

## Tactical Asset Allocation

### 戦術的資産配分：2023年11月号

**ベンチマーク対比でリスクをオーバーウェイト。  
債券よりも株式を、債券利回り上昇に対する感応度の  
低い株式セクターやスタイルを選好。**

インベスコ・ソリューション（以下、「ソリューション」）のマクロ・プロセスは、資産クラス（株式、クレジット、国債、オルタナティブ）、地域、ファクター、リスク・プレミア間の相対的なバリューとリターンの機会獲得を目指し、平均して6か月から3年の時間軸で戦術的な資産配分の決定を行います。

### マクロ・アップデート

ソリューション独自の先行経済指標では、直近1か月間の世界経済は弱含みを示唆し、先進国市場全体では広範な減速が見られましたが、新興国市場は概ね安定していました。米国では、数か月にわたって顕著な回復が見られた後、消費者マインド調査や製造業活動には若干の弱さがみられましたが、住宅指標や景気動向調査は引き続き安定しています。欧州は引き続き出遅れています。最近の経済データは、欧州の一部で景気後退を示唆しており、銀行の貸出調査は、金融引き締めの影響が各セクターに及んでいることを示唆しています。しかし、製造業の生産予想、受注、在庫などの先行指標は、今後数四半期でサイクルが一旦谷に入ることを示唆しています。

グローバル金融市場は先月、世界の債券利回りの上昇とイールド・カーブのスティープ化を受け、ほとんどの資産クラスで緩やかなマイナス・リターンが続きました。このような資本コストの顕著な再評価にもかかわらず、信用スプレッドは安定しており、新興国市場は株式および債券の資産クラス全体で、概して先進国市場と同等のパフォーマンスを維持しています。世界的なリスク選好のパロメーターは改善を続けており、リスク資産クラスと安全資産クラスのパフォーマンスから示唆されるように、依然として成長期待の高まりを指しています（**図表1、2**をご参照）。全体として、ソリューションの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、米国と日本がトレンドを上回る成長水準にあることから、世界経済が拡大基調にあり、回復の見込みがあることを示しています。



**アレッシオ・デ・ロンギス (Alessio de Longis) 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

#### 要約

- 世界の成長モメンタムは先月、先進国市場全体で弱まったものの、新興国市場は概ね安定しています。ソリューションでは、世界的なサイクルの回復に向けたポジションを維持しています。
- グローバル戦術的配分モデル<sup>1</sup>では、引き続きポートフォリオのリスクをオーバーウェイトし、債券、新興国市場、バリュー株、中小型株を選好しています。低格付けクレジットをオーバーウェイト、デュレーションを中立、米ドルをアンダーウェイトします。

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



全体として、ソリューションの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、米国と日本がトレンドを上回る成長水準にあることから、世界経済が拡大基調にあり、回復の見込みがあることを示しています。

