

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(220124)

【新規】

信託受益権格付	
優先受益権	A A A
劣後受益権	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

- (1) オリジネーター（第1信託委託者）は、投資用マンションローン債権を三菱 UFJ 信託銀行株式会社（第1信託受託者）に信託譲渡し（第1信託）、第1信託受益権を投資家に譲渡することにより、資金調達を過去複数回にわたって行っている。
- (2) 今般、当該投資家（第2信託委託者）は、かかる第1信託受益権を三菱 UFJ 信託銀行（第2信託受託者）に信託譲渡し、第1信託受益権を裏付けとする第2信託の優先受益権、劣後受益権及び現金準備金受益権の当初受益者となる。
- (3) 第2信託委託者は、優先受益権を他の投資家に譲渡することにより資金調達を行い、劣後受益権及び現金準備金受益権は引き続き保有する。
- (4) 第1信託受託者は当初サービサーであるオリジネーターに譲渡債権の管理回収事務を委任する。オリジネーターは、投資用マンションローン債務者から支払われる回収金を毎月第1信託受託者に引き渡すほか、一定金額を上限に貸倒債権の買戻しを行う。回収期間中、これらの回収金および買戻し代金により第1信託受益権の元本の償還と配当の支払いが行われ、それを元に優先受益権及び劣後受益権の元本の償還と配当の支払いが行われる。
- (5) 投資用マンションローン債権の信託譲渡に際しては、動産及び債権譲渡の対抗要件に関する民法の特例等に関する法律（平成10年法律第104号、その後の改正を含む。）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が具備されている。債務者対抗要件は、信託事務委任解任事由が発生し、受託者からオリジネーターへの回収業務の委託が終了した場合まで具備留保される。優先受益権の譲渡に際しては債務者及び第三者対抗要件を具備される。
- (6) 第1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、信託受益権配当の順に充当される。第2信託において、第1信託の受益権配当が第2信託の優先配当の予定支払額に満たない場合、支払いがなされなかった優先配当は翌月以降に繰り延べられる。
- (7) 優先及び劣後受益権元本の償還は月次パススルー、シークエンシャル・ペイメント方式となっている。まず、優先受益権の償還が行われ、これが全額償還された後に、劣後受益権の償還が開始される。
- (8) その他の流動性補完として、格付引き下げなど現金準備金増額事由が発生した場合には、委託者は流動性補完必要額（優先配当及び信託報酬の4か月分相当など）を金銭にて追加信託する義務を負う。

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。裏付債権には、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、裏付債権と母体債権の質に特段の差はないと判断している。

(2) 金利リスク

マンションローンの取扱金利と証券化商品の優先受益権配当率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、マンションローンの取扱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、本件の優先受益権の予定配当率は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) サービサーの信用悪化リスク

コミングリングリスク

投資用マンションローン債権の債務者からの回収金は、約定返済期日（毎月6日）に口座振替によりサービサーに入金される。投資用マンションローン債権からの回収金はサービサー及びオリジネーターのもとにいったん滞留した後、受託者に送金されるが、サービサーが万一破たんした場合、回収金がそれらの資産と混同され、引渡が予定どおり行われないうリスク（コミングリングリスク）が生じうる。本件では、サービサーの長期発行体格付の低下などのコミングトリガー事由が発生した場合には第2信託委託者があらかじめ設定された金額を追加信託することにより、このリスクをカバーする仕組みとなっている。

バックアップサービス体制

本件では、当初バックアップサービサーの設置は留保されているが、第1信託契約において、一定の事由が発生した場合には、受託者は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オリジネーター兼サービサー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および承継後のサービシング業務の遂行を委任できるとされている。さらに、サービサーの長期発行体格付の低下などの現金準備金増額事由が発生した場合には第2信託委託者があらかじめ設定された金額を追加信託することとなっている。

(4) 信託内のキャッシュフロー不足リスク

サービサーの JCR 長期発行体格付が一定の格付を下回った場合には、劣後受益権の配当が停止される取り決めとなっている。なお、本件では、優先受益権配当に不足が生じた場合、翌信託計算期間に当該不足分の支払いを繰り延べることができる。

