

CMBS市場概況

アナリスト保証事項および当レポートに言及されている会社の情報は、24ページに記載されています。

UBSでは調査レポートに言及されている企業と、現在取引を行っている、あるいは今後の取引深耕を図っております。

そのため、投資家におかれては本レポートの客観性に影響を及ぼす利益相反がかかる企業にはありうる点を認識いただき、本レポートを投資家ご自身の投資判断にとってひとつの参考とお考えいただけますようお願いいたします。

2011年1月14日

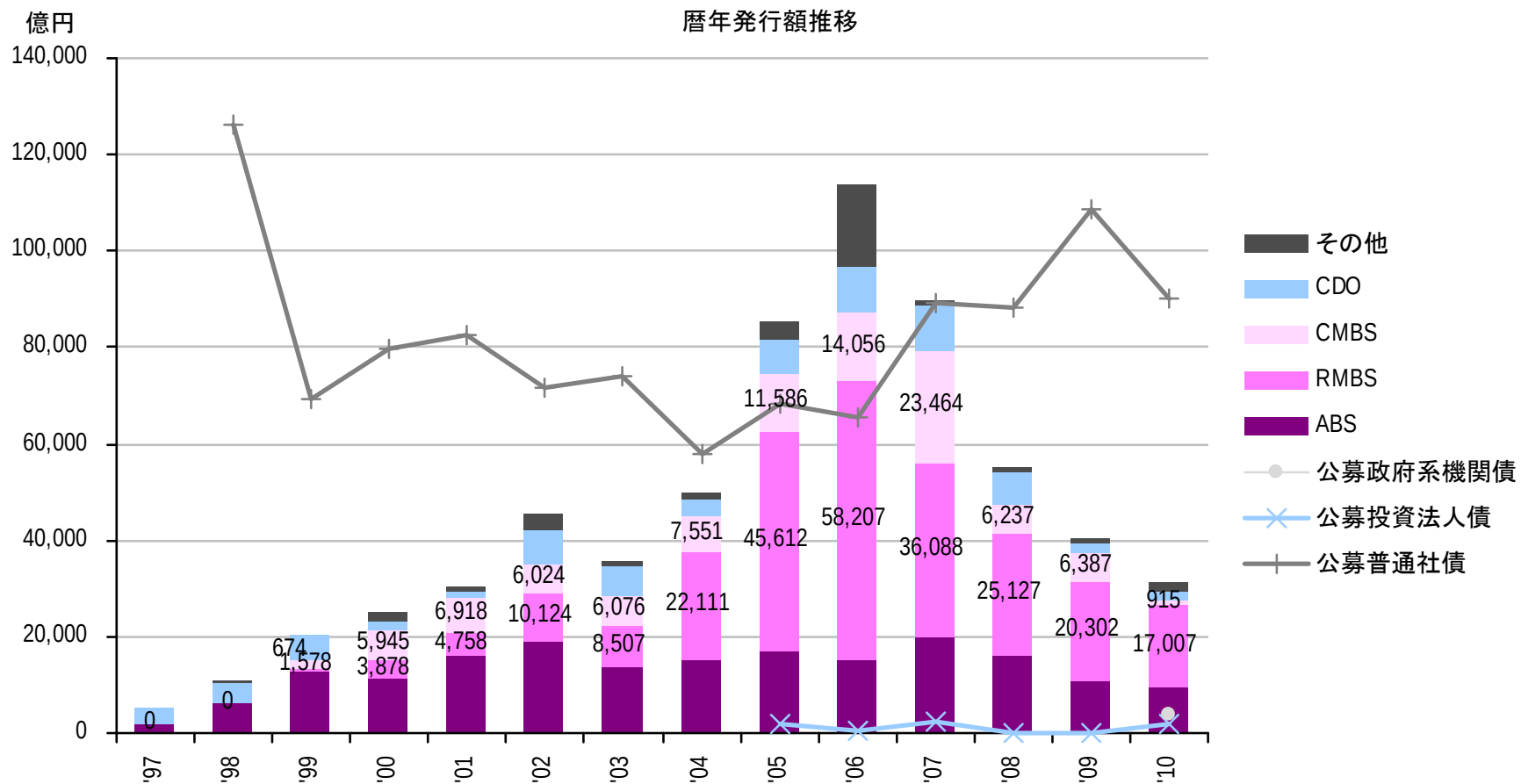
このプレゼンテーションの作成者はUBS証券会社です。



セクション 1

市場規模

証券化商品の発行額推移

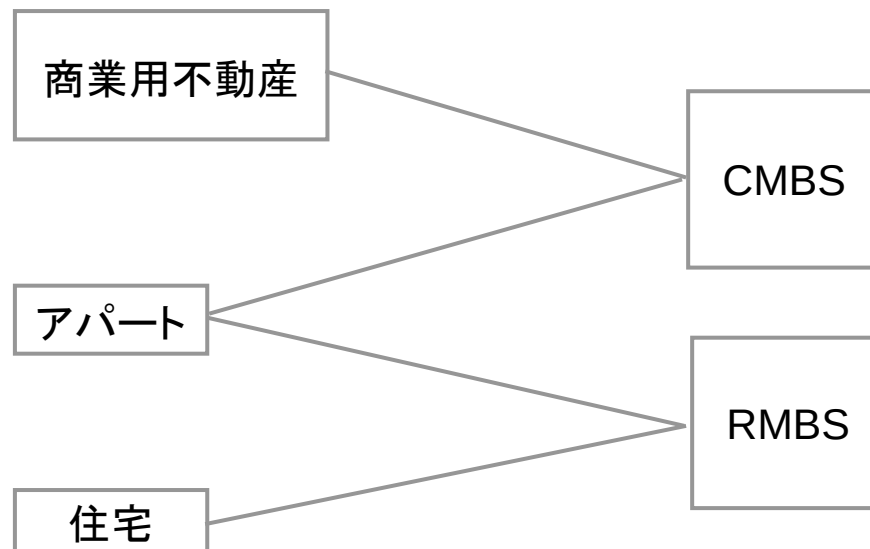


出典：日本証券業協会、アイ・エヌ情報センター、UBS証券、UBS証券予想

不動産関連の証券化商品

担保不動産の種類

証券化商品の種別



出典: UBS証券

これまでの流れ

- 不動産流動化市場の参加者層の急速な拡大と縮小
 - NRL参加者層の縮小
- 国内投資家:規制による減少＋金融危機による減少
- 海外投資家:サブプライム・ローン問題を発端とする戦略の見直し
 - 不動産市場の過熱化→流動性の喪失
- 厳しいリファイナンス環境
 - 不動産私募ファンド、投資法人で借り換え期が到来
 - CMBSの裏付債権で借換え期が到来
- CMBSの裏付債権でデフォルトの顕在化＝2008年6月～
 - リファイナンスに失敗
 - AMやスポンサーに信用事由が発生(2008～2009年)
 - 2010年は担保物件のパフォーマンスが劣化
 - 劣化による利払い停止によるデフォルト抵触は1本だが・・・

発行市場

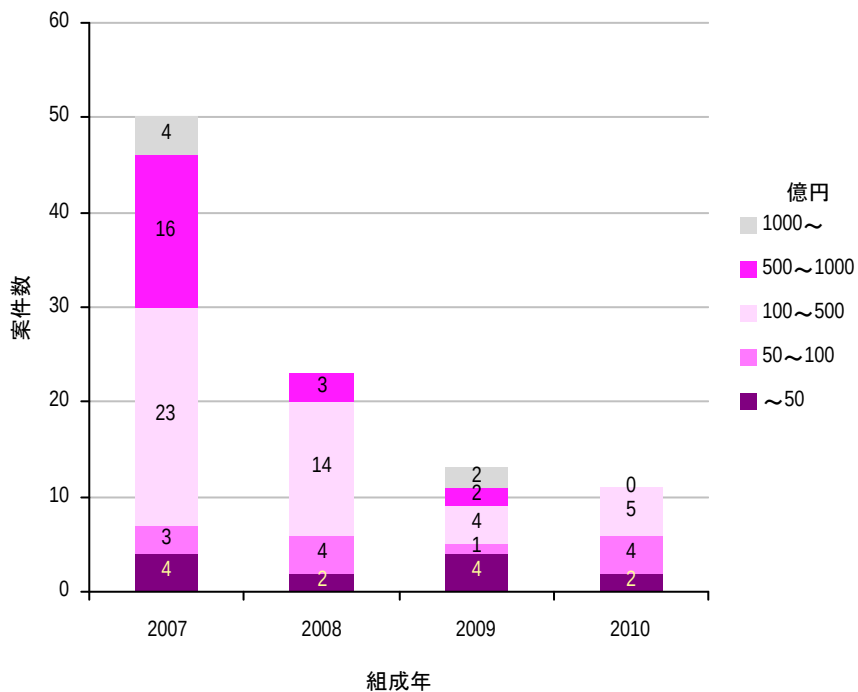
- CMBS

- 既発案件の裏付資産の集中リファイナンス期
 - 小規模・複数ローンのコンデュイット物件
 - 新たな資金の提供者が見つかるか？
 - 大型のリファイナンス物件
 - リファイナンス・ニーズをCMBS市場が拾えるか？
- 新規発行は透明性の確保がポイント
 - 少数物件ポートフォリオから再出発
 - 2010年はローンの延長線上の案件が中心
 - 債務デフォルト後の問題点の整理と改善
- 経済環境の影響
 - 低金利の継続による許容可能リスクの縮小
 - CMBS組成時のコスト競争力が課題
- 2010年の新発は11件
 - 小型、ローンの延長型が中心
 - 格付けはアパート・ローンを裏付けとする1件のみAAA、他はAA～BBB－に分布

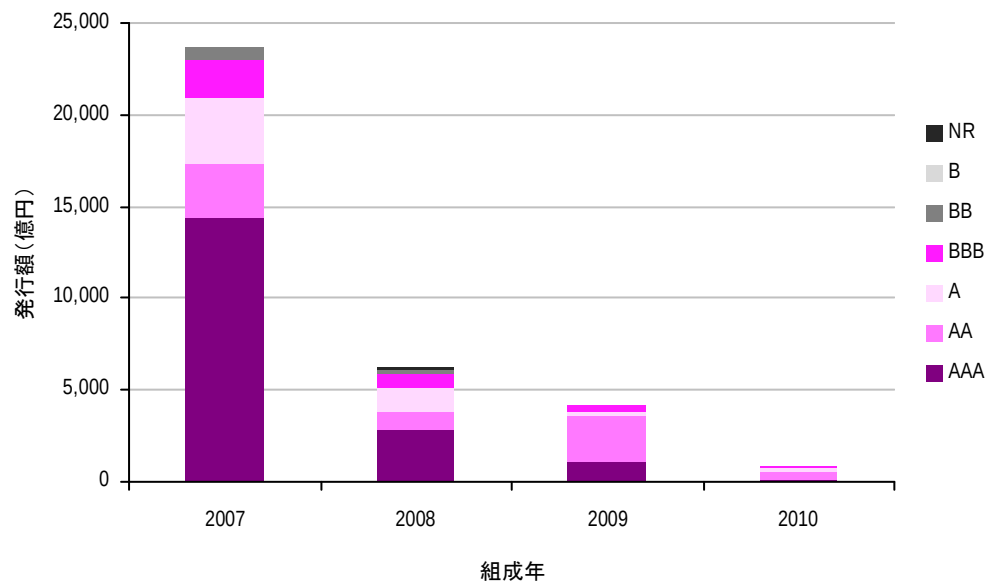
発行市場

ピーク後の推移

案件規模の分布



格付けの分布



出典: UBS証券

流通市場

流動性の低い状況に変化はない

- 証券化商品共通

- 流動性の低い状況に変化はない
- 価格の不透明性
- 裏付資産の開示率の低さ

- CMBS

- 2006年～2007年組成のローンを中心にデフォルトが発生
 - デフォルト発生率＝48%（2010年1月～11月、件数）
- アパート・ローンの案件のパフォーマンスは安定的に推移
- 2009年：格付会社の一斉見直し（基準変更）により格下げが大量に発生
 - 見直し対象の範囲を限定
- 2010年：再度の格下げが発生
 - 大幅な格下げとなった銘柄も
 - 2009年見直し時よりもさらに状況が悪化
 - 2009年の見直しの対象外

CMBSの回収状況は担保物件次第

格付けの一斉見直し概要

格付け機関による格付け手法の見直し

ムーディーズ

2009.4
～2009.7

- 115案件、630トランシェ(当初残高4.5兆円)のうち、57案件339トランシェ(同1.4兆円)を対象に見直しを実施
- スポンサーのリファイナンス余力が低く、2009-2010年に返済期日を迎えるローンに20-30%のリカバリーストレスをかける
- 53案件における293トランシェ(同1.2兆円)を格下げ

S&P

2009.7
～2009.11

- 23案件、93トランシェを対象に見直しを実施
 - 指定済み9案件との合計＝30案件(残高1兆76億円)、135トランシェ(4,954億円)
- 2010年8月末までにリファイナンスを迎えるローンにストレス・バリュースを設定
 - 債権数は約100本(残高約6,600億円)＋デフォルト済みのローン
 - 不動産は約640件(当初査定額 約9,778億円)
- 79トランシェが格下げ、1トランシェがCW継続

フィッチ

2009.7
～(2009.12)

- 46案件のうちラージローン型の36案件を対象に見直しを実施
 - ラージローン以外のCMBSについては、サンプル物件の実査を実施
- 2009年末までに、32案件の結果を発表
- ローンの期限では区切らず、ラージローン型の案件全てが対象

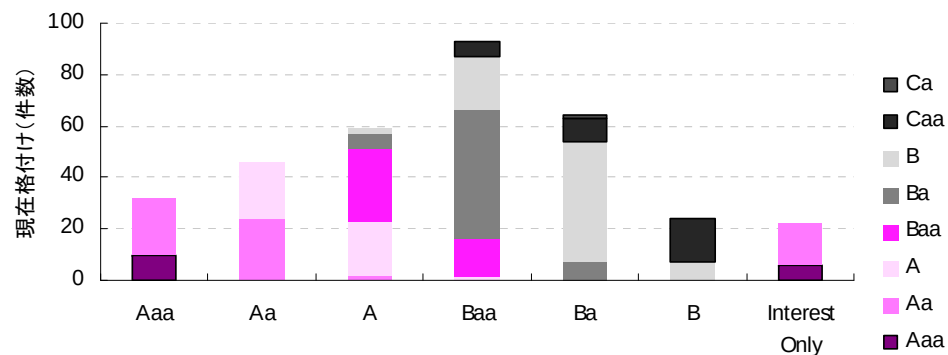
出典: UBS証券

一斉見直し後の格付け (作業終了直後)

当初Baaクラスの80%超が投機的等級に低下

MDYの見直し結果

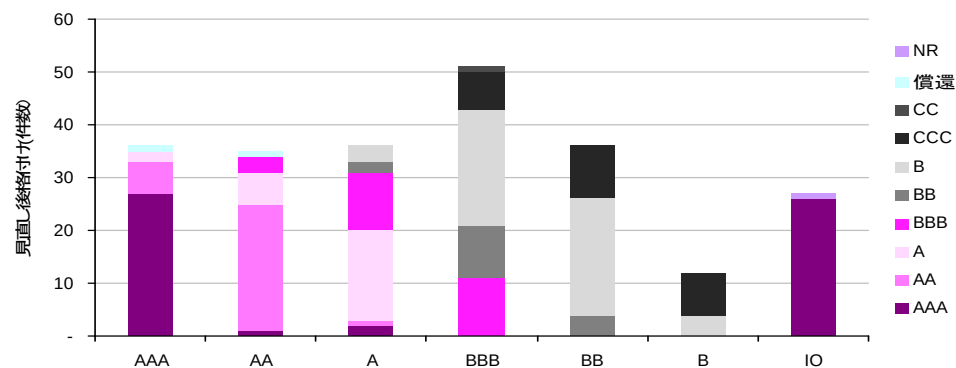
出典:MDY発表資料よりUBS証券作成



当初格付け

S&Pの見直し結果

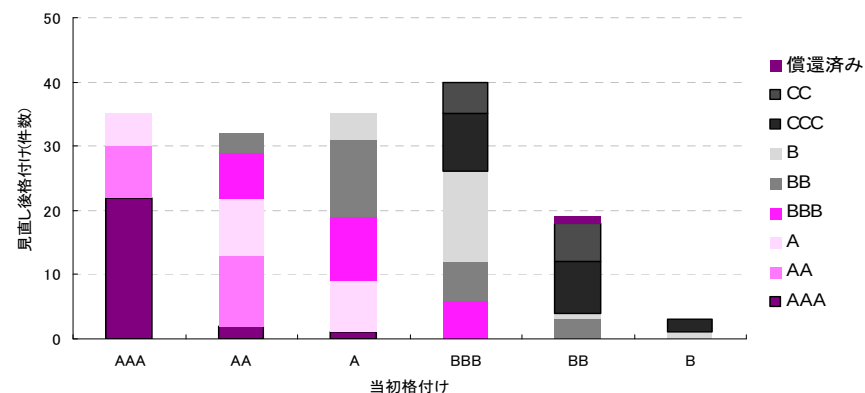
出典:S&P発表資料よりUBS証券作成



当初格付け

Fitchの見直し結果

出典:Fitch発表資料よりUBS証券作成



流通市場

属性で格差

- 流通市場での問題点
 - － ディスクロージャの低さによる弊害
 - － ディスクロージャの推進に対する投資家の反応は賛否両論
 - － 案件の個別性の強さ
 - － ウォーターフォールの違い
 - － 価格の不透明性
 - － 価格インデックスの不在
 - － 価格決定要素の市場コンセンサスの欠如
 - － アレンジャー不在案件の取り扱い
 - － 債権者の意見の取りまとめは受託者が代替？
 - － 当初の契約に指定がない場合
 - － 現在は、受託者のボランティアで対処
 - － 評価用の時価は対応できず

制度と市場

- 自己資本規制の改訂(バーゼルⅢ)
- 会計基準の変更
 - － IFRS
- 各国の規制
 - － 監督強化の方向
 - － 開示を促す方向
- 国内
 - － 金融商品取引法
 - － 格付けの取り扱い(2010年10月1日施行、2011年1月1日まで経過措置有り)
 - － 証券化商品の販売等に関する規則の制定、標準情報レポーティングパッケージ(SIRP)の策定
 - － 証券会社の自主規制
- 米国
 - － 米国証券取引委員会(SEC) 規則17g-5
 - － NRSRO登録格付機関についての開示規制
 - － 2010年6月2日以降に発行される証券化商品に適用
 - － 米国外(発行体が米国人ではない、米国籍の投資家が保有しない)取引に対しては実施時期を延期(2011年12月2日)
 - － 消費者保護法(Dodd-Frank法)の規制
 - － オリジネータ等の劣後保有比率の規制

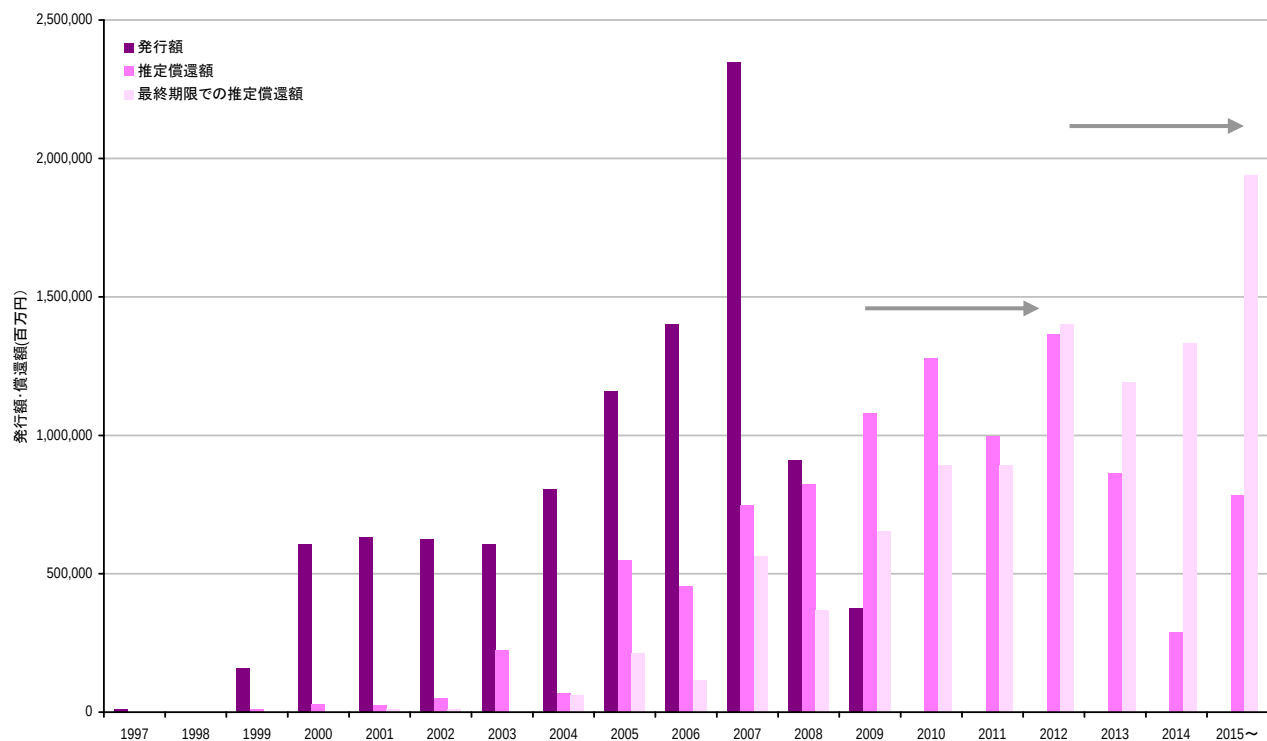
セクション 2

裏付債権のデフォルト状況

暦年別発行額と推定償還額

2009年～2012年に2.7兆円の裏付債権が期日を迎える

CMBSの暦年発行額と推定償還額(2009年12月末までの試算)



注1: 予定償還期日が不明の銘柄は最終(法定)償還期日より2年早い時期を、最終償還年も不明の場合は予定償還年限を5年と仮定して試算。

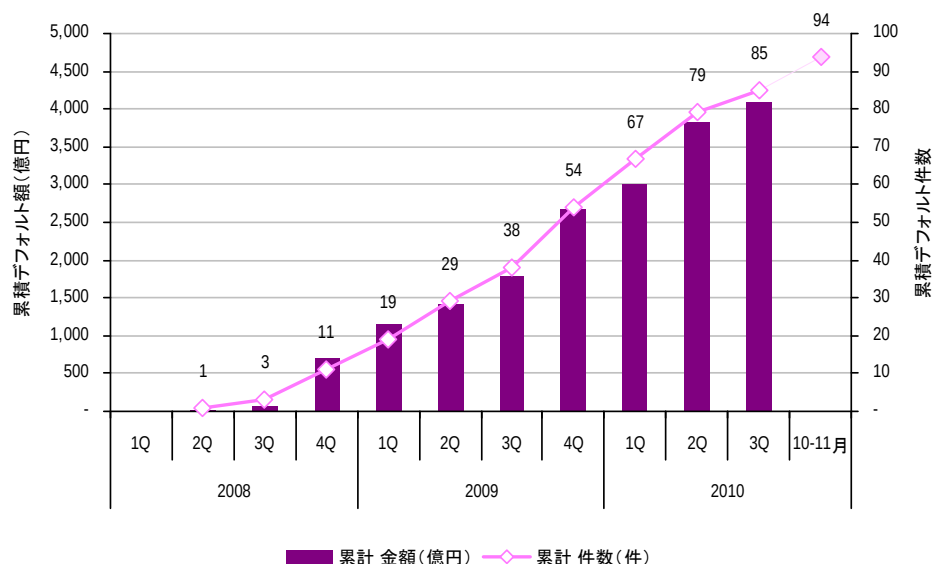
注2: 1: 2009年12月末までに発行が確認された銘柄対象とする。

出典: UBS証券

最終期日のピークは2012年以降

ローン・レベルでのデフォルト発生状況

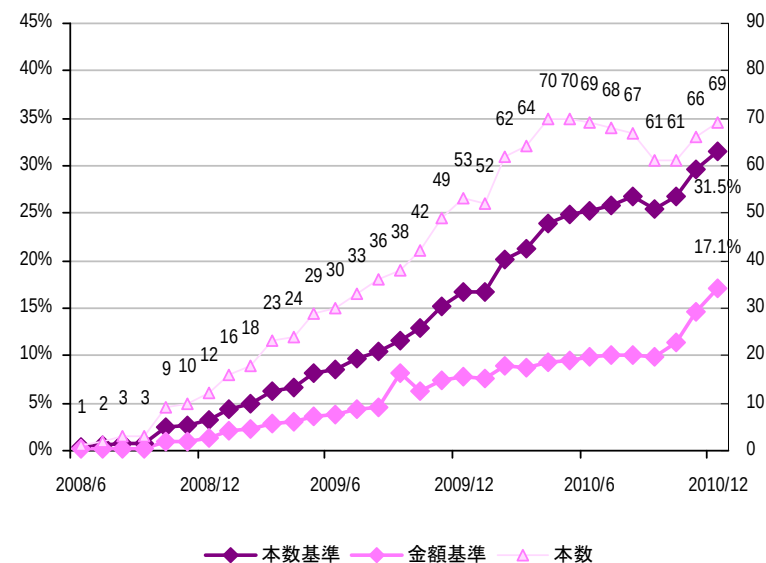
S&P:デフォルト債権の累積発生状況



S&P
2010年9月:
 合計 4,103億円
 期日徒過75本(3,513億円)
 スポンサー等の破綻 9本(564億円)
 その他 1本(26億円)
 * 2010年は9月まで期日徒過以外の事由なし

MDY:デフォルト債権の現存状況

*回収済み債権を除く

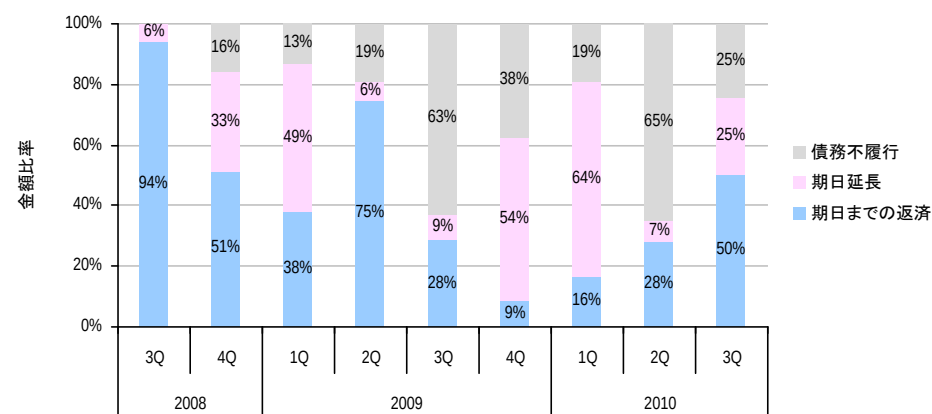
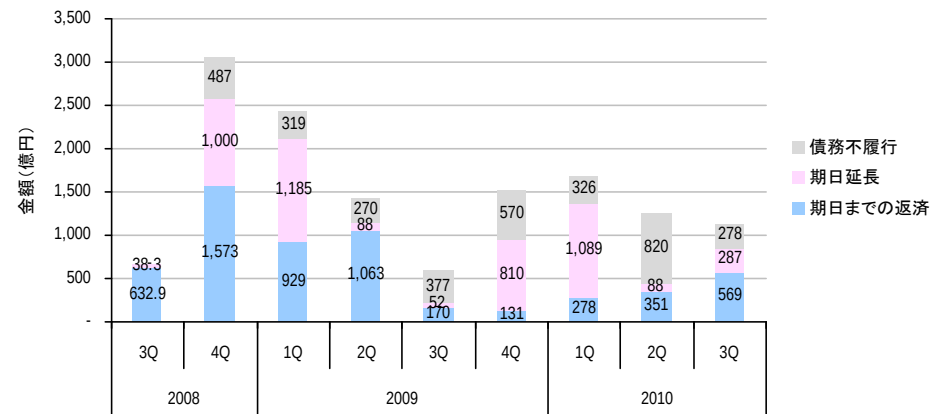
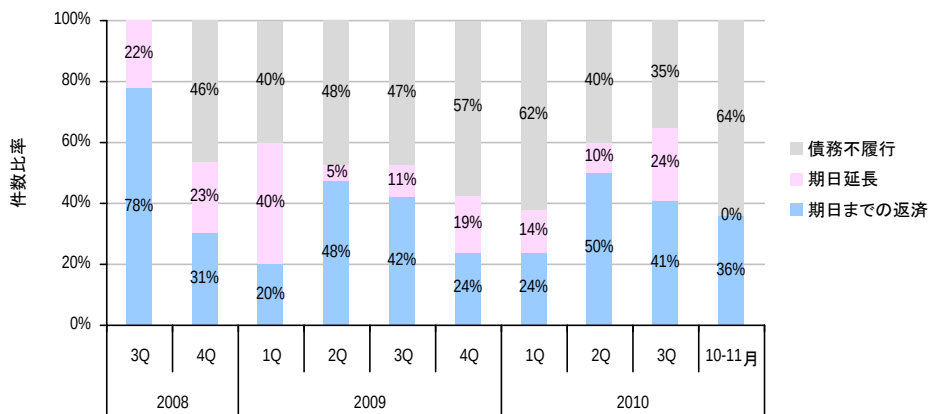
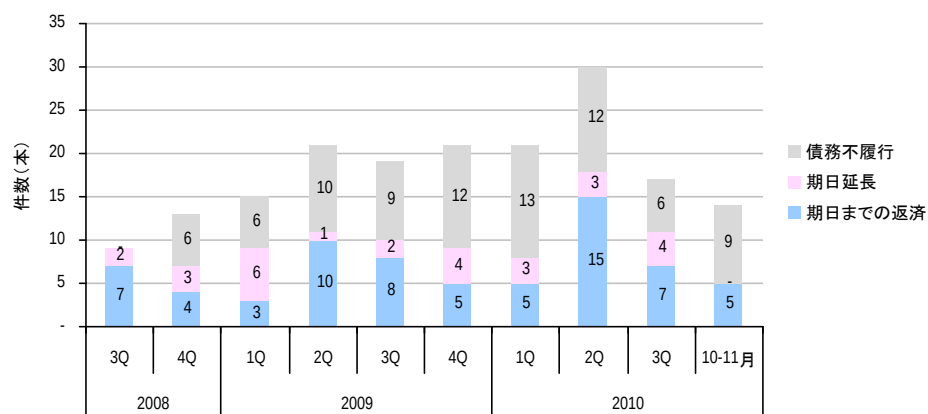


