

2006年5月23日

## 米国ハイ・イールド市場：2006年4月 - 過熱と過冷

2006年4月のポスト・アドバイザー・グループが運用するファンドの成績表を添付します。トラディショナルが+0.63%、オポチュニスティックが+1.77%、中間のプラスが+1.16%となっています。

我々は、ハイ・イールド債市場と株式市場、国債市場、投資適格社債市場を比較して、ハイ・イールド債市場は一般的な受け止め方である「動きの激しい市場」ではなく、逆に「最も安定した市場」であることを強調してきました。

今年のハイ・イールド市場の安定性は、それを売り込む我々も驚くほどのもので、5月に入ってから株式、債券市場の大揺れにも殆ど動じることなく、「わが道を行く」という感じでした。

FFレートが1%から現在の5%に上昇する過程でハイ・イールド債市場が売られること無く来ている最大の要因は、イールド・カーブのフラット化で、ハイ・イールド債のベンチマークである長期国債のイールドの上昇が小さいことです。小さいとは言ってもイールドは上昇しているわけで、10年国債の今年の運用成績は大きなマイナスを示し、モーニングスターによれば利付き債ファンドの中で最悪の成績を記録しています。これに対して、ハイ・イールド債はベストの成績を上げており、これはとりもなおさずスプレッドが縮小しているということです。5月15日現在の各種ファンドの今年の成績を見ると、

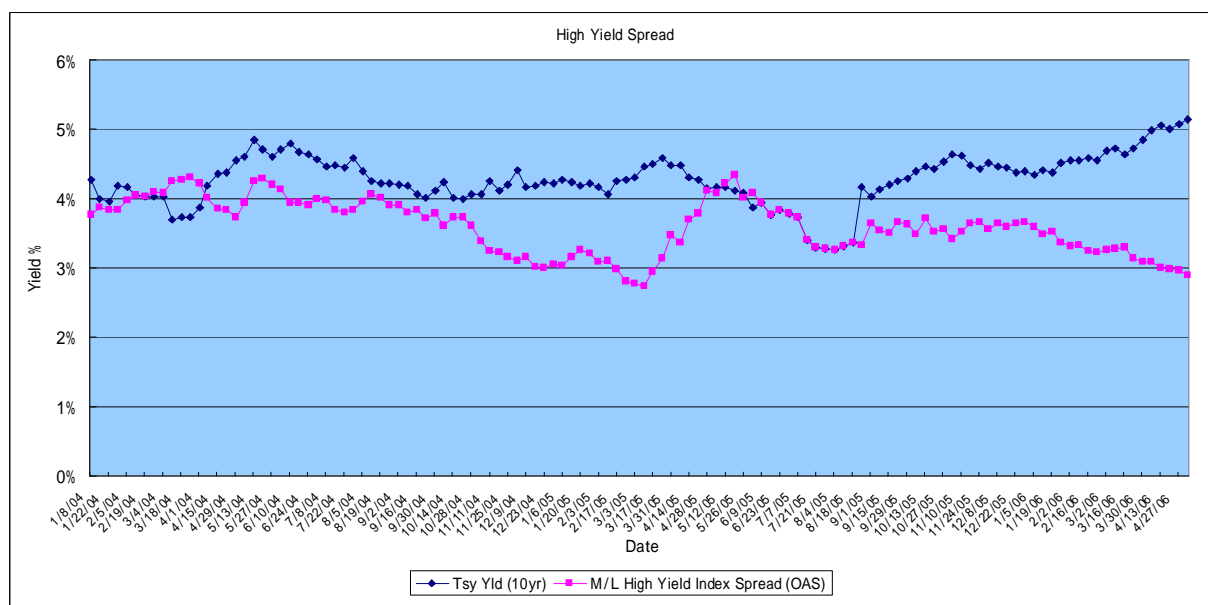
High Yield Bond	3.42%
Bank Loan	2.58%
World Bond	2.52%
Ultra-short Bond	1.37%
Emerging Market Bond	1.18%
Multisector Bond	1.11%
Short-term Bond	0.57%
Short-Government	0.19%
Intermediate-Term Bond	-0.95%
Intermediate Government	-1.18%
Long-term Bond	-0.03%
Inflation-Protected Bond	-2.63%
Long Government	-5.92%

となっています。

スプレッドの縮小はハイ・イールド債のデフォルト率の低下、或いは、低位安定が生み出

しているものです。ハイ・イールド債が投資家に高いイールドを提供するのは、流動性が低いことでもあります。倒産リスクが大きいことが主要因で、昨今のように景気が拡大を続け、潤沢な投資資金を背景に、企業が十分な資金手当てをしていれば、倒産リスクは小さく、従って、歴史的にも小さなスプレッドが拡大することなく、逆に縮小を続けています。

