

## Tactical Asset Allocation

### 戦術的資産配分：2024年7月号

マクロフレームワークが景気後退局面に移行するにつれて、ディフェンシブなポートフォリオのポジショニングに移行します。

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。

### マクロ・アップデート

数ヶ月の安定の後、世界中の経済データは、特に先進国市場で成長の勢いが弱まっていることを示しています。最も顕著な低下は米国の先行経済指標で記録されており、2022年夏以来の最大の月間低下となり、過去数か月間私たちが警告してきた傾向を裏付けています。減速は経済セクター全体に広がっており、企業調査や消費者調査、住宅指標が弱まり、過去の利上げやイールドカーブの逆転による遅延効果により金融環境が引き締められています。過去に議論したように、金融政策の遅延効果は数四半期にわたって先行経済指標の足かせになると予想しています。さらに、小売売上高などの遅行指標もコンセンサス予想に比べて大幅な下方修正とマイナスのサプライズが見られ、2024年第2四半期の成長の勢いが当初の見積もりよりも弱まることを裏付けています。その他の先進国も日本を筆頭に緩やかな減速を経験しており、ユーロ圏と英国は安定しているものの、長期トレンド成長を下回っています。中国とその他の新興市場の先行指標は、安定したトレンドを下回る成長環境を裏付けています。

金融市場に目を向けると、12か月にわたる着実な改善の後、当社の世界リスク選好度のバロメーターは、市場センチメントの大幅な変化を示しています。これは、世界経済の成長モメンタムの弱まりと将来の成長期待のピークの組み合わせを反映している可能性があります。その結果、当社のマクロ体制フレームワークは、2023年第2四半期に最後に記録された景気後退局面に戻り、すべての主要地域でトレンドを下回り、成長期待が減速している環境を示しています（**図1a-c**および**2**をご参照）



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

- 成長の勢いが鈍化し、リスク選好度が低下していることは、成長期待の下方修正を示しています。当社のマクロフレームワークは、世界経済の景気後退局面で、リスクの高い資産クラスとより安全な資産クラスのパフォーマンスの収束を示しています。
- グローバル戦術的配分モデル<sup>1</sup>では、ポートフォリオのリスクをアンダーウェイトし、株式よりも債券、米国株式、クオリティ、低ボラティリティを 선호しています。低格付けクレジットをアンダーウェイト、デュレーションと米ドルをオーバーウェイトしています。

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



私たちのフレームワークは、2023年第2四半期に最後に記録された景気後退局面に戻り、すべての主要地域においてトレンドを下回り、成長期待が減速する環境を示唆しています。

