

Presale Report

Residential Mortgage Backed Securitization

住宅金融支援機構

貸付債権担保第216回住宅金融支援機構債券

アナリスト:

藺田浩 東京 03-4572-6201
hiroshi.sonoda@spglobal.com

橋本祐志 東京 03-4572-6179
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 | 10 |
| 7. サーベイランス | 11 |
| 8. 環境・社会・ガバナンス | 11 |
| 9. 機構債共通事項および過去の発行データ | 12 |
| 10. 関連格付け規準と関連リサーチ | 13 |

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 貸付債権担保第 216 回住宅金融支援機構債券
(発行総額102億円、2060年5月10日法定最終償還)

2025年4月11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** |
|-------|------|----------|------------|--------|
| 102億円 | 固定金利 | AAA (sf) | 2060年5月10日 | 23.1% |

注:本リポートは 2025 年 4 月 15 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。

* 上記の予備格付けは 2025 年 4 月 11 日付で公表したのですが、本リポートはその後、信託債権プールおよび発行予定額が確定したことを受けて、それらに関連する情報が更新されています。

**本案件の劣後比率は、プロラタ償還の期間中における劣後水準の最低維持率を示しています。

プロフィール

| | |
|-----------------|------------------|
| クローリング予定日 | 2025年4月24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 | 三井住友信託銀行株式会社 |
| 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 | 三井住友信託銀行株式会社 |

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、2020年5月を法定最終償還日とする貸付債権担保第216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34.5%、「B」レベルで約3.8%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44%と想定している。
- 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、独立行政法人住宅金融支援機構（以下「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。
- 本債権プールを構成する住宅ローン債権については、各金融機関から機構への債権譲渡の際に、債務者の承諾を取得し、かつ債務者が金融機関に対して有する相殺権を含む一切の抗弁権を放棄し、これをもって債権者に対抗しないことを約定していることから、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、およびフロアのない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。

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。
- 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。
- 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。
- 本債権プールの残高加重平均ベースの全債務 LTV 比率は、原型プールに定める LTV 比率 85%を上回る水準である。また、全債務 LTV 比率 90%超の債権の構成比率が全体の約 64%を占め、想定累積貸倒率の上昇要因となっている。
- 債務者職業において、公務員・会社員以外の債務者が約 47%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。
- 本機構債の裏付け資産の約 11%は、セカンドハウスおよび親族居住用住宅（賃貸や投資目的の物件は対象外）にかかる住宅ローンである。当該ローンについては、通常の自己居住用住宅ローンとの特性の違いを考慮して、想定累積貸倒率の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ジング時点と同じ水準に維持される。本案件の分析では、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、信用リスク分析で算出された想定累積貸倒率に 1.2 倍の調整係数を適用する。

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、102 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 133 億円に相当する 411 件の抵当権付住宅ローン債権プールを三井住友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 23.1%に相当する超過担保（本機構債の 30.03%）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 23.1%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、すべて買取債権で構成されている。債権プールの特徴、主な適格基準は、表 1-2 の通りである。

表 1 本債権プールの概要*

| | 全債権 |
|------------------|------------------|
| 当初融資額総額 | 13,348,400,000 円 |
| 当初融資額平均 | 32,477,859 円 |
| 融資残高合計 | 13,348,046,407 円 |
| 融資残高平均 | 32,476,999 円 |
| 融資件数（債務者ベース） | 411 人 |
| 融資債権数（金利別債権ベース） | 411 債権 |
| 平均当初融資期間 | 30.5 年 |
| 平均残存期間 | 30.5 年 |
| 平均経過期間 | 0 カ月 |
| 平均当初融資率 | 90.54 % |
| 平均当初返済負担率 | 25.48 % |
| 平均年収（申込時） | 7,188,303 円 |
| 平均金利 | 1.27 % |
| 債務者平均年齢（申込時） | 44.9 歳 |
| 加重平均金利 | 1.23 % |
| 加重平均残存年数 | 31.5 年 |
| 加重平均当初融資期間 | 31.5 年 |
| 加重平均経過期間 | 0 カ月 |
| 平均経過期間（借換） | 178 カ月 |
| 平均 LTV 比率（借換） | 52.91 % |
| 平均返済負担率（借換） | 15.86 % |
| 加重平均経過期間（借換） | 177 カ月 |
| 公務員・会社員比率（残高ベース） | 53.5 % |

