

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2026年8月号

当社のマクロ・レジーム認識は、引き続き減速期となっています。成長率は長期トレンドを上回っているものの、そのペースは鈍化しています。一方、リスクセンチメントは、次の二つに分かれています。

(1) 中東における地政学リスクの再燃により、エネルギー価格が高止まりしていること。

(2) 堅調な経済成長と好調な企業業績が引き続き下支えとなっていること。

また、インフレが持続する一方、米連邦準備制度理事会（FRB）の金融政策は不確実です。リスクと投資機会が競合する状況においては、リスク選好の選択肢を維持しつつ、ポートフォリオの分散を図り、成長リスクをヘッジする当社の運用方針は、さらに堅実になっています。当社は各資産クラス内での地域およびセクターの分散を重視し、債券対比で株式のオーバーウェイトを維持いたします。

当社のマクロ・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：経済成長は堅調な一方、金融政策および地政学リスクの不確実性が高まっています。

堅調な四半期決算に支えられ、企業業績は引き続き好調です。S&P500種指数の2026年4-6月期の総合利益成長率は約38%に達し、このペースが維持されれば、2021年7-9月期以来、前年同期比の利益成長率は過去最高となります。好業績企業はエネルギー、コミュニケーション・サービス、情報技術の各セクターに比較的集中しているものの、「マグニフィセント・セブン」の一角であるアルファベットのようアウトパフォーマーを除いても、依然として同指数の総合利益成長率は、前年同期比で26%増を達成する見込みです。これは二桁の利益成長率が7四半期連続で続くことを意味しており、各セクターの堅固な収益性を表しています。

米国・イラン間の停戦協定が事実上破棄され、イラン紛争が激化したことを背景に、中東における地政学リスクが再び高まりました。ホルムズ海峡は閉鎖され、エネルギー価格が大幅に上昇したほか、インフレ懸念が再燃し、資産価格のボラティリティが押し並べて高まりました。今後の見通しは依然として不透明な状況です。イラン紛争解決の時期、エネルギーインフラの再建ペース、供給制約がどの程度緩和されるかといった点が、重要なリスク要因として認識されています。すでに6か月に及ぶこの紛争が世界経済に与える影響は、現時点で経済指標には反映されていないものの、依然としてインフレリスクは高水準で、リスク資産価格の変動が大きくなっています。

インベスコ・ソリューションおよびカスタム・ストラテジー

要約

- AIブームによって過去数か月間好調を維持した上昇相場が一服したことから、グローバル・リスク選好度は月次ベースで緩やかに減速しています。堅調なファンダメンタルズが引き続き株式市場の追い風となっているとともに、地政学リスクが再認識され、ボラティリティは高まりました。
- 堅調な個人消費がインフレ圧力を吸収していることから、経済成長は好調を維持しています。エネルギー価格の高騰、持続的なインフレ、GDPの堅調な伸び、政策金利を据え置くFRBの金融政策などの要因が、米国債利回りの上昇圧力になっています。すでに高水準となっている株式市場のバリュエーションは、割引率の上昇で調整局面を迎えています。
- 債券対比で、株式をわずかにオーバーウェイトとしています。ポートフォリオのポジショニングは、引き続き分散を維持しています。株式については、ディフェンシブなファクターやセクターを選好しています。債券については、クレジットのアンダーウェイトを維持しつつ、デュレーションのオーバーウェイトを維持しています。

一方、経済成長は依然として堅調です。米国を筆頭に、景気先行指数に基づく当社の世界の経済成長指標は、引き続き長期トレンドを上回って推移しています。米国の経済活動の約3分の2を占める個人消費は、AIブームに後押しされ、過去最高水準の企業投資と相まって、好調に推移しています。消費者心理が悪化する中、労働市場が逼迫していることなどを背景に、堅固な需要がイラン紛争による物価上昇によるデメリットを相殺しています。米国以外の先進国経済も依然として長期トレンドを上回っています。エネルギー価格が引き続き高水準で推移しているものの、直近の高値からは低下しており、足元では消費者心理も回復していることなどから、米国と類似した状況が見られます。かかる状況下、世界の経済成長は長期トレンドを上回っているものの、グローバル・リスク選好度が継続的に減速していることを背景に、当社のマクロ・レジーム認識は引き続き減速期となっています（図表1a、1b、1c、図表2）。

