

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年5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。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オーバーウェイトとし、先進国株式（除く米国）の組み入れ比率を米国株並みにニュートラルとします。



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

- 先進国市場と新興国市場全体で、業績見通しが悪化しています。米国企業の業績下方修正がその主因となっています。
- 当社のマクロ・レジーム認識は、11カ月連続で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）の組み入れ比率をニュートラルとする一方で、エマージング国株式をアンダーウェイトとし、ディフェンシブ・セクターをオーバ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。

マクロ・アップデート

米国が相互関税の賦課を90日間停止したことを受け、世界の株式市場は、4月第1週に生じたマイナスリターンの大部分を回復し、MSCIオール・カンTRIES・ワールド指数は4月8日の底値から10%以上上昇し、前月比ほぼ横ばいで月末を迎えました。世界の債券市場は、小幅なプラスリターンとなりました。

表面上、4月は大きな動きのない月だったかも知れませんが、今後の経済や市場の変化につながる重要な要素が芽生えていました。関税導入による経済の不確実性が、個人消費と投資関連の経済統計に反映されるには数カ月かかると見られますが、様々な調査や金融市場においては、景気見通しの悪化が指摘されています。最も顕著なのは、米消費者マインド指数が2022年半ば以来の最低水準となったこと、米国の製造業とサービス業におけるISM雇用指数が、それぞれ44.7と46.2に落ち込んでいることなどです。また、世界株式が回復しているにもかかわらず、信用スプレッドが投資適格社債、ハイ・イールド債券、バンクローン、新興国ソブリン債など幅広いセクターで、月間約20～30bp拡大しました。これは、成長期待が弱まる中、金融環境がやや引き締まっていることを示しています。景気先行指数は調査ベースのデータと実際の経済データが混在しているため、まだ完全に景気実態を反映していないものの、世界の市場センチメントは低下を続けています。足元では、2023年6月以来の最低水準となっており、当社のマクロ・レジーム認識は、11カ月連続で後退期となっています。（図表1および図表2）。



当社のマクロ・レジーム認識は、当社のマクロ・レジーム認識は、11か月連続で後退期となっています。

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4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

