

米国ハイ・イールド市場： ついに来た「狼」

2005 年 3 月のポスト・アドバイザー社が運用するファンドの成績を送付申し上げます。

ポスト・アドバイザーのファンドは、保守的な運用のトラディショナル・コンポジットがマイナス 2.11%、ヘッジファンド的運用のオポチュニスティック・コンポジットがマイナス 0.98%、この二つのミックスであるプラス・コンポジットはマイナス 1.04%でした。

ハイ・イールド債市場はついに下げました。長いこと「米国のハイ・イールド債市場は買われ過ぎで、下げが来る」とのコメントを流し続け、狼少年と揶揄されてきたアドバイザー達はホット胸を撫で下ろしています。先月半ば、ついにその狼が現れました。

しかし、3 月の運用成績の悪化は何もハイ・イールド債市場に限ったことではなく、

米国 10 年国債 - 0.72%

メリル・リンチ社債インデックス - 1.08%

S&P500 - 1.77%

NASD - 2.50%

となっており、モーニング・スターによる投資信託のカテゴリー別で 3 月にプラスとなったのは 株式ファンドの「ショート・ファンド」(2.96%) と、利付き債ファンドの「銀行ローン」(0.11%) のみで、その他は全員討ち死にです。

ハイ・イールド債投信からは過去 10 週間(4 月 20 日まで)資金の流出が続き、その間の流出総額 51 億ドル、今年に入ってから流出額は 60 億ドルに達しています。ハイ・イールド債券からの利払いが月間 50 億ドルあり、また、ヘッジ・ファンドが大きなプレーヤーであることから、投信の資金の動きがどの程度市場に影響を与えるものか不明ですが、投資家のセンチメントの尺度としては有効な情報だと思います。

3 月半ば以降の下げのきっかけを作ったのは、グリーンSPAN連銀議長と GM です。

連銀議長によるインフレ懸念表明はさておいて、GM の問題は「GM の車が売れない」という個別企業の問題であり、「繁栄期に結ばれた組合との贅沢な取り決め」という米国自動車産業の問題であり、また、「医療費高騰」という米国全体の問題でもあります。

< GM の車が売れない >

小職は過去 30 年近くの滞米生活で米国車を購入したことはありません。「質が悪い」とい

う高度な判断からではなく、外見を含め購入する「魅力がない」ということです。これは一般の消費者も同様のようで、「一見して惹かれるものがない」という米車の「特徴」のようです。この問題は車のデザインと販売戦略という通常のビジネス上の問題で、「日産」が証明したように、比較的短期に解決可能な問題です。

<過去の取り決めの負債>

米国の自動車産業がピカピカで、組合(UAW)が強力だった頃に結ばれた組合員と退職者、そして、その家族に対する医療保険の維持コストがGMにのしかかっています。GMの医療保険システムには110万人の人間がおり、昨年の維持コストは52億ドルで、今年は56億ドル掛かるようです。このコストをGMが生産する車1台当たりに換算すると1500ドルといわれます。110万人は全米の被保険者の0.4%に相当します。フォードのそれも入れると僅か2社で全被保険者の0.6%をカバーすることになります。

米国トヨタが年金・医療保険の面倒を見る退職者の数は、昨年の数字ですが49人です。

この問題は「車が売れない」問題とは趣の異なる問題です。人間は誰もが既得権益を手放そうとは思わないからです(ジャック・ウェルチのような人間ですら退職後も各種既得権を維持することにこだわったくらいですから)。組合側は「(2007年9月まで有効な)現協定の範囲内でコスト削減に協力する」と言っていますが、協定内で出来ることは限られています。

この問題の解決は、「倒産」の可能性を目の前に突きつけられた組合がどこまで譲歩するかによります。航空会社の例を見ても、「倒産」以外に組合を動かす力はないようです。会社側が交渉手段として早期に「倒産」に動くことも含め、倒産は現実的な問題になると考える必要があります。さもないと問題は解決しませんから。

<医療費高騰>

この問題はGMだけではどうしようもありません。米国の医療費総額は年間1兆6000億ドル。人口一人当たり4400ドル掛かっています(2004年実績)。これが年率2桁の率で上昇を続ければ2013年には医療関係の出費は対GDP比で現在の13%から20%に上昇します。