図表1a：マクロ・レジーム認識は、引き続き減速期となっています。

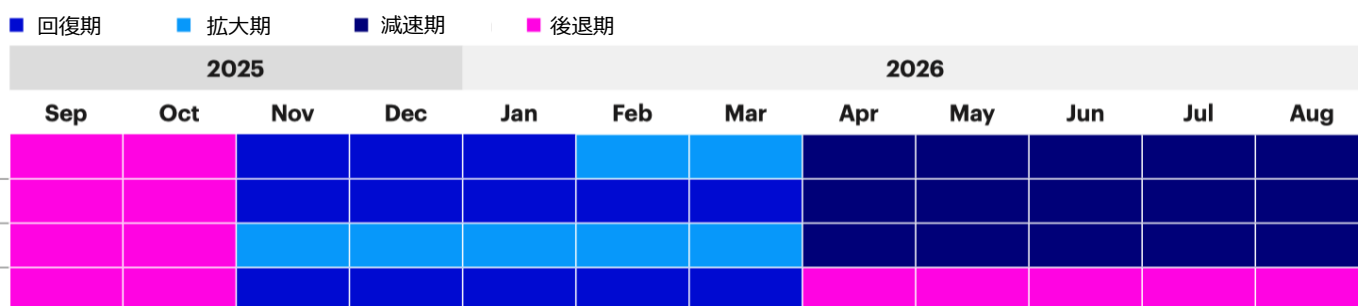
“
経済成長は長期トレンドを上回っているものの、グローバル・リスク選好度が継続的に減速していることを背景に、当社のマクロ・レジーム認識は引き続き減速期となっています。

	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	長期トレンドを上回る		成長期待が低下		減速期
米国	長期トレンドを上回る				減速期
先進国（除く米国）	長期トレンドを上回る				減速期
欧州	長期トレンドを上回る				減速期
英国	長期トレンドを上回る				減速期
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 and Custom Strategies調査・試算。Invesco Solutions and Custom Strategiesの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2026年7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。