図表1a：マクロ・レジーム認識は引き続き回復期を示す

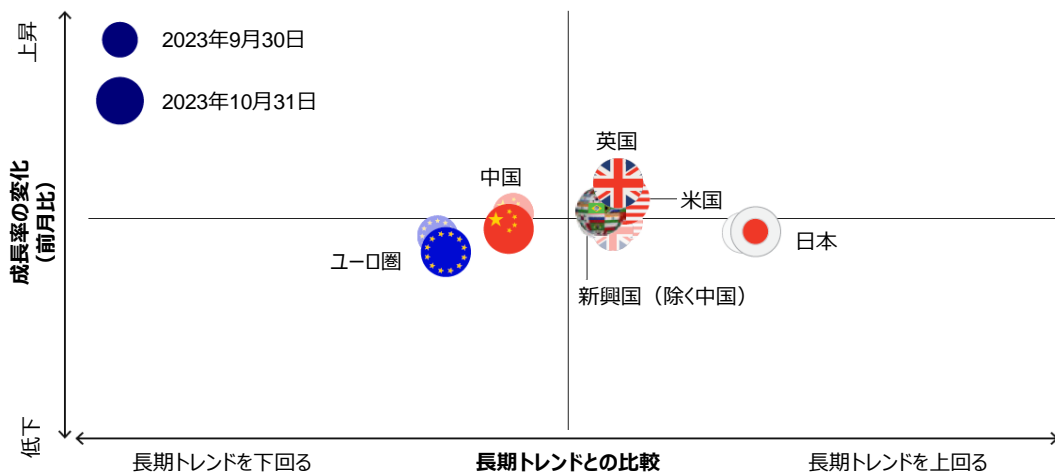
	LEIs	グローバル・リスク選好度	
地域	現在の成長率の水準	グローバル経済成長率予測の変化	マクロ局面の予想
グローバル	長期トレンドを下回る	成長期待が改善	回復期
米国	長期トレンドを上回る		拡大期
先進国（除く米国）	長期トレンドを下回る		回復期
欧州	長期トレンドを下回る		回復期
英国	長期トレンドを上回る		拡大期
日本	長期トレンドを上回る		拡大期
新興国市場	長期トレンドを下回る		回復期
中国	長期トレンドを下回る		回復期
新興国市場（除く中国）	長期トレンドを下回る		回復期

出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年10月31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。



米国では、数カ月にわたって顕著な回復が見られた後、消費者マインド調査や製造業活動には若干の弱さがみられましたが、住宅指標や景気動向調査は引き続き安定しています。欧州は引き続き出遅れています。

図表1b：米国と英国の成長率は長期トレンドを上回るが、欧州と中国は減速を続ける

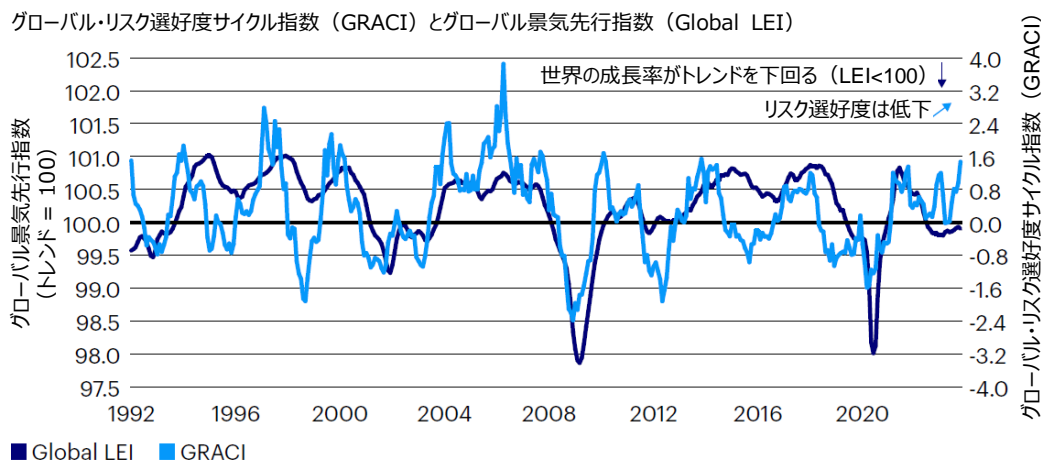


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年10月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界的なリスク選好のバロメーターは改善を続けており、リスク資産クラスと安全資産クラスのパフォーマンスから示唆されるように、依然として成長期待の高まりを指しています。

