

シュローダー・イン・フォーカス

ハイブリッドアプローチにより クレジット市場での投資機会を発掘



2025年10月



ジュリアン・ホウダン
グローバル・アンCONSTREインド債券チーム・ヘッド

ハイブリッドアプローチでは、伝統的なクレジット・リサーチと機械学習プロセスを融合し、非効率な社債市場において収益を追求します

クレジット市場は極めて複雑です。この複雑さが非効率性を招き、個別の債券がフェアバリューから乖離して価格付けされる原因となります。この適正価格からの乖離こそが、アクティブ投資家が市場を上回る追加的なリターンを得る機会を提供します。

ハイブリッドアプローチ、つまり、膨大な計算能力を活用する「システムティック」投資とファンダメンタルズ分析による知見を組み合わせたアプローチは、見過ごされ、過小評価されている市場の一部分からリターンを創出することを可能にします。また、下落リスクの抑制を企図した頑健なリスク管理フレームワークの構築も可能となります。

数兆ドルの規模を有するグローバル投資適格社債市場は、膨大かつ多様な投資機会を提供しており、このハイブリッドアプローチが特に適していると考えます。

クレジット評価の決定要因を理解することがフェアバリューを見極める鍵

社債のスプレッド（国債利回りに対する追加的な信用利回り）は複数の要因によって決定されます。その一部は市場で十分に理解されており、適切に織り込まれていますが、シュローダー・グローバル・アンCONSTREインド債券チーム（以下運用チーム）の分析では、約30%が効果的に説明されていないとみています。市場に見過ごされているこの部分が、フェアバリューから乖離した価格付けを引き起こす主な要因であり、よって、追加的なリターンを創出する最大の機会でもあると考えます。

言い換えれば、市場での着目に純粋に従って投資をする場合、市場並みのリターンを得ることになります。一方、見過ごされている分野をターゲットにすれば、債券の銘柄選択のみによって、市場を上回るリターンを生み出すことが可能になるのです。

最終ページの「本資料に関するご留意事項」を必ずご覧ください。

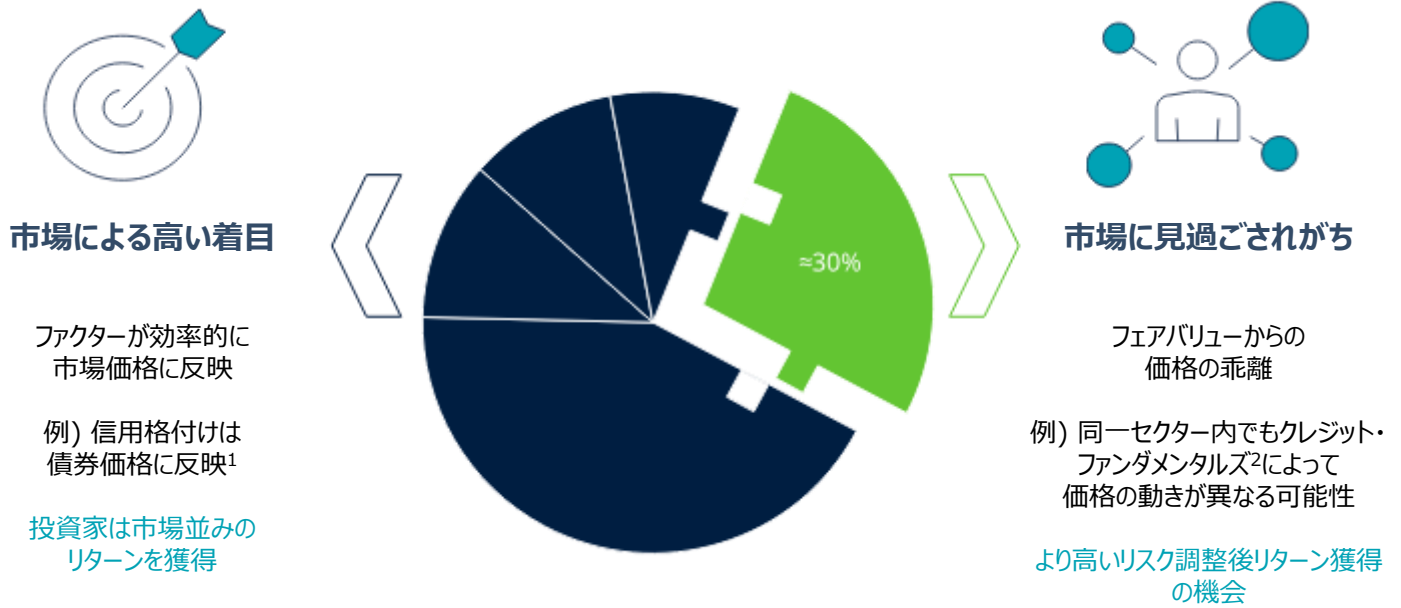
シュローダー・インベストメント・マネジメント株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第90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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Schroders

