

## Tactical Asset Allocation

### 戦術的資産配分：2024年5月号

# リスク選好度は引き続き増加しており、株式、クレジット、シクリカルファクター、先進国（除く米国）株式をオーバーウェイト

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

世界中の安定した経済状況は、マクロ市場や金融市場のボラティリティを低下させ続けています。経済データの発表は、各地域のコンセンサスに対して小幅ながら着実にアウトパフォームしており、成長期待の上方修正と投資家のリスク選好の高まりをもたらしています。

このような背景の下、直近1か月間、強気な市場トレンドが更に高まりました。世界の株式市場は債券市場をアウトパフォームしました。クレジット・スプレッドは、投資適格社債、ハイ・イールド債、新興国ソブリン債全体で縮小し、世界的な景気後退サイクルが始まる前の2021年半ばの水準に達しています。その結果、世界のリスク選好度を示すバロメーターは過去1か月間に顕著な上昇を示し、直近の高値を上回り、中期的にリスク資産に追い風が吹く可能性を示唆しています（**図表1~2**をご参照）。最も注目すべきは、3月の株式市場のパフォーマンスが、クオリティや低ボラティリティといったよりディフェンシブな特性に対して、バリュー株や中小型株といった、よりシクリカルなセクターやファクターへと広がりを見せたことです（**図表3**をご参照）。ソリューションでは、最近のレポートで触れてきましたように、この広範な循環的参加が続くと予想しており、2023年半ば以降、クレジット市場が示してきた成長見通しの改善を裏付けるものと見ています。

### 要約

- 世界の株式市場と債券市場の最近のパフォーマンスの低下は主に、割引利回りの上昇と市場の利下げ期待の低下が反映されております。しかし、リスク選好度や成長期待は改善しつつあります。
- グローバル戦術的配分モデル<sup>1</sup>では、引き続きポートフォリオのリスクをオーバーウェイトし、債券よりも株式、米国以外の株式、バリュー株、中小型株を選好しています。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、資産クラス間の相対的なパフォーマンス指標が示すように、投資家のリスク選好と成長期待が実際に改善していることを示唆しています。

図表1a：マクロ・レジーム認識は引き続き回復期を示す

|             | 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 | 成長期待が改善         | 回復期      |
| 米国          | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 先進国（除く米国）   | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 欧州          | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 英国          | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 日本          | 長期トレンドを上回る |                 | 拡大期      |
| 新興国市場       | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 中国          | 長期トレンドを下回る |                 | 回復期      |
| 新興国市場（除く中国） | 長期トレンドを上回る |                 | 拡大期      |

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4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。

