Allianz Global Investors

2025年10月

ハウスビュー

2025年第4四半期

アクティブでありながらも警戒を維持

本資料は、アリアンツ・グローバル・インベスターズの投資リーダーシップの2025年第4四半期に関する見解を反映しています。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。本資料内の記述には、将来の期待に関する記述や、経営陣の現在の見解や仮定に基づくその他の将来の見通し等に関する記述が含まれる場合があります。本資料内の記述は既知および未知のリスクや不確実性を伴っており、実際の結果やパフォーマンス、出来事はかかる記述において明示または暗示されたものとは大きく異なる可能性があります。当社は、将来の見通し等に関する記述を更新する義務を負いません。

Allianz Global Investors

グローバル市場に関する当社の見解

新たな世界の変化

- **当社は2025年が二つの明確な段階に分かれると考えています。**市場は当初、「解放の日」によってショックを受けたものの、政治と経済の見通しが以前より不透明になっているという新たな現実を受け入れつつあります。こうした環境の変化には注意が必要ですが、アクティブにポジションを構築する投資家にとっては機会をもたらすものでもあります。

- **成長率はトレンドを下回る水準に低下し、様々な地域で広範囲にわたり秩序だった形で減速しています。**米国の永続的な対外不均衡の上に成り立っていた過去の世界モデルは、実質的にその役割を終え、新たな地政学と経済の枠組みが台頭しつつあります。欧州の主権（防衛から他の戦略的産業へ拡大しつつある）などのテーマは、現在の新たな環境において投資機会をもたらす可能性があります。

- **分散投資は、資産の幅を広げることも含め、必要不可欠になるでしょう。**各国の金融および財政政策が一段と乖離する中で、グローバルな投資環境はますます分断されています。金利は国ごとに異なるペースで動いており、分散された債券ポートフォリオの必要性を浮き彫りにしています。

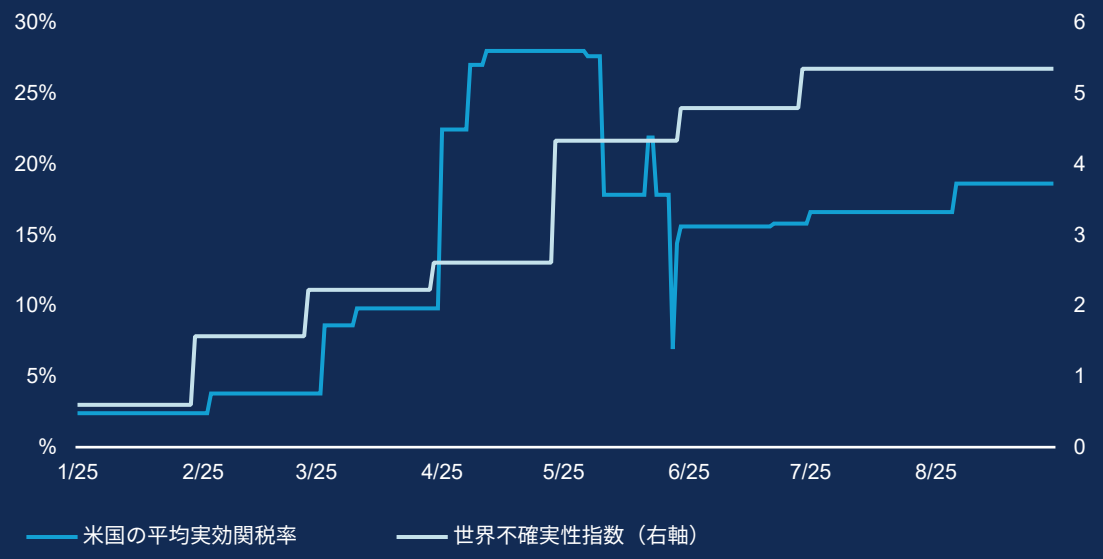
- **米国では、関税などによってインフレが再加速する可能性が高いでしょう。**他の国・地域では、経済成長が減速し、インフレ率は低く抑えられる見込みです。米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを再開する中で、政治的な動機がインフレ率の動向よりも優先されていると認識されれば、市場にとって危険信号となる可能性があります。

- **年内の状況は厳しいものになる可能性がありますが、それ以上に悪くはならない見込みです。**よほど悪いニュースがない限り、市場が完全なリスクオフ状態となる可能性は低いでしょう。しかし、世界経済はより脆弱な段階に入っているため、投資家はアクティブでありながらも警戒を維持するために、ポートフォリオの機動的なポジショニングを維持し、ボラティリティ指数へのエクスポージャーを検討する必要があります。

