

2022 年第 4 四半期

債券セクターの見通し

目次

グローバル CIO のデスクから	1
マクロ経済アップデート	3
金利	4
投資適格社債	5
ハイイールド社債	6
バンクローン	7
地方債	8
資産担保証券 (ABS) およびローン担保証券 (CLO)	9
ノンエージェンシー住宅ローン担保証券 (RMBS)	10
商業用不動産担保証券 (CMBS)	11
エージェンシー住宅ローン担保証券 (MBS)	12
商業用不動産 (CRE)	13

グローバル CIO のデスクから

ここに至るまでの道のりは苦難に満ちたものであったが、投資適格社債の利回りは現在5~6%にまで上昇した¹。より投機的なハイイールド社債は景気変動の影響を受けやすく信用リスクが高いため、さらに高く8~10%となっている²。これは、年金基金や保険会社など、これまで様子見を決め込んだり、利回りを得るために債券市場で過度のリスクを取ったりしてきた投資家が、そのリターン目標を達成できる可能性がある水準である。弊社セクターチームは、多くの投資家が、過度の信用リスクやデューレーションリスクを負うことなく求める収益を得ることができる可能性が出てきたと見ている。

今、クレジット投資において最も注目すべきポイントの一つは、景気が後退期に入ろうとしている中で、社債発行体の財務状況が健全であることだ。長期間にわたり低コストでの借入が可能であったため、社債発行体は、資本コストを引き下げ元金返済カバー率とレバレッジ比率を改善することができた。これは、今後の景気後退に伴う金利コストの上昇や収益の悪化を吸収できる余力が高いことを意味している。ストラクチャードクレジットの分野では、過去数年間の担保となる住宅価格の上昇により借り手のLTV(ローントゥバリュー)比率が低下しており、住宅ローン担保証券にとってはクレジット的にプラスとなっている。

(2ページに続く)

1. ブルームバーグ米国社債インデックス(2022年9月30日現在)。

2. ブルームバーグ米国ハイイールド社債インデックス(2022年9月30日現在)。

グローバル CIO のデスクから

1 ページより続く

米連邦準備制度理事会 (FRB) による利上げが続いており、景気後退が (まだ到来していないとしても) 迫っていることから、いつも通り銘柄選定に注意を払い、資金配分については保守的な姿勢を保つべきである。一方、スプレッドがこれまでになく開いている中で債券価格が下がっていることから、弊社のリスク許容度は、比較的高い水準にある。

クレジットスプレッドが今後さらに拡大する可能性は確かにある。しかし過去においては、クレジットスプレッドのピークは一過性で短命に終わることが多かった。市場タイミングを計ろうとする投資家はクレジットスプレッドのさらなる拡大を待とうとするかもしれないが、それでは、米国債に比して歴史的に割安な水準にある投資適格クレジットを積み増す機会を逃すリスクがある。現在のハイイールド債のスプレッド 450 ベーシスポイント (bps) は、市場が織り込んでいるデフォルト率 4.5% を十分にカバーするものであると弊社は考えている。4.5% という数字は、足元のデフォルト率 1.1% を大幅に上回っており、弊社が予想する来年のデフォルト率 3.5% をも上回っている。しかし、2023 年の景気後退が 2024 年にまで及ぶという弊社の予想が現実のものとなった場合、デフォルト率は 7% にまで上昇する可能性がある。これは、景気後退が長期化する兆候が現れた場合に、ハイイールド債市場がさらに悪化する恐れがあることを示している。一方、低金利が長く続いたことにより企業が長期借入金を低金利で確保し、さらに最近ではバランスシートの改善も進んでいるため、金利上昇が企業のキャッシュフローに及ぼす影響が軽減されている。このため、特に投資適格債、およびハイイールド債の中で比較的クレジットが良い銘柄については、デフォルト率が過去のサイクルのピークにまで到達することはないと思われる。また、魅力的な利回りが収益のクッションの役割を果たし、スプレッドが今後拡大した場合の影響を軽減してくれる可能性もある。そのため、長期投資を行う投資家は債券を今購入しても、そのリスクに見合うだけのリターンを得ることができると思う。

投資家にとって重要なのはこれからの将来性である。現在得られる高利回りは、現状認識しうるさまざまなリスクに対して十分な補償を提供するのみならず、将来のトータルリターンを最初から押し上げてくれることにもなる。今年、デュレーションは皆の敵であった。債券市場全体の投資家の絶対的リターンを押し下げたのはデュレーションであり、おそらくこの状況は今後もしばらくは続くであろう。しかし、FRB が予想通り近いうちに利上げペースを減速させるようであれば、今回の利上げサイクルの最終着地点がより視野に入り、デュレーションが再びリターンの追い風となる可能性がある。

Scott Minerd

Chairman of Guggenheim Investments and
Global CIO of Guggenheim Partners

2023 年には FRB が望むリセッションが現実のものとなる

FRB はリセッションは経済にとってやむを得ない結果と見なし、過度に利上げを行うであろう

FRB はソフトランディング、さらには「ソフティッシュ」ランディングまでも放棄してしまったようだ。9 月の経済見通し概要では、2023 年末までに失業率が 90bps 上昇して 4.4%になると予想しているが、これはもはや景気後退と呼べる上昇幅である。高インフレを示す指標が次々と公表されたことから、FRB は労働市場の軟化と総需要の抑制が必要との見方をさらに強め、当分の間は引き締めが続くと考えられる。

経済が FRB が望む方向へ向かっていることを示す兆候は積み重なっている。第 3 四半期の実質国内総生産 (GDP) は +2.6% と回復したものの、民間の内需 (消費および設備投資) は減速を続け、わずか 0.1% の成長にとどまった。この減速は、歴史的に金利上昇の影響を最初に受ける住宅市場の不調が原因で、GDP 成長率を約 1.4 ポイント引き下げた。金融環境の急激な引き締めはその先に広範な景気減速が待ち受けていることを意味しており、労働市場の緩和を促すものと思われる。これを示す最初の兆候は、賃金伸び率の鈍化、求人と退職の減少傾向、10 月の新規雇用伸び率が今年初頭の半分以下のペースであったことなどに表れている。

インフレ率は依然として許容しがたい高水準にあるが、2023 年には大幅に低下するであろうことを示すいくつかのデータがあ

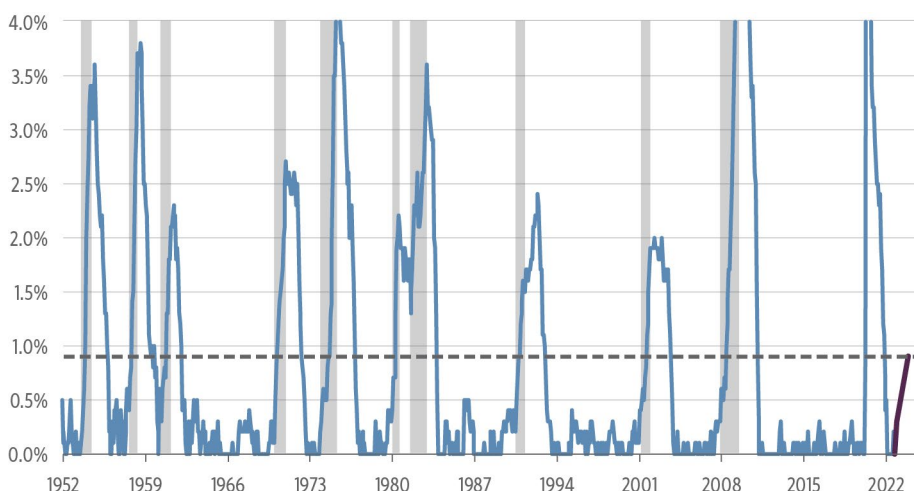
る。モノの価格は既に下がり始めており、サプライチェーン改善および投入コスト・輸入コストの動向からは、モノの価格が今後さらに低下するであろうことが伺える。一方サービス価格のインフレは現在、物価安定の主な懸念材料となっているが、労働統計局や複数の FRB 当局者でさえ、遅行データである賃貸住宅価格が、実際に市場で起きている家賃の急低下をまだ反映していないことを認めている (来年になってデータに表れ始めるであろう)。