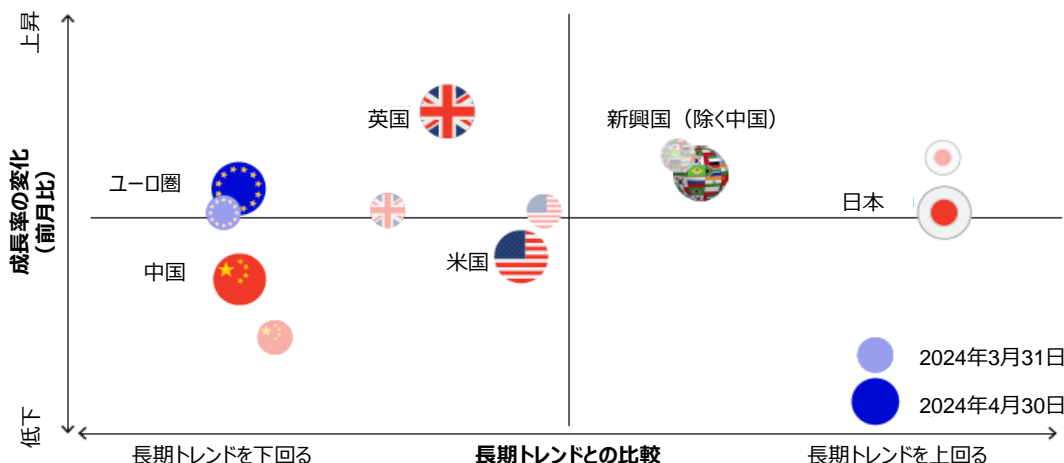
図表1b：直近12カ月の地域別マクロ・レジームの推移

世界経済は回復局面にあり、景気先行指数（LEI）は長期トレンドを下回り、成長期待は改善している



出所：Invesco Solutions、2024年4月30日現在。

図表1c：ユーロ圏、英国、中国を除く新興国市場は徐々に改善

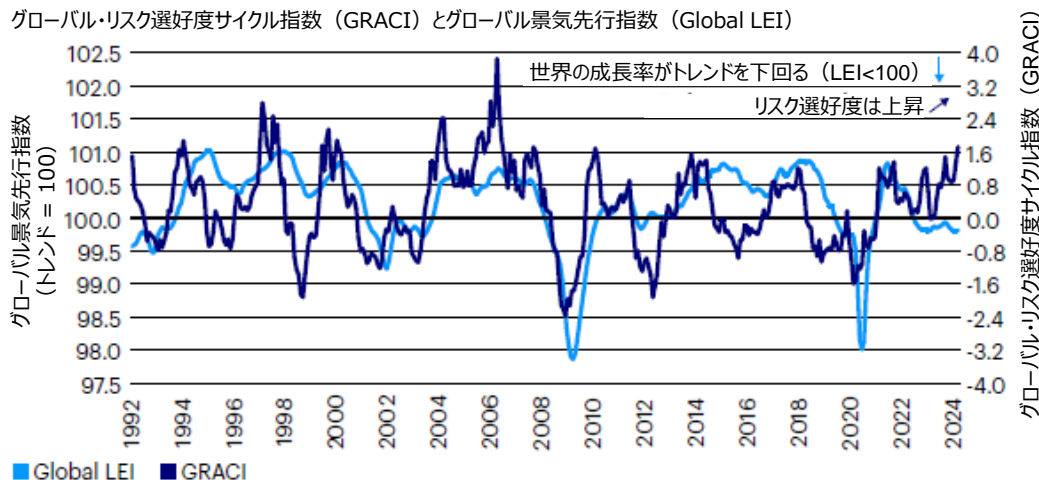


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2024年4月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界的なリスク選好度は今サイクルの最高値に達し、成長への期待が高まっていることを示している

**図表2：最近の世界株のパフォーマンスは低迷しているにもかかわらず、リスク選好度は引き続き改善しており、新興株がアウトパフォームし、信用スプレッドが縮小**

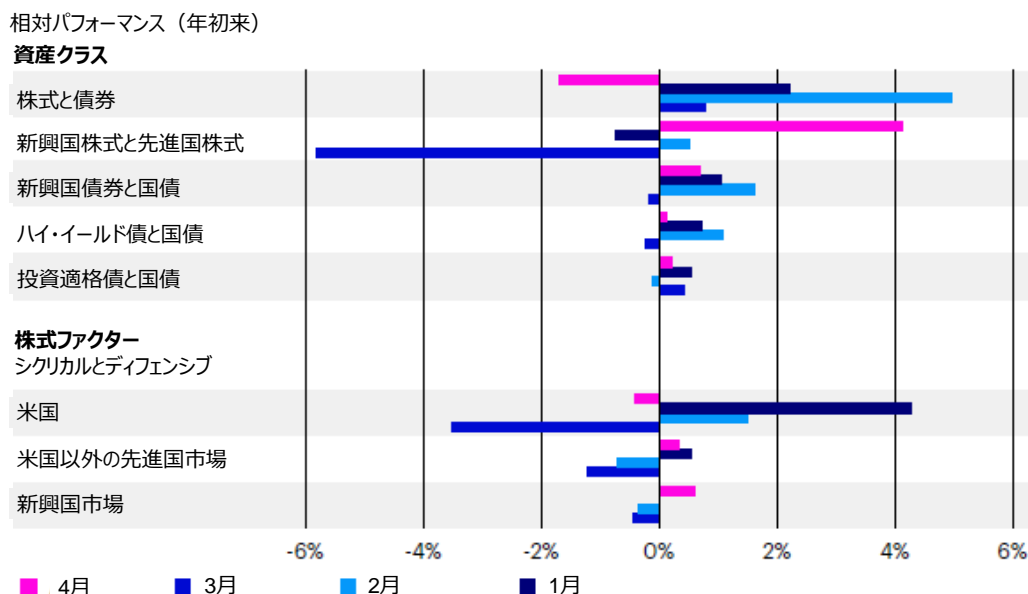


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2024年4月30日までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



