

The Balancing Act

2024 Investment Outlook

2024年のグローバル市場見通し

「balancing・アクト（綱渡り）」





クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト



私たちは、生産の大幅な減少を伴わずにインフレ率が低下していく、正常化への道のりを歩んでいると考えています。

前書き

ここ2年ほどの政策当局によるインフレとの闘いを経て、私たちの2024年の見通しは、成長の持続性とインフレの粘着性のバランスに焦点を当てています。ここ数四半期の間、抑制的な金融政策が取られてきたにもかかわらず、世界経済（特に米国）は驚くほどの底堅さを維持してきました。私たちは、市場は既にある程度、緩やかな成長減速を織り込んでいると考えていますが、インフレの今後の道筋にはまだ疑問が残っています。私たちは、デイスインフレのプロセスが本見通しの期間中も続き、2024年下半年には米国を皮切りに成長が再加速し始めると見ています。インフレが軟化し、政策当局が利下げを導入し始めれば、リスク資産は再び強さを増すと予想されます。

世界経済は現在、足元の金融引き締めに伴って、トレンドを下回る短期の成長期間に入っていますが、これは市場がすでに織り込み済みであると私たちは考えています。2024年は、国により異なる結果が予想されます—米国は政策及び金融環境の引き締めの影響に対して最も底堅いと思われ、ユーロ圏や英国の成長は既に減退してきています。抑制的な政策、消費余力の低下、イデオシククラティックな（固有の）成長ショックは、世界経済がわずかに減速し、主要先進国経済が2024年上半年にパンピーな（でこぼこした）着地をする可能性を示唆しています。

私たちは、見通し期間中にインフレが低下し、2024年末までに中央銀行の目標値に近づくことを予想しています。インフレがピークに達した後徐々に低下しており、多くの主要国経済が、政策的引き締めによって受けたプレッシャーの兆候を示していることから、私たちは、金融政策当局は既に引き締めサイクルの終わりに達したと考えています。政策当局の次のステップは緩和であると考えられ、私たちは2024年上半年の後半に緩和が開始されると予想しています。この緩和が一インフレの低下と相まって一景気回復の舞台を整え、2024年下半年には世界経済を、実質賃金の上昇を伴う、トレンドに沿った成長軌道に乗せると予想しています。

私たちは、2024年初めに市場は景気回復を織り込み始めると考えています。2024年が進むにつれ、グローバルなリスク選好度は政策的支援により強固となり、高まるはずですが、ただし景気減速の度合いが浅いことから、大幅な回復は見込まれません。

寄稿者

アレッシオ・デ・ロンジス、CFA®

インベスコ・ソリューション
ヘッド・オブ・インベストメント
シニア・ポートフォリオ・マネジャー

モウ・ハグピン、CFA®, CAIA®

インベスコ・ソリューション
ヘッド・オブ・ソリューション

ジェフリー・ベネット、CFA®

シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・マネジャー・セクション

アダム・バートン

シニア・グローバル・マクロ・ストラテジスト

デイビッド・チャオ

グローバル・マーケット・ストラテジスト

アーナブ・ダス

グローバル・マクロ・ストラテジスト

デイビッド・グラッチ、CFA®

グローバル・アセット・アラケーション
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー

ポール・ジャクソン

グローバル・ヘッド・オブ・アセット・アラケーション・リサーチ

ベンジャミン・ジョーンズ、CFA®

ディレクター、マクロ・リサーチ

クリスティーナ・フーパー

チーフ・グローバル・マーケット・
ストラテジスト

ロブ・ワルドナー、CFA®

インベスコ・フィックス・インカム
チーフ・ストラテジスト
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

木下智夫

グローバル・マーケット・ストラテジスト

トウルグート・キシンバイ

インベスコ・フィックス・インカム
リサーチ、チーフ米国エコノミスト

ブライアン・レヴィット

グローバル・マーケット・ストラテジスト

アシュレイ・オアース、CFA®

シニア・インベストメント・ストラテジー
アナリスト

ドリュー・ソートン、CFA®

Hヘッド・オブ・ソートリーダーシップ
ソリューション

アンドラス・ヴィグ

シニア・マルチ・アセット・ストラテジスト

マクロ・ビュー

1

上半期は減速し、その後回復

- 2024年上半期は、世界的な成長減速によるバンピーな着地が予想される
- 各国経済は様々：米国は最も底堅く、ユーロ圏の成長は横ばい、中国の成長は安定化



2

デysinフレ傾向はむらを伴いながらも2024年末にかけて継続

- 私たちの予想では、インフレの軌道はバンピーだが、今後数四半期はデysinフレが続くと考えられる
- インフレショックは、特に財政・金融政策によって解消しつつあり、安定化に向かっている



3

政策金利は今がピーク、2024年上半期の後半に限定的な緩和へ

- 米国の緩和は、デysinフレと景気減速を背景に2024年上半期の後半に開始されると予想
- 英国は景気低迷を踏まえ、利下げを主導する可能性
- 中国の回復は不均衡、中国人民銀行（PBoC）は緩和的な姿勢を維持
- 日本銀行は「ハト派的引き締め」を実施へ



4

景気減速後、リスク選好度は改善する見込み

- 政策の不確実性があり金融環境が不安定なままであることから、「良いニュースは悪いニュース」（またはその逆）になる可能性がある
- 財政が焦点となる中、デyレーションに機会
- 成長が再加速し政策転換が起こるについて、市場のローテーションが起こる可能性



5

主なリスクとテーマ

- 地政学的リスクは依然として高い
- 引き締めに伴い金融アクシデントが起こる可能性



マーケット・ビュー

債券

成長減速とデysinフレの継続は、世界的な金利上昇を食い止めるのに役立つだろう。金利のボラティリティが低下すれば、債券に資金が流入するだろう

株式

景気減速が起きるにつれ、リカバリー・トレード（景気回復を期待して行われる取引）がなされ、シクリカル、バリュー、小型株が選好される可能性が高い

米ドル／通貨

米連邦準備制度理事会（FRB）が緩和を行えば、米ドルは弱含む。日本円は極めて弱く、日本銀行が正常化を開始すれば恩恵を受ける可能性がある。FRBが緩和を行えば、新興国の通貨や資産が恩恵を受ける可能性が高い

オルタナティブ

ダイレクト・レンディングとディストレスト・クレジットがアウトパフォームする見通し。金利上昇は引き続き実物資産にプレッシャーをかけるが、ファンダメンタルズは特定の分野で改善しつつある

新興国市場

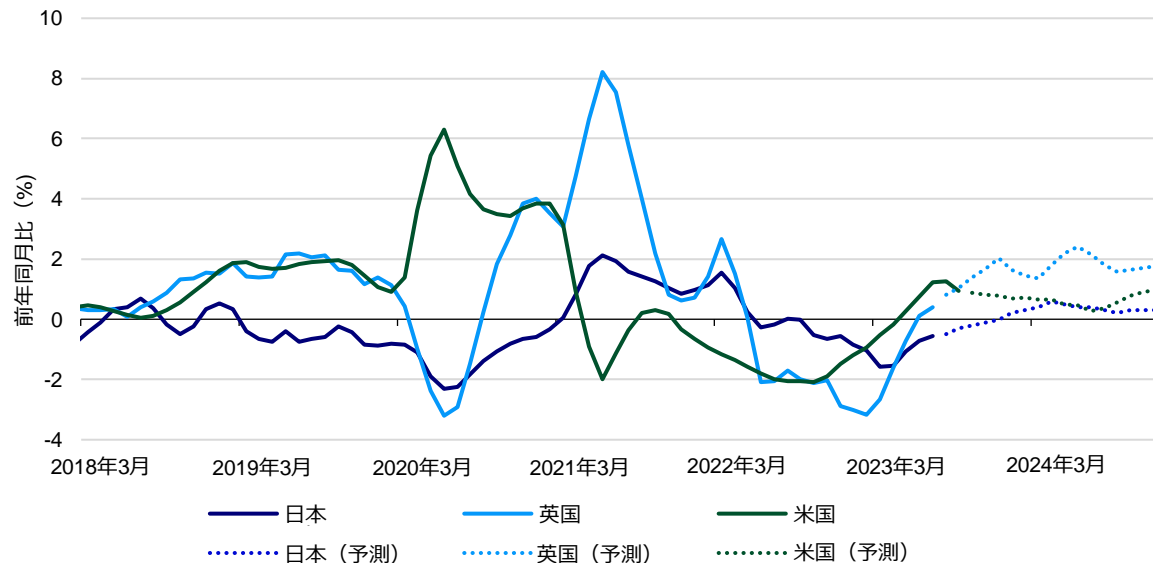
新興国市場のバリュエーションは魅力的。米ドル安と中国の回復に伴い、通貨と資産が恩恵を受けるだろう