四半期チャート

関税を巡る混乱によって不透明感が蔓延

米国の関税政策は今年の不透明感の最大の原因となっています。しかし、関税の水準がピークから低下しているにもかかわらず、世界不確実性指数*は依然として最近の高値付近にとどまっており、関税問題によって世界経済が予測しにくくなったことを示唆しています。これは国際貿易にとっては課題となるものの、経済的な見通しが不透明な環境は、アクティブ運用マネジャーにとっては有利に働く可能性があります。



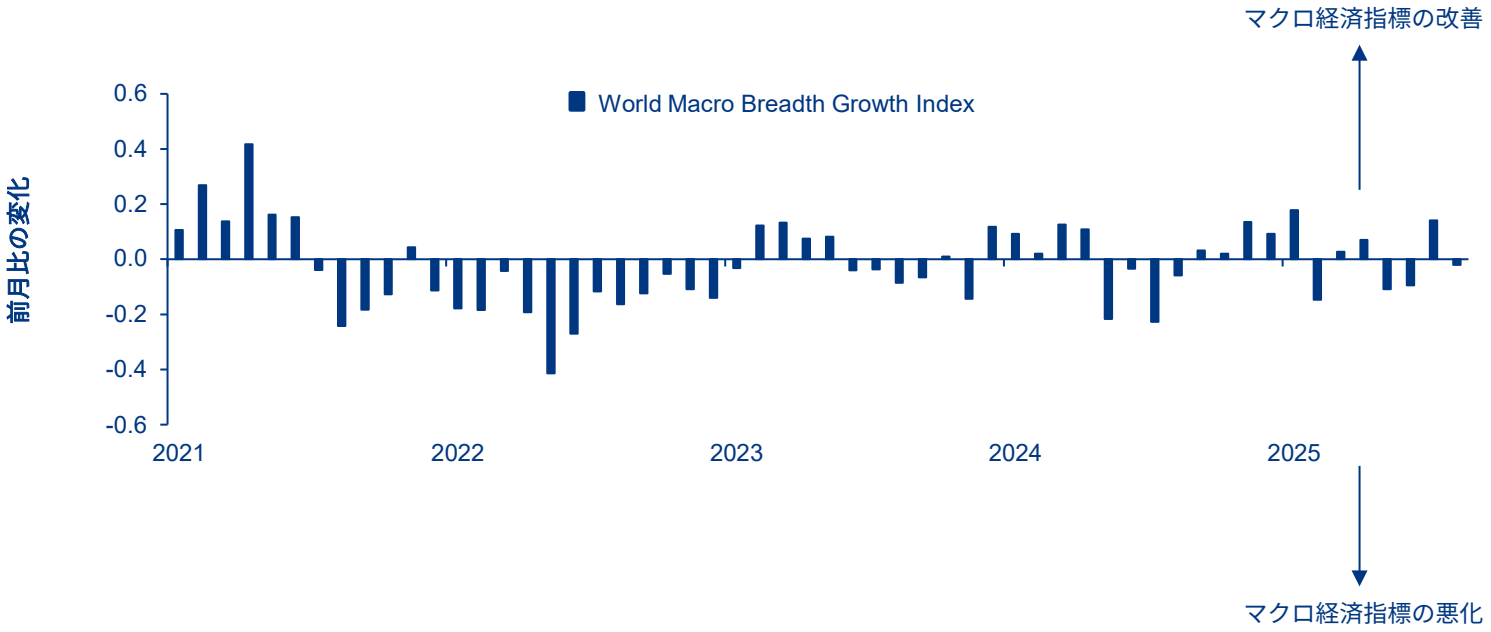
- 世界不確実性指数（worlduncertaintyindex.com）は、Economist Intelligence Unitのカントリーレポートで「uncertain（不確実）」（およびその派生形）という言葉が登場した回数によって計算されます。数値が高いほど、不確実性が高いことを表します。
- 出所：Allianz Global Investors Global Economics & Strategy、Ahir/Bloom/Furceri（世界不確実性指数）、IMF、Yale Budget Lab（関税率）、2025年8月7日現在のデータ。