株式市場のパフォーマンスは、高くオトリティのメガキャップのテクノロジー銘柄への集中から、成長期待の高まりを反映したよりシクリカルなセグメントに移行しています。

**図表3：クレジット市場は引き続き良好な成長見通しを織り込んでおり、新興市場株は最近のアンダーパフォーマンスをいづらか回復している**



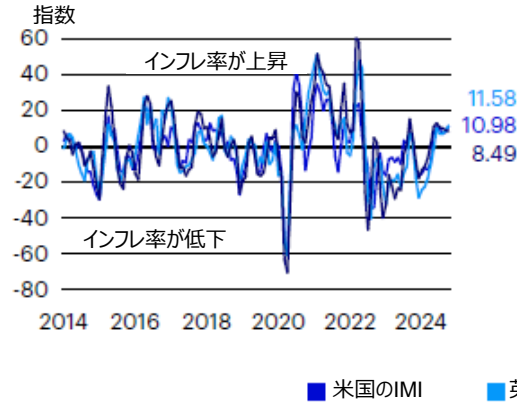
出所：ブルームバーグ、Invesco。2024年4月30日現在。株式：MSCI ACWI Net Return USD Index、債券：Bloomberg Global Aggregate USD Hedged、新興国株式：MSCI Emerging Markets TR Index、先進国株式：MSCI World TR Index、投資適格債：Bloomberg US Corporate Excess Return Index、ハイ・イールド債：Bloomberg US High Yield Excess Return Index、シクリカル・ファクター：Russell 2XSize/2XValue 5% capped total return index、ディフェンシブ・ファクター：Russell 1000 2XQuality/2XLow Volatility 5% capped total return index and equivalent indices for FTSE Developed ex USA and FTSE Emerging Indices.



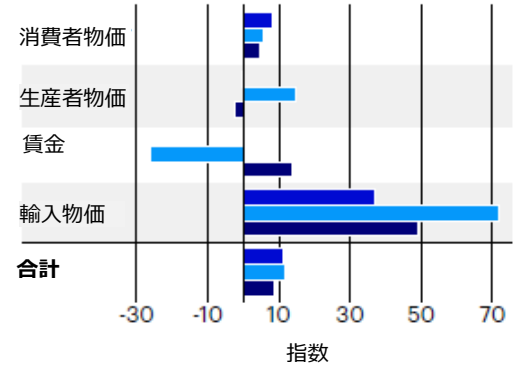
足元のインフレ上昇は回復力のある需要と堅調な雇用の兆候です。

図表4：各地域でインフレ率は緩やかに上昇

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



出所：ブルームバーグ、2024年4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。

## 投資ポジションニング

グローバル戦術的配分モデルでは、ベンチマーク対比のリスクをオーバーウェイトするスタンスを維持し、債券に対して株式をオーバーウェイトし、新興国市場、シクリカル・セクター、バリュー株、中小型株を選好します。米国株式に対して米国以外の先進国株式をオーバーウェイトします。債券では、低格付けセクターを通じ、クレジット・リスク<sup>2</sup>のオーバーウェイトを継続し、デュレーションは中立を維持し、一般債よりもインフレ連動債（TIPS）をオーバーウェイトしております。（図表5～8をご参照）。米ドルについては引き続きアンダーウェイトとします。