Moody's
2010年12月現存:
 69本(4,164億円)
 本数の3割、残存額の17%

出典:スタンダード・アンド・プアーズ、ムーディーズ発表資料よりUBS証券作成

ローン期日迄の返済の達成状況

S&P:2010年は返済率が改善しているように見える



注: 月次レポートでは金額内訳は示されないため、四半期レポートを待つ必要がある。

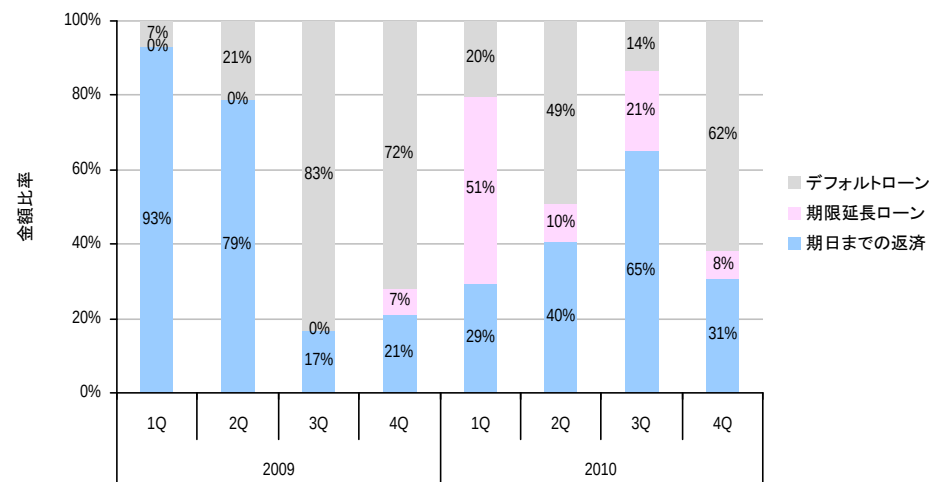
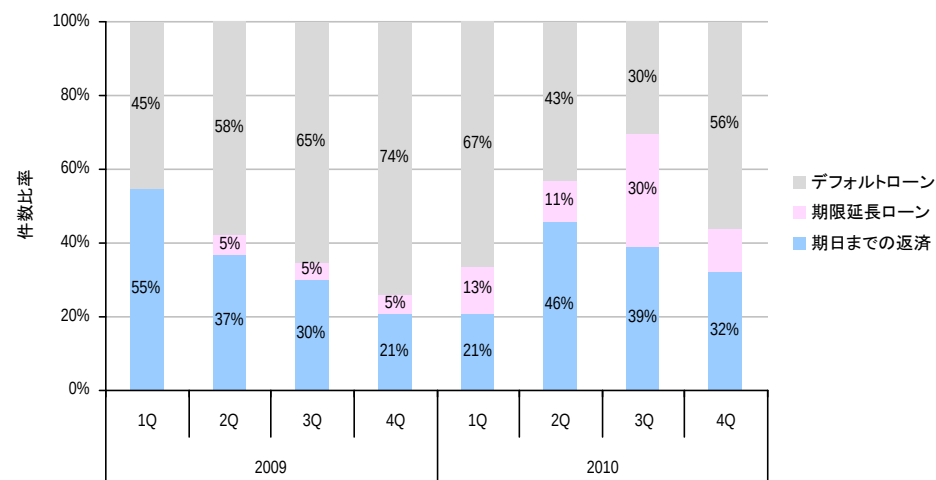
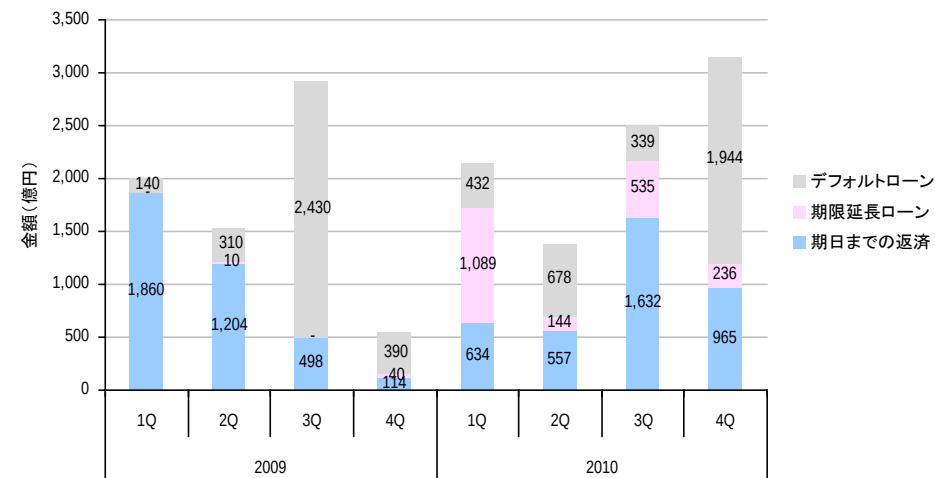
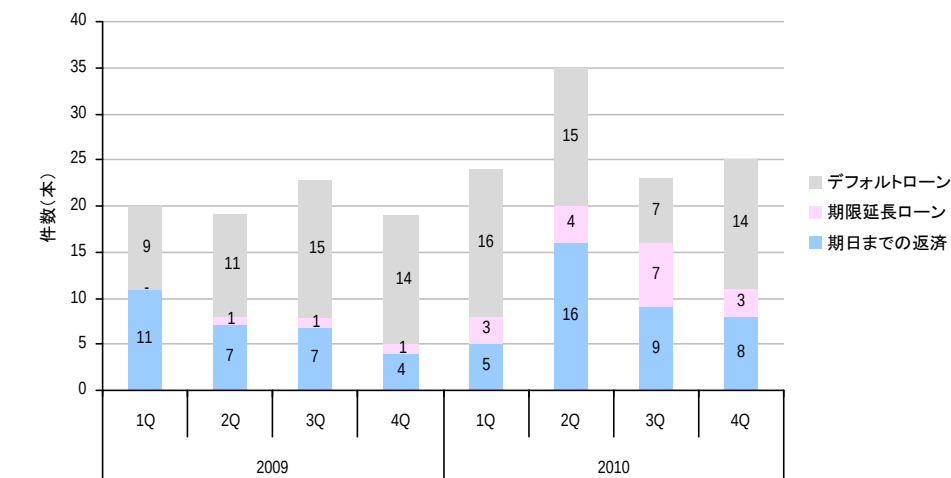
10~11月は月次レポートの数値の累計。

出典: スタンダード・アンド・プアーズ発表資料よりUBS証券作成

2010年3月には4.5年延長された大型ローンも

ローン期日迄の返済の達成状況

MDY:2010年は4Qに懸念債権が集中していた



注:月次レポートの値を累計。

出典:ムーディーズ発表資料よりUBS証券作成

セクション 2.A

裏付債権のデフォルト状況

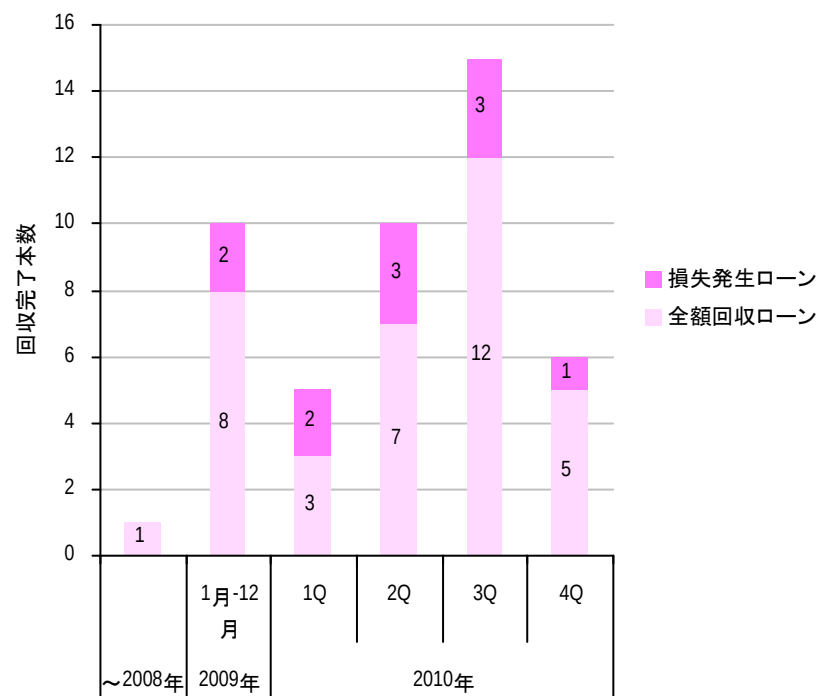
デフォルト後の回収状況

デフォルト債権の回収状況

2010年は回収実績が増加

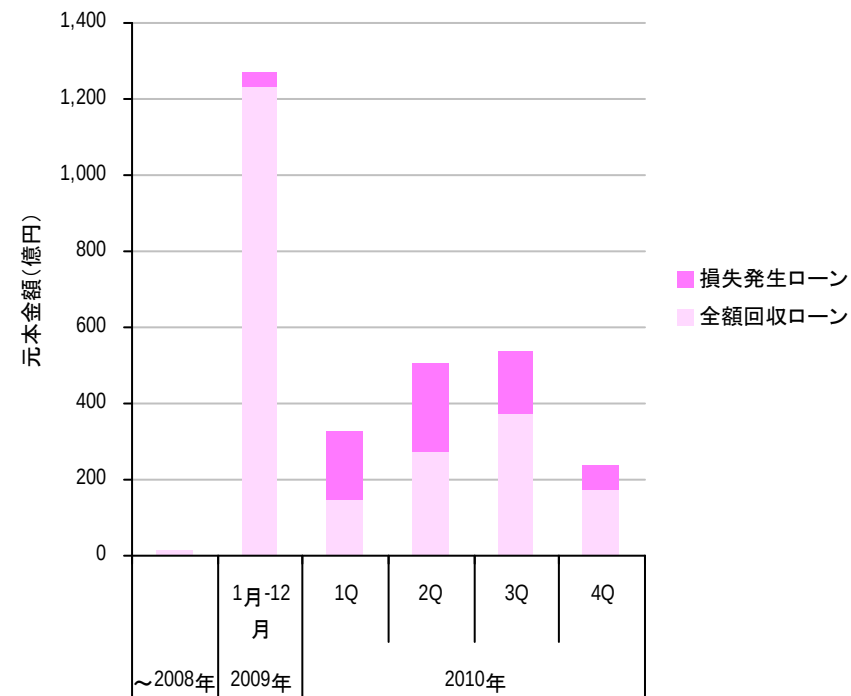
回収が完了した債権(本数)

平均回収期間=7ヶ月



回収が完了した債権(金額)

平均回収率=68%、平均回収期間=12ヶ月



出典:ムーディーズ発表資料よりUBS証券まとめ

デフォルト後の期間の経過、不動産市況の変化→デフォルト前の債権にも影響

デフォルト債権の回収状況

回収が完了した債権の属性と回収率

	全額回収										毀損
	ローン 1	ローン 2	ローン 3	ローン 4	ローン 5	ローン 6	ローン 7	ローン 8	ローン 9	ローン 10	ローン 11
回収情報年月	2010年5月	2010年6月	2010年7月	2010年7月	2010年7月	2010年7月	2010年9月	2010年9月	2010年9月	2010年9月	2010年6月
デフォルト年月	2010年4月	2010年4月	2010年4月	2010年6月	2010年4月	2010年6月	2010年2月	2010年3月	2010年4月	2010年5月	2008年10月
裏付け物件数(デフォルト時点)	3	1	1	9	1	9	6	5	6	4	25
回収物件数	3	1	1	9	1	9	6	5	6	4	25
回収物件所在地	東京×3	千葉	神奈川	東京 他	神奈川	東京 他	東京 ほか	千葉 ほか	愛知 ほか	兵庫 ほか	東京
回収物件タイプ	オフィス×3	リテール	リテール	オフィス	リテール	オフィス	住居	住居	住居	住居	賃貸マンション
回収額規模	100億円超	10億～50億円	10億～50億円	100億円超	10億～50億円	100億円超	10億～50億円	10億～50億円	10億～50億円	10億～50億円	100億円超
当初LTV	66.5%	62.9%	63.8%	65.1%	63.8%	65.1%	76.9%	77.7%	80.0%	78.4%	86.5%
劣後ローンの有無	有	無	有	有	有	有	無	無	無	無	N/A
回収額／デフォルト時ローン残高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	75.0%
回収額／当初査定価格	65.9%	53.5%	58.6%	64.9%	58.6%	64.9%	76.9%	77.7%	79.9%	78.4%	65.0%
CMBS案件組成時期	2007年	2006年	2005年	2007年	2005年	2007年	2007年	2007年	2007年	2007年	2005年
当初S&P NCFに対する現在のNCF	73.2%	100.1%	105.9%	100.9%	105.9%	100.9%	99.5%	96.5%	91.3%	98.4%	N/A
裏付け不動産の当初評価額加重平均の稼働率	69.2%	95.0%	100.0%	96.9%	100.0%	96.9%	92.8%	90.6%	91.3%	90.0%	N/A
回収方法	ローン譲渡	物件売却	ローン返済	ローン譲渡	ローン返済	ローン譲渡	ローン譲渡	ローン譲渡	ローン譲渡	ローン譲渡	物件売却

出典: スタンダード・アンド・プアーズ発表資料を元にUBS証券まとめ

元本毀損率の試算結果

	物件売却額(当初評価額＝100%)					
当初LTV	100%	75%	67%	50%	33%	25%
55%	82%	36%	21%	-9%	-39%	-55%
65%	54%	15%	3%	-23%	-49%	-62%
75%	33%	0%	-11%	-33%	-56%	-67%
85%	18%	-12%	-22%	-41%	-61%	-71%

出典: UBS証券

メザニン部分まで証券化対象であったか？



デフォルト債権の回収状況

物件属性別の回収率(2009年5月～2010年6月)

	売却金額割合(当初評価額比)		売却物件数 (件)	売却期間 (単純平均、日)
	加重平均ベース	単純平均ベース		
物件タイプ				
オフィス・ビル	64.2%	68.2%	11	286
リテール	52.0%	66.9%	5	195
賃貸マンション	67.9%	71.7%	65	336
その他	45.4%	60.5%	3	231
計	62.2%	70.5%	84	317
物件所在地				
東京	65.2%	73.6%	24	318
東京以外	60.5%	69.3%	60	317
計	62.2%	70.5%	84	317

注1: リテール物件には案件当事者間で早期売却が合意された特殊な1物件が含まれる。

注2: 物件タイプの「その他」には、駐車場、有料介護施設などを含む。

出典: スタンダード・アンド・プアーズ

個人富裕層が下支え

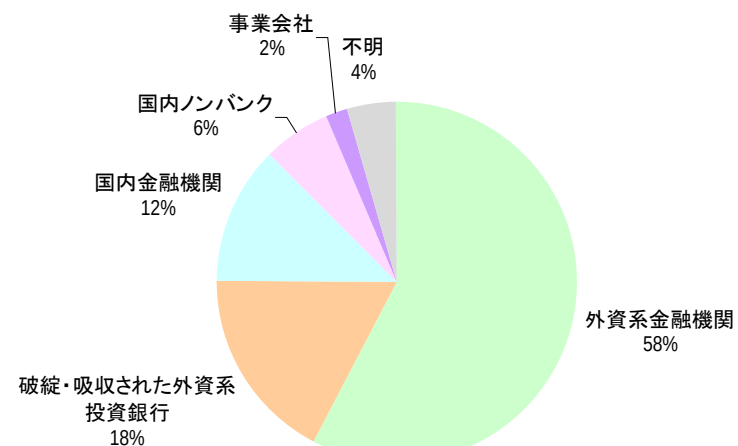
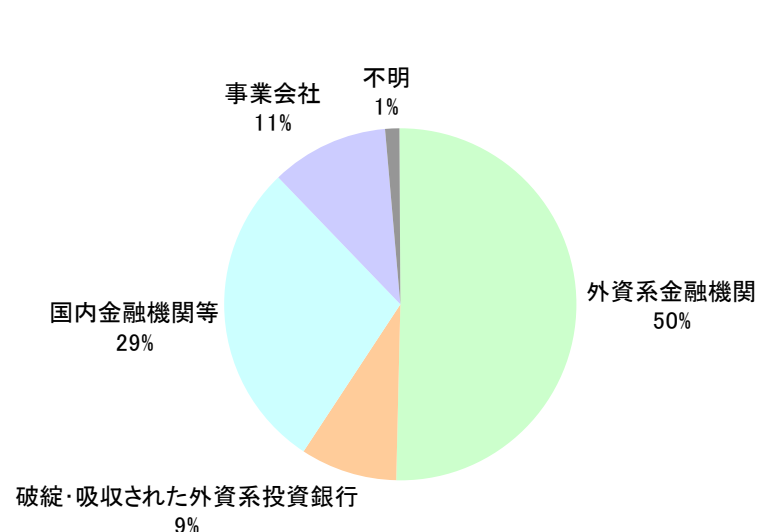
裏付資産の動向まとめ

- 物件の稼働状況、収益状況はリファイナンス可否の参考指標とはならない
- オリジネータやスポンサーの資金調達力が弱い場合はリファイナンス時のLTVが重要
 - － 調達力の高いオリジネータ等＝ローン、債券などで償還資金を調達
 - － 市場性の高い物件＝ローンの延長、リファイナンス等に対応
 - － 100億円超の指標性の高い大型物件は不動産市場には放出されにくい
- 物件属性により格差
 - － デフォルト債権の所在地は東京都以外の比率が高い
 - － 住居・オフィスは流動性が期待される
 - － 商業施設、ホテルは苦戦
- 足元の変化
 - － 個人富裕層の浮上
 - － 都心部の一部物件に回復の兆し

2010年・2011年償還予定CMBSのオリジネータ別内訳

2010年は5割弱*がデフォルト

2010年償還CMBS



注: アモチは考慮していない。格付けリストで現存が確認できなかった案件は償還済みとして取り扱い

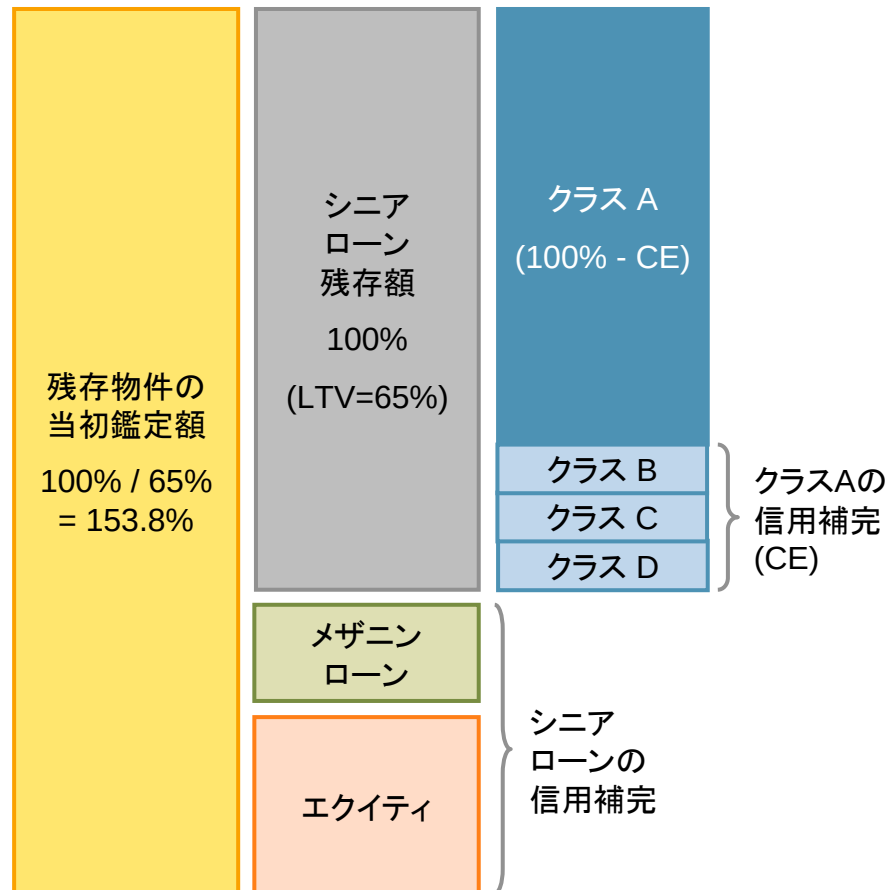
出典: UBS証券

*: 件数比。2010年1月～11月での暫定集計値

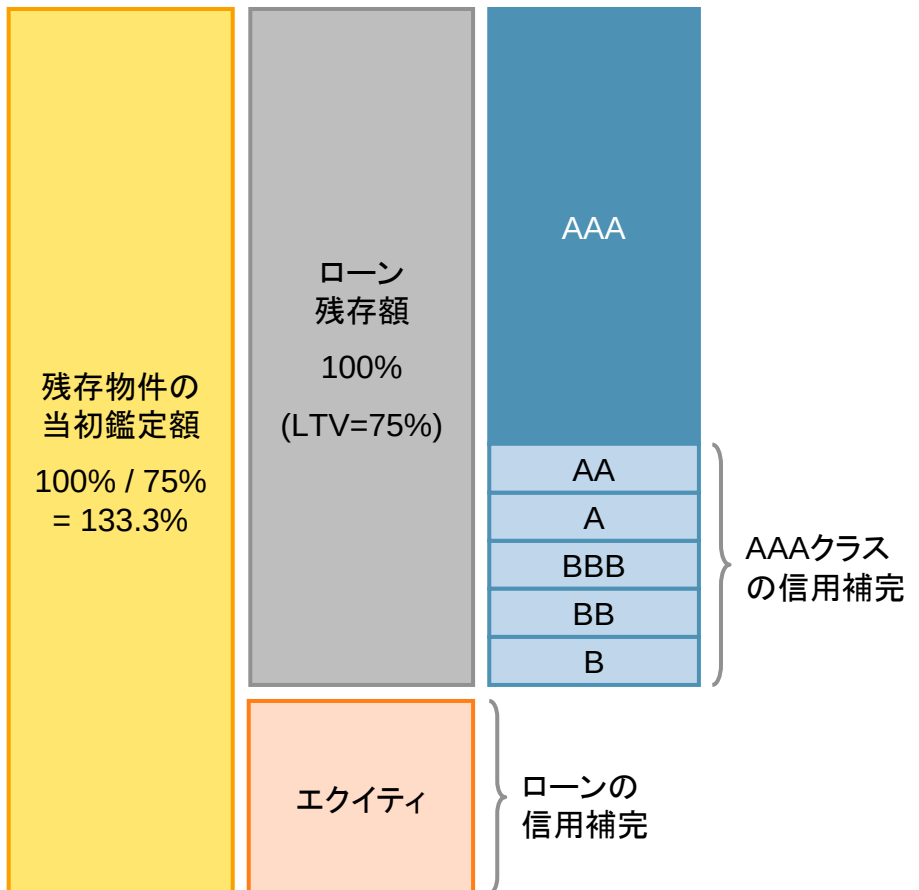
2010年、資金調達力の高いオリジネータ等ではSB等でリファイナンスされたものも

〈参考〉CMBSの優先劣後構造

証券化対象の下に劣後債務が存在



メザニン部分も証券化



出典: UBS証券

アナリスト保証事項

アナリスト保証事項

この調査レポートの全体あるいは一部の内容に主に責任を持つ各アナリストは、このレポートで言及した各証券または発行者に関し、以下のことを保証します。(1) レポートに記載した全ての意見は、これらの証券または発行者に関するアナリスト個人の意見を正確に反映したものです。(2) アナリストの過去の、現在の又は将来の報酬のいかなる部分も、直接的、間接的を問わず、調査レポートの中にアナリストが記載し、又は今後記載する特定の投資判断や意見に関連するものではありません。

免責条項

当資料はUBS AGの関連会社であるUBS証券会社によって作成されました。UBS AG、その子会社、支店及び関連会社は以下UBSと総称され、ある国においてはUBS SAとも記述されています。

当資料は各国の準拠法により許可される状況のもとに配布されます。当資料に含まれるいかなる投資戦略や推奨は、受領者の個々の状況に相応しい、又は、適している旨の保証をするものではなく、個人的な推奨を示すものでもありません。いかなる管轄国においても、当資料は情報提供のみを唯一の目的としており、いかなる証券もしくは金融商品に係る売買の広告や勧誘ではありません。UBS AG、その関連会社及び子会社に関わる情報を除き当資料に記載されている情報の正確性、完全性及び信頼性については、明示されていると否に関わらず、UBS証券会社及びUBSグループ企業のいずれもそれらを保証するものではなく、当資料に記載されている証券、市場、市況についての完全な内容もしくは概要を紹介することを意図して作成されたものでもありません。UBSはお客様が投資により利益を得ることを保証いたしません。また、お客様と投資による損益を共にすることをお約束することいたしません。投資にはリスクが生じますので、投資の判断を行う場合は慎重を期してください。当資料はご利用者の判断を代替・軽減するものではなく、投資その他の判断はご自身のご判断・責任でお願いいたします。当資料中に掲載されている内容は事前の通告なく変更されることがあり、前提となる条件、基準の違いなどから、UBSの他のグループ企業または事業部門によって表明される意見と当資料の意見とは相違または齟齬をみることがあります。UBS Investment Bankの調査部門のマネジメントの独自の裁量により、リサーチの新規カバレッジ、更新、中止を決定します。当資料に掲載されている分析は幾多の前提から成り立っています。別の前提によっては著しく違う結果をもたらす事があるかもしれません。当資料の執筆を担当するアナリストは、市場の情報の収集、総合、解釈の為にトレーディング及びセールス部門の従業員やその他の機関との情報のやりとりがあったかもしれません。UBSは当資料に掲載されている情報を更新する義務を負いません。UBSは、「インフォメーション・バリア」という情報隔壁を設けることで、UBSグループ会社間、部門間における情報伝達を管理することがあります。当資料を執筆したアナリストの報酬は、調査部門のマネジメントとシニア・マネジメント(投資銀行部門を含まない)により単独に決定されます。アナリストの報酬は投資銀行部門の収益に基づいてはいませんが、投資銀行、セールスやトレーディング部門から成るUBSインベストメント・バンク全体の収益に関係する場合があります。

当資料に掲載されている金融商品は全ての地域もしくはある一部の投資家に適当なものではありません。オプション取引、デリバティブ取引、先物取引は、必ずしも全ての投資家にとってふさわしい商品とは言えず、これらの商品の売買には危険が伴うと考えられています。抵当証券及び資産担保証券は高いリスクが伴い、金利やその他市場の状況の変動に応じて、ボラティリティが高くなることがあります。過去の実績は必ずしも将来の結果の指標となるものではありません。為替レートの変動により、前提となる条件、基準の違いなどから、UBSの他のグループ企業または事業部門によって表明される意見と当資料の意見とは相違または齟齬をみることがあります。投資のアドバイス、お取引、その他ご質問については当社担当者にご連絡ください。UBS及びUBSの関連会社もしくはUBS及びUBSの関連会社の役員・従業員またはその代理人は、当資料の一部または全てを利用することにより生じたいかなる損失・損害についても責任を負いません。

EUにおいて規制されている市場で取引を認められた金融機関:UBS AG、その関連会社または子会社(UBS Securities LLC及びまたはUBS Capital Markets LPを除く)は発行体の金融商品のマーケットメイカーやリクティディティブロバイダー(英国のこれらの用語の解釈に従う)として活動し、リクティディティブロバイダーの活動が他のEUの管轄の法規制によって与えられた定義に従って行われる場合は、それらの情報は当該レポートに別途開示されます。UBS及びその関連会社とその従業員は当資料に記載されている金融商品またはデリバティブ商品のロングまたはショート・ポジションを持ち、自己勘定取引及びその他売買をおこなっている場合があります。

当資料に表示されている価格は、お客様への情報提供のみを目的とし、個別の証券又はその他の金融商品の価格評価を表示するものではなく、そのような価格で取引が実際に成立したり、成立する可能性がある则表示するものではありません。また、いかなる価格もUBSの内部の帳簿や記録、または理論的なモデルに基づいた価格評価を必ずしも反映しているものではなく、ある一定の前提に基づいている場合があります。UBSまたはその他の情報源により異なる前提がとられると、結果が著しく相違する場合があります。

英国、その他のヨーロッパ:以下に別途記載がない限り、当資料は、UBS AGの子会社であるUBS Limitedにより、「適格カウンターパーティ(eligible counterparty)」及び「プロ顧客(professional clients)」であるお客様向けに発行・発信されており、当該者のみが利用することができます。当資料にある情報は「リテール顧客(retail clients)」のお客様向けのものではなく、また、リテール顧客のお客様はこの情報を信頼すべきではありません。UBS Limitedは英国FSAに規制されています。UBSのレポートはディスクロージャーに関する英国FSAの全ての規制及び法令を遵守しており、これらはレポート上に表示されています。フランス:当資料はUBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Securities France SAIにより配布されます。UBS Securities France S.A.はAutorité des Marchés Financiers (AMF)に規制されています。また、UBS Securities France S.A.のアナリストは当該レポートの発行に貢献したので、当該レポートはUBS Securities France S.A.により発行されたともみなされます。ドイツ:UBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Deutschland AGにより配布されます。UBS Deutschland AGはBundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin)に規制されています。スペイン:当資料はUBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Securities España SV, SAにより配布されます。UBS Securities España SV, SAは、Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)に規制されています。トルコ:UBS Limitedの代理としてUBS Menkul Degerler ASIにより発行され、UBS Limitedにより配布されます。ロシア:UBS Securities CJSCにより発行及び配布されます。スイス:当資料はUBS AGにより機関投資家のみに配布されます。イタリア:UBS Limitedにより発行され、UBS Limited及びUBS Italia Sim S.p.A.により配布されます。UBS Italia Sim S.p.A.はBank of Italy及びCommissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)により規制されています。また、UBS Italia Sim S.p.A.のアナリストは当該レポートの発行に貢献したので、当該レポートはUBS Italia Sim S.p.A.により発行されたともみなされます。南アフリカ共和国:UBS South Africa (Pty) Limited (登録番号 1995/011140/07)はJSE Limited, South African Futures Exchange及びBond Exchange of South Africaの会員です。UBS South Africa (Pty) Limitedは認可されたFinancial Service Providerになります。郵便住所と営業所の住所の詳細や役員のリストはご要望に応じお渡し致します。または、<http://www.ubs.co.za>からも入手できます。米国:当資料は米国人に対してはUBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc. (いずれもUBS AGの子会社)若しくは、主要米国機関投資家に限り、米国のブローカー／ディーラーとして登録されていないUBS AGの子会社もしくは関連会社(「非米国関連会社」)より配布されます。UBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc.は、自らが米国人に当資料を配布する際、他の非米国関連会社が作成した当資料の内容について責任を持ちます。当資料で言及された証券に関する米国人による取引はすべてUBS Securities LLCまたはUBS Financial Services Inc.を通じて行われなければならない、非米国関連会社を通じての取引は行えません。カナダ:当資料はUBS AGの子会社であり、カナダの主要証券取引所及びCIPFのメンバーであるUBS Securities Canada Inc.によって配布されます。財務資料及び役職員リストはご要望に応じてお渡し致します。香港:当資料はUBS Securities Asia Limitedにより配布されます。シンガポール:当資料はUBS Securities Pte. LtdまたはUBS AG, Singapore Branchにより配布されます。日本:当資料はUBS証券会社によって機関投資家のみに配布されます。当資料がUBS証券会社により作成された場合は、UBS証券会社が著作者、発行者、配布者になります。オーストラリア:当資料はUBS AG (Australian Financial Services License No. 231087)とUBS Securities Australia Ltd (Australian Financial Services License No. 231098)により、Corporate Act 2001のs761Gの定義による「ホールセール」のお客様のみに配布されます。ニュージーランド:当資料はUBS New Zealand Ltdにより配布されます。インベストメント・アドバイザー及びインベストメント・ブローカーのディスクロージャーはPO Box 45 Auckland NZにリクエストを郵送することにより無料で提供されます。ドバイ:当資料はUBS AG Dubai Branchにより「プロ顧客(Professional Clients)」のみに対し発行及び配布され、アラブ首長国連邦内において再配布はされません。

