

コア債券ソリューション ：トラッキング・エラー・ ボラティリティ(TEV) を抑えつつ、Aggを アウトパフォーム

Insights
November 2025

本ケーススタディでは、システムティック・アクティブ・フィクスト・インカム (SAFI) 戦略の構成要素 (ビルディング・ブロック) を活用し、どのようにお客様向けにエンハンスト・コア債券戦略を構築したかをご紹介します。当社のソリューションは、Bloomberg US Aggregate Index (Agg) を上回るリスク・リターン特性を備えた高品質な債券エクスポートを実現するというお客様の目標を達成しました。

背景

当社のお客様であるコンサルタントの顧客は、US Aggregate Indexに投資していました。その顧客はTEVを抑えつつ、Aggをアウトパフォームする方法を求めていました。顧客の目標は、トラッキング・リスクを適度に抑制し 25~50ベーシスポイント (bp) のアルファを獲得することでした。

分析の骨子と推奨

ビルディング・ブロック・アプローチでは、当社のシステムティック米国投資適格社債戦略 (基本となるSAFI戦略の制約条件をやや拡張したもの) をAggの社債部分に適用し、残りのスリープには社債を除くAggのエクスポートに対するインデックス

運用を組み合わせることで、お客様の目標リターンを実現することができました。この戦略は、当社がシステムティック・エンハンスト・コア債券戦略として導入したものです。

分析の詳細

SAFIのパフォーマンス上のメリット

SAFI 戦略は、規律ある定量的なファクターベースのボトムアップ型銘柄選択プロセスを用いて、ベンチマーク指数に対してアルファ創出を目指します。当社の SAFI 投資プロセスは、数多くの研究によって長期的にアウトパフォームすることが知られているスタイル・ファクター (バリュー、モメンタム、センチメント) のエクスポートをポートフォリオ内で最大化しつつ、ポートフォリオ全体の主要リスク要因はベンチマーク指数と同等となるように管理しています (図表1)。これらの分散された補完的なスタイル・ファクターへのエクスポートが超過リターンに寄与し、その他のリスクは慎重に管理されます。SAFI の投資アプローチは透明性が高く、拡張性があり、カスタマイズも可能です。

図表1:債券におけるアウトパフォーマンス機会を捉えるための定量的シグナル

シグナル	目的	経済的根拠
バリュー(ピアグループに対する超過スプレッド=ESP)	割安に価格付けされているリスクを特定	このシグナルは、業界、格付け、満期などの構造的およびファンダメンタルズ面の要因を調整した後、ピアグループ*と比較して割安な債券を特定することを目的としています。幅広い証券を分析することで、相対バリューシグナルはミスプライシングされている債券を特定します。基本的にESPは割安に価格付けされているリスクの特定に役立ちます。
モメンタム(クレジットにおける株式のモメンタム=EMC)	株式市場が示す強いセンチメントを持つ魅力的な銘柄を特定し、バリュートラップを回避	モメンタムは、発行体の株価トレンドに焦点を当てます。株価に強いモメンタムがある発行体の債券はアウトパフォームが期待され、スコアが高くなります。株式と債券価格のリード・ラグ(先行・遅行)関係は研究で確認されており、EMCは債券の将来パフォーマンスを示唆する有益な先行指標となります。重要な点は、株式モメンタムとバリュー・シグナルを組み合わせることによって、正当な経済的理由によりピアグループ比で割安に取引される債券を誤って選んでしまうバリュー・トラップに陥るリスクが軽減され、投資の精度が向上することです。
センチメント(株式の空売り)	プロ投資家(ヘッジファンド等)によって積極的な空売り対象となっている高リスク発行体を除外	株式の空売り比率が高い発行体を特定するためのシグナルです。ヘッジファンドなど高度な金融知識を持つ投資家は、株式に大きな空売りポジションを取ることによって、当該企業に対してネガティブな見解を示します。したがって、大幅な空売り状況にある企業は潜在的な下落リスクがあるため、債券ポートフォリオから除外することが最善の策です。このセンチメント指標を使い、当社は投資家が積極的に空売りしている発行体を除外しています。

