



## 米国ハイ・イールド債市場

2004年7月のポスト・アドバイザリー・グループのファンドの運用成績を添付します。ハイ・イールド債市場は6月、7月と順調な運用成績を上げ、雇用ショックからの4月、5月の損失を取り返した形となっています。ポスト社の旗艦ファンドであるトラディショナル・コンポジットの7月のリターンはプラス1.02%で、YTDは3.02%となっています。今年残りあと5ヶ月で毎月1%のリターンを達成できれば、我々が年初予想していた今年のリターン8%となります。連銀の追加利上げ0.5%は織り込み済みの市場ですので（FFファンドの先物12月限月の本日の引けは1.935%）金利動向からのマイナスのインパクトの可能性はそれ程ないと思われます。一方、スプレッドが大幅に縮小していく可能性は小さいと思われ、従って今後毎月1%（年12%）のリターンを上げるには、連銀の今後の追加利上げの可能性が小さくなり、更に、石油価格動向、大統領選挙動向、イラク動向等で株式市場が上げる必要があると思われます。可能性？ちょっときついと思います。追加利上げが遠のく状況は多分ブッシュ大統領には不利であり（中長期的に政権の交代は市場に中立でしょうが、短期的にはケリー候補の主張する税制を市場は嫌うと思われます）イラク情勢が早期に落ち着き、石油価格が大幅に下落する可能性も小さいからです。

上述の運用成績の報告に合わせて、以下にポスト社が7月の市場に関して書いたレポートの邦訳を掲載します。

### < Post Advisory Group, July 2004 Update >

（この2ヶ月間の安定した市場で）漸く海に戻っても安心だと思われたところで、鯨が2-3匹姿を見せ始めた。ここでの最大の鯨にあたるのが、投資適格債市場からの贈り物で、何と7月の1ヶ月間に137億ドルもの社債がジャンク債に落ちてきた。（少なくとも格付け会社1社がBaまたはBBに格付けを落としたもの）この量は月間としては2002年11月以来のもので、6月のゼロと対照的である。AT&Tの77億ドルがその56%を占めている。

第2の鯨は、第1の鯨に比べると若干予想困難なものだった、「再レバレッジ・ゲーム」と

いう鮫である。LBO 企業が求める買収相手が不足する中、明らかな狙い目のひとつとされたのが、LBO のスポンサーから会社を買って再度レバレッジを掛けることである。ボーデン・ケミカルが、このタイプである。同社は IPO の届出を行った（通常市場に好感される）が、どうやらそのことがアポロ・パートナーズを刺激し、彼らから予期せぬ買収提案を引き出したようである。ハイ・イールド債は、殆どのものが投資家に所有権の変更に伴うプット・オプション（価格は通常 101）を与えているが、多くの社債の価格が 100 を遥かに超えている現状では、殆ど意味が無い。一部のケースでは、再レバレッジは所有権の変更を伴わない。（例えば AMC エンターテインメントのケース）ボーデンの場合、彼らの発行した社債の内 1 銘柄は格下げが起きれば社債契約に基づき償還されるが、残りは投資適格の格付けを受けたもので、格下げに伴う償還条件は付いていない。

今後人気を集める可能性のある金融取引が、インカム・デポジット証券(IDS)である。これは、事実上会社の社債と高配当株式の組み合わせである。幾つかのものが発行されており、多くのものが発行準備中である。その殆どがハイ・イールド債発行企業によるもので、ユナイテッド・アグリ・プロダクト等が例として挙げられる。この証券発行の既発債へのインパクトは、プラスの筈である。何故ならば、これらのディールがなされるためには、通常既発債はプレミアム付きで償還されるからである。しかし、S&P によるユナイテッド・アグリ・プロダクトの社債に対する格下げは「頭を混乱させる」ものであった。S&P は IDS によりレバレッジが高まる可能性があるとして格付けを下げたのだが、もし IDS の発行が上手く行けば、全ての既発債が償還されるのである。（しかも高い価格で...）もし上手く行かない場合でも、同社の資本構成に変化が起きないだけである。どうやら、最近では「再レバレッジの意向あり」というだけで格付けが下がるようである。

「墮ちた天子」のハイ・イールド・インデックスに与える影響は、興味深い。例えば、リーマンは、格下げがあると月末時点でその月に新しく投資不適格債に入ってきた社債をインデックスに取り入れ、市場価格で全額をインデックスに反映させる。AT&T は 7 月 29 日に格下げされたので、8 月初め以降のインデックスに入ることになる。メリル・リンチ、CSFB、JP モルガンは、新しい社債は 3 ヶ月間「慣らして」からインデックスに入れる。（AT&T のケースでは、77 億ドルの大半がハイ・イールド投資家の手に渡ったとは思えないので、リーマンのケースは現実的ではない）。更に、CSFB インデックスの場合、どの社債にせよ、その発行体の発行した最大の 2 銘柄のみをインデックスに含める。AT&T のケースでは 27.5 億ドルとなるので、CSFB のインデックスでは AT&T の占める比率はリーマンのそれに比べてずっと小さくなる。

我々の運用するポートフォリオは、以下の理由によりインデックスとの相関が小さい。

1. 我々はインデックスを意識しない。市場を上回る利回りを上げるには、相対的価値のある銘柄を見出し、全ポートフォリオ銘柄の信用リスク判断を行う必要があると考える。
2. 我々のポートフォリオの市場全体に占める割合が0.5%強に過ぎないことから、投資資金を全額運用する必要性から発行金額の大きなものに投資しなければならないという圧力を受けない。
3. 一般的に言って、発行金額が大きい銘柄は多くの運用者に注目されている。「相対的に安い買い物」を捜す我々の手法では、中型の発行企業のもので優れた成果を挙げる。
4. 発行規模の大きいものはインデックス商品に含まれ、それがためにプレミアム付価格で売買される傾向が強い。

Axes Japan News Letter (No14)

(2004年8月17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      営業本部長 中島正雄

: 03-5200-5211 (代表)

e-mail : [nakashima@axesjapan.com](mailto: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。