

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年11月号



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、当社のマクロ・レジーム認識は回復期に移行しています。しかしながら、世界経済が新たな景気拡大サイクルに入ったと判断しているわけではありません。労働市場が逼迫し、信用スプレッドが歴史的な低水準で推移している現状を踏まえ、足元の景気循環が改善する過程にあると見ています。インフレ圧力が抑制されている中、米連邦準備制度理事会（FRB）が、低水準ながら穏やかな経済成長を維持することができると予想されることから、今後の金融市場はゴールドボックス相場（適温相場）になることが織り込まれています。
- 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・中小型株を選好することでリスク許容度を高め、割安なポートフォリオを構築していきます。債券では、リスクの高いクレジットを小幅にオーバーウェイトとします。また、年初から利回りが低下していることを受け、デュレーションをニュートラルに引き下げます。また、引き続き、米ドルにはアンダーウェイトを維持します。

当社のマクロ・レジーム認識が回復期に移行。ポートフォリオのリスク許容度を引き上げ、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・リスクのエクスポージャーをわずかに拡大し、デュレーションをニュートラルに引き下げます。米ドルは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。

マクロ・アップデート

16か月連続で経済成長が長期トレンドを下回ってきた後退期を経て、当社のマクロ・レジーム認識は回復期に移行しました。背景には、当社のグローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）が、市場における成長期待の着実な高まりを捉えていることが上げられます。当社のルールベースのプロセスに基づくと、グローバル・リスク選好度は重要な転換点に達しており、今後数か月から数四半期にわたる成長サイクルの改善を示しています（**図表1**および**図表2**）。後退期から回復期に移行した要因は何でしょうか。また、長期に亘りディフェンシブなポートフォリオを維持していた意味をどう理解すべきでしょうか。

図表1a：マクロ・レジーム認識は、回復期に移行。

	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	長期トレンドを下回る				回復期
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）	長期トレンドを上回る				回復期

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10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。

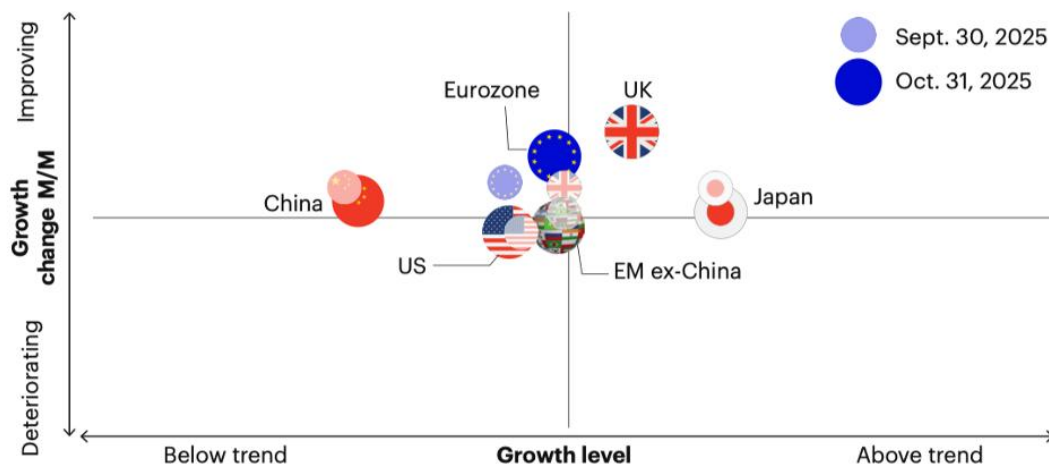
世界経済は回復期に移行し、景気先行指数（LEI）は長期トレンドを下回っているものの、成長見通しが改善しています。

■ 回復期 ■ 拡大期 ■ 減速期 ■ 後退期

	2024					2025						
	Dec	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sep	Oct	Nov
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10月31日現在。

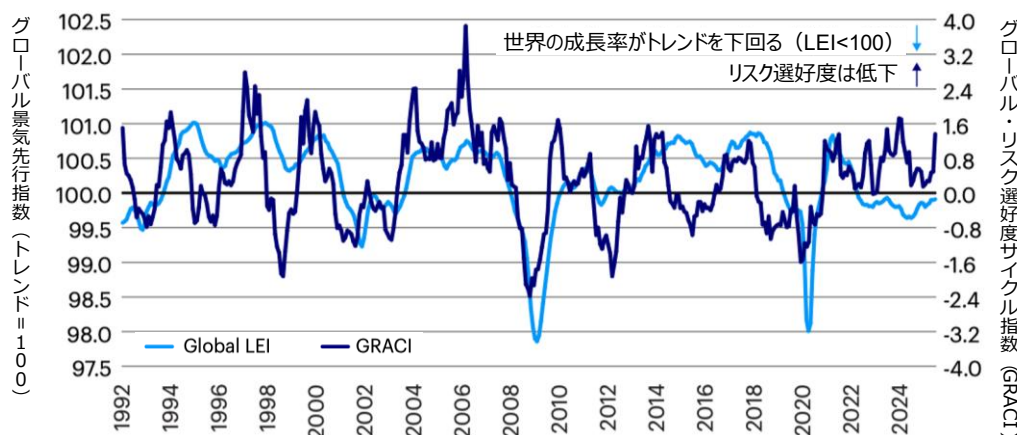
図表1c：先進国市場（除く、米国）が牽引し、世界の経済成長は概ね長期的なトレンドを上回り、今後も善していくと思われます。