出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、Barclays QPS、2025年9月30日現在。

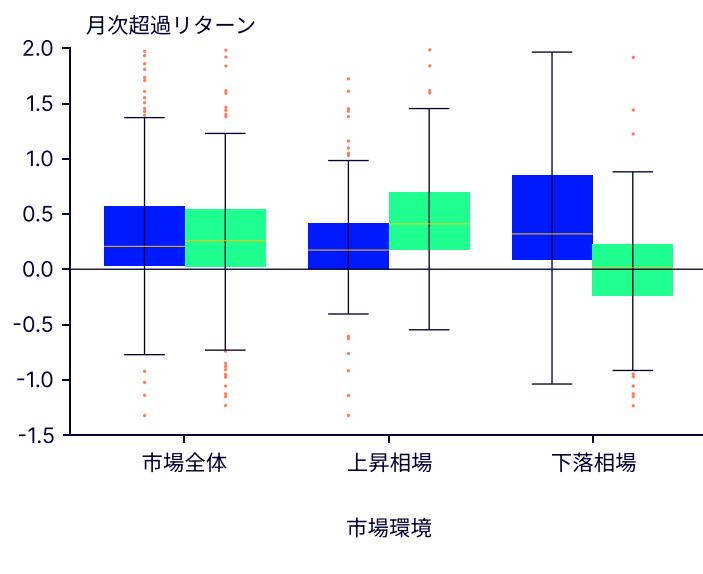
*ピアグループは、セクター・格付け・満期といった特性を揃えることで、システムティック・リスクの差を調整できるように構成されています。

「概要:システムティック・アクティブ・フィクスト・インカム戦略のシグナル」で触れているように、バリューやモメンタムといった伝統的なスタイル・ファクターは、パフォーマンス向上に寄与するだけでなく、一つの戦略内で組み合わせることで分散効果も提供します。これは、バリュー・ファクターとモメンタム・ファクターはさまざまな市場環境下で異なる動きを示すためです。バリュー・ファクターは景気循環に連動しやすく、リスクがミスプライスされた高利回り・高スプレッドの債券に傾斜する傾向があります。対照的に、モメンタム・ファクターは景気循環と逆の動きを示すことが多く、株式市場の動きが債券価格の動きを効果的に予測することができます(図表2)。三つ目の要因であるセンチメント・ファクターは、株式の空売り残が多く、潜在的に問題のある発行体をポートフォリオから排除するのに役立ちます。

SAFIポートフォリオの構築:実務ガイド

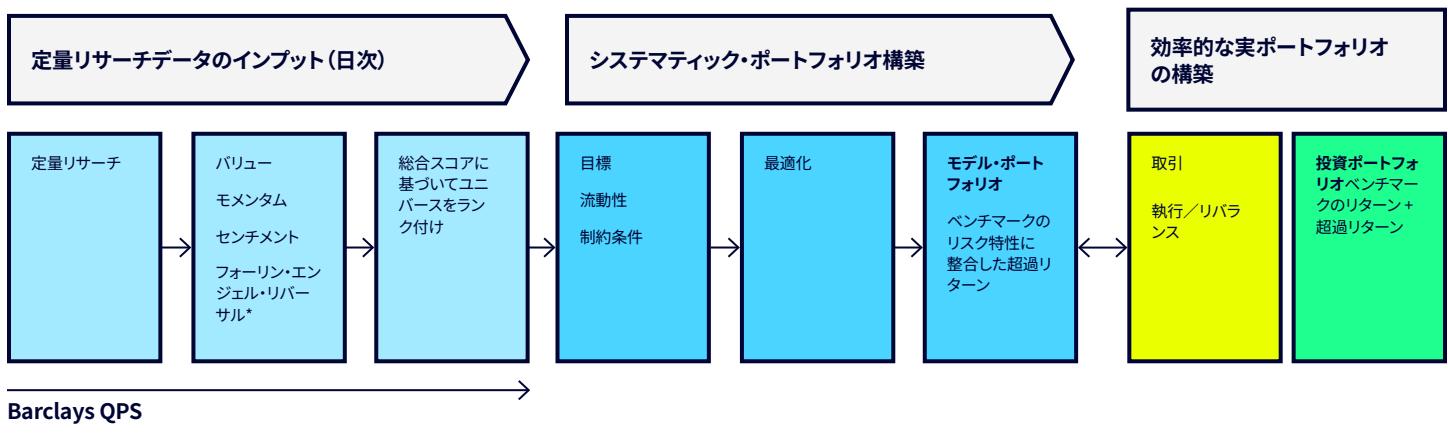
システムティック米国投資適格社債戦略では、投資対象ユニバース内のすべての債券に対して、3つのスタイル・ファクターごとのスコア(バリュー・モメンタム・センチメント)と、それらを統合した総合スコアの計4つのスコアを付与します。総合スコアが高いほど、その債券はより魅力的と判断されます。当社はお客様の目標や制約条件に合わせて調整し、流動性を考慮したポートフォリオ最適化プロセスを活用しています。当社のSAFIポートフォリオ・マネジャーは、このモデル・ポートフォリオのアウトプットを用いて実際の投資ポートフォリオを構築・維持し、新発債市場への参加、銘柄の入れ替え、熟練したトレーディング・執行といった付加価値のある手法を適用することで、実際の運用段階においてアルファの創出を目指します(図表3)。

