

## Fannie Maeが新たなベンチマーク REMICs™プログラムを発表

Fannie Maeは、モーゲージ担保証券への現在・将来の投資家がつニーズに応えようとたえず努力している。昨今、Fannie Maeに対し、価格透明性と流動性の特徴を強化した大規模タイプのREMICを発行してほしいという、債券投資業界からの要望があった。そうした市場の要望に応じて、Fannie MaeはベンチマークREMIC™の発行を公表する。ベンチマークREMICは、そのプロセスを通して発行される個々のREMICクラスの流動性と価格透明性の向上を促進するように設計された4つの明確な特性を備えている。

- >> 最大限に広範な販売とともに、多くのタイムゾーンにおける流通市場に対する積極的なサポートを推進する、シンジケート・ディーラーによる販売。
- >> ベンチマークREMICの各取引の中には、最終満期の規定された大型発行規模の満期保証クラス(GMC)が含まれる。
- >> 各GMCにおける新規発行の最小規模は10億ドルであり、これらの証券の流動性を高めている。
- >> 各ベンチマークREMIC取引のGMCについては、TradeWeb上のリアルタイムの価格表示に代表される価格透明性の機能が強化されている。

通例、ベンチマークREMICは、固定金利、第1順位先取特権付の単一世帯用住宅モーゲージから成るFannie Mae MBSプールによって担保されている。各ベンチマークREMIC取引には、最低新規発行規模が10億ドルのGMCが少なくとも1つは含まれているが、GMCに加えて、GMCと同じ特徴を備えていない他のクラスも含まれている。ベンチマークREMICの各クラスは、Bloomberg上においてFNBR〈MTGE〉の簡略表現により通常のFannie Mae REMICと判別することができる。各

ベンチマークREMICの説明は、該当する募集文書を参照して下さい。

### シンジケート・ディーラーによる販売

ベンチマークREMICのGMCは、多様な投資家への広範な販売を促進すると同時に、完全に透明な新規発行の価格設定のプロセスを強化するために、従来型のディーラー・シンジケートによる引受プロセスを通して市場に提供される。Fannie Maeは、ベンチマークREMICの指定ディーラー・グループを選定しており、グループを構成する会社は図表1に記載されている。当機関では、REMICに関する専門知識に加えて、政府機関モーゲージ担保証券の市場全般におけるプロファイルに基づいてそれらのディーラーを入念に選定した。各引受シンジケート団は、当機関のベンチマークREMICのディーラー・グループから選ばれた2-3社の主幹事と、多数の共同幹事から構成されている。

Fannie Maeは、ベンチマークREMICに対する市場の需要を測るために、ベンチマークREMICディーラー・グループのメンバー会社と継続的な協議を行っている。我々は、ベンチマークREMICディーラーのシンジケート団のメンバー会社と協力して、取引規模、GMCの期間及び望ましい裏付MBS担保などの点で、価格設定の時点における投資家のニーズに最大限応えるベンチマークREMICを組成する。

注記:REMICは居住用モーゲージ・ローンによって担保された、複数クラスのモーゲージ・キャッシュフロー証券であり、担保ローンは通例、MBSトラストとして一括プールされている。REMICでは、利息と元本の返済が、別個に取引される証券へと組み換えられている。裏付となる標準的なMBSからのキャッシュフローを組み直すことによって、発行体は、異なった表面利率、平均残存期間、期限前返済への感応度及び最終満期を持った数個のクラス(トランシェとも呼ばれる)を有する証券を創出することが可能となる。REMICは、1986年税制改革法(Tax Reform Act)の結果として1987年に初めて導入された。

ベンチマークREMICの新規発行は、その都度プレスリリースを通して公表される。投資家が証券の分析を容易に行えるようにするため、GMCのストラクチャーと満期、ならびに各ベンチマークREMICを担保するために用いられる裏付MBSの特徴は公表の際に開示される。当初の公表より2~3日後に価格発見が生じ、その後正式な価格設定が行われる。Fannie Maeは、各ベンチマークREMIC取引のGMCについて、特定の表面利率、平均残存年数、および価格時点での裏付担保に関するBloombergのディーラー・メディアン期限前返済予想値を考慮して、平均残存年数米国債証券利回りのスプレッドとして、価格設定を提示する。価格設定に関するすべての詳細は、価格設定の直後にプレスリリースにより一般に提供される。こうした価格設定のプロセスによって、新規発行時における透明性が一層高められると期待される。

### 満期保証クラス(GMC)

各ベンチマークREMIC取引のGMCは、裏付けとなるMBS担保よりも短い最終満期が規定されている。ベンチマークREMIC取引のGMCの満期は、取引ごとに異なる場合があるが、一般的に、7~15年の期間になると予想され、特定の満期は投資家の需要によって決定され、公表時に通知される。GMCの保有者は、その証券の残存する未払元本残高に経過利息を加えた全額を特定の満期日に受け取る。一般的にGMCは再REMIC (re-REMIC)としての適格性を有する。

