60%	1.19%	0.00%	0.00%	20.37%
Baa	1.15%	1.99%	7.13%	62.42%	3.60%	1.23%	0.31%	22.16%
Ba	0.00%	0.67%	0.50%	2.83%	72.67%	7.67%	2.50%	13.17%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.69%	1.22%	69.10%	18.23%	10.76%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	87.69%	12.31%
米国の RMBS								
Aaa	62.08%	0.17%	0.01%	0.00%	0.00%	0.00%	0.04%	37.70%
Aa	9.74%	51.16%	0.49%	0.20%	0.00%	0.00%	0.08%	38.32%
A	6.33%	4.58%	55.02%	0.81%	0.07%	0.00%	0.47%	32.73%
Baa	2.29%	2.73%	5.27%	58.90%	0.43%	0.43%	0.87%	29.08%
Ba	0.53%	0.27%	4.51%	6.37%	55.97%	0.00%	3.05%	29.31%
B	0.00%	0.00%	0.00%	2.20%	1.76%	58.37%	5.95%	31.72%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	73.66%	26.34%

図表 72 : 2004 年の年間格付け遷移行列 (格付け取り下げ調整後)

世界のストラクチャード・ファイナンス	Aaa	Aa	A	Baa	Ba	B	Caa 以下
Aaa	99.15%	0.33%	0.22%	0.09%	0.11%	0.08%	0.03%
Aa	6.67%	90.52%	1.46%	0.39%	0.18%	0.30%	0.48%
A	1.45%	4.56%	91.30%	1.55%	0.52%	0.17%	0.45%
Baa	0.29%	0.92%	3.70%	90.58%	2.48%	0.73%	1.29%
Ba	0.19%	0.25%	1.02%	2.92%	86.47%	4.13%	5.02%
B	0.00%	0.00%	0.11%	0.22%	3.65%	81.07%	14.94%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.70%	99.30%
米国の ABS							
Aaa	98.23%	0.35%	0.52%	0.26%	0.30%	0.26%	0.09%
Aa	2.67%	92.19%	1.65%	0.74%	0.55%	0.83%	1.38%
A	0.94%	2.83%	91.83%	2.22%	0.83%	0.33%	1.00%
Baa	0.19%	0.70%	1.14%	90.55%	3.43%	1.21%	2.79%
Ba	0.99%	0.33%	0.00%	1.98%	66.67%	8.25%	21.78%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.69%	0.00%	53.63%	45.67%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.34%	99.66%
米国の HEL							
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	2.82%	97.05%	0.00%	0.00%	0.13%	0.00%	0.00%
A	0.34%	1.95%	95.77%	1.72%	0.11%	0.00%	0.11%
Baa	0.00%	0.18%	0.82%	96.45%	1.00%	1.00%	0.55%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	1.71%	85.47%	5.98%	6.84%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	77.14%	22.86%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
米国の ABS (MH、HEL を除く)							
Aaa	98.95%	0.57%	0.38%	0.10%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	3.77%	88.21%	5.19%	1.89%	0.00%	0.94%	0.00%
A	1.53%	3.99%	91.66%	1.64%	0.94%	0.12%	0.12%
Baa	0.80%	2.39%	2.39%	80.88%	9.30%	1.86%	2.39%
Ba	2.19%	0.00%	0.00%	2.92%	70.07%	7.30%	17.52%
B	0.00%	0.00%	0.00%	1.82%	0.00%	54.55%	43.64%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.90%	99.10%
米国の CDO							
Aaa	97.81%	1.39%	0.40%	0.20%	0.20%	0.00%	0.00%
Aa	1.40%	93.28%	3.64%	1.12%	0.00%	0.28%	0.28%
A	0.00%	0.51%	97.18%	1.28%	0.51%	0.26%	0.26%
Baa	0.00%	0.00%	0.42%	94.08%	1.69%	2.11%	1.69%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.11%	2.43%	3.47%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.86%	84.76%	12.38%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
米国の CDO (HY CDO を除く)							
Aaa	97.50%	1.59%	0.46%	0.23%	0.23%	0.00%	0.00%
Aa	0.94%	93.11%	4.07%	1.25%	0.00%	0.31%	0.31%
A	0.00%	0.00%	97.65%	1.17%	0.59%	0.29%	0.29%
Baa	0.00%	0.00%	0.00%	94.66%	0.76%	2.54%	2.04%
Ba	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	94.71%	2.64%	2.64%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	79.44%	20.56%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
米国の CMBS							
Aaa	99.55%	0.45%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	13.50%	85.48%	1.02%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	3.19%	7.17%	87.65%	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.57%	1.15%	5.87%	88.98%	3.29%	0.14%	0.00%
Ba	0.00%	0.22%	0.45%	2.46%	90.61%	6.03%	0.22%
B	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.26%	86.41%	13.33%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%
米国の RMBS							
Aaa	100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
Aa	15.20%	84.80%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
A	2.83%	12.88%	84.13%	0.16%	0.00%	0.00%	0.00%
Baa	0.33%	2.93%	11.87%	84.55%	0.33%	0.00%	0.00%
Ba	0.00%	0.69%	4.84%	9.34%	84.78%	0.00%	0.35%
B	0.00%	0.00%	0.52%	0.52%	14.51%	84.46%	0.00%
Caa 以下	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	100.00%

