

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2023年5月号

最近の企業業績が堅調であるものの、ディフェンシブなスタンスを維持。

ポートフォリオのリスクをアンダーウェイト、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选好。



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)
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・タクティカル・アセット・アロケーション

マクロ・アップデート

世界のリスク選好度は、過去1カ月、ほぼ横ばいで推移し、長期平均をやや下回る水準で推移しており、減速傾向にあることから、成長期待は当面、さらに下方修正される可能性が高いと考えられます。同様に、ほとんどの地域の景気先行指標は長期平均を下回る水準で推移しているため、世界経済のマクロレジーム（市場局面）のフレームワークでは後退期のままとなっています（**図表1**、**図表2**）。最近のレポートで述べたように、世界経済は低成長ではあるものの、1970年代以降で最も急速な金融引き締めサイクルの中でも顕著な回復力を見せていることは確かなようです。2023年第1四半期の決算シーズンは、企業セクターの現状と見通しの健全性を評価し、金融やクレジットの状況がガイダンスに与える影響を評価する上で有用なデータポイントを提供しています。

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	
地域	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
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）	トレンドを上回る		減速期
欧州	トレンドを上回る		減速期
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4月30日現在。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で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。最近の企業業績が堅調であるものの、世界的に先行きの業績予想は下方修正が続いています。
- グローバル戦術的配分モデル¹において、株式よりも債券、新興国市場よりも先進国市場、ディフェンシブ・セクターやファクターを选好し、ベンチマーク対比でリスクをアンダーウェイト、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を选好します。

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



ほとんどの地域の景気先行指標は安定的に推移し、長期平均を下回っています。

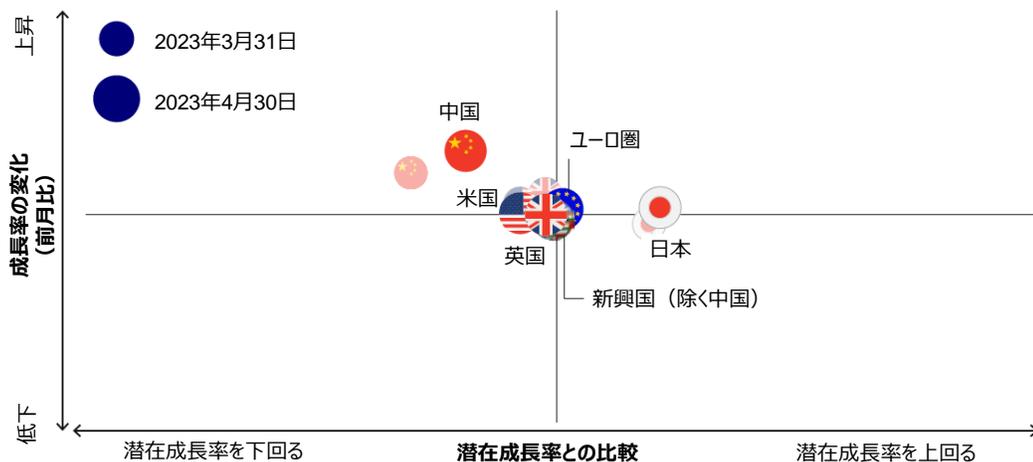


世界のリスク選好度は、直近1カ月、ほぼ横ばいで推移し、過去の長期平均をやや下回る水準で維持し、減速傾向が続いています。



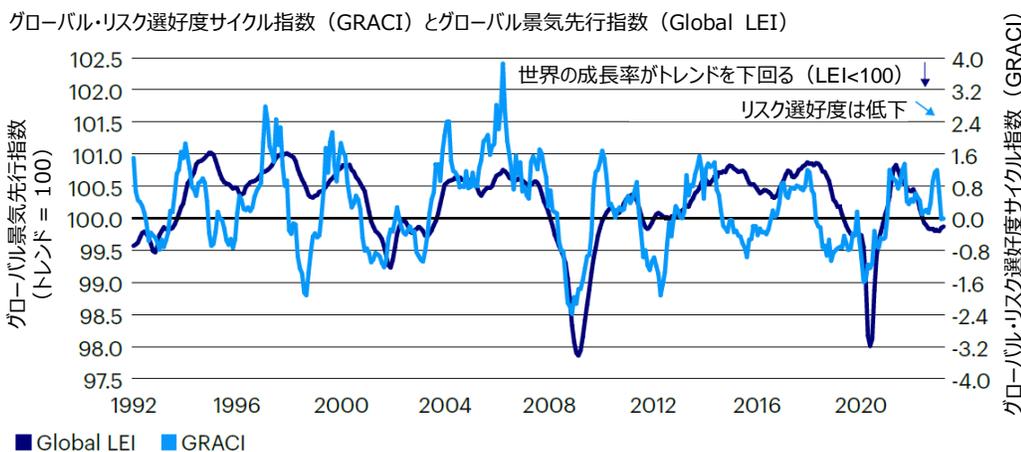
最近の四半期と同様、銀行セクターにおける最近のストレスの影響により、決算期を前にEPSの見通しが大幅に下方修正され、ポジティブサプライズのハードルが低くなりました。

