

ETF投資によるソリューションの提供: シニアローン市場に投資するアクティブ運用型ETF

目次

- I. アセットクラスの背景知識
 - シニアローンとは何か
 - 今日シニアローンが魅力的とされている理由
- II. シニア・ローンの特徴
 - シニアローンの特徴はどのようなものか
- III. シニアローンへの投資
 - このアセットクラスにアクティブ運用が適している理由
 - シニアローンでポートフォリオを組む
- IV. ETF 投資
 - SPDR® ブラックストーン/GSOシニアローンETF(SRLN)

主な特徴

- シニアローン戦略では以下の利点を提供することを目指します:
- 金利上昇時の価格下落を抑制します。シニアローンの特徴はLIBOR+変動金利である点です。
 - 過去の利回りは高水準でした。ハイ・イールド債と同様に、シニアローンは、米国債その他の金利商品よりも高い利回りを提供してきました。
 - デュレーション・リスクを最小限に抑えることを目指します。保有銘柄は、通常3か月毎に見直されます。

過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。

I. アセットクラスの背景知識

シニアローンとは何か

担保付債務またはレバレッジド・ローンとしても知られていますが、シニアローンとは米国および米国外の事業会社を対象とする変動金利担保付債務をいいます。シニアローンは、通常資本構成の最上位に位置し、企業の資産を担保としています。

企業は、買収、配当支払い、レバレッジド・バイアウトや一般的な企業目的など様々な理由から既存債務の借り換えのために借入れを行います。シニアローンの借り手の中には、スポーツ・オーソリティ、トイザらスやジェイ・クルー(「J.Crew」といった有名な企業もあります。*

投資家の観点からみたシニアローン独特の特徴は、通常3ヶ月毎に利率がリセットされる3ヶ月LIBORの基準金利に信用スプレッドを乗せた変動金利になっていることです。そのため、LIBORが上昇または低下したりすると、シニアローンの金利も同じだけ上昇したり低下したりすることになります。シニアローンの投資家にとっては、金利が上昇する環境下では、金利が上昇する一方、ローン価格は比較的安定します。同様に、金利が低下する環境下ではシニアローンの金利も低下しますが、ローン価格は比較的安定して推移します。これこそが、金利の上下と逆の価格変動をする多くの債券とは対照的なシニアローンの特徴なのです。

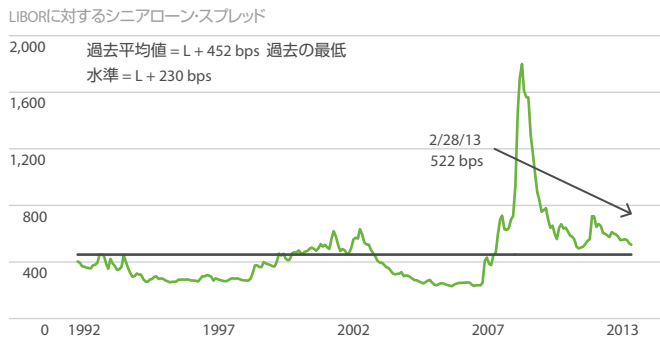
今日シニアローンが魅力的であるわけ

シニアローンに資産を配分すれば、今日の低金利環境下で投資家が抱える2つの問題に対処することができます。2つの問題とは、金利上昇時の債券価格下落の抑制と利回りの維持です。3ヶ月以内毎に金利が見直される投資適格未満銘柄への投資という形で、シニアローンは魅力的な利回り短いデュレーションという組み合わせを提供します。また、これまではハイ・イールド債の金利を下回ってきましたが、今日ハイ・イールド債のスプレッドが大幅に縮小した結果、両アセットクラス間の金利の差は現在では非常に狭まりました。図表1では、シニアローンのLIBORに対するスプレッドとハイ・イールド債の米国債に対するスプレッドを示しています。

