

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年7月号

株式対比で債券を選好、クレジット・リスクをアンダーウェイトとし、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。米国債利回りの上昇よりも、米国財政の持続可能性に対する懸念の高まりが大きなドル安要因となると見られます。



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

- 米国財政の持続可能性に関する懸念が高まる中、米国債市場は依然として堅調に推移し、米国債利回りは引き続き低下傾向となっています。当社の見解では、米ドル安は実質的に債務を軽減させる容易な手法であり、米国の対外債務軽減に対応するための、現実的なマクロ経済政策と考えられます。
- 当社のマクロ・レジーム認識は、13カ月連続で後退期となっています。また、当社の世界的なリスク選好度は改善傾向にあるものの、成長見通しの持続的な上昇を促すほどではありません。当社はディフェンシブな運用方針を維持し、債券を株式対比でオーバーウェイトとします。また、ディフェンシブ・セクターを選好し、先進国株式（除く米国）や新興国株式市場の適度なアンダーウェイトを維持しています。債券では、インフレ連動債を通じデフレーション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。また、米ドル安を想定したポジションを維持しています。

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。

マクロ・アップデート：米国債利回りよりも、米国財政の持続可能性に対する懸念が米ドル安要因になる。

世界各国の経済指標は概ね安定的に推移しています。消費者信頼感調査、安定した企業業績見通し、製造業の改善を背景に、先進国市場は堅調に推移しています。このような環境下、リスク資産のパフォーマンスは引き続き改善しています。今月、株式のリターンは債券をわずかに上回り、信用スプレッドは、4月2日に米国が関税の導入を発表する以前より低い水準にまで縮小しています。しかしながら、当社の世界的なリスク選好度は過去1カ月間でやや改善したものの、持続的な転換点や成長見通しの改善を示す段階には至っていません（**図表1**および**図表2**）。

経済面で主だった進展が見られなかった、各国の財政政策により注目が集まっています。特に、米国議会が最近可決した税制改正法案は、今後10年間で米国の債務を約4兆ドル増加させる見込みであることから、その動向が注目されています。米国の2025年会計年度の財政赤字は国内総生産（GDP）の6.5%程度であり、既にGDPの約120%となる累積赤字と合わせ、今後の財務省による資金調達額は、第二次世界大戦以降、未知の領域となりつつあります。一方、米国財政の持続可能性に対する懸念が高まっているものの、米国債のパフォーマンスは堅調に推移し、年初来のトータルリターンは約3.5%となっています。

米国債利回りについては、2年物から10年物までのイールドカーブが全体的に30-50bp低下してきている一方、30年物の利回りは年初来でほぼ横ばいとなっています。当レポートで説明してきたように、これらの利回り水準は、米国経済の低成長と成長期待の減速という当社の予想と一致しています。当社は、株式対比で債券がより高いパフォーマンスを維持すると考えており、デフレーションをわずかにオーバーウェイトとする理由もこうした見通しに基づいております。バリュエーションの観点からは、4%から5%台となる長期債利回りは、米国の名目GDP成長率と概ね一致しており、少なくとも現時点では、米国債務の持続可能性に関する懸念は弱まっています。



当社のマクロ・レジーム認識は、13カ月連続で後退期となっており、成長期待は長期トレンドを下回り、減速しています。

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 Asset Allocationの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年6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

