

Tactical Asset Allocation

戦術的資産配分：2026年6月号

当社のマクロ・レジーム認識は、引き続き減速期です。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。AIブームによって企業収益が拡大している一方、エネルギー価格高騰によるインフレ圧力の高まり、経済成長が鈍化するリスクなどが懸念されています。かかる環境下、当社は債券対比で株式のオーバーウェイトを維持しつつ、マクロ・レジーム認識を引き続き減速期としています。また、地政学リスクが高止まりしている中、分散投資を徹底しています。

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お機会獲得を目指し、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：堅調な企業業績が、長引く地政学リスクを軽減

イラン紛争が長期化し、ホルムズ海峡の封鎖が続いたことで、原油供給が逼迫して4か月目となった状況にもかかわらず、5月の世界の株式・クレジット・国債市場はそれぞれプラスリターンとなりました。かかる環境下、景気後退リスクやインフレリスクが依然として懸念されているものの、米国企業の業績は堅調に推移しています。この時点で、S&P500種指数構成銘柄の97%が決算発表を行っており、同指数の2026年1-3月期の利益成長率は前年同期比で28.6%増となっています。これは2021年10-12月期以来、四半期における最高水準の利益成長率の増加ペースとなっています。AIブームの拡大に牽引され、情報技術およびコミュニケーション・サービスセクターの企業業績が堅調に推移し、11セクターのうち7セクターが2桁の利益成長率に達しています。

特に地域レベルでの株価指数のリターンの要因分析を行うことで、AIブームの勢いが明確になります。例えば、台湾および韓国企業の株価のリターンが、MSCI新興国市場指数の月間リターンを超えるパフォーマンスとなっています。また、半導体関連銘柄3社の株価のリターン、同指数の月間トータルリターンの上昇要因の3分の2近くを占めています。全体として、AIブームが継続して関連銘柄の株価も上昇することで、中東における地政学リスクのマイナス要因を打ち消す構造となっています。かかる状況下、絶対リターンは依然としてプラスであるものの、今後、経済成長が鈍化するリスクも高まっていることを鑑みると、リスクセンチメントは低下傾向にあると考えられます。

当社のグローバル景気先行指数に基づくと、世界経済は引き続き長期トレンドを上回って成長しています。地域別に見ると、米国は依然として堅調であり、幅広いセクターが長期トレンドを上回って成長しています。しかしながら、家計がインフレによってダメージを受けているため、消費者心理は前月比で見ると悪化しています。米国以外の先進国、特にユーロ圏は、依然として長期トレンドを上回っているものの、エネルギー供給が停滞する中、原油輸入国がインフレ圧力に直面しているため、さらに弱含みとなっています。かかる環境下、経済成長が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**）。

インベスコ・ソリューションおよびカスタム・ストラテジーズ

要約

- リスク資産市場が力強く反発したにもかかわらず、グローバル・リスク選好度は月次ベースで緩やかに鈍化する傾向が続いています。AI関連技術やインフラ構築で、直接的なメリットを受けられる国やセクターが、より高いパフォーマンスとなる状況になっています。結果的に、書く資産クラスの市場価格は、さらにAI関連の投資テーマで形成されるようになってきており、中東発のエネルギー供給不安に伴う、世界経済の下振れリスクは、株価形成に反映されにくくなってきています。
- 5月に入り、米国以外の地域での金利動向が引き続き不透明になっていることから、通貨の戦略的資産配分のポジションが変わりました。国際的な経済情勢の悪化と相まって、当社は米ドルのポジションをオーバーウェイトに移行しました。その結果、米国株式を先進国株式（除く米国）や新興国株式対比でオーバーウェイトとし、先進国株式（除く米国）を新興国株式対比でオーバーウェイトとしています。
- 債券対比で、株式をわずかにオーバーウェイトしていますが、ポートフォリオのポジションは、引き続き分散投資となっています。株式については、引き続きディフェンシブなファクターやセクターを重視しています。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。

