

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2023年7月号

**マクロレジームのフレームワークは回復期へ移行。
新興国株式、バリュー株、中小型株、クレジットへの
エクスポージャーを増やすことで、ベンチマーク対比で
リスクをオーバーウェイト。**

Invesco Investment Solutions (IIS) 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。



アレッシオ・デ・ロンギス (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)
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

- リスク選好度の改善が短期的な成長期待の改善を示唆しており、IIS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回復期に戻りました。昨年第4四半期の動きと同様、これが新たなサイクルの始まりとなる可能性は低いものの、それでもポートフォリオ・リスクを戦術的に高める投資機会を提供しています。
- グローバル戦術的配分モデル¹において、ポートフォリオのリスクをオーバーウェイトし、債券に対して株式をアンダーウェイトからオーバーウェイトに変更し、新興国市場、バリュー株、小型株、シクリカル・セクターを選好します。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。

マクロ・アップデート

低成長、世界的な金融引き締め の継続、1970年代以来の水準となる米国の大幅な逆イールドカーブなどが示された四半期を経て、米国のマクロ・データは住宅、製造、消費など様々な経済セクターで深くかつ広範に改善し、コンセンサスに対してポジティブ・サプライズとなりました。インフレデータは依然として高水準ながら、市場のコンセンサスとほぼ一致しています。最近のレポートで述べたように、過去の金融引き締め のラグ効果が経済に浸透するにはまだ時間がかかることを示す歴史的根拠があります。とはいえ、雇用成長、需要、物価上昇圧力を鈍化させるためには、経済がより高い政策実質金利を必要としていることはますます明白になっています。米国インフレ連動国債（TIPS）の2年物実質利回りは現在約3%に達しており、これは2006年以来の水準となっています²。

こうした動きに反応して、金融市場のリスク選好度は先月から一貫して大幅に改善しました。これは、債券に対する株式のアウトパフォーム、先進国市場に対する新興国市場のほぼ横ばいのパフォーマンス、ハイ・イールド債から新興国市場、高格付けクレジットまで、ほとんどの債券セクターのクレジット・スプレッドの縮小が証明しています。このような市場センチメントの反転の大きさは、歴史的に成長期待の改善とそれに続く経済データの改善を示唆してきました。IISの調査によれば、今後数四半期に景気後退に陥る可能性は急速に低下しています。実際、IISのマクロ的な見方は、世界経済とその主要地域が回復基調に移行しており、その特徴は、成長率が依然として低く、長期的なトレンドを下回っているものの、短期的には改善が見込まれることです（**図表1**および**図表2**をご参照）。

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. 実質利回りは、インフレ連動国債（TIPS）市場のテクニカル・ギャップと流動性ギャップにより、2008年の市場混乱時にも一時的に高水準に達した。



