

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年3月号

リスク資産、シクリカル、クレジットなどをオーバーウェイト。クレジット・スプレッドの縮小と堅調な企業収益は、景気回復の継続を示唆する

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カ月から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

1月の不安定なスタートから一転、2月の市場はリスク選好の動きが顕著になりました。グローバル株式は債券をアウトパフォームし、新興国市場は米国株式と肩を並べ、他の先進国市場をアウトパフォームしました。クレジット市場はソブリン債をアウトパフォームし、クレジット・スプレッドは今回のサイクルの最低水準まで縮小しました。リスク選好度の新たな高まりは、総じて好調な決算シーズンに支えられましたが、引き続き米国、日本、中国を除く新興国市場が収益予想の上方修正で先導した一方で、ユーロ圏、英国、中国は期待に反する動きとなりました。世界的な収益モメンタムは一様ではありませんが、循環的な谷の初期の兆候を示しながらも安定しています。同様の状況は先行経済指標でも明らかであり、欧州のシクリカル指標の回復を楽観視していた時期がありましたが、現段階では小休止が必要であることを示唆しています。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、世界経済とその主要地域の回復期を引き続き示唆しており、成長率は長期トレンドを下回りながらも、市場センチメントは改善しています（**図表1～2**をご参照）。このようなマクロ・レジーム認識と統合的な循環的な価格調整が資産クラス間では見られませんが、年初来の株式スタイル／ファクター間の相対パフォーマンスは、クオリティや超大型株のテクノロジー企業で強いモメンタムの影響を受けて、回復期において好調が期待されるバリュー株や中小型株といった、よりリスクが高くシクリカルな銘柄群の顕著なアンダーパフォーマンスが見られます（**図表3**をご参照）。ソリューションでは、最近の経済データ、収益、信用状況の回復力が、中期的には、株式セクター、スタイル、ファクター全体で、よりシクリカルな価格調整につながる可能性があると考えています。従って、ソリューションのマクロ・レジームのフレームワークに基づけば、グロース株の最近のアウトパフォーマンスにはある程度の平均回帰が予想されます。一方、最近の経済の力強さによって、過去1年間のディスインフレ傾向には一服感が見られます。ソリューションのインフレ・モメンタム指標は、コモディティ価格に牽引され、欧州と米国の物価圧力がわずかに上昇していることを示しており、近い将来の利下げ期待が剥落される可能性があります（**図表4**をご参照）。全体として、ソリューションのルールに基づくプロセスは、現段階では市場の回復シナリオを引き続き示唆しています。このシナリオに沿ったポートフォリオのポジショニングを維持しながら、必要に応じて軌道修正するための情報が入ってくるのを待ちたいと思います。



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

- 企業収益の上方修正とクレジット・スプレッドの縮小に支えられ、市場センチメントと成長期待は改善しました。
- 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、バリュー株、中小型株を選好しています。米国以外の先進国株式については中立に変更します。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とします。インフレ連動債へのエクスポージャーを引き上げています。

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、ソリューションのルールに基づくプロセスは、現段階では市場の回復シナリオを引き続き示唆しています。このシナリオに沿ったポートフォリオのポジショニングを維持しながら、必要に応じて軌道修正するための情報が入ってくるのを待ちたいと思います。

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	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2024年2月29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。

