

2022 年第 3 四半期

## 債券セクターの見通し

過熱した労働市場、根強いインフレ、そして米連邦準備制度理事会 (FRB) の思いきった政策決定に対する金融市場の反応はいずれも、弊社の 2022 年第 3 四半期セクター見通しに非常に大きな影響を与えている。金利セクターでは、5 四半期にわたるイールドカーブのフラット化を経て、弊社は米国債のイールドカーブの中期ゾーンで価値ある投資機会を探し始めている。投資適格社債セクターでは、投資家がデレートの長い資産クラスに慎重姿勢をとる中でスプレッドが拡大したことから、テクニカルとファンダメンタルズ双方に注目している。ハイイールド債およびバンクローン市場では景気後退懸念の高まりがスプレッドに影を落としており、個々の銘柄選択が特に重要になっている。ストラクチャードクレジットでは、商業用資産担保証券 (ABS) とローン担保証券 (CLO) のシニアトランシェに依然として投資妙味がある。この背景には、スプレッドが 2020 年 3 月を除き 2016 年の石油危機以来の水準まで拡大したこと、クレジットへの追い風がノンエージェンシー住宅ローン担保証券 (RMBS) のパフォーマンスを引き続き押し上げていること、商業用不動産担保証券 (CMBS) と商業用不動産が新型コロナウイルスから回復し続けていることがある。地方債については、パフォーマンスは冴えないものの、信用度は依然として高い。最後に、金利が上昇する中で、金利市場のボラティリティが高く、期限前返済が減少していることから、久々にエージェンシー RMBS のスプレッドに投資妙味が出ている。

### 目次

マクロ経済アップデート .....	1	資産担保証券 (ABS) およびローン担保証券 (CLO) .....	7
金利 .....	2	ノンエージェンシー住宅ローン担保証券 (RMBS) .....	8
投資適格社債 .....	3	商業用不動産担保証券 (CMBS) .....	9
ハイイールド社債 .....	4	商業用不動産 (CRE) .....	10
バンクローン .....	5	エージェンシー住宅ローン担保証券 (MBS) .....	11
地方債 .....	6		

## FRB がインフレ鎮圧を決意するも、景気後退リスクが高まる

FRB は景気後退を招くことによってインフレ率を目標値まで押し下げる必要がある

労働市場が過熱し、インフレ率が FRB の目標を大幅に上回る中で、良いニュースは悪いニュースという奇妙な受け止めがなされるようになり、しかも「FRB プット (FRB からの市場支援)」は全く期待できない状態にある。FRB は経済を減速させ、インフレ期待を抑え、インフレ率を目標の 2% に押し下げようとして、久々に金融環境の大胆な引き締めを行っている。

FRB のインフレ鎮圧キャンペーンは世界中に波紋を広げている。ドル高は他の国のインフレとインフレ期待を押し上げ、中央銀行各行はその信用力が損なわれるのを避けるために政策を急ぎよ引き締めざるを得なくなっている。世界的な金融環境の引き締めは経済成長を抑制する見通しだが、供給サイドの制約もまた経済成長の足かせとなっている。米国の失業率はわずか 3.6% に低下し、コモディティ市場はロシアのウクライナ侵攻で混乱し、中国経済は新型コロナウイルスの感染再拡大によるロックダウンと不動産セクター問題で身動きが取れない。

景気後退リスクは明らかに高まっている。米国の月次実質国内総生産 (GDP) の代替指標は 2021 年 10 月から 2022 年 5 月まで年率換算で 1.8% 低下しており、景気後退時以外でこうした展

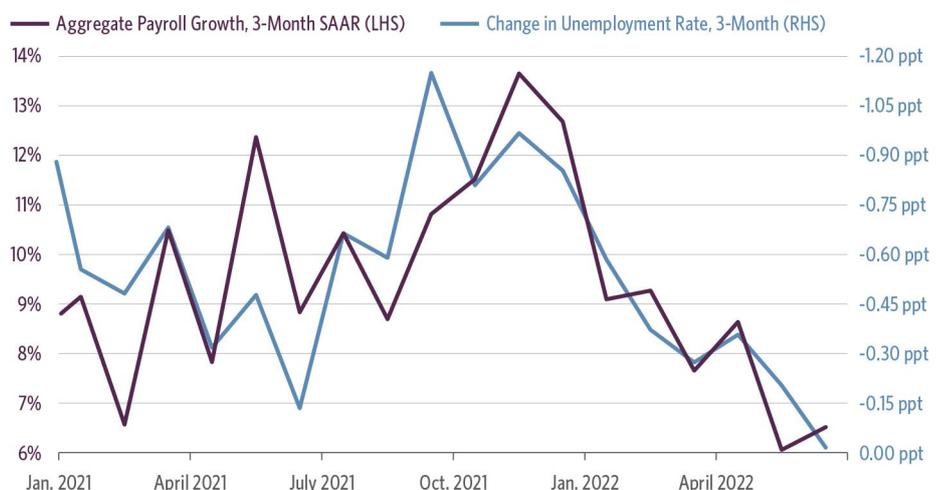
開となるのは異例である。入手可能な雇用データはほとんどが依然堅調で、景気後退シナリオと矛盾するが、労働市場の改善ペースは昨秋以来著しく鈍化している。これは、金融環境引き締めの本格的な影響が感じられる前から、労働市場がすでに冷え込み始めたことを示している。発表頻度の高い指標やニュース報道は労働市場が今後数カ月内にさらに鈍化すると指摘している。

インフレは遅行指標であり、インフレ率は引き続き FRB の目標値をはるかに上回っている。コモディティ価格などの主要インフレ指標はここ数カ月低下しているが、極めて重要なヘッドライン CPI (消費者物価指数) は 6 月時点で前年同月比 9.1% と今サイクル最高水準にとどまっている。弊社の分析では、FRB は景気後退を招くことによってインフレ率を目標値まで押し下げる必要があると示唆している。

By Brian Smedley, Maria Giraldo, and Matt Bush

入手可能な雇用データは依然として堅調で、景気後退シナリオと矛盾するが、労働市場の改善ペースは昨秋以来著しく鈍化している。

### 労働市場の改善ペースは急速に鈍化



Source: Guggenheim Investments, Haver Analytics, BLS. Data as of 6.30.2022.

Note: Aggregate payrolls reflects total employment, hours worked per employee and average hourly earnings.