UBS Limitedが作成したりサードレポートに含まれるディスクロージャーは英国法に準拠します。

当資料の全て、またはいかなる部分についてもUBSの書面による承諾なしに再配布することを禁じ、この点に関し、UBSは第三者からの訴訟に対して何ら責任を負わず、またいかなる問合せにも応じかねます。© UBS 2011。UBSとその鍵のシンボルは登録されている、いなくに関わらずUBSの商標です。当資料の著作権はUBSに帰属します。



金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等:UBS証券会社 東京支店

金融商品取引業者関東財務局長(金商)第232号

加入協会:日本証券業協会、社団法人金融先物取引業協会

UBS証券において証券化商品を当社を相手方として購入される場合は、購入対価のみをお支払いただきます。証券化商品は裏付となる資産のパフォーマンスやキャッシュフローにより価格が変動し当初の投資に損失が生じる場合があります。証券化商品について確立した流通市場がない場合には、その流通性が保証されず投資額の回収に当たって期待どおりに回収できない場合があります、解約・換金できる期間が制限されているものや、あるいは解約するには一定の手数料がかかる場合は、結果的に投資元本を割り込む場合もあります。また関連する法令・税制の変更による費用等の増加により期待どおりの収益を確保できない場合があります。

証券化市場の現状について

2011年1月

宮坂 知宏

クレディ・スイス証券株式会社

証券化商品調査部

+81 3 4550 7171

tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

アナリスト・サーティフィケーションおよび重要な開示情報は巻末のディスクロージャー・アペンディックスに掲載しております。その他の重要な開示情報につきましては
<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照願います。

本資料でご説明する主な内容

- わが国証券化市場の状況
- 補足資料：海外証券化市場の状況（米国、欧州、および豪州）

海外証券化市場のポイント

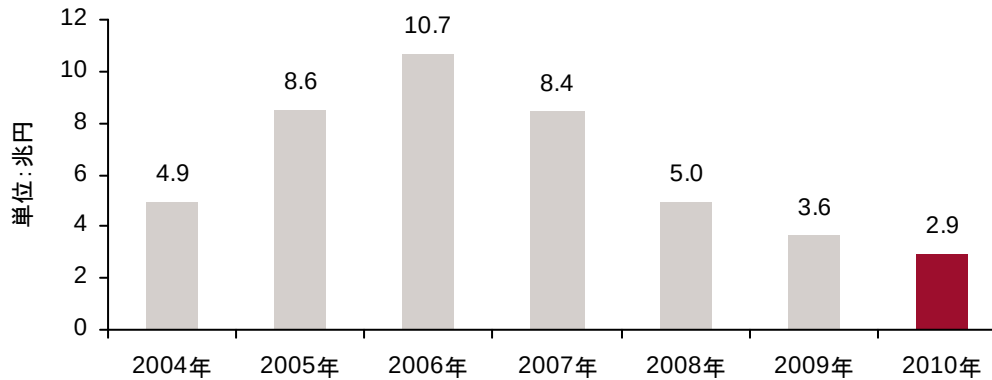
- ・ 米国のCMBSとCLOは、2010年後半から新規発行が増加している。
- ・ 欧州のRMBSは、2010年に発行市場が再開した。
- ・ 豪州のRMBSも、2010年に発行市場が再開した。

I. わが国証券化市場の状況

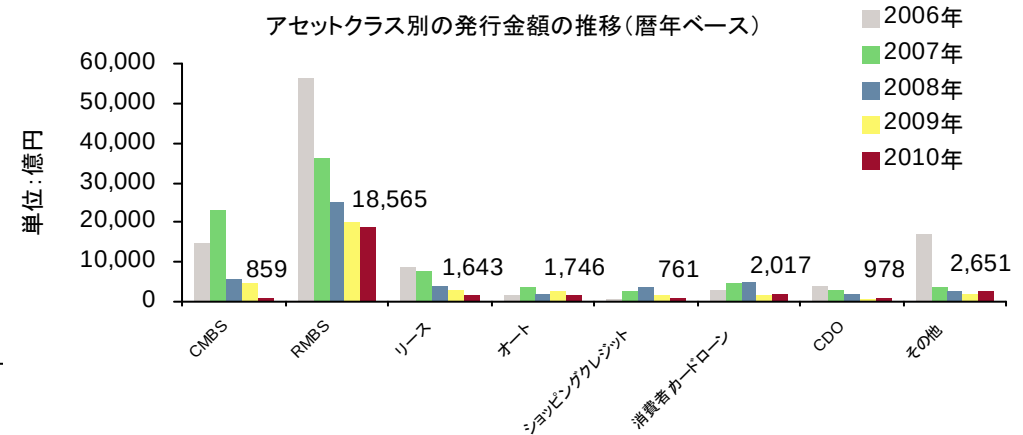
証券化市場の動向

- 2010年（暦年）の証券化商品の発行額は、公表ベースで約2兆9220億円。2009年対比で約19%の減少

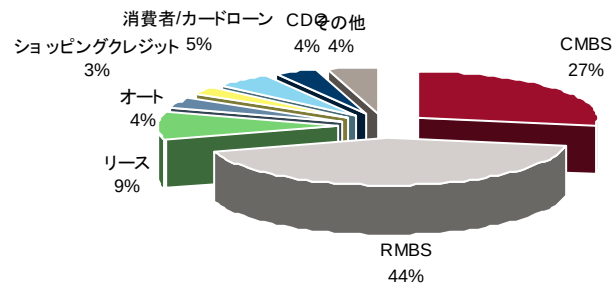
証券化商品の発行金額の推移（暦年ベース）



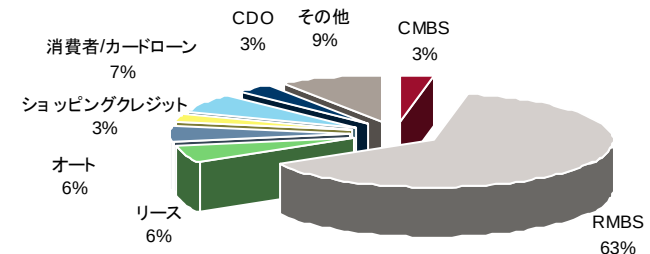
アセットクラス別の発行金額の推移（暦年ベース）



アセットクラス別の内訳（2007年）



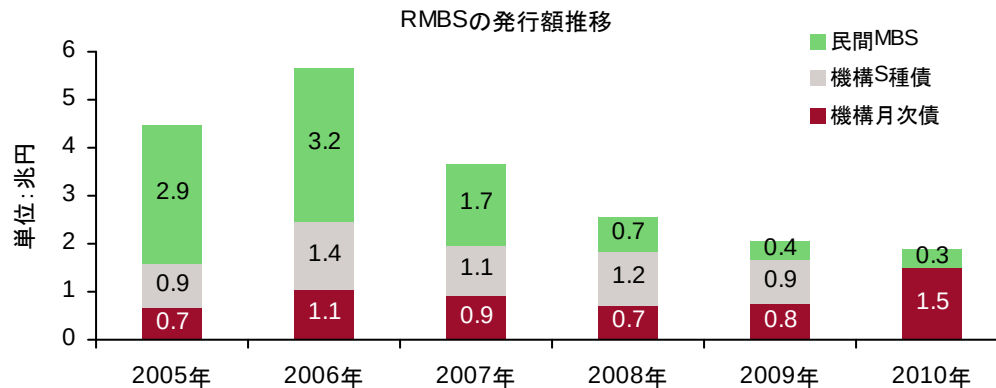
アセットクラス別の内訳（2010年）



（出所）すべてCredit Suisse

RMBSの動向

- 2010年のRMBSの発行額は約1兆8565億円で、証券化商品の発行額全体の約63%を占める。
- 住宅金融支援機構のRMBSは1兆5140億円発行され、RMBS全体の約82%を占める。



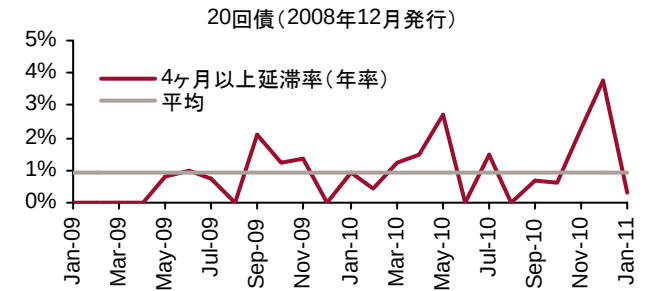
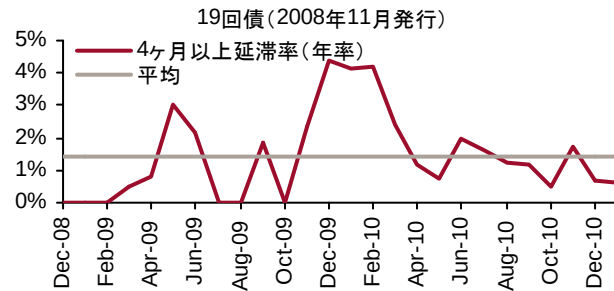
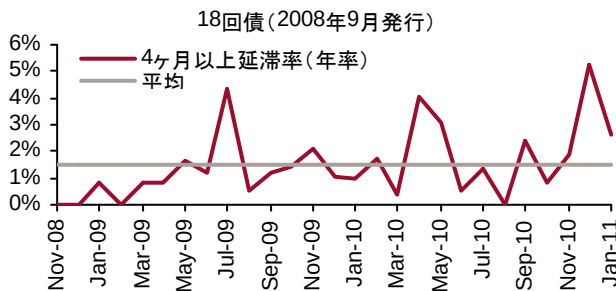
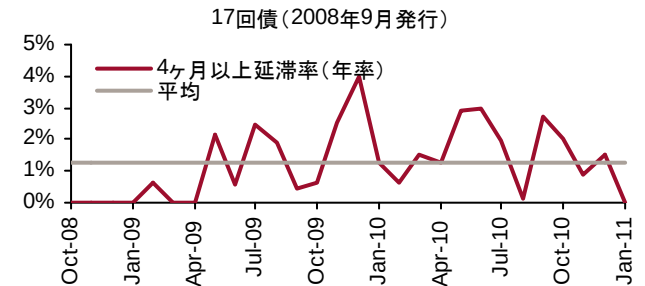
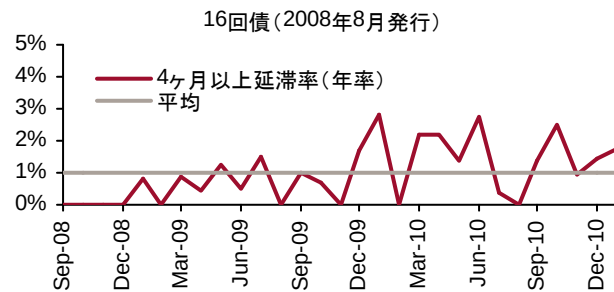
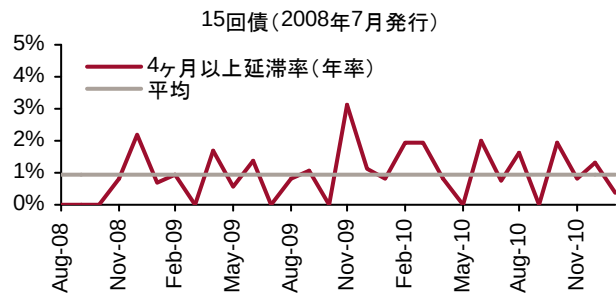
2010年RMBSオリジネーター別発行額上位5社 (単位: 億円)

	発行件数	発行額	上位累積金額	上位累積シェア
住宅金融支援機構	12	15,140	15,140	81.6%
非公表(エー・エム・ワン合同会社)	1	1,328	16,468	88.7%
三井住友銀行	2	695	17,163	92.4%
住友信託銀行	2	600	17,763	95.7%
三井住友海上火災保険	1	174	17,937	96.6%

(出所) すべてCredit Suisse

機構MBSの裏付ローンのパフォーマンス

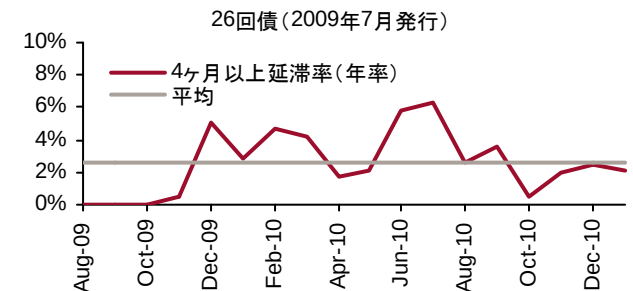
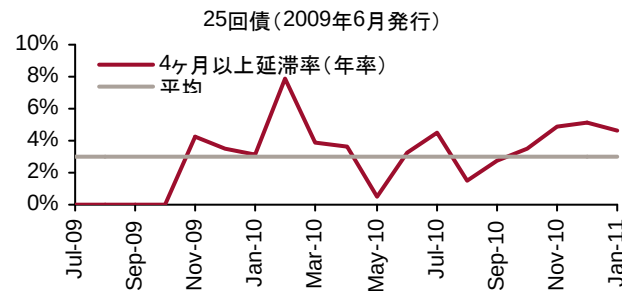
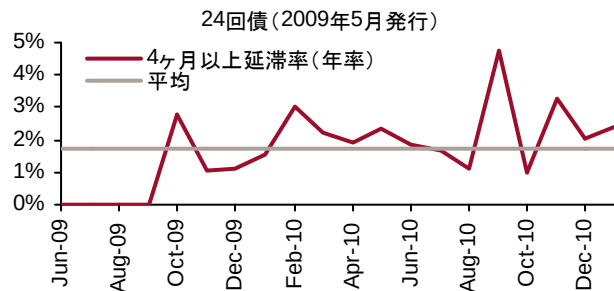
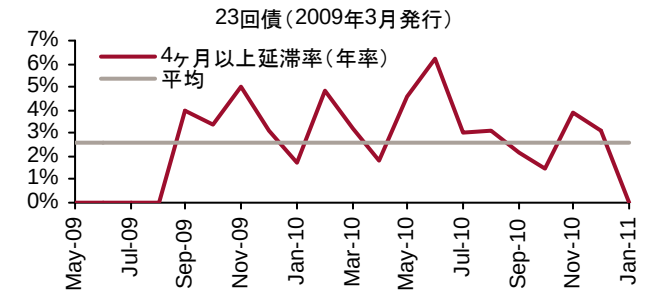
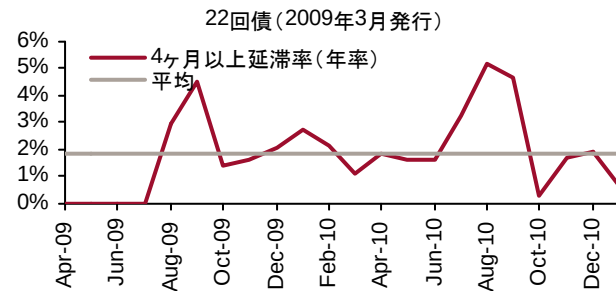
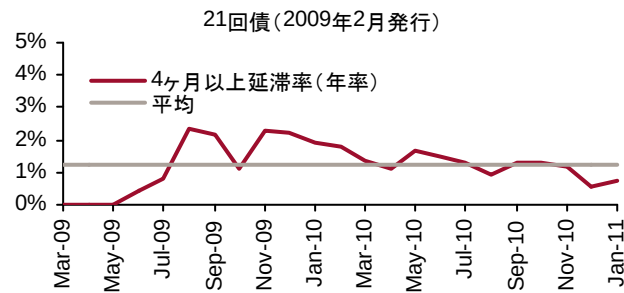
- R&Iが、月次17回～19回債と21回～22回債の担保評価をAAA相当からAA相当に引き下げた。
- これらは、2008年9月～2009年3月に発行されている。



(出所)住宅金融支援機構の公表データからCredit Suisse作成

機構MBSの裏付ローンのパフォーマンス（続き）

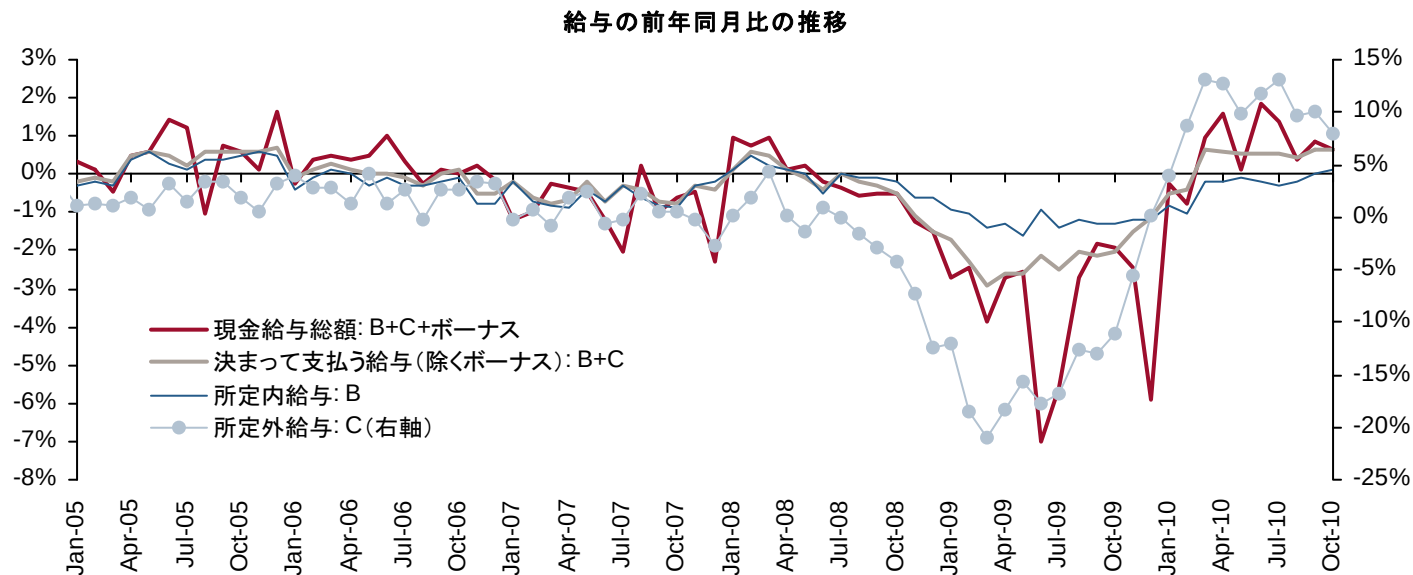
- 23回債以降の4ヶ月以上延滞率も引き続き高い。
- 特に、25回債（2009年6月発行）と26回債（2009年7月発行）の4ヶ月以上延滞率が高い。



(出所)住宅金融支援機構の公表データからCredit Suisse作成

給与の前年同月比の推移

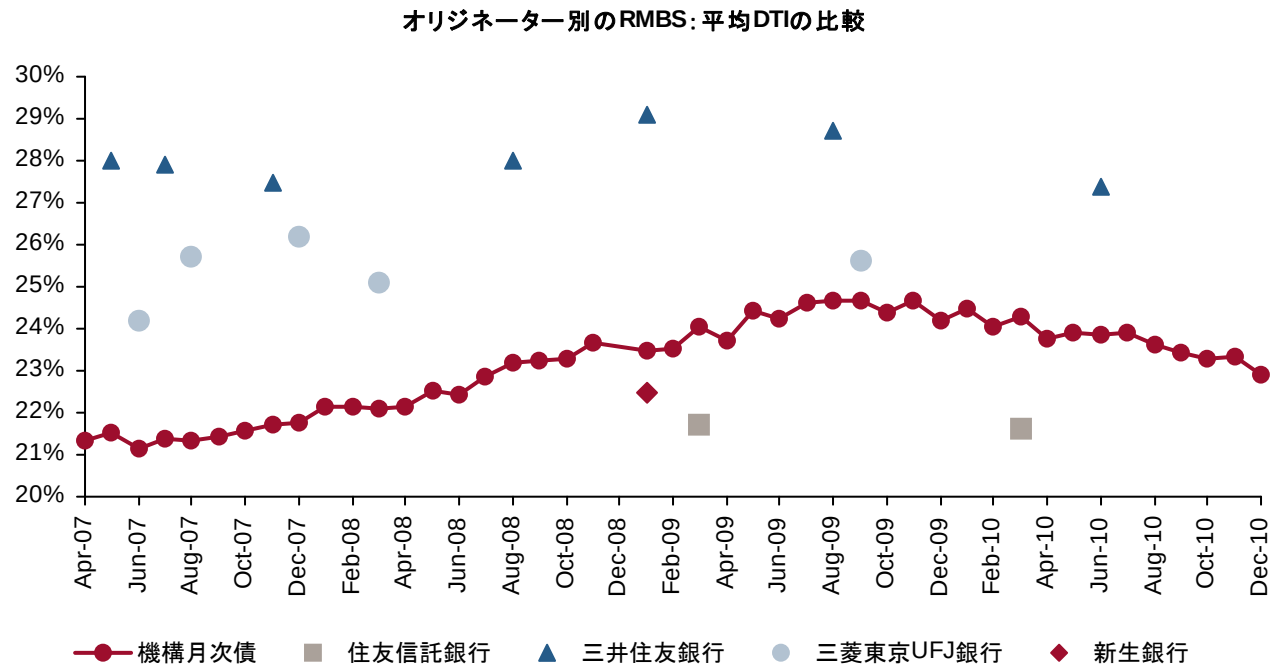
- 厚生労働省の「毎月勤労統計」によれば、2008年秋以降に給与が大きく減少し、2010年に入って改善している様子がうかがえる。
- フラット35の借入申込みには前年の所得証明が必要とされているため、2009年に借り入れた個人の中には、実際にローンを借り入れた時の年収が2008年の水準を下回っていた債務者も存在したと考える。



(出所)厚生労働省「毎月勤労統計」(5人以上事務所ベース)

機構MBS vs. 民間RMBS：平均DTIの比較

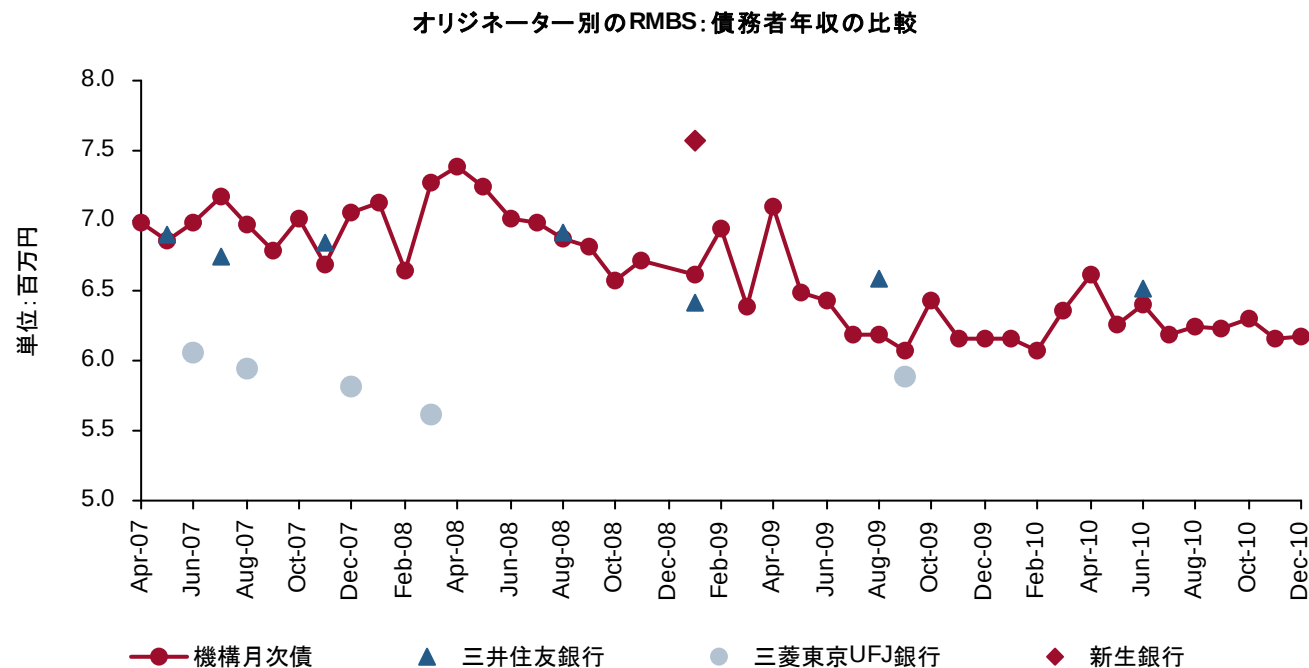
- 住宅金融支援機構MBSのDTI（Debt to Income、返済負担率）は当初、上昇基調にあったが、2009年夏以降は低下傾向へ。
- 民間RMBSは、DTIが機構MBSより高い案件が多い。



(出所)住宅金融支援機構と Moody's の公表データからCredit Suisse作成

機構MBS vs. 民間RMBS：債務者年収の比較

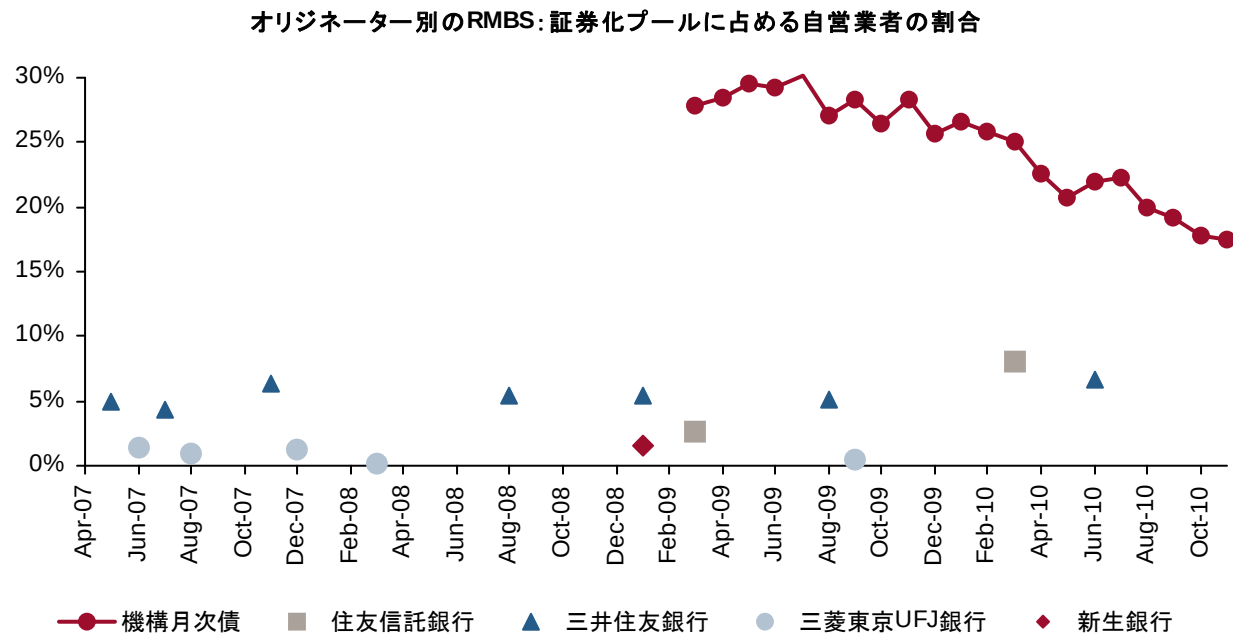
- 住宅金融支援機構MBSの債務者年収は、逡減傾向。
- 民間RMBSの債務者年収は、機構MBSより高いわけではない。



(出所)住宅金融支援機構と Moody's の公表データからCredit Suisse作成

機構MBS vs. 民間RMBS：債務者の職業分布の比較

- 住宅金融支援機構MBSの39回債までは、債務者の内、自営業者の占める割合は20%以上であった
- 40回債以降、自営業者の割合は20%を下回っている。
- 民間RMBSの債務者の内、自営業者の占める割合は極めて低い。



(出所)住宅金融支援機構と Moody's の公表データからCredit Suisse作成

規制の状況

- 金融商品取引法の改正による、格付会社に対する規制強化
- 「バーゼルIIの枠組みの強化」による、銀行投資家への規制強化
- 証券化規制とは直接関係のない複数の法規制の影響
 - ・ 金融円滑化法
 - ・ 2010年4月16日付の経済産業省からの「リース会社に対し、中小企業からリースに関する支払猶予や契約期間延長等の申込みがあった場合には、柔軟かつ適切な対応を行うよう要請する」旨の発表
 - ・ 2009年12月の割賦販売法の改正

ABSのキャッシュフロー・モデル

- 当初の返済スケジュールと、デフォルト率と期限前償還率の実績値があれば、プールのキャッシュフローは再現できる。



オラクルミュ特定目的会社が発行する特定社債の
裏付けとなるオートローン債権の損失及び延滞等の状況

(単位: 百万円)