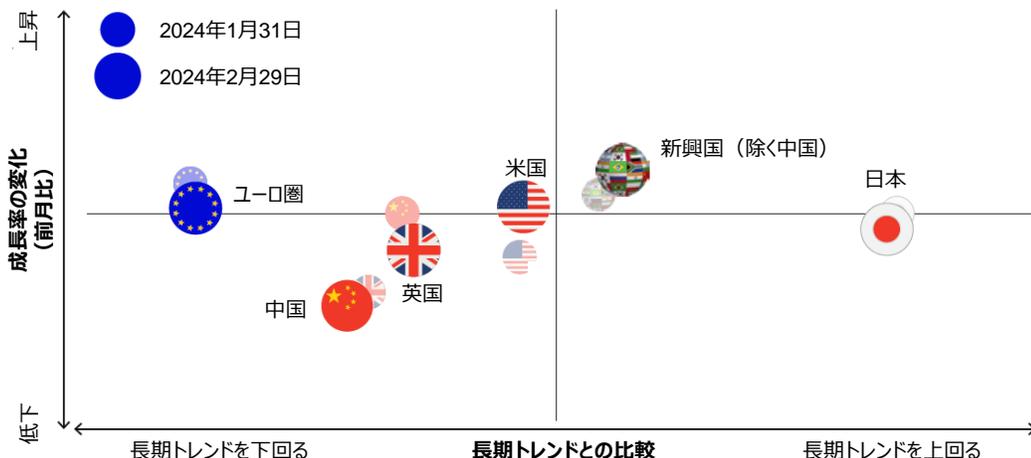
図表1b：直近12カ月の地域別マクロ・レジームの推移

世界経済は回復局面にあり、景気先行指数（LEI）は長期トレンドを下回り、成長期待は改善している



出所：Invesco Solutions、2024年2月29日現在。

図表1c：金融引き締め指標に牽引され、米国以外の先進国と中国の成長モメンタムが軟化



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2024年2月29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。

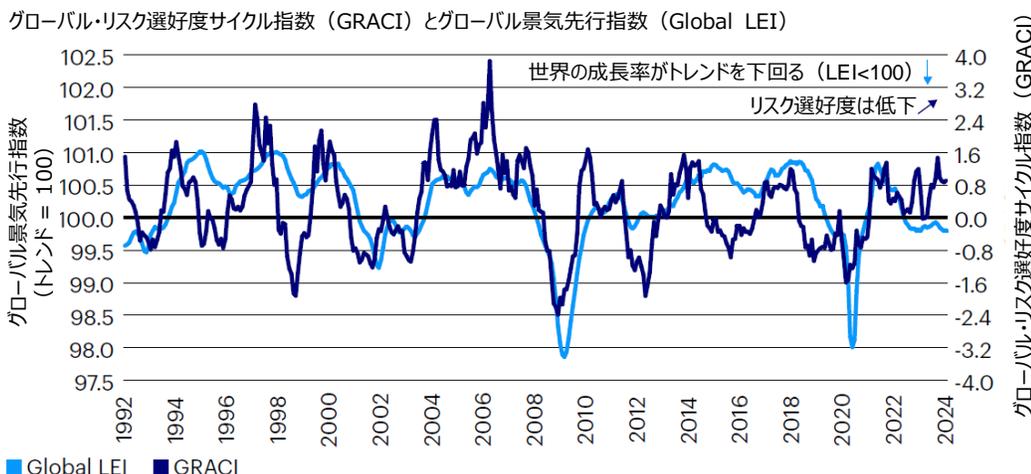


世界的な収益モメンタムは一様ではありませんが、循環的な谷の初期の兆候を示しながらも安定しています。同様の状況は先行経済指標でも明らかです。



リスク選好度の新たな高まりは、総じて好調な決算シーズンに支えられましたが、引き続き米国、日本、中国を除く新興国市場が収益予想の上方修正で先導した一方で、ユーロ圏、英国、中国は期待に反する動きとなりました。

