

米国ハイ・イールド市場：

2005 年 2 月 格付け会社が格付けされる

2005 年 1 月のポスト・アドバイザー・グループ運用のファンドの成績を添付します。

2005 年の最初の月、ハイ・イールド市場は概ね横這いでしたが、CCC のクラスが一番弱く、格付けの高い「ジャンク」が最も良い成績をあげました。ポスト社の運用するファンドは保守的なポートフォリオ構成となっていることから、トラディショナル・コンポジットでプラス 0.06%、プラス・コンポジットが 0.81%、オポチュニスティック・コンポジットが 0.82%となっています。1 月の株式市場は昨年 12 月の上昇を吐き出すようなもので、S&P500DRI でマイナス 2.44%でした。

ハイ・イールド債は 1 月は例年好成績を挙げてきましたが、ことしはフラットで、ポスト社のラリー・ポースト氏は「昨年 12 月が 1 月分を先取りした」と述べています。

本日(2 月 22 日付)の新聞で、「トヨタ自動車は米国にあと 2 ヶ所生産拠点を設け、シェアで GM を抜く戦略を採る」と報じられておりますが、受ける側の GM は、市場のシェア低下および退職者の医療保険と年金の支払いの重圧で自動車本体とファイナンス会社の格付けがジャンク債になるのでは?と懸念されています。社債の発行残高は、本社が 120 億ドル(Baa2/BBB-)、GMAC のそれが 340 億ドル(Baa1/BBB-)で、合計 460 億ドルあります。

2003 年に「史上最高の成績」を上げ、2004 年に利上げ環境の中でも「意外に良い成績」を上げた米国ハイ・イールド市場ですが、2005 年について大手運用マネージャーのシェンクマン・キャピタルは次のように書いています。

「我々は 2005 年も 2004 年に近い動きをすると見ており、今年も旧式な考えに囚われる人間は再び間違いを犯す可能性がある。ウォール・ストリートの『賢者』達は、相変わらず、短期金利の上昇により利付き債への投資は全て損失を被るであろう、と言い続けている。我々の見解では金利上昇の効果は以下のプラス要因によって打消される筈である。

- 他の市場に魅力的な投資チャンスが見出せない。
- 投資家は多額の現金を手持ちし、投資機会を狙っている。
- 年金基金のような多くの機関投資家が高レベルの現金収入を必要とする。
- その他多くの投資に比べ、ハイ・イールド債はイールドにおいて大きく勝る。

実質金利 1%、インフレ率を 2.5%前後と仮定すると、10 年国債の 2005 年末の利回りは一般が考えるような 5%から 5.25%ではなく、4.5%から 4.7%という範囲に収まると思わ

れる。

ハイ・イールド市場はデフォルト率の低下、新規発行量の減少、7%から 8%のイールドを必要とする投資家の存在、これらが下支えとなり、2005 年のリターンも予想以上のものになるであろう。」

<フィッチによる 2004 年倒産データ>

次の表は格付け会社フィッチによる 2001 年から 2004 年のデフォルトの統計です。

	2004 年	2003 年	2002 年	2001 年
デフォルト金額	100 億ドル	338 億ドル	1098 億ドル	782 億ドル
デフォルト率*	1.5%	5.0%	16.4%	12.9%
デフォルト件数**	37	100	163	173
平均回収率	62%	44%	22%	30%

(* フォールン・エンジェルを除いたデフォルト率は 2001 年が 9.7%、2002 年が 12.4%

** フォールン・エンジェルを除いた加重平均回収率は 2001 年が 15%、2002 年が 26%)

また、各業種がデフォルト債の中に占める割合は次の通りです。

賭博、ホテル、レストラン	23 億ドル	22.7%
テレコミュニケーション	16 億ドル	16.3%
金属加工、鉱山	10 億ドル	10.1%
放送・メディア	8 億ドル	8.0%
エネルギー	4 億ドル	4.5%
化学品	4 億ドル	4.5%
製造業	4 億ドル	4.4%
コンピューター、電器	4 億ドル	3.8%
製紙	3 億ドル	3.3%
運送・運輸	3 億ドル	2.9%
食品・飲料・煙草	3 億ドル	2.7%
繊維・家具	3 億ドル	2.6%
医療・薬品	2 億ドル	1.8%
その他	12 億ドル	12.4%
合計	100 億ドル	100%

