



# Axes Japan News Letter

2003年12月1日

## 米国ハイ・イールド債券

### :アセット・クラスとしてのMW ポスト・トラディショナル・ファンド

弊社は MW ポスト・アドバイザー・グループ LLC\* が運用する「安全指向型」のハイ・イールド・ファンドを日本の投資家に紹介しております。同グループは3つのファンドを中心に運用しており、安全指向のものに「トラディショナル」、高いリターンを狙うものに「オポチュニスティック」、その中間のものに「プラス」、という呼称を与え、分離勘定とコミングル型で年金基金、労働組合金庫、非営利団体基金、富裕個人層、投資信託等の資金を運用しております。それぞれの設立以来の運用実績は添付<資料1>をご覧ください。

\*( MWポスト・アドバイザー・グループ LLCは、2004年1月に全世界に1300万人の顧客を持つ米国の大手金融会社、プリンシパル・フィナンシャル・グループの傘下に入り、名称をポスト・アドバイザー・グループ LLCに変更する予定です。)

弊社ではこの3種類のファンドの中から特に安全指向のトラディショナル・スタイルで運用するトラディショナル・ファンドを中心にとり上げており、このメモはこのスタイルで過去10年に亘り運用されてきたファンドの実績に基づき、このファンドが米国の金融資産の中でどのような位置付けにあるかを検証することを目的とします。

あるファンドが新しいアセット・クラスとして投資家に受け入れられるようになるためには、そのアセットが伝統的アセット・クラス(株式並びに投資適格債券)と異なるリスク・リターンのプロファイルを持ち、アセット・アロケーションにおいてそれをミックスすることにより全体のリスク・リターン・プロファイルが改善される必要があります。

従って、トラディショナル・ファンドを新しいアセット・クラスとして検討するにあたっては次のことを明らかにする必要があります。

- 他の資産との比較におけるリスク・リターン・プロファイル
- 伝統的資産のリターンとの相関

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

添付<資料2>は、1994年以降のトラディショナル・ファンドとその他のアセット・クラスのリターンの一覧表です。1994年以降のデータを使ったのは、トラディショナル・ファンドの運用が1993年9月から始まっており、通年のデータが1994年以降しか存在しないためです。2003年については10月までのデータがありますが、ここでの分析は2002年末までとしています。

添付<資料3>はリスクとリターンの関係を示しています。

ここで注目して頂きたいのは、代表的なハイ・イールド・ファンドのインデックスであるメリルリンチ・ハイ・イールド・マスターII・インデックスとリーマン・ハイ・イールド・インデックスのリスク・リターン・プロファイルと比べて、MWポスのトラディショナル・コンポジットのプロファイルが大きく異なるということです。

添付<資料2>からも分かるように、1994年以降の最初の4年間は、1994年を例外としてハイ・イールド市場にとって良い環境でした。1994年は連銀による大幅な利上げにより株式も債券市場も散々でしたが、1995年から1997年にかけての3年間は株式市場の上げの中でハイ・イールド市場も上げました。しかし、1998年から2002年は、ロシア危機、LTCM事件、テック・バブル崩壊、テレコム関連企業による大量のジャンク債発行、同時多発テロ、企業会計疑惑、エンロン、ワールドコム倒産、等々でハイ・イールド市場にとって難しい市場でした。このような環境下でリーマン・ハイ・イールド・インデックスは2000年(-5.85%)と2002年(-1.40%)にマイナスを記録しています。これに対し、トラディショナルは1995-1997年のリターンから見れば見劣りするものの、最悪の2000年でも3.23%のリターンを上げています。これは「ハイ・イールド・ファンドの運用成績は運用手法と運用能力によって大きく異なる」ためです。

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過去3年(2003年11月14日時点)のハイ・イールド・ファンドの年平均リターンを見ると5.77%ですが、15.07%を上げたファンドから、マイナス10.96%のファンドまで様々です。また、年平均9%前後のリターンを上げているファンドでも、最初の2年間はマイナス、最近の1年間に40%のリターンを上げているファンドもあれば、3年間を通じて毎年5-14%程度のリターンを上げているファンドもあります。