## 金利

# FRB の金融引き締めを受け、長期のデュレーションの投資機会を狙う

イールドカーブのフラット化が続く可能性が高いため、オン・ザ・ラン(直近発行)の中～長期米国債の購入を愛好する

今年の投資環境は、債券市場参加者がこれまでに経験した中で最も厳しいものとなりつつある。地政学的な不透明感、一部米国債市場での流動性不足、世界的に続く物価上昇はいずれも、かつてないほどのボラティリティをもたらした。

インフレが決して一時的なものではないことが分かったため、世界の中央銀行はその信頼性を守るため、たとえ自国が景気後退に陥るリスクがあっても、速やかにタカ派的な措置を取らざるをえなくなった。FRBは6月までに25、50、75ベーシスポイント(bps)ずつ累計で150bpsの利上げを実施し、それと同時に大規模な量的緩和プログラムを終了した。(注:その後、7月に75bps利上げされた。)

FRBの政策対応はイールドカーブのベアフラットニングと米国債利回りの大幅上昇をもたらした。2022年上半期に2年物米国債の利回りは220bps上昇し、10年物米国債の利回りは150bps上昇したことから、両者の利回り格差(スプレッド)は四半期末にはわずか5bpsまで縮小した。米国債のリターンは上半期としては過去50年間で最低となり、指数は6月までに9.1%下落した。さらに、すでに厳しい環境に追い討ちをかけたのは、FRBの米国債購入停止に伴う流動性の低下であり、その結果、ビッド・オファー・スプレッドがカーブ全体で大幅に拡大し、値動きの影響が拡大した。

FRBは金融引き締めキャンペーンを続行することから、フロントエンド(短期)の米国債は引き続きアンダーパフォームすると思われる。イールドカーブはさらにフラット化する可能性が高いだろう。こうした理由から、弊社はオン・ザ・ラン(直近発行)の中～長期米国債の購入を愛好する。また、20年債のアンダーパフォーマンスが顕著なことを受けて、財務省は8月に20年債の発行を追加削減する旨を発表する可能性があり、カーブのその部分で相対的に妙味のある投資機会が生じ得るだろう。

年後半については、FRBのフォワードガイダンスを踏まえ、市場はさらに90bpsの金融引き締めがあると見込み、フェデラル・ファンド・レートの最終着地点が約3.25%になると予想している。しかし、経済情勢が急速に変化する中で一段とデータ次第の姿勢にシフトすれば、FRBはいくつかの難しい政策決定を迫られる可能性が高く、予定している引き締めペースを一変させることもあり得る。

By Kris Dorr and Tad Nygren

FRBは金融引き締めキャンペーンを続行することから、短期米国債は引き続きアンダーパフォームすると思われる。イールドカーブのフラット化が続く可能性が高いだろう。こうした理由から、弊社はオン・ザ・ラン(直近発行)の長期米国債の購入を愛好する。

## FRBの引き締めを受け、短期米国債は引き続きアンダーパフォームする見込み 2021年12月31日と2022年6月30日における米国債のイールドカーブ



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg. Data as of 6.30.2022.

## 投資適格社債

# 史上最悪の上半期を経て、息を吹き返す兆し

FRBの政策や経済指標を受けた金利ボラティリティが続くことから、第3四半期を通じてエントリーポイントが出現するだろう

第2四半期は、景気後退懸念やFRBの金融政策をめぐる不透明感に加え、金利と株価のボラティリティが高止まりしたことから、投資適格社債市場は引き続き苦戦した。ファンダメンタルズは依然として安定していたが、資金フローや海外投資家の買いなどテクニカル面が悪化し始めた。

投資適格社債のスプレッドが第2四半期に引き続き拡大したため、投資適格社債の上半期のパフォーマンスは史上最悪となった。第2四半期、ブルームバーグ米国投資適格社債指数のスプレッドは40bps拡大して155bpsとなり、その結果、トータルリターンは-7.26%、超過リターンは-2.24%となった。また、今年上半期のトータルリターンは-14.19%であった。

投資適格社債への週次資金フローは第2四半期のすべての週でマイナスとなった。こうした資金流出は第3四半期を通じて続くと予想されるが、流出ペースは鈍るだろう。海外の買い手はユーロ建てでも円建てでもヘッジコストの急上昇に見舞われ、結果的に社債に対する需要が低迷した。こうしたテクニカル悪化を受けて中期債には極端な売り圧力が加わったが、長期債は依然として強い買いに支えられた。

社債の流動性も第2四半期に低迷した。6月30日時点における年初来の現物売買高は前年同期比で18%減であったが、そ

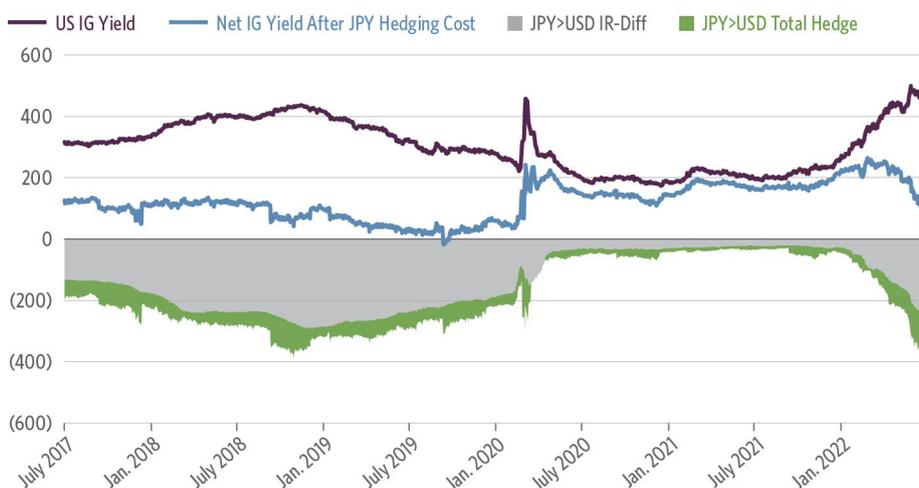
の一方でデリバティブと上場投資信託(ETF)の売買高は同37%増であった。デリバティブとETFはよりマクロヘッジの目的で使用される傾向があるが、現物取引はファンダメンタルズ懸念を受けて行われることが多い。この相反する売買高は、マクロ経済情勢とマイクロファンダメンタル情勢に対する投資家の懸念を浮き彫りにしている。

