

2024 MIDYEAR INVESTMENT OUTLOOK

地域差が広がる中での 投資機会

Opportunities Amidst Divergence





クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・
マーケット・ストラテジスト



インフレ率は引き続き
中央銀行の目標に
向かって低下し、徐々に
本来の成長率に
戻ると予想しています。

前書き

インフレ：まちまちですが低下しています。2024年には世界経済が減速すると幅広く予想されていたにもかかわらず、ほとんどの主要国で、成長とインフレはコンセンサス予想よりも良好な状態が続いています。私たちの2024年後期の見通しの軸は、インフレの道筋及び、中央銀行が金融緩和を開始する際のリスクバランスをどう量るかという点です。デysinフレのシナリオは欧米主要国、特に米国で異なるものの、需給要因がより整合的になるにつれ、2024年末までにほとんどの国でインフレが更に低下すると私たちは予想しています。デysinフレは米国以外の先進国でより速く進行し、中央銀行はインフレの水準自体よりも、むしろその方向性に重点を置くようになると思われます。すなわち、目標水準に達する前に利下げを開始するものの、その後の利下げは徐々に行われるとみられます。

成長：景気後退ではなく堅調さ。私たちの見解では、世界経済は依然としてソフトパッチ（軟化局面）にあり、抑制的な金融政策を背景に、トレンドを下回るものの、依然として底堅い成長を続けています。各国が今後、様々な成長やインフレの状況を経ると考えられる中、地域差の広がりがテーマとして再浮上しました。例えば、米国の成長は引き続き例外的となり、ユーロ圏のパフォーマンスは相対的に軟調となると予想されますが、株式市場の相対的パフォーマンスはポジティブなサプライズに助けられる可能性が高いと考えられます。日本では、円安と構造改革がインフレを再燃させ、これにより日銀が非常に緩やかな引き締めのプロセスを開始することができました。中国では、不動産市場の低迷が続いていますが、これは消費者心理の緩やかな改善と相まって、トレンドを下回るものの、改善しつつある成長環境を示唆しています。

市場：リスク資産に更なる上昇余地。市場は既にその多くを織り込んでいるようですが、私たちは、リスクオンのスタンスを維持します。クレジットのスプレッドはマクロのファンダメンタルズを健全に反映しており、株式は継続的な収益成長を示しています。2024年の残りの期間を通じて、金利見通しを裏付けるデータ、矛盾するデータを含め、市場は金利見通しの変動に反応する可能性が高いでしょう。特に市場のシナリオの変動が引き続き激しいため、私たちは利下げの正確な回数よりも、次の動きが利上げではなく利下げだと見られていることの方が重要だと考えています。私たちは、市場が過度にポジティブで、潜在的な課題を十分に織り込んでいないことについての重大なリスクを強調しています。マクロ環境が好調であることから、私たちは、リスク資産のオーバーウエイトを選好しつつも、バリュエーションが非常にタイトでリスク資産の上昇余地が制限されることから、リスクの厳格なコントロールを維持することを推奨します。

寄稿者

ジェフリー・ベネット, CFA®
シニア・ポートフォリオ・マネジャー
ヘッド・オブ・マネジャー・セレクション

デイビッド・チャオ
グローバル・マーケット・ストラテジスト

アーナブ・ダス
グローバル・マーケット・ストラテジスト

デイビッド・グラッチ, CFA®
クライアント・ポートフォリオ・マネジャー, GAA

モウ・ハグビン, CFA®, CAIA®
インベスコ・インベストメント・ソリューション
ヘッド・オブ・ソリューション

クリスティーナ・フーパー
チーフ・グローバル・マーケット・ストラテジスト

ポール・ジャクソン
グローバル・ヘッド・オブ・アセット・
アロケーション・リサーチ

ベンジャミン・ジョーンズ, CFA®
ディレクター、マクロ・リサーチ

木下智夫
グローバル・マーケット・ストラテジスト

トウルグート・キシンバイ
チーフ米国エコノミスト、IFIリサーチ

ブライアン・レヴィット
グローバル・マーケット・ストラテジスト

アレクシオ・デ・ロンジス, CFA®
インベスコ・インベストメント・ソリューション
ヘッド・オブ・インベストメント

アシュレイ・オアース, CFA®
アソシエイト・グローバル・マーケット・ストラテジスト

マイケル・ソボリック, CFA®
インベスコ・リアルエステート
インベストメント・ストラテジスト

ドリュー・ソートン, CFA®
ヘッド・オブ・ソートリーダーシップ
ソリューション

アンドラス・ヴィグ
シニア・マルチアセット・ストラテジスト

ロブ・ワルドナー, CFA®
インベスコ・フィックス・インカム
チーフ・ストラテジスト
ヘッド・オブ・マクロ・リサーチ

マクロ・ビュー

1 成長は改善しているが、一様にはない

- 多くの国で抑制的な金融政策が取られているにもかかわらず、驚くほど堅調な経済成長が維持されている
- ユーロ圏の回復や米国の安定化など、成長率はトレンドに近づいているように見える



2 インフレの進展具合は異なるものの、前向きなトレンド

- デysinフレが続くと予想されるが、米国ではより緩やかで、ユーロ圏では比較的速いだろう
- 日本のインフレ率は目標の2%前後で安定すると考えられる



3 多くの主要国で利下げが予想される

- デysinフレの傾向が再び強まるにつれ、中央銀行は政策金利の緩和を開始しやすくなるだろう
- 利下げのタイミングと大きさは国によって異なり、まず欧州はすでに開始しており、米国がそれに続くだろう。日銀は緩やかな引き締めを実施している



4 産業政策は今後更なる地域差の拡大を示唆

- 主要国は民間設備投資の促進のため、貿易障壁に加え、国による補助金やインセンティブを強化しつつある
- こうした措置は、長期の影響は不明だが、短期の成長差異を拡大させる可能性が高い
- より成功する国とそうでない国が出てくるだろう



5 主なリスク

- 地政学、選挙、金融システムの脆弱性が注視されており、これにより私たちの見方が変わる可能性がある



マーケット・ビュー

債券

債券のバリュエーションは、逆イールドカーブとタイトなクレジット・スプレッドによりタイトとなっている。短期的には、金利のレンジ取引の活用を 선호する。テクニカル面ではかなりポジティブであり、中期的には現在の債券利回りが買いの機会を提供すると考えられる。

株式

バリュエーションは既に大きく上昇している。しかし、利下げは一段の押し上げ要因となる傾向があり、また多くの国の成長背景が改善していることも、ファンダメンタルズを下支えするはずだ。

米ドル／通貨

米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げサイクルが始まったことで、米ドルは近い将来、循環的に弱含み始めるだろう。しかし、米ドルに有利な金利差は依然として大きいため、米ドル安は限定的となるだろう。

オルタナティブ

高い利回りとゼロに近いデレージョンにより、ローンやプライベート・クレジットは金利が「より長期に、より高くなる」環境において魅力的となる。不動産ファンドのバリュエーションは谷の水準に近い。プライベート・エクイティのジェネラル・パートナー（GP）は、ドライパウダーの状態が長引いていることから、投資を拡大する強いインセンティブを持っている。

新興国市場

FRBが金利を「より長期に、より高く」維持する路線に回帰したことで、新興国市場への資金流入は抑制されたが、インドの急成長、トルコとアルゼンチンの好転、ラテンアメリカと中欧の高利回りなど、特定の際立ったストーリーも見られる。FRBの利下げが実現すれば、ドルが軟化し、新興国市場の資産クラスが下支えされると予想される。

1 グローバルな成長は改善しつつあるが、その体感は国によって異なる

米国はやや冷え込みつつある一方で、欧州、日本、中国は改善しつつある

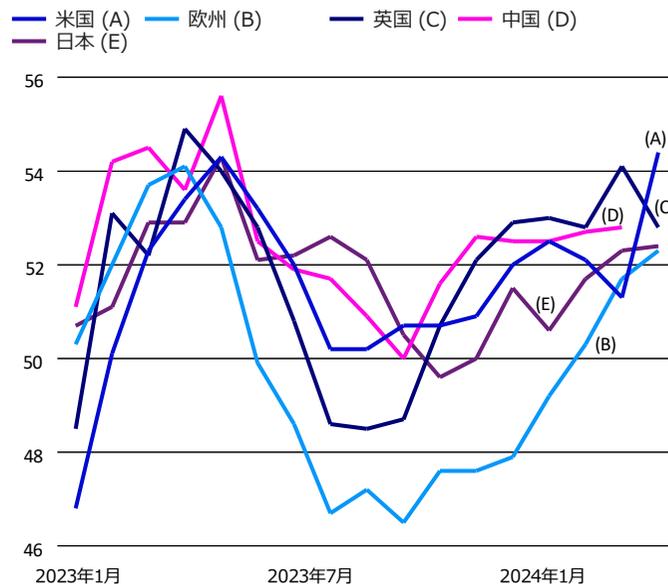
私たちの見解では、世界経済は依然としてソフトパッチ（軟化局面）にあり、抑制的な金融政策を背景に、トレンドを下回るものの、依然として底堅い成長を続けている。米国の成長はやや軟化した。欧州の成長は低いベースから改善しつつある。欧州の成長は、早期の利下げによって下支えされるはずだ。

地域差の拡大がテーマとして再浮上しており、各国は今後、様々な成長やインフレの状況を経ると考えられる。

- 米国の成長は、政策金利の上昇にもかかわらず比較的底堅かったが、現在は減速しているようだ。今年一杯は成長率がトレンドに近づいていくと予想される。
- ユーロ圏では、米国に比べれば相対的に軟調な成長パフォーマンスが予想されるが、潜在成長率に向かって回復しつつある。
- 日本では、賃金上昇、製造業生産高の回復、財政刺激策に支えられ、成長が回復すると予想される。
- 中国では、消費者心理の改善と財政刺激策が相まって、トレンドを下回るものの、改善しつつある成長環境を示唆している。