経済が冷え込みインフレ率の低下が見込まれる中でとりわけ世界市場の緊張が高まっていることから、利上げは今後数カ月で徐々に縮小されると考える。しかし、インフレ率低下への期待に何度も裏切られ、利上げ、利下げを繰り返した 1970 年代の再来を恐れる FRB は、景気後退もやむなしと考え、どうせミスをするなら利上げをやり過ぎる方向に進む可能性がある。こうしたことから 2023 年に景気後退が起きる可能性が高まっており、債券市場は既にフェデラル・ファンド・レート (FF 金利) の最終着地点を 5% 近辺と見込んでいる。このため、信用力が高い債券に投資妙味があると思われる。

By Brian Smedley, Maria Giraldo, and Matt Bush

金融環境の急激な引き締めはその先に広範な景気減速が待ち受けていることを意味しており、労働市場の緩和を促すものと思われる。これを示す最初の兆候は、賃金伸び率の鈍化、求人と退職の減少傾向、10 月の新規雇用伸び率が今年初頭の半分以下のペースであったことなどに表れている。

FRB の失業率見通しは 2023 年に景気後退の可能性が高いことを示唆 過去 2 年間続いた低水準から上昇に転じる見込み



Source: Guggenheim Investments, Haver Analytics. Data as of 9.30.2022.

金利

金利上昇の中でのデレレーション投資機会

厳しい環境にもかかわらず、米国債市場には魅力的な投資機会が複数出現

雇用の好調が続きコアインフレ率が高止まりしていることから市場参加者は利上げ予想を大幅に修正し、FRB がタカ派的な政策から脱却する理由はほとんどなくなっている。今回の利上げサイクルでさらに 175bps の引き締めが行われるとの市場予想は、11 月の連続 4 度目となる 75bps の利上げで現実のものとなり、FF 金利は 3%~3.25%のレンジから 3.75%~4%のレンジに引き上げられた。しかし、FRB がこれまでに実施した 375bps の引き締めの経済への影響が出始めており、FRB は声明文で「目標レンジの将来の引き上げペースを決定するにあたり、委員会は金融政策の累積的な引き締めを考慮する」と述べた。このことから、FRB が 12 月に引き締めペースを下げる可能性は十分にあると考えられる。

米国債市場の流動性低下とボラティリティ上昇は、今年の FF 金利急上昇の影響をさらに増幅させている。世界的な引き締めサイクルが継続する中、FRB による国債の買い入れ停止や海外投資家の参加減少などにより流動性は厳しい状況が続いており、価格変動が大きくなっている。その結果、米国債利回りが上昇し、

米国債指数は第 3 四半期に 4.3%下落、年初来では 13.1%下落した。このリターンは少なくとも過去 50 年間で最悪であり、債券投資家にとって非常に厳しい 1 年となった。

しかし、こうした厳しい環境にもかかわらず米国債市場にはいくつかの魅力的な投資機会が生まれている。長期債利回りが 4% 近辺で推移し、FF 金利の最終到達点が 5% 近くになることは既に織り込み済みであるため、今の水準はデレレーションの追加を検討する好機であると考えられる。経済指標のさらなる悪化に伴い景気後退リスクが高まる中、市場が利上げではなく利下げを織り込むようになれば、長期債はその恩恵を受けると考えられる。また、満期が 15 年から 20 年の低クーポン・コーラブル・エージェンシー債は、同程度の満期のカレントクーポン・ブレット債よりもスプレッドが厚く価格も割安となっていることから、魅力的なトータルリターンを得られる可能性がある。

By Kris Dorr and Tad Nygren

米国債市場の流動性低下とボラティリティ上昇は、今年の FF 金利急上昇の影響をさらに増幅させている。世界的な引き締めサイクルが継続する中、FRB による国債の買い入れ停止や海外投資家の参加減少などにより流動性は厳しい状況が続いており、価格変動が大きくなっている。

流動性の低下が利上げの影響をさらに増幅
ブルームバーグ米国債市場流動性指数



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg, data as of 10.2.2022. The Liquidity Index is a measure of prevailing liquidity conditions in the US Treasury market. This Index displays the average yield error across the universe of U.S. Treasury notes and bonds with remaining maturity 1-year or greater. When liquidity conditions are favorable, the average yield errors are small. Under stressed liquidity conditions, dislocations from fair value result in large average yield errors. A higher index level indicates more stressed liquidity conditions.

投資適格社債

長期デュレーションの魅力的なバリュエーションに注目

利回りは魅力的だが、マクロ経済の不透明性が引き続きボラティリティを増幅

第3四半期のブルームバーグ米国投資適格社債インデックス(IG インデックス)のスプレッドは、安定したクレジットファンダメンタルズと高利回りにより横ばいで推移した。一方利回りは107bps 上昇して5.69%となった。この利回りは2020年の新型コロナウイルス感染初期に付けた利回りを大きく上回り、世界金融危機時の平均利回りに近い水準となっている。

第3四半期の企業業績は予想の範囲内に収まるであろう。しかし、第4四半期の業績予想や経済予測が弱いことから、特に金利上昇による資金調達コストの上昇を理由としてクレジットファンダメンタルズが悪化する恐れがある。このため、わずかながらも利回りが上昇しスプレッドが拡大する可能性があるが、現時点ではダウンサイドリスクは極めて限定的と考えられる。

S&P500 指数の配当利回りと比較した IG インデックスのオールイン利回りが過去最高水準にあることから、米国内の保険会社、年金基金、従来型資産運用会社は投資適格社債に買いを入れた。一方、アジアを中心とした海外投資家の買いは、ヘッジコストの上昇により大幅に減速した。それでもなお、投資適格社債全体の高利回り、低価格に引かれた米国内投資家が相場を支えている。第3四半期末の IG インデックスの平均価格はおよそ86ドル、長期の部分はおよそ80ドルであったのに対し、両者の過去の平均は96ドルである。この割安な債券価格はネガティ

ブなクレジットイベントが発生した場合のバッファーになるとともに、満期が近づくにつれてディスカウント部分が額面まで値上がりすることから、投資妙味がある。

テクニカルな観点からは、投資適格債の新規供給が減少していることが当面の価格を下支えするであろう。第3四半期の新規供給(発行市場における新発債発行)には波があり、発行が止まったり集中したりを繰り返したが、結局発行がゼロの日が50日以上となり、過去の記録を更新した。新規発行が少ないと、クーポン再投資などの定期的な流入資金は既発債(流通市場)に向かわざるを得ず、流通市場の価格や信用スプレッドが下支えされる。しかし弊社の経験では、新規発行が少ない状態が長く続くと、投資家やトレーダーが適正なスプレッド水準を知るために必要な情報の流れに悪影響が出る恐れがある。

現在の投資適格債の利回り水準は魅力的に見えるが、マクロ経済の不透明性が引き続きスプレッドのボラティリティを高めるであろう。ここまで市場は秩序を保って推移してきているが、第4四半期にはスプレッドがプレッシャーを受ける可能性がある。弊社は、長期的な投資対象としてデュレーションが長く割安な債券価格の社債を引き続き選好する。

By Justin Takata

投資適格社債全体の高利回り、割安な債券価格に引かれた米国内投資家が相場を支えている。第3四半期末の IG インデックスの平均価格はおよそ86ドル、長期の部分はおよそ80ドルであったのに対し、両者の過去の平均は96ドルである。

額面を大きく割り込んだ社債が投資家に人気 債券の平均価格(額面に対する%)



Source: Guggenheim Investments, Barclays, Bloomberg. Data as of 10.20.2022.