FRBの政策や経済指標を受けた金利ボラティリティが続くことから、第3四半期を通じてエントリーポイントが出現するだろう。米国債の利回り上昇とファンドや年金基金などの機関投資家からの旺盛な買いを背景に、第2四半期には10~30年のカーブがフラット化した。弊社はこの傾向が第3四半期も続くと考え、デュレーションが長く、ドル建て価格が低い社債に注目している。セクター別では、無担保銀行債が事業債より魅力的に思われる。上半期に極めて大量の新規発行があった直後、銀行はスプレッドの時点で事業会社をアンダーパフォーマンスした。弊社ではテクニカルはほぼ消化されたと考えている。銀行は高い自己資本比率を維持していることから、銀行の優先証券市場にも以前から投資妙味が感じられる。金利ボラティリティが鎮まるのに伴い、優先証券市場は資金流入が始まり、アウトパフォーマンスするとみている。

By Justin Takata

海外の買い手はユーロ建てでも円建てでもヘッジコストの急上昇に見舞われ、結果的に社債に対する需要が低迷した。

### ヘッジコストが上昇しているため、海外投資家からの需要は低迷



Source: Guggenheim Investments, Credit Suisse, BAML, Bloomberg, ICE BofA. Data as of 6.30.2022. Net yield is from the perspective of a Japanese investor who is hedging currency risk.

## ハイイールド社債

# 業種によるばらつきが少なく、銘柄選択の好機に

信用力があると思われる額面割れのハイイールド社債が魅力的な投資機会を提供

高インフレ、FRB が 1990 年代以来の大胆な金融引き締め路線をとる中でマーケットプライシング、ロシアのウクライナ侵攻、それに中国で続くコロナ関連のロックダウンが重なり、ハイイールド社債市場は 2022 年上半期に 14% の損失を被り、上半期としては市場最悪のパフォーマンスとなった。このうち、8.4% ポイントは米国債とのクレジット・スプレッドの拡大によるものであった。

今年、損失を免れたセクターはない。エネルギーや素材のように高インフレの恩恵を受けているセクターでさえ、超過リターンはそれぞれ -3.9% と -3.8% であった。デフォルト率が史上最低水準に近い状況下でこのようなパフォーマンスとなるのは異例だが、高まる景気後退の可能性を反映しているのは間違いない。次の景気後退がどのようなものになるかまだ明らかでないため、業種によるスプレッドのばらつきはそれほど生じていない。指数のスプレッドが 550bps の場合、スプレッドが最もタイトな業種と最もワイドな業種のスプレッド差は通常約 700bps になると予想される。しかし、7 月 14 日現在、当該スプレッド差はわずか 300bps であり、電力会社のスプレッドが最もタイトな 367bps で、電気通信のスプレッドが最もワイドな 667bps となっている。

業種によるばらつきが従来に比べて少ないことについては、二つの解釈が考えられる。まず一つは、1990 年代末の電気通信、

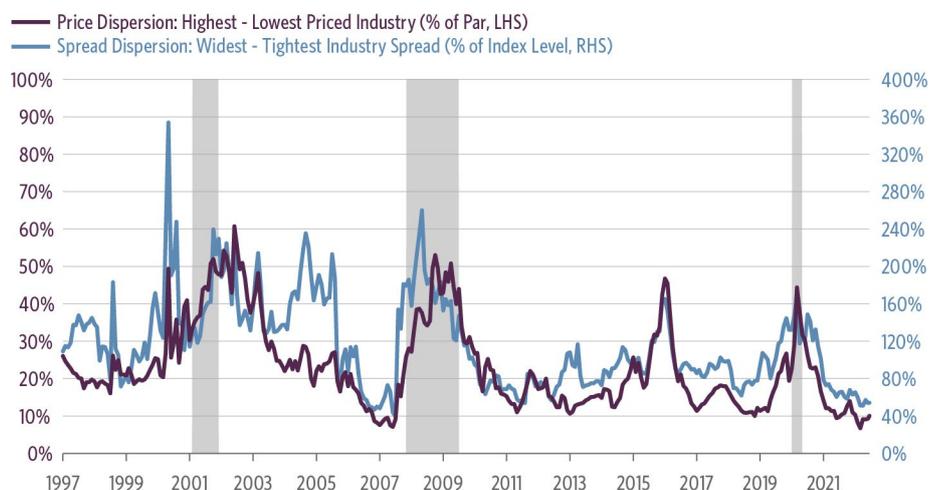
2000 年代の金融と不動産、そして過去 10 年のエネルギーなど、市場ストレスが特定の業種に集中した過去の例とは異なり、次の景気後退ではストレスがすべての業種で生じ、一つの業種に集中することはない、と市場が予想しているという解釈である。そして、もう一つは売り手が何かしらに駆られて信用力を見極めずにリスクを削減しているという解釈である。後者の解釈が正しければ、一部の銘柄はすでに売られ過ぎであり、それらに選別投資すれば、将来高いリターンが得られると考える。

近年、9% の平均利回りと十分な市場流動性が併存することがほとんどなく、投資家はそうした好機を生かすことができなかった。向こう 6 カ月間はデフォルトや格下げが増えると予想されるが、スプレッドは過去の観測値の 70 パーセンタイル前後に位置しており、十分なクッションを提供する。とはいえ、弊社は銘柄選択に依然慎重を期している。ハイイールド債市場の大半が額面割れで取引されていることから、信用力のある銘柄は満期が近づくと、価格上昇を期待できる。

By Thomas Hauser and Maria Giraldo

指数のスプレッドが 550bps の場合、スプレッドが最もタイトな業種と最もワイドな業種のスプレッド差は通常約 700bps になると予想される。しかし、7 月 14 日現在、当該スプレッド差はわずか 300bp であり、電力会社のスプレッドが最もタイトな 367bps で、電気通信のスプレッドが最もワイドな 667bps となっている。

### ハイイールド債指数では、業種によるばらつきはほとんどない



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg, ICE Index Services. Data as of 7.14.2022. Shaded areas represent recession periods.

