

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年12月号

財政・金融政策に支えられ、経済成長とインフレは良好に推移。株式を債券対比でオーバーウェイトとし、バリュー株、中小型株を選好します。クレジット・リスクをわずかにオーバーウェイトとし、デュレーションをニュートラル、米ドルをアンダーウェイトといたします。

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カ月から3年の時間軸で戦術的な資産配分の決定を行います。



アレッシオ・デ・ロンギス（Alessio Longis）CFA
インベスコ・ソリューションズ
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

要約

- 成長見通しの改善を背景に、米国、先進国（除く、米国）、新興国市場において業績予想が上方修正されています。足元では、インフレ圧力が限定的でもあり、金融緩和と財政拡大政策がリスク資産にとって追い風となると見られています。
- 当社は、株式を債券に対しわずかなオーバーウェイトとし、バリュー株、シクリカル株、中小型株を選好します。地域的には米国、先進国、新興国をニュートラルとします。債券では、インカムを享受するため分散投資しつつも、高リスクのクレジットをオーバーウェイトとします。また、デュレーションをベンチマーク対比でニュートラルとし、引き続き、米ドルをアンダーウェイトに維持します。

マクロ・アップデート

金融市場にとって、「ニュースがないことが良いニュース」である状況下、マクロ経済は緩やかながら着実に拡大しています。当社のマクロ・レジーム認識では、米国経済は長期トレンドよりわずかに低い成長率で推移しているものの、概ね安定的に推移してしております。米国の政府閉鎖が解除され、各経済指標の発表が再開されましたが、当初懸念されていたネガティブサプライズはありませんでした。米連邦準備制度理事会（FRB）や金融市場は、米労働市場の健全性を注視に注目している一方、個人消費は年末休暇期間を迎える中でも回復しており、予備的な経済指標では前年同期比で5%増前後の成長を示しています¹。

先進国市場（除く、米国）が牽引し、米国以外の各国の経済成長が勢いを増していることが顕著になってきています。ユーロ圏と英国では、景気先行指標が著しいペースでの改善が続いています。足元では、製造業景況感調査、消費者信頼感指数、住宅、貿易など幅広い分野で、長期トレンドを上回る改善が見られます。新興国経済は安定的に拡大しているものの、長期トレンドを下回っており、貿易と建設セクターの悪化が、製造業や企業動向調査の改善を相殺しています（**図表1**および**図表2**）。このように、世界経済が順調に拡大している背景には、全地域で業績予想の上方修正が続いていることがあり、先進国市場（除く、米国）と新興国市場が米国に追いつきつつあります。これは、国や経済セクターを超えて、成長サイクルが拡大していることを示しています（**図表3**）。

1. 出所：ブルームバーグ、2025年12月1日。
"Black Friday Sales Rise, Signaling US Consumers' Resilience"
(米ブラックフライデー売上高、前年より伸び加速－個人消費の堅調示唆)



グローバルな経済成長期待が緩やかかつ着実に改善していることを背景に、当社のマクロ・レジーム認識は回復期を維持しています。

図表1a：マクロ・レジーム認識は引き続き回復期を示唆。

| | 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 | 回復期 |
| 米国 | 長期トレンドを下回る | | 回復期 |
| 先進国（除く米国） | 長期トレンドを上回る | | 拡大期 |
| 欧州 | 長期トレンドを上回る | | 拡大期 |
| 英国 | 長期トレンドを上回る | | 拡大期 |
| 日本 | 長期トレンドを上回る | | 拡大期 |
| 新興国市場 | 長期トレンドを下回る | | 回復期 |
| 中国 | 長期トレンドを下回る | | 回復期 |
| 新興国市場（除く中国） | 長期トレンドを下回る | | 回復期 |

出所：ブルームバーグ、マクロポンド、Invesco Solutions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11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。