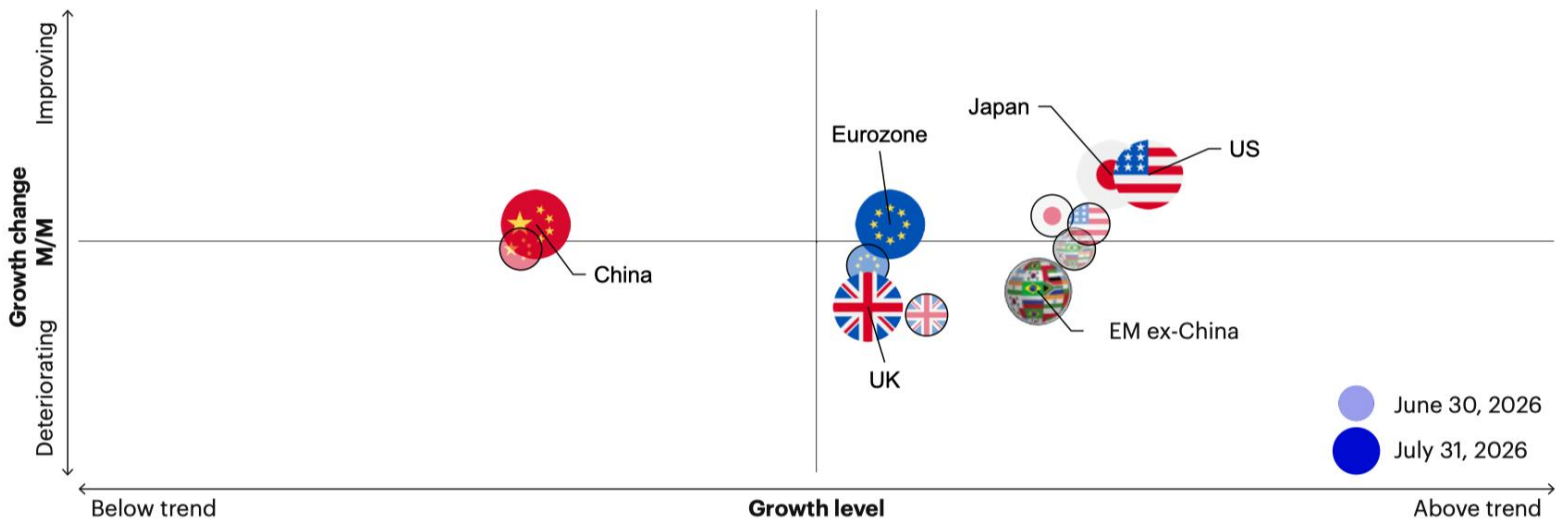
図表1b：直近12カ月の地域別マクロ・レジームの推移。

グローバルな経済成長は鈍化し、リスク選好度も低調に推移しています。



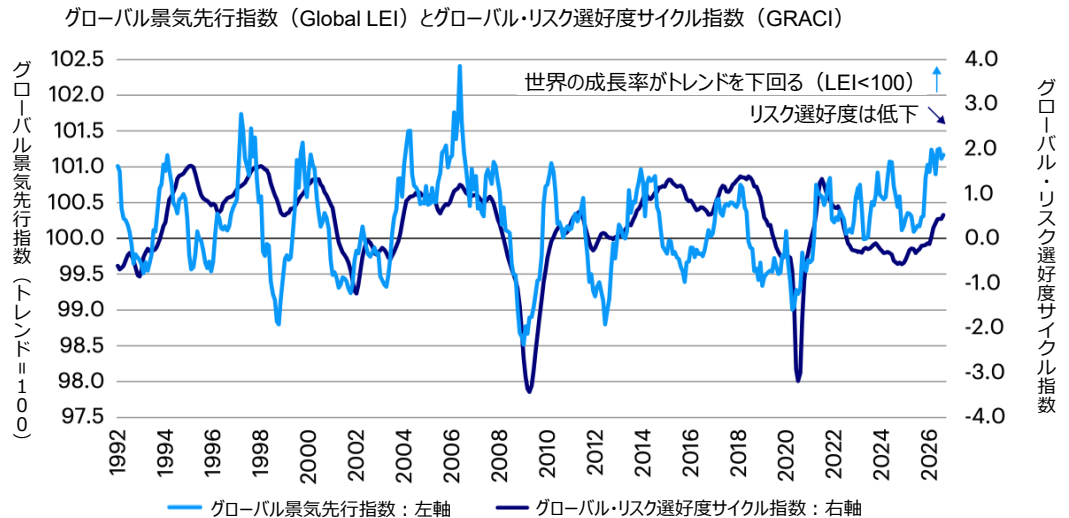
出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年7月31日現在。

図表1c：新興国、英国の減速により、長期トレンドを上回る成長が鈍化。



出所：ブルームバーグ、マクロボンド、Invesco Solutions and Custom Strategies調査・試算。Invesco Solutions and Custom Strategiesの独自先行経済指標。マクロ局面のデータは2026年7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：経済成長が引き続き長期トレンドを上回っている一方、リスク選好度は低下傾向となっています。



出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions and Custom Strategies調査・試算。1992年7月1日から2026年7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。