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10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。

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。

グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）とグローバル景気先行指数（Global LEI）



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10月31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。



当社のマクロ・レジーム認識は、2025年の米国および世界のGDP成長率が、長期トレンドを下回る水準となることを、ほぼ正確に予測していました。



当社は、各国の広範な経済政策が、民間部門のファンダメンタルズの悪化を十分に相殺することで、金融市場はゴルディロックス相場となると見えています。



金融市場は、インフレが安定し、景気後退リスクを再び先送りするゴルディロックス相場の到来を予想しています。

景気後退にはならなかった後退期

先月のレポートで詳述した通り、当社のマクロ・レジーム認識は、2025年の米国および世界経済が、長期的なGDP成長率のトレンドを下回ることをほぼ正確に予測していました。実際、労働市場が明らかに鈍化したこと、シクリカル・セクターの企業業績がディフェンシブ・セクターを下回ったことなどが、その予測を裏付けています。しかしながら、今回の低成長環境下でも、過去の景気後退期に見られ様々な経済情勢の変化、例えば、融資条件の厳格化や消費者心理の悪化などは見られませんでした。一方、構造的なハイテク・ブーム、新たな財政拡大政策、世界的な貿易摩擦の緩和などが、製造業、住宅、貿易、雇用などのセクターの脆弱性を相殺するのに十分な追い風となっていると思われます。

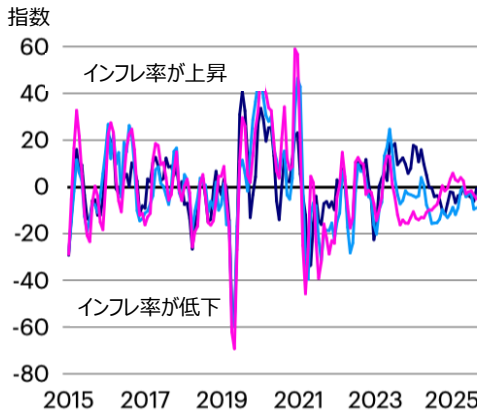
回復期に移行したものの、新たな景気拡大サイクルの始まりではありません。では、これは何を意味し、どれくらいの期間継続する可能性があるのでしょうか？

現段階では、世界の株式市場およびクレジット市場が堅調に推移していることから、景気拡大サイクルがさらに長期化する可能性があるとともに、資産効果を通じて消費が拡大しています。さらに、穏やかなインフレと軟調な労働市場は、段階的かつ着実な金融緩和、資金調達コストの低下、融資条件の緩和などを支えています。各国の広範な経済政策が、民間部門のファンダメンタルズの悪化を相殺し、インフレを安定させ（図表3）、景気後退リスクを再び先送りすることが可能であることを背景に、当社は今後の金融市場がゴルディロックス相場となると見えています。この見方の根拠には、2026年末までに2回とされていた米連邦準備制度理事会（F R B）の利下げ予想が、4回に修正されていることや、過去10カ月間のインフレがほぼ予想通りに推移してきたことなどが上げられます。通常、こうしたゴルディロックス相場では、リスク資産価格が上昇する傾向があります。

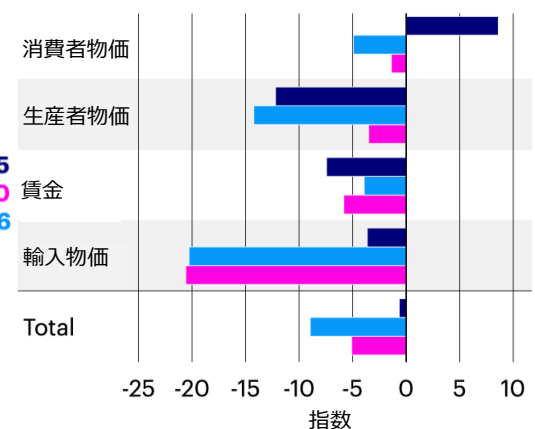
重要なのは、失業率と信用スプレッドが依然として歴史的な低水準で推移していることから、この回復期は新たな景気循環の始まりではなく、2020年のコロナ禍不況から続く、現行の景気循環が継続しているということです。つまり、実体経済と金融市場の双方が、労働力余剰の創出、在庫調整、設備稼働率の低下、バランスシート縮小など、一つの景気拡大サイクルの終焉を示す典型的な調整をもたらさなかったということです。当社は、今回の回復期が数カ月から数四半期程度継続し、リスク資産全体で小幅なプラスリターンをもたらす可能性があると思込んでいます。また、新たな景気動向が明らかになるまで、ポートフォリオのポジションを適宜変更していくことが望ましいと考えます。