世界経済とその主要地域は、長期的なトレンドを下回る低成長を続けていますが、短期的には改善が見込まれます。

図表1a : マクロ・レジーム認識は回復期に移行

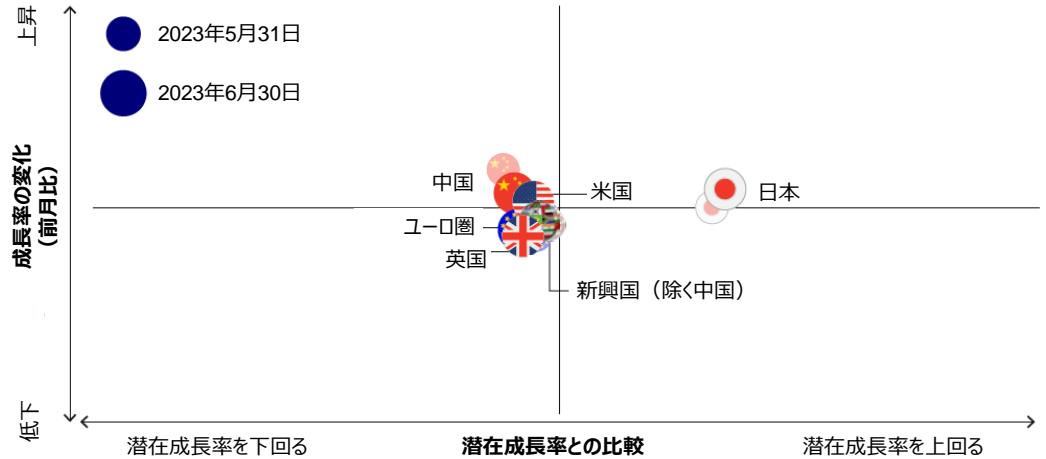
	LEIs	グローバル・リスク選好度	マクロ局面の予想
地域	潜在成長率の現在の水準	グローバル経済成長率予測の変化	
グローバル	トレンドを下回る	& 経済成長率の減速予測 =	回復期
米国	トレンドを下回る		回復期
先進国（除く米国）	トレンドを下回る		回復期
欧州	トレンドを下回る		回復期
英国	トレンドを下回る		回復期
日本	トレンドを上回る		拡大期
新興国市場	トレンドを下回る		回復期
中国	トレンドを下回る		回復期
新興国市場（除く中国）	トレンドを下回る		回復期

出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco 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6月30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。



米国のマクロ・データは、住宅、製造、消費など様々な経済セクターで深くかつ広範に改善し、コンセンサスに対してポジティブ・サプライズとなりました。

図表1b : 欧州の先行指標は減速を続けているが、米国では各セクターで改善傾向に



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6月30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。



金融市場のリスク選好度は先月から一貫して大幅に改善しています。これは、債券に対する株式がアウトパフォーム、先進国市場に対する新興国市場のパフォーマンスが横ばい、ハイ・イールドから新興国市場、優良クレジットまで、ほとんどの債券セクターでクレジット・スプレッドが縮小していることから明らかとなっています。

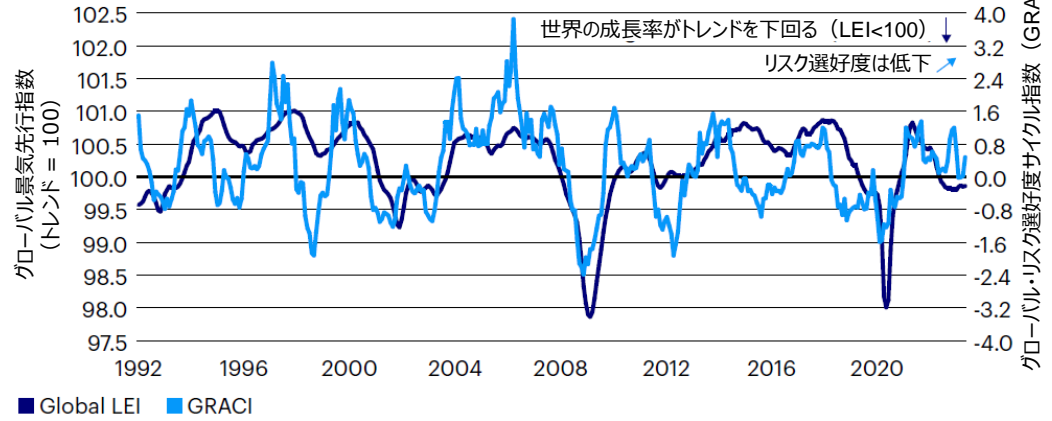
こうした動きは、昨年12月と2023年初頭に経験した市場のダイナミクスを彷彿とさせるものです。シクリカル市場の顕著な反発は、差し迫った景気後退リスクという概念を覆すものでした。



