

アセット・アロケーションの見方 | 2025年第3四半期

公開日：2025/06/27

John Bilton, Jeff Geller, Gary Herbert, Jed Laskowitz, David Lebovitz, Yaz Romahi, Katy Thorneycroft

要旨

- 2025年の市場は、長期的なテーマである財政拡張や経済ナショナリズム、テクノロジー進展の影響を受けている。4月に市場は混乱を見せたものの、その後株式は力強く回復し、急速な経済減速のリスクは後退したと見ている。
- 米国経済は依然として底堅さを示している。関税関連の不確実性により、2025年下半年期において米国経済が減速する可能性があるものの、2026年は回復を見込んでいる。米国のインフレ率は2025年末にかけてピークを迎える見込みである一方、米国外については関税によるディスインフレ圧力が金融政策の緩和や財政刺激策を促し、経済の上振れリスクに繋がる可能性がある。
- 当チームでは、慎重ながらもリスク選好姿勢を維持しており、クレジット資産をオーバーウェイトとしているほか、株式についてはレラティブ・バリュエーションに着目して選別的に投資する方針。具体的には米国株式内では、情報技術セクターやコミュニケーション・サービスセクターに注目しているほか、米国外では日本株式や香港株式、新興国株式を選好している。デュレーションに関しては、米国外を相対的に選好しており、イタリア国債や英国債をオーバーウェイトとする一方、円債をアンダーウェイトとしている。また、通貨に関しては米ドルの更なる下落を見込んでいる。
- 全体的にバリュエーションの割高感が見られる中で、トップ・ダウンでのレラティブ・バリュエーション取引を重要視しているほか、各資産のアクティブ運用（銘柄選択）によるボトム・アップでのアルファ獲得が肝要であると考えている。

2025年第2四半期は、投資家にとって長期的な視点が重要であることを改めて思い起こさせる機会となった。

「解放の日¹」前後で市場のボラティリティ（変動性）が高まり、世界株式は11%下落し、VIX指数は50を超える上昇を見せた。しかし、四半期を通して見ると、世界の株式は9%以上上昇し、VIX指数は5ポイント以上低下したほか、米国の政策金利は据え置かれた。

2025年版LTCMA（超長期市場予測）で取り上げたいくつかの長期テーマ、具体的には財政拡張や経済ナショナリズム、テクノロジー進展といった長期テーマが2025年の経済に影響を及ぼしている。ドイツの財政規律の緩和は欧州の経済成長を下支えし、米国では財政刺激策がもたらすプラス効果と関税によるマイナス効果がトレードオフとなり、米国経済に不確実性をもたらしている。また、人工知能（AI）の増勢は引き続き株式リターンの支援材料になると見ている。

四半期初めに市場の混乱が発生したにも関わらず、米国経済は依然として底堅さを示している。一部ソフトデータは投資家や企業のセンチメント（市場心理）悪化を示唆しているものの、過度に市場が不均衡である兆候はあまり見られないことから、当チームでは米国経済は後期サイクルに位置すると考えている。

ポートフォリオにおいて、株式は選別的に投資を行っており、米国の中ではテクノロジーセクターやコミュニケーション・サービスセクターを選好しているほか、地域別では日本株式や香港株式、新興国株式をオーバーウェイトしている。また、クレジット資産やデュレーション、ユーロをオーバーウェイトする一方、米ドルをアンダーウェイトしている。

経済成長は底堅く、インフレはまちまち

7月に発表される第2四半期のGDPは、2025年上半期の経済が概ね潜在成長率並みに推移していたことを示す結果となると予想している。貿易交渉を巡る不確実性の高まりによって、下半期の経済成長は潜在成長率を下回る水準まで押し下げられる可能性があるものの、景気後退リスクは限定的とみている。2026年には、米国の財政および税制パッケージの影響で再び潜在成長率並みに回復すると考えている。

グローバルにおいては、財政刺激策や緩和的な金融政策が経済成長の上振れリスクをもたらし、特に2026年において顕著であると見ている。これらは関税の懸念を相殺し、欧州や中国などの地域におけるリスク資産にとって追い風となる可能性がある。

インフレの動向は各地域でまちまちである。米国では、関税が一時的なインフレの上振れを引き起こし、2025年第4四半期のコア消費者物価指数（CPI）は3.8%（前年比）に達すると見込んでいる。2026年には、インフレ圧力が和らぎ、2026年第4四半期までにFRBのインフレ目標並みまで低下すると考えている。

