

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年12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。株式対比で債券をオーバーウェイトとし、米国株、ディフェンシブな株式セクター、および長めのデュレーションと高格付けクレジットを選好します。



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

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。

要約

- 米大統領選の結果は、一見、市場サイクルの急変を表しているように見えるものの、当社はこの見方に懐疑的です。むしろ、2016年の米大統領選後の状況を貴重な教訓として注目しています。金融市場は速やかに新たな情報を吸収し、結果的に金融政策、成長サイクル、インフレといった伝統的なパフォーマンスの変動要因に焦点を合わせるようになるでしょう。
- 当社のレジーム認識は、依然として縮小となっています。ベンチマーク対比でディフェンシブな資産配分を維持し、債券を株式対比でオーバーウェイトとし、米国株を先進国株式やエマージング国株式より選好し、ディフェンシブ・セクター（クオリティ、低ボラティリティ）をオーバーウェイトしています。債券では引き続きデュレーションをオーバーウェイトし、クレジット・リスクをアンダーウェイトしています。また、為替に関しては米ドルをオーバーウェイトを維持しています。

マクロ・アップデート

米大統領選後、米国経済の成長見通しが好感されたにもかかわらず、グローバルな通商政策をめぐる不透明感が、引き続き世界の金融市場の足かせとなっています。その結果、米国以外の市場センチメントにも影響を及ぼしています。リスク選好の度合いを計測するバロメーターは、過去1か月間で小幅に改善したものの、まだ十分に株価のリバウンドや、相場サイクルの転換点を示すには至っておりません。しかしながら、世界の経済成長は概ね安定的に推移しております。一方、当社のマクロ・レジーム認識は縮小傾向を示しており、世界経済が長期トレンドを下回り、減速する環境にあることを示しています（**図表1**および**図表2**）。9月から11月にかけては、予想通り、中国が景気回復のための金融・財政政策を発表したことにより、中国株式市場のボラティリティが高まりました。その後、中国の景気先行指標は安定化し、製造業調査、住宅建設指標、鉱工業生産指数、金融政策情勢などが改善を示しています。最近のコメントで示したように、当社は中国とアジア全体の動向を引き続き注視しています。また、まだ実現はしていませんが、先進国市場と関係の深い同地域の企業業績が、循環的に回復していく初期の兆候を捉えようとしています。



我々のマクロ・レジーム認識は、依然として縮小体制にあり、世界経済が長期的な成長トレンドを下回り、減速する可能性が高い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	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11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。

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

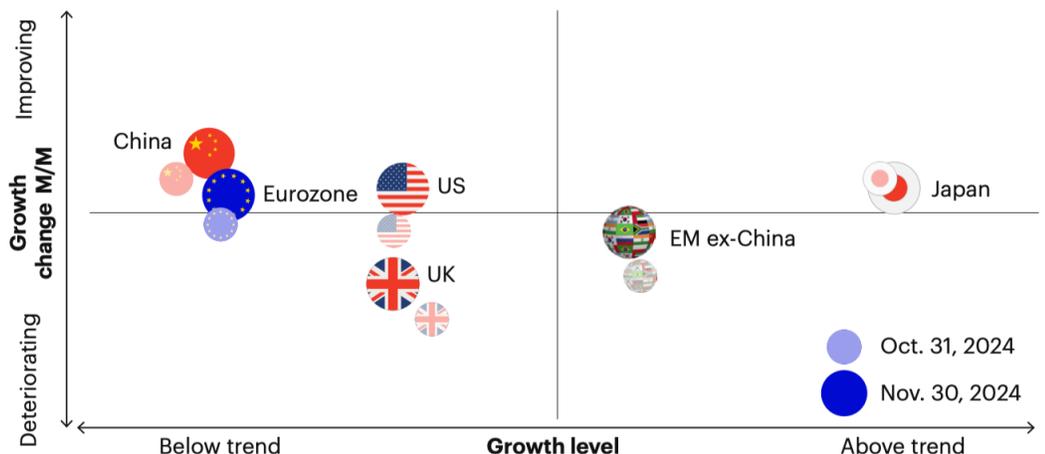


出所：Invesco Solutions、2024年11月30日現在。



中国の景気先行指標は安定化し、製造業調査、住宅建設指標、鋳工業生産指数、金融政策情勢などが改善しています。

図表1c：世界の経済成長は安定しており、回復が出遅れている中国やユーロ圏は、米国とともに改善している。



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11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。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。