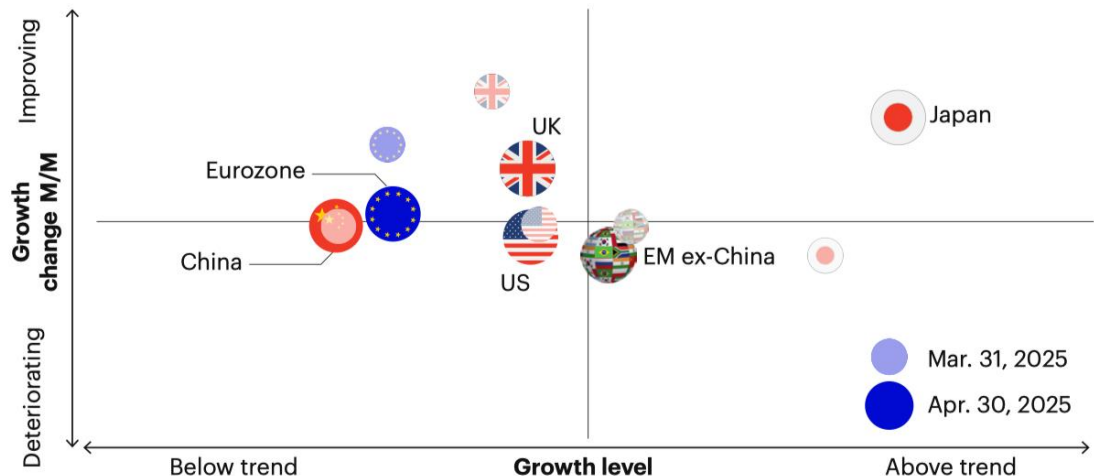


出所：Invesco Solutions、2025年4月30日現在。



調査ベースのデータと実際の経済データが混在しているため、景気先行指数はまだ完全に景気実態を反映していません。

図表1c：米国経済の低迷により、世界の経済成長は減速。

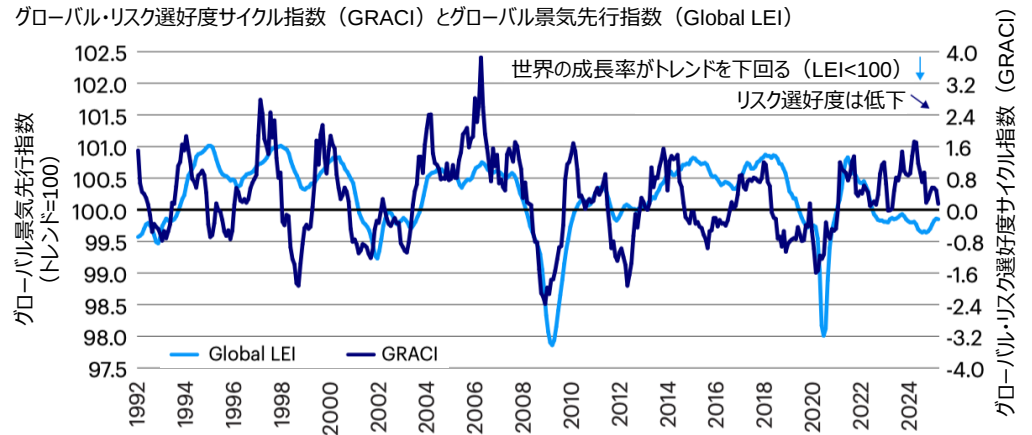


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年4月30日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



世界の通商政策に対する懸念が高まったことを受け、世界のリスク選好度は失速しています。

図表2：通商政策に対する懸念の高まりを受け、世界的にリスク選好度は減速。



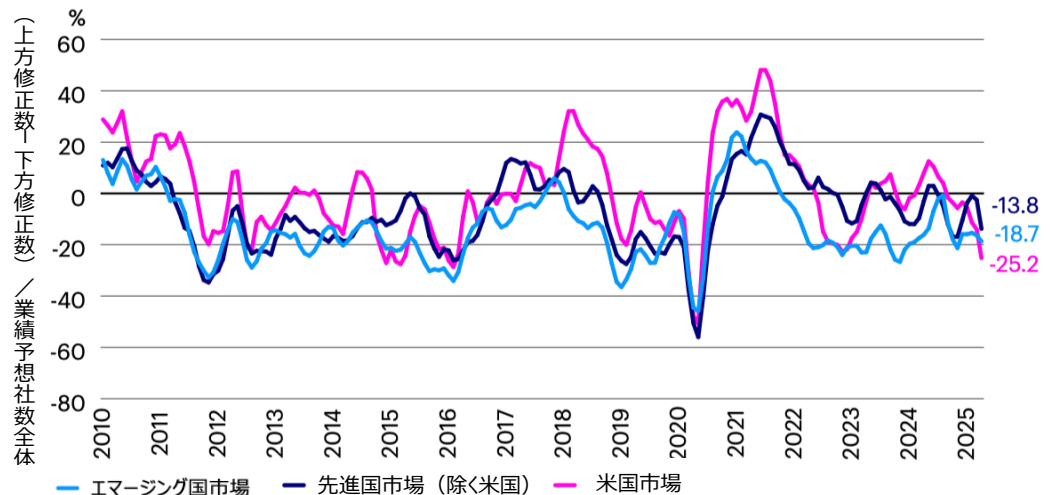
出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2025年4月30日までのデータ。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。LEIが100を上回る（下回る）場合、長期平均を上回る（下回る）成長を示します。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標です。GRACIがゼロを上回る（下回る）数値は、直近のグローバル資本市場におけるリスク選好度を示します。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