世界経済は回復期を維持し、景気先行指数（LEI）は長期トレンドを下回っているものの、成長見通しは改善しています。

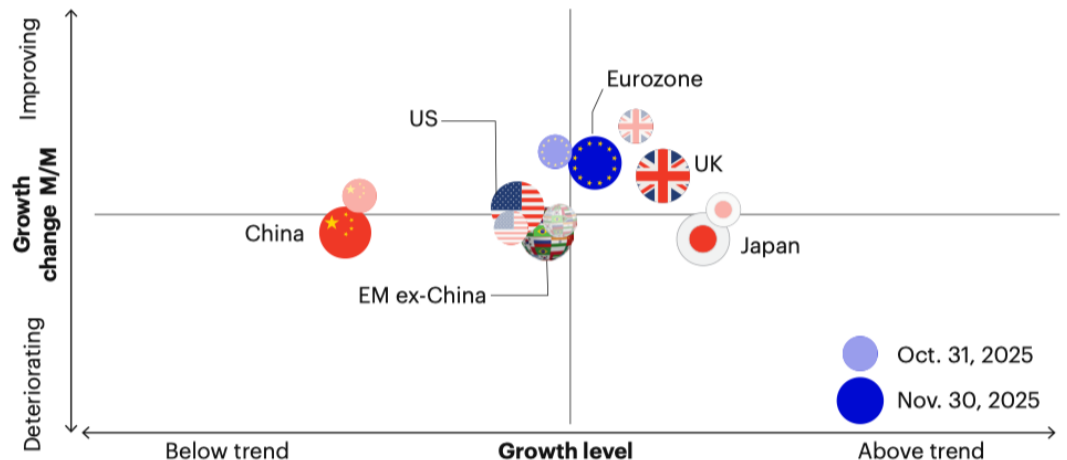


出所：Invesco Solutions、2025年11月30日現在。



図表1c：先進国市場（除く、米国）が牽引し、世界の経済成長は概ね長期的なトレンドに回帰しつつある状況です。

先進国市場（除く、米国）が牽引し、経済成長が加速しています。

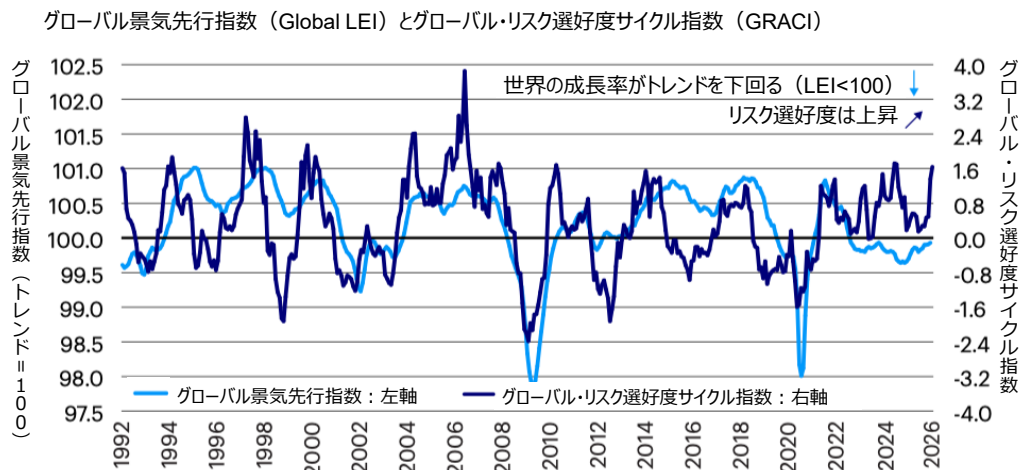


出所：ブルームバーグ、マクロポンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年11月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



特に、ユーロ圏と英国においてグローバル景気先行指数（LEI）の改善が顕著です。

図表2：先進国市場（除く米国）に牽引され、グローバル景気先行指数（LEI）は改善。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は回復期を後押し。