■ 回復期 ■ 拡大期 ■ 減速期 ■ 後退期

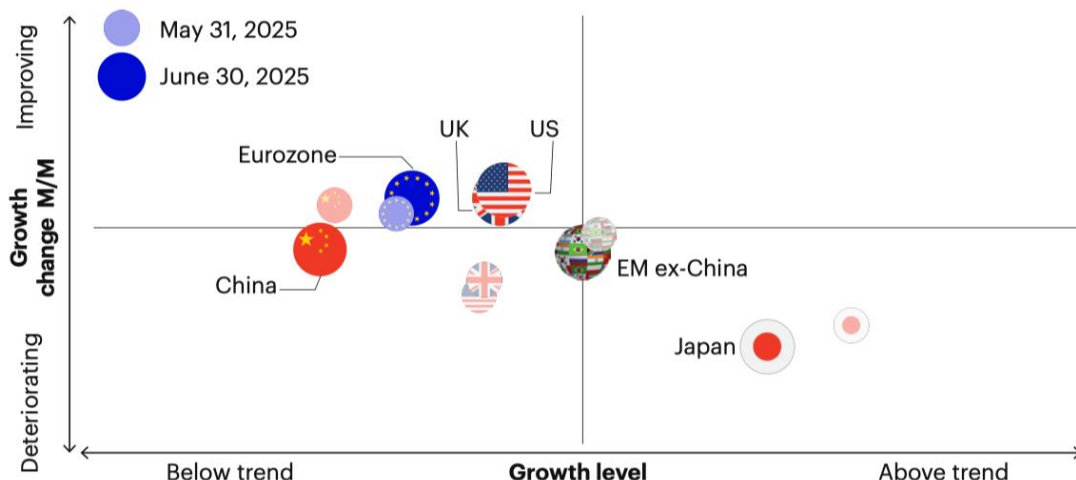
	2024					2025						
	Aug	Sep	Oct	Nov	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul
グローバル												
米国												
先進国（除く米国）												
新興国市場												

出所：Invesco Solutions、2025年6月30日現在。



消費者信頼感調査、安定した企業業績見通し、製造業の改善を背景に、先進国市場は堅調に推移しています。

図表1c：世界の経済成長は安定しているものの、長期的なトレンドを下回っています。先進国市場が改善し、新興国市場の脆弱性を補っています。

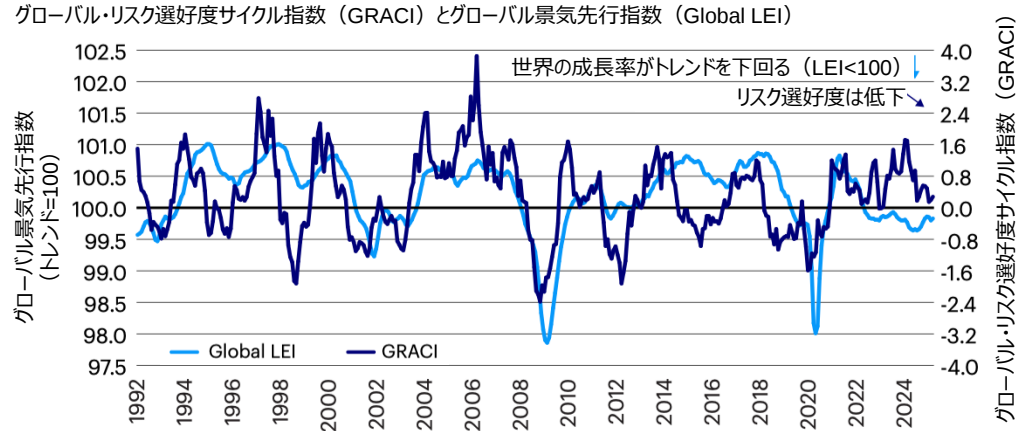


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年6月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



