

米国ハイ・イールド市場：2005 年 6 月 - いつか来た道。

ポスト・アドバイザーが運用するファンドの 6 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 1.45%、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 1.64%、その中間のプラス・コンポジットが 1.98% でした。

今年前半のハイ・イールド債の発行は 199 銘柄、531 億ドルで、前年同期比で 35% 減となっています。投資信託からの資金流出は 71 億ドルに達し、どちらもハイ・イールド市場がスランプに陥ったことを示しています。

先月のこのレポートで、「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。」と書きました。モーニングスターによる 7 月 25 日を終わりとする 1 ヶ月の投信の運用成績は、ハイ・イールド債ファンドが 1.72%、長期国債がマイナス 2.61% となっています。この傾向は暫く続くと思われます。暫くとは、連銀が「利上げ終了」の宣言を出すとか、市場がそのように理解するまで、ということです。

今年後半はハイ・イールド債の運用が長期国債の運用成績を上回ると言いながらも、一方で長期国債の利回りが急激に上昇するとも思いません。なぜなら、普通であれば利回りが上昇する局面（景気回復）で、全く利回りが上昇しないどころか逆に利回りが低下するような世界では「何か新しいことが起きている」と考えるからです。

この現象をグリーンスパン連銀議長は「摩訶不思議な現象」と言っていますが、デービッド・ヘイル氏は今年 3 月に長期金利が上がらない理由を次のように解説しています。

- * 長期債金利が低いレベルにあるのは米国だけの現象ではなく、世界的に見られる。英国の長期債金利は、1694 年の英国銀行設立以来最低のレベルにある。ドイツの長期国債金利も、1870 年代以来の低いレベルにある。フランスが最近 60 億ユーロの 50 年国債を発行したところ、購入者が殺到した。これを見てドイツ、英国がこれに追随する予定である。
- * 米国の長期金利と名目 GDP の関係は、1980 年を境に異なる。1980 年以前には、大雑把に言って長期債金利は GDP の伸びを 2.50% 下回った。1980 年以降は、逆に 1.40% 上回っている。理由は (1) 1979 年のボルカー議長就任まで連銀はインフレ退治に金

利を上げることはしなかった。(2)1980年代に入るまで米国には Regulation Q があり、住宅融資の大手であった Thrift による貸し出し金利の上限が決められ、金利が上昇すると住宅融資が止まり、自動的に景気を冷やしていた。

- * 最近長期債金利が名目 GDP の伸びを下回るようになったのは、連銀が非常な金融緩和策を採っているにも拘らず、投資家がインフレ懸念を抱かないことにある。
- * 世界の資本移動の変化と、先進国の金融機関の間での資本の分配の変化も影響している。
- * 社債市場の質の低下も国債の需要を喚起している。1980 年には AAA が 4%、AA が 13%、A が 33% を占めた社債市場であったが、2005 年には AAA と AA を合わせて 1%、A が 10% という状況にある。他方、1980 年に 7% のシェアであった B は 2005 年に 35% を占めている。巨額のキャリー・トレードを行うヘッジ・ファンドの存在が、この変化の裏にいる。
- * 米国政府が発行する国債の満期を大幅に短縮したことが、10 年国債への需要を拡大している。新発国債の満期の平均は、1999 年の 90 ヶ月から 2004 年の 33.4 ヶ月になっている。発行残高の満期も、2000 年の 70 ヶ月から 2004 年の 54.3 ヶ月に短縮している。
- * 世界全体で見ると、過剰貯蓄、特に発展途上国のそれが金利低下を生んでいる。1997 - 8 年のアジア経済危機の前の 1995 年に 780 億ドルの経常赤字だった発展途上国は、1999 年には 990 億ドルの黒字に転換している。これが更に、商品市況の高騰、国内投資の減少、輸出振興の結果、2004 年には 3280 億ドルの黒字を記録している。昨年の OPEC 諸国の黒字は、1500 億ドルに達する。中国への為替投機資金の流入が、東アジア全体の対外準備金を 3210 億ドルに増加させている(2003 年)。東アジア諸国の準備金総額は世界全体の 66% を占め、2.3 兆ドルに達する。更に、中国、韓国、日本のドル準備金の比率の高さ(それぞれ 60%、70%、90%)が、米国情債の需要を生み出している。
- * 日本、中国を初めとするアジア諸国は対ドルで自国通貨が強くなることを嫌い、金融政策は緩和基調にある。
- * 世界全体で見ると貯蓄はそれ程拡大していない(1994 年 22.7%、2004 年 24.5%)が、貯蓄の中身の変化がボンドの金利低下に寄与している。2004 年に個人が購入した米国情債は 6550 億ドルに達し、中央銀行による購入(2350 億ドル)の 3 倍に達する。米国情債の最大の購入者は日本の生保、信託銀行、個人投資家である。彼らは日本経済の財政赤字と人口の高齢化から円が急騰するとは考えず、日本の国債に比べて利回りの高いドル債券を購入している。
- * 企業の年金ファンドが、資金の振り分けを株式から債券にシフトしている。2001 年、2002 年の株式市場の低迷から、米国企業による年金積み立て不足は 6000 億ドルに達する。ブッシュ政権による年金改革案は、次の 3 点でボンドへのシフトを促すと考えられている：(1)負債の現在価値割引の率が、同じデュレーションの社債の率に変更さ