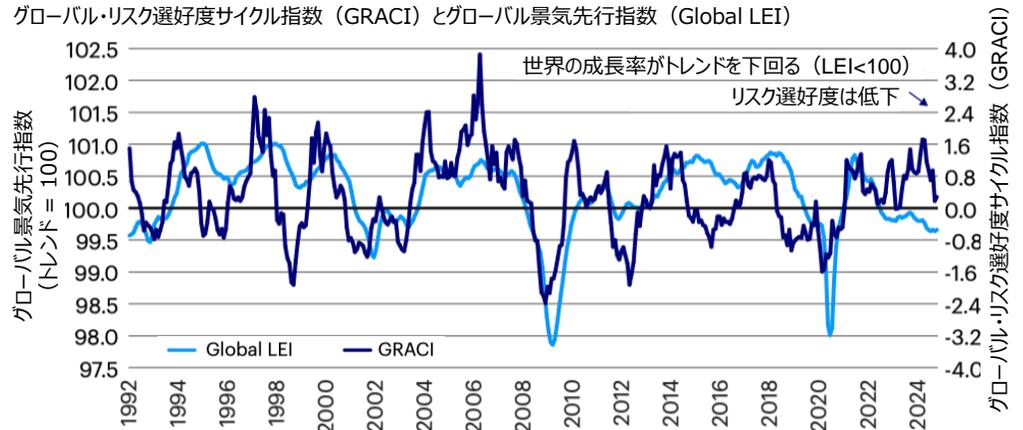


米大統領選後、米国経済の成長見通しが好感されたにもかかわらず、グローバルな通商政策をめぐる不透明感が、引き続き世界の金融市場の足かせとなっています。



米大統領選の結果は、一見、市場サイクルの突然の変化を表している一方で、米国の経済政策の方向性により、今後1年程度はリスク資産価格に明らかな影響を与えるかもしれません。しかしながら、当社はこの見方に懐疑的で、2016年の米大統領選後の状況を貴重な教訓として注目しています。

図表2：世界的にリスク選好は減速し、景気先行指数は安定的に推移するも長期トレンドを下回っている



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11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。

米大統領選後の市場を振り返る：2016年から2017年の教訓

過去1カ月、米大統領選の結果が世界の金融市場における変動要因となり、資産クラス全体で2つの主要テーマが織り込まれました。すなわち、米国による財政政策の拡大により、米国経済が大きく成長すると見られるプラス要因と、米国の関税引き上げによって、世界の貿易体制の不確実性が高まり、世界経済が大きく減速すると予想されるマイナス要因です。トランプ次期大統領は選挙期間中、中国からの輸入品に最大60%、その他の国からの輸入品には10~20%の関税をかけることを示唆しました。11月末の段階では、次期トランプ政権は早ければ就任初日に、メキシコとカナダからの輸入品に25%の関税を課すと発表しています。かかる環境下、世界の株式・為替市場はネガティブな情報を素早く織り込みました¹。米大統領選の結果は、一見、市場サイクルの急変を表しているように見えるものの、米国の中期的な経済政策の内容によって、今後半年から1年程度は資産価格に多大な影響を与えるように見えたりするかもしれません。しかしながら、当社はこの見方に懐疑的です。むしろ、2016年の米大統領選後の状況を貴重な教訓として注目しています。2016年の米大統領選後、今回と同様、2つの経済政策が金融市場の主要な牽引役として注目されていました。つまり、米国の財政拡大と輸入関税の引き上げです。実際、2016年の米大統領選直後の1カ月間、当時の主要な資産クラスの相対的なパフォーマンスは、今回のパフォーマンスとほぼ同じでした。米国小型株は大型株を上回り、米国株は他先進国株を上回り、新興国株式市場は出遅れていました（図3a）。しかしながら、2017年に入ると、世界の株式市場におけるこの相対的なパフォーマンスはほぼ完全に反転しました。つまり、米国小型株は米国大型株を下回り、米国株は他先進国株や新興国株を下回り、新興国株が最もパフォーマンスの良い資産クラスとなりました。同様に、米国債も当初大きく売られた後は安定し、財政拡大と関税上昇の懸念にもかかわらず、2017年には小幅なプラスリターンとなりました（図3b）。その際、何が起こったのでしょうか。そして、それらの政策が実現しなかったのでしょうか？いいえそうではありません。財政拡大と国際貿易体制の不確実性は、その後数年間、顕著な特徴となりました。しかしながら、特に世界経済は、中国と欧州による在庫循環が拡充されたことで、2010年以来最も同調的かつ堅調な景気拡大となりました²。