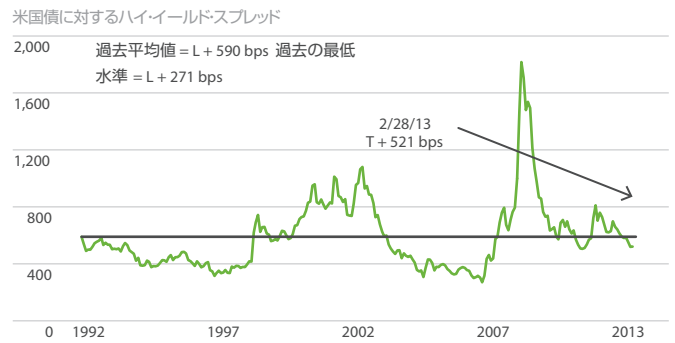
図表2に示される通り、シニアローンの投資家は金利上昇リスクに対するプロテクション効果を得ることが期待されます。なぜなら、金利が上昇するとローン金利も合わせて変動する一方で、ローン価格はほとんど変化しないからです。固定利付債の場合はその反対となります。固定利付債の利払いは金利上昇時でも金利低下時でも安定していますが、債券価格は変化します。シニアローンでは債券価格は安定し、発生するインカムは金利環境に応じて変化します。

* ここに示す情報を特定のセクターへの投資や提示する証券の売買の推奨と捉えてはなりません。

図表1：シニアローン・スプレッドは過去の平均に比べて拡大している

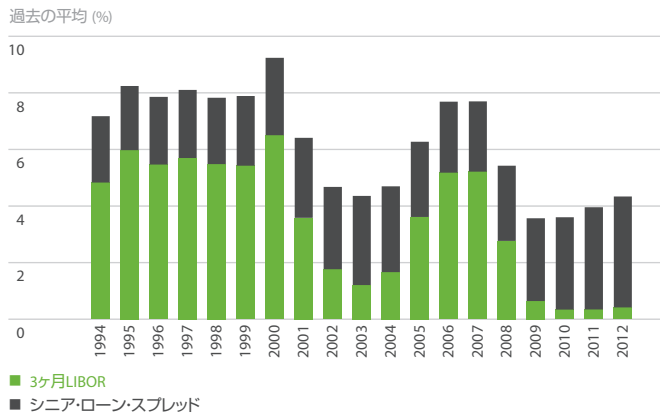


出所：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス（3年ディスカウント・マージン）、2013年2月28日現在。

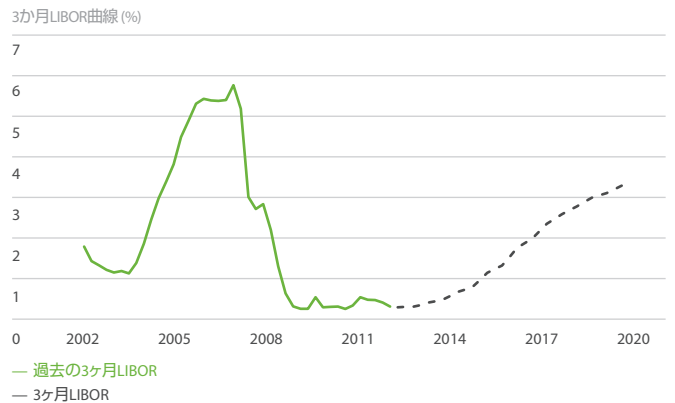


出所：クレディ・スイス・ハイ・イールド債インデックス・スプレッド（スプレッド・トゥー・ワースト）、2013年2月28日現在。

図表2：優先担保付ローンは金利上昇からメリットを受ける可能性あり



出所：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックスおよびブルームバーグ。フォワードLIBOR、2013年3月6日現在。過去の運用実績は将来の運用成果を保証するものではありません。



II. シニアローンの特徴

シニアローンの特徴はどのようなものか

投資適格未満の債券、通常ハイ・イールド債といわれる債券には高水準のリスクがあり、投機的な性格を持っています。しかし、シニアローンは通常は投資適格未満の企業が発行しますが、企業の債務のうち最も弁済順位が高い債務になります。その担保には企業の全資産、またはその大部分が組み入れられています。また、シニアローンには信用力が低下した場合に現金を温存するという制限条項があります。さらに、企業が倒産するか、あるいは債務不履行に陥った場合、シニアローンの投資家には企業の担保資産に対する高位の請求権がありますから、無担保ローンや株式の保有者よりも先に弁済を受けることができます。これらが他の有価証券の保有者に比べてシニアローンが一般的に高い回収率を得られる結果を生む背景です。シニアローンには通常投資適格未満の格付け（すなわちBBB-/Baa3未満）が与えられていますから、こうした企業の資産に対する優先的請求権はシニアローンの投資家にとって重要な意味を持ちます。

III. シニアローンへの投資

このアセットクラスにアクティブ運用が適しているわけ

シニアローンは、アクティブ運用が付加価値を生むことができる非常に非効率的なアセットクラスです。その独特の構造により、卓越したスキルと幅広いリソースを持つファンドマネージャーならばローン・ファンドのパフォーマンスにプラスの影響をもたらせることが可能性です。

