



2006年1月24日

米国ハイ・イールド市場：2005年12月 2005年から2006年へ

ポスト・アドバイザー・グループの運用するファンドの運用成績表を添付します。安全志向のトラディショナル・ファンドの12月の運用はプラス0.92%、ヘッジ・ファンド仕様のオポチュニスティック・ファンドは2.35%、その中間のプラス・ファンドは1.11%でした。

トラディショナル・ファンドの2005年の成績は3.57%で、運用開始以来、過去13年間マイナスの運用成績を残したことがない成績の中では悪い方から2番目でした（最悪は2000年の3.11%）。

2005年の運用成績は、トラディショナル・ファンドの3.57%に対して、

米国10年国債 1.99%

メリル・リンチ米国社債ファンド・インデックス 1.97%

リーマン・HYインデックス 2.74%

S & P 配当込み 4.89%

で、絶対値は低く終わりましたが、ほぼリスクに見合うリターンという点では順当な「順位」になっています。トラディショナル・ファンドはリーマン・インデックスを0.83%上回りました。

ハイ・イールド債の10年国債に対するスプレッドは昨年秋から350 - 360 ベーシス・ポイントで安定しており、昨年秋のスプレッドの平均は3.51%でした（メリル・リンチHYインデックス・スプレッドOAS）。

2005年の市場を振り返ってみると、好調だったエネルギー・商品市場、イマージング市場、日本株を除くと全般的に「悪くは無いが、ちょっとがっかり」の市場でした。ヘッジ・ファンドのリターンもパッとせず、昨年中に500社程度が店仕舞いしたようです。

ハイ・イールド市場もご多分に漏れずパッとしませんでしたが、プラスのリターンは確保しています。昨年年初にはクーポン程度のリターンは上げられると思っていましたがこの予想は「外れ」。「景気回復期の利付き債市場ではハイ・イールド債が国債市場のリターンを上回る」という予測は当たりましたが、その差は僅か0.75%程度でした。FFレートの200ベーシス・ポイントの上昇にも拘らず、10年国債のイールドが17ベーシスしか上がらなかったことが、ハイ・イールド債と国債のリターンを僅差に抑えました。

1年前の「今年間違いなく起きる」という市場の予測の中での大当たりは、イールド・カー

ブのフラット化。2年債と10年債のイールドが年末に逆転したのは「おまけ」のような気もします。ゴールドの価格上昇も期待通り。しかし、ゴールドの上昇を予測した裏に「ドル暴落」への期待(?)があったことを考えると予想通りと言えるのかな?と思います。このドル暴落は2005年に「間違いなく起きる」筈のことでしたが、結果は見事に逆。ドルは12%程度上昇。「通貨市場ほど予測が当たらない市場はない」という定説の面目躍如です。

ハイ・イールド市場でのイベントとしては、何と言ってもGM、フォードを仲間にお迎えしたこと、デルファイの倒産に象徴される米国自動車メーカーの苦境でしょう。GM、フォードの2社の転落社債の総額は3190億ドルに達し、そのタイミングの予測は困難だったにしても、このほぼ「予想された」格付変更に対してデフォルト・スワップ市場は大混乱。混乱に拍車をかけたのがケコリアン氏によるGM株の大量購入。債券が暴落し、株式が急騰するという「股裂き」にあって多くの人々が傷つきました。「クライスラーを救った米国議会がGMを潰す筈が無い」という楽観的見方の投資家は世の中の変化に疎かったことを知らされました(勿論まだ分かりませんが)。議会はGMの困難に何の同情も示さず、中にはあからさまにGMの経営者を無能と決め付ける議員もいるくらいで、議会の動きはせいぜい人民元の切り上げを要求する程度。しかし、人民元が2倍になってもGMの業績には殆ど影響はないと思われます。その後、GMの社債は11%から14%のイールドで売買されています。

