

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2024年9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。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ト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

8月の世界の株式市場は乱高下しました。月初の5日間で6%下落し、米国債のリターンを8%もアンダーパフォームしたものの、その後、月末までには全てのマイナスリターンが解消される展開となりました。最終的には、「何事もなかった」ものの、8月は、今後の金融市場にとって、はるかに重要な月であったと考えます。つまり、この2年間はインフレと人工知能（AI）がパフォーマンスを牽引してきた中心的なテーマでしたが、今月は市場の関心を経済成長と雇用シフトさせる、待望のきっかけ（カタリスト）になりました。8月2日に発表された7月の雇用統計と、8月23日にジャクソンホール会議で行われたパウエル米連邦準備制度理事会（FRB）議長の講演が、まさにそのきっかけです。雇用統計は、労働市場が軟調となっている可能性を明らかにしました。雇用拡大ペースが依然堅調であるにもかかわらず、失業率は上昇（最低であった3.4%から4.2%へ上昇）したことは、上昇する労働参加率を吸収できるほど、労働市場が拡大していないことを示しています。また、パウエルFRB議長は、「失業率の上昇はレイオフ増加の結果ではないものの、労働市場の冷え込みは紛れもない」とジャクソンホール会議の講演で述べ、労働市場の減速を容認しました。9月6日に発表された8月の雇用統計では、雇用者数の伸びが低下し、6月および7月の雇用者数も下方修正されるなど、労働市場の軟化が確認されました。これにより、FRBがインフレ率が2%に戻る道筋にあるとの確信と相俟って、市場はFRBが2024年末までに政策金利を約100ベースポイント（bp）引き下げ、2025年にかけてさらに100bpの引き下げを行うと想定しており、FRBがすでに金融緩和局面に入ったと見ております。この利下げ幅は、景気がソフトランディングする方向性とほぼ一致しており、経済成長率の長期トレンドが年1.5~2.0%、インフレ目標が年2%と仮定した場合、かかる経済状況と均衡するターミナルレートは約3.5%となります。

しかしながら、パウエル議長は、金融政策が実体経済に影響を及ぼすタイムラグが長期的かつ変動しやすいこと、また、コロナ禍後の特殊な変動要因による不確実性が大きいことを認識した上で、「労働市場がこれ以上冷え込むことは求めないし、歓迎もしない」とも述べました。換言すれば、FRBの見通しは、インフレ上昇リスクから、経済成長の低下リスクにシフトしたということになります。この見通しは、当社のマクロ指標とほぼ一致しています。世界の景気先行指標は依然としてソフトランディングを示しており、経済成長率は長期トレンドを下回っているものの安定して推移しています（**図1a、1b、1c**をご参照）。また、インフレ圧力が低下（**図3**）する一方で、世界のリスク選好度はここ数か月低下しており、年内の経済成長の下振れリスクを示唆しています（**図2**）。本年2月のレポートでは、2024年に行われる金融政策の成果が、長期的にどのように実現していくかを議論しましたが、労働市場の変質が最良のバロメーターとなっています。**図4**に示すように、金融政策のサイクルは、イールドカーブの傾きで可視化されますが、経済活動、ひいては市場リスクに影響を与えるには最長で2年ほどかかることとなります。7月上旬以降、当社のマクロ指標が市場センチメントの悪化と成長期待の低下を示唆したため、当社のアクティブ・アセット・アロケーションのポジションには、こうした下振れリスクが反映されています。



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

- 8月の株式市場は乱高下する展開となったものの、極めて重要な転換点となりました。これまで、インフレと人工知能（AI）が市場を牽引するテーマでしたが、経済成長と雇用が市場パフォーマンスの変動要因に変化した月となりました。
- 世界的にリスク選好は低下し続けており、成長期待が下振れする可能性を示唆しています。ベンチマーク対比では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、米国株式や、クオリティかつ低ボラティリティのディフェンシブ・セクターを選好します。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といたします。



7月上旬以降、当社のマクロ指標が市場センチメントの悪化と成長期待の低下を示唆したため、当社のアクティブ・アセット・アロケーションのポジションは、こうした下振れリスクを反映する方向に傾斜しています。