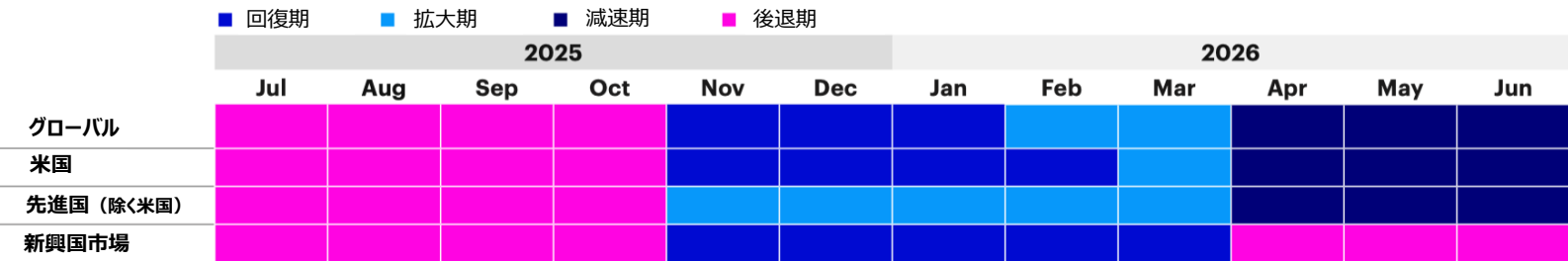
図表1a : マクロ・レジーム認識は、引き続き減速期となっています。

	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5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。

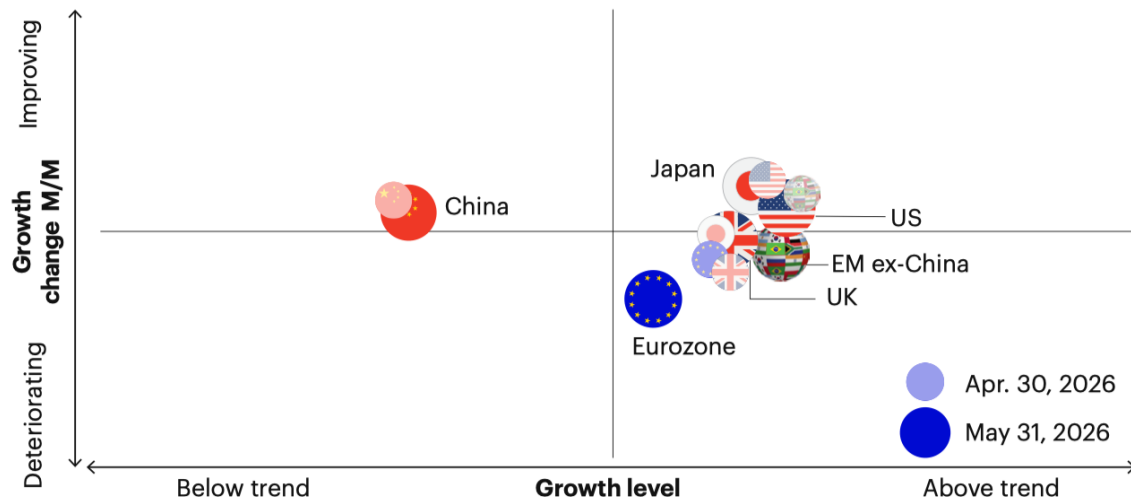
図表1b : 直近12カ月の地域別マクロ・レジームの推移。

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。



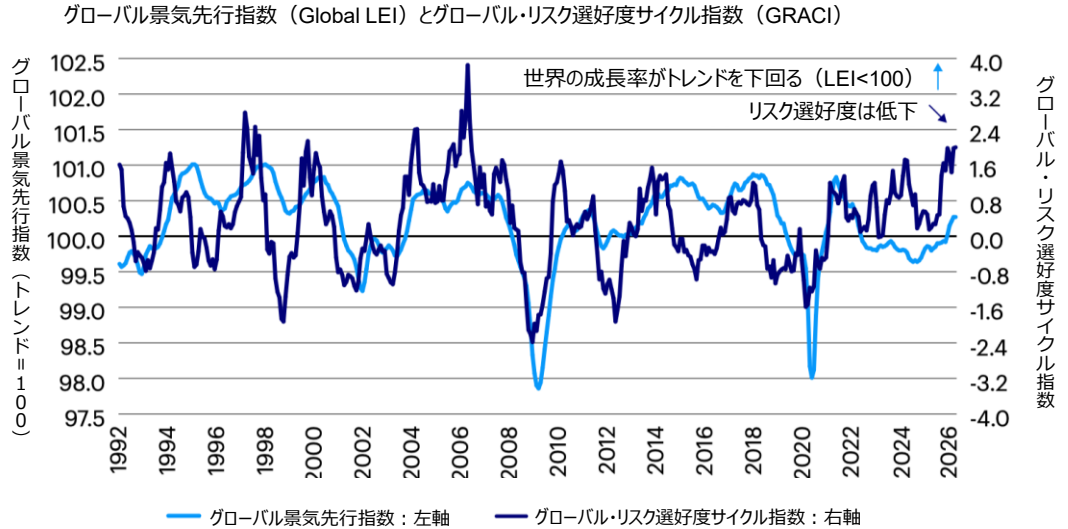
出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年5月31日現在。