それにしても、その後のGMの対応はお粗末です。製品価格を下げるキャンペーンのキャッチフレーズを考えるのは大好きだが、肝心の「良い車を作る」ことには興味は無いようです。彼らは相変わらず馬鹿でかい、燃料カブ飲み SUV を作り、これを主軸としています。ガソリン価格が50%も上がっているというのにです。

以前にGMの部品製造部門だったデルファイは倒産。経営者は自分達には数百万ドルの報酬を確保し、労働者には75%の給与カットを提示して反発を買い、取り敢えずその案は引っ込みました。そりゃ75%も減給になるくらいならストやって徹底的に戦う気にもなりません。

GMのゴタゴタは、コーポレート・アメリカに大きな教訓を垂れました:「確定給付型の年金、医療保険は時代遅れ」ということです。ベライゾン企業年金そのものを凍結。IBMも同様。要するに国境が無くなったビジネスの世界で、30年間働くと、引退後お棺の世話になるまで何十年もの間、年金と医療費をたっぷり受け取れるなどという「夢のような」世界は存在し得なくなったのです。ユナイテッド航空を初めとする航空産業での倒産とGM問題が年金社会に与えた影響は大きく、年金制度改革、年金会計原則の見直し、等々が前面に登場し、年金の負債と資産をマッチさせる動きが長期債への需要を生み出し、前述のイールド・カーブのフラット化にも寄与しています。間もなく30年国債が再登場しますが、これに対する需要は大きいと思います。

新興国を除けば、株の世界の昨年のチャンピオンは日本でした。2000年以降の株式不況の中で、欧米の年金マネージャーが日本の年金に「分散投資」、「代替投資」を売り込み、年金マネージャーは彼らのレクチャーを有難く崇め奉り、株の売却を愚直なまでに実行し、日経ダウを8000以下に落とし込み、外国投資家に絶好の投資機会を提供。代替投資の代名詞のようなヘッジ・ファンドに資金を移したところで、株式市場は急上昇、ヘッジ・ファンドは低迷。結局昨年のブル・マーケットを最も楽しんだのは外国人投資家と、PC、携帯電話で株の売買を頻繁に行う個人投資家でした。株式は底値から2倍になりましたが、その裏にある企業業績の回復の犠牲者は社員。行動派は給与カットを株式投資で埋めましたが、株式投資と縁の無い人々は住宅のモーゲージも払うことが出来ずに個人破産。日本にも個人の財務を自己責任で管理する時代が訪れ、それがビジネスでの成功者と一般サラリーマンの間の貧富の差を生み出しました。

成功者の筆頭と思われた一人はどうやら完璧に葬られるようですが、日本にはTVショー向けタレント業がありますから、彼は、個人的には問題ないでしょう。新参の成り上がりものが叩かれるのは、どこでも同じ。ちょっとした隙を突かれます。私のいたドレクセル・バーナムも潰されました。

話は横道にそれますが、先般、米国の著名な弁護士によるレクチャーがありました。この弁護士はエンロンの経営者を訴えるケースでリード弁護士を務める人物で、ワールド・コム等々でもしっかり経営者から金をとっています。彼に「ドレクセルのマイク・ミルケンの犯した罪と罰は、バランスが取れていると思いますか？」と聞いたところ、「彼の犯した罪は、牢屋に入るような罪ではない。当時の社会の風潮が生み出した行き過ぎた罰だ」と断言していました。

さて、2006年は？

連銀による金利引き上げは打ち止めが近いという点では多くの方が同意しています。米国景気についても心配する人は少なく、株式市場については、中には20%の下げを予想する人(Mark Farber氏)も居ますが、上げると見る人が大半です。そのような楽観的見方をする人達も多くの不安要素を挙げています。

