

Balancing Act

マンスリー・インサイト:グローバル・マルチアセット (2025 年 11 月)

グロース資産のスコアを中立に引き下げ、
ディフェンシブ資産のスコアは中立に維持

本稿は 2025 年 11 月 28 日発行の英語レポート「Balancing Act」の日本語訳です。内容については英語による原本が日本語版に優先します。

マルチアセット・チーム

2025 年 11 月 28 日

投資環境概観

10 月のグローバル株式市場は米ドル・ベースで 2.2%上昇し、「解放の日」以降の好調を維持した。企業決算発表シーズンがスタートし、好業績や見通しの上方修正が相次いだことを受けて投資家のリスク選好意欲が改善した。米国のトランプ大統領と中国の習国家主席が関税引き上げの停止や現在実施されている対抗措置の一部緩和に合意するなど、両国間の貿易関係に進展がみられたことも楽観ムードを強める要因となった。米 FRB(連邦準備制度理事会)による 0.25%の利下げ実施も市場センチメントを押し上げた。一方、ECB(欧州中央銀行)は、ユーロ圏経済の底堅い推移やインフレの緩和を理由に挙げて 3 会合連続で政策金利を 2%に据え置いた。日本では、高市早苗氏が国内初の女性首相に就任し、防衛、テクノロジー、原子力発電などの戦略的重要分野を対象に財政出動を行う方針を示した。

債券市場では、米国債に注目が集まった。雇用統計が軟調に推移したほか、関税をめぐる先行き不透明感が深まってリスクオフ・ムードが広がるなか、米国債利回りは当初低下したものの、貿易交渉の進展や CPI(消費者物価指数)の良好な推移を受けて安定化した。FRB は量的引き締めを 12 月 1 日に終了することを確認したが、パウエル議長がタカ派的な見通しを示したことで米ドルは上昇し、世界的に債券利回りが上昇した。月末の米国債利回りは 2 年物で 3.58%、10 年物で 4.08%となり、ともに前月末比で小幅に低下した。

コモディティはまちまちのパフォーマンスを示した。金価格は、中央銀行からの需要や地政学的リスク、利下げ期待が追い風となって急上昇し、一時 1 オンス=4,000 米ドルを突破した。原油価格は、需要が拡大しているものの、OPEC(石油輸出国機構)が当面のさらなる増産を発表したことで過剰供給懸念が強まり、前月末比で 2.2%下落した。市場全体に慎重ムードが広がるなか、グローバル・リートは前月末比で 1.3%下落した。

クロス・アセット*

当月は、グロース資産のスコアを引き下げ、ディフェンシブ資産と同様に中立とした。グロース資産はこれまで良好なパフォーマンスを示してきた。当面はマクロ経済データの好調や市場の力強い勢いが継続するとの見方を維持している。ただし、グロース資産のバリュエーションは割高な水準に達しており、引き続き非常に高いリターンを実現する上での逆風要因となり得ることから、短期的には中立的な見方へと移行している。ディフェンシブ資産については、FRB の利下げサイクル再開が追い風要因となっているが、一方で信用スプレッドが目下極めてタイトな水準にあることを踏まえ、スコアを中立に維持している。FRB は物価と雇用の安定という 2 つの使命を担っていることから、今後の雇用統計の結果が金融政策の軌道を左右する力ギとなるだろう。インフレ圧力は思いのほか根強く、利下げ余地は市場の期待に比べて小幅にとどまる可能性がある。

グロース資産のなかでは、先進国株式のスコアのプラス幅を縮小するとともに、新興国株式のスコアを中立へと引き下げた。ディフェンシブ特性を有し、リスク・リターン特性の魅力度が高まっているインフラ投資については、スコアをプラスへと引き上げた。一方、企業収益が大幅な伸びを示しているもののバリュエーション面の懸念を理由に、米国株式のスコアを中立へと引



