

## Tactical Asset Allocation

### 戦術的資産配分：2025年3月号

**株式対比で債券を選好し、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。先進国株式（除く米国）の組み入れ比率を米国株並みに引き上げ、低ボラティリティ、高クオリティのディフェンシブ株式を選好します。**



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・アセット・アロケーション  
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

- 米国企業の業績予想が下方修正される一方、欧州では拡張的な財政政策と国防支出計画を受け、企業業績が上方修正され、市場環境が変化してきています。米国企業の業績予想の下方修正は、世界株式に重要な影響を与える可能性があります。
- 当社のマクロ・レジーム認識は、依然として後退期となっています。ベンチマーク対比で注意深く資産配分を行い、債券を株式対比でオーバーウェイトとします。また、先進国株式（除く米国）の組み入れ比率を米国株並みとする一方で、エマージング国株式をアンダーウェイトとします。債券では、インフレ連動債を通じデフレをオーバーウェイトとし、クレジット・リスクをアンダーウェイトとします。

#### マクロ・アップデート

景気先行指標は、米国とユーロ圏を筆頭に、各地域で着実な改善を続けています。消費者心理は悪化しているものの、製造業景況感指数の回復、在庫循環の改善、政策金利の引き下げに伴う世界的なイールド・カーブのスティープ化によって相殺されています。中国経済は引き続き安定しており、住宅指標、製造業受注、貸出増加率は緩やかながら着実に改善しています。しかしながら、世界のリスク選好度指標は3か月連続で改善した一方で、貿易政策をめぐる不確実性が高まったこと、米国が主要貿易相手国に新たな関税賦課を発表したことにより、当社の計量モデルは、市場センチメントが再び低下していることを示しています。こうした状況は、インフレ、企業業績、市場ボラティリティに影響を及ぼす可能性があり、2025年の金融市場を左右する重要な要因の1つです。また、一連の報復措置が実施され、ロシア・ウクライナ紛争をめぐる外交交渉が悪化することは、今後の通商政策をさらに複雑にする可能性があります。過去1か月、世界株式のパフォーマンスは債券を下回り、世界の債券価格は上昇し、信用スプレッドはセクター間で小幅に拡大しました。当社のマクロ・レジーム認識は、9か月連続で長期トレンドを下回り、成長が減速する後退期体制にあります（**図表1**および**図表2**）。

米国株は下落を主導し、欧州株やエマージング市場のパフォーマンスを下回っています。米国企業の業績予想は下方修正が加速しており、2022年の弱気相場で見られた水準に達しています（**図表3**）。米国企業の業績が下方修正されている背景には、通商政策の不確実性、AI産業におけるグローバル競争の激化、米連邦予算削減に対する懸念という3つの要因があると考えられます。一方、米国企業以外の企業業績は、数年に亘る下方修正を経て安定してきています。これは、欧州における国防支出の増加や財政拡大への期待を反映したものと見られています。かかる状況下、米国株と先進国株（除く米国）の相対的なアロケーションは、米国株の緩やかなオーバーウェイトからニュートラルに移行し、先進国株（除く米国）に対し2か月連続で改善しました。今後、欧州と日本をオーバーウェイトにするには、米ドルに対する見通しが弱気になるか、世界的なリスク選好が回復することが必要となるものの、このようなシクリカルかつバリュー志向の株式市場には有利な状況となっています。逆に、エマージング国市場の企業業績は、引き続き先進国市場に劣後しているため、当社のアセット・アロケーションでは緩やかなアンダーウェイトとなっています。



当社のマクロ・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 Asset Allocation調査・試算。Invesco Asset Allocationの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年2月28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

