

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年8月号

ディフェンシブなポートフォリオのポジショニングを維持します。債券、ディフェンシブな株式セクター、および高格付けクレジットをオーバーウェイトにします。

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。



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

- リスク選好度と先行指標は引き続き低下しています。グローバル戦術的配分モデル¹ではポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、債券に対して株式をアンダーウェイトし、米国株式、クオリティ、低ボラティリティを優先しています。低格付けクレジットをアンダーウェイト、デュレーション、米ドルをオーバーウェイトとしています。
- 当社のマクロフレームワークは過去12か月間、資産配分の決定を導く上で効果的であることが証明されましたが、株式ファクターは従来のマクロ要因に反応していません。株式市場のダイナミクスが正常化することで、ファクター、スタイル、セクターが再びマクロ要因に反応し、成長サイクルとの基本的な相関関係が再確認されると予想しています。

マクロ・アップデート

先月の景気後退への移行に続き、当社のマクロフレームワークは、経済活動と将来の成長に対する市場の期待がさらに減速することを示唆しています。当社の世界先行経済指標は引き続き減速しており、長期トレンドをさらに下回っています。最近のマイナスの勢いは主に米国と中国から来ています（**図1c**をご参照）米国では、消費者心理、製造業調査、住宅指標、製造業活動などの先行指標の弱さが、失業保険申請件数の増加、失業率の上昇、サービス産業調査の弱まりなどの同時指標または遅行指標で確認され始めています。中国では、住宅市場と不動産市場の大幅な安定化にもかかわらず、製造業の受注は依然として弱く、マネーサプライと銀行融資総額の伸びの減速が示すように、金融環境は依然として制限的です。さらに、当社の世界リスク選好フレームワークは、市場心理と将来の成長期待のさらなる弱さを示唆しており、先月特定された転換点を確認しています（**図2**をご参照）

7月初旬に景気後退への転換がされて以来、市場はこの移行を正当化しているようです。株式は債券を下回り、債券利回りは50ベースポイント以上低下し、政策期待はおよそ100ベースポイントの利下げを織り込んでいます。この転換の潜在的に重要な意味合いを考慮し、過去12か月間のマクロフレームワークのパフォーマンスを詳しく調べ、ここに至るまでの経緯を理解し、どの資産クラスと市場が期待どおりに機能し、どの市場が期待どおりに機能しなかったかを確認し、指標が今年の残りの期間にマクロの逆風を示唆していることから、今後の道筋を予測します。