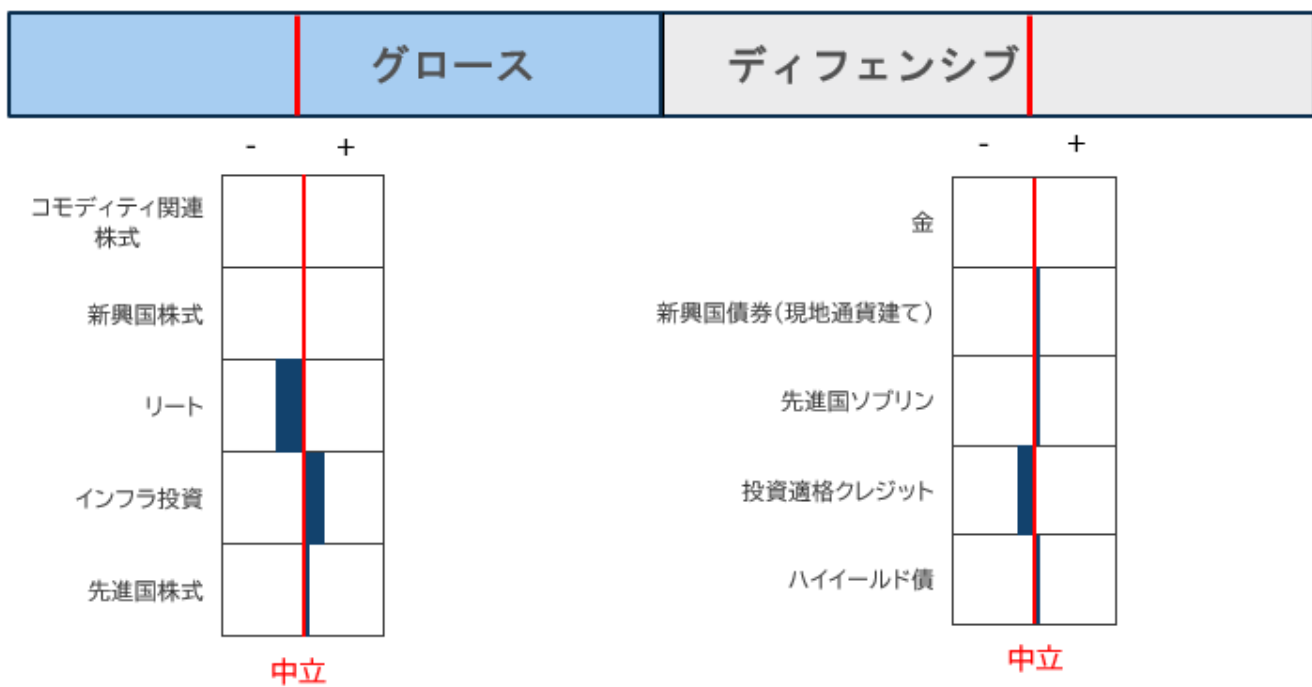
マンスリー・インサイト: グローバル・マルチアセット(2025年11月)

き下げ、足元で株価が上昇してきたカナダ株式についても利益確定売りのタイミングとみてスコアを中立へと引き下げた。シンガポール株式は、規制緩和や経済活動拡大の恩恵が見込まれる金融セクターの割合が高いことから引き続き有望視しており、スコアのプラス幅を引き上げた。日本については、同国株式市場にとって追い風になると見込まれる円安期待を背景に、スコアを中立へと引き上げた。一方、新興国株式は、年初からの堅調な推移を受けてバリュエーションの魅力度が低下したと見受けられ、スコアを中立へと引き下げた。

ディフェンシブ資産では、先進国ソブリン債のスコアを小幅なプラスへと引き上げたのに対し、ハイイールド債のスコアを小幅なプラスに引き下げ、金のスコアも中立に引き下げた。一方、投資適格クレジットのスコアをマイナスに、新興国ソブリン債はスコアを小幅なプラスにそれぞれ維持した。投資適格債をめぐるマクロ環境については引き続き有望視しているものの、信用スプレッドがタイトな水準で推移し縮小余地が乏しいことから慎重な見方を維持している。代わりに、イールドカーブのスティープ化が進んでおり、長期ゾーンの為替ヘッジ・ベースの利回りが向上している先進国ソブリン債を選好している。新興国ソブリン債については、中立的なバリュエーション水準やポジティブなモメンタムを踏まえて引き続き有望視している。同様にハイイールド債についても、スプレッドがタイトな水準にあるものの、米国の景気好調や緩和的な政策環境がスプレッドにとっての追い風になると見込まれ、スコアを小幅なプラスに維持した。金はディフェンシブ特性を発揮するヘッジ手段として引き続き有望視しているが、足元のバリュエーションには割高感がある。当面は金相場がさらなる調整局面を迎えるとみており、そうなれば金のスコア引き上げを検討する可能性がある。