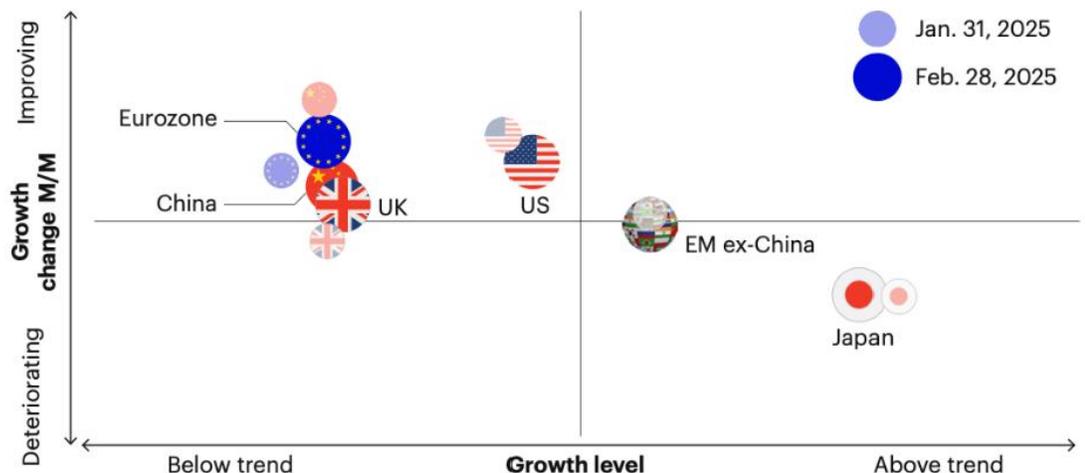


出所：Invesco Asset Allocation、2025年2月28日現在。



米国、ユーロ圏を中心に、各地域の経済成長は改善しています。

図表1c : 米国、ユーロ圏を中心に、世界の経済成長は改善しています。

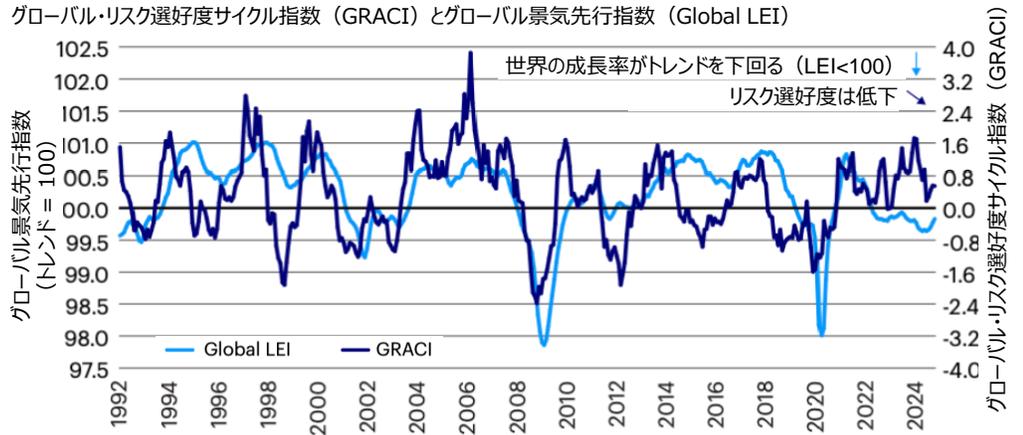


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Asset Allocation調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年2月28日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