インフレデータは依然として高水準ではあるものの、市場のコンセンサスとほぼ一致しています。

図表2：成長期待の高まり示唆する市場センチメントが急改善

グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）とグローバル景気先行指数（Global LEI）

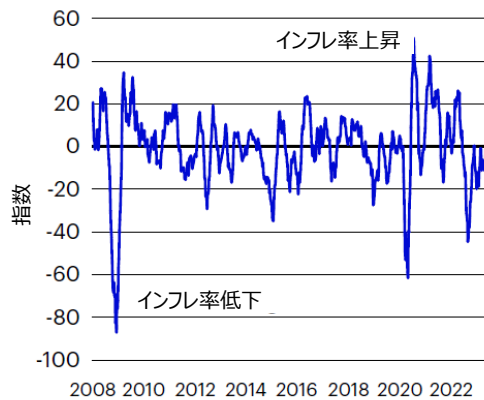


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Investment Solutions調査・試算。1992年1月1日から2023年6月30日までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

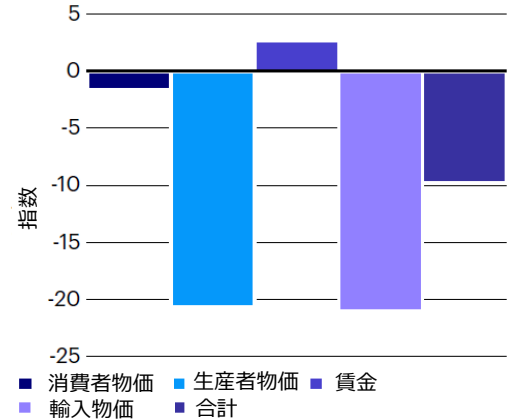
こうした動きは、昨年12月と2023年初頭に経験した市場のダイナミクスを彷彿とさせるものです。シクリカル市場の顕著な反発は、差し迫った景気後退リスクという概念を覆すものでした。失業率が過去最低を記録したことを考えれば、この回復局面は新たな景気サイクルの開始を意味するものではなく、目先の成長期待に対する新たなポジティブな再評価であると考えられます。この再評価は、戦術的な観点から、特に年初来アンダーパフォームに陥っているシクリカル市場、それも少数の銘柄に集中した先導株に牽引されている環境において、有意義な機会を生み出す可能性があります。IISは、このようなシクリカル市場の反発は今後数カ月間続く可能性があり、ポートフォリオのエクスポージャーについてポジショニングを見直す必要があると考えています。

図表3：米国においてインフレ圧力が低下している

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6月30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、営業レバレッジが高く、成長期待の回復に対する感応度が高いバリュー株や中小型株などのシクリカル・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。

成長率がトレンドを下回るものの、改善傾向を示す環境では、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利回りとトータル・リターンを提供すると予想されます。

為替市場では、景気回復局面では通常、米国以外の資産への強いリフレの流れが伴うため、米ドルのエクスポージャーを減らしています。



この再評価は、特に年初来アンダーパフォームに陥っているシクリカル市場において、12銘柄に集中するリーダーシップに牽引された環境下で、戦術的観点から有意義な機会を創出する可能性があります。私たちは、このシクリカルなリバウンドは今後数カ月間続く可能性があり、ポートフォリオのエクスポージャーについてポジショニングを見直す必要があると考えています。

