

米国ハイ・イールド市場：

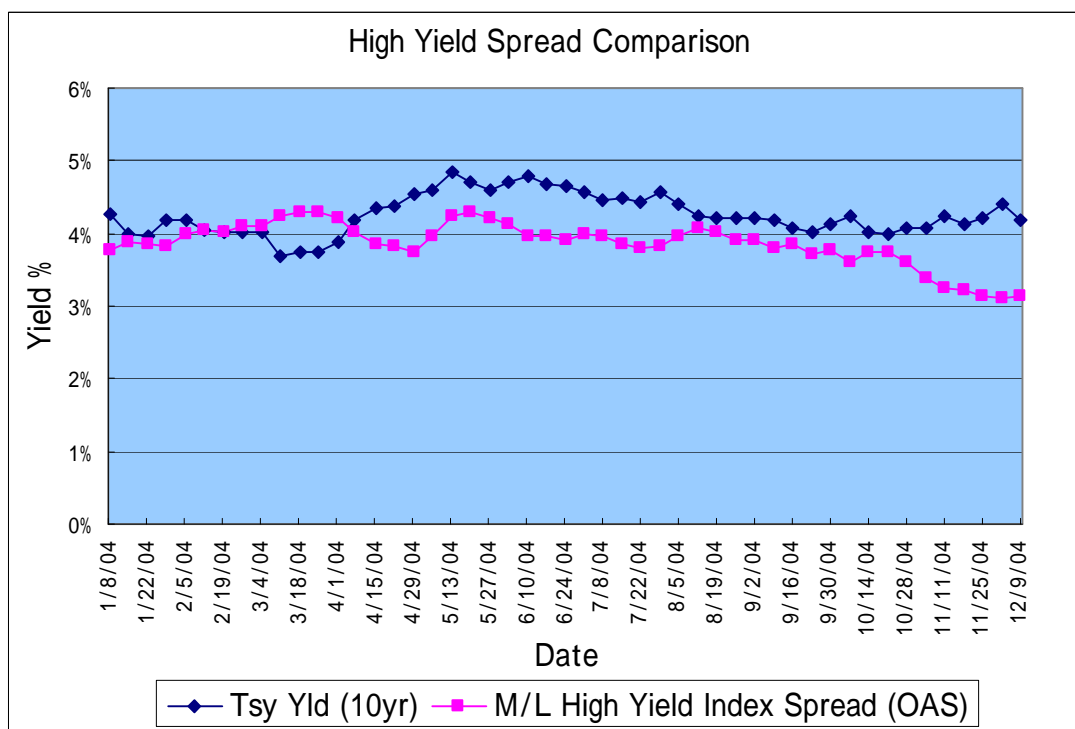
11 月も堅調

ポスト・アドバイザーの運用するファンドの 11 月の成績を送付いたします。
トラディショナル・コンポジットは 6 月から 11 月までの半年間年率 15.50% で運用され、
この間のスプレッドの縮小が生み出したリターンの大きさを改めて認識させられます。

トラディショナル・コンポジットが今年 8.52% のリターンであるのに対してリーマン・インデックスは 9.51% のリターンを上げています。この 11 ヶ月間の月次変動率の年率換算では、トラディショナルが 2.80%、リーマンが 4.16% となっており、安定性とリターンがトレード・オフされた形です。

投資信託は今年約 34 億ドルをハイ・イールド市場から「抜き」ましたが、ペンション・ファンド、大学基金、保険会社等からの投資が活発であり、また、投資適格債の格付け上昇、新規発行の多くが借り換えという要因もあり、堅調な需給関係が維持されています。

一方で、好調なリターン、強い需要を背景に、投資家側のガードが下がり、1 - 2 年前では受け入れられなかったと思われる「甘い発行条件」での発行が指摘されています。これは将来市場が悪化した際に「問題児」として表面化する可能性があると思われるので、これからの投資に際しては考慮を要する点です。最近のディールでは、BB から BB+ では 6% 割れのクーポンになっており、B- でも 7.25% というようなものもあります（最近の主要ディールのデータを添付します。）



上のチャートで分かるように、スプレッドは年初比で 100 ベーシス近く縮小しています(BB インデックスのスプレッドは 1998 年 8 月以来の 200 ベーシス以下)が、目先デフォルト率の顕著な上昇が起きることはなく、当面スプレッドの拡大懸念はないと予想されます。しかし、連銀による利上げが根っこの部分の金利を押し上げることから、来年もハイ・イールド債が過去 2 年間のようなりターンを上げることが期待するのは難しいと思われます。敢えて来年のりターンを予想するならば 6 - 8%というところかと思いますが、固定利付き債市場の中では今年同様に最も安定した動きとなると思われます。

間もなく 2004 年も終わります。全体として「結果オーライ」でしたが、難しい市場だったと思います。連銀による利上げの部分はほぼ予想通りだったと思いますが、個々の市場のボラティリティーは高く、原油市場の急騰と急落、ユーロの急騰と金の乱高下、米国 10 年債の春以降の価格上昇、等々、足元をすくわれた投資家も多いと思います。その中で極めて安定したりターンを上げたのがハイ・イールド債でした。今後もハイ・イールド債の運用成績は安定したものになると思いますが、前述の通り「質の悪い」債券が潜っていますので、玉と石を見分ける能力のある運用マネージャーを選択することが重要です。

ポスト・アドバイザーが 11 月のレポートの中で、格付け会社の格付けに対する疑問を Dollar General 社を例に提起しています。

「同社は中西部と南西部を中心に 7000 の小型店舗を持つディスカウント・チェーン。何年にも亘って伸びている EBITDA は過去 1 年に約 6 億 8000 万ドルに拡大。同社の負債残高は 3 億 3600 万ドル。金利カバレッジは 24 倍で、「A」格の会社に匹敵する。また、株式総額は 66 億ドルで、負債の 20 倍ある。過去数年に同社は負債を 50%減らし、EBITDA を 40%拡大した。我々の格付けでは Dollar General 社は適格投資水準の BBB-/Baa3 にあり、何故、格付け会社が BB+/Ba2 とするのか不明である。」

このような格付けに対する見解の違いがマネージャーに投資機会を提供するわけで、文句を言うべきではないのですが、何故かポスト社は不満のようです。

金の ETF がニューヨーク株式市場に上場されました。機関投資家にとっては、今までは金への投資というと金鉱株のファンドが中心でした。現物の金を持つことは保管料、保険料等でコストがかかり、一方何のキャッシュ・フローも生まないことから、投機的な投資家以外は殆ど投資対象としてきませんでした。しかし、年率 0.40%程度のコスト負担で保有出来ることから、今後は機関投資家の長期的な投資対象になると思います。11 月 18 日にスタートして、12 月 17 日までの 21 営業日に平均 440 万株が取引されており、これは 1 日約 13 トンに相当します。有史以来地上に掘り出された金の総量が 15 万トン、世界の公的機関が持つ金が 3 万 2,000 トン、米国政府の持つ量が 8,000 トン、日本政府のそれは 765 トン(時価 107 億ドル。日本政府の米国債保有残高は 6000 億ドルを超える)です。金はロンドンでの現物、NY、東京での先物等、商いは活発です。兌換通貨が消えたとはいえまだ公的準備として生きている金。ドルの垂れ流しが続く今日、金の持つ意味は大きくなりつつあります。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No18)

(2004 年 12 月 22 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 Hongokuchō, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021

TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100