

2005年 6月 22日

米国ハイ・イールド市場： 2005年5月 - 近年で最も激しく動いた月

ポスト・アドバイザーが運用するファンドの5月の成績表を添付します。

安全志向のトラディショナル・コンポジットが 1.29%、ヘッジ・ファンド仕立てのオポチュニスティック・コンポジットが 2.44%、その中間のプラス・コンポジットが 1.96% でした。今年に入ってからリターンはそれぞれ、マイナス 0.67%、プラス 2.60%、プラス 3.10% となっています。リーマン・インデックスは5月が 1.78%、今年の成績はマイナス 0.83% でした。

1ヶ月前のこのレポートで「もし5月もマイナスだと、『3ヶ月連続のマイナス・リターン』となり、1993年から運用されているトラディショナル・コンポジットにとって『生まれて初めての』経験になります」と書きましたが、5月のハイ・イールド・債券市場は第4コーナーを回ったところから鋭い差し足を見せ、一気にプラスに持ってきました。この急激な変化は投資家が最も恐れていた GM と Ford の格下げが発表になったところを折り返し点としています。「噂で売り、ニュースで買い」の典型かと思いますが、米国の投資家はしっかりこの動きを捉えており、6月1日に終わった1週間にハイ・イールド・債券投信に9億7600万ドルの資金が流入しています。これは15週連続、総額約68億ドルの資金流出の後、久々の、しかも大量の資金流入です。この資金の流れと市場の急回復は当然関係有りです。ハイ・イールド・債券投信にはその翌週にも1億1000万ドルの流入がありましたが、久々の資金流入は2週間で止まり、6月15日に終わった1週間には3億8400万ドルが流出しています。

ヘッジ・ファンドへの投資を行っているトレモント・キャピタル・マネジメントは5月の社債市場の動きを、「近年のクレジット・マーケットで最も激しく動いた月だった」と報告しています。

3月、4月のハイ・イールド・債券市場の下げの背景に、1年近くに及ぶ連銀による金利引き上げ、歴史的に最小だったスプレッド、そして、市場の下げの「引き金」としての GM の格下げがありました。この下げが5月半ばに底を打ち、急回復したわけです。急回復したといってもスプレッドが以前の300割れに戻ったわけではなく、400前後でうろろしています。

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Toyo Keizai Build.7F, 1-2-1 Nihonbashi Hongokuchō, Chūō-ku, Tokyo, Japan 103-0021
TEL 81-3-5200-5211 FAX 5200-2100

市場の下げの中でジャンク債の新規発行市場が萎縮し、1 - 5 月の発行量は 395 億ドルと、前年同期間の 692 億ドルに比べて大きく減少しています。しかし、GM社債のハイ・イールド入りで全体の規模が拡大したことは言うまでもありません。

間もなく 2005 年も半分を経過しますが、昨年末に一般が予想したことに幾つか大きな誤算があります。

第一に、連銀による金利引き上げにも拘わらず、長期債の金利が上げるどころか、低下したこと。小職も「2005 年は景気回復による金利上昇の年なので、株式との連動が強いジャンク債市場のパフォーマンスが長期国債市場を上回る」と宣言した立場ですが、現在までのところ利付き債市場では長期国債の運用成績がベストです。

第二に、米国の双子の赤字を背景に、米ドルが安くなる筈でしたが、ドル金利の上昇、ヨーロッパ憲章の批准失敗、ユーロの上げ相場のテクニカル面での天井感、等々でドルは強くなっています。

第三に、中国経済の台頭を背景に、資源価格の上昇が続く筈でしたが、中国政府が経済成長にブレーキをかけたことから、過熱気味だった資源価格が下落しています（もっとも原油価格は最近新高値をつけています）。

これらの「誤算」を考えると、「誰もが納得出来るシナリオは実現しない」という相場の常識を改めて認識させられます。投資で成功するには「逆張り、長期投資」が必要条件です。

さて、7 月からの後半戦がどのように展開するかですが、誤算の第一に挙げた米国 10 年国債とジャンク債の関係は正常化すると思います。つまり、2005 年後半の利付き債市場の運用成績ではジャンク債が 10 年国債を上回るということです。誤算の背景にあるのは、過去の歴史的パフォーマンス・パターンを基にした予測が外れたということですが、「誰もが予想した通りには行かない」という事実がある一方で、「市場は歴史的な中位に回帰する」という事実もあります。ハイ・イールド市場で言えば、「景気浮揚を背景とする金利上昇に強いのはハイ・イールドである」というコンセンサスが(一時的に)裏切られた一方で、順調な経済下で、デフォルト率が低く、企業のバランスシートが改善している環境下で「社債が、金利その物である国債のリターンを上回る」という歴史的事実から大きく乖離したままで推移する可能性は小さいということです。

Post Advisory Group LLC Fund Performance Record

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update May 2005 (Estimate)

Performance History	May-05	YTD	Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	1.29%	-0.67%	10.19%	4.56%	2.23	\$3.57 billion
Post Plus Fund Composite	1.96%	2.60%	13.67%	5.98%	2.29	\$0.34 billion
Post Opportunistic Fund Composite	2.44%	3.10%	17.81%	10.63%	1.68	\$1.32 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	1.78%	-0.83%	7.27%	6.95%	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%	-0.85%	1.29%								-0.67%
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%	-0.52%	1.96%								2.60%
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%	-1.00%	2.44%								3.10%
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%