

分岐する市場から生まれる投資機会

著者



エリン・ブラウン
ポートフォリオ・マネージャー
アセットアロケーション



エマニュエル・シャレフ
ポートフォリオ・マネージャー
アセットアロケーション及びマルチ・リアルアセット

世界経済と市場のダイナミクスの変化は、マルチアセットのポートフォリオに様々な投資機会をもたらします。

要約

- 成長、インフレ、中央銀行の政策の道筋は、世界各国・地域ごとにばらつきがあります。米経済の底堅さは持続する可能性が高いとみていますが、インフレが引き続きリスクとなります。こうした見通しの中、PIMCOのマルチアセットのポートフォリオは、質と分散を重視しています。
- トップダウンとボトムアップ両方からの兆候により、株式を小幅オーバーウエイトとし、米国の大型株、一部のエマージング市場、一部の景気循環株を重視しています。株式への配分は、インフレ・リスクの軽減にも役立つはずで。
- 中央銀行の政策は、豪州、カナダ、英国、ユーロ圏など、米国以外の先進国市場への債券投資の強化が望ましいことを示しています。リスク・リターンのプロファイルが魅力的なことから、米政府系モーゲージ債(MBS)や証券化クレジットのいくつかの分野も選好しています。

世界経済と市場の見通しは、地域やセクターごとに異なる道筋を示唆しています。昨年は世界の成長全般が停滞したように見えたが、今年の傾向は景気後退ではなく軟着陸(ソフトランディング)の可能性を示唆しています。これは主として、米経済の堅調さが続いていることに起因しています。しかしながら、その強靭性にはリスクが伴います。最たるものがインフレ過熱の可能性です。

マクロ経済見通しのばらつきにより、資産クラスによっては魅力的な投資機会が生まれています。

債券市場では、年内の金融政策の緩和が債券価格を押し上げる可能性の高い、米国以外の一部の国への投資を増やしています。株式市場では、様々なマクロシナリオに耐えうる質の高い企業を引き続き選好していますが、景気循環株を含め幅広いセクターへの配分を拡大しています。分散と柔軟性が引き続き重要なカギを握り、アクティブ運用は、リスクを管理しながら興味深い投資アイデアを発掘するのに役立っています。

全体として、マルチアセットのポートフォリオにとって狙い目が多い環境だとみています。

マクロ経済の背景:成長のダイナミクスとインフレ・リスク

PIMCO独自の景気サイクル指標(約750のマクロ変数と市場変数を組み込んだダイナミック・ファクター・モデル)は、米経済が景気拡大の終盤に近づいていることを示唆しています。米国の実質GDP成長率は依然堅調ですが、インフレ率は米連邦準備制度理事会(FRB)の目標の2%をやや上回る水準で高止まりしています。この結果、米国の政策金利は、これまでの想定よりも長く高止まりする公算が高くなっています。そうなれば金融環境がさらに引き締められ、商業用不動産、プライベート・クレジット、地方銀行など金利上昇に対してより脆弱な分野ではボラティリティが高まるリスクがあります。つまり、米経済の底堅さに寄与している要因は持続可能に見えますが、景気後退のリスクを排除することはできません。詳細は、PIMCOの最新の短期経済展望「[分岐する市場、グローバル分散投資](#)」

米経済の強さに加え、2023年に停滞ないし小幅縮小した米国以外の先進国市場全体でも、成長が加速する初期の兆候が見られます。例えば、マクロ経済の先行指標である購買担当者景気指数(PMI)は、この数カ月、一部の地域で回復しています(図表1を参照)。ただ、概して米国は、今後も特に他の先進国市場との対比で世界経済の成長の主たる牽引役であり続けるとみられます。