図表 73 : 2004 年の年間格付け遷移行列 : 世界のストラクチャード・ファイナンス (付加記号付き格付けに基づく)

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率	
Aaa	7953	90.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%			0.0%			8.6%	
Aa1	451	10.0%	78.7%	1.3%			0.4%	0.2%							0.2%	0.2%		0.2%						8.6%
Aa2	2331	6.6%	0.9%	84.5%	0.6%	0.6%	0.2%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%			0.0%	0.2%	0.1%		5.4%
Aa3	675	3.6%	1.9%	1.8%	77.6%	1.2%	1.0%	0.6%	0.7%	0.1%	0.1%		0.1%	0.1%	0.1%	0.4%	0.3%	0.1%			0.7%	0.3%		8.9%
A1	712	2.8%	0.7%	1.5%	1.8%	81.3%	1.4%	0.4%	0.6%	0.7%	0.1%	0.3%	0.3%					0.1%				0.1%		7.7%
A2	2732	1.3%	0.7%	3.0%	1.3%	1.1%	84.4%	0.5%	0.4%	0.5%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%		0.1%	0.1%				0.2%	5.9%
A3	899	0.7%	0.4%	0.4%	1.9%	1.7%	1.6%	81.6%	0.7%	0.6%	1.4%	0.9%	0.3%	0.1%	0.2%		0.2%			0.1%	0.1%	0.7%		6.3%
Baa1	674	0.4%	0.3%	0.3%	0.1%	0.6%	1.0%	1.2%	83.7%	1.8%	1.3%	0.6%	0.1%		0.1%	0.4%			0.1%	0.1%		0.7%		6.8%
Baa2	2419	0.1%	0.0%	0.2%	0.9%	0.3%	2.6%	1.8%	0.7%	82.1%	1.5%	1.3%	0.6%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.2%	0.6%		5.4%
Baa3	1141	0.5%		0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	1.4%	0.9%	1.8%	82.6%	1.3%	1.1%	1.1%	0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	0.4%	0.3%	0.1%		6.4%
Ba1	349			0.3%			0.3%	0.6%	0.3%	0.6%	1.7%	79.9%	1.4%	0.9%	1.1%	1.4%	1.4%	0.3%	0.3%		1.4%	1.4%		6.6%
Ba2	847	0.4%	0.1%	0.1%				1.5%	0.2%	2.5%	1.1%	1.9%	77.8%	1.3%	1.3%	0.9%	1.1%	0.8%	0.8%	0.6%	0.5%	1.8%		5.3%
Ba3	423				0.2%				0.2%		0.9%	0.9%	0.7%	79.4%	1.4%	1.9%	2.1%	1.2%	0.5%	1.4%	0.7%	3.1%		5.2%
B1	208											0.5%	0.5%	1.0%	75.0%	4.3%	8.2%	2.9%	0.5%	0.5%	1.0%	3.8%		1.9%
B2	451						0.2%					2.9%	2.2%	1.1%	0.9%	72.1%	2.0%	5.3%	2.2%	0.7%	3.3%	2.9%		4.2%
B3	260							0.4%		0.4%				0.4%		1.2%	74.6%	3.1%	5.4%	1.9%	6.2%	3.5%		3.1%
Caa1	109													2.8%				62.4%	4.6%	4.6%	7.3%	14.7%		3.7%
Caa2	110																	0.9%	70.0%	4.5%	8.2%	8.2%		8.2%
Caa3	85																	1.2%		68.2%	8.2%	11.8%		10.6%
Ca	201													0.5%		0.5%				0.5%	74.6%	18.9%		5.0%
C	235																					92.8%		7.2%

