

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年2月号

先進国株式（除く米国）および新興国株式のアンダーウェイトを引き下げるとともに、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。また、インフレが加速する可能性がある環境下、一般債に対しインフレ連動債への組み入れ比率を高めとします。

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。



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

- 今後数か月、2つのテーマ、つまり、米国の通商政策と、AI産業における競争環境の進化、が金融市場を牽引し、経済成長とインフレの方向性に影響を与えるとみられます。2018年にも見られたように、報復的な貿易政策がエスカレートするリスクは、世界の株式市場と為替市場に重大な逆風となる可能性があります。一方、ハイテクセクターの競争とイノベーションの進化は、生産性と経済成長にとっては良い兆しとなりますが、米国成長株のバリュエーションが若干低下する可能性があり、当社はセクターとスタイルのローテーションを好みます。
- 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）やエマージング国株式対比で、米国株のオーバーウェイトを縮小いたします。債券では、今後のインフレ加速を勘案し、インフレ連動債の組み入れ比率を米国債より高めとします。

マクロ・アップデート

年初の金融市場は、米国による関税導入や人工知能（AI）産業における世界的な競争環境の変化を背景に、2024年からの追い風を受け、リスク資産全体が堅調に推移する展開となりました。1月は主要な資産クラスが全てプラスリターンとなりました。世界株式のパフォーマンスは債券を上回り、信用スプレッドは各セクターで縮小し、2024年10-12月期に大きく売り越された米国債は、利回りがわずかに低下しました。その結果、当社の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、当社の計量モデルは、まだ継続的な経済成長を期待できる状況を示しておりません。さはさりながら、各地域の景気先行指標には改善が見られます。特に米国、ユーロ圏、英国、中国などが徐々に長期トレンドに戻りつつあります。全体として、当社の体系的なマクロ・レジーム認識は、現段階では、依然として縮小となっているものの、今後回復に転じる可能性が高まっています（**図表1**および**図表2**）。一方、商品価格と製造コストの上昇により、市場全体では短期的にインフレ圧力が上昇を続けています。また、当社のインフレ・モメンタム指標は、2022年年央に記録した最高値を大きく下回っていますが（**図表3**）、米国、ユーロ圏、英国で上昇しており、期待インフレ率が上昇していることを裏付けています。今後数か月間は、経済成長とインフレという2つのテーマが、市場の方向性に大きな影響を与えられそうです。

- トランプ政権の通商政策は、程度の差こそあれ、為替、金利、株式市場のリスクプレミアムとボラティリティを高めるでしょう。カナダ及びメキシコからの輸入品に対する25%の関税と、中国からの輸入品に対する10%の関税を導入したことは、他の貿易相手国に対する一連の関税政策の第一段となる可能性が高いと思われます。また、これらの政策により各国の金融政策の不確実性が高まる可能性があるとともに、市場心理と世界経済の回復力が試されていると言ってもいいでしょう。2018年にも発生したように、貿易政策とサプライチェーンの混乱は、これらの政策の導入時期、範囲、規模が予測不可能であるとともに、他国の報復措置がエスカレートする可能性が高いことから、株式市場と為替市場に大きな逆風となる可能性があります。
- AIの競争環境は、“アハ・モーメント”（ひらめきの瞬間）と表現されるものに変化してきています。中国のDeepSeek（ディープシーク）によるオープンソースの大規模言語モデルは、既存のAI関連企業を驚かせたとともに、先行する他社に対しても同等もしくはそれ以上のパフォーマンスを示しました。もっとも、開示された総開発コストには疑問があり、おそらく6百万ドルではなく、数十億ドルだと思われます。しかしながら、オープンAIやエスビディアの経営陣や業界のリーダーなどは、AIの品質や効率性の向上は、常に重要だと述べています¹。マクロ的な観点からは、こうした動きは、独占的な優位性と高い参入障壁を前提に保有されている、米ハイテク株の割高なバリュエーションを覆す可能性があります。



今後数カ月、米国の通商政策とAIの競争環境という2つのテーマが金融市場を牽引すると見られます。

急速な技術革新が進み、競争が激化することは、AIの開発競争を先導し、多額の設備投資を行ってきた米国の大手ハイテク企業の、長期的な収益予測や投資収益率に対する不確実性を高める可能性が高いと思われます。こうした動きは、生産性の向上と株式市場全体のパフォーマンスにとってプラス要因となりますが、マグニフィセント・セブンのバリュエーションを低下させるとともに、ハイテク株以外の広範な市場がより注目され、投資スタイルやセクターの牽引役が交替することに繋がると見られます。