ハイイールド社債

格下げとデフォルトサイクルを織り込んだ価格設定

高利回りかつ割安な債券価格の社債は魅力的な投資先であるが、ダウンサイドリスクに注意

ブルームバーグ米国ハイイールド社債指数の9月までのトータルリターンは-14.7%で、年初から第3四半期までの累計としては過去最悪のパフォーマンスを記録した。利回りは9.5%に近づいて2020年4月以来の高水準となり、2011年および2016年に付けたピークに近い水準となった。こうした市場環境は、これまで債券市場で見られた投資機会をリセットして、ハイイールド社債の利回りを実質的に「ハイイールド」に戻し、多くの魅力的な投資のエントリーポイントを生み出した。

現在クレジットスプレッドが460bps(過去のバリュエーションの56パーセンタイル)近辺となっているため、流動性リスクに見合うスプレッドが250bpsと仮定すると、市場が織り込む今後12カ月間の予想デフォルト率は4.5%になる。足元のデフォルト率は1.1%であるが、コロナ渦以前の3度の景気後退の初年度にはデフォルト率が平均で2.4ポイント上昇したことを考慮すると、デフォルト率は3.5%に近づく可能性がある。従って、市場が織り込むデフォルト率には、既にある程度のクッションがある。しかし、いったん景気後退が本格化すれば予想デフォルト率がさらに上昇し、市場はよくあるように売られ過ぎの領域に入る可能性があるため、以上の見解はさらなるスプレッド拡大を排除するものではない。

弊社予測では米国のGDP成長率が低下して2023年には景気後退が見込まれ、企業収益の伸びが鈍化しマイナスに転じることから、今後12カ月間はデフォルトに加えて緩やかな格下げサイクルが続くと思われる。しかし、今のところ、クレジット市場の大

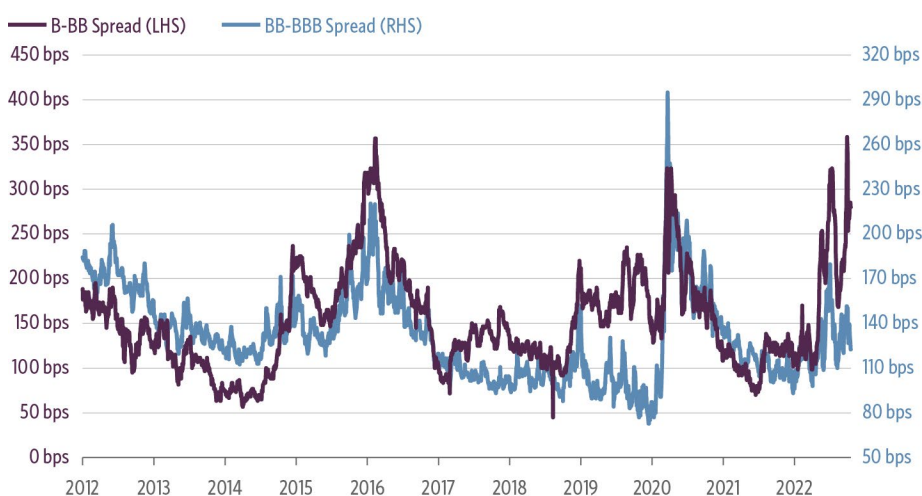
部分の発行体の決算は好調である。ハイイールド債発行体は、年間支払利息を少なくとも5倍以上カバーできる十分なキャッシュ創出力を持っていることから、弊社の戦略がよりディフェンシブなポジションをとっていた2019年よりも余剰キャッシュがある状態で次の景気後退期を迎えることになる。一方で、スプレッドの拡大(=クレジットカーブのスティープ化)がピークに近づきつつある領域もある。例えば、B格の社債のスプレッドはBB格の社債より210bpsワイドになっており、これは過去の水準の84パーセンタイル、過去10年の96パーセンタイルにあたる。弊社ではこれを、多くのシングルB格発行体の格下げが既に織り込み済みであることを意味すると解釈している。

今回のデフォルトサイクルは、その過程でクレジットに下押し圧力がかかるかもしれないものの、直近の景気後退期ほど深刻にはならないと考えている。堅調なクレジットファンダメンタルズを考慮すれば、高利回りおよび割安な債券価格はポートフォリオの利回りを向上させる魅力的な機会であると考えられる。ただし、来年以降の景気後退の深度次第ではスプレッドがさらに拡大する可能性があるため、ダウンサイドリスクには注意する必要がある。

By Thomas Hauser and Maria Giraldo

スプレッドの拡大(=クレジットカーブのスティープ化)がピークに近づきつつある領域もある。例えば、B格の社債のスプレッドはBB格の社債より210bpsワイドになっており、これは過去の水準の84パーセンタイル、過去10年の96パーセンタイルにあたる。

B/BB格のスティープなクレジットカーブは、格下げサイクルの到来を反映している可能性
BBB格、BB格、B格のスプレッドの差



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg. Data as of 10.19.2022.

バンクローン

金利上昇のジレンマ

短期金利がより引き締め領域に入っていくことのメリットとデメリット

第3四半期のバンクローン平均価格は0.4%下落したが、クーポン収入のおかげでトータルリターンは1.2%まで回復した。これにより、第2四半期の-4.4%の損失を一部取り戻し、クレディスイス・レバレッジドローン・インデックスのリターンは9月30日現在で-3.3%まで回復した。

FRBの利上げはバンクローン市場にも影響を及ぼした。ディスカウントマージンは6月から8月中旬にかけて100bpsタイト化した。8月中旬から9月にかけてFRBが2度目の75bpsの利上げを示唆し9月末に実際に実施したため100bpsワイド化した。ローンのリスクプレミアムを示す従来の方法である3年物ディスカウントマージンは第3四半期末に668bpsとなったが、これは1992年以降の実績値の92パーセンタイルに相当し、平均値を200bps上回っている。ディスカウントマージンが過去に比べて大きい理由の一つは、このセクターの信用力が低下していること（つまり、シングルB格の発行体が史上最多となっていること）であるが、格付けを調整してみてもリスクプレミアムは大きくなっている。FRBが引き締め領域でさらに利上げを進めれば、ローン発行体の信用力への悪影響は利払い増加によりさらに強まるであろう。

弊社の分析では、FF金利が5%に上昇し収益の伸びが5%に鈍化した場合、ローンのインタレスト・カバレッジ・レシオ（年間キャッシュフローと支払利息の比率）の中央値は3.0倍未満に低下する可能性がある。

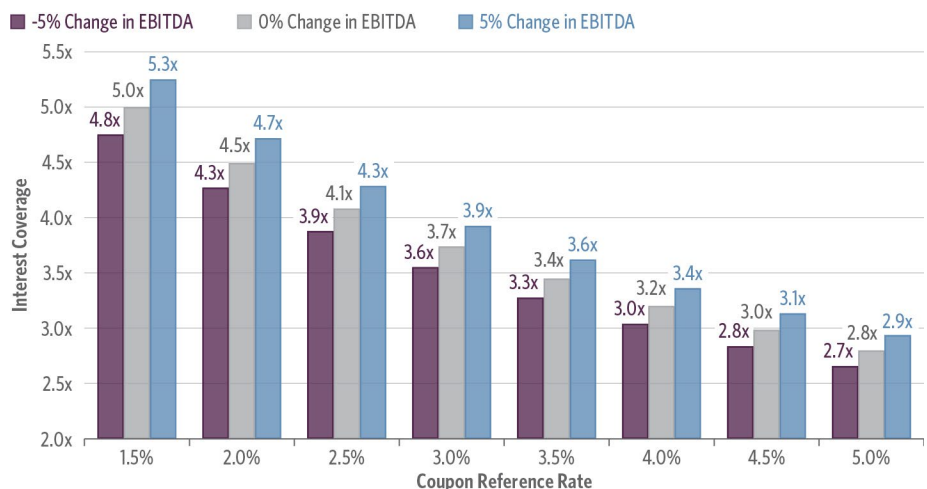
下する可能性がある。ローン市場のデフォルト率については、今後12カ月間で1.3%から3.5%へと3倍近く上昇するというのが、弊社予測のベースケースである。さらにサイクル全体を見通した場合、金融引き締めの影響が出現するまでにはタイムラグがあることおよび米国の景気後退により、デフォルト率は2024年に6~7%でピークに到達すると考えている。これは、コロナ渦におけるデフォルト率のピーク4.6%を上回っており、期間の長さとしては2008年のデフォルトサイクルに匹敵する。デフォルトの際に投資家が回収できるのは通常ローン価値のおよそ60%であることから、今後2年間のローンの累積信用損失率は4%程度になると推定される。一方668bpsという足元のディスカウントマージンは、その一部が市場の流動性欠如を補償するためのものであるとしても、弊社の損失予想を上回るものとなっている。