図表2:クレジット市場の上昇・下落相場におけるファクター別パフォーマンス:バリューとモメンタムを比較



出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、Barclays QPS 1993年1月から2024年12月までの期間について、スコアが最も高い債券で構成される第1五分位ポートフォリオから、スコアが最も低い債券で構成される第5五分位ポートフォリオを差し引いて分析し、デュレーションが類似する米国債に対する月次超過リターンを対象としています。投資ユニバースは Bloomberg US Investment Grade Corporate Bond Index です。売買回転率はコントロールせず、取引コストも考慮していません。過去の運用実績は将来の成果を保証するものではありません。

図表3:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントのSAFI投資プロセス



出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年6月30日現在。上記の情報は、あくまで例示のみを目的としたものです。

*現時点ではFARが適用されているのは、当社のハイイールド債戦略のみです。

推奨の詳細

システムティック・エンハンスト・コア債券戦略

このお客様に対しては、SAFI アプローチを Agg の社債スリープに活用し、指数のエクスポートジャーと組み合わせることでカスタマイズされたソリューションを構築しました。バックテストされたポートフォリオの結果1では、お客様が求める Agg を超えるアルファの水準を達成することができました。

SAFI アプローチでは、米国投資適格社債のユニバースを使ってシステムティックなポートフォリオを構築し、ベースとなる SAFI 戦略の制約条件をやや拡張しました。重要なことは、当社の SAFI ポートフォリオでは、お客様個別の目標やリスク許容度に合わせて制約条件をカスタマイズすることが可能な点です(図表4)。

図表4:カスタマイズ可能なコア債券ソリューション

システムティック戦略	パフォーマンス目標とリスク許容度
システムティック・エンハンスト米国コア債券戦略	ベンチマークに対する超過リターンは25~50bp、トラッキング・リスクは25~50bp
最適化に対する制約:社債スリープ	根拠
最大月間売買回転率	売買回転率と取引コストを管理
流動性スクリーニング	流動性の高い発行体を選好 - コストと信頼性
デュレーション・タイム・スプレッド(DTS)のレンジ	重要なリスクについてはベンチマークとポートフォリオを同等とし、システムティックな銘柄選別を主要なアルファの源泉とします。
ポートフォリオの相対 OAD/OASD	
セクター別相対ウェイト	
Baa格の相対エクスポートジャー	
格付けがBaa3/BBB-未満のエクスポートジャー	
発行体ごとのベンチマーク構成比との差	銘柄固有のリスク(個別リスク)を抑制・管理します。

