

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2025年9月号

米ドルを最大のアンダーウェイトとし、地域別株式のエクスポージャーをニュートラルとします。マクロ・レジーム認識を後退期で維持し、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。



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

- 当社のマクロ・レジーム認識は、引き続き後退期となっています。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、米国株式、先進国株式（除く米国）、新興国株式をベンチマークのアロケーションに準じたポジションで維持します。債券では、デュ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、米ドルを最大限のアンダーウェイトといたします。
- ジャクソンホール会議で米連邦準備理事会（FRB）がハト派に転換し、同行の金融政策が大きく変化したと認識されたことなどを背景に、米国と他国との金利差が縮小しています。かかる環境下での米ドル安予想を受け、当社のグローバル戦術的配分モデルは、米国株式のポジションをニュートラルまで引き下げています。

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：金利差が縮小し、米ドルに下落圧力がかかっています。

世界経済は概ね安定しています。各国の経済指標は予想通りに推移しており、マクロ経済のボラティリティは抑制されています。先進国市場は、長期トレンドや2024年の成長率を下回っているものの、穏やかながら着実な成長が続き、足元では雇用増を維持できる十分な水準となっています。企業景気動向および消費者心理調査は、世界的な貿易政策の不確実性を受けて調整されていますが、安定的に推移しています。しかしながら、関税が経済成長とインフレに対して与える影響は、2025年上半期に前倒しされた輸入と、2025年10-12月期に低減する在庫効果によって、今後明らかになってくるでしょう。

先月、当社の世界的なリスク選好度はわずかに改善しました。世界の株式市場は債券市場を上回るパフォーマンスとなり、信用スプレッドはシクリカルな低水準となって安定的に推移しました。しかしながら、信用スプレッドの縮小ペースは減速傾向にあります。したがって、当社のマクロ・レジーム認識は、世界経済が15か月連続で後退期であることを、引き続き示してしています（**図表1**および**図表2**）。

さて、株式のバリュエーションと弱含む経済ファンダメンタルズとの乖離が明らかになってきています。米国株式市場では四半期の好決算発表が相次ぎ、確固としたトレンドが存在するようです。すなわち、前年比20%増の利益成長を示す情報技術セクターのメガキャップ銘柄の健全性に対し、それ以外のセクターのシクリカルやディフェンシブ銘柄の利益成長が横ばいまたはマイナスとなっていることが、矛盾するトレンドとなっています。さはさりながら、米国株式市場では、全体として、他地域を上回る業績予想の上方修正が継続しています（**図表3**）。こうした指標が、ここ数か月、当社が米国株式を他地域に対し小幅のオーバーウェイトを維持してきた根拠となっています。



当社のマクロ・レジーム認識は、15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、引き続き景気後退を示唆。

地域	LEIs	グローバル・リスク選好度	マクロ局面の予想
	現在の成長率の水準	グローバル経済成長率予測の変化	
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8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ます