ここで強調したいことは、ハイ・イールド・ファンドをアセット・クラスとして見る場合、「インデックスによってアセットとして組み込むか否かの判断を行うことは賢明ではない」ということです。前述の通り、各ファンドの特性は大きく異なるので、それぞれのファンドの持つ特性を見てアセット・クラスとしての価値判断を行うべきだ、ということです。

添付<資料3>によれば、トラディショナルは年平均リターン(以下、平均は幾何平均による)で最も高く、リスクでは短期国債とモーゲージには劣りますが、AAA債のインデックス、或いは、全社債インデックスとほぼ同じリスク・レベルにあります。この<資料3>から、トラディショナルの運用手法によるファンドをポートフォリオの中に取り込むことで、ポートフォリオ全体のリスク・リターン・プロファイルが改善することは明らかです。伝統的アセットの代表である株式(S&P500)はリターンが9.26%とトラディショナルの9.61%を下回るだけでなく、リスク(年率換算月次標準偏差)は16.21%とトラディショナルの4.83%の約3.3倍に達します。5-10年満期の国債のファンドもリターンでトラディショナルを下回り、リスクで上回ります。2つのハイ・イールド・インデックスは短期国債のファンドとS&P500を結ぶ線の下に位置しています。つまり、この2つのインデックスに基づいてハイ・イールド債への投資を考慮するならば、分散効果等、別の点で余程優れていない限り、ハイ・イールド債への投資は意味がない、ということになります。

添付<資料4>はトラディショナルとその他のアセットとの相関関係を見たものです。トラディショナルは高格付け債券ファンドとの相関は低く、最高で全社債ファンドとの相関係数である0.57です。中期米国債のファンドとの相関は0.37となっています。これに対し、S&P500との相関は0.70、Wilshire5000との相関は0.72と、トラディショナルの運用成績は明らかに株式への相関の方が高くなっています。

ハイ・イールド・インデックスのその他アセットとの相関関係はトラディショナルのそれと殆ど同じです。これらの数字の意味するところは、ハイ・イールド・ファンドは株式ファンドとボンド・ファンドのハイブリッドで、株式により近いアセットだということです。

以上、ハイ・イールド・ファンドであるトラディショナルは株式よりも高格付け債券よりも優れた投資といえますが、弱点もあります。それは流動性です。通常ハイ・イールドのディーラーはその唱え値で100万ドルまで無条件でデールしますが、それ以上になるとしばしば値を動かします。ましてや、2001年9月の同時テロの後のような市場の混乱した時に、無理矢理ポジションを手仕舞うようなことになると、それだけで数%のコストが掛かります。従ってポートフォリオに組み込むハイ・イールド・ボンドの割合には限界があります。プラン・スポンサーの組み入れ比率を見ると最大10%というところで、高い流動性を必要としないアセットとして、プライベート・エクイティ・ファンド等と同様の扱いを受けています。

< 結論 >

- トラディショナルの持つリスク・リターン・プロファイルは伝統的資産で運用されているポートフォリオにミックスすることによりそのリターン曲線が改善する。
- 他の資産との相関係数から、トラディショナルのポートフォリオ分散効果は大きい。
- 流動性に劣るハイ・イールド債で構築されているトラディショナルへの投資は、緊急時に流動性を求められない範囲に押さえるべきである。

以上

< 資料 1 >

**MW Post Advisory Group LLC**

Monthly Performance Update October 2003 (Estimate)

Performance History

**Fund Performance Record**

**Axes (Japan) Securities Co., Ltd.**

|                                      | Since inception to date* |        |        |            |          | AUM           |
|--------------------------------------|--------------------------|--------|--------|------------|----------|---------------|
|                                      | Oct-03                   | YTD    | Return | Volatility | Ret/Vola |               |
| MW Post Traditional Fund Composite   | 1.21%                    | 15.39% | 10.59% | 4.69%      | 2.25     | \$2.4 billion |
| MW Post Plus Fund Composite          | 2.72%                    | 29.06% | 13.86% | 6.28%      | 2.20     | \$0.4 billion |
| MW Post Opportunistic Fund Composite | 3.83%                    | 35.58% | 19.08% | 12.24%     | 1.55     | \$1.2 billion |
| Lehman Index (Since Sept. 1993)      | 2.02%                    | 24.23% | 6.71%  | 7.32%      | 0.91     |               |

