

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2023年4月号

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選好



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

要約

- 株式市場の上昇にもかかわらず、世界の金融市場をより包括的に読み解くと、低成長環境下での与信条件の厳格化とリスク許容度の低下が示唆されています。IISでは、後退期に対応したポジションを維持しています。
- グローバル戦術配分モデル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選好し、ベンチマーク対比でリスクをアンダーウェイト。米国株式に対する先進国株式（除く米国）のオーバーウェイトをニュートラルとしました。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選好します。

マクロ・アップデート

直近1か月間の金融市場は、控えめに言っても動揺と混乱が続いていると言えるでしょう。米国の地方銀行や欧州の大手金融機関が相次いで破綻したことで、世界の銀行システムは大混乱に陥り、世界の中央銀行は緊急流動性支援（連邦準備銀行の銀行ターム向け資金調達プログラム）、預金保証、銀行合併などの介入を迫られました。政策当局の迅速な対応は、市場心理を安定させ、よりシステムティックな売りの伝播を回避する上で極めて重要なものでした。少し意外なこと、この1か月間、各地の株式市場は上昇し、3月上旬に銀行破綻の報道が出たときよりも高い水準で取引を終えました。このような株式市場の好パフォーマンスは、問題が解決され、成長見通しが改善したことを示しているのでしょうか。Invesco Investment Solutions（以下、「IIS」）ではそのようには考えていません。

世界の資本市場を総合的に見ると、表面的には慎重な投資家像が浮かび上がってきます。クレジット・スプレッドは地域やセクターを問わず、小幅ながら拡大しており、ハイイールド社債と投資適格社債はそれぞれ約40bpsと15bps、新興国市場では約30bps拡大しました²。同様に、世界の国債市場は株式市場をアウトパフォームしており、これは世界的な株価上昇が、成長期待の回復よりもディスカウントレートの低下によるところが大きいことを示しています。その結果、世界の投資家のリスク選好度を示すバロメーターはこの1か月でさらに悪化し、一方で先行経済指標が長期平均を下回っていることと合わせて、世界経済のマクロレジーム（市場局面）フレームワークは依然として後退期のままとなっています（図1、図2）。先行指標は直近1か月各地域で改善しましたが、これは年初に述べた見通しの改善（2022年12月から2023年2月にかけて予想した「回復期」）に対するラグが認識されているものと考えていますが、その後この改善傾向は弱まっています。世界的なリスク許容度の低下、与信条件の厳格化、銀行システムにおける最近のストレスなどを考慮すると、景気のパフォーマンスは再び横ばいになると予想されます。

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

2. 参考指数はBloomberg US Corporate High Yield Index、Bloomberg US Corporate Index、Bloomberg EM USD Aggregated Index。



世界の投資家のリスク選好度を示すバロメーターはこの1カ月でさらに悪化し、先行指標も長期平均を下回っていることから、世界経済に対するIISのマクロレジーム（市場の局面）フレームワークは依然として後退期のままとなっています。

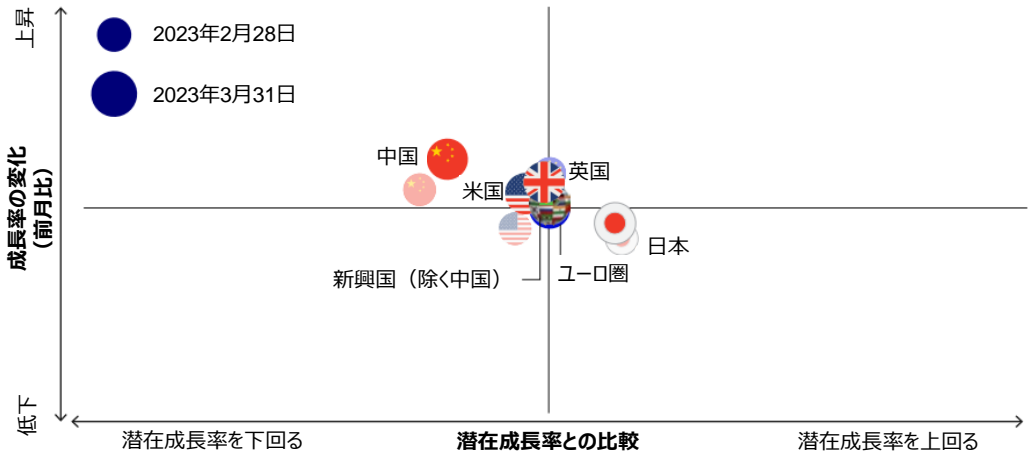


この1カ月で先行経済指標は各地域で改善しましたが、これは年初に述べた見通しの改善（2022年12月から2023年2月にかけて予想した「回復期」レジーム）に対するラグの認識によるものだと考えています。しかし、その後、この改善傾向あは一旦弱まっています。