当社は、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な市場心理の変化、インフレ期待、地域間の相対的な成長性の影響を確認しながら、適切な資産配分を行なってまいります。



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2025年1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

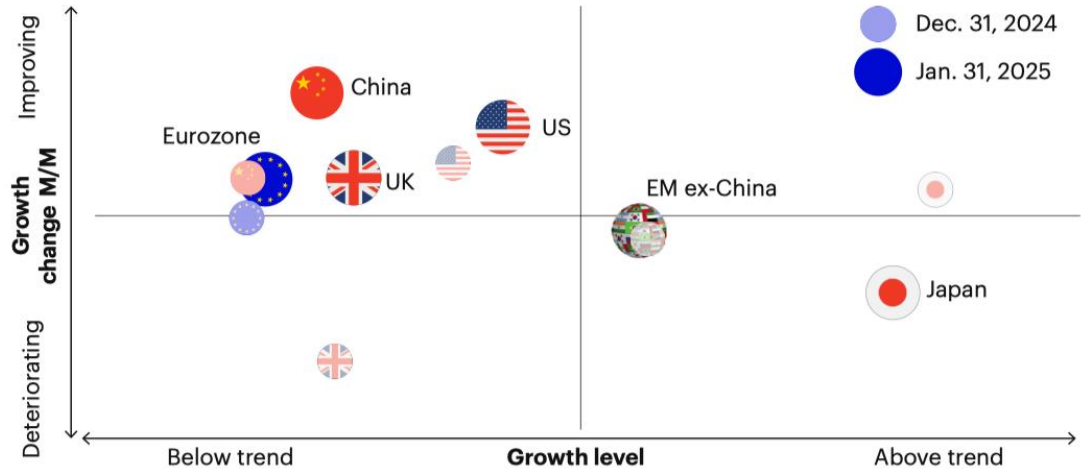


出所：Invesco Solutions、2025年1月31日現在。



米国、中国、ユーロ圏、英国を中心に、世界的に経済成長は拡大しています。

図表1c：米国、中国、ユーロ圏、英国を中心に、世界の経済成長は改善しています。

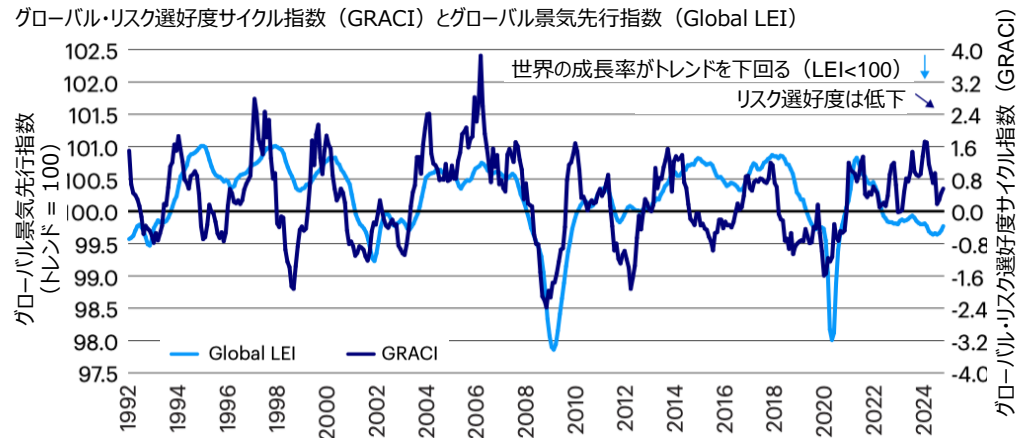


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年1月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



世界のリスク選好度は3カ月連続で今後の改善を示しているものの、中期的なトレンドは減速している。

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 Solutions調査・試算。1992年1月1日から2025年1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。



先進国株式（除く米国）や新興国株式市場に対する米国株のオーバーウェイトは縮小いたしました。

The overweight in US equities relative to other developed markets and emerging markets has been reduced.



金利差の縮小と各国（除く米国）の経済成長が予想外に良好なことを背景に、米ドルを小幅にアンダーウェイト。

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²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とし、債券と比較して株式をアンダーウェイト、米国株式と、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。しかしながら、米国株に対して先進国株式（除く米国）と新興国株式のアンダーウェイトを縮小しました。債券では、ベンチマークと比較してクレジット・リスク³をアンダーウェイト、デュー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としました。（図4～7）。詳しくは、以下をご参照ください。

