

米国ハイ・イールド債市場：

2005年3月 激安！「一流企業社債、年利回り9.33%」

ポスト・アドバイザーが運用するファンドの2月の成績を添付します。安全志向のトラディショナル・コンポジットが0.98%、ヘッジファンド・タイプのオポチュニスティック・コンポジットが1.83%、その中間のプラス・コンポジットが1.40%でした。

ハイ・イールド市場では、相変わらず「今のスプレッドが何時までも続く筈がない。必ずクレジット・イベントが発生し、スプレッドが拡大する」として手持ち現金を増やす投資家と「米国経済は安定し、原油高にもかかわらずインフレの高騰は見られず、リファイナンスした企業の財務内容はしっかりしており、従って企業倒産率は低く推移し、スプレッドの拡大も当面起きない」とする投資家の綱引きが行われています。2月中は後者が若干優勢でしたが、ここにきて前者が引き戻しています。

2月は1月に引き続き投資適格債からジャンク債の世界に堕ちて来たものがなく、2ヶ月連続「Fallen Angels」の誕生がないのは1997年の6、7月以来のことだそうです。しかし、業界の主たる話題は、ゴリラ・サイズの Fallen Angels が生まれる可能性です。嘗ては(いや、今でも)米国を代表する企業だったGMが、そのゴリラです。このGMが3月16日に業績見通しを下方修正したことから、株式は14%下げて1994年以来の28ドル台に下落。2000年のピークが94ドル前後ですから、70%下げたことになります。社債も大幅に下げ、2013年7月15日満期クーポン7.125%のボンドは8.98%の利回りで、最近の新発B格付けのものの利回りが8%前後であることを考えれば市場では既に完璧にジャンク・ボンド扱いになっています(フィッチは業績見通しを受けて格付けをBB-に落としました)。5年のクレジット・デフォルト・スワップ(CDS)市場では、GMのスプレッドはB-Indexのそれよりも199ベーシス・ポイント広がっています。2033年満期の社債のイールドは9.33%で、なんと9%を超えるリターンを向こう28年間受け取れます。「デフォルト・リスク？」クライスラーを救った国です。トヨタを初めとする日本銘柄に負けてGMが倒産ということになれば、全米の車に星条旗が翻り、日本車ボイコット、GMのディーラーに庶民が殺到、ということになると思いませんか？選挙民を意識した国会議員は、当然GM救済を大統領に要求します。もしかすると、トヨタがGMを買うことになるかも知れません。9.33%を複利で28年間運用すると12倍になります。

あるファンド・マネージャーは、B-Index とGMのCDSのスプレッドのレベルを比較して、「GMのスプレッドが広すぎるのではなく、B-Indexのスプレッドが異常に狭いのだ」

という厳しい指摘をしています。

ハイ・イールド債券が利付き債である以上全体の金利上昇の影響を受けるのは当然ですが、スプレッドに関しては「債務不履行率」の推移次第です。現在のようにハイ・イールド債の倒産率が2%を割り込む状況であれば、2月末の300b.p.スプレッド（CSFB High Yield Index スプレッド）でもハイ・イールド債への投資は他の利付き債投資に比べて十分に妙味があります（下記のように、昨年ハイ・イールド債の債務不履行からの損失は全体の0.6%です）。また、企業の財務内容が改善していることから、格付けの上昇が見込まれる社債も多く、銘柄選択を上手くすることにより格上げからの値上がり益も見込めます。ポスト社が運用するトラディショナル・コンポジットに入っている銘柄の3分の1程度は向こう18ヶ月以内に格付けの上昇の可能性があるもので、そこから期待できるファンド全体の追加リターンを1%と見ています。