**Gross Monthly Return**

**Traditional Fund Composite**

| Year | Jan   | Feb    | Mar    | Apr    | May    | Jun    | Jul    | Aug    | Sep    | Oct    | Nov    | Dec   | YTD    |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2003 | 1.91% | 1.33%  | 1.81%  | 3.10%  | 0.64%  | 1.80%  | -0.54% | 1.10%  | 2.10%  | 1.21%  |        |       | 15.39% |
| 2002 | 1.47% | 0.51%  | 1.16%  | 1.31%  | 0.40%  | -3.02% | -1.64% | 1.55%  | 0.27%  | 0.40%  | 3.77%  | 0.72% | 6.96%  |
| 2001 | 2.48% | 1.23%  | 0.14%  | 1.69%  | 2.06%  | 0.54%  | 1.31%  | 1.18%  | -7.78% | 2.54%  | 2.92%  | 0.79% | 9.00%  |
| 2000 | 1.51% | 0.51%  | -0.26% | 0.34%  | -0.67% | 1.23%  | 0.67%  | 0.55%  | 0.85%  | -0.67% | -1.73% | 0.90% | 3.23%  |
| 1999 | 1.92% | -0.42% | 1.89%  | 1.40%  | -0.29% | 0.54%  | 0.37%  | 0.13%  | 0.06%  | 0.68%  | 0.62%  | 0.54% | 7.66%  |
| 1998 | 1.39% | 0.67%  | 1.07%  | 0.96%  | 0.73%  | 0.64%  | 0.73%  | -4.22% | 0.32%  | 0.57%  | 4.04%  | 0.43% | 7.39%  |
| 1997 | 1.69% | 1.95%  | 0.18%  | 0.54%  | 1.66%  | 0.92%  | 2.16%  | 1.34%  | 1.69%  | 0.45%  | 0.60%  | 1.16% | 15.29% |
| 1996 | 2.04% | 1.01%  | 0.23%  | 1.25%  | 1.22%  | 0.49%  | 1.05%  | 1.11%  | 1.79%  | 0.94%  | 1.24%  | 0.80% | 13.98% |
| 1995 | 1.31% | 2.58%  | 1.29%  | 1.98%  | 1.90%  | 1.05%  | 1.79%  | 0.63%  | 1.26%  | 0.73%  | 1.20%  | 1.94% | 19.14% |
| 1994 | 2.35% | 0.82%  | -1.91% | -0.66% | 0.51%  | 0.40%  | 1.04%  | 0.60%  | 0.81%  | 0.49%  | -0.12% | 0.44% | 4.82%  |
| 1993 |       |        |        |        |        |        |        |        | 1.22%  | 1.65%  | 1.07%  | 1.55% | 5.60%  |