出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年9月30日現在。

結果

システムティック・エンハンスト・コア債券戦略のモデル・ポートフォリオをバックテストした結果は、想定される運用報酬控除前ベースで、Bloomberg US Aggregate Bond Index を十分に上回るパフォーマンスを示し、リターン・リスクの双方でお客様のパフォーマンス目標を達成しました。このアルファは、データに基づいたスタイル・ファクターを活用し、ベースとなるSAFI 戦略の制約条件をやや拡張することで最適化エンジンが適切にリスクを取り、社債部分でより高いリターンを追求できるよう設計したポートフォリオのシミュレーションから得られたものです。

当社は SAFI の強みを活用し、コンサルタントがそのクライアントに期待されるパフォーマンス目標を達成できるよう支援するソリューションを構築しました。システムティック・エンハンスト・コア債券戦略によって、長期的なインフォメーション・レシオが約2に達する魅力的なリスク調整後アルファを提供し、お客様にとって高い価値をご提供できる戦略です。²

当社のSAFI戦略

現在、当社は米国、ヨーロ、グローバルな社債市場を対象とした、投資適格およびハイイールド債向けの13の承認されたSAFI 戦略を提供しており、その中には投資適格債を対象とする承認済み気候関連戦略も含まれています(図表5)。一般的に、当社の投資適格債戦略は、フルサイクルで50~75bp のアルファ創出と、75~125bp の想定トラッキング・リスクを目標としています。ハイイールド債戦略では、アルファおよびトラッキング・エラーの目標値はやや高めに設定されています。

システムティック運用にとどまらず、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントは、お客様の目標達成を支援するため、幅広い債券エクスポージャーを提供しています。現在、当社は総額 1.3 兆ドルの債券 AUM を運用しており、その内訳には 950 億ドルの投資適格社債および 440 億ドルのハイイールド社債が含まれています。³

図表5:クレジット全体にわたる SAFI のエクスポージャー

SAFI戦略	ベンチマーク指数	満期までの期間	目標アルファ	トラッキング・エラー
US High Quality Intermediate Corporate	Bloomberg US Intermediate Corporate ex-Baa	1-10年	25-50	50-100
US High Quality Long Corporate	Bloomberg US Long Corporate Bond A+	10年超	50-75	75-125
US Investment Grade Corporate	Bloomberg US Corporate Bond	全満期	50-75	75-125
US Long Corporate	Bloomberg US Long Corporate Bond	10年超	50-75	75-125
Euro Investment Grade Corporate	Bloomberg Euro Aggregate Corporate	全満期	50	75-125
Euro Investment Grade Corporate Climate	Bloomberg Euro Aggregate Corporate	全満期	50	75-125
US Investment Grade Corporate Climate	Bloomberg US Corporate Bond	全満期	50-75	75-125
Global Investment Grade Corporate	Bloomberg Global Investment Grade Bond	全満期	50-75	75-125
Global Investment Grade Corporate Climate	Bloomberg Global Investment Grade Bond	全満期	50-75	75-125
US High Yield Corporate	Bloomberg US High Yield Corporate Bond	全満期	100	150-200
US High Yield Corporate BB-B	Bloomberg US High Yield BB-B Corporate Bond	全満期	100	150-200
Global High Yield Corporate	Bloomberg Global High Yield Corporate Bond	全満期	100	150-200
Enhanced US Core	Bloomberg US Aggregate Bond	全満期	25-50	30

出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年9月30日現在。

図表6:システムティック米国投資適格中期および長期社債ファンドのパフォーマンス

	中期(1-10年)ポートフォリオ				長期(10年超)ポートフォリオ			
	四半期(%)	年初来(%)	1年(%)	SAFI戦略設定来(%)*	四半期(%)	年初来(%)	1年(%)	SAFI戦略設定来(%)*
システムティック米国投資適格社債(運用報酬控除前)	2.10	6.88	5.55	6.01	4.03	8.03	0.99	3.03
ベンチマーク	1.92	6.41	4.77	5.16	3.65	7.46	0.03	1.96
差(運用報酬控除前)	0.19	0.47	0.78	0.84	0.37	0.58	0.96	1.07
システムティック米国投資適格社債(運用報酬控除後)	2.1	6.87	5.54	5.99	4.02	8.02	0.98	3.02
ベンチマーク	1.92	6.41	4.77	5.16	3.65	7.46	0.03	1.96
差(運用報酬控除後)	0.18	0.46	0.76	0.83	0.37	0.57	0.95	1.06
トラッキングエラー・ボラティリティ	—	—	0.22	0.29	—	—	0.4	0.41
インフォメーション・レシオ	—	—	3.57	2.89	—	—	2.4	2.63