図表1b：欧州の先行指標は失速しているが、中国と米国は直近で改善



出所：ブルームバーグ、マクロポンド、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4月30日現在。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



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4月30日までのデータ。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。

米国では約43%、欧州では約36%の企業がこれまでに決算を発表しています。両地域とも増益率はコンセンサス予想を上回り、それぞれ約6%、約11%のポジティブサプライズとなりました。直近四半期と同様、銀行セクターの最近のストレスにより、決算期を前にEPS予想が大幅に引き下げられ、ポジティブサプライズのハードルが低くなっています。米国では、S&P500のうち81%の企業がEPS予想を上回り、EPSの伸びは前年同期比横ばい、売上高の伸びは前年同期比+5%で、2%予想を上回りました。欧州では、Stoxx600のうち74%がEPS予想を上回り、EPS成長率は前年同期比+4%、売上高成長率は前年同期比+7%と、3%予想を上回りました。日本では、TOPIXのうち56%の企業がEPS予想を上回り、EPSは前年比+18%、売上高は前年比+12%と引き続き堅調な伸びを示しました。



S&P500の上位2銘柄は、年初来で平均30%上昇し、当該期間の市場リターン9.2%のうち4.2%を占め、指数に占める割合は過去最高の14%に達しています。



S&P500のコンセンサスEPS予想では、2023年は成長せず、来年はマイナス成長すると予想されています。



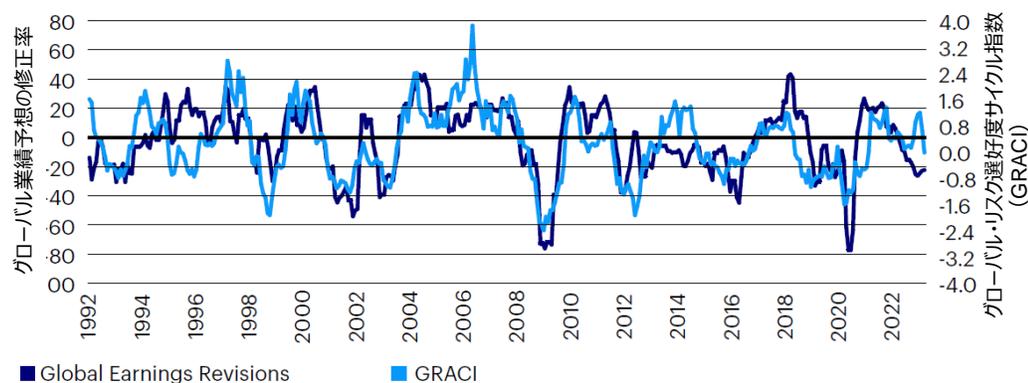
インフレ率が2%に急速に収束しない場合、短期的には株式に逆風が吹くと思われます。

前述の通り、株式市場は決算発表のシーズンを前に弱含みで推移し、ポジティブサプライズや市場のアウトパフォームに有利な環境を提供しました。特に米国株式は、1980年代以降において非常に絞られた銘柄群と市場参加者が特徴的となっており、極めて特異なリターン要因を示しています。S&P500の上位2銘柄は、年初来で平均30%上昇し、当該期間の市場リターンの9.2%のうち4.2%を占め、指数に占める割合は過去最高の14%に達しています。同様に、上位10銘柄は現在、指数の約29%を占め、1980年以来96パーセントの集中度となっています。また、市場の年初来リターンは、グロス/テクノロジー・セクターを中心とする30銘柄以下で説明できることがわかります。物色の一部の銘柄への集中は、リバウンドの持続性と強さに疑問を投げかけています。

マクロ的な評価から、当面はシクリカル資産の見直しについて慎重な見方を維持しています。最近の企業業績が堅調であるにもかかわらず、世界的に業績の下方修正が続いており（図表3）、世界のリスク選好度と相関関係が強いことが確認されました。S&P500のコンセンサスEPS予想では、2023年はゼロ成長、来年はマイナス成長を予測しています。今回の金融引き締めサイクルで改めて浮き彫りになったの特異性は、予想EPSのマイナス成長は、歴史的に金利上昇ではなく、金融緩和と一致していることであり、インフレ率が2%に急速に収束しない場合、当面は株式にとって逆風になる可能性があります（図表4）。