米国と世界経済の回復/拡大という好ましい循環的背景を特定した2023年7月から2024年6月までのフレームワークのパフォーマンスはどうでしたか？

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



私たちのフレームワークは、先月の景気後退への移行に続き、当社のマクロ経済枠組みは、経済活動と将来の成長に対する市場の期待がさらに減速することを示唆しています。

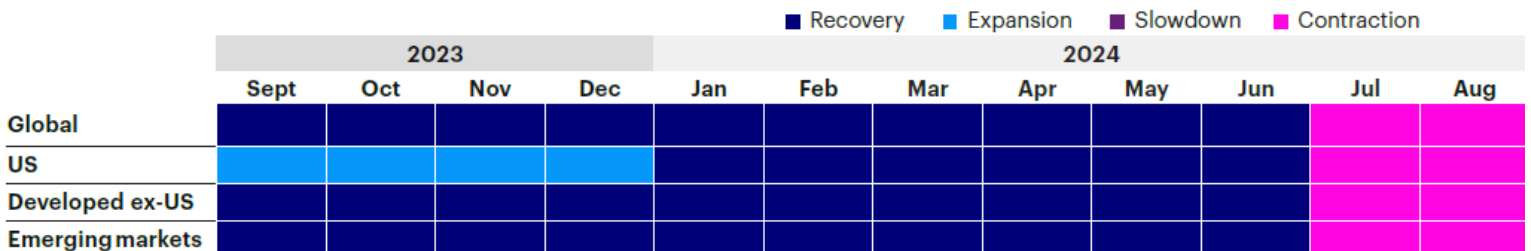
図表1a : マクロ・レジーム認識は景気後退を示唆

		LEIs	グローバル・リスク選好度	
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	マクロ局面の予想
グローバル		長期トレンドを下回る	成長期待が減速	後退期
米国		長期トレンドを下回る		後退期
先進国 (除く米国)		長期トレンドを下回る		後退期
欧州		長期トレンドを下回る		後退期
英国		長期トレンドを下回る		後退期
日本		長期トレンドを上回る		減速期
新興国市場		長期トレンドを下回る		後退期
中国		長期トレンドを下回る		後退期
新興国市場 (除く中国)		長期トレンドを上回る		減速期

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7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

世界経済は景気後退局面にあり、景気先行指数（LEI）は長期トレンドを下回り、成長期待は減速している

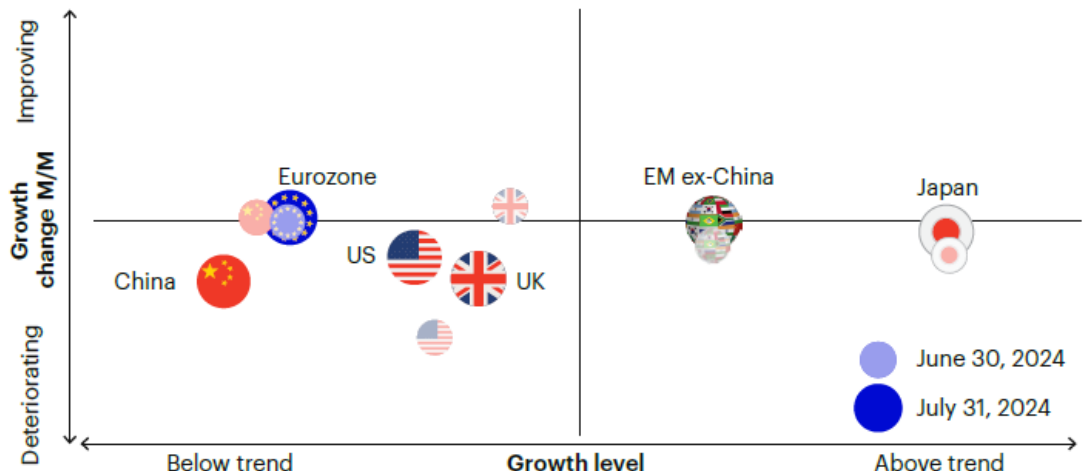


出所：Invesco Solutions、2024年7月31日現在。



米国では、消費者心理、製造業調査、住宅指標、製造業活動などの先行指標の弱さが、失業保険申請件数の増加、失業率の上昇、サービス産業調査の弱さなどの一致指標や遅行指標で確認され始めています。

図表1c : 米国、中国、英国の景気後退により、成長はさらに悪化



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7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。



7月初旬に金融引き締め体制への転換が特定されて以来、市場はこの移行を正当化しているようだ。株式は債券を下回り、債券利回りは50bps以上低下し、政策期待はおよそ100bpsの利下げを織り込んでいる。