詳細：

- 株式**では、先進国市場（除く米国）や新興国市場に対して、米国のオーバーウェイトを縮小しました。米国を除く各国の成長力が予想外に良好なため、米ドルをアンダーウェイトとし、米ドル建て資産をわずかに減少いたしました。しかしながら、世界的にリスク選好度が低下し、米国の企業業績が他国を上回って堅調なことから、全体としては米国をオーバーウェイトとするスタンスを継続しています。一方、引き続きバリュー株、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。実際、ハイテク・セクターのボラティリティの高さにもかかわらず、クオリティと低ボラティリティの組み合わせたポートフォリオは、ここ数週間、堅調に推移しております。したがって、金融、工業、素材、エネルギーなどの景気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ています。
- 債券**では、クレジット・リスクを低く、デュー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。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3）
- 為替**では、米ドルと他通貨との金利差が縮小傾向となっているため、米ドルはわずかなオーバーウェイトから小幅なアンダーウェイトに変更いたしました。加えて、米国以外の各国が、予想外のプラス成長となっているため、当社の計量モデルは米ドルをアンダーウェイトとしました。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選好しています。また、世界的に通商政策が不透明な状況となったため、今後数カ月間にわたり、通貨間のバリュエーションとファンダメンタルズが変化する可能性が高いと思われるため、このため、当社の計量モデルは、エクスポージャーの適切なリバランスを行います。

1. サム・アルトマン氏、オープンAIには新たなオープンソース戦略が必要と語る（フォーチュン）。
エヌビディアは、中国のディープシークR1モデルを「優れたAIの進歩」と評価。

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。

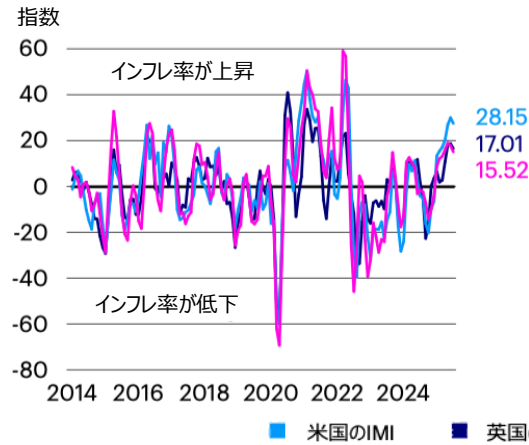
3. クレジット・リスクは、DTS（デューレーション×スプレッド）で計測。



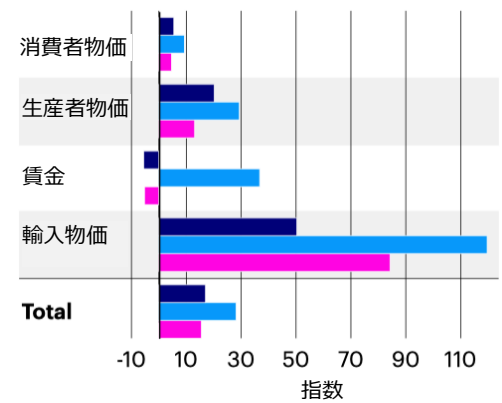
足元ではインフレが加速する可能性があり、物価連動国債を最大限のオーバーウェイトとしています。