もっとも、ここで明らかにしたいことは、当社が2025年の金融市場が、2017年と同じパターンを踏襲するという先入観を持っていないことです。むしろ、過去を振り返ってみると、金融市場が新たな情報を速やかに咀嚼し、数年にわたる経済政策の方向性でさえも数週間で織り込むということを、当社は強調したいと存じます。いずれ金融市場は、新たな情報や金融政策の方向性、経済成長サイクル、インフレといった、各資産のパフォーマンスに影響がある従来からの変動要因に集中するようになるでしょう。したがって、規律ある投資プロセスを遵守すること、経済・金融データを緻密に分析すること、それらを資産配分の決定に役立てること、不確実性の高い短期トレンドを長期トレンドに混同させてはならないこと、などの重要性を再確認したいと存じます。

1.ブルームバーグ。2024年12月1日。「A roadmap through the drama and realities of Trump's trade war」から引用。

2. 以下の記事を参照。
 "Global growth hasn't looked this synchronized since 2010"
 Bloomberg, March 2017
 "The global economy enjoys a synchronized upswing"
 The Economist, March 2017
 "IMF hails broadest upsurge in global growth since 2010"
 The Financial Times, January 2018.



ここで明らかにしたいことは、当社が2025年の金融市場が、2017年と同じパターンを踏襲するという先入観を持っていないことです。むしろ、過去を振り返ってみると、金融市場が新たな情報を速やかに咀嚼し、数年にわたる経済政策の方向性でさえも数週間で織り込むということを、当社は強調したいと存じます。



ソブリン債については、足元ではインフレ鈍化スピードが緩慢なため、物価連動国債を利付債に対し小幅なオーバーウェイトを維持しました。

図表3：2016年の米大統領選トレードと注意点

図3a：歴史は韻を踏む。
米大統領選挙後、財政拡大と関税引き上げを背景とした、世界の金融市場の1カ月間の動き。

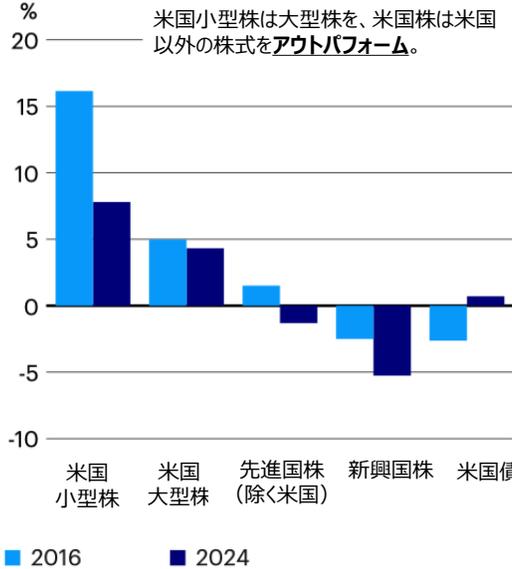
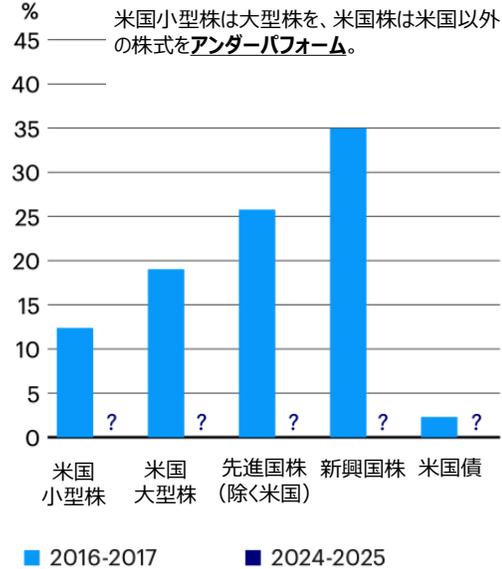


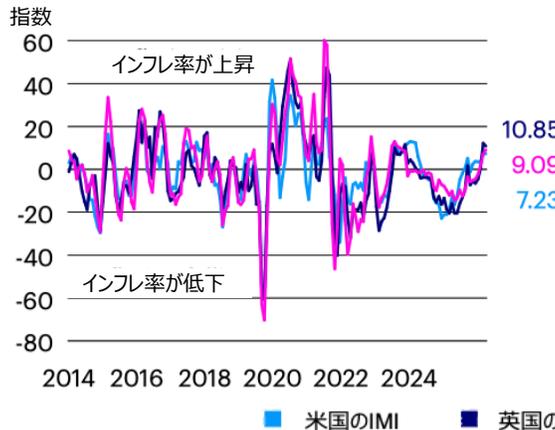
図3b：パフォーマンスは逆行。
米大統領選挙後、12カ月が経過すると様々な経済政策動向が織り込まれ、金融市場は異なる投資テーマを模索。