図表1c : 欧州および新興国（除く中国）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5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。

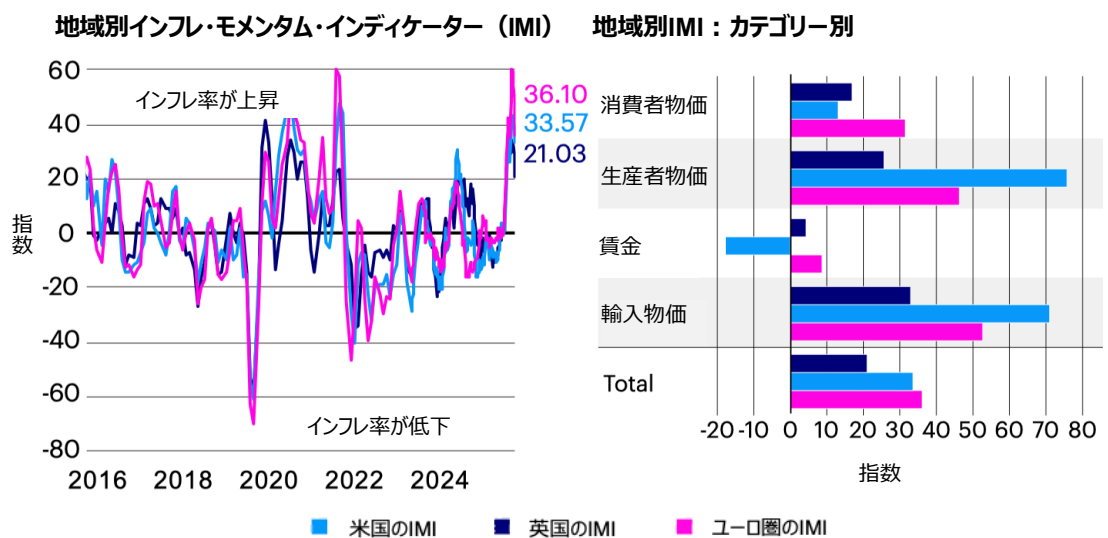
図表2：経済成長が引き続き長期トレンドを上回っている一方、リスク選好度は低下傾向となっています。



出所：ブルームバーグ、MSCI、FTSE、Barclays、JPMorgan、Invesco Solutions and Custom Strategies調査・試算。1992年6月1日から2026年5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主導され、引き続きプラス圏で推移しています（**図表3**）。エネルギー価格の上昇がインフレの上昇につながり、各中央銀行がインフレ目標を達成するのが難しい場合、インフレが引き続き金融政策に影響を及ぼすことになるでしょう。今後も、ホルムズ海峡が事実上封鎖され、イラン紛争が長期化すれば、インフレリスクは消費者および経済全体にとって大きな脅威となると見られます。

図表3：主として輸入コストや投入コストの上昇により、引き続きインフレ圧力が高まっています。



出所：ブルームバーグ、2026年5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か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か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。

グローバルに予想外の経済指標の悪化が続いていること、金利差の縮小が米ドルに追い風となっていることなどを背景に、当社は米ドルのポジションをニュートラルからオーバーウェイトに移行しました。前回のレポートでも触れましたが、エネルギー逼迫が欧州経済の様々なセクターに不均衡な影響を与えていることから、特に原油輸入国であるユーロ圏では、さまざまな経済指標が予想を下回る結果となっています。インフレ圧力の高まりにより金利が上昇傾向となっていることから、米国と各国との金利差は縮小しました。

米ドルに対する見通しが変わったため、地域別の株式ポジションも調整されます。米ドル高は、先進国株式（除く米国）に対し、米国株式への選好を一段と強めています。新興国株式対比で先進国株式への選好を高める要因となっています。こうした地域別の調整が行われる中、米国以外の株式の株価下落リスクは過小評価されていると思われます。例えば、足元のエネルギー価格の高止まりと、米ドル高の可能性が相まって、エネルギー輸入依存国に対するリスクがさらに高まっています。また、前述の通り、新興国株式のパフォーマンスは、AIブームにさらに依存するようになっています。また、株式市場のリターンは、半導体生産を行う限られた国やセクターに集中しています。