* マルチアセット・チームのクロス・アセット見解は、(1) グロース対ディフェンシブ、(2) グロースおよびディフェンシブ資産内でのクロス・アセット、(3) 各資産クラス内での相対的な資産の見方、という3つの異なる段階で示しています。これらの段階は、選好順位の水準は資産クラスが予想可能な形で似た動きあるいは異なる動きを見せるという当社のリサーチおよび直感的認識を表しており、したがって、資産クラスのクロス・アセットでのスコアリングは理に当たっていると、最終的により熟考された堅固なポートフォリオ構築につながる考えます。

資産クラスの選好順位(2025年10月末時点)



注) 上記の資産クラスおよびセクターの選好順位とスコアは、マルチアセット・チームの現在の投資見解を反映したものです。リサーチ・フレームワークは3つの段階の分析に分かれています。スコアは、各資産に対する同チームの相対的な見方(各資産が属する資産クラスの他の資産対比)を表しています。各資産クラス内のスコアは、コモディティを除き、平均すると中立となります。これらは投資リサーチまたは投資推奨助言に該当するものではありません。セクターや経済、市場トレンドに関する予見、予測または予想は、それらの将来の状況またはパフォーマンスを必ずしも示唆するものではありません。

当社の見方

グロース資産

世界の経済成長は底堅さを維持すると予想しており、S&P グローバルの発表する PMI の改善が示すように世界的に企業収益の伸びが再加速するとみられることから、グロース資産は引き続き魅力的だと考える。ただし、世界的に株価が割高な水準にあることから、当面は慎重な姿勢で臨むのが妥当だろう。市場センチメントは引き続き強弱両様であり、投資家は FRB による利下げサイクル継続を示唆するシグナルを求めて、開催を控える 12 月の FOMC(連邦公開市場委員会)会合に大きく注目している。FRB は物価の安定と雇用の最大化という2つの責務を負っており、今後の米雇用統計の結果は極めて重要となるだろう。インフレについては世界的に落ち着いた状況が続いているが、世界の経済成長が再び加速しつつあり、インフレ上振れリスクが出てきていることから、当面注視していく必要がある。

概して、企業業績は増益基調を維持しており、グロース資産への追い風となっている。来る四半期決算における企業収益成長の市場予想は「解放の日」以降引き上げられておらず、モメンタムの再加速に向けた舞台が整うと期待される。米国の税制改正法案が成立したことは、企業業績と消費の両方にとって追い風になると期待される。さらに、FRB の追加利下げも米国の経済活動が堅調さを維持するのに一役買うだろう。

