



# Axes Japan News Letter

2003年10月29日号

## 米国ハイ・イールド債：マエストロ・ファンドのケース

アクシズ・ジャパン証券グループが昨年10月4日にローンチした米国ハイ・イールド債を担保とするCBOファンド、「MWPost High Yield Maestro Fund」(以下「マエストロ」)が運用1年を経過いたしました。このレポートは、1年間の実績を様々な角度から分析したものです。

このファンドは、エクイティー(ジュニア債) 対 デット(シニア債)が1対4で構成されたファンドで、調達資金は全額MWポスト・アドバイザー・グループLLCにより米国のハイ・イールド債に投資されています。年率4%のクーポンを持つデット部分に対しては、フィッチが「A」格付けを付与しています。

### <サマリー>

- エクイティーの年次リターンは57.07%
- 運用資産全体の年次リターンは17.07%。月次リターン平均1.33%、月次標準偏差0.88%。
- 投資社債の格付け分布は、BBB 14.93%、BB 30.07%、B 48.06%、CCC 2.25%、現金4.53%。
- 投資対象となった社債発行企業は89社、発行銘柄は112銘柄、産業分散は29産業。現在のポートフォリオ中の社債発行企業数は60社で、銘柄は65銘柄。
- ターンオーバーは93.40%。売却済み債券の平均保有期間は17.62週間。現在保有中の債券の平均保有期間は26.68週間。
- 投資債券の格付けの変化は、格下げが5銘柄、格上げは3銘柄。

< 詳細 >

1) 運用方針

ロスアンジェルス在の MW ポスト社はハイ・イールド債の運用を専業としますが、リスクを抑えたもの(トラディショナル)、倒産会社の債券までも対象とするもの(オポチュニスティック)、この 2 つの中間のもの(プラス)、の 3 種類の基本運用概念のもとで、投資家の求めるリスク・プロファイルに基づき分離勘定、並びに合同勘定で運用を行っており、現在の運用残高は約 32 億ドルです。マエストロ・ファンドは CBO 形式によりレバレッジを効かせたファンドで、エクイティーの毀損が 50%に達すると自動的にファンドを解消するというルールが適用されていることから、トラディショナルの中でもより一層リスクを抑えた運用を行っています。その結果、ファンドの約 15%が BBB 格に投資されるという「高格付けハイ・イールド債ファンド」となっています。

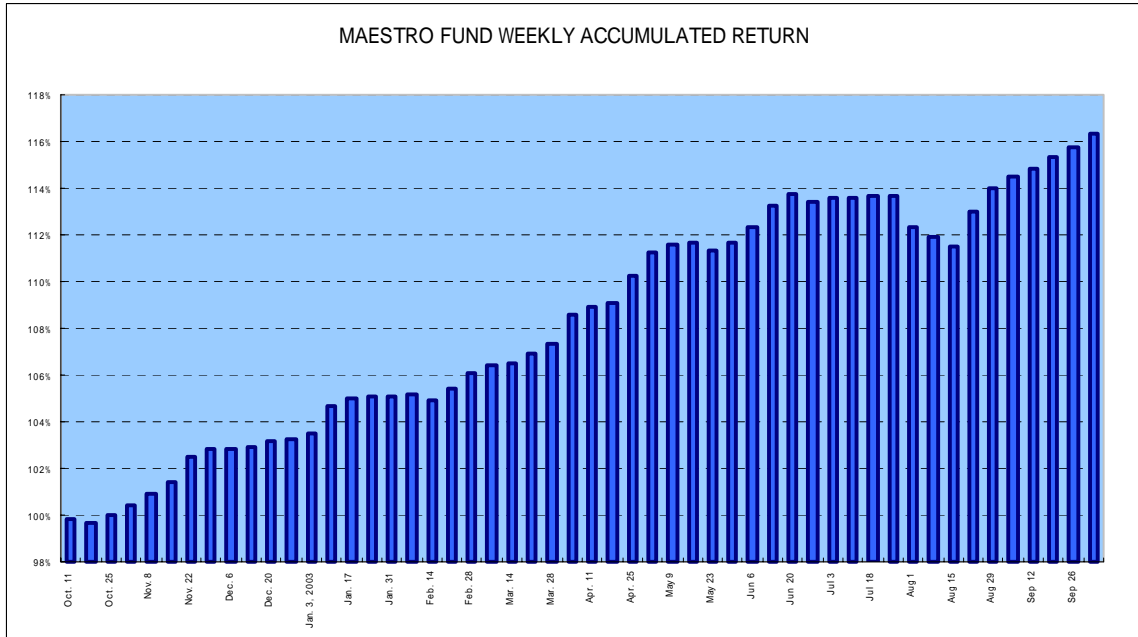
投資の分散については、一銘柄最大 4% (但し、5 銘柄に限り 5%までを許容)まで、一産業分野への投資は最大 15% (但し、1 産業分野に限り 20%まで許容)まで としています。

債券の銘柄選択に当っては「割安」銘柄の購入に努め、手持ち債券の価格が期待レベルまで上昇、或いは、予想外の下げを見せた場合には売却するというアクティブ運用を行います。

