

「標準期限前償還（Prepayment Standard Japan）モデルについて（案）」に対する 御意見と本協会の考え方

平成 18 年 4 月 24 日
日 本 証 券 業 協 会

本協会日本版 PSA に関するワーキングでは、「標準期限前償還（Prepayment Standard Japan）モデルについて（案）」について、平成 18 年 3 月 6 日から 3 月 17 日までの間、意見募集を行いました。

本件に関して、3 件の御意見が寄せられましたが、当該御意見の概要及び本協会の考え方は次のとおりです。

1. PSJ モデルへの換算方法について

2 ページの最後の 2 行において「各社の期限前償還率予測を PSJ モデルに換算すること」という表現がありますが、換算方法は各社の判断に任せられると考えて宜しいのでしょうか。もし、投資家の利便性を考えて、換算方法に関する指針を示されるのであれば、早期に開示していただけますようお願い致します。

また、各社に判断が任せられるとする場合には、貴協会が換算方法に関して主要な点について開示する旨のガイドラインを作り、その換算方法に関する詳細を完全の開示できないまでも、各社がそのガイドラインの範囲内で換算方法を開示することにはいかがでしょうか。

各社の期限前償還率予測の PSJ モデルへの換算方法については、各社の判断に委ねることとし、本協会において統一的な換算方法に係るガイドラインを取りまとめることは考えておりません。

証券会社では独自に MBS の期限前償還モデルを開発しており、そのロジックや分析手法等は各証券会社の考え方の違いによって各様であるのが自然であり、それに対して本協会が指針を示すのは好ましくありません。同様に、各証券会社の PSJ 予測値の算出方法についても、各証券会社が妥当だと信じる方法は各様であると思われ、そこに本協会が介入するのは好ましくないと考えられるためです。

2. バーンアウト効果について

5 ページのバーンアウト効果に関する記述について、標準形にバーンアウト効果を反映させるとする場合、各社が現時点で合意するということが困難であることも、そうかといって、パラメーターを増やして複雑なモデルにすることが好ましくないという判断も妥当であると思われる。

しかし、住宅金融公庫から提供されているデータを分析する限りでは、バーンアウト効果と思われる現象が発生していることについても、異論の無いところであると思われる。

そこで、各社がバーンアウト効果に関する見解を公表できるような余地も残せるようなモデルについて議論を続けることが好ましいと思われる。各社が標準形を使うことを前提としつつも、住宅金融公庫債に関しては、例えば次のようなカスタマイズド・モデルを併用することを許容することについて検討してはいかがでしょうか。

バーンアウト反映モデル

0 カ月時点の CPR を 0%とし、以降、毎月一定幅で CPR が上昇することにより、WALA 60 カ月で CPR が $r_1\%$ に達したところでその後は一定になり、[120]カ月を超えると、それ以降は $r_2\%$ で一定に推移することとします。

[120]カ月とした部分を固定すれば、追加されるパラメーターは「 r_2 」1 つだけです。また、この月数の部分をパラメーターとしても、として提示されているカスタマイズド・モデルとパラメーターの数は同じ 3 個となります。

本協会では、バーンアウト効果のモデルへの織り込みの検討に当たり、この効果は住宅ローン・プールが過去に経験した金利経路に依存するために標準形が存在しないことから、PSJ モデルに反映させることは馴染まないものと考えました。

また、PSJ モデルの利用対象については、独自に期限前償還モデルを開発することが困難な投資者や将来的に MBS 市場に参加する可能性がある投資者を含めた、より幅広い市場参加者を想定しているため、市場慣行化するモデルについては、期限前償還速度を表現するパラメーターを 1 つに限定し、「尺度としての使い勝手のよさ」、「分かりやすさ」、「複数の予測値の比較の容易さ」を優先した形状とすることが望ましいと考えました（カスタマイズド・モデルにおいても、切片 CPR とシーズニング月数は定数ですので、期限前償還速度を表現するパラメーターは水平 CPR のみの 1 つです）。例えば、御提案のように、PSJ モデルで 2 つのパラメータ（60 ヶ月時点の CPR と 120 ヶ月時点の CPR）を変数にすると、実績 CPR より PSJ モデルに基づく「瞬間風速」として表現した値を算出する場合や、複数の証券会社の PSJ 予測値を比較する場合等について、市場慣行として一貫した取り扱いが難しくなることも考えられます。

なお、本協会では、MBS の期限前償還モデルとして PSJ モデル以外のモデルの利用を制限する意図はありません。むしろ、市場参加者それぞれの利用局面に応じた利用目的を踏まえて設計されたモデルが存在して然るべきであると考えておりますので、その点ご留意くださいますようお願いいたします。

3. 加重平均経過月数（WALA）の差異について

6 ページの 11 行目以降に「シーズニング月数について、モデル利用者の利便性を考慮して特定の値で定義することを前提に、住宅金融公庫の公表データを使い」という表現があります。

しかし、住宅金融公庫から信託債権または信託候補債権のデータとして開示される平均経過期間は第 39 回債から定義が変更されました。従来の定義と新しい定義では結果の水準が異なる場合があります。例えば、S 種の第 1 回債から第 5 回債の信託債権のデータとして開示された加重平均経過期間（従来の定義）を平均すると 66.5 カ月となりますが、当社が新しい定義と同様の基準で推計すると約 55 カ月となり、ほぼ 1 年の乖離があります。

また、毎月、住宅金融公庫から開示されているファクター等開示情報には 2 月 24 日の公表分から加重平均経過期間が追加されましたが、これは新しい定義に基づいて計算されています。

この案の「公表データ」は新しい定義を指していると思われますが、定義が変更されたばかりであることや、既に発行された公庫債で発行された当初に公表された値は定義が異なり水準にも大きな乖離がある場合があることを考慮すれば、投資家が混乱しないようにどの定義を使用するのか、またどこで公表されているものを指しているのか等を明確にすべきではないでしょうか。

御指摘のとおり、住宅金融公庫が公表する「加重平均経過期間」の定義が変更されて間もないこと等を踏まえ、投資者における無用の混乱を回避する観点から、本協会として作成を予定している PSJ モデルの定義、利用方法に関する投資者向け解説資料（ガイドブック）において、PSJ モデルの重要な入力パラメータである「加重平均経過月数（WALA）」が、本年 2 月以降に定義が変更された後の「加重平均経過期間」であることを明確にすることで周知を図ることとさせていただきます。

以 上