図表 74 : 米国の ABS の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率
Aaa	2403	90.9%	0.1%	0.0%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%			0.1%			7.4%
Aa1	63	1.6%	92.1%												1.6%			1.6%					3.2%
Aa2	869	2.6%	0.2%	91.1%	0.1%	0.5%	0.2%	0.5%			0.2%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%		0.1%			0.1%	0.3%	0.2%	3.1%
Aa3	173	2.9%	0.6%	0.6%	75.7%	1.2%	2.3%	1.2%	2.9%	0.6%			0.6%	0.6%	0.6%	1.7%	1.2%	0.6%			2.9%	1.2%	2.9%
A1	280	2.9%	1.4%	1.4%	2.5%	80.4%	0.4%		0.7%	0.7%	0.4%	0.4%	0.7%					0.4%				0.4%	7.5%
A2	1325	0.5%	0.4%	1.1%	0.9%	0.5%	87.8%	0.4%	0.6%	0.8%	0.5%	0.2%		0.1%	0.1%	0.2%		0.2%	0.2%			0.4%	5.4%
A3	249	1.2%	0.8%	0.4%	0.8%	1.2%	0.8%	77.1%	0.8%	0.4%	2.8%	1.6%	1.2%	0.4%	0.4%		0.8%			0.4%	0.4%	2.0%	6.4%
Baa1	235		0.4%				0.4%		88.5%	2.1%	1.7%	0.4%	0.4%		0.4%	1.3%			0.4%	0.4%		2.1%	1.3%
Baa2	964	0.1%		0.4%	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.2%	82.9%	3.1%	2.5%	1.0%	0.5%	0.4%	0.5%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.5%	1.3%	3.2%
Baa3	401	0.5%		0.2%	0.2%					0.2%	88.5%	0.7%	1.5%	1.0%	0.5%	0.5%		0.7%	0.5%	0.7%	0.5%	0.2%	3.2%
Ba1	65									1.5%		66.2%			3.1%	1.5%	4.6%	1.5%	1.5%		7.7%	7.7%	4.6%
Ba2	175	1.7%	0.6%						0.6%	0.6%	1.1%	0.6%	64.0%	1.1%	2.3%	2.3%	2.9%	3.4%	3.4%	1.7%	1.7%	8.0%	4.0%
Ba3	70							1.4%						52.9%		2.9%	5.7%	5.7%	1.4%	5.7%	2.9%	15.7%	5.7%
B1	31														35.5%	6.5%	25.8%	6.5%	3.2%	3.2%		19.4%	
B2	74															40.5%	4.1%	10.8%	1.4%	1.4%	18.9%	16.2%	6.8%
B3	42										2.4%						50.0%	7.1%	4.8%	2.4%	16.7%	16.7%	
Caa1	32																	21.9%	6.3%	12.5%	18.8%	40.6%	
Caa2	32																		50.0%		12.5%	25.0%	12.5%
Caa3	33																			63.6%	3.0%	24.2%	9.1%
Ca	77																1.3%				53.2%	37.7%	7.8%
C	132																					94.7%	5.3%