ほとんどの地域で成長が再加速も米国では減速

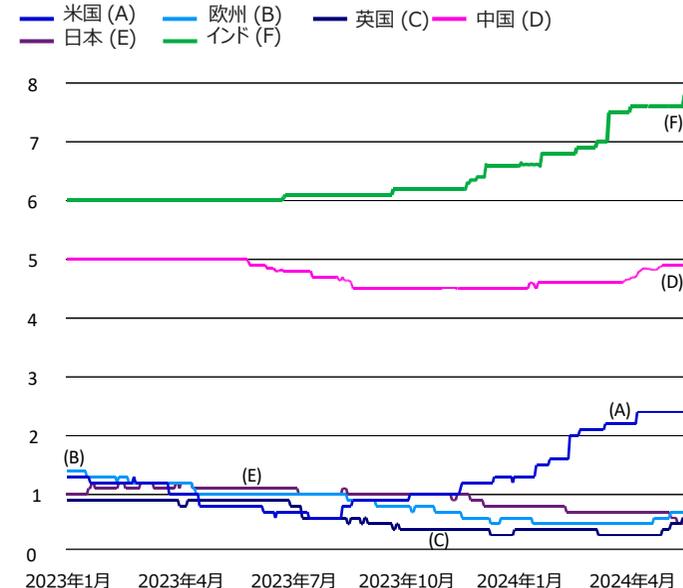
2023年1月以降の総合PMI指数



注記: 2024年5月31日時点のデータ。月次データはS&P Global総合購買担当者指数を使用しています。
出所: LSEG データストリームよりインベスコ作成

コンセンサスGDP成長予測には地域差が見られる

コンセンサス2024年GDP予測(%)



出所: ブルームバーグよりインベスコ作成、2024年5月31日時点

2 ディスインフレは続くが、進展は各国でまちまち

米国のディスインフレは長期化、ユーロ圏はより進展

欧米主要国、特に米国では、ディスインフレは2022-23年の高水準から比較的急速に進展した後、一服したように見える。特にサービスインフレは目標値を大きく上回って推移してきた。これは、中央銀行がタカ派的な政策スタンスを緩和し始めるタイミングについての市場予想を遅らせた。

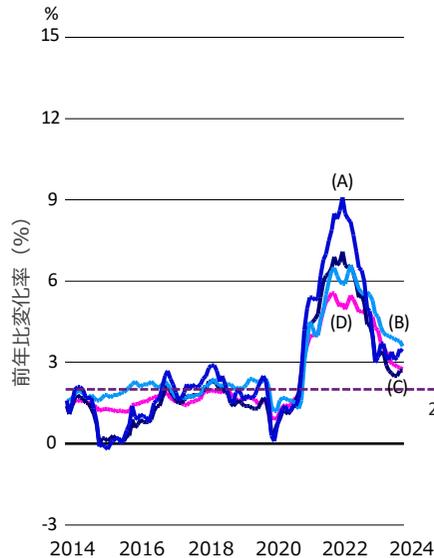
しかし私たちは、見通し期間中ほとんどの国でインフレが低下すると引き続き予想しており、米国以外の先進国でより早くディスインフレが実現するとみている。

- 米国の力強い成長、依然としてタイトな労働市場、そして年初来の一連のインフレ上振れサプライズが、ディスインフレの道のりに向けた政策当局及び市場の期待を後退させてきた。私たちは米国では引き続きディスインフレが続くと見ているが、そのペースは2024年に1-2回程度の利下げが行われる程度となるだろう。
- 米国を下回る成長にもかかわらず、ユーロ圏のインフレ見通しは、欧州中央銀行（ECB）の目標にかなり沿ったものとなっている。

米国PCEディスインフレは緩和傾向



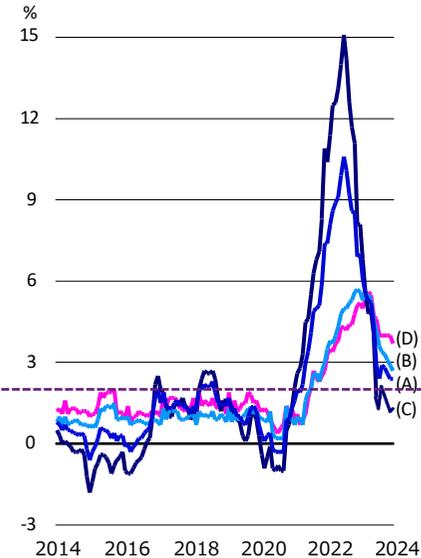
— CPI (A) — Core CPI (B)
— PCE (C) — Core PCE (D)



ユーロ圏ヘッドラインディスインフレは減速



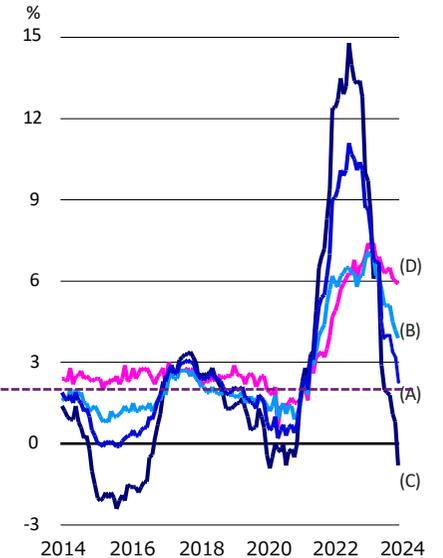
— HICP (A) — Core (B)
— Goods (C) — Services (D)



英国のサービスインフレは高い



— CPI (A) — Core (B)
— Goods (C) — Services (D)



注：HICP = 消費者物価指数。中央銀行は商品価格にほとんど影響を与えず、国内サービスインフレよりも貿易品インフレへの影響ははるかに小さい。したがって、サービスインフレの状況がより不安定であることは、中央銀行が実際の政策やスタンスを変更しないか、緩和を緩やかに進めると予想される理由である。出所：Macrobond、インベスコ。上のチャートは、米国のヘッドラインおよびコアCPI、ユーロ圏HICP、コアおよびサービスインフレの2024年3月までの月次データ。米国PCE、コアPCE、ユーロ圏サービスインフレ、およびすべての英国のインフレ指標の2月。すべて2024年5月31日現在。

3 金融政策の見通しは、FRBとECBによる利下げに向かう

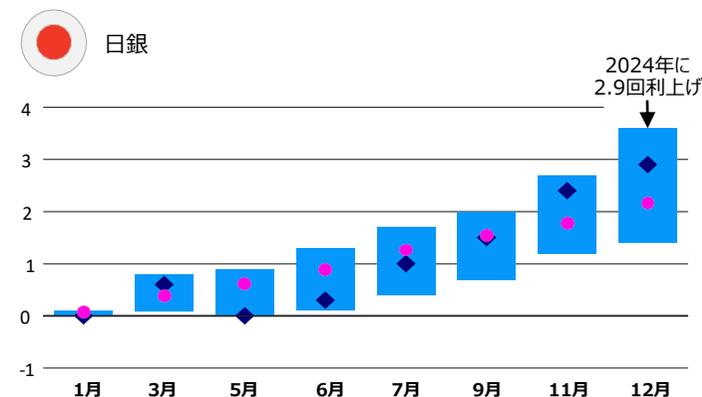
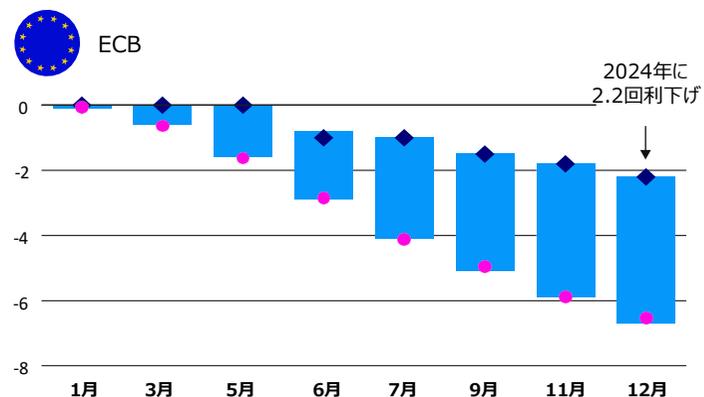
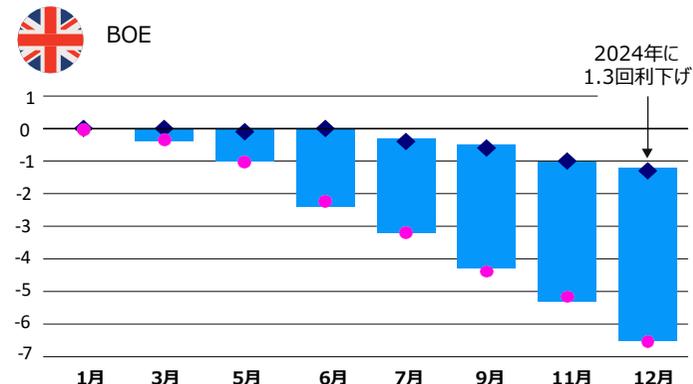
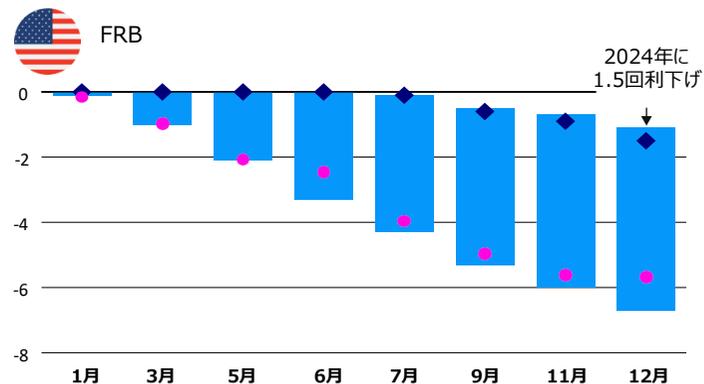
インフレに関するこれまでの進展が、今後の政策緩和の扉を開く可能性

今年に入り、市場は欧米先進国の中央銀行による利下げが何度も行われると予想していた。現在、1-3月期のインフレ率が予想を上回ったため、市場価格は利下げは数回に留まると織り込んでいた。デイスインフレと政策をめぐる市場のシナリオは、右のチャートに見られるように、今年著しく変動してきた。本稿執筆時点では、市場は米国、ユーロ圏、英国の利下げ予想レンジの下限付近を織り込んでいるように見える。

- インフレについては引き続き進展が予想され、政策金利の方向性に下方圧力がかかると思われる。インフレが低下するにつれ、実質政策金利は上昇し、FRB、ECB、イングランド銀行（BOE）の利下げに拍車がかかるだろう。欧州の成長が相対的に弱含んでいることから、欧州がより早期に動くだろう。
- 米国ではインフレについての進展が遅れており、FRBによる利下げ回数が相対的に少なくなることが示唆される。このため、利下げが実現するまではドル高が続くだろう。対照的に、日本ではインフレが上昇しており、今年中の追加利上げが見込まれている。日米間の実質金利スプレッドが縮小するまでは、有意な円上昇は期待できないだろう。

