

米国ハイ・イールド市場：

2004 年回顧 2005 年展望

ポスト・アドバイザー・グループが運用するファンドの 12 月の成績を添付します。昨年は、前半不調ながら後半は負け無しで、最も安全志向のトラディショナル・コンポジットで年間運用成績は 9.71% となりました。このリターンは 2004 年当初予想した 8~10% のレンジに見事に入ったわけですが、夏場に「8% はちょっと難しいと思います」と弱気の軌道修正をしていたので、予想は「外れ」と言うべきでしょう。

以下に、2004 年のハイ・イールド市場関連のデータをいくつか示します。

固定利付き債投資信託の運用成績（出典：モーニングスター）

イマージング債	11.93%
ハイ・イールド債	9.85%
ワールド・ボンド	8.74%
マルチ・セクター・ボンド	7.92%
長期国債	7.82%
長期債	6.19%
中期債	3.86%
銀行ローン	3.70%
中期国債	3.38%
短期債	1.55%
短期国債	1.30%
超短期債	1.16%

年末の 10 年国債の利回り： 4.22% （2003 年末は 4.25%）

リーマン・ハイ・イールド・インデックス・リターン： 11.14% (2003 年は 27.92%)

ハイ・イールド債発行額(全世界)： 1582 億ドル （2003 年は 1516 億ドル）

ハイ・イールド債発行額(米国)： 1320 億ドル （2003 年は 1339 億ドル）

ハイ・イールド債発行残高(全世界)： 9150 億ドル （2003 年末は 9190 億ドル）

スプレッド (CSFB ハイ・イールド・インデックス)： 346bp (2003 年末は 486bp)

デフォルト率 (ムーディーズによる)： 2.2% （2003 年末は 5.2%）

ハイ・イールド債投資信託： 33 億ドルの資金流出 （2003 年は 267 億ドルの流入）

2005 年のハイ・イールド債市場を考える前に、今年の主要テーマを Dreyfus のチーフ・エコノミストのディック・ハウイ氏のレポートから拾ってみます（ハウイ氏は元ドレクセル・バーナムのエコノミストです）。

- 1) 景気サイクル中盤の景気拡大が持続
- 2) 世界経済の拡大鈍化
- 3) 米国経済の拡大ペースが落ちて過去の平均的なペースに
- 4) 世界の貿易バランスと資本移動の不均衡のゆっくりとした是正の始まり
- 5) 鋸の歯のような上下動を伴う、長期に亘るドルの下落
- 6) エネルギー価格の下落
- 7) (ヘッドライン)インフレ率の下落
- 8) コアのインフレ率の緩慢な上昇
- 9) 住宅市場の頭打ちと、消費支出の伸びの鈍化
- 10) 消費中心の景気拡大から工業生産中心の景気拡大への変化
- 11) 金利のゆっくりとした上昇 - 年末のFFレートは3.5%近辺、10年国債の利回りは5%に近づく
- 12) 企業利益の伸びの鈍化
- 13) 社会保障制度改革の議論と米国の人口構造の変化が生み出す問題に関する国民教育
- 14) 良質の株式を選好する傾向の強まり

上記のシナリオを纏めると、

- 1) 経済は拡大を続けるもののスロー・ペース
- 2) ドル安が続くがインフレの加速はない
- 3) 消費主導経済から生産主導経済へ
- 4) 金利はFFレートを中心に上昇

以上の環境からは社債のデフォルト率が急上昇するとは思われませんが、連銀による利上げはイールド・カーブ全体を押し上げると考えられます。現在、ハイ・イールド債の多くの利回りが7%を下回る状況で、利上げを吸収する余地は小さくなっています。この利回りを上回るリターンを上げるためには、「格上げの可能性のある債券への投資」「短期的売買による利鞘稼ぎ」ということとなります。ポスト社の運用するファンドのポートフォリオの年間の回転率は100%近く、流通市場で割安のものを拾うことを心掛けており、より高いリターン獲得の可能性を残しています。

また、リスク回避という意味では、一昨年からのハイ・イールド市場の上げ相場の中で質の悪い債券が発行されているので、選択眼の確かなマネージャーに運用を委託することが重要です。昨年の買収に絡む資金調達では、従来であれば買収資金調達のための社債にB格付け取得を条件として資本構成を考えたディールが、株式部分の利回りを高めるために、CCC格しか取得出来ない資本構成(要するにレバレッジが高い)で資金調達を行っています。それが許容されるほど需要の強い市場であったということですが、これらの質の悪い債券は市場が悪化すると突然ビッドが急落するというリスクを負っています。

昨年同様に、今年も利付き債市場の中ではハイ・イールド債が最も安定し、高いリターンを上げられると思われませんが、上述のように種々の困難が待ち構えています。我々がポスト・アドバイザーを推奨するのは、彼らの過去の金利上昇時におけるパフォーマンスの良さを高く評価するからです。

昨年10月のレポートでIDS(またはEIS)という株式と債券のハイブリッド証券を紹介しました。当時米国で上場されていたのはポリウム・サービス・アメリカ(CVP)とB&Gフーズ(BGF)ですが、その時点からの値動きは、CVPが一旦下げたものの当時のレベルに回復、B&Gは10月の上場時から殆ど値動きなし。従って、投資家は毎月のクーポンをクリップしたことになり、利回り(年率)はそれぞれ11.4%、12.0%程度です。ハイブリッド証券ということで格付けはありませんが、最近のハイ・イールド市場の利回りから考えるとこの利回りはCCCマイナス程度に相当します。もっと注目されて良いのでは?と思いますが、CVPはともかく、BGFの方は殆ど商いもない状況です。

昨年12月に、ナレッジ・ラーニング社がキンダー・ケア社の買収に当たり1億ドルのリボルビング・クレジットと5億4000万ドルの銀行融資を受けています。この買収によりナレッジ・ラーニング社は全米に1,909ヶ所の保育所を有する米国最大の幼児教育会社になります。この調達に当たり、S&Pが買収の発表後「ネガティブ・クレジット・ウォッチ」に入れていた同社の格付けを「B+」で維持することが確認され、これが為にローンは問題なく確保されました。格付けにより融資の金利が変わるわけで、経営者にとっては大きな問題です。そして、この会社のオーナーとしてS&Pの格付けを待ち望んだのが、かつて格付け会社の格付けを「無意味」としたジャンク・ボンド・キング、マイク・ミルケン氏であることは興味深い運命の巡り合わせです。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No19)

(2005年1月21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 Hongokucho, Chuo-ku, Tokyo, Japan 103-0021

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