	総債権残高	40日延滞率	70日延滞率	一括返済率	貸倒債権元本額
2008年5月	10,930	0.79%	0.17%	1.22%	18
2008年4月	11,441	0.96%	0.18%	1.18%	19
2008年3月	12,013	0.95%	0.15%	1.63%	16
2008年2月	12,567	0.88%	0.11%	1.35%	13
2008年1月	13,093	1.04%	0.15%	0.87%	17
2007年12月	13,673	0.82%	0.09%	0.78%	12
2007年11月	14,213	0.83%	0.12%	1.05%	15
2007年10月	14,837	0.78%	0.15%	1.43%	20
2007年9月	15,381	0.87%	0.14%	0.85%	19
2007年8月	15,963	0.90%	0.10%	0.91%	15
2007年7月	16,628	0.67%	0.17%	1.04%	25
2007年6月	17,296	0.76%	0.09%	1.37%	14
2007年5月	17,881	0.50%	0.11%	0.94%	17
2007年4月	18,500	0.52%	0.15%	0.92%	25
2007年3月	19,155	0.54%	0.15%	1.06%	26
2007年2月	19,751	0.49%	0.12%	0.77%	22
2007年1月	20,349	0.39%	0.11%	0.62%	20
2006年12月	21,061	0.42%	0.10%	0.78%	19
2006年11月	21,676	0.45%	0.10%	0.77%	20
2006年10月	22,290	0.32%	0.11%	0.65%	21
2006年9月	22,937	0.40%	0.08%	0.82%	15
2006年8月	23,596	0.25%	0.11%	0.61%	21
2006年7月	24,265	0.21%	0.01%	0.52%	2
2006年6月	24,844	-	-	0.53%	-

(出所) the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

ABSのキャッシュフロー・モデル（続き）

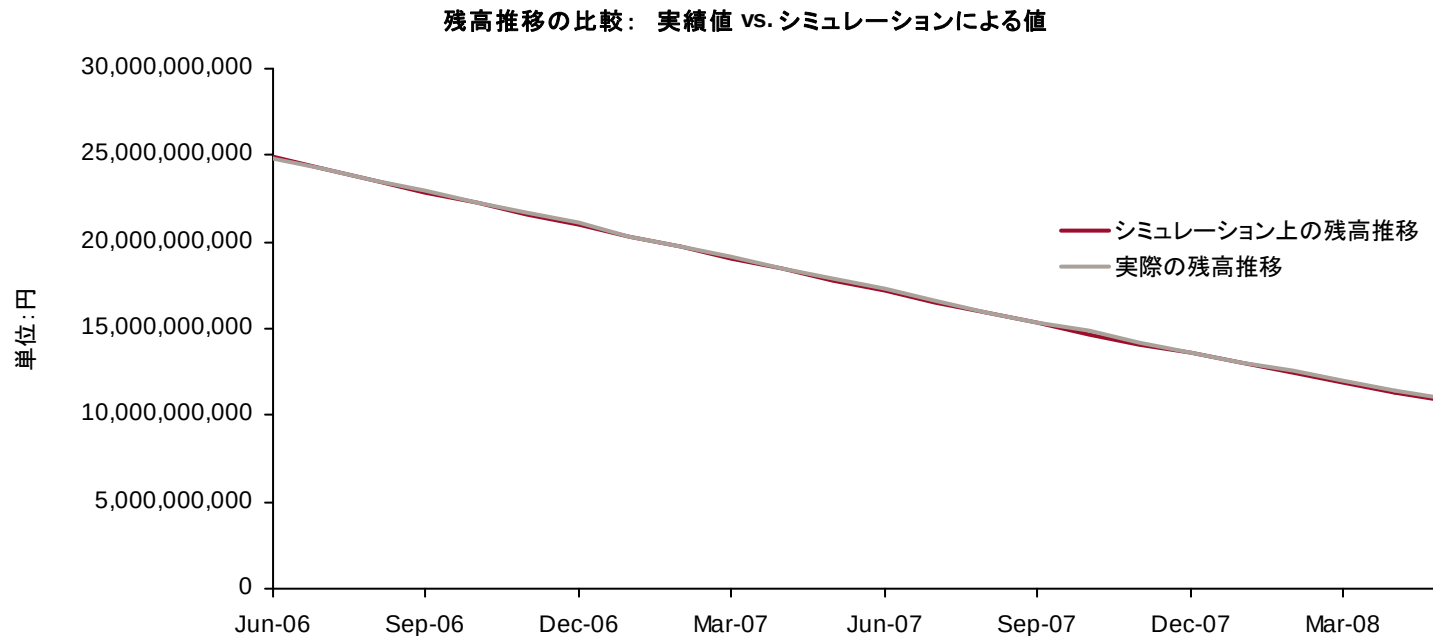
- 当初の返済スケジュールに、デフォルト率と期限前償還率の実績値を加味して、プールの残高推移を計算する。

当初の返済スケジュールの計算							実績値			元本に関する計算				利息に関する計算				シミュレーション上の 残高推移	実際の残高推移
回収月	返済額	内元本	内利息	利息返済残	元本償還残高	総償還残高	70日延滞率	一括返済率	Factor	70日延滞償権	一括返済償権	約定元本	元本残高	70日延滞償権	一括返済償権	利息支払額	利息償還残高		
Jun-06				2,682,466,927	22,201,046,971	24,883,513,898	0.00%	0.53%	1.0000				22,201,046,971				2,682,466,927	24,883,513,898	24,844,000,000
Jul-06	491,623,098	396,539,088	95,084,010	2,587,382,917	21,804,507,883	24,391,890,800	0.01%	0.52%	0.9947	2,220,105	115,445,444	394,437,431	21,688,943,991	268,247	13,948,828	94,580,065	2,573,669,788	24,262,613,779	24,265,000,000
Aug-06	534,315,800	441,079,566	93,236,234	2,494,146,683	21,363,428,317	23,857,575,000	0.11%	0.61%	0.9875	23,857,838	132,302,558	435,582,903	21,097,200,691	2,831,037	15,699,386	92,074,339	2,463,065,026	23,560,265,718	23,596,000,000
Sep-06	481,821,100	390,428,924	91,392,176	2,402,754,507	20,972,999,393	23,375,753,900	0.08%	0.82%	0.9787	16,877,761	172,997,046	382,093,390	20,525,232,495	1,970,452	20,197,133	89,440,982	2,351,456,459	22,876,688,954	22,937,000,000
Oct-06	456,407,500	366,859,406	89,548,094	2,313,206,413	20,606,139,987	22,919,346,400	0.11%	0.65%	0.9712	22,577,756	133,414,011	356,298,468	20,012,942,260	2,586,602	15,284,467	86,970,235	2,246,615,155	22,259,557,415	22,290,000,000
Nov-06	453,487,000	365,782,702	87,704,298	2,225,502,115	20,240,357,285	22,465,859,400	0.10%	0.77%	0.9628	20,012,942	154,099,655	352,162,061	19,486,667,602	2,246,615	17,298,937	84,438,455	2,142,631,148	21,629,298,750	21,676,000,000
Dec-06	453,923,000	368,062,726	85,860,274	2,139,641,841	19,872,294,559	22,011,936,400	0.10%	0.78%	0.9543	19,486,668	151,996,007	351,238,840	18,963,946,087	2,142,631	16,712,523	81,935,662	2,041,840,332	21,005,786,419	21,061,000,000
Jan-07	556,989,300	472,973,057	84,016,243	2,055,625,598	19,399,321,502	21,454,947,100	0.11%	0.62%	0.9473	20,860,341	117,576,466	448,058,912	18,377,450,369	2,246,024	12,659,410	79,590,636	1,947,344,261	20,324,794,630	20,349,000,000
Feb-07	479,904,600	397,732,308	82,172,292	1,973,453,306	19,001,589,194	20,975,042,500	0.12%	0.77%	0.9389	22,052,940	141,506,368	373,428,160	17,840,462,901	2,336,813	14,994,551	77,151,006	1,852,861,891	19,693,324,792	19,751,000,000
Mar-07	455,152,000	374,823,534	80,328,466	1,893,124,840	18,626,765,660	20,519,890,500	0.15%	1.06%	0.9275	26,760,694	189,108,907	347,661,044	17,276,932,255	2,779,293	19,640,336	74,507,270	1,755,934,992	19,032,867,247	19,155,000,000
Apr-07	453,593,000	375,108,732	78,484,268	1,814,640,572	18,251,656,928	20,066,297,500	0.15%	0.92%	0.9176	25,915,398	158,947,777	344,202,771	16,747,866,309	2,633,902	16,154,602	72,017,792	1,665,128,696	18,412,995,005	18,500,000,000
May-07	453,642,000	377,001,448	76,640,552	1,738,000,020	17,874,655,480	19,612,655,500	0.11%	0.94%	0.9090	18,422,653	157,429,943	342,307,177	16,229,706,535	1,831,642	15,652,210	69,587,560	1,578,057,284	17,807,763,819	17,881,000,000
Jun-07	453,718,000	378,921,513	74,796,487	1,663,203,533	17,495,733,967	19,158,937,500	0.09%	1.37%	0.8947	14,606,736	222,346,980	339,027,407	15,653,725,413	1,420,252	21,619,385	66,921,666	1,488,095,982	17,141,821,394	17,296,000,000
Jul-07	470,799,500	397,846,998	72,952,502	1,590,251,031	17,097,886,969	18,688,138,000	0.17%	1.04%	0.8839	26,611,333	162,798,744	351,653,234	15,112,662,101	2,529,763	15,476,198	64,482,033	1,405,607,987	16,518,270,088	16,628,000,000
Aug-07	537,176,800	466,068,182	71,108,618	1,519,142,413	16,631,818,787	18,150,961,200	0.10%	0.91%	0.8750	15,112,662	137,525,225	407,792,571	14,552,231,643	1,405,608	12,791,033	62,217,434	1,329,193,913	15,881,425,556	15,963,000,000
Sep-07	482,724,100	413,459,615	69,264,485	1,449,877,928	16,218,359,172	17,668,237,100	0.14%	0.85%	0.8663	20,373,124	123,693,969	358,180,560	14,049,983,990	1,860,871	11,298,148	60,003,906	1,256,030,987	15,306,014,976	15,381,000,000
Oct-07	456,457,500	389,036,922	67,420,578	1,382,457,350	15,829,322,250	17,211,779,600	0.15%	1.43%	0.8526	21,074,976	200,914,771	331,698,186	13,496,296,056	1,884,046	17,961,243	57,483,704	1,178,701,993	14,674,998,049	14,837,000,000
Nov-07	453,487,000	387,910,324	65,576,676	1,316,880,674	15,441,411,926	16,758,292,600	0.12%	1.05%	0.8426	16,195,555	141,711,109	326,868,003	13,011,521,390	1,414,442	12,376,371	55,257,403	1,109,653,776	14,121,175,166	14,213,000,000
Dec-07	453,923,000	390,190,342	63,732,658	1,253,148,016	15,051,221,584	16,304,369,600	0.09%	0.78%	0.8353	11,710,369	101,489,867	325,928,767	12,572,392,387	998,688	8,655,299	53,236,342	1,046,763,446	13,619,155,633	13,673,000,000
Jan-08	557,877,300	495,988,595	61,888,705	1,191,259,311	14,555,232,989	15,746,492,300	0.15%	0.87%	0.8268	18,858,589	109,379,814	410,076,911	12,034,077,074	1,570,145	9,106,842	51,168,775	984,917,684	13,018,994,758	13,093,000,000
Feb-08	480,145,600	420,100,869	60,044,731	1,131,214,580	14,135,132,120	15,266,346,700	0.11%	1.35%	0.8147	13,237,485	162,460,400	342,262,852	11,516,116,697	1,083,409	13,296,389	48,919,396	921,618,489	12,437,735,186	12,567,000,000
Mar-08	455,152,000	396,951,279	58,200,721	1,073,013,859	13,760,180,841	14,811,194,700	0.15%	1.63%	0.8002	17,274,175	187,712,702	317,645,948	10,993,483,871	1,382,428	15,022,381	46,573,028	858,640,652	11,852,124,523	12,013,000,000
Apr-08	453,593,000	397,236,135	56,356,865	1,016,656,994	13,340,944,706	14,357,601,700	0.18%	1.18%	0.7893	19,788,271	129,723,110	313,550,809	10,530,421,681	1,545,553	10,131,960	44,484,223	802,478,916	11,332,900,598	11,441,000,000
May-08	450,852,000	396,339,193	54,512,807	962,144,187	12,944,605,513	13,906,749,700	0.17%	1.22%	0.7784	17,901,717	128,471,145	308,494,310	10,075,554,510	1,364,214	9,790,243	42,430,552	748,893,907	10,824,448,417	10,930,000,000

(出所) Credit Suisse

ABSのキャッシュフロー・モデル（続き）

- 実際の残高推移とシミュレーションで求めた残高推移にほとんど差は出ない。



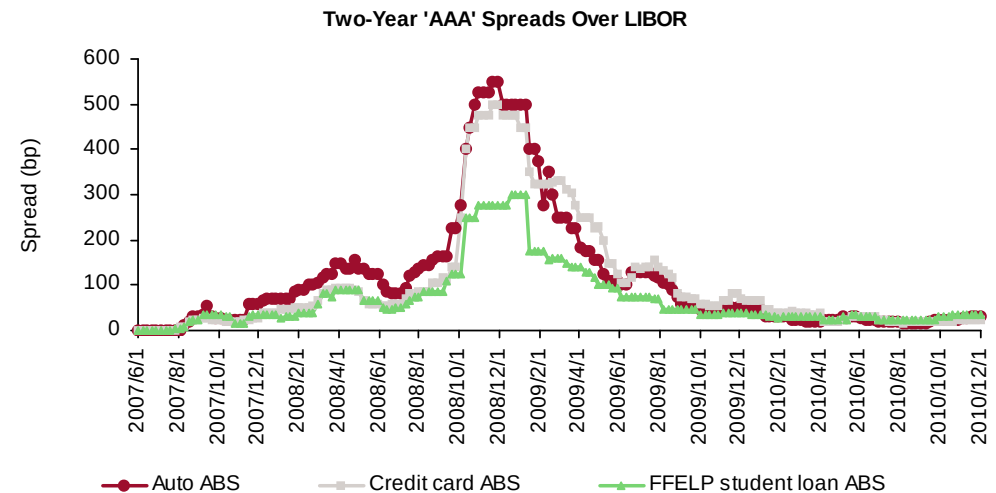
(出所) Credit Suisse

補足資料：海外証券化市場の状況

I. 米国証券化市場

ABSの спреッドは2009年以降に一貫してタイト化

- リーマン・ショック以降、ドル資金の調達難とコスト高により、トレーダーが在庫を持てなくなり、ビットが引いた（⇒証券化商品のspreッドも大幅拡大）
- TALFの効果もあり、ABSのspreッドは縮小した（右のグラフ）

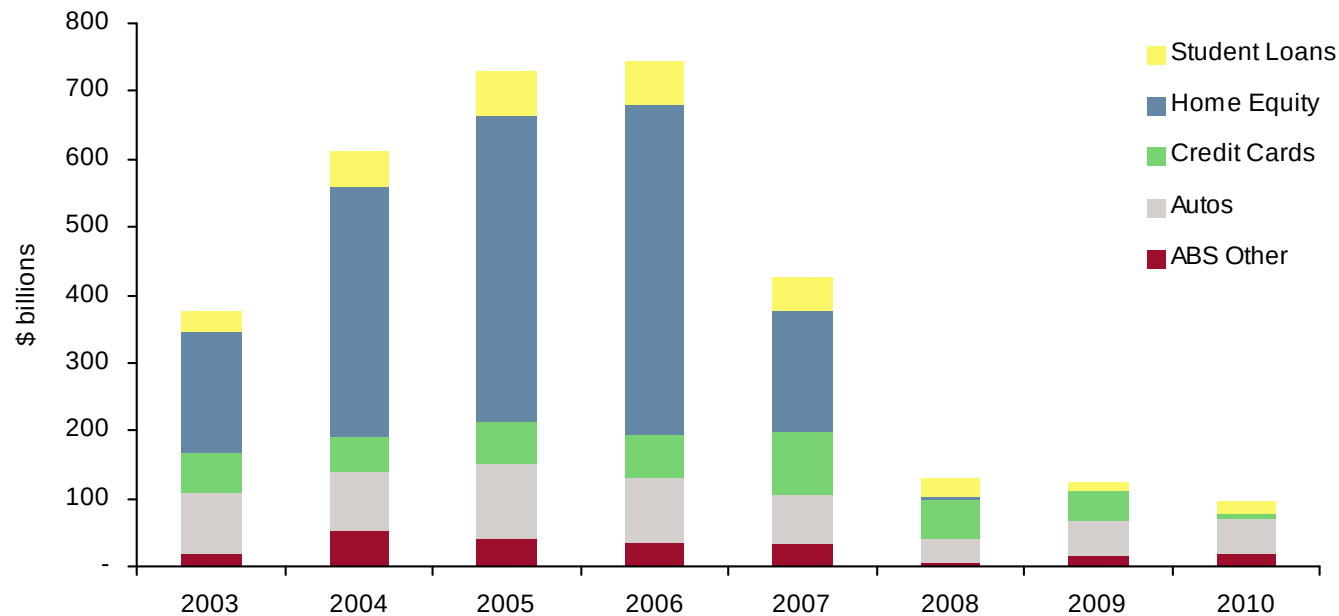


(出所) the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service の
公表データからCredit Suisse作成

(出所) Credit Suisse

米国の証券化市場：ABSの発行額

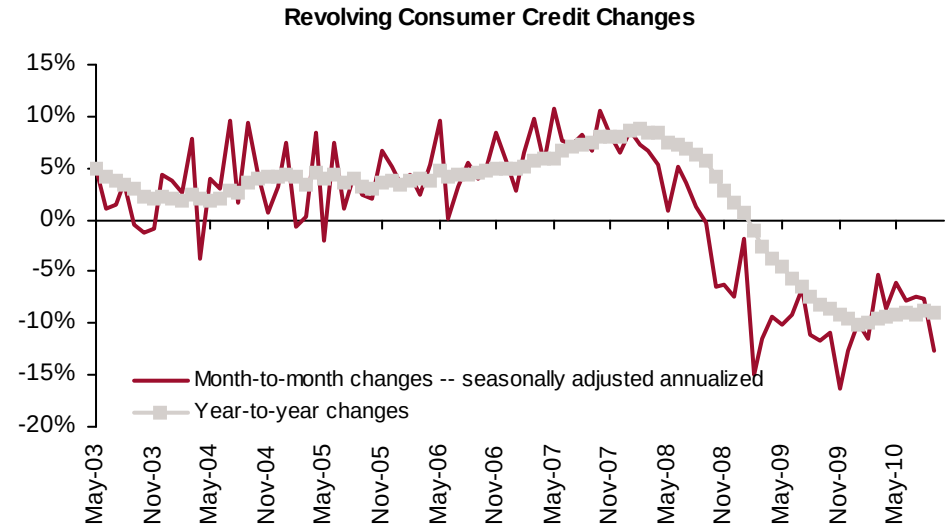
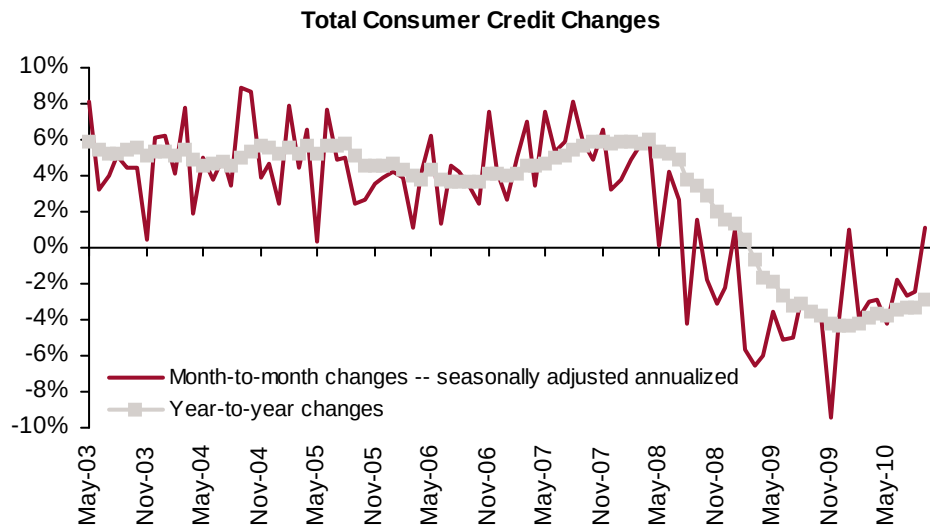
- 2009年のABSの発行額は、\$124.7 Billion（前年比-4%）
- 2010年の発行額（11月末現在）は、\$94.8 Billion



(出所) Credit Suisse

消費者信用残高の推移

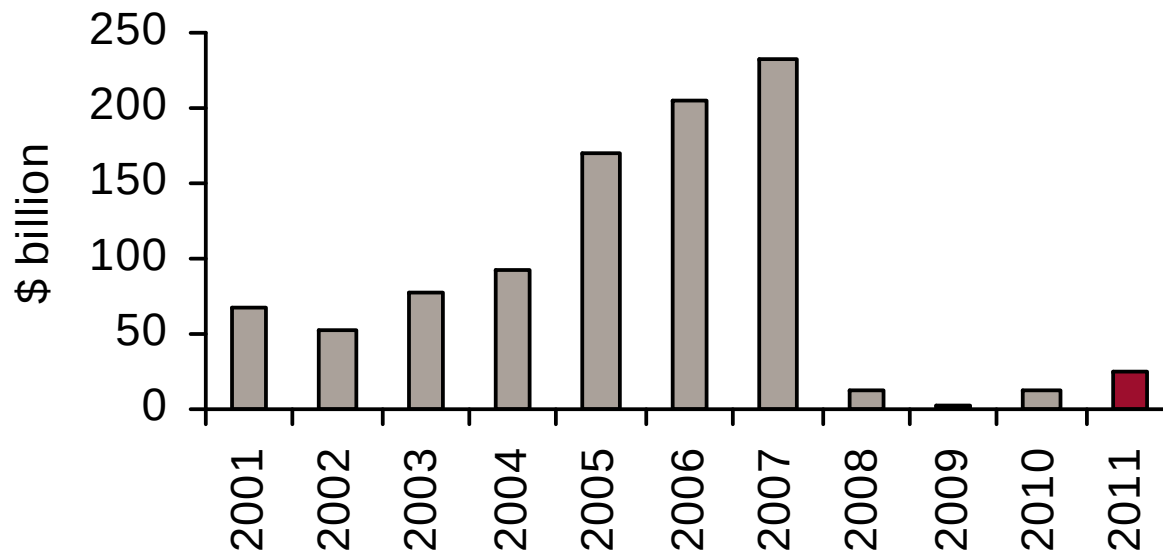
- 消費者信用残高（Total Consumer Credit Changes）の対前年同月比（灰色の折れ線グラフ）は、19ヶ月連続でマイナス
- オートABSやカードABSによる資金調達ニーズは高くない。



(出所) the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service の公表データからCredit Suisse作成

米国の証券化市場：CMBSの発行額

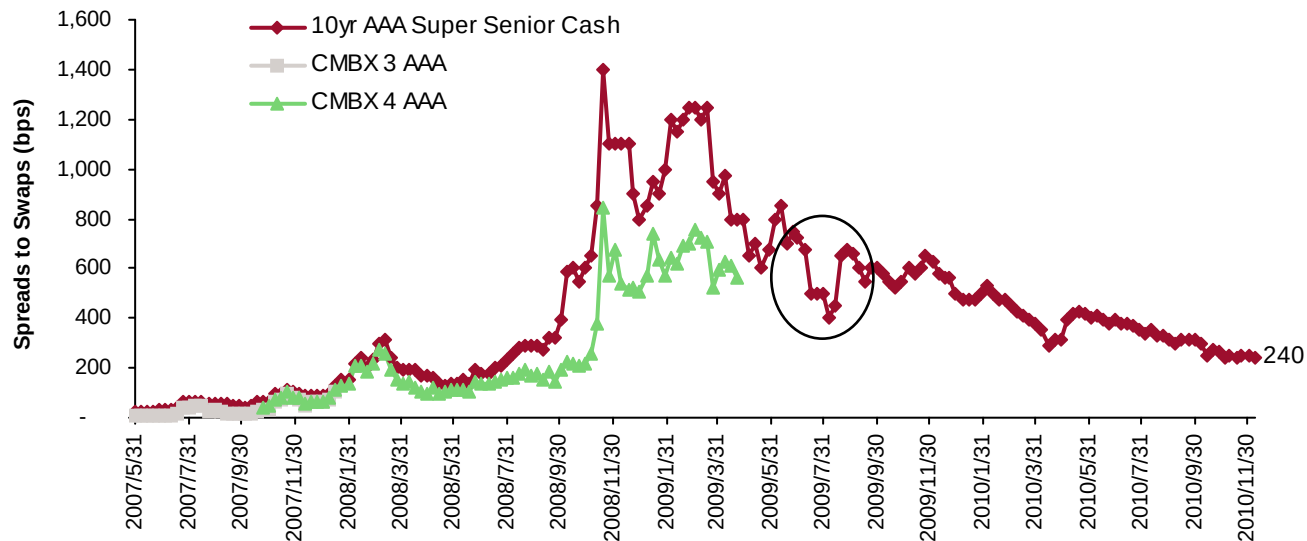
- 2010年12月10日現在のCMBSの発行額は、\$13 Billion
- 2008年7月～2009年5月までCMBSの発行はなかった
- 2011年は、\$25 Billion 程度の発行を見込む



(出所) Credit Suisse

米国の証券化市場：CMBSのスプレッド推移

- 2009年7月上旬、PPIP（官民投資プログラム）がCMBSを購入するとの期待感から、スプレッドは一旦タイト化したが、不動産会社Maguire社の経営危機と、関連CMBSの格下げ見直しから、2009年8月中旬にスプレッドはワイド化
- 2010年6月以降、欧州債務問題の沈静化とともにスプレッドはタイト化



(出所) Credit Suisse、Markit

米国の証券化市場：CMBSの新発債の特徴

- 従来に比べてCMBSローンのLTVを保守的な水準に抑える、期中もCMBSローンの約定返済を行って、時の経過とともにLTVの水準が低下する仕組み等を取り入れた、保守的なストラクチャーが多い。
- その結果、AAAトランシェはセカンダリー・スプレッドよりもタイトに条件決定されている。

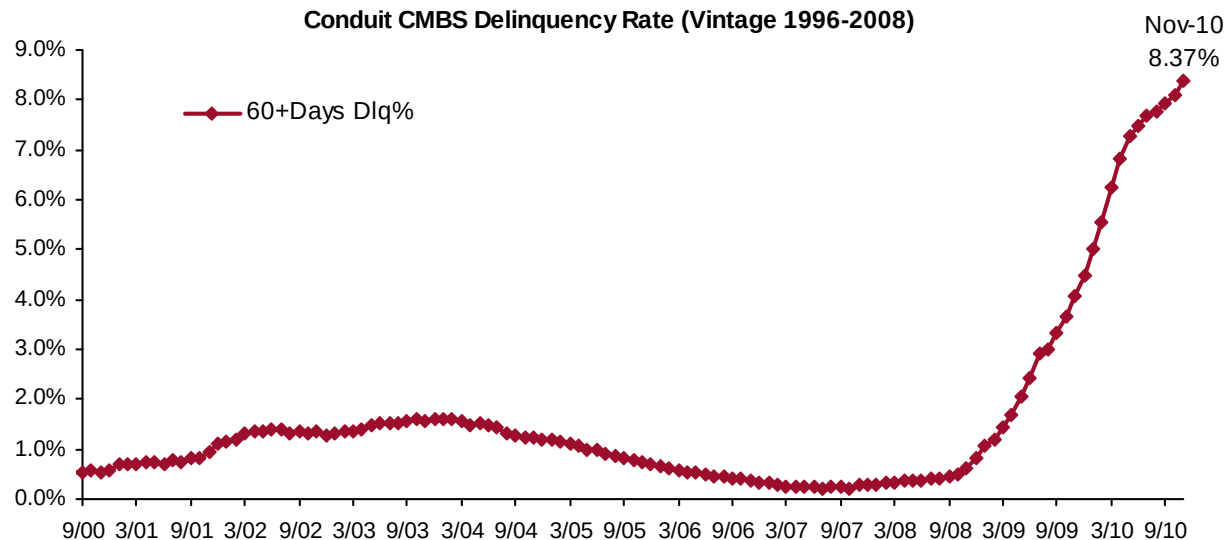
Pricing ranged from Swap+135 to Swap+165

Deal	Date priced	Thickest AAA Tranche	Subordination of the AAA tranche (%)	Average Life (Yr)	Pricing Spread
WFCMT 2010-C1	2010/10/28	A-2	17.75	9.7	Swap+135
COMM 2010-C1	2010/10/20	A-3	17.38	9.6	Swap+140
JPMCC 2010-C2	2010/10/7	A-3	18.25	9.8	Swap+150
GSMC 2010-C1	2010/8/4	A-2	18.50	9.9	Swap+135
JPMCC 2010-C1	2010/6/11	A-3	15.00	9.5	Swap+165

(出所)Credit Suisse

米国の証券化市場：CMBSローンの60日以上延滞率

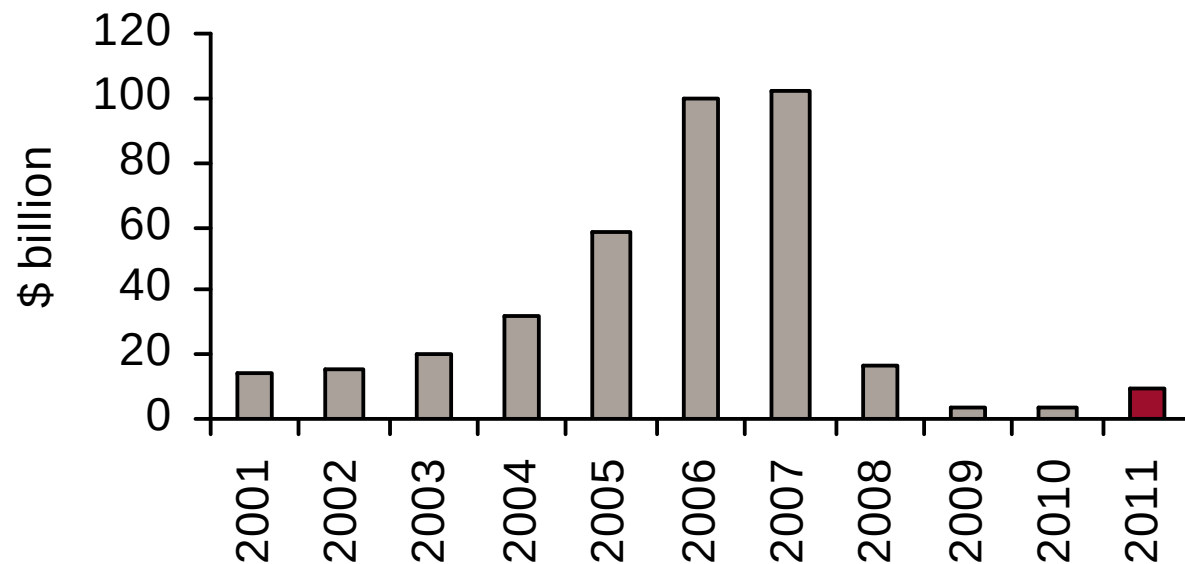
- CMBSローンの60日以上延滞率は、2010年11月に、前月比+29bpの8.37%
- 初期延滞も上昇傾向にあるため、60日以上延滞率は2011年に入っても上昇する見込み



