

## 米国ハイ・イールド市場：2005 年 7 月 - 「求む！ 長期債」

ポスト・アドバイザーが運用するファンドの 7 月の成績表を添付します。

ポスト・アドバイザー社の安全志向のトラディショナル・コンポジットは 1.45%、ヘッジ・ファンド運用のオポチュニスティック・コンポジットは 2.53%、その中間のプラス・コンポジットは 1.96%の運用成績で、年初来の成績はそれぞれ 2.23%、7.44%、6.69%となっています。

この春に他の市場も巻き込んで投資の世界を揺るがす原因となった米国ハイ・イールド債券市場は、その後何も無かったかのごとく平静を取り戻し、5、6、7月と安定した成績を上げています。

この「安定した」3ヶ月間に世の中では何も無かったかということでもなく、連銀による 0.25%の利上げが 2 度有り、原油の価格は 60 ドル超の新高値を付け、ロンドンでは同時テロ、エジプトでもテロが発生しています。GM を中心とする米国の自動車産業の不振が「表面化」したという出来事に比べ、余程大きな影響を与えそうなこれらの事件に対する反応が小さいのは、逆に、GM 事件に対する反応が「過剰だった」ということだと思います。その理由は、ヘッジ・ファンドがクレジット市場で同様のポジションを大量に抱えていたことにあると思われます。このヘッジ・ファンドによるポジションの偏りの危険は以前から指摘されたことであり、LTCM 事件で確認されたところです。LTCM 事件では素晴らしい成績を上げ続ける LTCM のポジションを真似たポジションが「既に過大であった」LTCM のポジションの上に積みあがり、連銀による利上げを見て出口に殺到した投資家が逃げ切れなかったという構図でした。過大偏向ポジションはコンバーティブル・アービトラージでも見られた現象で、要するに GM 事件は「経済を揺るがす」出来事ではなく、一過性の「過剰ポジションの整理」が生み出した「竜巻」のようなものでした。竜巻の後には静寂が訪れ、竜巻の最中に GM の社債を購入した投資家は既に 20%近いリターンを得ています。

このような竜巻は、忘れた頃にまたやってきます。人間の健忘症が新たな竜巻を生み出すわけですが、それに対する人々の反応もまた「健忘症」に罹った患者の反応を示すこととなります。このようなパターンが定着しているからこそ、優れたヘッジ・ファンド・マネージャーが優れた成績を上げることが出来ます。物事が何のパターンも形成せずに、ランダムに動くとするれば優秀な投資家は生まれず、「ラッキーな投資家」が存在するだけの話です。これが分かっているても普通の投資家はやはり普通の、つまり、健忘症に罹った人間の対応しか出来ません。(以上、「自虐的独白」であります)

**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

---

### < 為替相場と投資リターン >

先般ニューヨークのジェット口で MCube Investment Technologies の Arun Muralidhar 氏による年金運用の話がありました。彼の著作「Innovations in Pension Fund Management」は最近日本でも訳本が出ていますのでご存知の方もいると思います。彼の講演の趣旨は「年金の運用は資産と負債の両方を見ながら行い、アルファを取るためにアクティブな運用を行うべき」で、「システムティックなアクティブ運用」を薦めています。その中で、彼は「為替相場」をアルファ獲得の重要な「プレー場所」としています。

日本の投資家ほど、この為替の重要性を認識せざるを得ない投資家はいないと思います。日本国内での投資機会は限られ、「投資資金の海外放出」は国内の過剰投資資金を放出し、国内投資のリターンを上げるためにも、また、海外にある投資機会を捉えるためにも必要です。しかし、為替相場の変動率は非常に高く、ちょっとしたドル安で海外投資の高いリターンと云えども直ぐに吹き飛びます。かと言って、最近の米国金利の上昇と、それに伴うイールド・カーブのフラット化はドル円のヘッジコストを押し上げています。

Muralidhar 氏は、アルファを取るのにアクティブに為替のポジションを取ることを薦めます(著者の提案にはその他にも幾つかの提案があり、この為替ポジションのアクティブ運用推奨はその一部でしかありません)。しかし、為替の専門家が為替相場で利益を上げるのに苦労している時に、誰しもが簡単に為替ポジションからアルファを取れるのか? 答えは彼の著書の中にあるようです(という変な書き方をするのは、筆者がまだこの著書を読んでいないためです。セミナーでの説明は、たとえば、「ドル円が 105 円を抜けて円高になったら自動的に円売り・ドル買いとする」、「移動平均値によるポジションの決定」、というような歴史的検証によるシステムティックなポジションの取り方です)。

さて、為替の問題ですが、我々の頭の中には、「ドル垂れ流し」という米国の万年経常収支赤字現象がこびりついており、ドル建て投資を考える際には常に「ドルが下がるリスク」が悪魔の囁きのように聞こえてきます。

この「ドル垂れ流し」が言われて何年も何年も経つのに相変わらずドルは大崩れすることなく、今年は円に対しても、ユーロに対しても強くなっています。歴史的にも決してドルは安い水準にはありません。

何が起きているのか?

