



米国ハイ・イールド債券市場：投資信託のケース

カナリア・キャピタルというヘッジファンドが投資信託(ミューチュアル・ファンド)を舞台に「違法」ではないにしても、「反道徳的」な売買を繰り返し、当局に4000万ドルの「和解金」を召し上げられました。この事件はカナリア・キャピタルへ「反道徳的な」投資機会を提供したとされるバンク・オブ・アメリカから他の大手投資信託運用会社に飛び火し、まだまだ何処まで野火が広がるのか不明な状態にあります。先ほどのニュースでは、プルーデンシャル証券が同様のトレードを扱ってきたブローカー12人を実質的にクビにしたとのことです。

もともと投資信託は短期売買を目的とする投資家が投資するものではなく、運用会社側も短期売買を防止する目的で、短期売買にはコストが掛かるような仕組みにしています。

今回の事件は、投資信託運用会社が一部のヘッジファンドに対し、売買の締切り時間以降も売買を認め、更に、短期売買に掛かる筈の手数料を免除し、その他の投資家に不利益をもたらしたという理由で問題となっています。当然のこととして、ヘッジファンドは見返りに投資信託の残高拡大に協力しています。

話しは若干ずれますが、AMG データ・サービスという会社があります。この会社は10年程前から投資信託への資金の流入を調べ、その情報売ることを生業とします。設立当初は「こんな情報、ビジネスになるのか？」と懐疑的な向きもいましたが、今ではトレーダー達に欠かせない情報となっています。

ハイ・イールド債の世界でもハイ・イールド投資信託への資金流入・流出の情報は毎週流されています。もし、この投資信託への資金の出入りが市場に影響をもたらすことが無ければ誰もこの情報に注目しないのですが、事実として「投信への資金の流れと市場の動き」は結構相関があります。弊社のハイ・イールド・ファンドであるマエストロ・ファンドは毎週運用成績を算出していることから、AMG が発表する資金の動きとの関連を調べることが出来ます。AMG のデータの締切りは毎週水曜日で、マエストロ・ファンドの運用成績は金曜日の引け値をベースとします。この2日のズレは、資金の流入・流出とファンド・マネージャーによる売買のタイミングのズレを考えると丁度良いズレと思われませんが、過去35週のデータでは相関係数は0.55で、結構高い相関があります。

ハイ・イールド投資信託への資金の出入りは1週間で30億ドルを超えたこともあり、投資信託の性格を考えると「不思議な出来事」の一つでした。しかし、今回の事件でヘッジファンドが短期売買を行っていた事実が暴露されました。

今回の事件で名前の挙がっている運用会社にジェナスがあります。ジェナスは、「ジェナス・ハイ・イールド」のファンド名で売られている投信でヘッジファンドが短期売買を行っていたことを認めています。このファンドの残高は約8.6億ドルで、運用はブラック・ロックが行っています。今回の事件が今後の資金の動きに影響を与えるのか否かは興味深いところです。

米国の投資信託は米国の一般家庭の資産構成の中で重要な位置を占めています。2002年末における一般家庭が持つ金融資産総額は約30兆ドルですが、金融資産総額に占める各金融資産の比率は概略；

証券への直接投資（マネーマネージャー、ブローカー、銀行等が管理） 23%
年金 20%
投資信託 18%
預貯金 13%
保険 6%
その他 20%

となっています。個人資産の約18%を占める投資信託の2002年末の残高は6兆3916億ドルで（この内75%が一般個人投資家、13%をそれぞれ各種企業と年金等信託機関が持っています）、その内訳は；

株式投資信託	2兆6671億ドル
株式・ボンド混合型投資信託	3274億ドル
ボンド投資信託	1兆1251億ドル
マネーマーケット・ファンド	2兆2720億ドル

となります。更にボンド投資信託を投資対象により分けると；

高格付け債ファンド	1782.7億ドル
ハイ・イールド・ファンド	1002.8億ドル

外国債券ファンド	211.3 億ドル
国債並びにモーゲージ債ファンド	2379.1 億ドル
混合型ファンド	2590.2 億ドル
地方債ファンド	3285.2 億ドル となります。

上記のデータは Investment Company Institute (ICI) からのものですが、ハイ・イールド・ファンドを「格付け BBB 以下の債券が 80%以上を占めるもの」と定義しており、一般的なハイ・イールド・ファンドの概念である BB 以下の債券のファンドとは異なります。混合型ファンドの投資対象にはハイ・イールド債が含まれます。どの程度含まれるかは不明ですが、社債市場に占めるハイ・イールド債の割合が 20 - 25%であることから、20%程度と見ても大きな違いはないと思われ、混合型ファンドに 500 億ドル程度のハイ・イールド債が含まれると推測されます。

以上のような分類と推測から、ハイ・イールド投資信託は 9000 億ドルから 1 兆ドルといわれるハイ・イールド債の 15%、1500 億ドル前後の残高があると思われま

す。ハイ・イールド債投信にどの程度の資金が流れているかを調べる別の方法に、モーニングスターが追跡している投信の残高を調べる方法があります。2003 年 8 月末時点でモーニングスターが成績を掲載している約 300 のハイ・イールド・ファンドの残高を調べると、その総計は 1234.9 億ドルになります。その他のボンド・ファンドにもハイ・イールド債が入っているであろうことも考えれば、上記の ICI のデータからの推測値である 1500 億ドルと概ね同じ数字になります。

投資信託を売っている会社と、それを運用する会社は同一のことも、下請けが運用することもあります。前述のようにジェナスのハイ・イールド・ファンドはブラック・ロックが運用しています。

モーニングスターのデータからハイ・イールド投資信託の大手運用業者を拾うと、

フィデリティ・インベストメント	91.6 億ドル
ウェリントン・マネジメント	90.6 億ドル
パトナム・インベストメント	83.7 億ドル
キャピタル・リサーチ&マネジメント	80.4 億ドル
ロード・アベット	73.7 億ドル
PIMCO	72.8 億ドル

というような名前が出てきます。これらの運用会社は投資信託以外の形態での運用も行っていますので、市場規模の1%以上のサイズで運用を行っている会社も結構あると思われま
す。何故1%という数字を出したかという、ある大手ハイ・イールド・ボンド運用会社は
「自分達の運用資産は市場規模の1%を上限とする。それ以上の規模ではハイ・イールド債
市場の弱点である『不十分な流動性』が運用を困難にする」と述べているからです。一方、
同じ運用会社は、「ハイ・イールド債の運用では、その運用規模が大きいことは重要である」
とも述べています。これは、大手運用会社に新規発行の割当が優先的にくこと、マーケ
ット・メーカーから適切な価格を取り易いことを挙げています。このような状況下での適
切なサイズを彼らは「市場の1%」としているわけです。

弊社のファンドを運用する MW ポスト・アドバイザーは American AAdvantage High
Yield Bond Fund を運用していますが、このファンドの現在の残高は2.5億ドル、その他
の運用ファンドを含めて総運用資産32億ドルと、業界の中堅といったところです。

この MW ポスト社を米国で最大の 401K 投資商品供給会社であるプリンシパル・フィナン
シャル・グループが来年1月を目途に買収することが発表されています。プリンシパルの
401K の投資商品リストに MW ポスト社が運用するハイ・イールド・ファンドが載る日が
間もなく来ます。

Axes Japan News Letter (No.2)

(2003年10月1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、将来の投資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。