出所:ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年2025年9月30日現在。

*システムティック米国投資適格社債戦略のポートフォリオは、2023年12月31日にSAFI投資プロセスへ移行しました。ファンドの運用実績はこの期間以前にも存在しますが、その期間はSAFIアプローチで運用されていません。過去の運用実績は将来のパフォーマンスの信頼できる指標ではありません。1年末満のパフォーマンスは年率換算されていません。本資料に記載されているパフォーマンス数値は、運用報酬控除前および控除後ベースで提供されています。運用報酬控除前の数値には助言料等の手数料が反映されておらず、控除後の数値にはこれらの手数料が差し引かれており、リターンが減少する可能性があります。パフォーマンスには配当金およびその他の収入の再投資が含まれており、米ドルベースで算出されています。SAFI中期戦略のベンチマークは Bloomberg Intermediate Corporate ex Baa Index、SAFI長期戦略のベンチマークは Bloomberg Long Corporate A+ Index です。

運用中のSAFI戦略のパフォーマンス

当社が実際に運用している米国投資適格社債ポートフォリオ(中期および長期)は、2023年末のSAFI設定以降、年率換算で84~107bpのアルファを創出し、実現トラッキング・エラーは30~40bpと低水準に抑えています。その結果、インフォメーション・レシオは2.6~2.9となりました(図表6)

脚注

- 1 バックテストの手法については付録をご参照ください。
- 2 ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年9月30日現在。
- 3 ステート・ストリート・インベストメント・マネジメント、2025年3月31日現在。

付録

バックテストの前提条件とパラメータ

モデルの手法	線形制約付き線形最適化手法
期間	2011年1月から2024年3月までの月次
ユニバース	US Investment Grade Corporate Bond Index (Bloomberg ティッカー: LUACTRUU インデックス)
目的	以下のフィルタリングおよび制約条件のもとでのQPS総合スコアの最大化
フィルターおよび対象となるユニバース	以下のフィルターはユニバースに新規に組み入れられる債券にのみ適用されます。 *流動性:BarclaysのTESスコア(Trading Efficiency Score、流動性コスト・スコアをランク付けした指標で取引量も考慮に含む)を用いて、特定のユニバース内での流動性レベルを判定します。 *満期 *未償還残高
制約条件	*ポートフォリオレベル(ベンチマークとの比較): (1) DTS(ベンチマーク比)、(2) OADおよびOASD、 (3) KRDバケット(長期、中期、短期) *時価総額構成比(ベンチマークとの比較): (1) 格付けバケット; (2) 業種分類(クラス3); (3) 発行体レベルのウェイト制約 *売買回転率の上限:月次で上限を設定

statestreet.com/investment-management

マーケティング・コミュニケーション/機関投資家・プロフェッショナル投資家対象

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズはブランド名をステート・ストリート・インベストメント・マネジメントに変更いたしました。ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントは、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が行う資産運用関連業務のブランド名です。Investing involves risk including the risk of loss of principal.

ステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズはブランド名をステート・ストリート・インベストメント・マネジメントに変更いたしました。ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントは、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が行う資産運用関連業務のブランド名です。

記載されている情報は、特に明記されていない限りSSGAからのものであり、信頼できると考えられる情報源から取得していますが、その正確性は保証されません。情報の現時点での正確性、信頼性、完全性について、いかなる表明または保証もなく、またその情報に基づく意思決定に対する責任も負いませんので、そのまま依拠しないでください。

投資には元本損失のリスクを含むリスクが伴います。

本資料の全部または一部を、SSGAの書面による明示的な同意なしに複製、コピー、送信、または第三者に開示することはできません。

ここで表明されている見解は、2025年9月30日までのArkady Ho、Chris Carpenter、Tim Herlihyの見解であり、市場その他の状況に応じて変更される可能性があります。本資料には、将来の見通しに関する記述が含まれる場合がありますが、それらは将来のパフォーマンスを保証するものではなく、実際の結果や展開は大きく異なる可能性があります。

分散投資は利益を保証するものではなく、損失を防ぐものではありません。

債券は一般的に株式よりも短期的なリスクやボラティリティが低いですが、金利リスク（通常、金利が上昇すると債券価格は下落します）、発行体のデフォルトルisks、信用リスク、流動性リスク、インフレリスクを含みます。これらの影響は、通常、長期証券で顕著です。満期前に売却または償還された固定利付証券は、大幅な利益または損失を被る可能性があります。

提供される情報は投資助言を構成するものではなく、そのまま依拠しないでください。また、証券の購入勧誘や売却の申込みとみなされるべきではありません。特定の投資家の投資目的、戦略、税務状況、投資期間を考慮していません。税務・財務アドバイザーにご相談ください。

BarclaysはState Street Global Advisors Funds Distributors, LLCと提携していません。

Barclaysインデックスライセンス免責事項

Barclays Bank PLCは、BarclaysのQuantitative Portfolio Strategy (QPS) リサーチチームが開発した定量的シグナルを組み込んだ特定のシステムティック戦略インデックスをState Street Global Advisorsにライセンスしています。

Barclays Bank PLC（「BB PLC」）およびその関連会社（総称して「Barclays」）は、本資料に記載されたプロダクトの発行者または製作者ではなく、投資家に対していかなる責任、義務も負いません。ここで言及されるBarclaysインデックス（総称して「インデックス」）およびその構成要素はBarclaysが所有する商標であり、State Street Global Advisorsがプロダクトの製作者として使用するためにライセンスされています。インデックスはプロダクトの管理に使用されますが、ベンチマークとしては使用されません（EU規則2016/1011に定義される金融商品や投資ファンドのパフォーマンス測定のためのベンチマークには該当しません）。

Barclaysの唯一の関係はインデックスのライセンスであり、インデックスはBB PLCがインデックススポンサーとして管理・編纂・公表します。Barclaysはプロダクトや投資家に関していかなる考慮も行いません。

投資家はプロダクトをプロバイダーから取得し、インデックスに対する権利やBarclaysとの関係を持ちません。プロダクトはBarclaysによってスポンサー、推奨、販売、宣伝されるものではなく、Barclaysはその適否について一切の表明を行いません。

Barclaysはインデックスやデータの使用または正確性に関して、プロバイダー、投資家、第三者に対して一切の責任を負いません。

BarclaysはBloomberg Index Services Limitedをインデックスの計算・維持の公式代理人として起用していますが、Bloomberg Index Services Limitedはインデックスや関連データの正確性、完全性、適時性を保証せず、商品性や特定目的適合性に関する保証も行いません。法律で許される最大限の範囲で、Bloomberg Index Services Limitedおよびその関係者は、インデックスや関連データに起因する損害について一切責任を負いません。

過去の運用実績は将来の成果を保証するものではありません。

記載されている商標やサービスマークは、それぞれの所有者に帰属します。第三者データ提供者は、データの正確性、完全性、適時性に関していかなる保証も行わず、その使用に関連する損害について責任を負いません。

本資料は戦略に関する概要情報を提供するものです。戦略の開示文書と併せてご覧ください。開示文書には、戦略に関する重要な情報やリスクの説明が含まれています。本資料は、ステート・ストリート・インベストメント・マネジメントが作成したものをステート・ストリート・グローバル・アドバイザーズ株式会社が和訳したものです。内容については原文が優先されることをご了承下さい。

© 2025 State Street Corporation. All Rights Reserved.

ID3730900-8511167.1.3.APAC.INST 0126 Exp. Date: 11/30/2026