グロース資産に対する確信度の強い見解

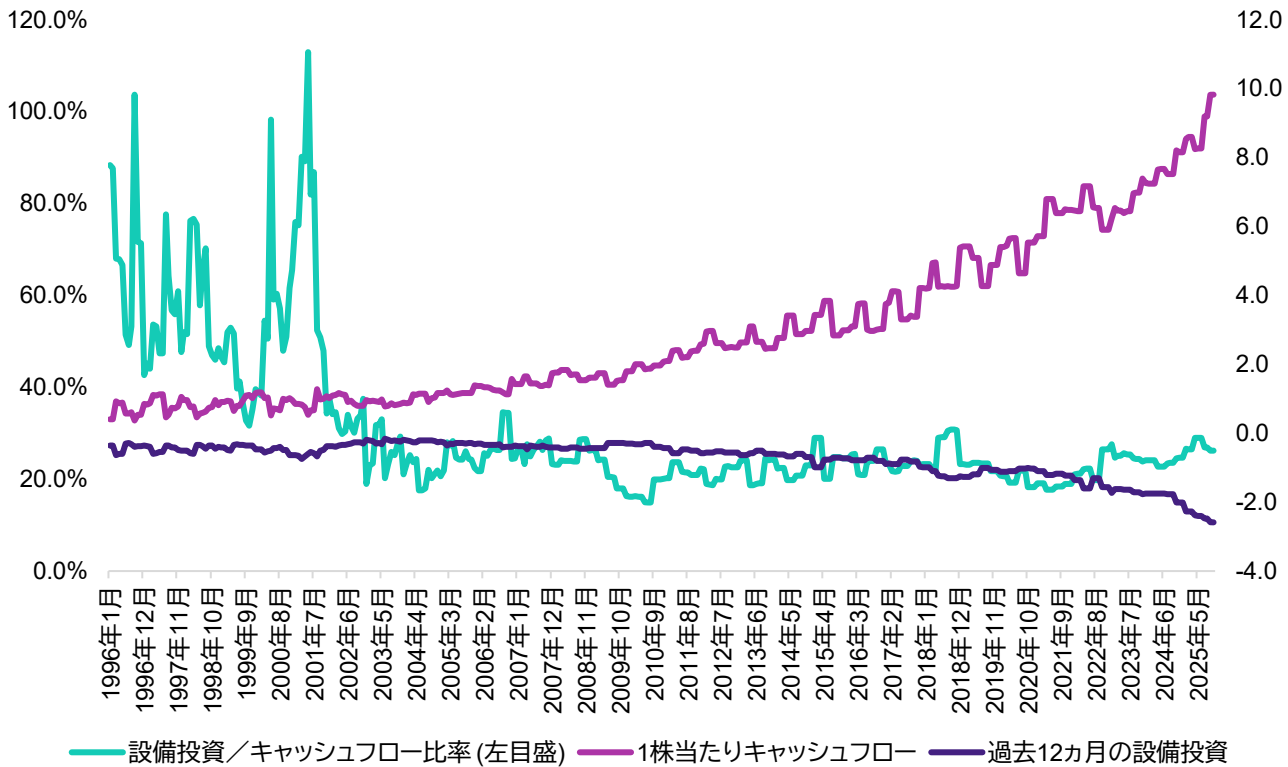
- **米国株式のスコアをニュートラルに引き下げ:** テクノロジーやヘルスケアのイノベーション(革新)を原動力とする企業収益の長期的な成長性から、米国株式を引き続き選好している。また、今後数年間で AI 関連の設備投資が大幅に拡大することに伴うデータセンターからのエネルギー需要の増加も有望視している。中央銀行の対応や輸入関税懸念の緩和など、市場にはポジティブ・サプライズの起こる可能性が残っている。しかし、当面は高水準のバリュエーションが逆風となる可能性があることから、市場の調整局面が訪れるのを待ってから再びスコア引き上げを検討していく方針である。
- **シンガポール株式を有望視:** シンガポール株式は、そのディフェンシブ特性を好感してスコアのプラス幅を引き上げた。同市場は配当利回りが高くベータ値が低いのに加え、相対バリュエーションの尺度でも魅力度が高いと見受けられ、また経済の開放度が高いため、世界全体の経済活動拡大や銀行セクターの規制緩和の恩恵が見込まれる。
- **新興国株式のスコアを中立に引き下げ:** 年初から堅調に推移してきており、バリュエーションに割高感が始めていることから、新興国株式のスコアを中立へと引き下げ、市場の調整局面が訪れれば再びスコア引き上げを検討していく方針である。新興国のなかでは、インドなど、内需主導型経済や長期の構造的成長ストーリーが追い風となっている国を選別的に選好している。また、AI 関連の設備投資展開という長期的な成長トレンドへのエクスポージャーとして、半導体の主要サプライヤーでありテクノロジー・セクターの占める割合が大きい台湾も選好している。
- **コモディティ関連株のスコアを中立に維持:** コモディティ関連株が長期的にインフレに対して優れた分散投資効果を提供し続けるとの考えに変わりはない。コモディティ関連セクターのファンダメンタルズは、景気循環的にも長期的にも依然有望である。
- **インフラ投資のスコアをプラスに引き上げ:** インフラ投資については、ベータ値が低いのに加えて配当利回りも高いなど、そのディフェンシブな特性を好感している。データセンターの建設増加を受けたエネルギー需要の拡大という構造的ストーリーは引き続き有効だ。インフラ投資は契約期間が長期にわたり、収益を見通しやすいことに加え、利下げ局面が追い風になることから、市場調整局面において魅力的な資産クラスとなっている。

AI 設備投資の増加は懸念材料か？

最近、巨大テック企業が AI やデータセンターへの設備投資を拡大していることについて、投資家が慎重な見方を強めている。好調な四半期決算を発表し、今後数年間の増収率見通しを上方修正しているが、それに対する株価の反応は鈍い。その一因として挙げられるのが、これらの銘柄はバリュエーションが高水準で推移しており、PER(株価収益率)のさらなる拡大に向けた逆風となっている点だ。AI 関連設備投資の期待リターンやその正当性を疑問視する見方は根強い。2000 年代初頭の IT バブルになぞらえ、現在の AI 設備投資ブームが最終的に同様の結果を招く可能性があるとする向きも出てきている。