投資ポジショニング

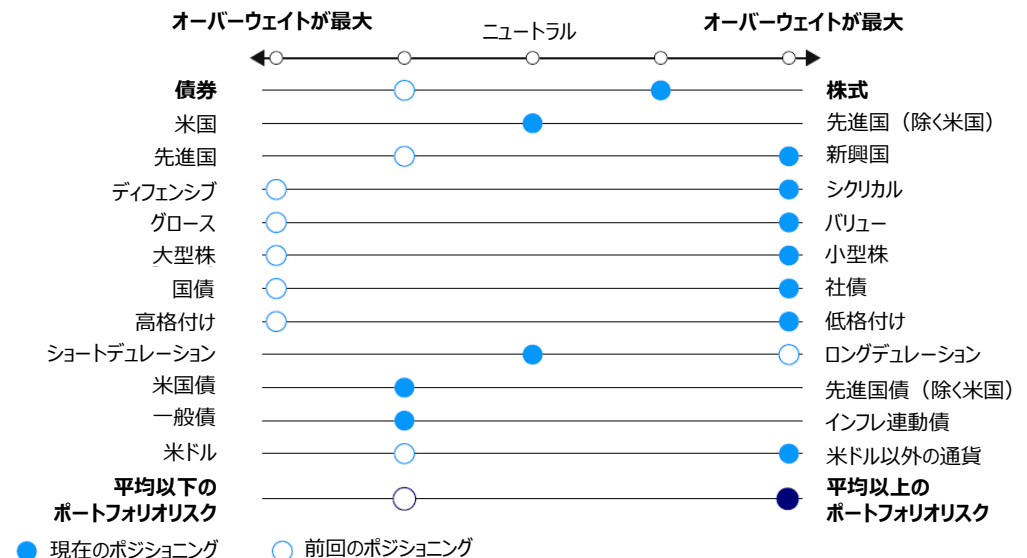
マクロレジーム（市場局面）のフレームワークが後退期から回復期に移行する中、グローバル戦術的配分モデルのリスクを増加させ、ベンチマーク対比のリスク・オーバーウェイトのスタンスに移行しました。債券に対して株式をアンダーウェイトからオーバーウェイトに変更し、エマージング市場、シクリカル・セクター、バリュー株、中小型株を愛好しました。低格付けセクターを通じたクレジット・リスクを高め、デュレーションは中立を維持します。米ドルへのエクスポージャーを縮小し、外貨のオーバーウェイト・スタンスに移行しました（図表4、5、6、7をご参照）。

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。市場サイクルの変曲点では、直近の勝者と敗者の間で反転効果が発生する傾向があるため、モメンタムをアンダーウェイトします。このスタイル／ファクター・ローテーションは、短期的なバリュエーションの観点からは好都合なタイミングです。というのも、年初来の株式パフォーマンスは、一握りの超大型優良銘柄によって牽引されてきた一方、シクリカル銘柄は幅広い市場インデックスに大きく劣後してきたからです。同様に、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーよりも、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愛好します。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、新興国市場をオーバーウェイトしています。欧州と日本の成長モメンタムが弱まっているため、米国株と先進国株（米国を除く）の中立スタンスを維持します。
- **債券**では、最近の信用スプレッドの縮小にもかかわらず、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³をオーバーウェイトしています。成長率はトレンドを下回っているものの改善傾向にあることから、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利回りとトータル・リターンを提供すると予想します。その結果、投資適格債と国債へのエクスポージャーを減らし、デュレーションを中立に維持します。インフレの減速が続く中、ブレイクイーブン・インフレ期待はさらに小幅に縮小すると予想するため、インフレ連動債よりも一般債を愛好します（図表3をご参照）。
- **為替市場**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、米ドルのエクスポージャーを減らしています。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。先進国では、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、豪ドル、カナダドルに対して愛好します。新興国市場では、韓国ウォン、台湾ドル、中国人民元などの低利回り通貨に対し、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を持つ高利回り通貨を愛好します。

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、バリュー株、中小型株を通じ、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

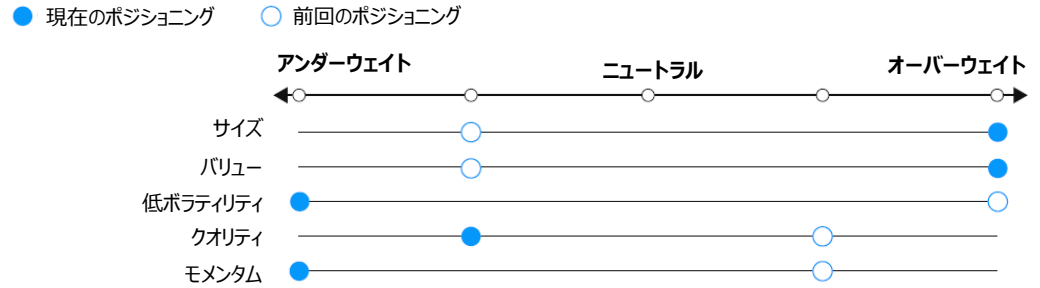


3. クレジット・リスクは、DTS（デュレーション×スプレッド）で計測。

出所：Invesco Investment Solutions, 2023年7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。例示的のみ。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

