

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 201802(契約番号 220132)
信託受益権 201902(契約番号 220132)
信託受益権 202002(契約番号 220132)

【変更】

信託受益権格付
劣後受益権 A - → A

【据置】

信託受益権格付
優先受益権 A A A
シリーズ2 優先受益権 A A A
シリーズ3 優先受益権 A A A
B 1 受益権 A A -
B 2 受益権 A

■ 格付事由

本件は、リフォームローン ABS 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（原信託委託者）は、リフォームローン債権を原信託受託者に信託譲渡し（原信託）、取得した原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) 当初の再信託設定において、当該投資家（再信託委託者）は、かかる原信託受益権を三菱 UFJ 信託銀行（再信託受託者）に信託譲渡し、シリーズセラー受益権を取得する。当初信託にかかるシリーズセラー受益権はシリーズ優先受益権、B1 受益権、B2 受益権および劣後受益権に分割される。
- (3) 再信託委託者はシリーズ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、他の受益権は引き続き保有する。
- (4) 劣後配当停止事由が発生していないこと等、一定の事由を条件に、再信託委託者はその資金需要に応じ、一定の間隔で原信託受益権の追加信託を行い、その都度シリーズセラー受益権を取得する（マスタートラスト）。追加信託にかかるシリーズセラー受益権はその都度、追加信託にかかるシリーズ優先受益権、B1 受益権、B2 受益権および劣後受益権に分割され、新しいシリーズ優先受益権が新規に発行されるとともに、既存の B1 受益権、B2 受益権および劣後受益権が増額される。再信託委託者は追加信託にかかるシリーズ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、他の受益権は引き続き保有する。
- (5) オリジネーターは原信託にかかる信託事務委任契約に基づき、サービサーとして原信託にかかるリフォームローン債権の回収を代行し、その回収金を原信託受託者に引き渡す。オリジネーターは、リフォームローン債務者から支払われる回収金を毎月原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。原信託受託者はこの回収金および買戻し代金を原資に再信託受託者（原信託受益者）に対して元本償還と配当の支払いを行う。
- (6) 原信託において、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。再信託において、原信託の受益権配当が再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) 優先ないし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。まず各シリーズ優先受益権の償還が行われ、これが全額償還された後に B1 受益権の償還が開始されることとなっており、B2 および劣後受益権も同様である。
- (8) 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、再信託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。なお、バックアップサービサーの設置は当初留保されている。

2. 格付評価のポイント

(1) 各シリーズ優先受益権/B1 受益権/B2 受益権

① 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

各シリーズ優先受益権、B1 受益権、B2 受益権ならびに劣後受益権の裏付資産であるリフォームローン債権は、一般リフォーム工事や住宅設備機器等を対象商品とする、個人または法人向けの債権により構成される。本件分析は、代位弁済率（貸倒とキャンセルが含まれる）・期限前返済率等のヒストリカルデータ及び詳細な属性データを分析しキャッシュフロー上の特徴を考慮し、劣後部分の水準がキャッシュフローの予想損失・予想回収額・債務者の分散度に比して十分か否かを主要なポイントとした。

代位弁済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代位弁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代位弁済率は AAA・AA・A でそれぞれ 0.322%・0.278%・0.254%）。本件証券化では貸倒債権の内、長期延滞債権の計上基準として 2 ヶ月超延滞が採用されている。また、一部の受益権については一定期間経過後はさらに保守的な想定を行っている。

期限前返済率についてはダイナミックデータなどからベース期限前返済率を算出し、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。なお、期限前返済率がゼロとなるケースも合わせて計算し、保守的な結果を採用している。

本件で設定されている劣後金額は、マスタートラスト全体の債権残高に対して上述のストレスを考慮して計算された、各シリーズ優先受益権合算で必要とされる劣後金額の水準を上回っており、各シリーズ優先受益権について AAA 相当のリスクの範囲内で元本償還・配当支払を行うのに十分な水準であることを確認している。また、B1 受益権および B2 受益権についてもそれぞれの格付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)

- ・ 評価時点は直近の信託計算期日時点
- ・ 算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、各シリーズ優先受益権に対して採用するベース代位弁済率を 0.607% に移動させた場合には、評価時点の劣後比率を前提とした格付は「AA」となった。B1 受益権に対して採用するベース代位弁済率を 0.440% に移動させた場合には、評価時点の劣後比率を前提とした格付は「A」となった。また、B2 受益権に対して採用するベース代位弁済率を 0.420% に移動させた場合には、評価時点の劣後比率を前提とした格付は「BBB+」となった。

(2) 劣後受益権

① 損失、キャッシュフロー分析および感応度分析

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こととなっており、「A」の格付に対応する貸倒・キャンセルのリスクおよびコミングリング・ロスの合計額をカバーしている。また、現金準備金の毀損は、オリジネーターが破綻した際に顕在化するものである。

