

Presale Report

Residential Mortgage Backed Securitization

住宅金融支援機構

貸付債権担保T種第9回住宅金融支援機構債券

アナリスト:

藺田浩 東京 03-4550-8474
hiroshi.sonoda@spglobal.com

橋本祐志 東京 03-4550-8275
yuji.hashimoto@spglobal.com

目次:

| | |
|-----------------------|----|
| 1. 格付け根拠 | 3 |
| 2. 案件の概要 | 4 |
| 3. 裏付け資産の概要 | 4 |
| 4. 信用リスク分析 | 7 |
| 5. キャッシュフロー分析 | 9 |
| 6. シナリオ分析 | 11 |
| 7. サーベイランス | 12 |
| 8. 機構債共通事項および過去の発行データ | 12 |
| 9. 関連格付け規準と関連リサーチ | 15 |

B A C A B

C B C B A

B A A C B

C A B B C

A B A C B

C A A B A

B A B B A

住宅金融支援機構 貸付債権担保 T 種第 9 回住宅金融支援機構債券
(発行総額500億円、2034年8月10日 法定最終償還)

2021年1月21日時点 予備格付け

| 発行予定額 | 利率 | 予備格付け | 法定最終償還期日 | 信用補完 |
|-------|------|----------|------------|------|
| 500億円 | 固定金利 | AAA (sf) | 2034年8月10日 | 2.5% |

注: 本リポートは2021年1月25日時点の情報に基づいています。この格付けは予備格付けであり、今後の情報によって、最終的に異なる格付けが付与されることがあります。したがって、予備格付けは最終的な格付けを示すものと解釈されるべきではありません。本リポートは、証券の購入、保有、売却を推奨するものではありません。

プロフィール

| | |
|-----------------|------------------|
| クローリング予定日 | 2021年2月3日 |
| 担保 | 信託された抵当権付住宅ローン債権 |
| オリジネーター兼回収業務受託者 | 独立行政法人住宅金融支援機構 |
| 受託者 | 三菱UFJ信託銀行株式会社 |
| 受益者代理人 | 株式会社三井住友銀行 |
| バックアップ・サービサー | 三菱UFJ信託銀行株式会社 |

信用補完の算出方法は、以下の通り。

$$\text{信用補完} = 1 - (A+B) / (C-D-E)$$

- A: 格付け対象債務および同等の優先順位の債務
- B: 格付け対象債務より優先される債務
- C: 裏付け資産 (現金を含む)
- D: 流動性補完のための資産
- E: 優先劣後構造を持たない債務 (売主持ち分など)

ただし、マスタートラスト・スキームの場合は、同シリーズ内で上記の計算を行う。

1. 格付け根拠

S&P グローバル・レーティング（以下「S&P」）は、2034年8月を法定最終償還日とする貸付債権担保 T 種第 9 回住宅金融支援機構債券（以下「本機構債」）を、「AAA (sf)」に予備格付けした。

当該予備格付けは、本機構債および受益権（受益権行使事由発生以降に限る）の利払い、および予定収益配当が全額遅滞なく行われ（3 カ月までの利払いまたは収益配当の遅延を除く）、かつ法定最終償還期日までに元本が全額遅滞なく償還される可能性について示唆するものである。

本機構債の予備格付けは、主に以下の要因に基づいている。

- S&P は、本案件の住宅ローン債権プールの累積貸倒率を「転換型プロラタストラクチャー」による調整前の水準で「AAA」レベルで約 11.6%と想定し、ベースケース（「B」レベル）換算では約 2.1%と想定している。また、デフォルト債権の損失率を「AAA」レベルで約 16%と想定している。本案件は、ネット損失率（貸倒債権について物件からの回収考慮後の損失率）の想定として、日本の RMBS 格付け規準（2014 年 12 月 19 日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS：日本の RMBS の格付け手法と想定」）が規定する下限値——ベースケース・シナリオで 0.35%、「AAA」レベルで 4.0%——が適用される案件である。
- 想定累積貸倒率とデフォルト時損失率をもとに、キャッシュフロー分析を行った結果、「AAA」の格付けに相当するストレス・シナリオ下においても、本機構債および受益権（受益権行使事由発生以降に限る）の元利払いは予定通り行われる（3 カ月までの利払いまたは収益配当の遅延を除く）。
- 受益権行使事由発生までは、機構が全額繰り上げ償還請求対象債権（貸倒債権）および 4 カ月延滞債権等を信託プールから解約し、本機構債の繰り上げ償還を行うことで、当初の超過担保比率は継続的に維持される。受益権行使事由発生後は、裏付け資産である住宅ローン債権プールの信用リスクならびに金利リスク（住宅ローン金利 -（受益権配当 + 案件維持費用））は、超過担保によりカバーされる。
- 裏付け資産を構成する住宅ローン債権は、機構の前身である住宅金融公庫（以下「公庫」）が実行した直貸融資で構成されている。機構は預金取り扱い金融機関ではなく、相殺リスクは限定的である。
- 本案件の特徴的な仕組みである、回収金の引き渡し、流動性補完の程度、およびフロアの信用補完といった諸点を勘案した結果、本機構債の格付けは機構の信用力にある程度依存する。

*一部の国でワクチンの提供が続いている中、S&P グローバル・レーティングは、新型コロナウイルスによるパンデミックの展開とその経済への影響が依然として非常に不透明であると考えている。予防接種の広範囲にわたる普及は、一部の国では年央までに達成される可能性があり、社会経済活動をより正常に近い水準に戻す一助となろう。S&P ではワクチンの時期についてのこの想定を使用して、パンデミックによる経済、信用に対する影響を評価している（S&P のリサーチの最新情報を参照：www.spglobal.com/ratings）。状況が変わるに従い、想定と予測をアップデートする。

