

# SHK US\$ YieldPlus Fund

## 目次

### 主な特徴

- Q1 SHK US\$ イールドプラスファンドの主な特徴は?
- Q2 どういった投資家に適したファンドでしょうか?
- Q3 なぜ今、SHK US\$ イールドプラスファンドへの投資が魅力的なのですか?

### ファンドについて

- Q4 ファンドのリターン目標は?
- Q5 ファンドの登記地は?
- Q6 ファンドマネージャーは?
- Q7 ファンドのその他のサービスはどういった会社が行っていますか?

### 投資戦略

- Q8 投資戦略と方式はどのようになっていますか?
- Q9 ファンド戦略に関わる最大のリスクは何ですか? そのリスクはヘッジできますか?
- Q10 金利上昇、下降はファンドにどのような影響を与えますか? また、両局面での FIDAC の戦略は?
- Q11 ファンドにとって、最悪のシナリオは何ですか? そのような出来事が起こる可能性は?
- Q12 ファンドの安定性は変動金利証券(フローター)への投資に頼っています。変動金利証券とは何ですか。この市場はどれくらい大きいのですか?
- Q13 証券の分析と選択にはどういった手法を使っていますか?

### ポートフォリオ

- Q14 ポートフォリオ内の証券格付け内訳はどうなっていますか?
- Q15 固定金利と変動金利証券の資産比率はどうなっていますか?
- Q16 固定金利と変動金利証券の資産比率はどうなっていますか?
- Q17 ポートフォリオの平均残存年数(デュレーション)と期間はどのようになっていますか。

## リスクマネジメント

- Q18 運用に制限はありますか？
- Q19 FIDAC はモーゲージ担保証券と資金借入れコストの金利差(スプレッド)をどのように管理しているのですか？
- Q20 ファンド最大の価値下落がおこった理由はなんですか？FIDAC はこのことから何を学びましたか？

## 米国モーゲージ担保証券とは

- Q21 米国モーゲージ担保証券とは？
- Q22 米国エージェンシーモーゲージ担保証券とは？
- Q23 モーゲージ担保証券の価格に影響するのは？
- Q24 米国の住宅市場は現在好調ですが、もし市場が低迷期に入ったときは、ファンドにはどのような影響があるのでしょうか。
- Q25 ファニーメイやフレディマックについて、米国政府のサポートを引続き受けることができるかどうか疑問であるという新聞記事を最近読みましたが、FIDAC はこの点に関してはどのような見解ですか？

## ファンドの主な特徴

- Q1 SHK US\$ イールドプラスファンドの主な特徴は？
- A1 ファンドは
- 伝統的な固定利付き債券よりも高い金利収入が期待できます
  - AAA 格付けの US 政府エージェンシーボンドに投資することにより信用リスクを最小化します
  - マネーマーケット商品と同じような高い流動性を提供します
- Q2 どういった投資家に適したファンドでしょうか？
- A2 質の高い証券投資で構成されたポートフォリオからより魅力的なイールドを求める投資家。また、一般の金利動向と比較的相関性の低い債券型投資に興味のある投資家の方に適しています。
- Q3 なぜ今、SHK US\$ イールドプラスファンドへの投資が魅力的なのですか？
- A3 現在、モーゲージ担保証券(MBS)市場は額面スプレッド、FED の協力的なスタンス、モーゲージの期限前償還率が下がっていることなど、ファンダメンタルから言って非常に魅力的な環境になっているといえるでしょう。ファンド戦略にはこれらの要因は非常に有利に働きます。
- さらに、NAV の安定性を確保するため、ファンドは長めの残存期間（デュレーション）を持つ固定金利証券へのエクスポージャーを抑えた保守的なポジションをとっています。ポートフォリオの大部分は月毎に金利のリセットがある変動金利証券から構成されております。