2024年の利下げ/利上げに関する見通しは、政策に関する市場の見方が不安定であることを示唆

■ 2024年のレンジ予想(年初から5月31日時点での予想) ◆ 5月31日 ● 1月1日



出所：ブルームバーグよりインベスコ作成、2024年5月31日現在。2024年の残りの期間における各政策金利の市場推定パスに基づく。米国のフェデラルファンド金利はフェデラルファンド金利先物に基づく。その他はすべてオーバーナイトインデックススワップの価格設定に基づく。各利下げまたは引き上げは25ベースポイントと想定されているが、日本では各利上げは10ベースポイントと想定されている。

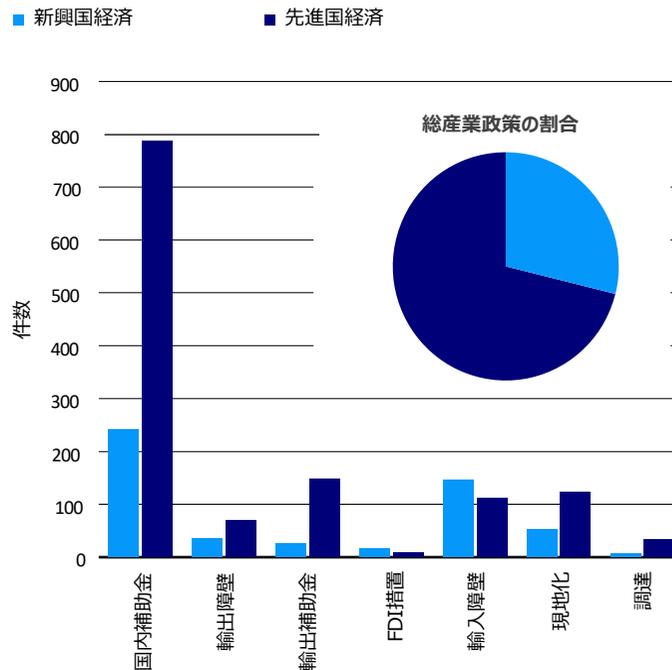
4 産業・貿易政策から、地域差の拡大が今後もテーマであり続ける可能性が高いことが示唆される

主要国は、新興国よりも産業政策をはるかに活用している

産業政策は今や、地域間の差別化の主要な要因となっている。先進国の方が新興国よりも、産業政策を活用する傾向ははるかに強くなっている。2023年には、産業政策のうち先進国の政策が71%を占め、新興国の政策は29%に留まった。新興国は依然として貿易障壁に依存する傾向があり、先進国の中にはこれらを複合的に活用している国もある。

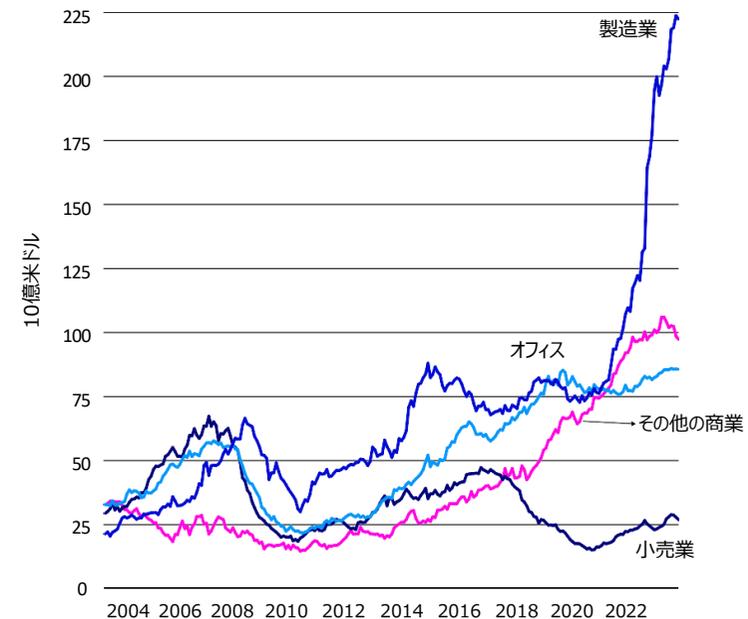
- 新たな産業政策は通常、資本注入・出資、資金補助、現物補助、税・社会保険の軽減、生産補助、利子補助、融資保証、輸入奨励、価格安定化などの国内補助金の形で実施される。
- わずか数か国が産業政策の大部分を占めており、2023年に実施された産業政策の48%を中国、EU、米国の政策が占めている。インドやインドネシアを筆頭に、主要新興国も産業政策を活用している。
- 米国の最近の重要な産業政策イニシアティブには、超党派によるインフラ法、CHIPS・科学法、インフレ抑制法などがある。米国の産業政策は、製造業による投資に多大な影響を与えているようだ。成長、生産性、利益への影響についてはまだ分かっていない。

2023年の経済タイプ別の新たな産業政策



出所: 新産業政策研究所、国際通貨基金、2024年1月4日現在。FDI = 外国直接投資。

米国の非住宅建築物建設支出 (SAAR)



出所: LSEG データストリーム、2024年2月29日現在の月次データ。小売業は、マルチ小売店、ショッピングセンター、ショッピングモールの合計です。その他の商業は、商業から小売業を除いたものです。

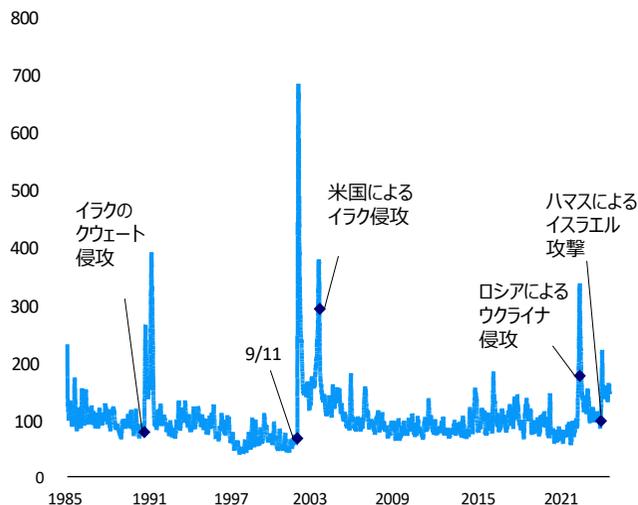
5 主なリスク

地政学的リスクが高まっている

最近の中東情勢は、地政学的環境が依然としてリスクに満ちていることを改めて浮き彫りにした。その他の政治的リスクとしては、現在進行中のロシア・ウクライナ紛争、米中間の緊張、来る米大統領選の潜在的影響などがある。これらは、貿易フローや供給ショックなど、局地的なものからグローバルなものまで様々な影響を及ぼす可能性がある。

地政学

地政学リスク指数（30日移動平均）



選挙により高まる不確実性

2024年に76カ国で選挙が予定されている。その多くは既に実施済みだが、市場への影響は限定的だった。米国と英国で、重要な選挙が今後予定されている。政策的・政治的不確実性が引き続き高まるとみられ、特に米国の選挙については、経済・投資情勢を変化させる可能性があることから注視する必要がある。

2024年に選挙が行われる国

- 2024年にすでに選挙が行われた国
- 2024年に選挙が予定されている国



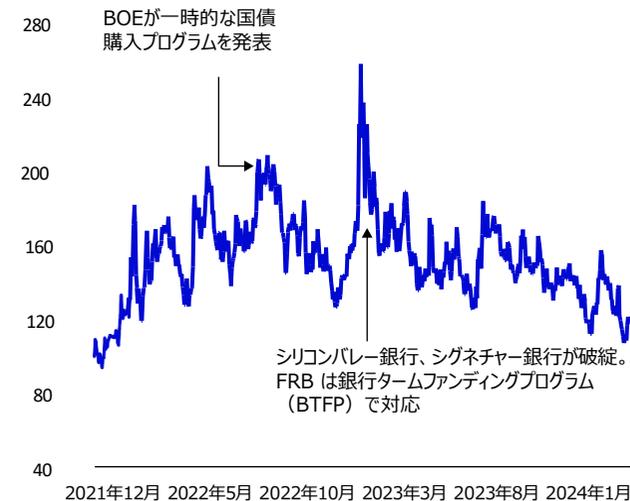
出所：インベスコおよびNational Democratic Institute、2024年5月31日現在。

金融ショックとストレス

2022-23年の急速な利上げ後、金融ストレスは高まっており、危機が政策スタンスの急激な転換を促す可能性がある。しかし、最近の金融ショックが迅速かつ的を絞った支援により対応されていることは心強く、またパンデミック前に幅広くレバレッジが解消されたため、システミックな金融危機のリスクは限定的と見られる。

政策立案者は危機に対応してきた

— ICE BofA MOVEインデックス (2022年初 = 100)



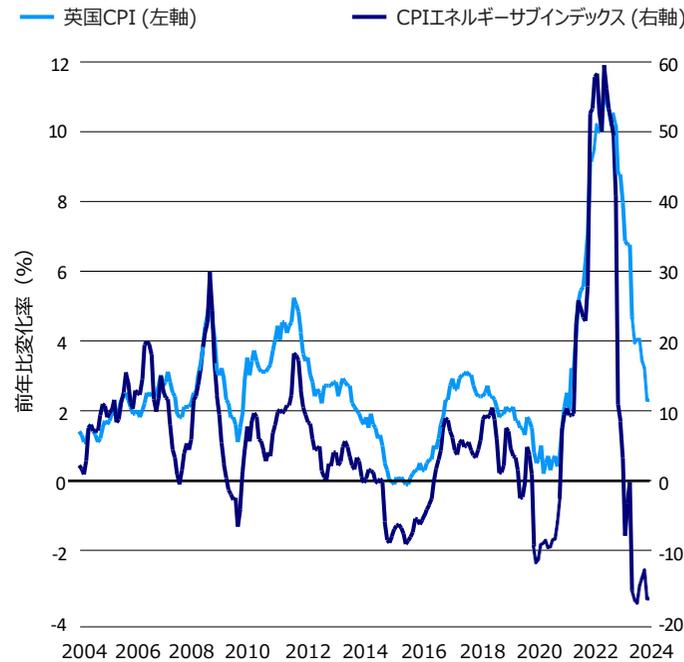
英国では、成長率は改善するもインフレの進展はまちまち

インフレのハードルに対し、BOEは緩和に慎重に取り組む可能性が高い

英国経済はユーロ圏と似たような動きをすると予想されるが、タイムラインはそれよりも遅く、かつ短期の金融政策緩和はより小さくなるだろう。活動指標は改善の兆しを見せ始めており、消費は大方が予想したよりも力強い。