以上より、劣後受益権について信託期間満了日までに元本の全額償還が行われる可能性は、B2 受益権の格付を上限として、基本的にオリジネーターの信用力に収斂・連動するものと考えられる。オリジネーターの信用力分析を行った結果、信用力が変化すると判断した場合には、B2 受益権の格付を上限として、劣後受益権の格付も連動して変更される。

劣後受益権の格付は、上記のとおりオリジネーターの信用力を反映させ決定している。なお、23年3月17日までにオリジネーターの信用力は「A-」から「A」に変更されている。

(3) その他の論点

- ① 原信託および再信託における信託譲渡は真正な譲渡を構成するものと考えられる。
- ② 本件の信託口座は、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、各シリーズ優先受益権の信託期間満了日までの配当満額の支払いと元本償還の確実性は、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引き続き維持されていると考えられ、各シリーズ優先受益権の格付を「AAA」据え置きと評価した。B1 受益権および B2 受益権については、信託期間満了日までの元本償還の確実性は優先劣後構造および法的手当てによってそれぞれ引き続き「AA-」、「A」と評価できる水準にあると考えられ、B1 受益権および B2 受益権の格付をそれぞれ「AA-」「A」据え置きと評価した。また、劣後受益権の信託期間満了日までの元本償還の確実性は、オリジネーターの信用力に収斂・連動するものと考えられ、劣後受益権の格付を「A」に格上げとした。

(担当) 荘司 秀行・齊木 利保

■ 格付対象

【変更】

対象	当初発行額	当初劣後比率	当初信託期間満了日****	クーポン・タイプ	格付
劣後受益権	17,402,752,345 円**	-	2038年8月13日***	実績配当	A

【据置】

対象	当初発行額	当初劣後比率	当初信託期間満了日****	クーポン・タイプ	格付
優先受益権*	86,644,000,000 円	20.24%	2038年8月13日	固定	AAA
シリーズ2 優先受益権	42,049,000,000 円	19.31%	2039年8月15日		AAA
シリーズ3 優先受益権	7,426,000,000 円	20.95%	2040年3月15日		AAA
B1 受益権	2,922,599,922 円**	17.55%	2038年8月13日***		AA-
B2 受益権	1,662,060,617 円**	16.02%			A

* シリーズ1に相当。

** 追加信託により増額した場合は、かかる増額後の金額。

*** 追加信託が行われた場合は、かかる追加信託により変更された後の日

〈発行の概要に関する情報〉

信託開始日	2018年2月28日
各シリーズ優先受益権譲渡日*****	優先受益権：2018年2月28日 シリーズ2 優先受益権：2019年2月28日 シリーズ3 優先受益権：2020年2月28日
流動性・信用補完措置	優先受益権：優先劣後構造<当初劣後比率 20.24%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - (当該シリーズ優先受益権元本+過去のシリーズ優先受益権残高) ÷ 原信託債権元本 シリーズ2 優先受益権：優先劣後構造<当初劣後比率 19.31%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - (当該シリーズ優先受益権元本+過去のシリーズ優先受益権残高) ÷ 原信託債権元本 シリーズ3 優先受益権：優先劣後構造<当初劣後比率 20.95%>および現金準備金 ※劣後比率：1 - (当該シリーズ優先受益権元本+過去のシリーズ優先受益権残高) ÷ 原信託債権元本 B1 受益権：優先劣後構造<当初劣後比率 17.55%>および現金準備金

	<p>※劣後比率：1 - (シリーズ優先受益権残高+B1 受益権元本) ÷ 原信託債権元本 B2 受益権：優先劣後構造 < 当初劣後比率 16.02% > および現金準備金 ※劣後比率：1 - (シリーズ優先受益権残高+B1 受益権元本+B2 受益権元本) ÷ 原信託債権元本 劣後受益権：オリジネーターのパーシャルサポート</p>
償還方法	月次パススルー償還、シークエンシャルペイ

上記格付はバーゼル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	東京都所在の大規模その他金融業
原信託受託者	非公表
再信託受託者	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

格付提供方針等に基づくその他開示事項

- 信用格付を付与した年月日：2023年3月15日
- 信用格付の付与について代表して責任を有する者：湊岡 由典
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、「割賦債権・カードショッピングクレジット債権」(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) 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。
- 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。
- 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眼した枠組みで付与された格付であって、各シリーズ優先受益権に関しては (a) 規定の配当が信託期間満了日までに全額支払われること、(b) 元本が信託期間満了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、B1 ないし劣後受益権に関しては元本が信託期間満了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って、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。

11. 格付関係者による関与：

本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。

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行っております。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。

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