1 上半期は減速し、その後回復 2024年に入って経済活動は減速するが、下半期には改善すると予想

抑制的な政策が2024年上半期の減速を引き起こす可能性が高いが、下半期には、インフレの正常化が実質賃金の伸びの再開を助けるだろう。

- 引き締めの金融政策、消費余力の低下、イデオシンクラティックな（固有の）成長ショックは、世界的な成長減速が続く可能性が高いことを示唆している。
- 2024年に向けて世界経済はわずかに減速し、その結果2024年上半期に、主要先進国経済はバンピーな着地をすると予想される。
- ただし、インフレが徐々に沈静化し、金融政策が緩和に転じることで、減速は短縮されると予想する。
- 今後は、インフレが正常化するにつれて主要先進国の実質賃金の伸びが再開し、トレンド成長への回帰を後押しすると予想する。

2024年の実質賃金の伸びは改善する見込み



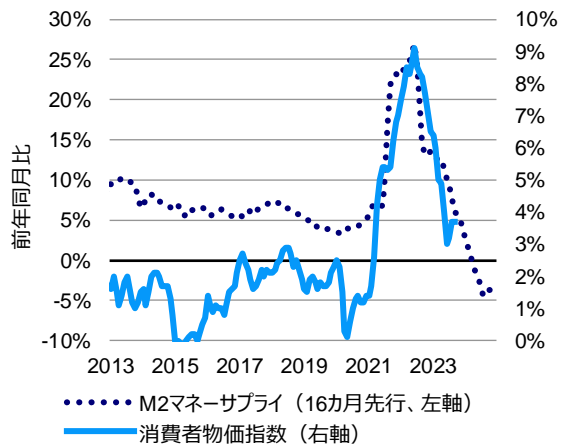
注記：上記の予測が実現する保証はありません。図表は2018年3月から2024年12月までの米国、英国、日本の月次実質賃金上昇率のデータ。予測はインベスコによるもので、点線で示されています。出所：LSEG Datastream、OECD、インベスコ。上記のデータは2023年10月31日時点で直近入手可能なデータに基づく。

2 ディスインフレ傾向はむらを伴いながらも2024年末にかけて継続 先行指標は米国のインフレの継続的な改善を示唆

マネーサプライ

マネーサプライはインフレに16か月先行しているようだ

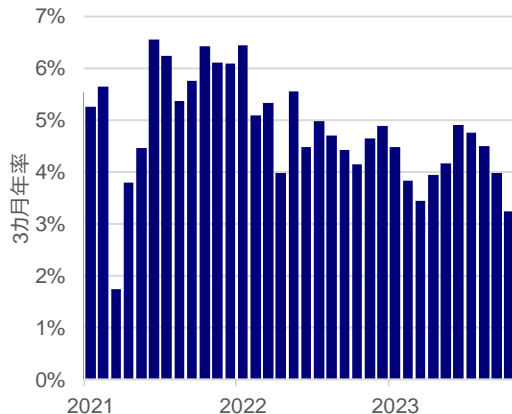
米国のM2マネーサプライと消費者物価指数



賃金

賃金の伸びは低下しており、パンデミック前の水準に近づいている

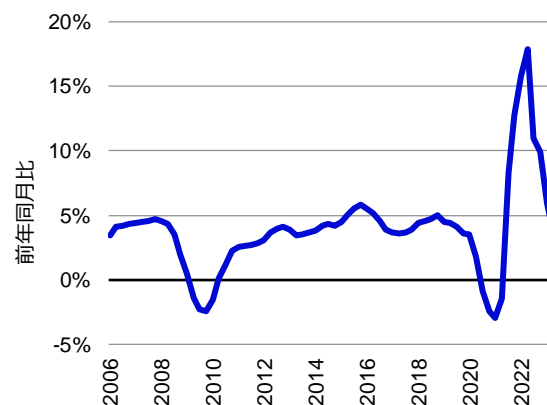
米国の平均時給
季節調整済み3か月年率



家賃

家賃のインフレは低下しつつある

米国の集合住宅の実効賃料レート
(米国の大都市圏、米ドル/平方フィート)



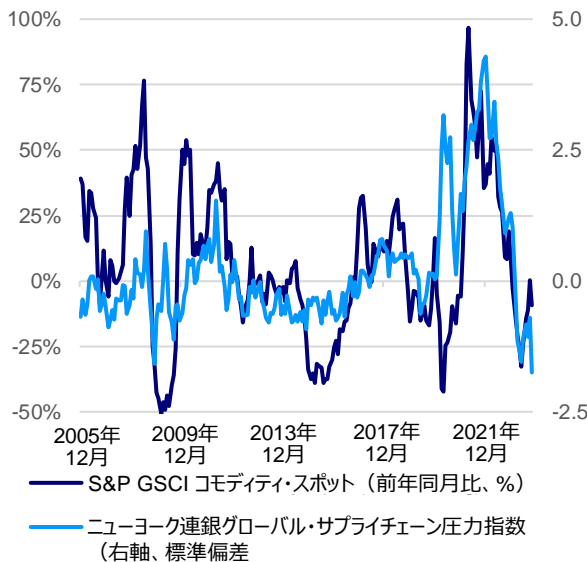
出所：左のチャート：Bloomberg L.P.、米国連邦準備制度理事会（FRB）、米国国勢調査局（2023年9月30日時点）。M2は硬貨と紙幣の流通量に、銀行と一部のマネー・マーケット・ファンドの短期預金を加えたもの。中央のチャート：米国労働統計局およびマクロポンド、2023年10月31日時点。右のチャート：Bloomberg L.P.、Reis Inc.、2023年6月30日時点。直近入手可能なデータに基づく。

2 ディスインフレ傾向はむらを伴いながらも2024年末にかけて継続 世界的なインフレ要因は徐々に解消されつつあると見られる

インフレ要因が定着しかねないとの懸念とは対照的に、私たちは、目下バンピーなディスインフレ・トレンドの真ただ中にあり、これが今後の数四半期にわたり続くと考えている。

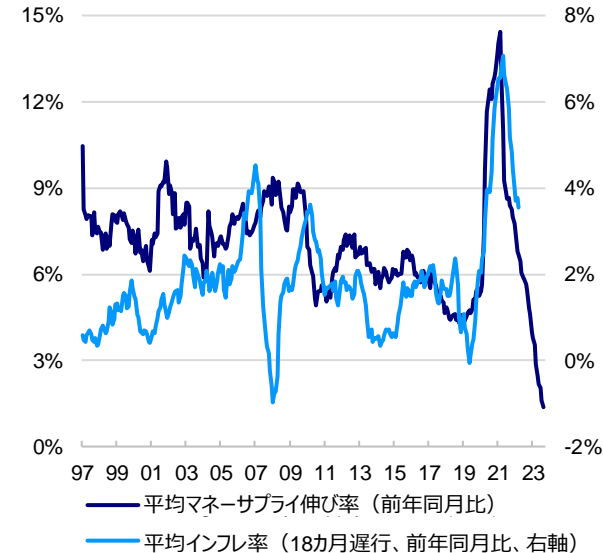
- 私たちは最近のインフレの急上昇は、コアな経済要因に起因するというより、パンデミックから生じた不均衡の副産物とみている。
- （中央銀行によっても促進された）大規模な財政直接刺激策、サプライチェーンの混乱、パンデミックによって引き起こされた消費の変化、重要なコモディティのサプライチェーンへの地政学的なショックなどを含む、破壊的な要因の多くはかなり安定化した。
- 私たちは、生産の大幅な減少を伴わずにインフレ率が低下していく、正常化への道のりを歩んでいると考えている。

コモディティとサプライチェーンにおける
商品インフレが正常化
世界のコモディティ価格とサプライチェーンの圧力



出所：2005年12月から2023年10月までの月次データ（2023年10月31日時点）。ニューヨーク連銀グローバル・サプライチェーン圧力指数（GSCPI）は世界のサプライチェーンの状況を追跡し、過去の平均値からの標準偏差で示しています。出所：ニューヨーク連銀、S&P GSCI、LSEG Datastream、インベスコ。

