

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年10月号

資産クラスとセクター間の相関は正常化してきています。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。債券を株式対比でオーバーウェイトとし、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選好します。

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

当社のマクロ・レジーム認識は、世界経済が減速し、長期的な成長率を下回る可能性が高いことを引き続き示唆しています。過去1か月間は小幅な改善が見られたものの、世界のリスク選好度は依然として減速傾向にあり、成長期待の低下を示唆しています。景気先行指数は米国と英国で小幅に改善したものの、欧州、日本、新興国市場、特に中国など、同指数が弱含んだ国々によって相殺されました（**図表1**および**図表2**）。

9月の中国企業景況感調査では、内需が広範に低迷し、輸出需要の不透明感が拡大していることが示されました。製造業の新規受注は2022年9月以来の低水準となり、輸出受注は2023年8月以来の低水準に落ち込みました¹。また、雇用や不動産市場が低迷し、個人消費とサービス・セクターへの懸念が高まっていることなどを背景に、非製造業の景況感もさらに弱含んでいます。こうした経済問題を解決するため、中国政府は緊急的な政策支援を強化することを示し、政府当局間が協調する、異例かつ大胆な一連の政策転換を発表しました。中国人民銀行は政策金利や預金準備率を引き下げ、住宅市場と株式市場の安定化策を含む包括的な金融緩和策を発表しました。中国政府の政治局会議は、経済成長、住宅政策、失業対策、株式市場の活性化を最優先とし、強化された景気変動抑制的な経済政策の導入を求めました。

こうした政策の発表により、中国株は大幅に上昇しました。しかしながら、他のアジア市場（韓国、台湾など）にはさほどのプラス要因となっていないことから、足元での値動きは、アジア市場や新興国市場全体にとっての革新的な変動要因というよりも、中国株売りに対する強力な買い戻し（ショートスクイズ）を示しているように思われます。現時点では、実体経済に対する影響は限定的であり、市場では中国当局がさらなる財政政策を導入することを期待する声が高まっています。



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

- 過去2年間に亘った高インフレの投資環境から脱却し、資産クラス間の相関は正常化し、株式と債券は再び負の相関関係に戻っています。これは、資産配分、ポートフォリオの分散、マクロ主導の投資戦略に好影響を与えます。同様に、株式ファクターの循環特性も回復しつつあり、債券市場の上昇局面ではディフェンシブ・ファクターがアウトパフォームしています。
- 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



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。

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9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