## ファンドについて

- Q4 ファンドのリターン目標は？
- A4 ファンドは高い流動性・元本の安定性を維持すると同時に金利収入の最大化を目指します。目標は 10 年物米国債(UST)プラス 350-500bps のリターン達成です。
- Q5 ファンドの登記地は？
- A5 SHK US\$ イールドプラスファンドはケイマン諸島登記のミューチュアルファンド、SHK グローバルストラテジーファンドのサブファンドです。
- Q6 ファンドマネージャーは？
- A6 SHK Fund Managers Limited がファンドの運用を行います。SHK Fund Managers Limited は香港 SFC 公認の投資顧問、SHK Fund Management Limited の 100%子会社です。SHK Fund Management Limited は 1969 年に設立され、香港金融市場では最大の総合金融会社のひとつである Sun Hung Kai & Co Ltd の 100%子会社です。
- ファンドの取引・ポートフォリオマネージメントは米国 SEC 認可の Fixed Income Discount Advisory Company ("FIDAC")が行います。FIDAC はファンドの投資顧問として運用アドバイスをを行います。1994 年の設立以来、FIDAC とそのニューヨーク株式市場上場関連会社、Annaly Mortgage Management, Inc ("NLY") は政府エージェンシー債運用の分野に特化してきました。この 2 つの会社の固定利付き証券運用総資産は約 140 億米ドルに上り、ウォール街でトップレベルのモーゲージ担保証券運用会社として認知されています。
- Q7 ファンドのその他のサービスはどういった会社が行っていますか？
- A7 管理会社: Bank of Bermuda (Cayman) Limited  
カストディアン: Bermuda Trust (Far East) Limited  
監査人: プライスウォーターハウスクーパーズ

## 投資戦略

Q8 投資戦略と方式はどのようになっていますか?

A8 ファンドの投資戦略は2つに分けられます:

- モーゲージ担保証券と投資資金借入れコストとのイールドスプレッドを利用することでより高いリターンを追求していきます。
- 資産価値のボラティリティを最小限に抑えます。

ファンドは広い範囲の金利環境を想定した上で、投資イールドの比較的魅力的な投資対象を選択します。さまざまな金利環境で安定したキャッシュフローイールドを得るために、月毎に金利がリセットされる変動金利証券と一般の固定金利モーゲージを組み合わせたことが大切です。そのため、金利の動向分析よりも、期間ごとの資産のキャッシュフロー分析に重点を置いています。

Q9 ファンド戦略に関わる最大のリスクは何ですか? そのリスクはヘッジできますか?

A9 ファンドの最大のリスクは金利リスクです。FIDACは資産組成を通して、構造的にこれらのリスクをヘッジしております。例えば:

金利上昇局面:

- ファンド資産の殆どを(現在のところポートフォリオの95%)変動金利商品が占めていることから、ファンドの純資産価値(NAV)は保護されている。この変動金利資産は一般的に固定金利資産よりも価値減少の恐れが少ない。

金利下降局面:

- 金利下降にともなうリスクはポートフォリオに固定金利証券の比率を高めることで回避する。これらの証券は一般的に金利下降局面では価値が上昇し、キャピタルゲインが期待できるため、ポートフォリオのスプレッド縮小による影響を相殺できる。

Q10 金利上昇、下降はファンドにどのような影響を与えますか? また、両局面でのFIDACの戦略は?

A10 投資顧問のFIDACは、広い範囲の金利環境で比較のパフォーマンスの良いポートフォリオを構成するよう心がけています。過去のパフォーマンスは将来のリターンを保証するものではありませんが、1994年から2002年までのパフォーマンスにみられるように、さまざまな金利サイクルの中でもつねに安定を保っています。この時期は金利上昇局面、金利下降局面、イールドカーブの反転のほか、メキシコペソの為替切下げ、アジア金融危機、LTCM危機などの市場攪乱要素がありました。この期間、市場のボラティリティが増大したにもかかわらず、FIDACは年率平均10.94%の利回りを一貫して達成しています

Q11 ファンドにとって、最悪のシナリオは何ですか? そのような出来事が起こる可能性は?

A11 最悪のシナリオは米国が超インフレ(ハイパーインフレーション)状態に陥り、短期金利が変動金利証券のキャップ(上限金利)を超えてしまうことです。いまのところ、FIDACは今後2-3年の間にそのようなことが起こる可能性は非常に低いと考えています。

Q12 ファンドの安定性は変動金利証券(フローター)への投資に頼っています。変動金利証券とは何ですか。この市場はどれくらい大きいのですか?