(出所)Credit Suisse、Trepp

米国の証券化市場：CLOの発行額

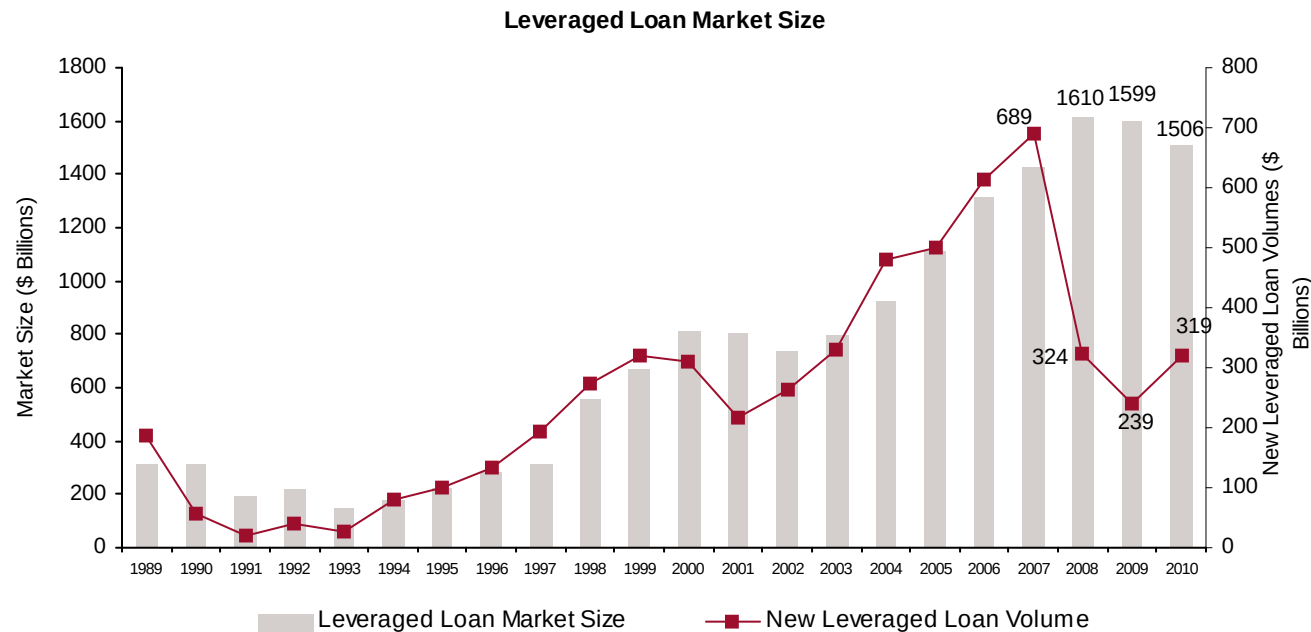
- 2010年のCLOの発行額は、\$4 Billion
- 2011年は、\$10 Billion 程度の発行を見込む
- 2010年第4四半期に組成されたCLOのAAAランシェの спреッドは 150～160bpのレンジだった



(出所) Credit Suisse

Leveraged Loan の市場規模

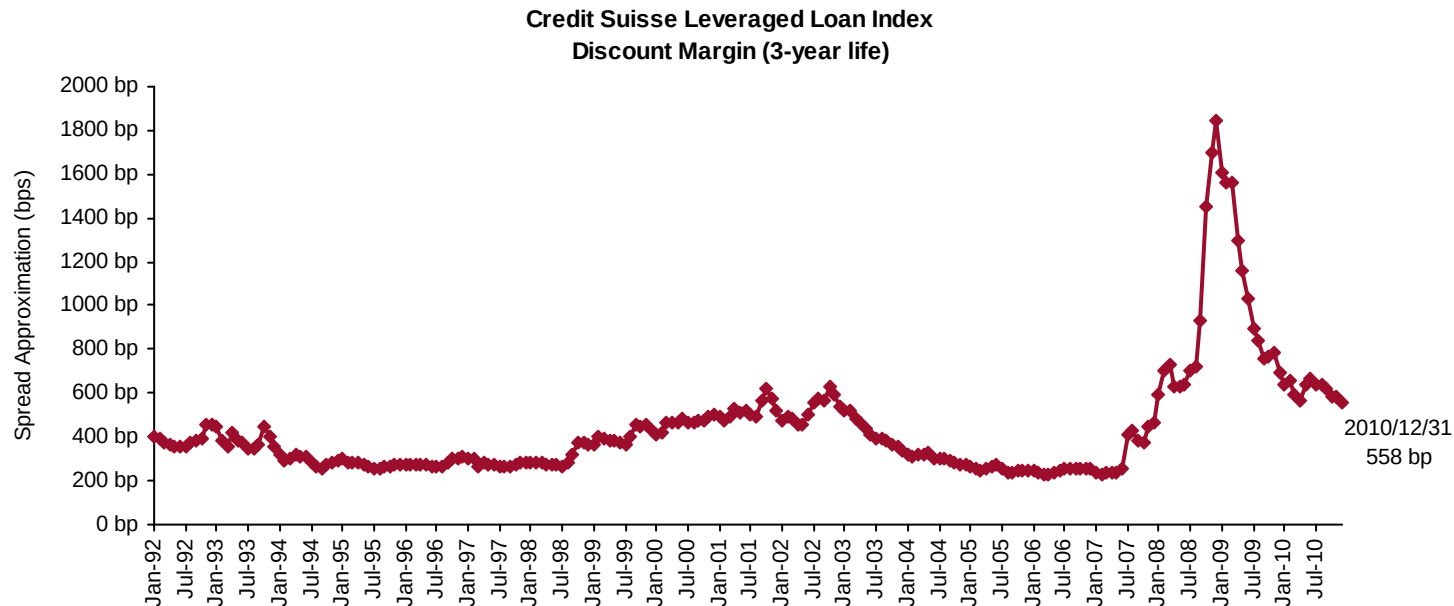
- 2010年の組成額は\$319 Billion
- 2011年の組成額は \$300～350 Billion と予想



(出所) Credit Suisse Leveraged Finance Research

Leveraged Loan のスプレッド推移

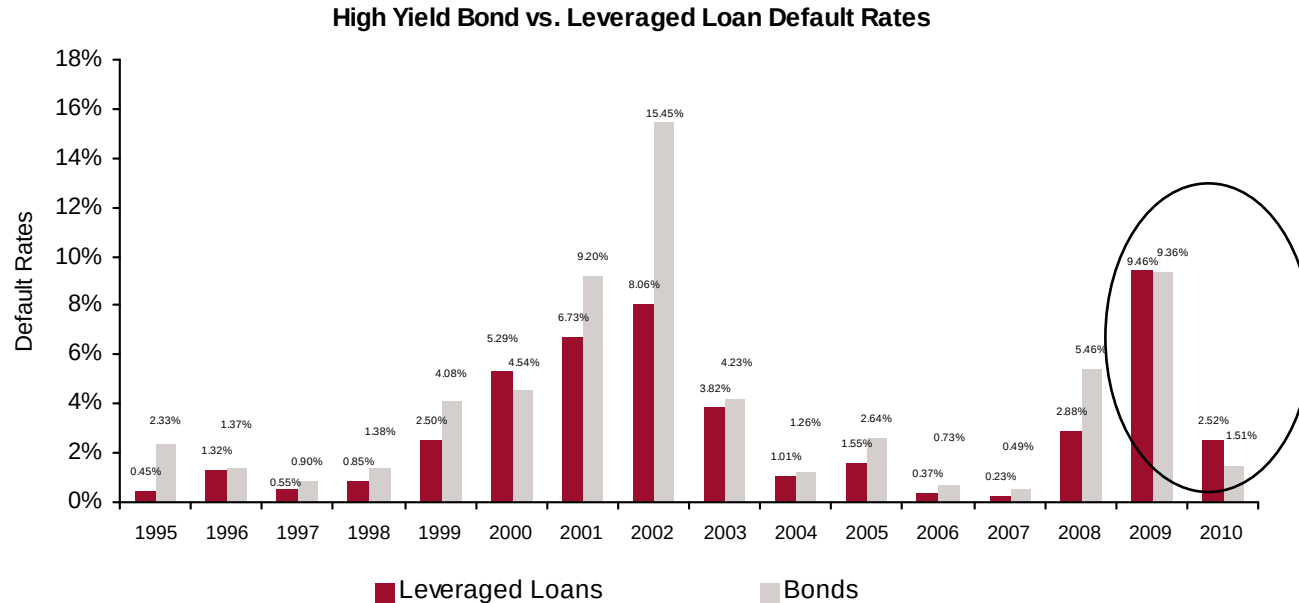
- 2008年10月は、ヘッジ・ファンドやMarket Value CDOによる売却圧力が高まった（スプレッドは10月だけで+515bp）
- 2010年12月31日現在のスプレッドは 558bp（前月末比-22bp）



(出所) Credit Suisse

Leveraged Loan vs. High Yield : デフォルト率の推移

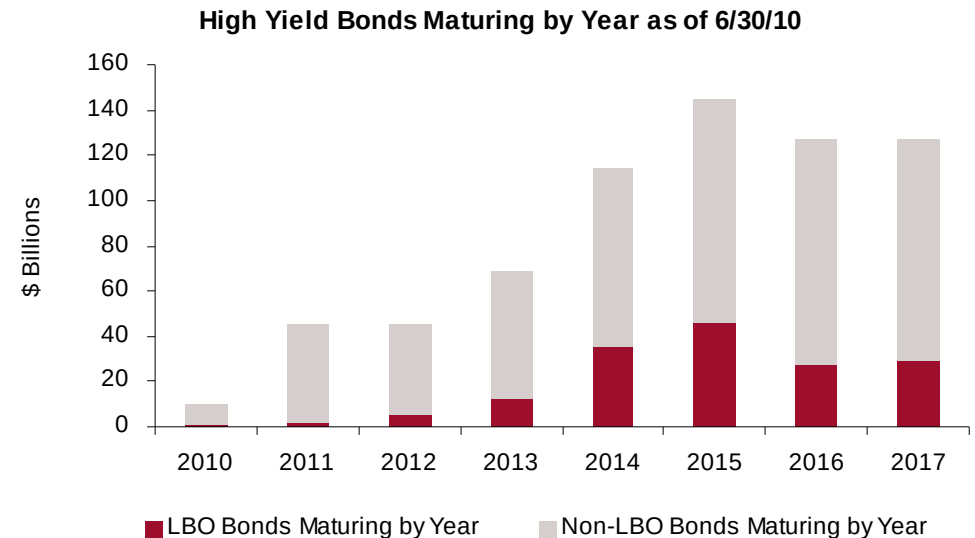
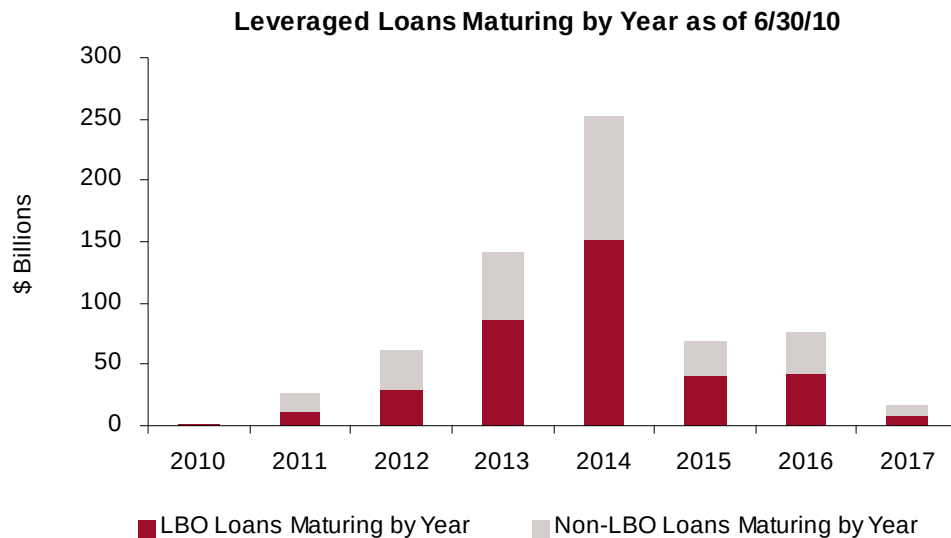
- 2011年のデフォルト率は、Leveraged Loan で2～4%、High Yield で1～3%を予想
- 2009年以降、Leveraged Loan のデフォルト率の方が高い



(出所) Credit Suisse Leveraged Finance Research

Leveraged Loan vs. High Yield : 償還予定

- 近年のLBOブームで供給されたレバレッジド・ファイナンスの償還は、2011年以降にピークを迎える。



(出所) Credit Suisse Leveraged Finance Research

II. 欧州証券化市場

欧州証券化市場について：市場規模

- 市場規模は2006年まで急拡大したが、2007年8月以降、最大投資家だったSIVが新たな投資を出来なくなり、市場の流動性が枯渇した。

European Structured Products Issuance

Volumes (€mm)

Sum of Note Issue Size €mm	Year								
Asset Type	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Auto	7,802.34	3,711.50	8,062.44	9,228.86	13,345.39	14,305.61	5,246.55	6,601.96	4,648.10
CDO	20,306.12	22,899.39	35,723.15	70,955.91	89,215.93	68,489.75	6,310.46	356.00	2,453.00
CMBS	22,350.94	12,581.12	21,303.39	47,751.49	62,900.17	43,315.09	-	1,560.31	1,533.90
Consumer Loans	4,966.52	8,500.80	1,669.10	3,162.60	11,047.82	1,300.00	3,400.00	-	-
Credit Cards	6,428.22	8,132.67	10,714.31	12,979.15	3,186.48	460.71	948.04	-	1,619.06
Leases	6,808.67	3,442.50	9,129.00	8,910.13	6,126.04	3,314.54	-	-	160.00
Other	7,514.96	16,889.38	25,265.54	23,076.15	29,762.58	11,214.29	3,810.01	6,406.61	1,844.69
RMBS	69,295.68	116,307.93	130,527.04	164,828.00	266,139.25	208,936.36	10,418.58	21,835.15	52,495.19
WBS	9,693.54	13,285.40	4,033.04	6,083.97	4,167.66	6,718.00	442.27		741.35
Grand Total	155,166.98	205,750.69	246,427.01	346,976.26	485,891.32	358,054.36	30,575.91	36,760.03	65,495.29
RMBS (UK total excl. cont Europe)	29,625.86	49,097.32	68,375.71	74,677.80	136,772.09	107,473.89	1,123.42	8,230.05	27,883.53
RMBS (UK prime)	22,430.53	35,975.16	44,553.36	52,275.31	99,690.38	68,486.85	1,123.42	8,230.05	27,883.53
RMBS (UK non-conf/BTL)	7,195.33	13,122.16	23,822.35	22,402.49	37,081.71	38,987.05	-	-	-

(出所)Credit Suisse、2010年9月30日現在

投資家へ販売した額のみを計上し、ECBとBoEへ担保提供した額は除いた

欧州証券化市場について：市場規模

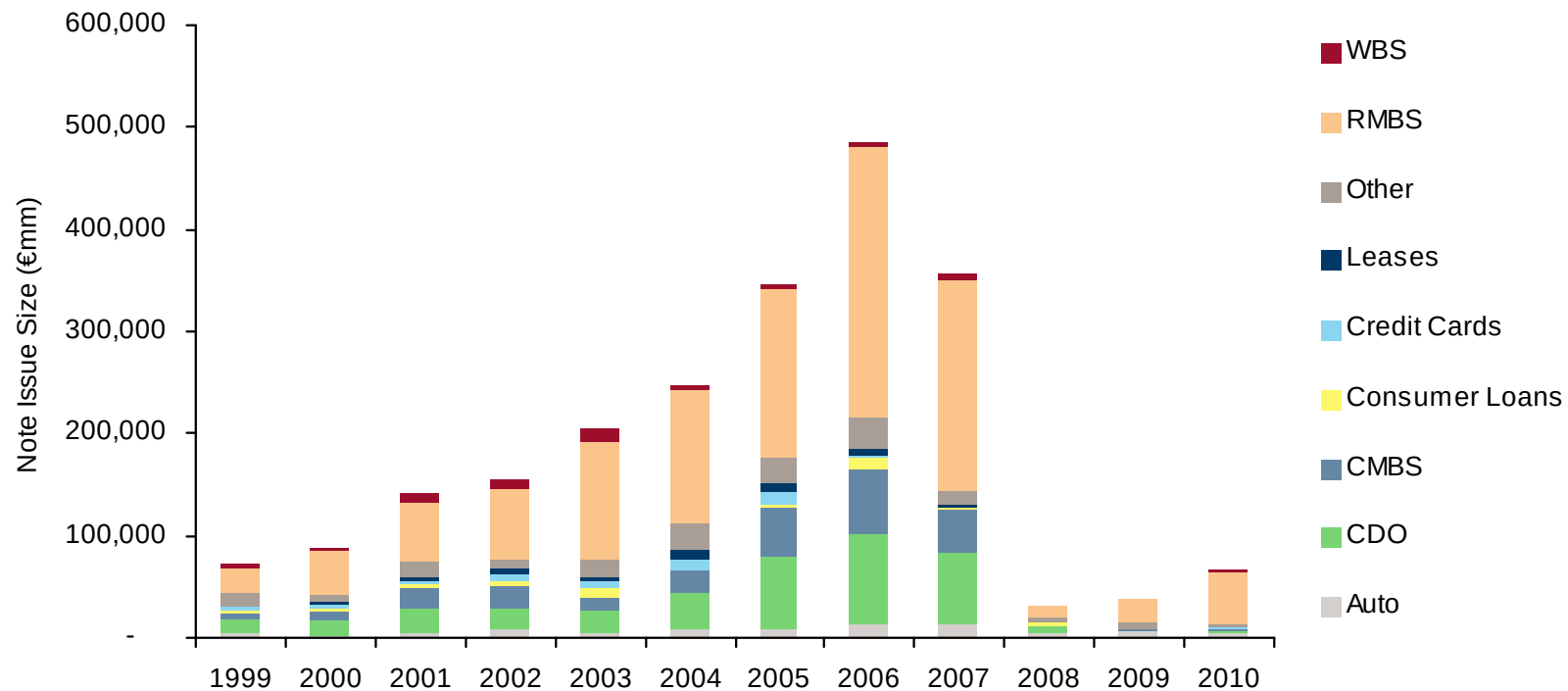
- 2010年のRMBSの発行額は、全体の80.15%（UK RMBS だけで全体の42.57%）
- Auto ABS の発行額は、全体の7.10%

Percentage (%)

	Year								
Asset Type	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Auto	5.03%	1.80%	3.27%	2.66%	2.75%	4.00%	17.16%	17.96%	7.10%
CDO	13.09%	11.13%	14.50%	20.45%	18.36%	19.13%	20.64%	0.97%	3.75%
CMBS	14.40%	6.11%	8.64%	13.76%	12.95%	12.10%	0.00%	4.24%	2.34%
Consumer Loans	3.20%	4.13%	0.68%	0.91%	2.27%	0.36%	11.12%	0.00%	0.00%
Credit Cards	4.14%	3.95%	4.35%	3.74%	0.66%	0.13%	3.10%	0.00%	2.47%
Leases	4.39%	1.67%	3.70%	2.57%	1.26%	0.93%	0.00%	0.00%	0.24%
Other	4.84%	8.21%	10.25%	6.65%	6.13%	3.13%	12.46%	17.43%	2.82%
RMBS	44.66%	56.53%	52.97%	47.50%	54.77%	58.35%	34.07%	59.40%	80.15%
WBS	6.25%	6.46%	1.64%	1.75%	0.86%	1.88%	1.45%	0.00%	1.13%
Grand Total	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
RMBS (UK total excl. cont Europe)	19.09%	23.86%	27.75%	21.52%	28.15%	30.02%	3.67%	22.39%	42.57%
RMBS (UK prime)	14.46%	17.48%	18.08%	15.07%	20.52%	19.13%	3.67%	22.39%	42.57%
RMBS (UK non-conf/BTL)	4.64%	6.38%	9.67%	6.46%	7.63%	10.89%	0.00%	0.00%	0.00%

（出所）Credit Suisse、2010年9月30日現在

欧州証券化市場について：市場規模



(出所) Credit Suisse、2010年9月30日現在

投資家へ販売した額のみを計上し、ECBとBoEへ担保提供した額は除いた

UK RMBS : 初めての円建トランシェがローンチ

**** NO CASHFLOWS ****

Bloomberg ⁶⁶ _{<60>} **SECURITY DESCRIPTION** Page 1 of 3

ARKLE 2010-2X 1A2 0% 5/17/60

ISIN: XS0551623365 Issuer: ARKLE MASTER ISSUER PLC NO "PRO-SUP"

Series 2010-2X Class 1A2 Exp Mty 8/17/13

5) MBS: FLT,STEP

CURRENT		ORIGINAL ISSUE	
Oct10	20.080BLN	JPY	20.080BLN
" Fact	1.000000000	WAL	2.8Yr @ 0
Oct10 Cpn	0%	1st coupon	0%
Next Paymt	11/17/10	1st paymnt	11/17/10
Rcd date	11/16/10	1st settle	10/21/10
Beg accrue	10/21/10	Dated date	10/21/10
End accrue	11/16/10	px 100.000	0/ 0/00
Next reset	11/17/10	1st reset	11/17/10
Class/Deal Pct	N/A	Class/Deal Pct	N/A

4) FLOATER FORMULA
= 1xLIBOR03M +115BP
No Cap
Flr=1.15% @0%
Quarterly reset

1) RATINGS
Fitch AAe
S&P AAe
MDY Aaae
CALLABLE
Lead Mgr: LTSB
Trustee: BNY

Quarterly PAYMENT
pays 17th day
0 day delay
accrues ACT/360

65) Personal Notes 14) Identifiers

NO COLLATERAL AVAILABLE

1)

Clearstream
Euroclear

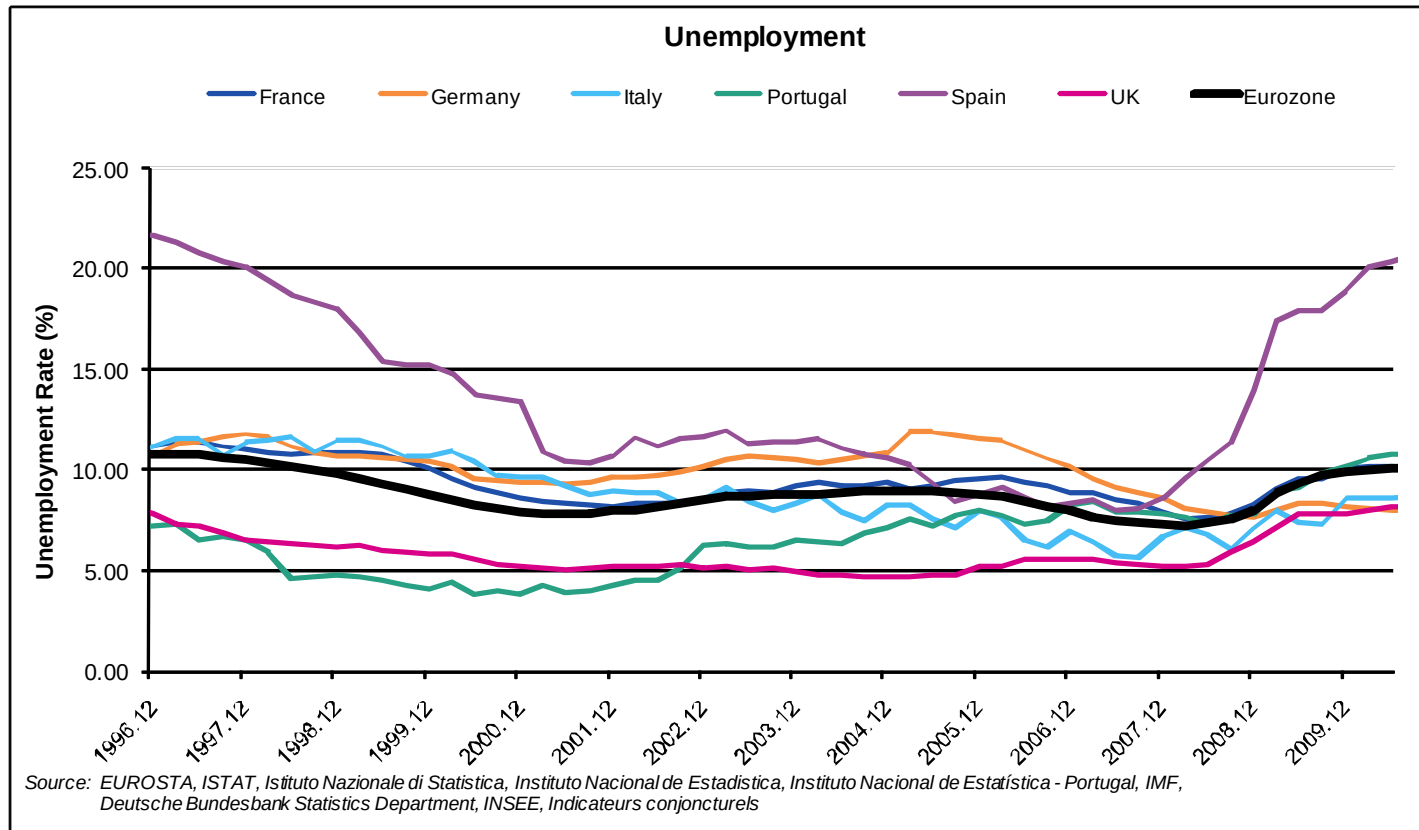
See Page 3 for Comments. MinSize 10MLN Incr1000000

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2010 Bloomberg Finance L.P.
SN 728401 H162-761-3 18-Oct-2010 13:34:56

(出所)the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

失業率の推移

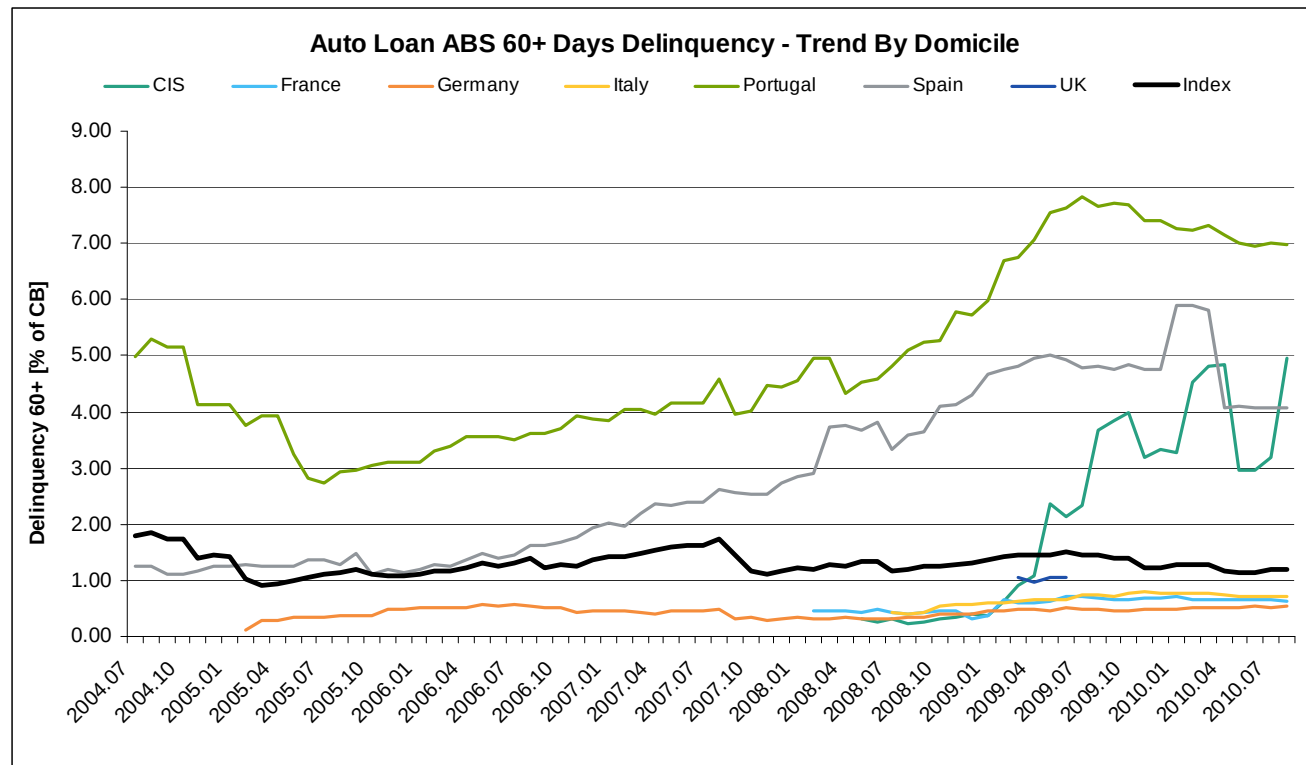
- ドイツは、2008年の金融危機以降、労働時間を短縮して雇用を維持する政策を遂行
- 結果として、失業率は安定推移



(出所) Moody's

国別に見た Auto Loan の60日以上延滞率の推移

- ドイツ、フランス、イタリアは低位安定
- スペインとポルトガルは、2008年秋以降の悪化が著しい
- Moody's は2010年7月に、ドイツ Auto Loan ABS の格付け見通しをネガティブから安定的に変更した