図表 75 : 米国の HEL の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率	
Aaa	1165	96.9%																					3.1%	
Aa1	19	5.3%	94.7%																					
Aa2	713	2.8%		94.2%										0.1%										2.8%
Aa3	25		4.0%		80.0%																			16.0%
A1	35					100.0%																		
A2	722	0.4%	0.3%	1.4%	0.7%		91.7%	0.3%	0.6%	1.1%	0.4%	0.1%									0.1%			2.9%
A3	128							99.2%																0.8%
Baa1	173						0.6%		97.1%						0.6%	0.6%								1.2%
Baa2	641			0.2%	0.2%		0.8%	0.5%	0.2%	92.5%		0.5%	0.5%	0.5%	0.3%	0.8%	0.2%	0.2%				0.2%		2.8%
Baa3	301										94.4%			0.7%		0.3%					0.7%	0.7%		3.3%
Ba1	29											89.7%											3.4%	6.9%
Ba2	78										2.6%	1.3%	73.1%	1.3%	3.8%	1.3%	3.8%	2.6%	2.6%			1.3%	1.3%	5.1%
Ba3	14													78.6%									7.1%	14.3%
B1	4														100.0%									
B2	29															58.6%						13.8%	13.8%	13.8%
B3	4																100.0%							
Caa1	1																	100.0%						
Caa2	9																			88.9%				11.1%
Caa3	10																				90.0%	10.0%		
Ca	14																					100.0%		
C	8																						75.0%	25.0%

図表 76 : 米国 ABS (MH、HL を除く) の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率	
Aaa	1121	86.4%	0.3%		0.3%	0.1%	0.1%	0.2%		0.1%													12.6%	
Aa1	34		94.1%																					5.9%
Aa2	104	2.9%	1.9%	77.9%	1.0%	3.8%	1.0%	2.9%							1.0%		1.0%							6.7%
Aa3	79	6.3%		1.3%	82.3%		1.3%	2.5%	5.1%															1.3%
A1	238	2.9%	1.7%	1.7%	2.9%	79.0%			0.8%	0.4%	0.4%	0.4%	0.8%											8.8%
A2	560	0.5%	0.5%	0.7%	1.3%	1.1%	85.2%		0.4%	0.5%	0.2%	0.2%				0.2%		0.2%						9.1%
A3	97	3.1%	2.1%	1.0%	2.1%	3.1%	2.1%	62.9%			4.1%	1.0%	2.1%	1.0%										15.5%
Baa1	45		2.2%						75.6%	11.1%		2.2%	2.2%			2.2%						2.2%		2.2%
Baa2	247	0.4%		1.2%	1.2%	1.2%	0.8%	1.6%	0.4%	64.0%	11.7%	7.7%	2.0%		0.8%		0.4%			0.8%	0.4%			5.3%
Baa3	93	2.2%		1.1%	1.1%					1.1%	73.1%	2.2%	5.4%	2.2%	2.2%	1.1%		3.2%	1.1%	1.1%				3.2%
Ba1	23									4.3%		56.5%			4.3%		13.0%	4.3%				13.0%		4.3%
Ba2	74	4.1%							1.4%	1.4%			73.0%		1.4%	4.1%	1.4%	2.7%	4.1%	2.7%				4.1%
Ba3	43								2.3%					60.5%			2.3%	9.3%		9.3%	2.3%	9.3%		4.7%
B1	10														30.0%		30.0%	10.0%	10.0%	10.0%				10.0%
B2	28															46.4%		7.1%		3.6%	28.6%	14.3%		
B3	17										5.9%						64.7%	11.8%		5.9%	5.9%	5.9%		
Caa1	25																	16.0%	4.0%	16.0%	20.0%	44.0%		
Caa2	14																		57.1%		14.3%	7.1%		21.4%
Caa3	22																			54.5%	4.5%	27.3%		13.6%
Ca	30																	3.3%			56.7%	23.3%		16.7%
C	28																					85.7%		14.3%

図表 77 : 米国の CDO の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け取り 下げ率	
Aaa	518	91.7%	0.4%	0.4%	0.6%	0.2%		0.2%			0.2%	0.2%											6.2%	
Aa1	77	2.6%	81.8%	3.9%			1.3%	1.3%							1.3%									7.8%
Aa2	214	1.4%		87.9%	1.9%	1.9%	0.5%	1.4%	0.9%	0.5%											0.5%			3.3%
Aa3	76				85.5%	1.3%	1.3%	1.3%			1.3%													9.2%
A1	74			1.4%		93.2%	1.4%		1.4%	1.4%														1.4%
A2	159						91.8%						1.3%											6.9%
A3	166				0.6%			92.2%		0.6%	1.2%				0.6%								0.6%	4.2%
Baa1	62					1.6%			83.9%		3.2%													11.3%
Baa2	311							0.3%		92.0%	0.3%	0.3%		1.0%	0.6%		0.6%	0.3%	1.3%			0.3%		2.9%
Baa3	113									80.5%	1.8%	1.8%		3.5%	0.9%	0.9%				0.9%	0.9%			8.8%
Ba1	49											89.8%	2.0%		4.1%	2.0%								2.0%
Ba2	151											0.7%	90.1%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	4.0%
Ba3	96													84.4%	1.0%				1.0%	2.1%	1.0%	2.1%		8.3%
B1	40											2.5%	2.5%		82.5%	5.0%	2.5%						5.0%	
B2	42												2.4%			76.2%		4.8%	4.8%	2.4%		2.4%		7.1%
B3	25																76.0%		4.0%		8.0%	8.0%		4.0%
Caa1	16																		68.8%		6.3%	6.3%	18.8%	
Caa2	26																			76.9%	3.8%	7.7%		11.5%
Caa3	32																			3.1%	62.5%	15.6%	6.3%	12.5%
Ca	70																					90.0%	10.0%	
C	83																						96.4%	3.6%