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）	トレンドを下回る		後退期
欧州	トレンドを下回る		後退期
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

図表1b：欧州の先行指標は失速しているが、中国と米国は最近改善している

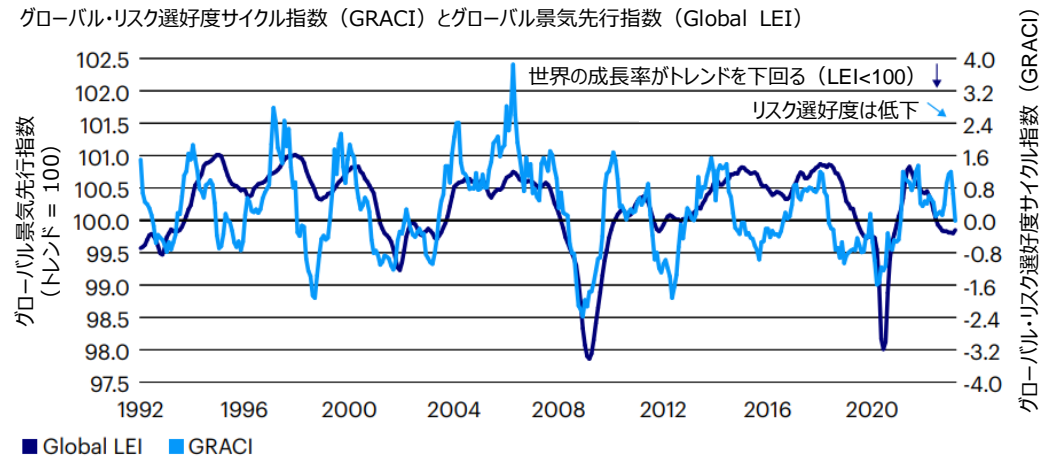


出所：ブルームバーグ、マクロボンド。Invesco Investment Solutions調査・試算。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年3月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



世界的なリスク許容度の低下、与信条件の厳格化、銀行システムにおける最近のストレスなどを考慮すると、景気のパフォーマンスは再び横ばいになると予想されます。

図表2：成長期待の減速を指摘する市場心理の悪化が続いている



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3月31日までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2023年3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。

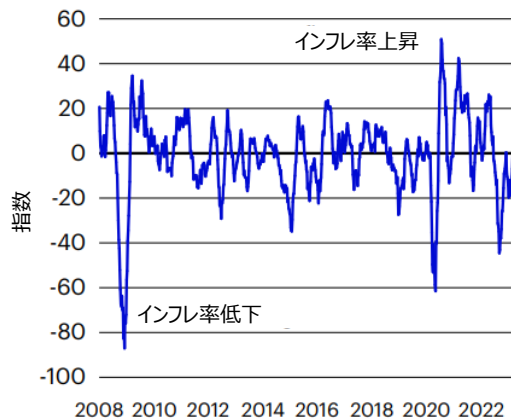
最近の混乱は個別の銀行破綻に起因するものですが、こうした動きはより広範な与信条件の厳格化の現れと見るべきであり、金融政策が経済に与える影響にはラグがあり、その効果がシステムに浸透し始めたばかりであることを再認識させています。米連邦準備制度理事会（FRB）高官のいくつかのコメントにあるように、ここ数週間、債券発行という観点では資本市場はほぼ閉鎖されており、その結果、与信条件の厳格化が利上げと同等または代替になっていると見ることができます。FRBは引き締めサイクルをまもなく終了すると予想され、欧州中央銀行（ECB）は利上げを継続すると思われる。インフレ率は、期待するほどの速いペースではないものの、徐々に低下していくと思われます。米国のインフレ・モメンタムのバロメーターは、依然としてインフレ圧力の低下を示しています（図3）。