(出所) Moody's

ドイツにおけるAuto Loan ABS の組成状況

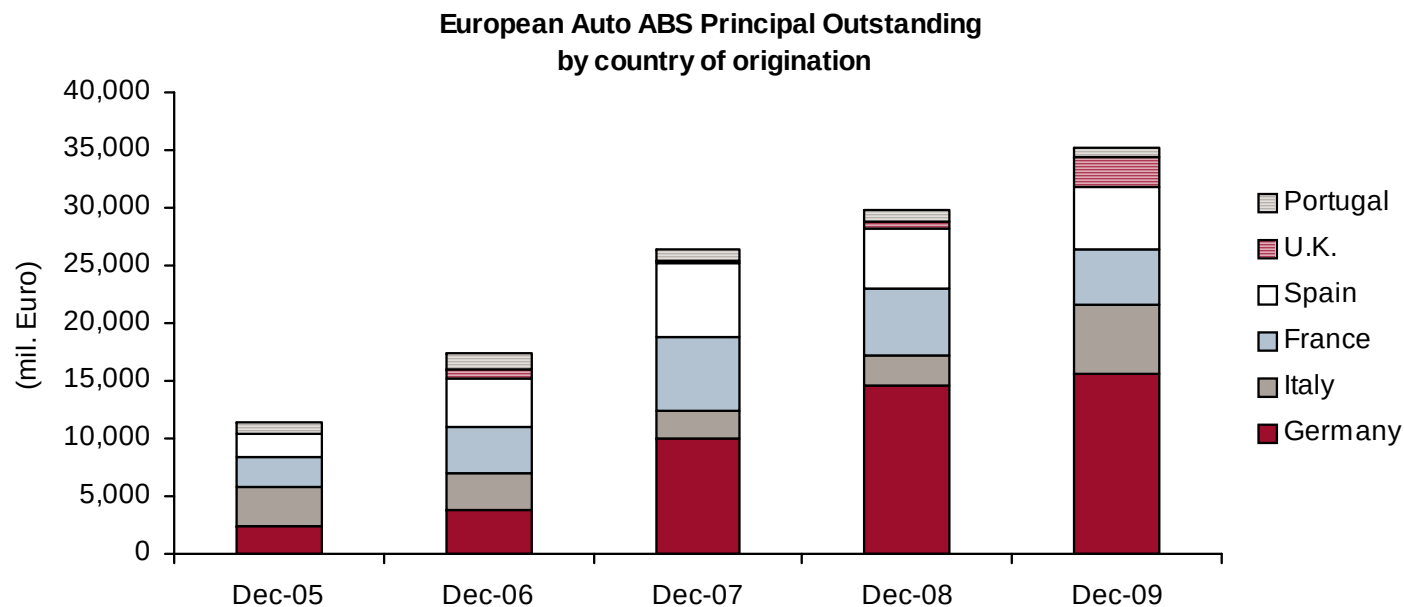
■ 現金準備金と優先劣後構造により、AAAまでのトランシェを組成

Issuer	SC Germany Auto 2010-1	Cars Alliance	Globaldrive 2010- A	Driver 7	Bavarian Sky 2	Silver Arrow 3	SC Germany Auto 2009-1	Globaldrive 2009- D
Seller	Santander Consumer Bk	RCI Banque Germany	FCE Bank	Volkswagen Bank	BMW Leasing	Mercedes-Benz Bank	Santander Consumer Bk	FCE Bank
Seller group	Santander	Renault	Ford	Volkswagen	BMW	Daimler	Santander	Ford
Seller rating	AA/A2/AA	Baa2/BBB-	B/B1/B-	A2/A-	BBB+/A3/BBB+	BBB+/A3/BBB+	AA/A2/AA	B/B1/B-
Assets	Auto loans	Auto loans	Auto loans	Auto loans	Auto leases	Auto loans	Auto loans	Auto loans
Jurisdiction	Germany	Germany	Germany	Germany	Germany	Germany	Germany	Germany
Rating agencies	Fitch/Moody's/S&P	Moody's/S&P	Moody's/S&P	Fitch/S&P	Fitch/S&P	Fitch	Fitch/Moody's	Moody's/S&P
Revolving/static	Static	Revolving - 15m	Static	Static	Revolving - 12m	Static	Static	Static
Multi-issuance vehicle	No	Yes	No	No	Yes	Yes	No	No
Master trust	No	Yes	No	No	No	No	No	No
Sold/retained	Sold	Sold	Privately Sold	Sold	Sold	Retained	Retained	Privately Sold
Date issued	2010/7/29	2010/7/7	2010/6/29	2010/4/22	2010/2/10	2010/1/21	2009/11/26	2009/11/20
Legal final	2014/7/1	2023/4/18	2018/4/20	2016/5/21	2013/4/15	2012/11/15	2019/3/11	2017/10/20
Deal size (€m)	600	1,000	503	519	800	1,700	1,000	234
AAA size (€m)	567	873	474	500	742	1,600	945	214
AAA CE (%)	8.5%	13.7%	13.4%	9.8%	11.5%	8.5%	8.5%	8.6%
AAA WAL (yr)	1.8	1.8	2.2	1.9	1.9	1.2	2.1	2.3
AAA pricing spread (bp)	105	115	160	70	85	2.35% fixed	90	175
Tranche rating immediately above RF	A/A3/A	A/Aa2	A/A2	A+/A+	A/A	BBB	A/A2	A/A2
Reserve (%)	3.00%	1.00%	3.10%	1.25%	4.25%	2.60%	3%	4.45%
Balloon (%)	29.0%	42.6%	90.0%	82.4%	n/a	44.4%	16.6%	89.3%
Commingling Risk Coverage		Specially dedicated account / Commingling reserve upon trigger breach		Collections advance mechanism	Commingling Reserve			
Swap counterparty	Natixis	RCI Banque (CA- CIB as backup)						

(出所) Credit Suisse

欧州におけるAuto Loan ABS の残高推移

- ドイツで組成されたAuto Loan ABS は順調に残高を伸ばし、2009年12月末現在で、欧州全体の44.2%を占めている（2010年3月末は46.0%）

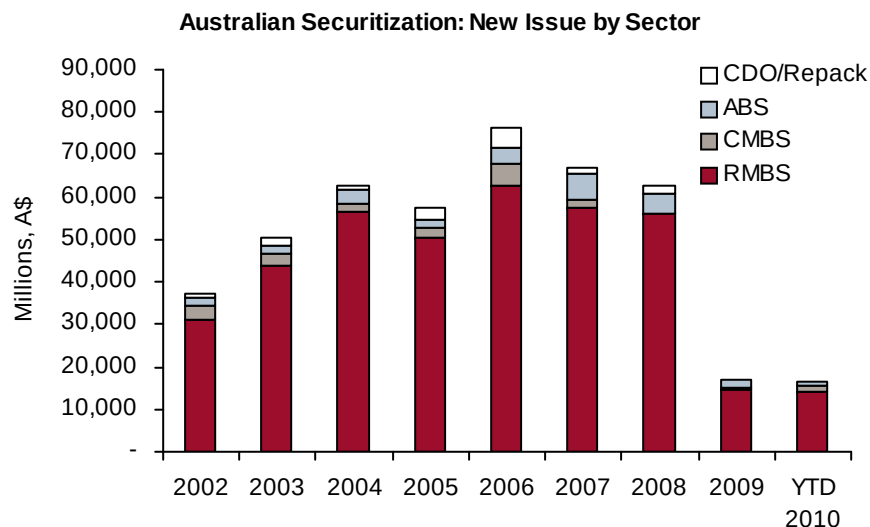


(出所) S&P

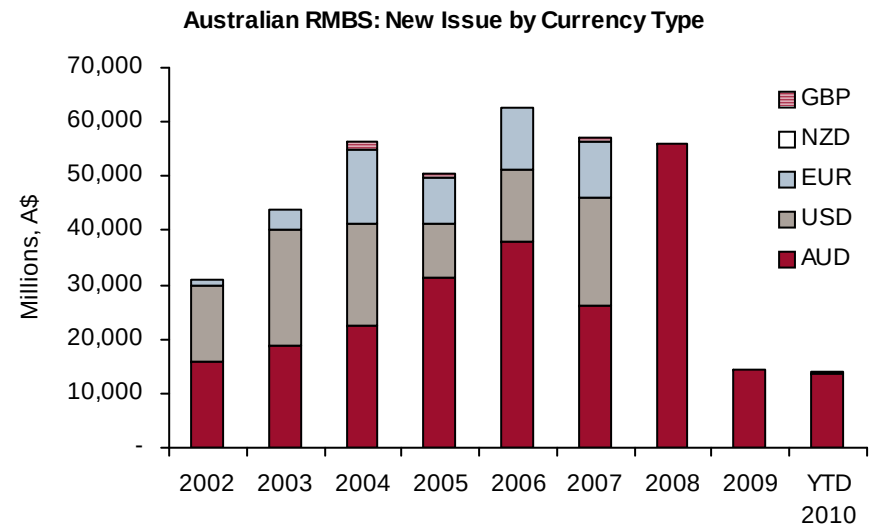
III. 豪州証券化市場

豪州証券化市場の発行額推移

- 2010年10月8日現在で、発行額は164億豪ドルに達した。（2009年通年の発行額は、168億豪ドル）
- 2010年の発行額に占めるRMBSの比率が、86%を占めている。



(出所) S&P



豪州 RMBS : SMHL Securitization Fund 2010-2E

- A1トランシェを Scheduled Amortization とすることで為替スワップのコストを引下げ、金融危機後初めてのUSドル建トランシェの発行に成功。
- 発行額も、当初予定の AUD 1 billion から AUD 1.2 billion へ増額した。

Overview of the Notes

Type: Prime Australian RMBS

Amount: A\$1,200 million equivalent

Joint Lead Manager: Credit Suisse

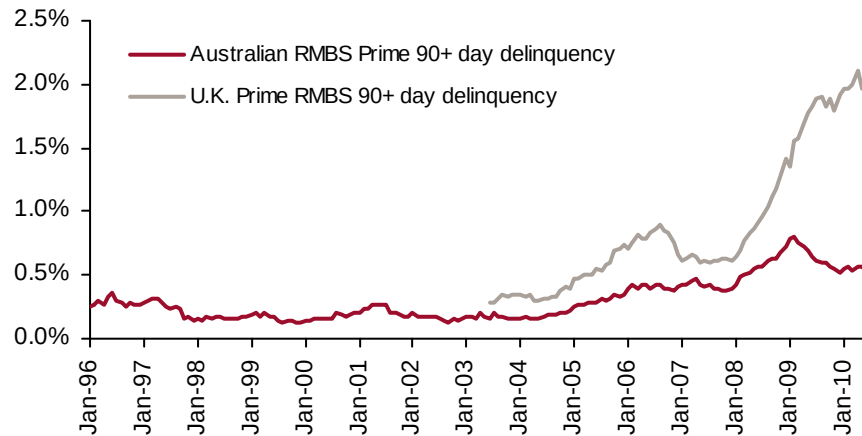
Pricing Date: 2010/7/2

Notes	Tranche Size	Ratings	WAL (yrs)	Margin
Class A1	USD 335 Mil	AAA/AAA	1.54	3mth Libor + 120bps
Class A2	AUD 363 Mil	AAA/AAA	1.56	1mth BBSW + 105bps
Class A3	AUD 383.5 Mil	AAA/AAA	5.68	1mth BBSW + 110bps
Class AB	AUD 33.6 Mil	AAA/AAA	7.91	n/a
Class B	AUD 21.65 Mil	AA-/NR	7.91	n/a

(出所) Credit Suisse

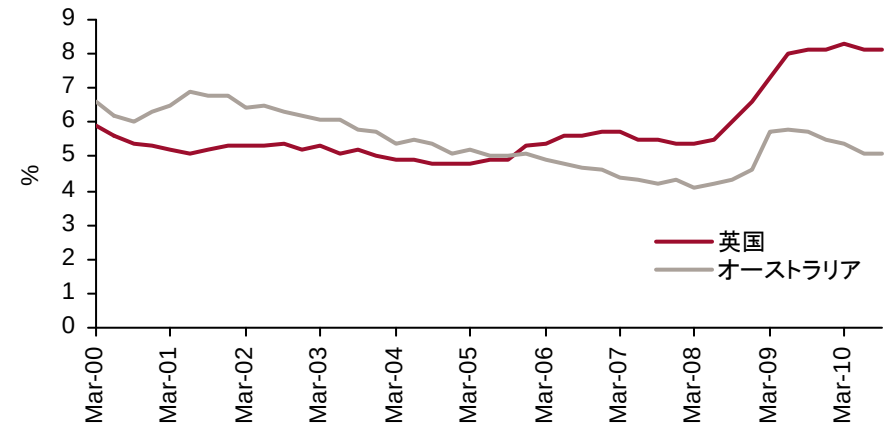
住宅ローン関連統計：オーストラリア vs. 英国

90日以上延滞率の推移：英国 vs. オーストラリア



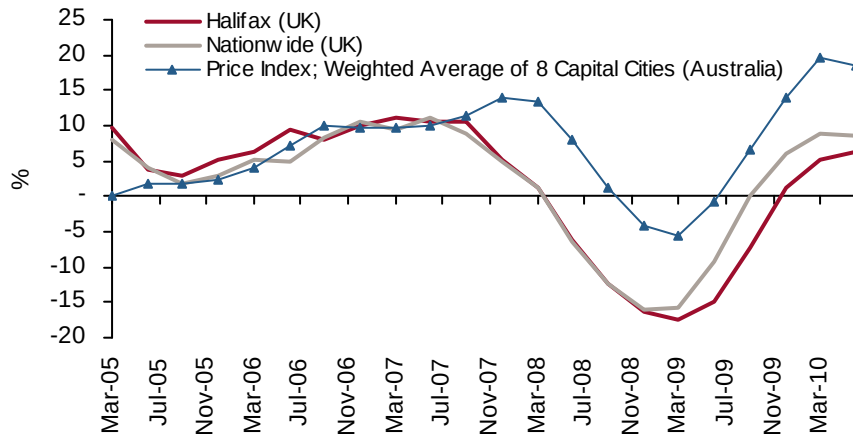
(出所) S&P

完全失業率の推移：英国 vs. オーストラリア



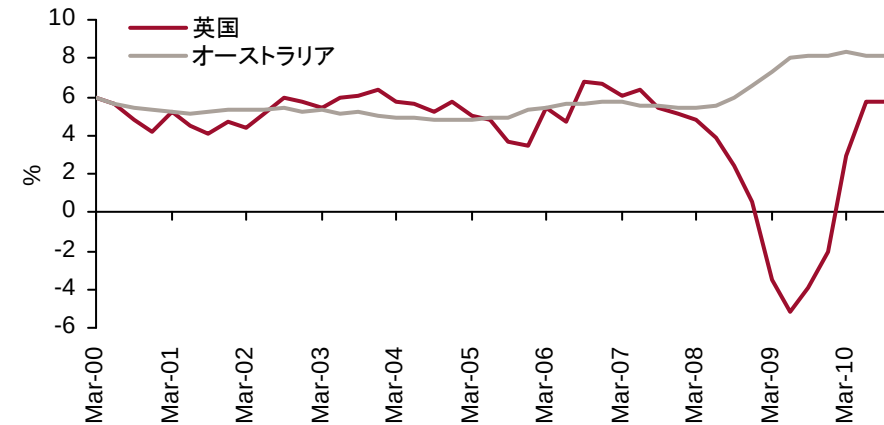
(出所) the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

住宅価格インデックスの前年同月比：英国 vs. オーストラリア



(出所) Australian Bureau of Statistics, Halifax, Nationwide

GDP成長率：英国 vs. オーストラリア



(出所) the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service

Disclosure Appendix

アナリスト・サートフィケーション

私、宮坂 知 宏は、（１）本資料に示されている見解が、すべての当該企業および証券に対する私の個人的見解を正確に反映し、（２）私の報酬が本資料に示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

重要なディスクロージャー

Credit Suisseは公平かつ独立性があり公正で誤解を招く恐れのない投資資料のみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから“Credit Suisse's Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research”をご参照ください：http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html

Credit Suisseは公表する資料について、そこに示された見解や意見に実質的な影響を与えうる当該企業、セクターあるいはマーケットの動向に照らして適正な内容のものとすることを方針としています。

本資料の作成を担当したアナリストは、Credit Suisseの総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益にはCredit Suisseの投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisseは本資料で言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisseはいつかの時点で、本資料で言及された証券を大量保有している／していた可能性があります。

Credit Suisseは本資料発行日現在、言及された対象企業の債券のマーケット・メークを行っている可能性があります。

本資料で推奨された証券に関する重要な開示情報につきましては、<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照いただくか、+1-212-538-7625 までご連絡願います。

過去12か月間に債券調査部が提示したレティティブ・バリュー・トレード・アイディアおよび Emerging Markets Sovereign Strategy Group によるファンダメンタルな推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：http://research-and-analytics.csfb.com/docpopup.asp?ctbdocid=330703_1_en また、Locusのウェブサイトへのアクセス権をお持ちのお客様は次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/locus>

Technical Analysis による推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/technicalanalysis>

Credit Suisseは税に関するいかなるアドバイスも提供いたしません。本資料で言及された米国連邦税に関する記述は、納税者による罰則回避の目的での使用を意図して書かれたものではなく、そうした使用は認められません。

エマージング・マーケット債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを上回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

売り：“売り”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを下回るリターンをもたらすとCredit Suisseが予想していることを示しています。

社債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アウトパフォーム： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロフィールが安定的であるかもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラティルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

アンダーパフォーム： Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回るとCredit Suisseが予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロフィールが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースがCredit Suisseにより想定されていることを意味します。

売り：“売り”推奨の表記は、Credit Suisseがリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになるとCredit Suisseが予想していることを示しています。

リストリクテッド： 特定の状況下においては、Credit Suisse指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

ノット・レテッド： Credit Suisse Global Credit Research またはGlobal Leveraged Finance Researchは、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしているが、現時点では当該銘柄の投資に関する意見は提供していないことを示しています。

ノット・カバード： Credit Suisse Global Credit Research とGlobal Leveraged Finance Researchのいずれも、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしておらず、同発行体とそれに関連したいかなる証券の投資に関する意見も提供しないことを示しています。Credit Suisseがカバーしていない証券または企業に関してリサーチから提供するいかなるコミュニケーションも、公表情報に基づいた常識的かつ重要事項に属さない類推（reasonable, non-material deduction）です。

社債に関するリスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債（投資適格外）と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、3つのリスク・カテゴリーから成っています。「平均的」なハイイールド債は「平均的」、リスクがそれを上回る場合には「投機的」、それを下回る場合には「保守的」と表記します。

Credit Suisseクレジット評価の定義

Credit Suisseでは投資適格クラスおよびクローズオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級（**AAA格**、**AA格**、**A格**、**BBB格**、**BB格**、**B格**）は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関するCredit Suisseの評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。**AAA格上位**、**AAA格中位**、**AAA格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；**AA格上位**、**AA格中位**、**AA格下位**—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；**A格上位**、**A格中位**、**A格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；**BBB格上位**、**BBB格中位**、**BBB格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。**BB格上位**、**BB格中位**、**BB格下位**—債務には投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。**B格上位**、**B格中位**、**B格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。**CCC格上位**、**CCC格中位**、**CCC格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、良好な経済/事業/財務状況に依存するとの評価を表します。Credit Suisseのクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

仕組み証券、デリバティブ、オプションに関するディスクレマー

仕組み証券、デリバティブ、オプション（OTCのデリバティブおよびオプションを含む）は複雑な金融商品であり、すべての投資家に適した取引ではありません。また高いリスクを伴うことがあり、そのリスクを理解し、想定することのできる投資家のみに適した金融商品であると考えられます。ご要望に応じて、すべての主張、比較、推奨、統計に関し、その裏付けとなる資料ならびにその他のテクニカル・データをご提供いたします。取引に関する情報はすべて暫定的なものであり、正式な取引確認を意図したものではありません。

OTCデリバティブ取引は流動性のさほど高くはない投資であり、取引を検討されているお客様には、事前にその潜在的なリスクとリターンを十分に理解し、お客様の目的、経験、財政および業務面のリソースやその他の関連する状況に照らして、それが適切か否かを自主的に判断なさることをお勧めします。またお客様が判断をなさるうえで必要と思われるならば、税、会計、法令、その他のアドバイザーとも相談なさることをお勧めします。OTCデリバティブ取引に関しては、Credit Suisse Securities (USA) LLC (“CSS LLC”)の媒介・代理により、Credit Suisse Capital LLC (“Capital LLC”)がお客様との独立当事者間取引の唯一の契約当事者となります。CSS LLCはSEC登録のブローカー/ディーラーであり、NASDAQ、NYSE、SIPCのメンバーです。Capital LLCはSEC規則に記載されている「OTCデリバティブ・ディーラー」であり、SECの規制下にある一方、SIPCまたは他の自主規制機関への加盟を義務付けられてはいません。OTCオプションやその他の投資戦略に関する議論では、その結果とリスクは引用されている仮説的な例にのみ基づいており、実際の結果とリスクは特定の状況次第で変わるものと考えられます。投資家の皆様は、本資料で言及されている金融商品や投資戦略と同様に、OTCオプションまたはオプション関連商品がお客様のニーズに適したものであるか否かを慎重に考慮なさることをお勧めします。Credit Suisseは税または会計のアドバイスを発行しておらず、（特別に書面での契約がない限り）財務アドバイザーまたは信託受託者としての業務を行うこともありません。多くのオプション取引では租税の影響を考慮することが重要であるため、オプション取引を検討されている投資家の皆様は、その取引の結果に租税が及ぼす影響について、タックス・アドバイザーに相談されることをお勧めします。

次のリンクからOptions Clearing Corporationの開示書類をご覧ください：<http://www.cboe.com/LearnCenter/pdf/characteristicsandrisk.pdf>

スプレッドやストラドルなど複数のオプション売買を組み込んだオプション戦略では、取引コストが嵩む場合があります。手数料および取引コストは投資家の実際運用益を左右する一要素となる可能性がありますので、その点を考慮されることをお勧めします。

Disclosure Appendix cont'd

本資料に表記されているCredit SuisseまたはCSは、Credit Suisse AG の投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/。

本資料は、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse AG またはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。この資料に掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべてCSに帰属します。また、事前にCSの許可を書面を得ることなく、この資料に記載のない掲載された資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されており得ます。当資料で使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CSまたはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本資料に掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。CSはこの資料で取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CSはこの資料を受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。この資料に含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。この資料は投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人による推奨も含みません。CSは投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーにご相談されるようお願いいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変化する場合がありますのでご注意ください。

この資料に掲載された情報や意見は、CSが信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本資料中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CSに適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負い兼ねます。また、この資料は個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。CSはこの資料中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他の資料を発行している、または将来発行する場合もあります。それらの資料は作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CSはこの資料の受取人にそのような他の資料があることについて関連なく通知する義務はありません。

CSは、法で定められた範囲内において、当資料で言及された証券の発行体による資産調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CSは本資料の中で言及されている証券のマーケット・メーカーを行うときがあります。CSは、法で認められた範囲内において、この資料に掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析を資料発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CSは、この資料で言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があります。また現在、プライマリ・マーケット・メーカーを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスや投資サービス、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合があります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。この資料で言及されている投資は、完全な単独組織によってオフアーされる場合もあれば、CS単独またはCS関連会社によってオフアーされることもあり、またCSが当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の業績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。この資料に記載された情報、意見および予想は、CSがこの資料を公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承下さい。

当資料で言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際に負うことになります。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むもの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

この資料で取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものもあります。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。

この資料にはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。資料がCSのウェブサイトと言及している場合を除き、CSは当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利用のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。この資料またはCSウェブサイトのリンクを破ることはお客様ご自身のリスクで行っていたことにあります。

この資料はヨーロッパ(スイスは除く)において英国のOne Cabot Square, London E14 4QJにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいてはNiederlassung Frankfurt am MainにあるCredit Suisse Securities (Europe) Limitedが配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本資料は米国およびカナダにおいてはCredit Suisse Securities (USA) LLC、スイスではCredit Suisse AG、ブラジルではBanco de investimentos Credit Suisse S.A、メキシコではBanco Credit Suisse (México), S.A.が配布を担当しています(本レポートで言及されている証券に関連した取引は適切な規制に準拠してのみ行われます)。日本においてはクレディ・スイス証券株式会社が配布を担当しております。さらに、他のアジア／太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited、Credit Suisse Equities (Australia) Limited、Credit Suisse Securities (Thailand) Limited、Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd、Credit Suisse AG、Singapore Branchのいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse AG, Taipei Branchによって発行される台湾証券に限り、このリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パソンが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチはCredit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhdのリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は+603 2723 2020 とります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

CSが証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取引が認められる場合もあります。証券取引を希望される英国外のお客様は、居住地域の法律で許されている場合を除き、同地域で営業活動に従事しているCSを通じて取引を実行していただく必要があります。また、米国のお客様は、米国のCredit Suisse Securities (USA) LLCの営業担当者を通じてのみ、取引を行うことが可能となっております。

この資料はCSが作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家以外のお客様への配布を目的としています。CSのお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこの資料を受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるさいに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。この資料は英国以外のお客様のサービス、またはFSA管理下にはなく、また個人顧客に関するFSAの保護および／または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合もあります。また、この資料に開示、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

CSは米国の地方自治体もしくは関係団体(以下、municipalities)に対して個別契約とトレードの提案およびそうした取引の契約締結を含む各種サービスを提供している可能性があります。CSがmunicipalitiesに提供するサービスはドッド・フランク金融制度改革・消費者保護法975項に定められた意味での「アドバイス」とはみなされません。CSはそうしたサービスおよび関連情報municipalityに対するアドバイザーないし受託者としてではなく独立当事者間ベースのみ提供しています。そうしたサービスの提供に関して、municipality (その職員、幹部、または代理業者を含む)とCSの間に、CSがmunicipalityに対してアドバイスを提供するという直接的ないし間接的な協約はありません。MunicipalitiesはCSによって提供されたサービスに関して財務、会計、法律のアドバイザーと相談する必要があります。さらに、CSは直接的ないし間接的な報酬を得るために、関連会社ではないブローカー、ディーラー、地方債ディーラー、地方債アドバイザー、あるいは投資アドバイザーに代わり、municipalityによる契約、すなわちMunicipal Financial Products、地方債の発行に関連した、あるいはmunicipalityに対して若しくはその代理として投資顧問サービスを提供する投資アドバイザーの契約を、獲得しないし保持する目的で、municipalityを勧誘する行為は行っておりません。

Copyright © 2011、CREDIT SUISSE GROUP AG および / またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

クレディ・スイス証券株式会社 <金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号>
日本証券業協会 会員、社団法人 金融先物取引業協会 会員、社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員

証券化商品ストラテジー・レポート

Contributors

宮坂 知宏

+81 3 4550 7171

tomohiro.miyasaka@credit-suisse.com

ホア・ワン

+81 3 4550 7447

hua.wang@credit-suisse.com

2010 年 Review と 2011 年 Outlook

サマリー

- 2010 年（暦年）の証券化商品の発行額は、公表ベースで約 2 兆 9220 億円となり、2009 年の約 3 兆 6253 億円に対して約 7033 億円（約 19%）の減少となった。2008 年秋のリーマン・ショック以降、グローバルな規模で証券化市場が縮小しており、国内市場もその例外ではない。2010 年の発行額の内、1 兆 8565 億円が RMBS で、発行額全体の 63% を占めた。さらに RMBS の内、1 兆 5140 億円が住宅金融支援機構の MBS で、RMBS の約 82%、証券化商品の発行額全体の約 52% を占めている。全体としては、住宅金融支援機構 MBS の存在感が一段と増した 1 年であった。
- 優良住宅取得支援制度（【フラット 35】S）の当初 10 年間の 1% 金利引下げが 2010 年 2 月 15 日に適用されてから、買取申請金額が順調に伸びていることを受けて、住宅金融支援機構の月次債の発行額が大幅に増えたのが 2010 年の大きな特徴だ。月次債は 2010 年に 1 兆 5140 億円発行され、2009 年の 7653 億円の約 2 倍に増えた。そして、2010 年 12 月に起債された 44 回債の発行額は 2017 億円と、39 回債から 6 回号連続で発行額が 1000 億円を超える大型起債が続いている。
- 機構による月次債の発行額が増えたが、発行市場では需給バランスが崩れることもなく、毎月順調に消化されていった。フラット 35 の 1% 金利引下げは 2011 年 12 月末まで続くので、月次債の大型発行が続く、これに対して運用難にあえぐ投資家の需要が向けられる構図が当面続くと考えられる。
- 国内の債券市場に目ぼしい投資対象が少ない中で、投資家の視線はゆっくりではあるが海外に向き始めている。海外市場の選定条件としては、①運用難を解消するために、発行市場が十分回復してロットが確保できること、②スプレッドが割安なこと、③証券化によるポートフォリオの分散効果は重要であるが、サブプライム・ローンのようにポートフォリオ全体が不良化しては元も子もないため、証券化商品の裏付プールが全体として健全であること、などが重要視されよう。このような中で、ロイズ銀行をオリジネーターとする UK RMBS で初めて円建トランシェが 2010 年 10 月に発行された。マスター・トラストから発行され 2.8 年後に一括償還されるブレット債で、格付けは AAA、クーポンは 3 ヶ月円 Libor + 115bp であった。
- 規制面に目を転ずると、2011 年は、金融危機後に検討・制定されてきた証券化商品に関連する規制が実効稼働する年と言えよう。金融危機前は、格付会社に「情報の非対称性」を埋め合わせる役目が期待されていた。しかし金融危機後は、バーゼル II の枠組み強化などの規制強化の流れの中で、投資家により一層のリスク管理の強化が求められている。「格付け符号」に頼らず、投資家自らが裏付資産の情報をタイムリーに入手するなどのデューデリジェンスを実施して、「情報の非対称性」を自ら埋めなければならない。この際、どの程度のデューデリジェンスを実施すれば監督当局の検査をパスできるのか、そのレベル感に悩んでいる投資家は多いはずだ。

1. 2010 年（暦年）の国内証券化市場の概観

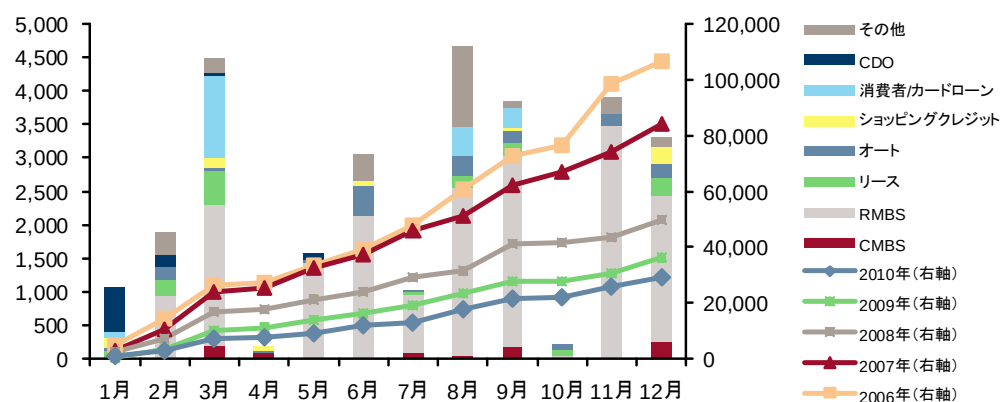
2010 年の証券化商品の発行額は、公表ベースで約 2 兆 9220 億円となり、前年の約 3 兆 6253 億円に対して約 7033 億円（約 19%）の減少となった

