



## 米国ハイ・イールド債市場： 2003年から2004年へ

### 順調に推移した2003年

2003年は、株式の空売りファンドに投資した投資家を除き殆どの投資家にとって概ね良い年でした。2000年から3年連続下落した米国株式市場も27.90%のリターンを上げ(S&P 500 DRI)、1928年 - 1932年以来例のない4年の連続下げを回避しました。このように素晴らしい年であった2003年に最も高い運用成績を上げたのは、「リスクを取りに行った」投資家でした。エマージング市場への投資、ハイ・イールド債への投資が高いリターンを上げ、その中でもCCC以下の低格付け社債に投資した投資家は約60%のリターンを上げています。

### 10年間の運用実績比較が示す意外な事実

添付の<資料1>は、主要投資商品の1994年以来10年間の実績です。最も左に位置するのが、ポスト・アドバイザーが運用するトラディショナル・ファンドです。この10年間のリターンを見ると、S&P500への投資が最も高いリターン(11.00%)を生み出し、それに肉薄する形でウィルシャー5000(10.59%)とポスト・アドバイザーのトラディショナル・ファンド(10.49%)が続き、以下は、少し離れた形でメリルの長期国債投資インデックスの7.93%が追随しています。

リスク(月次リターンの年率標準偏差)で見ると、リターンの高かったS&P500は15.81%、ウィルシャー5000は16.03%と他の投資よりも遥かに高いリスクを伴っており、いわばハイ・リスク・ハイ・リターン投資です。リターンで僅差の3番手に位置するポスト・アドバイザーのトラディショナル・ファンドのリスクは4.72%で、T-ビルとモーゲージ債ファンドに次ぐ低いリスクとなっており、リスク・リターンの関係でみると他を圧倒しています。我々が長期投資商品としてトラディショナル・ファンドを薦めるのは、このように「実績として」ロー・リスク・ハイ・リターンの投資といえるからです。

## 2003年のハイ・イールド債市場

2003年の米国ハイ・イールド債市場の特徴は、

- 1991年以来の高いリターン（メリルのインデックスで28.16%。1991年の同インデックスのリターンは39.17%）
- CCC格以下の低格付け債の価格が急騰（Lehman Caa インデックスのリターンは60.23%）
- デフォルト率が大幅に低下（ムーディーズの統計で8.4%から5.2%へ低下）
- 新規発行が1491億ドルで、1998年に記録した史上最高の1508億ドルに次ぐ高いレベル。この内、約3分の2は、低金利での借り換え目的で発行された。
- 302億ドルが、ハイ・イールド投信へ新規流入（これまでの最高は1997年の176億ドル）。年金からも多額の資金流入があった。

2003年のハイ・イールド債の好調な運用成績の要因となったのは、1998年から2002年に掛けての厳しい運用環境で、この好調は「悪かった市場の反動」とも言えます。当時の厳しい環境が生み出された背景としては、まず、テレコム関係企業が大量のハイ・イールド債を発行した後、テック・バブルの崩壊で債務不履行に陥り、更には、エンロン、ワールドコムといった企業での会計操作が投資家を低格付けの社債市場から遠ざけてしまった事があげられます。

その結果、ハイ・イールド債の国債に対するスプレッドは1000ポイントを超え、2000年から2002年の3年間のハイ・イールド債のリターンは、メリルのインデックスでマイナス2.75%、リーマンのインデックスでマイナス2.27%を記録しました（この間ポスト・アドバイザリーのトラディショナル・ファンドのリターンはプラス20.35%）。

2002年半ばから、連銀の低金利政策、財政からの景気刺激策により米国経済が持ち直したことから社債を取り巻く環境も好転しました。ハイ・イールド債の債務不履行の発生率は低下し、2002年11月を境にハイ・イールド債市場は持ち直してきました。スプレッドは半分以上に縮小し、大幅に売られていた低格付け社債は大きなキャピタル・ゲインを生み出すに至り、前述のように高いリターンを生み出しました。