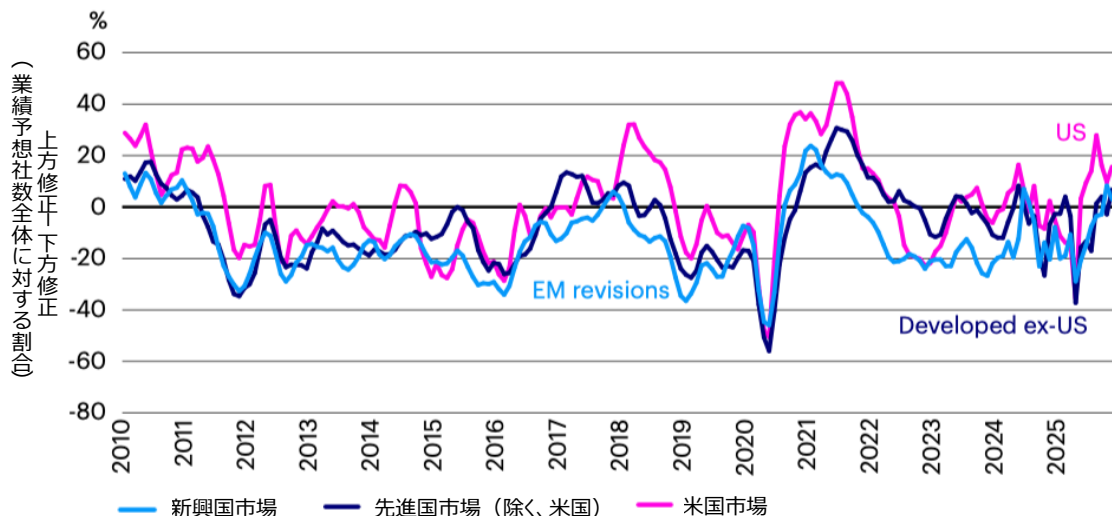


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2025年11月30日までのデータ。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。LEIが100を上回る（下回る）場合、長期平均を上回る（下回る）成長を示します。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標です。GRACIがゼロを上回る（下回る）数値は、直近のグローバル資本市場におけるリスク選好度を示します。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界経済が好調であることは、全地域で業績予想が上方修正されていることに裏打ちされています。

図表3：全地域で業績予想が上方修正され、景気先行指数および成長見通しの改善が裏付けられました。



出所：ブルームバーグ、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。2010年1月31日から2025年11月25日までのデータ。12カ月先の業績修正率は、上方修正回数から下方修正回数を差し引いた数値を修正回数合計で除して算出。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。



景気循環の後期段階にあるとはいえ、このゴルディロックス相場はリスク資産にとって引き続き追い風となり、株式はクレジットよりも上昇余地が大きいと見られます。

2025年も終盤となり、ここまでの世界経済は、貿易政策の不確実性、インフレ圧力再燃への懸念、労働市場の大幅な減速といった明らかな逆風に見舞われたにもかかわらず、全体として驚くべき回復力を示してきました。足元では、緩和的な金融政策、米国や欧州を中心とした先進国市場における財政拡大政策、インフレ圧力の鈍化などを背景に、当社のグローバル・リスク選好度は成長期待の改善を示しています（図表4）。景気循環の後期段階にあるとはいえ、このゴルディロックス相場（適温相場）はリスク資産にとって引き続き追い風となり、株式はクレジットよりも上昇余地が大きいと見られます。しかしながら、株式のバリュエーションが割高であること、信用スプレッドが歴史的な低水準で推移していることを勘案すると、リスクは非対称的に偏っていると考えられます。つまり、好材料による上昇余地よりも、ネガティブサプライズが発生した際の下落リスクの方が大きいと考えられることです。こうした観点から、当社がバリュー株や中小株へのシフトしたこと、米国株と米国以外の株式への幅広い分散投資を行っていることは、バリュエーションが割安な銘柄、米ドル安の享受、幅広い株式セクターへの分散などを通じ、株価下落リスクに対する効果的なダウンサイドプロテクションを提供できると考えております。