図表2：市場センチメントは改善し、成長期待の高まりを示唆



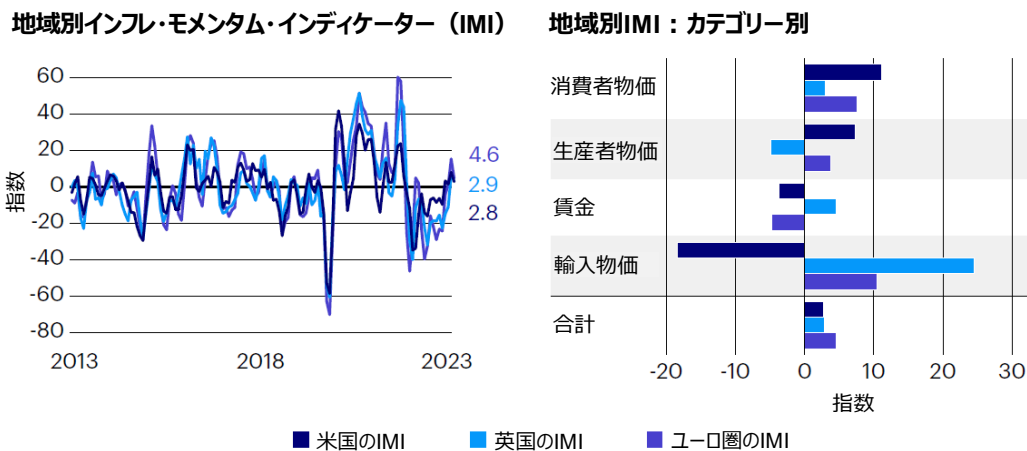
出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2023年10月31日までのデータ。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

直近数週間の中東における紛争の激化は、現時点ではエネルギー価格の持続的な上昇にはつながっていませんが、前月号で触れたリスクでした。その後、プレント先物価格は安定し、フォワードカーブ（先物曲線）のバックワーデーションも緩やかになりました。インフレのモメンタムを示す高頻度インディケーターも各地域で安定化し、供給ショックがすでに好調な需要に重なる懸念はひとまず後退しました（図表3をご参照）。世界のイールド・カーブは引き続きスティープ化を示しており、ディスカウントレートの上昇に起因する資産クラス全体の最近のアンダーパフォーマンスの主な要因であるとソリューションでは考えています。



直近数週間の中東における紛争の激化は、現時点ではエネルギー価格の持続的な上昇にはつながっていませんが、前月号で触れたリスクでした。

図表3：欧州、英国、米国で緩やかなインフレの勢い



出所：ブルームバーグ、2023年10月31日現在のデータ、Invesco 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。



地域別では、リスク選好度の改善と米ドル安期待に支えられ、引き続き新興国市場のオーバーウェイトを維持します。欧州の成長モメンタムが弱まり続けているため、米国株と先進国株（除く米国）の中立スタンスを維持します。

最近の信用スプレッドの拡大にもかかわらず、ハイ・イールド債、バンクローン、新興国ハード・カレンシー債など、低格付けクレジット<sup>2</sup>のオーバーウェイトを維持します。

景気回復局面では通常、リフレーションによる米国以外の資産への力強い資金フローを伴うため、米ドルをアンダーウェイトとします。利回り格差は依然として外国通貨に対する米ドルを支えています。安全資産への資金流入が弱まる局面では、割高なバリュエーションが逆風となります。



今月はポートフォリオのポジショニングに変更はありません。グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマーク対比のリスクをオーバーウェイトするスタンスを維持し、債券に対して株式をオーバーウェイトします。

## 投資ポジショニング

今月はポートフォリオのポジショニングに変更はありません。グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマーク対比のリスクをオーバーウェイトするスタンスを維持し、債券に対して株式をオーバーウェイトし、新興国市場、シクリカル・セクター、バリュー株、モメンタムが良好な中小型株を選好します。また、低格付けセクターを通じたクレジット・リスクを高め、デュレーションは中立に維持し、一般債に対してインフレ連動債をオーバーウェイトします。米ドルのアンダーウェイト・エクスポージャーを維持します（図表4～7をご参照）。