図表1：市場の未開拓のエリアを特定することで収益を最適化

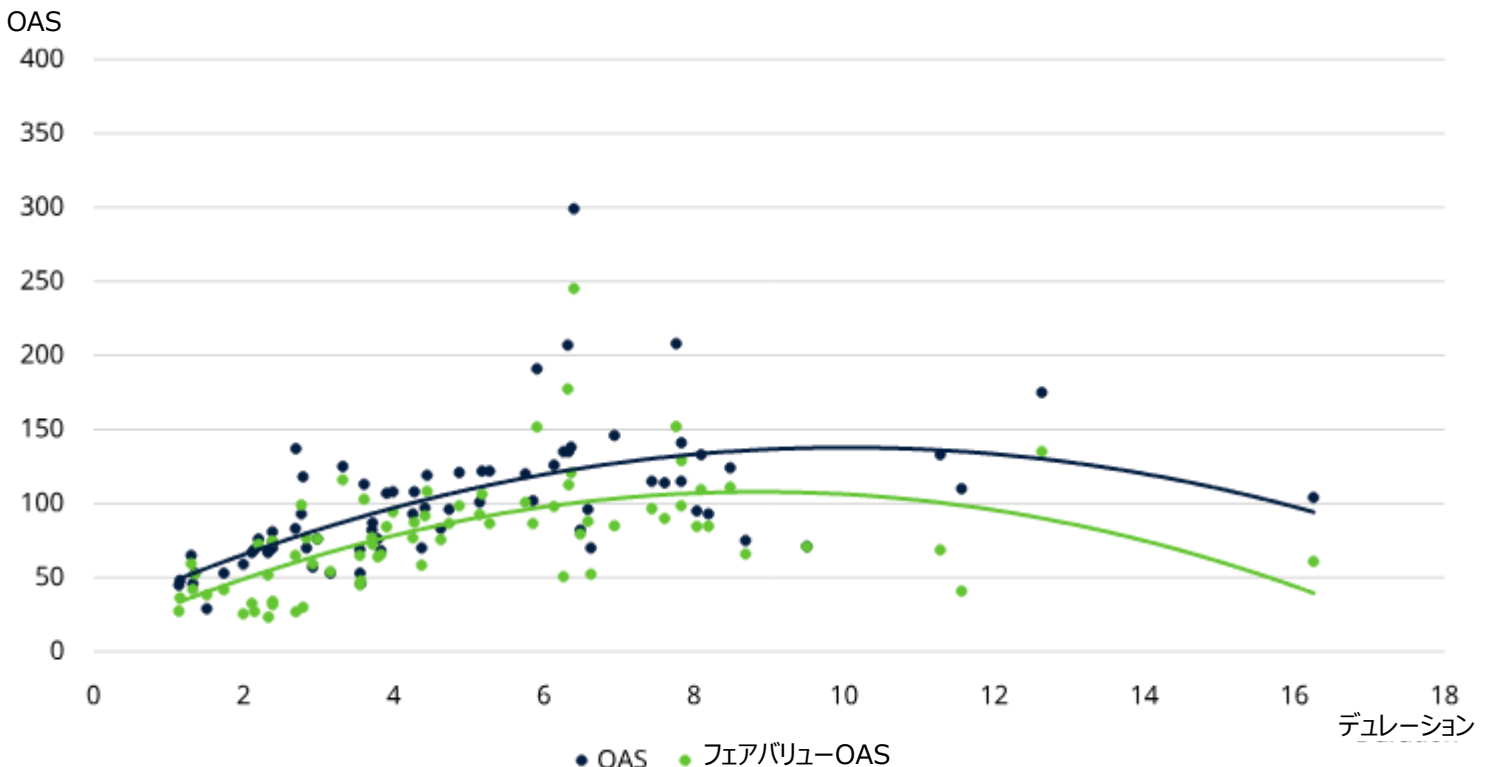


1: 信用格付けは発行体の信用力を示す指標です。2: クレジット・アナリストによるインタレスト・カバレッジや利益率等ファンダメンタルズ・ファクターに関する予測を表します。
出所：シュローダー、2025年9月。上記は例示を目的とするものであり、個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。

企業のファンダメンタルズは「見過ごされがち」なファクターに分類され、利益率、レバレッジ、資本比率等は同一セクターに属する銘柄でも価格の動向に差異をもたらします。したがって、クレジット・アナリストのファンダメンタルズ予想を組み込むことで、市場の評価とは異なるフェアバリューの発掘が可能となります。

フェアバリューの算出を行った後は、割安とみる債券を（適切な規模で）購入し、目標価格（すなわち算出したフェアバリュー付近）に達した時点で売却します。図表2の紺色の点は個別債券のスプレッドを表しており、緑の点は想定フェアバリューを表しています。それぞれの銘柄のこの2つの点が重なるタイミングで債券を売却し、より優れた機会を提供する債券へと入れ替えを行います。

図表2：システムティックなアプローチにより過小評価されている銘柄を特定し、フェアバリューに達するまで保有



出所：シュローダー。上記は例示を目的とするものであり、個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。スプレッドはリスクフリー債券と社債の利回りの差を表します。OAS(オプション調整後スプレッド)はオプションを考慮したスプレッドを表します。

