

Balancing Act

マンスリー・インサイト:グローバル・マルチアセット (2026年5月)

緊張激化のピークが過ぎ去るなかリスク選好姿勢を強める

本稿は2026年5月22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

2026年5月26日

投資環境概観

4月のグローバル株式市場は調整局面を迎えた前月から一転して急上昇し、MSCI All Country World インデックスは月間上昇率が10%(米ドル・ベース、以下同様)に上った。テクノロジー・セクターの比重が大きい韓国や台湾を中心として、AI(人工知能)および半導体関連株に再び資金が流入したことが追い風となった。中東では、米国とイランのあいだで緊張状態が続いているなか、当面は危ういながらも停戦が実現したことで、市場はある程度落ち着きを取り戻した。企業業績が非常に好調で、市場予想を上回る推移をみせたことも投資家心理を改善させた。一方、米FRB(連邦準備制度理事会)は理事のあいだで意見が割れたものの、政策金利の誘導目標を3.5~3.75%に据え置くことを決定した。

債券市場では、根強いインフレ懸念を受けて複数の主要市場において債券利回りが小幅に上昇した。米国債利回りは、緊迫化している中東情勢をめぐる報道が二転三転する展開となったことなどを受けて、比較的狭いレンジ内で推移した。当初は、米国とイランの一時停戦を受けて地政学的リスクが後退したことで、原油価格が下落し、コアインフレ率が市場予想を下回るなか、債券利回りは低下した。しかし、その後に停戦交渉が難航し、原油価格が再び上昇すると、債券利回りは上昇に転じた。月末には、複数のFRB高官が政策声明から金融緩和寄りの表現を削除することを支持し、金融政策の次なる一手が利下げではないかもしれないとの見方が強まると、米国債利回りの上昇圧力が再び強まった。月末の米国債利回り水準は2年物の指標銘柄で前月末比0.076%上昇の3.87%、10年物の指標銘柄で同0.054%上昇の4.37%となった。クレジット市場では、リスクオン・ムードが広がるなかでスプレッドが縮小した。

オルタナティブ資産に目を向けると、米国・イラン間の紛争が激化して中東産原油の供給の混乱が長引くかもしれないとの懸念を受けて、WTI(ウエスト・テキサス・インターミディエート)原油価格は前月末比3.6%上昇した。ホルムズ海峡は事実上封鎖された状態が続いており、原油供給が滞っている。また、衝撃が走ったアラブ首長国連邦のOPEC(石油輸出国機構)脱退が及ぼし得る影響も市場では材料視された。金価格は前月に続いて下落した。継続中のイラン紛争を受けてインフレリスクが高まっており、利下げ見通しに暗雲が立ち込める経済情勢となるなか、金価格は前月末比で1.1%下落した。リート(FTSE NAREIT Global Real Estate インデックス)は前月末比で8.8%上昇した。

クロス・アセット*

当月は、グロース資産とディフェンシブ資産の両方のスコアを引き上げ、前者をプラスへ、後者を中立へと変更した。グロース資産については、米国とイランの対立をめぐる状況がより良好な方向に向かい始めているとの見方などを反映し、リスクオン姿勢へと転換している。また、株式はバリュエーションが魅力的な水準となっており、より積極的にリスクを取りやすくなっているとみている。米国とイランの対立の行方は依然として予断を許さないが、現在進んでいる決算発表シーズンにおける企業利益の大幅な伸びを受けて、株式市場は堅調に推移した。グロース資産のなかでは、企業利益の大幅な伸びや見通しの上方修正を受けて先進国株式と新興国株式のスコアをプラスへと引き上げた。コモディティ関連株については、緊張激化のピーク



