

2006年4月21日

米国ハイ・イールド市場：2006年3月

- 息切れする米国経済 ボルカー75%、ルービン25%

ポスト・アドバイザー・グループ LLC の運用する米国ハイ・イールド・ファンドの3月の成績表を添付します。

2006年1Qは、好調な株式市場がハイ・イールド債を支えました。連銀による15回の利上げという過酷なボディーブローに耐えてきた10年国債はついに膝をついた格好で、1Qのリターンはマイナス2.77%。ということは、国債とハイ・イールド債のスプレッドは縮小したということです。ハイ・イールド債が国債のイールド上昇にも拘らず堅調であるのは、デフォルト率の低下を市場が好感しているということです。自動車関連企業の困難が新聞を賑わす中、全体としてのデフォルト率は低く、1-3月のデフォルト率は1.65%です（ムーディーズ調べ）。

ポスト社のファンドの3月の成績は、トラディショナルが0.37%、プラスが0.80%、オポチュニスティックが0.71%で、年初来のリターンはそれぞれ2.50%、3.31%、2.30%です。

ここ数年、企業向けローンを市場で売却する動きが活発で、CLOとして、或いは、投資信託としてセカンダリー市場に出ています。今年の4月14日現在までの新規ローンは929億ドルで、これに対してハイ・イールド社債は359億ドル、72%対28%となっています。

投資信託として売られているローン・ファンドの成績を見ると、モーニングスターのデータで最も運用成績の高いハイランド・キャピタルの運用するファンドは、過去1年、3年、5年の年率リターンがそれぞれ9.85%、12.28%、8.42%となっています。金利の変動リスクの比較的小さい投資としては良い成績です。

米国株式は逆境によく耐えています。確かに企業業績が良いとはいえ、1%から4%近くへ上昇した金利、住宅市場のスランプ、石油を始めとする資材価格の上昇、貯蓄率の低下、不安定な中東情勢、中間選挙を控えて大統領の支持率の低下、等々。「将来の情勢を先取りするのが株式市場」であれば、そろそろ下げに向かっても良さそうなものです。筆者の住む郊外の住宅市場では売りに出ている物件数が1年前の30%増。買い方は極めて慎重で、価格を提示することをためらっています。中古住宅市場では「(今住んでいる家が)売れないと(次に引越す先の家を)買えない」のが普通で、一旦動きが止まると売り方と買い方の睨み合いになります。過去にもこのような状況は何度も繰り返されていますが、止まった市場を再び動かすのは「価格調整」です。つまり、価格水準が下がるとどこかで売

買が成立し、それが次のビジネスに繋がります。少なくともNY郊外ではまだ「値崩れ」というほどの価格調整は見られませんが、下向きの調整は必至だと思います。

最近、クリントン政権下で経済運営に関わったエコノミストの米国経済に関する話を聞きました。以下にその概略を述べます。

現在の世界経済を見る場合、注目する必要がある事柄は、

- * 石油価格の高止まり
- * 石油生産地域の地政学上の不安定さ（イラン、ベネズエラ）
- * 地球温暖化（復元不可能なレベルに到達？）
- * インド、中国を中心とするアジア諸国の台頭
- * 米国、中国、スペイン等での不動産市場の下げ

であろうが、このような問題を抱える中で、世界の金融スタンスは景気刺激型から景気抑制型へと移行し、エネルギー価格の上昇と相俟って経済にマイナス要因となっている。一方、技術革新による生産性の向上がプラス要因としてある。

2006年の経済成長は世界全体で3.5%と予想されるが、主要経済地域で成長率の均一化（欧州、日本は2% - 2.5%へ上昇、米国は2.5% - 3%へ下落）が見られる一方、中国、インドは7% - 8%の高い成長を維持し、その他アジア、ラテン・アメリカ、東ヨーロッパは4% - 5%の成長を達成すると思われる。

地区ごとの経済見通しとしては、日本経済は回復を持続し、株式市場の上昇とJGBからの逃避が見られ、米国株式市場では、住宅関連、木材、自動車、低格付け融資（Sub-Prime Loan）関連株式が市場の足を引っ張ることになろう。欧州株式は企業利益拡大で上昇し、東ヨーロッパ株式市場に良好な環境が続く。ラテン・アメリカが2005年の60%上昇を繰り返すことは無理であろうが、政治的な不安を抱えながらも株価は上昇を続けると思われる。

世界経済が抱える目先のリスクとしては、エネルギー価格の上昇、住宅市場の下げ、米国の双子の赤字、そして、中国の過剰生産力が挙げられる。

エネルギー価格問題では、GDPに対する石油消費の割合が4%を超えると世界経済は不況に入るという経験則があり、現在それが4.5%にあることから、エネルギー価格の上昇は危険なレベルにあると言える。なお、石油価格が13ドルから24ドルに上昇した1980年の第2次石油ショックではこの比率は7%に達した。

米国住宅関連産業のGDPの伸びへの貢献度は高い。住宅産業の雇用が全雇用に占める割合は5.3%に過ぎないのだが、2001年 - 2003年のGDPの伸びの81.3%が住宅関連産業によるもので、2004年には29.6%、2005年には20.6%と貢献度が低下しつつある。

