

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年1月号

欧州や新興国市場においてシクリカルなばらつきの兆しが見られ始めており、米国以外の株式を愛好し、リスク資産をオーバーウェイト

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

成長

ソリューション独自の先行経済指標によれば、世界全体の成長は引き続き安定していますが、米国以外の先進国市場と新興国市場との間でシクリカルなばらつきが生じていることが見て取れます。米国は減速を続け、現状では長期トレンドを下回る成長率に後退しています。米国では、消費者マインド調査と景況感調査の結果は安定したものの、長期トレンドを下回る水準にとどまりました。製造業活動は改善し、長期トレンドを上回っていますが、住宅指標はわずかに悪化し、過去の平均値近辺で推移しています。他方、製造業景況調査の結果は、在庫循環が生産期待の上昇と需要回復を示している欧州においてモメンタムが改善していることを示唆しています。同様に、中国やその他のアジア諸国からのデータも、企業調査データや鉱工業生産が改善していることを示しており、シクリカルなモメンタムに良好さが見られる一方、不動産市場は弱い水準ながら安定しました（**図表1a、1b、1c**をご参照）。

景気循環のモデル研究に基づいた、中期的な観点からは、過去2年間の世界的な逆イールドカーブの程度と期間を考慮すると、これまでの金融引き締めラグ効果が今後数四半期にわたり世界的にマイナスに影響するとソリューションでは予想しています。言い換えれば、先行指標が長期トレンドを下回るシナリオが当面続く可能性が高いと言えるでしょう。

2023年第4四半期は、弱いながらも安定した成長、インフレ率の急速な低下、中央銀行による引き締めサイクルの終了の示唆だけでなく、重要なこととして2024年中の利下げの可能性を認めるというゴルディロックス（適温相場）的な背景により、資産価格の力強い回復で一年を締めくくりました。2023年第4四半期に世界の債券利回りが約100ベース・ポイント（bps）低下したことで、割引率の低下を通じて資産クラス全体にプラスの価格再評価がもたらされました。また、社債やソブリン債などすべてのセクターにおいてクレジット・スプレッドが大幅に縮小し、過去の長期平均を大きく下回る水準で推移しているように、成長率やリスク選好度の改善への期待も引き起こしました。



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

- 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する一方で、米国は景気先行指数が長期トレンドを下回る水準まで低下したため、拡大期から回復期に後退しました。米国以外の成長率は引き続き改善する一方、インフレ率は低下しています。
- グローバル戦術的配分モデル¹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、債券よりも株式、米国以外の株式市場、バリュー株、中小型株を愛好しています。債券では、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。

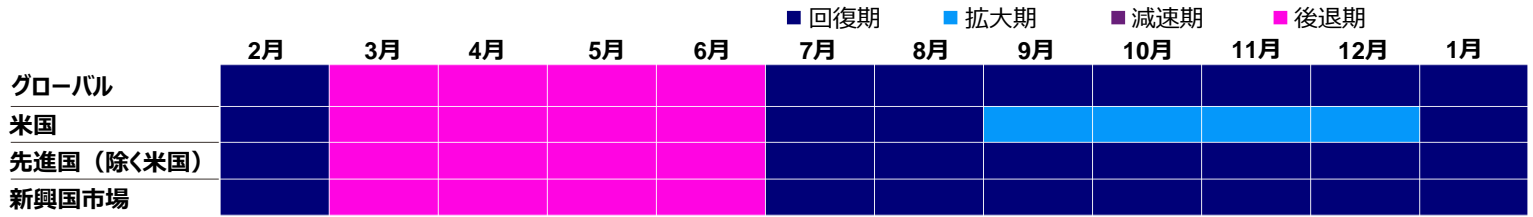
図表1a : マクロ・レジーム認識は引き続き回復期を示す

	LEIs	グローバル・リスク選好度	マクロ局面の予想
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	
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	長期トレンドを下回る		回復期
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	長期トレンドを下回る		回復期
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）	長期トレンドを上回る		拡大期