A12 変動金利証券とはモーゲージ担保債務証券(CMO—"Collateralised Mortgage Obligations")のことで、固定金利ローンに裏づけされています。固定金利モーゲージは一定の期間(一般的に8-10年)の投資に興味のある投資家にしか魅力がなかったことから、さまざまな投資期間の商品を提供するためにCMOが開発されました。

CMO の発行体はパススルー型モーゲージ証券を集め、キャッシュフローに基づいて発行する複数の階層に分けられた債権型の証券(CMO)の担保として使用します。この複数の階層は“トランシェ”(フランス語)として知られてします。この CMO 構造を利用することにより、発行体は元本と金利の(トランシェに応じた担保から生み出される)キャッシュフローを人為的に調節することが可能になり、さまざまな投資家の需要を満たすことができるようになりました。ファンドは 1986 年に初めて市場に出た変動金利トランシェ(フローター)を購入しています。これらのフローターは LIBOR をベースにしたスプレッドを上乗せする形で金利がきまるため、LIBOR が上下すればクーポンも上下する変動金利商品です。

CMO の市場規模は、2001 年 12 月 31 日現在で US\$8010 億となっています。フローターの発行は直近の四半期で一月あたり約 100 億米ドルです。市場の流動性を示す指標はビッドとオファーのスプレッドの狭さがありますが、現在、CMO のスプレッドは約 1/8 から 1/4 程度となっています。

Q13 証券の分析と選択にはどういった手法を使っていますか？

A13 すべての証券は個々の証券分析のほか、ポートフォリオ分析を行います。FIDAC はプロプライアトリーシステムを開発し、イールド、LIBOR スプレッド、残存期間(デュレーション)、コンバクシティ、オプション調整スプレッド、期限前償還センシティビティ、借入の可能性、流動性、平均期間などの分析を行っております。

## 投資ポートフォリオ

Q14 ポートフォリオ内の証券格付け内訳はどうなっていますか？

A14 投資資産はすべて“AAA”格付けです。

Q15 現在のポートフォリオ構成はどうなっていますか？

A15 2002 年 4 月 30 日時点で、ファンドのベンチマークポートフォリオにおいて 110 のポジションを保有。3 種類のモーゲージ担保証券で構成されています。

1. フローターモーゲージ担保債務証券(Floating rate CMOs) 92%
2. 変動金利型モーゲージ(ARMs - Adjustable-rate mortgage) 5%
3. 固定金利モーゲージ証券(Fixed-rate mortgage securities) 3%

これら証券の発行体は:

1. フレディマック 58%
2. ファニーメイ 39%
3. ギニーメイ 3%

Q16 固定金利と変動金利証券の資産比率はどうなっていますか？

A16 2002 年 4 月 30 日時点で、ベンチマークポートフォリオの 97%は変動金利証券、3%が固定金利証券。FIDAC の保守的戦略から、今後しばらくは現状のポートフォリオを維持する予定です。

Q17 ポートフォリオの平均残存年数(デュレーション)と期間はどのようになっていますか？

A17 ベンチマークポートフォリオの平均残存期間は 0.6 年、平均期間(期限前償還を含む)は 7.5 年です。

## リスクマネジメント

Q18 運用に制限はありますか？

- A18
- 米国政府、または政府エージェンシーによって発行された証券にのみ投資すること
  - 少なくとも 80%のモーゲージ資産は変動金利商品であること
  - 50%のモーゲージ資産のクーポンは月ごとに調整が行われること

- 如何なるポジションもポートフォリオの 10%を超えないこと

- Q19 FIDAC はモーゲージ担保証券と資金借入れコストの金利差(スプレッド)をどのように管理しているのですか？
- A19 FIDAC は資産と負債の金利のリセットが同時にされるようにポートフォリオ管理を行っています。歴史的にみて、これらの証券の金利と借入れコストには正のコレレーション（投資相関関係）があります。
- Q20 ファンド最大の価値下落がおこった理由はなんですか？FIDACはこのことから何を学びましたか？
- A20 1999年(6-8月)の価値下落は、以下の要因が重なったことによるものです。
1. 1999年、20世紀最悪の債券市場(ウォールストリートジャーナルによる)と形容される債券価格下落により、10年物金利は4.65%から6.44%へと178bpsも上昇。  
  