以上の事実は何も「昨日今日分かったこと」ではないのですが、GMの第一四半期の巨額の赤字の中でクローズ・アップされ、今や全市場を動かす材料となっています。

さて、それでは「米国の自動車産業」が消滅するかということそのようなことはあり得ません。トヨタもホンダも日産もパーツは必要です。また、GM、フォードの倒産を国が国益に照らしてどのように考えるか?という政治的視点での判断も必要です。

つまり、全ての自動車関連産業の株と債券が下げる中にバーゲン、チャンスがあり、また、ハイ・イールド市場全体が影響を受けているという事実もその中にチャンスがあることを

意味します。チャンスをものにするにはデータと経験が必要です。

2 月末で 120 銘柄の社債に投資していた弊社のマエストロ・ファンドは、この 1 ヶ月間に 28 銘柄を買い、23 銘柄を売却し、3 月末で 125 銘柄を有します。この売買の頻度は通常の 2 倍以上で、今の動きの激しさの中にチャンスを捉えて活発に入れ替えています。入れ替えは主として個別銘柄の選択によるもので、産業間のシフト、デュレーションの変更という観点でのアクションではありません。

添付の資料を見て分かるように、ハイ・イールド市場は長期的に安定したリターンを提供しますが、短期的には下げ場面があり、それが投資のチャンスを提供してきました。2005 年 3 月と 4 月は暫く見られなかったハイ・イールド債市場への投資のチャンスです。

<ミルケン・コンファレンス>

4 月 18 - 20 日にロス・アンジェルスで第 8 回ミルケン研究所グローバル・コンファレンスが行われました。筆者は 4 年連続出席していますが、年々規模が拡大し、且つ、内容が充実してきています。

日本の人々の中には、このコンファレンスの主催者であるマイク・ミルケン氏を「過去の人」と考える人もいますが、彼は相変わらずエネルギーに世界が抱える問題の解決にチャレンジし、多くの人々がその活動を賞賛しています。彼の今の中心テーマは、「教育と医療」です。今回の会議には、アル・ゴア前副大統領、ニュース・コープのルーパート・マードック CEO、民主党の大統領候補を争ったウェスリー・クラーク将軍、ノーベル賞受賞からは、毎年登場のマイロン・ショールズ、ゲイリー・ベッカーの両氏を初めとする 7 人が参加していました。参加者は全体で 2200 人に達し、3 日に亘るコンファレンスの最後のセッションでも立ち見が出るほどの熱気です。

複数の分科会が同時に行われるため、全体の一部にしか参加できませんが、今年の議論で印象に残ったのは、

- * 「第三の波」の著者、アルビン・トフラー氏の発言：「自分は、中国の経済成長を一直線の伸びで予想することは出来ない。現在の国家体制でそれを実現することが出来るとは思わない。」
- * ドルをいくら下げても米国から輸出するものがない一方、金利上昇のリスクが残る。
- * 世界全体の問題として、「水」がない。既にカリフォルニアでは海水の淡水化プラントを稼働させている。「水」の代替はなく、価格は無制限に上がり得る。
- * 小企業育成のための融資手段としてのストラクチャード・ファイナンス。エクイティ一部分への投資を非営利団体が引き受け。
- * 新薬開発コストの増大と新薬開発案件の減少。新薬許可のプロセス、訴訟コストが足

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

枷に。

- * 団塊世代から次世代へのビジネスの継承に伴う税の問題と事業を引き継ぐ人材の不足。

コンファレンスは、来年も 4 月に同じロス・アンジェルス、ビバリーヒルズのヒルトン・ホテルで行われます。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No23)

<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

Post Advisory Group LLC Fund Performance Record

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update March 2005 (Estimate)

Performance History	Mar-05	YTD	Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	-2.11%	-1.09%	10.31%	4.56%	2.26	\$3.57 billion
Post Plus Fund Composite	-1.04%	1.16%	13.74%	6.00%	2.29	\$0.34 billion
Post Opportunistic Fund Composite	-0.98%	1.66%	18.07%	10.73%	1.68	\$1.32 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	-2.91%	-1.61%	7.30%	6.97%	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%	-2.11%										-1.09%
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%	-1.04%										1.16%
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%	-0.98%										1.66%
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%

Post advisory traditional performance