しかしながら、景気の底堅さにはリスクが伴います。中央銀行がインフレ率を目標水準に引き下げることにより引き続き注力している現状では、特にそう言えるでしょう。米国のインフレ率は今年に入っても目標を優に上回る水準で推移しています。市場予想を上回っており、FRBの利下げを遅らせる見通しです。この高金利が長期化するシナリオは、経済成長のモメンタムそのものを鈍化させる可能性があります。

こうした環境下では、バランスシートが堅固で資本へのアクセスが容易な企業の方が、中小企業や金利に敏感な企業よりうまくいく可能性が高いでしょう。

図表1:ここ数ヶ月上昇している購買担当者景気指数(PMI)



出所:ブルームバーグ、2024年3月31日現在。

利益サイクルと株式の投資機会

マクロトレンドと補助的なボトムアップのシグナルを踏まえ、マルチアセットのポートフォリオでは株式を小幅オーバーウエイトにしています。

注目すべきシグナルの1つは、企業の決算発表の分析です。「在庫削減」に言及した企業の割合が昨年10月の27%から4月には15%に低下した点です。これは、昨年多くの企業が懸念していた在庫残が大幅に改善されたことを示唆しています。ただし、在庫の補充に言及する企業が、まだほとんどない点には留意が必要です。

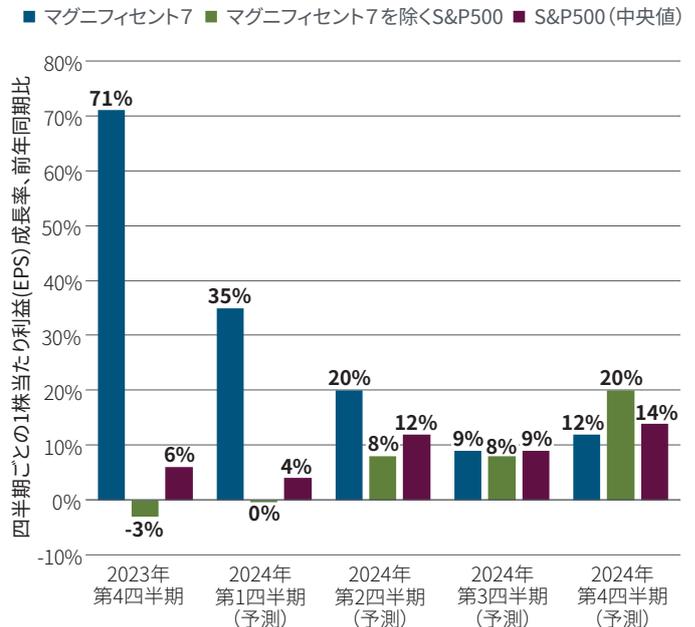
また、1株あたり利益 (EPS) の復活も見られます。いくつかのセクターは、セクター毎に異なる時期に収益が低下し、その後、数四半期のスパンで順次回復していく「EPSローリング・リセッション」と呼ばれる状況から脱却しています。

図表2: S&P500セクター全体の利益成長率のローリング・リセッション

	S&P500のセクター別1株当たり利益 (EPS) 成長率、前年比		
	成長	ディフェンシブ・セクター	景気敏感セクター
2022年第1四半期	0%	15%	18%
2022年第2四半期	-10%	4%	30%
2022年第3四半期	-7%	0%	18%
2022年第4四半期	-17%	-1%	12%
2023年第1四半期	-5%	-12%	8%
2023年第2四半期	14%	-13%	-13%
2023年第3四半期	24%	-7%	-1%
2023年第4四半期	30%	-5%	-14%
2024年第1四半期 (予測)	21%	-1%	-8%
2024年第2四半期 (予測)	15%	10%	1%
2024年第3四半期 (予測)	12%	11%	1%
2024年第4四半期 (予測)	16%	15%	21%

出所: ブルームバーグのデータおよびPIMCOの計算、2023年第4四半期現在。2024年はコンセンサス予想。パーセンテージは前年比。

図表3: 他のセクターの改善に伴い、2024年は縮小する可能性があるS&Pにおけるビッグテックの利益の優位性



出所: ファクトセットのデータおよびコンセンサス予想、2024年3月現在。マグニフィセント・セブンは、アルファベット、アマゾン、アップル、メタ、マイクロソフト、エヌビディア、テスラ。