特に、強力なファンダメンタル・クレジット分析はアクティブ運用マネージャーにとって決定的に重要なスキルです。例えば、アクティブ運用アプローチを採用することで、シニアローン・インデックスに組み込まれて発行時よりも価格が高くなる前に、有利な価格でローンを取得することができます。

また、インデックスの再編によりインデックスから除外される可能性があるローンを特定し、信用損失を回避するか最小限に抑えるために事前に売却することも可能です。そして、アクティブ運用ファンドでは、ローンのファンダメンタルスを分析し、相対的にそのバリューを測り、ファンドマネージャーの決定によりポジションをオーバーウェイトしたりアンダーウェイトしたりすることができます。

図表3：シニアローンとハイ・イールド債の比較

	シニアローン	ハイ・イールド債
担保	資産	一般的に無担保
弁済順位	資産構成上優先的	シニアローンに劣後
金利/ 利率	変動金利	固定金利
期間	通常は6-8年間	通常は8-10年間
任意の繰上償還	通常ペナルティなしで額面価格で繰上償還が可能	繰上償還制限あり
強制繰上償還	大部分の融資契約では、発行体が以下の資金調達を行った場合にシニアローンの繰上償還を要求している： - 株式の発行 - 債券の発行 - 資産売却 - 超過フリー・キャッシュフロー	通常、債権信託証書の中には、特定の期間内で資金が再投資されない場合に強制繰上償還がおり、ハイ・イールド債はその弁済において担保付シニアローンに劣後することを定める条項が含まれている。
元本制限条項	一般的に制限が強く条項数も多い	一般的にシニアローンの場合よりも制限は強くない、条項数も少ない（例えば、財務制限条項を違反しても一般的にデフォルトにはならず、追加的な債務発行を禁止するのみに留まる、等）
融資枠格付け	通常は社債や無担保格債権よりも高い	通常は優先担保付債権よりも低い
債権回収率	高弁済優先度と担保により高い	弁済劣後性により低い
準拠文書	融資契約書	信託証書

出所：GSO/ブラックストーン、SSgA。

注記：掲載している特徴は一般的なシニアローンと社債の代表例であり、条件は融資枠によって変わります。

シニアローンでポートフォリオを組む

ポートフォリオ内でのクレジット・アロケーションのひとつとして、SRLNはハイ・イールド債を補完、あるいは代替する魅力的な投資対象となり得ます。ハイ・イールド債と同様に、SRLNは米国債その他の金利商品よりも高い利回りを提供します。（前述の通り、シニアローンはこれまでハイ・イールド債よりも幾分低い利回りを示してきましたが、現在の環境下では両アセットクラス間のスプレッドは大幅に狭まりました。）

ハイ・イールド債とは異なり、シニアローンは最小限のデレレションしか持ちませんから、金利上昇のリスクをヘッジしたい投資家にとっては魅力的な保有対象となります（図表4を参照）。また、債権弁済時における優先的位置付けにより、シニアローンは同じ企業が発行するハイ・イールド債よりもリスクの低い投資となり得ます。この点は、投資適格未満の債券が内包するリスクを懸念する投資家が考慮すべき大事なポイントです。

投資ポートフォリオ内にシニアローンを積極的にアロケーションすることには十分議論の余地があるでしょう。実際、ローン市場の規模はハイ・イールド債市場よりも大きいのです（注：ハイ・イールド債市場よりも規模が小さい「機関投資家向けシンジケートローン市場」と、「通常は銀行が保有し売買されないシニアローンのセグメントを含むシニアローン市場」は異なります）。

図表4：債券の領域全体にわたる利回りと金利リスクの関係



出所：ブルームバーグ、クレディ・スイス、パークレイズ、2013年2月28日現在。

1 LIBORフロアを含みません。

様々な市場環境と金利サイクルを考えた場合、変動金利付債権への投資が固定金利付債権よりも有利となる場合があります。ハイ・イールド債を購入する投資家は、今後金利が安定的に推移するか低下することを期待しています。ローンを購入する投資家は金利が変化しないか上昇することを期待します。それに加えて、シニアローンは他のアセットクラスに対する相関が低く、分散投資の観点からも利点があります。