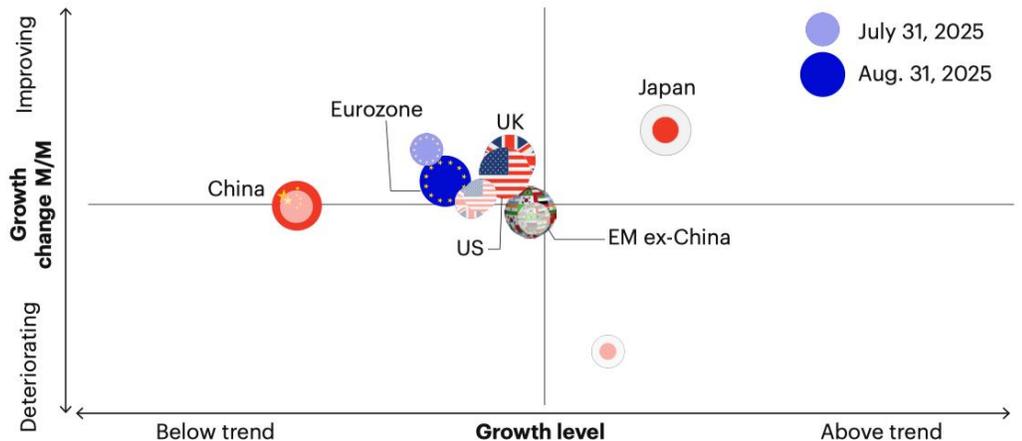


出所：Invesco Solutions、2025年8月31日現在。



先進国市場は緩慢ながら着実な成長を続けています。

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、弱含みの新興国市場や日本を相殺しています。

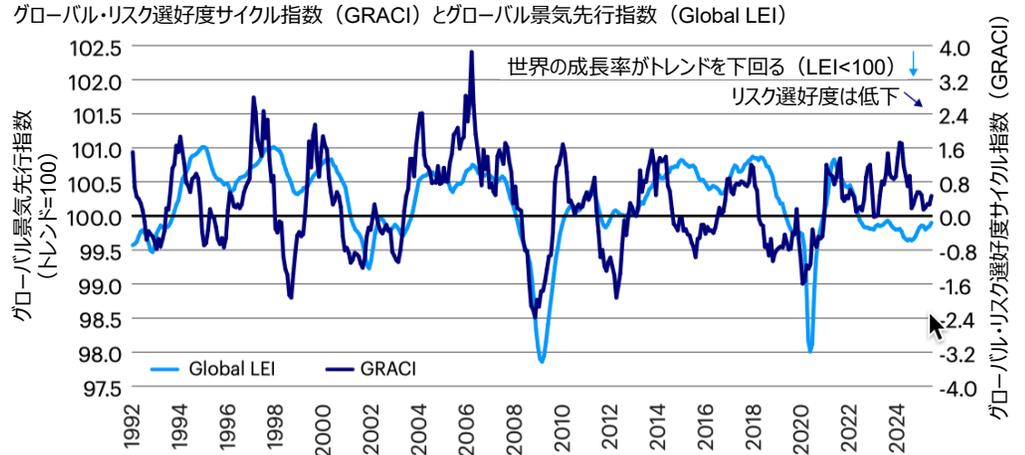


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions調査・試算。Invesco Solutionsの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2025年8月31日現在。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標。