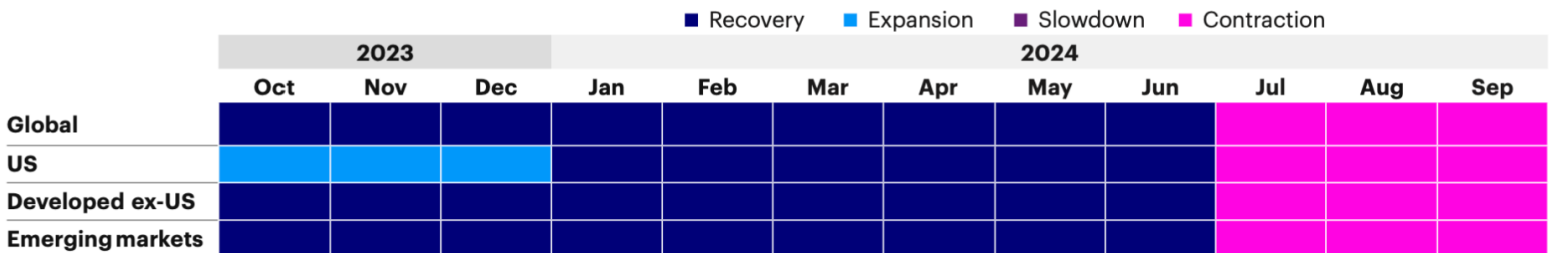
図表1a：マクロ・レジーム認識は景気後退を示唆

	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8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

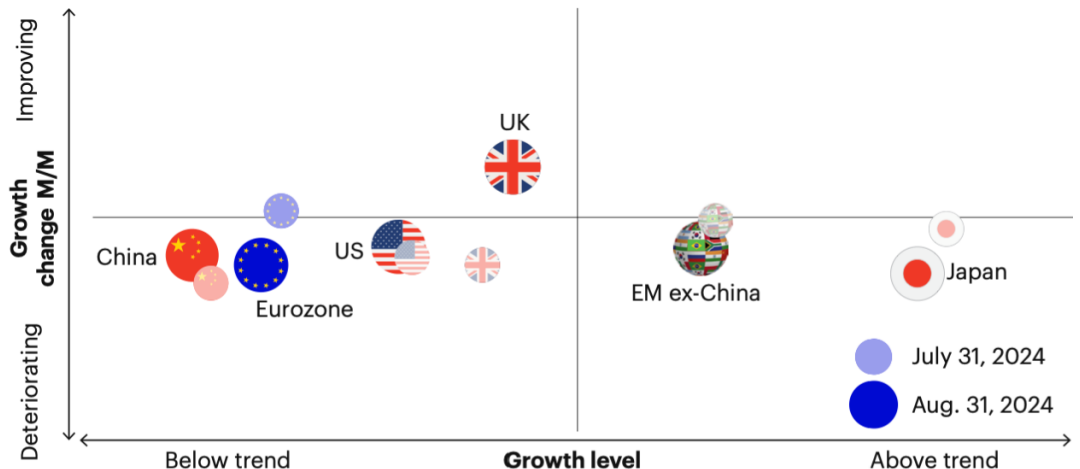


出所：Invesco Solutions、2024年8月31日現在。



世界の景気先行指数は依然としてソフトランディングを示し、成長率は長期トレンドを下回っているが安定している。

図表1c：幅広い地域で、成長はさらに悪化

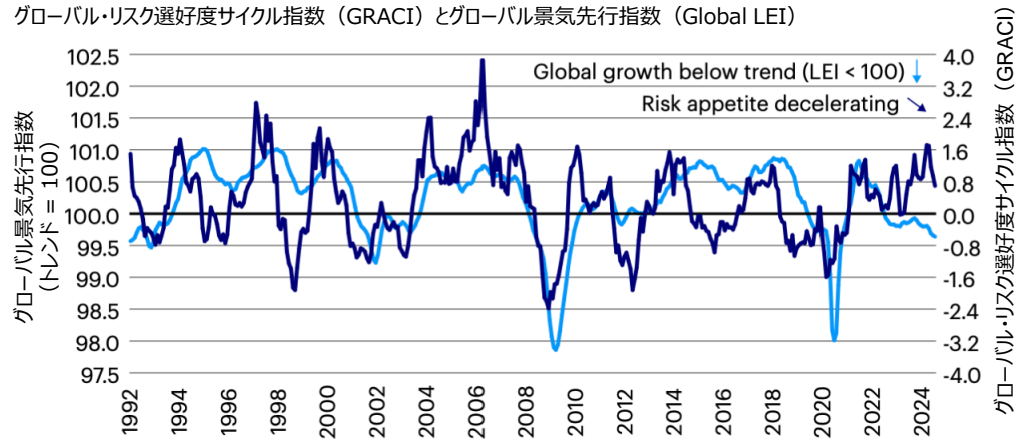


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2024年8月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