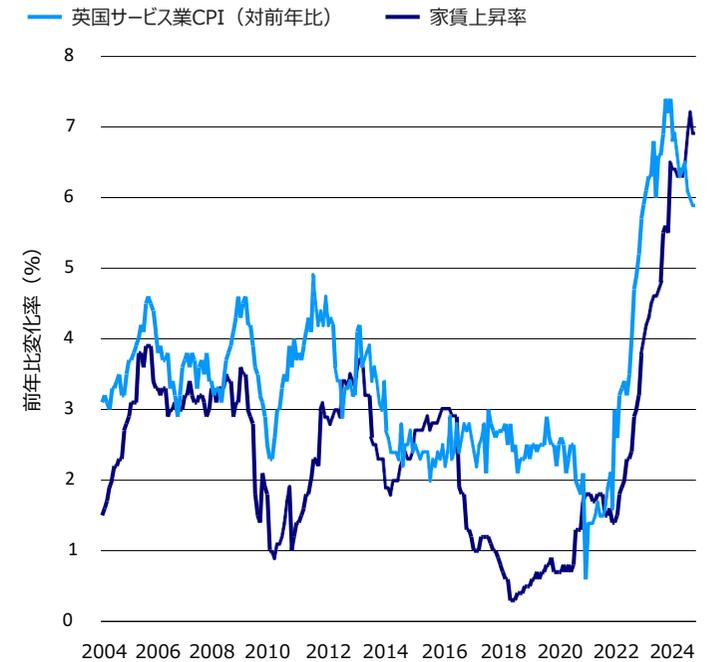
- インフレの低下は緩やかだが、基調的効果とエネルギー価格の下落がデスインフレ・シナリオの追い風となっている。BOEにとっての課題は、サービスインフレが依然高いことだ。BOEは2024年に利下げを実施すると予想されるが、利下げサイクルは漸次的となるだろう。
- 英国は7月4日に総選挙が予定されており、2024年に労働党新政権となる可能性が高い。労働党の政策が保守党の政策から大きく乖離することはなさそうだが、労働党政権下では欧州との関係がより緊密になると予想され、これにより英国資産のプレグジット・ディスカウントの一部が縮小する可能性がある。

エネルギーコストの低下により、下半期のインフレ率は低下する
英国のCPIとエネルギー価格



出所：ブルームバーグよりインベスコ作成、2024年5月31日現在。

サービスインフレ率の上昇は、依然としてBOEにとって課題
英国のサービス業と家賃に関するインフレ率



出所：ブルームバーグよりインベスコ作成、2024年5月31日現在。

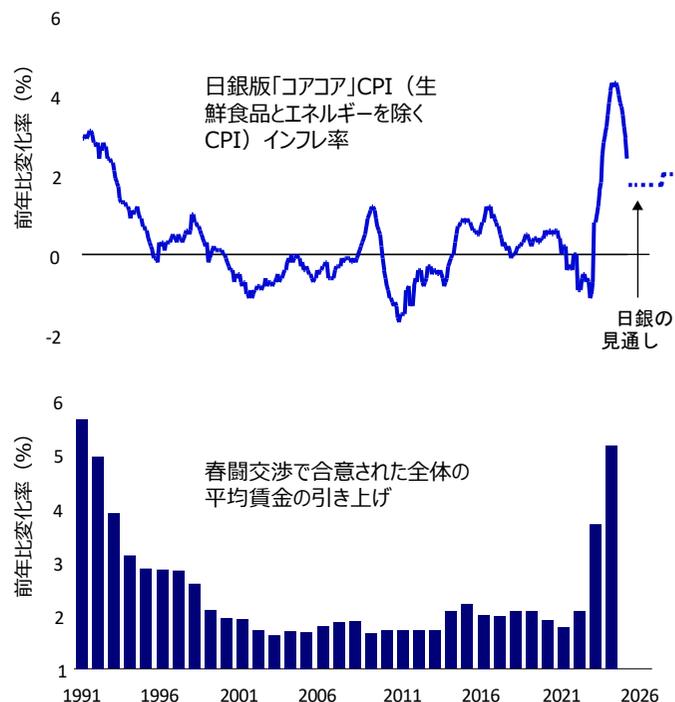
日本は持続的な2%のインフレに向けて足元を固めつつある

インフレ体制への転換により企業の収益性が向上

今年の労働組合と企業の春闘交渉の結果、大企業の労働者は5.2%の賃上げとなった。賃上げ、製造業の生産回復、財政刺激策が日本の消費・投資の成長を共に支えるだろう。

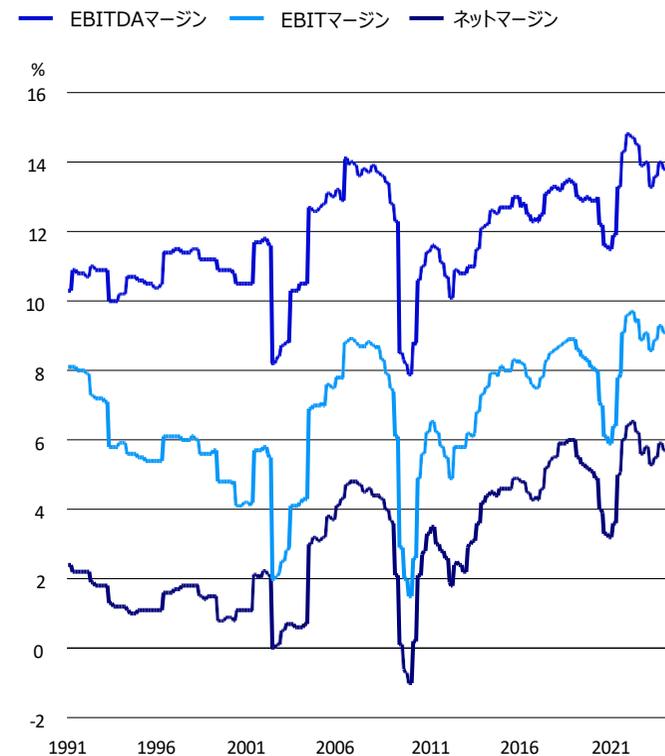
- インフレが緩やかに上昇する中、持続的な2%のインフレの可能性が高まっていることから、日銀は2024年末までに少なくとも1回の追加利上げを実施し、量的引き締めを開始する可能性もあると予想される。
- より積極的な価格設定に向けた日本企業の行動変容は、歴史的に高い企業利益率につながってきた。グローバル投資家は日本株への資産配分を引き上げる可能性が高く、これにより2024年下半期に日本株が他の先進国株に対して更にアウトパフォームすることが示唆される。
- ファンダメンタルズの改善により日本資産がより魅力的になる中、2024年下半期には世界の投資家が日本株への資産配分を他の先進国の株式に対してさらに増やすことが、さらなるアウトパフォーマンスの原動力となる可能性があります。短期的には円安が続く可能性があるが、FRBによる政策金利の引き下げと日銀による利上げにより、年末にかけて円安は緩和されると見込まれる。

日本のインフレと春闘の賃金上昇



注：インフレ率には消費税増税の影響は含まれません。
出所：連合、CEIC。2024年4月30日時点のインフレ率の月次データ。2024年までの昇給率の年次データ（最新の春闘結果を含む）。

日本の上場企業の利益率



出所：LSEG データストリームよりインベスコ作成。月次データ、2024年5月31日現在。

インドは循環的・構造的な追い風を受けて力強い成長を示している

足元の成長ドライバーである公共投資や富裕層消費が、大衆消費や製造業に拡大するか？

地政学的リスクがあるにもかかわらず、インドは今やグローバル成長の重要な原動力であり、投資家の注目の的となっている。

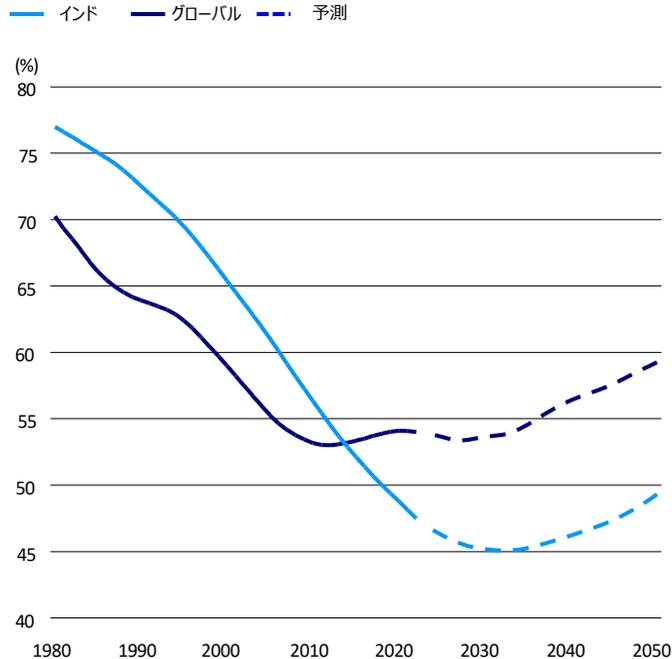
- 公共投資、高所得層の個人消費、サービス輸出が主要な成長ドライバーとなっている。選挙後は、投資のバトンが官民のインフラ投資から民間の設備投資へ、そして新型コロナウイルスのダメージにより未だ抑制されている、より幅広い大衆消費へと渡されると期待される。製造業の投資と雇用が予定通り増加すれば、雇用の拡大と労働所得の増加がインドの循環的・構造的な追い風を強めるだろう。
- 選挙で残念な結果に終わった後、インド人民党（BJP）は議会の過半数議席を失った。権力分担協定が具体化するにつれ、改革の見通しが明確になり、投資の増加につながる可能性がある。外国資本の流入は継続し、加速する可能性もある。
- インド債券は、インデックスの組み入れが海外勢の関心を引き続けることから、魅力的なリスク調整後リターンを提供する可能性があると考えられる。株式は、内需と企業の業績向上から更なる恩恵を受けると予想されるが、歴史的にみて、また他市場との比較で高いバリュエーションが、海外からの資金流入を抑制する可能性がある。