当社のグローバル・リスク選好度は、成長期待の改善とインフレ圧力の低下を示しています。



ベンチマークと比較して全体的なリスクをオーバーウェイトに維持します。また、債券に対し株式をわずかにオーバーウェイトとします

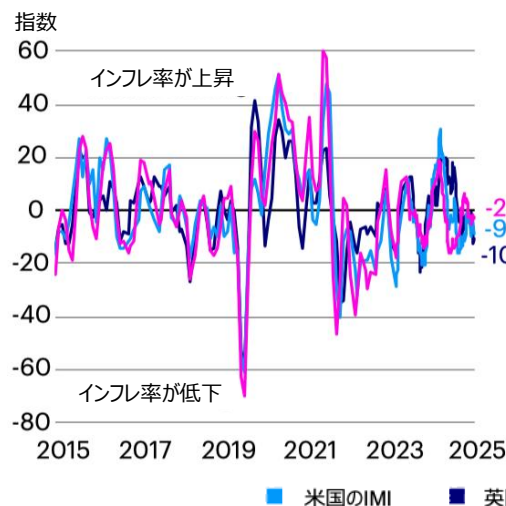
株式では、シクリカル・セクター、バリュー株、中小型株のオーバーウェイトを維持します。

債券では、クレジット・リスクを引き続き小幅なオーバーウェイトとします。しかしながら、信用スプレッドが歴史的な低水準で推移していることから、投資適格債や国債に比べ、より有利な利回りを得られるケースに限定して運用いたします。

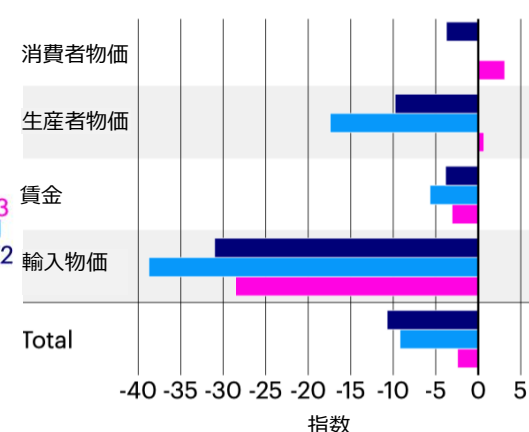
米ドルと他通貨との金利差が継続的に縮小していること、米国以外の経済データが予想を上回って堅調に推移していることなどを背景に、米ドルを引き続きアンダーウェイトとします。

図表4：インフレは安定的に推移。

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11月30日現在のデータ、Invesco Solutions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

11月のグローバル戦術的配分²に変更はありませんでした。ポートフォリオ全体のリスクはベンチマークを上回る水準を維持し、債券に対して株式をわずかなオーバーウェイトとし、バリュー株および中小型株を選好しています。また、地域別エクスポージャーはベンチマークに対しニュートラルとしています。債券では、クレジットリスク³を小幅にオーバーウェイトとし、デュレーションはニュートラルを維持しています（図表5および図表8）。詳しくは、以下をご参照ください。