米国外では、関税が特に財市場でディスインフレ圧力をもたらすと見込んでおり、欧州やアジアの中央銀行は、インフレ再燃を引き起こすことなく、よりハト派的な金融政策を導入できる可能性がある。金融緩和的な環境は、米国外の経済成長の上振れリスクに繋がり、2026年には米国と他地域との間の成長格差は縮小する可能性がある。

対照的に、連邦準備制度理事会（FRB）のパウエル議長は、インフレの上振れリスクを警戒し、タカ派的な姿勢を維持している。FRBの経済見通し（SEP）と市場での織り込みは、2025年に2回の利下げを示している。しかし、労働市場の底堅さと2025年下半期のインフレ上昇リスクを考慮すると、2025年には1回の利下げ、2026年にはインフレが緩和する中でさらに2回の利下げを予想している。

米国ではCPIの上昇に伴って実質金利が一時的に低下する中でも、やや引締めの金融政策が維持されている。対照的に、欧州中央銀行（ECB）と日本銀行（BoJ）は現在、緩和的な金融政策をとっており、イングランド銀行（BoE）も同様である。

一連の金融政策は米ドル高に繋がるように見えるものの、米国と他地域との成長格差が縮小することで、米ドルにとって重石となると見ている。米国が関税によって経常赤字を削減しようと努めており、米ドルの純需要を低下させる可能性がある。金融関連メディアで取り上げられている「アメリカ売り」の兆候はあまり見られないものの、米国資産に対する需要がわずかに低下する可能性があると見ている。

収益予想は適正水準となる一方、バリュエーションは依然として高水準

当チームでは、慎重ながらもリスク選好姿勢を維持しており、クレジット資産をオーバーウェイトとしているほか、株式については慎重ながらも選別的に投資をする方針である。定量モデルでは、方向性リスクを取ることに確信度が低下しているものの、レラティブバリューの観点で魅力的な投資機会が生まれていることを示している。当チームでは、トップ・ダウンでのレラティブ・バリュー取引を重要視しているほか、各資産のアクティブ運用（銘柄選択）によるボトム・アップでのアルファ獲得が肝要であるとする。

当チームでは、デュレーションをオーバーウェイトしており、米国10年国債については3.75% - 4.50%の範囲内で推移すると見ている。米国におけるステープル化バイアスは持続する可能性があると思込んでいるものの、FRBによる金融政策や不確実性の高まりによって短期的に上下に変動する可能性がある。当チームでは、米国外の国債、例えば日本国債に対してイタリア国債や英国債を選好している。

また、ハイ・イールド債券については、クレジット・スプレッドが300ベースポイント（bps）であるものの、企業のバランスシートは健全で、最終利回りも約7.5%と魅力的であることから、選好している。

株式は、全体として中立としているものの、レラティブ・バリューの観点で魅力的な一部の地域やセクターを選好している。経済見通しが改善傾向である中で、主に2026年の業績成長に下支えされ、経済成長は上振れリスクがあると思込んでいる。一方で、多くの市場において、バリュエーションは長期平均を大幅に上回っており、リターンの逆風になる可能性がある。

米国では、Mag-7²と呼ばれる超大型テクノロジー株式がバリュエーションと企業業績の双方が支援材料となっている一方、S&P500のその他銘柄のバリュエーションは過去最高に近い割高な水準となっている。テクノロジーの進展がセクター内で急速な業績成長に繋がると見込んでおり、米国株式の中でも情報技術セクターとコミュニケーション・サービスセクターを選好している。

米国外では、バリュエーションが割安である日本株式や香港株式を選好している。香港や中国の株式全般で勢いが増しており（モメンタムが回復傾向）、モメンタムは一定程度持続すると予想している。日本は、2025年下半期に回復する可能性がある。対照的に、カナダとオーストラリアの株式は割高であり、企業業績の改善余地も限られていると見ている。

短期的には経済は減速する見込みであるものの、米国経済は底堅さを維持していると考えている。米国外では、財政刺激策と金融緩和策が経済の上振れリスクに繋がり、特に2026年において経済は回復傾向になると見ている。当チームでは、慎重ながらもリスク選好的な姿勢を維持しており、レラティブ・バリュー取引を重要視しているほか、各資産のアクティブ運用（銘柄選択）によるボトム・アップでのアルファ獲得が肝要であるとする。

1解放の日:4月2日の米国による関税の発表。
2“Mag-7” またはMagnificent 7 とは、米国の超大型テクノロジー銘柄を指す。具体的には、 Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia, そしてTeslaが含まれる。