1990 年代から 2000 年代にかけての米国の設備投資支出と現在の AI ブームを比較してみると、キャッシュフローに対する設備投資額の比率が大きく異なる。当時、設備投資／キャッシュフロー比率はピーク時に 100%を超えており、多くの企業の投資額が有機的なキャッシュ創出力を超えていたことが示唆される。今日のテクノロジー企業は設備投資を大幅に拡大しているが、自社の有機的キャッシュフローによって正当化される水準であるように見受けられる。チャート 1 が示すように、現在の設備投資／キャッシュフロー比率は、過去 20 年間の平均レンジである 20~30%と概ね一致する水準にある。

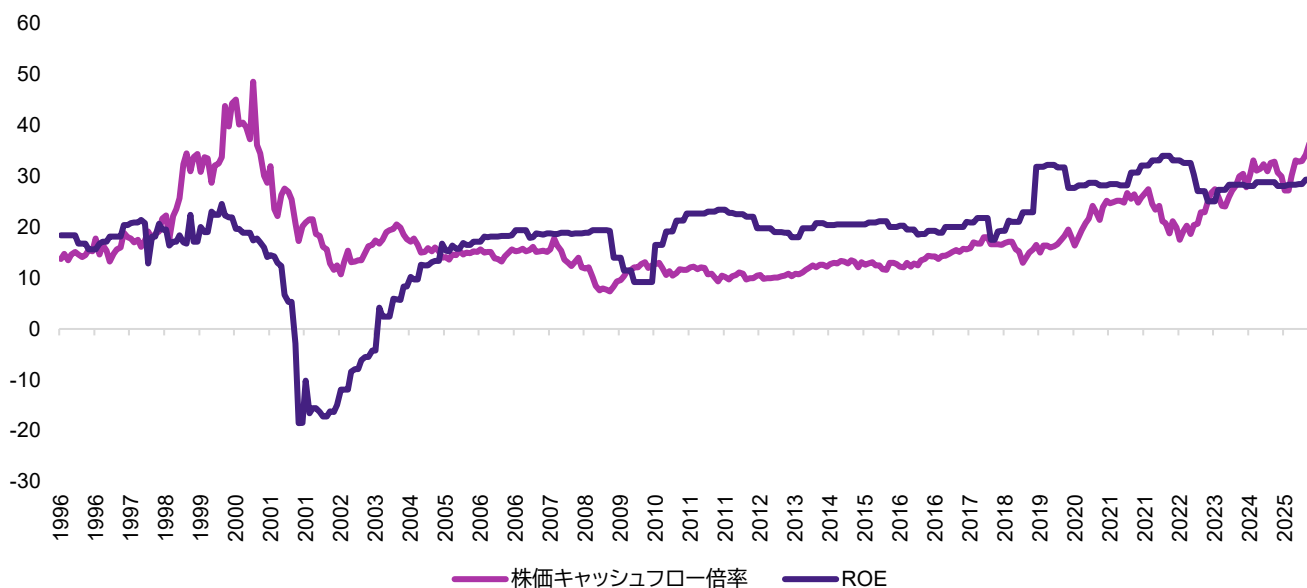
チャート 1: キャッシュフローに支えられた米国の設備投資拡大 (MSCI US Technology インデックス)



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成
期間: 1996 年 1 月 31 日 ~ 2025 年 10 月 31 日

バリュエーション面では、株価が企業の生み出す現金の何倍に相当するかを示す株価キャッシュフロー倍率を重視している。IT バブルの絶頂期には同倍率が 49 倍に達した後急低下したが、現在は 36 倍で、前回ピーク水準に照らすとまだ上昇余地がある。ROE (自己資本利益率) は改善しており、17% から 2 倍近く上昇して現在は 29% に達している。このことが示すように、バリュエーション指標は IT バブル崩壊前さながらの陶酔感のある水準に達しておらず、現在のバリュエーションは良好なファンダメンタルズによって十分に支えられている (チャート 2 参照)。