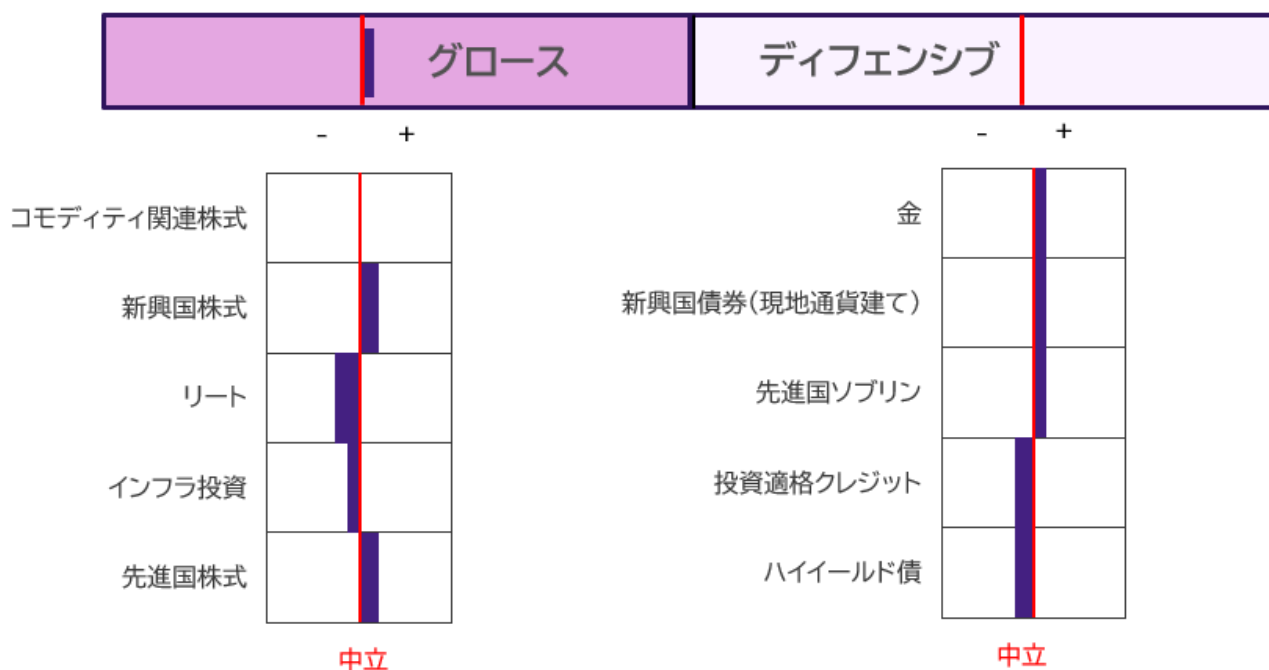
が過ぎ去ったことから、最近の物価高は緩和に向かうとみており、スコアを中立へと引き下げた。同様に、リートとインフラ投資については、他の資産クラスの方がリスク・リターン特性の魅力度が高いとの判断から、スコアをマイナスとしている。

先進国株式のなかでは、AI関連の設備投資動向を牽引役としてテクノロジー企業の利益が大幅に伸びているなか、バリュエーションが魅力的な水準にある米国のスコアをプラスへと引き上げた。また、カナダのスコアもプラスへと引き上げた。より景気に敏感な金融や資源などのセクターの割合が大きく、世界的な景気拡大局面の恩恵を受けるとみられるほか、テクノロジー・セクターの割合が大きい米国株式からの分散効果も十分に期待できる。バリュー株の比重が大きく、配当利回りが魅力的な水準にある英国はスコアをプラスに維持した。欧州とオーストラリアは、バリュエーションに割高感があるほか、中央銀行のタカ派姿勢の強まりがリスク資産への逆風となる可能性があることから、スコアをマイナスに維持した。これまで堅調に推移してきたシンガポールについては、バリュエーションが割高な水準にあることからスコアをマイナスへと引き下げる一方、日本は、日銀がタカ派的な姿勢を示しているものの、企業収益が市場予想を上回る推移をみせていることからスコアを中立に維持した。

ディフェンシブ資産においては、インフレ加速の見通しを受けて債券利回りが上昇し、ヘッジ後ベースの利回り水準の魅力度が増したことから、デュレーションを短めに維持する方針を撤回した。ディフェンシブ資産のなかでは、ハイイールド債と投資適格クレジットのスコアをマイナスに維持した。スプレッドが過去最低に迫るタイトな水準にあり、過去長年の間と異なりこれらの債券の保有により得られるリターンは乏しい。新興国現地通貨建て債券については、世界的に企業収益の伸びが引き続き加速するとともに、米ドルは次第に下落していくとの見方から、スコアをプラスに維持した。先進国ソブリン債のスコアは小幅に引き下げたがプラスに維持し、ヘッジ後ベースの利回り水準が相対的に高い国を中心に有望視している。金については、最近の市場の調整を受けて魅力的が高まっているように見受けられることから、スコアのプラス幅を若干引き上げた。