図表 78 : 米国の CDO (HY CBO を除く) の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率	
Aaa	453	91.6%	0.4%	0.4%	0.7%	0.2%		0.2%			0.2%	0.2%											6.0%	
Aa1	66	1.5%	83.3%	3.0%			1.5%	1.5%							1.5%									7.6%
Aa2	197	1.0%		88.3%	1.0%	2.0%	0.5%	1.5%	1.0%	0.5%											0.5%			3.6%
Aa3	66				83.3%	1.5%	1.5%	1.5%			1.5%													10.6%
A1	62					95.2%			1.6%	1.6%														1.6%
A2	150						92.7%						1.3%											6.0%
A3	136							93.4%		0.7%	0.7%				0.7%								0.7%	3.7%
Baa1	47								89.4%		2.1%													8.5%
Baa2	276									92.4%	0.4%			0.7%	0.7%		0.7%	0.4%	1.4%				0.4%	2.9%
Baa3	81										76.5%		1.2%	4.9%	1.2%	1.2%					1.2%	1.2%		12.3%
Ba1	34											88.2%	2.9%	2.9%	2.9%									2.9%
Ba2	127												91.3%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%		0.8%	0.8%			0.8%	3.1%
Ba3	72													84.7%	1.4%							1.4%	2.8%	9.7%
B1	14														85.7%									14.3%
B2	26															73.1%		3.8%	7.7%	3.8%			3.8%	7.7%
B3	15																66.7%		6.7%		6.7%	13.3%		6.7%
Caa1	6																		83.3%					16.7%
Caa2	11																			63.6%	9.1%			27.3%
Caa3	15																				60.0%	26.7%		13.3%
Ca	14																					100.0%		
C	12																						83.3%	16.7%

図表 79 : 米国の CMBS の年間格付け遷移行列 (付加記号付き格付けに基づく) : 2004 年

	合計	Aaa	Aa1	Aa2	Aa3	A1	A2	A3	Baa1	Baa2	Baa3	Ba1	Ba2	Ba3	B1	B2	B3	Caa1	Caa2	Caa3	Ca	C	格付け 取り下げ率	
Aaa	691	91.9%	0.4%																				7.7%	
Aa1	52	23.1%	59.6%	1.9%																				15.4%
Aa2	270	12.6%	3.7%	74.4%	0.7%	0.4%	0.7%																	7.4%
Aa3	89	7.9%	5.6%	2.2%	73.0%			1.1%																10.1%
A1	70	10.0%	1.4%	4.3%	5.7%	64.3%			1.4%															12.9%
A2	245	2.9%	3.7%	2.4%	3.3%	5.3%	74.3%	1.6%	0.4%	0.8%														5.3%
A3	204	1.0%	0.5%	1.0%	1.0%	4.4%	4.9%	78.4%	1.0%	0.5%	1.5%													5.9%
Baa1	163	1.8%	0.6%	0.6%		1.2%	1.8%	3.1%	71.8%	1.2%		1.8%												16.0%
Baa2	296	0.3%	0.3%	0.3%	0.7%	0.7%	3.4%	3.7%	3.4%	71.6%	1.0%	1.4%	1.4%											11.8%
Baa3	287			0.3%	0.3%	0.7%	0.3%	1.7%	2.1%	5.6%	72.5%	1.7%	0.3%	2.1%			0.3%							11.8%
Ba1	138			0.7%			0.7%	0.7%			4.3%	82.6%	2.9%	0.7%		0.7%	1.4%							5.1%
Ba2	173								0.6%	0.6%	1.7%	1.2%	82.7%	3.5%	3.5%	1.2%	1.2%							4.0%
Ba3	147											1.4%	0.7%	83.0%	3.4%	2.7%	3.4%	0.7%						4.8%
B1	111													0.9%	82.0%	3.6%	6.3%	2.7%				1.8%		2.7%
B2	144														79.9%	3.5%	9.0%	4.9%	0.7%					2.1%
B3	132														0.8%	78.0%	3.0%	8.3%	3.0%	4.5%				2.3%
Caa1	14																	78.6%				7.1%		14.3%
Caa2	33																	3.0%	72.7%	9.1%	9.1%	3.0%		3.0%
Caa3	5																			40.0%	20.0%			40.0%
Ca	4																					75.0%	25.0%	
C	10																						40.0%	60.0%