バンクローンは、魅力的な利回りと割安な価格により、信用エクスポージャーとしては引き続き魅力的であると考えられる。しかし2023年に向けて景気後退のリスクが高まるため、新規の購入については銘柄選別を強めている。今回のサイクルの終わりが見えてきた段階で、資金配分についてよりディフェンシブな調整を行うことを検討している。

By Christopher Keywork and Maria Giraldo

弊社の分析では、FF金利が5%に上昇し収益の伸びが5%に鈍化した場合、ローンのインタレスト・カバレッジ・レシオ（年間キャッシュフローと支払利息の比率）の中央値は3.0倍未満に低下する可能性がある。ローン市場のデフォルト率については、今後12カ月間で1.3%から3.5%へと3倍近く上昇するというのが、弊社予測のベースケースである。

バンクローンのインタレスト・カバレッジ・レシオ 参照利率別インタレスト・カバレッジ



Source: Guggenheim Investments, S&P LCD. Data as of Q2 2022. EBITDA - earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization.

地方債

課税債と免税債のバリュエーションに差異

免税債はネガティブコンベクシティを回避、課税債はインデックス非適格債に投資妙味

第3四半期も債券市場全体が米国債利回り上昇の影響を大きく受け続ける中、ブルームバーグ地方債インデックスのトータル・リターン・インデックスのリターンは第3四半期に3.5%低下し、年初来のリターンは9月30日現在で-12.1%となった。一方、ブルームバーグ地方債インデックスの課税債トータル・リターン・インデックスのリターンは第3四半期に6.2%低下し、年初来で-19.3%となった。課税地方債はデュレーションが長いいため、免税地方債をアンダーパフォームした。

免税ミューチュアルファンドからは第3四半期の大半を通じて資金が流出し、年初来の償還額は1,000億ドルを超えた。これは過去の年間最大償還額を上回っている。しかし、第3四半期の終わりにかけ、最大手の地方債ETFの2銘柄に安定した資金流入が見られるようになり、資金の流れが徐々に反転し始めているのではないと思われる。この流れの背景には、タックスロス・スワッピング(節税目的で損失を確定させる取引)があるようだ。すなわち、投資家がミューチュアルファンドの損失を確定させた上で資金をETFに移動することにより、地方債へのエクスポージャーを維持するとともに日中の流動性を確保したと思われる。地方債の新規発行が少ないこともあり、ETFへの資金流入が地方債の対米国債スプレッドを押し下げた。課税地方債のスプレッドは他のクレジット・セクターと同様に拡大していたが、第3四半期末現在では、年初来の発行額が前年同期比48%減少したこともあり、インデックス適格(=投資適格)の課税地方債は投資適格社債よりもタイトなスプレッドで取引されている。

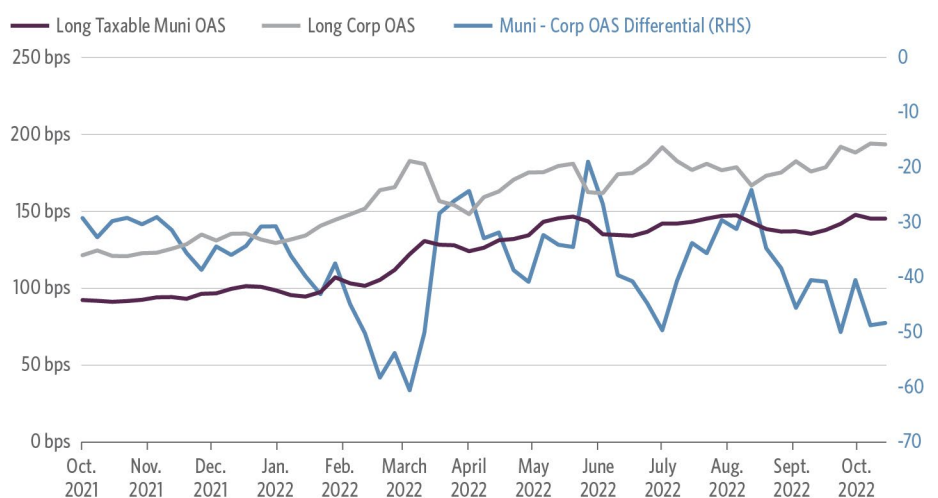
地方債の信用力は引き続き高い。各州の財政調整基金(rainy day funds)は2023年度も高水準で推移すると予想され、American Rescue Plan(連邦政府の新型コロナウイルス緊急経済対策資金)もまだ全額は引き出されていない。ただし、キャピタルゲイン税など市場の影響を受けやすい歳入の割合が高い自治体では歳入が予想を下回り始めており、これが2023年~2024年の予算編成時に課題となる可能性が出てきている。

免税地方債の投資家は、ほとんどの金利シナリオで債券のパフォーマンスを低下させる原因となるネガティブコンベクシティの削減に注力する必要がある。例えば、5%クーポンでパーコール期日が非常に近い商品は、金利が下がればコールオプションを行使できるが、金利が上がれば金利のボラティリティに直面することになる。課税債については、インデックス適格債が投資適格社債よりもタイトなスプレッドで取引されている一方で、インデックス非適格債には依然として相対的に投資妙味がある。ただし、現在の市場ボラティリティの中では、インデックス適格債とインデックス非適格債の流動性の差は縮小している。

By Allen Li and Michael Park

課税地方債のスプレッドは他のクレジット・セクターと同様に拡大していたが、第3四半期末現在では、年初来の発行額が前年同期比48%減少したこともあり、インデックス適格(=投資適格)の課税地方債は投資適格社債よりもタイトなスプレッドで取引されている。

課税地方債のスプレッドは社債よりもタイト化



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg, data as of 10.18.2022. OAS - option-adjusted spread.

資産担保証券 (ABS) およびローン担保証券 (CLO)

ボラティリティの中で相対的にアウトパフォーム

流通市場において、割安な価格で魅力的なスプレッドとオールイン・イールドを追加する好機

CLO のスプレッドは第 3 四半期に拡大した。拡大幅は AAA～A 格トランシェで 20～55bps、BBB 格トランシェで 50bps、BB 格トランシェで 100bps であった。こうしたスプレッドの拡大にもかかわらず、変動金利のクーポンと短い満期が CLO のパフォーマンスを支え、AAA 格のリターンは 0.2%、BBB 格のリターンは -1.4% を記録した¹。

CLO の担保となっている企業向けバンクローンについては、歴史的な低水準にあったデフォルト率が上昇を始め格下げも見られ始めているが、パフォーマンステストの閾値がコロナ渦以前の健全な水準にほぼ回復しているため、CLO のストラクチャーはディフェンシブである。例えば、CLO の CCC 格ローンへのエクスポージャーはコロナ渦ピーク時の 10% 超から 4% まで低下し、ジュニア部分の超過担保 (CLO の担保が、キャッシュフロー転換が起こる前までに受け入れられる損失の尺度) は 2% 近くまで低下した後 5% 近くまで回復している。さらに、CLO を扱う運用会社は、リスクの高い借り手や業界へのエクスポージャーを回避または削減してポートフォリオ全体の質を高めることにより、エクスポージャーの調整を積極的に行っている。新規発行市場では、AAA 格 CLO に対する投資家の需要が低調で、購入しているのは資金力があり安定した一部の CLO 運用会社に限られているため、発行体にとって厳しい状況となっている。年末にかけて新規発行の動きはさらに鈍化すると思われる。一方流通市場では、今後価格上昇が見込まれかつ満期前にコールされる可能