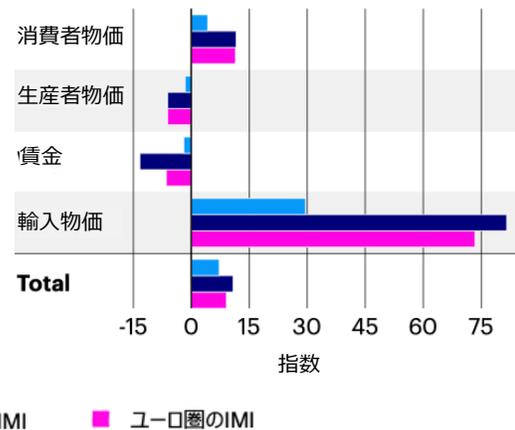
出所：ブルームバーグ、Invesco。2016年8月11日から2016年8月12日、および、2024年5月11日から2024年1月12日の期間をカバーする米国選挙後の1カ月のパフォーマンス。2016年12月8日から2017年12月31日の期間をカバーする、米国選挙後の12カ月間のパフォーマンス。米国小型株、米国大型株、先進国株（除く米国）、新興国株、米国債のトータル・リターンは、それぞれRussell 2000、S&P 500、MSCI EAFE、MSCI Emerging Markets、Bloomberg US Treasury各指数のそれぞれのリターンです。

図表4：最近ではインフレ鈍化スピードが悪化する展開。商品や財の価格が上昇傾向

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11月30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。



今月はポートフォリオの変更はありません。

投資ポジショニング

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³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⁴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4~7)。特に、次の点が挙げられます。

詳細：

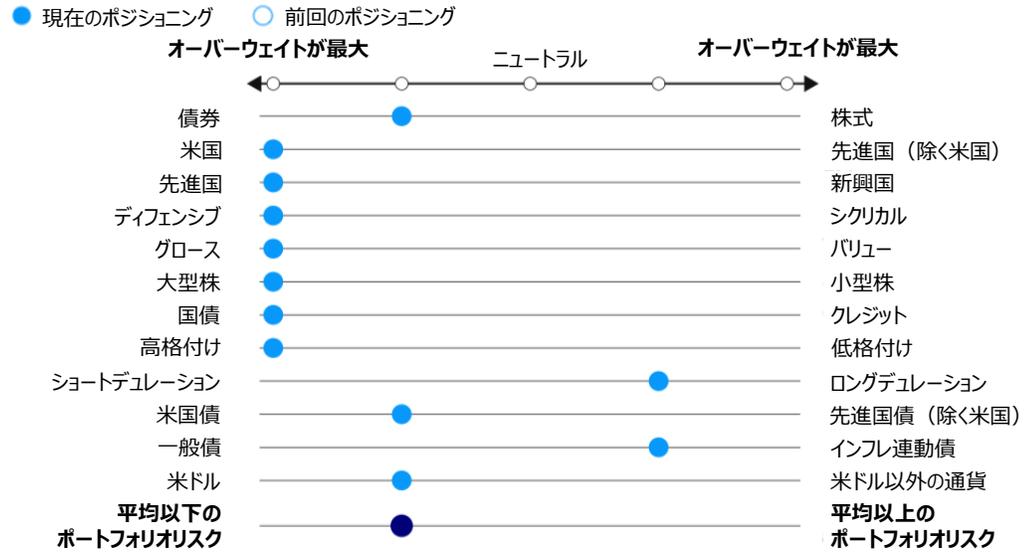
- **株式**では、バリュー株、中型株、小型株よりも大型株をオーバーウェイトし、クオリティと低ボラティリティの特性を持つディフェンシブセクターをオーバーウェイトとしています。メガキャップの高クオリティ銘柄への市場集中度が高く、ポジションが長期化しているにもかかわらず、株式市場の平均回帰シナリオでは、クオリティと低ボラティリティの特性の組み合わせが下振れリスクの緩和をもたらすと予想しています。したがって、金融、工業、素材、エネルギーなどの循環セクターよりも、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーなどのディフェンシブセクターへのエクスポージャーを選好します。地域の観点からは、世界的なリスク選好度の下振れ、米国企業業績の上方修正期待や、米ドルが選好されやすい地合いであることなどを背景に、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維持します。
- **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。過去1か月、信用スプレッドは一段と縮小し、クレジット市場の底堅さを明示しています。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、デysinフレが見られなくなっていることから、一般債に対しインフレ連動債を僅かにオーバーウェイトを維持いたします。(図4)
- **為替**では、他通貨との金利差が縮小しているため、米ドルを適切な水準でオーバーウェイトに維持しています。しかしながら、相対的に米国金利が高水準で推移している一方、世界の経済成長における予想外の下振れリスクもあり得ることから、依然として米ドルを選好しています。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、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、ブラジルレアル、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。