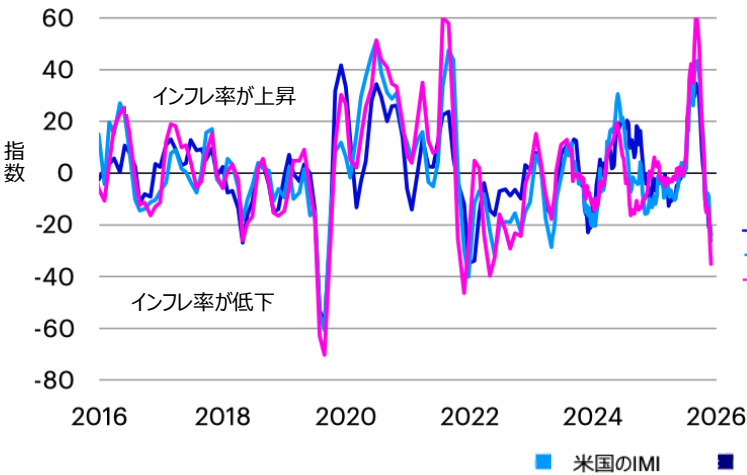
当社のインフレ・モメンタム・インディケーター（IMI）は、エネルギー価格の上昇にもかかわらず、引き続き低水準で推移しています（図表3）。インフレ率は依然として高止まりし、継続するイラン紛争がエネルギー価格を押し上げているものの、足元でのエネルギー価格のボラティリティは2026年上半期の水準を下回っています。しかしながら、エネルギー価格は紛争前の水準に比べて高止まりしていることに加え、長年にわたりインフレ率が目標を上回って推移していることから、ウォッシュFRB議長はFRBが物価上昇圧力を抑制せざるを得ないと、繰り返し強調しています。金融市場は米連邦公開市場委員会（FOMC）がインフレ率を目標水準にコントロールできるかどうか懐疑的になってきています。結果的に、足元でイールドカーブがスティープ化したり、ターム・プレミアムが拡大したりする状況になっています。また、これに伴う金利上昇はリスク資産にとって逆風となります。加えて、実質金利が上昇することで、世界の投資家のリスク・リターン・トレードオフが複雑化すると共に、株式市場におけるバリュエーションの低下要因となっています。



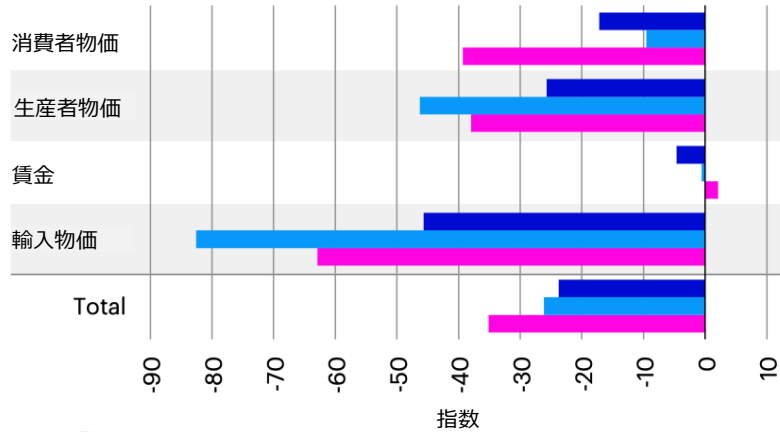
金利上昇がリスク資産にとって逆風となり、実質金利が上昇することで、世界の投資家のリスク・リターン・トレードオフを複雑化させると共に、株式市場のバリュエーションの低下要因となっています。

図表3：引き続き、インフレ圧力は抑制されています。

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、2026年7月31日現在のデータ、Invesco Solutions and Custom Strategies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。