当社の世界的なリスク選好度は過去1カ月間でやや改善したものの、持続的な転換点や成長見通しの改善を示す段階には至っていません。

図表2：世界的なリスク選好度は安定していますが、依然として弱含み。経済成長見通しは低下。



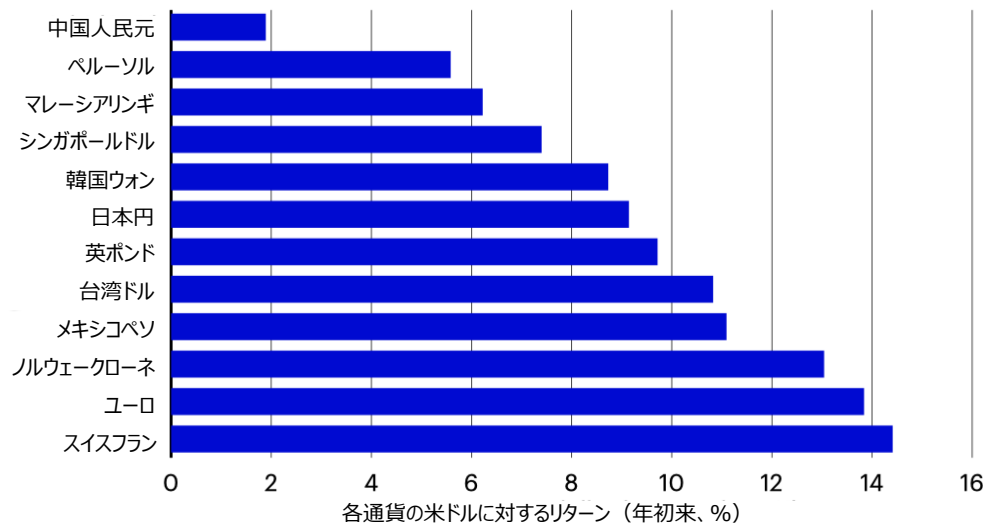
出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2025年6月30日までのデータ。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。LEIが100を上回る（下回る）場合、長期平均を上回る（下回る）成長を示します。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標です。GRACIがゼロを上回る（下回る）数値は、直近のグローバル資本市場におけるリスク選好度を示します。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

4月の本レポートでも言及いたしましたが、当社は米ドル安が、米国の持続的な債務及び財政赤字の拡大懸念を、最も確実に鎮静化させる手段だと見ています。米ドルは2025年4-6月期に、先進国通貨及び新興国通貨双方に対し大きく下落しました。当社は、米ドルは根本的に過大評価されており、米ドル安は今後も継続すると見ております（図表3）。図表4に示されるように、インフレ差に基づく長期的なバリュエーションがほぼ一致すること、歴史的な複数年の通貨調整サイクルに沿って、長期的に過大評価されている可能性があることなどを背景に、ユーロ／米ドルレートはいずれ1ユーロ＝1.25～1.30米ドルの水準に戻ると見られています。興味深いのは、過去6カ月、米ドル安が株式市場の上昇局面でも下落局面でも続いていることです。これは、米ドルの為替相場は、短期的な市場動向の変動とは関係なく、何らかのファンダメンタル要因で決定されることを示しています。当社は、バリュエーションが悪化し、米国と他地域との金利差が徐々に縮小していくことにより、米ドル安が継続していくと予想しております。