マネーの伸びが正常化すれば、インフレ環境は
より穏やかになる
世界のマネーサプライとインフレ率の比較



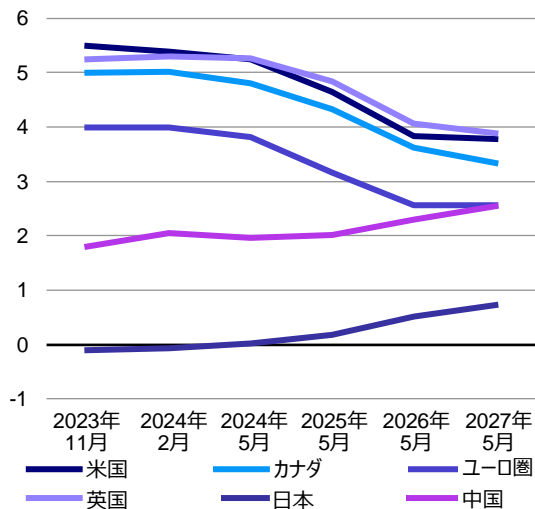
出所：Datastreamおよびインベスコ、月次データを使用、2023年10月31日時点。世界の平均マネーサプライ成長率と平均インフレ率には、米国、中国、ユーロ圏、日本、英国の数値が含まれます。マネーサプライと消費者物価指数の両指標は、1997年1月以降の対象国の平均前年比伸び率を示しています（18カ月運行）。

3 政策金利は今がピーク、2024年上半期の後半に限定的な緩和へ

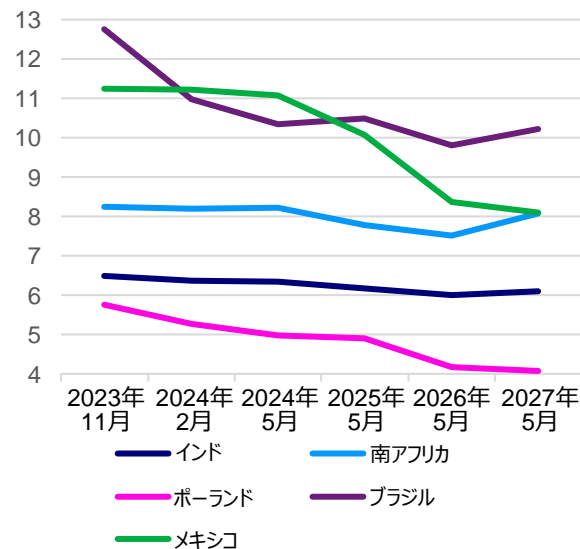
私たちは、金融政策当局は既に引き締めサイクルの終わりに達しており、次のステップとして、2024年上半期の後半に緩和が開始されるとみている。

- インフレが許容範囲の方向へ動き続け、成長が減速するにつれて、2024年上半期の後半に緩和が開始されると予想。
- 緩和は景気回復を後押しし、インフレが正常化して実質賃金の伸びが再開するにつれ、2024年下半年には世界経済はトレンド成長に戻るだろう。

欧米主要国は2024年からの緩和を織り込む
市場から推定されるフォワード政策金利 (%)



新興国市場も徐々に緩和が見込まれる
市場から推定されるフォワード政策金利 (%)



注記：フォワード・ルッキングな予測が実現する保証はありません。図表は、各国の中央銀行の市場で推定されるインプライド政策金利の軌道を示しています。市場から推定される政策金利は、示されたタームストラクチャー（金利の期間構造）で入手可能なオーバーナイト・インデックス・スワップのプライシングに基づいています。出所：Bloomberg L.P.、2023年11月3日時点。

4

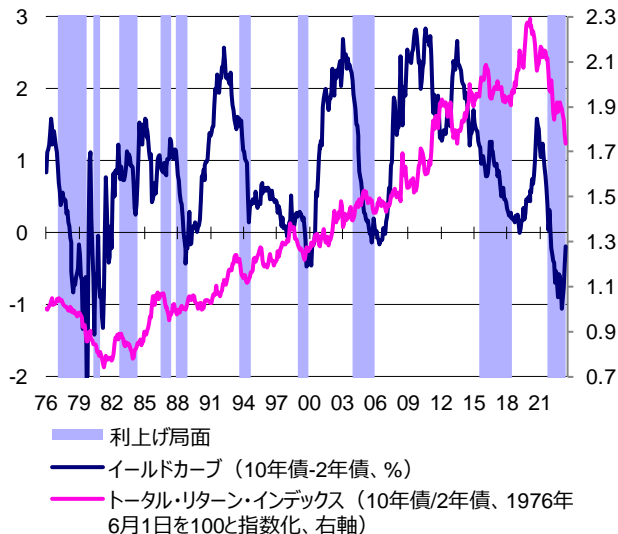
景気減速後、リスク選好度は改善する見込み

利回りはピークに達し、その後ブル・スティーピング（短期金利が長期金利よりも大幅に下落する形で、イールド・カーブの傾きが増す）

私たちは短期的には、過去の引き締め局面で見られたように、引き締めサイクルが終わりに近づくとつれて利回りはピークに達すると予想している。

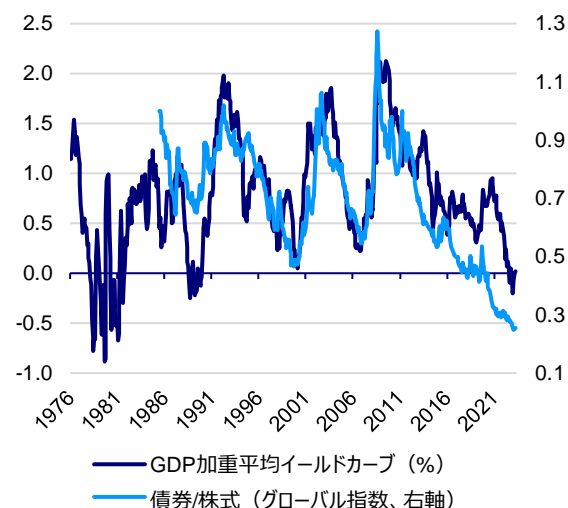
- この期間中、リスク選好度は改善し始めるはずだが、利下げ開始時期について一定の政策的な不確実性が残ることから、2024年初めには一定のボラティリティが生じる可能性がある（「マクロの悪いニュースは市場にとって良いニュース」となったと思えばまたその逆になったりするパターン）。このような環境は、ロング・デュレーションのエクスポージャーを追求する好機となるとみている。
- 成長とインフレが冷え込むにつれ、景気減速が現実のものとなり、ブル・スティーピングが優勢となると予想。

FRBが緩和を行い、イールドカーブがスティーピングになると、長期債のアウトパフォーマンスが見込まれる
FRB、イールドカーブ、債券リターン



注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。1976年6月から2023年10月までの月次データに基づく。出所：Refinitiv Datastreamおよびインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

イールドカーブがスティーピングになると、債券は株式をアウトパフォーマンスする傾向がある
G10の10年債-2年債のイールドカーブ及び債券/株式



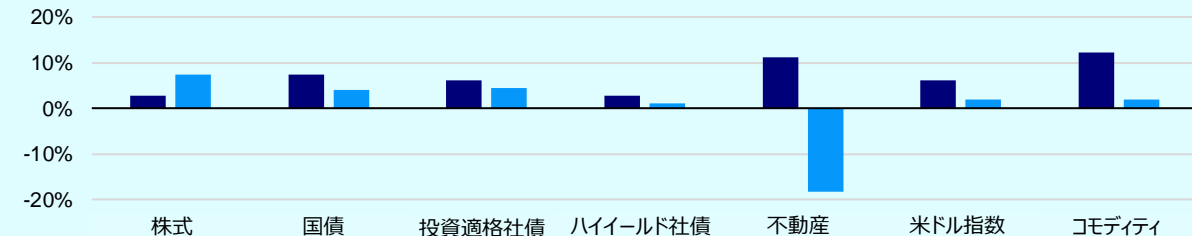
注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。1976年1月から2023年10月までの月次データに基づく。出所：ICE BofA、MSCI、Refinitiv Datastream、インベスコ。G10：オーストラリア、ブラジル、カナダ、中国、ユーロ圏、インド、日本、ロシア、英国、米国。「債券/株式」は、MSCI World IndexをICE BofA Global Government indexで除したもの。