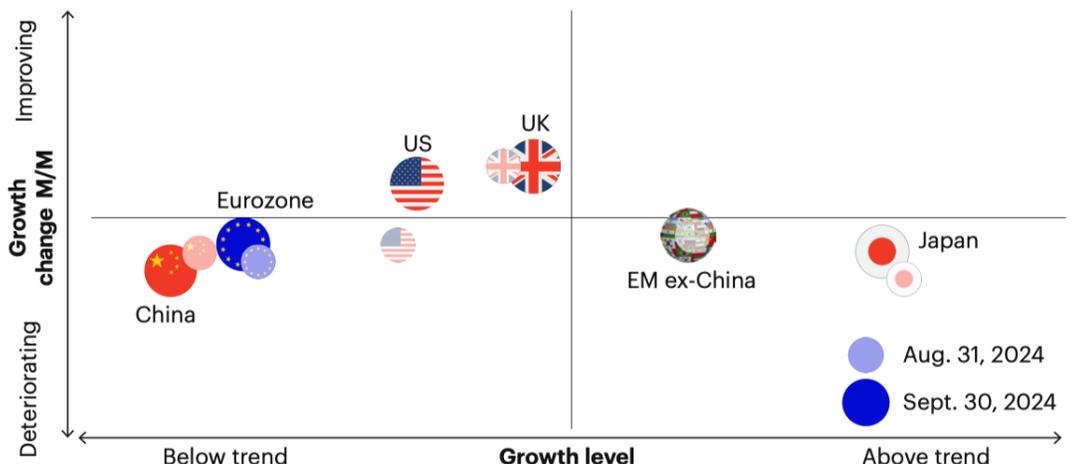


出所：Invesco Solutions、2024年9月30日現在。



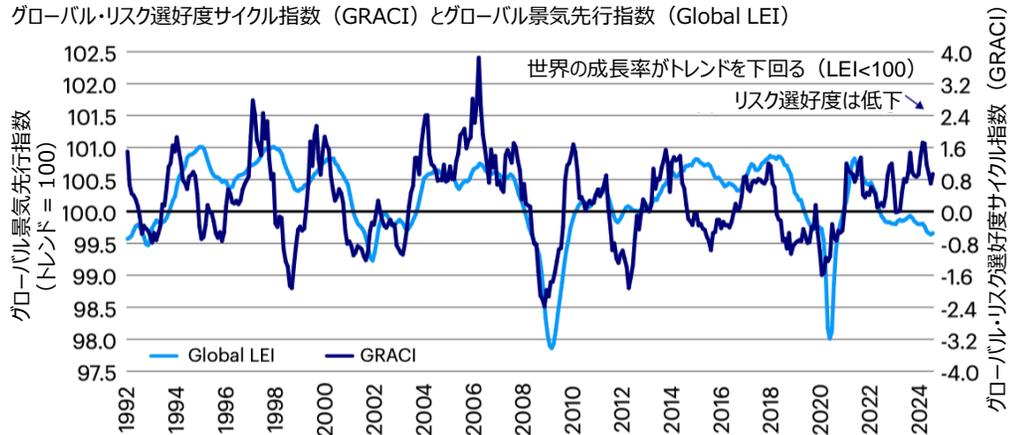
景気先行指数は米国と英国で小幅に改善したものの、欧州、日本、新興国市場、特に中国など、同指数が弱含んだ国々によって相殺されました。

図表1c：中国とユーロ圏の経済成長率がさらに悪化する一方、英国と米国は改善したものの、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9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。

図表2：足元での緩やかな改善にもかかわらず、世界的にリスク選好は依然として減速する一方で、景気先行指数は安定的に推移



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9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。

市場の変動要因と相関関係は変化

7月および8月の米雇用統計、ジャクソンホール会議でのパウエル米連邦準備制度理事会 (F R B) 議長の発言を受け、当社は金融市場を後押しするテーマがインフレ低下と人工知能から、経済成長と雇用情勢へと大きく変化する可能性について述べてまいりました。F R Bは政策金利を0.5%ポイント引き下げ、金融政策を可能な限り速やかに中立的なスタンスに戻す必要性を示すとともに、インフレの上振れリスクよりも、経済成長と労働市場の下振れリスクを注視しなければならないことを示唆しました。

このように、金融政策と市場の方向性が大きく変化する際には、資産クラス間の相関や資産配分の決定が大きな影響を受ける可能性があると考えております。歴史的な観点では、2022年から2024年半ばまでの高インフレ経済下、それらの資産価格は、経済成長率以上にインフレ高騰に応じて上昇してきました。その結果、「悪いニュースは良いニュースである」という格言が使われるようになり、景気低迷がインフレ率および資産価格の割引率の低下をもたらすと予想され、経済成長率が低迷すればするほど、株式も債券も値上がりする傾向が見られるようになりました。その結果、割引率が低下すると、すべての資産クラスで資産価格のバリュエーションが上昇し、株式と債券の間に正の相関関係が生じ、債券とシクリカルおよびディフェンシブ資産の間の相関関係が歪むことになりました (8月の当社レポートをご参照)。