Allianz Global Investors

経済成長：底堅さの兆し – スタグフレーションのリスクに注意

世界のマクロ経済指標を分析する当社のMacro Breadth Growth Index[1]は、最近の反発から下落に転じる

- **世界の経済成長の指標である当社のMacro Breadth Growth Indexは、直近で若干下落しました。**その主因は、経済活動データがやや改善したにもかかわらず、企業と消費者の景況感が後退したことです。
- **地域別にみると、中国とブラジルを中心に幅広い地域で下落しました。**両国に比べて小幅ながらも同様に下落したのは、米国、ユーロ圏（5ヵ月ぶりの下落）、英国でした。
- **日本、カナダ、韓国、インド、トルコは、より堅調でした。**
- **サービス業セクターは製造業セクターよりも持ち堪えています。**製造業には、関税発表前に生産を前倒ししたことによる明確な反動の兆しが見られます。



1）当社独自のMacro Breadth Growth Indexは、世界、地域および国の354のマクロ経済指標の方向性を月次ベースで追跡しています。このインデックスの月次の変動は-1から1で測定され、あらゆる基礎となる指標の上昇を1、低下を-1の値で示します。同インデックスは、変動の大きさではなく方向性に焦点を当てることで、足元のマクロ経済のトレンドの広がりを評価でき、基礎となるデータの過去の修正が発生しにくい傾向があります。
出所：Allianz Global Investors Global Economics & Strategy、Bloomberg、Refinitiv（2025年8月31日現在のデータ）。

Allianz Global Investors

概要：地域別の重要データ

米国

米国ではインフレが再燃する一方で経済成長が低迷しており、スタグフレーションのリスクがあります。当社は、関税が消費者に転嫁され、移民の削減によって労働市場が逼迫するため、2025年と2026年のインフレ率がコンセンサス予想より高くなると考えています。米連邦準備制度理事会（FRB）は9月に25bpの利下げを行い、「保険」としての利下げサイクルを開始しました。**このサイクルにおいて、フェデラルファンド金利は2026年半ばまでに3.5%まで引き下げられると当社は予想しています。**当社は、トランプ大統領の「大きく美しい法案」による財政刺激効果は2026年上半期まで顕在化しないと予想しています。

欧州

欧州の見通しについては、前向きの見方をとる理由があります。インフレは抑制されているとみられ、2026年にはドイツの公共投資が増加する見込みであることが成長見通しを押し上げています。**フランスの政局不安は依然としてリスクですが、景気が大幅に低迷しない限り、欧州中央銀行（ECB）は2025年末までに追加で25bpの利下げを行うと予想されます。**当社は、イングランド銀行が金利をさらに25bp引き下げると予想しています。ただし、利下げは先送りされる可能性があります。

アジア

中国経済は、補助金などの支援策に支えられて**3四半期連続で着実な成長を記録してきましたが、第3四半期以降は減速すると予想されます。**当社は、利下げなどのさらなる追加的な景気刺激策を予想していますが、こうした措置は下振れリスクを抑制するにとどまる可能性があります。**日銀は利上げを推し進める前に、さらなる景気回復の兆しを待つ公算が大きいでしょう。**

経済成長：米国の経済成長は2026年も低水準にとどまる見込み

実質GDP成長率（前年比、%）

地域	2024年[1]	2025年のBloombergのコンセンサス予想[2]	2026年のBloombergのコンセンサス予想	2026年のアリアンツGIの予想
世界	3.0	2.8	2.9	=
米国	2.8	1.6	1.7	↓
ユーロ圏	0.7	1.1	1.1	↑
ドイツ	-0.2	0.3	1.0	↑
英国	0.8	1.2	1.1	=
日本	0.1	1.0	0.8	=
中国	5.0	4.7	4.2	↑

インフレ：米国以外では、景気低迷によってインフレが抑制される可能性

インフレ率、前年比

地域	2024年[1]	2025年のBloombergのコンセンサス予想[2]	2026年のBloombergのコンセンサス予想	2026年のアリアンツGIの予想
世界	4.2	3.8	3.5	=
米国	3.0	2.8	2.8	↑
ユーロ圏	2.4	2.1	1.9	↓
ドイツ	2.5	2.1	2.0	=
英国	2.5	3.3	2.5	=
日本	2.7	3.0	1.8	=
中国	0.2	0.1	1.0	↓

[1] 2024年のデータは国際通貨基金（IMF）より。2025年9月現在のデータ。[2] 2025年については、当社の予想はほとんどコンセンサス予想と一致しています。

