

## Tactical Asset Allocation

### 戦術的資産配分：2024年11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

- 9月末に中国の追加的景気刺激策が発表された後、中国株は9月下旬から上昇したリターンの約半分を失いました。当社は、中国経済を浮揚させるには、かつて米国、日本、欧州が行ったような不良債権処理のプロセスが必要だと認識しています。また、今後は、さらに巨額かつ長期的な景気刺激策が必要であると見えています。
- 本レポートの更新後、金融市場は米大統領選の結果を好感し、米国に予想外のプラスの成長期待があると判断しました。一方、世界市場への影響は依然として不透明であり、米国の財政支出拡大と輸入関税の引き上げという、2つの主要な経済政策の方向性に左右されると見えています。
- 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、米国株とディフェンシブ・セクター（クオリティ、低ボラティリティ）を選好しています。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としています。

#### マクロ・アップデート

米大統領選の結果に先立ち、当社のマクロ・レジーム認識は、7月以降、世界経済が依然として長期トレンドを下回り、経済成長が減速する環境にあることを示していました。一方、景気先行指数は、経済成長率が長期的なトレンドを下回りつつも、概ね安定的に推移しています。また、市場センチメントと成長期待は金融政策、各国の選挙、企業決算などによって変動する展開となりました。当社の分析によれば、10月末まで、世界の市場センチメントや成長期待が低下し、減速傾向にあることが示されています。この背景には、足元でリスク資産と安全資産のパフォーマンスが収束していることに加え、2023年以降にインフレが低下し、成長期待が大幅に改善し、堅調なパフォーマンスとなったゴールドロックス相場の寄与が薄まったことがあります。今回の米大統領選の結果、少なくとも米国資産には予想外の成長期待を持てることから、当社は今後数か月間、世界のリスク選好度の推移を観察し、ルールに基づくプロセスを通じて、上昇する市場センチメントが持続可能かどうかを判断したいと思います（**図表1**および**図表2**）。

10月は、株式、クレジット、国債は総じて小幅なマイナスリターンとなり、新興国株式と先進国株式（除く米国）は米国株式、クレジット、米国債のリターンを下回りました。一方、中国株は9月下旬から10月上旬にかけて大幅なプラスリターンとなりました。しかしながら、その後、中国当局による追加的景気刺激策の規模と内容に市場参加者が失望したことを受け、中国株は反落し、上昇分の約半分のリターンを失いました。前回のレポートで詳述したように、中国のマクロ経済を浮揚させるためには、より大規模な景気刺激策が必要であると指摘したように、中国株が軟調となったのは、まさに当社の予想と考え方に沿ったものになります。例えば、1930年代の米国、1990年代の日本、リーマンショック後の10年間の欧州など、歴史的な事例を鑑みると、民間部門に過度な負債が積み上がった後、資産価値の下落に対し不良債権処理を進めている際、金融緩和政策と安易な信用供与が有効ではないことが分かります。つまり、民間部門が一斉に負債削減を図り、貯蓄率を高め、内需を縮小させている際には、より大きな景気刺激策を導入し、民間需要の縮小分を相殺するため、公的部門が介入して需要を拡大する必要があります。



我々のマクロ・レジーム認識は、世界経済が長期的な成長率を下回り、減速する可能性が高いことを引き続き示唆しています。この投資環境は、7月以降、年末まで継続すると認識しています。

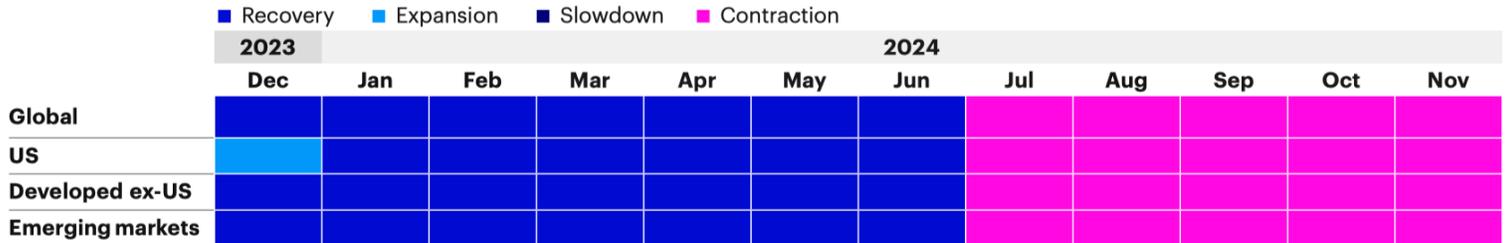
図表1a：マクロ・レジーム認識は景気後退を示唆

	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10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