本案件の強み

- 本案件においては、受益権行使事由発生前に、裏付け資産である住宅ローン債権にデフォルト債権等（4 カ月延滞債権、条件緩和債権および事実表明違反債権など）が発生した場合、デフォルト債権等の元本相当額について繰り上げ償還を行い、信託プールからの解約を行う、「解約」スキームが適用される。これにより、受益権行使事由発生前においては、デフォルト債権等の元本相当額につき本機構債の繰り上げ償還が行われ、かつデフォルト債権等は信託解除されることから、実質的には機構による当該デフォルト債権等の買い戻しと同様の取り扱いとなる。

- ・ 裏付け資産の全ローンに対して第一順位抵当権が設定登記されていることから、S&Pは本案件の格付け分析上、デフォルト債権からの回収を考慮している。
- ・ 裏付け資産はすべて全期間固定金利（ステップアップ方式を含む）であり、本機構債もしくは受益権の金利・収益配当も固定金利であることから、金利のミスマッチ・リスクは発生しない。
- ・ 貸出金利がステップアップ方式の裏付け資産は、すべてステップアップ済みであることから、今後、貸出金利が上昇して債務者の返済負担が増加する懸念はない。
- ・ 裏付け資産は、貸出し実行から長期間経過した直貸債権のみで構成されており、長期にわたる返済履歴がある。
- ・ 裏付け資産である住宅ローンの担保物件は全国に分散していることから、地域集中によるデフォルトリスクの増加は限定的である。

本案件の弱みと緩和要因

- ・ 本機構債は一般的な証券化案件と異なり、発行時点において債権プールの真正譲渡を伴う仕組みを取っていない。したがって、本機構債の信用リスクは一定程度、機構の信用力に依存すると、S&Pは考えている。
- ・ 債務者職業（申込時）において、公務員・会社員以外の債務者が約11%含まれており、想定累積貸倒率の主な上昇要因となっている。
- ・ 受益権行使事由発生前においては、信用補完比率はクローリング時点と同じ水準に維持される。本案件のキャッシュフロー分析では、デフォルトが案件期間の後期に多く発生するリスクを考慮して、1.2倍の累積貸倒率を適用する。

2. 案件の概要

機構は独立行政法人住宅金融支援機構法（以下「機構法」）での認可を受け、500億円の本機構債を発行する。機構は本機構債の担保に供する目的で、総額約513億円に相当する6,926件の抵当権付住宅ローン債権プールを三菱UFJ信託銀行に信託設定する。信託設定された裏付け資産である住宅ローン債権プールの受益権は、本機構債の債権者の集合を受益者とした他益信託を構成する。本機構債には住宅ローン債権元本総額の2.5%に相当する超過担保（本機構債の2.56%）が設定される。ローン債権の譲渡には、動産・債権譲渡特例法に定めるところにより、第三者対抗要件が具備される。

受益権行使事由発生前においては、本機構債の元利金の支払いは機構によって行われる。元利金の支払いを行った場合、機構は支払金額に比例する住宅ローン信託の一部解約を請求し、住宅ローン債権の返還を求めることができる。ただし、このプロセスは超過担保率の2.5%が常時保たれる範囲において行われる。

受益権行使事由が発生し、本機構債の投資家が何ら障害なく受益者確定手続きに従って住宅ローン債権信託の受益者として確定した時点で初めて、本機構債は消滅し、投資家は本機構債に代わり受益権を取得する。

3. 裏付け資産の概要

1) 債権プールの概要

本機構債は、一定の適格基準を満たす住宅ローン債権プールに裏付けられており、適格基準を満たさない信用力の低い債務者への融資は含まれない。本機構債の債権プールは、貸出し実行から長期間経過した直貸債権のみで構成されている。債権プールの特徴、主な適格基準は、表1-2の通りである。

本機構債の裏付け資産の主要な属性を、T種第8回機構債と比較した場合、以下の違いが見られる。

- 全債務当初LTV比率90%超の債権の構成比率は約0.2ポイント低下している。
- 債務者職業（申込時）において、公務員・会社員以外の債務者比率は約1.0ポイント上昇している。
- 全債務当初DTI比率25%超の債権の構成比率は約2.8ポイント上昇している。

表1 本債権プールの概要*

| | 全債権 |
|------------------|-------------------|
| 当初融資総額 | 139,299,950,000 円 |
| 当初融資平均 | 20,112,612 円 |
| 融資残高合計 | 51,282,318,801 円 |
| 融資残高平均 | 7,404,320 円 |
| 融資件数（債務者ベース） | 6,926 人 |
| 融資債権数（金利別債権ベース） | 11,520 債権 |
| 平均当初融資期間 | 30.1 年 |
| 平均残存期間 | 8.2 年 |
| 平均経過期間 | 260 カ月 |
| 平均当初融資率 | 81.20 % |
| 平均当初返済負担率 | 18.30 % |
| 平均年収（申込時） | 6,721,858 円 |
| 平均金利 | 4.00 % |
| 債務者平均年齢（申込時） | 40.0 歳 |
| 加重平均金利 | 4.00 % |
| 加重平均残存年数 | 10.1 年 |
| 加重平均当初融資期間 | 30.7 年 |
| 加重平均経過期間 | 260 カ月 |
| 公務員・会社員比率（残高ベース） | 88.5 % |