## バンクローン

# 金利上昇と景気後退リスクを踏まえ、ローンの質重視を推奨

FRBの大胆な金利政策が低格付け発行体の重しとなり、高格付けのバンクローンがアウトパフォーム

今年5月と6月のローン市場は変動が激しく、トータルリターンは5月が-2.5%、6月が-2.1%となり、2020年3月以来の低い月次パフォーマンスを記録した。第2四半期のバンクローンのトータルリターンは-4.3%、年初来リターンは-4.4%となった。ローンへの投資機会は引き続き存在するが、FRBが短期金利を景気抑制的な領域まで引き上げる構えであり、それが個々の発行体にどう影響するか弊社は注視していく。

ファンダメンタルズの点では、ローンの発行体は堅調な足取りで2022年のスタートを切り、インタレスト・カバレッジ・レシオの中央値は4.7倍前後であった。しかし、利上げによってクーポン支払額が増えるため、カバレッジは徐々に低下する可能性が高い。収益の伸びがないと想定した場合、短期金利が3.5%に上昇すれば、カバレッジの中央値は4.7倍から3.0倍に低下すると予測される。ただし、公募ローン発行体の第1四半期の収益が前年同期比15%増であったことを考えると、これは厳しすぎる想定である。インタレスト・カバレッジ・レシオが3倍の場合、単独の発行体であればまだ健全とみなされるが、それが指数の中央値ならば、付随的なストレスが潜んでいることになる。過去を振り返ると、ローン市場のインタレストカバレッジ中央値が3倍に近い時には、ローンの約10%がカバレッジ1.5倍未満で、約37%がカバレッジ1.5~2.9倍であった。インタレストカバレッジが低下すると、格

上げ方向が多かった信用格付けの変更は格下げ方向が増えてくるだろう。第2四半期は2021年1月以降で初めて格下げが格上げを上回った四半期となった。

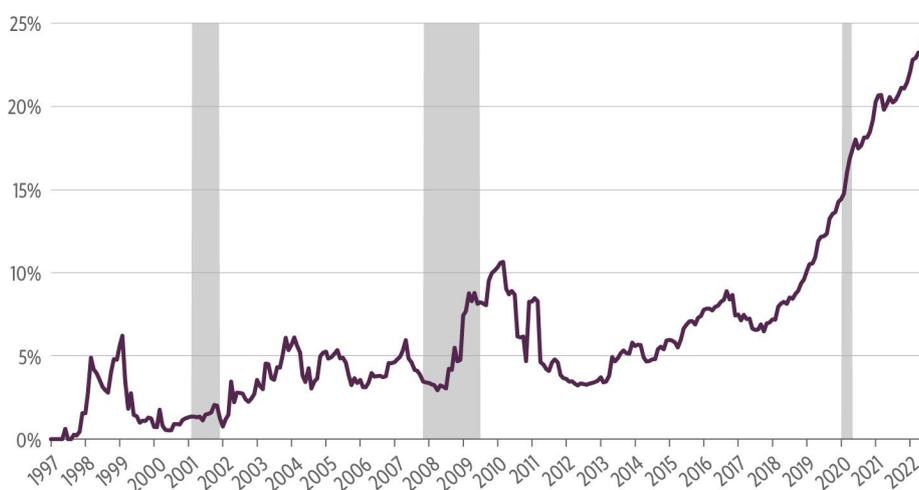
発行動向やローン担保証券の経済性など複数の理由から、レバレッジドローン市場では2018年以降CCC+格より1ノッチだけ上位の格付け(つまりB-格)を有するローンが激増した。過去のデータによると、B-格ローンとCCC+格ローンの3年累積デフォルト確率はどちらも同じ9%だが、CCC-格ではこれが19%に上昇する。こうしたデフォルト確率の急上昇は、CCC-格ローンの価格がサイクル末期に大幅下落する理由となっている。景気後退に陥る確率が高まる中で、このように格付けが低いB-格の発行体に集中することは当セクターにとってリスクとなる。

弊社のポートフォリオはディフェンシブポジションを取り、高格付けローン中心の組み入れを維持している。高格付けローンは年初来で低格付けローンをアウトパフォームしており、弊社のポートフォリオは流通市場で相対価値を求めるのに格好のポジショニングになっていると考える。弊社は景気後退リスクの高まりに警戒しつつも、一般消費財・サービスセクターや景気敏感セクターのレバレッジ過剰企業に投資機会があるとみて注視している。

By Christopher Keywork and Maria Giraldo

レバレッジドローン市場では2018年以降CCC+格より1ノッチだけ上位の格付け(つまりB-格)を有するローンが激増した。過去のデータによると、B-格ローンとCCC+格ローンの3年累積デフォルト確率はどちらも同じ9%だが、CCC-格ではこれが19%に上昇する。

### 2018年以降、B-格ローンの割合が著しく上昇



Source: Guggenheim Investments, S&P LCD. Data as of 6.30.2022.

## 地方債

# 地方債のボラティリティが堅調なセクターファンダメンタルズに影を落とす

地方債は節税投資家が長期のインカムストリームを得る機会を提供

地方債市場は第2四半期を通じてテクニカル要因が引き続き主導する展開となり、同四半期中に免税地方債は2.9%下落し、6月30日時点の年初来リターンは-8.98%となった。課税対象の地方債は第2四半期のリターンが-6.2%、年初来リターンが-14.0%であった。

免税地方債は2022年に入ってほぼ一貫して買い手不足に見舞われた。インフレ懸念がミューチュアルファンドからの資金流出を促したためであり、流出総額は770億ドルにのぼり、2021年通年の流出総額を上回るペースとなっている。制御しやすい新発債の供給は2022年6月30日時点で1,660億ドルと前年同期を3%下回ったにすぎなかったが、ファンドは償還に応じるためにポジション売却を余儀なくされた。このため、5%未満の利付債やハイールド債など流動性が低いセグメントは他のセクターを大幅にアンダーパフォームした。5月末に一服感が出て、地方債対国債利回り比率が12カ月ぶりの高さとなり、数件の大型案件が売り切れとなると、クロスオーバー債の買い手が引き寄せられてきた。しかし、金利ボラティリティが復活すると、再び売り込まれ、免税債は1.8%の下落で6月を終えた。

今年は、課税地方債のリターンが免税地方債のリターンを下回っているが、これは課税地方債のデュレーションがより長く、そのスプレッドが他のクレジットセクターに連動して拡大したためである。6月30日現在、指数組み入れ対象の課税債は、年初来の発行

額が2021年比で45%少ないため、需給が社債より依然タイトである。

パフォーマンスはさておき、地方債の信用度は引き続き高い。格上げ件数は格下げ件数を常に上回り、デフォルト率も低い。州レベルでは、歳入予想が低いにもかかわらず、米国救済計画からの資金引き出しがあるため、2023年度の財政調整基金(rainy day funds)は高水準にとどまる見通しである。