図表3：インフレは世界的に広く安定。

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10月31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。



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とします。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、バリュー株、中小型株を選好します。

債券では、ベンチマークに対してクレジット・リスクをわずかにオーバーウェイトとし、デューレーションをニュートラルに戻しています。

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。

投資ポジショニング

マクロ環境が循環的な回復期に移行したことを受け、グローバル戦術的配分において複数の変更を実施しました¹。ベンチマーク対比で、全体的なリスクをオーバーウェイトとします。債券に対し株式をわずかにオーバーウェイトとし、バリュー株、中小型株を選好いたします。この株式の配分を増やした背景には、過去 2 年間の上昇相場に出遅れたセクターやスタイルが割安なバリュエーションになっていることがあり、S&P500種指数で平均 19.5 倍の株価収益率（PER）となる割高なディフェンシブセクターから、平均 8.5 倍の割安なシクリカル・セクターへ、効果的なリバランスを行っています。債券では、債券利回りの低下を受け、ベンチマークに対してクレジット・リスク²をわずかにオーバーウェイトとし、デューレーションをニュートラルに戻しています。（図表4～図表8）。詳しくは、以下をご参照ください。

詳細：

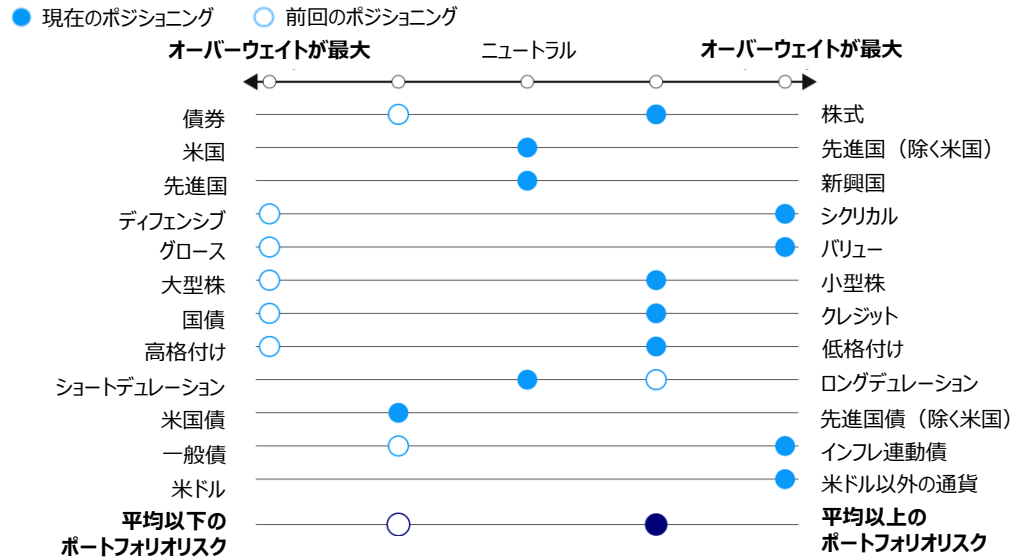
- 株式**では、ディフェンシブセクター、クオリティ株、低ボラティリティ株、モメンタム株へのエクスポージャーを縮小し、シクリカル・セクター、バリュー株、中小型株をオーバーウェイトとします。これらのセグメントは負債比率が高く、景気循環における回復局面でアウトパフォームする傾向があります。したがって、ヘルスケア、生活必需品、公益事業、情報技術よりも、金融、資本財・サービス、素材、エネルギーなどのセクターを選好します。米国株式、先進国株式（除く米国）、新興国株式のパフォーマンスは相対的に相殺されるため、地域別配分はベンチマークにニュートラルといたします。一方で、米国企業の収益モメンタムが主として情報技術セクターに牽引され、他市場を上回るパフォーマンスを維持していることから、米国株式は堅調に推移しています。他方、米ドルと他通貨の金利差が縮小していること、世界の経済成長率予想が上振れしていることなどを背景に、当社の通貨分析では、依然として米ドル安が示唆されています。したがって、当社は、対米ドルで為替ヘッジを行わない米国以外の株式エクスポージャーが有利であると評価しています。結果的に、地域別配分については明確な見解を示すことができません。
- 債券**では、クレジット・リスクを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、経済成長が改善し、インフレが安定している状況において、高格付け債や国債に比べ高い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）への配分を増やします。
- 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。