要約すると、足元での経済情勢は堅調ではあるものの、リスクセンチメントが鈍化傾向にあることから、今後も減速期が続くと思われます。この状況が景気サイクルの終焉となるような景気後退を示すものではありませんが、リスク分散の観点で、引き続き分散投資が適切であると考えられます。歴史的な観点では、長期トレンドを上回りながら、成長が鈍化している期間では、資産クラス全体のパフォーマンスは小幅ながらもプラスリターンとなり、グロース株とディフェンシブ株のパフォーマンスが収れんしていく傾向が見られます。この傾向は、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5～8）。

投資ポジショニング

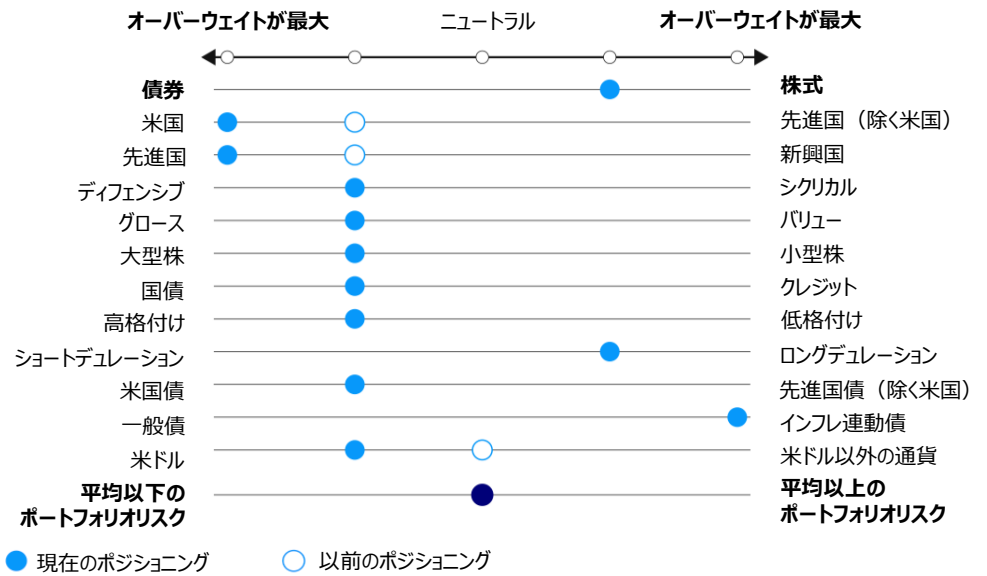
かかる状況下、当社はベンチマークに対し、ポートフォリオのリスクを全体的にニュートラルに維持しました。これは、リスク管理上、意図的に対応したものであり、当社のポジショニングをディフェンシブかつリスクオフに移行させたものではありません。また、ポートフォリオの選択肢を保持することも目的とし、分散投資を徹底いたします。加えて、投資環境が好転した場合、資産クラスの中で相対的に優位な銘柄に運用し、ポートフォリオを変更することが可能になっています。この枠組みの中で、当社は債券に対し株式をわずかにオーバーウェイトとし、景気サイクルの加速に期待するよりも、ディフェンシブな運用戦略を維持することや、明確な収益見通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。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選好しています。地域別では、先進国（除く米国）に対し、米国をさらに選好しています。また、米ドル高は、新興国市場にとって逆風となるため、地域別の株式配分についても、新興国市場よりも先進国市場をより選好しています。
- **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化する状況を反映し、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、デュレーションへのエクスポージャーも維持いたします。また、インフレ圧力が高まっていることから、当社は一般債よりもインフレ連動債を選好しています。これにより、短期的なインフレリスクに対応しつつ、実質金利の変動に追従することが可能となっています。
- **為替**では、米ドルをオーバーウェイトとしました。足元では、米国以外の地域において、予想外に経済成長の悪化が見られるようになり、リスクヘッジとしての米ドルの魅力が高まり、短期金利が高水準で推移する米ドルは、金利面で相対的な魅力が高まっています。先進国市場では、英ポンド、スイスフラン、豪ドル、ニュージーランドドル、スウェーデンクローナを引き続きアンダーウェイトとする一方、ユーロ、日本円、カナダドル、ノルウェークローネ、シンガポールドルについては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、チェココルナ、ハンガリーフォリント、メキシコペソ、中国元、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）