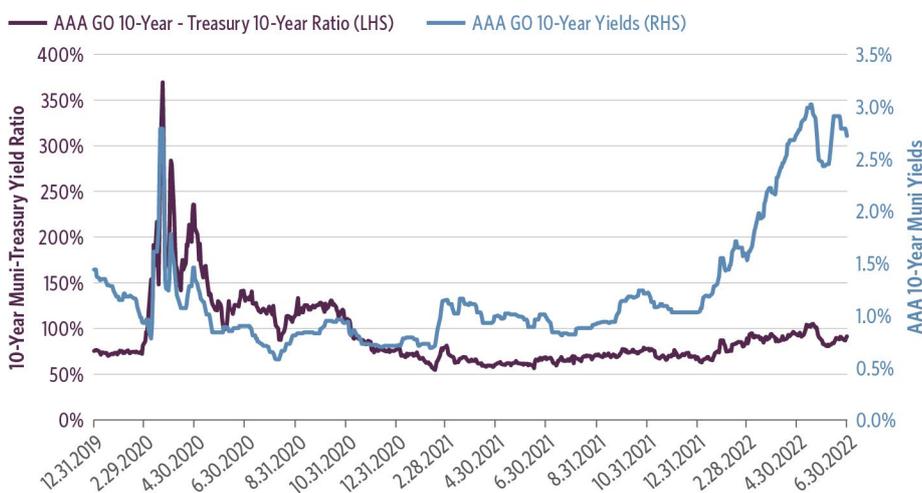
弊社の考えでは、免税投資家は繰上償還可能な5%利付債など流動性のある仕組みのものにフォーカスすべきである。理想的には、繰上償還できない期間が5年以上あり、ネガティブコンベクシティ特性を最小限に抑えられるものがよい。地方債対国債利回り比率はこの1年の最もワイドな水準から回復したが、節税重視でインカム志向の投資家は足元の相場水準でアロケーションを検討したほうがよい。10年債の地方債対国債利回り比率は91%前後で推移しているが、10年物AAA格地方債の2.7%という利回りは同比率が史上最も高い370%をつけた2020年3月末とほぼ同じ水準である。地方債は投資家ニーズに応じたビスポーク型で、大半が予約売買されるため、投資家は2022年5月末のようなつかの間の転換点を待つのではなく、長期にわたって満足のいくインカムを確定する機会として当セクターを捉えるべきだと弊社は考える。

By Allen Li and Michael Park

10年債の地方債対国債利回り比率は91%前後で推移しているが、10年物AAA格地方債の2.7%という利回りは同比率が史上最も高い370%をつけた2020年3月末とほぼ同じ水準である。

## 10年物AAA格債の利回りは地方債対国債利回り比率がピークにあった2020年3月と同水準

10年物AAA格債の利回りと地方債対国債利回り比率



Source: The Municipal Market Monitor (TM3), Data as of 6.30.2022.

## 資産担保証券(ABS)およびローン担保証券(CLO)

### 厳しい市場環境が一部の好機を創出

ボラティリティと金利上昇で発行が抑えられているが、供給減少は運用経験の確かな資産運用会社から高格付け債を購入する好機となる

市場のボラティリティや不透明感が高まる中で新規発行は底堅く推移したが、CLOのスプレッドは第2四半期に拡大した。6月30日現在、米国におけるCLOの新規発行額は720億ドルであり、CLOの借り換えおよびリセット額は220億ドルであった。同四半期中に、CLOのスプレッドはAAA～A格トランシェで70～110bps、BBB格トランシェで180bps、BB格トランシェで215bpsそれぞれ拡大した。厚みのある投資家基盤を持つ有力資産運用会社はより有利な水準で債務を確定できるため、発行市場では格差が広がってきている。レバレッジドローン市場で額面割れ価格となっていることは、CLOのエクイティトランシェにとって魅力的な状況を創り出した。CLOの債務コストが裏付けローン資産のスプレッド以上に上昇したため、伝統的なスプレッド裁定取引が減少したにもかかわらず、ローンは売られ、額面をかなり下回る価格で購入できる。これにより、ローンの額面へのサヤ寄せが期待されて元本部分に利益が生じ、元本部分の利益がコロナ後で最高水準をつけ、その結果として「プリント・アンド・スプリント」型取引(CLO発行プライシングを確定した後に、裏付資産をより安く買いに行き手法)のプライシングとなっている。しかし、AAA格に対する需要は低下しており、年末まで発行の減少が続くと予想される。厳しい市場環境を乗り切る確かな実績を持つ、質の高い資産を運用する運用会社からシニアトランシェを購入するのが望ましいと弊社は考えている。

非伝統的ABSのスプレッドは第2四半期にサブセクターによっては約30～50bps拡大した。スプレッドの拡大幅は同等の格付けと満期を持つ社債とおおむね同じ程度であった。ABSの年初来の発行総額は2021年を10%上回ったが、非伝統的ABSの年初来発行額は2021年を40%下回り、2018年と2019年の平均を12%下回った。年初来発行額は事業の証券化、コンテナ、トリプル・ネット・リースで減少したが、レートリダクションABS(将来の電力料金の証券化)では増加した。マーケティング期間は長期化し、シンジケートデスクはアンカー投資家を探してから広範なマーケティングを行っている。マーケティングを中断して規模を縮小した案件も一部あり、発行体は確実な執行と引き換えにスプレッドやストラクチャーの譲歩をこれまで以上に進んで提供している。クレジットファンダメンタルズは商業用ABSの裏付け資産のほとんどのタイプで依然として健全であり、ABSは代替的投資対象となる同等格付けの社債のスプレッドに上乗せしたスプレッドを引き続き提供している。金利上昇は将来の資産価値や債務返済能力を下押ししかねないことから、弊社はロールオーバーリスクの可能性を引き続き警戒している。

By Michael Liu, Scott Kanouse, Josh Erde, and Dominic Bea

CLOの債務コストが裏付けローン資産のスプレッド以上に上昇したため、伝統的なスプレッド裁定取引が減少したにもかかわらず、ローンは売られ、額面をかなり下回る価格で購入できる。これにより、ローンの額面へのサヤ寄せが期待されて元本部分に利益が生じ、元本部分の利益がコロナ後で最高水準をつけ、その結果として「プリント・アンド・スプリント」型取引(CLO発行プライシングを確定した後に、裏付資産をより安く買いに行き手法)のプライシングとなっている。

#### ローンの大幅な額面割れにより、元本部分の利益がコロナ後最高に



Source: Guggenheim Investments, Credit Suisse, Bloomberg Data as of 7.1.2022.