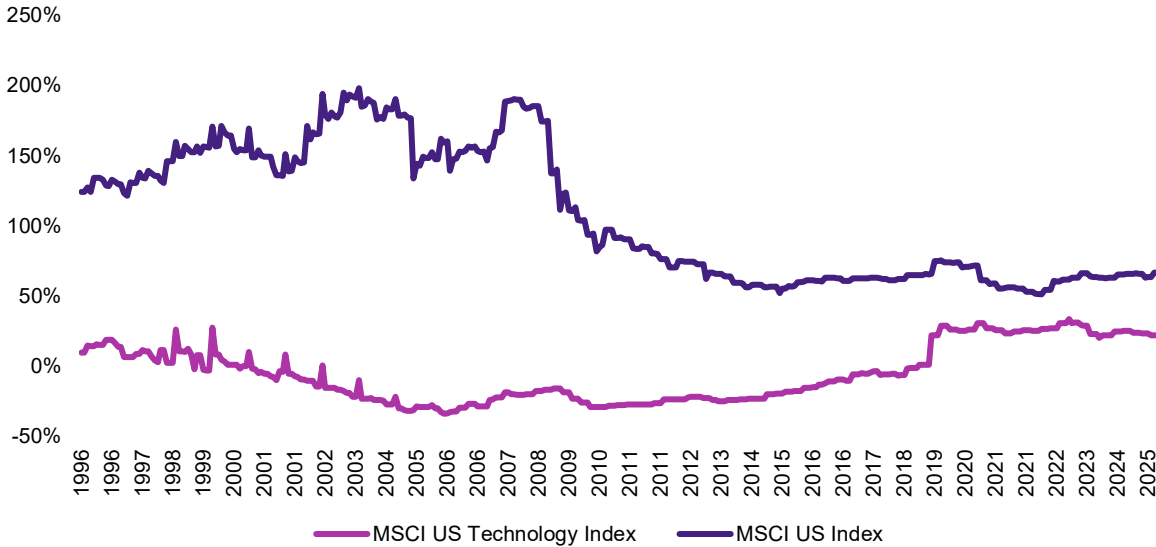
チャート 2: ROE の上昇が支える米国の株価キャッシュフロー倍率 (MSCI US Technology インデックス)



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成
期間: 1996 年 1 月 31 日 ~ 2025 年 10 月 31 日

最後に重要な点として、現在のテクノロジー企業のバランスシートを IT バブル期の企業のものと比較してみる。テクノロジー企業は低金利環境のなかでコロナ後に負債による資金調達を拡大したが、純有利子負債比率は 2000 年代初頭と同様の水準にとどまっている。米国企業全体の水準と比べてみた場合も、近年は負債による資金調達が増加しているにもかかわらず余裕のある水準を維持しており、テクノロジー・セクター以外の企業の水準を下回って推移し続けている(チャート 3 参照)。

チャート 3: 米国株式全体と比べても負債水準は高くない



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成
期間: 1996 年 1 月 31 日 ~ 2025 年 10 月 31 日

ディフェンシブ資産

当月はディフェンシブ資産のパフォーマンスが失速したが、引き続きブルームバーグ・グローバル総合債券インデックスの年初来上昇率は 7.5%(米ドル・ベース)を超えている。当面の利下げ期待が再び高まるなか、米国債市場では利回りの低下傾向が続き、10 年物利回りは前月末比 0.007%低下した。金価格は今年に入ってから突出して好調な推移が続き、月間上昇率が 3.7%、年初来上昇率が約 53%にのぼり、資産クラス別リターンとしては株式と比べても際立って高い水準に達している。FRB による 12 月追加利下げ観測の高まりを受けて、金融市場では楽観ムードが続いている。しかし、ディフェンシブ資産のなかでも相対的にリスクの高い資産を保有することで得られるリターンは低下しつつある。今月の当レポートでは、株式市場のボラティリティが高まっているなかクレジット市場が発しているシグナルについて取り上げ、AI データセンター設備投資が企業の財務状況を圧迫していくなか、信用スプレッドをめぐるリスクが高まっていることについて考察する。