* 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同時に、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と考えます。

資産クラスの選好順位(2026年4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、市況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

中東で紛争が続くなかでも世界経済は引き続き好調に推移してい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。バリュエーションは過去の水準と比べると高止まりしているものの、企業利益の大幅な伸びや見通しの上方修正によって十分に下支えされている。巨大 IT 企業による AI 設備投資が、世界中の様々なサプライチェーンにおける旺盛な需要の原動力となっており、企業の売上高や利益の押し上げに寄与している。企業の利益率は引き続き拡大しており、グロース資産への追い風となっている。また、米国の経済指標は底堅さを維持し、小売売上高が好調に推移するなか、労働市場も持ちこたえている。こうした流れなどを受けて、当初強まっていたスタグフレーション懸念は和らいだ。

中東情勢の動向については、先行きを見通す上で依然として極めて重要な要素となっており、引き続き注視している。米国とイランの衝突によるインフレへの影響は、その初期兆候が見られ始めているが、リスク選好ムードを妨げるまでには至っていない。停戦と交渉が続いていることは追い風となっているが、紛争が早期解決に至ることがグローバル市場の好調維持に不可欠であると考えている。紛争が長引き、コモディティ価格高を受けて世界的に金利が上昇し、最終的に経済成長に急ブレーキがかかるリスクはある。