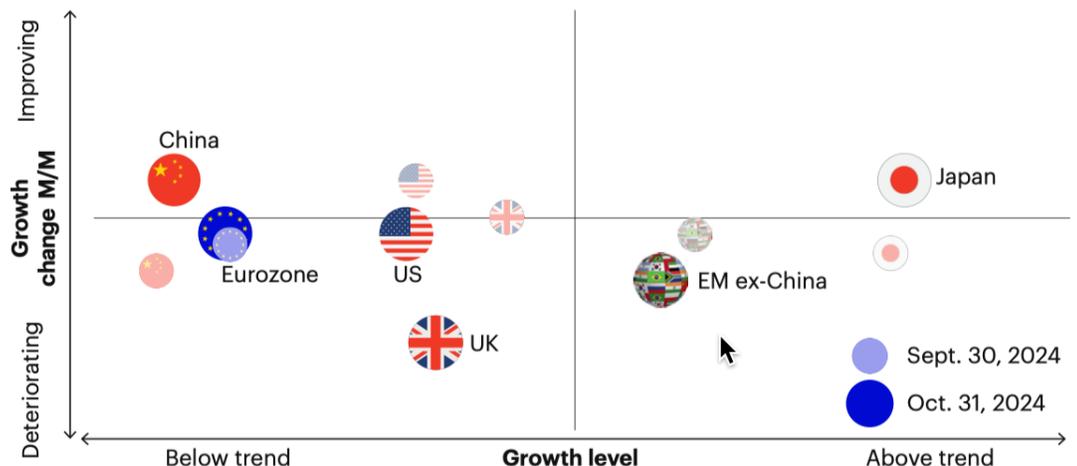


出所：Invesco Solutions、2024年10月31日現在。



景気先行指数は安定的に推移するものの、長期トレンドを下回ると見られています。

図表1c：米国、英国、ユーロ圏は悪化。中国は緩やかに改善しているものの、依然として長期トレンドを下回る。

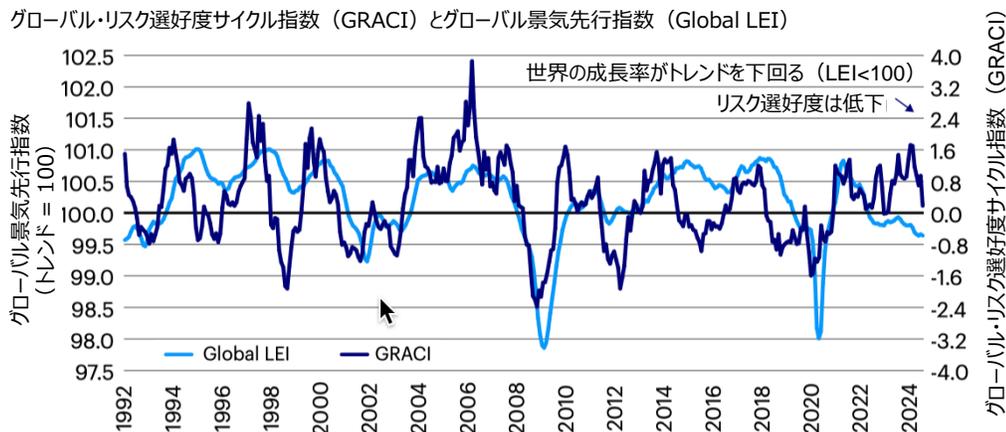


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2024年10月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



足元でリスク資産と安全資産のパフォーマンスが収束したこと、2023年の堅調な金融市場のパフォーマンスの寄与が薄れたことを背景に、リスク選好指数が減速。

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



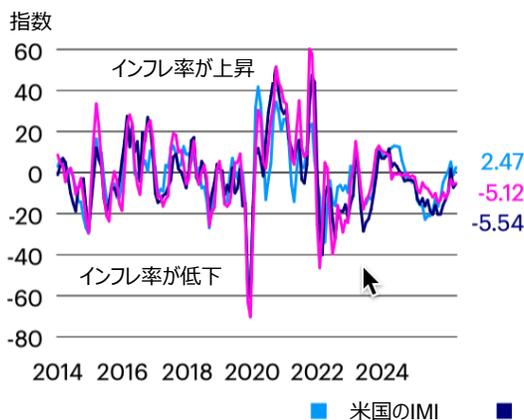
出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2024年10月31日までのデータ。Invesco Investment Solutionsの独自先行経済指標。景気先行指数 (LEI) は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数 (GRACI) は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