*2025年3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 | 民間金融機関 |
|------------|---|
| 申し込み条件 | 自己居住または親族居住 70 歳未満 月収による制限なし 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（新規） | 100%以内 |
| LTV 比率（借換） | 200%以内 |
| 返済比率（DTI） | 400 万円未満：30%以下 400 万円以上：35%以下 |
| ローン金利 | 固定（ステップアップあり、なし両方） |
| 当初返済期間 | 15 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 | 新築住宅建設資金 新築住宅購入資金 中古住宅購入資金 借換資金 |
| 対象物件 | 新築および一定水準の中古 |
| 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 | 2025 年 1 月 1 日から 2025 年 3 月 31 日 |
| 金消約定金利 | 0.35%以上 |

本機構債の裏付け資産の主要な属性を、第 215 回機構債と比較した場合、以下の違いが見られる。

- 全債務 LTV 比率 90%超の債権の構成比率は約 1.6 ポイント低下している。
- 債務者職業において、公務員・会社員以外の債務者比率は約 0.6 ポイント低下している。

- 全債務 DTI 比率 25%超の債権の構成比率は約 1.6 ポイント低下している。
- セcondハウスおよび親族居住用住宅に関する債権の構成比率は約 1.6 ポイント上昇している。
- 裏付け資産の貸出金利に関して、加重平均金利は約 0.04 ポイント上昇している。

本機構債の裏付け資産の主要な属性分布を、表3-6に示す。

| LTV 比率 | 全債務 | 機構融資のみ |
|--------|--------|--------|
| ～5% | 0.0% | 0.0% |
| ～10% | 0.0% | 0.1% |
| ～15% | 0.0% | 0.0% |
| ～20% | 0.1% | 0.1% |
| ～25% | 0.1% | 0.1% |
| ～30% | 0.3% | 0.4% |
| ～35% | 0.4% | 0.4% |
| ～40% | 0.3% | 0.3% |
| ～45% | 0.7% | 0.7% |
| ～50% | 0.9% | 1.1% |
| ～55% | 0.3% | 0.3% |
| ～60% | 1.1% | 1.1% |
| ～65% | 1.3% | 1.3% |
| ～70% | 0.8% | 0.8% |
| ～75% | 2.3% | 2.3% |
| ～80% | 1.5% | 1.6% |
| ～85% | 2.9% | 3.6% |
| ～90% | 22.9% | 56.8% |
| ～95% | 4.5% | 1.1% |
| ～100% | 59.5% | 27.7% |
| 合計 | 100.0% | 100.0% |

| DTI | 残高比 |
|------|--------|
| ～5% | 0.1% |
| ～10% | 2.0% |
| ～15% | 5.2% |
| ～20% | 12.1% |
| ～25% | 15.0% |
| ～30% | 27.7% |
| 30%超 | 37.8% |
| 合計 | 100.0% |

| 債務者職業 (申込時) | 残高比 |
|-------------|--------|
| 公務員・会社員 | 53.5% |
| 公務員・会社員以外 | 46.5% |
| 合計 | 100.0% |

表 6 物件所在地

| 地域 | 残高比 |
|-----|--------|
| 北海道 | 2.6% |
| 東北 | 4.3% |
| 関東 | 45.3% |
| 中部 | 12.0% |
| 近畿 | 18.9% |
| 中国 | 2.3% |
| 四国 | 2.0% |
| 九州 | 12.7% |
| 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。

現在の機構の審査基準では、収入に対する借り入れ（機構以外の金融機関からの借り入れを含む）の返済比率（DTI）の上限を、収入の水準ごとに定めている（年収 400 万円以上の場合には最高 35%、年収 400 万円未満の場合には最高 30%）。また、機構の融資額上限は、新規融資については建設費または購入価額の 100%、借換融資については借り換えの対象となる住宅ローンの残高、または機構による担保評価の額の 200%のいずれか低い額と定めている。加えて、申込時の年齢が 70 歳未満（ただし、親子リレー返済を利用する場合は 70 歳以上も可）であること、融資金額が 8,000 万円以下であること——などが審査基準に含まれる。