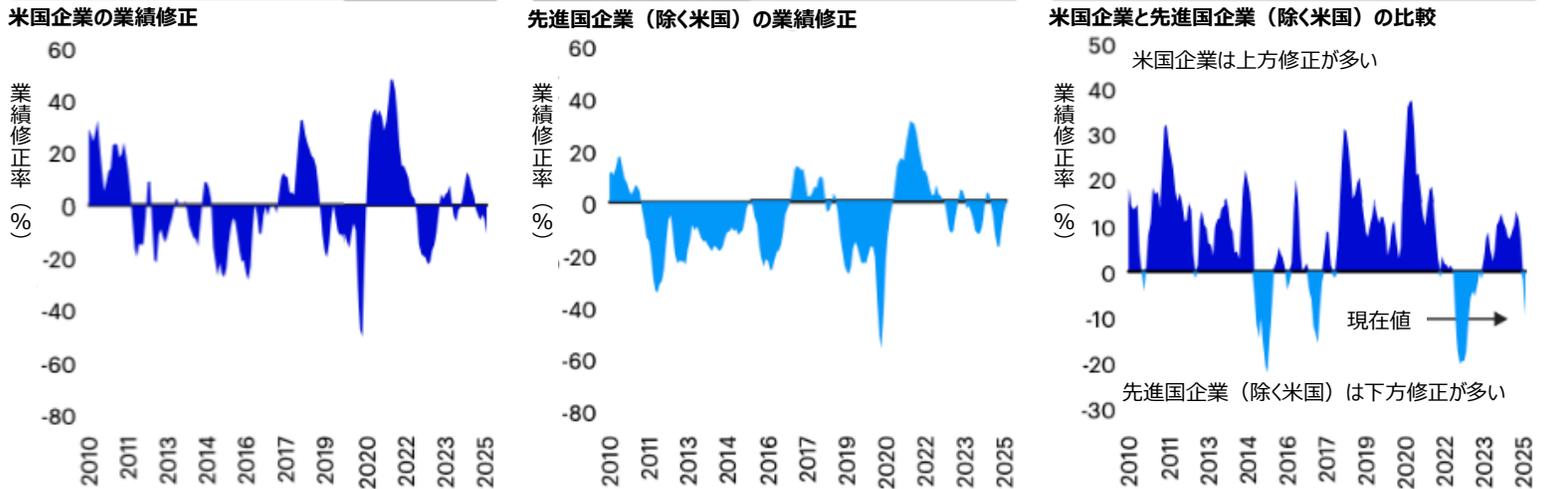
3か月連続で緩やかに上昇したものの、世界の通商政策が不透明になったことを受け、世界のリスク選好度は失速している。

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 Asset Allocation調査・試算。1992年1月1日から2025年2月28日までのデータ。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。LEIが100を上回る (下回る) 場合、長期平均を上回る (下回る) 成長を示します。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です。GRACIがゼロを上回る (下回る) 数値は、直近のグローバル資本市場におけるリスク選好度を示します。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：米国企業の業績修正が低下傾向。一方、欧州企業の改善により、先進国株式 (除く米国) の業績修正は安定。



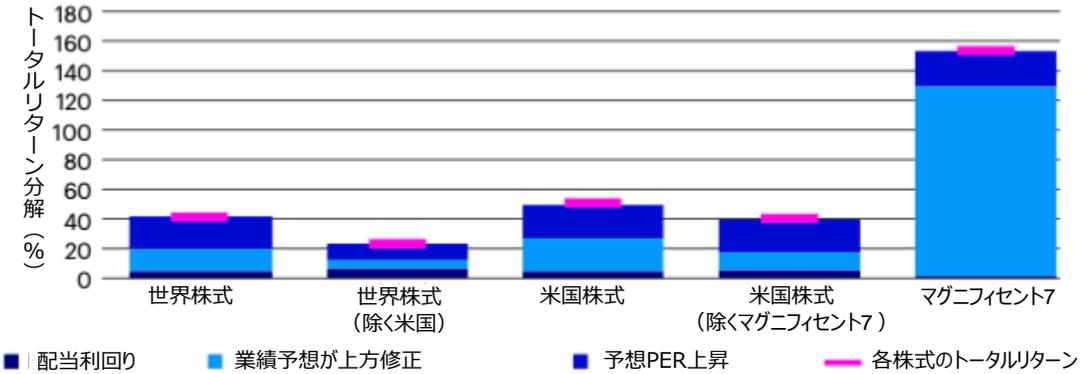
出所：JPモルガン、Invesco Asset Allocation試算。2025年2月25日現在。米国株式はMSCI米国インデックス。先進国株式 (除く米国) はMSCIワールド (除く米国)。業績修正率は、1年後の予想収益を使い、(上方修正社数 - 下方修正社数) ÷ (業績修正社数合計) の3か月平均として定義。

