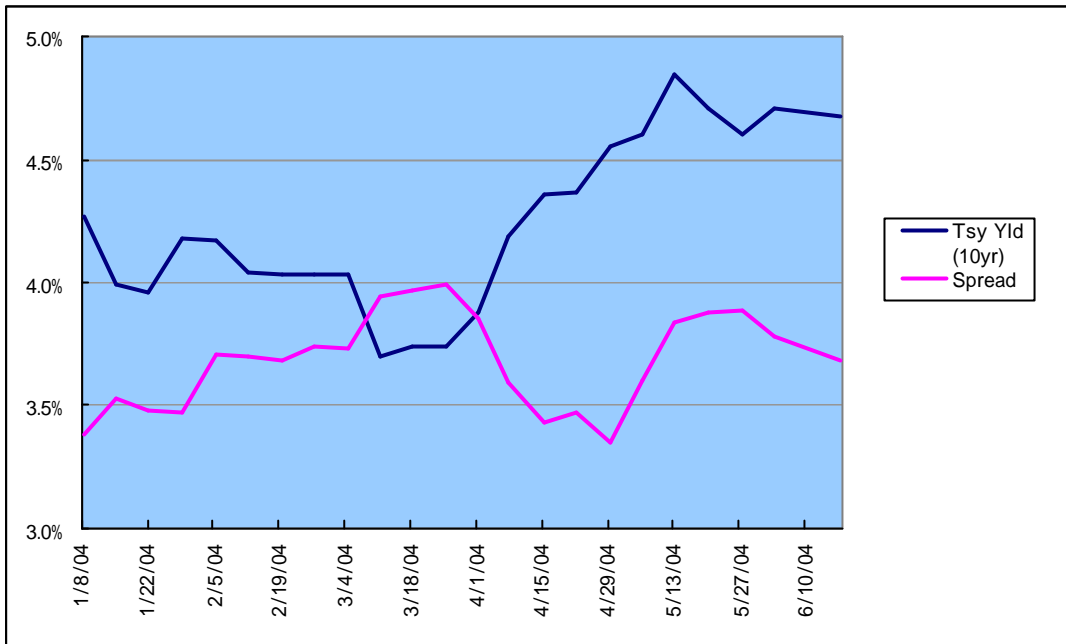


米国ハイ・イールド・ボンド市場 ：トラディショナル・ファンドが生み出す有効フロンティア

4月2日に発表のあった3月の雇用統計以来、連銀による利上げは確実。問題は、その幅とスピードということになりました。FFレート先物市場では、12月限が2.25%でトレードされています(6月18日)。今後のFOMCの予定が、6月29・30日、8月10日、9月21日、11月10日、12月14日であること、この先物市場が月中の日々のFFレートの平均であることを考えると、各FOMC毎に0.25%ずつ利上げしても足りないこととなります。3月の雇用統計発表以来の2年国債の利回りの上昇は1.20%、10年国債のそれは0.90%となっています。連銀が動く前に、つまり、FFレートが動かない中でこれ程市中金利が動くのも最近では珍しい現象ではないでしょうか。連銀は口先オペレーションで市中金利を動かし、利上げ、利下げを既成事実化してから市場の追認という形で金利水準を変えてきました。しかし、今回は市中金利の動きが激しいことから、それについて行くのが精一杯ということではないでしょうか？

先月、債券市場は大きく売られました。前述の利上げ観測に加え、石油関連商品の価格高騰、テロへの警戒、行方が混沌とする米国大統領選挙が投資家を不安に陥れました。3月、4月の債券市場の下げの中でスプレッドの縮小というクッションで頑張っていたハイ・イールド債市場も5月はスプレッドが元に戻る形で価格を下げ、ハイ・イールド・インデックスのリターンはマイナス1.5%程度になりました。(次頁のチャート参照)