性が低い割安な投資適格トランシェを購入できる機会があると見ている。弊社は、困難な市場環境を乗り越えてきた実績がある一流の運用会社のシニア CLO トランシェを引き続き選好する。

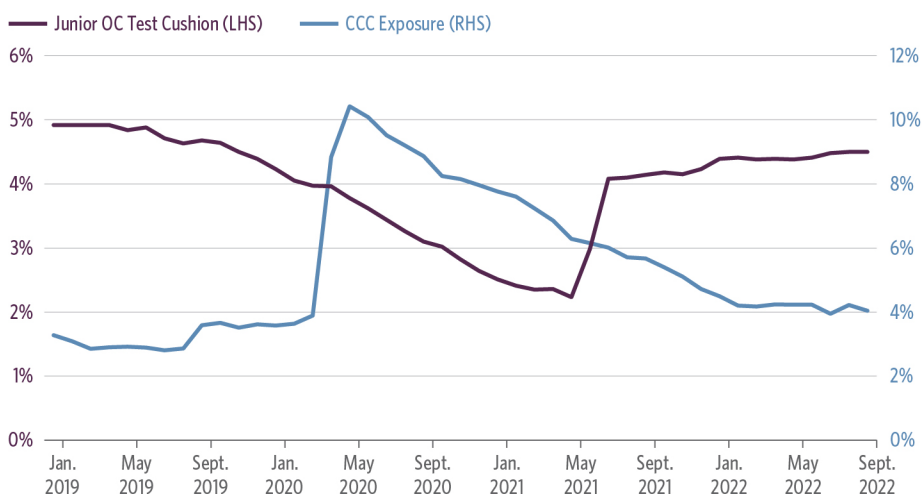
非伝統的 ABS (輸送用コンテナ、鉄道車両、携帯電話基地局、事業フランチャイズなど) のクレジットスプレッドは、第 3 四半期は横ばいで推移した。ICE BofA AA-BBB 格 ABS インデックスのリターンは -2.1% となり、他のクレジット市場をアウトパフォームした。ABS 発行は今年前半は活発であったが第 3 四半期は前年同期比 24% 減となった結果、年初からの発行額は前年同期比 2% の減少となった。公益事業、ホールビジネス、音楽著作権の証券化案件が注目された一方で、トリプルネット・リースやホールビジネス ABS の一部の案件が、プレマーケティングされた後、投資家の需要が十分に集まらず発行中止に追い込まれるなど、リスクは残っている。このため、新規発行は当分の間低迷すると思われる。

ホールビジネス、インフラ、コンテナ ABS など、主要セクターのクレジットクオリティは引き続き健全であり、流通市場において割安な価格で魅力的なスプレッドと高いオールイン・イールドを積み増す投資機会に注目している。

By Dominic Bea, Rafsun Faiz, Scott Kanouse, and Michael Liu

パフォーマンステストの閾値がコロナ渦以前の健全な水準にほぼ回復しているため、CLO のストラクチャーはディフェンシブである。例えば、CLO の CCC 格ローンへのエクスポージャーはコロナ渦ピーク時の 10% 超から 4% まで低下し、ジュニア部分の超過担保 (CLO の担保がキャッシュフロー転換が起こる前までに受け入れられる損失の尺度) は 2% 近くまで低下した後 5% 近くまで回復している。

CCC 格のエクスポージャーはコロナ渦以前の水準まで低下



Source: Intext, Guggenheim Investments. Data as of 9.30.2022.

1. Palmer Square CLO Senior Debt Index (AAA) および Palmer Square CLO Debt Index (BBB)。2022 年 9 月 30 日現在。

ノンエージェンシー住宅ローン担保証券(RMBS)

住宅市場が冷え込む中でも投資機会は存在

金融危機以前に組成された RMBS や期間の短いシニア RMBS のトランシェに投資妙味

第3四半期のノンエージェンシーRMBSのスプレッドは、ディーラーポジションが軽く取引も控えめであったにもかかわらず、市場のボラティリティによってコロナ渦後の最大幅まで拡大した。シテリサーチによると、RMBS1.0およびRMBS2.0(世界金融危機以前および以後に発行されたRMBS)の第3四半期のリターンは、それぞれ-0.5%および-6.4%であった。RMBSのリターンはより広範なリスク市場に追従する可能性が高く、当面は不安定な状態が続くと思われる。

第3四半期の新規発行額は前年同期比で45%減少し、年初来の累計発行額は前年同期を25%下回っている。住宅ローン金利が年明け以降3.3%から7%にまで上昇し、ローン残高の平均金利が3.5%となる中、住宅の購入および借り換えが歴史的な低水準に落ち込み、新規MBSにプールされる新規ローンの実行が抑制された。さらに、金利上昇とスプレッド拡大によって証券化の経済的メリットが失われ、新規発行は当面厳しい状態が続くと思われる。

ここ数年住宅市場が好調であったことから、RMBSのサブセクター毎でホームエクイティ(住宅所有者の持ち分)の水準に大きな差が生じている。古いローンの担保となっている物件は、新しいローンを担保とする物件に比べて、より大きな価格上昇を経てい

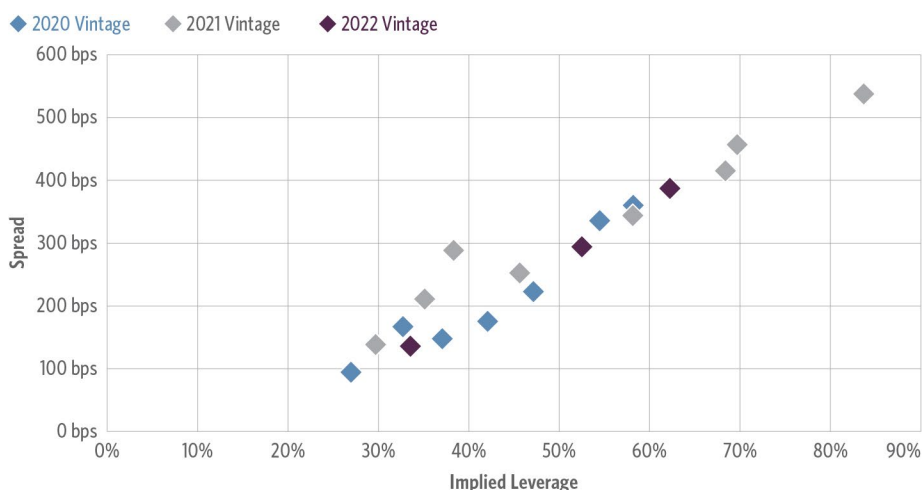
る。その結果、古いローンは債務の返済が進んでLTVが低く、損失リスクも低くなっている。これまでのところ、こうした信用リスクの差は、秩序ある形で市場価格に反映されている。下のグラフは、一戸建て賃貸証券の価格設定が、原資産である住宅プールのインプライド・レバレッジをどれだけ忠実に反映しているかを示している。非適格住宅ローンやリパフォーミングローンを裏付けとするRMBSにも、同様の直線的なクレジットカーブが存在する。住宅市場が冷え込んでいるにもかかわらず相関関係が強いということは、現在の債券のプライシングが危機的な状況が到来する可能性は低いとの見方を織り込んでいることを示している。

保守的な住宅ローン審査姿勢、良好な消費者市場・労働市場の状況、住宅に対する超過需要などを理由として、RMBSに対する弊社の見方は、住宅価格の見通しが軟化している中でもポジティブである。加重平均年限が安定した非適格RMBS2.0のメザニンおよびシニアトランシェ、リパフォーミングローンを担保とする案件、ホームエクイティの比率が高いローンを担保とするRMBS1.0を 선호する。

By Karthik Narayanan and Roy Park

一戸建て賃貸証券の価格設定は、原資産である住宅プールのインプライド・レバレッジを忠実に反映している。非適格住宅ローンやリパフォーミングローンを裏付けとするRMBSにも、同様の直線的なクレジットカーブが存在する。

債券のプライシングは、危機的な状況が到来する可能性は低いとの見方を織り込んでいる
一戸建て賃貸住宅の価格とレバレッジの関係



Source: Guggenheim Investments, FINRA, Bloomberg, Data as of 9.30.2022.