↑ = アリアンツGIの予想がコンセンサス予想を上回る　↓ = アリアンツGIの予想がコンセンサス予想を下回る

= = アリアンツGIの予想とコンセンサス予想が同程度。

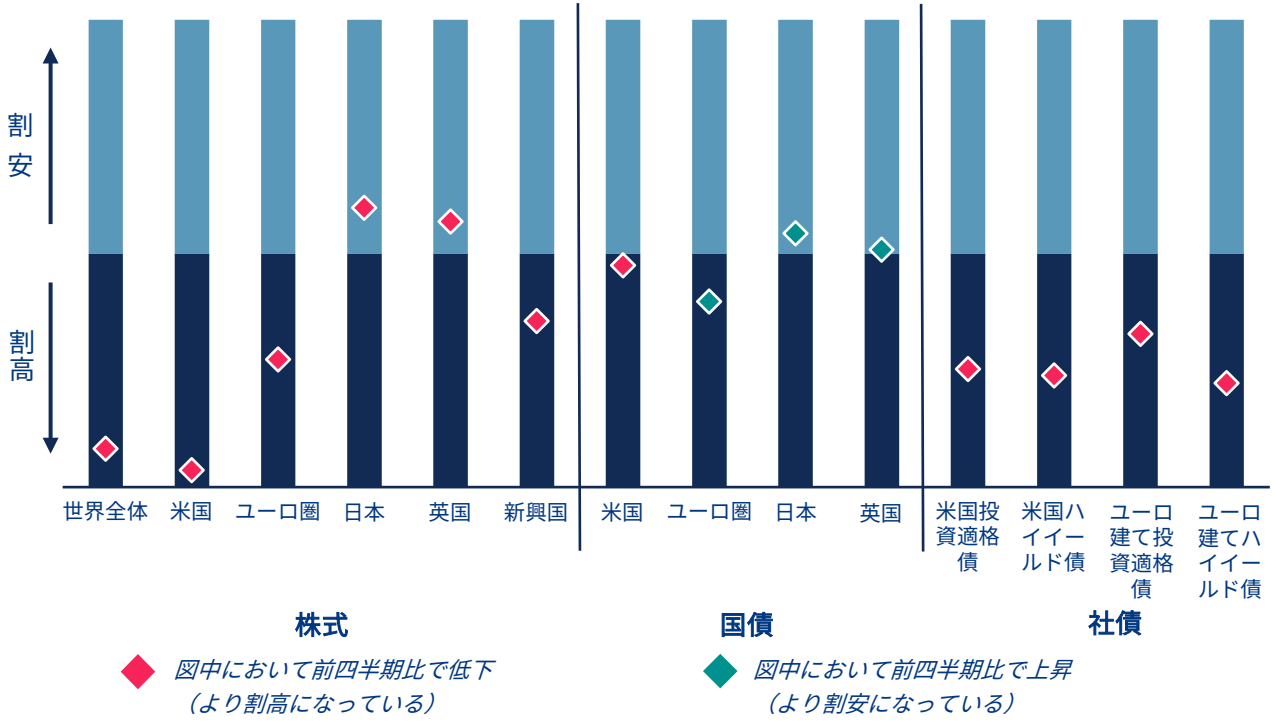
Allianz Global Investors

バリュエーション：日本と英国の資産が割安なのは妥当か？

一部の国債はさらに割安になっている

- **ほとんどの資産の価格は過去3ヵ月で上昇しました。**日本、英国、ユーロ圏の国債などは例外で、過去の水準と比較して割安になっています。
- **当社が分析した資産の中では、依然として日本株が最も割安と評価されており、英国株が僅差で続いています。**日本と英国の国債も、当社の指標に基づくと割安とみられます。
- **直近の持続的な株価上昇はバリュエーションに反映されています。**米国株は、当社が分析対象としている資産の中で以前から最も割高でしたが、過去3ヵ月で再び上昇しました。米国株がここまで割高となったのは2000年9月以来です。
- **社債は過去数ヵ月でより割高になっています。**当社はバリュエーションの観点から、債券の中ではユーロ建ての投資適格債を選好しています。

2025年8月末



当社のEconomics & Strategyチームが算出。

バリュエーション・スコア = 過去のスコア分布を基準にした現在のスコア。株式のバリュエーションはシラーPER、PBR、12ヵ月予想PERに基づいています。国債のバリュエーションは10年物の実質金利と期間プレミアムに基づいています。社債のバリュエーションは、暗黙のデフォルト確率とそれぞれの国債のバリュエーションに基づいています。出所：Allianz Global Investors Global Economics & Strategy、Bloomberg、Datastream（2025年8月31日現在のデータ）。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。本資料内の記述には、将来の期待に関する記述や、経営陣の現在の見解や仮定に基づくその他の将来の見通し等に関する記述が含まれる場合があります。本資料内の記述は既知および未知のリスクや不確実性を伴っており、実際の結果やパフォーマンス、出来事はかかる記述において明示または暗示されたものとは大きく異なる可能性があります。当社は、将来の見通し等に関する記述を更新する義務を負いません。バリュエーションは、経済成長の見通しに関する最新の仮定に基づいています。