## 2004年 ベストパフォーマンス

ハイ・イールド債の2003年の成績が好調だったことから、今後のハイ・イールド債市場への投資に慎重な姿勢を示す投資家が増えています。2004年2月9日付けビジネス・ウィークは、「Waiting for Junk To Tumble」というハイ・イールド債投資への慎重な姿勢を示した記事を掲載しています。しかし、我々は、昨年の成績はそれ以前の厳しい環境の改善の結果であり、現在はこれがノーマルな状況に戻っただけの状況であると考えます。スプレッドはピーク時から半分になったとはいえ、歴史的には平均を若干下回る程度です。スプレッドの変化に強い影響を与えるデフォルト率は、今後まだ低下する余地があると思われ、従って、スプレッドが直ちに拡大する可能性は小さいと思われれます。

連銀による金融引き締めを懸念する人々も多いのですが、ハイ・イールド債は、国債に対するよりもむしろ株式市場との相関が強いことから景気回復からの金利上昇に最も強い債券です。もし、連銀が利上げに動くとするれば、FF レートが3%から6%まで引き上げられた1994年の市場が参考になります。

この年の運用成績は、

トラディショナル・ファンド	4.82%
ML ハイ・イールド債	- 1.03%
ML5 - 10年米国債	- 4.80%
ML15年超米国債	- 7.70%
S&P500DRI	1.31%

となっています。

連銀の金利の引き上げ幅は1994年当時のような大幅なものになるとは思われず、従って、高いクーポン・レートを持つハイ・イールド債は利上げを吸収し、2004年には7-10%のリターンを上げる事が可能と予測します。このリターンは決して「素晴らしく高い」と言えるレベルではありませんが、その他の利付債券が利上げ環境下で難しい運用に直面するであろうことを考えると、相対的には他の債券の利回りを大きく上回ると思われれます。

2004年のハイ・イールド債投資で留意すべきは、昨年大幅な価格上昇を見せた低格付けハイ・イールド債を避け、高格付けのハイ・イールド債を慎重に選択することではないでしょうか。また、利上げ環境に対応して、デュレーションは短か目にすべきと思われれます。