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

< 格付け会社の新規参入 >

最近、格付け会社に与えられた「特典」が話題になっています。米国の債券格付けビジネスは S&P、ムーディーズ、フィッチの 3 社でほぼ独占状態にありますが、これは彼らが証券取引委員会 (SEC) から特別の「お墨付き」を貰っていることが大きく影響しています。この「お墨」は Nationally Recognized Statistical Rating Organization (NRSRO) というもので、1975 年に開始された「証券会社の必要純資産の計算に際し、彼らの格付けに基づいて資産のヘアーカットがなされなければならない」という SEC のネット・キャピタル・ルールからスタートしています。(フィッチは 1997 年にフランスのフィマラックが所有する NRSRO だった IBCA と合併しフィラマックの傘下に収まり、また、2000 年にはこれも NRSRO だったダフ & フェルプスを吸収し現在に至っています。)

NRSRO の地位を取得するには当該会社の格付けが「広く一般に採用されている」ことが条件ですが、NRSRO の地位がないと広く一般に採用されないという矛盾があります (IBCA とフィッチの合併は、限定的 NASRO で、S&P、ムーディーズと同様の (全面的) NRSRO を何度申請しても認可されなかった IBCA が、フィッチと合併することでその地位を手に入れるためのものでした)。この矛盾への挑戦が何度かなされ、米国内外の格付け会社が NRSRO の地位を求めて SEC に申請書を出すのですが、何時も放っておかれました。この寡占状態は独占禁止法上も問題となり、1998 年に司法省の反トラスト委員会は、NRSRO 認定の手続きを変更すべきとの意見書を出しています。

2001 年から 2002 年にかけてのエンロン、ワールド・コム等の会計疑惑事件は、3 大格付け会社が「役立たず」だとの批判を生み、議会も寡占状態にある格付けビジネスの見直しに重い腰を上げました。

格付け会社の問題は、

- 1) 「格付けされる会社が格付け費用を格付け会社に支払う」という明確な利害の衝突がある。エンロンの倒産 4 日前まで 3 大格付け会社がエンロンを「投資適格会社」で据え置いた背景に、エンロンが格付け会社の大顧客であったことが指摘されている。
- 2) SEC による NRSRO の地位認定の手続きが明確でない(故に新規の申請が放っておかれた)。
- 3) 昨年 1 兆 2000 億ドルという規模に達した米国の社債市場では、格付け無しでは実際問題として発行が出来ない。これは、投資家側に格付けによる縛りがあり、特に銀行等の金融機関の保有する資産は NRSRO による格付けによって保有規制がかけられていることによる。この規制は NRSRO を認可する SEC によって課せられている。
- 4) 格付け会社の「格付け」は憲法修正第 1 条で保護される「意見」であり、その意見に従ったことによる被害に対する求償は出来ない。エンロンのケースでも格付け会社は何ら法律上の追及をされた事実はない。
- 5) 格付け会社は格付けを付与する際に多額の費用を徴収するが(発行体は格付け無しでは

Post Advisory Group LLC Fund Performance Record

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update January 2005 (Estimate)

Performance History			Cumulative	Annualized	Standard		
	Jan-05	YTD	Annualized	Returns	Deviations	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	0.06%	0.06%	10.58%	4.51%	2.35	\$3.57 billion	
Post Plus Fund Composite	0.81%	0.81%	13.90%	6.01%	2.31	\$0.34 billion	
Post Opportunistic Fund Composite	0.82%	0.82%	18.47%	10.83%	1.71	\$1.32 billion	
Lehman Index (Since Sept. 1993)	-0.13%	-0.13%	7.28%	7.02%	1.04		