詳細：

- **株式**では、クオリティ、低ボラティリティ、モメンタム・ファクターよりも、バリュー株と中小型株のオーバーウェイトを継続します。成長率は安定しており、長期トレンドをわずかに下回る一方、世界的なリスク選好度は引き続き改善しており、成長期待の改善を示しています。このような背景により、歴史的には、営業レバレッジが高く、バリューや資本規模が小さいなどの成長期待の反発に対する感受性が高いシクリカルファクターが好まれてきました。また、最近のスタイル/ファクター間のパフォーマンスの収束により、株式市場への参加拡大の初期の兆候が見え始めています。私たちはヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーを犠牲にして、金融、工業、素材、エネルギーなどの景気循環セクターへのエクスポージャーを好みます。地域的な観点からは、リスク選好度の改善、米ドル安への期待、欧州成長の先行指標の改善に支えられ、当社は新興国市場と米国以外の先進国株式をオーバーウェイトしています。
- **債券**では、ハイ・イールド債、バンクローン、新興国ハード・カレンシー債を通じ、クレジット・リスクをオーバーウェイトしています。クレジット・スプレッドは引き続き徐々に縮小しております。リスク選好度の上昇と利回りへの到達という支援的なマクロ背景の中で、ボラティリティが抑制されているため、国債に対して安定した利回りの優位性がもたらされています。ソブリンでは、インフレの回復力と商品価格の上昇圧力を考慮して、米国と欧州の名目国債よりもTIPSをオーバーウェイトしています。
- **為替**では、循環的な回復局面には通常、米国以外の資産への強いリフレの流れが伴うため、米ドルをアンダ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、カナダドルと比較して、ユーロ、英国ポンド、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、中国人民元などの低利回りでも割高な通貨よりも、コロンビアペソ、ブラジルリアル、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を持つ高利回り通貨を好みます。しかし、当社はこれらの通貨が米ドル安シナリオで推移すると依然として予想しています。



成長率は安定しており、長期トレンドをわずかに下回る一方で、世界的なリスク選好度は引き続き改善しており、成長期待の改善を示しています。

これらは歴史的に好まれてきた営業レバレッジが高く、リバウンドに対する感度が高いバリュー、小型などのシクリカルファクターが選好されることを示唆しております。

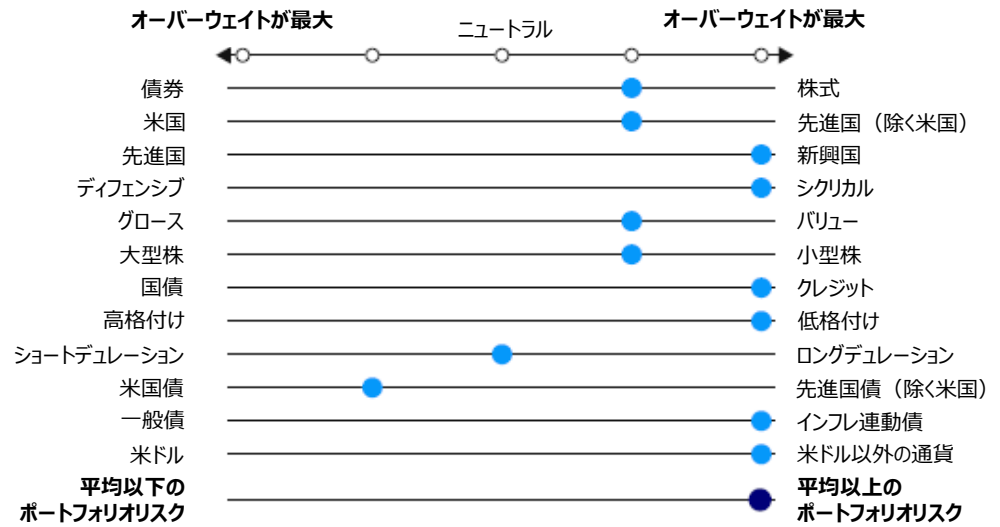
クレジット・スプレッドは引き続き徐々に縮小しています。リスク選好度の高まりと利回りへの到達という支援的なマクロ環境を背景に、ボラティリティが抑制されているため、国債に比べて安定した利回りの優位性が得られています。