実際、テクノロジー株が大半を占めるS&P500のグロース・セクターは、2022年にEPSリセッションを経験した後、2023年には回復しましたが、他のほとんどのセクターのEPSは減少していました (図表2を参照)。2024年に入り、ディフェンシブ株や景気循環株が利益縮小から脱し、大幅なキャピタルゲインにつながる可能性があるかと予想しています。

こうしたローリング・リセッションと回復のタイミングは、S&P500の先行銘柄と遅行銘柄の間で、EPS成長率の収斂につながる可能性があります。「マグニフィセント7」と呼ばれるハイテク企業7社のEPS成長率は、2023年第4四半期に前年同期比71%を記録しましたが、2024年第4四半期には12%に減速すると予想されています (図表3を参照)。対照的に、残りの493銘柄の利益成長率は、同期間に3%のマイナスから20%のプラスに改善すると予想されています。

利益成長は、遅行銘柄の価格リターンを力強く支える可能性があります。リターンは、2024年第1四半期のS&P500の総合リターン11%の5%ポイントを占めるマグニフィセント7に集中するのではなく、幅広い銘柄に広がると予想しています。今年、利益の伸びが加速する可能性が高いセクターとして、エネルギーとヘルスケアが挙げられます。逆に、ビッグテックや通信サービスセクターでは、EPSが相対的には依然として高いものの、伸びは鈍化しそうです。

株式ファクターに目を向けると、景気サイクル終盤のダイナミクスは、「質」のファクターに良い兆しとなる傾向があります。モメンタムや低ボラティリティはやや見劣りします。これは、PIMCOによる、過去40年間の様々な景気サイクル局面における、様々な株式ファクターのシャープレシオの計算に基づいています。

ポートフォリオの観点では、トップダウンの環境とボトムアップのトレンドが相まって、株式の小幅オーバーウエイトが示唆されています。PIMCOでは、特に米国や、バリュエーションが妥当な厳選されたエマージング市場において質がより高い大型株を嗜好しています。景気循環株も、ローリング・リセッションの利益低迷から抜けるのに伴って、興味深い投資機会をもたらす可能性があります。

また株式市場へのエクスポージャーは、インフレ・リスクを管理するうえで費用対効果の高いアプローチになると考えています。そのためPIMCOのアセットアロケーション・ポートフォリオは、実物資産に対して全体的に中立です。

ばらつき見直しは、分散した債券配分を後押し

PIMCOでは、現在の債券市場の多くで見られている投資開始時点利回りの高さを、キャピタルゲインの予兆と捉え、中期債を嗜好する傾向があります。とはいえ、インフレ、成長率、中央銀行の政策の見直しや幅が国によって異なるため、ソブリン債のパフォーマンスもばらつき可能性があります。

成長が引き続き減速ないし停滞している地域では、今後の金融政策の緩和によって債券が強力に押し上げられる可能性があることから、特に魅力的な投資機会があるとみています。特に嗜好しているのが、中央銀行が高水準の家計債務と変動型の住宅ローン金利に注意を払いながら政策運営を行っている豪州の債券です。英国、ユーロ圏、カナダについても、インフレ基調と景気見直しに基づき、米国よりも早期かつ大胆に金融政策が緩和される可能性があります。全体としてみると、米国と他の主要先進国との間で中央銀行の政策軌道にズレがあることにより、債券の配分を分散し、魅力的なリターンを追求する余地が生まれています。