## ノンエージェンシー住宅ローン担保証券(RMBS)

# マクロ経済の逆風にもかかわらず、ファンダメンタルズの改善が下支え

ノンエージェンシーRMBSの今後の信用力については強気なスタンスを維持するものの、市場ボラティリティやマクロ経済の逆風を受けてパフォーマンス見通しを修正

第2四半期のノンエージェンシーRMBSのパフォーマンスは、市場ボラティリティとそれに伴うスプレッド拡大の悪影響を受けた。RMBS1.0とRMBS2.0サブセクターはそれぞれ-3.0%と-2.8%のリターンとなったが、両サブセクターはブルームバーグ米国総合債券指数をアウトパフォームした。現在、RMBSのスプレッドはコロナ禍以降で最もワイドな水準にある。当セクターは足元の住宅価格の上昇と消費者の良好なクレジットファンダメンタルズから恩恵を受けると見込まれるが、リターン見通しは幅広いリスク市場からの動きを織り込む可能性が高く、引き続き変わりやすい。

新規発行は第2四半期にペースダウンし、年初来の発行額は2021年に若干後れを取っている。通年の正味発行額は、住宅ローン残高の縮小ペースが鈍化していることから、プラスにとどまる見通しである。プライムジャンボ・ローンやノンプライム適格住宅(ノンQM)ローンを裏付けとする証券化がけん引役となって2022年初めには新規発行が活発であった。しかし、金利上昇とクレジットスプレッドの拡大により、証券化の経済性が低下し、発行体の採算性に悪影響を及ぼした。発行体は時間をかけてローンを積み上げるため、資本市場からプライマリーオリジネーション市場へのプライシングのフィードバックに遅れが生じており、これが問題を悪化させている。

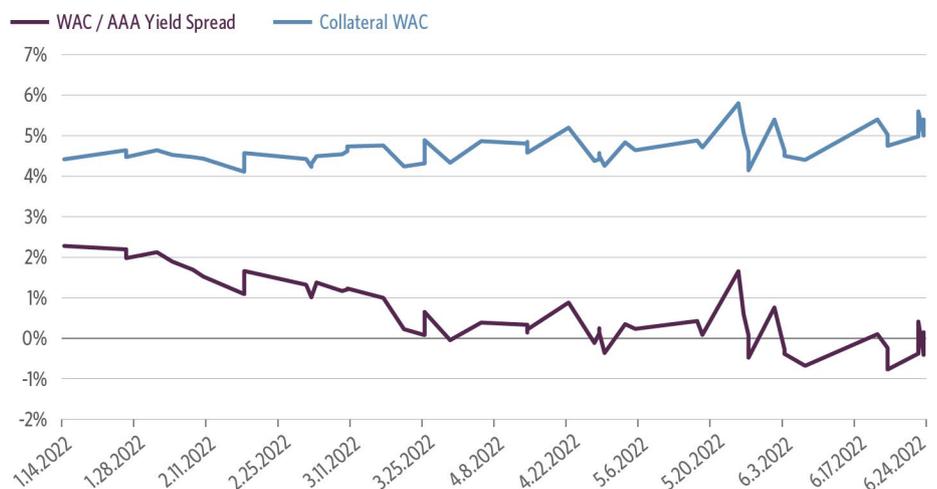
たとえば、ローンプールの加重平均クーポン(WAC)とノンQM案件のAAA格クラスのプライシングイールドとのスプレッドは年初以来大幅に縮小しており、証券化による資金調達の魅力が薄れていることを示している。発行体が採算性を維持するためには、オリジネーションクーポンを引き上げて足元の米国債の利回り上昇とクレジットスプレッド拡大の双方を相殺する必要があるだろう。したがって、年後半は金利上昇とクレジットスプレッド拡大がノンエージェンシーRMBSの新規発行にとって強い逆風になると予想される。

弊社はノンエージェンシーRMBSの今後のクレジットパフォーマンスについて強気なスタンスを維持しているが、足元の市場ボラティリティやマクロ経済の逆風を受けてパフォーマンス見通しを修正した。こうした理由から、損失発生の可能性が低く、加重平均存続期間のばらつきが限定的な特定のRMBS2.0のメザニンおよびシニアトランシェと、足元の住宅価格の上昇やデフォルト率の低下から恩恵を受けると思われるクレジットセンシティブな金融危機前のパスルーの内、厳選したものを弊社は引き続き選好する。

By Karthik Narayanan and Roy Park

ローンプールの加重平均クーポン(WAC)とノンQM案件のAAA格クラスのプライシングイールドとのスプレッドは年初以来大幅に縮小しており、証券化による資金調達の魅力が薄れていることを示している。

### 金利の上昇に伴い、WACとAAA格との利回り格差が縮小



Source: Guggenheim Investments, BofA Global Research, Bloomberg. Data as of 6.30.2022.

## 商業用不動産担保証券(CMBS)

# CMBS のファンダメンタルズはコロナから引き続き回復

AA~BBB-格の新発債と既発債を引き続き選好し、なかでも特定の CRE-CLO(商業用不動産を裏付けとするローン担保証券)および SASB(シングルアセット・シングルボロワー) 案件に注目

CMBS のスプレッドは債券市場全体の流れに追従して第 2 四半期に拡大した。10 年物 AAA 格コンデュイット債のスプレッドは 132bps で第 2 四半期を終えたが、これは第 1 四半期末の 100bps や 2021 年第 4 四半期末の 72bps よりも拡大している。2022 年第 1 四半期の発行額は世界金融危機後で最高の 450 億ドルを記録し、2021 年第 1 四半期の 240 億ドルを 83% 上回ったが、2022 年第 2 四半期の発行額は厳しいマクロ経済情勢を背景に 300 億ドルに減少し、2021 年第 1 四半期の 420 億ドルを 28% 下回った。短期的には、スプレッドの拡大と高いボラティリティが発行を抑制し続ける可能性が高い。

商業用不動産のバリュエーションは、市場の状況から見ても、疑問視される。公募市場と私募市場からのシグナルが矛盾しており、不動産投資信託のエクイティ・インプライド・キャップレートは昨年より 120bps 高いのに対して、私募市場の指数はキャップレートがそれほど動いていないことを示している。