格付け会社のフィッチが昨年の米国ハイ・イールド市場の債務不履行を次のように総括しています。

- * 2004年に債務不履行を起した発行体の数は37社で前年比マイナス63%、発行額面で見ると100億ドルで70%減であった。
- * 2004年には次の産業に属する企業の債務不履行が多かった：賭博・ホテル・レストラン業(総額23億ドル。このセクターのデフォルト率は5.8%)、通信(16億ドル、2.2%)、金属・鉱業(10億ドル、5.5%)、メディア・放送(8億ドル、2.9%)。
- * 大型債務不履行はトランプ・アトランティック・シティー(18億ドル)、RCN(株)(13億ドル)、ペガサス・サテライト(8億ドル)。
- * 2003年に過去の平均的なところにあったデフォルト債の債権回収率は2004年に高まり、加重平均回収率は62%であった。これに対し2003年のそれは44%、2002年には22%であった。
- * デフォルト率の低下と回収率の向上で、2004年の損失率は0.6%であった。
- * 2003年、2004年の優先ローンの回収率もクレジット市場の急激な改善を反映して向上した。2001年と2002年合算のローンの回収率は68%だった(同時期の社債の回収率は24%)が、2003年と2004年の回収率は79%になっている。
- * 2004年に投資家のリスク許容度が高まった(スプレッドの縮小)きっかけの1つは、格上げ銘柄数が格下げを上回ったこと、バランスシートの改善での明らかな企業の信用度の向上である。
- * フィッチがハイ・イールド債発行企業の財務内容を調べた結果は、米国経済に対する明るい見通しと、手元流動性の厚みが目先の債務不履行率を引き続き平均以下に押さえ込むことを示唆している。
- * 2005年のデフォルト率は低く推移すると思われるものの、リスクは残っている。例えば、工業、並びに、輸送業に明らかに悪影響を与えるエネルギー価格の上昇

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

の可能性がある。また、CCC 格、或いは、それ以下の社債の比率が高い（昨年末時点で額面ベース 16.6%）という事実は、エネルギー価格の上昇のようなショックに対して弱いことを示している。また、過熱した経済が、金利水準を必要以上に押し上げるリスクも残っている。ハイ・イールド債に投資してクレジット・リスクを取るという市場の熱は、それに代わるリスクの小さい利付き債があれば容易に冷める可能性がある。今以上の利上げは、ハイ・イールド債発行企業の健全性を維持するための重要な要因である経済成長の妨げとなるリスクもある。

2003 年と 2004 年の米国デフォルト債の明細を添付します。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No22)

(2005 年 3 月 23 日号)

< 作成責任者 >

アクシズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシズ・アメリカ LLC

CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシズ・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