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12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。

図表1b : 直近12カ月の地域別マクロ・レジームの推移

景気先行指数（LEI）が長期トレンドを下回り、米国は回復期に後退他地域は回復傾向

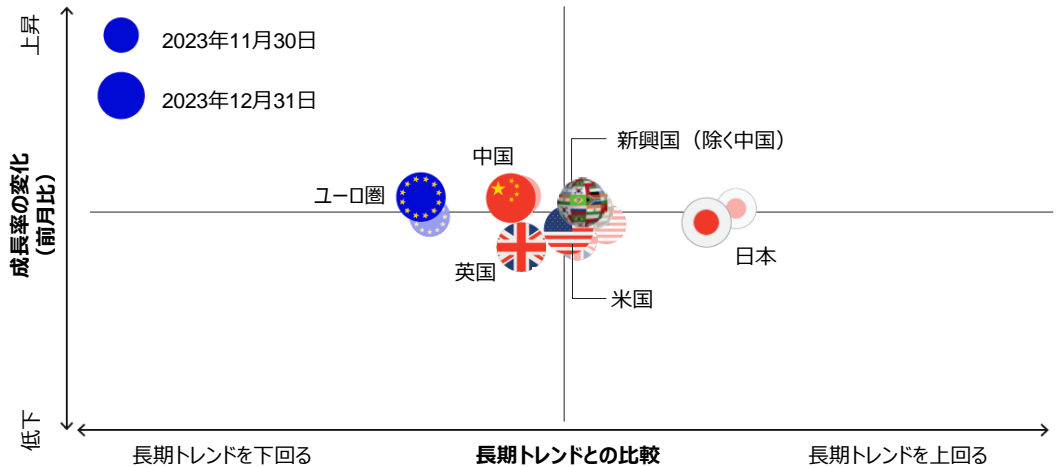


出所：Invesco Solutions、2023年12月31日現在。



ソリューション独自の先行経済指標によれば、世界全体の成長は引き続き安定していますが、米国以外の先進国市場と新興国市場との間でシクリカルなばらつきが生じていることが見て取れます。米国は減速を続け、現状では長期トレンドを下回る成長率に後退しています。

図表1c : 米国とそれ以外の地域との間でシクリカルなばらつき、欧州と中国のモメンタムが改善



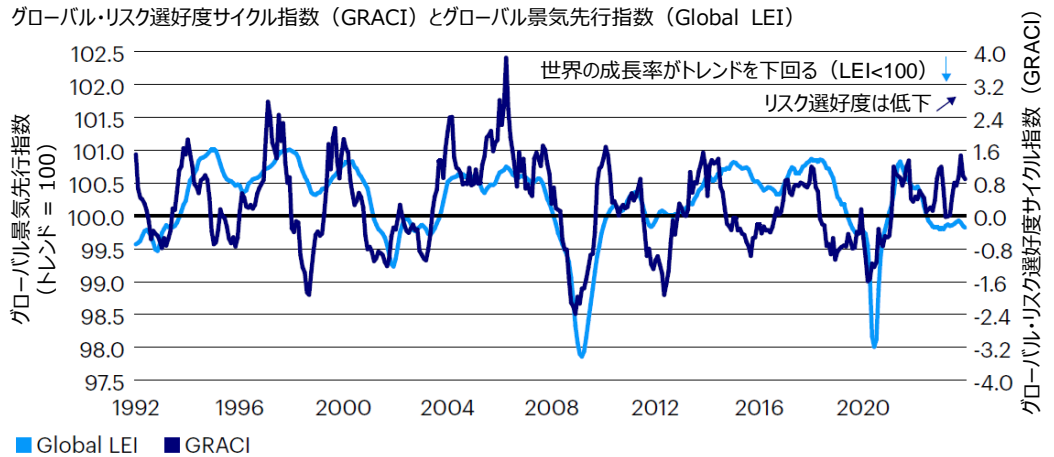
出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年12月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界的なリスク選好のパロメーターは、世界金融危機後の同様のピークに匹敵する水準でピークを迎えた後、直近2カ月間は安定しました。