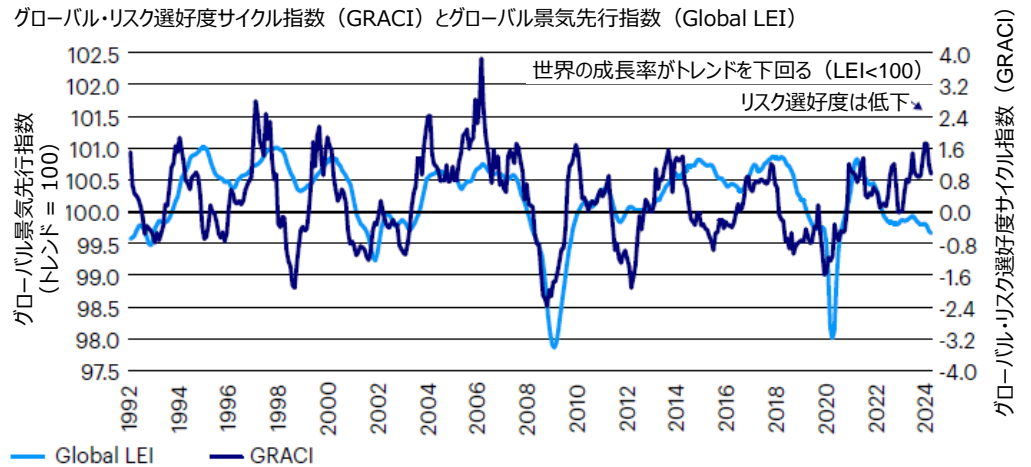


当社のフレームワークは、世界経済の成長見通しの改善を示唆し、2023年7月に回復体制に移行しました。

この期間、経済データと主要な資産クラスは、この回復環境の特定をしっかりと裏付けています。

ただし、株式セクターとファクターについては、マクロ循環要因に典型的な形で反応していないため、状況はまったく異なります。

図表2：世界的にリスク選好は減速を続け、先行経済指標は長期トレンドをさらに下回る



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7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。

当社のフレームワークは、世界経済の成長見通しの改善を示唆し、2023年7月に回復体制に移行しました。当時、インフレが予想以上に堅調で、市場が「高止まりの長期化」金利環境への懸念に対処し、インフレ圧力を抑えるために経済のより顕著な減速が必要になる可能性があることから、景気循環の回復に対する期待はまちまちでした。しかし、当社のマクロモデルは、2024年6月までの12か月間、この好ましい景気循環評価を維持し、リスクを優先し景気循環的な資産配分姿勢をもたらしました。この期間中、経済データと主要な資産クラスは、この回復環境の特定をしっかりと裏付けました。図3に示すように、2023年7月から2024年6月までの12か月間で、世界の株式は債券を20%以上アウトパフォームし、すべての主要なクレジットセクターでクレジットスプレッドがサイクルの最低水準まで大幅に縮小し、同様の期間の国債と比較してクレジット市場が大幅にアウトパフォームしました。これらのパフォーマンスパターンは、歴史的に見て回復/拡大環境と一致しています。

しかし、株式セクターとファクターについては、マクロ循環要因に典型的な形で反応していないため、まったく異なる状況が見られます。図3に示されているように、リスク選好の改善、信用スプレッドの縮小、金利の上昇にもかかわらず、シクリカルファクターは特に米国でディフェンシブファクターを上回っていません。成長サイクルはファクターパフォーマンスの最も重要な要因の1つですが、唯一の要因ではなく、過去12~15か月間、他の要因が株式市場に重要な影響を及ぼしてきました。

株式ファクターパフォーマンスと成長サイクルの乖離には、1) 株式市場を支配するテーマ要因、および2) ファクターパフォーマンスと債券利回りの相関関係の一時的な崩壊という2つの主な原因があると考えています。

1. テーマ別の要因: 2023年5月、NvidiaのAIが画期的な収益発表を受けて、株式セクター、スタイル、ファクター間の相対的なパフォーマンスは、テーマ別のAI/テクノロジー主導の市場に支配され、その後、少数の銘柄 (Magnificent7など) で特異かつ集中的な市場に変化しました。株式市場は、この1回限りの構造的な再価格設定に適応しています。この構造的移行の規模と期間を予測することは困難ですが、不可能ではないにしても、従来の循環パターンは時間の経過とともに再び確立されたと考えています。

2. ファクターパフォーマンスと債券リターンとの相関: 過去12か月間、債券利回りは成長期待の高まり (2023年7月から2024年6月までの回復/拡大) に伴い概ね上昇しましたが、株式ファクターは債券利回りと予想される相関を示しませんでした。言い換えれば、小型株やバリュー株などの循環ファクターでアウトパフォーマンスは見られませんでした。



2023年7月から2024年6月までの12か月間、世界の株式は債券を20%以上上回り、すべての主要なクレジットセクターでクレジットスプレッドがサイクルの最低水準まで大幅に縮小し、同様の期間の国債と比較してクレジット市場が大幅にアウトパフォームしました。これらのパフォーマンスパターンは、歴史的に回復/拡大環境と一致しています。