Allianz Global Investors

資産クラスに関する見通し

株式

- **欧州では戦略的自律性を高めることが引き続き重要となります。**欧州の戦略的産業におけるリーダー企業は確固たる成長を遂げており、バリュエーションは妥当な水準にあります。NATO加盟国による国防費の支出額がGDPの5%に引き上げられたことは前例がなく、航空宇宙業界の追い風になるとみられます。金融システムの強固さと独立性がもう一つの主要なトピックになるでしょう。
- **小型株は、米国では連邦政府の政策と国内回帰の傾向から恩恵を受ける可能性があり、**他の地域でもバリュエーションは魅力的な水準にあります。金利の低下は、資金調達環境を改善し、リスク選好を高めることによって、小型株のパフォーマンスを支える見込みです。
- **中国市場は、AIとその関連セグメントにおけるリーダーシップ、さらに不動産セクターの改善によって押し上げられています。インドの「アスピレーション・エコノミー」は、関税を巡る懸念にも動じていないようです。**米国への財の純輸出はGDPの2%弱にとどまっており、好ましい人口動態が長期的な成長を牽引しています。
- **テクノロジーに関しては、AIとリーディング企業による開発の進展によって、人型ロボットとインテリジェント・マシンへの関心が高まっています。**AIは依然として非常に重要なテーマです。過小評価されていると言ってもよいかもしれません。
- **ソフトウェアは復活しつつあり、AIがSaaSの価値を低下させるという懸念は行き過ぎている可能性が高いでしょう。**法人向けソフトウェアは複雑でカスタマイズされているため、経常的な収益と高い利益率をもたらしています。この分野において、AIの影響は不透明ながらもプラスとなる公算が大きく、単純作業が効率化されることで、人間がより付加価値の高い仕事に集中できます。

債券

- **当社は一部の市場で、経済成長の下振れリスクを理由に、デュレーションが長期の資産を選好しています。**当社は、米国などの重要な市場でイールドカーブがさらにスティープ化すると予想しています。中央銀行の政策の乖離を考えると、金利へのエクスポージャーをグローバルに分散することが重要です。
- **当社は、ユーロ圏周縁国のユーロ金利市場（スペインなど）を米国債よりも選好しています。**また、政治リスクと財政リスクが高まっているフランスに対しては慎重な見方をとります。
- 市場は米国のインフレリスクを過小評価している可能性があるため、**米国のインフレ連動国債（TIPS）は一考に値します。**
- **クレジットについては、当社は質の高い投資適格債をハイイールド債よりも選好しており、**景気循環の影響を受けにくいセクターや、銀行のシニア債に重点を置いています。
- **新興国債券は魅力的なキャリーと米ドル安の恩恵を受けます。**特にブラジル、南アフリカ、ペルーなどの現地通貨建て債券市場でその傾向が顕著です。アジアのクレジットに関しては、ハイイールド債のキャリーを引き続き選好します。
- 米国の経済成長の減速、利下げ、FRBの独立性に対するリスクの高まりを理由に、**当社は米ドルに対して弱気な見方をとります。**米ドルに対するユーロと韓国ウォンのロングを選好します。ノルウェー・クローネ、豪ドル、人民元に対する英ポンドのショートも選好します。

マルチアセット

- **クロスアセットの観点では、現金よりも債券、債券よりも株式を選好します。**当社は、たとえファンダメンタルズが軟化していても、全般的なリスクオンの環境の中で、株式は最近のモメンタムを維持できると考えています。しかし、当社は株式をロングとしているものの、ボラティリティの変化から利益を得るためにオプション戦略も積極的に活用しています。
- **当社は株式市場の中で新興国市場を選好しています。**新興国市場は、ドル安、企業業績の改善、多くの投資家による配分が過少であること、堅調な株価モメンタムに支えられています。
- **当社の国債に関する見通しは概ね中立的で変わりありません。ただし、当社は引き続きイールドカーブのスティープ化を見込んだ取引を選好します。**当社は、軟調なインフレ率と安全な逃避先を求める資金フローを理由に、引き続き米国よりもユーロ圏を選好していますが、フランスに対しては政治的混乱を理由に慎重な見方をとります。
- **新興国債券は、保守的な財政政策と金融政策を理由に、長期的に選好しています。**
- **世界の準備通貨としての米ドルの地位が試練に直面する中で、金は優れた安全な逃避先として浮上しています。**当社は引き続き、金が究極の分散投資先であると考えています。当社は米ドルに対して長期的にネガティブな見方をとっており、短期的にはさらなる下落に備えたポジションをとっています。