2) 運用成績

マエストロは今年 10 月 4 日にシニア債に対して第 1 回目の利払い(年 4%)を実施しましたが、過去 1 年間のジュニア債のリターンは 57.07% (Accrual basis)となっています。シニア、ジュニアに分けず、デットによる借入れも含めた運用資産総額 (AUM) の過去 1 年のリターンは 17.07% (運用報酬差し引き前)です。

マエストロは毎週運用資産の内容と価格、並びに運用成績を報告しています。週毎の運用成績はキャッシュ・ベース(運用報酬差し引き後)で計算されていますが、その累計リターンは以下の表の通りです。



マエストロが2週間以上連続でマイナスを記録したのは1度だけで、7月から8月にかけての米国国債金利の急騰時に4週間に亘りマイナスの運用成績を記録しています(7月16日から8月15日の4週間の下げがマイナス1.91%)。しかし、上のチャートにあるように8月末から9月に急速な回復を見せました。

月次の成績と、インデックス並びにその他の投資アセットとの比較は以下の通りです。

**MAESTRO Fund 1 year record**

Monthly return					
	Maestro return (1)	Lehman Index	ML Corp Master	10Y Treasury	S&P500
Oct-02	0.67%	-0.87%	-1.28%	-2.01%	8.80%
Nov-02	2.17%	6.19%	1.38%	-2.07%	5.89%
Dec-02	0.93%	1.40%	3.10%	3.54%	-5.87%
Jan-03	1.64%	3.33%	0.35%	-0.87%	-2.62%
Feb-03	1.14%	1.23%	2.09%	2.77%	-1.50%
Mar-03	1.69%	2.88%	0.09%	-0.71%	0.97%
Apr-03	2.93%	5.93%	1.90%	0.04%	8.24%
May-03	0.56%	1.03%	3.19%	4.66%	5.27%

Jun-03	1.76%	2.88%	-0.16%	-1.15%	1.25%
Jul-03	-0.41%	-1.10%	-4.22%	-7.09%	1.76%
Aug-03	0.88%	1.15%	0.79%	1.05%	1.95%
Sep-03	1.95%	1.95%	3.57%	4.55%	-1.06%
Oct-Sept	17.07%	28.98%	11.06%	2.10%	24.38%
Average	1.33%	2.17%	0.90%	0.23%	1.92%
Std. Dev	0.88%	2.27%	2.19%	3.36%	4.45%

(1) Gross of advisory fee

上記の数字が示すように、この1年間ハイ・イールド市場は10年振りの高いリターンを上げました。この背景には、昨年9月までのハイ・イールド市場の成績の悪さがあります。1997年から1999年にかけて大量に発行されたテレコム関連企業の社債がデフォルトを起こし、エンロンに代表される巨大企業での帳簿改竄発覚とその後の倒産、第2次湾岸戦争勃発への不安とリセッション懸念、等々、財務基盤の弱い企業にとって最悪の環境でした。その結果リーマン・ハイ・イールド・インデックスは2002年6月マイナス7.45%、7月マイナス4.45%と大きく下落。2001年10月 2002年9月の1年間はマイナス2.30%でした。これに続く1年間はその逆で、米国経済の回復、デフォルト率の下落、企業会計に関する規制強化、第2次湾岸戦争の終結、株式市場の回復、等の好材料を受けてハイ・イールド債市場は急速に回復し、リーマン・ハイ・イールド・インデックスはプラス28.98%でした。

マエストロは、社債全体をカバーするインデックス(ML Corp Master)や10年国債との比較で平均リターンを上回るのみならず、月次リターンの標準偏差は遥かに小さくなっています。また、S&P500のインデックスのリターンはマエストロを上回りますが、S&P500の標準偏差はマエストロの5倍にのぼります。

しかしながら、マエストロはインデックスに対しては大きく負けています。その理由は、インデックスの高いリターンに貢献した(逆に言えば、昨年大きく売り込まれた)CCC以下の債券がマエストロ・ファンドには殆ど入っていないためです。

次の表は、マエストロの昨年10月からの月末の格付け別資産構成です。最初の2ヶ月は初期投資期間で、現金比率が高くなっています。2ヶ月を経過した12月以降のポートフォリオが、ノーマルな構成と言えます。

Rating Composition								
	Return	A	BBB	BB	B	CCC	Cash	Total
Oct-02	0.67%		14.50%	10.08%	21.02%	1.68%	52.72%	100%
Nov-02	2.17%		21.39%	23.99%	35.55%	1.62%	17.45%	100%
Dec-02	0.93%	1.63%	18.22%	26.40%	43.80%	1.63%	8.24%	100%
Jan-03	1.64%		21.08%	26.19%	49.73%	1.65%	1.35%	100%
Feb-03	1.14%		14.42%	27.82%	51.98%	1.64%	4.14%	100%
Mar-03	1.69%		16.63%	28.29%	51.90%	1.57%	1.61%	100%
Apr-03	2.93%		12.91%	29.88%	48.61%	1.57%	7.03%	100%
May-03	0.56%		14.63%	34.65%	45.78%	1.55%	3.39%	100%
Jun-03	1.76%		14.58%	28.47%	48.22%	3.19%	5.54%	100%
Jul-03	0.41%		12.96%	29.03%	48.56%	3.01%	6.44%	100%
Aug-03	0.88%		12.59%	31.94%	46.78%	4.14%	4.55%	100%
Sep-03	1.95%		11.23%	38.00%	45.21%	2.54%	3.02%	100%
Average		0.13%	15.43%	27.90%	44.76%	2.15%	9.62%	
Dec Sept Average		0.16%	14.93%	30.07%	48.06%	2.25%	4.53%	