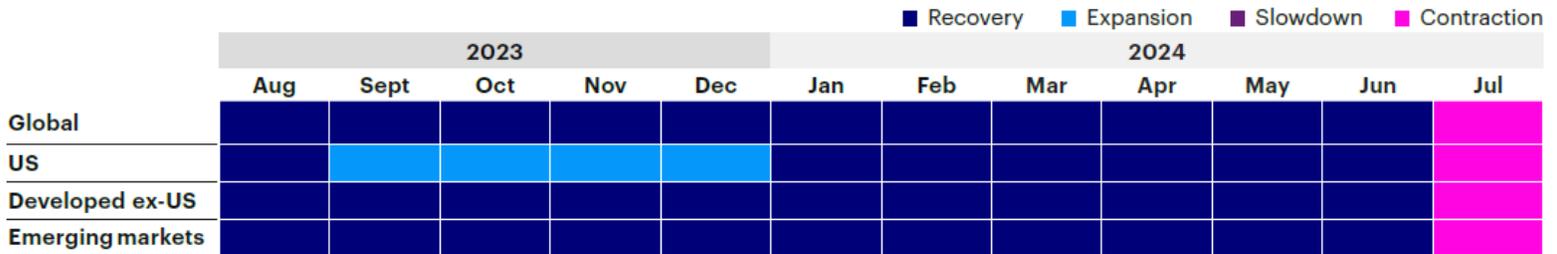
図表1a：マクロ・レジーム認識は景気後退を示唆

		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。

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

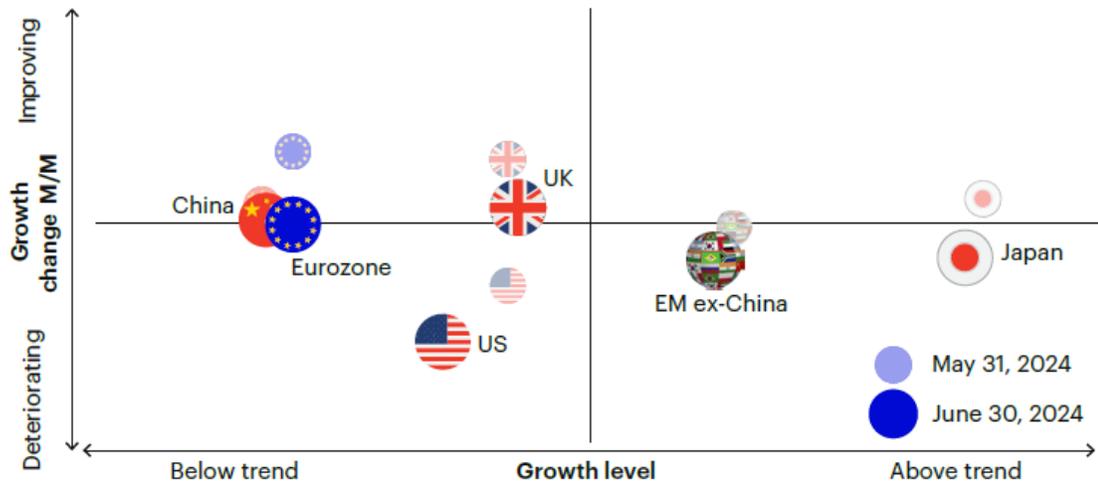


出所：Invesco Solutions、2024年6月30日現在。



最も顕著な低下は米国の先行経済指標に記録されており、2022年夏以来最大の月間の低下となっています。

図表1c：米国をはじめとする成長モメンタムの減速が全ての主要地域に波及

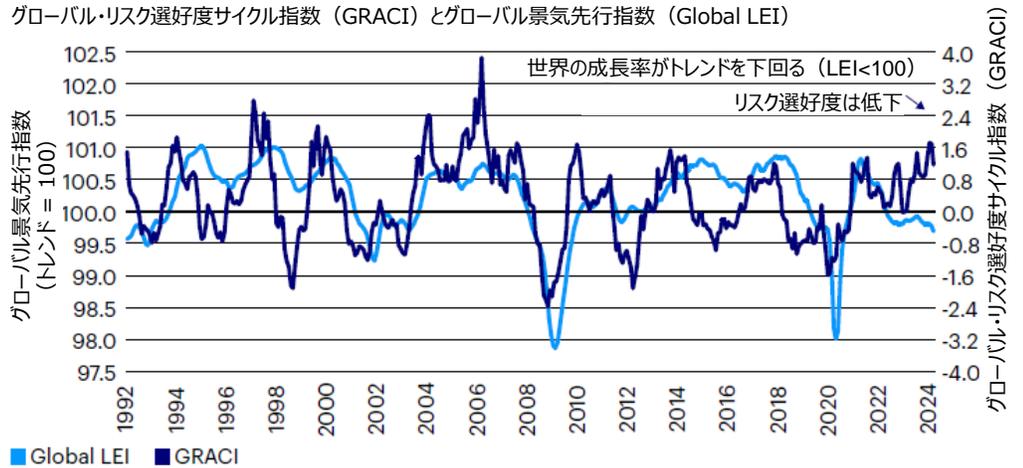


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2024年6月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



12か月にわたる着実な改善の後、当社の世界的リスク選好度の指標は、市場センチメントの大幅な下振れを示唆しており、これはおそらく世界的成長の勢いの鈍化と将来の成長期待のピークの組み合わせを反映しているものと思われます。

図表2：世界のリスク選好は減速し始めており、長期的な平均に戻る可能性が高い



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。

今後12か月以内に景気後退が発生する可能性はどの程度ですか？

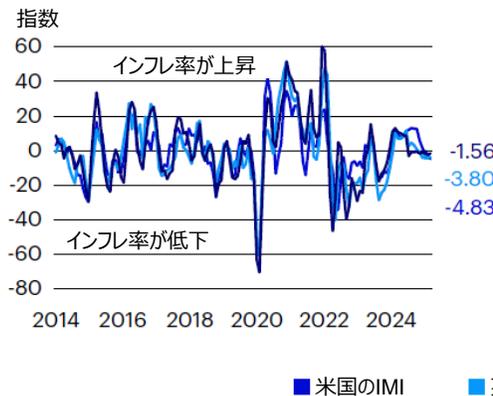
当社のフレームワークでは、景気後退レジームはトレンドを下回り、成長が減速する環境と定義されています。現在、世界的に成長は確実にプラス圏にあり、先進国市場は1～2%の成長を遂げており、コンセンサス予想では今後2年間で同様の成長率を示しています。ただし、図2に示すように、金融市場のリスクセンチメントは、利下げと堅調な労働市場の成長への期待に支えられ、過去1年間で重要な循環的な回復をすでに織り込んでいます。当社の指標の最新の動向に基づく、今後数か月で成長予想が下方修正され、世界的なリスク選好度がピークに達して長期平均に回帰し、リスクの高い資産クラスとより安全な資産クラスのパフォーマンスが収束すると予想されます。当社の見解では、このマクロ環境は減速の到来と一致していますが、概ね安定した消費、金融市場の限定的な変動、低く安定した信用スプレッドを考えると、差し迫った景気後退リスクを示すものではありません。それでも、市場センチメントの循環的なピークと低成長環境が相まって、過去12か月間の景気循環的な姿勢に比べて、よりディフェンシブなポートフォリオのポジショニングが必要になります。



