

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年1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

- 8月のジャクソンホール会議での発表と比較すると、12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、米連邦準備制度理事会（FRB）がインフレの高止まりに再び懸念を持ちながら、重要な政策変更を行なったことが明らかになりました。2025年は株式市場と債券市場の経済指標に対する感応度が高まると見えています。
- 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、米国株を先進国株式やエマージング国株式より選好し、ディフェンシブ・セクター（クオリティ、低ボラティリティ）をオーバーウェイトしています。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を維持しています。

マクロ・アップデート

米大統領選を材料にした上昇相場は趨勢を失い始め、それまで得られたリターンが漸減してきています。実際、米大統領選の投票日以降、米中小型株の大型株に対する超過収益はなくなりました。一方、過去1か月、エマージング国経済は不調で、通商政策をめぐる世界的な懸念が拡大しているにもかかわらず、エマージング国株式のパフォーマンスは米国株式を上回りました。先月のレポートでも取り上げましたが、こうした状況は2016年の米大統領選後に見られたパターンを彷彿とさせ、金融市場は潜在的に起こり得る市場の変化に再注目しています。

12月の米連邦公開市場委員会（FOMC）では、長期的かつ緩やかな利下げサイクルが継続されるとの見方が覆されました。米連邦準備制度理事会（FRB）は3会合連続で1%ポイントの利下げを実施しましたが、8月のジャクソンホール会議でのパウエル議長の発言や9月のFOMCで決定された政策方針を、事実上、180度転換しました。総合インフレ率とコアインフレ率は、2023年と2024年前半に急速なペースで減速しましたが、足元のインフレはもはやそのペースで低下していないことが明らかになっています。加えて、米国による関税導入、貿易障壁、移民政策などの方向性が不透明な状況下、再度インフレが亢進するかもしれない不確実性が高まったことで、パウエル議長が指摘するように、FRBがインフレ動向を正確に予測できるという前提が崩壊しました。直近のFOMCでは、利下げはさらなるインフレ鈍化次第であること、2025年以降の追加利下げは、従来の4回の利下げ予想に対して、2回にとどまることなどが明らかになりました。かかる状況下、株式市場と債券市場にマイナスの影響が見られました。また、金融政策の方向性をインフレ動向に基づいて決定する方針に変換したことは、FRBの金融政策の大きな転換点であると見られています。なぜなら、8月のジャクソンホール会議では、パウエル議長はFRBがインフレ率を2%に維持できることを強調する一方で、労働市場の悪化に早急に対処する必要性を訴えていたからです。このような状況を踏まえると、2025年の株式・債券市場は、経済成長率およびインフレ率の変動に対する感応度が大幅に高まり、循環的なマクロ経済指標が各金融資産のパフォーマンスを決定づける主因となることに再注目される可能性があります。

リスク選好の度合いを計測するバロメーターは、過去1か月で小幅に改善したものの、まだ株価のリバウンドや、相場サイクルの転換点を十分に示すには至っておりません。しかしながら、世界の経済成長は概ね安定的に推移しております。一方、当社のマクロ・レジーム認識は縮小傾向を示しており、世界経済が長期トレンドを下回り、減速する環境にあることを示しています（図表1および図表2）。



我々のマクロ・レジーム認識は、依然として縮小体制にあり、世界経済が長期的な成長トレンドを下回り、減速する可能性が高いことを示唆しています。

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12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