図表2が示すように、米国企業の業績下方修正によって、先進国市場と新興国市場全体で業績見通しが悪化しています。先進国市場（除く米国）は相対的にアウトパフォームしているものの、業績見通しは世界的な動きと同調して悪化しており、景気後退期という当社の評価を裏付けています（図表3）。また、過去数カ月にわたって述べてきた通り、当社としては、米国以外の株式が米国株式をさらに上回るパフォーマンスとなるための経済的要因や、ドル安を待ちたいと思います。株式市場および為替市場においては、長期的なバリュエーションがこの見通しを支えています。年初来の反落を受け、短期的には株式市場を底上げする新しい材料が必要となっています。当社は、世界的にリスク選好度が高まること、米国以外の市場が相対的に有利な利回り格差と成長格差を獲得するまでは、地域別株式のポジションは中立を維持します。



当社のマクロ・レジーム認識が後退期となっているのは、企業業績の悪化していることで確認することができます。

図表3：米国の関税導入により、世界の企業業績が米国企業と同調的に下方修正



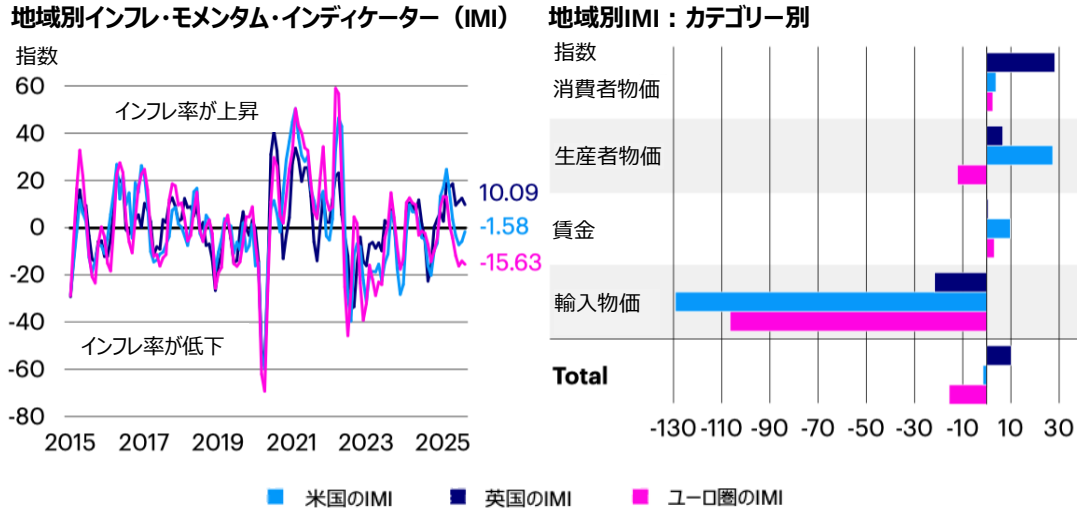
出所：ブルームバーグ、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。2010年1月から2025年4月までのデータ。12カ月先の業績修正率は、上方修正回数から下方修正回数を差し引いた数値を修正回数合計で除して算出。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



米国のインフレが引き続き加速していることから、米国債に対する米インフレ連動債のエクスポージャーを最大限のオーバーウエイトに維持します。

インフレ見通しが不透明なため、マクロ経済に対する見方はさらに複雑になっています。一次産品価格が下落しているため、総合インフレ率は抑制されると見られますが、関税導入によるインフレ上昇圧力が、半年から1年程度は継続すると見られます。その結果、各国中央銀行は利下げにそれほど前向きになれないため、足元で高止まり傾向にあるインフレ率の推移を見極める状況になっています。当社は引き続き、米国のインフレ率が上昇傾向にあると見ています（図表4）。