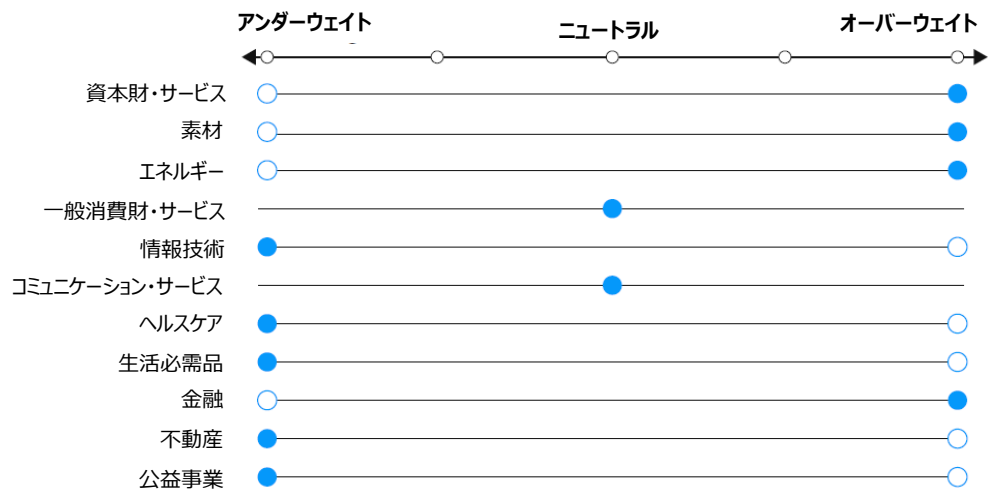
バリュー株と中小型株をオーバーウェイト、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをアンダーウェイト



出所：Invesco Investment Solutions、2023年7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）

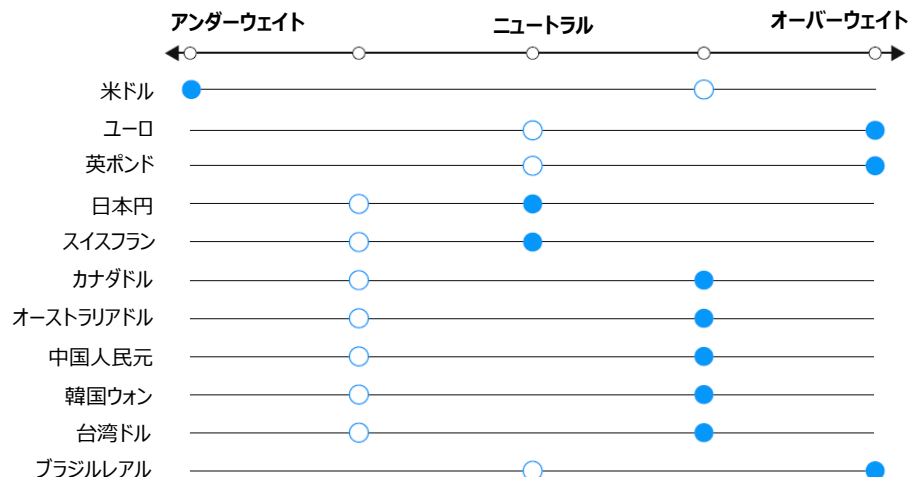
シクリカルを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Investment Solutions、2023年7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 Investment Solutions、2023年7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。



このスタイル／ファクター・ローテーションは、短期的なバリュエーションの観点からは好都合なタイミングと言えます。というのも、年初来の株式パフォーマンスは、一握りの超大型優良株によって牽引されている一方、シクリカル株は市場全般のインデックスに大きく劣後しているからです。

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