想定累積貸倒率の水準を決定するにあたり、1) 民間金融機関の住宅ローンとは異なり、政府の政策が貸し出し方針などに影響を与えること、2) 現在の貸し出し基準及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、オリジネーターに関する調整係数を決定している。現在の貸し出し基準に基づいて実行されたローンのパフォーマンスが良好な水準で安定的に推移していることを勘案し、本案件においては 1.2 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、2025年の居住用住宅ローンRMBS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。

日本銀行は2024年に約17年ぶりの政策金利引き上げに踏み切った。2025年3月のS&Pの経済見通しでは、政策金利は2027年にかけて1.5%への上昇を予想している。金利上昇に伴い、新規ローンのDTIは上昇傾向にあり、債務者の返済余力に低下が見られる。足元の新規ローンの金利種類は、居住用住宅ローンでは固定期間選択型を含む変動金利型が90%超を占めている。長らく金利が低位で安定推移していた日本では、金利上昇局面に初めて直面する変動金利ローンの債務者も多い。適用金利1%の上昇により月次返済額が約2割増加することから、債務者の予期せぬ急激な金利上昇は住宅ローンパフォーマンスのストレス要因となるとS&Pは考える。

一方で、居住用住宅ローンの変動金利型の場合、適用金利は半年ごとに見直されるものの、実際の月次元利返済額は5年ごとに見直される、いわゆる5年ルールが適用されるケースが多い。この商品性の特徴により、金利上昇による住宅ローンパフォーマンスへの影響は、短期的には緩和されている。

2025年3月のS&Pの経済見通しで、失業率は2028年にかけて2.5%での安定推移を見込んでいる。雇用者の賃金水準については、政府の経済界に対する働きかけもあり名目賃金は引き

続き上昇基調にあり、実質賃金も底打ちの兆しが見え始めている。居住用住宅ローンの主たる返済原資は債務者の定期収入であるため、堅調な雇用環境がパフォーマンスの下支え要因になるとS&Pはみている。

大都市圏マンションを中心として、全国的に住宅地価格は上昇に転じている。特に経過期間の長いローンについては担保価格の上昇に繋がり、債務者信用力にプラスに作用する。

2) 裏付け資産の信用力の評価

原型プールの想定累積貸倒率

2024年5月8日付『格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS: グローバルの手法と想定: 住宅ローンプールの評価——アジア太平洋補足版』に記載の日本の原型プールの「B」の想定累積貸倒率は、過去のパフォーマンスに対するS&Pの評価と、マクロ経済見通しを踏まえた中期的なパフォーマンス予想を反映している。S&Pは、本案件の債権プールの分析に際し、表7記載の想定を適用する。

| 格付け | 想定累積貸倒率 (%) |
|-----|-------------|
| AAA | 10.0 |
| AA | 7.5 |
| A | 5.0 |
| BBB | 3.2 |
| BB | 2.1 |
| B | 1.1 |

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想定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8参照）。

本案件は、受益権行使事由発生前は元本償還方法として、発行時から劣後の下限値のないプロラタストラクチャーを採用している。案件の終了間際における予想外のイベントリスクを軽減するため、プロラタ償還の期間中は信用リスク分析で算出された想定累積貸倒率に1.2倍の調整係数を適用する。想定累積貸倒率に対する調整に加えて、本案件固有の、受益権行使事由前においてデフォルト債権等をプールから解約する仕組みなどにより、劣後下限値のないプロラタストラクチャーに伴うテールリスクが緩和されるとS&Pは考えている。

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などから、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1.1倍の調整係数を適用する。

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。

表 8 本債権プールの想定累積貸倒率

| 格付け | プロラタ考慮前、想定累積貸倒率 (%) | プロラタ考慮後、想定累積貸倒率 (%) |
|-----|---------------------|---------------------|
| AAA | 34.5 | 41.4 |
| AA | 25.9 | 31.1 |
| A | 17.3 | 20.7 |
| BBB | 11.1 | 13.3 |
| BB | 7.3 | 8.7 |
| B | 3.8 | 4.6 |