2003 US High Yield Bond Defaults (by Fitch)

Month	Issuer	Outstanding (\$)	Default Date	Defaults Source	Rating Industry
January	Banco Riad De La Plata	250,000,000	1/15/03	Missed Coupon Payment	Banking and Finance
	Congloerum Corp	100,000,000	1/14/03	Chapter 11 Filing	Textiles and Furniture
	EMIP Distribution Norte	87,500,000	1/16/03	Missed Coupon Payment	Utilities
	Glencore Nickel Pty Ltd.	283,268,281	1/1/03	Missed Coupon Payment	Metals and Mining
	Globo Cabo Sa	97,700,000	1/15/03	Missed Coupon Payment	Cable
	Key4media Group Inc.	290,000,000	1/15/03	Missed Coupon Payment	Broadcasting and Media
	Microcell Telecommunications	687,973,000	1/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	NRG Northeast Generating*	503,000,000	1/15/03	Missed Coupon Payment	Utilities
	Sun World International	115,000,000	1/30/03	Chapter 11 Filing	Farming and Agriculture
	Venture Holdings Trust	455,000,000	1/1/03	Missed Coupon Payment	Industrial/Manufacturing
	XM Satellite Radio Inc	24,800,000	1/30/03	Distressed Exchange	Broadcasting and Media
	January Total	2,904,241,281			
	February	BGF Industries Inc.	100,000,000	2/15/03	Missed Coupon Payment
Corporation Durango Sa de CV		175,000,000	2/15/03	Missed Coupon Payment	Paper and Forest Products
IPCS Inc.		300,000,000	2/23/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
Maxxim Medical Group Inc.		144,552,000	2/11/03	Chapter 11 Filing	Health Care and Pharmaceutical
Transportadora Gas Norte		175,000,000	2/25/03	Missed Coupon Payment	Utilities
Ubiquitel Operating Co.		300,000,000	2/24/03	Distressed Exchange	Telecommunication
Wickers Inc.		63,237,000	2/28/03	Distressed Exchange	Retail
February Total		1,257,789,000			
March	AES Drax Energy Limited	200,000,000	3/31/03	Missed Coupon Payment	Utilities
	Anthony Crane Rentals	203,000,000	3/1/03	Missed Coupon Payment	Transportation
	Atlas Air Inc.	475,000,000	3/28/03	Payment Suspension	Transportation
	Grupo Mexico Sa	350,000,000	3/1/03	Missed Coupon Payment	Metals and Mining
	Homegold Financial	18,585,000	3/31/03	Chapter 11 Filing	Banking and Finance
	James Cable Partners LP.	88,000,000	3/15/03	Missed Coupon Payment	Cable
	Magellan Health Services	875,000,000	3/11/03	Chapter 11 Filing	Health Care and Pharmaceutical
	Ntelos Inc.	375,000,000	3/4/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
March Total	2,584,585,000				
April	Acterna Corp.	275,000,000	4/30/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	Air Canada	300,000,000	4/1/03	Chapter 11 Filing	Transportation
	Cable Satisfaction International	155,000,000	4/1/03	Missed Coupon Payment	Cable
	Eagle Food Centers Inc.	85,000,000	4/7/03	Chapter 11 Filing	Retail
	Fleming Companies Inc.	1,220,000,000	4/1/03	Chapter 11 Filing	Food, Beverage, and Tobacco
	HealthSouth Corp.	2,823,000,000	4/1/03	Missed Coupon Payment	Health Care and Pharmaceutical
	Leap Wireless International Inc.	893,000,000	4/14/03	Chapter 11 filing	Telecommunication
	Precision Partners Inc.	100,000,000	4/15/03	Missed Coupon Payment	Industrial/Manufacturing
April Total	5,851,000,000				
May	Allegiance Telecom Inc.	650,000,000	5/14/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
	Amerca	589,500,000	5/15/03	Missed Principal Payment	Transportation
	Fairfield Manufacturing	100,000,000	5/15/03	Missed Coupon Payment	Metals and Mining
	J. Crew Group	142,000,000	5/8/03	Distress Exchange	Retail
	Jackson Products Inc.	115,000,000	5/15/03	Missed Coupon Payment	Industrial/Manufacturing
	Milicom International Cellular	400,000,000	5/7/03	Distress Exchange	Telecommunication
	Mississippi Chemical	200,000,000	5/15/03	Chapter 11 Filing	Chemicals
	Penn Traffic Co.	100,000,000	5/30/03	Chapter 11 Filing	Supermarkets and Drug Store
	Transport de Gas del Sur	150,000,000	5/15/03	Missed Coupon Payment	Energy
	Transport Marit Mex-Sp	400,000,000	5/15/03	Missed Principal Payment	Transportation
	Trenwick Cap Trust I	110,000,000	5/1/03	Missed Coupon Payment	Insurance
	Trenwick Group Ltd.	75,000,000	5/1/03	Missed Coupon Payment	Insurance
	Weirton Steel Corp.	134,200,000	5/19/03	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	May Total	3,165,700,000			
June	Cia Radiocomico Moviles	150,000,000	6/8/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	Details Holdings Corp	110,000,000	6/15/03	Missed Coupon Payment	Computers and Electronics
	General Chem. Indust. Prod.	100,000,000	6/1/03	Missed Coupon Payment	Chemicals
	J.B. Poindexter & Co.	85,000,000	6/13/03	Distressed Exchange	Industrial/Manufacturing
	MTS, Inc.	110,000,000	6/1/03	Missed Coupon Payment	Retail
	National Equipment Services	275,000,000	6/27/03	Chapter 11 Filing	Industrial/Manufacturing
	Neerah Corp.	282,000,000	6/1/03	Missed Coupon Payment	Metals and Mining
	New World Coffee	140,000,000	6/15/03	Missed Principal Payment	Gaming, Lodging and Restaurants
	Philip Services	37,014,000	6/4/03	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	WestPoint Stevens Inc/ Grupo Iusacell, SA DE CV.	1,000,000,000	6/2/03	Chapter 11 Filing	Textiles and Furniture
June Total	2,289,014,000				