さて、過去2年間の高インフレ経済が終焉を迎え、市場見通しが変化、各アセットクラス間の相関関係やリスク認識も変化しています。ここ数週間、「悪いニュースは悪いニュース」という当たり前の投資環境に回帰していることが見えてきました。つまり、経済成長と雇用に改めて焦点が当てられ、予想外のマイナス成長となると、企業収益の低下懸念が高まり、利下げへの期待につながるということになります。成長と雇用に再び焦点が当てられる中、予想外のマイナス成長は企業収益の悪化懸念となり、景気下支えのための利下げ期待を高め、株式と債券の負の相関が強まることとなります (図表3)。同様に、債券と株式 (投資スタイルやファクター) との相関が正常化していること認識しています。債券利回りの低下 (すなわち、債券価格の上昇) すると、長期的なファンダメンタルズと相関関係に伴って、株式に関してはディフェンシブな投資スタイル (高クオリティ、低ボラティリティ) がシクリカルな投資スタイル (中小型株、割安株) を再びアウトパフォームする状況になっています (図表4)。また、インフレが落ち着くと仮定すると、正常化した株式と債券の相関関係も持続し、資産配分に非常に重要かつ有益な影響を与えると予想されます。かかる環境下、債券と株式の負の相関関係がより持続されることで、マルチアセット・ポートフォリオにおいても分散効果を十分に享受できると予想されます。同様に、株式のセクター/スタイル/ファクターなどそれぞれの投資手法も、典型的なマクロやシクリカルな特性に回帰して、ポートフォリオにおけるトップダウンのマクロ・エクスポージャーを効率的に運用する付加価値を提供すると予想されます。



このように、金融政策と市場の方向性が大きく変化する際には、資産クラス間の相関や資産配分の決定が大きな影響を受ける可能性があると考えております。

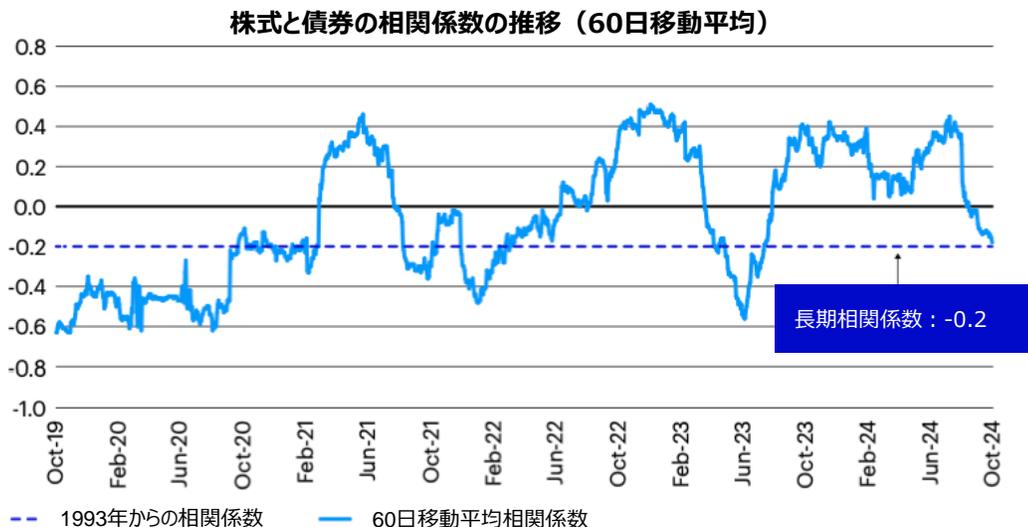
ここ数週間、「悪いニュースは悪いニュース」という当たり前の投資環境に回帰していることが見えてきました。つまり、経済成長と雇用に改めて焦点が当てられ、予想外のマイナス成長となると、企業収益の低下懸念が高まり、利下げへの期待につながるということになります。つまり、成長と雇用に再び焦点が当てられる中、マイナス成長サプライズは収益への懸念の高まり、景気下支えのための利下げ期待につながり、株式と債券の負の相関が強まることとなります。