4 景気減速後、リスク選好度は改善する見込み 利下げはリスク資産を押し上げるだろう

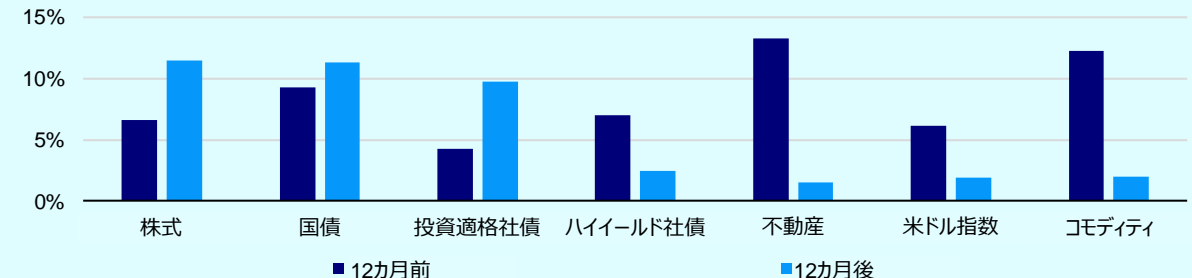
私たちは、2024年上半期の後半に予想される政策的支援が行われれば、リスク資産が恩恵を受けると予想している。

- リスク資産は歴史的に、最初の利下げ前の期間の方が、利下げ直後の期間よりも良好なパフォーマンスを示している（株式を除く）。これは中央銀行が通常、景気が弱含んでいる時に緩和を行っているためだと考えられる。
- しかし今回のサイクルでは、中央銀行がビハインド・ザ・カーブ（物価の上昇や景気の過熱に対して意図的に利上げを遅らせる）であったため、それとは異なっている。そしてそれは、緩和が行われる際にも当てはまるかもしれない（利下げはサイクルの後半に行われるだろう）。
- 世界経済の減速が続いているため、2024年初はリスク資産のボラティリティは高めになると予想されるが、私たちは、今回の緩和サイクルはリスク選好の高まりと一致するとみている。市場は既に2024年半ばまでの景気回復を見据えていると思われる。

FRBの緩和サイクルにおける最初の利下げ前後の各資産クラスの平均トータル・リターン（米ドル）
世界の資産クラス



米国の資産クラス



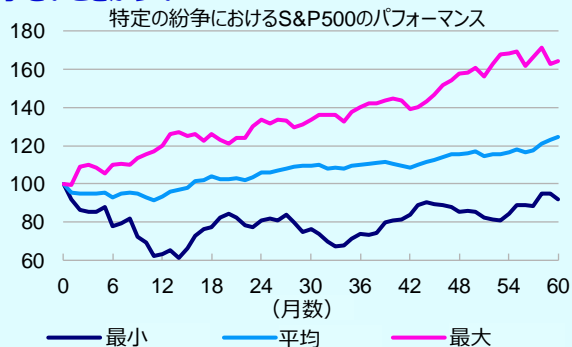
注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。国債：ICE BofA government bond indices、投資適格社債：ICE BofA investment grade corporate bond indices、ハイイールド社債：Bank of America Merrill Lynch High-Yield indices、株式：MSCI benchmark indices、不動産：FTSE EPRA/NAREIT indices、コモディティ：Standard and Poor's Goldman Sachs Commodity Total Return Indices。1974年以降の連邦準備制度理事会（FRB）の金利サイクルに基づいていません。2023年8月31日時点。出所：ICE、ICE BofA、FTSE Russell、MSCI、S&P GSCI、Refinitiv、LSEG Datastream、インベスコ。

5 主なリスクとテーマ

1) 地政学的リスクは残っている

最近の中東情勢は、石油・天然ガス市場に影響を及ぼしかねない、地域的なエスカレートが起こるリスクを高めている。その他の政治的リスクは、現在進行中のロシア・ウクライナ紛争、台湾をめぐる米中の緊張、米国の次期大統領選など多岐にわたる。これらのイベントの多くが2024年のニュースのヘッドラインを占める可能性が高いが、歴史的にみると、株式市場への影響は一過性のものである場合が多い。

紛争が市場に与える影響は、懸念されているよりも小さいことが多い

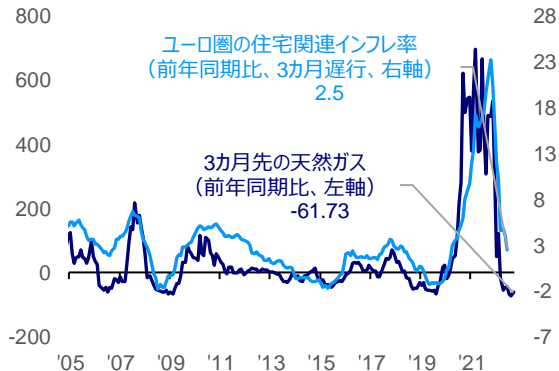


注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。S&P500（またはRobert Shillerによって構築されたS&P500が存在する以前の米国株式市場相当）の、特定の緊張の発生から5年間の月次パフォーマンスに基づく。出所：Robert Shiller, Bloomberg L.P., インベスコ。

2) 原油価格ショックリスクの上昇

地政学的リスクが高まるにつれて、原油やその他の主要コモディティ価格ショックへの懸念が高まり、これが成長を押し下げる可能性がある。例えば、ロシア・ウクライナ紛争は欧州のエネルギーコストを急激に上昇させ、欧州の成長率を押し下げた。このような価格の急上昇が、成長への打撃となる可能性がある。

天然ガス価格がエネルギー料金とインフレを押し上げ

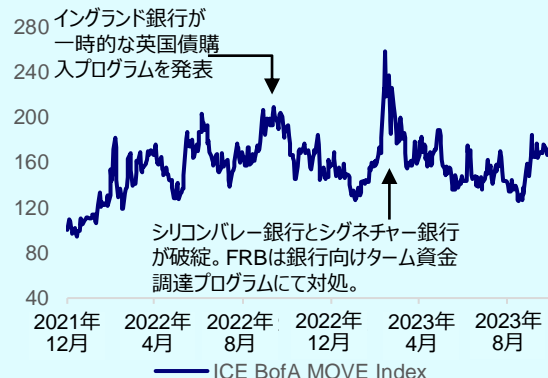


出所：インベスコ、Bloomberg L.P.、Macrobond、2023年10月3日時点。注記：チャートはユーロ圏の住宅関連インフレを示しており、エネルギーおよび天然ガス先物を含みます。MUICPはユーロ圏の消費者物価指数を指します。

3) 金融アクシデントとストレス

金融政策が引き締まる中、金融アクシデントやストレスのリスクは高まっており、政策スタンスの急激な転換がもたらされる可能性がある。しかし直近では、このような金融リスクに対して迅速かつ的を絞った支援が行われてきた。

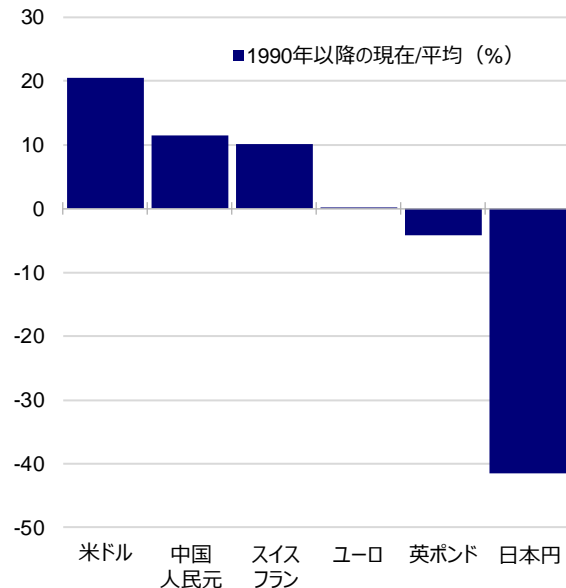
政策立案者は危機に素早く対応してきた



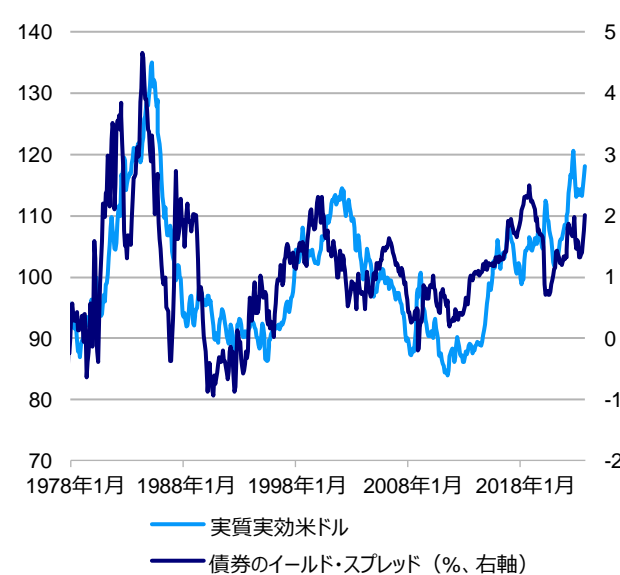
出所：Macrobondおよびインベスコ、2023年10月31日時点。注記：ICE BofA MOVE指数は、1カ月物アット・ザ・マネーの2年、5年、10年、30年のコンスタント・マチュリティ金利スワップのインプライド・イールド・ボラティリティに基づく米国債券市場のボラティリティ指標で、債券版「恐怖指数」とも呼ばれています。