**Plus Fund Composite**

| Year | Jan   | Feb    | Mar    | Apr    | May    | Jun    | Jul    | Aug    | Sep    | Oct    | Nov    | Dec   | YTD    |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2003 | 4.30% | 1.05%  | 3.94%  | 5.59%  | 2.25%  | 1.87%  | 0.21%  | 1.11%  | 2.92%  | 2.72%  |        |       | 29.06% |
| 2002 | 3.65% | 0.78%  | 3.04%  | 1.81%  | -0.26% | -3.85% | -5.29% | 0.55%  | -0.55% | 1.07%  | 6.16%  | 2.01% | 8.93%  |
| 2001 | 3.97% | 2.31%  | -0.82% | 1.42%  | 4.31%  | 0.76%  | 1.14%  | 0.70%  | -6.33% | 2.60%  | 2.92%  | 2.60% | 16.23% |
| 2000 | 2.53% | 1.89%  | 0.53%  | 0.16%  | -0.91% | 1.26%  | -0.36% | -1.32% | -1.53% | -1.83% | -3.62% | 1.49% | -1.87% |
| 1999 | 0.82% | -0.01% | 2.32%  | 1.15%  | -0.03% | 0.77%  | 0.54%  | -0.65% | -0.30% | 0.33%  | 1.18%  | 0.94% | 7.26%  |
| 1998 | 1.83% | 0.79%  | 2.21%  | 0.95%  | 0.90%  | 0.88%  | 0.38%  | -5.03% | -1.21% | -1.28% | 4.73%  | 0.77% | 5.77%  |
| 1997 | 0.88% | 2.06%  | 0.16%  | 1.09%  | 1.94%  | 0.15%  | 1.51%  | 0.88%  | 2.21%  | 0.57%  | 1.36%  | 1.05% | 14.75% |
| 1996 | 2.72% | 0.98%  | 1.09%  | 1.67%  | 1.51%  | 1.87%  | -2.41% | 1.11%  | 2.28%  | 0.89%  | 2.01%  | 2.85% | 17.77% |
| 1995 | 1.47% | 2.88%  | 1.76%  | 1.22%  | 2.56%  | 1.44%  | 2.48%  | 0.60%  | 1.83%  | 0.93%  | 1.93%  | 2.64% | 24.01% |
| 1994 | 2.64% | 2.24%  | -0.07% | -0.98% | 0.07%  | 0.12%  | 1.52%  | 0.13%  | 0.26%  | -0.77% | -0.30% | 0.28% | 5.19%  |
| 1993 | 2.78% | 1.99%  | 2.91%  | 1.30%  | 2.16%  | 2.43%  | 1.01%  | 1.50%  | 0.79%  | 2.29%  | 1.24%  | 1.38% | 24.06% |
| 1992 |       |        |        |        |        |        | 2.93%  | 1.97%  | 1.53%  | 0.37%  | 1.27%  | 1.03% | 9.43%  |

**Opportunistic Fund Composite**

| Year | Jan   | Feb   | Mar    | Apr    | May    | Jun    | Jul    | Aug    | Sep    | Oct    | Nov    | Dec    | YTD    |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2003 | 6.24% | 0.67% | 3.24%  | 6.15%  | 3.53%  | 2.32%  | 0.67%  | 1.23%  | 3.20%  | 3.83%  |        |        | 35.58% |
| 2002 | 4.30% | 0.63% | 6.36%  | 3.05%  | 0.71%  | -7.43% | -7.62% | 1.05%  | -3.57% | 0.45%  | 8.69%  | 2.25%  | 7.77%  |
| 2001 | 6.81% | 4.43% | -0.61% | 1.81%  | 8.85%  | 2.14%  | 0.23%  | 0.82%  | -4.23% | 4.33%  | 4.27%  | 2.39%  | 35.27% |
| 2000 | 5.20% | 6.42% | 2.32%  | -0.58% | -0.67% | 5.62%  | 1.34%  | -0.51% | -1.74% | -3.32% | -4.00% | -2.38% | 7.25%  |
| 1999 |       |       | 0.00%  | 4.49%  | 1.38%  | 1.78%  | -2.22% | 0.66%  | -2.56% | -1.47% | 2.91%  | 1.65%  | 6.58%  |

\* Return: Cumulative Annualized Returns. Volatility: Annualized Standard Deviations of Monthly Returns