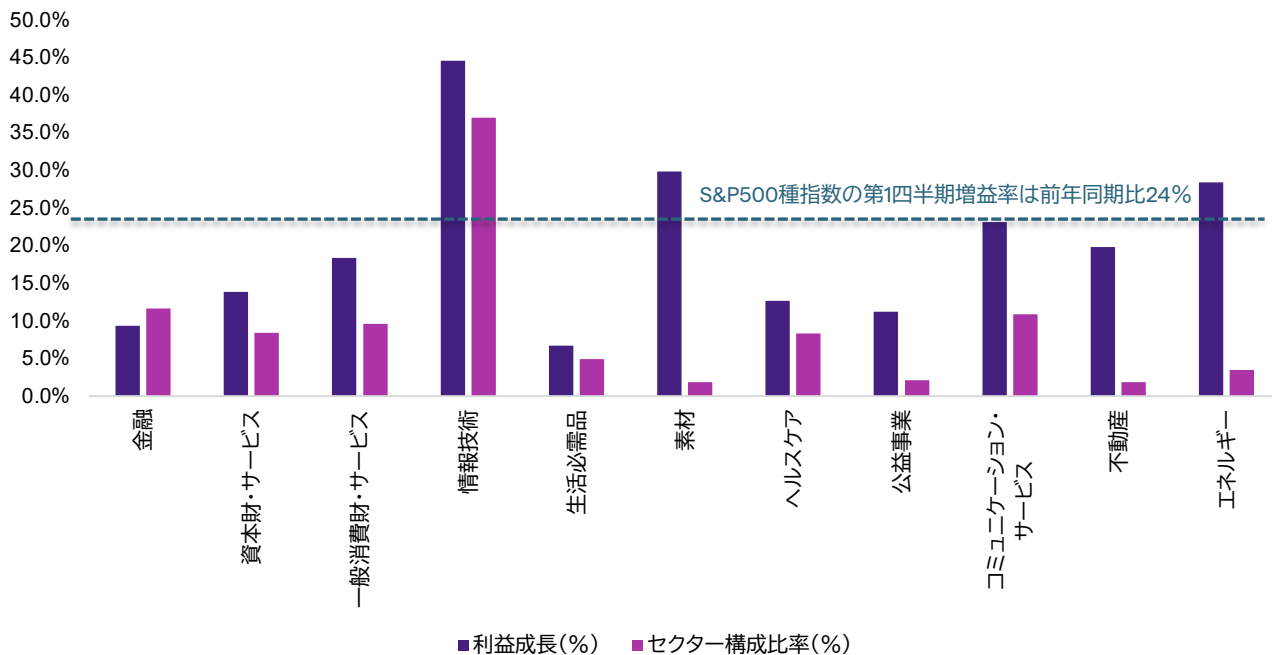
グロース資産に対する確信度の強い見解

- **米国株式のスコアをプラスに引き上げ:**直近の決算報告シーズンにおける企業利益の上振れや業績見通しの上方修正を受けて、米国株式に対してより強気な見方をしている。バリュエーションに割高感はなく、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利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追い風になるとみている。
- **英国株式を有望視:**英国株式については、配当利回りが高く、相対的にベータ値が低い傾向にあるなど、ディフェンシブ性を好感し、スコアをプラスに維持した。米国はテクノロジー・セクターの比重が大きいが、それに対して英国は金融、生活必需品、ヘルスケア、資本財・サービス、エネルギーなどのセクターが代表的で、分散効果をもたらす。
- **新興国株式のスコアをプラスに引き上げ:**魅力的なバリュエーション水準や米ドル安の見通しを受けて、新興国株式のスコアをプラスへと引き上げた。米ドル安の展開となれば、新興国の中央銀行は自国通貨を防衛する必要性が低下することや、経済活動を押し上げるための利下げ余力がもたらされることから、新興国株式の追い風となる。新興国のなかでは、コモディティへのエクスポージャーをもたらすとともに、インフレ率の低下を受けて実質金利が高水準にある中南米諸国を有望視している。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引き下げ:**中東紛争激化のピークは過ぎ去っており、最近のコモディティ価格高は緩和される可能性があるとの見方から、コモディティ関連株のスコアを中立へと引き下げた。コモディティ関連株は長期的にインフレに対して優れた分散効果を提供し続けると期待されるとともに、同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。

急騰するも引き続き魅力的と見受けられるテクノロジー・セクター

企業決算シーズンが大詰めを迎えるなか、業績好調の流れは、過去数四半期にわたり S&P500 種指数の利益成長の主な牽引役となってきたテクノロジーや金融以外へも広がりを見せている。足元において、S&P500 種指数の増益率は前年同期比 24%に達すると予測されている。これは、ここ数年でも特に高い水準である。いつものように、同指数に占める割合が大きいテクノロジー(・セクターの寄与度が今回も最大となっている。同セクターは構成比率が 37%に迫り、増益率が前年同期比 45%に上るなど(チャート 1 参照)、指数全体にとっての重要度が増している。景気感応度が高いエネルギーや素材などのセクターも、コモディティ価格が年初時点から上昇しているなか、利益が大幅に上振れしている。テクノロジー・セクター内では AI 関連の設備投資が引き続き好調で、その恩恵を受けるすべての企業の利益を押し上げている。テクノロジー・セクターは年初来パフォーマンスでトップを走っており、今後も相対的に堅調な推移が続くとみている。