インフレが落ち着くと仮定すると、正常化した株式と債券における相関関係も持続し、資産配分に非常に重要かつ有益な影響を与えると予想されます。



かかる環境下、債券と株式の負の相関関係がより持続され、マルチアセット・ポートフォリオにおいても分散効果を十分に享受できると予想されます。

図表3：インフレが鈍化するにつれ、株式と債券は負の相関関係に戻りつつある。経済成長率の悪化は株式にとっても不味。



出所：Invesco、2024年9月30日現在のデータ。米国債（7-10年）のリターンはFTSE 米国国債 7-10年インデックスで表されます。長期的な相関係数は1993年1月からの日次リターンデータを用いて算出。インデックス算出手法については付記をご参照ください。インデックスのリターンは当該運用戦略のリターンを表すものではありません。1年超の期間のパフォーマンスは年率換算されています。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、将来の運用成果を保証するものではありません。



同様に、債券と株式（投資スタイルやセクター）との相関も正常化しつつあり、債券利回りの低下（すなわち、債券価格の上昇）は、長期的なファンダメンタルズと相関に従って、株式に関してはディフェンシブな投資スタイル（高クオリティ、低ボラティリティ）がシクリカルな投資スタイル（中小型株、割安株）を再びアウトパフォーマンスする状況になっています。

図表4：過去18カ月間の混乱後、他資産とのファクター相関は正常化しています。債券が上昇すれば、ディフェンシブ・ファクターが再びアウトパフォーマンスする可能性が高い。

ディフェンシブ・ファクターのベータ推移 - 米国債リターンに対するシクリカル・ファクター
ディフェンシブ：クオリティ、低ボラティリティ / シクリカル：サイズ、バリュー



出所：Invesco、2024年9月30日現在のデータ。ディフェンシブ・ファクターはRussell 1000 2xQ/2xLowVol インデックス、シクリカル・ファクターはRussell 1000 2xSize/2xValue インデックス、米国債リターンはBloomberg US Treasury インデックスを使用。長期ベータは2001年1月以降の日次リターンデータを用いて算出。インデックス算出手法については付記をご参照ください。インデックスのリターンは当該運用戦略のリターンを表すものではありません。1年超の期間のパフォーマンスは年率換算されています。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、将来の運用成果を保証するものではありません。



これまでのところ、中国株式市場のパフォーマンスが、他のアジア株式市場のパフォーマンス向上には限定的であることが示唆されており、現段階では中国株式市場が新興国市場全体を一気に変革していくというよりは、中国株式の売りポジションの損失を伴う買い戻しが主であることを示しています。

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²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ュレーション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、ヘルスクエア、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 선호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。当社は、最近行われた中国の金融緩和策が世界のリスク選好、米ドル、企業業績予想に与える影響を見極め、今後数週間から数カ月に亘り、新興国市場が投資対象になり得るかどうかを評価いたします。これまでのところ、中国株式市場のパフォーマンスが、他のアジア株式市場のパフォーマンス向上には限定的であることが示唆されており、現段階では中国株式市場が新興国市場全体を一気に変革していくというよりは、中国株式の売りポジションの損失を伴う買い戻しが主であることを示しています。しかし、今後、グローバルなリスク選好度、米ドル、企業業績修正などに有意な展開があれば、当社の運用関連指標がリアルタイムで反応し、新興国市場の潮目が変わりつつあるかどうかを示すはずです。
- **債券**では、クレジット・リスクを低く、デュレーションを高く設定し、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、より高品質でデュレーションの長い資産を 선호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、一般債に対するインフレ連動債のオーバーウェイトを緩やかなペースで低めにいたしました。(図5)
- **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。