2025年4-6月期において、米ドルは先進国通貨及び新興国通貨の双方に対して広範に下落しました。米ドル安傾向は今後も継続すると予想されます。

図表3：関税導入および財政持続可能性リスクの高まりにより、広範な米ドル安（他通貨高）が進行。

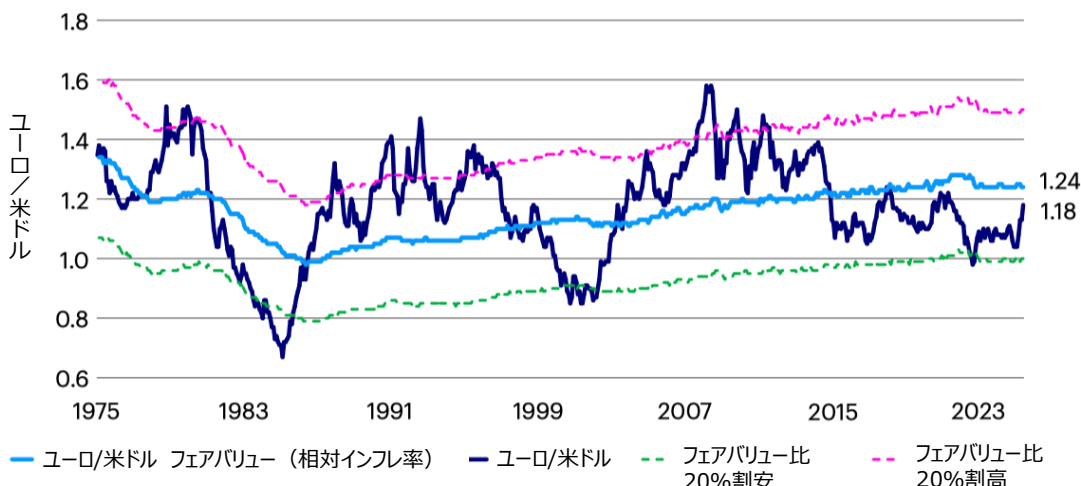


出所：ブルームバーグ。年初来、2025年6月30日現在。



長期的なバリュエーションに収れんされ、ユーロ/ドル為替レートが、1ユーロ = 1.25 ~ 1.30 米ドルの水準に戻ってきている。

図表4：ユーロは急速にフェアバリューに収れんし、年初来で約14%上昇。
為替は、歴史的に複数年にわたって調整される傾向があります。



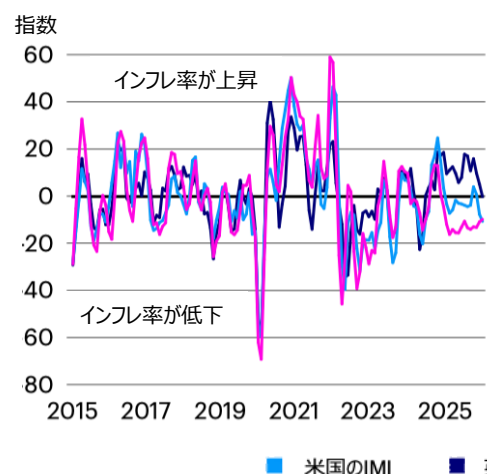
出所：ブルームバーグ、Invesco Solutions試算。1999年以前のユーロ/米ドル為替レートは、ブルームバーグが過去の欧州通貨の加重平均として計算したものです。フェアバリューは相対的な購買力平価によって表され、1975年1月から2025年6月までの消費者物価指数（CPI）の相対的なインフレ率の差を使用しています。



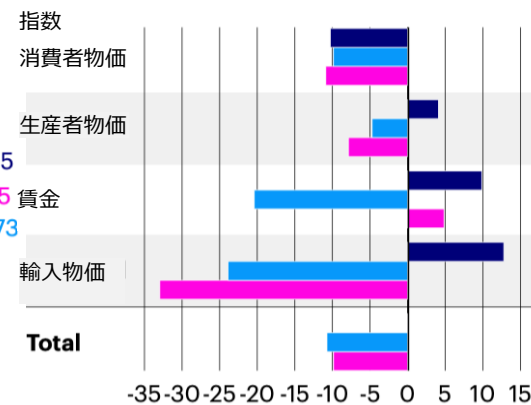
米国における持続的なインフレ圧力を勘案し、一般債に対し米物価連動国債（TIPS）を最大のオーバーウェイトに維持しています。

図表5：原油価格の下落を受け、インフレ率は世界的に低下。

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6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。



今月、グローバル戦術的配分モデルに変更はありません。

米ドル安が継続しているものの、不安定な世界貿易による景気循環の悪影響を受け、欧州や日本で業績下方修正が相次いでいるため、これら先進国株式（除く米国）はアンダーウェイトとしております。