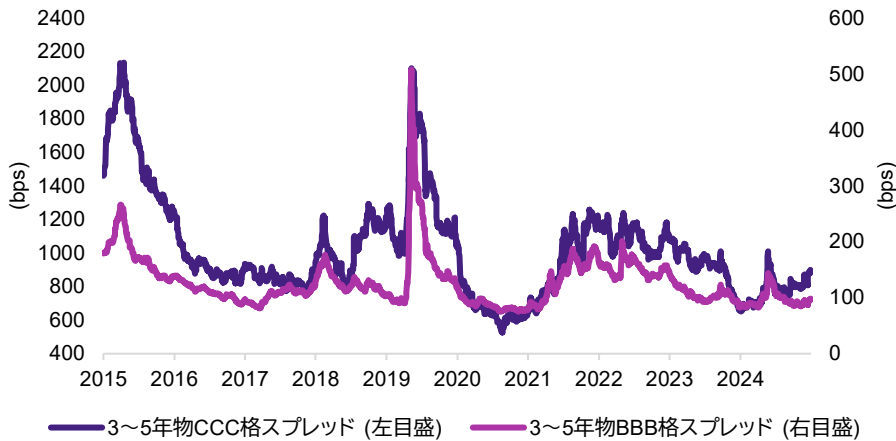
ディフェンシブ資産に対する確信度の強い見解

- **投資適格債の信用スプレッドに対しては慎重な姿勢:** 信用スプレッドは過去 3 カ月間にわたって好調に推移し、2000 年代半ば以来の低水準に達している。当面はスプレッドを拡大に転じさせる要因が出てくるとはみていないものの、スプレッドには平均回帰性があるという事実を踏まえ、クレジット物のスコアをマイナスに維持していく方針である。スプレッド・デューレーションを抑えるために、1~5 年の短期物を引き続き選好している。
- **金は割高だが必要不可欠:** 金価格は過去 1 年間以上にわたって上昇傾向が続いており、米国のマネーサプライ対比でも割高な水準に達している。それでもなお、米ドル安期待、蔓延したインフレ、FRB の独立性が脅かされるリスクを背景に、金をめぐるマクロ環境は良好さを維持している。こうしたなか、政府の財政運営が中央銀行の金融政策を左右する状況となれば、金はソブリン債と比較して強力なヘッジ手段になる可能性がある。
- **先進国ソブリン債では選別的に長めのデューレーションを維持:** 貿易協定は市場が予想しているほど大きな影響を及ぼす結果にはならないと予想しているが、中央銀行にはそのように楽観視できる余裕はない。足元では、ポートフォリオの利回り水準を高めるために債券のイールドカーブのスティープ化が進んでいる国に注目しており、長期債のキャリー水準が良好な日本とカナダのスコアを引き上げている。

信用スプレッド: 資金調達需要が高まる兆しを織り込んでいるか?

長らく縮小基調が続いてきた信用スプレッドは、2023 年の景気後退懸念の強まりや今年の貿易戦争の影響をよそに底堅い推移を示してきた。3～5 年物 BBB 格の信用スプレッドは 7 月に 100bps を下回り、リスク資産の堅調なパフォーマンスを背景にタイトな水準での推移が続いている。一方、同じ期間において CCC 格の信用スプレッドは約 150bps 拡大し、4 月の市場急落時にみられた水準である 1,000bps に接近している。このように、クレジット市場のなかでも相対的にリスクの高い分野に綻びが出始めており、足元でバリュエーションが割高な水準に達していることを踏まえると、次の市場急落局面のきっかけとなり得る分野はどこだろうかという疑問が生まれてくる。

チャート 4: 米国における信用スプレッドの推移 - CCC 格 vs BBB 格
(ICE BofA US コーポレート・インデックスのオプション調整後スプレッド)

