

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

＜資産証券化商品＞ 信託受益権(201809)

【新規】

信託受益権予備格付	A A A
A B L 予備格付	A A A

■格付事由

本件は、投資用マンションローン RMBS に対する格付である。

1. スキームの概要

- オリジネーター（第一信託委託者）は、投資用マンションローン債権（対象債権）及び金銭を第一信託受託者に信託（第一信託）し、第一信託受託者は、オリジネーターを当初受益者として A 号優先受益権、B 号受益権及びセラー受益権を交付する。オリジネーターは A 号優先受益権を第二信託委託者であるみずほ証券株式会社に譲渡する。みずほ証券はかかる A 号優先受益権を第二信託受託者に信託（第二信託）し、第二信託受託者は、みずほ証券を当初受益者として二次受益権を交付する。その後、二次受益権はみずほ証券から投資家に譲渡され、一部の二次受益権については投資家から ABL を受け入れることによって償還される。本件の格付対象は、二次受益権ならびに ABL（二次受益権等と総称）である。
- 対象債権の譲渡に際し、動産及び債権譲渡の對抗要件に関する民法の特例等に関する法律第 4 条第 1 項に基づく債権譲渡登記により第三者対抗要件を具備する。
- すべての譲渡債権には保証会社の連帯保証が付されている。受託者はオリジネーターに対象債権の管理回収事務を委任し、オリジネーターは債務者から支払われる回収金および保証会社からの代位弁済金を毎月第一信託受託者に引き渡し、第一信託受託者はこれらを原資に A 号優先受益権の受益者たる第二信託受託者に対し、A 号優先受益権の元本の償還と配当の支払いを行う。第二信託受託者は受領した金銭により、二次受益権等の元本の償還・返済と配当・利息の支払いを行う。
- 第一信託において、回収金の利息相当分は各信託計算期日に公租公課・費用等、A 号優先受益権配当の順に充当される。これらの支払い後、貸倒債権のネットロスが存在する場合にはデフォルトトラップに充当され、その残余がセラー受益権、次いで B 号受益権の配当として支払われる。元本の償還は月次パススルー、シーケンシャル・ペイメント方式となっており、まず A 号優先受益権の償還が行われ、これが全額償還された後に、セラー受益権、次いで B 号受益権の償還が開始される。加速償還事由発生後には、セラー受益権及び B 号受益権の配当が停止し、利息回収金はデフォルトトラップの後、A 号優先受益権元本の償還に充当される（ターボ償還）。
- 第二信託において、二次受益権ならびに ABL の元本償還・返済は、前月末のそれぞれの残高に応じて按分された金額が月次でパススルーされる。

2. 仕組み上の主たるリスクの存在

(1) 債権のデフォルトリスク

貸倒リスクについては、期中発生すると想定される貸倒率と繰上返済率を用いた分析に基づき、必要とされる貸倒対応信用補完を設定している。対象債権には、債務者につき法的倒産手続が開始されていないことといった適格要件が設定されているものの、対象債権と母体債権の質に特段差はないと判断している。

(2) 金利リスク

投資用マンションローンの金利と証券化商品の金利にミスマッチがある場合にネガティブキャリー（金利逆鞘）が発生するリスクがある。

本件では、対象債権の適用金利は短期プライムレートを基準に決定されている一方、二次受益権等の予定配当率/利率は1か月円 LIBOR に一定のスプレッドを加算して決定されることから、ネガティブキャリーによる影響は限定的であると判断している。

(3) サービスの信用悪化に係るリスク

① コミタリングリスク

債務者からの回収金は、約定返済期日（毎月 27 日）に口座振替によりオリジネーターに入金される。対象債権からの回収金はオリジネーターのもとにいったん滞留した後、第一信託受託者に送金される。サービスが万一破綻した場合、回収金がそれらの資産と混同され、引き渡しが予定通り行われないうリスク（コミタリングリスク）が生じうるが、本件では、B 号受益権の一部がこれに備えた信用補完となっていると評価される。