2. 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。

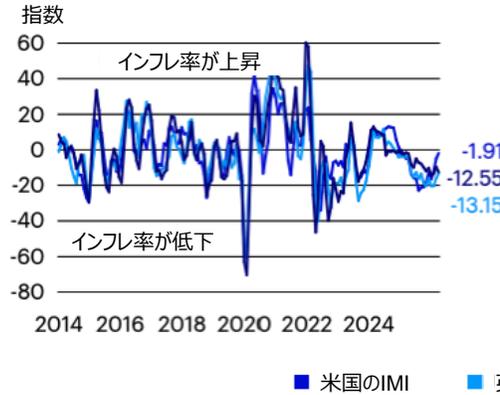
3. クレジット・リスクは、DTS（デュレーション×スプレッド）で計測。



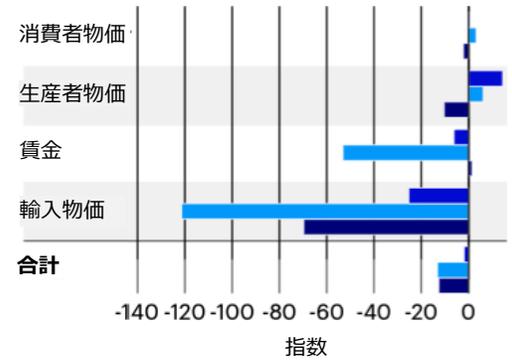
ソブリン債については、インフレ圧力が引き続き低下していることから、一般債に対するインフレ連動債のオーバーウェイトを緩やかなペースで低めにいたしました。

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

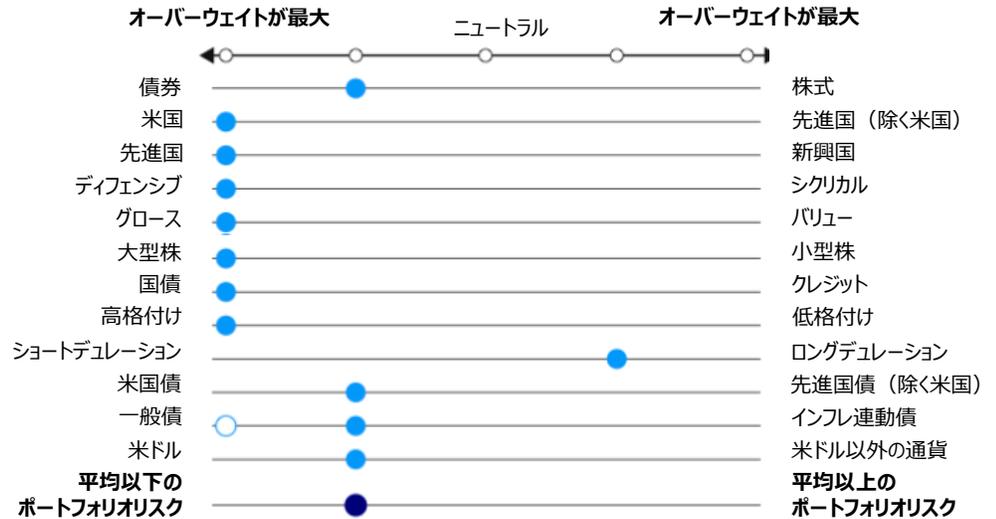


出所：ブルームバーグ、2024年9月30日現在のデータ、Invesco Solutions調査・試算。米国のインフレ・モメンタム・インディケーター（IMI）は、消費者物価や生産者物価、インフレ期待調査、輸入物価、賃金、エネルギー価格などの指標を対象に、過去3カ月間のインフレ統計の変化を測定します。プラス（マイナス）は、過去3カ月の平均でインフレ率が上昇（低下）していることを示します。