* 2020年12月末日現在

表2 本債権プールの主な適格基準

| | |
|-----------|-----------------------|
| オリジネーター | 住宅金融公庫（現、住宅金融支援機構） |
| 申し込み条件 | 自己居住 |
| | 70歳未満 |
| | 月収が返済の5倍以上 |
| | 日本国籍保有もしくは永住者 |
| 最大融資額 | 8,000万円以下 |
| LTV比率 | 原則として80%以内 |
| ローン金利 | 固定（ただし、ステップアップ方式） |
| 当初返済期間 | 10年以上35年以内 |
| 完済時年齢 | 80歳未満 |
| 保証会社による保証 | 不要 |
| 商品種類 | マイホーム新築資金 |
| | 建売住宅購入資金 |
| | マンション購入資金 |
| | 優良分譲住宅購入資金 |
| 対象物件 | 新築 |
| 抵当権設定順位 | 土地、建物ともに第一順位 |
| 金消契約締結期間 | 1998年4月1日から1999年6月30日 |

また、本機構債の裏付け資産の主要な属性分布を、表3-5に示す。

| LTV 比率 | 全債務 | 機構融資のみ |
|--------|--------|--------|
| ～5% | 0.0% | 0.0% |
| ～10% | 0.0% | 0.0% |
| ～15% | 0.0% | 0.0% |
| ～20% | 0.0% | 0.1% |
| ～25% | 0.1% | 0.3% |
| ～30% | 0.1% | 0.6% |
| ～35% | 0.2% | 1.0% |
| ～40% | 0.4% | 1.9% |
| ～45% | 0.7% | 2.9% |
| ～50% | 1.3% | 3.8% |
| ～55% | 1.4% | 4.4% |
| ～60% | 2.5% | 6.0% |
| ～65% | 2.9% | 5.7% |
| ～70% | 3.9% | 6.5% |
| ～75% | 5.2% | 6.9% |
| ～80% | 16.2% | 16.0% |
| ～85% | 8.1% | 7.2% |
| ～90% | 14.9% | 7.9% |
| ～95% | 15.7% | 8.8% |
| ～100% | 26.5% | 20.1% |
| 合計 | 100.0% | 100.0% |

| DTI | 残高比 |
|------|--------|
| ～5% | 0.0% |
| ～10% | 5.0% |
| ～15% | 19.4% |
| ～20% | 49.1% |
| ～25% | 15.8% |
| ～30% | 7.5% |
| 30%超 | 3.3% |
| 合計 | 100.0% |

| 債務者職業(申込時) | 残高比 |
|------------|--------|
| 公務員・会社員 | 88.5% |
| 公務員・会社員以外 | 11.5% |
| 合計 | 100.0% |

2) 機構のオリジネーションと審査のプロセス

機構および前身の公庫の貸し出し方針は、民間金融機関の住宅ローンとは大きく異なる。機構および公庫は、国民全般に対して質の高い住宅の取得を促進するため、融資条件はその時々々の政府の景気対策や住宅政策を反映したものとなる。

裏付けとなる債権プールが実行された時点における公庫の審査基準には、1) 公庫の融資額上限は、建設費または購入価額の80%以内、2) 債務者の月収が月次返済額の5倍以上、3) 融資金額が8,000万円以下——などが含まれている。

想定累積貸倒率の水準を決定するにあたり、1) 民間金融機関とは異なり、国民全体に対して質の高い住宅の取得を促進するという政策的な使命を担って、審査基準の設定や貸し出し審査を実施してきたこと、2) 貸し出し当時の審査基準およびその基準で実行された住宅ローンの貸倒率、延滞率の推移——を考慮したうえで、レンダーレベルの調整係数として1.3倍の調整係数を適用する。

4. 信用リスク分析

1) 日本の居住用住宅ローン債権のパフォーマンス見通し

S&Pは、2021年の居住用住宅ローンRMBS（住宅ローン担保証券）の裏付け資産のパフォーマンスの見通しを、安定的と予想している。

2020年春以降、世界的な新型コロナウイルスの感染拡大の影響により、日本の居住用住宅ローンは、2008年の金融危機以来のストレスに晒されている。ここ数年、裏付け資産である居住用住宅ローンの延滞やデフォルトの発生は低水準で安定的に推移していたが、2020年には延滞やデフォルトの増加が観測された。ただし、延滞率は同年秋以降、低下傾向を示しており、4月から5月にかけて発出された緊急事態宣言の影響は年後半にはピークアウトした兆しがみられる。

S&Pでは、住宅ローンのパフォーマンスと失業率の間には高い相関関係があると考えている。S&Pは2020年11月時点の経済見通しとして、日本の2020年の年平均失業率は2.8%と2019年の2.4%から上昇するものの、その影響は限定的なものになると予想している。失業率は2021年も2.8%、2022年には2.7%と、引き続き3%程度での横ばい推移を予想している。政府によるさまざまな経済対策の効果や、失業率の予想される水準を勘案すると、新型コロナウイルスが2021年の裏付け資産のパフォーマンスに与えるネガティブな影響は限定的なものになるとS&Pは考えている。

一方、新型コロナウイルスをめぐる状況は引き続き流動的であり、経済に与える影響についても不透明な要素が多い。感染のさらなる拡大やワクチン接種の遅れにより景気回復まで想定外に時間がかかる場合、裏付け資産のパフォーマンスにより強いストレスがかかる可能性があるとしてS&Pはみている。

2) 裏付け資産の信用力の評価

原型プールの想定損失率

2014年12月19日に公表した「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS : 日本のRMBSの格付け手法と想定」（以下「日本のRMBS格付け規準」、RMBS : 住宅ローン担保証券案件）に記載されている、日本の原型プールの「B」の想定損失率は、原型プールに対する想定損失率のS&Pの現在の想定に合致している（2021年1月8日付リポート「日本の住宅ローン市場の見通し」を参照）。この想定損失率の水準はまた、日本の住宅ローン市場に関するS&Pの見通しの変化するのに伴って、変化する。日本の住宅ローン市場の見通しには、失業率やインフレ率、住宅ローンのパフォーマンスといった、さまざまなマクロ経済要因が考慮されている。「B」の想定損失率の現在の水準は、表6記載の日本の原型プールに対する累積貸倒率の要素を含んだものである。S&Pは、本案件の債権プールの分析に際し、表6記載の想定を採用する。