図表2：市場センチメントは引き続き底堅く、債券市場に対する株式市場のアウトパフォーマンス拡大とクレジット・スプレッドの縮小が後押し

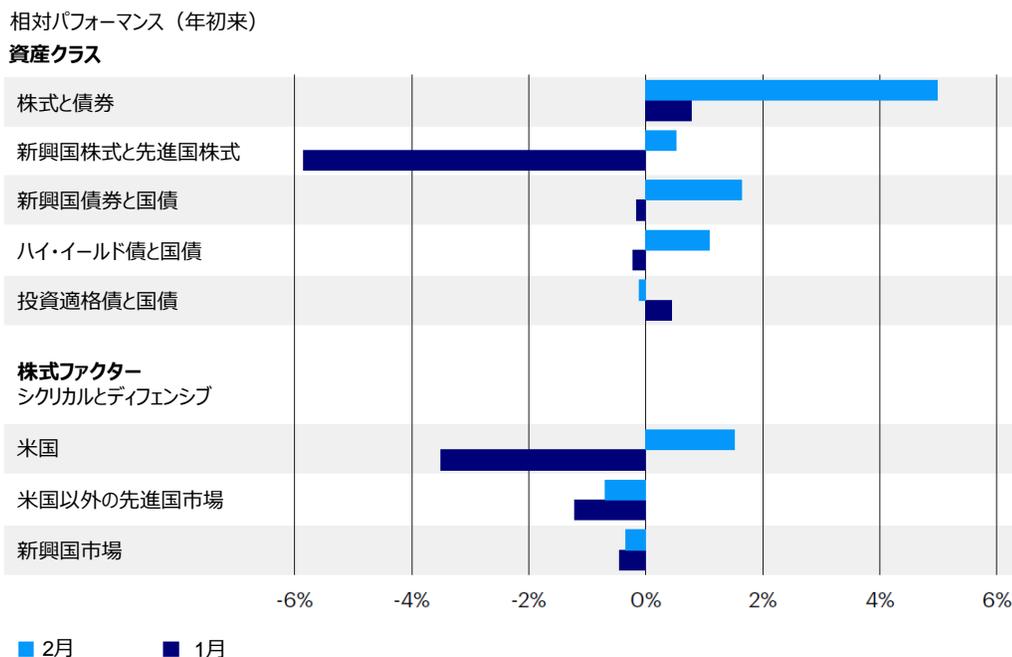


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2024年2月29日までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



ソリューションでは、最近の経済データ、収益、信用状況の回復力が、中期的には、株式セクター、スタイル、ファクター全体で、循環的な価格調整につながる可能性があると考えています。従って、ソリューションのマクロ・レジームのフレームワークに基づけば、グロース株の最近のアウトパフォーマンスにはある程度の平均回帰が予想されま

図表3：資産クラス間の相対的パフォーマンスは、2月の循環的な価格調整を示唆



出所：ブルームバーグ、Invesco。2024年2月29日現在。株式：MSCI ACWI Net Return USD Index、債券：Bloomberg Global Aggregate USD Hedged、新興国株式：MSCI Emerging Markets TR Index、先進国株式：MSCI World TR Index、投資適格債：Bloomberg US Corporate Excess Return Index、ハイ・イールド債：Bloomberg US High Yield Excess Return Index、シクリカル・ファクター：Russell 2XSize/2XValue 5% capped total return index、ディフェンシブ・ファクター：Russell 1000 2XQuality/2XLow Volatility 5% capped total return index and equivalent indices for FTSE Developed ex USA and FTSE Emerging Indices.



一方、最近の経済の力強さによって、過去1年間のデスインフレ傾向には一服感が見られます。ソリューションのインフレ・モメンタム指標は、コモディティ価格に牽引され、欧州と米国の物価圧力がわずかに上昇していることを示しており、近い将来の利下げ期待が剥落される可能性があります。



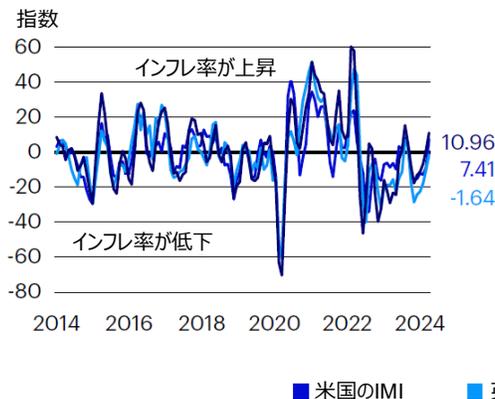
米国株式と米国以外の先進国株式のアクティブ・エクスポージャーを中立化しましたが、米ドルについては引き続きアンダーウェイトとします。

年初来、中小型株、バリュー株のパフォーマンスが顕著に低下していますが、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムに対して、これらのファクター特性を引き続きオーバーウェイトしています。

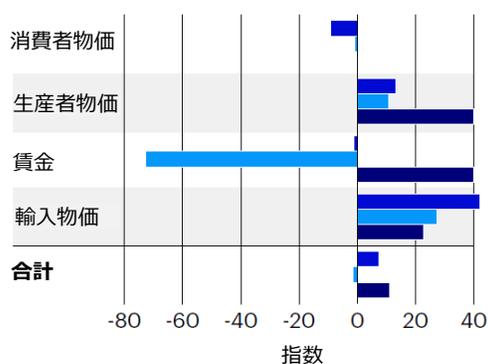
クレジットのスプレッドは一段と縮小し、ほとんどのセクターで歴史的な低水準で推移しています。しかし、ボラティリティは引き続き抑制され、クレジット市場は安定したマクロ環境のもとで安定した利回りを提供すると予想されます。