昨年10月から今年9月の1年間の運用成績をメリル・リンチ・ハイ・イールド・インデックスで格付け毎に見ると、BB格が19.58%、B格が25.05%、CCC格以下が51.75%となっており、CCC格以下は50%以上のリターンを生んでいます。このCCC格以下の債券が殆ど入っていない「高格付けハイ・イールド債ファンド」であるマエストロの運用成績は、インデックスに大きく見劣りしていますが、これは下げ場面でのリスクを抑えたポートフォリオ構成であるがゆえです。

参考までに、同じ期間にMWポスト社が運用するプラス・ファンドは25.62%、オポチュニスティック・ファンドは45.74%のリターンを上げています。

この1年間のハイ・イールド債市場で特筆すべきことは、既に述べたリターンの高さ、2003年夏場の米国国債の金利急騰場面での「腰の強さ」です。連銀のデフレ対策としての金融緩和を受けて6月半ばに3.11%まで低下した米国10年国債のイールドは、1ヶ月後には4.50%へ上昇し、7月のリターンはマイナス7.09%と稀に見る悪い成績を残しました。これに対してリーマン・インデックスはマイナス1.10%、マエストロはマイナス0.41%でした。同じ7月にS&P500インデックスは、国債市場急落の原因の一つであった景気回復基調を好感して1.76%のリターンを上げています。この事実は、ハイ・イールド債が債券と株式の性格の両方を持ち合わせていることを良く示しています。

3) マエストロの銘柄分散

マエストロは過去1年間に以下の29産業に分散投資されています。

Wirelines	Technology	Services
Retailers	Restaurants	REITS
Refining	Pharmaceuticals	Packaging
Oil Field	Services: Other	Utility Media Non-Cable
Life Insurance	Lodging	Home Construction
Healthcare	Gaming	Food & Beverage
Energy Distribution	Entertainment	Electric
Diversified Manufacturing	Consumer Products	Aerospace/Defense
Consumer Cyclical Services	Construction Machinery	Chemicals
Building Materials	Automotive	

投資した債券の発行体の数は89社で、債券の銘柄数は112銘柄です。現在ポートフォリオにある発行体の数は60社で、銘柄数は65銘柄です。

4) ターンオーバーと保有期間

ターンオーバー(過去1年間に売却された債券の総額をファンドの平均残高で除したものは93.40%となっています。

購入された債券で既に売却されたものの保有期間は最長50週間から最短2週間(手持ちの一部を処分したケース)まであり、平均保有期間は17.62週間です。保有期間が2ヶ月(8週間)以内のケースが16あり、その内2つのケースが損切りしています。現在保有されている65銘柄の保有期間の平均は26.68週間で、その内12銘柄は昨年10月に購入したもので、以来継続して保有しています。

5) 格付けの変化

マエストロが保有した社債で格付けの変更のあったものは以下の8銘柄で、5銘柄が格下げ、3銘柄が格上げとなっています。以下は、その銘柄、購入時の格付けと価格、格付けの変更時の価格、売却時(現時点で保有している場合は10月3日)の市場価格です。

Advantica Restaurant

2002年11月1日 購入	CCC	100.00		
2002年12月27日	CCC+	98.00	Fisher Scientific International Inc.	
2003年8月1日	CCC	97.38	2003年1月24日 購入	B 104.38
2003年8月29日	CCC-	91.25	2003年2月21日	B+ 104.50
2003年10月3日(保有)		98.50	2003年3月14日 売却	104.50

Baroid Corporation

2002年12月13日 購入	A-	99.82	Goodyear Tire & Rubber	
2003年1月10日	BBB	99.85	2002年10月18日 購入	BB+ 99.60
2003年4月11日 売却		100.00	2002年12月27日	BB- 100.06
			2003年3月14日 売却	100.00

Citgo Petroleum Corporation

2003年2月21日 購入	B+	99.38	IMC Global Inc.	
2003年5月9日	BB-	111.75	2003年5月30日 購入	BB 111.00
2003年8月1日	BB	110.00	2003年6月6日	B+ 104.00
2003年10月4日(保有)		113.00	2003年8月22日 売却	104.00

Collins & Aikman Products

2002年10月18日 購入	B	90.25	
2003年8月8日	B-	86.00	
2003年10月3日(保有)		78.00	

Echostar DBS Corporation

2002年11月1日 購入	B+	100.50
2003年3月28日	BB	106.75
2003年10月3日(保有)		106.38

Axes Japan News Letter (No.4)

(2003年10月29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](mailto: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](mailto: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。