関連リサーチ

スペシャル・コメント

Structured Finance Rating Transitions: 1983-2003, February 2004

Structured Finance Rating Transitions: 1983-2003, Comparisons with Corporate Ratings and Across Sectors, February 2004, (日本語版「ストラクチャード・ファイナンスの格付け変動(1983~2002年)普通社債との比較とセクター別比較」2003年3月発行)

Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2004:H1, January 2005

Default & Loss Rates of Structured Finance Securities: 1993-2003, September 2004 (日本語版「証券化商品のデフォルト率と損失率(1993~2003年)」2004年12月発行)

Structured Finance Watchlist Resolutions: 1992-2003, June 2004

Measuring Loss Severity Rates of Defaulted Residential Mortgage Backed Securities, April 2004

Payment Defaults and Material Impairments of U.S. Structured Finance Securities: 1993-2002, December 2003)

Guide to Moody's Default Research, November 2004

The Performance of Moody's Corporate Bond Ratings: December 2004 Quarterly Update, January 2005

Default and Recovery Rates of Corporate Bond Issuers, 1920-2004, January 2005

Moody's Rating Actions, Reviews, and Outlooks: Quarterly Update, January 2005

Structured Finance Special Reports:

Credit Shifts in Residential Mortgage Pass-Through Securities: A Rating Transition Study Update, May 1996

How and Why do Structured Finance Ratings Change? Rating Transition Study for Single-Family Residential MPT Securities, May 1995

2004 Review and 2005 Outlook: US ABS, January 2005

2004 Review and 2005 Outlook: Commercial ABS, January 2005

2004 Review & 2005 Outlook: Home Equity ABS HEL Volume Soars to Heavenly Heights, January 2005

2004 Review and 2005 Outlook: Manufactured Housing Asset Backed Securities, January 2005

Rating Changes in the US Asset-Backed Securities Market: 2004 Third Quarter Update, November 2004

Rating Changes in the US Asset-Backed Securities Market: 2004 Second Quarter Update, July 2004

Rating Changes in the US Asset-Backed Securities Market: 2004 First Quarter Update, April 2004

Third Quarter 2004 US CDO Review: CLOs Drives Third Quarter Growth, November 2004

Second Quarter 2004 US CDO Review: Demand for CDO Liabilities Continue to Drive, August 2004

First Quarter 2004 US CDO Review: Demand for CDO Paper Picks Up, April 2004

U.S. CMBS 3Q 04: Conduit Lending Remains "Frothy" but a Few Bright Spots Emerge, October 2004

U.S. CMBS 2Q 04: The Credit Pendulum Has Swung to "Frothy", July 2004

CMBS 1Q 04: Past Performance is No Guarantee for Future Results, April 2004

Rating Actions in the U.S. CDO Market: Year-to-Date Review ? June 2004, August 2004

Credit Migration of CDO Notes, 1996-2003, for US and European Transactions, March 2004 (SF33189)

Europe, Middle East and Africa Structured Finance Rating Transitions: 2003 Update, February 2004

「日本における証券化商品の格付け遷移(1998-2003年)」(2004年4月発行)

(本稿は 2005 年 2 月発行の英文版の翻訳です。)

著作権表示 ©2005 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〜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。(本著作権表示は米国で印刷された。)