実際の住宅ローンプールの属性が原型プールよりも高い信用力を示す場合、当該プールの想定損失率は、表6に示した数字よりも低くなる。日本のRMBS格付け規準は、そのような場合、「AAA」の格付け水準では4.0%、「B」の格付け水準では0.35%を、それぞれの想定損失率の「下限値」として設定している。

表6 良好な初期状況の下での日本の原型プールの想定損失率

| 格付け | 想定損失率 (%) | 累積貸倒率 (%) | デフォルト時損失率 (%) |
|-----|-----------|-----------|---------------|
| AAA | 5.0 | 10.0 | 50.0 |
| AA | 3.5 | 7.5 | 47.0 |
| A | 2.2 | 5.0 | 44.5 |
| BBB | 1.3 | 3.2 | 41.0 |
| BB | 0.8 | 2.1 | 36.0 |
| B | 0.4 | 1.1 | 31.0 |

想定累積貸倒率の分析

裏付けとなる居住用住宅ローン債権プールの信用リスクを分析するにあたり、対象となる債権プールの累積貸倒率を算出する。この場合の貸倒率とは、累積金額ベースの値であり、住宅ローンプールの証券化時点の当初残高に対する累積デフォルト額の割合を示している（表7参照）。

なお、本案件では、サーベイランスにおいてローン別の更新データが提供されることを前提としている。

| 格付け | 累積貸倒率(%) |
|-----|----------|
| AAA | 11.6 |
| AA | 9.0 |
| A | 6.1 |
| BBB | 4.5 |
| BB | 3.3 |
| B | 2.1 |

| | 調整係数(倍) |
|--------------|---------|
| LTV比率 | 1.2 |
| DTI(返済比率) | 0.8 |
| 債務者の雇用形態(職業) | 1.1 |
| 金利タイプ | 1.0 |
| 融資期間 | 0.8 |
| 地域集中(地域別) | 1.0 |
| 地域集中(郵便番号) | 1.0 |
| レンダーレベルの調整 | 1.3 |

* 表8の「調整係数」は、各指標における本債権プールの信用力が原型プールと同等の場合には1.0となり、調整係数が1.0を下回るほど、原型プールよりも信用力が高いことを表す。

また、本案件では大部分の住宅ローン債権に関し、団体信用生命保険（団信）が付保されている。しかしながら、一部の住宅ローン債権では団信が付保されていないこと等から、将来的には全債権について団信が付保されていないプールとなるシナリオを採用し、当該リスクをカバーするため想定累積貸倒率に1.3倍の調整計数を適用する。

デフォルト時損失率の分析

機構の融資には原則、すべてのローンに対して第一順位抵当権が設定登記されていることから、S&Pは本案件の格付け分析において、デフォルト債権からの回収を考慮している。デフォルト時損失率を想定するにあたり、以下の点を考慮している。

- S&Pが想定する価格下落率（表9参照）
- 担保物件の売却と法的手続きに要する費用

なお、デフォルト発生から回収までの期間は18カ月と想定した。表10に、本債権プールのデフォルト時損失率を示す。

| 格付け | 想定価格下落率(%) |
|-----|------------|
| AAA | 45 |
| AA | 43 |
| A | 41 |
| BBB | 38 |
| BB | 34 |
| B | 30 |

表 10 本債権プールのデフォルト時損失率

| 格付け | デフォルト時損失率(%) |
|-----|--------------|
| AAA | 15.8 |
| AA | 14.2 |
| A | 12.8 |
| BBB | 10.9 |
| BB | 8.6 |
| B | 6.7 |

想定損失率下限値の適用

本案件の想定損失率は、日本の RMBS 格付け規準に規定する想定損失率下限値を下回る結果となった。本案件の分析に際しては、「AAA」の格付け水準の下限値である 4.0%の想定損失率を適用する。

本件適用後、「AAA」レベルの想定累積貸倒率は約 17.2%、同デフォルト時損失率は約 23.3%である。

5. キャッシュフロー分析

S&Pは、前述の累積貸倒率とデフォルト時損失率をもとに、キャッシュフロー分析を行った。具体的には、約定返済に沿ったキャッシュフローをベースに、デフォルト発生のタイミング、期限前償還の金額と発生時期などを変数として、さまざまなシナリオについて分析を行った。

その結果、「AAA」の格付けに相当するストレス下における最も保守的なシナリオにおいても、本機構債および受益権（受益権行使事由発生以降に限る）の元利払いは予定通り行われる（3カ月までの利払いまたは収益配当の遅延を除く）との結論に達した。

1) デフォルト発生のタイミング

日本の住宅ローンプールでは通常、ローン実行直後にデフォルトが発生することはない。一般的にデフォルトは、実行から1年前後で次第に増え始め、7年目から10年目にピークに達し、その後は次第に減少する（デフォルト金額ベース、または当初ローン残高に対するデフォルト率ベース）。S&Pではこのようなデフォルト発生カーブを、標準的なシナリオとして想定する。標準シナリオに加えて、デフォルト発生タイミングとして、案件早期にデフォルトが集中する前倒しシナリオ、案件後期にデフォルトが集中する後倒しシナリオ——の2種類のシナリオを想定する（表 11 参照）。