マルチ・アセット・ソリューションズ：主要な洞察と「ビッグ・アイディア」

今回のストラテジー・サミットにて詳細に議論された主要な洞察と「ビッグ・アイディア」は以下の通りとなっている。これらは、マルチ・アセット・ソリューションズのポートフォリオ・マネジャーとリサーチ・チームのコアの見方を反映したものであり、また、議論の土台となる共通認識となり当チームのアセット・アロケーションの議論において定期的に再検証されるものである。当チームでは、これらの「ビッグ・アイディア」を活用して、ポートフォリオのバイアスを確認し、また、全てのポートフォリオにこのアイディアが反映されていることを確認している。

- **米国経済は徐々に冷え込んでいるものの、失速はしていない。景気サイクルが延伸する余地があり、2025年下半年期において経済成長は潜在成長率を下回る水準まで低下するも、2026年は回復する見込み。関税政策に対する各国の対応によってグローバル経済が上振れる可能性。**
- **米国のインフレは中銀目標を上回って推移する見込み。FRBは労働市場を注視しており、軟化した際には対応するだろう。2025年に1回、2026年に2回の利下げを想定。**
- **米国10年国債の利回りは3.75%から4.50%のレンジ内で推移する見込み。デュレーション全体は僅かにオーバーウェイトとしており、日本国債に対して、イタリア国債や英国債を選好。**
- **ハイ・イールド債券の最終利回りは7.5%を上回り、デフォルト率も低位である点も支援材料。スプレッドのタイト化余地は限定的。**
- **経済は緩やかに減速傾向であるものの、景気後退の確率は低下しており、クレジット資産をオーバーウェイトし、株式は中立近辺。関税リスクや税制の変化により、株式市場の変動性は依然として高まる可能性。**
- **バリュエーション調整後、Mag-6 (Magnificent 6)³は米国株式指数の上振れリスク。グローバルでは、日本株式や新興国株式、香港株式を選好。**
- **不動産需要や資本流入が回復傾向で、リターンやインフレヘッジの観点で魅力的。**
- **主なリスク：インフレの再燃、FRBのタカ派的な姿勢、関税、労働市場の弱さ及び融資基準の急激な厳格化。**

³“Mag-6” またはMagnificent 6 とは、米国の超大型テクノロジー銘柄を指す。具体的には、 Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidiaが含まれる

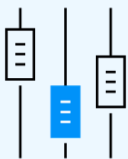
資産クラス見通し

資産クラス見通しは、6～12か月を目処に適用されるものである。上方修正（▲）あるいは下方修正（▼）は、前回のストラテジー・サミットからの見通しの変更を示している。当チームの各資産クラスについての見通しは、方向性と確信度を示しているものであり、実際のポートフォリオ構築とは独立している。