相対価値は別として、米国企業の業績下方修正が増加し、予想PERが低下するとの見方が世界株式全体にマイナスの影響を及ぼす可能性があります。2022年に株式市場が一時的な調整局面となりましたが、その後の2年間に亘る強気相場は、主にマグニフィセント7を中心とする米国企業の予想収益や予想PERが上昇したことによって、不自然に拡大されてきました。一方、米国以外の株式市場の寄与度は、着実ながら小幅に留まっています (図表4)。さらに、欧米におけるインフレが再度上昇する懸念が高まっているため、各中央銀行が経済指標が悪化する以前に緩和的な金融政策に転じる可能性が低くなっています (図表5)。私たちは、体系的なマクロ・レジーム認識を通じ、これらの投資テーマの進展と、その結果生じるグローバル市場センチメント、インフレ動向、各地域の経済成長期待などの影響を把握し、適切な資産配分を行います。



過去2年間、主に米国のマグニフィセント7の業績上方修正と予想PERの上昇に牽引され、世界の株式市場は強気相場となりました。

図表4：過去2年間、主に米国のマグニフィセント7の業績上方修正と予想PERの上昇に牽引され、世界の株式市場は強気相場となった



出所：ブルームバーグ、Invesco Asset Allocation試算。2025年2月25日現在。ブルームバーグ・コンセンサスはセルサイドのアナリスト予想値の平均値。世界株式：MSCI ACWI、世界株式（除く米国）：MSCIワールド（除く米国）、米国株：S&P500指数。トータルリターン分解の対象期間は2023年2月から2025年2月まで。



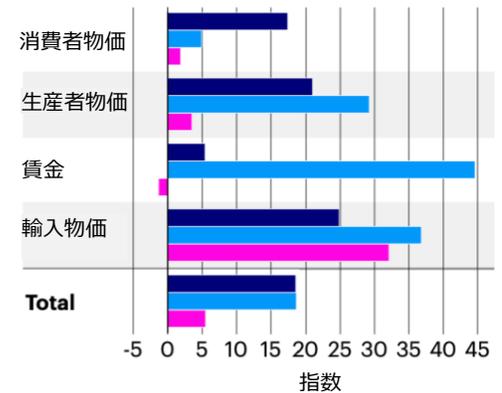
足元ではインフレが加速する可能性があり、物価連動国債を最大限のオーバーウェイトとしています。

図表5：商品価格と生産コストの上昇により、インフレ率は加速傾向

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、2025年2月28日現在のデータ、Invesco Asset Allocation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。



米国株に対し、先進国株式（除く米国）をニュートラルとしています

## 投資ポジショニング

今月、ポートフォリオの資産配分をわずかに変更しました。グローバル戦術的配分モデル<sup>1</sup>では、米国株に対し先進国株式（除く米国）をニュートラルとしております。ベンチマークと比較してリスクをアンダーウェイトとし、債券と比較して株式をアンダーウェイトしております。株式に関しては、主としてエマージング国株式をアンダーウェイト、先進国株式をオーバーウェイトとしております。また、高クオリティかつ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、デフレーションをオーバーウェイトとする一方で、一般債に対しインフレ連動債の組み入れを高めました。（図6～9）。詳しくは、以下をご参照ください。

詳細：

- 株式**では、米国株式と先進国株式（除く米国）の資産配分を相対的にニュートラルとしました。米国企業の業績下方修正が目立つ一方で、先進国企業（除く米国）は改善が見られるからです。米ドルに対しても、当社はニュートラルとしています。今後、米ドルが脆弱となり、世界的なリスク選好が回復し、先進国株式（除く米国）がオーバーウェイトされるためには、当社のマクロ・レジーム認識が転換する必要があるでしょう。今のところ、割安株、中小型株をアンダーウェイトとし、大型株や高クオリティかつ低ボラティリティのディフェンシブ・セクターを選好しています。予想通り、低ボラティリティ株式は、足元でボラティリティが急上昇する局面において、優れた株価低下に対する抵抗力となっています。かかる状況下、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・セクターをオーバーウェイトとし、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーなど景気循環セクターをアンダーウェイトしております。
- 債券**では、クレジット・リスクをアンダーウェイト、デフレーションをオーバーウェイトとし、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。企業業績が減速する可能性がある一方で、信用スプレッドが歴史的な低水準にあることから、かかるポジションのリスク対比リターンは魅力的と思われる。ソブリン債については、各地域でインフレが加速する可能性が高まっていることから、一般債に対しインフレ連動債を最大のオーバーウェイトまで引き上げました。（図5）
- 為替**では、今月、米ドルをわずかなアンダーウェイトに変更した結果、米ドルは全体的にニュートラルとなりました。先進国（除く米国）の経済指標が引き続き好調であること、米国と他地域との金利差が拡大する可能性もあることなどを背景に、当社のマクロ・レジーム認識は米ドルをニュートラルとしました。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。