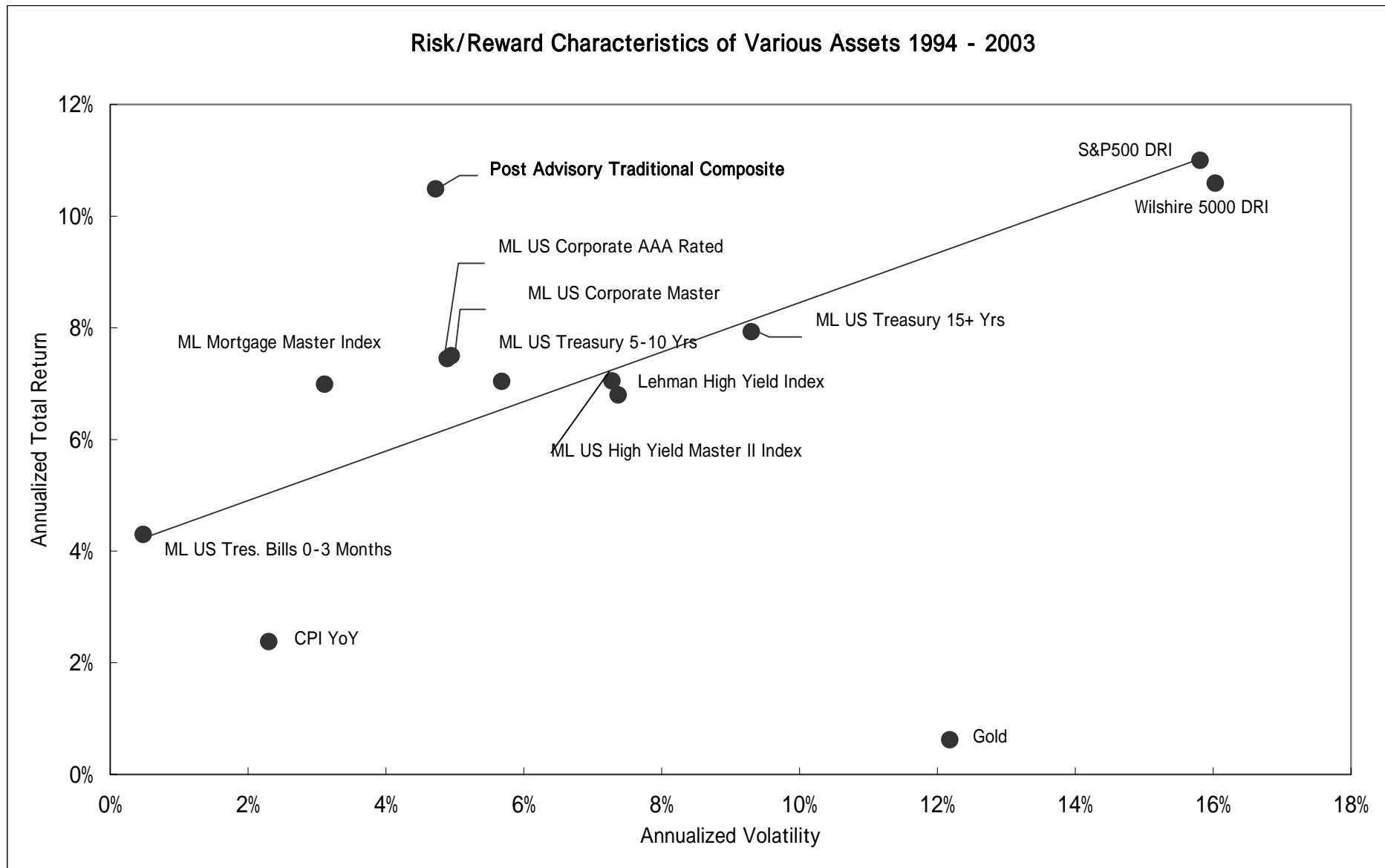
以 上

< 資料 1 >

Year ended	Post Traditional Composite	ML US Treasury 5-10 yrs	ML US Treas. Bills 0-3 Months	ML US Treasury 15+ yrs	ML Mortgage Master Index	ML US Corporate AAA Rated	ML US Corporate Master	ML US High Yield Master II Index	Lehman High Yield Index	S&P500 DRI	Wilshire 5000 DRI	Gold	CPI YoY
2003/12/31	18.79%	2.12%	1.07%	2.23%	3.29%	5.10%	8.31%	28.16%	27.92%	27.90%	31.64%	19.38%	1.9%
2002/12/31	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%
2001/12/31	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%
2000/12/31	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%
1999/12/31	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%
1998/12/31	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%
1997/12/31	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%
1996/12/31	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%
1995/12/31	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%
1994/12/31	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%
算術平均	10.63%	7.34%	4.31%	8.65%	7.11%	7.69%	7.71%	7.51%	7.25%	12.96%	12.48%	1.35%	2.38%
幾何平均	10.49%	7.04%	4.30%	7.93%	6.99%	7.45%	7.50%	7.05%	6.80%	11.00%	10.59%	0.62%	2.38%
月次標準偏差 (年率)	4.72%	5.68%	0.48%	9.30%	3.11%	4.89%	4.95%	7.28%	7.37%	15.81%	16.03%	12.18%	2.3%
中位のリターン	8.33%	8.65%	4.92%	8.77%	7.66%	9.61%	8.93%	3.71%	3.84%	22.06%	22.32%	-0.18%	2.45%
Highest Annual Return	19.14%	21.52%	6.02%	31.41%	17.04%	20.63%	21.55%	28.16%	27.92%	37.43%	36.45%	24.77%	3.40%
Lowest Annual Return	3.23%	-4.80%	1.07%	-9.25%	-1.60%	-3.55%	-3.34%	-5.12%	-5.85%	-22.10%	-20.86%	-21.39%	1.60%
No. of Positive Return Period	10	8	10	7	9	8	8	7	7	7	6	4	10
No. of Negative Return Period	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



**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.8 )

( 2004 年 2 月 9 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。