② バックアップサービス体制

オリジネーターに関し、サービシング業務の懈怠・倒産手続開始の申立てなどの信託事務受任者交替事由が発生した場合、第一信託受託者はサービスへの事務委任を解除することができる。本件では、当初バックアップサービスの設置は留保されているが、第一信託契約において、オリジネーターの信用力が一定の水準以下に低下した場合には、受託者はサービシング業務の遂行を行うに足る業務遂行能力を備えていると客観的かつ合理的に認められる第三者をバックアップサービスとして選任し、当該第三者との間でバックアップサービシング契約を締結し、サービシング業務のサービスへの委託が解除された場合におけるサービシング業務の承継に関する事務及び承継後のサービシング業務の遂行を委任することとされている。

(4) 信託内のキャッシュフロー不足リスク

本件では、流動性補完措置として信託報酬、A 号優先受益権配当ならびにバックアップサービスが発動した場合のサービシング手数料の一定期間分および引継時の費用等を現金準備金として当初から準備している。

3. 格付評価のポイント

(1) 投資用マンションローン債権の概要

証券化の対象となる投資用マンションローン債権は、オリジネーターがオリジネートした投資用マンションローン債権全体の中から、債務者について法的倒産手続が開始されていないことなど、適格要件をクリアしたものが抽出されている。

18 年 7 月末時点の譲渡債権の元本総額は約 953.5 億円である。16 年 4 月から 18 年 6 月にかけてオリジネートされ、債権件数は 4,223 件、平均残存元本残高は 2,258 万円、加重平均残存融資期間は 32.3 年である。その他の属性としては、残存元本残高は 2,000 万円超 2,500 万円以下のレンジが最大であること、ローン実行時の債務者の年齢は 25 歳超 30 歳以下が最多であることなどがある。

(2) 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

貸倒率についてはダイナミックデータなどから算出されたベース貸倒率およびベース繰上返済率に対して今後の見通しを勘案して一定のストレスをかけてキャッシュフローを分析した（ストレス考慮後の想定貸倒率 0.150%、ストレス考慮後の想定繰上返済率 0.160%）。

二次受益権等の格付では、保証会社からの保証履行による回収を考慮しておらず、担保からの回収金額についても慎重に判断している。本件では貸倒債権のうち長期延滞債権の計上基準として、5 ヶ月超延滞が採用されている。

A 号優先受益権に関して設定されている劣後部分の金額は、上述のとおり計算された本件で必要とされる劣後金額の水準を上回っており、二次受益権等が「AAA」相当のリスクの範囲内で元本の償還・返済と配当・利息の支払いを行うのに十分な水準であることを確認している。

以下の前提のもとで、期中に貸倒率がベースレートを上回って変化することを仮定とした感応度分析を行った。

(前提)

- ・ 評価時点は二次受益権譲渡日/ABL 実行日現在
- ・ 算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、採用するベース貸倒率を 0.047%に移動させた場合には、劣後比率 15.1%を前提とした格付は「AA」となった。

(3) その他の論点

- ① オリジネーターから第一信託受託者への信託譲渡は真正な譲渡を構成すると考えられる。また、オリジネーターからみずほ証券への A 号優先受益権譲渡、およびみずほ証券から第二信託受託者への A 号優先受益権譲渡は真正な譲渡を構成すると考えられる。
- ② 本件の回収金口座は、一定の水準以上の短期格付またはこれと同程度の長期発行体格付を JCR から付与されている金融機関に開設されている。
- ③ 関係当事者の本件運営にかかる事務遂行能力に現時点で懸念すべき点はみられない。

以上より、二次受益権ならびに ABL の期日どおりの配当/利息の支払いと、信託財産最終交付日/最終返済期日までの元本償還/返済の確実性は、優先劣後構造および法的手当てによって「AAA」と評価できる水準が維持されていると考えられ、二次受益権ならびに ABL の予備格付を「AAA」と評価した。

【裏付資産のキャッシュフロー】

未公表

【裏付資産にかかる債権または債務者の属性分布】

未公表

【予想償還スケジュール等】

未公表

(担当) 荘司 秀行・古口 雄介

■ 格付対象

【新規】

対象	発行予定額/実行予定額*	劣後比率	信託財産最終交付日**/最終返済期日	クーポン・タイプ	予備格付
二次受益権	810 億円	15.1%	2055 年 8 月 31 日	変動	AAA
ABL					AAA