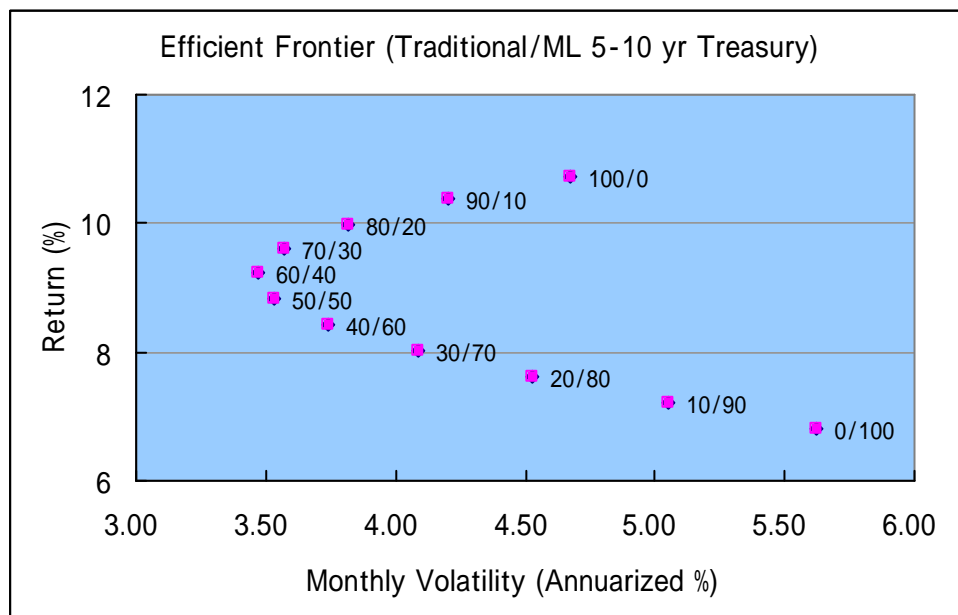
しかし、我々が何時も強調するように、ハイ・イールド債券の最大の敵は債務不履行です。債務不履行が無ければ利払いがなされ、元本が償還され、現在のイールドを実現することが出来ます。5月の下げが国債市場の下げと、ハイ・イールド投資信託からの資金の流出(約23億ドル)によるもので、信用リスクの高まりではないことを考えると、当面ハイ・イールド債への投資家が懸念することはないと思われます。ハイ・イールド債のクーポンを平均8.5%とすると、毎月平均0.70%のクーポン利回りになります。5月にリターンがマイナス1.5%だったということは、クーポンからのリターン0.70%に対し、キャピタル・ロスが2.2%あったということになります。ハイ・イールド市場の今年に入ってのリターンはほぼゼロです。ということは、価格が3.5%程度下げたことになります。これだけの価格調整がなされると市場の底堅さが見えてきます。事実6月に入ってハイ・イールド債市場は戻しています。

JPモルガンの発表によると、ハイ・イールド債市場の底辺にある債券(CCC以下、無格付け)が新発債市場に占める割合は、2002年が3.4%、2003年が10.1%、2004年の1-5月が22.5%となっています。2002年は非常に市場が悪い年で、信用リスクの高い債券は発行が儘ならなかったことを示しており、今年の1-5月の数字は彼らが発行を急いだことを示しています。格付けの低い社債の大量の発行は、将来に問題を残します。1997-99年にテ

レコム会社が社債を大量発行し、それが 2001 - 2002 年の困難な状況を生み出したことは記憶に新しいところです。低格付け社債の発行増加は、将来信用リスクが高まる景気サイクルに入った時に注意が必要です。目利きの運用するファンドとインデックスの運用成績が乖離する素地が、作られつつあるということです。

ポスト・アドバイザー・グループが運用するファンドの 5 月の運用成績を添付します。最も保守的な運用を行うトラディショナル・コンポジットはマイナス 1.12%で、インデックスを上回る成績となっています。

下のチャートは、「ポスト・アドバイザーのトラディショナル・コンポジットとメリル・リンチの 5 - 10 年国債インデックスをミックスすると、有効フロンティアがどのように変化するか？」を過去 10 年間のデータを基に示したものです。100/0 はトラディショナル 100%、国債 0%、50/50 はそれぞれ 50%、0/100 はトラディショナル 0%、国債 100%を示しています。このチャートが示すところでは、トラディショナル 60%、国債 40%のミックスが最も低い変動率となっています。



ハイ・イールド債の流動性リスクを考えると 60/40 という組み合わせは非現実的かもしれませんが、トラディショナル・コンポジットを 10% - 30%加えることにより変動率は大幅に低下します。これは、ハイ・イールド債のファンドが株式市場に近い動きをするという定性的な面からも納得が行くところです。

弊社はこのような観点から、米国の国債或いはハイ・グレード社債に投資する方々にハイ・イールド債ファンドへの投資を薦めています。

Axes Japan News Letter (No12)

(2004 年 6 月 23 日号)

< 作成責任者 >

アクシース・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシース・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシース・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