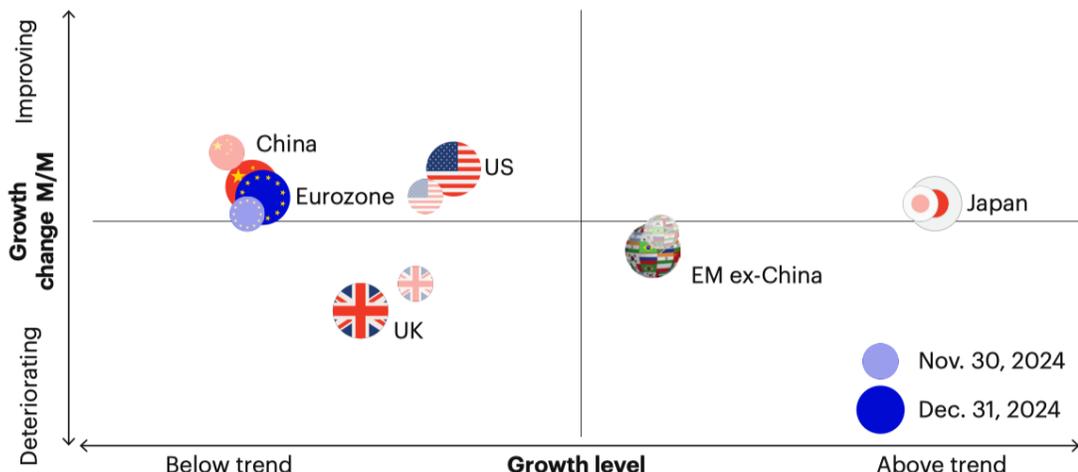


出所：Invesco Solutions、2024年12月31日現在。



米国が安定的な経済成長を主導している一方で、特にユーロ圏と中国でも改善が見られています。

図表1c：世界の経済成長は安定しており、回復が出遅れている中国やユーロ圏は、米国とともに改善している。

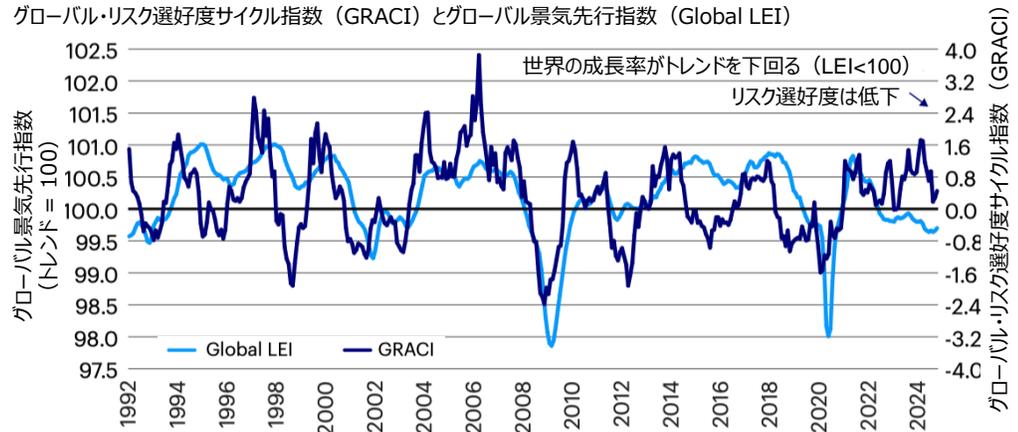


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2024年12月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界的にリスク選好が減速しているため、世界の成長率は長期トレンドを下回り、低位安定しています。

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12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。



今月はポートフォリオの変更はありません。

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する一方で、格付けの低いセクターをアンダーウェイトにしています。（図4～7）。特に、以下をご参照ください。

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。過去1か月、信用スプレッドは一段と縮小し、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、より高品質でデュレーション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を維持いたします。（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、ブラジルレアル、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。

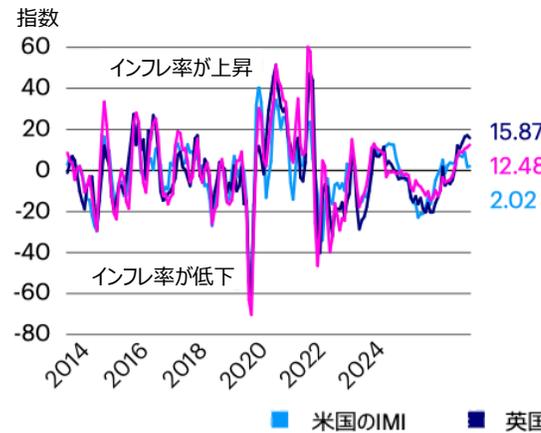
2. クレジット・リスクは、DTS（デュレーション×スプレッド）で計測。



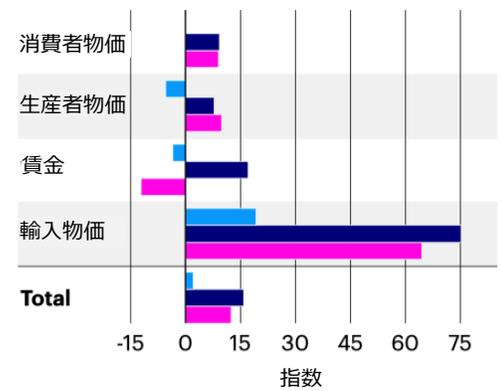
ソブリン債については、足元ではインフレ鈍化スピードが緩慢なため、物価連動国債を利付債に対し小幅なオーバーウェイトを維持しました。