詳細：

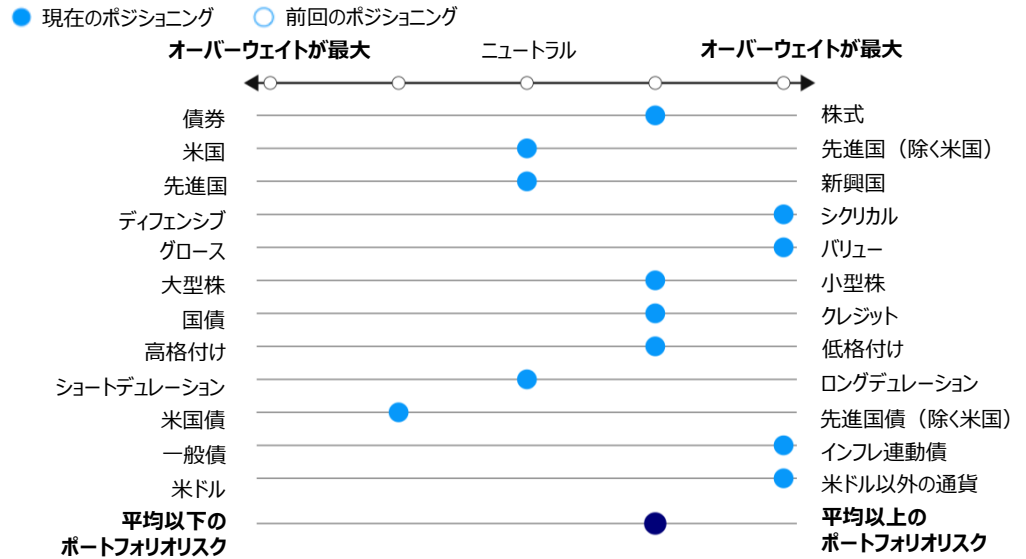
- **株式**では、シクリカル・セクター、バリュー株、中小型株のオーバーウェイトを維持します。これらのセグメントは負債比率が高く、景気循環における回復局面でアウトパフォームする傾向があります。したがって、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、情報技術よりも、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーなどのセクターを選好します。米国株式、先進国株式（除く米国）、新興国株式の相対パフォーマンスは様々な兆候に左右されるため、地域別配分はベンチマークに対しニュートラルとします。一方で、米国企業の収益モメンタムは他市場を引き続き上回っています。他方、米ドルと他通貨の金利差が縮小していること、世界の経済成長が予想外に上振れしていることなどを背景に、当社の通貨分析は米ドル安を示唆しています。したがって、当社は米国以外の株式エクスポージャーを選好いたします。結果的に、この段階では地域別配分についてはニュートラルとしております。
- **債券**では、クレジット・リスクを引き続き小幅なオーバーウェイトとします。しかしながら、経済成長が改善し、インフレが安定している環境下、信用スプレッドが歴史的な低水準で推移していることから、投資適格債や国債に比べ、より有利な利回りを得られるケースに限定します。したがって、ハイ・イールド債、バンクローン、ドル建ての新興国ソブリン債を選好して分散投資を行い、投資適格債とソブリン債はアンダーウェイトとします。当社は米ドル安を想定しているため、主要な米国債と比較して、現地通貨建ての新興国債券や為替ヘッジを行わないグローバル債券を選好します。回復期への移行に伴い、安定的に推移していたインフレ率が上昇する可能性もあることから、一般債に対して、米物価連動国債（TIPS）を引き続きオーバーウェイトとします。
- **為替**では、米ドルと他通貨との金利差が継続的に縮小していること、米国以外の経済データが予想を上回って堅調に推移していることなどを背景に、当社は米ドルを引き続きアンダーウェイトとします。先進国市場では、スイスフラン、カナダドル、スウェーデンクローナ、シンガポールドルよりも、ユーロ、英ポンド、ノルウェークローネ、オーストラリアドル、日本円を選好しています。新興国市場では、韓国ウォン、フィリピンペソ、タイバーツ、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。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

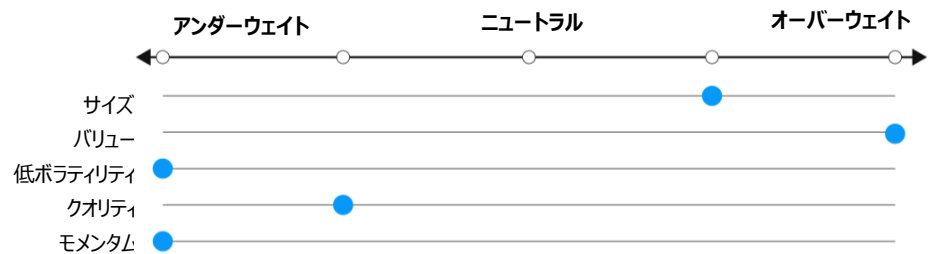
債券対比で株式をオーバーウェイト。バリュー株を選好し、米ドルをアンダーウェイト、デュレーションはニュートラル。



出所：Invesco Solutions、2025年12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）