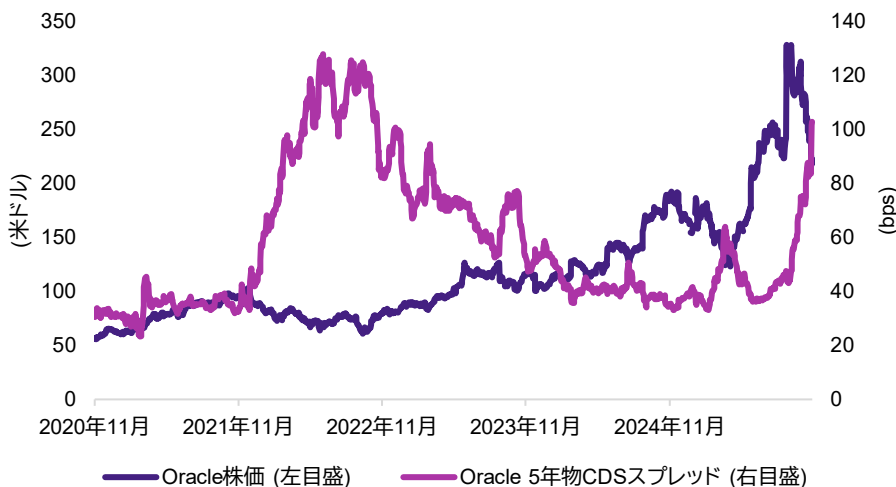


出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

期間: 2015 年 11 月 16 日～2025 年 11 月 14 日

そうしたなか、データセンター設備投資需要が注目を集めつつあるテクノロジー・セクターは考察に値する分野の 1 つだろう。過去 1 年間で、OpenAI 社などの企業は自社の AI モデルのために必要な演算能力を確保するために数千億米ドル規模の投資を表明してきた。先日、OpenAI 社は Oracle 社との期間 5 年、総額 3,000 億米ドルの契約を締結した。Oracle 社にとって好材料となる発表にもかかわらず、クレジット市場は株式市場ほどポジティブな反応を示さず、同社の 5 年物社債の信用スプレッドは急拡大した。

チャート 5: Oracle 社の信用スプレッドと株価の推移



出所: 信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

期間: 2020 年 11 月 18 日～2025 年 11 月 17 日

個別銘柄への言及は例示のみを目的としており、当該戦略で運用するポートフォリオでの保有継続を保証するものではなく、また売買を推奨するものでもありません。

クレジット市場では、これまでの株式市場の好調局面下とは異なる反応がみられており、そうした大型契約の発表が歓迎されていない様子である。Oracle 社の決算発表後、格付け機関ムーディーズは同社の格付け見通しを「ネガティブ」へと引き下げた。その理由として、AI 関連需要を受けた業績上振れ余地が非常に大きいことを認めつつも、そうした契約は負債の増加を招くとともに、単一の企業に関連するカウンターパーティリスクを高めると指摘した。大規模かつ広範な設備投資が必要とされるなか、市場では数兆米ドルにのぼるデータセンター投資の資金がどのように調達されるのか疑問視され始めている。クレジット投資家にとっては、50～100bps 程度で推移している投資適格債の信用スプレッド水準がリスクに見合うものなのかどうか問題となっている。

なお、上のチャート 4 が示すように、今のところクレジット市場全体としてみると信用リスクの高まりが織り込まれていない。当社では、割高なバリュエーション水準を踏まえ、信用スプレッド拡大のリスクを回避するために投資適格債については慎重な見方を維持し、スプレッドがより魅力的な水準になるまで待ってからスコア引き上げを検討していく方針である。歴史を振り返っても、スプレッド拡大を誘発するカタリストは決して明確ではないが、スプレッドには平均回帰性があることから、いずれ必ず調整局面はやってくるとみられる。テクノロジー企業による設備投資がそのカタリストになるのか。この点については、特にその潜在的な資金調達需要が非常に大きいことから、検討しておく価値があるだろう。

プロセス

リターンの主要ドライバーを把握するためのインハウス・リサーチ:

バリュエーション	モメンタム	マクロ
相対価値を評価するためのクオンツモデル	中期的な資産モメンタムを測定するためのクオンツモデル	資産との実績相関性を加味したマクロサイクル分析
株式の例: 過去 5 年間の CAPE (景気循環調整済み株価収益率)、PBR、ROE	バリュエーション・モデルのファクターとして活用	金融政策、財政政策、消費者、企業利益、流動性サイクル
例		
+	中立	中立
最終スコア +		

当資料は、アモーヴァ・アセットマネジメント(弊社)が市況環境などについてお伝えすること等を目的として作成した資料(英語)をベースに作成した日本語版であり、特定商品の勧誘資料ではなく、推奨等を意図するものでもありません。また、当資料に掲載する内容は、弊社のファンドの運用に何等影響を与えるものではありません。資料中において個別銘柄に言及する場合がありますが、これは当該銘柄の組入れを約束するものでも売買を推奨するものでもありません。当資料の情報は信頼できると判断した情報に基づき作成されていますが、情報の正確性・完全性について弊社が保証するものではありません。当資料に掲載されている数値、図表等は、特に断りのない限り当資料作成日現在のものです。また、当資料に示す意見は、特に断りのない限り当資料作成日現在の見解を示すものです。当資料中のグラフ、数値等は過去のものであり、将来の運用成果等を約束するものではありません。当資料中のいかなる内容も、将来の市場環境の変動等を保証するものではありません。なお、資料中の見解には、弊社のものではなく、著者の個人的なものも含まれていることがあり、予告なしに変更することもあります。