図表3：インフレ率は低下せず、各国中銀の利下げサイクルが複雑化する傾向に

地域別インフレ・モメンタム・インディケーター（IMI）



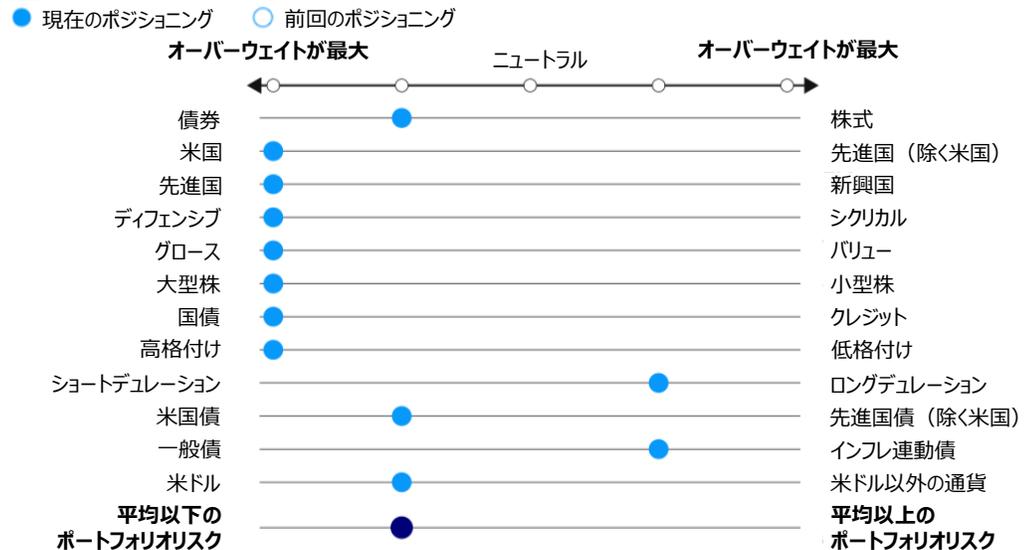
地域別IMI：カテゴリ別



出所：ブルームバーグ、2024年12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。

図表4：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

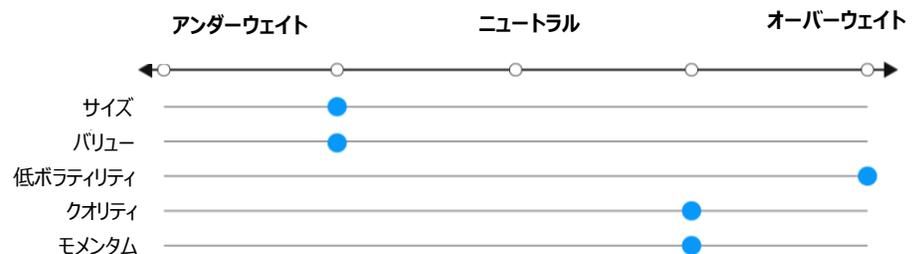
ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、米国株、ディフェンシブセクター、高格付けクレジットを選好



出所：Invesco Solutions、2025年1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）

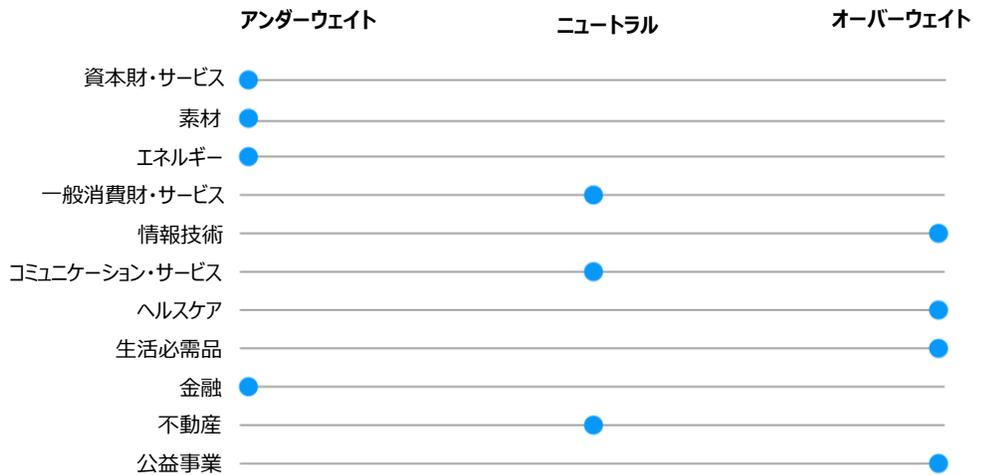
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2025年1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）

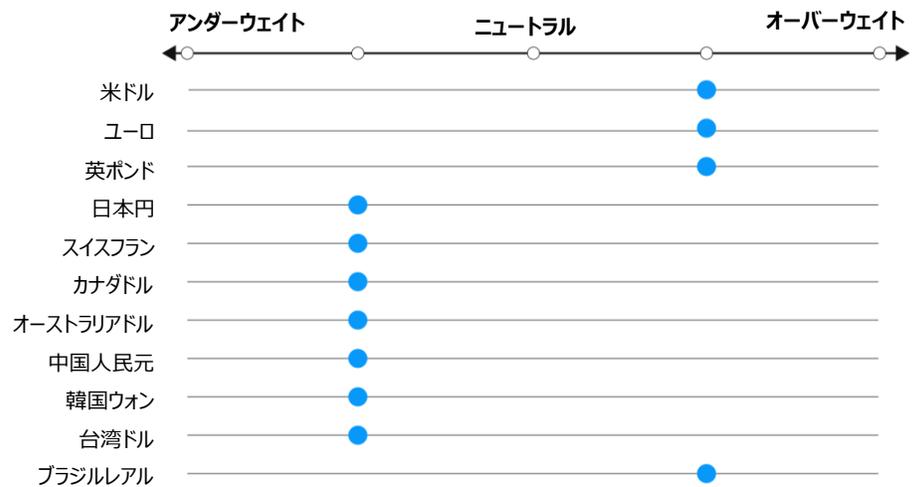
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年1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、2025年1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