3. 格付評価のポイント

(1) 優先受益権

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、オリジネーターが保有する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。

17年2月末時点の裏付債権の元本総額は約37,307百万円である。13年7月から16年12月にかけて実行された約1,800件、平均残存元本残高約21百万円の投資用マンションローン債権である。債務者属性としては、融資実行時点で30歳から35歳の年齢層が最大となっている。

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 0.187%、ストレス考慮後の想定繰上返済率 0.165%）。

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、3回以上の延滞が採用されている。

優先受益権に関して設定されている劣後部分の金額は「AAA」に対して必要とされる劣後金額の水準を上回っており、優先受益権が「AAA」相当のリスクの範囲内で元本償還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)

- ・評価時点は受益権譲渡日現在
- ・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 0.06%に移動させた場合には、実際に設定された劣後比率を前提とした格付は「AA」となった。

(2) 劣後受益権

損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

信託契約上、オリジネーターは貸倒債権を一定の上限額まで買い戻す義務を負う。この上限額は「A-」相当の必要劣後金額を上回っており、劣後受益権が「A-」相当のリスクの範囲内で元本償還を行うのに十分な水準であることを確認している。

劣後受益権について最終信託計算期日までの元本の全額償還が行われる確実性は、オリジネーターの長期発行体格付が上限となる。オリジネーターの長期発行体格付が変更となった場合には、劣後受益権の格付も連動して変更される可能性がある。

オリジネーターの長期発行体格付は、17年3月31日現在「A-/安定的」となっている。

(3) その他の論点

オリジネーターから受託者への債権譲渡は真正な譲渡を構成すると考えられる。

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。

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、優先受益権について、規定の配当が最終信託計算期日までに全額支払われること、ならびに最終信託計算期日までに元本が全額償還されることの確実性は、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、優先受益権の格付を「AAA」と評価した。

また、劣後受益権について、最終信託計算期日までに元本が全額償還されることの確実性は、損失、キャッシュフロー分析の結果「A-」と評価できる水準にあるものと考えられ、劣後受益権の格付を「A-」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・中川 哲也

格付対象

【新規】

対象	発行額	劣後比率	最終信託計算期日 [*]	クーポン・タイプ	格付
優先受益権	30,250,000,000 円	18.9%	2052 年 2 月 25 日	変動	AAA
劣後受益権	7,057,107,454 円	-	2052 年 2 月 25 日	実績配当	A-

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2017 年 3 月 30 日
本受益権譲渡日 ^{**}	2017 年 3 月 31 日
償還方法	月次パススルー償還、シーケンシャルペイ
流動性・信用補充措置	優先受益権：優先・劣後構造、リザーブ積立勘定 劣後比率：18.9%（劣後比率：1 - 優先受益権/当初ローン債権元本） 劣後受益権：オリジネーターのパーシャルサポート

上記格付はパーゼル 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	非公表
第 1 信託受託者 第 2 信託受託者	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
アレンジャー	三菱 UFJ 信託銀行株式会社
バックアップサービス	当初設置留保

<裏付資産に関する情報>

裏付資産の概要	未公表
裏付資産発生の概要	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：2017 年 3 月 31 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（<http://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（<http://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金融業（ビジネス上の理由により非公表：本案件に関する情報が本来と異なる目的で利用されることにより、悪影響が生じる可能性があるため）
（アレンジャー） 三菱 UFJ 信託銀行株式会社
- 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当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。

7. 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：

- 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ログラムの明細データ、ヒストリカルデータ、証券化関連契約書類
- 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
- 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
- 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。

8. 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資産証券化商品格付であって、優先受益権に関して（a）規定の配当が最終信託計算期日までに全額支払われること、（b）元本が最終信託計算期日までに全額償還されること、劣後受益権に関して元本が最終信託計算期日までに全額償還されること - 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、結果的正確性、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んを問わず、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が定める 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