設備投資が先行し、消費がこれに続く見込み



最新のデータは2023年第4四半期（2024年5月13日現在）。データは不変価格（インドルーピー）。出所：インド統計・計画実施省（MoS&PI）及びインベスコ。

インドの従属人口指数はグローバル平均を下回っている



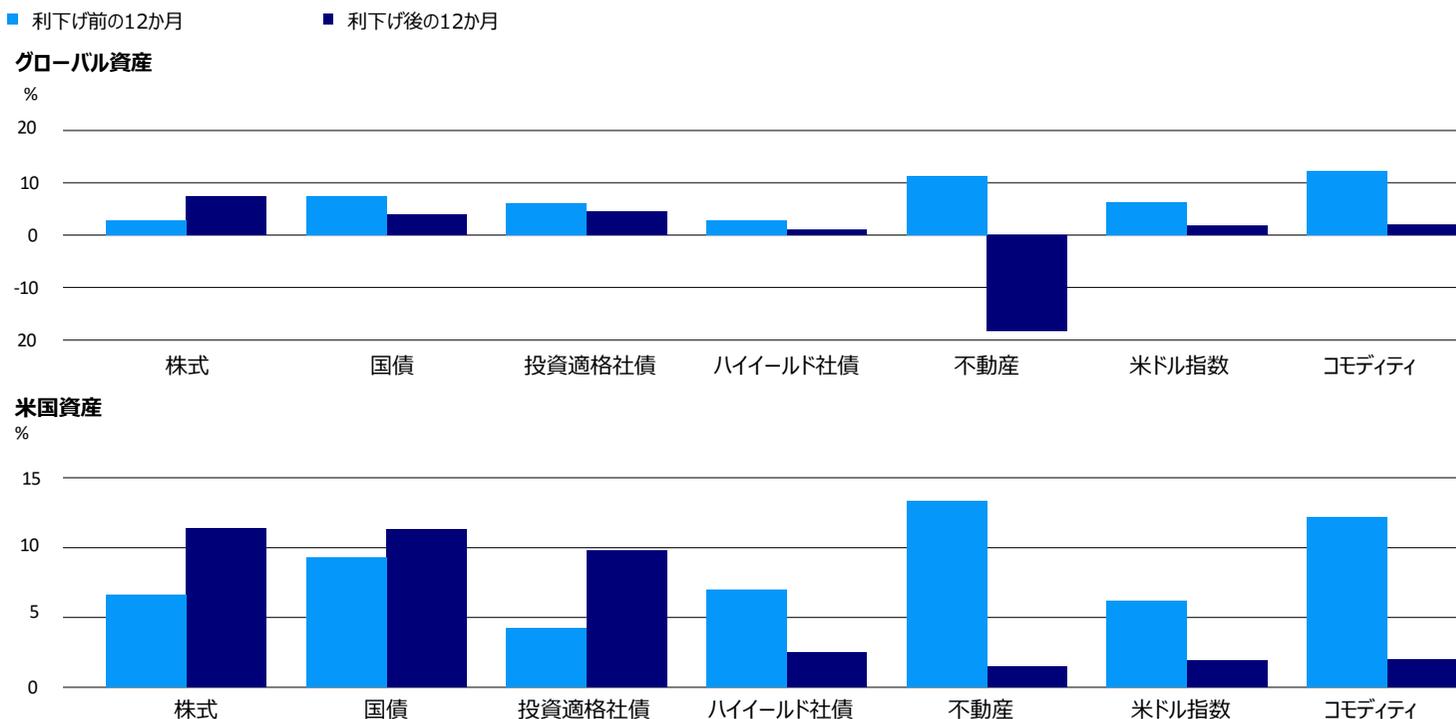
1980年から2050年までの年次データ。2024年5月13日現在。2022年から2050年のデータは予測値。従属人口指数は、生産年齢（15～64歳）100人当たりの子ども（0～14歳）及び高齢者（65歳以上）の人数として定義される。出所：国連貿易開発会議及びインベスコ。本予測が実現する保証はありません。

利下げはリスク資産を押し上げるだろう

私たちは、2024年後半にほとんどの主要先進国で予想される政策的支援が出てくれば、リスク資産が恩恵を受けると予想している。

- 株式以外のリスク資産は、歴史的にみて、利下げまでの期間の方が利下げ直後の期間よりもパフォーマンスが良好となっている。これは中央銀行が通常、経済が弱含んでいる時に緩和を行うためと思われる。
- しかし今回のサイクルは、中央銀行による引き締めめのタイミングが遅れたため、それとは異なっている。そしてそれは、緩和についても当てはまるかもしれない（利下げはサイクルの後半の方で行われるとみられる）。
- 世界経済の減速が続いているため、リスク資産にボラティリティが見られる可能性はあるものの、緩和サイクルはリスク選好の上昇と同時的に起こると考えられる。市場は既に景気回復を見据えていると思われる。

FRBの緩和サイクルにおける最初の利下げ前後の資産別平均トータルリターン
(米ドル)

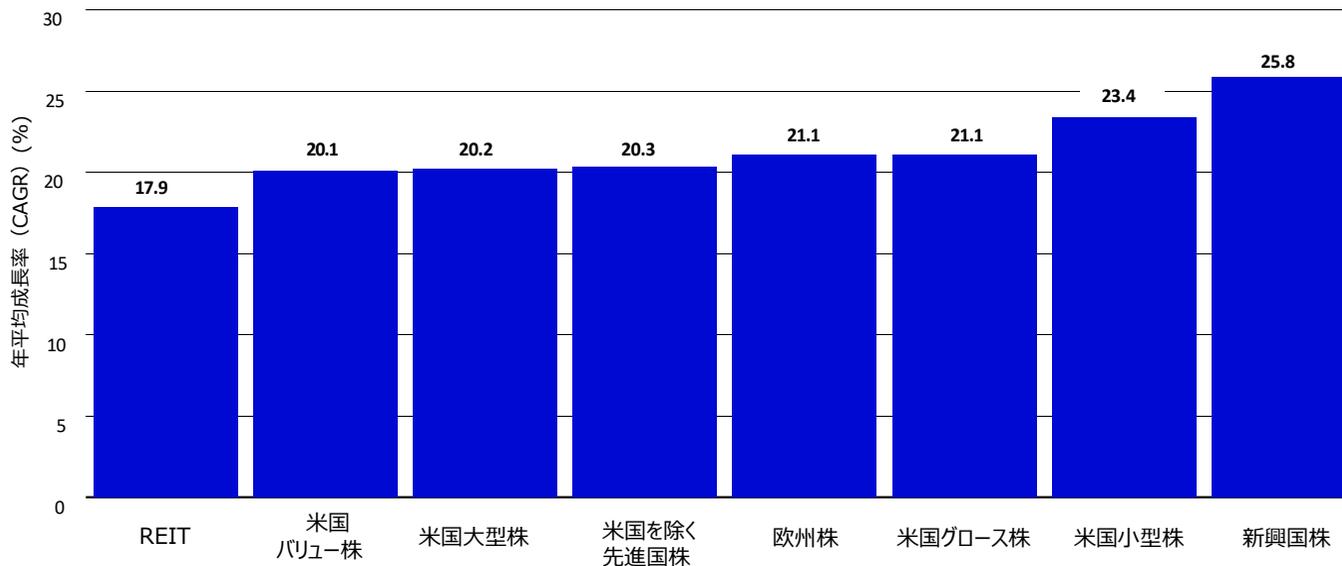


注釈：過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。インデックスに直接投資することはできません。1974年以降のFRBの金利サイクルに基づく。方法論およびインデックスの定義については最終ページをご覧ください。2024年5月31日現在。出所：ICE、ICE BofA、FTSE Russell、MSCI、S&P GSCI、Refinitiv、LSEG データストリーム、インベスコ。

株式

グローバルな成長改善により、非米ドル資産やよりシクリカル、バリュー、小型の株式が選好される傾向

1998年以降、JPモルガングローバル製造業PMIが上昇した期間のグローバル株式のパフォーマンス



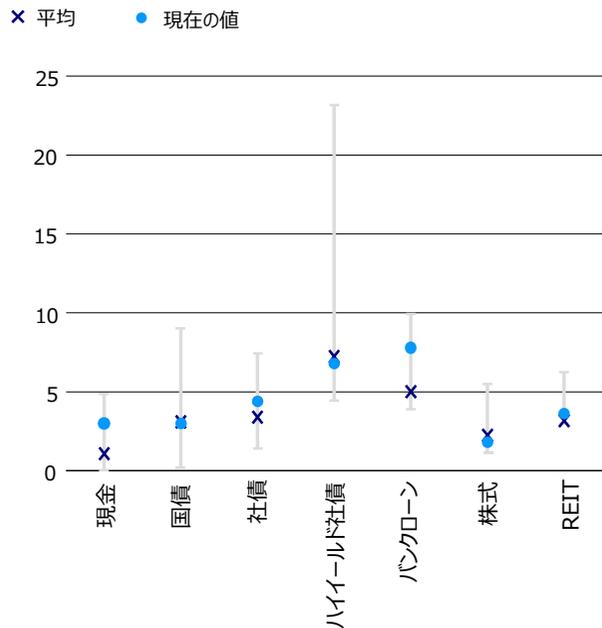
非米ドル資産は魅力的

- 近年、新興国株、欧州株、小型株を含むグローバルバリュー株のアンダーパフォーマンスが一定の魅力的な機会を生み出してきた。
- 多くの国々で政策的緩和が視野に入りつつあることから、グローバル製造業PMIの上昇に反映されているとおり、2024年後半にグローバル成長が改善すると予想される。
- 世界的な産出増は、通常、よりシクリカルなリスク資産に恩恵をもたらす。事業環境が改善する中で、グローバルバリュートレードが投資家の関心を取り戻すと予想される。
- 非米ドル資産はFRBの利下げサイクルの開始により支えられると考えられ、これにより近い将来、循環的な米ドル安が始まるとみられる。しかし、米ドルに有利な金利差は依然として大きいため、米ドル安は限定的となる可能性がある。

出所：ブルームバーグ及びインベスコ、2024年4月30日現在。注釈：REIT = FTSE NAREIT全株式REIT指数。米国バリュー株 = ラッセル1000バリュー株指数。米国大型株 = S&P500指数。米国グロース株 = ラッセル1000 グロース株指数。欧州株 = MSCI欧州指数。米国を除く先進国株 = MSCI ACWI ex USA指数。米国小型株 = ラッセル2000指数。新興国株 = MSCIエマージング・マーケット指数。価格リターンは米ドル建て。インデックスは投資家が直接購入することはできません。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。