経済成長が長期トレンドを上回りながら、リスク選好度が緩やかに鈍化している状況においては、減速期が継続することを示唆しています。

要約すると、経済成長が長期トレンドを上回りながら、リスク選好度が鈍化している状況においては、減速期が継続します。もちろん、この環境では、景気サイクルが終了し、景気後退に陥ることを示すものではありません。しかしながら、地政学リスクの高まり、堅調な企業収益、米国の好調な個人消費、複雑化するインフレなどを背景に、投資家は分散されたポートフォリオを重視すべきでしょう。歴史的に見て、経済成長が長期トレンドを上回る一方で、成長力が鈍化している期間においては、資産クラス全体のパフォーマンスは緩やかなプラスリターンとなるとともに、成長株とディフェンシブ資産のパフォーマンスが収束する傾向があります。こうした状況は、引き続き当社の戦術的アプローチの土台となっており、バランス運用かつ投資対象を絞ったポジショニングに反映されています（図表4～図表7）。

投資ポジショニング

かかる状況下、当社はベンチマークに対し、ポートフォリオのリスクを全体的にニュートラルに維持しました。これは、リスク管理上、意図的に対応したものであり、当社のポジショニングをディフェンシブかつリスクオフに移行させたものではありません。また、ポートフォリオの選択肢を保持することも目的とし、分散投資を徹底いたします。加えて、投資環境が好転した場合、資産クラスの中で相対的に優位な銘柄に運用し、ポートフォリオを変更することが可能になっています。この枠組みの中で、当社は債券に対し株式をわずかにオーバーウェイトとし、景気サイクルの加速に期待するよりも、ディフェンシブな運用戦略を維持することや、明確な収益見通しなどを重視いたします。

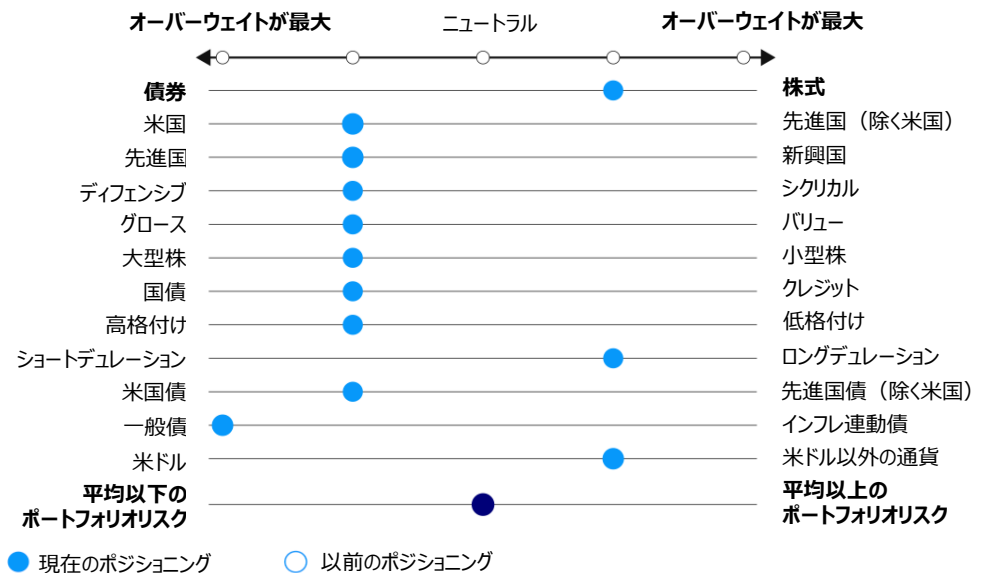
詳細：

- **株式**では、安定したキャッシュフロー特性と経済成長の変化に対する感応度が低く、減速期において歴史的に良好なパフォーマンスを示す、クオリティや低ボラティリティといったディフェンシブなファクターをオーバーウェイトとしています。また、足元で半導体関連銘柄の株価上昇ペースが鈍化する局面では、低ボラティリティ・ファクターは効果的なヘッジ機能を発揮しました。セクター別では、よりシクリカルなセクターを回避する一方、情報技術、ヘルスケア、生活必需品など、ディフェンシブな特性と持続的なファンダメンタルズを持つ銘柄へのエクスポージャーを嗜好しています。地域別では、先進国（除く米国）に対し米国のわずかなオーバーウェイトを維持し、新興国に対する先進国のオーバーウェイトも維持いたします。