リスク市場は荒れ模様だが、CMBS の借り換えは整然と行われた。2022 年 6 月 30 日の時点で、CMBS ローンの約 78% が期日通りに返済され、10 年間平均の 81% とほぼ同水準である。近い将来に期限を迎える CMBS は比較的少ない。2022 年から

2027 年に期限を迎える商業用不動産 (CRE) モーゲージ 2 兆 3,000 億ドルのうち、わずか 7% が CMBS の保有分である。

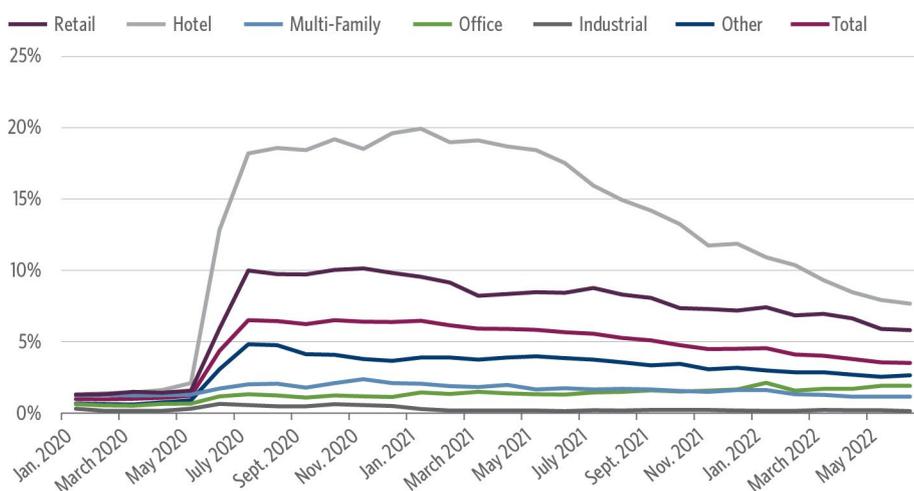
新型コロナウイルスの世界的感染拡大がピークを打って以来、CMBS のファンダメンタルズは回復し続けてきた。コンデュイット型 CMBS ユニバースの 60 日以上延滞率は 6 月時点で 3.5% 前後であり、2022 年第 1 四半期の 4.0% から、2020 年夏のピークの 6.5% から低下した。

CMBS のパフォーマンスは、各案件それぞれの担保やストラクチャー、スポンサーによって変わると考えられる。コロナからの幅広い回復が続いていることは商業用不動産の投資家にとって依然として好材料だが、オフィス利用の変化や借入コストの上昇といった長期的・構造的な変化は今後何カ月も何年も一定の借り手に圧力をかけるだろう。弊社は AA~BBB-格の新発債と既発債を引き続き選好し、なかでもしっかりしたスポンサーとファンダメンタルズが良好な物件種目を持つ特定の CRE-CLO および SASB 案件に注目している。

By Tom Nash and Hongli Yang

新型コロナウイルスの世界的感染拡大がピークを打って以来、CMBS のファンダメンタルズは回復し続けてきた。コンデュイット型 CMBS ユニバースの 60 日以上延滞率は 6 月時点で 3.5% 前後であり、2022 年第 1 四半期の 4.0% から、2020 年夏のピークの 6.5% から低下した。

### CMBS の 60 日延滞率はコロナのピーク時から低下



Source: Guggenheim Investments, Bank of America, JP Morgan, Morgan Stanley. Data as of 6.30.2022.

## 商業用不動産(CRE)

# ホテル業界はコロナからの回復が依然緩やか

米国のホスピタリティ産業はパンデミック前の水準に向かっているが、完全な回復はまだ数年先

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大は米国のホスピタリティ産業にかつてない試練をもたらした。2020年3月に最低を記録した時点では、全米の稼働率が19.2%に落ち込み、1日当たり平均客室単価(ADR)が76.96ドルに低下した。ADRは2020年4月にはついに底値の71.62ドルをつけている。アメリカンホテル&ロジック協会(AHLA)は、パンデミックに襲われた2年間だけでホテルは総計11億ドルの客室売上高を失ったと推計している。

2021年に規制が緩和され始めると、ロックダウン後に使える貯蓄を持つ消費者の国内レジャー旅行に対する繰延需要が主導して、稼働率とADRはともに徐々に上昇したが、2021年の休暇シーズンと2022年第1四半期にはコロナ変異株への感染急増により若干低下した。それ以降は上昇基調に転じ、オックスフォード・エコノミクスは稼働率もADRもほぼ2019年の水準に戻ると予測している。

ホテル業界はパンデミックからの完全な回復を目指して邁進しているものの、逆風に直面している。ホテル経営者は相変わらず労働市場問題を抱えており、AHLAは2022年末の就業者数がパ

ンデミック前の2019年の水準を7%下回ると予測する。AHLAによると、出張旅行は2019年の水準を20%以上も下回り続けると予想され、会議・イベントで2022年に再開が見込まれるものは60%に満たないとしている。会議、イベント、飲食サービスに対する需要(とその人員を確保する能力)が低下したままであるため、客室以外の副業収入も従来の水準を依然としてかなり下回っている。インフレにも関わらず消費者が旅行など必需品以外のお金を使えるかどうかポイントとなるが、インフレ調整を行えば、ADRは上昇し、ホテル投資家への影響が緩和される。また、コロナの変異株との共存も続くことから、完全な回復がいつになるか定かでない。

スミス・トラベル・リサーチ(STR)のデータはホスピタリティ産業にとって心強い傾向を示しているが、完全な回復はまだ数年先になる可能性が高い。回復を目指す上で最も重要な要因は、出張旅行やイベントの再開、海外旅行者の回帰、労働市場の改善、経済全体の健全性、そして言うまでもなく、現在流行している変異株が旅行の選択に重大な影響を及ぼさないという確信である。

By Jennifer A. Marler and Farris Hughes

2021年の休暇シーズンと2022年第1四半期にはコロナ変異株への感染急増により若干低下したものの、その後上昇基調に転じた。オックスフォード・エコノミクスは稼働率もADRもほぼ2019年の水準に戻ると予測している。

### コロナ後の米国内ホテルの稼働率と平均客室単価は上昇基調 2019年を基準に指数化



Source: Guggenheim Investments, CoStar. Data as of 7.20.2022.