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

July	American Cellular Corp.	700,000,000	7/15/03	Distressed Exchange	Telecommunication
	Grupo Iusacell Sa de Cv	500,000,000	7/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	Loral Cyberstar Inc.	613,000,000	7/15/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
	Loral Space & Communications Ltd.	350,000,000	7/15/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
	Lumbermens Mutual Casualty*	700,000,000	7/1/03	Missed Coupon Payment	Insurance
	Mirant Americas Generation LLC	2,500,000,000	7/14/03	Chapter 11 Filing	Utilities
	Mirant Corp	700,000,000	7/14/03	Chapter 11 Filing	Utilities
	Nomandy Yandal Ops Ltd.	237,220,000	7/4/03	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	Petro Geo-Services ASA	1,460,000,000	7/29/03	Chapter 11 Filing	Energy
	Texas Petrochem Holdings	57,650,104	7/21/03	Chapter 11 Filing	Chemicals
	Texas Petrochemical Corp.	225,000,000	7/21/03	Chapter 11 Filing	Chemicals
US Unwired Inc.	400,000,000	7/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication	
July Total	8,442,870,104				
August	Aura Foods Inc.	400,000,000	8/1/03	Missed Coupon Payment	Food, Beverage, and Tobacco
	Cesp-Comp Ener Sao Paulo	300,000,000	8/15/03	Distressed Exchange	Utilities
	DM Inc.	155,000,000	8/25/03	Chapter 11 Filing	Banking and Finance
	Horizon Pcs Inc.	470,000,000	8/15/03	Chapter 11 Filing	Telecommunication
	Romacorp Inc.	57,000,000	8/14/03	Distressed Exchange	Gaming, Lodging, and Restaurants
August Total	1,382,000,000				
September	CANTV Finance Ltd.	100,000,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	Cone Mills Corporation	100,000,000	9/25/03	Chapter 11 Filing	Textiles and Furniture
	High Voltage Engineering Corporation	155,000,000	9/15/03	Missed Coupon Payment	Industrial/Manufacturing
	Hollywood Casino Shreveport	189,000,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Gaming, Lodging, and Restaurants
	Intl Utility Structures	104,139,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Industrial/Manufacturing
	NorthWestern Corp	1,176,962,000	9/15/03	Chapter 11 Filing	Utilities
	Oglebay Norton company	100,000,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Building and Materials
	Radio Unica Corp	158,088,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Broadcasting and Media
	Satelites Mexicanos, SA, De C.V.	556,500,000	9/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
	Twin Laboratories Inc.	39,915,000	9/5/03	Chapter 11 Filing	Health Care and Pharmaceutical
	September Total	2,679,604,000			
October	American Plumbing & Mechanical	94,995,000	10/13/03	Chapter 11 Filing	Miscellaneous
	AP Holdings Inc/	70,000,000	10/15/03	Missed Coupon Payment	Retail
	Avon Energy Partners Holdings*	500,000,000	10/21/03	Distressed Exchange	Utilities
	Piocadilly Cafeterias	55,500,000	10/31/03	Chapter 11 Filing	Gaming, Lodging, and Restaurants
	Republic Engineering Prod.	80,000,000	10/6/03	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	Tricom SA	200,000,000	10/1/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
October Total	1,000,495,000				
November	Almosa Delaware, Inc.	385,900,000	11/11/03	Distressed Exchange	Telecommunication
	Almosa Holdings Inc.	343,600,000	11/11/03	Distressed Exchange	Telecommunication
	Citi Holdings Sa	262,848,000	11/15/03	Missed Coupon Payment	Telecommunication
November Total	992,348,000				
December	CKE Restaurants Inc.	200,000,000	12/11/03	Chapter 11 Filing	Gaming, Lodging, and Restaurant
	Dresser Industries Inc.*	57,170,000	12/16/03	Chapter 11 Filing	Energy
	Iron Age Corporation	100,000,000	12/4/03	Distressed Exchange	Textiles and Furniture
	Iron Age Holdings Corporation	45,184,000	12/4/03	Distressed Exchange	Textiles and Furniture
	Northern Offshore ASA	340,000,000	12/15/03	Missed Coupon Payment	Energy
	Parralet Finanziaria	75,000,000	12/24/03	Chapter 11 Filing	Food, Beverage, and Tobacco
	Solutia Inc	673,000,000	12/17/03	Chapter 11 Filing	Chemicals
December Total	1,438,901,000				
2003 Total in Dollar Volume	33,988,547,385				
2003 total in Number of Issuers	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