米国は、インフレの高止まりを伴いながら、引き続き力強い成長軌道をたどる可能性があります。このため米国の債券は、一般には他の多くの先進国市場の債券ほど魅力的とはいえません。しかしながら米政府系モーゲージ債(MBS)は引き続き嗜好しています。米国債に対するスプレッドが魅力的なことに加え、FRBの利下げのタイミングがより明確になればスプレッドが縮小する可能性があり、金利ボラティリティは低下するとみられるためです。

クレジット市場では、証券化クレジットのいくつかの分野に、魅力的なバリュエーションと強靱なファンダメンタルズが見られます。PIMCOのポートフォリオでは、投資適格債についてはスプレッドがタイトなことから概ね中立です。ハイイールド債は、デフォルト率が上昇し始める可能性があるためアンダーウエイトとしています。

通貨については、世界経済の見通しを踏まえ、米ドルと一部のエマージング通貨を嗜好する一方、ユーロをアンダーウエイトとしています。

投資家が注目すべきテーマ:AI

人工知能(AI)は、自己資本利益率を高める大きな原動力となっています。今後の技術進歩と商業用アプリケーションの進化に伴い、この傾向は続くと思われています。

2023年初頭、AIが広範な生産性向上を可能にし、新たな分析の可能性を解放する潜在性が評価され、特にテクノロジー企業の間でマルチプルの大幅な拡大(バリュエーションの上昇)に拍車がかかりました。それ以降、新製品が発売され、ハードウェアの性能が向上し、測定可能な効率が向上し、企業がAI機能を採用するにつれて設備投資が増加しています。これによりAIインフラのサプライチェーンにおける企業利益は大幅に増加しており、当面は需要が供給を上回る可能性があります。テクノロジー企業はAIへの投資を優先しています。一方、幅広い企業の最高投資責任者(CIO)を対象にした調査では、2年にわたり減額されていたテクノロジー予算が今年回復することが示されています。

生成AIは、まだごく初期の段階です。バリュエーションは上昇していますが、今後の長い成長過程と主要企業の堅固なキャッシュフローを踏まえると、バブルが起きているようには見えません。AI関連銘柄の著名な大型株については、利益成長のコンセンサス予想で2024年は30%以上、2025年は28%以上の成長が見込まれており、米国株式市場全体の利益成長の予想値をはるかに凌駕しています。

現時点で、AI投資の対象は主にハードウェアであるため、「シャベルとつるはし」を販売する企業が最大の恩恵を享受しています。具体例としては、半導体、サーバー、ネットワーク、データセンターなどが挙げられます。

ある業界の最高経営責任者(CEO)は、データセンターの拠点数が今後4、5年で倍増し、2兆ドルになると予測しています。

基盤となるインフラが成熟するにつれて、AIの影響は拡大し、投資家は次の取引を模索することになります。市場はAIの膨大な電力需要を認識しているため、データセンターへの供給に適した電力会社が高く評価されています。電力セクターでは、エネルギー、ヘルスケア、テクノロジー、その他いくつかのS&P構成セクターと同様に、決算説明会でAIに言及する企業数が大幅に増加しています。

PIMCOでは、今後、AIから恩恵を受ける企業として、次の3つを予想しています。(1) 労働ニーズを自動化し、コストを削減できる導入企業、(2) エンドユーザー向けのアプリケーションを構築する一部のソフトウェア企業、(3) AIによる創業プロセスの劇的なスピードアップが見込まれる、バイオテクノロジー企業。

投資家が注目すべきテーマ:米国の選挙

2024年の米大統領選と議会選挙は、マクロレベルでもセクターレベルでも、市場にとって重要な意味を持ちます。民主・共和両党とも、追加の大規模な財政刺激策に前向きではなく、長期的な歳出改革にも意欲を示していません。しかしながら、貿易、税制、産業、その他の政策分野では考え方に違いがあり、ホワイトハウスの住人が誰になるのか、また議会の構成がどうなるかによって影響は変わってきます。