表 11 デフォルト発生タイミング

| | 月数* | | | |
|---------|--------|----------|-----------|-----------|
| | 1-60カ月 | 61-120カ月 | 121-180カ月 | 181-240カ月 |
| 前倒しシナリオ | 35% | 45% | 15% | 5% |
| 標準シナリオ | 15% | 50% | 25% | 10% |
| 後倒しシナリオ | 5% | 40% | 40% | 15% |

* 各期間において発生が想定される想定累積貸倒率に対する比率を表示。
モデリング上、各カテゴリーの数値を60で除した比率を各月に適用。

加えて本案件では、貸し出し実行から長期間経過した住宅ローンで裏付け資産が構成されていることを考慮し、今後120カ月間でデフォルトが発生するシナリオも想定する（表 12 参照）。

表 12 デフォルト発生タイミング

| | 月数* | | | |
|---------|--------|---------|---------|----------|
| | 1-30カ月 | 31-60カ月 | 61-90カ月 | 91-120カ月 |
| 前倒しシナリオ | 35% | 45% | 15% | 5% |
| 標準シナリオ | 15% | 50% | 25% | 10% |
| 後倒しシナリオ | 5% | 40% | 40% | 15% |

* 各期間において発生が想定される想定累積償倒率に対する比率を表示。
モデリング上、各カテゴリーの数値を30で除した比率を各月に適用。

2) 期限前償還率

一般的に、日本の住宅ローンプールの期限前償還率は、海外の他地域と比べて低い。期限前償還率の標準シナリオとして、同償還率が案件のクロージング時点の年率3.0%を起点として、5年目にかけて直線的に年率6.0%に上昇し、その後は年率6.0%で推移することを想定する。この標準シナリオに加え、高プリペイシナリオ、低プリペイシナリオの2種類のシナリオを想定する（表13参照）。

表 13 期限前償還率(年間%)

| | 案件クロージング時点 | 5年目 |
|-----------|------------|-------|
| 低プリペイシナリオ | 3.0% | 3.0% |
| 標準シナリオ | 3.0% | 6.0% |
| 高プリペイシナリオ | 3.0% | 12.0% |

加えて本案件では、貸し出し実行から長期間経過した住宅ローンで裏付け資産が構成されていることを考慮し、案件クロージング時点から年率12.0%で一定推移するシナリオも想定する。

3) 案件維持費用

キャッシュフロー分析で想定する案件維持費用は、信託費用が住宅ローン残高の0.05%、サービシング手数料が同0.35%とした。また、本案件では団信に関する保険料支払いがウォーターフォールに組み込まれていないことから、団信保険料の追加コストは想定しない。

4) 金利リスクおよびベースリスク

裏付け資産はすべて全期間固定金利（ステップアップ方式を含む）であり、本機構債もしくは受益権の金利と収益配当も固定金利であることから、金利リスクおよびベースリスクは発生しない。

なお、貸出金利がステップアップ方式の裏付け資産についても、すべてステップアップ済みであることから、今後、貸出金利が上昇して債務者の返済負担が増加する懸念はない。

5) プロラタストラクチャーのテールリスク

本案件は、受益権行使事由発生前は元本償還方法が優先劣後のプロラタ償還となっている。信用補完フロア値の設定あるいは信用補完フロア値の設定と同等の効果を持つ仕組みを持たないRMBSであることから、案件の終了間際には不確実性とイベントリスクが高まる可能性があるものの、償還方法がプロラタの期間中には政府系機関である発行体によって案件がサポートされることから、当該リスクは緩和されると判断している。

6) 転換型プロラタストラクチャー

本案件は、受益権行使事由発生に伴い償還方式がプロラタからシークエンシャルに転換する「転換型プロラタストラクチャー」を採用しており、受益権行使事由発生前には、信用補完比率はクロージング時点と同じ水準で維持される。本案件において、信用補完フロア値は

設定されていないものの、信用補完フロア値の設定と同等の効果を持つ仕組みを備えていると、S&Pは考える。

一方、格付け対象証券の信用補完が実額ベースで減少するストラクチャーであることから、デフォルトが案件期間の後期に多く発生するリスクを考慮し、キャッシュフロー分析では想定損失率下限値を適用後の累積貸倒率 17.2%の 1.2 倍である 20.6%を適用する。

7) 信用補完の下限值

債権プールの適用金利が高い案件では、キャッシュフロー分析において超過収益が発生し、債権プールから発生が見込まれる損失の一部を補てんすることができる。日本の RMBS 格付け規準では、債権プールの想定損失率の下限值を「AAA」の格付け水準で 4.0%と規定しているが、超過収益による補てんが見込める案件では、「AAA」の格付け水準における信用補完が 4.0%を下回る可能性がある。

一方、超過担保と比べ、超過収益はさまざまな要因により変動しうることから、キャッシュフロー分析で見込んでいた超過収益が確保できない事態が生じる可能性がある。このような超過収益の特徴およびグローバルの他のアセットクラスに関する格付け規準の規定も考慮し、S&Pは本案件の信用補完率の下限值を「AAA」の格付け水準で 2.5%と判断した。

6. シナリオ分析

貸倒債権の増加や債権プールの構成の変化など、さまざまな要因が、格付けを付与された RMBS の格下げ要因となり得る。

S&Pの分析では延滞率上昇の想定は案件ごとに設定されるものの、場合によっては、異なる案件で近い水準もしくは同じ水準を適用する。この水準は、当該債権プールの信用力悪化が将来において実現するかどうかに対する S&P の見解を示すものではない。しかしながら、S&Pの分析では、将来発生する可能性のある延滞債権の水準を想定することにより、累積貸倒率の追加的な調整を行っている。