下のグラフは米国 10 年債のイールドとスプレッドの動きを示したのですが、国債のイールドの上昇を打ち消す形でスプレッドが縮小しています。



2002 年に 1300 ベーシス・ポイントに達したスプレッドが、現在 300 ベーシス・ポイントと歴史的にも最も小さなレベルにあることから、当然スプレッドの拡大を懸念しないわけには行きません。スプレッドの拡大を誘発する要因は、デフォルト率の上昇、つまり、景気の悪化です。景気の波を避けることが出来ないとすれば、スプレッドが拡大する時期が必ず来ます。もし過去の経験と異なる点があるとするれば、企業の財務経営と投資家のリスク管理がデリバティブ商品の拡大により進歩したということがあげられるかも知れません。また、エンロン、ワールド・コムに懲りた政府も企業経営の安定のための施策を打ち出し、過去と同じようなパターンでの「景気サイクルとスプレッドの関係」ではないかも知れません。つまり、ハイ・イールド社債を発行している企業の財務管理手法が進んで、景気の波の影響を受け難くしていること、また、投資家の側も、CDS 等を駆使してリスクを事前にヘッジし、事件が起きたときに一斉に出口に殺到する愚を避ける知恵を身につけていることを期待するわけです。この期待通りのことが起きているとすれば、将来のハイ・イールド債の国債に対するスプレッドは過去のスプレッドに比べて低く推移すると考えられます。

どちらにしても、FF レート、10 年国債のイールド上昇の中での最近のハイ・イールド債の

---

頑張りは高く評価するにしても、そのうち「ブツン」と来ると考えるのが妥当だと思いません。

< 過熱相場と過冷相場 >

一本調子で上げてきた市場に訂正下げが入っています。ゴールド、銅、新興国株式、日本株、等々です。

日本の投資家はこの1年、円債への投資以外は全て「当り」だったと思います。中でも「大当たり」したのが、インド株への投資です。ゴールドマン・サックスの「BRICs リポート」以降、これら市場をターゲットとする投信が続々と生まれ、米国等からの資金も巻き込んで大量の資金がインドを初めとする新興国市場に流れ込みました。

日本の投資がある市場をターゲットに動くとき、証券会社の採算の問題もあって全体としての投資金額はしばしば数百億になります（或いは「にします」）。日本は世界でGDP 2番目の国で、そこからの投資資金は国内では大した額ではなくても、相手国では「鉄砲水」のようなものです。

1992年にスペインのバルセロナでオリンピックが行われました。このオリンピックを投資機会と捉えた世界の投資資金がスペインに流れ込み、同国の株式市場は急騰しました。中でも、日本の某証券会社が推奨したクロズド・エンドの「スペイン・ファンド」への投資は投機的で、10ドル前後で推移していたこのファンドは1989年に38ドルまで上昇しました。

この価格上昇で何が起きたかという、NAVと株価の乖離です。スペイン・ファンドはクロズド・エンドの会社型上場ファンドですから、売買価格はNAVによるのではなく、市場が価格を決定します。プレミアム、或いは、ディスカウントが生まれる理由です。1988年に10%前後のディスカウントで売買されていたこのファンドは、1989年に130%のプレミアムを付けるに至りました。つまり、株価が38ドルといっても中身は17ドル以下というわけです。

スペイン・ファンドがどのような株式に投資しているかは分かります。NAV17ドルのファンドがそれ以上で売買されれば、アービトラージのプレーが入ります。ファンドに入っている株式を買って、ファンドを空売りするわけです。プレミアムが50%にも達すれば誰でもがやりたくなるプレーです。ましてや100%を超えるようなプレミアムともなれば10ドルの商品が20ドルで売れるということになります。スペイン・ファンドではプレミアムが30%を超えるころから「現物買い、ファンド売り」のポジションが生まれ始めました。

このトレードには落とし穴があります。実はこのトレードは「アービトラージ」にはなら

ないのです。先物取引での「現物買い、先物売り」は現物を先物市場で渡す、或いは、Cash Settlement で溶け合うことができます。しかし、「現物買い、ファンド売り」はそうは行きません。買った現物ポートフォリオとファンドは「似て非なるもの」です。その間に互換性はありません。

スペイン・ファンドは日本からの買いで更に上昇。「また裂き」にあった「ファンド売り」のトレーダーがショート・カバーで踏み上げ、ファンド価格と NAV の乖離は更に拡大。ついに 130% のプレミアムとなりました。しかし、1990 年に入ってショートの踏み上げが一巡するとファンドの価格は逆に急落。前年のピークの 38 ドルから 10 ドルに下げています。さらに悲劇的なのは、オリンピックの年にはファンド価格は NAV に対してマイナス 10%、6 ドル以下となったことです。この動きの中で日本の投資家は随分痛い目にあいました。

私の知る限り、ファンドがここまで NAV を無視して買い上げられたケースは他にありません。

さて、昨今のホット・マーケットでは何が起きているのでしょうか？

インディア・ファンド（ニューヨーク証券取引所シンボル：IFN）は 5 月 11 日に 65 ドルをつけています。この日のプレミアムは約 30% です。スペイン・ファンドのプレミアムに比べればベビーのようなものですが、それでも昨今の「ハイ・プレミアム・ファンド」の No.4 にあります。