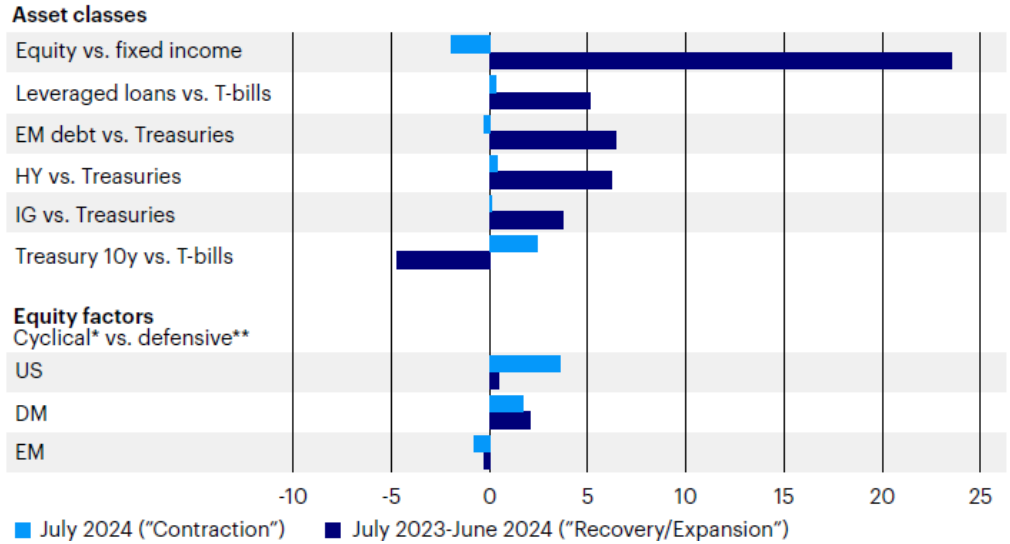


歴史を振り返ると、債券利回りと要因の非典型的な相関関係は過去に何度か発生しており、比較的短期間で終わっています。

長期的には、債券のリターンと、ディフェンシブファクター（クオリティと低ボラティリティ）とシクリカルファクター（小型とバリュー）の相対パフォーマンスの間には正の相関関係があります。ベータは正(0.35)で、統計的に有意です。債券のリターンがプラスで、利回りが低下すると、ディフェンシブファクターがアウトパフォームする傾向があります。

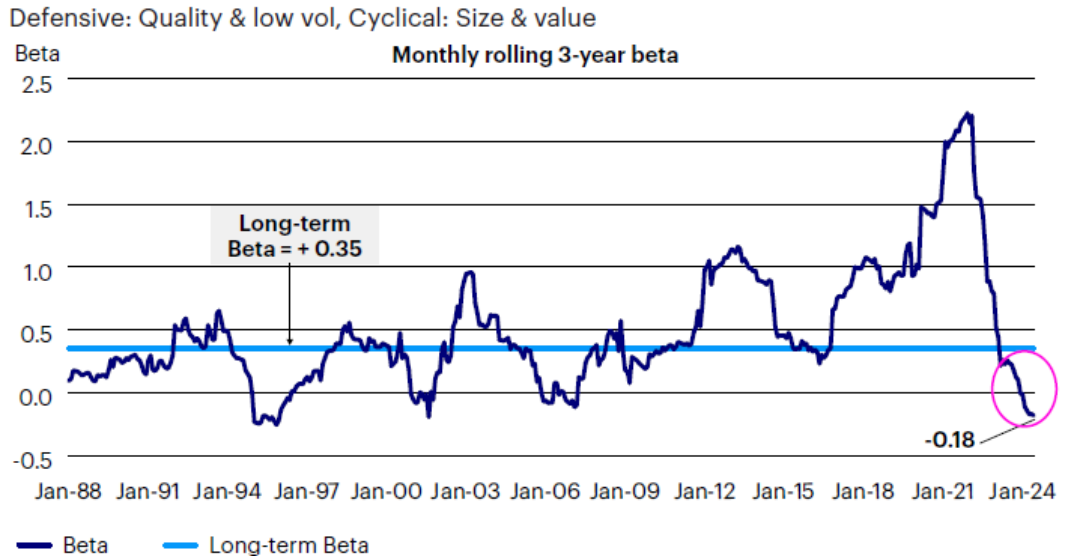
図表3：資産クラス間の相対的なパフォーマンスはマクロ・レジームの期待と一致しているが、ファクターはマクロサイクルに反応していない。