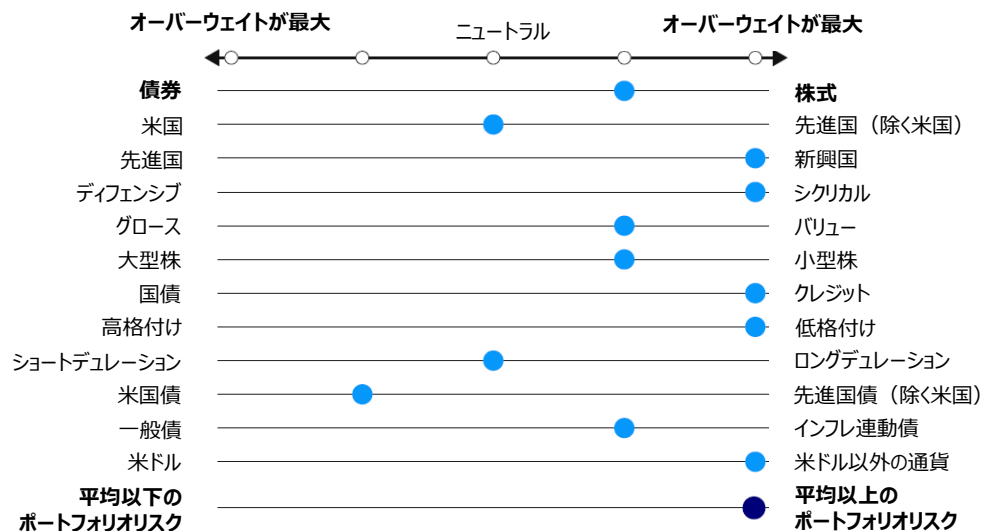
詳細：

- **株式**では、バリュー株や中小型株など、営業レバレッジが高く、成長期待の反発に対する感応度が高いシクリカル・ファクターをオーバーウェイトする一方、低ボラティリティ、クオリティ、大型株などのディフェンシブ・ファクターをアンダーウェイトします。同様に、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジー株よりも、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーなどのシクリカル・セクターへのエクスポージャーを選好します。地域的には、リスク選好度の改善と米ドル安期待に支えられ、引き続き新興国市場をオーバーウェイトを維持します。
- **債券**では、最近の信用スプレッドの拡大にもかかわらず、ハイ・イールド債、バンクローン、新興国市場ハード・カレンシー債を通じ、クレジット・リスク<sup>2</sup>のオーバーウェイトを維持しています。ボラティリティは引き続き低水準で推移し、クレジット市場は良好なマクロ環境を背景に安定した利回りを提供すると予想されます。クレジット資産のケースはキャピタルゲインよりもむしろ、国債に対するインカムの優位性に限定されています。インフレのモメンタムが緩やかなポジティブとなっていることから、先進国市場全体でインフレ連動債のエクスポージャーをオーバーウェイトに変更しました（図表3をご参照）。
- **為替**では、景気回復局面では通常、リフレーションによる米国以外の資産への力強い資金フローを伴うため、米ドルをアンダーウェイトとします。しかし、利回り格差は依然として外国通貨に対する米ドルを支えています。安全資産への資金流入が弱まる局面では、割高なバリュエーションが逆風となります。先進国市場では、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ネ、シンガポールドルを、スイスフラン、日本円、豪ドル、カナダドルに対して選好します。新興国市場では、韓国ウォン、メキシコペソ、タイバーツ、中国人民元などのような利回りで割高な通貨に対し、コロンビアペソ、ポーランドズロチ、南アフリカランドのような魅力的なバリュエーションを持つ高利回りの通貨を選好しますが、米ドル安シナリオではこれらの通貨が良好に推移すると予想されます。

## 図表4：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

新興国市場、クレジット、シクリカルを通じ、ポートフォリオのリスクをベンチマークに対してオーバーウェイト

● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング

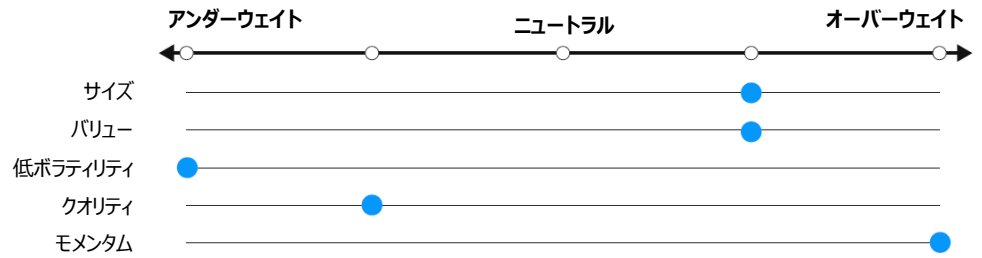


出所：Invesco Solutions、2023年11月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