世界的なリスク選好のパロメーターは、世界金融危機後の同様のピークに匹敵する水準でピークを迎えた後、直近2カ月間は安定しました。今後、世界的な成長が大幅に加速し始め、市場予想が妥当なものとなり、リスク資産にさらなるモメンタムが加わらない限り、市場はインフレ環境の正常化と緩和的な政策状況を概ね織り込んでいることから、想定外の悪材料が出た場合には利益確定売りのリスクもあると考えています。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）は、世界経済が依然として回復期にあることを示していますが、米国は、先行経済指標が長期トレンド以下の水準まで低下したため、拡大期から回復期に後退しています（図表2をご参照）。

図表2：グローバル・リスク選好度は、世界金融危機後のピークと同水準で安定的に推移



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12月31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。

インフレ

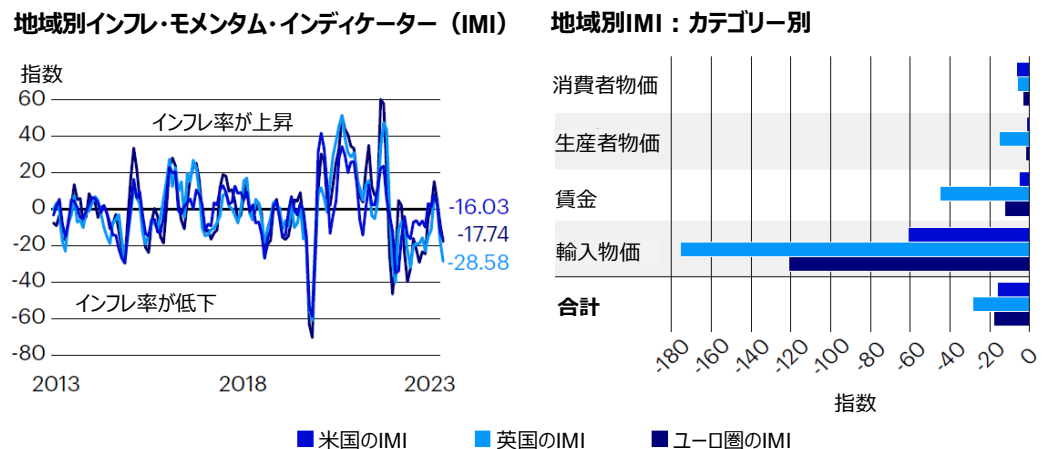
インフレ率は、生産コストと消費者物価の低下をもたらす商品価格の下落に牽引され、地域や経済セクターを問わず低下し続けています。各セクターのデータは、この傾向が今後数カ月間続く可能性が高いことを示唆しています（図表3をご参照）。

全体として、成長率、インフレ率、金融政策への期待は、当面の良好なリスク資産の状況に対するソリューションのポジショニングを引き続き下支えている一方で、経済状況や市場環境の変化に応じてエクスポージャーを調整するつもりです。