図表4：インフレ率は米国では加速傾向なるも、欧州では減速。



出所：ブルームバーグ、2025年4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。



今月はアセット・アロケーションに大きな変更はありませんでした。

米国株および先進国株式（除く米国）は、引き続きニュートラルとし、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

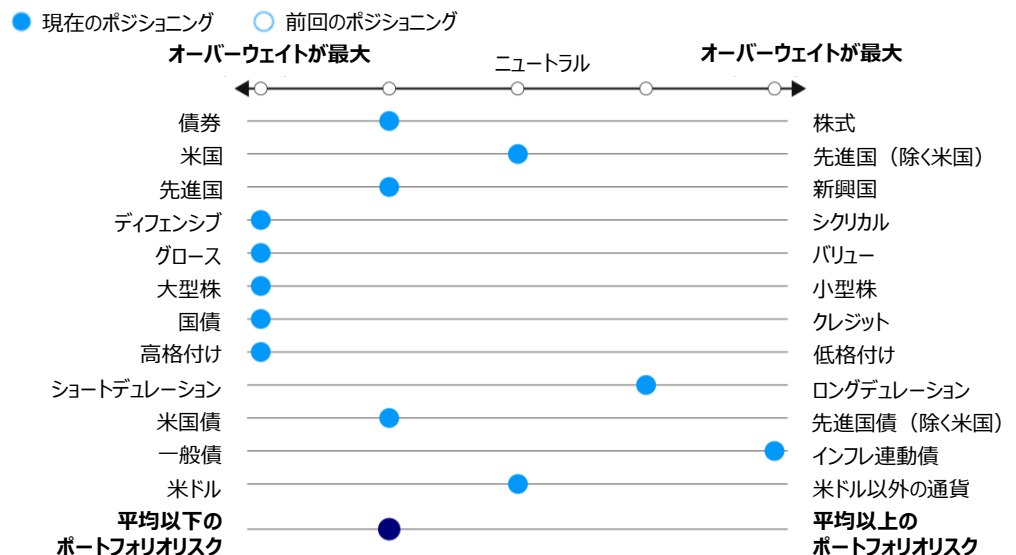
今月、ポートフォリオの資産配分に変更はありません。グローバル戦術的配分モデル¹では、ベンチマークと比較してリスクをアンダーウェイトとし、債券と比較して株式をアンダーウェイトしております。また、先進国債券に対しエマージング国債券をアンダーウェイトしております。株式に関しては、先進国株式をニュートラルとしております。また、高クオリティかつボラティリティが低いディフェンシブセクターをオーバーウェイトとしています。債券では、ベンチマークと比較してクレジット・リスク²をアンダーウェイト、デュレーションをオーバーウェイトとする一方で、一般債に対しインフレ連動債の組み入れを高めとしました。（図5～8）。詳しくは、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）の資産配分をニュートラルに維持いたします。今後、米ドル安となり、世界的なリスク選好度が回復し、先進国株式（除く米国）をオーバーウェイトするためには、当社のマクロ・レジーム認識が変わる必要があるでしょう。今のところ、先進国市場対比では、新興国市場株はわずかなアンダーウェイトとし、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。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、高利回り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。企業業績が減速する可能性がある一方、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リターンは魅力的だと思われます。また、足元では信用スプレッドが拡大していることから、この債券ポートフォリオを維持すべきだと思われます。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が高まっており、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4）
- 為替**では、今月も引き続き、米ドルをニュートラルに維持いたしました。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5：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。



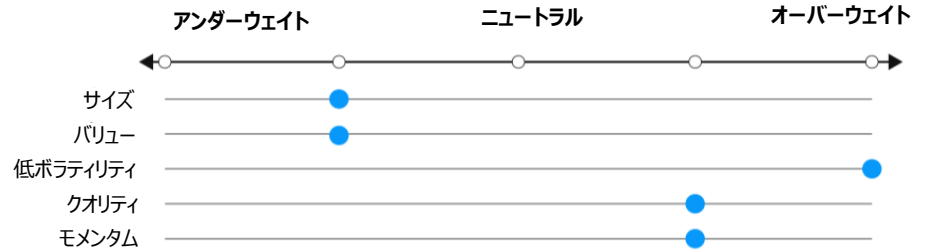
1. 参照ベンチマークはMSCI All Country World Index 60%とBloomberg Global Aggregate Index(Hedged) 40%で構成。