米国と他国との金利差が縮小していること、米国以外の経済指標が予想外に好調なことなどを背景に、米ドルのアンダーウェイトを維持します。

投資ポジショニング

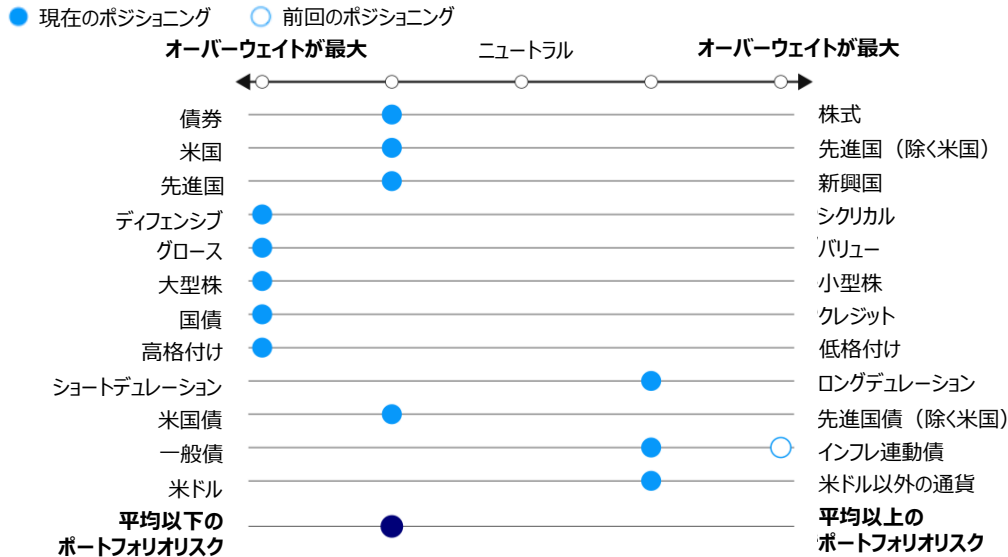
今月は、グローバル戦術的配分モデル¹に変更はありませんでした。同モデルは、ベンチマークと比較してリスクをアンダーウェイトとし、主としてエマージング国株式および先進国株式（除く米国）を中心に、債券と比較して株式をアンダーウェイトとしております。また、高クオリティかつボラティリティが低いディフェンシブセクターをオーバーウェイトしています。債券では、ベンチマークと比較してクレジット・リスク²をアンダーウェイト、デュレーションをオーバーウェイトとする一方で、一般債に対しインフレ連動債の組み入れを高めとしました。（図表6～図表9）。詳しくは、以下をご参照ください。

詳細：

- 株式**では、米ドル安が継続しているものの、不安定な世界貿易による景気循環の悪影響を受け、欧州や日本で業績下方修正が相次いでいるため、これら先進国株式（除く米国）はアンダーウェイトとしております。実際、4月以降、先進国株式（除く米国）は米国株式を上回るパフォーマンスとなりましたが、2025年1-3月期のモメンタムを維持できていません。当社は、バリュー株や中小型株よりも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。このような状況下、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、エネルギーなどの景気循環セクターをアンダーウェイトとしています。
- 債券**では、クレジット・リスクをアンダーウェイト、デュレーションをオーバーウェイトとし、ハイ・イールド債よりも投資適格債と新興国ソブリン債を継続的に選好しています。経済成長が鈍化する可能性がある中、歴史的に見ると信用スプレッドが大幅に縮小していることから、かかるポジションのリスク対比のリターンは魅力的だと思われます。ソブリン債については、米国におけるインフレが加速する可能性もあり、一般債に対し米物価連動国債（TIPS）を最大のオーバーウェイトに維持しています。（図表5）
- 為替**では、米国と他国との金利差が縮小していること、米国以外の経済指標の上方修正が続いていることなどを背景に、米ドルのアンダーウェイトを継続しています。米国の財政悪化リスクと増大する資金調達に対する懸念が、米ドルに対するセンチメントをさらに悪化させています。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、カナダドルよりも、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。

図表6：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

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、株式対比で債券を選好。



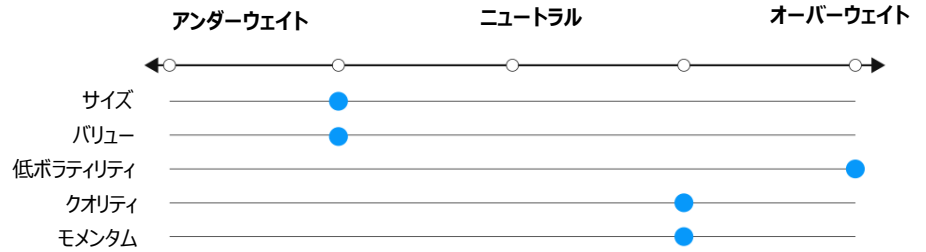
1. 参照ベンチマークはMSCI All Country World Index 60%とBloomberg Global Aggregate Index(Hedged) 40%で構成。