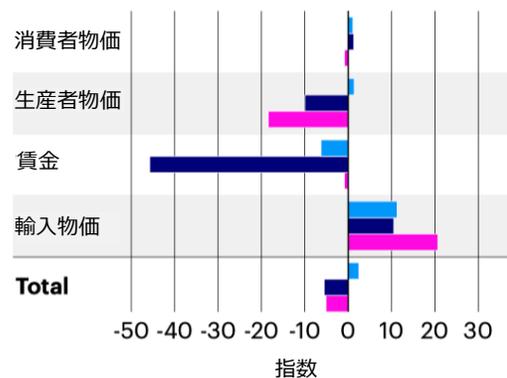
ソブリン債については、足元ではインフレ鈍化スピードが緩慢なため、物価連動国債を利付債に対し小幅にオーバーウェイトしました。

図表3：最近ではインフレ鈍化スピードが安定化する傾向

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10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。



金融市場は、全ての資産クラスにおいて、米国が予想外のプラスリターンとなる可能性を示唆しました。



今月はポートフォリオの変更はありません。

## 米大統領選について

本レポート更新後、米下院選の結果は未定ながら、米大統領選と上院選の結果が確定しました。米国株が米国債を、景気循環セクターや中小型株が大型株をアウトパフォームしました。また、米国債利回りが上昇した一方で、信用スプレッドが縮小、米ドルが大幅に上昇するという状況になりました。金融市場は、米大統領選の結果を好感し、米国の全ての資産クラスが予想外のプラスリターンとなることを示唆しました。しかしながら、米国以外の市場は不透明な展開となりました。また、米ドル高が進行したため、先進国株式と新興国株式のパフォーマンスは米国株に劣後しました。このように金融市場の力学が変化する背景には、米国の財政拡大と輸入関税の引き上げという二大主要政策が関係しています。つまり、後者は、外国企業による米国への輸出が抑制される要因となることから、米国株を除く世界株式には逆風となる可能性があります。加えて、下院選の結果にかかわらず、財政拡大と減税延長が行われる可能性が高いと見られています。今後数日間で金融市場のボラティリティは安定する可能性はありますが、中期的に米長期債利回りの上昇が懸念されること、米国資産以外へのリスク選好が広がる可能性があることなどを鑑みると、リスク資産価格が変動することに対する耐久力を知っておくことが重要だと思われる。

## 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<sup>1</sup>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<sup>2</sup>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：

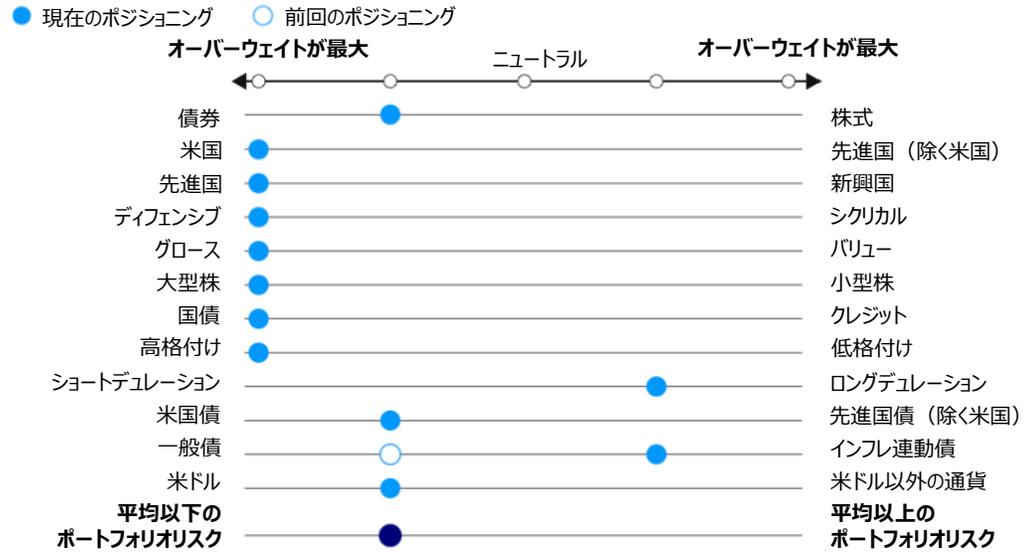
- 株式**では、バリュー株、中型株、小型株よりも大型株をオーバーウェイトし、クオリティと低ボラティリティの特性を持つディフェンシブセクターをオーバーウェイトとしています。メガキャップの高クオリティ銘柄への市場集中度が高く、ポジションが長期化しているにもかかわらず、株式市場の平均回帰シナリオでは、クオリティと低ボラティリティの特性の組み合わせが下振れリスクの緩和をもたらすと予想しています。したがって、金融、工業、素材、エネルギーなどの循環セクターよりも、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーなどのディフェンシブセクターへのエクスポージャーを選好します。地域の観点からは、世界的なリスク選好度の下振れ、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、信用スプレッドはに一段と縮小し、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、ディスイン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に移行いたしました。(図3)
- 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。