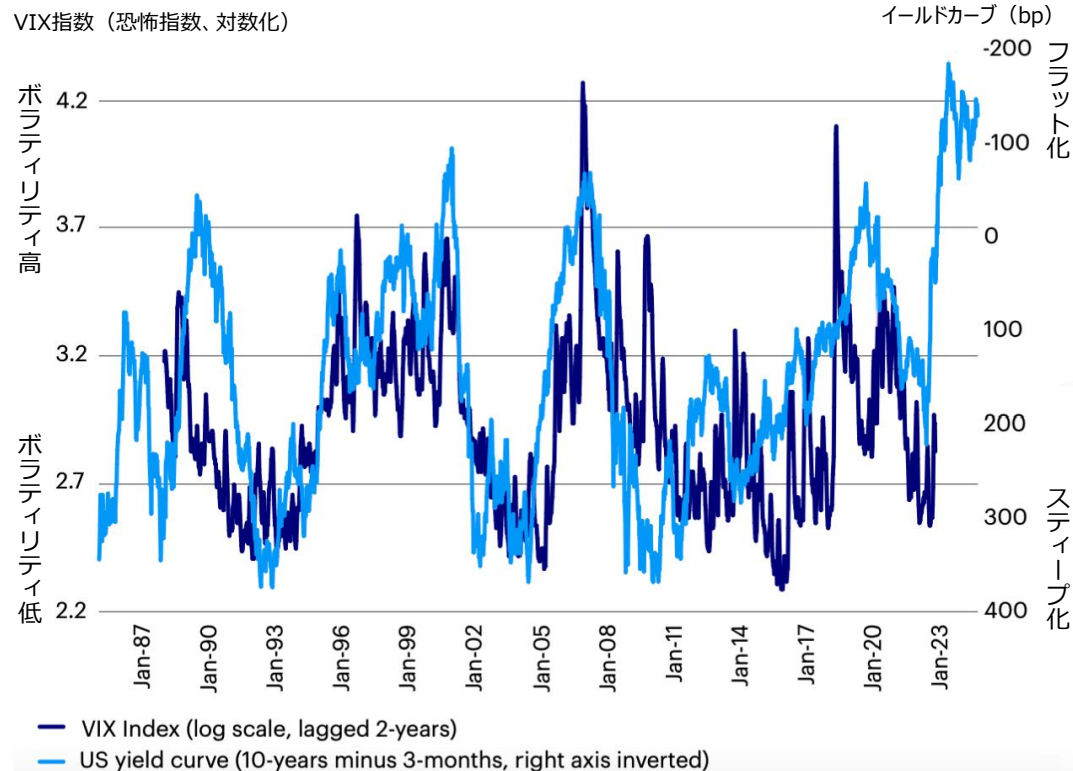
世界のリスク選好度はここ数カ月減速しており、年内の成長下振れリスクを示唆している。

図表2：世界的にリスク選好は減速を続け、先行経済指標は長期トレンドをさらに下回る



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8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。

図表3：金融政策のサイクルはかなり遅れて市場ボラティリティに影響を与える。中期的なリスクは、より高いボラティリティとなる。



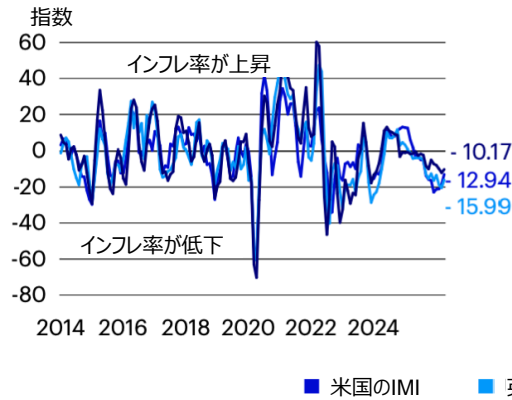
出所：ブルームバーグ、Invesco Investment Solutionsの調査・試算。期間：1985年1月から2024年1月まで。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