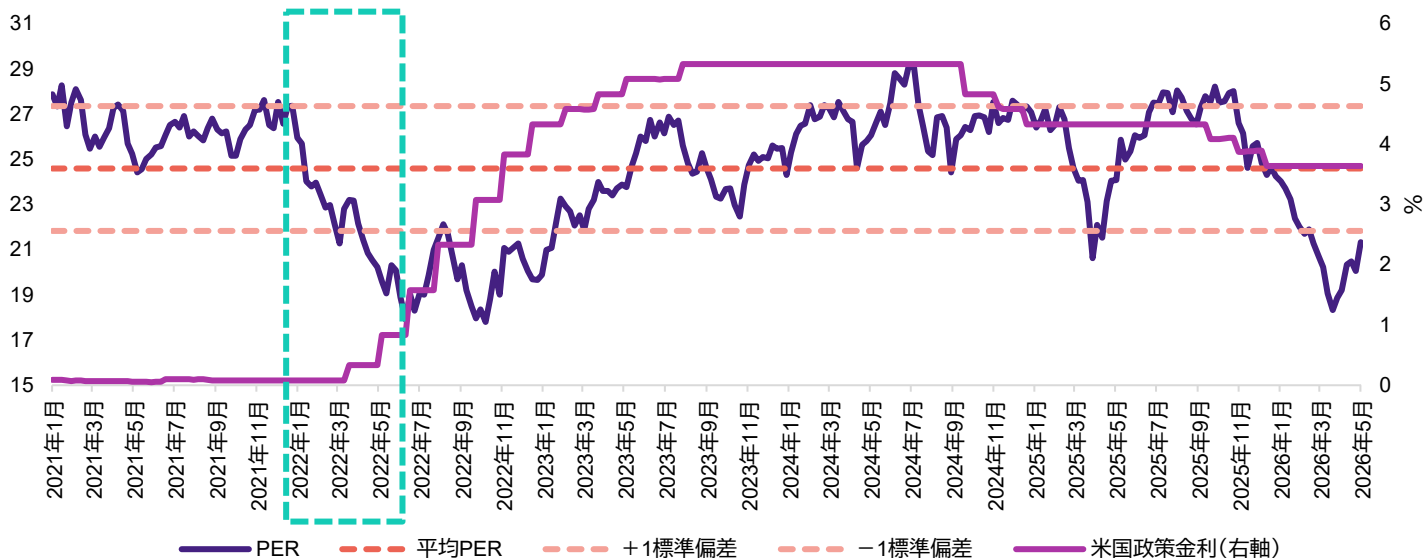
チャート 1:テクノロジー(情報技術)・セクターは S&P500 種指数の利益成長への寄与度が最も大きい



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

金利動向については、テクノロジー・セクターにとってリスク要因となる可能性があり、注視している。2022年にはFRBの利上げサイクルを受けて、同セクターの株価が急落した。テクノロジー・セクターは成長性が高く、予想キャッシュフローの大部分が創出に長期間を要することから、金利上昇の影響を受けやすいという性質があり、金利感応度の高い資産に分類される。2022年には、FRBが利上げを開始するなかで同セクターが下押し圧力に晒され、PER(株価収益率)が約27倍から約18倍まで低下した。その後の株価上昇のきっかけとなったのは、バリュエーション面の魅力が高まったことだった。利上げが進められるなかでも景気が想定以上に底堅く推移するなか、バリュエーションは過去平均を1標準偏差下回る水準まで低下していた。足元のPERはすでに2022年当時の底近辺にあり、FRBが利上げに転じても十分に下支えされる水準にある。このように、2022年と同じような株価下落に直面する可能性は低いことから、景気が想定以上に好調な推移を続け、FRBが方針を転換する場合でも、テクノロジー・セクターは乗り切ることができるとみられる。

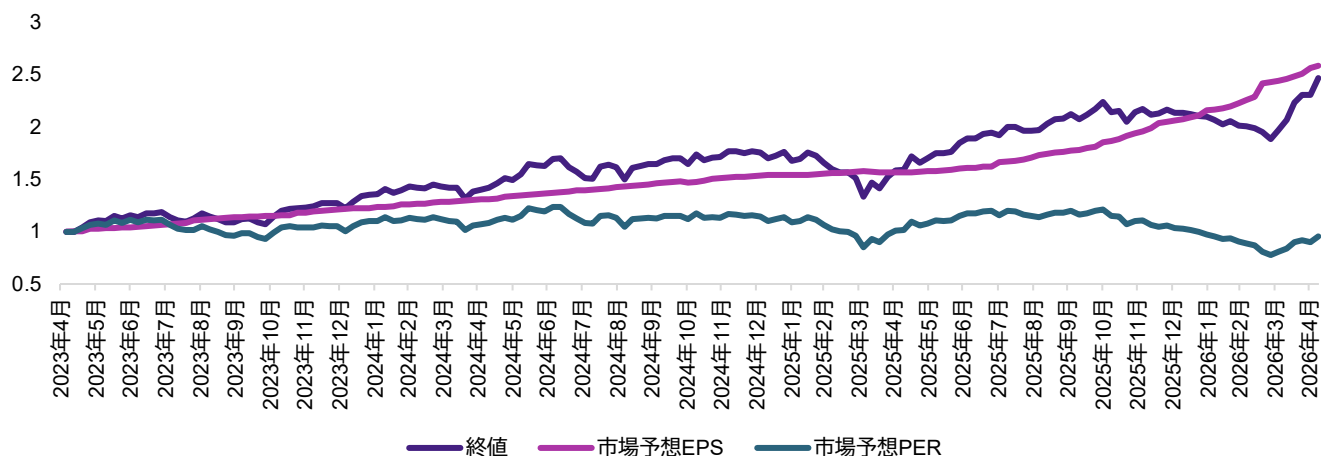
チャート 2: S&P500 種指数のテクノロジー(情報技術)・セクターは 2022 年の FRB 利上げ局面で PER が低下