2010 年（暦年）の証券化商品の発行額は、公表ベースで約 2 兆 9220 億円となり、2009 年の約 3 兆 6253 億円に対して約 7033 億円（約 19%）の減少となった。2008 年秋のリーマン・ショック以降、グローバルな規模で証券化市場が縮小しており、国内市場もその例外ではない。

2010 年の発行額の内、1 兆 8565 億円が RMBS で、発行額全体の 63% を占めた（図表 7）。さらに RMBS の内、1 兆 5140 億円が住宅金融支援機構の MBS で、RMBS の約 82%、証券化商品の発行額全体の約 52% を占めている。RMBS 以外では、その他の証券化商品が 2651 億円発行され、発行額全体の 9% を占めているが、この内の 1200 億円は生保基金 ABS である¹。

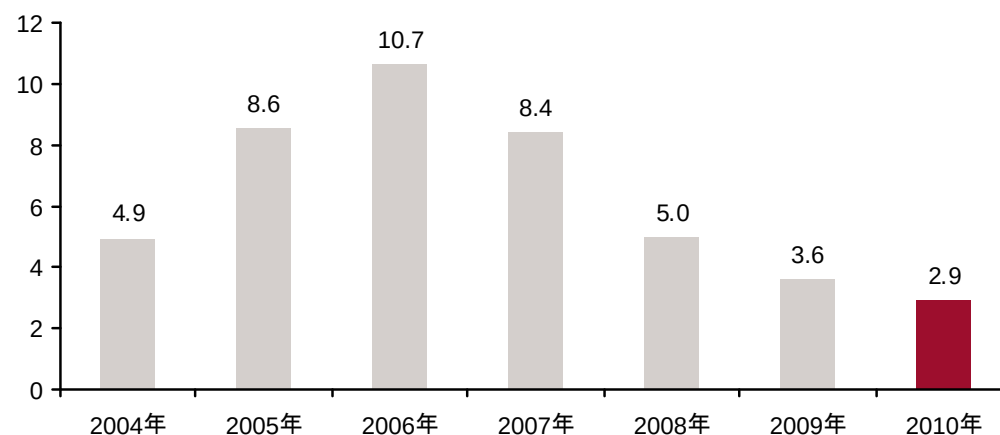
全体としては、住宅金融支援機構 MBS の存在感が一段と増した 1 年であった。

図表1：証券化商品の発行金額の推移（単位:億円）



出所：Credit Suisse

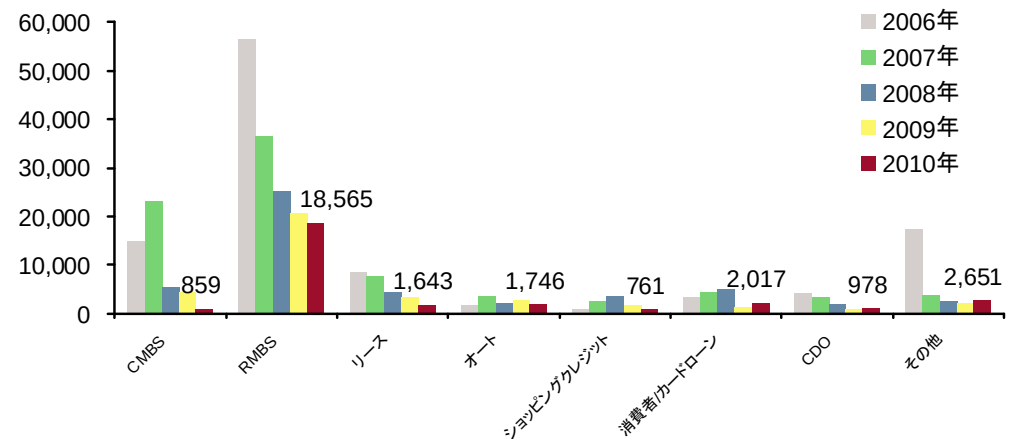
図表2：証券化商品の発行金額の推移（暦年ベース、単位:兆円）



出所：Credit Suisse

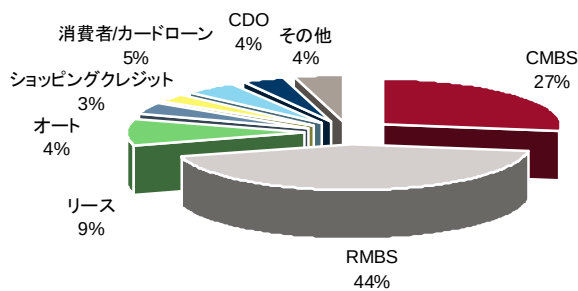
¹ 日本生命 2010 基金特定目的会社による特定社債 500 億円と、住友生命第 3 回基金流動化特定目的会社による特定社債 700 億円が、それぞれ 2010 年 8 月に発行された。

図表3：証券化商品アセットクラス別発行金額の推移（暦年ベース、単位:億円）



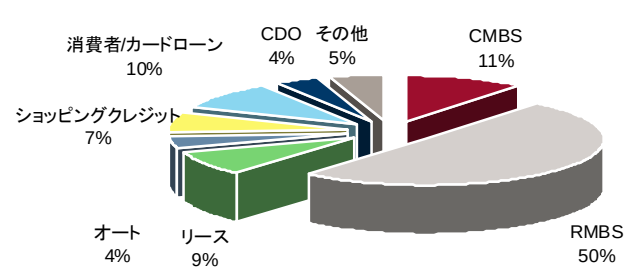
出所：Credit Suisse

図表4：証券化商品のアセットクラス別内訳（2007 年）



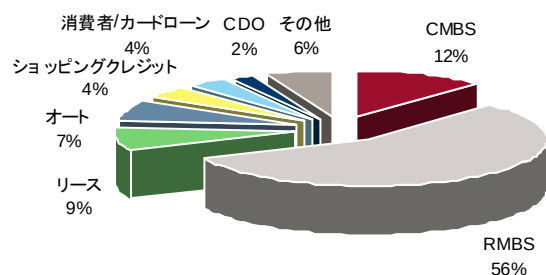
出所：Credit Suisse

図表5：証券化商品のアセットクラス別内訳（2008 年）



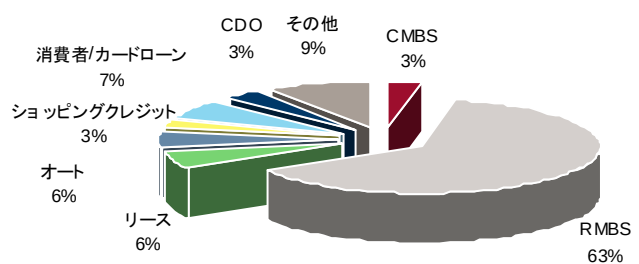
出所：Credit Suisse

図表6：証券化商品のアセットクラス別内訳（2009 年）



出所：Credit Suisse

図表7：証券化商品のアセットクラス別内訳（2010 年）



出所：Credit Suisse

2. 2010 年の主な事象と 2011 年への示唆

ここでは、2010 年に発生したさまざまな事象の中から、特に重要と思われるものを取り上げる。そして、2010 年に起こったこれらの事象から予想される、2011 年の証券化市場の大きな流れについて述べる。

国内証券化商品を取り巻く規制強化の流れ

前述のように、機構 MBS を除いて、証券化商品の発行が軒並み低迷している。CMBS については、不動産ファイナンスの流動性の枯渇や、空室率の上昇や契約賃料の低下などのファンダメンタルズの悪化が低迷の主要因であろう。これに対して、CMBS 以外の多くの証券化商品は、裏付け資産のファンダメンタルズがさほど悪化していないにもかかわらず、発行が低迷した。そこにはさまざまな法規制も影響していると考えており、概要を下記にまとめた。

①格付会社に対する証券化規制の影響

格付会社への規制の導入を含む「金融商品取引法等の一部を改正する法律」が 2009 年 6 月 17 日に可決成立し、2010 年 4 月に施行されている。そして 9 月 30 日に、わが国の格付会社 5 社が「信用格付業者」として登録された。信用格付業者への規制としては、①証券化商品の格付けを適正に付与することが可能であることを検証するための措置の内容を業務方法書に記載し、②第三者が独立した立場で証券化商品の格付けの妥当性を検証することができるための措置がとられていること等が設けられている。

特に②については、金融商品取引業者等に関する内閣府令第 306 条第 1 項第 9 号で、格付会社は、第三者が格付けの妥当性を評価するために重要な情報をアレンジャーやオリジネーター等の「格付関係者」に対して公表するように働きかけなければならない。「格付関係者」はこの働きかけに必ずしも応じる義務はないものの、オリジネーターが規制強化を避けるために、資金調達手段を証券化商品の発行から銀行借入にシフトさせても不思議はない。

②銀行投資家に対する証券化規制の影響

2009 年 7 月 13 日にバーゼル銀行監督委員会は、バーゼル II の枠組みの強化に関する 3 つの文書を公表した。その内の 1 つ、「バーゼル II の枠組みの強化」の中で、証券化エクスポージャーへの厳格な信用分析（Operational criteria for credit analysis）を要求している。ここでは、銀行が個々の証券化エクスポージャーの仕組みを十分に理解し、裏付け資産の情報をタイムリーに入手するなどのデューデリジェンスを実施しなければならない。そして、デューデリジェンスを実施できない場合には、当該エクスポージャーは自己資本から控除される。この措置の実施時期は、当初 2010 年 12 月末とされたが、トレーディング勘定の規制と同時に実施（2011 年 12 月末）する柔軟性が認められた。

バーゼル II の枠組みの強化によって、銀行にとって証券化商品への投資に負荷がかかることは明らかだ。欧州では既に、このバーゼル II の規制強化の影響から、ABS の主たる投資家が銀行セクターから生保・年金基金・投資信託などのリアル・マネーにシフトしているようだ。

③証券化規制とは直接関係のない複数の法規制の影響

2010 年 4 月 16 日に経済産業省から「リース会社に対し、中小企業からリースに関する支払猶予や契約期間延長等の申込みがあった場合には、柔軟かつ適切な対応を行うよう要請する」旨の発表があった。2009 年 12 月に施行された金融円滑化法の趣旨を踏まえて、中小企業に対する金融の円滑化を図るのが目的だ。この発表によって、今後の新規案件は、支払猶予や契約期間延長等を信用補完に織り込む必要性が出てきた²。しかし、過去の実績データがないために信用補完を合理的に見積もることが難しく、新規にリース債権の証券化を組成する上でのネックになり得る。

金融円滑化法では、住宅ローンの返済条件変更の申込みがあった場合にはできる限り応じるという努力義務が、民間金融機関に課せられた。民間金融機関をオリジネーターとす

欧州ではバーゼル II の規制強化の影響で、ABS の主たる投資家が銀行セクターから生保・年金基金・投資信託などのリアル・マネーにシフト

² 既存案件では、支払猶予や契約期間延長のあったリース債権は、誓約違反としてオリジネーターが買い戻している場合が多い。

る RMBS についても、支払猶予や契約期間延長等を信用補完に織り込む必要性が高くなったが、リースと同様に信用補完を合理的に見積もることが難しく、新規に RMBS を組成する上でのネックになり得る³。

さらに、2009 年 12 月に割賦販売法が改正されてから、信販会社が加盟店の総点検を行って、加盟店の数を絞り込んでいるようだ。その結果、新規の個品割賦債権の発生が抑えられて、個品割賦債権 ABS の発行減につながる。

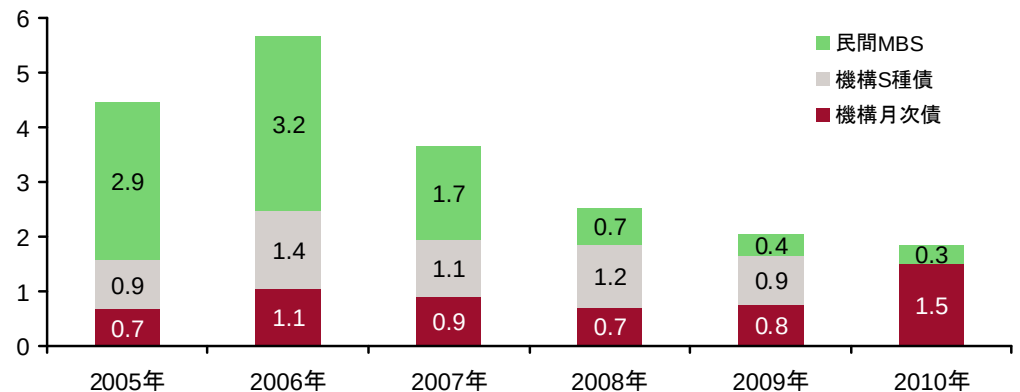
このように、複数の法規制の影響もあって、証券化商品の発行にブレーキがかかった。ただし、住宅金融支援機構 MBS については、上述の規制強化にも耐えうる十分な情報開示がなされており、投資を妨げる特段の影響はないと考えている。

2010 年も活況を呈した機構 MBS

前述のように、2010 年における RMBS の発行額 1 兆 8565 億円の内、約 82% を機構 MBS が占めた。また、2010 年は上位 5 社のオリジネーターが RMBS の発行額の 96.6% を占めている（図表 9）。

2010 年は、RMBS の発行額の約 82% を機構 MBS が占めた

図表8： RMBS の発行額推移（単位：兆円）



出所：Credit Suisse

図表9： 2010 年 RMBS オリジネーター別発行額上位 5 社（単位：億円）

	発行件数	発行額	上位累積金額	上位累積シェア
住宅金融支援機構	12	15,140	15,140	81.6%
非公表(イー・エム・ワン合同会社)	1	1,328	16,468	88.7%
三井住友銀行	2	695	17,163	92.4%
住友信託銀行	2	600	17,763	95.7%
三井住友海上火災保険	1	174	17,937	96.6%

出所：Credit Suisse

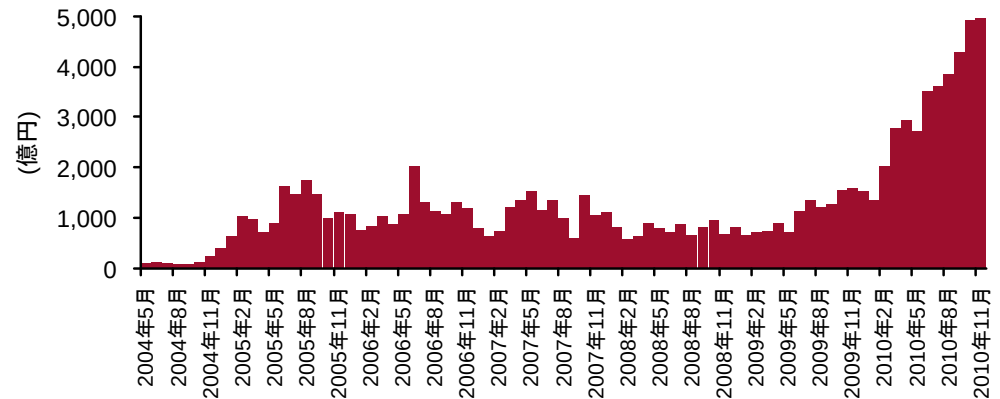
機構月次債は 2010 年に 1 兆 5140 億円発行され、2009 年の 7653 億円の約 2 倍に増えた

優良住宅取得支援制度（【フラット 35】S）の当初 10 年間の 1%金利引下げが 2010 年 2 月 15 日に適用されてから、買取申請金額が順調に伸びていることを受けて（図表 10）、月次債の発行額が大幅に増えたのが 2010 年の大きな特徴だ。月次債は 2010 年に 1 兆 5140 億円発行され、2009 年の 7653 億円の約 2 倍に増えた（図表 8）。そして、2010 年 12 月に起債された 44 回債の発行額は 2017 億円と、39 回債から 6 回連続で発行額が 1000 億円を超える大型起債が続いている。

³ 住宅金融支援機構の MBS では、金融円滑化法が施行される前から、返済困難に直面している債務者からの返済条件変更の申込みに応じている。そして、MBS の裏付ローンで返済条件の変更等によってどれだけの差替えや一部解約が発生したかについてもデータが開示されている。

また、フラット 35 の 1%金利引下げが適用されてから、戸建新築の取扱いが増えている。戸建新築については、買取申請をしてからローンの資金実行まで 5 ヶ月弱の期間を要するため、買取申請金額の増加に伴って、2011 年も月次債の発行増が継続すると考える。

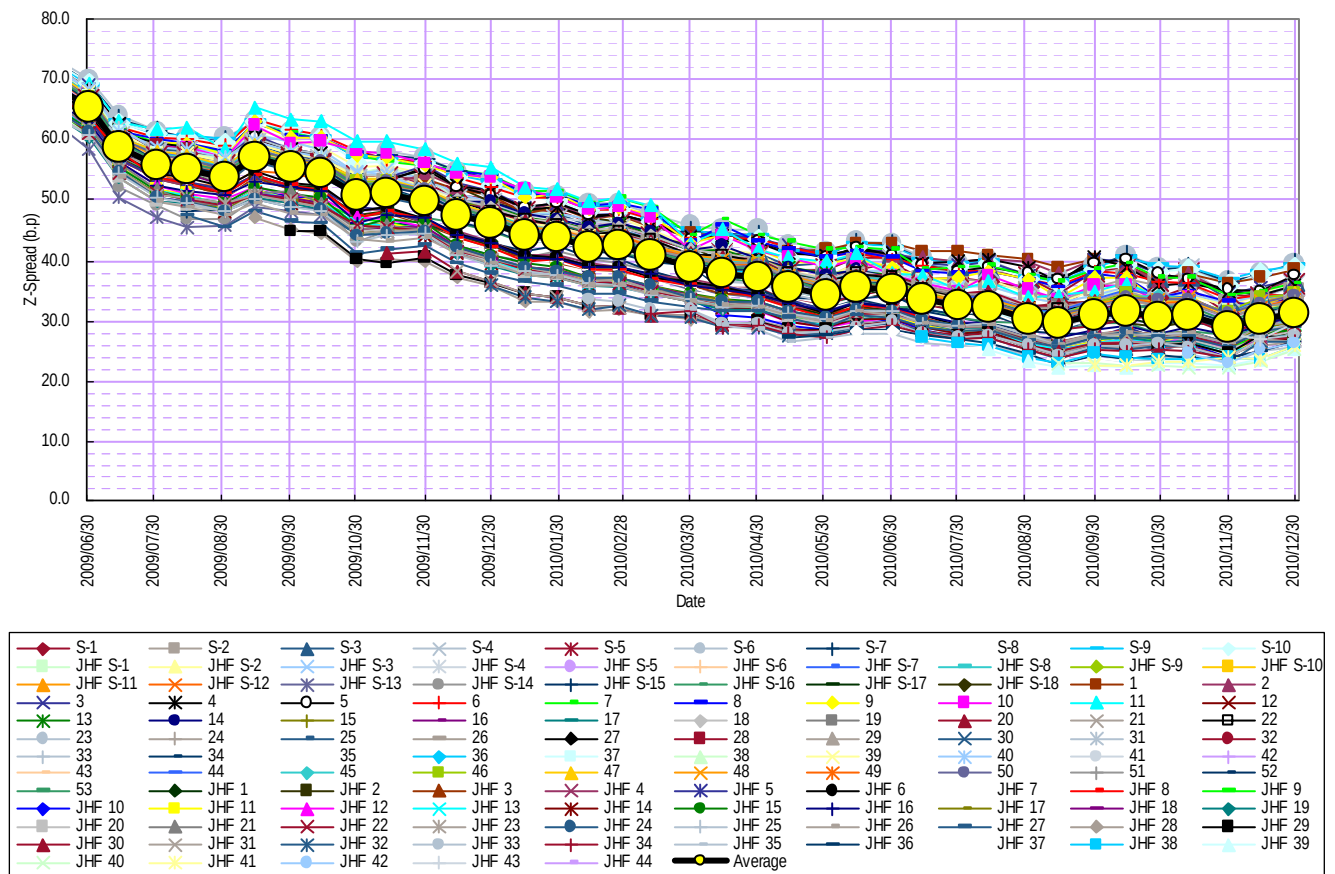
図表10：フラット 35 の買取申請金額の推移（速報値）



出所：Credit Suisse

月次債の発行額が増えたが、発行市場では需給バランスが崩れることもなく、毎月順調に消化されていった。図表 11 は、日本証券業協会が公表する PSJ 予測統計値（中央値）及び売買参考統計値を使って算出した Z スプレッドの推移を示している。Z スプレッドは、2009 年 4 月にタイト化に転じ、2010 年も縮小傾向が続いた。

図表11：PSJ 予測統計値（中央値）を用いて算出した各回号における Z スプレッド推移



出所：Credit Suisse

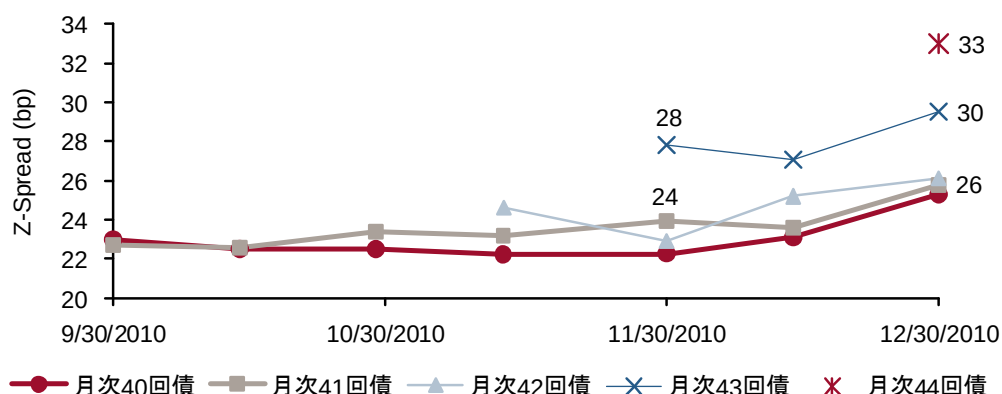
43 回債と 44 回債は、
既発債と比べて割安に
条件決定された

タイト化が続いた機構 MBS のスプレッドだが、2010 年 11 月以降に発行された月次債は、割安に条件決定されている。図表 12 で、上掲の図表 11 について、最近の銘柄の 2010 年 9 月 30 日以降の Z スプレッドの推移を示した。11 月 30 日の月次 43 回債は他の月次債と比べて売買参考統計値が 4bp 以上割安に、そして 12 月 30 日の月次 44 回債は 43 回債からさらに 3bp 以上割安に、それぞれプライシングされていることがわかる。

2 回号続けて割安にプライシングされたため、さすがに 42 回債以前の回号の Z スプレッドも 12 月 30 日に少しワイド化した。しかし、43 回債と 44 回債はイールドカーブのフラット化によって OAS や Z スプレッドで計ったスプレッドが拡大したもの⁴、マーケティングは超過需要で終了している。現に 11 月に起債された 43 回債では、スプレッドの割安感から月次債への投資を再開した投資家もいたようだ。もし、需要の低下によって 43 回債や 44 回債のスプレッドが割安になったのであれば、①市場が需給バランスの悪化を織り込んだり、②実際にセカンダリー市場で売り物が観測されて、42 回債以前の回号のスプレッドも大幅に割安になるところだが、実際には需給は引き続き良好だったので、既発債のスプレッドは小幅な拡大にとどまっている。

今後も月次債は 1000 億円を超える大型起債が続くと思われるが、①OAS や Z スプレッドで計ったスプレッド目線が 43 回債と 44 回債で割安になったこと、②新発の月次債のクーポンのベース金利となる 10 年国債利回りが 2010 年 10 月上旬をボトムに上昇したこと、③国内の債券市場には他にめばしい運用対象が少ないこと等から、今後も月次債に需要が集まりやすい素地は整っている。

図表12：最近発行された月次債の Z スプレッドの推移



出所：Credit Suisse

CMBS の現状と今後

2010 年の CMBS は、
下位トランシェがデ
フォルトする事例が観
測された

2009 年以降、CMBS の格下げが続いている。ほとんどは、空室率の上昇や契約賃料の低下などによって、CMBS の裏付けとなるノンリコース・ローンの担保評価が引き下げられてきたことに伴う格下げであった。そして最近、ノンリコース・ローンが返済期日にリファイナンスできずに、その後担保不動産が換価されたものの、CMBS の元本を満額返済するには足らないため、下位トランシェがデフォルトする事例が出てきた。

図表 13 は、CMBS について、S&P と Fitch の格付け符号で「D」に格下げされたもの、および Moody's の格付け符号で「C」まで格下げされたものの一覧である。S&P による格付け符号「D」の定義は「当該債務が不払いとなっている」であり、当該 CMBS の元本が償還期日に毀損したことを示している。他方、Moody's には「D」に相当する格付け符号がないが、Moody's の格付け符号「C」の定義は「最も格付けが低く、通常、デフォルトに陥っており、元利の回収の見込みも極めて薄い債務に対する格付け」であるので、やはり当該 CMBS の元本が毀損していることを示していると考えられる。

⁴ 43 回債のプライシングについては、2010 年 12 月 2 日付の「証券化商品マンスリー12月号」の 2 ページ以降をご参照

図表 13 で、デフォルトした 26 件のトランシェの当初の格付けを見ると、「BB」以下のいわゆる投機的等級の格付けが付与されていた案件が 17 件と最も多い。また、最も高い格付けは「A」で、2 件に付与されていた。

今のところ、当初格付けとして「AAA」や「AA」が付与されていたトランシェのデフォルトはなく、主に下位トランシェがデフォルトしていると言えそうだ。

図表13：CMBS 下位トランシェのデフォルトへの格下げ一覧

直近の変更日	案件名	オリジネーター名	トランシェ	当初の格付け	直近の格付け	格付機関	変更理由
2010/01/15	合同会社JLOC38	モルガン・スタンレー	D号	BBB	D	S&P	デフォルトしたローンからの回収額がD号社債の額面を下回ったため
2010/04/08	Orso Funding CMBS 2005-3信託	ペアー・スターン・シヤハン・リミテッド	E号 F号 G号 M号	Ba2 Ba3 B2 B3	C C C C	Moody's	物件売却による回収見込み額にストレスがかかっているため
2010/07/26	L-JAC 7 信託受益権	リーマン・ブラザーズ証券	H-1号 I-1号 J-1号 K-1号	BB- B+ B B-	D D D D	S&P	裏付不動産の売却金額がローン金額を下回って、トランシェの元本が毀損したため
2010/07/26	L-JAC 8 信託受益権	リーマン・ブラザーズ証券	C号 D号 E号 F号 G号 H号 I号 J号 K号	A BBB BBB- BB+ BB BB- B+ B B-	D D D D D D D D D	S&P	裏付不動産の売却金額がローン金額を下回って、トランシェの元本が毀損したため
2010/07/26	JMAC4信託	GMACCMBSジャパン 日本シニエムエーシー・ コマーシャル・モーゲージ	D号 E号	BBB BB	D D	Fitch	トランシェの元本が毀損したため
2010/08/23	合同会社JLOC41	モルガン・スタンレー	C-3号 D-3号	A BBB	D(sf) D(sf)	S&P	裏付不動産の売却金額がローン金額を下回って、トランシェの元本が毀損したため
2010/09/16	Cafes 4 信託受益権	カリヨン証券	D号	Baa2	C(sf)	Moody's	担保不動産からの回収見込みを引き下げたため
2010/10/01	WMTグローバル・ファンディング・ワン	リーマン・ブラザーズ証券	D号 E号	BBB BB	D(sf) D(sf)	S&P	裏付不動産の売却金額がローン金額を下回って、トランシェの元本が毀損したため
2010/11/12	Harvest 信託	新生銀行	G号	Ba3	C(sf)	Moody's	ローンデフォルト後の担保回収で損失が発生する可能性が高まったため

出所：各格付会社の公表データから Credit Suisse

担保物件の回収率が60%以上を維持していれば、当初 AAA の最上位トランシェは、その後格下げされたとしても、デフォルトする可能性は極めて低い

S&P は 2010 年 8 月 31 日に公表したリリースの中で、2009 年 5 月から 2010 年 6 月末にかけて売却された、デフォルト・ローンの裏付け不動産 84 物件の回収率（実際の物件売却価格／スタンダード&プアーズの当初不動産査定価格）は、加重平均で 62.2%と述べている。また、Moody's も公表レポートの中で、2009 年下半年期から 2010 年上半年期の 1 年間に売却された担保物件について、売却金額の当初ムーディーズ評価額に対する割合は 65%前後とコメントしている。

他方、S&P のクライテリアによれば、オフィス物件を裏付けとした CMBS の場合、AAA トランシェの LTV（Loan to Value、担保掛け目）は 30～45%が目安とされている。したがって、担保物件の回収率が 60%以上を維持していれば、当初 AAA の最上位トランシェは、その後格下げされたとしても、デフォルトする可能性は極めて低い。

図表14： S&P のクライテリアによる格付け毎の LTV の目安

Office		
Rating category	DSCR (x)	LTV range (%)
AAA	1.85-2.60	30-45
AA	1.70-2.30	40-55
A	1.60-2.10	45-60
BBB	1.50-1.90	50-67.5
BBB-	1.45-1.75	55-72.5
BB	1.40-1.60	60-75
B	1.25-1.45	70-75

DSCR - Debt service coverage ratio

LTV - Loan to value

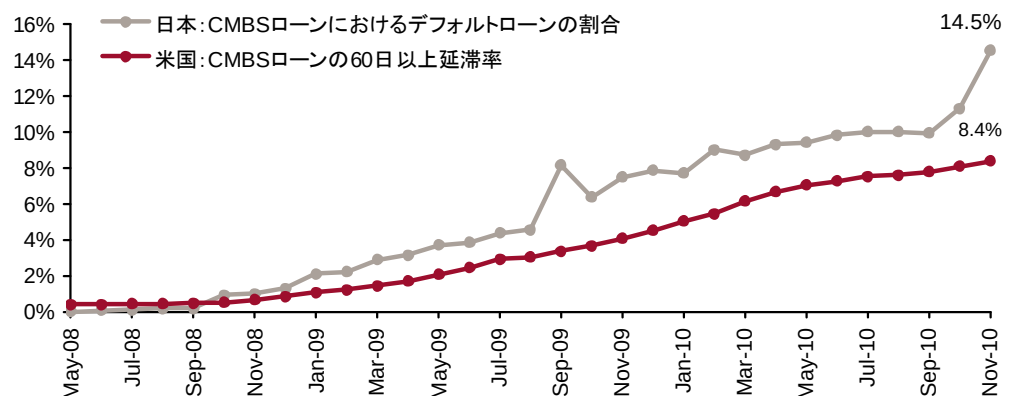
出所：S&P の公表資料から Credit Suisse 作成

図表 15 に、米国の CMBS ローン⁵の 60 日以上延滞率⁵と日本の CMBS ローンにおけるデフォルトローンの割合を示した。日米ともに、延滞状況は悪化の一途を辿っているが、状況は異なるようだ。