全体として、成長率は依然として低く、世界の成長率が悪化する可能性が高まっています。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が十分に織り込まれていないことを示唆しています。

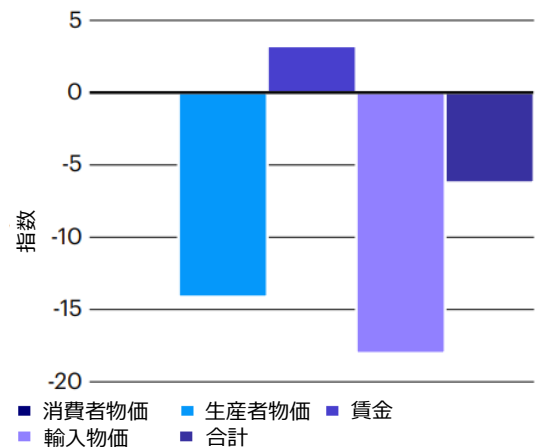


米国のインフレ・モメンタムのバロメーターは、依然としてインフレ圧力の低下を示しています。

図表3a：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3b：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3月31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ニングを維持しています。クレジット・リスクをアンダーウェイト、デレートをオーバーウェイトし、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4、5、6、7）。

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、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継続し、先進国（除く米国）のオーバーウェイトは、過去4か月間オーバーウェイトを維持していましたが、ニュートラルとしました。為替バリュエーション面では米国を除く株式を選好する状況が続いていますが、欧州の先行指標におけるシクリカルなアウトパフォーマンスは停滞しており、ニュートラルのスタンスに変更しています。
- **債券**では、クレジット・リスク³をアンダーウェイト、デレート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、米国の対外金利差が縮小し始めたことから、米ドルのエクスポージャーをアンダーウェイトに再度引き下げました。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。



為替バリュエーション面では米国を除く株式を選好する状況が続いていますが、欧州の先行指標におけるシクリカルなアウトパフォーマンスはこう着状態であり、ニュートラルのスタンスに変更しています。

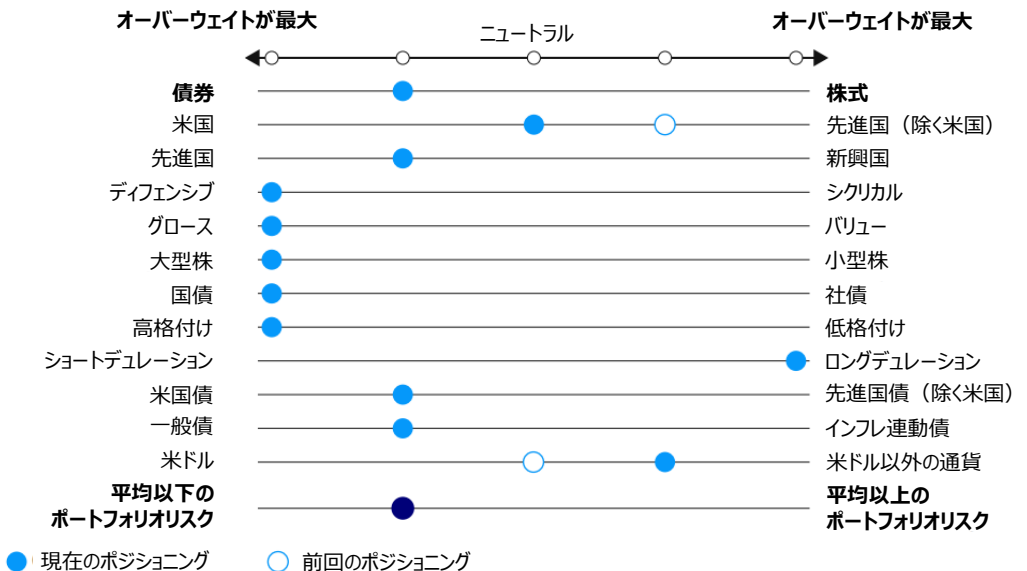
米国の対外金利差が縮小し始めたことから、米ドルのエクスポージャーをアンダーウェイトに再度引き下げました。



全体として、成長率は依然として低く、世界の成長率が悪化する可能性が高まっています。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ません。