世界株式のパフォーマンスが債券を上回ったため、先月、当社の世界的なリスク選好度は小幅に改善しました。

図表2：世界的なリスク選好度は直近で改善したものの、中期的には弱含み。成長期待は低下。

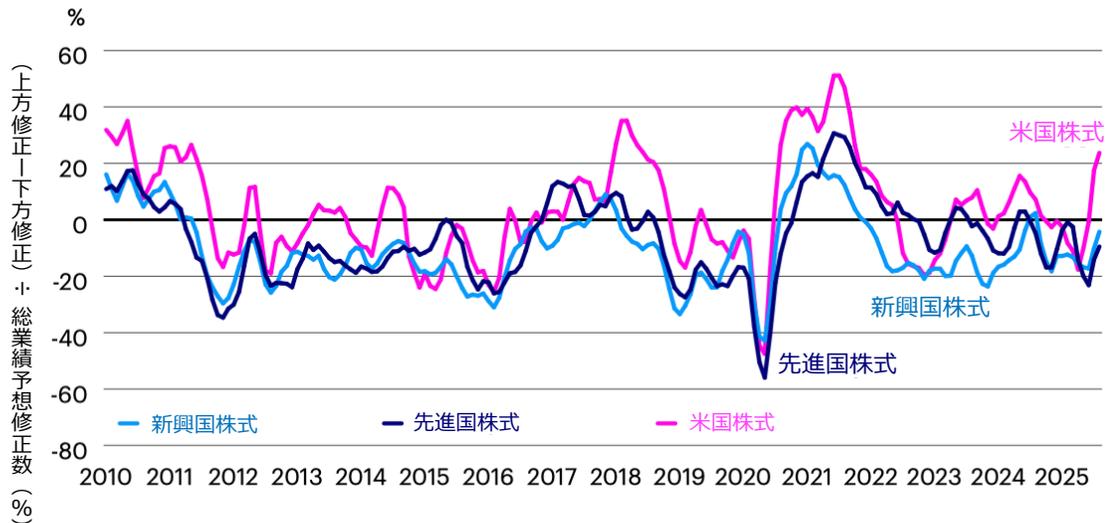


出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。1992年1月1日から2025年8月31日までのデータ。景気先行指数（LEI）は、経済成長の水準を示す独自の先行指標。LEIが100を上回る（下回る）場合、長期平均を上回る（下回る）成長を示します。グローバル・リスク選好度サイクル指数（GRACI）は、市場のリスクセンチメントを示す独自の指標です。GRACIがゼロを上回る（下回る）数値は、直近のグローバル資本市場におけるリスク選好度を示します。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。



米国株式は、全体的に業績予想の大幅な上方修正が続き、他地域を上回っています。

図表3：米国企業の業績予想の上方修正は、超大型銘柄が中心。シクリカル銘柄や世界株式では下方修正が相次ぐ。



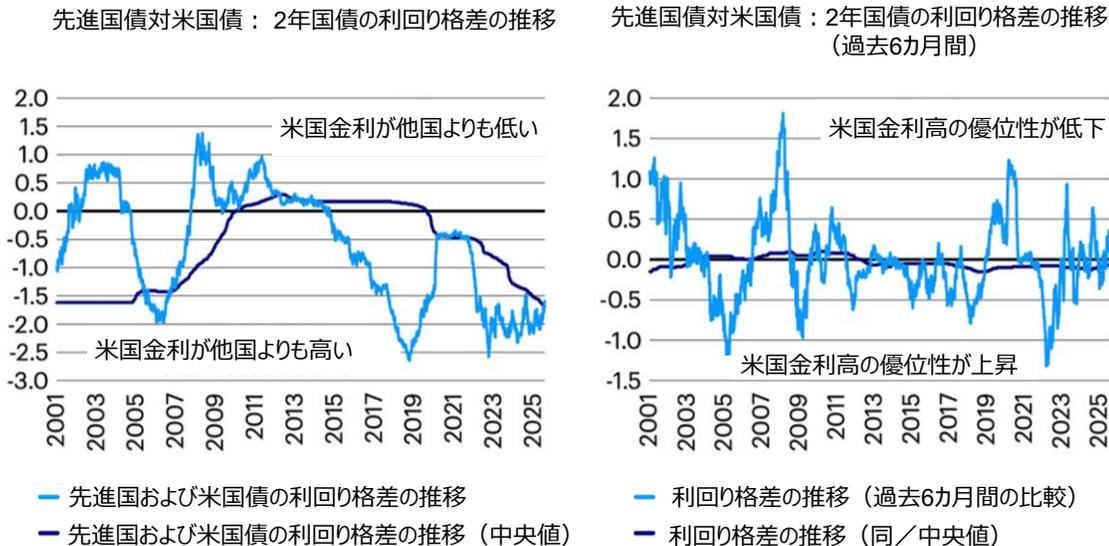
出所：ブルームバーグ、JPMorgan、Invesco Solutions調査・試算。2010年1月から2025年8月31日までのデータ。12か月後の収益予想に基づき、上方修正から下方修正を減じ総業績予想修正数で除したものの。過去のパフォーマンスは、将来の運用成果を保証するものではありません。