米国の CMBS ローンの償還は 2016 年と 2017 年にピークを迎える。これに対して、日本の CMBS ローンの償還のピークは 2010 年に終わった。

米国の CMBS ローンは初期延滞も増加中であることから、クレディ・スイスは 2011 年に入ってから 60 日以上延滞率のさらなる悪化を見込んでいる。しかも、CMBS ローン⁵の償還のピークは、2016 年の約 1220 億ドル、2017 年の約 1250 億ドルとまだ先だ。これに対して日本では、1 兆円を超える CMBS ローン⁵の償還のピークは 2010 年に終わった。今後の CMBS ローン⁵の償還予定は、2011 年に約 7000 億円、2012 年に約 6700 億円、2013 年以降は約 5400 億円に減っていく。

図表15： 日米の CMBS ローンのクレジット・ファンダメンタルズの状況



出所：日本のデータは Moody's、米国のデータは Credit Suisse

今後の証券化市場の姿

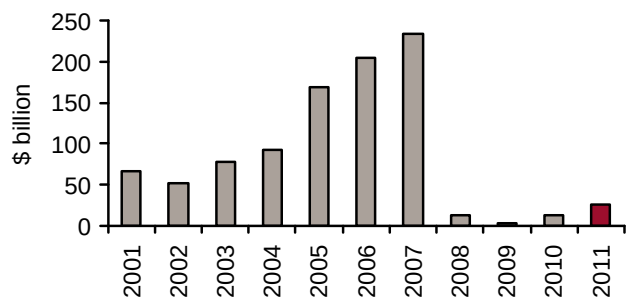
米国の証券化市場では、2010 年後半に CMBS の新規発行が活発化してきた。2010 年 11 月から始まった量的緩和第二弾（QE2）によるインフレ期待の上昇も、商業用不動産を裏付とした CMBS のセンチメント改善につながったようだ。新たに発行される CMBS の特徴としては、①従来に比べて CMBS ローン⁵の LTV を保守的な水準に抑えたり、②期中も CMBS ローン⁵の約定返済を行うことで、時の経過とともに LTV の水準が低下する仕組み

⁵ 米国では、60 日以上延滞した CMBS ローンは、デフォルトと認定されることが多い。

等を取り入れた案件が多い。クレディ・スイスは、米国における 2011 年の CMBS の発行額を 2010 年の 2 倍以上の 250 億ドルと見込んでいる（図表 16）。

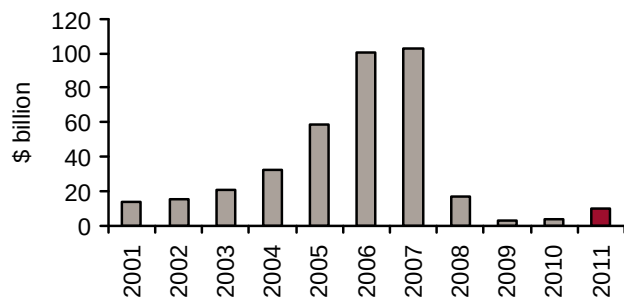
米国では、CLO の新規発行も 2010 年後半になって活発化した。やはり、エクイティ部分のバッファーを厚くしたり、再投資期間を短くするなどの保守的なストラクチャーの CLO が多く見られるようだ。新規発行が 2010 年第 4 四半期に加速した動きを受けて、クレディ・スイスは 2011 年における CLO の発行額をやはり 2010 年の 2 倍以上の 100 億ドルと見込んでいる（図表 17）。

図表 16：米国の CMBS の発行推移と 2011 年発行予想



出所：Credit Suisse

図表 17：米国の CLO の発行推移と 2011 年発行予想



出所：Credit Suisse

翻ってわが国では、機構 MBS 以外の証券化商品の新規発行が加速する動きはこれまでのところ見られない。フラット 35 の 1%金利引下げは 2011 年 12 月末まで続くので、月次債の大型発行が続く、これに対して運用難にあえぐ投資家の需要が向けられる構図が当面続くと考えられる。

国内の債券市場に目ぼしい投資対象が少ない中で、投資家の視線はゆっくりではあるが海外に向き始めている。海外市場の選定条件としては、①運用難を解消するために、発行市場が十分回復してロットが確保できること、②スプレッドが割安なこと、③証券化によるポートフォリオの分散効果は重要であるが、サブプライム・ローンのようにポートフォリオ全体が不良化しては元も子もないため、証券化商品の裏付プールの健全であること、などが重要視されよう。このような中で、ロイズ銀行をオリジネーターとする UK RMBS で初めて円建トランシェが 2010 年 10 月に発行された。マスター・トラストから発行され 2.8 年後に一括償還されるブレット債で、格付けは AAA、クーポンは 3 ヶ月円 Libor + 115bp であった。

規制面に目を転ずると、2011 年は、金融危機後に検討・制定されてきた証券化商品に関連する規制が実効稼働する年と言えよう。

金融危機前は、格付会社に「情報の非対称性」を埋め合わせる役目が期待されていた。すなわち、格付会社は①証券化商品のオリジネーターやサービサーに対してインタビューを実施し、②契約書面を他の類似案件と比較しながら法的論点をつぶし、③裏付資産のデフォルト率などのパフォーマンスも、やはり他の類似案件と比較検証することで定量・定性の両判断を下し、最終的に総合評価を「格付け符号」によって表示してきた。投資家も証券化商品に投資する際に自ら十分な分析を行うことは当然ながら、投資していない他の類似案件のオリジネーターやサービサーをインタビューすることはできない。守秘義務の観点から、投資していない他の類似案件の情報を入手して比較分析することもできない。このような「情報の非対称性」を格付会社が一定程度埋め合わせていたと考えている。

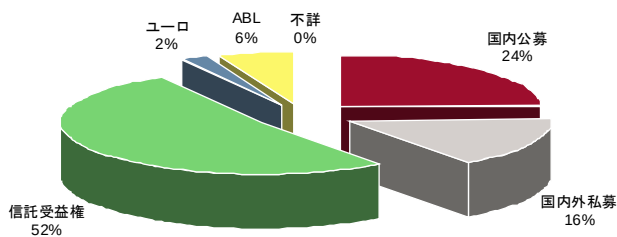
金融危機後は、バーゼル II の枠組み強化などの規制強化の流れの中で、投資家により一層のリスク管理の強化が求められている。「格付け符号」に頼らず、投資家自らが裏付資産の情報をタイムリーに入手するなどのデューデリジェンスを実施して、「情報の非対称性」を自ら埋めなければならない。この際、どの程度のデューデリジェンスを実施すれば監督当局の検査をパスできるのか、そのレベル感に悩んでいる投資家は多いはずだ。

ロイズ銀行をオリジネーターとする UK RMBS で初めて円建トランシェが発行された

3. 発行形態動向

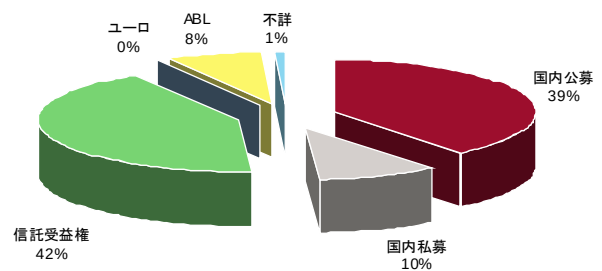
前述したように、全体的な証券化商品の発行量が減る中で、住宅金融支援機構 MBS の相対的な存在感が増している。その結果、発行形態別の動向を見ると、2010 年の国内公募が 56%（図表 21）と、過去 4 年間で最も比率が高くなっている。他方、信託受益権は 2007 年の 52% から 2010 年の 28% へ、国内私募も 2007 年の 16% から 2010 年の 5% へ比率を下げ続けている。また、ABL が 2007 年の 6% から 2010 年の 11% へ比率を上げている。2008 年秋のリーマン・ショック後に証券化商品の時価がグローバルに大きく下げた経験から、時価評価をする必要のないローン（Asset Backed Loan：ABL）への投資ニーズが高まっている結果であろう。

図表18：発行形態別割合（2007 年度）



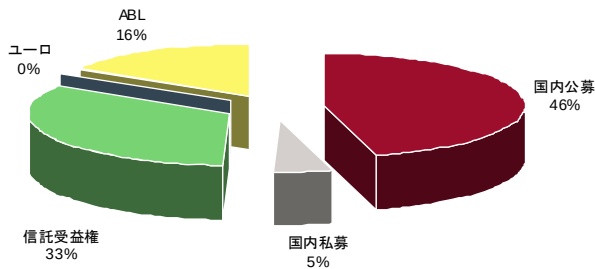
出所：Credit Suisse

図表19：発行形態別割合（2008 年度）



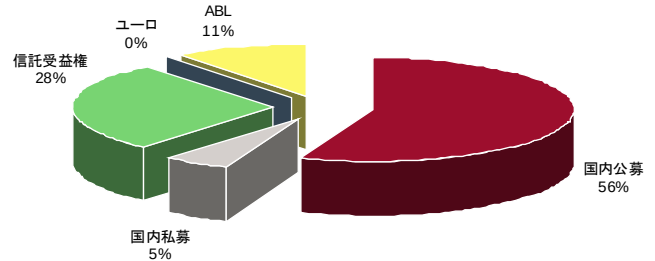
出所：Credit Suisse

図表20：発行形態別割合（2009 年）



出所：Credit Suisse

図表21：発行形態別割合（2010 年）



出所：Credit Suisse

4. 格付け変更

国内案件は、89 件、157 トランシェが格上げされ、184 件、643 トランシェが格下げされた

2010 年の格付け変更は、国内案件については、89 件・157 トランシェが格上げされた。2009 年の 33 件・107 トランシェの格上げと比べると、2010 年は件数、トランシェ数ともに 2009 年を上回る格上げ実績であった。

また国内案件については、184 件・643 トランシェが格下げされた。CMBS の格下げについては前述したが、171 件・626 トランシェと突出している。

図表22：2010 年 裏付資産別格付け変更

		CMBS	RMBS	ABS	CDO	その他	不詳	合計
格上げ	件数	15	28	15	31	0	0	89
	トランシェ数	30	52	24	51	0	0	157
格下げ	件数	171	3	7	3	0	0	184
	トランシェ数	626	3	9	5	0	0	643

出所：Credit Suisse

5. 2011 年の展望

2011 年は、発行額としては通年で 3 兆円強、2010 年を上回る水準を予想

2011 年の発行額は、RMBS の増加を見込み、全体としては通年で 3 兆円強、2010 年を若干上回る水準を予想する。

図表23：証券化商品発行額実績と 2011 年見通し（単位：兆円）

	2009	2010	2011 予想	2011 見通し (対2010年)
CMBS	0.43	0.09	0.05	引き続き起債環境は厳しい
RMBS	2.04	1.86	2.40	2011年末までのフラット35の金利1%減の効果で 機構MBSが発行増、民間RMBSは2010年並み
ABS	0.86	0.62	0.50	横ばい
CDO	0.08	0.10	0.05	投資家の敬遠が続く
その他	0.22	0.27	0.25	横ばい
合計	3.63	2.92	3.25	2010年を若干上回る

出所：Credit Suisse

RMBS の発行額は、住宅金融支援機構 MBS の増加を予想する。2010 年は、優良住宅取得支援制度（【フラット 35】S）の当初 10 年間の 1%金利引下げによる買取申請金額の増加が 2010 年 2 月以降に顕著になった。2011 年は、①1%金利引下げの効果が 12 月末までフルに 1 年間期待できることと、②フラット 35 の買取申請金額が増加傾向にあることから、その分だけ月次債の発行増を見込む。

民間 RMBS、CMBS、ABS、CDO については前述した通り、新規発行が加速する動きがなく、2010 年並みかやや下回る発行を予想する。

ディスクロージャー・アペンディックス

アナリスト・サーティフィケーション

宮坂 知宏とホア・フンは、分析する企業または証券について、（１）本調査レポートに示されている見解がすべての当該企業および証券に対するそれぞれの個人的見解を正確に反映し、（２）それぞれの報酬が本調査レポートに示されている推奨または見解に、直接的にも間接的にも何ら関連しておらず、また今後も関連しないことを認めます。

重要なディスクロージャー

Credit Suisse は公平かつ独立性があり公明正大で誤解を招く恐れのない投資調査レポートのみを公表することを方針としています。詳細については次のリンクから"Credit Suisse's Policies for Managing Conflicts of Interest in connection with Investment Research"をご参照ください：http://www.credit-suisse.com/research-and-analytics/disclaimer/managing_conflicts_disclaimer.html

Credit Suisse は公表する調査レポートについて、そこに示された見解や意見に実質的な影響を与えうる当該企業、セクターあるいはマーケットの動向に照らして適正な内容のものとするを方針としています。

本調査レポートの作成を担当したアナリストは、Credit Suisse の総収益をはじめとする様々な要因に基づく報酬を受け取っています。この総収益には Credit Suisse の投資銀行業務および債券部門業務によって得た収益が含まれています。

Credit Suisse は本調査レポートで言及されている企業の証券または派生商品を自己勘定で売買する可能性があります。

Credit Suisse はいつかの時点で、本調査レポートで言及された証券を大量保有している / していた可能性があります。

Credit Suisse は本調査レポート発行日現在、言及された対象企業の債券のマーケット・メークを行っている可能性があります。

本調査レポートで推奨された証券に関する重要な開示情報につきましては、<http://firesearchdisclosure.credit-suisse.com> をご参照いただくか、+1-212-538-7625 までご連絡願います。

過去 12 カ月間に債券調査部が提示したレティティブ・バリュー・トレード・アイデアおよび Emerging Markets Sovereign Strategy Group によるファンダメンタルな推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：http://research-and-analytics.csfb.com/docpop.asp?ctbdocid=330703_1_en また、Locus のウェブサイトへのアクセス権をお持ちのお客様は次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/locus>

Technical Analysis による推奨の記録につきましては、次のリンクをご参照ください：<http://www.credit-suisse.com/techanalysis>

Credit Suisse は税に関するいかなるアドバイスも提供いたしません。本調査レポートで言及された米国連邦税に関する記述は、納税者による罰則回避の目的での使用を意図して書かれたものではなく、そうした使用は認められません。

エマージング・マーケット債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを上回るリターンをもたらすと Credit Suisse が予想していることを示しています。

売り：“売り”推奨の表記は、対象銘柄がリスク・フリー・レートを下回るリターンをもたらすと Credit Suisse が予想していることを示しています。

社債に関する推奨の定義

買い：“買い”推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最上位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アウトパフォーム： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を上回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが安定的であるもしくは改善方向にある、社債が過小評価されている、業種平均に比べクレジット評価は悪いものの投資リターンにおいて業種平均を上回る可能性がある、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。このような社債は、市場環境がボラタイルになると価格変動リスクが高まる可能性があります。

マーケット・レベル： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内の平均レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

アンダーパフォーム： Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内平均値を下回ると Credit Suisse が予想していることを示しています。この分類に属する社債は、信用プロファイルが悪化傾向にある、信用力は安定的だが社債が過大評価されていて業種平均値に比べ割高である、などのケースが Credit Suisse により想定されていることを意味します。

売り：“売り”推奨の表記は、Credit Suisse がリサーチ対象としている社債の投資パフォーマンスが同一業種内で最下位レベルになると Credit Suisse が予想していることを示しています。

リストラクテッド： 特定の状況下においては、Credit Suisse 指針および/または適用法令、諸規則により、投資銀行業務遂行中およびその他の特定の状況下において投資評価を含む一部のコメントが排除されます。

ノート・レイテッド： Credit Suisse Global Credit Research または Global Leveraged Finance Research は、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしているが、現時点では当該銘柄の投資に関する意見は提供していないことを示しています。

ノート・カバード： Credit Suisse Global Credit Research と Global Leveraged Finance Research のいずれも、リサーチ対象としている社債の発行体をカバーしておらず、同発行体とそれに関連したいかなる証券の投資に関する意見も提供しないことを示しています。Credit Suisse がカバーしていない証券または企業に関してリサーチから提供するいかなるコミュニケーションも、公表情報に基づいた常識的かつ重要事項に属さない類推 (reasonable, non-material deduction) です。

社債に関するリスク・カテゴリーの定義

リスク・カテゴリーは、ハイイールド債（投資適格外）と考えられる社債の投資リスクに関する分類で、3つのリスク・カテゴリーから成っています。「平均的」なハイイールド債は「**平均的**」、リスクがそれを上回る場合には「**投機的**」、それを下回る場合には「**保守的**」と表記します。

Credit Suisse クレジット評価の定義

Credit Suisse では投資適格クラスおよびクロスオーバーの発行体に対し、クレジット評価を行っています。クレジット評価は当該企業の信用力に関する当社の評価に基づくもので、証券の購入や売却を推奨するものではありません。クレジット評価の等級（AAA 格、AA 格、A 格、BBB 格、BB 格、B 格）は、期日通りに金融債務を履行する発行体の能力に関する Credit Suisse の評価によって決められます。各カテゴリーは、信用力に基づき上位、中位、下位の等級にさらに細分化され、上位が最も信用力の高いサブカテゴリーとなっています。

AAA 格上位、AAA 格中位、AAA 格下位—債務者の金融債務を履行する能力は際立って高いとの評価を表します；**AA 格上位、AA 格中位、AA 格下位**—債務者の金融債務を履行する能力はかなり高いとの評価を表します；**A 格上位、A 格中位、A 格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は高いとの評価を表します；**BBB 格上位、BBB 格中位、BBB 格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は適切であるが、経済/事業/財務状況の悪化によって債務履行能力が低下する可能性が高いとの評価を表します。**BB 格上位、BB 格中位、BB 格下位**—債務者は投機的な要素があり、大きな信用リスクにさらされているとの評価を表します。**B 格上位、B 格中位、B 格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、経済/事業/財務状況の悪化によって著しく影響を受けやすいとの評価を表します。**CCC 格上位、CCC 格中位、CCC 格下位**—債務者の金融債務を履行する能力は極めて低く、良好な経済/事業/財務状況に依存するとの評価を表します。Credit Suisse のクレジット評価は、必ずしも格付け会社の格付けと相関するものではありません。

仕組証券、デリバティブ、オプションに関するディスクレーマー

仕組証券、デリバティブ、オプション（OTC のデリバティブおよびオプションを含む）は複雑な金融商品であり、すべての投資家に適した取引ではありません。また高いリスクを伴うことがあり、そのリスクを理解し、想定することのできる投資家のみに適した金融商品であると考えられます。ご要望に応じて、すべての主張、比較、推奨、統計に關し、その裏付けとなる資料ならびにその他のテクニカル・データをご提供いたします。取引に関する情報はすべて暫定的なものであり、正式な取引確認を意図したものではありません。

OTC デリバティブ取引は流動性のさほど高くない投資であり、取引を検討されているお客様には、事前にその潜在的なリスクとリターンを十分に理解し、お客様の目的、経験、財政および業務面のリソースやその他の関連する状況に照らして、それが適切か否かを自主的に判断なさることをお勧めします。またお客様が判断をなさるうえで必要と思われるならば、税、会計、法令、その他のアドバイザーとも相談なさることをお勧めします。OTC デリバティブ取引に関しては、Credit Suisse Securities (USA) LLC (“CSS LLC”) の媒介・代理により、Credit Suisse Capital LLC (“Capital LLC”) がお客様との独立当事者間取引の唯一の契約当事者となります。CSS LLC は SEC 登録のブローカー/ディーラーであり、NASDAQ、NYSE、SIPC のメンバーです。Capital LLC は SEC 規則に記載されている「OTC デリバティブ・ディーラー」であり、SEC の規制下にある一方、SIPC または他の自主規制機関への加盟を義務付けられていません。OTC オプションやその他の投資戦略に関する議論では、その結果とリスクは引用されている仮説的な例にのみ基づいており、実際の結果とリスクは特定の状況次第で変わるものと考えられます。投資家の皆様は、本レポートで言及されている金融商品や投資戦略と同様に、OTC オプションまたはオプション関連商品がお客様のニーズに適したものであるか否かを慎重に考慮なさることをお勧めします。Credit Suisse は税または会計のアドバイスを発行しておらず、（特別に書面での契約がない限り）財務アドバイザーまたは信託受託者としての業務を行うこともありません。多くのオプション取引では租税の影響を考慮することが重要であるため、オプション取引を検討されている投資家の皆様は、その取引の結果に租税が及ぼす影響について、タックス・アドバイザーに相談されることをお勧めします。

次のリンクから Options Clearing Corporation の開示書類をご確認ください：<http://www.cboe.com/LearnCenter/pdf/characteristicsandrisks.pdf>

スプレッドやストラドルなど複数のオプション売買を組み込んだオプション戦略では、取引コストが高まる場合があります。手数料および取引コストは投資家の実際運用益を左右する一要素となる可能性がありますので、その点を考慮されることをお勧めします。

本レポートに表記されている Credit Suisse または CS は、Credit Suisse AG の投資銀行部門の傘下で営業する全ての子会社および関連会社を含みます。当社の組織概要に関する詳細な情報は以下のリンクをご参照ください：https://www.credit-suisse.com/who_we_are/en/。

本レポートは、その配布、発行、提供あるいは使用が法や規制に反している、あるいは、Credit Suisse AG またはその関連会社(以下「CS」と総称)がそれぞれの地域で定められた登録や免許を必要とする、いかなる都市町村、州、国またはその他行政区域の国民や居住者である個人や組織への配布、またはそれら個人や組織による使用を意図したものではありません。本レポートに掲載されている資料の著作権は特別な記載がない限りすべて CS に帰属します。また、事前に CS の許可を書面で得ることなく、このレポートに記載しない掲載した資料、内容、複製に手を加えたり、第三者に送信、複製および配布することは、その方法の如何にかかわらず、一切禁止されております。本レポートで使用されているすべての商標、サービス・マークおよびロゴは、CS またはその関連会社の商標やサービス・マーク、もしくは登録商標や登録サービス・マークです。

本レポートに掲載されている情報、ツール、資料は情報提供のために作成されたものであり、証券やその他の金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはそうした取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。CS はこのレポートで取り上げた証券が特定の投資家向けであることを保証するための措置は何ら行っていない可能性があります。CS はこのレポートを受け取ったというだけの理由でその受取人を顧客として取り扱うことはありません。このレポートに含まれる、あるいは、言及されている投資やサービスがお客様に適切なものであるとは限りません。これらの投資や投資サービスに疑問がある場合は個別に投資アドバイザーに相談してください。このレポートは投資、法律、会計または税のアドバイスを含んでおらず、いかなる投資や戦略もお客様の個別の状況に妥当あるいは適切であるという表現はしていません。また、特定個人による推奨も含みません。CS は投資の税的影響に関するアドバイスは致しません。別途、税のアドバイザーに相談されるようお勧めいたします。とりわけ課税ベースとレベルが変わる場合がありますのでご注意ください。

本レポートに掲載された情報や意見は、CS が信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、その正確性または完全性を保証するものではありません。また本レポート中に掲載した資料を使用した場合に生じた損失につきましては、CS に適用される法令のもとで免責が該当しない場合を除いては、一切の責任を負いかねます。また、このレポートは個々の判断の代りとしてみなされるべきものではありません。CS はこのレポートの中の情報と一致しなかったり、異なる結論を示す他のレポートを発行している、または将来発行する場合もあります。それらのレポートは作成したアナリストの異なる想定、意見、分析手法を反映したもので、CS はこのレポートの受取人にそのような他のレポートがあることについて間違いなく通知する義務はありません。

CS は、法で認められた範囲内において、当レポートで言及された証券の発行体による資金調達取引への参加しない投資を行うだけでなく、その発行体に対するサービスを提供したり、あるいは、取引を勧誘することがあるほか、それら証券やオプション、またはそれに関連する投資のポジションや残高または他の重大な利益を保有し、取引に応じることがあります。また、CS は当レポートの中の資料で言及されている証券のマーケット・メークを行うことがあります。CS は、法で認められた範囲内において、このレポートに掲載された情報や意見、またはそれが依拠する調査や分析をレポート発行前の段階で使用したり、それらに基づいて行動することがあります。CS は、本レポートで言及されている一部ないしすべての組織の証券公募について、過去三年間に幹事もしくは共同幹事を引き受けた場合があり、また現在、プライマリー・マーケット・メークを行っている場合もあります。また、当該または関連する投資に対して重要なアドバイスの投資サービスを、現在提供しているまたは過去十二ヶ月に提供した場合があります。なお、ご要望に応じて、秘密保持義務の条件のもとですが、追加の情報も提供できます。このレポートで言及されている投資は、完全な単独組織によってオファーされる場合もあれば、CS 単独または CS 関連会社によってオファーされることもあり、また CS が当該投資の唯一のマーケット・メーカーである場合もあります。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆または保証するものとしてみなされるべきではなく、また将来のパフォーマンスに関する表現または保証は、明示的、暗示的にかかわらず、一切行われておりません。このレポートに記載された情報、意見および予想は、CS がこのレポートを公表した時点の判断を反映しており、通知なしに変更される場合もある点をご了承下さい。

当レポートで言及された証券または金融商品の価格、価値および収益は上下いずれの方向にも変動する可能性があります。証券や金融商品の価値は、そうした証券または金融商品の価格および収益に好影響もしくは悪影響を及ぼし得るような為替相場変動の影響を受ける場合もあります。価格が通貨変動に影響される米国預託証券(ADR)などの証券に対する投資家は、こうしたリスクを実際的に負うこととなります。

仕組み証券は複雑な金融商品であるばかりか、一般に高いリスクを伴うため、そのリスクを理解して受け入れることが可能で、豊富な専門知識を有する投資家のみを対象として販売するものです。仕組み証券の市場価値は(直物と先物の金利および為替相場を含むものの、これに限定されない)経済面、金融面、政治面における変化、満期までの残存期間、市場の状況およびボラティリティー、ならびに発行体または参照発行体(レファレンス・イシューア)の信用力などの要因によって影響を受ける可能性があります。仕組み商品の購入を検討されている投資家は、これら商品について独自の調査および分析を行い、さらには購入に伴うリスクについて投資家サイドの専門家によるアドバイスを受けることをお勧めします。

本レポートで取り扱われている投資の中にはボラティリティーの高いものもあります。高ボラティリティー商品への投資は価値が突然大幅に下落し、その投資を現金化する際に損失を生じる可能性があるばかりか、そうした損失が当初の投資額に匹敵する場合もあり得ます。実際、投資によっては潜在損失額が当初の投資額を上回ることもあり、そのような場合、損失をサポートするために追加的な資金の支払いを余儀なくされかねません。また、投資の直接利回りが変動し、その結果、(投資を行うために支払われた)当初資本が直接利回りの一部として使用されることがあります。一部の投資の現金化は容易ではなく、またその投資の売却・現金化も難しいかもしれず、同様にその投資の価値、またはリスクについて信頼できる情報入手することは難しいかもしれません。

本レポートにはウェブサイトのアドレスやハイパーリンクが設定されていることがあります。レポートが CS のウェブサイトと言及している場合を除き、CS は当該サイトに関するレビューは行っておりませんので、その内容について責任は一切負いません。このようなアドレスやハイパーリンク(CS 自身のウェブサイトのアドレスやハイパーリンクを含む)はお客様の利便のために情報目的で提供されているものであり、そのウェブサイトの内容はこの文書の一部を成すものではありません。このレポートまたは CS ウェブサイトから当該ウェブサイトへアクセスまたはリンクを開くのはお客様ご自身のリスクで行っていただくことになります。

本レポートはヨーロッパ(スイスは除く)において英国の One Cabot Square, London E14 4QJ にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が発行・配布し、同社は英国において英国金融サービス機構(FSA)の監督下にあります。ドイツにおいては Niederlassung Frankfurt am Main にある Credit Suisse Securities (Europe) Limited が配布し、同社はドイツ連邦金融監督庁(BaFin)の監督下にあります。本レポートは米国およびカナダにおいては Credit Suisse Securities (USA) LLC、スイスでは Credit Suisse AG、ブラジルでは Banco de investimentos Credit Suisse S.A. メキシコでは Banco Credit Suisse (México), S.A.が配布を担当しています(本レポートで言及されている証券に関連した取引は適切な規制に準拠してのみ行われます)。日本の場合にはクレディ・スイス証券株式会社が配布を担当しております。さらに、他のアジア/太平洋地域では、Credit Suisse (Hong Kong) Limited, Credit Suisse Equities (Australia) Limited, Credit Suisse Securities (Thailand) Limited, Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd, Credit Suisse AG, Singapore Branch のいずれかがその該当管轄地域において正しく認可を取得して配布を担当し、その他の地域においては正式に認められた関連会社が配布を担当しております。Credit Suisse AG, Taipei Branch によって発行される台湾証券についてのリサーチは資格を有するシニア・ビジネス・パートナーが作成したものです。マレーシアの居住者に提供されるリサーチは Credit Suisse Securities (Malaysia) Sdn Bhd のリサーチ責任者による承認を受けており、その問い合わせ先は +603 2723 2020 となります。また、このリサーチはカナダのディスクロージャー要件に合致しない可能性もあります。

CS が証券取引を行うために必要な登録または免許の取得をしていない行政地域においては、証券取引はそうした地域に適用される証券法に基づいてのみ行われねばなりません。適用される証券法は地域によって異なり、登録または免許取得要件が免除される場合のみ取引が認められる場合もあります。証券取引を希望される米国外のお客様は、居住地域の法律で許可されている場合を除き、同地域で営業活動に従事している CS を通じて取引を実行していただくかねばなりません。また、米国内のお客様は、米国の Credit Suisse Securities (USA) LLC の営業担当者を通じての、取引を行うことが可能となっております。

本調査レポートは CS が作成・発行したものであり、市場に精通した専門家および機関投資家であられるお客様への配布を目的としています。CS のお客様で市場の専門家または機関投資家ではない方がこのレポートを受領した場合は、これに基づき投資判断を下す前、またはその内容について必要な説明を受けるさいに、別途お客様独自の金融アドバイザーによるアドバイスを受けてください。このレポートは英国以外のお客様の投資またはサービス、または FSA 管理下ではなく、また個人顧客に関する FSA の保護および/または英国の補償スキームを利用できないその他の事柄に関連する場合もあります。また、このレポートに関し、これに該当する可能性のある事柄についてのさらに詳しい情報が必要な場合はご請求ください。

Copyright © 2011, CREDIT SUISSE GROUP AG および / またはその関連会社。不許複製。

債券は売却時の時価または市場価格により、投資元本割れが生じる可能性があります。また償還金額の変動により、投資元本割れが生じる可能性がある債券もありますのでご注意ください。

非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。

クレディ・スイス証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第66号

日本証券業協会 会員 社団法人 金融先物取引業協会 会員 社団法人 日本証券投資顧問業協会 会員