invested in insights.

eastspring investments
A Prudential plc (UK) company

資産運用の再定義：リスクを見据えたポートフォリオ戦略

Ray Farris
チーフ・エコノミスト
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

Nupur Gupta
ポートフォリオ・マネジャー
マルチアセット・ポートフォリオ・ソリューションズ
イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）

ポイント

- **米国経済がアジア諸国よりも大きく減速するとの見方が強まる中、金利差の悪化も相まって、米ドルには下押し圧力がかかっています。**
- **米ドルの弱含みに加え、米国資産の高いバリュエーションを踏まえると、より割安なアジア市場への分散投資の必要性が高まっています。**
- **ポートフォリオの分散や株式オプションを活用した上昇局面への参加に加え、私たちイーストスプリングの三位一体のリスク管理フレームワークにより、リスクを先回りして管理しています。**

シンガポールの機関投資家向けイベントにおいて私たちイーストスプリングは経済に対する見解を共有するとともに、変化する市場環境の中での新たな資産配分の考慮すべき点について議論しました。主なポイントについて説明します。

Q.なぜ、関税の不透明感や地政学的緊張が続く中でも、株式市場は年初から上昇基調を維持しているのでしょうか？

今年の株式市場が予想以上に堅調に推移している背景には、主に次の3つの要因があります。

第一に、金融政策による市場の下支えが非常に強力であったことが挙げられます。過去10ヵ月間で、世界の主要な中央銀行22行のうち19行が金融緩和を実施しており、米連邦準備制度理事会（FRB）も昨年末までに100ベーシスポイントの利下げを行いました。今後もFRBによる追加利下げが見込まれる中、資産価格の下支えは継続すると考えられます。

第二に、米国の新関税に対する猶予措置や一時的な免除により、2025年1月から7月にかけて米国経済に対する関税コストの増加はGDP比でわずか0.2%にとどまりました。

第三に、関税の影響が遅れたことで、第2四半期の企業収益が予想を上回る結果となり、収益見通しの上方修正につながりました。

今後を見据えると、関税は成長に対する一層の重しとなる可能性があります。米国では、7月の関税収入が年率換算でGDPの0.8%に達しており、最近の貿易協定により、米国の法定関税率は8月7日～11日をもって約14%から18%近くに引き上げられました。さらに、第4四半期に予定されている米国通商拡大法232条（セクション232）に基づく調査結果により、2026年初頭から法定関税率はさらに上昇する見込みです。これにより、米国経済への関税の負担は一層顕著となり、企業の利益率やインフレへの影響が市場のボラティリティ要因となる可能性があります。

英国プルーデンシャル社は、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社の最終親会社です。
最終親会社およびそのグループ会社は主に米国で事業を展開しているプルデンシャル・ファイナンシャル社、および英国のM&G社の子会社であるプルーデンシャル・アシュアランス社とは関係がありません。

※ご留意いただきたい事項を最終ページに記載しております。

イーストスプリング・インベストメンツ株式会社
金融商品取引業者　関東財務局長（金商）　第379号／加入協会　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

invested in insights.

Q.なぜ、米国資産以外への分散投資がますます重要になっているのでしょうか？

これまで米ドルは、株式市場の下落局面において分散効果を発揮してきましたが、その役割には疑問が呈され始めています。米ドルは今後、時間の経過とともに下落傾向を辿ると予想されますが、こうしたコンセンサスには慎重な姿勢が求められます。米ドルの動向は相対的なGDP成長率に左右される傾向があり、米国の成長がアジア諸国を下回る局面では、米ドルは弱含みとなる傾向があります。現在まさにそのような状況が進行しており、米国経済は新興アジア諸国よりも大きく減速すると見込まれています。