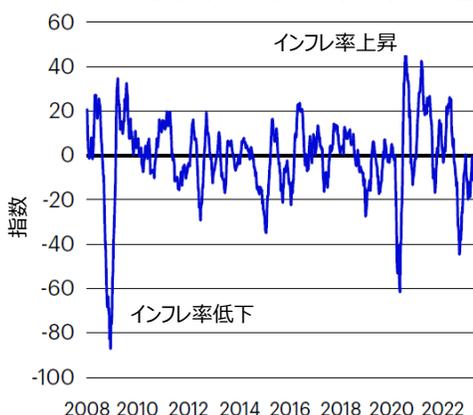
全体として、世界の成長率が悪化する確率は高まっています。IISの資産配分フレームワークでは、シクリカル資産に対する下振れリスクは十分に織り込まれていないことを示唆しています。

図表3：投資家のリスク志向の低下に伴い、先行きの収益期待が低下する傾向が続く

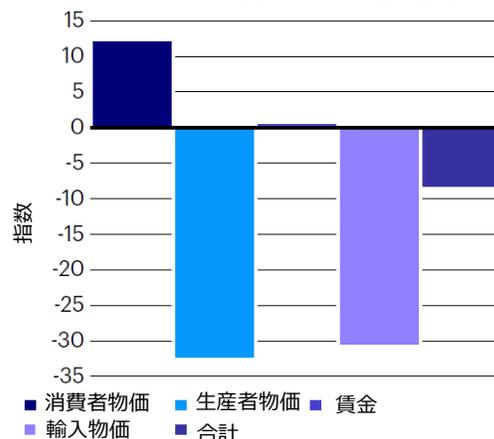


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Investment Solutions調査・試算。1992年1月1日から2023年4月30日までのデータ。グローバル業績予想の修正率は、12カ月先の業績予想のプラス/マイナスの修正率の正味割合を測定。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

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：カテゴリー



出所：ブルームバーグ、2023年4月30日現在のデータ、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カ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カ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。

投資ポジション

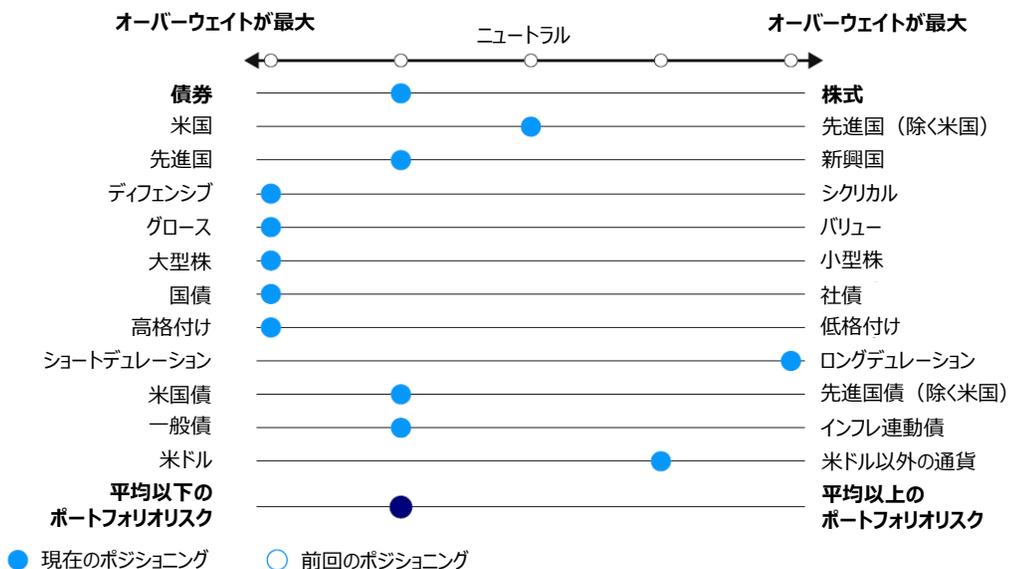
グローバル戦術配分モデルのベンチマークに対してリスクをアンダーウェイトするスタンスで、株式よりも債券を、ディフェンシブ・セクターやファクターを選好し、先進国に対して新興国株式をアンダーウェイトする、ディフェンシブなポジションを維持しています。クレジット・リスクをアンダーウェイト、デュレーションをアンダーウェイトし、ハイイールド債券、バンクローン、新興国市場債券に対して投資適格債や国債を選好します（図表5、6、7、8）。