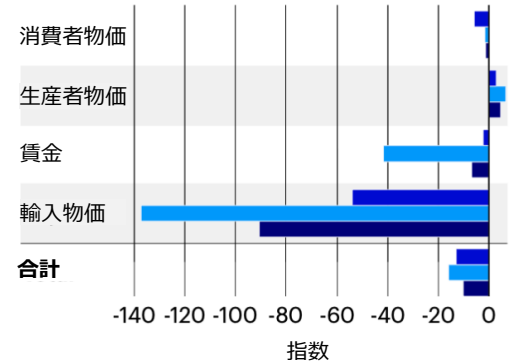
金融政策のサイクルは、イールド・カーブの傾きで明らかになるものの、経済活動に影響を与え、その結果、市場リスクが変動するには、最長2年の遅れがあると見られる。

図表4：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8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。

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¹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愛好しています。債券では、ベンチマークと比較してクレジット・リスク²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5～8）。特に、次の点が挙げられます。

詳細：

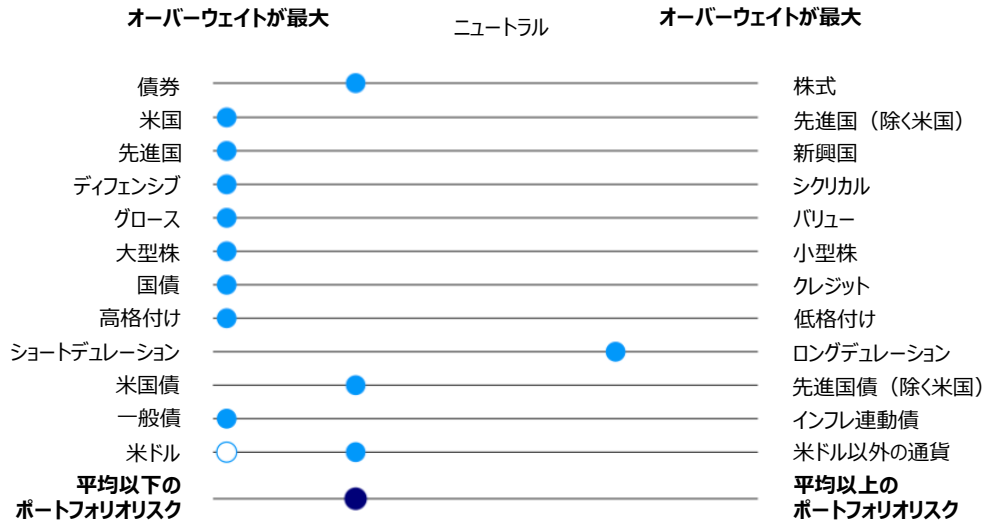
- **株式**では、バリュー株、中型株、小型株よりも大型株をオーバーウェイトし、クオリティと低ボラティリティの特性を持つディフェンシブセクターをオーバーウェイトとしています。メガキャップの高クオリティ銘柄への市場集中度が高く、ポジションが長期化しているにもかかわらず、株式市場の平均回帰シナリオでは、クオリティと低ボラティリティの特性の組み合わせが下振れリスクの緩和をもたらすと予想しています。したがって、金融、工業、素材、エネルギーなどの循環セクターよりも、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、テクノロジーなどのディフェンシブセクターへのエクスポージャーを愛好します。地域の観点からは、世界的なリスク選好度の下振れと堅調な米ドルへの見通し、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愛好しています。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愛好します。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、インフレ連動債よりも一般債を愛好しています。（図4）
- **為替**では、他通貨との金利差が縮小しているため、米ドルのオーバーウェイトを低めとしています。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愛好しています。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愛好しています。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愛好しています。

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）

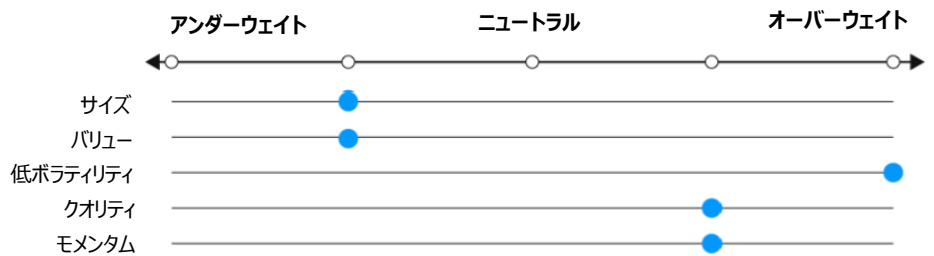
ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、米国株、ディフェンシブセクター、高格付けクレジットを选好
現在のポジショニング 前回のポジショニング