商業用不動産担保証券(CMBS)

ネガティブとポジティブのバランス

質の高い資産、強力なスポンサーシップ、堅固なストラクチャーが裏付けとなった CMBS を選好

第3四半期のCMBSの спреッドは、他の債券クレジット市場と同様に拡大した。JP モルガン CMBS インデックス 10 年物 AAA 格コンデュイット債の спреッドは、2021 年末が 72bps、本年第2四半期末が 132bps であったのに対し、第3四半期末は 147bps となった。この спреッド拡大と高ボラティリティの第一の影響は発行額の減少に表れた。ノンエージェンシーCMBSの年初来の発行額は 915 億ドルで、前年同期の 975 億ドルから減少した。これは、金利が上昇しディールが成功裏に完了できるかどうかを見通しにくいボラティルな市場環境において、安定したキャッシュフローを生み出す不動産を保有するオーナーの借り換えあるいは新たな取引を行おうとするインセンティブが低下していることによる。

商業用不動産(CRE)の価格には、周期的および長期的な圧力が数多くかかっている。金利の上昇は既に借入コストを押し上げており、CRE 資産の評価に用いられるキャップレートも上昇するであろう。オフィススペース需要については、ハイブリッド型勤務形態への移行が下押し要因となっており、宿泊施設などより業務集約的な不動産事業はインフレ圧力による費用増に直面する恐れがある。こうした課題が、信用供与のオペラビリティにも影響を及ぼしている。最新の FRB 銀行融資実務に関するシニアローンオフィサー調査 (Senior Loan Officer Survey on Bank Lending Practices) では、商業用不動産の融資基準が厳しくなり、商業用不動産ローンに対する総需要が減少していることが示

されている。同様の理由により、ノンバンクからの競争も激減している。

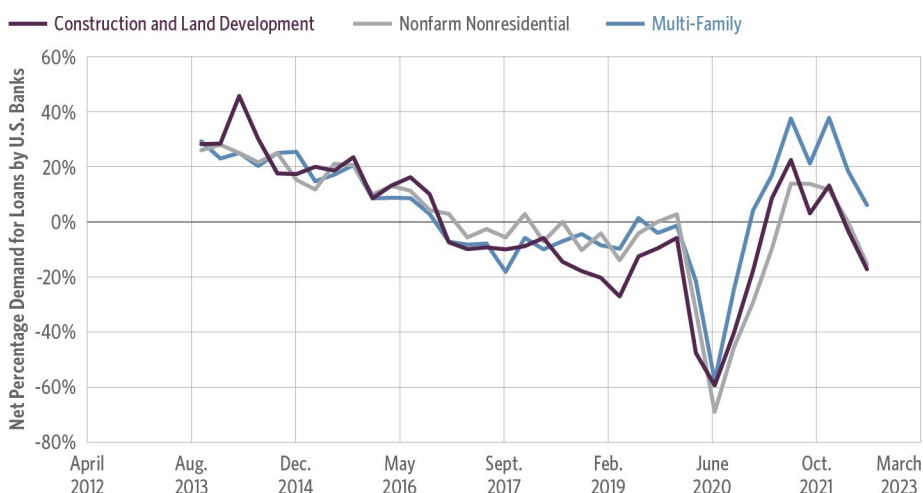
一方プラス面としては、2020 年以降不動産のパフォーマンスが回復しており、CMBS ユニバース全体の債務返済をカバーするために十分な営業キャッシュフローが得られている点があげられる。全コンデュイット型 CMBS 債のデットサービス・カバレッジ・レシオは改善を見せており、2020 年の底であった 1.84 倍から第3四半期末には 2.20 倍まで上昇した。一方 60 日以上の上延滞率は、2020 年夏に付けたピークの 6.5%から現在は 3.5%まで低下している。

世界的に債券価格が大きく変動し、 спреッドが拡大、利回りは上昇している。ファンダメンタルズ信用分析を行って CMBS をアクティブ運用している運用会社は過去 15 年で最も投資機会に恵まれており、安定した担保に裏付けられた債券を魅力的な спреッドで購入する機会や、移行期の不動産担保債券の歴史的に高い спреッドプレミアムを得られる立場にある。弊社は引き続き、質の高い資産、強力なスポンサーシップ、堅固なストラクチャーが裏付けとなった CMBS、特に AA 格から BBB 格のシングルアセット・シングルボロワー案件および CRE-CLO (商業用不動産を裏付けとするローン担保証券) を選好する。

By Tom Nash and Hongli Yang

最新の FRB 銀行融資実務に関するシニアローンオフィサー調査では、商業用不動産の融資基準が厳しくなり、商業用不動産ローンに対する総需要が減少していることが示されている。同様の理由により、ノンバンクからの競争も激減している。

商業用不動産ローンに対する総需要は減少



Source: Guggenheim Investments, Board of Governors of the Federal Reserve System, data as of 6.30.2022.
Note: A negative reading indicating that a net share of banks reported weaker demand for loans, and a positive reading indicating that a net share of banks reported stronger demand for loans.

エージェンシー住宅ローン担保証券(MBS)

歴史的にワイドなスプレッドは長期投資の好機

エージェンシーRMBS パススルー、ペイアップ(TBA に対するプレミアム)が低い特定のプール、ロックアウト条項が付された不動産抵当証券担保債券(CMO)に注目

第3四半期のエージェンシーMBSのスプレッドは、不透明な経済環境の中でFRBが推し進めるタカ派的な政策の影響を受けて拡大した。第3四半期末におけるオプション調整後のスプレッドは69bpsとなり、第2四半期末から23bps拡大した。ブルームバーグ米国MBSインデックスの第3四半期のトータルリターンおよび超過リターンは、それぞれ-5.35%、-1.69%であった。注目すべきは、9月のリターンが過去最悪の水準であったことである。今年前半は比較的安定していたエージェンシーCMBSもついに市況悪化の影響を受け始め、第3四半期のトータルリターンは-4.64%、超過リターンは-0.62%であった。

最近の厳しい市場環境は、二つの要因が重なって生まれた。一つは、第3四半期のベンチマーク金利の上昇ペースが2013年のテーパー・タントラム(テーパリング観測による金融市場の混乱)時を上回り、本質的にボラティリティに敏感なMBSのプライシングとヘッジに波及効果を及ぼしたこと。二つ目は、FRBの毎月のMBS再投資額が9月に変更され、住宅ローン期限前償還率の低下とあいまって、FRBによるMBSの購入が終了したことである。こうしたファンダメンタルズおよびテクニカルな圧力が流動性の低下をもたらし、スプレッドは金融危機以降で最もワイドな水準に広がった。

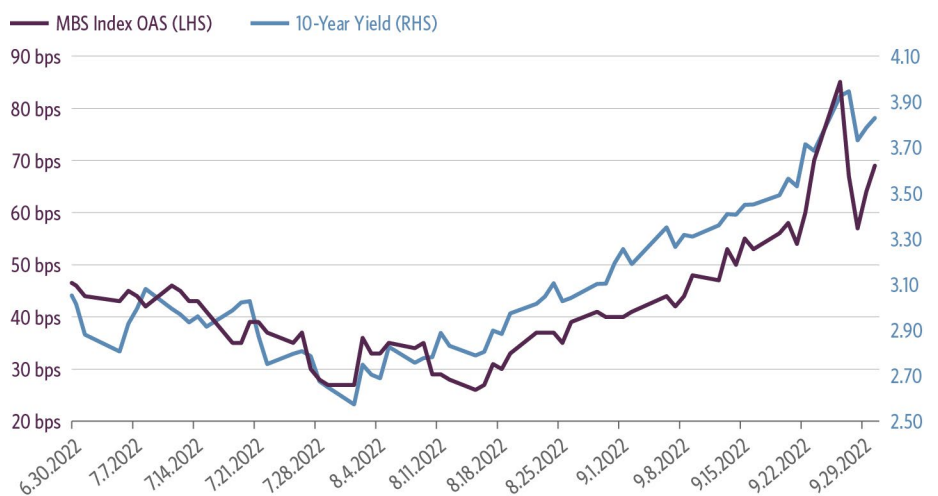
エージェンシーMBS市場は今後も短期的には大きく変動すると予想されるが、現在の状況は、長期投資としてエージェンシー