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

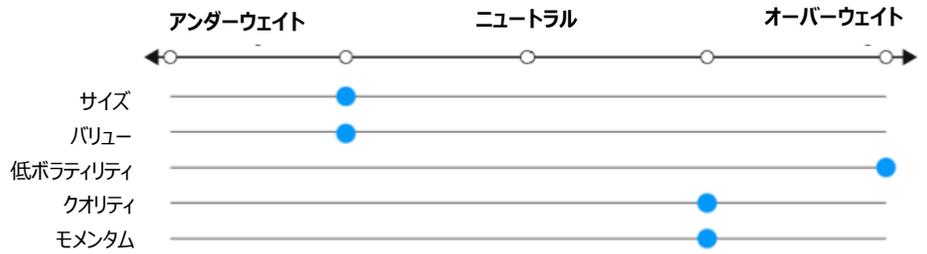
● 現在のポジショニング ○ 前回のポジショニング



出所：Invesco Solutions、2024年10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。例示的のみ。

図表7：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

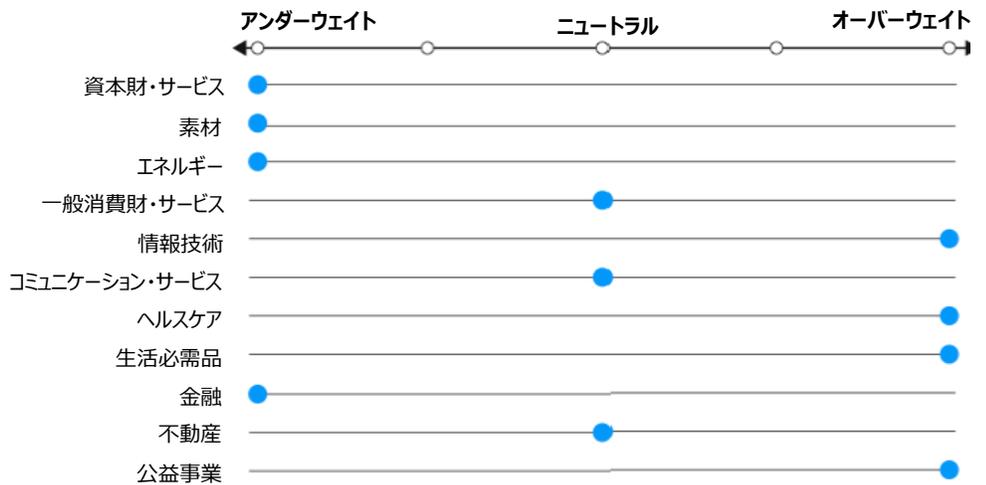
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年10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）

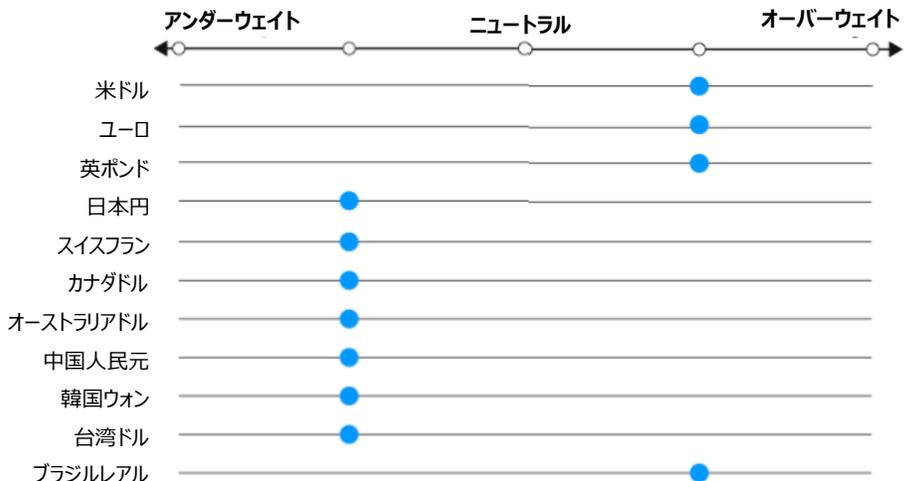
ディフェンシブを嗜好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年10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）

米ドルはオーバーウェイト。先進国通貨の中では、ユーロ、英国ポンドを嗜好。



出所：Invesco Solutions、2024年10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下さい。

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