Relative performance over past 12 months (% returns) vs. macro regime identification



出所: Bloomberg L.P., Invesco, 2024年4月30日。株式 = MSCI ACWI ネットリターン米ドル指数、債券 = Bloomberg Global Aggregate USD Hedged。新興国株式 = MSCI Emerging Markets TR 指数、先進国株式 = MSCI World TR 指数。投資適格対国債 = Bloomberg US Corporate Excess Return Index。高利回り対国債 = Bloomberg US High Yield Excess Return Index。*シクリカル = 小型株およびバリュー、**ディフェンシブ = 低ボラティリティおよびクオリティ。サイズとバリュー = ラッセル 2xサイズ/2xバリュー-5%キャップドトータルリターンインデックス、クオリティと低ボラティリティ = ラッセル1000 2xクオリティ/2xLowボラティリティ 5%キャップドトータルリターンインデックス、および FTSE 先進国(除く米国) および FTSE 新興国インデックスの同等のインデックス。これらはすでにインデックスとペアになっています。

図表4：ファクターは利回りとの典型的な相関関係を示していない
債券利回りの低下は、防御要因ではなく循環要因の恩恵を受けている
国債のリターンに対するディフェンシブ/シクリカルのベータ



出所:インベスコ、2024年7月31日時点のデータ。ディフェンシブファクターはラッセル1000 2xQ/2xLowVol指数、シクリカルファクターはラッセル1000 2xSize/2xValue指数、米国債のリターンはブルームバーグ米国債指数で表されます。統計は、調査データの最初の月である1986年1月からの月次リターンデータを使用して計算されています。インデックス手法については付録をご覧ください。インデックスのリターンはファンドのリターンを示すものではありません。1年を超える期間のパフォーマンスは年率換算されています。投資家はインデックスに直接投資することはできません。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではありません。



過去数年間で相関はマイナスに転じており、これは債券のマイナスリターン、つまり債券利回りの上昇が、小型株やバリュー株を犠牲にして、クオリティや低ボラティリティなどのディフェンシブ資産に利益をもたらしていることを意味します。

株式ファクターと債券利回りの相関は時間の経過とともに正常化し、マクロ循環要因が株式スタイル/ファクター間の相対的なパフォーマンスを説明する上で再び重要性を増すと予想しています。

図4に示されているように、長期的には、債券のリターンと、ディフェンシブファクター(クオリティおよび低ボラティリティ) とシクリカルファクター(小型およびバリュー)の相対パフォーマンスの間には正の相関関係があります。ベータは正(0.35)で、統計的に有意です。債券のリターンがプラスで利回りが低下すると、ディフェンシブファクターがアウトパフォームする傾向があります。債券のリターンがマイナスで利回りが上昇すると、シクリカルファクターがアウトパフォームする傾向²があります。ただし、この相関関係はここ数年でマイナスに転じており、これは、債券のマイナスリターンまたは債券利回りの上昇が、クオリティおよび低ボラティリティなどのディフェンシブ資産に利益をもたらし、小型およびバリュー株を犠牲にしていることを意味します。逆に、小型およびバリュー株は、最近、債券利回りの低下と同時にアウトパフォームしています。現在広く普及しているファンダメンタルズに関する見解では、この関係は、利益率の低下、レバレッジの増加、信用リスクの上昇により、債券利回りの上昇が小型および中型バリュー株にマイナスの影響を与えることを指摘して説明されています。しかし、図3に示すように、高利回りローンやレバレッジローンなど、中小型株へのエクスポージャーが重複するリスクの高いクレジットセクターを含む、過去1年間の金利上昇環境におけるクレジット市場の好調なパフォーマンスを考えると、この説明は完全には説得力がないと考えています。