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

4. クレジット・リスクは、DTS (デレーション×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（相対比較）

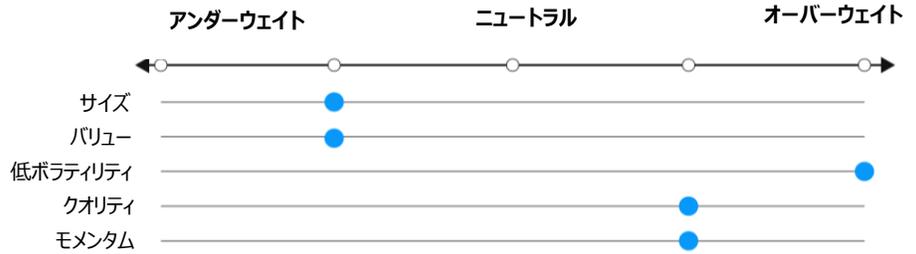
ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、米国株、ディフェンシブセクター、高格付けクレジットを選好



出所：Invesco Solutions、2024年12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）

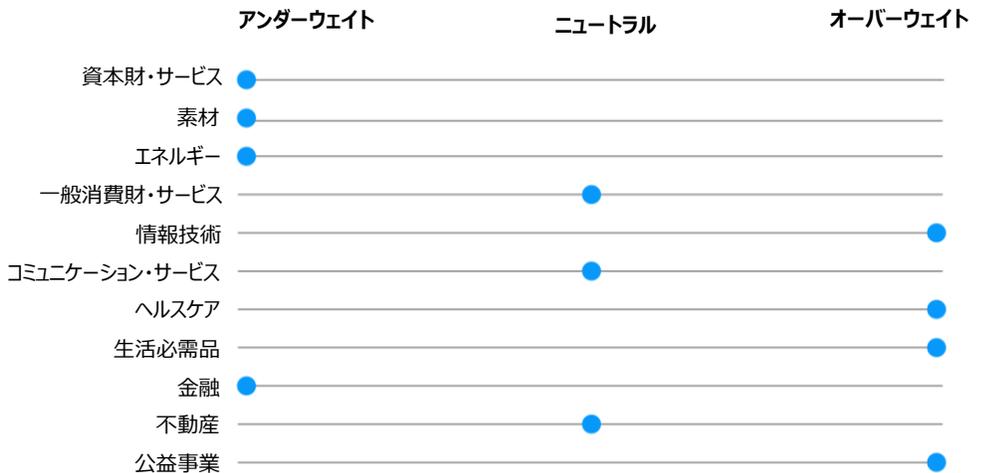
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年12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）

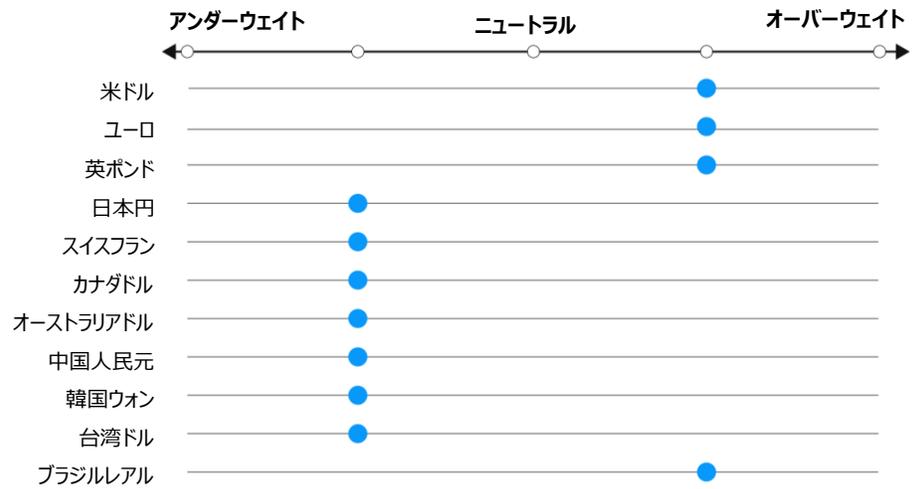
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年12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7：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

米ドルはオーバーウェイト。先進国通貨の中ではユーロ、英国ポンドを選好。



出所：Invesco Solutions、2024年11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