Gross Monthly Return

Traditional Fund Composite

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.06%												0.06%
2004	1.06%	0.21%	0.73%	-0.15%	-1.14%	1.26%	1.02%	1.30%	1.51%	1.45%	0.98%	1.10%	9.70%
2003	1.91%	1.33%	1.81%	3.03%	0.64%	1.81%	-0.54%	1.09%	2.10%	1.21%	1.21%	1.78%	18.79%
2002	1.47%	0.51%	1.16%	1.31%	0.40%	-3.02%	-1.64%	1.55%	0.27%	0.40%	3.77%	0.72%	6.96%
2001	2.49%	1.23%	0.15%	1.69%	2.06%	0.56%	1.12%	1.18%	-7.78%	2.54%	2.92%	0.83%	8.88%
2000	1.51%	0.51%	-0.25%	0.34%	-0.67%	1.24%	0.67%	0.54%	0.84%	-0.66%	-1.85%	0.90%	3.11%
1999	1.92%	-0.42%	1.89%	1.40%	-0.29%	0.54%	0.37%	0.13%	0.06%	0.68%	0.62%	0.54%	7.66%
1998	1.40%	0.68%	1.08%	0.97%	0.73%	0.64%	0.73%	-4.22%	0.32%	0.56%	4.04%	0.43%	7.41%
1997	1.71%	1.95%	0.18%	0.56%	1.66%	0.92%	2.18%	1.35%	1.69%	0.47%	0.60%	1.16%	15.41%
1996	2.06%	1.02%	0.23%	1.27%	1.23%	0.50%	1.07%	1.11%	1.79%	0.96%	1.24%	0.81%	14.10%
1995	1.34%	2.59%	1.30%	2.00%	1.91%	1.06%	1.81%	0.63%	1.26%	0.75%	1.20%	1.95%	19.30%
1994	2.37%	0.82%	-1.91%	-0.64%	0.51%	0.40%	0.99%	0.60%	0.82%	0.52%	-0.12%	0.45%	4.86%
1993									1.22%	1.67%	1.07%	1.55%	5.62%

Plus Fund Composite

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.81%												0.81%
2004	1.79%	0.69%	1.04%	0.36%	-0.38%	1.34%	0.80%	1.26%	1.23%	1.79%	1.95%	2.15%	14.93%
2003	4.30%	1.05%	3.94%	5.59%	2.25%	1.87%	0.21%	1.11%	2.92%	2.72%	1.66%	1.38%	33.01%
2002	3.65%	0.78%	3.04%	1.81%	-0.26%	-3.85%	-5.29%	0.55%	-0.55%	1.07%	6.16%	2.01%	8.93%
2001	3.97%	2.31%	-0.82%	1.42%	4.31%	0.76%	1.14%	0.70%	-6.33%	2.60%	2.92%	2.60%	16.25%
2000	2.52%	1.87%	0.66%	0.20%	-0.95%	1.24%	-0.35%	-1.30%	-1.52%	-1.80%	-3.74%	0.27%	-3.02%
1999	0.80%	0.01%	2.27%	1.16%	-0.03%	0.67%	0.55%	-0.67%	-0.28%	0.31%	1.16%	0.94%	7.07%
1998	1.72%	0.92%	2.07%	1.14%	0.91%	0.67%	0.58%	-4.97%	-1.37%	-1.21%	4.86%	0.77%	5.96%
1997	0.88%	2.03%	0.22%	1.09%	1.93%	0.14%	1.54%	0.89%	2.21%	0.64%	1.36%	1.05%	14.89%
1996	2.72%	0.98%	1.09%	1.67%	1.51%	1.87%	-2.41%	1.11%	2.28%	0.89%	2.01%	2.85%	17.78%
1995	1.47%	2.88%	1.76%	1.22%	2.56%	1.44%	2.48%	0.60%	1.83%	0.93%	1.93%	2.64%	24.00%
1994	2.64%	2.24%	-0.07%	-0.98%	0.07%	0.12%	1.52%	0.13%	0.26%	-0.77%	-0.30%	0.28%	5.18%
1993	2.78%	1.99%	2.91%	1.30%	2.16%	2.43%	1.01%	1.50%	0.79%	2.29%	1.24%	1.38%	24.06%
1992							2.93%	1.97%	1.53%	0.37%	1.27%	1.03%	9.43%

Opportunistic Fund Composite

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.82%												0.82%
2004	3.08%	0.17%	0.27%	0.22%	-0.13%	0.87%	0.50%	0.77%	0.84%	1.48%	2.21%	1.87%	12.80%
2003	6.24%	0.67%	3.24%	6.15%	3.53%	2.33%	0.67%	1.21%	3.24%	3.87%	2.50%	1.21%	40.76%
2002	4.30%	0.63%	6.36%	3.05%	0.71%	-7.43%	-7.62%	1.05%	-3.57%	0.45%	8.69%	2.25%	7.78%
2001	6.81%	4.43%	-0.61%	1.81%	8.85%	2.14%	0.23%	0.82%	-4.32%	4.33%	4.27%	2.39%	35.13%
2000	4.54%	6.43%	2.31%	-0.59%	-0.41%	5.62%	1.32%	-0.52%	-1.74%	-3.36%	-4.00%	-2.40%	6.77%
1999			0.00%	4.48%	1.38%	1.78%	0.35%	0.66%	-2.56%	-1.44%	2.91%	1.64%	9.39%