図表5：シニアローンは他のアセットクラスに対する相関が低い

1992年1月 - 2012年12月	米国30日 財務省証券 インデックス	米国 中期政府債 インデックス	米国 長期政府債 インデックス	ML モーゲージ・ インデックス	ML 米国社債 インデックス	パークレイズ 米国総合 インデックス	S&P 500 指数	S&P 2000 指数	MSCI 新興市場指数	MSCI EAFE 指数	CS HY インデックス
パークレイズ米国中期政府債 インデックス	0.07										
パークレイズ米国長期政府債 インデックス	0.01	0.88									
BofAメリルリンチ・モーゲージ・ マスター・インデックス	0.12	0.84	0.73								
BofAメリルリンチ・コーポレート・ マスター・インデックス	(0.02)	0.64	0.63	0.70							
パークレイズ・キャピタル米国総合 インデックス	0.07	0.90	0.85	0.91	0.87						
S&P 500® 指数	0.05	(0.16)	(0.17)	0.02	0.27	0.06					
Russell 2000® 指数	(0.01)	(0.26)	(0.24)	(0.10)	0.17	(0.05)	0.80				
JPモルガン新興国市場債インデックス	0.02	0.23	0.23	0.40	0.53	0.43	0.52	0.46			
MSCI EAFE 指数	(0.02)	(0.18)	(0.19)	(0.01)	0.29	0.04	0.79	0.71	0.48		
クレディ・スイス・ハイ・イールド・ インデックス	(0.10)	(0.15)	(0.13)	0.08	0.51	0.19	0.61	0.63	0.53	0.60	
クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・ インデックス	(0.02)	(0.32)	(0.31)	(0.13)	0.31	(0.03)	0.42	0.43	0.22	0.43	0.76

出所：クレディ・スイス、ブルームバーグ、イボットソン・アンソニエイツ、データ・ストリーム、2012年12月31日現在。

相関係数は、2個の変動値の線型関係の強さと方向性を測る尺度です。それは、1個の変動値の平均値からの乖離が、他の変動値の平均値からの乖離とどれだけ関連しているかの程度を測定します。

IV. ETF投資

SPDR®ブラックストーン/GSOシニアローンETF (SRLN)

現在、業界初で唯一のアクティブ運用シニアローンETFであるSRLNは、このアセットクラスの利点を投資家に提供することが可能です。SPDR ETFは、シニアローン投資の分野で世界最大級のGSO/ブラックストーンをサブアドバイザーとして迎えました。ブラックストーン傘下のGSOは、シニアローン市場で大きなプレゼンスを持つ、レバレッジドファイナンス市場にフォーカスしたクレジット部門です。世界最大級のローン・バイヤーの1社として、GSO/ブラックストーンは特にローン発行市場におけるアロケーションでの強みを発揮します。同社の規模、陣容とプラットフォームの幅広さが、銀行や借り手との強い関係を通じて、投資機会、リソースや商品に対する貴重なアクセスを生み出します。

GSO/ブラックストーンの投資スペシャリスト・チームは、優れたクレジット・スキルや数々の市場サイクルでの経験と、シニアローン業界の深い知識を持ち合わせています。これらが、同社の規律ある投資プロセスとアクティブなリスク・モニタリングの基礎となります。投資アイデアの創出プロセスは、新規発行市場と流通市場の両市場にわたります。ここから、ファンダメンタル、ボトムアップによるクレジット分析が行われ、毎日投資委員会で銘柄選定が行われます。このプロセスは、過ちを犯さないことを最大で唯一の目標とし、約40%という高い却下率を誇ります。その後、銘柄選択の意思決定がなされると、ポートフォリオの構築、再アロケーション、モニタリングが実行されます。

定義:

LIBOR

LIBOR、すなわちロンドン銀行間オファー金利は、銀行がロンドンのインターバンク市場で他の銀行から資金を借り入れる際に適用される金利のことです。これは、英国銀行協会が定める日次ベースの固定金利です。LIBORは、様々な満期と多数の通貨による大手銀行のインターバンク預金金利の平均値から算出されます。3か月LIBORとは、米ドル建て3か月預金に対するLIBORのことをいいます。

指数定義

パークレイズ・キャピタル米国総合指数

パークレイズ・キャピタル米国総合インデックスは、米ドル建て投資適格債券市場の証券を代表します。当指数は、米国で一般に販売されている投資適格*の国債、投資適格*社債、モーゲージ・パススルー証券、商業用モーゲージ担保証券、および資産担保証券など米ドル建て投資適格債券市場のパフォーマンスを測る指標を提供します。