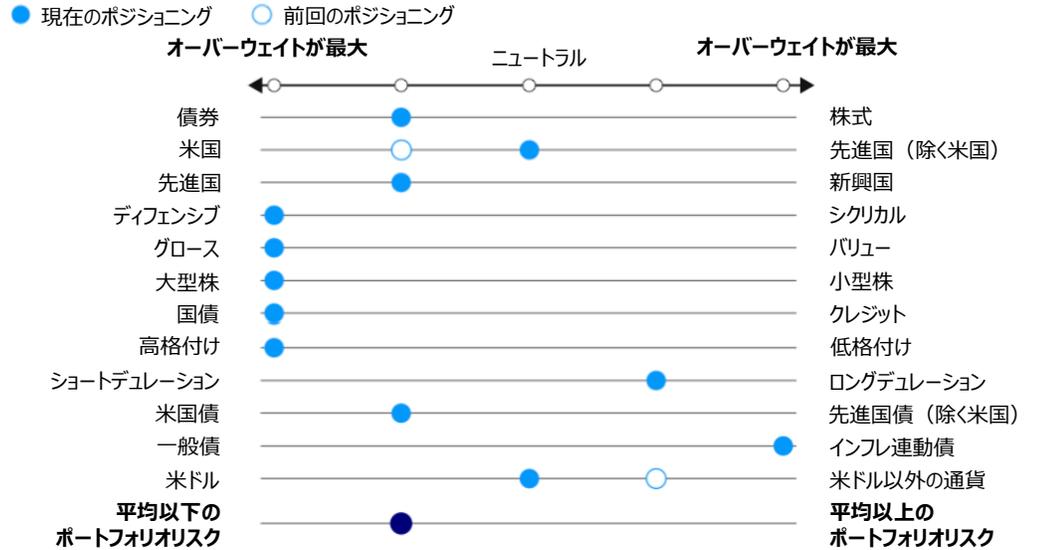
金利差の拡大により、米ドルをニュートラルとしています。

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。

3. クレジット・リスクは、DTS（デフレーション×スプレッド）で計測。

### 図表6：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

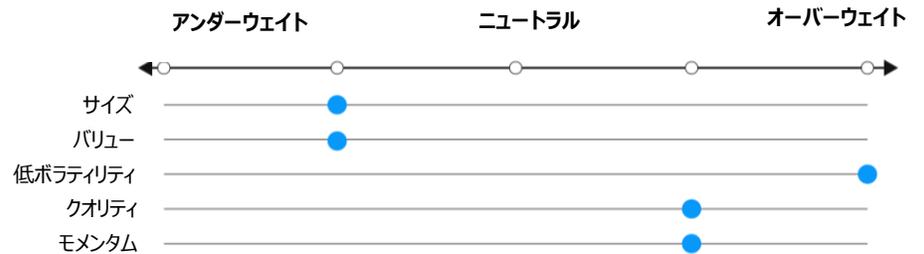
ベンチマークに対し、先進国株株式（除く米国）と米国株をニュートラルに。



出所： Invesco Asset Allocation、2025年3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）