図表3：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）



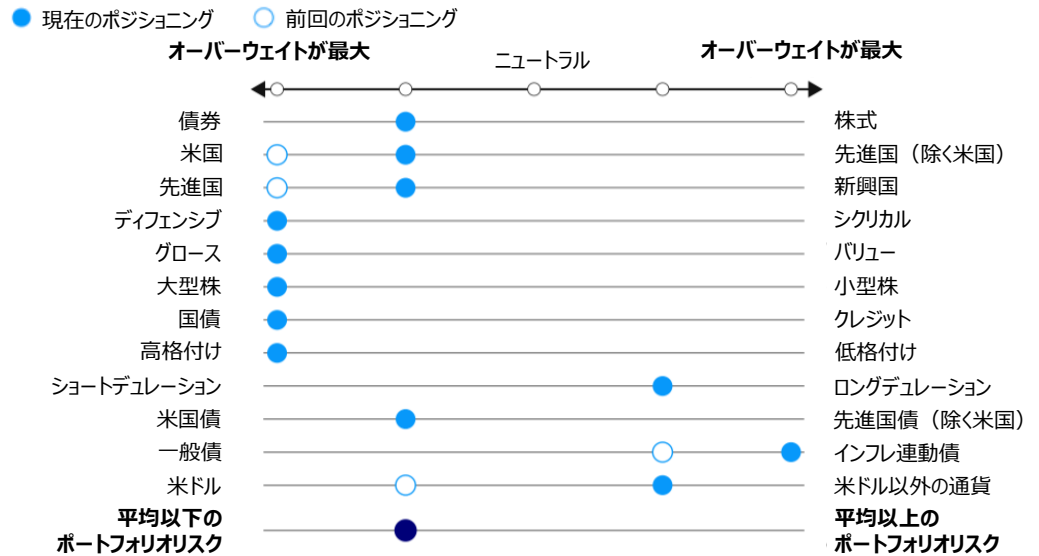
地域別IMI：カテゴリ別



出所：ブルームバーグ、2025年1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）

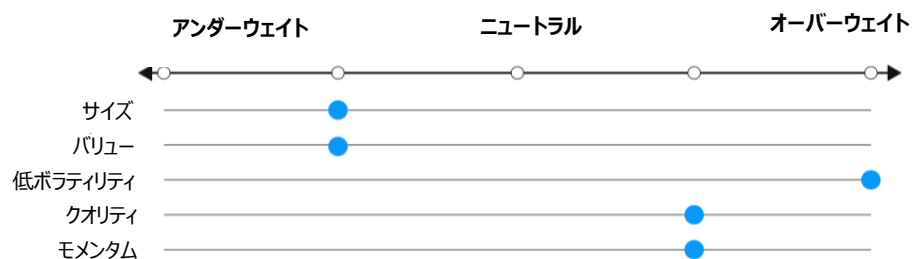
ベンチマークに対してポートフォリオリスクをアンダーウェイトとし、株式（除く米国）のアンダーウェイトを縮小



出所：Invesco Solutions、2025年2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）

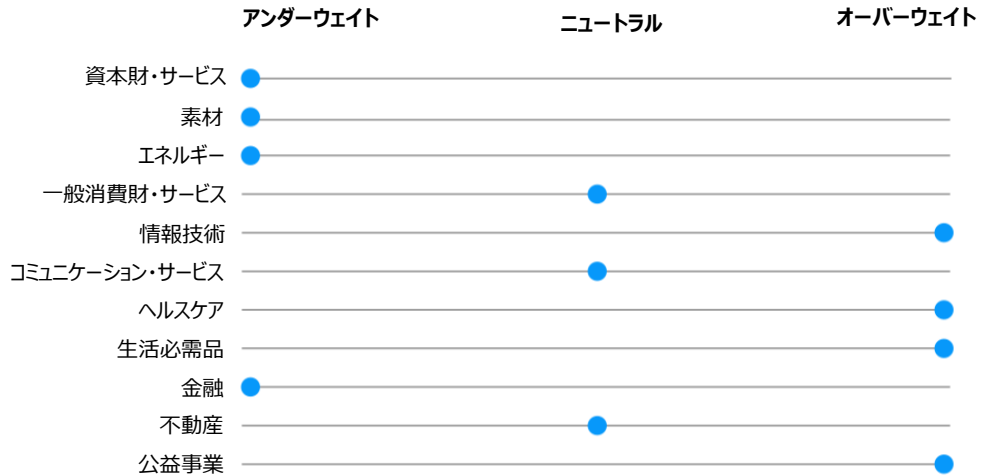
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2025年2月1日。例示的のみ。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）

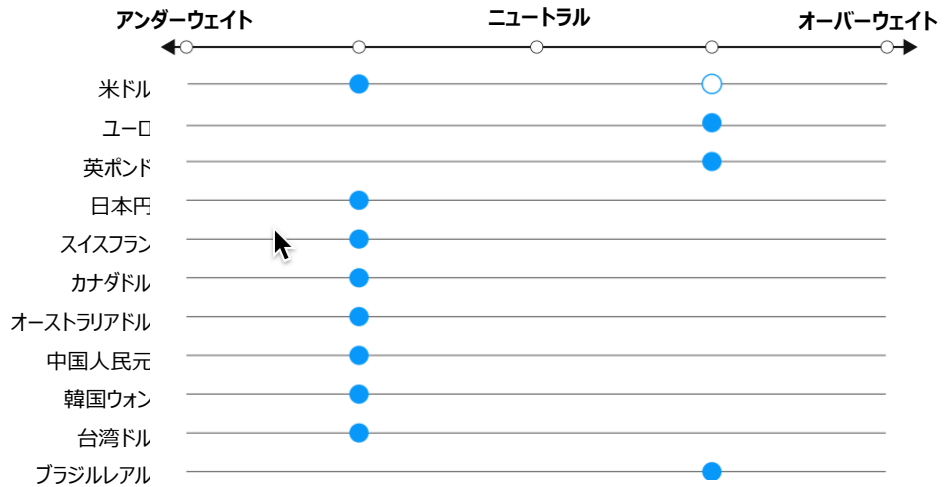
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年2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