



米国ハイ・イールド債市場 2003年夏

1987年の株式市場の急落、1998年のLTCM崩壊、2001年の同時多発テロ、2002年企業会計疑惑、等々、「記憶に残る」ことの多い米国金融市場ですが、「2003年夏」もこの市場で生きる我々にとっては「日米債券市場のバブル同時崩壊」として忘れ難い夏となると思われます。

日米の金融当局が「金融緩和を維持する」と明言し続ける中で、夏の始めに3%近くまで低下した米国10年国債のイールドは夏の終わりを告げるレーバー・デー明けには4.50%以上に急上昇。日本の10年国債のイールドも6月半ばの0.43%から夏の終わりには1.60%を超えています。

日米の国債市場のバブルに穴を開けたのはちょっとした「景気回復の気配」で、日本の国債市場価格急落のきっかけは、待ちに待った日本株市場の上昇でした。金余りの中で機関投資家が積み上げた国債ポートフォリオに「利食い」が入り、「利益確定の売り」が次第に「損切りの売り」に変わり、政府による巨額の新規発行も重なり、金利は1年以上前のレベルに戻りました。

米国では景気指標の改善が生み出した金利の上昇がモーゲージ債を持つ投資家のヘッジ外しを誘発し、Convexityを売っているこれら投資家からの国債売りは「売りが売りを呼ぶ」展開となり、純粋投資家の処分売りも巻き込み、文字通り雪だるま式に巨額なものになりました。あるアナリストによれば、モーゲージ債のヘッジは、金利が5ベースス上がると10年債国債換算で250億ドルの売りを必要とするとのこと。1日で金利が20ベーススも動いた7月半ばに国債市場が急落したのも頷けます。この動きは1987年の株式市場でのポートフォリオ・インシュアランスによる下げ相場の中での株式先物の売りに酷似しています。金利の低位安定を望むグリーンSPAN連銀議長の7月15日の証言が金利上昇に弾みをつけるという皮肉な現象も見せました。

このような10年に一度あるかないかの激しい金利の動きの中で、米国のハイ・イールド市場はどのように動いたのでしょうか？

夏の始まった6月初めと、夏の終わりの9月初めで見ると、米国の10年国債のイールドは

約 120 ベーシス・ポイント上昇しています。同じ時期に米国のハイ・イールド (ML インデックス) の利回りは 9.28% から 9.05% に下落しています。それに見合う形で、ハイ・イールドの国債に対するスプレッドは 5.97% から 4.53% に縮んでいます。日米の国債価格が急落する中で米国のジャンク債市場価格は上昇しているわけです。

アクシーズ・ジャパン証券が昨年 10 月に販売したマエストロ・ファンドは 6 月 3 日から 8 月 29 日 (入手可能な最近のデータ) の間に 1.50% のリターンを上げています。

この 3 ヶ月間のハイ・イールド投信への資金流入を見ると、夏の前場で見られた資金の流入が、7 月末から大きな流出へと変わり、7 月末から 8 月 20 日にかけての 5 週間連続の資金流出となり、総額 65 億ドルがハイ・イールド市場から逃げました。その背景をあるレポートは「好調な株式への逃避と、価格が急落し魅力の出てきた国債へのシフト」と説明しています。しかし、その後の 2 週間に 44 億ドルの資金が戻っており、結局 2003 年の夏にはハイ・イールド債市場には 20 億ドルを超える資金が流入しています。

9 月 5 日までの 3 ヶ月間の固定利付き債投信の成績を部門別に見てみます (出典：モーニングスター)。

ハイ・イールド・ボンド	2.85%
バンク・ローン	1.55%
コンサーバティブ・アロケーション	0.77%
超短期ボンド	0.09%
イマージング市場ボンド	0.51%
マルチ・セクター・ボンド	1.09%
短期ボンド	1.25%
短期政府債	1.58%
中期政府債	3.10%
長期ボンド	4.23%
ワールド・ボンド	5.04%
長期政府債	9.33%