歴史を振り返ると、債券利回りとファクター間のこのような非典型的な相関関係は過去に数回発生しており、比較的短期間でした。株式ファクターと債券利回りの相関関係は時間の経過とともに正常化し、マクロ循環要因が株式スタイル/ファクター間の相対的なパフォーマンスを説明する上で再び重要性を取り戻すと予想しています。この相関関係がプラスに戻れば、歴史的に景気減速/後退で発生してきた債券利回りの低下時に、ディフェンシブファクターが再びアウトパフォームすると予想できます。

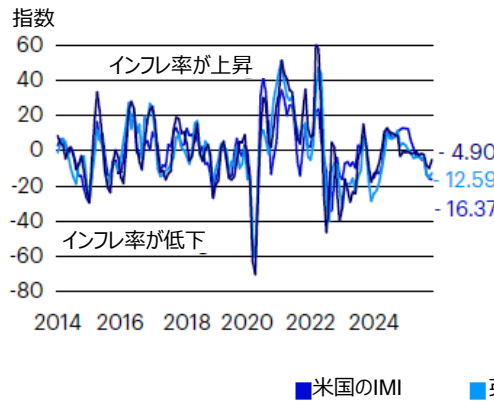
全体として、当社のマクロフレームワークは、過去1年間の改善された循環的見通しを予測し、資産配分決定を導く上で非常に効果的であることがわかりました。株式市場の動向が徐々に正常化し、要因、スタイル、セクターが再びマクロの原動力に反応し、成長サイクルとの基本的な相関関係が再確認されると予想しています。



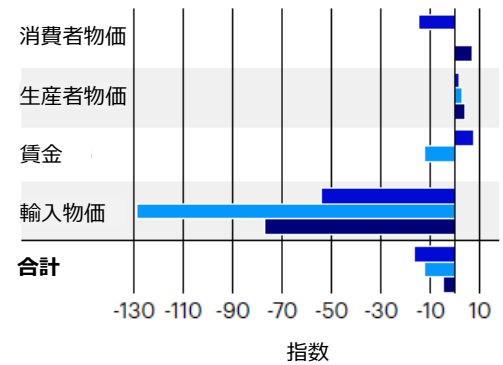
国債については、インフレ圧力が引き続き低下していることから、インフレ連動債よりも一般債を好みます。

図表5：商品価格の下落により世界的にインフレが減速

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：カテゴリー別



出所：ブルームバーグ、2024年7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。

2.こうした動向は、高クオリティでボラティリティの低い株式は、小型株やバリュー株に比べてディフェンシブな特性が高く、財務レバレッジが低く、デュレーションが長いというよく知られたファンダメンタルズを反映しています。



今月のポートフォリオのポジショニングに変更はありません。グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマークに対してリスクをアンダーウェイトにし、債券に対して株式をアンダーウェイトにし、米国株式と、クオリティと低ボラティリティ特性を持つディフェンシブセクターを優先しています。

メガキャップの高クオリティ銘柄へのポジショニングが拡大しているにもかかわらず、成長期待の低下、債券利回りの低下、株式市場の弱体化のシナリオでは、クオリティと低ボラティリティ特性の組み合わせがアウトパフォームし、下振れリスクを緩和すると予想しています。

投資ポジショニング

当社のマクロシグナルは、先月特定されたディフェンシブな資産配分のシフトを裏付けており、引き続き、トレンドを下回り成長が減速する景気後退に向けてポジションを維持しています。今月のポートフォリオのポジショニングに変更はありません。グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマークと比較してリスクをアンダーウェイトにし、債券と比較して株式をアンダーウェイトにし、米国株式と、高クオリティでボラティリティが低いディフェンシブセクターを選好しています。債券では、ベンチマークと比較してクレジット・リスク³をアンダーウェイトにし、投資適格格付けとソブリン債券を通じてデレートをオーバーウェイトにし、格付けの低いセクターを犠牲にしています。(図6~9)。特に、次の点が挙げられます。