**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

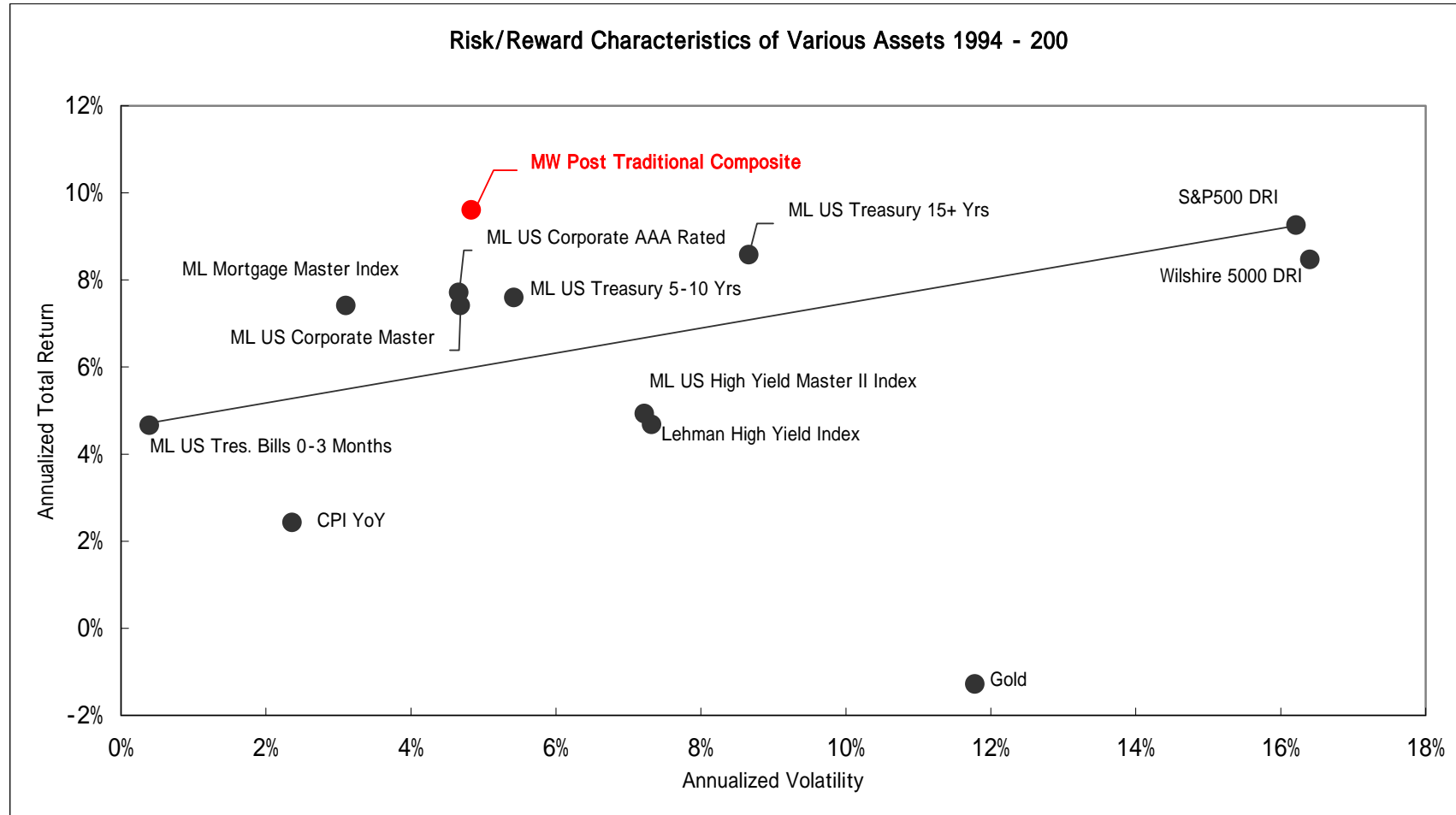
< 資料 2 >

|  | MW Post<br>Traditional<br>Composite | ML US<br>Treasury<br>5-10 yrs | ML US<br>Treas.<br>Bills 0-3<br>Months | ML US<br>Treasury<br>15+ yrs | ML<br>Mortgage<br>Master<br>Index | ML US<br>Corporate<br>AAA<br>Rated | ML US<br>Corporate<br>Master | ML US<br>High Yield<br>Master II<br>Index | Lehman<br>High Yield<br>Index | S&P500<br>DRI | Wilshire<br>5000 DRI | Gold    | CPI YoY |
|--|-------------------------------------|-------------------------------|--|------------------------------|-----------------------------------|------------------------------------|------------------------------|---|-------------------------------|---------------|----------------------|---------|---------|
| <b>Year ended</b>                        |                                     |                               |  |                              |                                   |                                    |                              |   |                               |               |                      |         |         |
| <b>2002/12/31</b>                        | 6.96%                               | 13.76%                        | 1.71%                                  | 17.08%                       | 9.41%                             | 12.79%                             | 10.17%                       | -1.89%                                    | -1.40%                        | -22.10%       | -20.86%              | 24.77%  | 2.4%    |
| <b>2001/12/31</b>                        | 9.00%                               | 7.30%                         | 4.06%                                  | 3.76%                        | 8.14%                             | 9.41%                              | 10.70%                       | 4.48%                                     | 5.28%                         | -11.89%       | -10.97%              | 2.46%   | 1.6%    |
| <b>2000/12/31</b>                        | 3.23%                               | 13.98%                        | 6.02%                                  | 21.01%                       | 11.28%                            | 12.13%                             | 9.13%                        | -5.12%                                    | -5.85%                        | -9.10%        | -10.89%              | -5.47%  | 3.4%    |
| <b>1999/12/31</b>                        | 7.66%                               | -3.87%                        | 4.73%                                  | -9.25%                       | 1.61%                             | -3.55%                             | -1.89%                       | 2.51%                                     | 2.39%                         | 21.05%        | 23.56%               | -0.09%  | 2.7%    |
| <b>1998/12/31</b>                        | 7.39%                               | 11.59%                        | 5.12%                                  | 13.78%                       | 7.19%                             | 9.80%                              | 8.72%                        | 2.95%                                     | 1.86%                         | 28.58%        | 23.43%               | -0.28%  | 1.6%    |
| <b>1997/12/31</b>                        | 15.29%                              | 10.00%                        | 5.27%                                  | 15.38%                       | 9.32%                             | 10.55%                             | 10.39%                       | 13.27%                                    | 12.76%                        | 33.37%        | 31.29%               | -21.39% | 1.7%    |
| <b>1996/12/31</b>                        | 13.98%                              | 1.80%                         | 5.27%                                  | -1.21%                       | 5.42%                             | 3.14%                              | 3.39%                        | 11.27%                                    | 11.35%                        | 23.07%        | 21.21%               | -5.01%  | 3.3%    |