共和党が勝利した場合、それが圧勝であろうと大統領選だけであろうと、インフレを誘発する可能性が高い経済政策を進めることができるでしょう。関税が引き上げられ、移民の入国禁止が徹底され、失効期限を迎えた減税措置が、全部または大部分延長される可能性が高いでしょう。共和党政権下で恩恵の享受が見込まれるセクターとしては、石油・ガス・パイプライン、自動車、金融、さらには防衛支出に関連する分野が挙げられます。再生可能エネルギー企業は逆風に直面し、消費財企業は高関税リスクに直面し、ハイテク企業はネガティブな報道に見舞われる恐れがあります。

民主党が勝利した場合は、グリーンエネルギーへの支援が拡大すると予想されますが、財政赤字と債務状況を考えると、財政余地は制約される傾向があります。また、化石燃料産業に対する規制は強化されるでしょう。法人税は増税されるかもしれませんが、家族に対する還付税額控除の拡大は実施される可能性があります。また、金融セクターは、より厳しい規制環境に直面するかもしれません。関税は、輸出規制と同様に戦術的に活用される可能性があります。共和党政権下ほどではないでしょう。民主党が圧勝すれば、医療費負担適正化法の補助金が拡大される公算が高く、そうならばヘルスケアセクターの追い風になるとみられます。

主な結論

PIMCOでは、今後の成長とインフレは地域ごとにばらつき、それにより金融政策の経路も異なったものになるだろうと予想しています。米国の景気の底堅さは、今後も続くでしょう。根強いインフレは、年初来から米国で見られている通り、経済と市場にとって引き続き重要なリスクです。

マルチアセットのポートフォリオでは、より質の高いエクスポージャーを愛好し、分散投資を重視しています。特に魅力的だとみているのが、米国の大型株、米国以外のソブリン債市場、一部の証券化クレジットの投資機会です。市場を問わず、厳格なアクティブ運用アプローチにより、リスクを管理しながら魅力的な機会を特定することが可能です。

すべての投資にはリスクが伴い、価値を失う可能性があります。**債券市場への投資**には、市場リスク、金利リスク、発行体リスク、信用リスク、インフレリスク、流動性リスクなどのリスクが伴います。ほとんどの債券と債券戦略の価値は、金利の変化の影響を受けます。デュレーションの長い債券や債券戦略は、デュレーションの短い債券や債券戦略よりも感応度が高く、ボラティリティが高い傾向があります。債券価格は一般的に金利が上昇すると下落し、低金利環境下ではこのリスクが高まります。債券のカウンターパーティ能力の低下は、市場の流動性の低下と価格のボラティリティの上昇に寄与する可能性があります。債券投資は、償還時に元のコストよりも価値が高かったり低かったりする可能性があります。**株式**の価値は、一般的な市場、経済、業界の状況に応じて、実際の状況と認識されている状況の両方によって下落する可能性があります。**高利回りで低格付けの証券**は、高格付けの証券よりもリスクが高く、投資するポートフォリオは、そうでないポートフォリオよりも信用リスクと流動性リスクが高い可能性があります。**外貨建ておよびまたは本国所在の有価証券**への投資は、通貨の変動によるリスクの高まりや、新興国市場では経済的・政治的リスクが高まる可能性があります。**住宅ローン証券や資産担保証券**は、金利の変動に敏感で、期限前返済リスクがあり、発行体の信用力に対する市場の認識に応じて価値が変動する可能性があります。一般的には、何らかの形の政府または民間の保証によって支えられていますが、民間保証人が義務を果たすという保証はありません。**ソブリン証券**は一般的に発行政府によって裏付けられており、米国政府機関や当局の義務はさまざまな程度で裏付けられていますが、一般的に米国政府の完全な信頼によって裏付けられているわけではありません。このような有価証券に投資するポートフォリオは保証されておらず、価値が変動します。**不動産**の価値と不動産に投資するポートフォリオの価値は、次の理由で変動する可能性があります：死傷者または非難による損失、地域および一般的な経済状況の変化、需要と供給、金利、固定資産税率、家賃の規制制限、ゾーニング法、および運営費。**プライベート・クレジット**には、非流動性リスクの対象となる可能性のある非上場証券への投資が含まれます。プライベート・クレジットに投資するポートフォリオは、レバレッジをかけられ、投資損失のリスクを高める投機的な投資慣行に従事する可能性があります。**分散投資**は損失を保障するものではありません。