米国の消費者の懐具合がまず心配されます。住宅価格は、下げないまでも上げ止まりの様子です。従って、住宅という「ATMマシン」にある現金残高は少ないようです。ガソリン、暖房用灯油の値上がりは、その他の消費を抑えると思われれます。筆者の個人的経験からも、燃料代とガソリン代は非常に堪えます。この冬場は、両方で1月1000ドル掛かります。しかし、灯油購入にしろ、ガソリン購入にしろ「消費」なわけで、これを別扱いすべきか否かは不勉強な筆者にはわかりません。

2006年のハイ・イールド市場について、シェンクマン・キャピタル・マネジメントは次のように書いています。

「悲観的見方をする多くの人々は、既に2006年の利付き債市場を見限っている。経済成長の鈍化、巨額の財政赤字と貿易赤字、不透明な金融政策、軟調な住宅市場、フラット、或いは、インバートしたイールド・カーブ、これらが悲観的な市場予言者が挙げる悪材料である。

更に、LBOのスポンサーが高い企業買収利回りを追求し、より柔軟な資金調達とより多くの抜け道を求めることから、社債発行契約条項が甘くなり、従来 of 社債ストラクチャーが壊されることも、ハイ・イールド市場にマイナスとなる可能性がある。その他、流動性低下の可能性、小さいスプレッド、信託、基金等が「ホット」な投資を求めて資金を移動する可能性等のテクニカル要因もある。

ハイ・イールド市場と銀行融資市場が同化する傾向は、ハイ・イールド債の価格を支える可能性がある。企業のCFOとLBOのスポンサー達は資金調達の際の固定金利と変動金利の違いを益々気にしなくなっているように見える。また、市場は新規発行量の減少の恩恵を受ける可能性もあるが、M&Aのサイズが大型化していることから、ディールのサイズは拡大するかも知れない。

幾つかのファンダメンタル要因は、プラスである。活況を呈する経済、連銀の利上げの終了、低デフォルト率、高企業利益率、これらは市場を押し上げるであろう。しかし、気になる要因はあまたある：政府の財政赤字は引き続き拡大するのか？それとも、増税により縮小するのか？エネルギー価格は安定するのか、下がるのか、なお一層上がるのか？インフレは引き続き低率なのか？連銀による金融中立スタンスは予想より早く実現されるのか？これらの多くのものが一方に偏って出てくると、利付き債市場は多くの専門家を驚かせることになるであろう。

2006年はファンダメンタル並びにテクニカル要因がバランスの取れた状態で始まったので、市場の流れは最終的には投資家心理が決めることになるだろう。我々の見解では、投資家心理は比較的明るく、ハイ・イールド・ボンドは投資適格社債の運用成績を3年連続で上回る状況にある。」

アクシーズ・アメリカLLC

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No33)

<作成責任者>

アクシーズ・ジャパン証券株式会社

(連絡先)

アクシーズ・アメリカ LLC CEO 高橋芳徳

: 212-922-1795

e-mail : Info@axam.com

アクシーズ・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。

Post Advisory Group LLC Fund Performance Record

Axes (Japan) Securities Co., Ltd.

Monthly Performance Update December 2005 (Estimate)

Performance History	Cumulative Annualized Returns		Annualized Standard Deviations of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
	Dec-05	YTD			
Post Traditional Fund Composite	0.92%	3.57%	10.06%	4.48%	2.25 \$4.94 billion
Post Plus Fund Composite	1.11%	8.36%	13.50%	5.90%	2.29 \$1.55 billion
Post Opportunistic Fund Composite	2.35%	14.28%	17.94%	10.21%	1.76 \$1.05 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	0.86%	2.74%	6.97%	6.89%	1.01

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%	0.50%	-0.40%	-0.41%	0.70%	0.92%	3.57%
2004	1.06%	0.21%	0.73%	-0.15%	-1.14%	1.26%	1.02%	1.30%	1.51%	1.45%	1.10%	0.98%	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%	1.96%	0.55%	-0.40%	-0.69%	1.00%	1.11%	8.36%
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%	2.44%	0.41%	0.11%	0.92%	2.35%	14.28%
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