ルールベースの「システマティック」アプローチにより過小評価された機会を発掘

このような追加的リターンを獲得を規模を以って実現するには、事前に定義したルールとアルゴリズムを用いて過小評価された債券を特定する体系的なアプローチを取り入れることが合理的と考えます。

このアプローチには3つのメリットがあります：

- 1. 機械のデータ処理能力は人間をはるかに凌駕：**体系的なフレームワークにより、グローバル社債の投資対象（米ドル建ておよびユーロ建ての銘柄数は12,000以上）の全ての債券を日次で、導き出された「フェアバリュー」に対して評価することが、25分未満で可能です。これは発行体レベルだけでなく、個別銘柄の特性に至るまで分析を行います。市場全体を網羅することで市場を上回るリターンを創出する機会が飛躍的に拡大します。
- 2. 明確なフレームワーク：**運用プロセスは、モデルに組み込まれるアルゴリズムを通じて初めからコード化されます。規律あるフェアバリュー・アプローチが純粋に機能するため、最終的なポートフォリオにおいて予期せぬサプライズは生じません。市場リスクと金利リスクについてはモデルが中立性に極めて近い状態を確保します。この透明性のレベルは、既に従来のアプローチを凌駕していると言えます。
- 3. バイアスの排除：**ルール強化型フレームワークは行動バイアスリスクを除去します。機械は事前定義されたルールの遵守において人間より規律的です。人間が感情移入しがちな「ベスト・アイデア」は存在せず、債券は想定するフェアバリューに達した時点で売却されます。