S&P では、シナリオ分析として、延滞率上昇の影響について、2つの異なるストレス・シナリオを検証した。延滞率の上昇水準によっては、より強いストレス要因となり、格付け対象 RMBS の格下げ要因となり得る。

第1のシナリオでは、想定損失率下限値（「AAA」レベルで 4.0%）を適用したうえで、1カ月延滞率が 8%上昇する状況を想定する。第2のシナリオでは、1カ月延滞率を 4%上昇、3カ月延滞率を 4%上昇として、合計で 8%の延滞率上昇を想定する。延滞月数が高いほど、住宅ローンが貸し倒れとなる可能性が高まることから、第2のシナリオではより高い貸倒率を想定することとなる。

シナリオ分析の結果、第1シナリオ、第2シナリオともに格付けは「AAA」となった。ただし、実際の格付けは、本シナリオ分析で取り上げた要因以外の複数の要因を含めた総合的な観点のもと決定されることから、必ずしも本分析の結果に沿って変更されるわけではない。

また、本シナリオ分析の格付けレベルは、債権プール単体で評価した場合の水準を示している。本機構債の実際の格付けは、現在の機構の政策的役割等を勘案すれば、ストラクチャー上の特性により、受益権行使事由発生前においては、原則として機構の格付けの水準がフロアになる。

表 14 第 1 シナリオ:シナリオ分析における想定累積貸倒率とデフォルト時損失率

| 格付け | 累積貸倒率(%) | デフォルト時損失率(%) |
|-----|----------|--------------|
| AAA | 19.2 | 23.3 |
| AA+ | 16.8 | 22.0 |
| AA | 14.6 | 19.9 |

* 「転換型プロラタストラクチャー」の採用による累積貸倒率の 1.2 倍を考慮する前の水準

表 15 第 2 シナリオ:シナリオ分析における想定累積貸倒率とデフォルト時損失率

| 格付け | 累積貸倒率(%) | デフォルト時損失率(%) |
|-----|----------|--------------|
| AAA | 22.2 | 23.3 |
| AA+ | 18.8 | 22.0 |
| AA | 16.6 | 19.9 |

* 「転換型プロラタストラクチャー」の採用による累積貸倒率の 1.2 倍を考慮する前の水準

7. サーベイランス

S&Pは、本案件のサーベイランスを実施するにあたり、定期的に更新されたローン別属性データを用いて、新規案件と同様の手法と想定に基づいて評価を行う予定である。

プールレベルのパフォーマンスデータについては、定期的にサービサー・レポートを受領し、同リポートに掲載された裏付け資産のパフォーマンス、および本案件をサポートする格付けについて確認、分析を行う。加えて、サービシング方針やサービシング業務実施にかかわる変更などについて、サービサーに対して定期的に確認を行う予定である。

本案件のサーベイランスにおける主要なパフォーマンス指標は、以下の通りである。

- 格付け対象債務の信用補完率
- 延滞率
- 差替・解約率
- 期限前償還率

8. 機構債共通事項および過去の発行データ

本プリセール・レポートは、本機構債の裏付け資産の特徴に重点を置いている。機構債の仕組みについては、2020年11月19日付リポート「住宅金融支援機構債券の概要」を参照いただきたい。

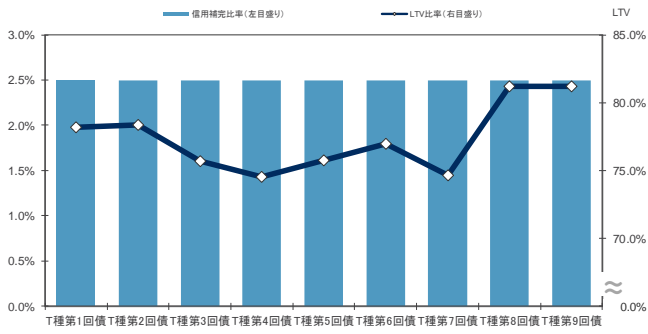
T種機構債は、S種機構債と同じく過去に貸し出された機構の直貸債権を裏付け資産とし、受益権行使事由発生前に裏付け資産である住宅ローン債権にデフォルト債権等が発生した場合の取り扱いについては、2007年4月以降発行の月次機構債と同じく「解約」スキームが適用される。

表 16 貸付債権担保住宅金融支援機構債券データ

| | 2018年度 | | | 2019年度 | |
|---------------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| | T種第1回債 | T種第2回債 | T種第3回債 | T種第4回債 | T種第5回債 |
| 発行(予定)日 | 2018/6/29 | 2018/8/31 | 2018/11/30 | 2019/11/29 | 2019/12/26 |
| 発行額(億円) | 500 | 500 | 1,000 | 500 | 500 |
| LTV比率 | 78.2% | 78.4% | 75.7% | 74.5% | 75.8% |
| DTI | 17.9% | 18.4% | 18.3% | 19.1% | 18.7% |
| 平均融資期間(実行時;年) | 30.2 | 30.1 | 29.6 | 29.0 | 29.7 |
| 信用補完比率 | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| クーポン | 0.16% | 0.18% | 0.16% | 0.08% | 0.16% |
| 加重平均金利(発行当初) | 3.27% | 3.27% | 3.42% | 3.63% | 3.88% |