ジャクソンホール会議でFRBがハト派に転換し、同行の金融政策が大きく変化すると認識されています。こうした環境下、米国と他地域との金利差が縮小しています。当社のグローバル戦術的配分モデルは、この傾向が継続する可能性が高いことを示しています（図表4）。米ドルは依然として他の先進国市場に比べて高金利ではありますが、その優位性が低下すると予想される状況では、歴史的に米ドル売り圧力が高まってきました。また、国際分散投資を進めることで米ドルが流出し、米ドル安に推移していくことは、米国以外の株式が米国株に対しアウトパフォームする潜在的なきっかけになると見られます。こうした相反するマクロ要因、すなわち、米国企業の業績上方修正に対して、米ドル売り圧力が高まるという状況を踏まえ、当社のグローバル戦術的配分モデルは、株式ポジションの地域構成をニュートラルとすることを示唆しています。具体的には、米国株式の小幅なオーバーウェイトを解消し、株式のエクスポーチャーをグローバル株式のベンチマークと同水準に調整いたします。



FRBがハト派に転換し、同行の金融政策が大きく変化したと認識されたことなどを背景に、米国と他国との金利差は縮小してきています。

図表4：金融緩和政策への転換期待から、米国の高金利の優位性は徐々に低下。米ドル売り圧力が高まっています。

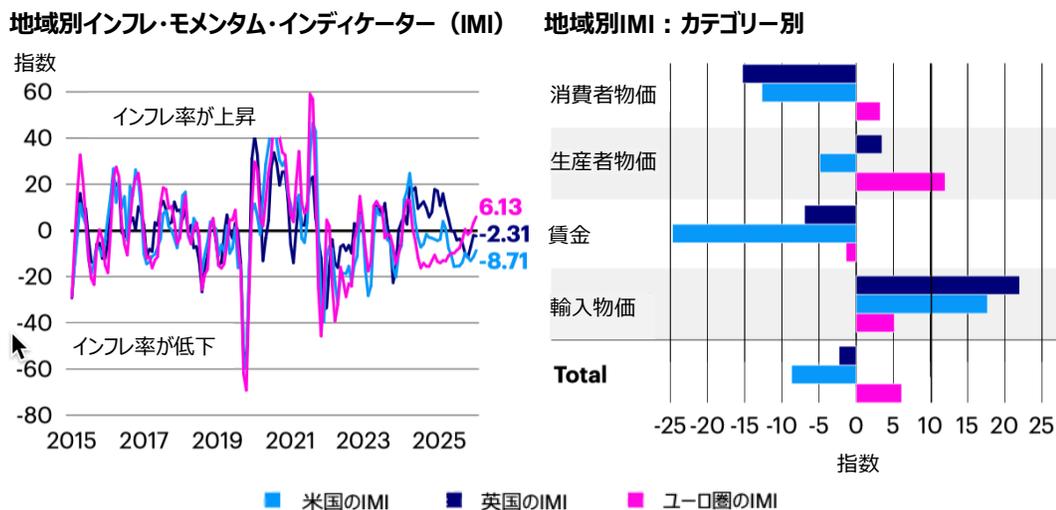


出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions試算。米2年国債との利回り格差は、以下の先進国債利回りのバスケットを用いて計算：オーストラリア、カナダ、ユーロ圏、日本、ニュージーランド、ノルウェー、シンガポール、スウェーデン、スイス、英国。中央値は過去10年間のデータで計算。2001年1月から2025年8月31日までのデータ。



インフレ低下ペースを勘案し、米物価連動国債（TIPS）に対し、一般債を選好しています。

図表5：インフレは世界的に安定。



出所：ブルームバーグ、2025年8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。

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に若干の変更を加えました。引き続き、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としております。また、米国株式に対し、先進国株式（除く米国）および新興国株式のエクスポージャーを高めております。背景には、当モデルが米ドルに対し弱気、他通貨には強気であることがあります。加えて、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引き続き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しています。（図表6～図表9）。詳しくは、以下をご参照ください。