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

S&P500 情報技術指数の過去 3 年間のリターンを要因分解してみると(チャート 3 参照)、同セクターのリターンのほぼすべてが利益成長によるものであることが分かる。実際、PER は同期間において低下しており、パフォーマンスにややマイナスに寄与した。同期間の利益成長は極めて好調で、160%に迫っている。当社では、今後数年間は景気拡大が続き、AI 設備投資のスーパーサイクルに入るとみており、そうした動きはテクノロジー・セクターの増収増益への追い風となる。過去 3 年間で株価が大幅に上昇しているが、PER は 3 年前の水準を下回って推移しており、足元においてバリュエーションは魅力的な水準にあるように見受けられる。この先も企業利益が好調な推移を続けるならば、PER の上昇が見られない場合でも、テクノロジー・セクターの好調なパフォーマンスは数年間続いていくと期待される。

チャート 3:過去 3 年間における S&P500 情報技術指数のリターンの要因分解



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

ディフェンシブ資産

4 月は、グローバル債券市場(ブルームバーグ・グローバル総合債券インデックス)が前月末比で 1.25%(米ドル・ベース、以下同様)上昇する一方、今年に入ってから低迷が続く日本国債市場は同 0.6%下落するなど、ディフェンシブ資産のパフォーマンスがまちまちとなった。米国債利回りが前月末比で 0.05%程度上昇するなか、日本国債 10 年物利回りは前月末比で 0.15%超上昇した。グローバル債券市場の好調なパフォーマンスの背景として、米国 5 年物 CDS(クレジット・デフォルト・スワップ)のспредが前月末比で 0.05%縮小するなど、信用спредが縮小に転じたことが挙げられる。債券市場の反発につながった主な要因は株式市場におけるリスクオン・ムードの強まりである。それを受けてспредが縮小し、3 月にみられた市場の低迷が一服した。しかし、原油価格が高止まりしており、米国とイランの対立が膠着状態にあるなか、利上げ懸念が再び強まりつつあり、それが金利の上昇を招いている。今月の当レポートでは、先進国市場における利上げサイクルの織り込みと、それがグローバル債券市場のリターンにどのような影響を及ぼし得るかを考察する。