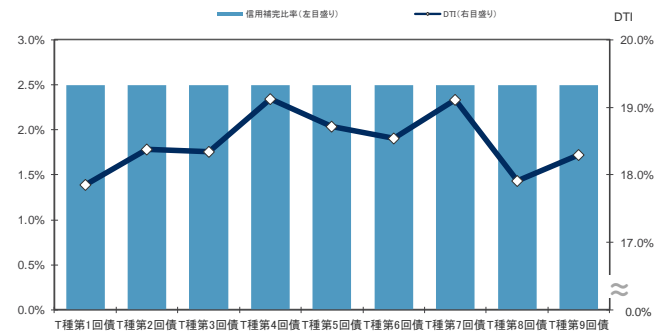
| | 2019年度 | 2020年度 | | | 合計/平均 |
|---------------|----------|-----------|------------|----------|-------|
| | T種第6回債 | T種第7回債 | T種第8回債 | T種第9回債 | |
| 発行(予定)日 | 2020/3/6 | 2020/6/26 | 2020/10/28 | 2021/2/3 | |
| 発行額(億円) | 500 | 500 | 700 | 500 | 5,200 |
| LTV比率 | 77.0% | 74.6% | 81.2% | 81.2% | 77.4% |
| DTI | 18.5% | 19.1% | 17.9% | 18.3% | 18.5% |
| 平均融資期間(実行時;年) | 29.2 | 29.2 | 30.3 | 30.1 | 29.7 |
| 信用補完比率 | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% | 2.5% |
| クーポン | 0.06% | 0.14% | 0.13% | 未定 | 0.13% |
| 加重平均金利(発行当初) | 3.98% | 3.98% | 4.00% | 4.00% | 3.71% |

図1 信用補完比率とLTV比率



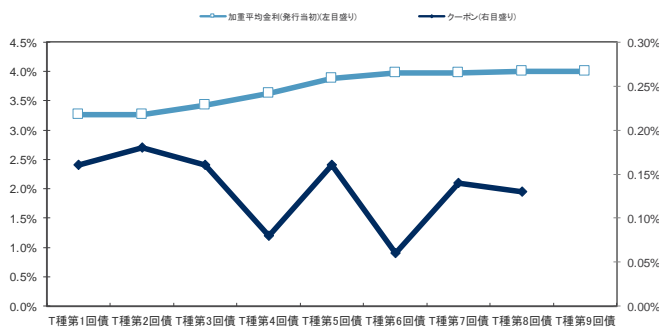
出所:S&P

図2 信用補完比率とDTI



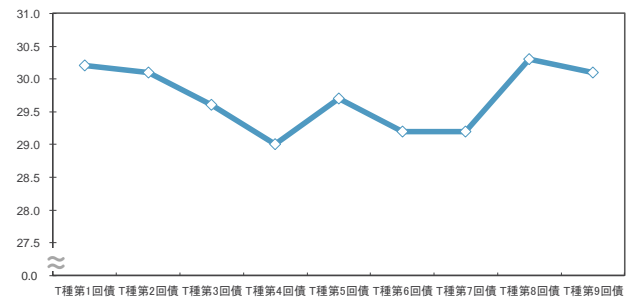
出所:S&P

図3 加重平均金利とクーポン



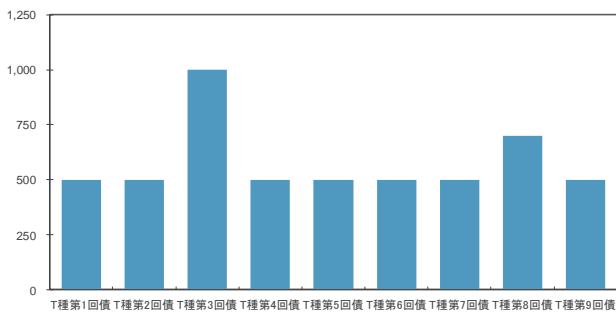
出所:S&P

図4 平均融資期間(実行時:年)



出所:S&P

図5 発行額(億円)



出所:S&P

9. 関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

- 2021年1月15日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | 一般: ストラクチャード・ファイナンス証券の支払い構造とキャッシュフロー分析のグローバルな枠組み」
- 2019年4月23日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | 一般: カウンターパーティ・リスクの枠組み: 手法と想定」
- 2019年2月21日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | 一般: ストラクチャード・ファイナンス証券の格付けにソブリンリスクを織り込む: 手法と想定」
- 2015年1月30日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | 一般: 証券化案件のオペレーショナル・リスク評価のグローバルな枠組み」
- 2014年12月19日付「格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS: 日本のRMBSの格付け手法と想定」
- 2011年3月2日付「一般格付け規準: 信用格付けの原則」
- 2009年5月28日付「Criteria | Structured Finance | General: Methodology For Servicer Risk Assessment」

関連リサーチ

- 2021年1月8日付「パフォーマンス・アウトLOOK: 日本のRMBS、ABS、CMBS 2021年の展望 —— 新型コロナウイルスによる裏付け資産のパフォーマンスへの影響に引き続き注視が必要」
- 2021年1月8日付「日本の住宅ローン市場の見通し」
- 2020年11月19日付「住宅金融支援機構債券の概要」
- 2020年4月8日付「クレジット FAQ: 新型コロナウイルスが日本の証券化案件に与える影響」
- 2017年12月26日付「日本のストラクチャード・ファイナンスのシナリオ・感応度分析 2017年版: 5つのマクロ経済要因の影響」
- 2016年12月16日付「Global Structured Finance Scenario And Sensitivity Analysis 2016: The Effects Of The Top Five Macroeconomic Factors」

*上記レポートは以下の情報サービス商品（年間契約制）に掲載されています。格付け規準レポートはS&Pの日本語ウェブサイトにも掲載されています。各情報サービス商品の詳細、または個別レポートのご購入については、営業・クライアントサービス（電話 03-4550-8711、Eメール: clientservices_japan@spglobal.com）までお問い合わせください。

< S&P Global Market Intelligence 情報サービス商品 >

日本語: Research Online (リサーチ・オンライン) : www.researchonline.jp
英語: RatingsDirect (レーティングス・ダイレクト) : www.capitaliq.com

< S&Pウェブサイト >

日本語: www.standardandpoors.co.jp
英語: www.standardandpoors.com

S&Pグローバル・レーティングの格付けについて:

S&Pグローバル・レーティングが提供する信用格付には、日本の金融商品取引法に基づき信用格付業者として登録を受けているS&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付（以下「登録格付」）と、当該登録を受けていないグループ内の信用格付業を行う法人が提供する信用格付（以下「無登録格付」）があります。本稿中で記載されている信用格付のうち「※」が付されている信用格付は無登録格付であり、それ以外は全て登録格付です。なお、S&Pグローバル・レーティング・ジャパン株式会社が提供する信用格付の一覧は同社の日本語ウェブサイト（www.standardandpoors.co.jp）の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright©2021 by Standard & Poor's Financial Services LLC. All rights reserved.