今月、グローバル戦術的配分モデルにわずかな変更を加えました。

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。



株式において、米国株式に対し、先進国株式（除く米国）および新興国株のエクスポージャーを増やしております。



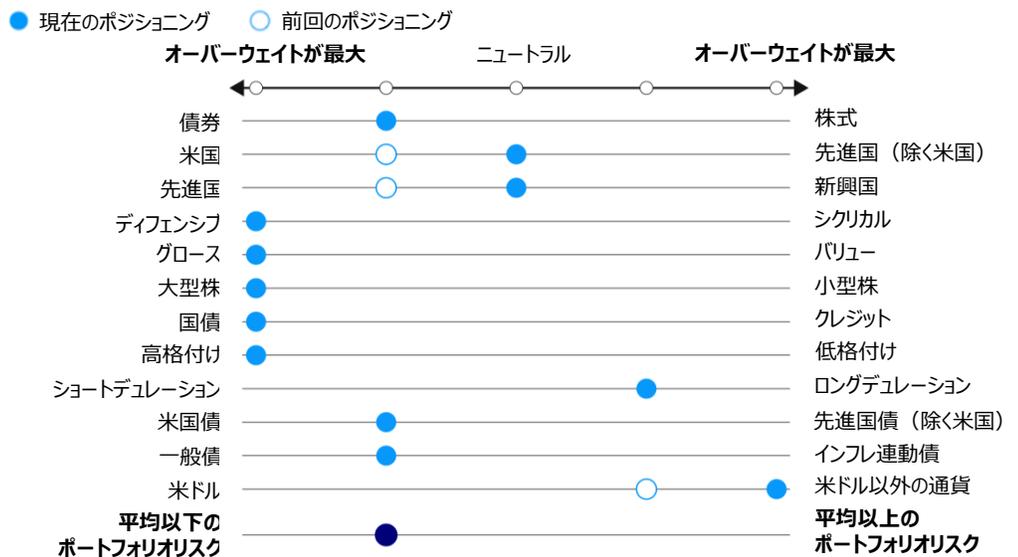
米ドルと他地域との金利差が継続的に縮小していること、米国以外の経済データが予想を上回って堅調に推移していることなどを背景に、当社は米ドルを最大のアンダーウェイトに移行させました。

詳細：

- 株式**では、マクロ要因が相反していることから、当社のモデルは、地域構成をベンチマークに対しニュートラルとしています。一方で、2025年4-6月期の決算発表では、主に情報技術セクターのメガキャップを中心に、米国企業の業績予想が再び上方修正されたことが顕著となり、米国株式は先進国株式（除く米国）・新興国株式を大きく上回るパフォーマンスとなりました（**図表3**）。他方、FRBが金融緩和政策に転換すると期待感が高まったことを受け、米国と他地域との金利差が急速に縮小しています。こうした投資環境では、歴史的に米ドル安を誘引し、現地通貨建ての先進国株式（除く米国）や新興国株式が、米国株式をアウトパフォームする状況を招いてきました（**図表4**）。このような相反する条件下、当社のモデルは新興国株式を先進国株式に対して、また米国株式を先進国株式（除く米国）に対しニュートラルとする結論に至りました。また、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・セクターを嗜好しています。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、デフ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嗜好しています。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。また、米ドルに弱気であるため、現地通貨建ての新興国債券は、米国債に比べ有利になっています。加えて、インフレが低減していることから、米物価連動国債（TIPS）に対して、一般債を嗜好いたします（**図表5**）。
- 為替**では、米ドルと他地域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（**図表5**）などを背景に、当社は米ドルを最大のアンダーウェイトに移行させました。ここ数カ月にわたり解説させていただいた通り、米国の財政悪化と資金調達需要の増加が、米ドルの売り圧力となっていることは、かかるポジションの変更理由となることを裏付けております。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、日本円を嗜好しています。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嗜好しています。

図表6：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

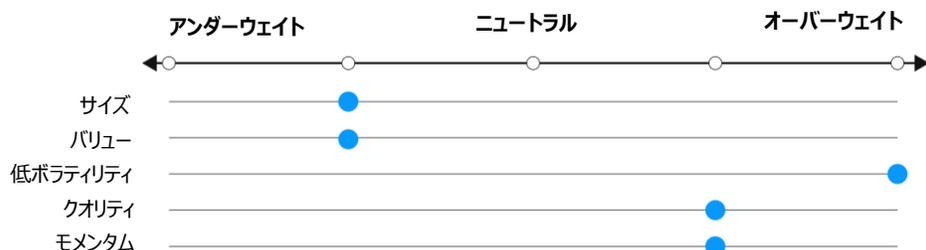
ディフェンシブなポートフォリオのポジショニングを維持し、株式対比で債券を嗜好。



出所：Invesco Solutions、2025年9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）