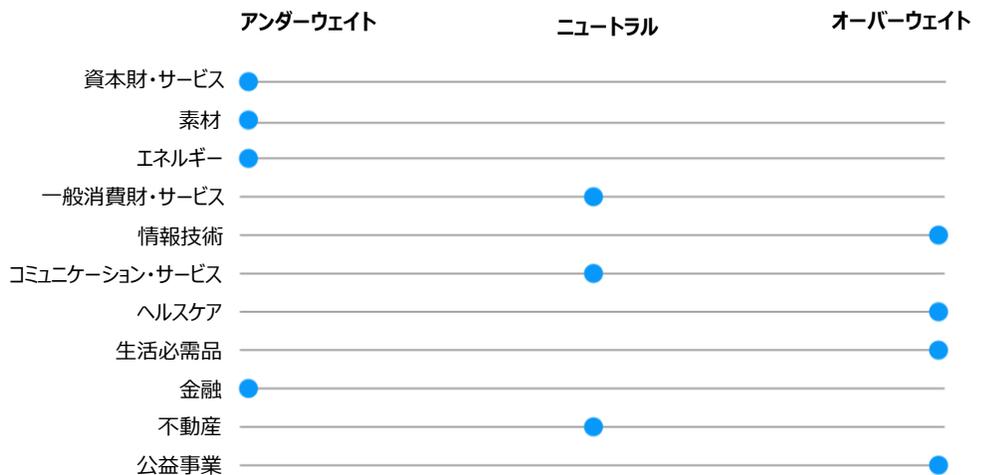
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所： Invesco Asset Allocation、2025年3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）

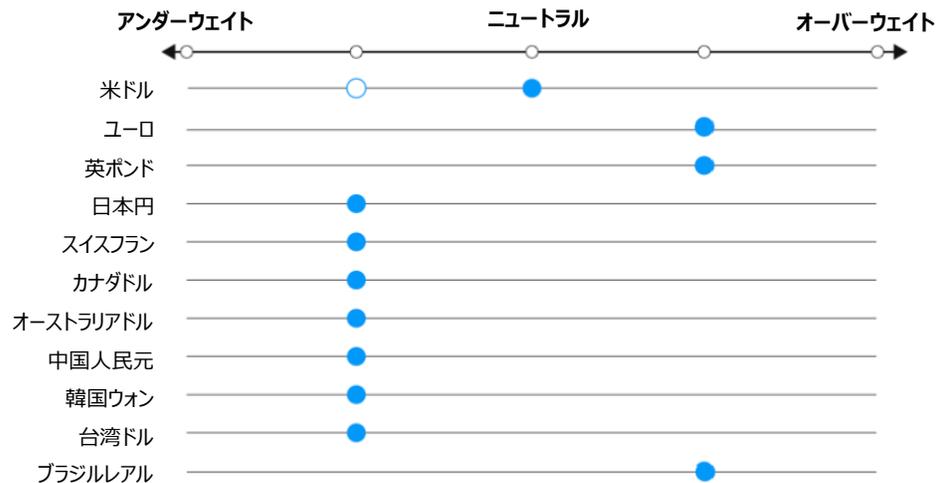
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所： Invesco Asset Allocation 2025年3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8：戦略的資産配分のポジショニング（通貨）

米ドルはニュートラル。先進国通貨の中ではユーロ、英国ポンドを選好。



出所： Invesco Asset Allocation、2025年3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。