* (プロラタ考慮後、想定累積貸倒率) = (プロラタ考慮前、想定累積貸倒率) x 1.2

表 9 本債権プールの主要項目の適用調整係数

| | 調整係数* (倍) |
|---------------|-----------|
| LTV 比率 | 1.49 |
| DTI | 1.04 |
| 債務者の雇用形態 (職業) | 1.49 |
| 金利タイプ | 1.10 |
| 地域集中 | 1.00 |
| オリジネーターに関する調整 | 1.20 |

*「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。

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。

S&P は、Repo-MVD (レポセッション価格下落率) および担保物件の売却と法的手続きに要する費用の想定などに基づき、デフォルト時損失率を評価する。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。

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 | 44.0 |
| AA | 40.9 |
| A | 34.4 |
| BBB | 30.8 |
| BB | 28.2 |
| B | 25.6 |

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した。

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

キャッシュフロー・モデルにおけるデフォルト発生タイミングとして、1) 案件初期にデフォルトが集中する「前倒しシナリオ」、2) 案件後期にデフォルトが集中する「後倒しシナリオ」——の 2 種類を用いる。どちらのシナリオにおいても、デフォルトは期間 20 年での発生を想定しているが、デフォルト発生のピークがシナリオによって異なる (表 11 参照)。

表11 デフォルト発生タイミング

| 月数* | 前倒しシナリオ | 後倒しシナリオ |
|-----------|---------|---------|
| 1-60カ月 | 35% | 5% |
| 61-120カ月 | 45% | 40% |
| 121-180カ月 | 15% | 40% |
| 181-240カ月 | 5% | 15% |
| 合計 | 100% | 100% |

*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。

2) 期限前償還率

支払い構造とキャッシュフローのメカニズムを分析する際、S&Pは、「高プリペイシナリオ」と「低プリペイシナリオ」に対する案件の耐性を検証する。期限前償還率は通常、案件のクロージング時点の年率3.0%から始まり、5年目にかけて直線的に上昇する(表12参照)。

表12 期限前償還率(年間%)

| | 低プリペイシナリオ | 高プリペイシナリオ |
|------------|-----------|-----------|
| 案件クロージング時点 | 3% | 3% |
| 5年目以降 | 3% | 12% |

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、機構RMBSの既往債のプール規模を考慮し、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。

本案件では一部の住宅ローン債権に関し、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る。しかしながら、1)一部の住宅ローン債権では団信が付保されておらず、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可能性がある、2)ウォーターフォールから支払い可能な保険料に上限が設定されており、団信が付保されている住宅ローン債権についても、受益権行使事由発生後に受託者に団信契約が継承されない可能性があることなどを考慮し、保険料の追加コストは想定しない。なお、これらの団信に関するリスクについては、想定累積貸倒率の分析に反映している。

4) 金利リスクおよびベーススリスク

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、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スリスクは発生しない。

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では、シナリオ分析として、想定累積貸倒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。想定累積貸倒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、想定累積貸倒率が1.1倍に上昇する状況を、第2のシナリオでは1.3倍に上昇する状況を想定した。

シナリオ分析の結果、格付けは第1シナリオでは「AA+」、第2シナリオでは「AA」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。実際の機構債の格付けは、現在の機構の政策的役割などを勘案すれば、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 13 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 | 想定累積貸倒率 (%) | デフォルト時損失率 (%) |
|-----|-------------|---------------|
| AAA | 38.0 | 44.0 |
| AA+ | 33.2 | 42.4 |
| AA | 28.5 | 40.9 |

*プロラタストラクチャーの採用による想定累積貸倒率の1.2倍を考慮する前の水準

表 14 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 | 想定累積貸倒率 (%) | デフォルト時損失率 (%) |
|-----|-------------|---------------|
| AAA | 44.9 | 44.0 |
| AA+ | 39.3 | 42.4 |
| AA | 33.7 | 40.9 |

*プロラタストラクチャーの採用による想定累積貸倒率の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、定期的に更新される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、同レ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. 環境・社会・ガバナンス