人間の判断が必要となるポイント

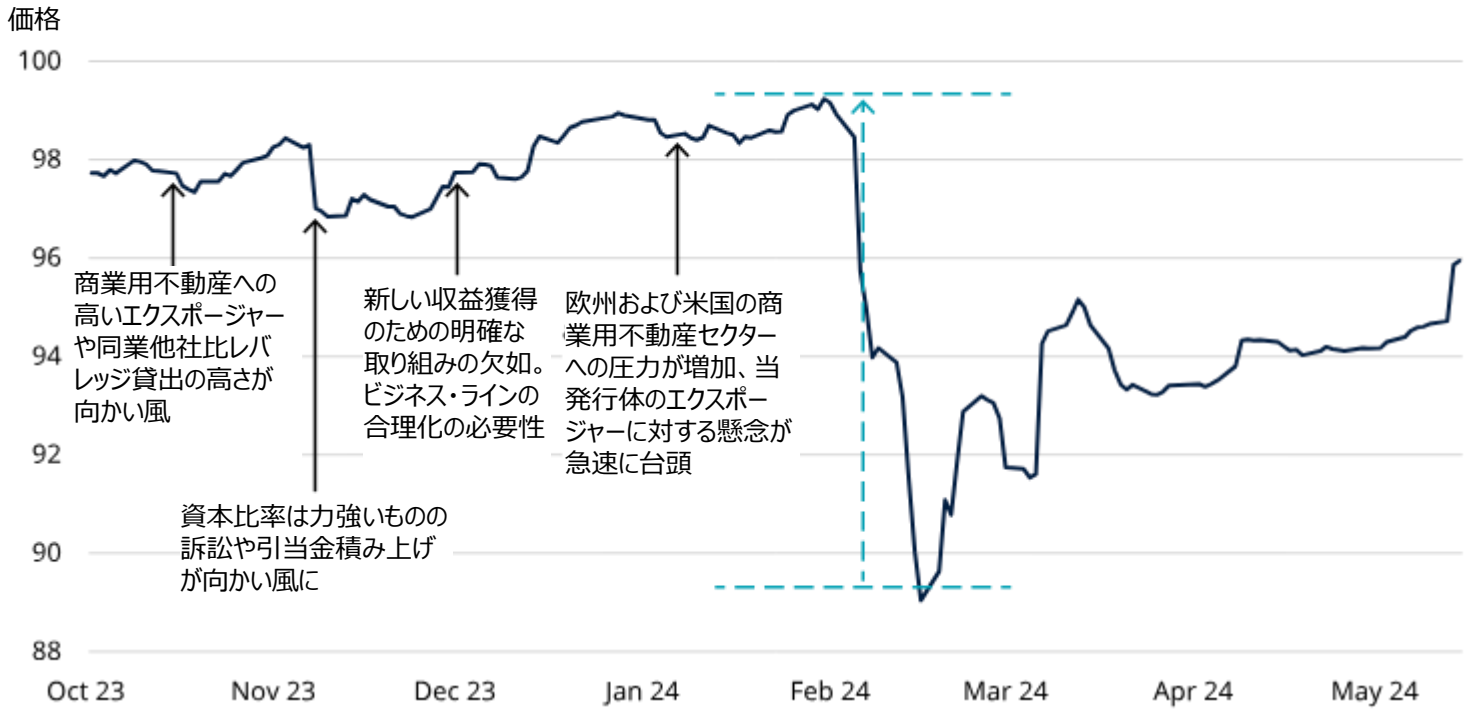
体系的な機械ベースのアプローチにはメリットがある一方で、欠点も存在します。高度に洗練されたプロセスでさえ絶対とは言えません。評価が良すぎて正しいと思えない場合、少なくとも、さらなる調査が必要となります。

機械型システムとは異なり、ファンダメンタルズ分析によるアプローチは固有のリスク、例えば、歴史から学べない種類の事象を特定できます。例としては、合併や訴訟の可能性等企業に固有の重大なリスク事象が挙げられます。