米ドル／通貨：米ドルは割高に見え、イールドギャップがこれに逆行する可能性が高い

実質実効為替レート*



実質実効米ドルとイールド・スプレッド



1978年1月から2023年10月までの月次データ。実質実効米ドルとは、米ドルの貿易加重対通貨バスケットとしてOECDが算出した指数であり、CPIインフレ較差で調整されています。債券イールドスプレッドは、米国10年債利回りからドイツ、日本、英国の各10年国債利回りの平均を差し引いたものです。2023年11月8日時点。出所：OECD、LSEG Datastream、インベスコ。

*通貨指数は、貿易加重通貨バスケットに対して測定され、インフレ較差で調整されています。最新のデータは9月分、2023年11月8日時点。出所：OECD、LSEG Datastream、インベスコ。

スポットライト

投資機会

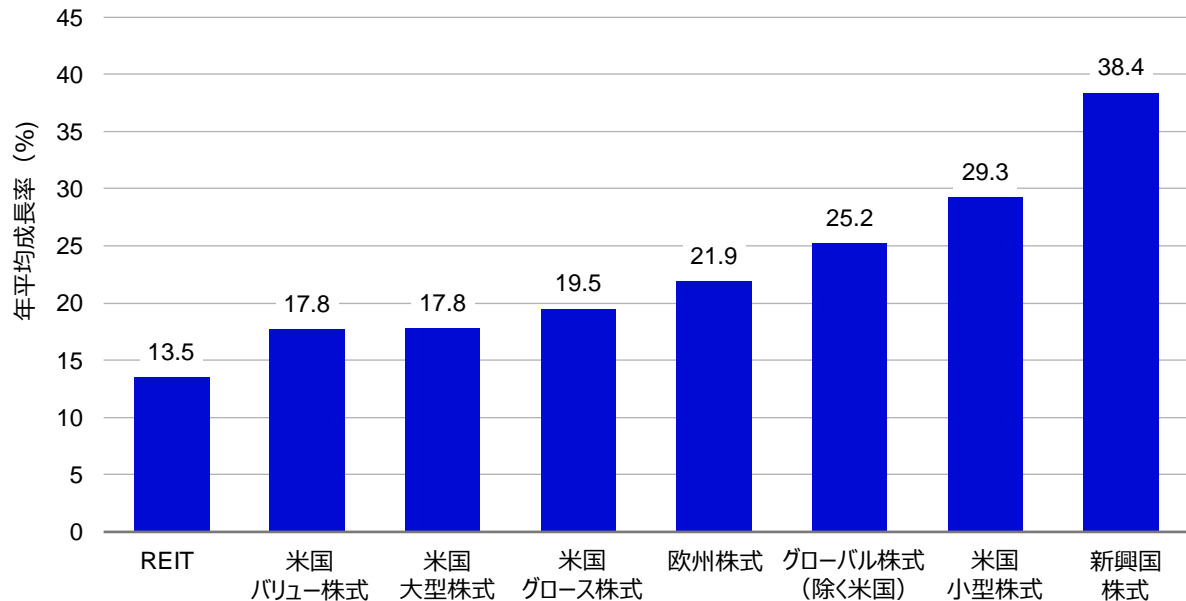
- 米ドルは、実質的な貿易加重ベースで測定すると、歴史的な標準を大幅に上回って推移している。このようなバリュエーションが持続する可能性はあるが、私たちは長期的には持続しないと考えている。従って米ドル安が進むと予想する。

誘因（カタリスト）

- 短期的な為替変動はしばしば利回り格差に左右される。2022年から23年にかけて、米ドルは積極的なFRBの引き締めにより、米国債のイールド・スプレッドが他国債に比べて拡大したことで支えられていた。しかし私たちは、市場がFRBの緩和を見据えるにつれて、イールド・スプレッドはドル安方向に動く予想している。
- 通貨はしばしば長期的なフェアバリューをオーバーシュートし、一定期間そこから遠ざかった状態を保つことがあるとされている。こうしたオーバーシュートは、金融のフローが財・サービスのフローよりも迅速に新しい環境に適応するという事実によって説明されることが多い。

株式：リカバリー・トレード（景気回復を期待して行われる取引）については、非米ドル資産と、シクリカル、バリュー、小型株が選好される傾向がある

1988年以降の、JPモルガン・グローバル製造業購買担当者景気指数の上昇期間におけるグローバル株式のパフォーマンス



出所：Bloomberg L.P.およびインベスコ、2022年12月31日時点。注記：REIT：FTSE NAREIT All Equity REITs Index、米国バリュー株式：Russell 1000 Value、米国大型株式：S&P 500、米国グロース株式：Russell 1000 Growth、欧州株式：MSCI Europe Index、世界株式（除く米国）：MSCI ACWI ex USA、米国小型株式：Russell 2000、新興国株式：MSCI Emerging Markets Index。株価リターンは米ドルベース。インデックスに直接購入することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

スポットライト

投資機会

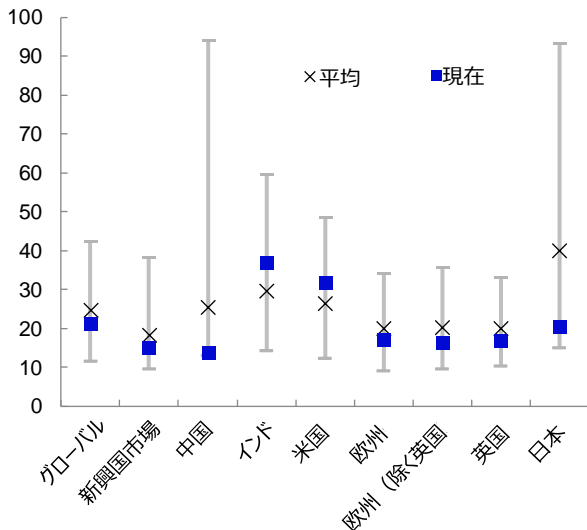
- バリュエーションがより魅力的に— 近年、新興国株、欧州株、小型株を含むグローバル・バリュー株がアンダーパフォームしているため、魅力的な投資機会が生まれている。

誘因（カタリスト）

- FRBによる引き締めを終了— 政策的引き締めを終了が近づいている模様。
- 下半期の成長回復— 世界的な生産増は、通常、よりシクリカルなリスク資産に恩恵をもたらす。私たちは、事業環境が改善するなか、グローバル・バリュー・トレードが投資家の関心を取り戻すと予想している。
- 米ドルの弱含み— 米ドル指数（DXY）は現在の高水準から後退し始め、非米ドル資産を押し上げるだろう。

新興国市場：比較的割安

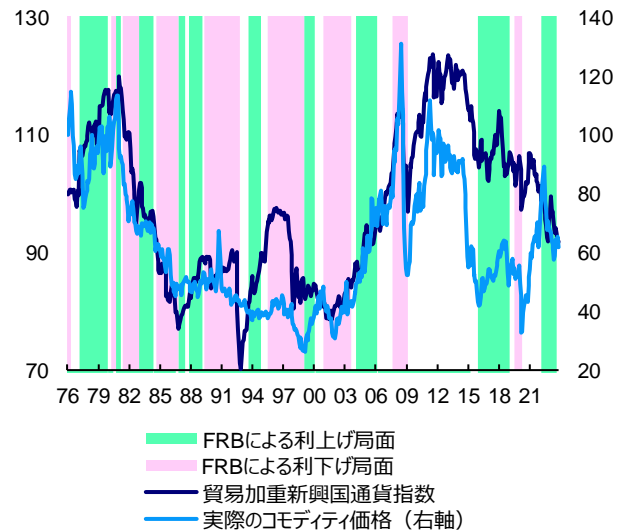
景気循環調整後の株式収益率（CAPE レシオ）は過去のレンジの範囲内



注記：景気循環調整後の株価収益率は収益の10年移動平均を使用。1983年1月3日以降の日次データ（ただし、中国は2004年4月1日以降、インドは1999年12月31日以降、新興国市場は2005年1月3日以降）に基づき、Datastreamの指数を使用。2023年10月31日時点。

出所：LSEG Datastreamおよびインベスコ。

新興国通貨、コモディティ、そしてFRB



注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。1976年1月から2023年10月までの月次データ。実質貿易加重新興国通貨指数は、18カ国の新興国通貨対米ドルの貿易加重平均。実質調整値は各国のCPI指数と米国のCPI指数を使用。実質商品価格指数はS&P GSCI Commodity Spot Indexに基づき、米国CPI指数で調整。すべての指数は1976年1月時点で100に設定。2023年10月31日時点。出所：IMF、OECD、Oxford Economics、S&P GSCI、Bloomberg L.P.、Refinitiv Datastream、インベスコ。

スポットライト

投資機会

- 私たちは、新興国資産は先進国資産と比べて魅力的なバリューとなっていると考える。債券にせよ株式にせよ、新興国資産のバリュエーションは中期的に相対的に高いリターンをもたらす可能性があると考えられる。

誘因（カタリスト）

- 過去には、FRBによる緩和は、新興国資産の脆弱なパフォーマンスとの相関を示した（私たちは、それは緩和と世界経済の低迷及びコモディティ価格の下落が重なったためだと考えている）。
- 私たちは、このサイクルが引き続き非典型的なものとなると考えており、FRBの緩和が米ドル安をもたらし、それが新興国通貨を助ける可能性があると考えている。
- 2011年頃のコモディティ・バブルのピーク以来、新興国通貨は弱含んでいる。短期的にはコモディティ価格が更に下落する可能性があるが、私たちは、最終的には世界的な景気回復がコモディティ、新興国通貨及び資産に恩恵をもたらすと予想している。

債券：景気減速と中央銀行による利上げの一時停止により、金利上昇圧力は弱まるだろう



グローバル・デフレーション

- ここ数カ月、予想を上回る成長を背景に、世界の金利は急上昇した。
- しかし、政策的引き締め効果が表れるにつれ成長率が鈍化し、金利上昇圧力を弱める可能性がある。
- 成長が既に減速し、政策的緩和が既に始まっているか、間もなく始まる可能性が高いため、欧州と中国がアウトパフォームすると予想される。
- 逆に、金融政策リスクの高い日本や、並外れて力強い成長を見せている米国などの市場は、アンダーパフォームする可能性が高いだろう。



クレジット資産に関する見解

- 投資適格債については、FRBの政策をめぐる不確実性がスプレッドを圧迫しているものの、足元のバリュエーションは興味深いものとなっている。金利の安定化に向けた動きがあれば、投資適格債への配分を増やしてもよいだろう。
- ハイクオリティ・ハイイールド債のバリュエーションも魅力的だが、「金利がより長期に、より高く」なれば、ハイイールド債のロークオリティセグメントにとっては難しい環境となる可能性がある。
- 新興国の債券は全体的に、投資適格債や他の債券セクターと比較して魅力的とは思われない。私たちは、新興国のハイイールド債を含め、コア債券以外の投資機会を選好する。
- 地方債とエージェンシーMBS（不動産担保証券）のバリュエーションは魅力的に見える。金利の安定化及び金利のボラティリティに関する楽観的な見方が、これらのセクターを支えるだろう。

インベスコ・フィックス・インカム の見解

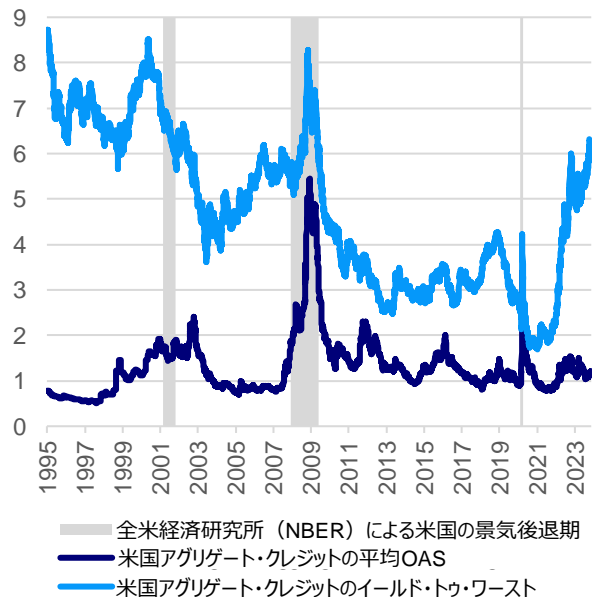


ロブ・ワルドナー、CFA®
チーフ・ストラテジスト

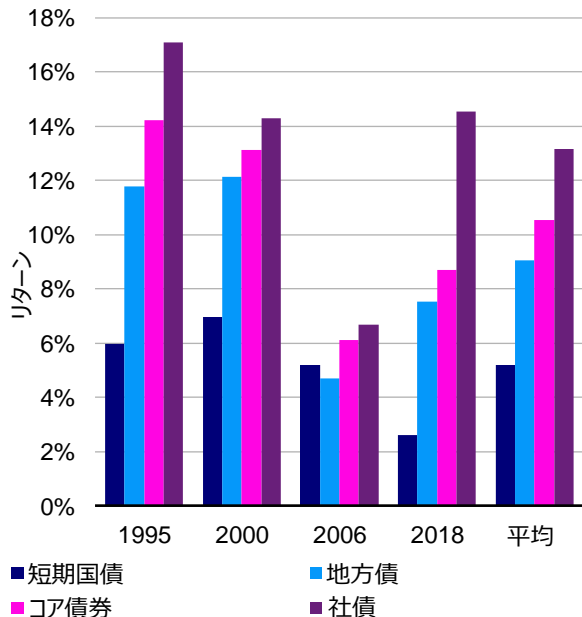
「FRBは利上げを一時停止しているが、私たちは今回の利上げサイクルが終了した可能性が高いと考えている。欧州中央銀行、イングランド銀行、オーストラリア準備銀行など他の中央銀行も同様に、利上げサイクルを終了したか、あるいは終了間近であることを示唆している。先進国における短期金利の絶え間ない上昇に終止符が打たれば、債券市場の安定化に寄与し、金利のボラティリティも低下するはずだ。このターニングポイントが近いと思われることに加えてバリュエーションが改善していることから、私たちはリスクテイキングをより前向きに捉えている。」

債券：債券は現在、魅力的な投資機会を提供している

クレジットのスプレッドに割安感は見られないが、利回りは魅力的に見える



利上げサイクル終了後、社債、コア債券、地方債が短期債をアウトパフォーマンス



注記：過去のパフォーマンスは将来の運用成果を保証するものではありません。

出所：Bloomberg L.P.、2023年7月31日時点。短期国債：S&P 0-1 Year US Treasury Index、地方債：Bloomberg US Municipal Bond Index、コア債券：Bloomberg US Aggregate Bond Index、社債：Bloomberg US Corporate Bond Index。インデックスに直接投資することはできません。

スポットライト

投資機会

- 私たちは、高格付け債は魅力的な投資機会を提供すると考えている。

誘因 (カタリスト)

- インフレの低下**— 私たちは、インフレはピークを迎え、米国はデysinフレのトレンドにあると考えており、2024年も中央銀行の目標値に向けた進展が続くと予想している。
- 金融引き締めを終了**— 中央銀行の利上げサイクルは終了した、あるいは終了に近いところにあると考えられる。私たちは、利上げと金利のボラティリティによる利回り上昇は、買いの好機と考えられる。
- バンピーランディング**— 私たちは、景気減速とインフレ低下という環境下で投資適格企業は好業績を上げると予想し、景気後退は予想していない。企業のファンダメンタルズは総じて堅調であり、大半の企業はまだ、最近の金利上昇前の、全体的に低い資金調達コストの恩恵を受けている。

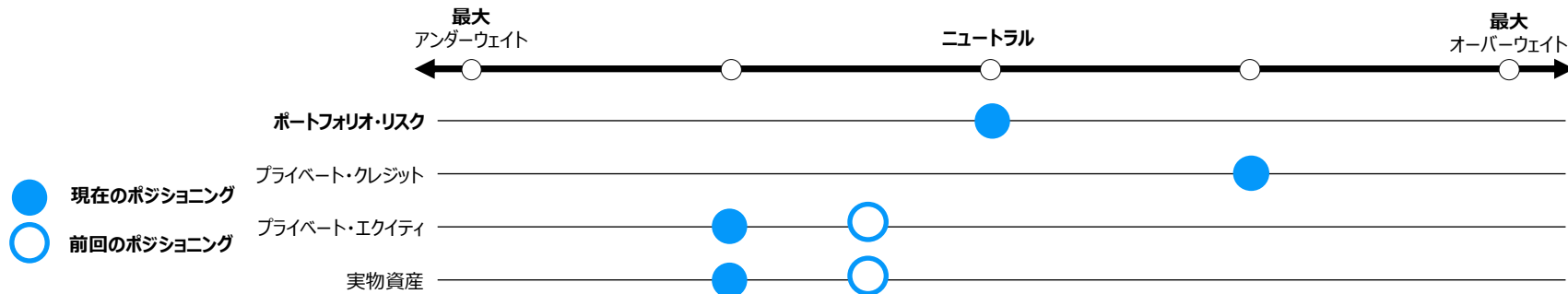
出所：Macrobond、Bloomberg L.P.、インベスコ、2023年10月31日時点。

オルタナティブ：プライベート・マーケットの展望



ジェフ・ベネット、CFA®
インベスコ・ソリューション
ヘッド・オブ・マネジャー・セレクション

- プライベート・クレジット**：現在の環境は、保守的なストラクチャーの取引を実行するのに非常に適している。市場全体の新規取引におけるレバレッジの水準は低下しており、ローントゥバリュ（LTV）指標は大幅に改善している。ストラクチャーの改善を受けて、足元の取引は、多額のエクイティをファースト・ロス・ポジション（最初に損失を蒙る最劣後部分）に置いて行われている。私たちは、レバレッジド・クレジット全体の市場規模が6兆ドルと絶対額ベースでかなり大きいことから、ディストレスト債やスペシャルシチュエーション債への投資機会が増えると予想している。商業用不動産債は、特に有利な資金調達先を持つ投資家にとっては、引き続き非常に魅力的と予想される。
- プライベート・エクイティ**：グロースエクイティ戦略への注目度が高まっており、現四半期では、ほぼ5件に1件の割合でグロースエクイティ取引となっている。アドオン取引を除けば、グロースエクイティ取引数はLBO取引の総数を上回る勢いとなっている。これは、現下の環境では高いコストを伴う、レバレッジの活用を必要とする企業よりも、オーガニックな成長によるリターンを牽引できる企業の方により有利な投資機会がある、という継続的なテーマを浮き彫りにしている。
- 実物資産**：金利上昇の影響でイールドとキャップレートが上昇し、資本市場は混乱している。資産価値のリプライスが続く一方、銀行は既存の融資ポートフォリオに注力しており、新たな流動性の提供は限られていることから、あらゆる主要市場での不動産取引量に影響が及んでいる。事業用不動産市場については、成長の弱含みと慎重なセンチメントが相まってテナント需要が一部減退する可能性が高いものの、超過供給がない市場ではファンダメンタルズは健全なままとなるだろう。インフラについては、歴史的にドライパウダー（待機資金）の水準が高止まりしており、バリュエーションは不動産のバリュエーションと同様にベース金利の裏付けがないものの、短期のファンダメンタルズは力強く、長期的な追い風も下支えとなっている。



オルタナティブ：コモディティの展望

金属は弱含んでいるが、足元では農産物とエネルギーに魅力的なバイアスがある



ジェフ・ベネット、CFA®
インベスコ・ソリューション
ヘッド・オブ・マネジャー・セクション



デイビッド・グラッチ、CFA®
インベスコ・グローバル・アセット・
アロケーション
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー

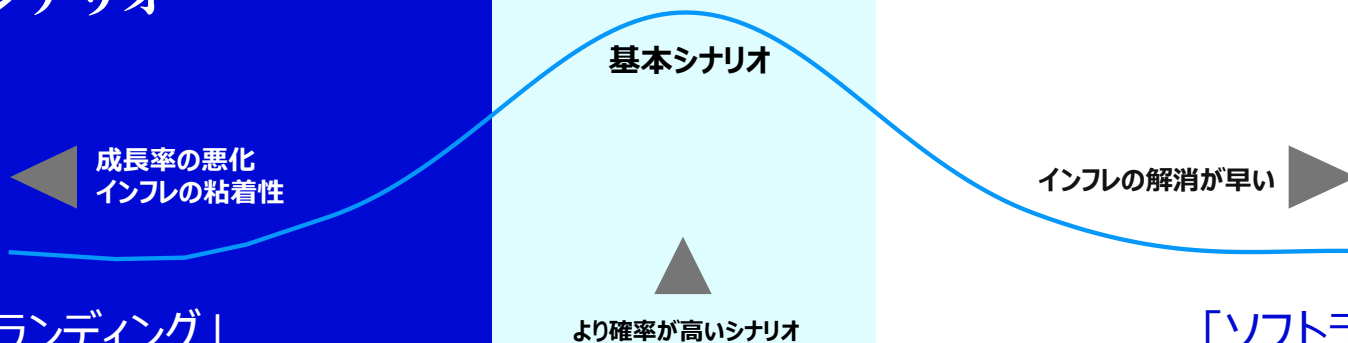
	全体	長期的なトレンド	バリエーション	ファンダメンタルズ
資産クラス	魅力的	魅力的	魅力的	魅力的ではない
農産物	魅力的	魅力的	魅力的	魅力的
エネルギー	魅力的	魅力的	魅力的	魅力的ではない
工業用金属	魅力的ではない	魅力的ではない	魅力的	魅力的ではない
貴金属	魅力的ではない	魅力的	魅力的ではない	魅力的ではない

コモディティ価格は依然として不安定で、ほとんどのセクターが一定のレンジ内で推移しており、私たちの長期的なトレンド評価ではいまのところネットが魅力的だが、これは急変する可能性があることに注意を促しておきたい。2023年5月までのセクターの中で最もパフォーマンスが悪かったエネルギーは、6月から9月にかけて猛烈な勢いで上昇し、ブレント原油は1バレル当たり100ドルの心理的に鍵となる水準に近づいた。OPECの減産とロシアの輸出減、精製品のマージン上昇があいまって価格が上昇し、エネルギーは2022年後半に形成された、幅広いレンジ内取引パターンから脱却した。多くの中央銀行が利上げの一時停止を行ったにもかかわらず、夏の間長期金利が上昇したことにより、中国経済の低迷と製造業のグリーン・エネルギー志向からくる需要減退の圧力下にある工業用金属にとっては、更なる妨げとなった。金はベンチマークの上位銘柄であり、実質利回りの上昇とドル高を受け、驚くほど底堅く推移している。中東での紛争勃発により、セーフヘイブ資産への需要が金を押し上げた。砂糖を含む熱帯のソフトコモディティにエルニーニョが与えた影響は、農産物全体の魅力的なトレンドを下支えしている。

バリエーションについては、スポット価格と指数加重移動平均（5年平均）価格との比較が用いられ、現在のところスコアはネットのみで魅力的だが、差はわずかに過ぎない。金はブルームバーグ・コモディティ・インデックスのトップ構成銘柄であるため、金価格が底堅いことにより、貴金属だけでなく、より広範な指数にもマイナスの影響が及んでいる。エネルギーのバリエーションは依然として魅力的だが、夏の急上昇後はその度合いは低くなった一方、小麦価格の急落により、農産物はネットのみで魅力的となっている。工業用金属は、広範な価格下落により最も大きく改善した。

ブルームバーグ・インデックスが天然ガスに大きなウェイトを置いており、トップ構成銘柄である金については、イールド・カーブの持続的な反転によりキャリアに魅力がないことから、年間キャリアで測定されるファンダメンタルズは、ネットのみで魅力的ではない。キャリアは、精製品と原油、大豆ミール、大豆油、砂糖、コーヒーが引き続き最も高くなっている。

その他のシナリオ



「ハードランディング」

- 「ハードランディング」については、2つのドライバーが考えられる。いずれも投資への示唆は似たような結果となるだろうが、短期的な経験は異なるだろう。
 - 既にコミットされた政策の誤ちが、政策的引き締め長く可変的なラグを通じて作用し、米国経済の手には負えないことが判明する。この場合、成長率は大幅に低下し、政策的緩和は早まると予想される。
 - 持続的なインフレにより、政策当局が政策金利をより長期に、より高く維持する必要に迫られ、結果的に、現在予想されるより大きな経済的影響もたらされる。

- 供給サイドのショックが解消するか既に解消しており、需要サイドの軽度の冷え込みがインフレを低下させ、景気を押し上げる、という米国の上方シナリオも考えられる。
- この「ソフトランディング」シナリオでは、米国経済は現在、景気サイクル半ばの減速期にあり（あるいはその脱却過程にあり）、2024年上半期にはそこから再加速すると考えられる。
- コアインフレは、基本シナリオの場合よりも確実に、よりスムーズな軌道で低下し、FRBによるより早期の緩和が可能になると予想される。
- 米国以外の国では、こうした環境下で、双子の赤字に苦しむ新興国だけでなく、ユーロ圏のような黒字国も恩恵を受けると予想する。

グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス： 今後、好ましいと考えられる資産

ハードランディング

より粘着的なインフレ、より低い成長率

ハードランディングは、政策的引き締めによる長期のラグ効果、または持続的なインフレにより追加的な引き締めで拍車がかかることによって起こる可能性がある。いずれの場合も投資への示唆は似たようなものとなるが、短期的な経験は異なるだろう。ハードランディング・シナリオの初期には、ロング・デュレーション債券や株式がより早くアウトパフォームするだろうが、これらの資産は、持続的なインフレのシナリオではアンダーパフォームするだろう。

私たちが選好する対象...

- 現金
- 債券: ロング・デュレーションのソブリン債
- 株式: 生活必需品やヘルスケアなどのディフェンシブ銘柄
- 通貨: 米ドル以外のディフェンシブな非コモディティ通貨（スイスフラン、日本円など）

バンピーランディング

2024年までディスインフレが続き、
上半期は成長が減速、下半期に再加速

2024年上半期の成長率は、トレンドを下回る水準まで低下するが、インフレ低下、政策的緩和の開始、実質賃金の上昇が定着するにつれて、下半期に再加速するだろう。早ければ2023年10-12月期には、市場は成長減速とその後の回復開始を織り込み始めるだろう。欧州及び英国は、相対的に悪い成長ポジションにある。中国の成長は、2024年上半期は厳しくなりそうだが、下半期には改善するだろう。

私たちが選好する対象...

- 株式:
 - バリューストックや小型株を含むシクリカル銘柄
 - 中国株を含む新興アジア株
- 債券:
 - ロング・デュレーションのポジショニング
 - 米国の投資適格債および新興アジアの地方債
- 通貨: 米ドル以外のFX

ソフトランディング

急速なディスインフレ、成長率改善

米国の供給サイドのショックが解消し、需要サイドの軽度の冷え込みがインフレを低下させ、成長を押し上げるだろう。このシナリオでは、米国は現在景気サイクル半ばの減速期にあるが（あるいはその脱却過程にあるが）、2024年上半期にはそこから再加速すると考えられる。米国のコアインフレは、より確実に、よりスムーズな軌道で低下し、FRBによるより早期の緩和が可能となり、これによるプラスの波及効果が期待される。

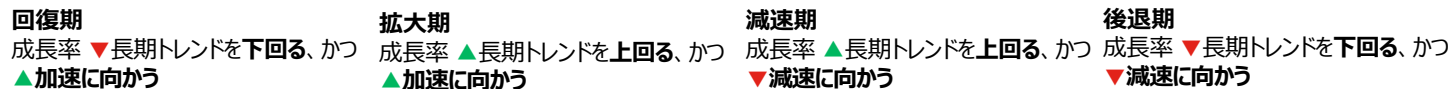
私たちが選好する対象...

- 債券: ハイイールド債
- 株式
 - 欧州および新興国市場
 - バリューストックと小型株
 - 素材、資本財
- 通貨: 豪ドル、カナダドル
- コモディティ: 工業用コモディティ、特に金属

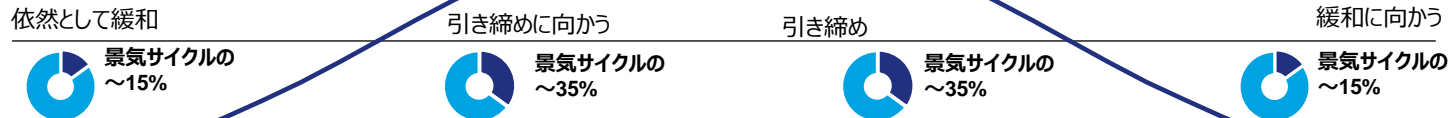
戦術的資産配分： マクロフレームワーク

注記：このフレームワークでは、経済が後退したり前進したりすることがあります。

世界経済のマクロレジーム
(市場局面)



金融政策の
方向性



マーケット・リーダーシップ
(アウトパフォーマンスが
期待される順)

低格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> ハイイールド債、バンクローン 新興国ハードカレンシー建て債 	株式 <ul style="list-style-type: none"> バリュー、サイズ、モメンタム 新興国市場 	株式 <ul style="list-style-type: none"> クオリティ、低ボラティリティ ディフェンシブ、先進国市場 	国債 <ul style="list-style-type: none"> ロングデュレーション 一般債
株式 <ul style="list-style-type: none"> サイズ、バリュー、シクリカル 新興国市場 	低格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> ハイイールド債、バンクローン 新興国ハードカレンシー建て債 	国債 <ul style="list-style-type: none"> ロングデュレーション 一般債 	高格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債 投資適格証券化商品
高格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債 投資適格証券化商品 	高格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債 投資適格証券化商品 	高格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> 投資適格社債 投資適格証券化商品 	低格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> ハイイールド債、バンクローン 新興国ハードカレンシー建て債
国債 <ul style="list-style-type: none"> インターミディエートデュレーション 一般債 	国債 <ul style="list-style-type: none"> ショートデュレーション インフレ連動債 	低格付けクレジット <ul style="list-style-type: none"> ハイイールド債、バンクローン 新興国ハードカレンシー建て債 	株式 <ul style="list-style-type: none"> クオリティ、低ボラティリティ、モメンタム ディフェンシブ、先進国市場

例示的目的のみ。政策緩和とは、米連邦準備制度理事会（FRB）が金利を引き下げること、あるいはバランスシートを拡大することと定義しています。緩和は、米連邦準備制度理事会（FRB）が低金利政策を維持し、債券購入プログラムを継続することを示唆しています。引き締めは、米連邦準備制度理事会（FRB）が資産購入テーパリングを行うこと、あるいは利上げを開始することを示唆しています。引き締め政策は、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレ懸念を緩和するために利上げに踏み切ることを示唆しています。これらの傾向が今後も続くという保証はありません。

当資料ご利用上のご注意

当資料は情報提供を目的として、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・チーム、インベスコ・ソリューション、インベスコ・フィックス・インカム運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）が作成した英文資料をインベスコ・アセット・マネジメント株式会社（以下、「弊社」）が抄訳し、要旨の追加などを含む編集を行ったものであり、法令に基づく開示書類でも金融商品取引契約の締結の勧誘資料でもありません。抄訳には正確を期していますが、必ずしも完全性を弊社が保証するものではありません。また、抄訳において、原資料の趣旨を必ずしもすべて反映した内容になっていない場合があります。また、当資料は信頼できる情報に基づいて作成されたものですが、その情報の確実性あるいは完結性を表明するものではありません。当資料に記載されている内容は既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。当資料には将来の市場の見通し等に関する記述が含まれている場合がありますが、それらは資料作成時における作成者の見解であり、将来の動向や成果を保証するものではありません。また、当資料に示す見解は、インベスコの他の運用チームの見解と異なる場合があります。過去のパフォーマンスや動向は将来の収益や成果を保証するものではありません。弊社の事前の承認なく、当資料の一部または全部を使用、複製、転用、配布等することを禁じます。

インベスコ・アセット・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306号

加入協会

一般社団法人投資信託協会

一般社団法人日本投資顧問業協会