れる。(2)年金積み立て不足解消の年限が、7年程度に短縮される。(3)政府の年金保証保険の保険料が、引き上げられる。

- * 英国の生命保険会社は今まで販売していたリスクの高い商品の販売を制限され、ボンド商品へ回帰している。
- * 企業の資金需要の減少も、ボンドの利回り低下を生み出している。2000年から2004年の間に米国、ユーロランド、日本を合わせた企業の財務内容は、8000億ドルのポジションの変化を生み出している。米国企業は1999年にGDP比で6%相当の借り入れをしていたが、2004年初めには0.5%の資金余剰となっている。SP500を構成する会社は2004年第3四半期に2.1兆ドルの現金を持ち、全株式総額の20%に相当する。
- * 一般家庭は、住宅融資を通じて借り入れを増やしている。1998年に7500億ドルであった住宅融資の増加は、2002年と2003年にはそれぞれ2.5兆ドル、3.8兆ドルとなっている。
- * 投資家が、最近のインフレ率の上昇にも拘らず、中国の製造業への進出がインフレを抑え連銀がインフレ・コントロールを上手くやるであろうと信じてインフレ懸念を抱かない。

要するに「投資家がインフレ懸念を持たず」、「世界的に貯蓄が増加し(IMFは今年の世界の貯蓄率は過去20年で最も高くなると予測している)」、「長期負債(年金)のALMが長期債への需要を生み出している」ということです。

ヘイル氏はこのレポートの締めくくりで、

「世界的に長期金利が低い構造的な背景を述べたが、金利水準を決定する最大の要因は経済サイクルであり、2000年から2004年までは利下げ環境だったが、今は引き締めのサイクルにある。アジアの中銀のドル債券購入、日本のボンド・イールドの低さ、年金の投資資金の債券へのシフト等々、ボンド・イールドの上昇を抑える要因は存在するが、経済の循環要因から来る変化を押さえ込むわけには行かない」と、長期金利の上昇の可能性を示唆していますが、彼のレポートの後も相変わらず長期金利は上がりません。

世界的な需給関係から長期金利が上昇しないとすれば、ハイ・イールド債のスプレッドも拡大の余地は小さいと見るべきであると思います。スプレッドがデフォルト率に影響されることは承知していますが、長期利付き債への需要が強い中では、市場のリスク許容度も高くなると思います。

GMショックで下げたハイ・イールド債市場でしたが、5月、6月、それに現在進行中の7月で完全に取り戻しています。あとは、年末までどれだけプラスを積み上げられるかということです。ポスト社は、7-12月のリターンを5-6%(年率10-12%)と見えています。

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

市場に何かショックが生まれたとき、ハイ・イールド債も下げますが、結局また戻してきます。何度も何度も同じことの繰り返しで、「いつか来た道」なのですが、その度に背景が異なることから、下げたところで拾うことを躊躇します。「人の行く裏に道あり花の山」。

先月のレポートで「噂で売り、ニュースで買い」と書いたところ、逆ではないか、とのご指摘がありました。格言はその通りで、「Buy the rumor, sell the news」なのですが、これはポジティブなニュースの場合で、ネガティブな場合には逆になるので今回は敢えてあのように書きました。

以上

高橋芳徳

Axes Japan News Letter (No25)

<作成責任者>

アクシース・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシース・アメリカ LLC

CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシース・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 June 2005 (Estimate)

Performance History			Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
	Jun-05	YTD				
Post Traditional Fund Composite	1.45%	0.77%	10.25%	4.54%	2.26	\$3.97 billion
Post Plus Fund Composite	1.98%	4.64%	13.75%	5.97%	2.30	\$0.34 billion
Post Opportunistic Fund Composite	1.64%	4.79%	17.87%	10.56%	1.69	\$1.08 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	1.96%	1.11%	7.39%	6.93%	1.07	

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%	1.45%							0.77%
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%	1.98%							4.64%
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%	1.64%							4.79%
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 Group Traditional Fund Performance