特定の有価証券及び発行体についての記載はご説明のための例であり、それら有価証券等の売買の勧誘や推奨を目的とするものではありません。PIMCOは記載された有価証券等を保有している場合がありますが、その場合において当該有価証券等を保有し続けることを表明するものではありません。

S&P500指数は一般的に株式市場全体を反映すると考えられているインデックスです。この指数は、米国株式市場の大型株に重点をおいています。インデックスに直接投資することはできません。

PIMCOは法律及び税金に関する助言はご提供しておりません。税金及び法律に関する具体的な質問や問題につきましては、税金及び法律の専門家にご相談ください。

金融市場動向やポートフォリオ戦略に関する説明は現在の市場環境に基づくものであり、市場環境は変化します。本資料で言及した投資戦略が、あらゆる市場環境においても有効である、またはあらゆる投資家に相応しいという保証はありません。投資家は、自らの長期的な投資能力、特に市場が悪化した局面における投資能力を評価する必要があります。見直しおよび戦略は予告なしに変更される場合があります。

本資料に含まれる予測や推計及び特定の情報は独自のリサーチを基としており、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。予測や推計は本質的な限界があり、実際のパフォーマンス・レコードとは異なり、現実の取引や流動性の制約、手数料およびその他の費用が反映されていません。さらに、将来の成果に関する記述は、お客様のポートフォリオの運用成果の見込みや保証をするものではありません。

本資料には、本資料作成時点でのPIMCOの見解が含まれていますが、その見解は予告なしに変更される場合があります。本資料は情報提供を目的として配布されるものであり、投資助言や特定の証券、戦略、もしくは投資商品の推奨を目的としたものではありません。本資料に記載されている情報は、信頼に足ると判断した情報源から得たものですが、その信頼性について保証するものではありません。

ビムコジャパンリミテッドが提供する投資信託商品やサービスは、日本の居住者であり、かつ法律による制約のない方に対して提供するものであり、かかる商品やサービスが許可されていない国・地域の方に提供するものではありません。

運用を行う資産の評価額は、組入る有価証券等の価格、デリバティブ取引等の価値、金融市場の相場や金利等の変動、及び組入る有価証券の発行体の財務状況や信用力等の影響を受けて変動します。また、外貨建資産に投資する場合は為替変動による影響も受けます。したがって投資元本や一定の運用成果が保証されているものではなく、損失をこうむることがあります。運用によって生じた損益は、全て投資家の皆様に帰属します。弊社が行う金融商品取引業に関してお客様にご負担頂く手数料等には、弊社に対する報酬及び有価証券等の売買手数料や保管費用等の諸費用がありますが、それらの報酬及び諸費用の種類ごと及び合計の金額・上限額・計算方法は、投資戦略や運用の状況、期間、残高等により異なるため表示することができません。PIMCOは、アリアンツ・アセット・マネジメント・オブ・アメリカ・エル・ピーの米国およびその他の国における商標です。本資料の一部、もしくは全部を画面による許可なくして転載、引用することを禁じます。本資料の著作権はPIMCOに帰属します。2024年

(注) PIMCOはパシフィック・インベストメント・マネジメント・カンパニー・エルエルシーを意味し、その関係会社を含むグループ総称として用いられることがあります。

ビムコジャパンリミテッド

〒105-0001 東京都港区虎ノ門4-1-28 虎ノ門タワーズオフィス18階 TEL: 03-5777-8150

金融商品取引業者：関東財務局長(金商)第382号

加入協会：一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会