シュローダーのクレジット・アナリストの役割は、機械的な手法だけでは説明できない様々な要素を掘り下げることです。彼らの洞察はリスクの回避や過小評価された機会の発見に寄与します。

図表3は、価格に反映される前にファンダメンタルズ分析がリスクを特定した事例を示しています。当時は長期にわたり高金利が続く環境で、当該発行体は商業用不動産市場へのエクスポージャーが相対的に高かったため、他行に比べて特に脆弱な立場にありました。

図表3: ドイツ・ファンドブリーフバンク: ファンダメンタルズ分析によりリスクを抑制



出所：シュローダー。上記は例示を目的とするものであり、個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。

両者の長所を融合

システムティックなツールとファンダメンタル分析を融合したハイブリッド手法により、グローバルの社債市場全体をくまなくスクリーニングし、人ならではのファンダメンタル分析と組み合わせることが可能となります。

このアクティブ運用手法はパッシブ戦略では不可能な方法で変化する市場環境に適応できます。この手法では粒度の高い、精緻な分析を実施し、同一セクター内での分散投資の機会を発掘します。同じセクターに属する2つの債券でも、一つの市場イベントに対して異なる反応を示す可能性があり、同一セクター内での分散は利点が非常に高いと考えます。

【本資料に関するご留意事項】

- 本資料は、情報提供を目的として、シュローダー・インベストメント・マネージメント・リミテッド（以下、「作成者」といいます。）が作成した資料を、シュローダー・インベストメント・マネージメント株式会社（以下「弊社」といいます。）が和訳および編集したものであり、いかなる有価証券の売買の申し込み、その他勧誘を目的とするものではありません。英語原文と本資料の内容に相違がある場合には、原文が優先します。
- 本資料に示されている運用実績、データ等は過去のものであり、将来の投資成果等を示唆あるいは保証するものではありません。投資資産および投資によりもたらされる収益の価値は上方にも下方にも変動し、投資元本を毀損する場合があります。また外貨建て資産の場合は、為替レートの変動により投資価値が変動します。
- 本資料は、作成時点において弊社が信頼できると判断した情報に基づいて作成されておりますが、弊社はその内容の正確性あるいは完全性について、これを保証するものではありません。
- 本資料中に記載されたシュローダーの見解は、策定時点で知りうる範囲内の妥当な前提に基づく所見や展望を示すものであり、将来の動向や予測の実現を保証するものではありません。市場環境やその他の状況等によって将来予告なく変更する場合があります。
- 本資料中に個別銘柄についての言及がある場合は例示を目的とするものであり、当該個別銘柄等の購入、売却などいかなる投資推奨を目的とするものではありません。また当該銘柄の株価の上昇または下落等を示唆するものでもありません。
- 本資料に記載された予測値は、様々な仮定を元にした統計モデルにより導出された結果です。予測値は将来の経済や市場の要因に関する高い不確実性により変動し、将来の投資成果に影響を与える可能性があります。これらの予測値は、本資料使用時点における情報提供を目的とするものです。今後、経済や市場の状況が変化するのに伴い、予測値の前提となっている仮定が変わり、その結果予測値が大きく変動する場合があります。シュローダーは予測値、前提となる仮定、経済および市場状況の変化、予測モデルその他に関する変更や更新について情報提供を行う義務を有しません。
- 本資料中に含まれる第三者機関提供のデータは、データ提供者の同意なく複製、抽出、あるいは使用することが禁じられている場合があります。第三者機関提供データはいかなる保証も提供いたしません。第三者提供データに関して、本資料の作成者あるいは提供者はいかなる責任を負うものではありません。
- シュローダー/Schroders とは、シュローダー plcおよびシュローダー・グループに属する同社の子会社および関連会社等を意味します。
- 本資料を弊社の許諾なく複製、転用、配布することを禁じます。