*ムーディーズ・インベスター・サービス・インク、スタンダード&プアーズ、フィッチ・レーティングによる中間格付がBaa3/BBB-以上をいいます。

パークレイズ米国中期政府債指数

パークレイズ米国中期政府債インデックスは、米国中期政府債のパフォーマンスに連動します。米国政府債インデックスは、米国債インデックスと米国政府機関債インデックスで構成されます。米国政府債インデックスには、国債(満期までの期間が1年以上ある米国財務省の公的債務)および米国政府機関債(米国政府機関および準連邦企業が公的に発行する債務、および米国政府が保証する対外債務)が入ります。

パークレイズ米国長期政府債指数

パークレイズ米国長期政府債インデックスは、米国長期政府債のパフォーマンスに連動します。米国政府債インデックスは、米国債インデックスと米国政府機関債インデックスで構成されます。米国政府債インデックスには、国債(満期までの期間が1年以上ある米国財務省の公的債務)および米国政府機関債(米国政府機関および準連邦企業が公的に発行する債務、および米国政府が保証する対外債務)が入ります。

BOFAメリルリンチ・コーポレート・マスター指数

BofAメリルリンチ・コーポレート・マスター・インデックスは、米国内社債銘柄(BBB/Baa格付以上)で構成される時価総額加重型インデックスです。

BOFAメリルリンチ・モーゲージ・マスター指数

BofAメリルリンチ・モーゲージ・マスター・インデックスは、米国の政府機関が米国国内市場で発行する米ドル建て固定金利およびハイブリッド・モーゲージ・パススルー証券で、少なくともクーポン当たり50億ドルかつ組成年当たり2億5,000万ドルの発行残高を持つ証券のパフォーマンスに連動します。

クレディ・スイス・ハイ・イールド債指数

クレディ・スイス・ハイ・イールド債インデックスは、米ドル建てハイ・イールド債市場の投資可能ユニバースを反映することを意図しています。

クレディ・スイス・レバレッジド・ローン指数

クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックスは、米ドル建てレバレッジド・ローン市場の投資可能ユニバースを反映することを意図しています。

JPモルガン新興国債券インデックス

JPモルガン新興国債券インデックスは、外国通貨建て債務商品のトータルリターンを測定します。

MSCI EAFE指数

MSCI EAFE指数は、浮動株調整後時価総額加重指数で、米国とカナダを除く先進国株式市場のパフォーマンスを測定することを企図して設計されています。2011年5月30日現在、MSCI EAFE指数は、先進国22ヶ国の国別指数で構成されています。

RUSSELL 2000指数

Russell 2000指数は、米国株式ユニバースの小型株セグメントのパフォーマンスを測定します。Russell 2000指数は、Russell 3000®指数の時価総額のうち約10%を占める銘柄群で構成されています。同指数は、時価総額指数ウェイトに基づいて決定される小型株約2,000銘柄で構成されています。

S&P 500指数

S&P 500インデックスは、ニューヨーク証券取引所やNASDAQに上場している銘柄のうち、24業種にわたる代表的な500銘柄です。1968年以来、S&P500指数は、米国経済の主要セクターに連動する米国商務省(US Commerce Department)の景気先行指数のリストの一構成要素となっています。S&P500指数の市場価額に関する情報は、市場情報サービス機関から入手可能です。S&P500指数は、本信託とは関係なく決定、構成および算出されます。

SPDR® ETFについて

SPDR ETFは、米国と海外の資産クラスを幅広くカバーし、100本以上のETFから構成されています。ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズが提供するSPDR ETFは、投資家の皆様に、様々な投資戦略を実現する投資手法を提供します。ステート・ストリートは、ETF業界のパイオニアとして、世界初のETF (SPDR S&P 500®、ティッカー:SPY US)を1993年に設定しました。

それ以来、金、不動産、債券、セクターETFといった様々な資産における初のETFを設定するなど数多くの草分け的なETF商品の導入を通じて、業界のイノベーターとしての地位を確立してきています。

詳しくは、弊社のウェブサイト <http://www.spdrs.jp/>をご覧ください。

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社

東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー39階 Tel: 03-4530-7152

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第345号 加入協会:一般社団法人 日本投資顧問業協会、一般社団法人 投資信託協会、日本証券業協会