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（デューレーション×スプレッド）で計測。

図表4：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

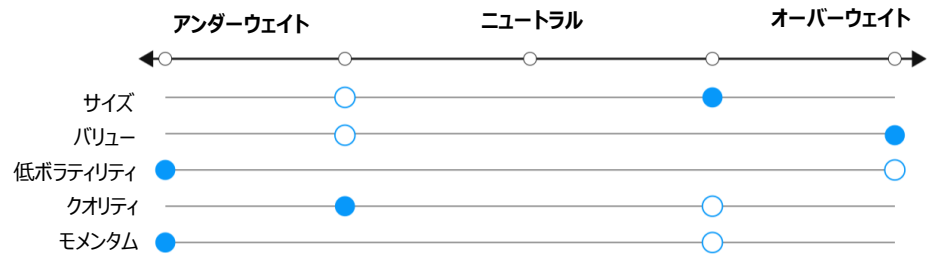
ポートフォリオのリスクを引き上げ、債券やシクリカル・セクター対比で株式を選好、デレレーションを低減。



出所：Invesco Solutions、2025年11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5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

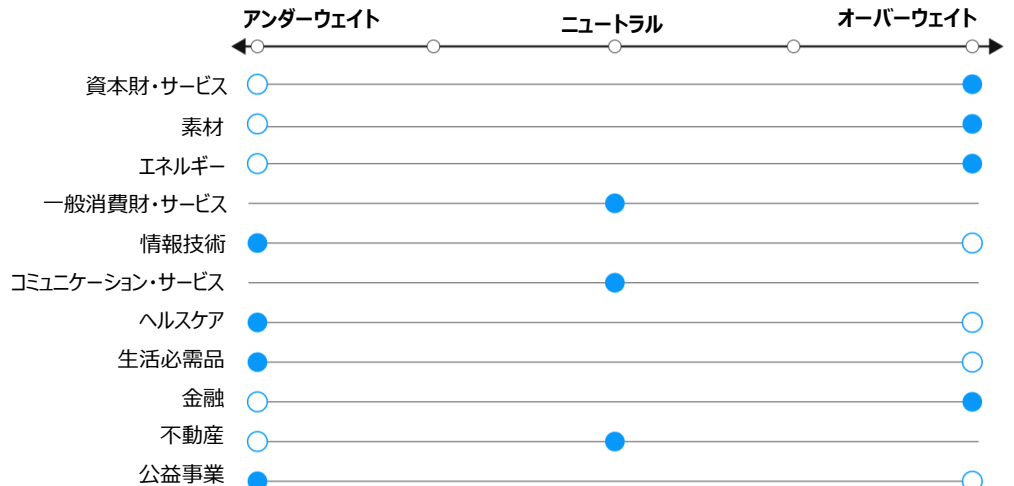
バリュー株、中小型株をオーバーウェイト、クオリティ株、低ボラティリティ、モメンタム株をアンダーウェイト。



出所：Invesco Solutions、2025年11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6：戦術的資産配分のポジショニング（セクター）

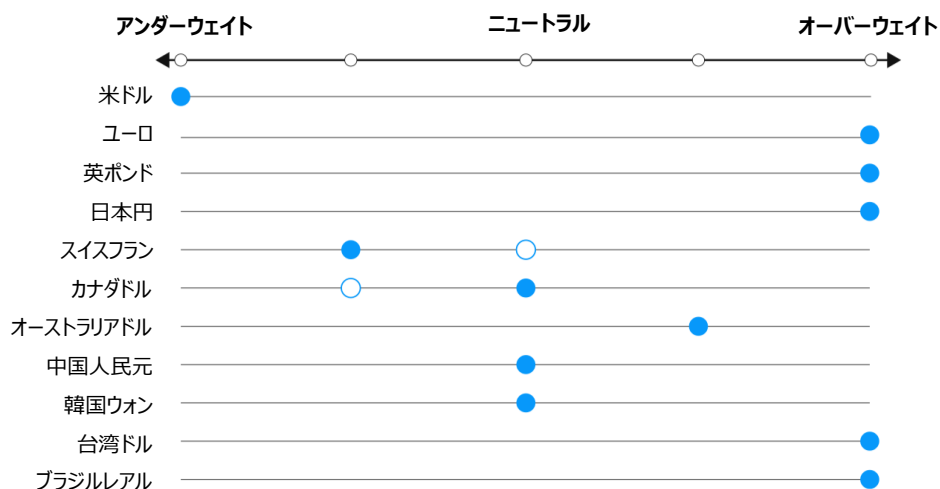
シクリカルを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年11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11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。 - 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	- 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	- 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	- 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	- 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	- 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	- 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