インフレ率は、生産コストと消費者物価の低下をもたらす商品価格の下落に牽引され、地域や経済セクターを問わず低下し続けています。

図表3：欧州、英国、米国でインフレ率が引き続き低下



出所：ブルームバーグ、2023年12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。



株式では、バリューストックや中小型株など、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。

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フローを伴うため、米ドルをアンダーウェイトとします。

投資ポジション

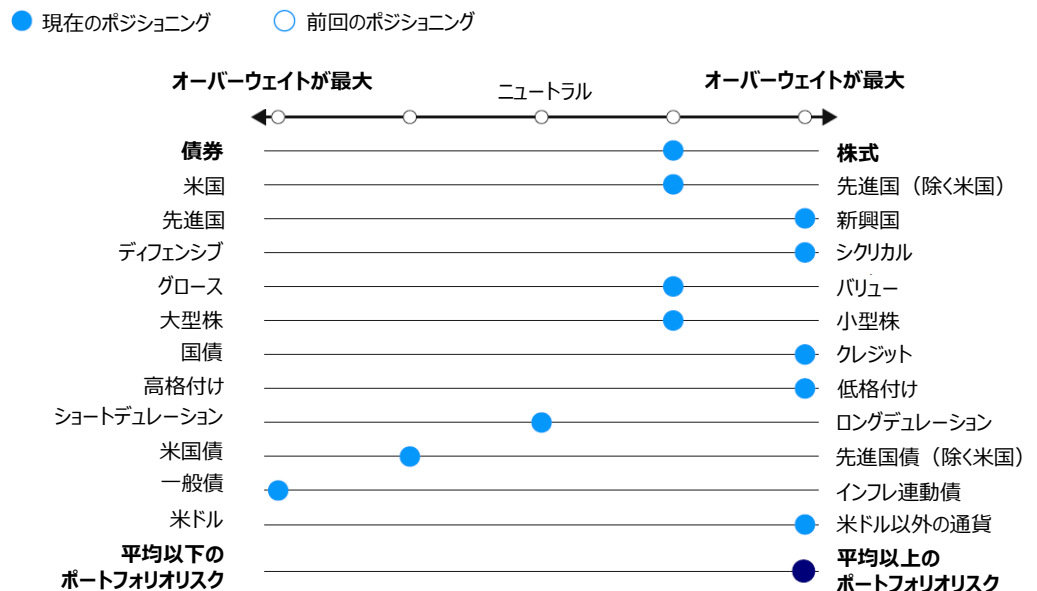
グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマーク対比のリスクをオーバーウェイトするスタンスを維持し、債券に対して株式をオーバーウェイトし、米国株式よりも先進国株（除く米国）と新興国市場を選好し、米ドルについては引き続きアンダーウェイトとします。シクリカル・セクター、バリューストック、中小型株をオーバーウェイトします。債券では、低格付けセクターを通じたクレジット・リスクを高め維持し、デュレーションは中立を維持します（図表4～7をご参照）。

詳細：

- **株式**では、バリューストックや中小型株など、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、公共事業、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。地域別には、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のオーバーウェイトを維持し、米国と他の先進国市場間の景気先行指標におけるシクリカルなばらつきへの見方を受け、先進国株（除く米国）を引き続きオーバーウェイトとします。
- **債券**では、ハイ・イールド債、バンクロン、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²のオーバーウェイトを維持しています。クレジット・スプレッドは一段と縮小し、ほとんどのセクターで歴史的な低水準で推移しています。しかし、ボラティリティは引き続き抑制され、クレジット市場は安定したマクロ環境のもとで安定した利回りを提供すると予想されます。クレジット資産については、キャピタル・ゲインよりも国債に対するインカムの優位性に限定されます。ソブリン債については、インフレ・モメンタムがマイナスの領域になっていることから、先進国市場全体で一般債のデュレーションを選好しています（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フローを伴うため、米ドルをアンダーウェイトとします。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、チリ・ペソ、タイ・バーツ、中国人民元などのような低利回りでもバリュエーションが割高な通貨に対して、コロンビアペソ、ブラジルリアル、南アフリカランド、インドネシアルピアのような魅力的なバリュエーションをもつ高利回り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好調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ン（相対比較）