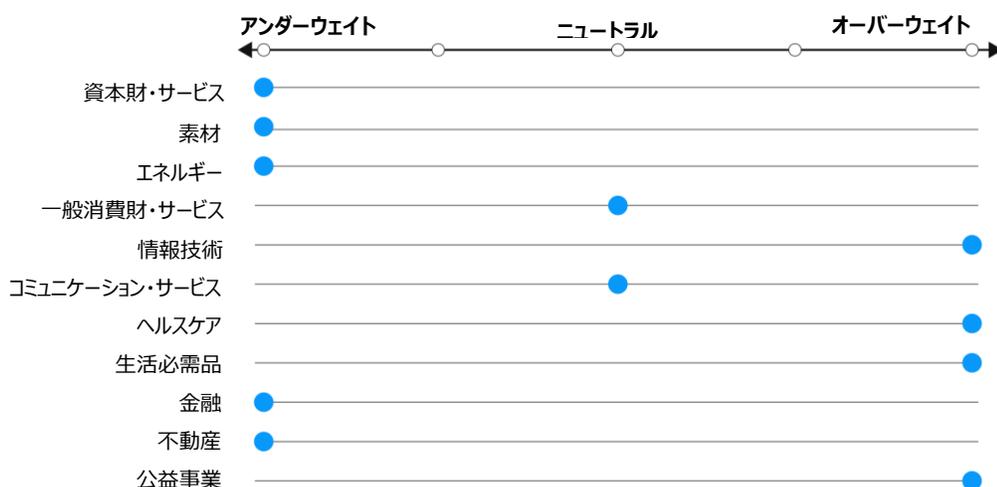
クオリティ、低ボラティリティ、モメンタムをオーバーウェイト



出所：Invesco Solutions、2025年9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）

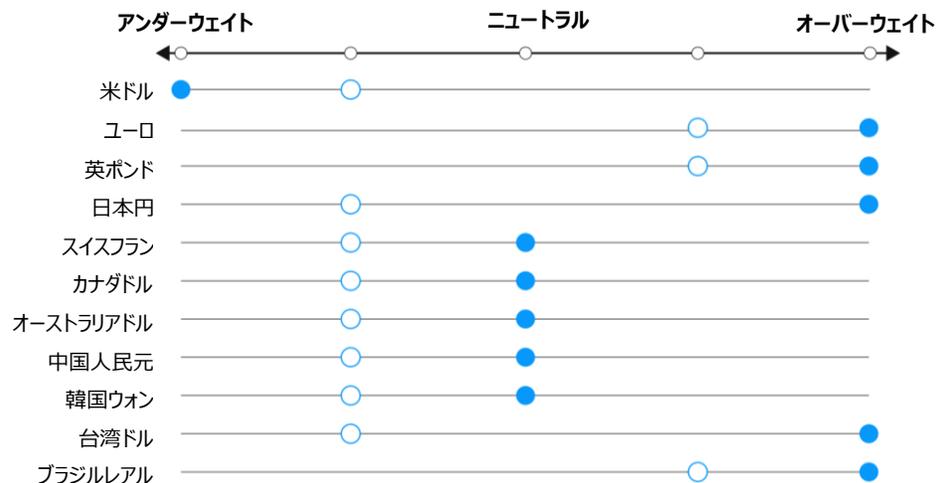
ディフェンシブを愛好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions、2025年9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、ヘルスクエア、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9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。 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。 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。 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	<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。 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む製造業を後押し。 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	<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。 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	<ul style="list-style-type: none"> 市場センチメント：2024年上半年は、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年上半年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8月31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。【組入る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