グリーンスパンが短期金利引き締めを行って債券市場を悪化させたことによる固定金利ポートフォリオの損失が1999年6月から8月までの価値下落の原因。
  2. 当時政府は財政黒字を見こんで10年物国債の発行中止がワシントンで話し合われていた。そのため、10年物国債はそのベンチマークとしてのステータスを失うのではといわれ始めたことから、ファニーメイやフレディマックが自らベンチマークを目指すべく債券発行を始めた。このためファニーメイとフレディマック（政府系機関—GSEs）は精査されることとなり、その結果、Gensler上院議員の発言にはじまり、これらGSEsはエージェンシーとしての地位を失うだろうという市場のうわさが出始めた。これを受けてファニーメイ、フレディマックは市場から手を引き、モーゲージ担保証券の購入を停止。最大の買い手を失った市場ではスプレッドの拡大、価格の更なる下落を招いた。
- 1999年の失敗から学び、現在ファンドの固定金利債券は全体の3%のみとなっています。金利が将来上昇する可能性があるため、固定金利債券の比率を更に下げるかもしれません。また、FIDACはファニーメイとフレディマックの保証、その地位には信頼をおいています。また、今後GSEsと連邦政府の関係を劇的に変える出来事が起こる可能性は非常に低いと考えています。

### モーゲージ担保証券

- Q21 米国モーゲージ担保証券とは？
- A21 米国モーゲージ証券(US Mortgage-backed Securities -MBS)は、伝統的な住宅ローンの資産プールを担保とし、米国で政府エージェンシー及び民間機構によって発行された証券です。モーゲージ担保証券の金利と元本支払いは担保となる住宅ローンの元本及び金利支払いによってなされます。
- Q22 米国エージェンシーモーゲージ担保証券とは？
- A22 モーゲージ担保証券が米国政府エージェンシーまたは政府系機関(GSEs)によって発行されたものであれば、「エージェンシー」モーゲージ担保証券(MBS)と呼ばれます。エージェンシーMBSは、万が一デフォルト（債務不履行）となった場合でも、元本、金利の支払いが100%保証されています。SHKイーールドプラスファンドはこれらのエージェンシー証券にのみ投資します。
- Q23 モーゲージ担保証券の価格に影響するのは？
- A23 モーゲージ証券は期限前償還リスクがあるため、しばしば同期間の国債や社債よりも利回りが高くなっています。他の固定金利債券と同じように、モーゲージ証券の価格も金利の変動によって上下します。金利下降局面では価格が上昇し、金利上昇局面では価格が下がります。  
  
金利変動は期限前償還率にも影響を与え、モーゲージ証券のイーールドに影響します。金利下降局面では住宅所有者がさらに低い金利でリファイナンスしようとするため、期限前償還が増加します。金利上昇局面では、逆の心理がはたらき、期限前償還が減少するでしょう。イーールドへの影響は証券がプレミアムかディスカウントで売買されることによります。
- Q24 米国の住宅市場は現在好調ですが、もし市場が低迷期に入ったときは、ファンドにはどのような影響があ

るのでしょうか。

A24 米国内の住宅市場は確かに現在好調ですが、もし住宅市場が低迷期に入った場合、住宅価格の下落や住宅ローンのデフォルト率が上昇することが考えられます。しかし忘れてならないのは、ファンドはファニーメイ、フレディマック、ギニーメイが発行する元本と金利の保証付きの証券にのみ投資していることです。これらの証券は万が一ローン債務のデフォルトがおこった場合でも、100%保証されます。

Q25 ファニーメイやフレディマックについて、米国政府のサポートを引続き受けることができるかどうか疑問であるという新聞記事を最近読みましたが、FIDACはこの点に関してはどのような見解ですか？

A25 投資顧問の FIDAC はファニーメイ、フレディマックの保証に信頼をおいています。確かに最近、ファニーメイとフレディマックの地位について市場の吟味(Scrutiny)がますます行われるようになってきています。しかし、FIDAC は連邦政府と GSEs の関係を劇的に変えるような出来事は起こらないだろうと確信しています。しかし、万が一のときでもファンドを守ることでできる下記のような「担保」が幾重にも存在します。

- 住宅の価値
- ファニーメイとフレディマックの物件選別スタンダードの高さ
- 住宅所有者からの金利支払い
- 住宅ローン保険(個人)
- 住宅所有者保険