新興国市場、米国以外の株式、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

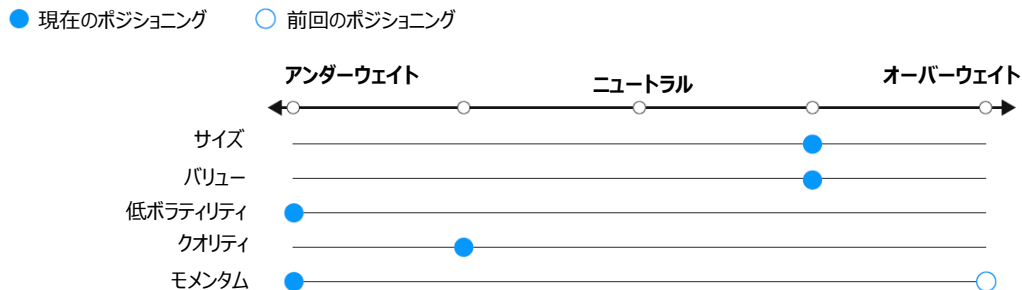


出所：Invesco Solutions、2024年1月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

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）

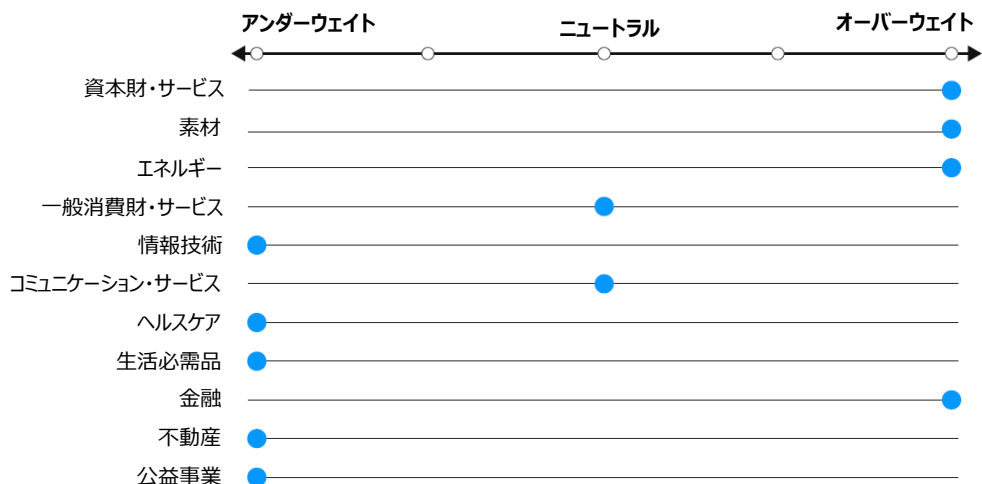
バリュー、小型株をオーバーウェイト。クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをアンダーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年1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）

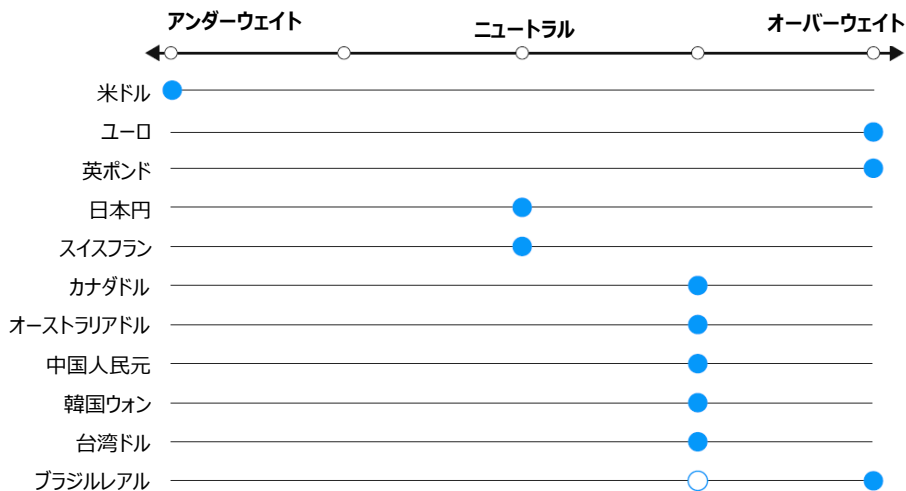
シクリカルを嗜好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年1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。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嗜好



出所：Invesco Solutions、2024年1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