図表4：欧州と米国でインフレ・モメンタムが再び高まる兆しがある

地域別インフレ・モメンタム・インディケーター（IMI）



地域別IMI：カテゴリ別



出所：ブルームバーグ、2024年2月29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か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か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。

投資ポジションニング

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、中小型株を選好します。米国株式と米国以外の先進国株式のアクティブ・エクスポージャーを中立化しましたが、米ドルについては引き続きアンダーウェイトとします。債券では、低格付けセクターを通じたクレジット・リスク²を高め維持し、デュレーションは中立を維持します。一方で、一般債に対してインフレ連動債のエクスポージャーを高めにします(図表5～8をご参照)。

詳細：

- **株式**では、年初来、中小型株、バリュー株のパフォーマンスが顕著に低下していますが、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムに対して、これらのファクター特性を引き続きオーバーウェイトしています。最近の経済データとリスク資産間（クロスアセット）の相対パフォーマンスは、依然として底堅い成長、リスク選好度の改善、成長期待を示しています。このようなマクロ的背景は、歴史的に、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・ファクターに有利となっています。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のオーバーウェイトを維持します。しかし、過去3か月間の米国株に対する米国以外の先進国株のオーバーウェイト・エクスポージャーは、これまでのシクリカルなばらつき兆候が緩和したため、中立としました。
- **債券**では、債券では、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。クレジットの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・モメンタムに再び明るい兆しが見え始めたことから、米国と欧州の一般債よりもインフレ連動債（TIPS）へのエクスポージャーを高めました。
- **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など、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。



過去3カ月間の米国株に対する米国以外の先進国株のオーバーウェイト・エクスポージャーは、これまでのシクリカルなばらつきの兆候が緩和したため、中立としました。

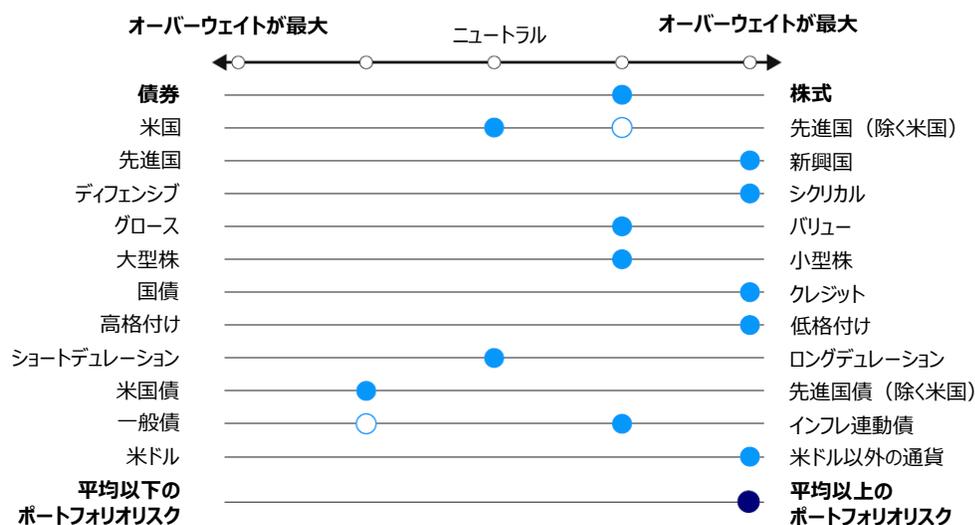


最近の経済データとリスク資産間（クロスアセット）の相対パフォーマンスは、依然として底堅い成長、リスク選好度の改善、成長期待を示しています。このようなマクロ的背景は、歴史的に、バリュー株や中小型株など、営業レバレッジが高く、成長期待の反発に対する感応度が高いシクリカル・ファクターに有利となっています。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