- **債券**では、当社の分散ポートフォリオにおいて、信用スプレッドに基づく収益が他の収益源に比べて劣後する状況を反映し、ポートフォリオのエクスポージャーを調整し、クレジットリスク全体のわずかなアンダーウェイトを維持いたします。さらに、リスク管理および成長鈍化に対するリスクヘッジの観点から、デデュレーションへのエクスポージャーも維持し、一般債を選好いたします。
- **為替**では、米ドルのアンダーウェイトを維持します。先進国市場では、豪ドル、英ポンド、ニュージーランドドル、スウェーデンクローナ、スイスフランを引き続きアンダーウェイトとする一方、カナダドル、ユーロ、日本円、ノルウェークローネ、シンガポールドルのオーバーウェイトを維持しています。新興国市場では、インドルピー、インドネシアルピア、マレーシアリングギット、台湾ドル、タイバーツなど、魅力的なバリュエーションの高利回り通貨を選好する一方、中国元、チェココルナ、メキシコペソ、南アフリカランドをアンダーウェイトとしています。

図表4：戦術的資産配分のポジショニング（相対比較）

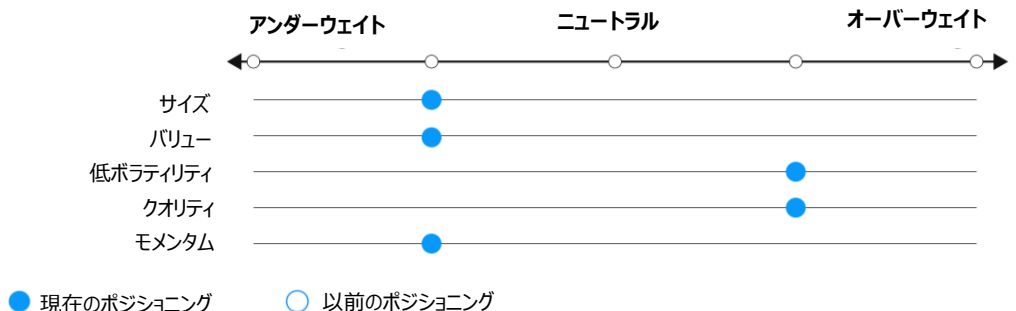
債券対比での株式のオーバーウェイトを低めとし、ディフェンシブを選好、クレジットをアンダーウェイト。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年8月1日。例示的目的のみ。DMは先進国、EMは新興国を示します。Non-USD FXはMSCI オール・カンントリー・ワールド指数 (ACWI)を構成する通貨を示します。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

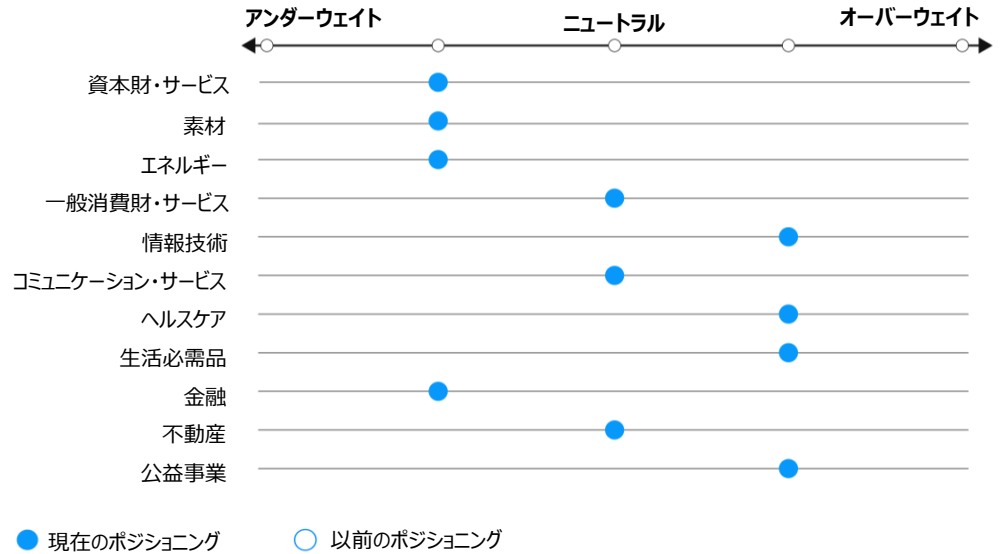
クオリティ株、低ボラティリティ株をオーバーウェイト。バリュー株、小型株、モメンタム株をアンダーウェイト。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年8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）