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。同様に、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・セクターを選好しています。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²をアンダーウェイト、デュ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。しかし、実質利回りと名目利回りの水準が高く、スプレッドが歴史的な長期平均値にあることから、マルチアセットの観点からは、特に株式と比較して、インカム戦略が魅力的であることには変わりはありません。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、米ドルの利回りの優位性が低下していることから、米ドルをアンダーウェイトとしました。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ン（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

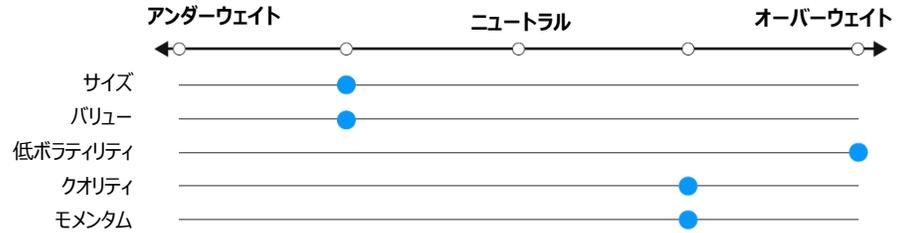


出所：Invesco Investment Solutions, 2023年5月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

2.クレジット・リスクは、DTS（デュレーション×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）

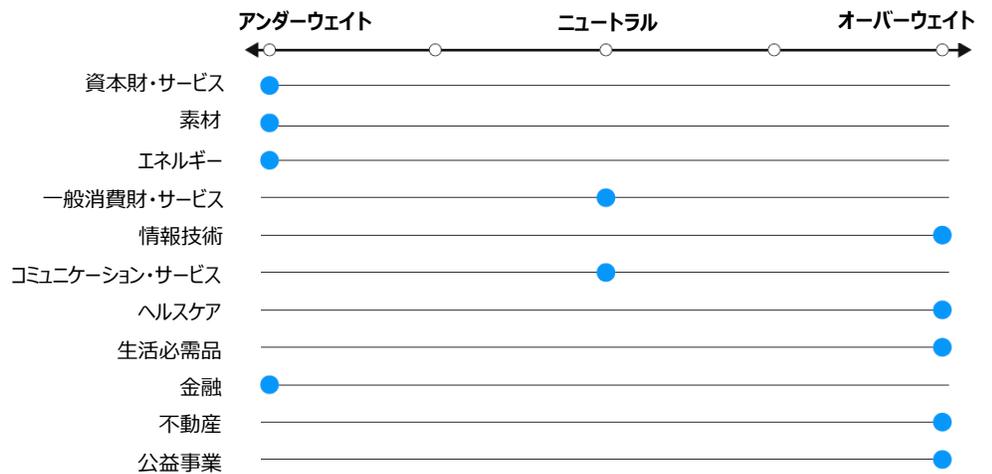
低ボラティリティ、クオリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Investment Solutions, 2023年5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）

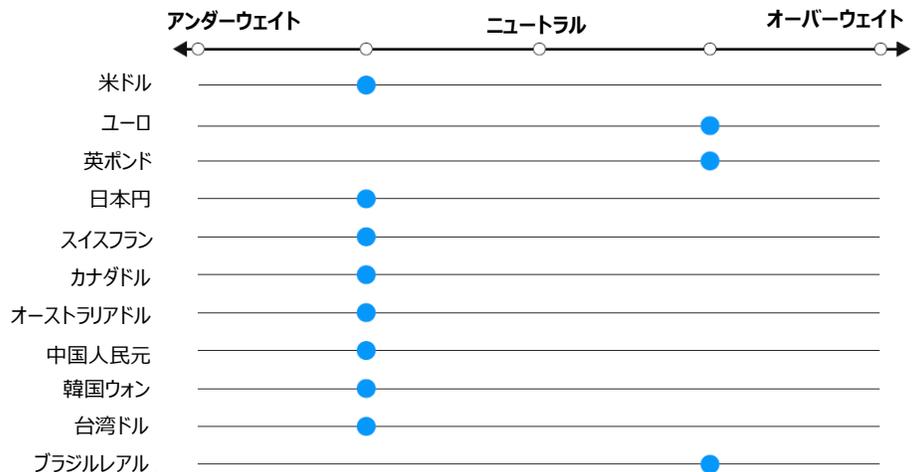
ディフェンシブを愛好したセクター・エクスポージャー



出所：Invesco Investment Solutions, 2023年5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。2022年11月30日現在。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）

米ドルをアンダーウェイト、ユーロと英ポンドを愛好



出所：Invesco Investment Solutions, 2023年5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す。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