MBSへの配分を増やす好機であると考えられる。MBSのスプレッドが危機的な水準にまで拡大、価格はパーを割り込む一方で、新規発行は減少しコンベクシティの懸念も限定的であるため、MBSは他の中期ゾーンの投資適格債券に代わるクレジット向上の魅力的な選択肢となっている。歴史的な高利回りとスプレッドによって高収益が実現できるのみならず、金利ボラティリティがいずれ正常化すればトータルリターンはさらに向上するであろう。額面割れのエージェンシーRMBSパススルー(元利払いがMBS保有者にパススルーされる)は、金利が反転して低下に転じた場合、期限前償還リスクが債券価格にマイナスの影響を与える水準(ネガティブコンベクシティと呼ばれる現象)に達する前に価格が上昇する余地が十分にあるため、魅力的だと考えている。同様の理由で、ペイアップ(TBAに対するプレミアム)が低い特定のプール(有利なローン特性により住宅ローンプールのキャッシュフローがより安定している)およびロックアウト条項が付されたCMO(発行後一定期間の元本償却をストラクチャー的に防ぐ)の価格も魅力的であると考えられる。その理由は、他の一般的なMBS代替商品と比較してこれらのストラクチャーは通常期限前償還のリスクを低減させるため、非常に低い金利水準においても価格上昇の可能性が高いからである。

By Aditya Agrawal and Louis Pacilio

第3四半期のエージェンシーMBSのスプレッドは、不透明な経済環境の中でFRBが推し進めるタカ派的な政策の影響を受けて拡大した。第3四半期末におけるオプション調整後のスプレッドは69bpsとなり、第2四半期末から23bps拡大した。

米国債が急激に売られ MBS のスプレッドが拡大



Source: Bloomberg, Data as of 9.30.2022.

商業用不動産(CRE)

在宅勤務という壮大な実験に終止符を打つために

オフィス物件の長期的な価値は、対面交流の力にかかっている

オフィスは賃貸期間が長いので、オフィス物件セクターはコロナ渦の影響をまだフルには受けていない。実際、オフィス価格は過去1年にわたって上昇を続けているが、その上昇率は減速し始めている。この状況はいずれ変わるであろうが、次に何が起きるかについては意見が分かれている。米抵当銀行協会は、オフィス需要が強弱を繰り返した後に弱まりはするもののその幅は限定的としている。これに対し、ニューヨーク大学とコロンビア大学の研究者は、リモートワークの傾向が続くと思われるマンハッタンのような市場では、40%以上の永久的な「価値破壊」が起こると予測している。一方、キャッスル・システムズによれば、米国のオフィスの平均稼働率は第3四半期末時点で50%を切ったままであり、これがオフィス資産の価値に対する下押し圧力となっている。

市場にはさまざまな影響が現れている。従業員をオフィスに呼び戻すため、雇用主は古いオフィスよりも、最高品質かつ快適でエネルギー効率が高い物件を選好している。通勤時間が長い労働者は都心に戻ることに抵抗を感じており、郊外のオフィス需要が高まっている。投資家は、テナントが投資適格でリース期間が長いなど、キャッシュフローの確実性が高い物件を引き続き選好している。需要と供給という基本原則は、既存および建設中のオフィスの供給が限られている市場に有利に働く。

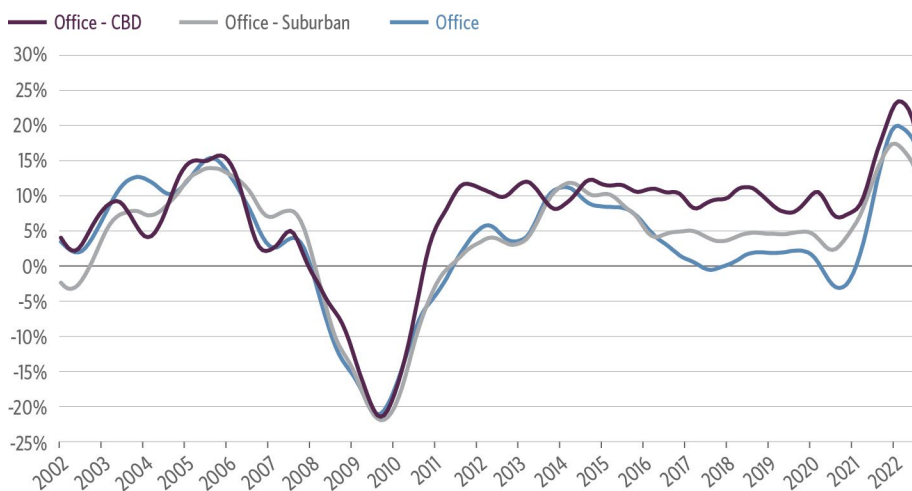
オフィス物件の短期的なパフォーマンスを評価するためには、こうした運営面での要因の全てが重要である。しかし、このセクターの長期的な健全性は、無形の社会環境論的な要因にかかっていると思われる。雇用主はコロナ渦以前よりも柔軟な勤務形態を認めるようになると思われるが、チームメンバーがオフィスで共同作業を行うことのメリットは、オフィススペースの縮小による短期的なコスト削減を上回ると弊社では考えている。

投資家にとってこれは何を意味するのであろうか。不確実性が持続しテナントが長期的な意思決定やコミットメントを遅らせるため、平均キャップレートが上昇、それに伴いオフィスの価値は短期的に下落すると予想される。しかし、鑑識眼が鋭い投資家はオフィス市場全体のパフォーマンスにばらつきが出ることを予想し、テナントが殺到する物件やオフィス供給が制限されている市場に魅力的な投資機会を見出すであろう。そのような物件ではキャップレートの上昇圧力が小さく、バリュエーションへの影響もより緩やかなものになると思われる。市場が落ち着くまで傍観している不動産投資家もいることから、短期的に市場が軟化する中でも魅力的な投資機会が出現する可能性があるかと予想する。

By Jennifer A. Marler and Farris Hughes

不確実性が持続しテナントが長期的な意思決定やコミットメントを遅らせるため、平均キャップレートが上昇、それに伴いオフィスの価値は短期的に下落すると予想される。しかし、鑑識眼が鋭い投資家はオフィス市場全体のパフォーマンスにばらつきが出ることを予想し、テナントが殺到する物件やオフィス供給が制限されている市場に魅力的な投資機会を見出すであろう。

オフィス物件の価格上昇率はコロナ渦以降鈍化
オフィスビル価格(前年比)



Source: Real Capital Analytics (August 2022 CPPI Report).