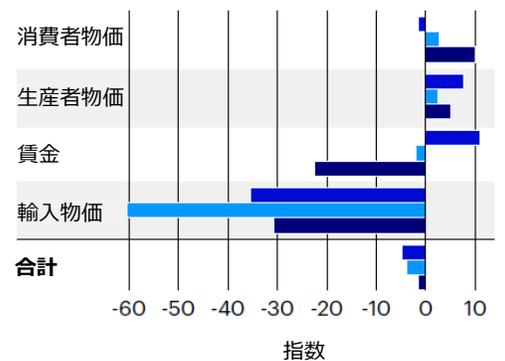
私たちの見解では、このマクロ環境は景気減速の到来と一致しますが、概ね安定した消費、金融市場の限定的な変動、そして低く安定した信用スプレッドを考慮すると、差し迫った景気後退リスクを示唆するものではありません。

図表3：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：カテゴリ別



最近の世界的なインフレの減速を踏まえ、当社はインフレ連動債よりも一般債を選好します。

出所：ブルームバーグ、2024年6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。



我々は、景気回復から景気後退局面への移行を踏まえ、ポートフォリオのポジションに顕著な変更を加え、よりディフェンシブなポジションを示しています。

市場集中度が高く、メガキャップ優良銘柄へのポジションが拡大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、優良銘柄と低ボラティリティ銘柄の組み合わせにより下落リスクが緩和されると予想しています。

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、より高格付けでデュレーションの長い資産に有利となります。

他の主要通貨との金利差が再び拡大していること、および世界経済の成長がコンセンサス予想に比べて予想外に下振れしていることから、当社は米ドルをオーバーウェイトとしています。

## 投資ポジショニング

景気回復から景気後退への移行を踏まえ、ポートフォリオのポジショニングに顕著な変更を加え、よりディフェンシブなポジションを構築しています。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抑え、債券と比較して株式をアンダーウェイトにし、米国株式とクオリティや低ボラティリティなどのディフェンシブセクターを選好しています。債券では、クレジット・リスク<sup>2</sup>をベンチマークと比較してアンダーウェイトに抑え、投資適格格付けとソブリン債券を通じてデュレーションをオーバーウェイトにし、低格付けセクターをアンダーウェイトにしています（図4～7ご参照）

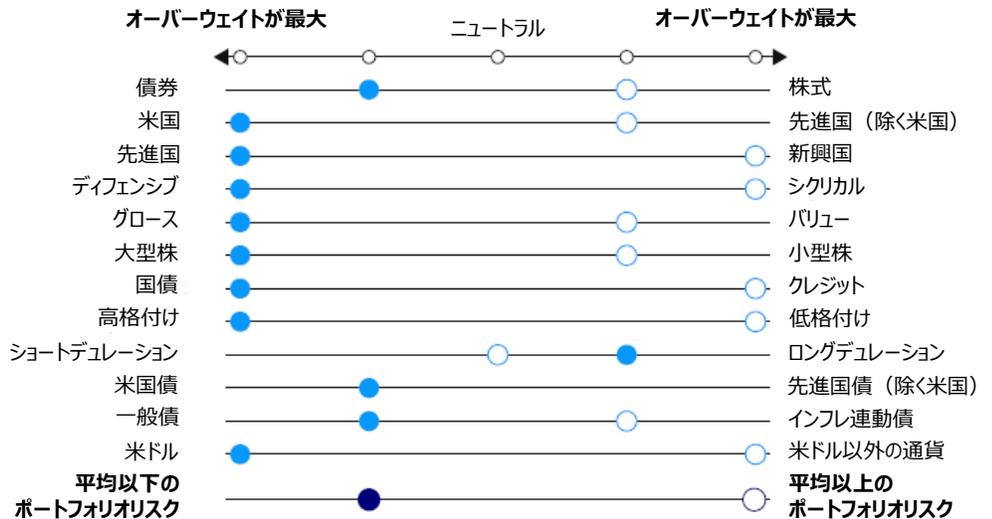
詳細：

- **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・リスクをアンダーウェイトにし、デュレーションをオーバーウェイトにし、高利回り債よりも投資適格債とソブリン債を好みます。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、サイクルの底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、より高格付けでデュレーションの高い資産を選好します。国債については、最近の世界的なインフレ減速を踏まえ、インフレ連動債よりも一般債を選好します。
- **為替**では、他の主要通貨との金利差が再び拡大し、世界経済がコンセンサス予想に比べて予想外に下振れしていることから、米ドルをオーバーウェイトとします。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ます。新興国市場では、韓国ウォン、メキシコペソ、フィリピンペソ、中国人民元など利回りが低く、より高価な通貨よりも、コロンビアペソ、ブラジルレアル、南アフリカランド、インドネシアルピアなど、魅力的なバリュエーションの高利回り通貨を選好します。