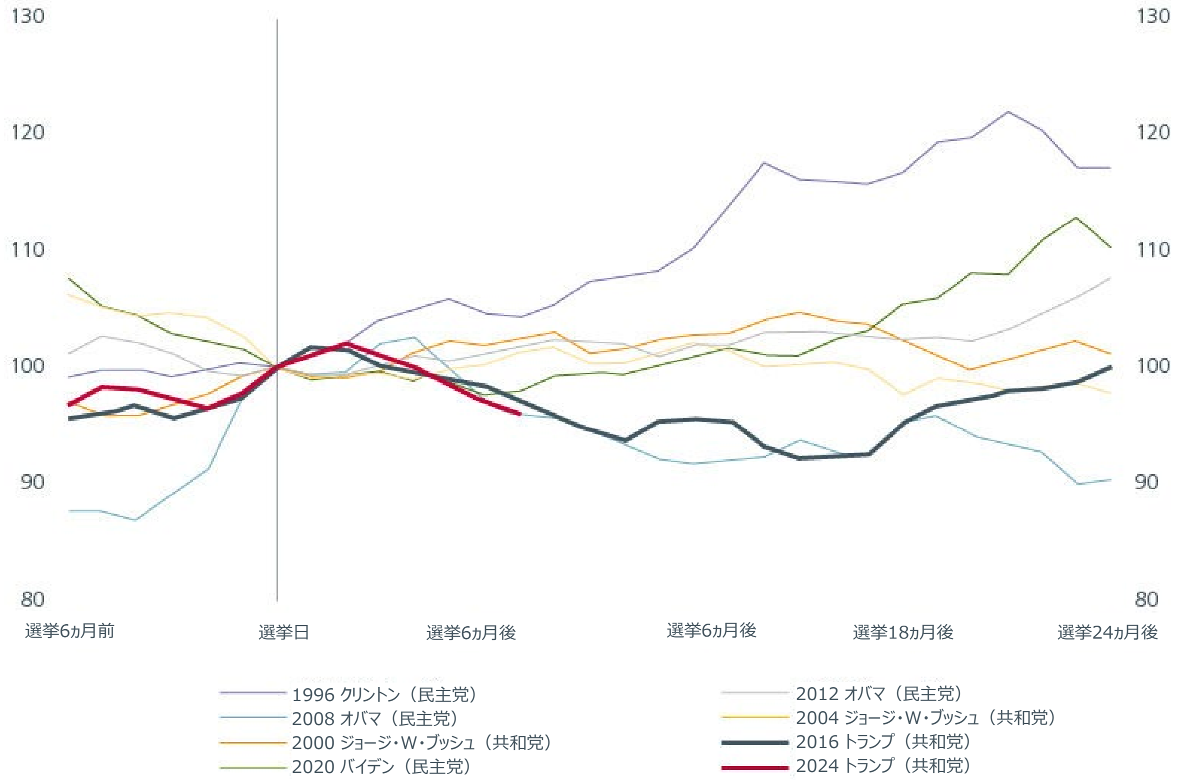
加えて、金利差も米ドルにとって不利な方向に動いており、2026年にはよりハト派的なFRB議長の登場が予想されるなど、政治的要因も米ドルの下押し圧力を強めています。興味深いことに、米ドルは現在、トランプ大統領の第1期初年度と同様の軌道を辿っており、当時も政策の混乱と米国経済の減速が重なっていました（図表1参照）。

同時に、米国の株式およびクレジット市場は、現在世界でも最も割高な市場のひとつとなっています。これは必ずしも下落を意味するものではありませんが、バリュエーション調整を伴う「リスクオフ」局面の可能性を高める要因となります。このリスクに備えるためには、分散投資が不可欠です。

特に、米国株式のリスクプレミアムは極めて低水準にあり、過去にもこれを下回ったことはあるものの、現在の水準は米国株式の上昇余地が限られていることを示唆しています（次頁、図表2参照）。一方、日本、中国、その他のアジアの一部市場では、収益予想の上方修正が見られ、バリュエーションも過度に割高ではありません。

さらに、ドル安は歴史的に米国以外の資産を支援してきました。米国経済が新興アジア諸国よりも大きく減速する中、金利差はドルにとって不利な方向に動く可能性があり、アジア資産の魅力を一層高めています。米国からの分散投資は、アジアや新興国といった、より良好なバリュエーションと成長見通しを有する地域へのアクセスを可能にし、ポートフォリオリスクの効果的な管理にもつながります。