重要な通知及び免責事項

この資料は専ら情報の提供及び教育を目的としたものであり、いかなる有価証券、投資戦略または投資商品に関して、投資助言または推奨をするものではありません。本資料はリサーチまたは投資判断を行うために十分な根拠をフィデューシヤリー・デューティーを負うものとして、提供することを意図した資料であるとして捉えてはなりません。資料は、会計、法律または税務上のアドバイスを提供するという考えから頒布するものではありません。これらの問題については、貴社の法律または税務上のアドバイザーに助言を求めてください。

本資料は、著者の意見を含みますが、グッゲンハイム パートナーズ LLC またはその子会社の意見を含むものとは限りません。著者の意見は、予告なく変更することがあります。本資料に含まれる将来にむかっの表明、予測および一定の情報は、自社または他社の調査および他の情報源に基づくものです。本資料に含まれる情報は、信頼に足ると信ずる情報源より取得していますが、その正確性を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは、将来の結果を暗示するものではなく、そのような情報に基づく判断につき、現時点における正確性、責任を表明または保証するものではありません。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。

過去の実績は将来の成果を示唆するものではありません。また、そのような情報に基づく判断につき、現時点における正確性、責任を表明または保証するものではありません。

投資には元本を失う可能性を含むリスクが伴います。確定利付商品への投資は、金利が上昇し価格が落ちる可能性を伴います。COVID-19 の発生による潜在的な影響は、ますます不確実で、評価が難しく、予測不可能であり、重大な損失をもたらす可能性があります。いかなる有害事象も、当社の戦略の価値とパフォーマンス、および投資目的を達成する能力に重大かつマイナスの影響を与える可能性があります。モーゲージ担保証券や CLO を含む資産担保証券やその他ストラクチャードファイナンスの投資に対する支払いは、金利と元本の一部からなります。これらの支払いは原資産の借り手がローン返済する比率によって異なります。資産担保証券の一部には、金利およびその他のファクターに対する動きを予想することが困難な構造を有するものもあり、結果価格変動がより激しくなることがあります。これら商品は特に金利、信用、流動性および評価リスクを伴います。ハイイールド債券は、ハイイールド債券は流動性が低いことがあるため追加的なリスクをもたらす可能性があります。したがって、正確な評価を行い有利な価格または時期に売却することが難しく、投資適格債よりも信用リスクが高くなります。ハイイールド証券の価格は、発行者固有の業績と見通し、ならびに実際のまたは認識される経済面の業界競争力の悪化によりボラティリティが大きくなる傾向があります。ローン・シンジケーションやその他のダイレクトレンディングを含むバンクローンへの投資は、信用リスク、金利リスク、カウンターパーティリスクおよび早期償還リスクを含む特定のリスクを伴います。ローンは固定金利または変動金利です。バンクローンは通常投資適格未満で、無格付けであることもあり、正確な価値評価が難しく、同様の格付けや満期の固定利付き商品に比べ流動性リスクが高いことがあります。地方債投資には金利、信用、流動性および評価リスクを伴います。地方債市場は、規制上または政治情勢に基づく悪影響及び州及び地方発行体または当該地方債に財務上の支援を行っている場合には連邦政府の財務状況の悪化により影響を受ける場合があります。優先証券は、債券やその他のデット保有者への支払い義務を満たしたうえで配当が支払われます。そのため、優先証券の価格は債権やその他のデットと比べ発行企業の財務状況や財務見通しによって大きく変動する場合があります。ベースポイント:ある商品の価値または利回りの変化を表すために用いられる計測単位で、1 ベースポイント、0.01%となります。

日本の投資家の皆様への通知事項:本資料で参照された機会、投資又は持分を含む、は、金融商品取引法(昭和二十三年四月十三日法律第二十五号)第一章四項に従って登録されたものではありません。従って、当機会は、日本において、いずれの日本人の利益のため、又は日本において又は日本人に対し直接的又は間接的に転売を行おうとする他者に対して、直接的または間接的に申し込み又は売却をするものではありません。ただし、日本政府および規制当局によって発布され、実施されているすべての該当する法律、規制、および指針に遵守する場合にはその限りではありません。ここでいう日本人とは、日本における居住者を指し、企業又は日本法の下で設立されたその他の機関を含みます。

¹グッゲンハイム インベストメンツの預り資産総額は、2022 年 9 月 30 日現在のものです。ここには、レバレッジを含む 170 億米ドルの運用資産を含みます。グッゲンハイム・インベストメンツには、下記の関係会社による投資運用業務を総称します。Guggenheim Partners Investment Management, LLC, Security Investors, LLC, Guggenheim Funds Distributors, LLC, Guggenheim Funds Investment Advisors, LLC, Guggenheim Partners Advisors, LLC, Guggenheim Corporate Funding, LLC, Guggenheim Partners Europe Limited, Guggenheim Partners Fund Management (Europe) Limited, Guggenheim Partners Japan Limited, GS GAMMA Advisors, LLC, and Guggenheim Partners India Management.

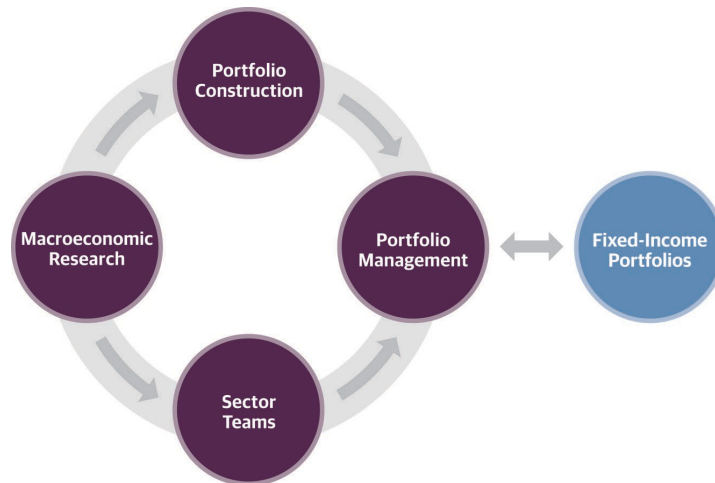
©2022, グッゲンハイム・パートナーズ LLC。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム・パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。グッゲンハイム・ファンズ・ディストリビューターズ LLC はグッゲンハイム・パートナーズ LLC の関係会社です。

連絡先

グッゲンハイム パートナーズ
株式会社

東京都千代田区大手町1-5-1
大手町ファーストスクエア
ウエストタワー
03-4577-7880
Guggenheimpartners.jp

グッゲンハイムの投資プロセス



グッゲンハイムでは、行動バイアスを軽減し、より優れた意思決定のつながるように設計された体系的で規律をもった投資プロセスに基づいて債券ポートフォリオの運用を行なっています。弊社の投資プロセスでは、最良の研究とアイデアをマクロリサーチ、セクターチーム、ポートフォリオ構築およびポートフォリオマネジメントの4つの機能を、専門性に依拠して分離しています。このプロセスにより、特定の個人やグループに依存することなく、認知バイアス、衝動的な判断、その他行動ファイナンスに基づく意思決定の落とし穴を避けることを目的としています。魅力的なリスク調整後リターンを提供する投資機会を追求するため、弊社のアセットアロケーションは広く採用されているベンチマークとは大きく異なっております。

グッゲンハイム インベストメンツについて

グッゲンハイム インベストメンツは、グッゲンハイムパートナーズのグローバル資産運用および投資助言部門です。債券、株式およびオルタナティブ戦略の資産合計は2,180億ドル¹に上ります。グッゲンハイムでは保険会社、企業、公的年金基金、ソブリン・ウェルス・ファンド、基金・財団、コンサルティング会社、資産運用会社、富裕層投資家のお客様のリターンとリスクのニーズに重点をおいています。弊社の250名以上の投資専門家は、市場トレンドを理解し、しばしば複雑で十分な調査が行われていない分野で見過ごされている投資機会を見つけ出すため、厳密な調査を行っています。この投資運用アプローチによって、グッゲンハイムは投資の分散と魅力的な長期的成果を実現する革新的な戦略を実行しております。

グッゲンハイム パートナーズについて

グッゲンハイム パートナーズは、2つの主要事業を通じてお客様に価値を提供する多角的な金融サービス企業です。グッゲンハイム・インベストメンツは、世界有数の資産運用会社および投資顧問会社であり、グッゲンハイム証券は、投資銀行業務および資本市場業務を行っています。グッゲンハイムのプロフェッショナルは、世界各地のオフィスに拠点を置き、お客様の戦略的利益を促進しながら、卓越性と誠実性をもって長期的な成果を提供することをお約束致します。

詳しくは、弊社のウェブサイト(GuggenheimPartners.com)やツイッター(twitter.com/GuggenheimPttrs)をご覧ください。