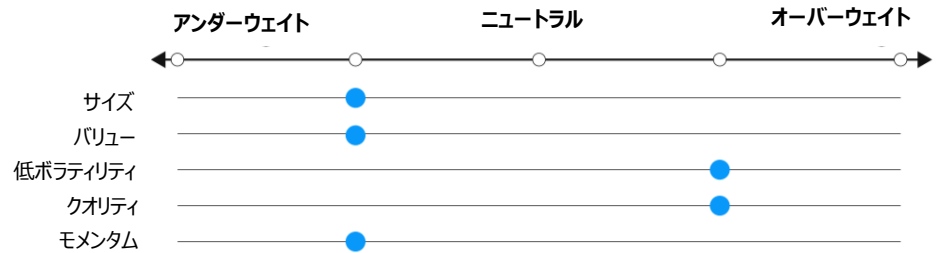
米ドルをわずかにオーバーウェイトし、ユーロ、円、台湾ドルを選択好。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年6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。

図表5：戦術的資産配分のポジショニング（ファクター）

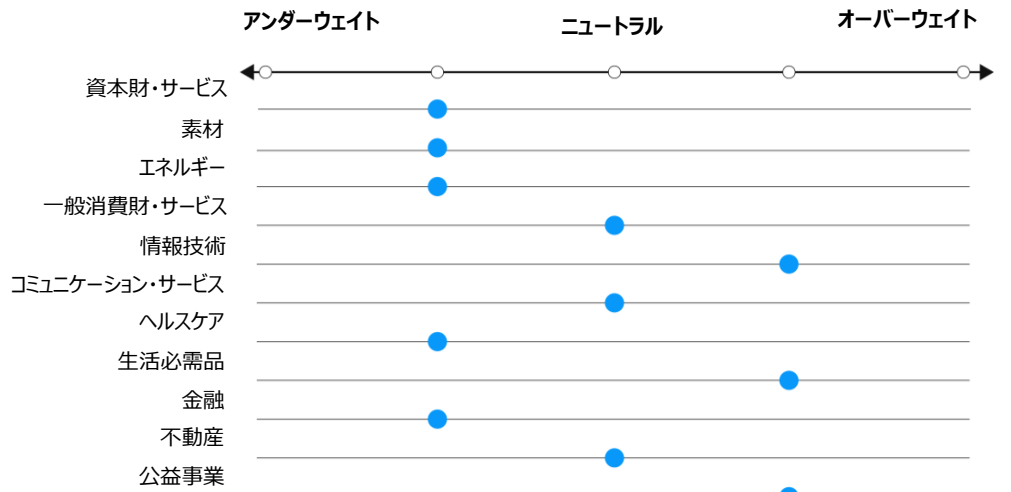
クオリティ株、低ボラティリティ株をオーバーウェイト。バリュー株、小型株、モメンタム株をアンダーウェイト。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年6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）

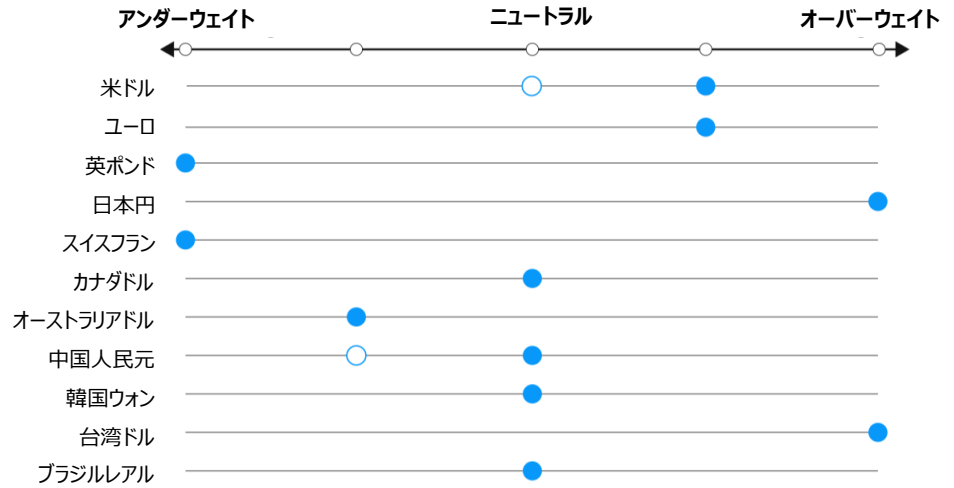
ディフェンシブを嗜好したセクターエクスポージャー



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年6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：5月31日、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、円、台湾ドルを選好。



出所：Invesco Solutions and Custom Strategies、2026年6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	<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。 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	<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支え、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	<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	<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	<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、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	<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。下半年以降は、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。 	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■	■
2025	<ul style="list-style-type: none"> 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下さい。

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 一般社団法人資産運用業協会
日本証券業協会