S&P は格付け分析において、環境・社会・ガバナンス (ESG) 関連の信用要因への案件の潜在的なエクスポージャーを考慮している。RMBS 案件の環境要因へのエクスポージャーは平均的 (average)、社会的要因へのエクスポージャーは平均を上回る (above average)、ガバナンス要因へのエクスポージャーは平均を下回る (below average) と S&P はみている (2021 年 4 月 23 日付『ESG インダストリー・アップデート：住宅ローン担保証券』参照)。本案件の ESG 関連の信用要因はセクターベンチマークに合致していると S&P は考える。

本案件の環境要因に対するエクスポージャーは平均的とみなされる。洪水、嵐、山火事、地震などの物理的な気候リスクは物件に甚大な被害を与え、その価値を低減させ、債務者がデフォルトとなった場合、回収にも影響を及ぼす。分散が進んだポートフォリオは、極端な気候事象やその他の自然災害に対するエクスポージャーを軽減すると S&P は考える。S&P は本案件の債権プールの地域的な分散を本案件の分析に織り込んでいる (「信用リスク分析」の項参照)。

RMBS 案件の社会的要因へのエクスポージャーは、通常、平均を上回ると判断される。これは、1) 住居が、人間が生活するうえで最も基本的な要素の1つとみなされる、2) 監督当局が特に債務者への公正な対応の徹底を一段と注視しているため、貸出金融機関とサービスはコンダクト・リスクによって社会的要因に直接的にさらされる——ことによる。S&P はオペレーショナル・リスク評価の一部として貸出金融機関の審査基準をレビューし、信用リスク分析に反映している（「機構のオリジネーションと審査のプロセス」の項参照）。

本案件のガバナンス要因に対するエクスポージャーは平均を下回る。ストラクチャード・ファイナンス案件の本質を踏まえると、その大部分は比較的強固なガバナンスの枠組みを備えている。例えば、特別目的事業体（SPE）が手掛けることのできる業務についての制限が通常、一般的な事業体に比べて厳しいことが挙げられる。S&P は、オペレーショナル・リスク評価の一部として、オリジネーターのリスク管理およびガバナンスの枠組みをレビューしている。実施されているリスク管理とガバナンス慣行は、業界標準およびベンチマークに合致していると S&P は考えている。

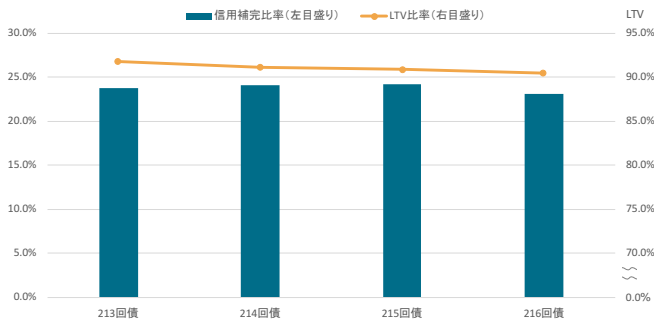
9. 機構債共通事項および過去の発行データ

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日付レポート『住宅金融支援機構債券の概要』を参照いただきたい。

表 15 貸付債権担保住宅金融支援機構債券データ（2025年発行分）

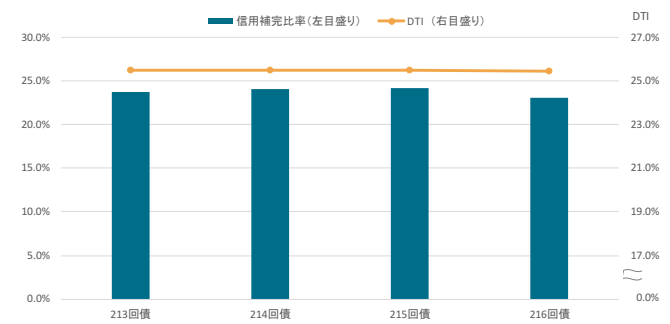
| | 2025年 | | | | |
|---------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-------|
| | 第213回債 | 第214回債 | 第215回債 | 第216回債 | 合計/平均 |
| 発行（予定）日 | 2025/1/30 | 2025/2/27 | 2025/3/27 | 2025/4/24 | |
| 発行額（億円） | 418 | 452 | 414 | 102 | 1,386 |
| LTV 比率 | 91.8% | 91.2% | 90.9% | 90.5% | 91.1% |
| DTI | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 25.5% | 25.5% |
| 平均融資期間（実行時；年） | 30.8 | 30.8 | 30.7 | 30.5 | 30.7 |
| 信用補完比率 | 23.8% | 24.1% | 24.2% | 23.1% | 23.8% |
| クーポン | 1.49% | 1.71% | 1.82% | 未定 | 1.67% |
| 加重平均金利（発行当初） | 1.16% | 1.17% | 1.19% | 1.23% | 1.19% |