去る 4 月のミルケン・インスティテュートでのパネル・ディスカッションで「世界貿易構造の変化」という題目のパネルがあり、その中でマッケンジーのディレクターであるダイ

---

アナ・ファレル氏の見解は傾聴に値すると思われしますので、要旨を以下に記します。このパネルのメンバーには前 USTR 代表のバシェフスキー女史もいました。彼女は「インド、中国の台頭という今まで経験もしたことが無い大変化が起きているにも拘らず、米国政府は『中国からの繊維品の輸入差し止め』だとか、『元はフロートさせるべきだ』とか、全く的外れの議論をしている」とこき下ろし、「元の切り上げが米国の繊維産業を復活させると思っているのは時代錯誤も甚だしい」と、「あなた、この前まで政府代表で同じようなこと言っていたのではないの？」と聞きたくなる見解を述べています。

さて、マッケンジーのディレクターの話です：

「現在の経常収支を見る場合、その算出方法が 1940 年代のもので、現在のように外国直接投資が大きな役割を果たしている状況を想定していないことを理解する必要がある。

従来は貿易は輸出業者が輸出国にいて、輸入業者が輸入国にいてという単純なもので、外国の子会社が相手国にいて輸出業者、輸入業者となっている現状と異なる。

米国企業の海外子会社との貿易が全体に占める割合は年々拡大しており、1987 年から 1995 年に掛けての伸び率は 5% だったが、その後の伸び率は 8% となっている。現在の経常収支赤字に占める海外子会社との貿易の比率は 32% に達する。

海外子会社に求められる役割は、昔は製品の販売市場開拓 (Market seeking) だったが、今では低賃金を求める (Labor arbitrage) 等の効率志向 (Efficiency seeking) に移りつつある。つまり、海外に進出する企業は「長期戦略」に基づいて行動しており、為替レートの変更といったようなことによる調整機能 (Adjustment mechanism) が効きにくくなっている。また、この効率志向による海外進出は、中国、インドを主たる相手として始まったばかりで、今後一層拡大し、米国の経常収支赤字を更に悪化させられる。

米国企業の海外子会社が上げる利益は年間 1340 億ドルに達し、これを国内の株式市場に換算すると 2.7 兆ドル規模で、現在の市場規模の 25% に相当する。

このような現状を踏まえて、価値創造の所有者 (Ownership of the value creation) を基にして経常収支を考えると、我々が一般に考えている米国の経常収支赤字のイメージは変わる。

経常収支赤字に関して、統計数字を集めて暗い見通しを持つことには同意できない。米国の貯蓄率を云々するが、貯蓄率がそのように低い米国が何故このように繁栄しているのか？ それはこの国の投資リターンが高いからで、日本、ドイツ、イタリアのように貯蓄

---

はするものの一向に繁栄しないのは彼らの投資が生むリターンが低い、或いはマイナスだということだ。富の蓄積が貯蓄によってのみなされるという考えは古い。

自分は世界の現状を楽観的に見ている。米国は国内で富を生み出すだけでなく、多国籍企業が海外で競争を生み出し、巨額の富を生み出している。これが経常収支赤字に貢献していることは既に述べた。米国の改革と効率化、中国とインドの世界経済への参加、これらは「暗い (dire)」出来事ではなく、明るい出来事である。我々は確かに多額の消費をしているが、世界に投資機会 (vehicle) を提供し、彼らにリターンを返している。それゆえに海外から資金が流入する。世界は国単位の経済からグローバル経済に変化した。自分は楽観的である。」

< 長期債 >

先月、長期国債の市場で「何か新しいことが起きている」と書きましたが、上記のファレル氏の指摘である「経済のグローバル化」にその答えの一部があると思います。

アジア諸国の貯蓄率は、米国の殆どゼロから見ると驚異的です。これは、国が外貨準備を溜め込んでいることでもあると思いますが、中国のそれが 40% 超、インドが 20%、日本が 10% というような数字になっています。これらの「行き場の無い」金が流動性の高い、信用度の高い、透明性の高い、リターンの高い米国に毎日 20 億ドルの割合で流入しているということです。アジア各国の準備金は利付き債市場に流れ、また、日本の投資資金がそうであるように、アジアからの資金は利付き債市場を好みます。

8 月 24 日付けウォールストリート・ジャーナルは、海外からのモーゲージ債への多額の投資資金が米国の住宅融資金利の頭を抑え、それが米国の住宅ブームを支えているとレポートしています。

更に、米国の年金、保険会社の運用成績が回復に向かい、2000 年から 3 年間に株式市場で失った富を取り戻しつつあります。A&L マネジメントを行いたくても、帳尻が全く合わなかった 2、3 年前にはやりようも無かったのですが、ここに来て状況が好転し、将来の負債に対する割引率が社債利回りの適用により高くなり負債額が縮小する、等々、ここで負債と資産をマッチングさせることが企業にとって安定経営の鍵、との認識があります。

過去 1 ヶ月の長期債の動きを見ても、石油価格が上昇し、物価指数が上がり、米国政府が 30 年国債の再発行を発表しても、一時的な下げはあっても価格は戻しています。この動きは決して投機的なものではなく、ファンダメンタルな部分に変化が起きていると思われる。

---

**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 July 2005 (Estimate)

Performance History			Cumulative Annualized Returns	Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
	Jul-05	YTD				
Post Traditional Fund Composite	1.45%	2.23%	10.31%	4.53%	2.28	\$3.97 billion
Post Plus Fund Composite	1.96%	6.69%	13.83%	5.96%	2.32	\$0.34 billion
Post Opportunistic Fund Composite	2.53%	7.44%	18.07%	10.50%	1.72	\$1.08 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	1.75%	2.88%	7.49%	6.92%	1.08	

**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%	1.45%						2.23%
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%	1.79%	0.96%	1.24%	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%	1.96%						6.69%
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%	2.53%						7.44%
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