図表4：戦術的資産配分のポジションニング（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

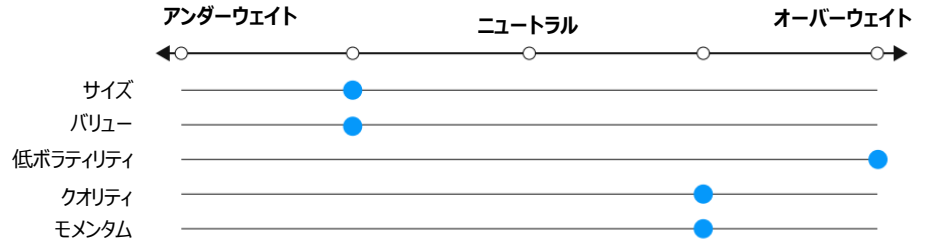


出所：Invesco Investment Solutions, 2023年4月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示目的のみ。

3. クレジット・リスクは、DTS（デレートを×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）

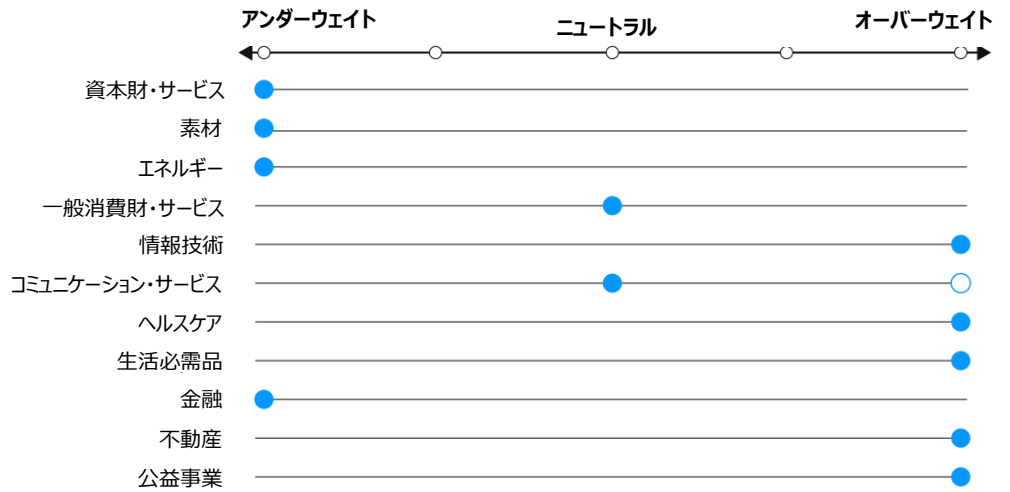
低ボラティリティ、クオリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Investment Solutions、2023年4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）

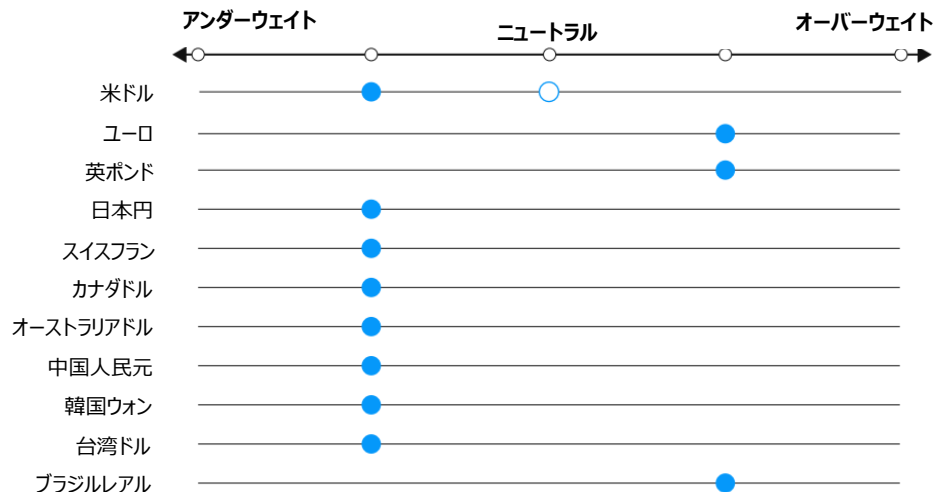
ディフェンシブを選好したセクター・エクスポージャー



出所：Invesco Investment Solutions、2023年4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7：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

米ドルをややアンダーウェイトに変更



出所：Invesco Investment Solutions、2023年4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