

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> obligato 202502

### 【新規】

信託受益権格付	A A A
A B L 格付	A A A

### ■ 格付事由

本件は、自己居住用住宅ローン RMBS に対する格付である。

#### 1. スキームの概要

- オリジネーターは、自己居住用住宅ローン債権（信託対象債権）および金銭を信託法第3条第3号に掲げる方法により信託し、受託者は、オリジネーターを当初受益者として優先受益権、劣後受益権および現金準備金受益権を交付する。当初受益者は、みずほ証券により設定された第2信託の受託者である農中信託に優先受益権を譲渡し、譲渡代金を受領。第2信託受託者は ABL 貸付人より ABL を借り入れることにより、かかる譲渡代金を調達する。なお、劣後受益権および現金準備金受益権は引き続きオリジネーターが保有する。
- 委託者は、信託対象債権および金銭の信託設定に係る信託証書について信託開始日に公証人による認証を得る。
- 信託事務委任契約に基づき、オリジネーターは当初サービサーとして受託者からサービシング業務を委任され、信託対象債権の回収を代行しその回収金を毎月受託者に引き渡す。信託期間中、これらの回収金により優先受益権および劣後受益権の配当の支払いと優先受益権元本の償還が行われる。また、ABL の利息の支払い及び元本の返済は、同優先受益権の配当及び元本償還を原資に行われる。
- 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、優先受益権配当の順に充当される。優先受益権および劣後受益権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。信託期間中、受託者は回収金の元本相当分を優先受益権の元本償還に充当し、劣後受益権の元本償還は優先受益権の元本が全額償還された後に開始される。
- 本件では信用補完措置として優先劣後構造がとられており、優先受益権の元本償還および配当の支払いに対して一定の信用力を維持する仕組みとなっている。さらに、流動性補完措置として現金準備金が当初信託設定時より積み立てられ、一定の事由が発生した場合には現金準備金の積み増しが行われる。

#### 2. 仕組み上の主たるリスクの存在

##### (1) 対象債権のデフォルトリスク

デフォルトリスクについては、期中発生すると想定されるデフォルト発生率と期限前返済率を用いた分析に基づき、必要とされるデフォルトリスクに対応する信用補完が設定される。

##### (2) 金利リスク

住宅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。

信託対象債権の適用金利は短期の市場金利等にもとづき半年ごとに決定される一方、優先受益権の予定配当率は1ヶ月円 TIBOR に一定のスプレッドを加算して決定されることとなっている。信託対象債権の適用金

利が一定のスプレッドを有していること、ならびに劣後受益権の存在により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

#### ① コミシングリングリスク

必要劣後比率の算定においてコミシングリング・ロスに対応する金額を含めていないが、補完措置として現金準備金積増事由を設けている。当該事由が発生した直後に、オリジネーターはコミシングリング・ロスに相当する金額を積み増し分の現金準備金として追加信託することとなっている。

#### ② 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しているが、オリジネーターについて格付低下などの事由が発生した場合、受託者は一定の条件を満たした者をサービサーに選定の上、信託対象債権の管理回収業務を委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

利息回収金が諸費用等および優先受益権の配当の支払いに不足する場合には、現金準備金から当該不足金を補填することができる仕組みとなっている。

## 3. 格付評価のポイント

### (1) 住宅ローン債権の概要

信託対象債権はオリジネーターによって 22 年から 24 年にかけて実行された最長 35 年のローンであり、債権数は 612、元本総額は約 58.0 億円である。本件の裏付けとなっている住宅ローン債権はすべて、担保不動産について第二順位の抵当権が設定されている。

### (2) 損失、キャッシュフロー分析及び感応度分析

ベース貸倒率およびベース期限前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 0.191%、ストレス考慮後の想定期限前返済率 0.159%)。

その結果、優先受益権に関して設定されている劣後部分の金額は本件で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、期中にデフォルト発生率がベースケース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)

- ・ 評価時点は優先受益権譲渡日現在
- ・ 算定手法は上記と同じ手法

感応度分析の結果、優先受益権に関して採用するベースデフォルト率を 0.070%に移動させた場合には、劣後比率を前提とした格付は「AA」となった。

### (3) その他の論点

- ① スキーム関係者からの倒産隔離が図られているものと評価される。
- ② 本件の回収金口座は、一定の水準以上の信用力を有すると認められ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、優先受益権について、規定の配当が規定どおりに全額支払われること、および最終信託計算期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ると判断され、優先受益権の格付を「AAA」と評価した。また、同優先受益権の配当並びに元本償還を原資とする ABL について、規定の利息が規定どおりに全額支払われること、および最終信託計算

期日までに元本が全額返済されることの確実性は、優先受益権と同等と判断され、ABL の格付を「AAA」と評価した。なお、格付対象に付与されていた予備格付は本格付への移行に伴い消滅した。

【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・菅生 大介

■格付対象

【新規】

対象	発行額/実行額	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	4,764,693,221 円	17.9%	2061 年 11 月 15 日	変動	AAA
ABL	4,764,693,221 円	17.9%	2061 年 11 月 25 日	変動	AAA

<発行の概要に関する情報>

信託設定日	2025 年 2 月 20 日
優先受益権譲渡日**/ ABL 実行日	2025 年 2 月 20 日
償還/返済方法	月次パススルー償還/返済、シーケンシャルペイ ※信託対象債権の元本残高が当初の 10%を下回った場合のクリーンアップ・コール条項有り
流動性・信用補完措置	優先劣後構造、現金準備金 劣後比率：1- 優先受益権元本/住宅ローン債権元本

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	非公表
アレンジャー	みずほ証券株式会社

<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自己居住用住宅ローン債権
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

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025 年 2 月 20 日
2. 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
3. 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。

#### 4. 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」（2021年8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。

#### 5. 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） みずほ証券株式会社

#### 6. 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。

#### 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：

- 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、①についてはオリジネーターが証券化関連契約書類上で情報の正確性に関する表明保証を行っている。

#### 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眼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/利息が規定どおり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/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. 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。

#### 13. 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、コモディティペーパー等の購入、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で行っており、JCRの格付データを含め、本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