ディフェンシブ資産に対する確信度の強い見解

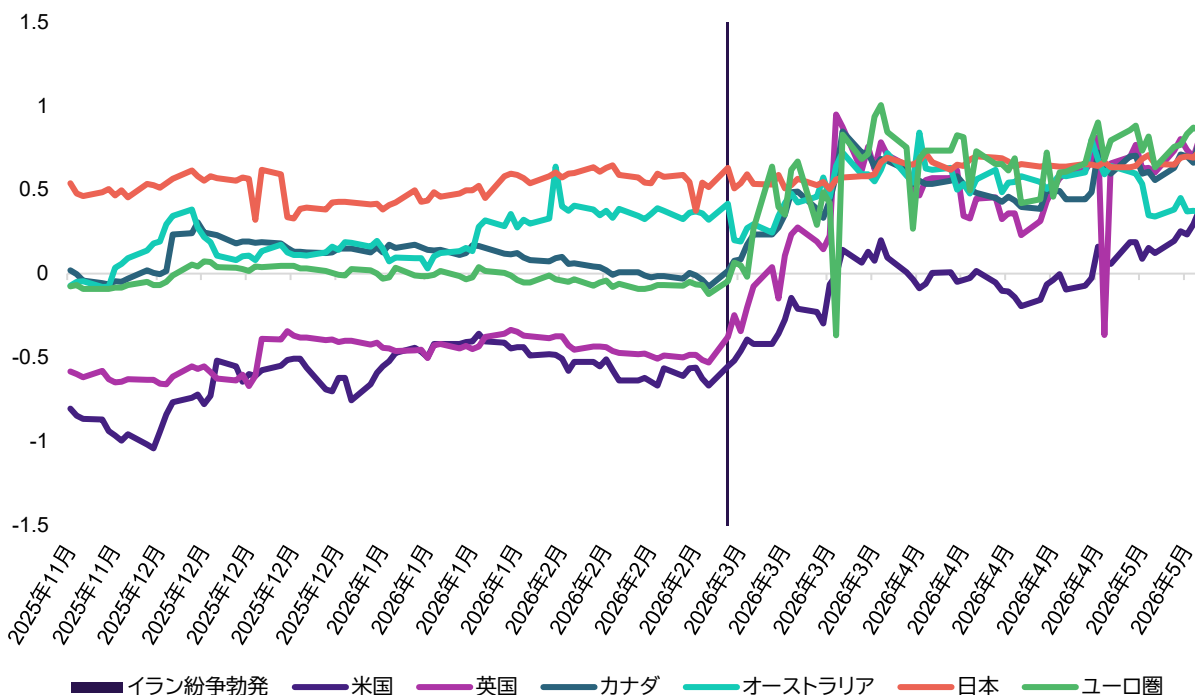
- **投資適格クレジットのスコアをマイナスに維持:**2026 年に入っても信用спредは縮小傾向が続き、2000 年代半ば以来の低水準に達している。当面はспредの拡大を招き得る要因が出てくるとはみていないものの、спредには平均回帰性があるという事実を踏まえ、クレジット物のスコアをマイナスに維持していく方針である。спред・デュレーションを抑えるために、1~5 年の短期物を引き続き選好している。
- **デュレーションについては中立的なスタンス、米国債に対しては慎重な姿勢:**債券利回りは原油価格高を受けて大幅に上昇し、足もとでは再びレンジの上限付近で推移している。米国については引き続き短期債を選好する一方、イールドカーブがよりスティープ化しており、景気も低迷していることから金利見通しがより良好なフランスとカナダについては、長期債を選好している。

再び利上げサイクルへ

米国とイランの対立が市場の予想以上に長期化しているなか、債券投資家のあいだでは再びインフレが強く意識されるようになってきている。現在は停戦中だが、市場に織り込まれている見方によると、6 月末までにホルムズ海峡での通航が正常化する

確率は依然 50%を下回っており、2022 年のように、今回も当初は一時的なショックとみなされていた状況がすぐに定着してしまう可能性もある。下のチャート 4 は主要先進国の中央銀行による政策金利動向の市場予想を示したもののだが、ほぼ軒並み 2~3 回の利上げが織り込まれている。興味深い点として、今回の紛争を招いた張本人である米国では利上げの織り込みが遅れており、利上げ期待が高まりはじめたのはごく最近のことである。米国では景気の過熱状態が続いており、インフレ率が 61 カ月連続で 2%を上回っていることから、これは奇妙な動きにみえる。ケビン・ウォーシュ新 FRB 議長はよりハト派的な姿勢を示すと期待されていたが、今後数カ月間でインフレ率が 5~6%に達する可能性もあるなか、それを実行するのは極めて困難だろう。