図表4：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

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

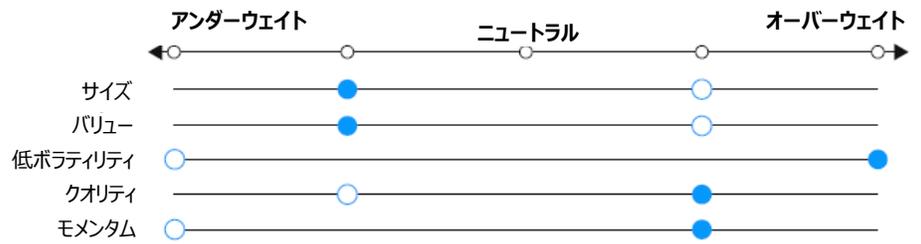


出所：Invesco Solutions, 2024年7月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

2. 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。

### 図表5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

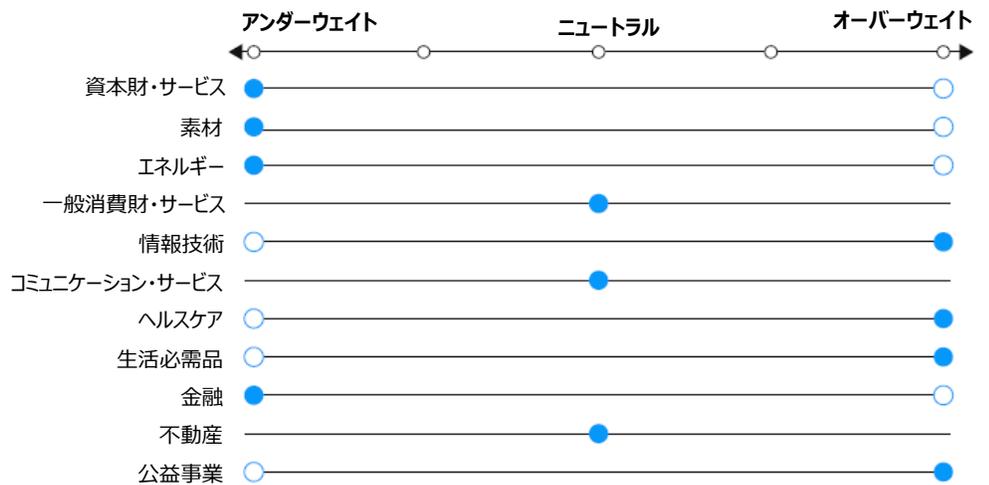
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



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）

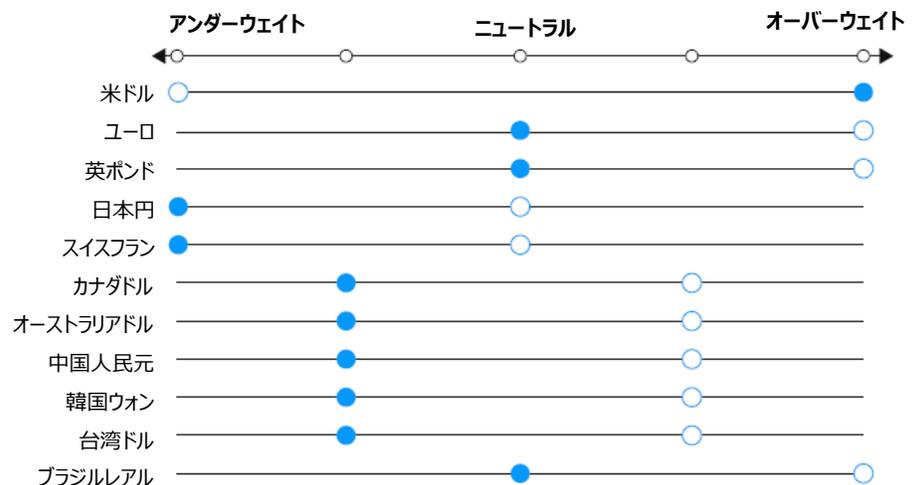
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



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）

他の主要通貨との金利差の拡大と世界経済の成長予想の下振れにより、米ドルをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024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。

---

## 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