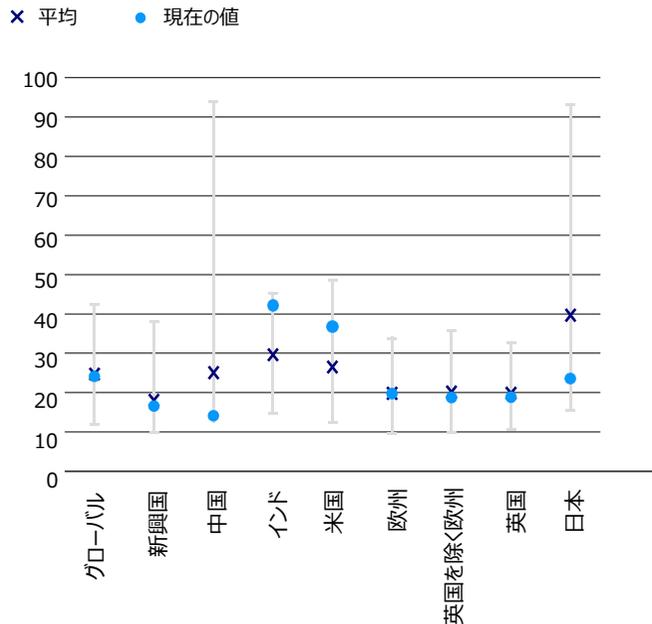
利回りが債券の復調を示唆する一方で、株式のバリュエーションは地域差が拡大している

グローバルな資産クラスの利回りは過去のレンジ内(%)



過去のレンジの開始日は、現金が2001年1月1日、国債が1985年12月31日、社債が1996年12月31日、ハイイールド社債が1997年12月31日、バンクローンが1998年1月31日、株式が1973年1月1日、REITが2005年2月18日。2024年4月30日現在。出所：クレディスイス/UBS、LSEGデータストリーム及びインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

CAPEの過去のレンジ



注釈：CAPE = 景気循環調整後の株価収益率で、利益の10年移動平均値を用いている。1983年1月3日からの日次データ（ただし、中国は2004年4月1日から、インドは1999年12月31日から、新興国は2005年1月3日から）に基づき、データストリームのインデックスを利用している。2024年4月30日現在。出所：LSEGデータストリーム及びインベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。

スポットライト

投資機会

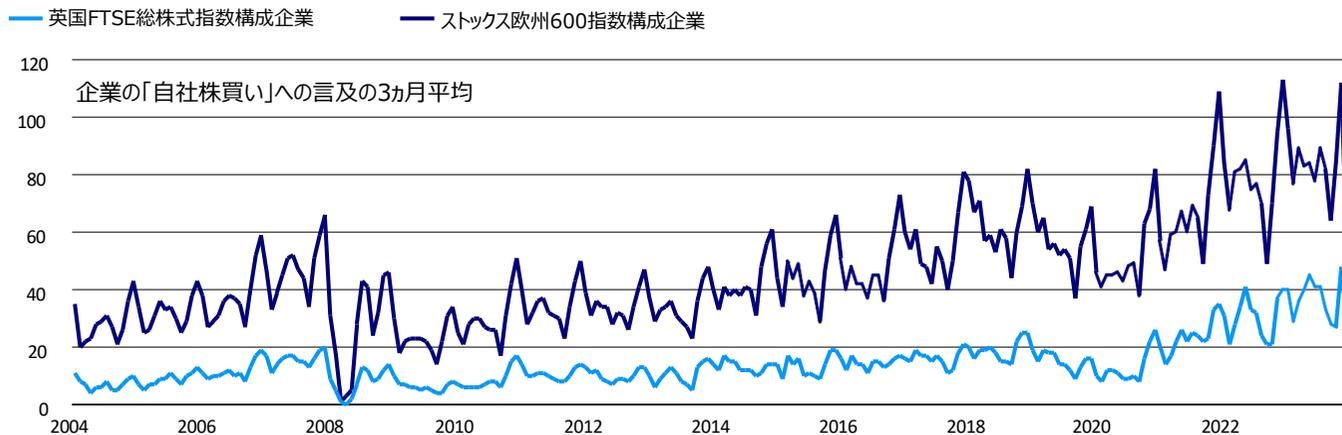
- グローバル金融危機以降、債券利回りはあまりに低く、面白みがないと考えられてきた。しかしもはやそうではない。注目は、現預金の金利とバンクローン利回りが歴史的なレンジの上限付近にあることだ。
- 株式の中でも、中国株（割安）、欧州株（普通）、米国株・インド株（割高）の間に大きな乖離があることをCAPE（景気循環調整後の株価収益率）が示唆している。中国株は、前向きなサプライズによって大幅に上昇する可能性があると考えられる。

誘因（カタリスト）

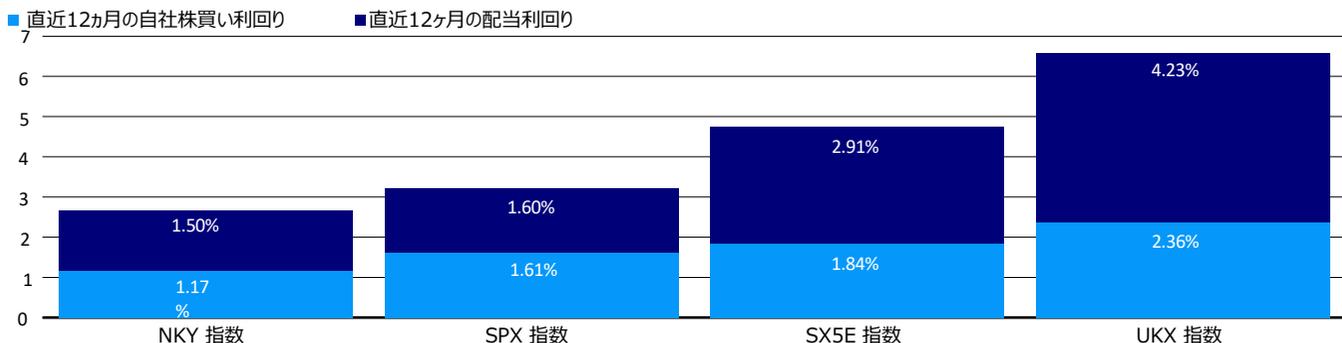
- 何が低い（高い）バリュエーションを高い（低い）リターンに転換させるか知ることは、常に難しい。
- しかしながら、中央銀行による緩和は、債券のリターンを押し上げる可能性があると考えられる。中央銀行の緩和が遅れた場合、現金とバンクローンが引き続き魅力的なリターンを提供するだろう。
- 極端に低いバリュエーションは、（2009年3月に米国株を下支えしたのと同様に）中国株を十分に支える可能性があり、予想を上回る経済パフォーマンスもこれを後押ししてきた。欧州の景気回復は、欧州株を押し上げる可能性がある。

株式への企業需要が増えつつある

より多くの企業が自社株買いに言及



英国は世界の他の地域と比較して高い総還元利回りを実現



出所：ブルームバーグよりインベスコ作成、2024年5月31日現在。NKY指数 = 日経平均株価。SPX指数 = S&P500指数。SX5E指数 = ユーロ・ストックス50指数。UKX指数 = FTSE100指数。

自社株買いが復活

- 株式への需要は、今後数ヶ月間、企業自身からもたらされる可能性が高い。1-3月期の決算説明会では、これまで以上に多くの企業が自社株買いに言及した。左のチャートは英国FTSE総株式指数構成企業とストックス欧州600指数構成企業を示しているが、世界全体でも似たような状況となっている。
- 他の大手ハイテク企業が大規模な自社株買い計画を発表したのに続いて、アップルは、5月初めに記録的な1,100億ドルの自社株買い計画を発表した。
- 自社株買いの動きは、配当とともに総還元利回りの計算に織り込まれる。
- グローバル金融危機後と比較すると、現在、株式に適用されるべき割引率はより高い。従って投資家は総リターンのうち、投機的な将来の差益よりも、インカムコンポーネントあるいはより短期のキャッシュフローからのリターンの方が多くなると考えて動くべきだ。
- そのため、金融やコモディティセクターと並んで、英国株や欧州株が選好されるだろう。

債券

成長とインフレの地域差拡大が世界の金利に影響を与える可能性



成長と金利に関する見通し

予想以上に粘着的なインフレが、FRBを足踏みさせた。最近の頑強なインフレトレンドが反転するまでは、FRBは利下げの実施は非常に難しいと考えるだろう。

- 欧州と英国ではデシインフレがより速く進展し、成長も低調なため、ECBとイングランド銀行がFRBより先に動き、今夏に利下げを実施する可能性があるだろう。
- 新興国の中央銀行は、米国のデータとFRBの動きに関する予想を導きとして政策の方向性を決めると考えられる。
- 世界の成長は地域差の拡大というテーマを反映している：成長は、米国では堅調であり、新興国では底堅いものの、欧州ではパンデミック後の回復が弱含んでいる。



クレジット資産に関する見解

- 強力なファンダメンタルズ、堅調なテクニカル、そして歴史的に見て魅力的なオールイン・イールドが今年のクレジット市場を支えている。
- 米国投資適格社債については押し目買いを 선호する。米国経済のファンダメンタルズの強さに鑑み、今後はマイナスよりもプラスに転じる可能性が高いと考えられる。欧州投資適格社債には相対的に投資妙味があると見ている。
- ハイイールド社債には慎重となるべきだが、一定のエクスポージャーを維持することを選択する。スプレッドはタイトに見えるが、スプレッドを拡大させるような誘因はほとんどないと予想され、今後デフォルトは減少すると予想される。
- 地方債については前向きに捉えている。スプレッドはタイトだが、今後は強力なテクニカルが期待できる一夏には供給が限定的となり、再投資が必要になるだろう。