2004 US High Yield Bond Defaults (by Fitch)

Month	Issuer	Outstanding (\$)	Default Date	Defaults Source	Rating Industry
January	Archibald Candy Corporation	50,000,000	1/29/04	Chapter 11 Filing	Food, Beverage and Tobacco
	Avado Brands Inc.	225,000,000	1/1/04	Missed Payment	Gaming, Lodging and Restaurant
	International Wire Group	382,000,000	1/1/04	Missed Payment	Computers and Electronics
	Ormet Corporation	150,000,000	1/30/04	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	January Total	807,000,000			
February	Jordan Industries	247,619,000	2/24/04	Distressed Exchange	Industrial/Manufacturing
	Metro Mortgage and Secs Co.	25,000,000	2/11/04	Chapter 11 Filing	Banking and Finance
	RBX Corp.	50,000,000	2/26/04	Chapter 11 Filing	Chemical
	RCN Corp.	1,286,200,000	2/15/04	Missed Payment	Telecommunication
	Summit Securities Inc.	22,500,000	2/11/04	Chapter 11 Filing	Banking and Finance
February Total	1,631,319,000				
March	Dan River Inc.	157,000,000	3/31/04	Chapter 11 Filing	Textile and Furniture
	Fibermark Inc.	330,000,000	3/30/04	Chapter 11 Filing	Paper and forest Products
	G+G Retails Inc.	107,000,000	3/15/04	Distressed Exchange	Retail
	GEO Speciality Chemicals	120,000,000	3/1/04	Missed Payment	Chemical
	Haynes International Inc.	140,000,000	3/29/04	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
	New World Pasta Company	160,000,000	3/15/04	Missed Payment	Food, Beverage and Tobacco
	Protection One Alarm	528,990,000	3/15/04	Missed Payment	Miscellaneous
March Total	1,542,990,000				
April	No Defaults				
April Total	0				
May	No Defaults				
May Total	0				
June	Amer Restaurant Group	250,331,000	6/1/04	Missed Payment	Gaming, Lodging and Restaurants
	Energy Corp Of America	197,672,000	6/15/04	Missed Payment	Energy
	Pegasus Communications	270,167,000	6/2/04	Chapter 11 Filing	Broadcasting and Media
	Pegasus Satellite	526,330,000	6/2/04	Chapter 11 Filing	Broadcasting and Media
	Trico Marine Services	250,000,000	6/15/04	Missed Payment	Energy
June Total	1,494,500,000				
July	No Defaults				Telecommunication
July Total	0				
August	Applied Extrusion Tech	275,000,000	8/1/04	Missed Payment	Chemical
	IWO Holdings Inc.	160,000,000	8/1/04	Missed Payment	Telecommunicatio
	JL French Auto Casting	147,000,000	8/20/04	Distressed Exchange	Automotive
	Metallurg Holdings Inc.	121,000,000	8/1/04	Missed Payment	Metals and Mining
	Metallurg Inc.	136,961,000	8/1/04	Missed Payment	Metals and Mining
August Total	839,961,000				
September	Foster Wheeler Ltd.	192,118,000	9/22/04	Distressed Exchange	Industrial/Manufacturing
	Intermet Corp	175,000,000	9/30/04	Chapter 11 Filing	Metals and Mining
September Total	367,118,000				
October	ATA Holdings Corp	293,302,000	10/26/04	Chapter 11 Filing	Transportation
	Continental Global Group	109,270,000	10/4/04	Distressed Exchange	Miscellaneous
	Termoemcall Funding Corp	145,431,000	10/15/04	Missed Payment	Utilities
October Total	548,003,000				
November	Aaiparma Inc.	175,000,000	11/1/04	Missed Payment	Healthcare and Pharmaceutical
	Oxford Automotive Inc.	280,000,000	11/15/04	Missed Payment	Metals and Mining
	Syratech Corp	148,600,000	11/15/04	Missed Payment	Consumer Products
	Tom's Foods Inc.	60,000,000	11/1/04	Missed Payment	Food, Beverage and Tobacco
	Trump AC Assoc/Funding Inc.	1,300,000,000	11/22/04	Chapter 11 Filing	Gaming, Lodging and Restaurant
	Trump Holdings and Funding	490,000,000	11/22/05	Chapter 12 Filing	Gaming, Lodging and Restaurant
November Total	2,453,600,000				
December	Barak I.T.C.	183,000,000	12/15/04	Missed Payment	Telecommunication
	Tropical Sportswear Intenational	100,000,000	12/16/04	Chapter 11 Filing	Textiles and Furniture
December Total	283,000,000				
2004 Total in Dollar Volume		9,967,491,000			
2004 total in Number of Issuers		37			

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

Post Advisory Group LLC Fund Performance Record

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update February 2005 (Estimate)

Performance History	Feb-05	YTD	Cumulative Annualized Returns since inception	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	0.98%	1.04%	10.59%	4.49%	2.36	\$3.57 billion
Post Plus Fund Composite	1.40%	2.22%	13.93%	5.99%	2.33	\$0.34 billion
Post Opportunistic Fund Composite	1.83%	2.67%	18.54%	10.76%	1.72	\$1.32 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	1.47%	1.34%	7.36%	6.99%	1.05	

Gross Monthly Return

Traditional Fund Composite

Year	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	YTD
2005	0.06%	0.98%											1.04%
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%	1.40%											2.22%
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%	1.83%											2.67%
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%