米国国民が住宅を担保として借り入れた資金が家庭の貯蓄率の低下を埋め合わせてきたという事実から、昨今の住宅市場の冷え込みは間違いなく米国経済にマイナスのインパクトを与える。米国の住宅産業が経済成長に与えた影響を見ると、2001年から2005年に住宅投資に使われた金額の伸びは3434億ドルで、この金額は100%GDPの拡大に反映された。この間の住宅価格の値上がり総額は4兆2859億ドルに達し、歴史的に住宅価格上昇の7%が消費に回ることから3000億ドルが消費としてGDPに反映されたと思われる。住宅融資の借り換えが生み出した家庭の現金は100%消費に回ると思われ、これはこの5年間に1兆2190億ドルある。これらの総計は1兆8624億ドルである。この間のGDPの伸びは2兆9183億ドルなので、住宅関連ビジネスが米国経済成長に貢献した比率は64%に達する。

米国住宅市場の冷え込みは、建築業者、建材業者、住宅設備会社、不動産ブローカー、モーゲージ・バンカー、等々の住宅関連産業に影響を与え、米国GDPの伸びに大きな影響を与える。

米国の住宅産業の好不況を数値化したNAHB/Wells Fargo Housing Market Indexは昨年夏の72から今年3月の55まで低下し、住宅価格の上げ止まり、販売用中古住宅の在庫増加、新規着工の落ち込みが報告されている。

過去3回の住宅不況での新規住宅着工の落ち込みは1972年-75年の不況時がマイナス62%(2,356千戸から1,160千戸へ)、1978年-82年が47%(2,020千戸から1,062千戸)、1986-91年が44%の落ち込みを示し、平均して51%となっている。米国の新規住宅着工は年間200万戸を超えたところで推移しているので、平均的な落ち込みが見られるとすれば住宅着工の落ち込みは年間100万戸に達する。前述のごとく、住宅産業が米国経済の拡大の主たるプレーヤーただだにこのインパクトは大きい。

米国の10年国債のイールドは5%前後にあるが、連銀がFFレートを375ベースス引き上げたにも拘らずこのように低いレベルにあるのは海外からの資本流入による。もし海外からの資金流入がなかったとするとイールドは6.5%程度まで上昇し、過去の平均的な流入量であったとすると6.1%になると思われる。

海外資金の流入が米国の経常収支赤字を埋め合わせているわけだが、米国経済が住宅市況の冷え込みで成長を鈍化させると、海外からの物品の購入が減り、経常収支赤字は減少する。米国の経常収支をバランスさせる必要はなく、現在年間7000億ドルに達する赤字を漸減させていけば良い。これをしないとドルは下げる。

ブッシュ大統領の支持率が37%前後にあり、今年は中間選挙が行われる。過去に大統領の支持率が45%以下にあった時の選挙結果を見ると、与党の議席は下院で平均22議席減り、上院で5議席減っている。現在下院は共和党231議席、民主党201議席、独立1議席、空

席2議席、上院は共和党55議席、民主党44議席、独立1議席となっている。従って、過去のデータから下院を民主党が取る可能性は大きい。

元連銀議長のポール・ボルカー氏と元財務長官のボブ・ルービン氏に以下のシナリオが現実となる確率を聞いてみた。

- * 1日30億ドルという海外からの資本流入の維持が困難となる。
- * 地政学上の問題、民主党の下院奪回を含め、政治的困難が金融上の困難を引き起こす。
- * 米国の10年国債の金利が7-8%に上昇する。
- * 米国のダウ株価平均が25%から35%程度下げる。
- * ドルが20%から25%減価する。
- * 各国が保護主義に向かう。

答えは、ボルカー氏が75%、ルービン氏が25%。

という話で、米国の住宅市場の崩壊は経済に深刻な打撃を与えると思われる一方、住宅市場の落ち着きは米国の経常収支赤字を減らすのに有効で、長期的なドルの安定に役に立つ、ということです。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No36)

<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。

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 March 2006 (Estimate)

| Performance History | Mar-06 | YTD | Cumulative Annualized Returns | Annualized STD of Monthly Returns | Ret/Vola | AUM |
|-----------------------------------|--------|-------|-------------------------------|-----------------------------------|----------|----------------|
| Post Traditional Fund Composite | 0.37% | 2.50% | 10.07% | 4.45% | 2.26 | \$4.94 billion |
| Post Plus Fund Composite | 0.80% | 3.31% | 13.51% | 5.86% | 2.31 | \$1.55 billion |
| Post Opportunistic Fund Composite | 0.71% | 2.30% | 17.63% | 10.09% | 1.75 | \$1.05 billion |
| Lehman Index (Since Sept. 1993) | 0.60% | 2.89% | 7.07% | 6.83% | 1.02 | |

Gross Monthly Return

Traditional Fund Composite

| Year | Jan | Feb | Mar | Apr | May | Jun | Jul | Aug | Sep | Oct | Nov | Dec | YTD |
|------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2006 | 1.10% | 1.01% | 0.37% | | | | | | | | | | 2.50% |
| 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% | 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 |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 2006 | 1.31% | 1.16% | 0.80% | | | | | | | | | | 3.31% |
| 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 |
|------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 2006 | 1.06% | 0.51% | 0.71% | | | | | | | | | | 2.30% |
| 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