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5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

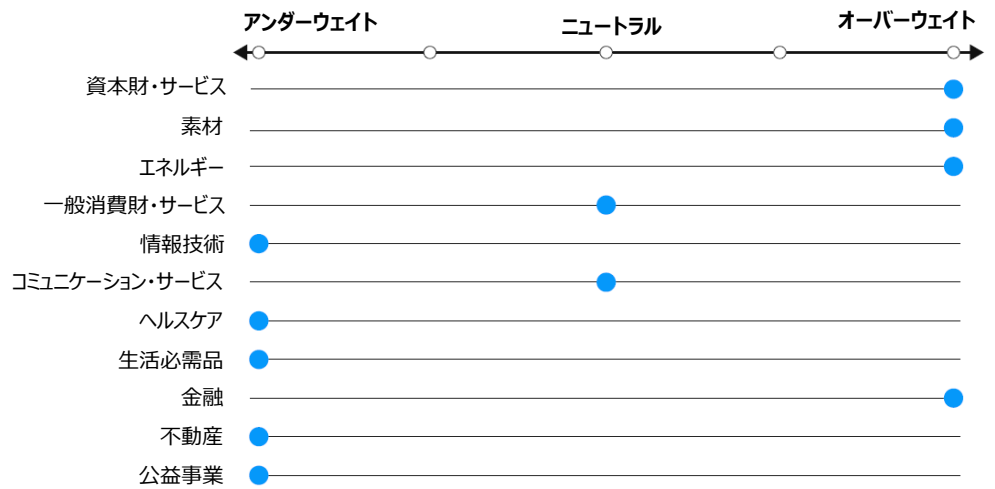
モメンタム、バリュー、小型株をオーバーウェイト。クオリティ、低ボラティリティをアンダーウェイト



出所：Invesco Solutions、2023年11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6：戦術的資産配分のポジショニング（セクター）

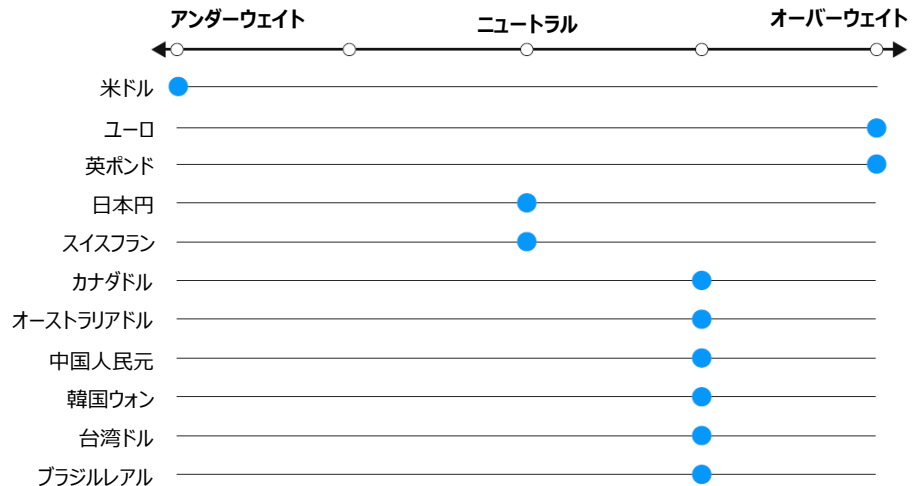
シクリカルを愛好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2023年11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9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、ヘルスクア、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7：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、先進国ではユーロと英ポンドを愛好



出所：Invesco Solutions、2023年11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。【組入る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