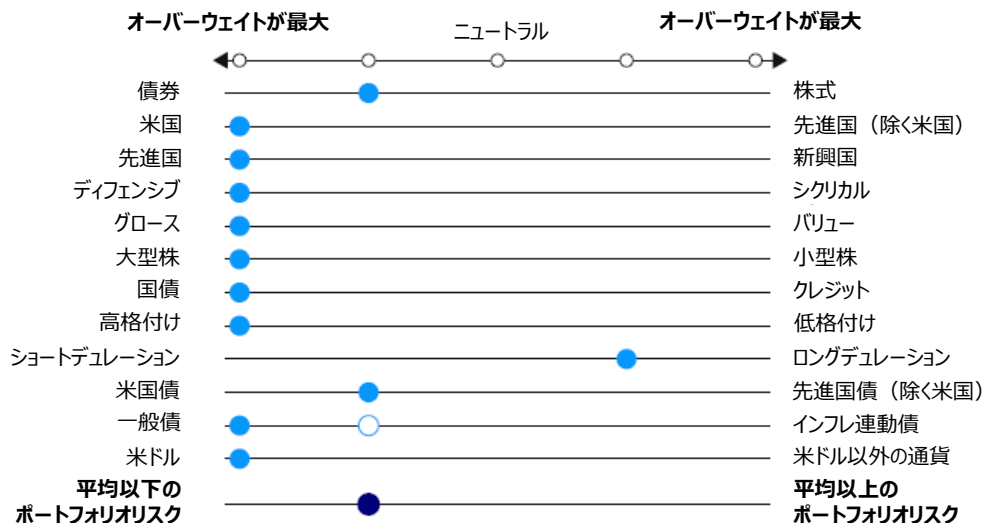
詳細：

- **株式**では、バリュー株、中型株、小型株よりも大型株をオーバーウェイトし、クオリティと低ボラティリティの特性を持つディフェンシブセクターをオーバーウェイトとしています。メガキャップの高クオリティ銘柄への市場集中度が高く、ポジションが長期化しているにもかかわらず、株式市場の平均回帰シナリオでは、クオリティと低ボラティリティの特性の組み合わせが下振れリスクの緩和をもたらすと予想しています。したがって、金融、工業、素材、エネルギーなどの循環セクターよりも、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へのエクスポージャーを選好します。地域の観点からは、世界的なリスク選好度の下振れと米ドルの見通しの改善、および世界経済のマイナス成長と世界全体と比較した金融政策の引き締めにより、他の先進国市場および新興国市場と比較して米国株式をオーバーウェイトに切り替えます。
- **債券**では、クレジット・リスクを低く、デレートを高く設定し、高利回り債よりも投資適格債とソブリン債を選好しています。現在の状況はクレジットスプレッドに大きなリスクを示唆するものではありませんが、成長期待の下方修正は、景気循環の底値からのスプレッドの若干の拡大と債券利回りの低下を伴う可能性が高く、より高品質でデレートの長い資産を選好します。ソブリン債については、インフレ圧力が引き続き低下していることから、インフレ連動債よりも一般債を選好しています。(図5)
- **為替**では、世界経済のマイナス成長と、世界の他国に比べて金融政策が引き締められていることから、米ドルをオーバーウェイトとしています。先進国市場では、スイスフラン、日本円、オーストラリアドル、カナダドルよりも、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、シンガポールドルを選好しています。新興国市場では、韓国ウォン、台湾ドル、フィリピンペソ、中国人民元などの低利回りで割高な通貨よりも、コロンビアペソ、ブラジルリアル、インドルピー、インドネシアルピア、メキシコペソなどの魅力的なバリュエーションの高利回り通貨を選好しています。

図表6：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、米国株、ディフェンシブセクター、高格付けクレジットを選好

● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング

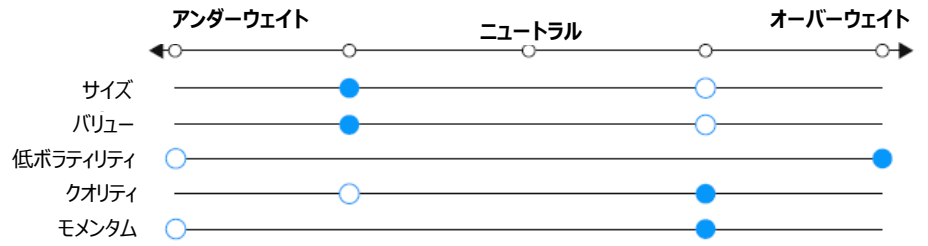


出所：Invesco Solutions, 2024年8月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

3.クレジット・リスクは、DTS（デレイト×スプレッド）で計測。

図表7：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

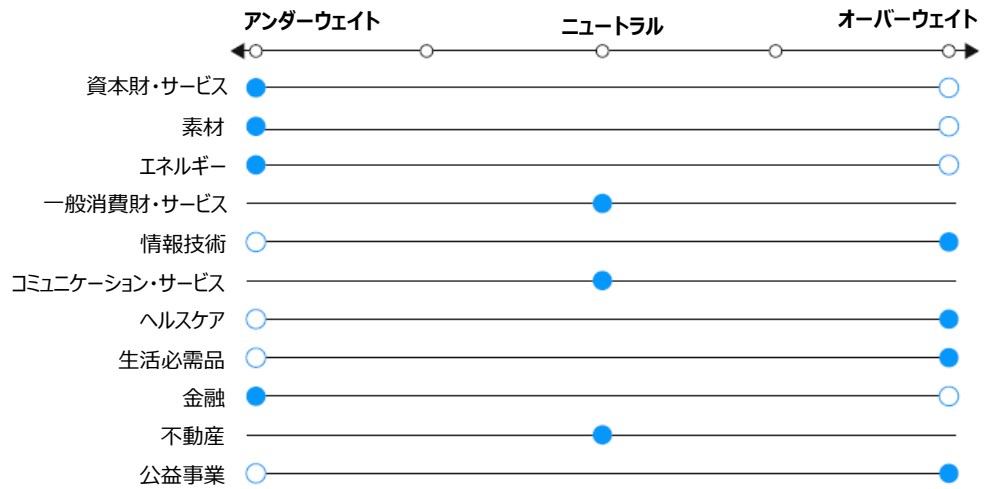
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年8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8：戦術的資産配分のポジショニング（セクター）

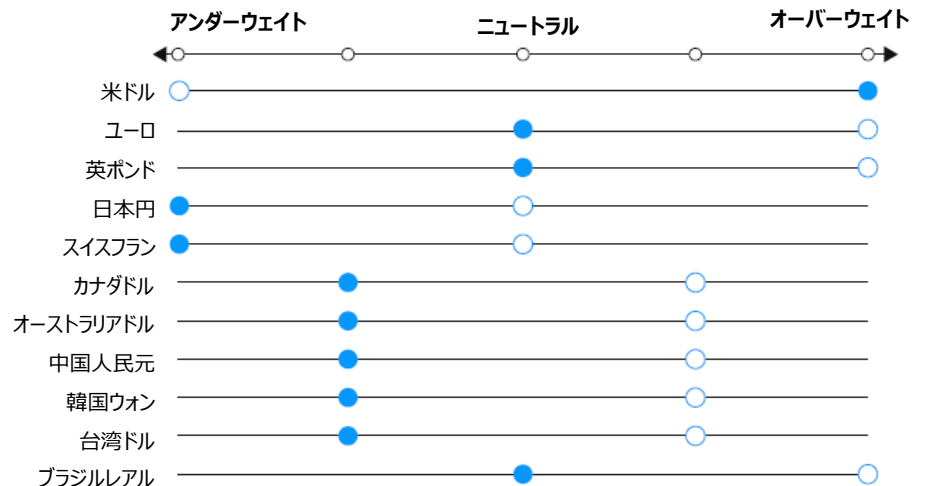
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年8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9：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

先進国市場では中立からアンダーウェイトの一方、米ドルはオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年8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