GMCの正確なストラクチャーは公表時に提供される。GMCのストラクチャーは各取引において必ずしも同じではない。しかし、ほとんどの場合、GMCは、従来型のREMIC取引におけるシーケンシャル(順次支払い)返済クラスまたはブランド・アモチゼーション・クラス(PAC)のいずれかに類似し、それに最終満期が規定されるという組成上の特徴が加わったものと想定される。

従来型のシーケンシャル返済REMICのストラクチャーでは、単一のクラスに対して、未払元本残高の支払いが完全に終了するまで定期的な利息と元本の支払いと不定期の期限前返済が行われる。それに平行して、後続するシーケンシャル・トランシェに対してその元本金額に応じた利息が支払われる。その後で、後続する各トランシェに対して元本の支払いが行われ、それが、各トランシェが満期を迎

え、すべての元本が返済されるまで続く。従来型のシーケンシャルでは、期限前返済が当初予想よりも遅れた場合、最終的なキャッシュフローがいつまで延長されるか予測できない。しかし、ベンチマークREMICのGMCからの最終的なキャッシュフローの期日は、規定の最終満期以降に延期されることはない。シーケンシャルがもつキャッシュフローの変動性について管理が難しいと考える投資家や、固定的な最終満期を必要とする他の投資基準をもつ投資家にとって、ベンチマークREMICのGMCは魅力的と言えるだろう。

PACの仕組みは、一定の期限前返済率の範囲内において平均残存年数を安定的に保とうとする試みによって特定の平均残存年数を達成しようとするものである。PACでは、元本返済があらかじめ決められた予定を越えた場合には、コンパニオンまたは補助クラスと呼ばれるREMIC取引の他の債券に大部分の期限前返済リスクを移転する仕組みとなっている。しかし、巧みに組成されたPACでも、高水準の期限前返済が継続した場合にはバンドの劣悪化が生じることがあり、その結果、当初の予想を越えた期限前返済リスクにさらされることになる。例えば、実際の期限前返済の状況が長期にわたってバンドの上限を越えた場合や、バンドの上限を越える激しい変動が持続した場合には、すべてのコンパニオン・クラスが返済される。コンパニオン・クラスが返済されると、PACのバンドが劣悪化し、そのトランシェはシーケンシャル・クラスとして扱われるようになる。ベンチマークREMICのGMCは満期が固定・規定されていることから、PAC債のバンド劣悪化による延長リスクが緩和される。

ベンチマークREMIC取引の他のクラスは通常、GMCのような流動性、価格透明性、およびストラクチャーの特徴をもたない。

### GMCの発行規模

ベンチマークREMICの流動性を高めるために、各ベンチマークREMIC取引のGMCの規模は最低10億ドルとしている。各ベンチマークREMICおよびそれに対応するGMCの実際の規模は、投資家の関心のほか、その取引に用いられる裏付となるMBS担保の取得可能性によって決定される。いったんベンチマークREMIC取引の価格が決まった後は、規模の拡大や再開が行われることはない。

ベンチマークREMICは様々なタイプの投資家にアピールする潜在力を備えている。この証券は、ストラクチャード・モーゲージ証券市場の経験はないが、その種のモーゲージ証券がもつ独自のパフォーマンスや返済の特徴にもっと精通したいと考える国内外の投資家にとって有益な入門投資として機能し得る。

## 流通市場の価格透明性

ベンチマークREMICのGMCはTradeWebを通じた電子商取引が可能である。この証券のマーケットメイキングを行う主幹事、共同幹事、その他のディーラーは、ニューヨークの市場取引時間中、TradeWebを通してリアルタイムの買いと売りの幅を表示する。個々のGMCについて、TradeWebはまた、CUSIP、表面利率、裏付となるMBS担保の説明、満期日、ファクター、裏付担保に関するBloombergのディーラー・メディアン期限前返済予想の現在値、および加重平均残存年数のデータを提供している。買いと売りの幅は、内挿された米国債証券のイールドカーブへの利回りスプレッドの上乗せとして表示される。

## ベンチマークREMIC における投資活動の可能性

ベンチマークREMICのGMCは、様々なタイプの投資家にとって魅力的である。本証券は、ストラクチャード・モーゲージ市場の経験はないが、その種のモーゲージ証券がもつ独自のパフォーマンスや返済の特徴をもっと知りたいと考える国内外の投資家にとって有益な入門投資となりえる。シンプルな構造や価格設定前の担保の開示は、マネーマネジャーが本証券の期限前返済を分析するのに役立つ。金利上昇環境における延長リスクを低減したいと考える従来のモーゲージ投資家は、GMCの最終満期が固定されていることに魅力を感じるであろう。

ベンチマークREMICには、Fannie Maeが発行する他のモーゲージ証券の場合と同様に、Fannie Maeによる期限を順守した元本と利息の支払保証がある。保証の価値は、信用リスクを低減するとともに証券の市場性を高めるという理由で、投資家にとって重要なものである。しかし、それによって金利リスクや市場リスクが消失するわけではない。