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（相対比較）**

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、米国以外の株式、バリュー株、中小型株を選好

● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング

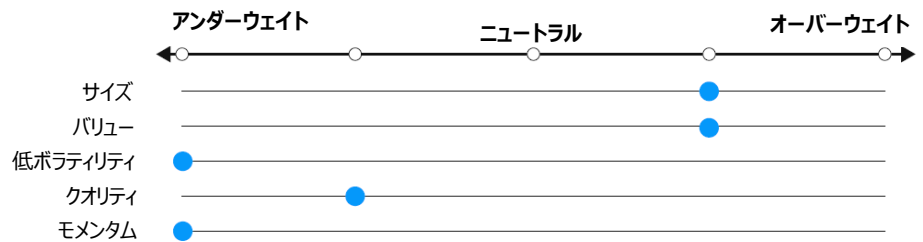


出所：Invesco Solutions、2024年5月1日。米ドル以外の通貨は、MSCI ACWIインデックスの通貨構成に代表される外国為替エクスポージャーで示されています。例示的目的のみ。

**図表6：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）**

バリュー、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

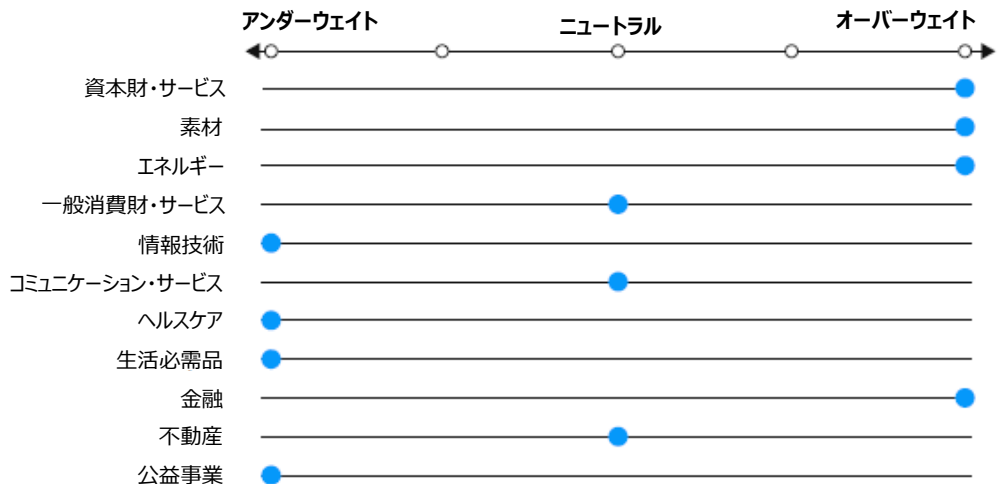
● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング



出所：Invesco Solutions、2024年5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）**

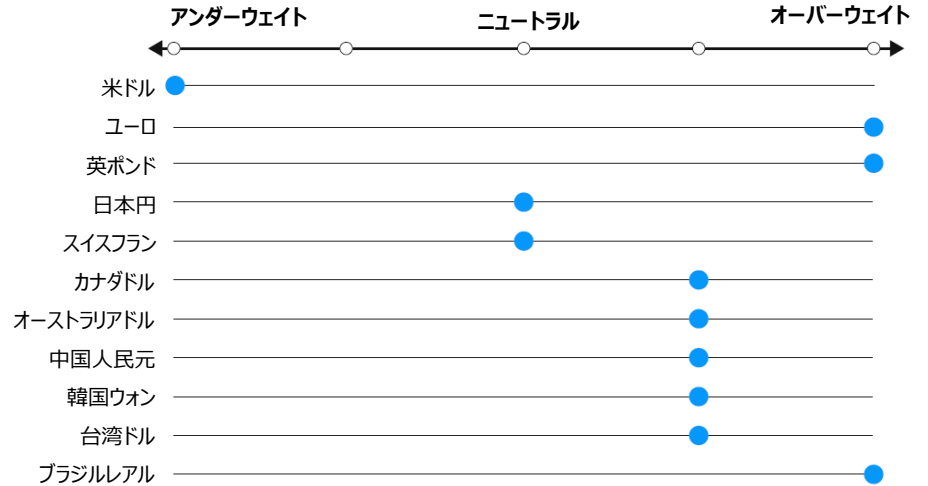
シクリカルを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年5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、ヘルスクエア、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8：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 Solutions、2024年5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