本稿に掲載されているコンテンツ（信用格付、信用関連分析およびデータ、バリュエーション、モデル、ソフト

ウェア、またはそのほかのアプリケーションもしくはそのアウトプットを含む)及びこれらのいかなる部分(以下「本コンテンツ」)について、スタンダード&プアーズ・フィナンシャル・サービスズ・エル・エル・シーまたはその関連会社(以下、総称して「S&P」)による事前の書面による許可を得ることなく、いかなる形式あるいは手段によっても、修正、リバーエンジニアリング、複製、頒布を行うこと、あるいはデータベースや情報検索システムへ保存することを禁じます。本コンテンツを不法な目的あるいは権限が与えられていない目的のために使用することを禁じます。

S&P、外部サービス提供者、およびその取締役、執行役員、株主、従業員あるいは代理人(以下、総称して「S&P関係者」)はいずれも、本コンテンツに関して、その正確性、完全性、適時性、利用可能性について保証いたしません。S&P関係者はいずれも、原因が何であれ、本コンテンツの誤謬や脱漏(過失であれその他の理由によるものであれ)、あるいは、本コンテンツを利用したことにより得られた結果に対し、あるいは利用者により入力されたいかなる情報の安全性や維持に関して、一切責任を負いません。本コンテンツは「現状有姿」で提供されています。S&P関係者は、明示または黙示にかかわらず、本コンテンツについて、特定の目的や使用に対する商品性や適合性に対する保証を含むいかなる事項について一切の保証をせず、また、本コンテンツに関して、バグ、ソフトウェアのエラーや欠陥がないこと、本コンテンツの機能が妨げられることがないこと、または、本コンテンツがいかなるソフトウェアあるいはハードウェアの設定環境においても作動することについての保証を含む一切の保証をいたしません。いかなる場合においても、S&P関係者は、損害が生じる可能性について報告を受けていた場合であっても、本コンテンツの利用に関連する直接的、間接的、付随的、制裁的、代償的、懲罰的、特別ないし派生的な損害、経費、費用、訴訟費用、損失(損失利益、逸失利益あるいは機会費用、過失により生じた損失などを含みますが、これらに限定されません)に対して、いかなる者に対しても、一切責任を負いません。

本コンテンツにおける、信用格付を含む信用関連などの分析、および見解は、それらが表明された時点の意見を示すものであって、事実の記述ではありません。S&Pの見解、分析、格付の承認に関する決定(以下に述べる)は、証券の購入、保有または売却の推奨や勧誘を行うものではなく、何らかの投資判断を推奨するものでも、いかなる証券の投資適合性について言及するものでもありません。S&Pは、本コンテンツについて、公表後にいかなる形式やフォーマットにおいても更新する義務を負いません。本コンテンツの利用者、その経営陣、従業員、助言者または顧客は、投資判断やそのほかのいかなる決定においても、本コンテンツに依拠してはならず、本コンテンツを自らの技能、判断または経験に代替させてはならないものとします。S&Pは「受託者」あるいは投資助言業者としては、そのように登録されている場合を除き、行為するものではありません。S&Pは、信頼に足ると判断した情報源から情報を入手してはいますが、入手したいかなる情報についても監査はせず、またデューデリジェンスや独自の検証を行う義務を負うものではありません。信用格付関連の公表物は、様々な理由により公表される可能性があり、その理由は必ずしも格付委員会によるアクションに依存するものではありません。格付委員会によるアクションに依存しない信用格付関連の公表物には、信用格付と関連する分析についての最新情報の定期的な公表などを含みますが、これらに限定されません。

ある国の規制当局が格付会社に対して、他国で発行された格付を規制対応目的で当該国において承認することを認める場合には、S&Pは、弊社自身の裁量により、かかる承認をいかなる時にも付与、取り下げ、保留する権利を有します。S&P関係者は、承認の付与、取り下げ、保留から生じる義務、およびそれを理由に被ったとされる損害についての責任を負わないものとします。S&Pは、それぞれの業務の独立性と客観性を保つために、事業部門の特定の業務を他の業務から分離させています。結果として、S&Pの特定の事業部門は、他の事業部門が入手できない情報を得ている可能性があります。S&Pは各分析作業の過程で入手する非公開情報の機密を保持するための方針と手続を確立しています。

S&Pは、信用格付の付与や特定の分析の提供に対する報酬を、通常は発行体、証券の引受業者または債務者から、受領することがあります。S&Pは、その意見と分析結果を広く周知させる権利を留保しています。S&Pの公開信用格付と分析は、無料サイトの www.standardandpoors.com、そして、購読契約による有料サイトの www.spcapitaliq.com で閲覧できるほか、S&Pによる配信、あるいは第三者からの再配信といった、他の手段によっても配布されます。信用格付手数料に関する詳細については、www.standardandpoors.com/usratingsfees に掲載しています。