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5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）

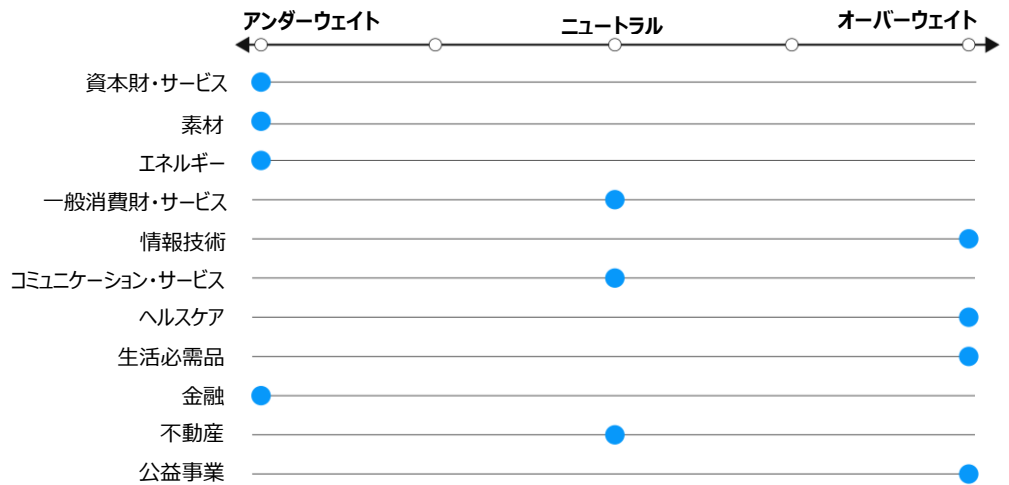
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2025年5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）

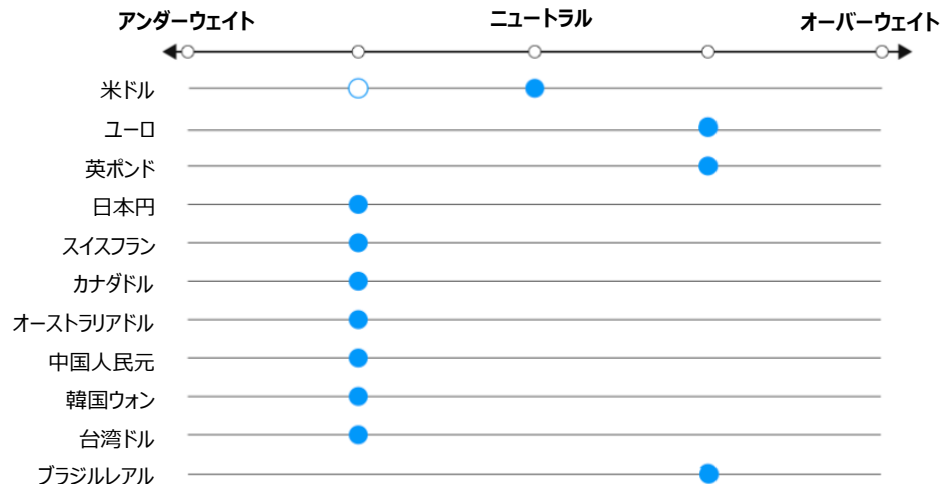
ディフェンシブを愛好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年5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、英国ポンドを愛好。



出所：Invesco Solutions、2025年5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6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、4-6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。 - 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。 - 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。 - 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。												

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