ポートフォリオのリスクをベンチマークに対してオーバーウェイト、先進国間のエクスポージャーを中立化

● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング

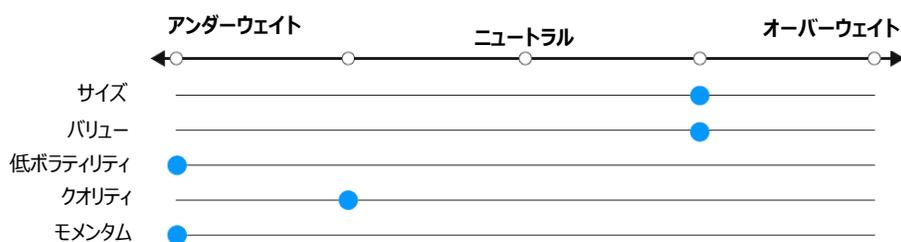


出所：Invesco Solutions、2024年3月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

図表6：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

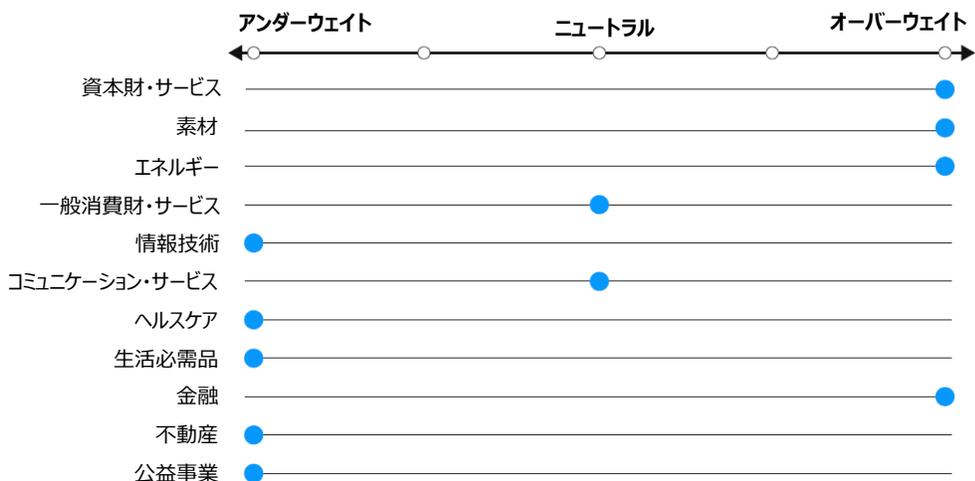
● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング



出所：Invesco Solutions、2024年3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）

シクリカルを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年3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12月時点では、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。

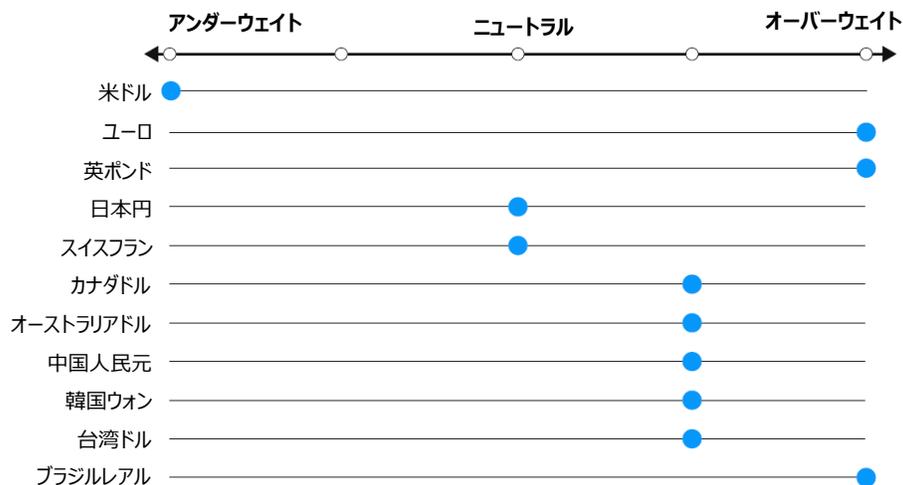
2.クレジット・リスクは、DTS（デュレーション×スプレッド）で計測。



景気回復局面では通常、リフレッシュ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。

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、先進国ではユーロと英ポンドを選好



出所：Invesco Solutions、2024年3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下さい。

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