図1 信用補完比率とLTV比率



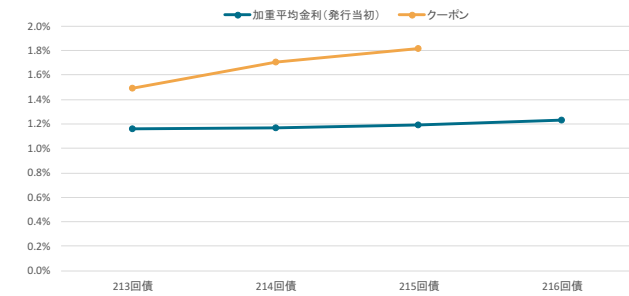
出所：S&P

図2 信用補完比率とDTI



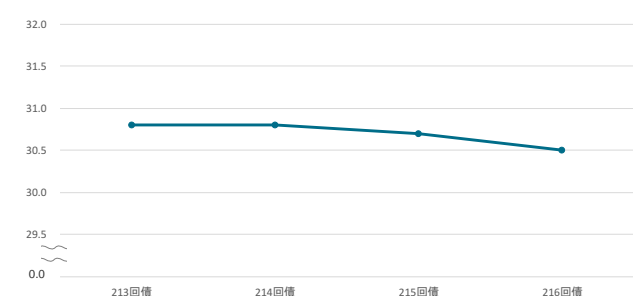
出所：S&P

図3 加重平均金利とクーポン



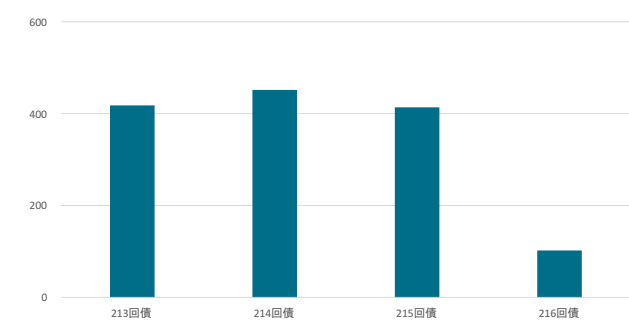
出所：S&P

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

10. 関連格付け規準と関連リサーチ

関連格付け規準

- 2024年5月8日付 格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS：グローバルの手法と想定：住宅ローンプールの評価——アジア太平洋補足版
- 2022年12月16日付 格付け規準 | ストラクチャード・ファイナンス | RMBS：グローバルの手法と想定：住宅ローンプールの評価
- 2021年10月20日付 一般格付け規準：信用格付けにおける環境・社会・ガバナンス (ESG) の原則
- 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
- 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

- 2025年1月8日付 パフォーマンス・アウトック: 日本のRMBS、ABS、CMBS 2025年の展望——金利上昇環境下でもおおむね安定したパフォーマンスを見込む
- 2021年4月23日付 ESG インダストリー・アップデート: 住宅ローン担保証券
- 2020年11月19日付 住宅金融支援機構債券の概要
- 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.ratingsdirect.com

<S&P ウェブサイト>

日本語: www.spglobal.com/ratings/jp
英語: www.spglobal.com/ratings

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.spglobal.com/ratings/jp) の「ライブラリ・規制関連」で公表しています。

Copyright © 2025 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、リバースエンジニアリング、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を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。

本コンテンツの一部は、人工知能（AI）ツールで作成された可能性があります。AIを用いて考案、あるいは処理されて公表したコンテンツは、S&P職員が作成、検討、編集、承認したものです。

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 の意見、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、投資判断やその他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.spglobal.com/ratings、そして、購読契約による有料サイトの www.ratingsdirect.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.spglobal.com/usratingsfees に掲載しています。