Fannie Maeの債務はFannie Maeにのみ帰属し、米国政府の全面的な信頼と信用により保証されているわけではない。

ベンチマークREMICの性質が仕組まれたものであることにより、本証券は主要な債券指数には組み入れられていない。

## ベンチマークREMICへの投資にかかる 決済および事務処理上の問題

元本と金利の支払金は証券保有者に毎月送金される。利息の支払いは証券のクーポンに従って実行される。元本支払いは、MBS担保を裏付けているモーゲージの定期的な元本支払いのほか期限前返済の影響を受ける。裏付モーゲージはいかなる時でも違約金なしに期限前返済できるという条件となっている。モーゲージの期限前返済率はたえず変動する可能性があり、市場環境・金利環境次第では大きく動くことがある。一般に利息は30/360ベースで支払われる。Fannie Maeは、各支払日に30日分の利息をベンチマークREMICクラスの保有者に支払い、また最終配分においては、最終配分日までのGMCに対する利息を支払う。証書に基づく支払いは各暦月の25日になされ、25日が営業日でないときは翌営業日になされる。元本と利息は、前月末の営業終了時点における登録保有者に対して支払われる。投資家は、関係する証書の支払いの詳細情報に関して、個々のベンチマークREMICの目論見書付録を参照されたい。

Fannie Maeは、大半のREMIC取引と同様に、毎月11日かその直後にベンチマークREMICのクラスファクターを公表する。クラスファクターとは、証書の当初元本残高にそれを乗じることによって当該証書の現在の元本残高を算出するために使用される数値である(その際、その月の元本支払が考慮に入れられている)。この点についての情報は [www.fanniemae.com](http://www.fanniemae.com) 上にあるFannie Mae PoolTalkより入手できる。プールファクターの詳細や個々の証券に関するその他の情報が必要な場合、投資家は当機関のMBS Help Line 1-800-BEST-MBS (1-800-237-8627)まで電話で問い合わせるか、海外直通電話の1-202-752-8510まで問い合わせるか、[fixedincome\\_marketing@fanniemae.com](mailto:fixedincome_marketing@fanniemae.com)に電子メールを送信することができる。関連する証書のクラスファクターの情報については個々のベンチマークREMICの目論見書付録を参照して下さい。

他のFannie MaeのREMICと同様にベンチマークREMICのGMCについても、Fannie Maeはこれをブックエントリー証書として米国連邦準備銀行を通して発行する。

ベンチマークREMICのGMCへの投資にかかわる最低額面単位は1,000ドルである。ベンチマークREMICの目論見書付録は、他のFannie Mae REMICと同様の手順に従い、決済の3~5営業日前に当機関のウェブサイトで閲覧可能である。目論見書付録には、クラスの説明、元本・利息の配分についての詳細、期限前返済の感応度および取引に関するその他の重要情報が記載されている。

## 結論

Fannie Maeは投資家のニーズに応じてモーゲージ商品を市場に提供するように務めている。大型発行規模のGMCをもつベンチマークREMICもそうした取り組みの一例である。Fannie Maeとしては、引受シンジケート・ディーラーによる一次市場での販売、10億ドルというGMCの最低新規発行規模、TradeWeb上でのマーケットメイキング適格性といったベンチマークREMICの特徴によって、価格透明性の向上、一次市場及び流通市場で

のGMCの流動性の強化がもたらされると考えている。さらに、GMCの最終満期保証というストラクチャー強化は、国内外の多様なグループのモーゲージ投資家から関心を集める可能性を有するであろう。ベンチマークREMICは、Fannie MaeのREMIC発行における最新の進展を示すものであるが、1987年以来継続しているように、Fannie Maeはまた、特定のキャッシュフローに対する投資家の需要に応じて引き続き積極的にREMICを発行することに尽力するつもりである。

MBSengerはFannie Maeの確定利付証券マーケティング部門が発行している。

Kyle Lynch  
 確定利付証券マーケティング部門ディレクター  
 (202) 752-4790  
 kyle\_lync@fanniemae.com

図表 1

<h2 style="text-align: center;">ベンチマークREMICのディーラー・グループ</h2> <p style="text-align: center;">Fannie MaeのベンチマークREMICのディーラー・グループのメンバー会社は次のとおり。</p>	
Amherst Securities Group, L.P.	Greenwich Capital Markets, Inc.
Banc of America Securities LLC	HSBC Securities (USA) Inc.
Barclays Capital Inc.	J.P. Morgan Securities Inc.
Bear, Stearns & Co. Inc.	Lehman Brothers Inc.
Citigroup Global Markets Inc.	Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith Inc.
Countrywide Securities Corporation	Morgan Keegan & Co., Inc.
Credit Suisse Securities (USA) LLC	Morgan Stanley & Co. Incorporated
Deutsche Bank Securities Inc.	Nomura Securities International, Inc.
FTN Financial	UBS Securities LLC
Goldman, Sachs & Co.	