ご留意事項

当資料は、ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社によって作成されたSPDR®ブラックストーン/GSOシニア・ローンETF (以下当ETF) のご参考資料です。国内の金融商品取引所に上場していない当ETFは、金融商品取引法に基づいた発行者開示は行われておりません。当資料記載の内容は、将来の運用成果等を保証又は示唆するものではありません。当ETFはマスターファンドへの投資を通じ、主にシニア・ローンや債券等の有価証券に間接的に投資を行います。当ETFへの投資には、市場リスク、為替リスク、金利リスク、信用リスク、カントリーリスク、流動性リスク等が伴います。これらのリスク要因により当ETFの価格が変動し、その結果、投資元本を損なう可能性があります。なお、ETFの投資にかかるリスクは上記に限定されるものではありません。ETFを売買する際は、取扱いの金融商品取引業者(証券会社等)の定める売買手数料がかかります。当ETFの信託にかかる費用は年率0.90%程度であり、その他ETFを保有する際には、それぞれ個別に定められた費用がかかります。これらの費用には、運用会社・管理会社に支払う報酬、組入れ資産の売買の際に発生する手数料、監査費用等があります。これらは、運用の状況等によって変動するため、上限を示すことができません。当資料記載の情報は作成時点のものであり、市場の環境その他の状況等により予告なく変更されることがあります。

当ETFは、流通市場において株式と同様に取引されますが、取引価格は変動し、基準価額を下回ることがあります。また、常に取引可能であるとは限らず、市場環境が悪化している場合は、大幅なディスカウントとなる可能性があります。

シニア・ローンへの投資は、信用リスクと一般的な投資リスクを伴います。信用リスクとは、シニア・ローンの借入人がその債務に対して期限通りに利払い及び/または元本返済を出来ない及び/または行わない可能性を指します。シニア・ローンの利払いや元本返済の不履行は、シニア・ローンの価値の減少を引き起こし、その結果、ポートフォリオの投資価値の減少と純資産価額("NAV")の減少につながります。

"ジャンク債"などとも呼ばれる高利回りの確定利付き証券への投資は、投機的とみなされ、投資適格確定利付証券に投資するよりも元本や利息を失うリスクがより大きいと言えます。このような低格付け債は、発行体の信用状況の変化により、より大きな、デフォルトや価格変化のリスクを有します。これらの投資には、現在の市場価格から大幅なディスカウントをしなければポジションの清算が困難となる場合が起こり得ます。あまり取引が活発でない証券等では大きな問題となる可能性があります。

当ETFはアクティブ運用されており、場合によってベンチマークのパフォーマンスを下回る可能性があります。当ETFへの投資は、全ての投資家に適しているわけではなく、また完全な投資プログラムを意図するものでもありません。当ETFへの投資には、投資元本に対するリターンをほとんどあるいは全く得られない可能性や投資元本の一部あるいは全てを失う可能性を含め、リスクが伴います。

アクティブ運用のETFは、ある特定の指数のパフォーマンスの複製を目指すものではありません。

"SPDR®"は、Standard & Poor's Financial Services LLC (以下「S&P」)の登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。また、"Standard & Poor's®"、"S&P®"及び"S&P 500®"は、S&Pの登録商標であり、ステート・ストリート・コーポレーションがその使用許諾を得ています。S&Pまたはその関係会社は、ステート・ストリート・コーポレーションまたはその関係会社が提供するいかなる金融商品のスポンサーではなく、これらの商品の内容に関する保証・販売・宣伝もしていません。またS&Pおよびその関係会社は、これらの商品への投資の適否に関して、いかなる意見表明もしていません。

FINRA (金融取引業規制機構)、SIPC (証券投資者保護公社)の会員であるステート・ストリート・グローバル・マーケットズLLCはSPDR全商品の販売会社で、ステート・ストリート・コーポレーションの完全出資子会社です。ステート・ストリートに関する記述には、ステート・ストリート・コーポレーションおよびその関係会社が含まれる場合があります。ステート・ストリートの関係会社は、SPDR ETFに関するサービス提供をすると同時に、信託報酬等を受け取ります。

当ETFのアドバイザーであるSSgAファンズ・マネジメント・インクは、当ETFのサブ・アドバイザーとしてGSOキャピタル・パートナーズと契約しています。

*取得のお申し込みにあたっては、必ず上場有価証券等書面又はその他の開示書類の内容をご確認の上、ご自身でご判断下さい。

*購入のお申込や売買手数料等につきましては、当ETFを取扱いの金融商品取引業者(証券会社)までお問い合わせ下さい。

© 2013 State Street Corporation. All Rights Reserved.

ID2434-IBG-8325

失効日:2014年4月30日