1. 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。

2. 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）

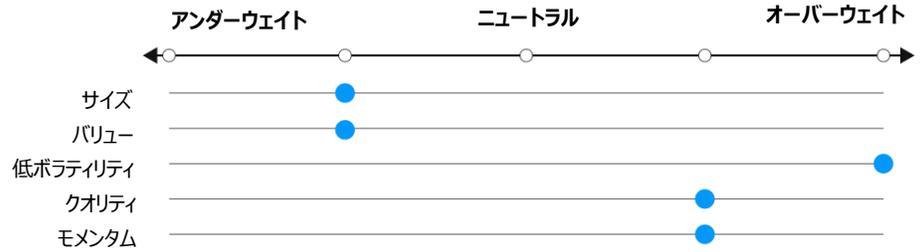
ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、米国株、ディフェンシブセクター、高格付けクレジットを選好



出所：Invesco Solutions、2024年11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）

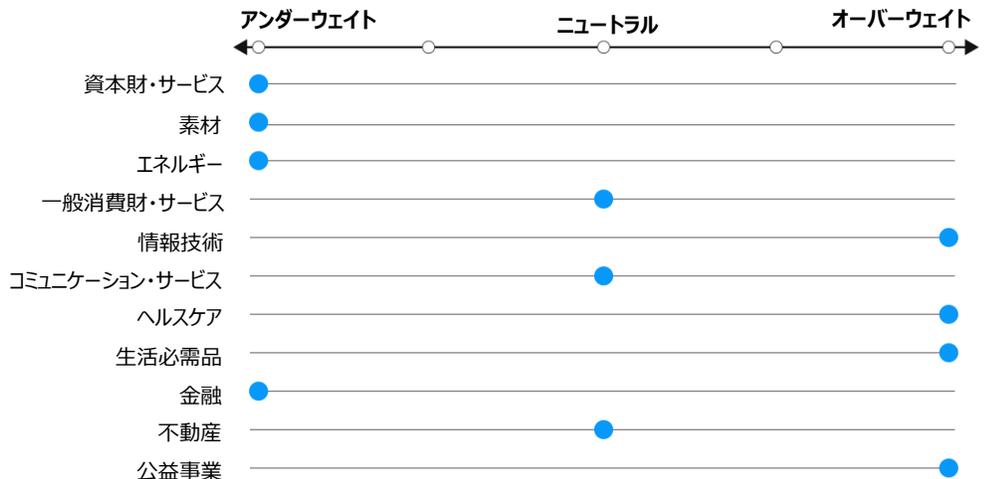
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年11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）

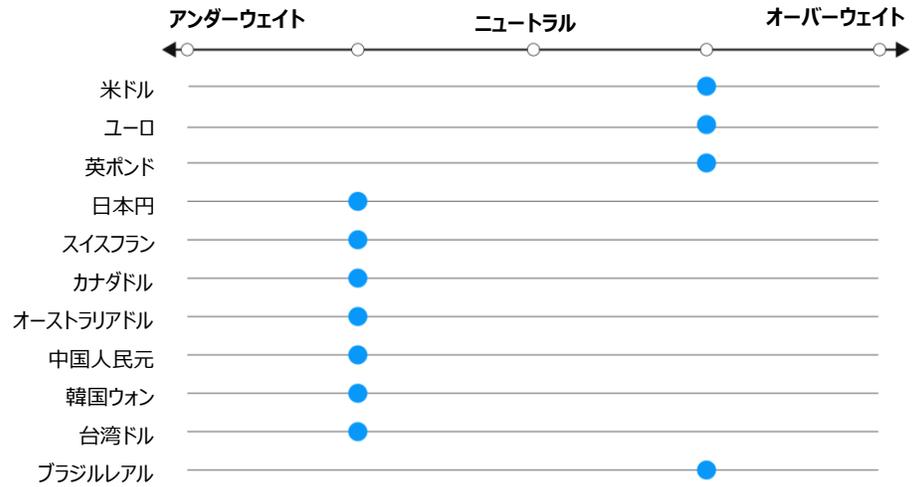
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年11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

---