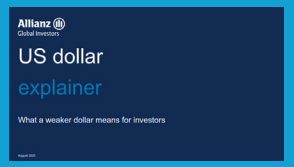
本資料内の記述には、将来の期待に関する記述や、経営陣の現在の見解や仮定に基づくその他の将来の見通し等に関する記述が含まれる場合があります。本資料内の記述は既知および未知のリスクや不確実性を伴っており、実際の結果やパフォーマンス、出来事はかかる記述において明示または暗示されたものとは大きく異なる可能性があります。当社は、将来の見通し等に関する記述を更新する義務を負いません。

その他の最近のインサイト

貿易戦争の後に –
国際貿易と国際協調の
新時代を検討するとき

AIは新たな
鉄道なのか？

新興国債券を巡る
迷信を打破する



米ドルの
解説

【ご留意事項】

- 本資料は、アリアンツ･グローバル･インベスターズまたはグループ会社（以下、当社）が作成したものです。
- 特定の金融商品等の推奨や勧誘を行うものではありません。
- 内容には正確を期していますが、当社がその正確性・完全性を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている個別の有価証券、銘柄、企業名等については、あくまでも参考として申し述べたものであり、特定の金融商品等の売買を推奨するものではありません。
- 過去の運用実績やシミュレーション結果は、将来の運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料には将来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当社の見解または信頼できると判断した情報に基づくものであり、将来の動向や運用成果等を保証するものではありません。
- 本資料に記載されている内容・見解は、特に記載のない場合は本資料作成時点のものであり、既に変更されている場合があり、また、予告なく変更される場合があります。
- 投資にはリスクが伴います。投資対象資産の価格変動等により投資元本を割り込む場合があります。
- 最終的な投資の意思決定は、商品説明資料等をよくお読みの上、お客様ご自身の判断と責任において行ってください。
- 本資料の一部または全部について、当社の事前の承諾なく、使用、複製、転用、配布及び第三者に開示する等の行為はご遠慮ください。
- 当社が提案する戦略および運用スキームは、グループ会社全体の運用機能を統合したものであるため、お客様の意向その他のお客様の情報をグループ会社と共有する場合があります。
- 本資料に記載されている運用戦略の一部は、実際にお客様にご提供するにあたり相当程度の時間を要する場合があります。

対価とリスクについて

1. 対価の概要について
当社の提供する投資顧問契約および投資一任契約に係るサービスに対する報酬は、最終的にお客様との個別協議に基づき決定いたします。これらの報酬につきましては、契約締結前交付書面等でご確認ください。投資一任契約に係る報酬以外に有価証券等の売買委託手数料、信託事務の諸費用、投資対象資産が外国
で保管される場合はその費用、その他の投資一任契約に伴う投資の実行･ポートフォリオの維持のため発生する費用はお客様の負担となりますが、これらはお客様が資産の保管をご契約されている機関(信託銀行等)を通じてご負担頂くことになり、当社にお支払い頂くものではありません。これらの報酬その他の対価の合計額につ
いては、お客様が資産の保管をご契約されている機関（信託銀行等）が決定するものであるため、また、契約資産額･保有期間･運用状況等により異なりますので、表示することはできません。

2. リスクの概要について
投資顧問契約に基づき助言する資産又は投資一任契約に基づき投資を行う資産の種類は、お客様と協議の上決定させて頂きますが、対象とする金融商品及び金融派生商品（デリバティブ取引等）は、金利、通貨の価格、発行体の業績・財務状況等の変動、経済・政治情勢の影響を受けます。 従って、投資顧問契約又
は投資一任契約の対象とさせて頂くお客様の資産において、元本欠損を生じるおそれがあります。 ご契約の際は、事前に必ず契約締結前交付書面等をご覧ください。

アリアンツ･グローバル･インベスターズ･ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長 (金商) 第424 号
一般社団法人日本投資顧問業協会に加入
一般社団法人投資信託協会に加入
一般社団法人第二種金融商品取引業協会に加入