## エージェンシー住宅ローン担保証券(MBS)

# 政策リスクとインフレリスクを背景に、エージェンシーMBSのバリュエーションに投資妙味

オフ・ザ・ラン(既発)のエージェンシーCMBS、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)ストラクチャーが足元の環境で魅力的な価格となっている

インフレとFRBの対応をめぐる不透明感が金利ボラティリティを押し上げ、大半の住宅ローンの買い手が様子見姿勢を続けたことから、第2四半期も第1四半期と同様に住宅ローンのスプレッドがアンダーパフォームした。オプション調整後スプレッドは前期比で22bps拡大し、46bpsで第2四半期を終えた。ブルームバーグ米国MBS指数の第2四半期のトータルリターンと超過リターンはそれぞれ-4.01%と-0.98%であった。一方、エージェンシーCMBSは第2四半期に+0.50%の超過リターンを計上した。全体として、エージェンシー系の集合住宅セクターはコンベクシティ特性の改善、上限付の発行量、そして一戸建て住宅セクターに比べてFRBへの依存度が低いことが有利に働いている。

第2四半期の主要イベントは、FRBが金融引き締めペースの加速を決定したことであった。また、利上げに加え、FRBが保有住宅ローン売却する場合の時期と規模が分からないことも、住宅ローン投資家にとって消化すべきもう一つの不透明要因となった。このため、金利の実現ボラティリティとインプライドボラティリティがともに急上昇して当セクターの重しとなり、名目スプレッドはコロナ禍当初の急落時を除き、2008年以降で最もワイドな水準に拡大した。

こうしたネガティブな背景状況にもかかわらず、いくつかのポジティブな動きが現れている。MBSユニバースのほぼすべてが借り

換えしてもアウト・オブ・ザ・マネーの状態にあり、しかも住宅販売が鈍化していることから、正味供給量の予測の下方修正が続いている。さらに、金利上昇により、FRBは予定するバランスシート縮小に対処しやすくなり、縮小額は最終的な1月当たりの上限である350億ドルをかなり下回るだろう。これら二つの好材料が存在し、名目スプレッドが記録的にワイドな水準にあることを考えると、当セクターへのエクスポージャーを増やしてみる価値があるかもしれない。アウトパフォーマンスを維持するには金利ボラティリティの低下が必要だが、当セクターでは一般に価格調整のスピードが速いので、タイミングを読むことはお勧めしない。

こうした背景の下、金利ボラティリティが高止まりした場合にバッファーとなる、ある程度安定したキャッシュフローが担保またはストラクチャーから得られる投資機会を弊社は選好する。オフ・ザ・ラン(既発)のエージェンシーCMBS、ペイアップが低い特定のプール、ロックアウト条項が付されたCMOストラクチャーなど、一部のサブセクターが足元の環境で魅力的な価格となっている。これらの投資対象は足元の金利環境で確実なキャッシュフローを提供すると見込まれ、市場の関心がキャッシュフロー・ファンダメンタルズに戻った場合でも引き続きメリットがあると考えている。

By Aditya Agrawal and Louis Pacilio

MBSユニバースのほぼすべてが借り換えしてもアウト・オブ・ザ・マネーの状態にあり、しかも住宅販売が鈍化していることから、正味供給量の予測の下方修正が続いている。さらに、金利上昇により、FRBは予定するバランスシート縮小に対処しやすくなり、縮小額は最終的な1月当たりの上限である350億ドルをかなり下回るだろう。これら二つの好材料が存在し、名目スプレッドが記録的にワイドな水準にあることを考えると、当セクターへのエクスポージャーを増やしてみる価値があるかもしれない。

## 金利上昇は借り換えを思いとどませるため、足元の30年物クーポンが魅力的に映る

### 30年物住宅ローンのスプレッドと金利のインプライドボラティリティ



Source: Guggenheim Investments, Bloomberg. Data as of 7.15.2022.

## 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、法務または税務上のアドバイスを供与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。ハイールド債券は、ハ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。ペーシスポイント: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 ペーシスポイントは、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。

<sup>1</sup>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 6 月 30 日現在のものです。ここには、レバレッジを含む 183 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.

<sup>2</sup>グッゲンハイム パートナーズの運用資産は、2022 年 6 月 30 日現在のものであり、時価約 790 億米ドルの顧客へのコンサルティング・サービスの対象資産を含みます。

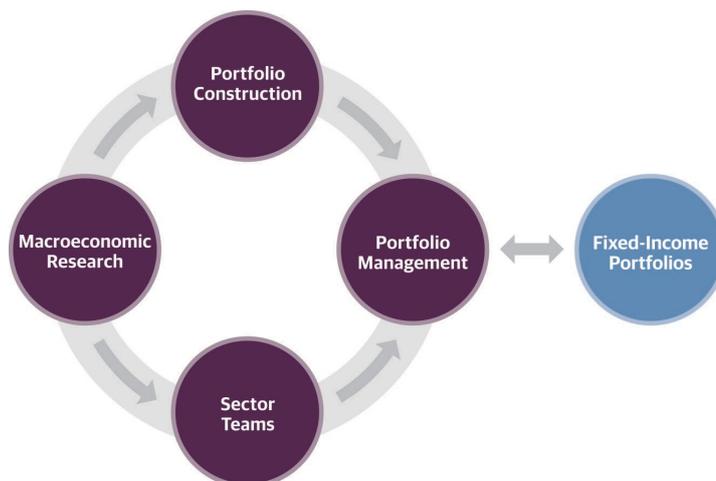
©2022, グッゲンハイム・パートナーズ LLC。本資料の如何なる部分も、グッゲンハイム・パートナーズ LLC の書面による明示的同意なしには、如何なる方法であれ、複製し、または引用することはできません。グッゲンハイム・ファンズ・ディストリビューターズ LLC はグッゲンハイム・パートナーズ LLC の関係会社です。

## 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、最良のリサーチ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、専門性に応じて分離しています。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2,280億ドル<sup>1</sup>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逃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3,000億ドル<sup>2</sup>以上の資産を運用しているグローバルな資産運用会社です。投資運用業務、投資銀行業務、保険サービスの弊社の3つの主要ビジネス全てにわたり、革新的なソリューションによって大きな成果を生み出してきました。世界中の拠点到2,100人超の専門家を擁する弊社は、お客様の戦略的利益を前進させ、卓越かつ一貫した長期的な結果を生み出すことに力を尽くしています。弊社のウェブサイト ([GuggenheimPartners.com](http://GuggenheimPartners.com)) やツイッター ([twitter.com/guggenheimptnrs](https://twitter.com/guggenheimptnrs)) にて、当社の高度な専門性と価値についてさらに詳しくご覧ください。