以上のように 2003 年夏の市場ではハイ・イールド債がベストの成績を上げています。これは「ハイ・イールド債は景気回復時の金利上昇には強い」ことを証明したものと考えると

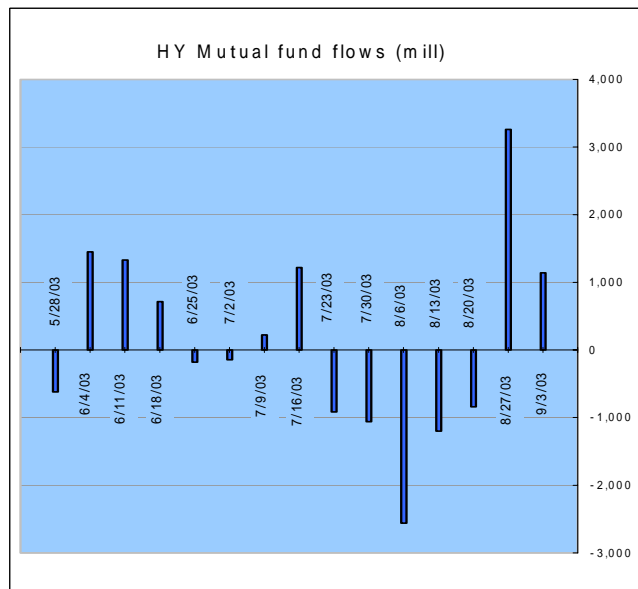
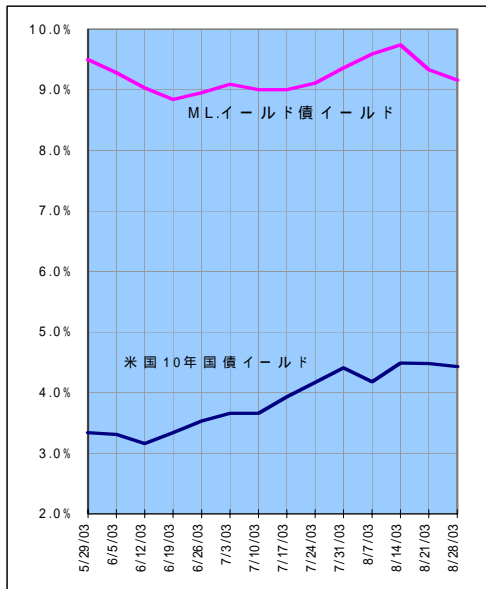
思います。

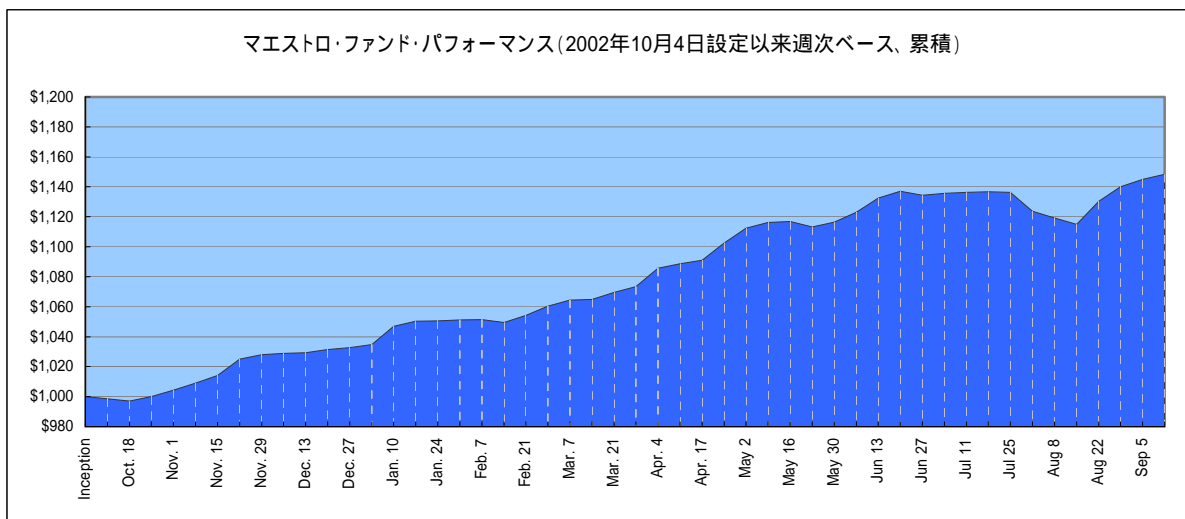
アクシズ証券グループは引き続き米国のハイ・イールド・ボンド・ファンドへの投資を薦めます。米国で残高が一兆ドルに達するこのアセット・クラスは構造的に高いリターンを提供する資産であり、優れたマネージャーが運用するファンドは一般的な理解とは異なり、リスクの小さい投資だからです。