● アンダーウェイト ● 中立 ● オーバーウェイト

資産クラス		種別	←	中立	→	変化	確信度	説明
主要資産クラス		株式	○	●	○			潜在成長率並みの世界経済の成長が継続的な業績成長を支える見込み。一方、利下げサイクルが進む中でもバリュエーションが重石。
		デフレーション	○	○	●		低	市場の利下げ織り込みは、景気の底堅さに対しやや過大の可能性。景気は年後半に一時減速したとしても年末にかけて堅調見込み。
		クレジット	○	○	●		低	スプレッド水準はタイトだが、潜在成長率並みの経済成長と魅力的な最終利回りが投資家需要を下支えする見通し。
資産クラス選好度	株式	米国	●	○	○	▼	低	予想PERは22倍に近く、バリュエーションが指数レベルの上昇を抑制。一方、情報技術やコミュニケーションサービス等セクターレベルでは投資機会が多い。
		欧州	○	●	○			市場の業績予想は妥当な水準。15倍程度の予想PERが重石の一方、アップサイドリスクは大きい。
		日本	○	○	●		低	益利回りや利益率の改善による上昇余地が大きい。年前半の円高進行が一時重石になったが、バリュエーション妙味が現在生まれている。
		英国	○	○	●		低	魅力的な配当利回りと高いフリーキャッシュフローが下支えする見込み。世界経済が再加速に向かえば、ディフェンシブ色彩のある英国株式は見劣りする可能性。
		オーストラリア	●	○	○		中	業績リビジョンが相対的に劣後しており、割高感もある。ベースメタルに対する需要の軟化が鉱業セクターの逆風。
		カナダ	●	○	○		中	高金利に直面する中でも経済は幾分底堅さを示している。しかし、企業景況感は軟調で、バリュエーション妙味にも欠ける。
		香港	○	○	●		中	中国経済の改善に加え、割安感や追加政策期待、民間セクターに対する政府の融和姿勢が更なる上昇を支える可能性。
		新興国	○	○	●	▲	低	米ドル安の進行や新興国中銀の利下げ余力が新興国株式市場を支える見通し。投資家ポジションの軽さも支援材料。
	債券	米国債	○	●	○	▲		10年債利回りは3.75%～4.50%と想定。レンジ上限付近では機動的な購入が検討されるが、財政懸念が大幅な金利低下を抑制。
		ドイツ国債	○	●	○			ECBの利下げサイクルが終了に近づく中でコア国債の妙味は徐々に低下。国債の増発は消化される見込みも、金利の高止まりは続く可能性。
		日本国債	●	○	○		中	経済成長とインフレのデータは上振れが見られており、日銀の追加利上げ観測が今後高まる余地がある。
		英国債	○	○	●	▲	低	英中銀は今年計4回の利下げを行う見通し。景気の軟化や英財務省の歳出見直しも国債利回りの低下材料となる可能性。
		オーストラリア国債	○	●	○	▼		豪中銀の利下げは概ね市場で消化され、賃金やインフレの高止まりが焦点に。テクニカル面も若干のマイナス材料。
		カナダ国債	○	●	○			経済データはまだら模様となっているが、景気減速の底には至った可能性。バリュエーションは相対的に割高。
		イタリア国債	○	○	●		低	対独スプレッドは、欧州のイベントリスクが高まった中でも底堅さを示してきた。財政拡張による増発は十分吸収され、最終的にイタリア国債の需要につながる見込み。
		投資適格社債	○	●	○	▼		足元水準からのスプレッド縮小余地は限られるものの、キャリアはプラス。ただし、国債の代替として投資家から見られやすい。
		ハイ・イールド社債	○	○	●		低	健全な企業ファンダメンタルズや魅力的な最終利回り、景気後退確率の低下が下支えする見込み。300bpsを更に下回るようなスプレッドの縮小は見込み難い。
		新興国債券	○	●	○			利下げサイクルによるファンダメンタルズのサポートや中国の政策期待が下支え。国債の発行は十分消化されている。
	通貨	米ドル	●	○	○	▼	低	バリュエーション面は米ドルの長期の重石であり、実質実効レートと購買力平価のいずれも割高感を示唆。投資家の売り持ち高が大きく、一時的な巻き戻しが起こる可能性も。
		ユーロ	○	○	●		低	PMIは底打ちし、ECBの利下げサイクルも終了に近い。対米国の相対的な経済成長も改善しており、通貨ユーロの更なる上昇を支える見通し。
		日本円	●	○	○		中	定量シグナルは円安を示唆。長期で見た場合は割安感があるものの、景気後退リスクの低下に連れ、安全資産としての円買い需要が一服見込み。
		スイスフラン	●	○	○		高	実質実効レートと購買力平価のいずれにおいても、引き続き割高感を示唆。

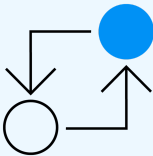
Insights



MARKET INSIGHTS

Guide to the Markets

経済と金融市場を定点観測するチャート集。各チャートの解説も掲載しています。



MARKET INSIGHTS

3分で読める！ストラテジストのグローバル市場展望

ストラテジストが経済や市場の最新情報をタイムリーかつコンパクトに解説します。



PORTFOLIO INSIGHTS

J.P.モルガンの超長期市場予測

経験豊かな運用プロフェッショナルが英知を結集して作成したもので、各資産、戦略の10～15年の期待リターンとリスクの分析結果を提供します。

J.P.モルガンは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよびその各国子会社または関連会社のマーケティングネームです。

J.P.モルガン・アセット・マネジメントは、JPモルガン・チェース・アンド・カンパニーおよび世界の関連会社の資産運用ビジネスのブランドです。

本ウェブサイトは、日本の居住者の利用に供する目的で作成されたもので、その他の国の居住者を対象とするものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントに関する情報のほか、証券投資一般等に関する情報提供を目的としたものであり、証券投資につき、勧誘を目的としたものではありません。本ウェブサイトは、J.P.モルガン・アセット・マネジメントが信頼性が高いとみなす情報等に基づいて作成しておりますが、その正確さを保証するものではなく、本ウェブサイトに掲載された情報を使用することにより被った損害を補償するものではありません。本ウェブサイトに掲載された意見・見通し等は表記時点あるいは掲載時点でのJ.P.モルガン・アセット・マネジメントの判断を反映したものであり、今後変更されることがあります。J.P.モルガン・アセット・マネジメントまたはその日本法人であるJPモルガン・アセット・マネジメント株式会社、それらの従業員は本ウェブサイトで言及している有価証券を保有している場合があります。

JPモルガン・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330号

加入協会：日本証券業協会、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、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

Copyright 2025 JPMorgan Asset Management (Japan) Limited. All rights reserved.