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。

出所：Invesco Solutions、2025年7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）

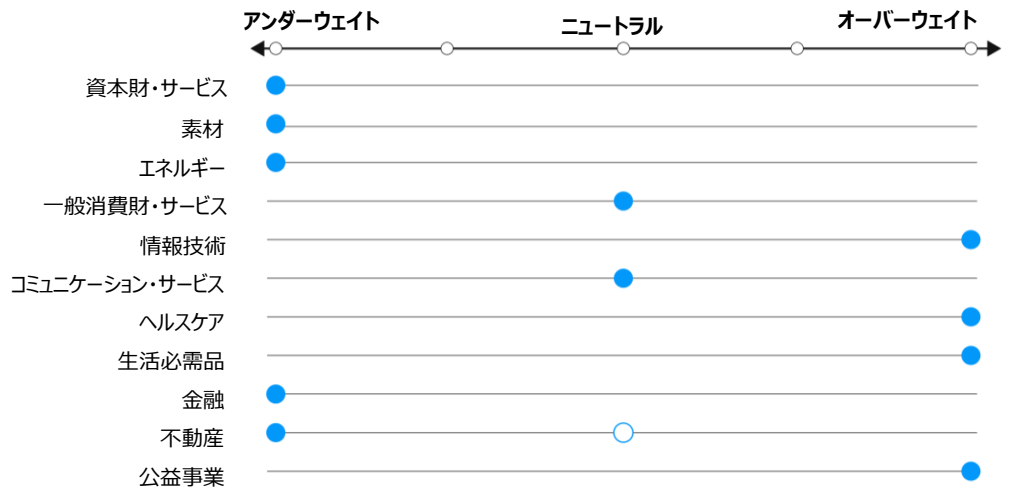
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2025年7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8：戦術的資産配分のポジショニング（セクター）

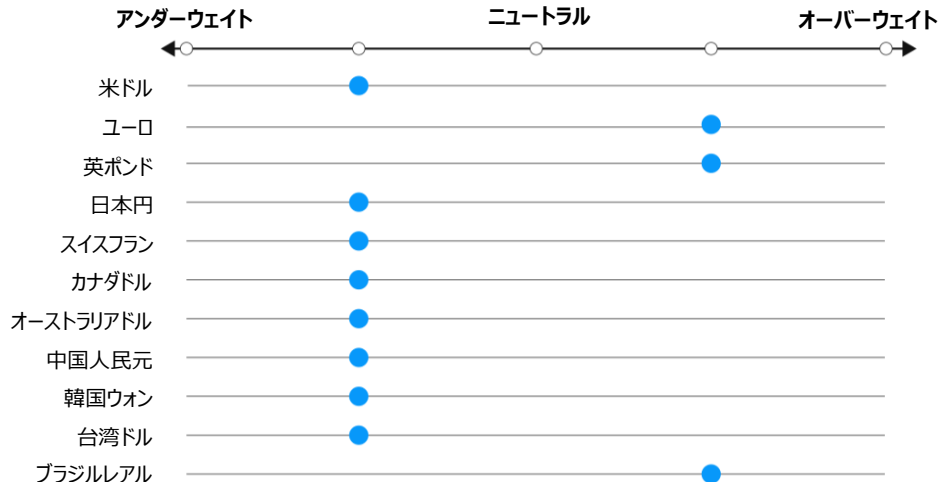
ディフェンシブを愛好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年7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9：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、英国ポンドを愛好。



出所：Invesco Solutions、2025年7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	- 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。 - 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。												
2019	- 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。 - 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。												
2020	- 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。 - 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7月には回復期に転じた。												
2021	- 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。 - 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。												
2022	- 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。 - 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。												
2023	- 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。 - 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、成長株への需要が高かく、相対的に劣後。												
2024	- 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ィープ化。 - 当社マクロ・レジームの枠組み（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。												

出所：Invesco Solutions、2025年6月30日。

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