出所：Invesco Solutions、2024年9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）

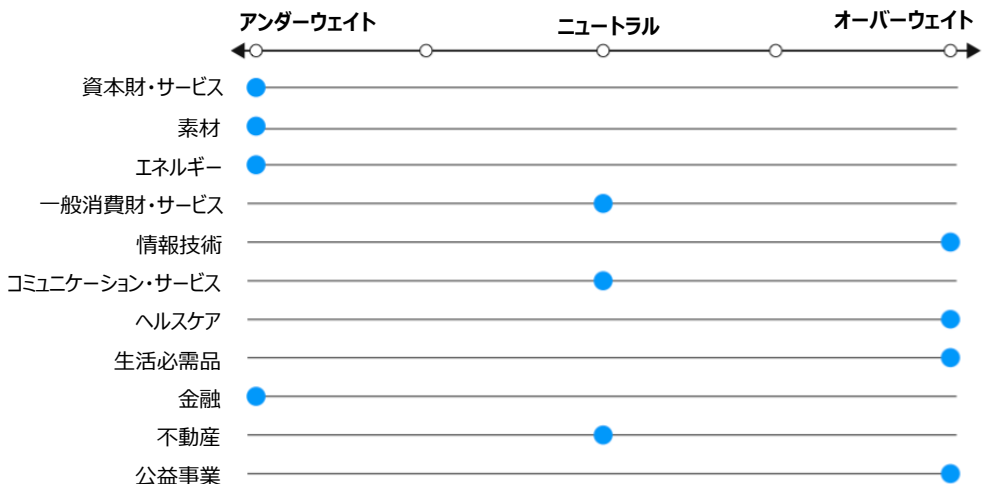
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年9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）

ディフェンシブを选好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2024年9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。



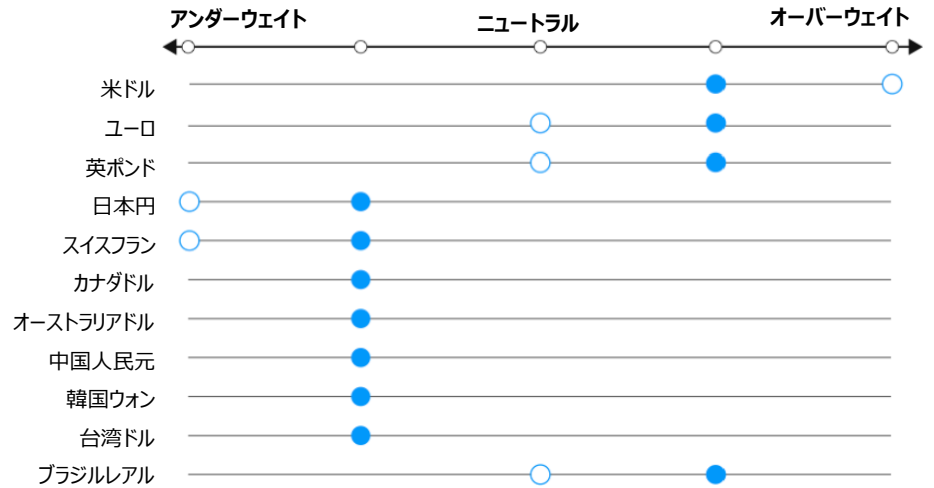
メガキャップの高クオリティ銘柄へのポジショニングが拡大しているにもかかわらず、成長期待および債券利回りの低下、株式市場が弱体化するとのシナリオでは、クオリティと低ボラティリティ特性の組み合わせがアウトパフォームし、下振れリスクを緩和すると予想しています。



通貨については、米ドルと主要通貨との利回り格差が縮小していることから、米ドルのオーバーウェイトを低めとしています。

図表8：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

先進国市場では中立からアンダーウェイトの一方、米ドルはオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2024年9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す。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