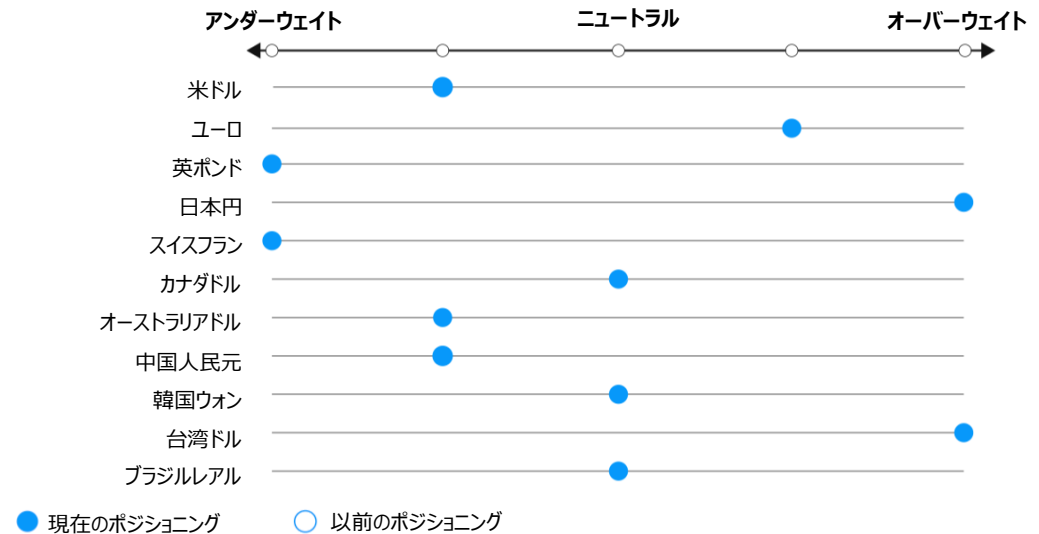
ディフェンシブを選好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年8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）

米ドルのオーバーウェイトをやや低めとし、ユーロ、円、台湾ドルを選好。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年8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
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、経済再開後の年後半に回復期に転じた。												
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、正常化が進み、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た。 ・ 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年前半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。 ・ 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、年後半以降、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、成長株への需要が非常に高く、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。 ・ 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。												
2025	・ 市場センチメント：継続的な改善を維持したものの、不透明な関税政策とAI競争リスクがボラティリティを押し上げ、2025年7-9月期に鈍化。関税圧力の緩和、AIへの楽観論の高まり、シクリカル資産価格を押し上げた財政・金融政策により、10-12月期に急回復。 ・ 経済指標：安定しているものの、長期トレンドを下回る状態が継続。労働市場が弱含みとなる一方、個人消費は堅調を維持。インフレ圧力の低下により、FRBは利下げ継続。 ・ マクロ・レジーム認識（1つのシフト）：10-12月期に市場センチメントが改善し、景気回復局期に転換するまでは、ディフェンシブを維持。財政・金融政策の拡大によりシクリカル資産に対する投資が拡大し、複数の資産クラスの絶対リターンがプラスとなる。年末にかけて市場参加者が拡大。												

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

一般社団法人資産運用業協会

日本証券業協会