* 二次受益権と ABL の内訳は、2018 年 9 月 21 日までに決定予定。

<発行の概要に関する情報>

第一信託開始日	2018 年 9 月 20 日
第二信託開始日	2018 年 9 月 27 日
二次受益権譲渡日/ABL 実行日***	2018 年 9 月 27 日
償還方法	月次シーケンシャル償還（二次受益権と ABL の間はプロラタ償還） ※A 号優先受益権が当初の元本残高の 10%以下となった場合のクリーンアップ・コール条項あり
流動性・信用補完措置	優先・劣後構造及び現金準備金

※劣後比率：1 - (二次受益権+ABL) ÷ ローン債権元本

上記格付はパーゼルIIに関連して金融庁が発表した『証券化取引における格付の公表要件』を満たしている。

** 本件における事実上の法定最終償還期日

*** 本件における事実上の発行日

<ストラクチャー、関係者に関する情報>

オリジネーター兼第一信託委託者	東京都所在の大規模金融業
アレンジャー	みずほ証券株式会社
バックアップサービサー	当初設置留保

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	オリジネーターが保有する投資用マンションローン債権
裏付資産発生時の概要	未公表
裏付資産プールの属性	未公表
適格要件（抜粋）	未公表
加重平均ネット金利	未公表

格付提供方針に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2018年8月29日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉山 成夫
主任格付アナリスト：荘司 秀行
- 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準については、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014年1月6日）として掲載している。
- 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法（格付方法）の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「住宅ローン債権」（2014年6月2日）の信用格付の方法として掲載している。回収金口座や倒産隔離など他の付随的な論点についても上記のページで格付方法を開示している。
- 格付関係者：
(オリジネーター等) 東京都所在の大規模その他金融業（ビジネス上の理由により非公表：オリジネーター名が公表された場合、オリジネーターのレピュテーションへの影響等の不利益が生じる可能性があるため）
(アレンジャー) みずほ証券株式会社
- 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。JCR は、格付付与にあたって必要と判断する情報の提供を発行者、オリジネーターまたはアレンジャーから受けているが、その全ては開示されていない。本件信用格付は、資産証券化商品の信用リスクに関する意見であって、価格変動リスク、流動性リスクその他のリスクについて述べるものではない。また、提供を受けたデータの信頼性について、JCR が保証するものではない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
- 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
① 格付対象商品および裏付資産に関する、オリジネーターおよびアレンジャーから入手した証券化対象債権プールの明細データ、ヒストリカルデータ、パフォーマンスデータ、証券化関連契約書類
② 裏付資産に関する、中立的な機関から公表された中立性・信頼性の認められる公開情報
③ オリジネーターに関する、当該者が対外公表を行っている情報
④ その他、オリジネーターに関し、当該者から書面ないし面談にて入手した情報
なお、JCR は格付申込者等から格付のために提供を受ける情報の正確性に関する表明保証を受けている。
- 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、いずれかの格付関係者による表明保証もしくは対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。

9. 資産証券化商品の情報開示にかかる働きかけ：

(1) 情報項目の整理と公表

JCR は、資産証券化商品の信用格付について、第三者が独立した立場で妥当性を検証できるよう、裏付資産の種類別に、第三者が当該信用格付の妥当性を評価するために重要と認められる情報の項目をあらかじめ整理してホームページ上で公表している。

(2) 情報開示にかかる働きかけの内容及びその結果の公表

JCR は、本資産証券化商品の格付関係者に対し、当該資産証券化商品に関する情報（上記の情報項目を含む。）の開示を働きかけた。

働きかけの結果、格付関係者が公表に同意した情報の項目について、JCR は、格付関係者の委任を受け、格付関係者に代わりここで当該情報を公表する（上記格付事由及び格付対象を参照）。なお、公表に対して同意を得られていない情報の項目については、上記格付事由および格付対象の箇所では未公表と表示している。

10. 資産証券化商品についての損失、キャッシュフローおよび感応度の分析：

格付事由参照。

11. 資産証券化商品の記号について：

本件信用格付の対象となる事項は資産証券化商品の信用状態に関する評価である。本件信用格付は裏付けとなる資産のキャッシュフローに着目した枠組みで付与された格付であって、資産証券化商品に関し (a) 規定の配当/利息が期日どおりに支払われること、(b) 元本が信託財産最終交付日/最終返済期日までに全額償還/返済されることの確実性に対するものであり、ゴーイングコンサーンとしての債務者の信用力を示す発行体格付とは異なる観点から付与されている。

12. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■ 留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■ 用語解説

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■ NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■ 本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル