

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2023年6月号

ディフェンシブなスタンスを維持、
株式に対して債券をオーバーウェイト、
ディフェンシブなセクターやファクターを選好、
米ドルへのエクスポージャーを引き上げ



アレッシオ・デ・ロンギス (Alessio de Longis) CFA
インベスコ・インベストメント・ソリューション (IIS)
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

マクロ・アップデート

世界経済は、依然として足踏み状態が続いています。先行経済指標は、欧州を中心とした先進国市場で再び減速しましたが、中国を中心とした新興国市場でさらに改善するなど、全般的には安定した状態が続いています。IISでは、世界の成長率は引き続き低水準で、長期的なトレンドを下回ると予想しています。世界のリスク選好度は依然として弱く、低下傾向にあることから、成長リスクは下振れる可能性があり、世界経済のマクロレジーム（市場局面）のフレームワークは後退期のままとなっています（図表1、図表2をご参照）。

図表1a：マクロ・レジーム認識は後退期を維持

		LEIs	グローバル・リスク選好度	
		潜在成長率の現在の水準	グローバル経済成長率予測の変化	マクロ局面の予想
地域				
グローバル		トレンドを下回る	経済成長率の減速予測	後退期
米国		トレンドを下回る		後退期
先進国（除く米国）		トレンドを下回る		後退期
欧州		トレンドを下回る		後退期
英国		トレンドを下回る		後退期
日本		トレンドを上回る		減速期
新興国市場		トレンドを下回る		後退期
中国		トレンドを下回る		後退期
新興国市場（除く中国）		トレンドを下回る		後退期

出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Investment Solutions調査・試算。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年5月現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。先進国（除く米国）には、ユーロ圏、英国、日本、スイス、カナダ、スウェーデン、オーストラリアが含まれる。新興国市場には、ブラジル、メキシコ、ロシア、南アフリカ、台湾、中国、韓国、インドが含まれる。

要約

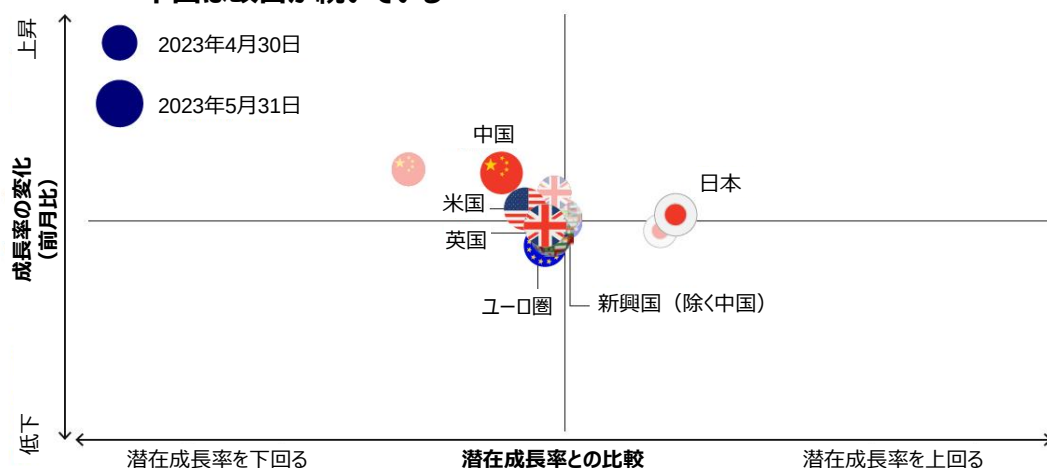
- 低成長とリスク選好度の低下を踏まえ、IISは引き続き後退期に対応したポジションを維持しています。米国株のパフォーマンスにおける過去に例を見ない非常に絞られた銘柄だけが上昇する状況はファクター戦略にとって課題となりますが、それは歴史的に見ても平均回帰的で短命な現象となるでしょう。
- グローバル戦術的配分モデル¹において、ベンチマークに対してリスクをアンダーウェイトし、株式よりも債券、新興国市場よりも先進国、ディフェンシブなセクター、ファクターを選好します。ハイイールド債券、バンクローン、新興国市場債券に対して投資適格債を選好します。

1. ベンチマークはMSCI All Country World Index 60%とBloomberg Global Aggregate Index (Hedged) 40%で構成。



世界の成長率は低水準で推移し、長期トレンドを下回ると予想しています。

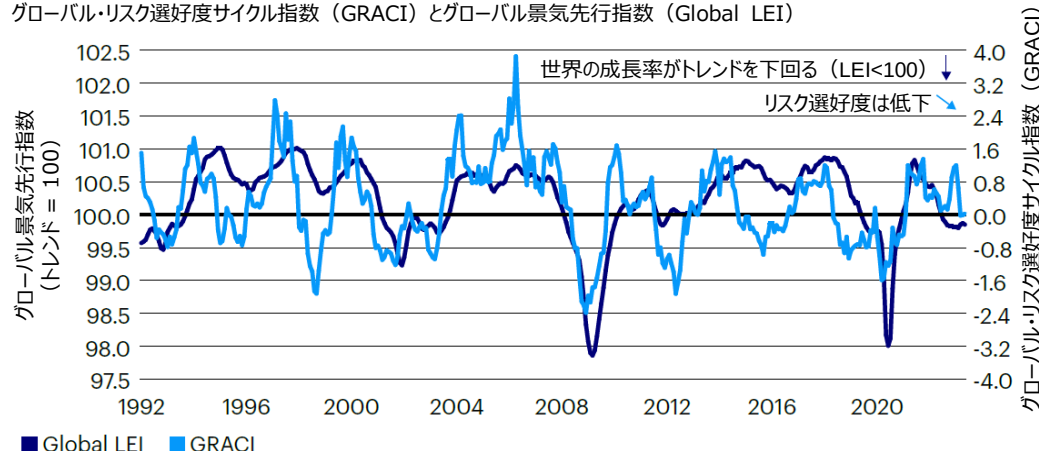
図表1b：欧州を中心とする先進国の先行指標は失速しているが、中国は改善が続いている



出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Investment Solutions調査・試算。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年5月現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。

図表2：成長期待の減速を示唆する市場センチメントの悪化が継続

グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）とグローバル景気先行指数（Global LEI）



出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Investment Solutions調査・試算。1992年1月1日から2023年5月までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。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。

労働市場は依然として非常に回復力があり、主要国の失業率は年齢階層別の世代間で最低水準を推移していますが、経済活動の様々な指標は、IISの先行経済指標が描くイメージと一致し、経済の減速傾向を示唆しています。米国の実質国内総所得（GDI）は、年率換算で2023年第1四半期に2.3%、2022年第4四半期に3.3%と2四半期連続で縮小しました。さらに、経済分析局（BEA）が算出した実質GDPと実質GDIの成長率の平均値は過去5四半期のうち4四半期で縮小しており、この1年間の成長減速が際立っています²。金融政策と経済、金融市場の歴史的な関係から、引き締めサイクルによる経済効果はまだ初期段階にあると考えられ、今後さらなる減速が予想されます。図表3に示すように、イールドカーブの形状を代理とする金融政策のサイクルは、歴史的に株式市場のボラティリティの山と谷を最大で2年先行してきました。イールドカーブのフラット化によって金融政策が引き締められると、与信基準はやがて厳格化され、デフォルト率の上昇やインプライド・マーケット・ボラティリティの上昇の可能性が高まります。したがって、これらの歴史的パターンは、今回の引き締めサイクルの影響が完全に現れるのは2024年初頭となる可能性を示唆しています。この図は、経済と金融市場への複雑な金融伝達を過度に単純化したものですが、今後のリスクは依然としてボラティリティが高くなる方向に偏っていることを示唆しています。さらに、インフレ率は政策目標に向けた減速が続いており、「より長い間引き締める」という政策シナリオの可能性が高まっています。（図表4をご参照）。

2. 国民経済計算において、GDPとGDIは概念的に同等となっています。GDPは最終支出によって経済活動を測定し、GDIはGDPを生産することによって生じた所得によって経済活動を測定します。実際には、GDPとGDIは異なる情報源と異なるソースデータを用いて計算されるため、サンプリングエラー、カバー範囲の違い、データ収集と報告のタイミングの違いにより、異なる結果がもたらされます。しかし、長期的には、GDIとGDPは経済成長の全体像に類似しています。米国経済分析局（BEA）



金融政策が引き締められると、イールドカーブがフラット化するため、与信基準はやがて厳格化され、デフォルト率の上昇や市場のインプライド・ボラティリティが上昇する可能性が高まります。

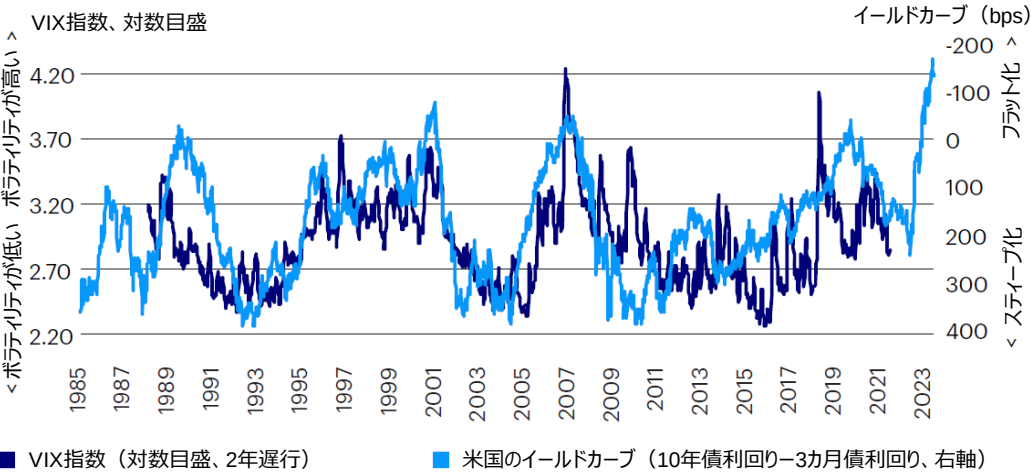


さらに、インフレ率は政策目標に向けた減速が続いており、「より長い間引き締める」という政策シナリオの可能性が高まります。



過去を振り返ると、幅広い参加者がいる市場は、非常に絞られた銘柄群と市場参加者で占められる市場に比べて、その後のリターンが高くなっています。直感的には、幅広い参加者が経済の改善を反映する可能性が高く、一方、非常に絞られた銘柄群と市場参加者で占められる市場は、しばしば特異的またはテーマ的な力によって牽引されています。

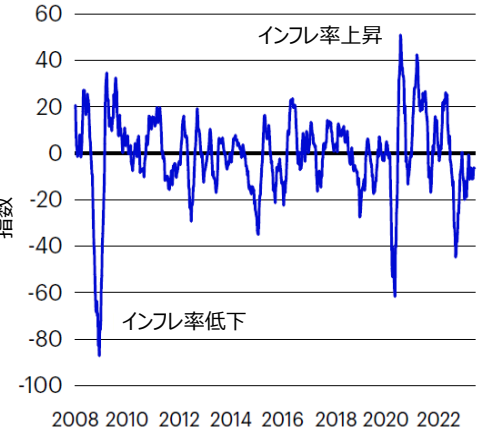
図表3：金融政策サイクルは長いラグで市場のボラティリティに影響を与えるが、リスクは依然としてボラティリティが高い方に偏っていることを示唆する



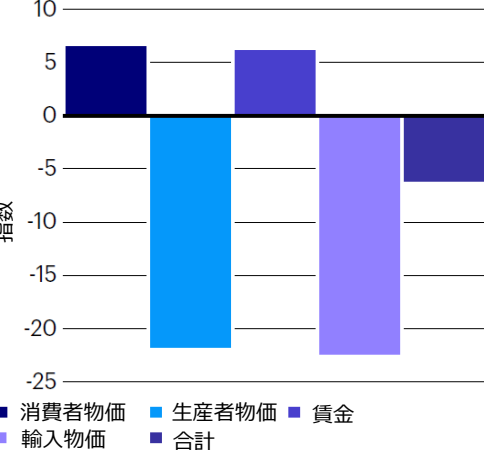
出所：ブルームバーグ、Invesco Investment Solutions調査・試算。1985年1月から2023年5月までのデータ。
過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

図表4：米国においてインフレ圧力が低下している

図表4a：米国インフレ・モメンタム・インディケーター (IMI) の推移



図表4b：IISインフレ・モメンタム・インディケーター：カテゴリ



出所：ブルームバーグ、2023年5月現在のデータ、Invesco Investment Solutions調査・試算。米国のインフレ・モメンタム・インディケーター (IMI) は、消費者物価や生産者物価、インフレ期待調査、輸入物価、賃金、エネルギー価格などの指標を対象に、過去3ヵ月間のインフレ統計の変化を測定します。プラス (マイナス) は、過去3ヵ月の平均でインフレ率が上昇 (低下) していることを示します。

先月は、テクノロジー・セクターの超大型優良銘柄に牽引され、1980年代以降で最も高い市場集中度を示す米国株の非常に絞られた銘柄群と市場参加者について言及しました。この傾向はこの1ヵ月でさらに強まり、5月31日現在、S&P500の上位10銘柄が時価総額の約30%を占め、年初来の市場リターンをすべて説明できるようになりました。過去を振り返ると、幅広い参加者がいる市場は、非常に絞られた銘柄群と市場参加者で占められる市場に比べて、その後のリターンが高くなっています。直感的には、幅広い参加者が経済の改善を反映する可能性が高く、一方、非常に絞られた銘柄群と市場参加者で占められる市場は、しばしば特異的またはテーマ的な力によって牽引されています。市場のパフォーマンスは尊重されるべきものですが、この非常に絞られた銘柄群と市場参加者で占められる市場は、特にクオリティの高い特性を持つディフェンシブ銘柄がパフォーマンスを牽引し、シクリカルセクターが引き続き出遅れている場合、反発の持続性と期間について疑問を投げかけることになります。IISでは、シクリカル資産について、引き続き短期的に慎重な見方をしています。

投資ポジショニング

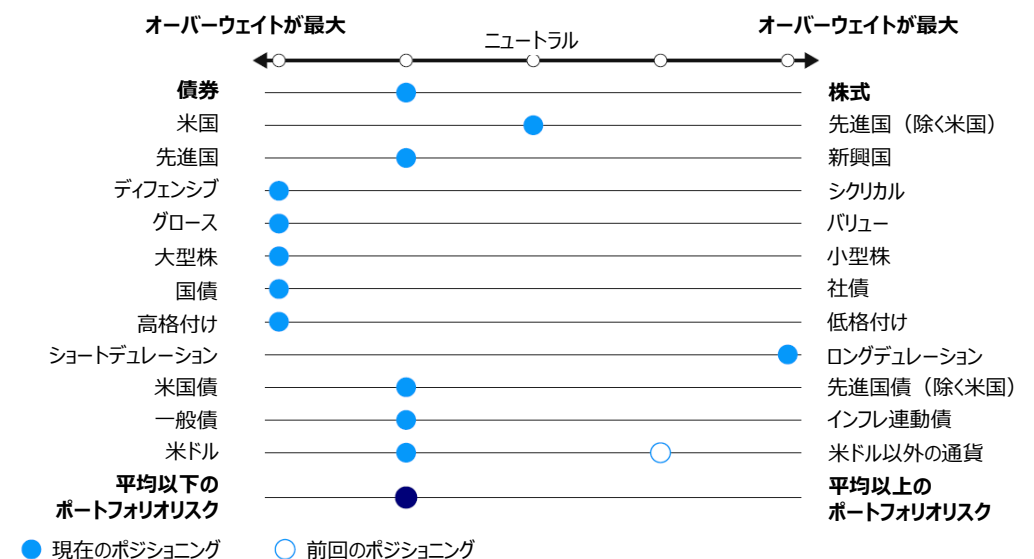
グローバル戦術配分モデルのベンチマークに対して、リスクスタンスをアンダーウェイトとし、株式よりも債券を、ディフェンシブなセクターやファクターを選好し、先進国市場に対して新興国株式をアンダーウェイトとする、ディフェンシブなポジショニングを維持しています。クレジット・リスクをアンダーウェイト、デューレーションをオーバーウェイトし、ハイイールド債券、バンクローン、新興国債券に対して投資適格債や国債を選好します（図表5、6、7、8をご参照）。

詳細：

- 株式**では、バリュー株や中小型株などのシクリカルなエクスポージャーよりも、クオリティや低ボラティリティなど、営業レバレッジが低く、経済リスクへのエクスポージャーが低いディフェンシブなファクターを選好します。株式市場における過去に例を見ない非常に絞られた銘柄群と市場参加者は、分散されるように設計されたファクター戦略にとって課題となります。この非常に絞られた銘柄群と市場参加者のような現象は平均的に回帰し、ファクターのパフォーマンスはやがて回復すると予想しています。私たちは、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーよりも、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーなどのディフェンシブなセクターを選好します。地域別では、リスク選好度の低下による逆風を考慮し、新興国市場のアンダーウェイトを維持し、米国と先進国（除く米国）へのニュートラルを維持します。
- 債券**では、クレジット・リスク³をアンダーウェイト、デューレーションをオーバーウェイトし、投資適格債と国債を選好、バンクローン、ハイイールド債券、新興国市場債券などリスクの高いセクターをアンダーウェイトしています。インフレ圧力が低下していることから、インフレ連動債よりも一般債を引き続き選好します。
- 為替市場**では、米国外の成長率がコンセンサスを下回ることが予想され、利回り格差が再び米ドルに有利に拡大していることから、米ドルの小幅なオーバーウェイトに変更しました。先進国通貨では、ユーロ、英ポンド、ノルウェークローネ、スウェーデンクローナを、スイスフラン、日本円、オーストラリアドル、カナダドルと比較して選好します。新興国通貨では、韓国ウォンや中国人民元などの低利回り通貨に対して、コロンビアペソやブラジルレアルなどの魅力的なバリュエーションで高利回りの通貨を選好します。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

ポートフォリオリスク対ベンチマークをアンダーウェイトし、債券、高格付けクレジット、ディフェンシブをオーバーウェイト

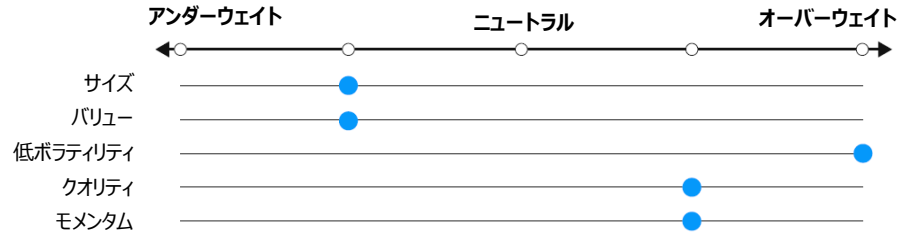


出所：Invesco Investment Solutions、2023年6月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

3. クレジット・リスクは、DTS（デューレーション×スプレッド）で計測。

図表6：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

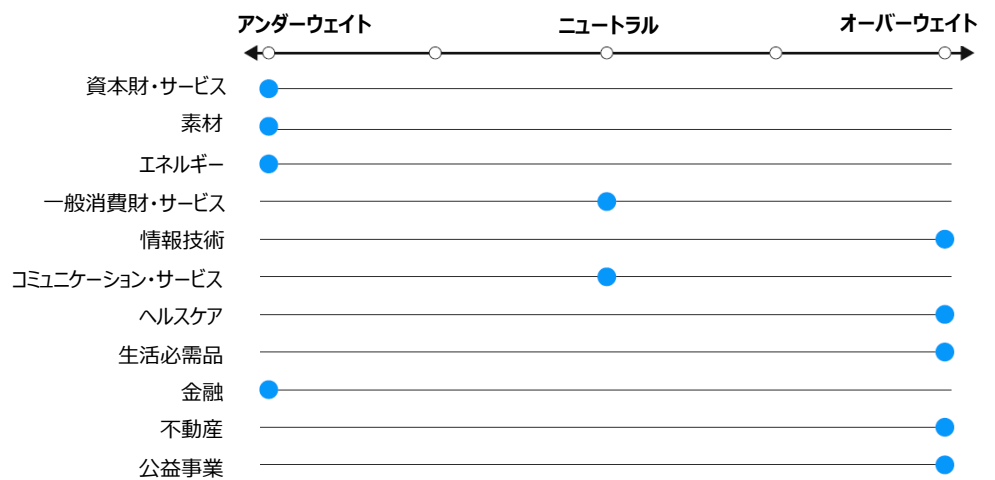
低ボラティリティ、クオリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Investment Solutions、2023年6月1日。例示的目的のみ。ニュートラルとは、均等に加重されたファクター・ポートフォリオを指します。

図表7：戦術的資産配分のポジショニング（セクター）

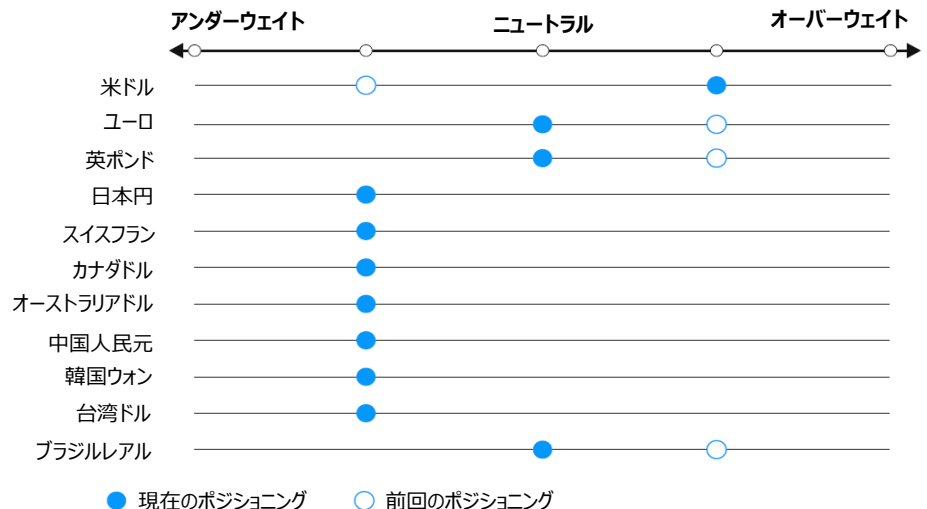
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Investment Solutions、2023年6月1日。例示的目的のみ。独自のセクター分類手法に基づくファクターおよびスタイル配分から導き出されたセクター配分です。2023年3月現在。シクリカル：エネルギー、金融、資本財・サービス、素材。ディフェンシブ：生活必需品、ヘルスケア、情報技術、不動産、公益事業。ニュートラル：一般消費財・サービス、コミュニケーション・サービス。

図表8：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

米ドルをオーバーウェイト。先進国ではユーロと英ポンドを依然として選好



出所：Invesco Investment Solutions、2023年6月1日。例示的目的のみ。通貨配分プロセスでは、外国為替市場における次の4つの要因を考慮します。1) 世界の他の地域に対する米国の金融政策、2) コンセンサス予想に対する世界の成長率、3) 通貨利回り（すなわちキャリー）、4) 通貨の長期的なバリュエーション。

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。

受託資産の運用に係るリスクについて

受託資産の運用にはリスクが伴い、場合によっては元本に損失が生じる可能性があります。各受託資産へご投資された場合、各受託資産は価格変動を伴う有価証券に投資するため、投資リスク（株価の変動リスク、株価指数先物の価格変動リスク、公社債にかかるリスク、債券先物の価格変動リスク、コモディティにかかるリスク、信用リスク、デフォルト・リスク、流動性リスク、カントリー・リスク、為替変動リスク、中小型株式への投資リスク、デリバティブ《金融派生商品》に関するリスク等）による損失が生じるおそれがあります。ご投資の際には、各受託資産の契約締結前書面、信託約款、商品説明書、目論見書等を必ずご確認ください。

受託資産の運用に係る費用等について

投資一任契約に関しては、次の事項にご留意ください。【投資一任契約に係る報酬】直接投資の場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.88%（税込）を上限とする料率を乗じた金額、投資先ファンドを組み入れる場合の投資一任契約に係る報酬は契約資産額に対して年率0.605%（税込）を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてそれぞれかかります。また、投資先外国籍ファンドの運用報酬については契約資産額に対して年率1.30%を上限とする料率を乗じた金額が契約期間に応じてかかります。一部の受託資産では投資一任契約に加えて成功報酬がかかる場合があります。成功報酬については、運用戦略および運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。【特定(金銭)信託の管理報酬】当該信託口座の受託銀行である信託銀行に管理報酬をお支払いいただく必要があります。具体的料率については信託銀行にご確認下さい。【組入有価証券の売買時に発生する売買委託手数料等】当該費用については、運用状況や取引量等により変動するものであり、事前に具体的な料率、金額、上限または計算方法等を示すことができません。【費用合計額】上記の費用の合計額については、運用状況などによって変動するものであり、事前に料率、上限額などを表示することができません。

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