



米国ハイ・イールド社債市場：

金利上昇期におけるトラディショナル・コンポジットの動き

固定利付き債券への投資家にとって金利上昇期における運用には困難が付きまといまふ。弊社は、従来より「景気回復に伴う金利上昇期に強いハイ・イールド・ボンド」ということを述べてきました。昨年の夏場の国債相場的大幅な下げにも拘らずハイ・イールド市場がプラスのリターンを上げたことは既にレポートしていますが、過去の金利の上昇期、下降期にどのようなリターンを挙げたかをここで検証して見ます。

弊社が販売するハイ・イールド・ファンドは米国のポスト・アドバイザー・グループによって運用されますが、その運用は同社の「トラディショナル」と称される安全・安定志向の手法によります。この手法でのファンド運用が始まった1993年9月以降の金利上昇期、安定期、下降期における運用実績をリーマン・ハイ・イールド・インデックスと比較したものが以下の表です。

	トラディショナル・ファンド		リーマン・インデックス	
	年率リターン	標準偏差	年率リターン	標準偏差
金利上昇期	9.91%	3.14%	4.11%	4.57%
金利安定期	12.42%	2.73%	14.31%	3.98%
金利下降期	11.02%	5.69%	8.46%	8.99%

(標準偏差は月次偏差の年率)

金利の上昇、下降は2年国債のイールドの変化で判断していますが、その時期は以下の通りです(括弧内は2年債のイールド)

上昇期：	1993年9月から1994年12月	(3.85%から7.59%へ)
	1996年2月から1997年5月	(5.03%から6.28%へ)
	1998年10月から2000年5月	(4.09%から6.51%へ)
安定期：	2003年7月から2004年3月	(1.47%から1.93%の間で推移)
下降期：	1995年1月から1996年1月	(7.51%から5.11%へ)
	1997年6月から1998年9月	(6.09%から4.67%へ)
	2000年6月から2003年6月	(6.48%から1.23%へ)

上記の実績からトラディショナル・ファンドは金利上昇期にも安定したリターンを上げ、特にインデックスとの乖離（アルファ）は金利上昇期に大きいことが分ります。

金利上昇期にも拘わらずハイ・イールド債ファンドが良好な成績を上げるのは、社債の利払いと償還の能力が発行企業の体力によるところが大きいからです。即ち、金利上昇が景気回復によるものであれば、発行企業の債務履行能力が高まり、デフォルト率が下がり、市場は社債の信用リスクを取りに行き、国債に対するイールドの спреッドが縮小します。つまり、金利上昇からの悪影響を信用リスクの低減で補います。言うまでも無く、ハイ・イールド債の直利の高いことも、金利上昇に伴う価格の下落を補います。

上記の理由はハイ・イールド全般（インデックス）に言えることですが、何故トラディショナル・コンポジットはインデックスに対して大きなアルファを生み出すことが出来るのでしょうか？

その一番の理由は銘柄の選択です。景気回復時には企業業績が良くなることから、社債の格上げのケースも増加します。2002年にムーディーズは格上げ銘柄1に対して4銘柄を格下げし、2003年にはその比率が1:2近くに下落し、2004年第一四半期にはこれが1:1.3になっています。つまり、運用マネージャーにとって相対的に格上げ銘柄への投資機会が増えることとなります。この格上げの銘柄を選択することが出来れば、そのファンドはインデックスを上回る運用成績を上げることが出来ます。

景気回復期にどの産業に投資するかも重要な選択になります。今年1月、弊社のマエストロ・ファンドに航空会社発行の社債が初めて入りました。ATA Airlines, Inc. と Continental Airlines の社債ですが、景気動向に敏感なこの産業に投資する決定はポスト社の景気判断に基づくものです（現在これらの銘柄は燃料価格の高騰を嫌気させて売られています）。

次に、デュレーションの管理が挙げられます。以下の表は8%のクーポンを持つボンドのイールドが8.50%、9.00%、9.50%に上昇すると、価格がどの程度下落するかをデュレーションとの関係で見たものです。

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

Maturity	Duration	8.50%	9.00%	9.50%
10 years	7.066970	96.676409	93.496032	90.451998
9 years	6.582834	96.898525	93.920004	91.059020
8 years	6.059194	97.139923	94.382992	91.725079
7 years	5.492824	97.402275	94.888587	92.455916
6 years	4.880238	97.687401	95.440710	93.257832
5 years	4.217666	97.997278	96.043641	94.137739
4 years	3.501027	98.334054	96.702057	95.103223
3 years	2.725911	98.700065	97.421064	96.162606
2 years	0.980769	99.097848	98.206237	97.325020

当然のことですが、この表からデュレーションが短い方が金利上昇の影響を受け難くなっています。例えば、8%のクーポンの10年債はその利回りが9%になると価格は93.49に下落しますが、5年債であれば、96.04で済みます。ポスト・アドバイザーは景気動向、金利動向を見ながらデュレーションを長くしたり、短くしたりして金利の変化に対応します。

連銀議長の発言からFFレートの引き上げは確実とされ、上昇の程度が議論の対象です。過去の実績から見る限り、トラディショナル・ファンドの運用手法によるファンドは、かなりの利上げに対しても抵抗力を持つと言えます。

より詳細なデータが必要な方は、小柳恵子(03-5200-5211)までご連絡下さい。

以上

Axes Japan News Letter (No11)

(2004年5月19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 営業本部長 中島正雄

: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : nakashima@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