## 当社マクロ・レジーム認識の推移

■ 回復期 ■ 拡大期 ■ 減速期 ■ 後退期

		1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：2度の大幅な調整局面を迎え、株式市場は2018年1-3月期に続き減速。米連邦準備制度理事会（FRB）が4回の利上げを実施し、個人情報保護・規制強化への懸念がテクノロジー・セクターに広がり、米中貿易摩擦が激化。</li> <li>経済指標：製造業は弱まったものの、労働市場が逼迫し、好調なサービス部門が支えた。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（2つのシフト）：2018年1-3月期はリスク・オンのスタンス。年間を通じてディフェンシブに転換。ディフェンシブな資産クラスは、グローバル債券を中心にアウトパフォーム。</li> </ul>												
	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：FRBがハト派的スタンスに転換し、最終的に下半期に利下げを実施。株式市場は年初に底を打ち、年央に大きく反転。米中貿易摩擦は「第1段階」合意の中で緩和した。</li> <li>経済指標：製造業およびサービス業の景況感悪化により悪化。逆イールドカーブが発生し、景気後退懸念が高まった。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（3つのシフト）：上半期はディフェンシブな展開。その後、世界の経済成長率は長期トレンドを下回ったものの、市場センチメントは改善し、回復期に転じた。株式は米国株を中心に堅調なリターンとなり、信用スプレッドは縮小、利下げに支えられたデュレーションがプラス寄与。</li> </ul>												
2020	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：コロナ禍により新興国株式がアンダーパフォームし、急速に悪化。一方、各国の大規模金融緩和政策や財政刺激策が景気を下支えし、年央以降好転。経済再開とワクチン接種拡大が好感され、2020年10-12月期の市場センチメントは良好に推移。</li> <li>経済指標：経済再開と株式市場の反発の前に、歴史的な低水準で推移。経済指標は全体的に年間を通じ長期トレンドを下回った。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（2つのシフト）：2月に後退期に転じた。2020年下半期には、景気循環資産がアウトパフォームしたことを受け、経済再開後の6月には回復期に転じた。</li> </ul>												
	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：2020年下半期の経済再開を受け反転。市場ボラティリティは大幅に低下。米国では歴史的な水準での財政刺激策が実施され、コロナワクチンも徐々に導入された。</li> <li>経済指標：サプライチェーン逼迫や需給の混乱にもかかわらず、正常化が12月、長期トレンドを上回る水準に移行。インフレ圧力が台頭し、FRBは12月にタカ派的な姿勢を強め月。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（2つのシフト）：年間を通じて拡大期となる。米国株を中心に株式がアウトパフォームし、信用スプレッドが縮小、債券利回りが上昇したことにより、当社のマクロ・レジーム認識の正確性を裏付けた。</li> </ul>												
2022	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：ロシアのウクライナ侵攻、エネルギー価格の高騰、インフレ圧力を受け、年初にピークに達した後、悪化。積極的な金融引き締め政策がマイナス成長につながった。</li> <li>経済指標：2021年のピークから弱まったものの、2022年の半年近くは長期トレンドを上回った。消費者は逼迫した労働市場から賃金上昇などの恩恵を受け、小売売上高は好調、サプライチェーン逼迫に苦しむ製造業を後押し。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（4つのシフト）：複数回変更したものの、年間を通じ大半をディフェンシブなポジションを維持。株式がアンダーパフォームし、金利上昇によりデュレーションもマイナス寄与となったため、ディフェンシブ・ポジションが有利となった。</li> </ul>												
	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：米国地方銀行の破綻を受け、2023年1-3月期に低下。その後、4-6月期以降、インフレが緩和の兆しを見せ、FRBの利上げサイクルの終了期待に繋がり、市場心理は再び好転。AI拡大や中国の経済再開などが楽観的なテーマとして注目された。</li> <li>経済指標：依然として長期トレンドを下回っているものの、消費者支出、企業投資、政府支出に支えられ底堅い動きとなった。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（2つのシフト）：信用スプレッドの縮小、株式のアウトパフォーマンス、債券利回りの上昇を背景に、ディフェンシブからシクリカルへの大きな転換を実施。しかしながら、シクリカル銘柄は、AI関連株や高品質株、成長株への需要が非常に高く、相対的に劣後。</li> </ul>												
2024	<ul style="list-style-type: none"> <li>市場センチメント：2024年1-3月期は、インフレ低下、AI導入進展が市場で好感されたこと、消費者支出が引き続き堅調だったことを受け、良化。4-6月期以降は、米大統領選挙の不確実性、労働市場の悪化懸念、割高なメガキャップ銘柄に集中した企業収益の成長期待が懸念され、悪化。</li> <li>経済指標：消費者支出が堅調なるも、失業率が上昇し、長期トレンドを下回る状況が続いた。FRBは金融緩和を開始し、イールドカーブはスティープ化。</li> <li>当社マクロ・レジームの枠組み（2つのシフト）：年央まではリスクオン。その後、経済成長が長期トレンドを下回り、後退期にシフト。2024年1-3月期の各資産クラスのパフォーマンスは当社のレジーム分析に一致。株式市場は、シクリカルな要因よりも、マグニフィセント7やAI関連テーマが牽引し上昇。</li> </ul>												

---

## 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