5 月 11 日現在のクローズド・エンド・株式ファンドのプレミアムを見ると（括弧内はファンド総額）

Scudder New Asia Fund	45.27%	(\$183 mil)
Indonesia Fund	41.57%	(\$50 mil)
Templeton Russia & East European Fund	37.37%	(\$93 mil)
India Fund	36.78%	(\$1,084 mil)
Morgan Stanley Eastern Europe Fund, Inc.	33.61%	(\$104 mil)
Thai Fund	20.59%	(\$110 mil)
Morgan Stanley India Investment Fund	15.24%	(\$740 mil)

以上から、今どの市場がホットであるかが伺い知れます。インディア・ファンドの場合 2003 年初めには何と 15% ものディスカウントで、当時の 10 ドルが 65 ドルになり、その過程でディスカウントから大幅プレミアムに変わっています。このような流れに乗れば、何も IPO 銘柄ではなくても数倍のリターンを上げることが出来ます。

大幅プレミアム付のファンドは、ホット銘柄ですから投資リスクが高いことは言うまでも

ありません。下のチャートで見られるように 5 月 9 日に 64 ドルで引けたインディア・ファンドは 5 月 15 日には 53.05 ドルまで下げ、5 セッションで 15.7% の下げを見せました。この下げの大半は現物が下げたことによるもので、プレミアムの剥げは殆ど見られません。

( [www.bigcharts.com](http://www.bigcharts.com) IFN のチャートを掲載 )

このような大幅なプレミアム付のファンドを「過熱」と言うならば、逆に「過冷」のファンドもあります。大幅なディスカウントのファンドを見ると

Third Canadian General Investment Trust Limited	-19.13%
Canadian World Fund Limited	-17.53%
Gabelli Global Multimedia Trust	-14.48%
John Hancock Patriot Global Dividend Fund	-14.42%
DWS Global Commodities Fund	-14.41%
Mexico Equity and Income Fund	-14.37%

となっており、カナダ投資が大幅ディスカウントになっています。不思議なのは DWS Global Commodities Fund という今「ホット」と思われる投資ファンドが大幅なディスカウントになっていることです。

ディスカウントが極端に進むと、ファンドを大量に買い上げ、そのファンドの議決権を握ってファンドのポートフォリオを市場で売却して利鞘を稼ぐということを考える人間が出てきます。しかし、ファンドのスポンサーとしてはこのような「ファンド乗っ取り」は折角毎日手数料を稼いでくれるファンドを失うことになるので、ファンドへの投資家には議決権を付与しないこと等で防御します。従って、大幅ディスカウントのファンドが投資家から解散圧力を受けた話は聞いたことはありますが、ディスカウントからの利益獲得のために実際に解散した例は寡聞にして聞いたことはありません。

< ご挨拶 >

さて、私事ですが、筆者は間もなく還暦を迎える齢となり、この人生の節目を期にニューヨークから日本に帰ることにいたしました。30 年放っておいた老母の面倒を見ることで、愚息どもに「親孝行とはどのようなものか」を知らしめ、自分の老後に備えようというものです。

1977 年に商社の食料部の駐在員としてニューヨークに赴任し、会社の不文律を無視して「現地退職」し、その後の人生は典型的な「オポチュニスティック型」でした。何も出来ない、努力もしない私を懸命に助けてくれた人々にはお礼の言葉もありません。本当に多くの

方々との出会いを持ち、幸せな男だと思っています。

残念なのはこの30年間私を助けてくださった人々の中で、決して少なくない数の人々が他界していることです。まさに企業戦士として散った方が沢山います。その誰に対しても私は何も出来なかったことを恥じております。

人生今や80年、いや、90年も普通になりました。まだ30年もあるかも知れません。何処かで何かの形で皆様にお目にかかるかも知れません。その折には是非一緒に一杯やりたいものです。

今の計画では「焼酎と温泉」の鹿児島に移住します。日本地図を広げて「どこに移住するか」考えた結果が鹿児島です。昨年9月まで足を踏み入れたことのない土地ですが、これも「オポチュニスト」の馬鹿な選択かも知れません。でも60年もの生き様は変えようもなく、また数年で何処かに移住するかもしれません。人生「塞翁が馬」。もうしばらく勝手させてもらいます。

皆様との出会いに心から感謝すると共に、皆様のご多幸をお祈り申し上げます。  
本当に長い間有難うございました。

高橋芳徳記

Axes Japan News Letter (No37)

<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](mailto: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](mailto: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, Chūō-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 April 2006 (Estimate)

Performance History	Apr-06	YTD	Cumulative Annualized Returns	Annualized STD of Monthly Returns	Ret/Vola	AUM
Post Traditional Fund Composite	0.63%	3.14%	10.05%	4.43%	2.27	\$4.94 billion
Post Plus Fund Composite	1.16%	4.50%	13.52%	5.83%	2.32	\$1.55 billion
Post Opportunistic Fund Composite	1.77%	4.11%	17.70%	9.98%	1.77	\$1.05 billion
Lehman Index (Since Sept. 1993)	0.62%	3.53%	7.07%	6.81%	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%	0.63%									3.14%
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%	1.26%	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%	1.16%									4.50%
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%	1.77%									4.11%
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