| <b>1995/12/31</b>                        | 19.14%                              | 21.52%                        | 5.79%                                  | 31.41%                       | 17.04%                            | 20.63%                             | 21.55%                       | 20.46%                                    | 19.17%                        | 37.43%        | 36.45%               | 1.02%   | 2.5%    |
| <b>1994/12/31</b>                        | 4.82%                               | -4.80%                        | 4.08%                                  | -7.70%                       | -1.60%                            | -3.13%                             | -3.34%                       | -1.03%                                    | -1.03%                        | 1.31%         | -0.06%               | -1.92%  | 2.7%    |
| <b>算術平均</b>                              | 9.72%                               | 7.92%                         | 4.67%                                  | 9.36%                        | 7.54%                             | 7.97%                              | 7.65%                        | 5.21%                                     | 4.95%                         | 11.30%        | 10.35%               | -0.66%  | 2.43%   |
| <b>幾何平均</b>                              | 9.61%                               | 7.60%                         | 4.66%                                  | 8.58%                        | 7.41%                             | 7.72%                              | 7.42%                        | 4.93%                                     | 4.68%                         | 9.26%         | 8.47%                | -1.28%  | 2.43%   |
| <b>月次標準偏差<br/>(年率)</b>                   | 4.83%                               | 5.42%                         | 0.39%                                  | 8.66%                        | 3.10%                             | 4.66%                              | 4.68%                        | 7.22%                                     | 7.32%                         | 16.21%        | 16.40%               | 11.78%  | 2.4%    |
| <b>中位のリターン</b>                           | 7.66%                               | 10.00%                        | 5.12%                                  | 13.78%                       | 8.14%                             | 9.80%                              | 9.13%                        | 2.95%                                     | 2.39%                         | 21.05%        | 21.21%               | -0.28%  | 2.50%   |
| <b>Highest Annual<br/>Return</b>         | 19.14%                              | 21.52%                        | 6.02%                                  | 31.41%                       | 17.04%                            | 20.63%                             | 21.55%                       | 20.46%                                    | 19.17%                        | 37.43%        | 36.45%               | 24.77%  | 3.40%   |
| <b>Lowest Annual<br/>Return</b>          | 3.23%                               | -4.80%                        | 1.71%                                  | -9.25%                       | -1.60%                            | -3.55%                             | -3.34%                       | -5.12%                                    | -5.85%                        | -22.10%       | -20.86%              | -21.39% | 1.60%   |
| <b>No. of Positive<br/>Return Period</b> | 9                                   | 7                             | 9                                      | 6                            | 8                                 | 7                                  | 7                            | 6   | 6                             | 6             | 5                    | 3       | 9       |
| <b>No. of Negative<br/>Return Period</b> | 0                                   | 2                             | 0                                      | 3                            | 1                                 | 2                                  | 2                            | 3   | 3                             | 3             | 4                    | 6       | 0       |