ハイ・イールド債と国債とのスプレッドは上述のように縮小し、最近のレベルは過去10年間の平均を若干下回るレベルにあります。従って、昨年夏の夏場のような「バーゲン」を提供するものではないと思いますが、企業業績の回復を背景に年率8%から10%のリターンを提供することが出来る資産と考えます。

	TSY Yield (10yr)	HY Index	Spread
5/29/03	3.34%	9.50%	6.16%
6/5/03	3.31%	9.28%	5.97%
6/12/03	3.16%	9.03%	5.87%
6/19/03	3.34%	8.84%	5.50%
6/26/03	3.53%	8.95%	5.42%
7/3/03	3.66%	9.09%	5.43%
7/10/03	3.66%	9.00%	5.34%
7/17/03	3.93%	9.00%	5.07%
7/24/03	4.17%	9.11%	4.94%
7/31/03	4.41%	9.36%	4.95%
8/7/03	4.18%	9.59%	5.41%
8/14/03	4.49%	9.74%	5.25%
8/21/03	4.48%	9.33%	4.85%
8/28/03	4.43%	9.16%	4.73%
9/4/03	4.52%	9.05%	4.53%

Maestro Fund weekly return		HY Mutual fund flows (mill)	
5/30/03	0.29%	5/28/03	-619.7
6/6/03	0.60%	6/4/03	1,450.0
6/13/03	0.83%	6/11/03	1,330.0
6/20/03	0.41%	6/18/03	716.9
6/27/03	0.24%	6/25/03	-177.2
7/4/03	0.11%	7/2/03	-144.3
7/11/03	0.04%	7/9/03	223.8
7/18/03	0.04%	7/16/03	1,220.0
7/25/03	-0.03%	7/23/03	-915.0
8/1/03	-1.11%	7/30/03	-1,060.0
8/8/03	-0.40%	8/6/03	-2,560.0
8/15/03	-0.38%	8/13/03	-1,200.0
8/22/03	1.38%	8/20/03	-838.0
8/29/03	0.86%	8/27/03	3,260.0
9/5/03	0.44%	9/3/03	1,140.0





Axes Japan News Letter

(2003年9月22日号)

<作成責任者>

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシーズ・ジャパン証券株式会社 第一法人部 大和田健一郎

: 03-5200-5211

e-mail : owada@axesjapan.com

当誌は、情報提供を目的としてのみ作成したものであり、有価証券の売買の勧誘を目的としたものではありません。当誌は当社が信頼できると判断した資料およびデータ等に基づき作成しておりますが、その正確性および完全性について保証するものではありません。また、将来の当誌成果や市場環境を保証するものではありません。投資決定にあたっては、投資家ご自身の判断でなされますようお願いいたします。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build. 7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongoku-cho, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021 TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100