チャート 4:先進国政策金利の 12 カ月先市場予想水準と現在水準の比較

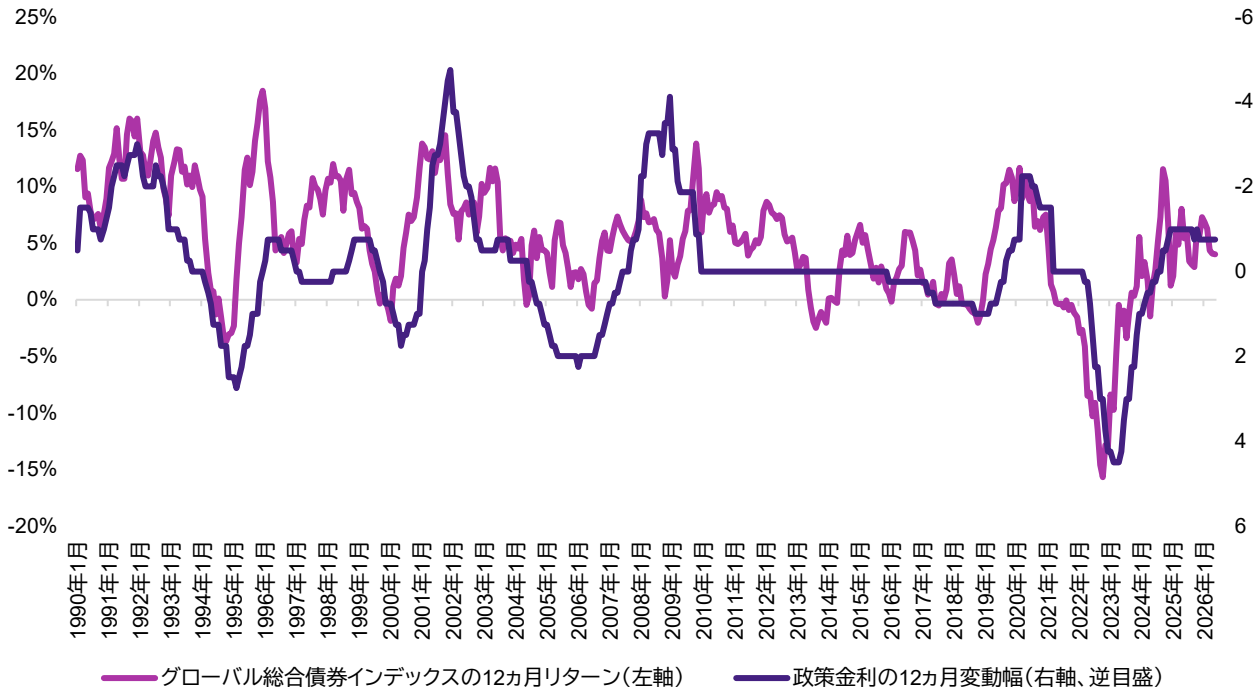


出所:信頼できると判断した情報をもとにアモーヴァ・アセットマネジメントが作成

このように、再び利上げサイクルが始まるかもしれない状況にある。当社では、2025 年終盤にコモディティ価格が上昇し始めたことを受けてここ数カ月間、そうした見通しへの備えを進めてきた。経験則として、利上げ局面では債券のリターンが低迷する傾向にあり、下のチャート 5 が示すように、通常は金融政策が引き締められると債券市場のパフォーマンスへの逆風となる。しかし、2022 年と比べると望みを持てる点として、債券市場はそこまで大幅な下落には見舞われない可能性がある。2022 年には、当初の利上げの動きを受けて債券市場が急落し、また、債券と株式の両方が同時に下落するなか、マルチアセット・ポートフォリオは厳しい状況に置かれた。

今回は、ダメージを抑える方向に働くと期待される 2 つの要因が存在する。第 1 に、インフレ抑制に向けた政策金利の引き上げ幅は 2022 年のときほど大きくならない可能性がある。目下、市場では 0.75%程度の利上げが織り込まれているが、これは 2022 年の利上げ局面における 4.00~5.00%の利上げ幅に比べるとはるかに小さいものとなる。第 2 に、現在の債券市場は利回りがより良好な水準にある。足元の米国債 10 年物利回りは現在 4.5%程度だが、これに対して 2022 年当初は 1.5%だった。このように利回りによるクッションがやや厚くなっており、金利上昇による打撃を一部緩和してくれるとみられる。

チャート 5:ブルームバーグ・グローバル総合債券インデックスの12ヵ月リターンと米国政策金利の変動幅



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

米国とイランの対立が長引くにつれ、インフレが定着する可能性は高まり続けている。こうしたなか、債券市場では政策金利の引き上げを織り込む動きが続き、それを受けて、経済成長に影響を及ぼさない範囲での政策金利の引き上げ余地を投資家は検討し始めることになると思われる。今回は供給サイドのショックであり、金利が上昇すれば先進国の経済成長が抑制されていくとみられ、債券利回りが上昇するなかでソブリン債の投資妙味が再び高まってくると期待される。ただし、概して早期にデフレ化を長期化するのは得策ではない。したがって、中央銀行が利上げに動くのを待ってから、デフレ化の本格的な長期化を検討していく方針である。

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。