インベスコ・フィックス・インカム の見解



ロブ・ワルドナー, CFA®
インベスコ・フィックス・インカム
チーフ・ストラテジスト 兼
ヘッド・オブ・マクロリサーチ



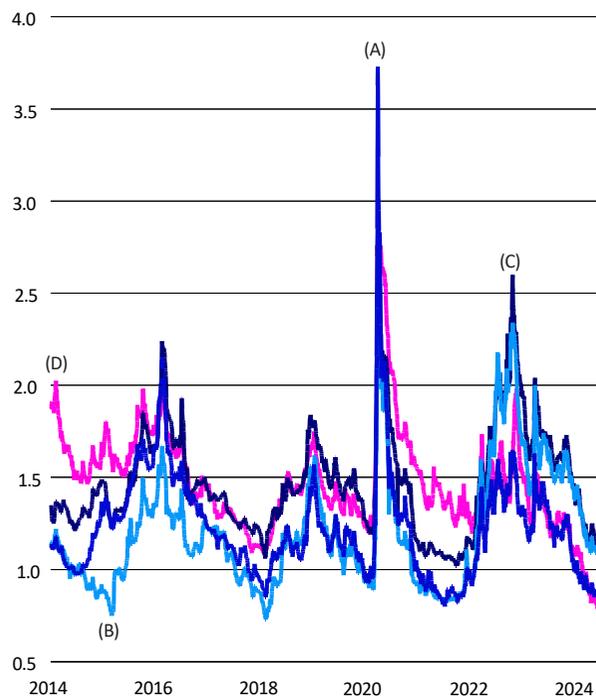
新型コロナウイルスによる危機を経て、欧州の回復が弱含む一方、米国経済は着実に拡大してきた。他方、欧州ではインフレ低下がより速く進んだ。欧州のインフレは当初、より頑強だったが、現在はほぼ目標値まで回帰しつつある。「スタグフレーション」の様相を呈する外れ値と見られていた英国でさえ、今年はヘッドラインインフレ率が米国のインフレ率を下回りそうだ。このようなマクロ的な地域差の拡大は、金融政策、金利、通貨に対してインプリケーションを持つ。

債券

クレジットのспレッドはややタイトだが、好機も散見される

欧州クレジット市場は米国やアジアよりも割安な状況

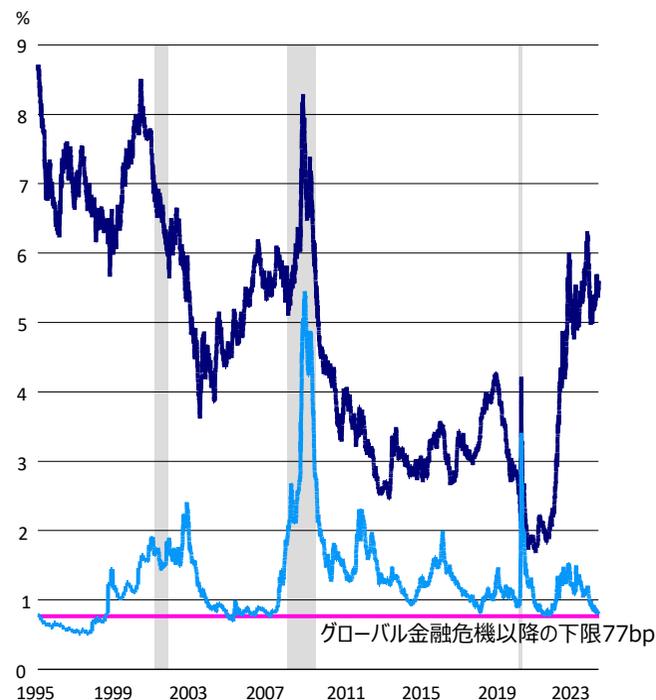
- ブルームバーグ米国総合社債 平均OAS (A)
- ブルームバーグ欧州総合社債 平均OAS (B)
- ブルームバーグ英ポンド総合社債 平均OAS (C)
- ブルームバーグ新興国市場アジア米ドル・クレジット・ハイ・グレード 平均OAS (D)



出所: Macrobond, 2024年5月31日現在
OAS = オプション調整後スプレッド

投資適格社債の信用スプレッドは安くはないが利回りは魅力的な水準

- ブルームバーグ米国総合クレジット 平均OAS
- ブルームバーグ米国総合クレジット 最低利回り



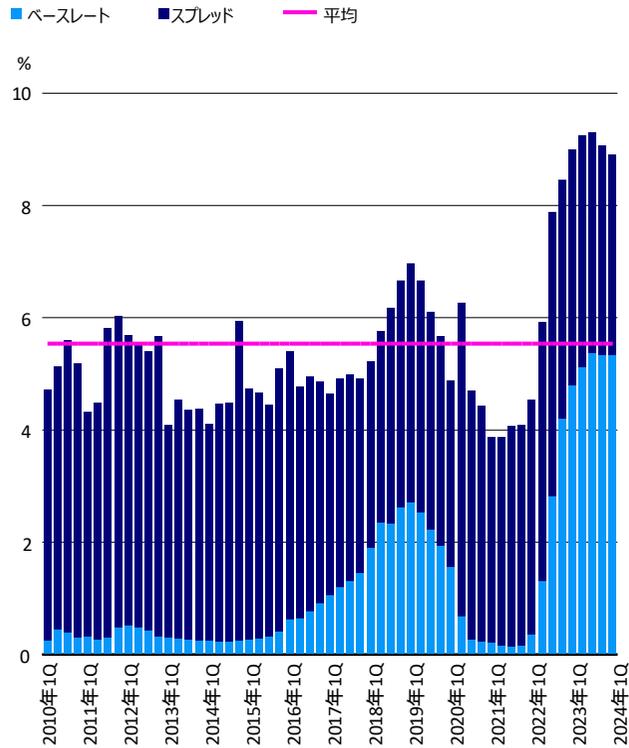
出所: Macrobond, 2024年5月31日現在

買い戻しが復活

- クレジット市場は他の多くの資産クラスと比較してよく持ちこたえている。強力なファンダメンタルズ、堅調なテクニカル、そして歴史的に見て魅力的なオールイン・イールドが今年のクレジット市場を支えている。
- 米国の成長も予想以上に持ちこたえた。米国の労働市場は堅調で、非常に健全なペースで成長している経済と整合的となっている。
- グローバルな景気後退の可能性が低いことは、クレジット全体を一定程度ポジティブに見る理由となる。ただしバリュエーションがタイトであるため、クレジットへのエクスポージャーを低く抑えることを選好する

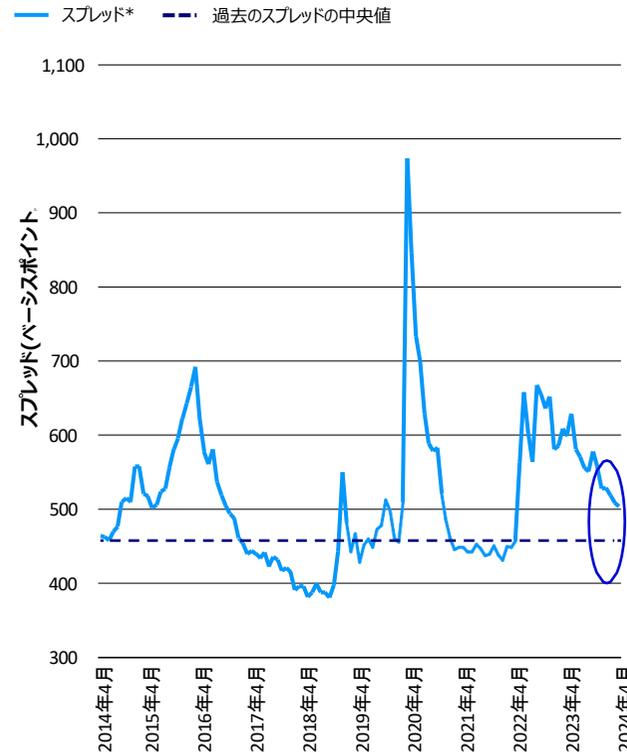
ローン：利回りが高くデレージョンがないため、「金利が高い期間がより長期に続く」環境下でローンが魅力的となる

クーポンは過去数十年で最高水準にある



出所：PitchBook Data、2024年3月31日現在。ベースレートは四半期中の平均を反映。3か月物LIBOR（2023年より前）またはSOFR（2023年以降）にインスティテュショナル・スプレッドの加重平均を加えたもの。

スプレッドは依然として過去の水準を上回っている



出所：クレディ・スイス・レバレッジド・ローン・インデックス、2024年4月30日現在。過去の実績は将来の結果を保証するものではありません。1992年1月31日～2024年4月30日の長期中央値。*3年ディスカウント・マージン・スプレッド。

スポットライト

投資機会

- ローンのリターンとクーポンは過去数十年で最高水準にあり、債券全体で見ても最も高い部類のリターンを提供しているものもある。
- 現在のクーポンレートは、基準金利の上昇後、9%付近となっており、スプレッドは依然として大きい。
- ローンは、他の資産クラスと比較しても、スプレッドが依然として歴史的な水準より大きいため、魅力的なバリュエーションを提供し得る。

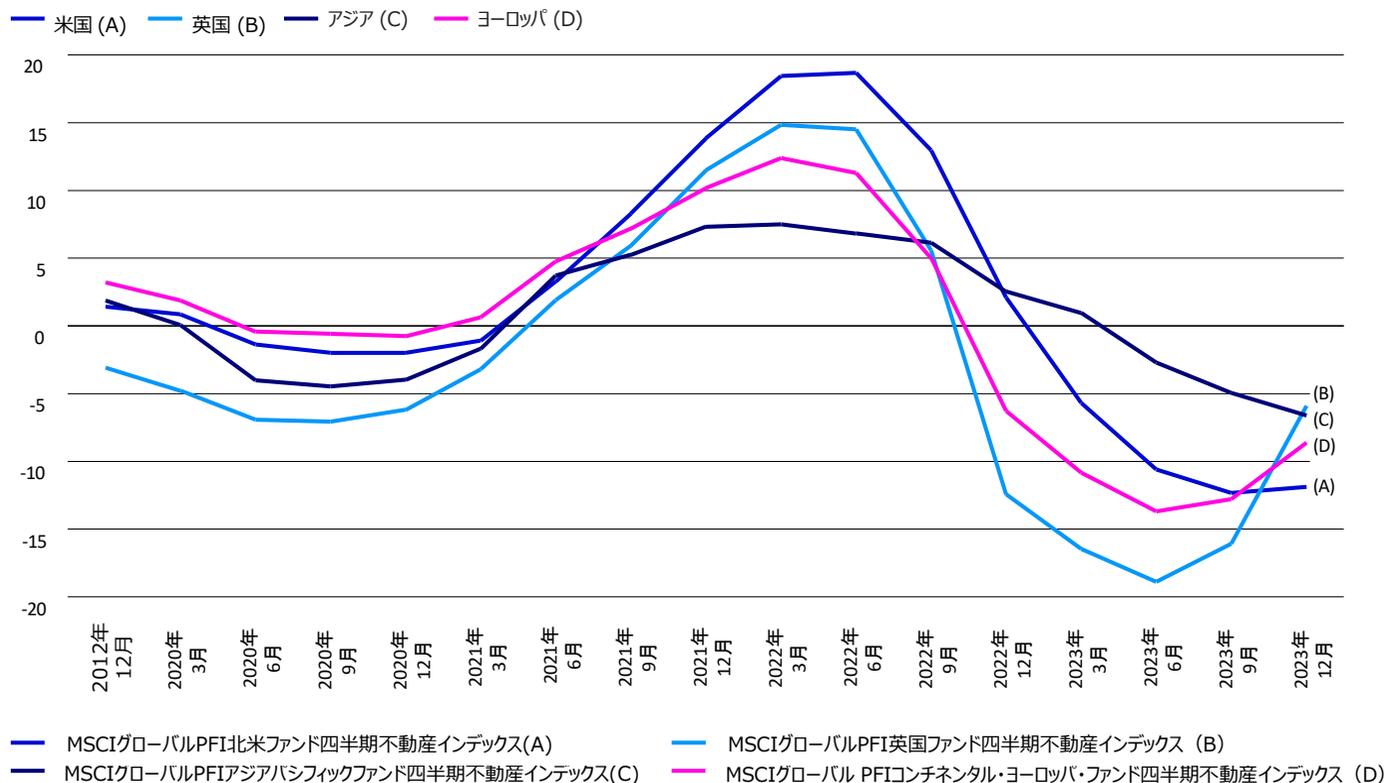
誘因（カタリスト）

- 「金利が高い期間がより長期に続く」と予想される中、ローンはクーポンの上昇を通じて恩恵を受ける可能性が高い。
- 金利をめぐる不確実性はあるが、ローンにはデレージョンがなく、他の債券資産クラスに比べても、金利変動の影響を比較的免れてきた。