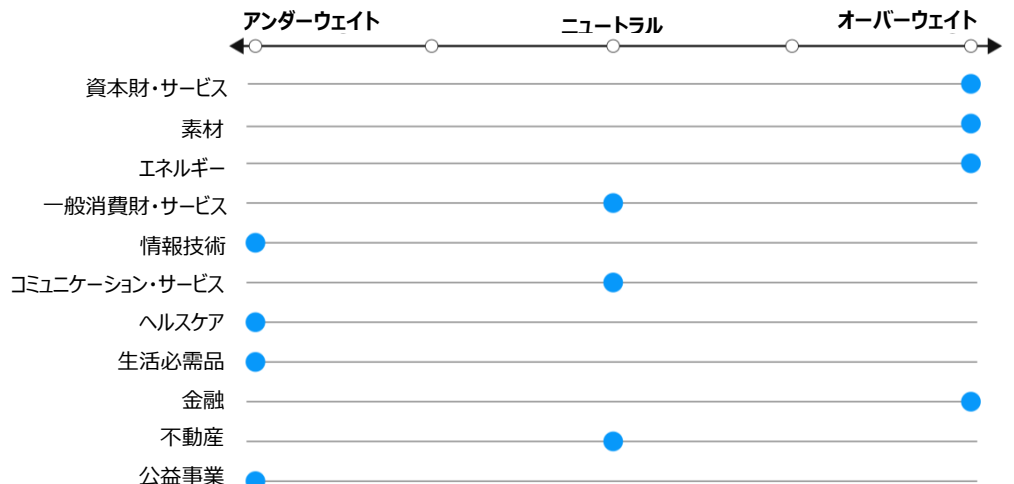
バリュー株、中小型株をオーバーウェイト、クオリティ株、低ボラティリティ、モメンタム株をアンダーウェイト。



出所：Invesco Solutions、2025年12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）

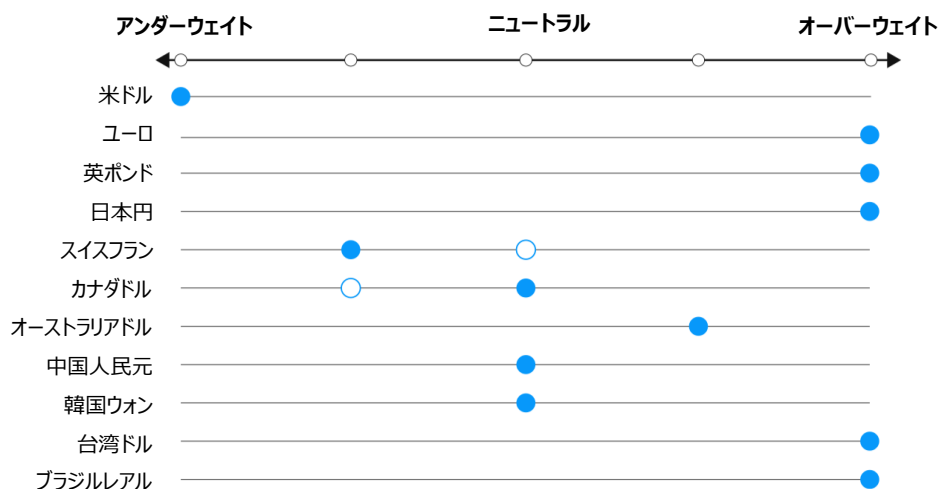
シクリカルを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年12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）

米ドルをアンダーウェイト。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12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">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。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。マクロ・レジーム認識（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。 | | | | | | | | | | | | |
| 2019 | <ul style="list-style-type: none">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。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。マクロ・レジーム認識（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。株式は米国株式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。 | | | | | | | | | | | | |
| 2020 | <ul style="list-style-type: none">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。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。マクロ・レジーム認識（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7月には回復期に転じた。 | | | | | | | | | | | | |
| 2021 | <ul style="list-style-type: none">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。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。マクロ・レジーム認識（2つのシフト）：年間を通じて拡大期となる。米国株式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。 | | | | | | | | | | | | |
| 2022 | <ul style="list-style-type: none">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。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み製造業を後押し。マクロ・レジーム認識（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。 | | | | | | | | | | | | |
| 2023 | <ul style="list-style-type: none">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、4-7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。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。マクロ・レジーム認識（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、成長株への需要が高かく、相対的に劣後。 | | | | | | | | | | | | |
| 2024 | <ul style="list-style-type: none">市場センチメント：2024年上半期は、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。下半期以降は、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。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イプ化。マクロ・レジーム認識（1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年上半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。 | | | | | | | | | | | | |

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