**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

< 資料3 >



**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

< 資料 4 >

| Correlations Among Various Assets 1994 - 2002 |                                     |                               |  |                              |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
|---|-------------------------------------|-------------------------------|--|------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------|------------------------------|---|----------------------------------|----------------|----------------------|------|
|   | MW Post<br>Traditional<br>Composite | ML US<br>Treasury<br>5-12 yrs | ML US<br>Treas.<br>Bills 0-5<br>Months | ML US<br>Treasury<br>17+ yrs | ML<br>Mortgage<br>Master<br>Index | ML US<br>Corporat<br>e AAA<br>Rated | ML US<br>Corporate<br>Master | ML US High<br>Yield<br>Master II<br>Index | Lehman<br>High<br>Yield<br>Index | S&P 500<br>DRI | Wilshire<br>5000 DRI | Gold |
| MW Post Traditional Composite                 |                                     |                               |  |                              |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US Treasury 5-12 yrs                       | 0.37                                |                               |  |                              |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US Treas. Bills 0-5 Months                 | 0.33                                | 0.14                          |  |                              |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US Treasury 17+ yrs                        | 0.37                                | 0.98                          | 0.20                                   |                              |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML Mortgage Master Index                      | 0.52                                | 0.96                          | 0.26                                   | 0.94                         |                                   |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US Corporate AAA Rated                     | 0.44                                | 0.99                          | 0.12                                   | 0.97                         | 0.97                              |                                     |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US Corporate Master                        | 0.57                                | 0.95                          | 0.18                                   | 0.92                         | 0.97                              | 0.98                                |                              |   |                                  |                |                      |      |
| ML US High Yield Master II Index              | 0.99                                | 0.32                          | 0.42                                   | 0.33                         | 0.47                              | 0.39                                | 0.54                         |   |                                  |                |                      |      |
| Lehman High Yield Index                       | 0.99                                | 0.29                          | 0.37                                   | 0.29                         | 0.44                              | 0.37                                | 0.52                         | 0.997                                     |                                  |                |                      |      |
| S&P 500 DRI                                   | 0.70                                | 0.07                          | 0.65                                   | 0.12                         | 0.14                              | 0.06                                | 0.17                         | 0.77                                      | 0.73                             |                |                      |      |
| Wilshire 5000 DRI                             | 0.72                                | 0.04                          | 0.63                                   | 0.09                         | 0.14                              | 0.04                                | 0.16                         | 0.78                                      | 0.75                             | 0.995          |                      |      |
| Gold  | -0.31                               | 0.16                          | -0.78                                  | 0.07                         | 0.05                              | 0.14                                | 0.08                         | -0.38                                     | -0.35                            | -0.60          | -0.58                |      |
| CPI YoY                                       | -0.18                               | -0.19                         | 0.22                                   | -0.13                        | -0.11                             | -0.24                               | -0.30                        | -0.21                                     | -0.21                            | -0.15          | -0.14                | 0.05 |

**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

Axes Japan News Letter (No.5)

(2003年12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](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。

---

**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