不動産：タイミングは様々だが、バリュエーションの底は既に見えている

価値の再評価は良いエントリー・ポイントを提供する

キャピタルバリュエーションの変化 (%)



出所：MSCIデータ、最終データポイントは2023年12月31日。過去の実績は将来の結果を予測するものではありません。

スポットライト

投資機会

- 地域によって異なるが、既存の不動産ファンドのバリュエーションは既に底を打ったか、あるいは底に近づきつつあるように見えるため、2024年後半から2025年にかけて、プライベート不動産エクイティにとって魅力的なヴィンテージ期間となると予想される。

誘因 (カタリスト)

- 昨年後半以降、中央銀行は政策的緩和に向けた道筋について発言してきており、これにより、最終的に政策金利引き下げに向かうと予想されるようになった。
- 政策金利の引き下げは、不動産の負債コストとキャップレートを引き下げる余地をもたらし、それが新たな取引活動と価格回復への進展につながるだろう。
- 民間取引のキャップレートと公開市場におけるインプライド・キャップレートは収束しており、新規案件のプライシングが市場の状況に合わせて流動的に調整されていることが示唆される。
- 今年、レガシー不動産ファンドについては、バリュエーションが回復し始める前に、更なる下落が予想される。

オルタナティブ: プライベート・クレジットに 有利な取引環境



ジェフ・ベネット, CFA®
ヘッド・オブ・マネジャー・セクション
インベスコ・ソリューション

プライベート・クレジット

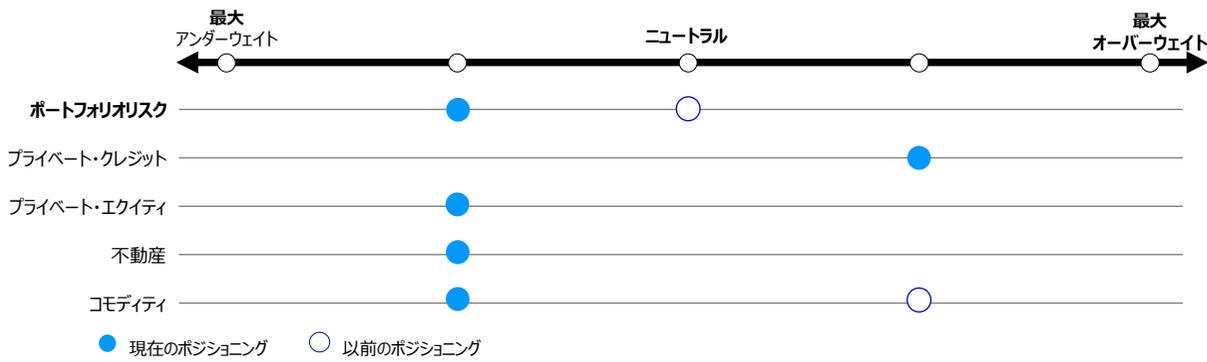
2024年について見ると、ダイレクト・レンディングについては、マクロ環境の見直し改善、インフレ圧力の軟化、潜在的な金利引き下げ、プライベート・エクイティ企業に対するリミテッド・パートナー（LP）からの、リアライゼーション創出及び新たなプラットフォーム企業投資へのプレッシャーの高まりなど、2023年と比較して、より有利な取引環境を支える背景がしっかり整ったと見ている。デイトレスト債券やスペシャル・シチュエーションにおいては、「優良企業」でありながら「バランスシートが悪い」、流動性制約のある小型企業が非常に多く見られ、この資産クラスにおいて、より幅広い投資機会を提供している。

プライベート・エクイティ

4年以上も活用されていない過去最高水準のドライパウダーがあり、またデット・カバレッジ・レシオが低下し、リファイナンスの時期が迫っていることから、ジェネラル・パートナー（GP）が買収活動を活発化させるインセンティブが高い環境下において、ターンアラウンドの経験を持つ資産管理会社にチャンスが訪れるだろう。まだ2021年以前の水準を上回るバリュエーションではあるが、レイトステージにあるベンチャー企業のバリュエーションが調整されたことは、柔軟なマネードを持つプライベート・エクイティ企業にとって継続的な機会を提供するだろう。

実物資産

取引環境は低迷しているものの、多くの不動産市場では堅調なインカム・ファンダメンタルズが続いている。ファンダメンタルズの回復と資本市場の回復にラグがあると予想される米国では、賃貸が物件タイプにかかわらず広範に減速している。インフラについては、ドライパウダーが高止まりしており、バリュエーションは不動産と同様、基準金利と整合的ではないが、短期のファンダメンタルズは力強く、長期的な追い風にも下支えされている。コモディティ価格は依然として変動しており、ほとんどのサブコンプレックスでレンジ相場が続いている。



出所：インベスコ・ソリューション、2024年2月29日現在の見解。

グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス：今後好ましいと考えられる資産

下方シナリオ より粘着的なインフレ、より低い成長

ハードランディングは、政策的引き締め長期のラグ、または追加的な引き締め拍車をかける持続的なインフレのいずれかによって実現する可能性がある。いずれの場合でも、投資を行う上で想定される結果は似たようなものとなるが、短期的には異なる結果になる可能性が高い—長期債と株式は、ハードランディングの初期にはより早くアウトパフォームする可能性が高いが、インフレが持続する場合にはアンダーパフォームする可能性が高いだろう。

私たちが選好する対象...

- 現金
- 株式：生活必需品、ヘルスケア、ユーティリティなどのディフェンシブ銘柄
- 債券：ロング・デュレーションのソブリン債
- 通貨：スイスフラン、日本円など、米ドル以外の非コモディティ・ディフェンシブ通貨

基本シナリオ

2024年を通してデイスインフレ、後半は成長がトレンドに向けて再加速

デイスインフレが概ね継続し、多くの主要先進国で政策的緩和が展開され始める中、グローバル成長は安定し、2024年後半にはトレンド成長率に向けて（依然としてそれを下回りつつも）回復していく。実質賃金の伸びも回復するだろう。米国以外の国々は、米国を上回る成長の回復が見込まれる。欧州と英国は米国よりもインフレが改善し、より早期に利下げを実施するだろう。中国の成長も安定しており、更なる財政刺激策が取られれば、2024年後半に改善する可能性がある。

私たちが選好する対象...

- 株式：
バリュー株と小型株を含むシクリカル銘柄
米国を除く先進国と新興国の株式
- 債券：
ニュートラル・デュレーション
バンクローンやハイイールド社債を含む相対的に質の高い非投資適格債
現地通貨建て及びハード・カレンシー建て新興国債
- 通貨：ユーロ、英国ポンド、ブラジルレアルなど、米ドル以外の外国通貨

上方シナリオ

急速なデイスインフレ、より高い成長

米国の供給サイドのショックが解消し、需要サイドの穏やかな冷え込みがインフレを低下させ、2024年後半にかけて成長率がトレンドに近づく環境が整う。コアインフレがより確実かつスムーズな軌道で低下し、FRBによるより迅速かつ大幅な緩和が可能となり、プラスの波及効果もたらされる。これは、よりシクリカルな資産にとって恩恵となるだろう。

私たちが選好する対象...

- 株式
欧州、中国、新興国の株式
バリュー株、小型株
素材、資本財、金融
- 債券：ハイイールド社債
- 通貨：豪ドル、カナダドル
- コモディティ：工業用コモディティ、特に金属

12ページのグラフに関する注記:

上のグラフは、1974年以來の金融緩和サイクルにおける最初のFRB利下げの前後12か月間の世界資産のトータルリターンを示しており、下のグラフは米国資産について同じものを示しています。すべての資産について、あらゆる金融緩和サイクルのデータが存在するわけではありません。出所: ICE、ICE BofA、FTSE Russell、MSCI、S&P GSCI、Refinitiv LSEG データストリーム、インベスコ・グローバル・マーケット・ストラテジー・オフィス。国債: 過去および予測の利回りリターンは、ICE BofA国債インデックスに基づいています。過去のレンジは、世界については1985年12月31日、米国については1978年1月30日です。投資適格社債: ICE BofA投資適格社債インデックスに基づいています。過去のレンジは、世界については1996年12月31日、米国ドルインデックスについては1973年1月31日です。社債ハイールド (HY) 債: バンクオブアメリカ・メリルリンチ・ハイールド指数。過去のレンジは米ドルについては1986年8月29日、グローバル指数については1997年12月31日。株式: MSCIベンチマーク指数を使用して予想リターンを計算し、グローバルおよび米国指数については1969年12月31日を起点とした長期トータルリターンを計算します。不動産: FTSE EPRA/NAREIT指数。過去のレンジは米国については1989年12月29日、グローバル指数については2005年2月18日を起点とします。コモディティ: スタンダード・アンド・プアーズ・ゴールドマン・サックス・コモディティ・トータルリターン指数。過去のレンジは1969年12月31日を起点とします。

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、弊社グループのグローバル・マーケット・ストラテジー・チーム、インベスコ・インベストメント・ソリューション、インベスコ・フィックス・インカム運用プロフェッショナル（以下、「作成者」）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。

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