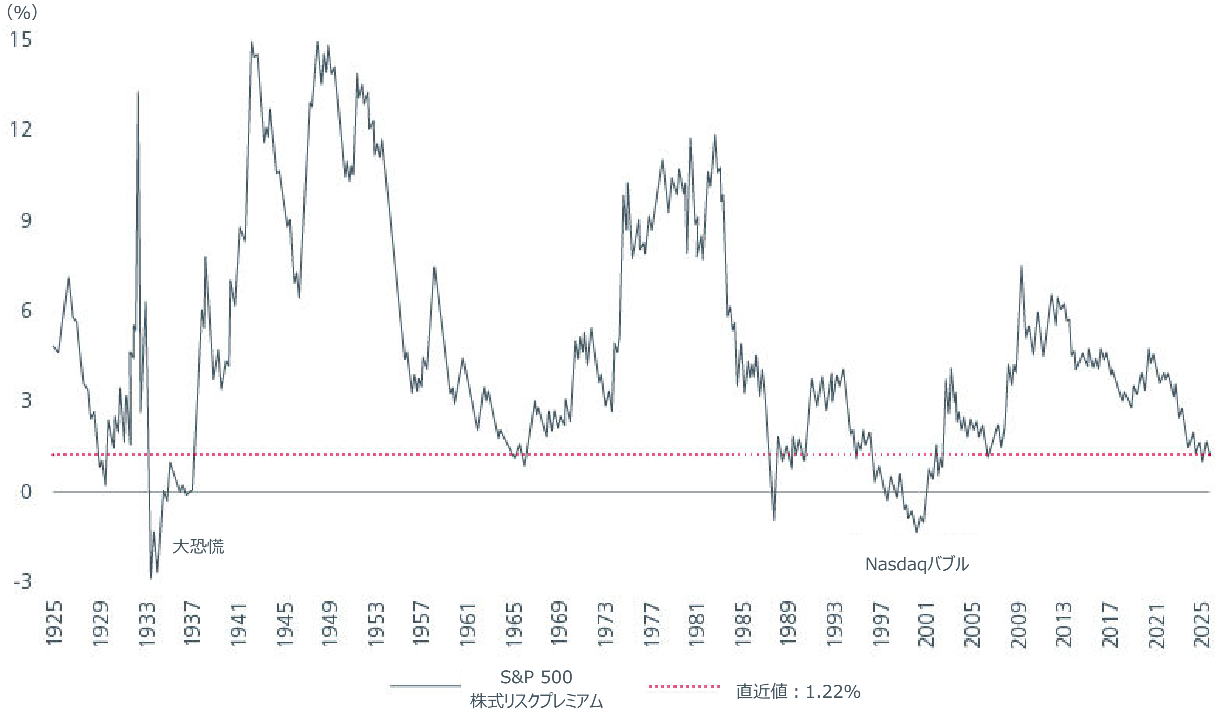
図表1：米国の実効為替レート



出所：LSEG Datastream（2025年8月時点）のデータに基づき、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
注：選挙日＝100として指数化。大統領選挙の6ヵ月前～24ヵ月後。

invested in insights.

図表2：S&P500の株式リスクプレミアム



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
注：インデックスを各資産クラスやセクターの過去のパフォーマンスの代理として使用することには制約がある点にご留意ください。将来またはファンドの予想されるパフォーマンスを示唆するものではありません。

Q.アジアを拠点とする投資家は、米ドル建て資産への為替ヘッジを検討すべきでしょうか？

FRBによる利下げと米国経済の減速は、アジア通貨の上昇を示唆しており、米ドル建て資産への為替ヘッジはアジアを拠点とする投資家にとってますます重要な検討事項となっています。加えて、従来「リスクオフ」局面で分散効果を発揮してきた米ドルは、現在のリスク環境下では異なる動きを見せており、分散資産としての魅力が低下しています。そのため、投資家は米ドル建て資産へのエクスポージャーを考える際、ヘッジコストと潜在的なリターンを慎重に比較検討する必要があります。米ドル建て債券への投資においては、現物債券ではなく債券先物を活用することで、為替ヘッジの必要性を抑えつつ、利回り低下の恩恵を享受することが可能です。

シンガポールドル（SGD）建ての投資家にとっては、SGDが現在取引レンジの上限付近にあるものの、米ドルがユーロや円に対して弱含む場合、SGDはさらに上昇する可能性があります。SGD建て債券は、2025年上半期において先進国市場の中で優れたパフォーマンスを示しており、質と安定性を求める投資家の注目を集め続けています。

また、シンガポール株式市場は相対的にディフェンシブでベータが低く、バリュエーションの魅力に加え、不動産投資信託（REIT）や銀行株からの高い配当収入も期待できます。かつては、米国の投資適格債や米国債が高利回りと通貨分散の観点から魅力的な投資対象とされていましたが、現在ではクレジットスプレッドの縮小と米ドルの弱含み予想により、その投資魅力は低下しています。

invested in insights.

Q.世界市場が直面する潜在的なリスクにはどのようなものがありますか？

主なリスクのひとつは、関税規則の不透明な運用、あるいはトランプ大統領が2025年第４四半期から2026年第1四半期にかけて、現在進行中の「セクション232」調査の結果を受けて、予想以上に強硬なセクター別関税を打ち出す可能性です。アジアに特有のリスクとしては、米国との貿易協定により中国との貿易に関税やその他の障壁を課すことが求められ、それが中国との緊張を生む可能性が挙げられます。

同時に、地政学的な緊張も依然として懸念材料です。供給面からのインフレ・ショックが短期的に発生する可能性があり、それがインフレ期待を押し上げる可能性もあります。ただし、こうした事象は歴史的に見ても、リスク資産に長期的な影響を与えることは少ない傾向があります。

一方で、中国の成長鈍化は世界経済全体に重しとなっています。中国経済の回復には、より大規模かつ的を絞った刺激策が必要です。不動産市場の低迷は家計にストレスを与え続けており、持続的なデフレ懸念は世界経済への波及リスクを高めています。中国政府は、補助金の拡充などを通じて成長支援を行うと見られますが、財政健全化への転換が早期に進めば、予想以上に早い景気減速につながる可能性もあります。なお、上振れリスクも存在します。例えば、米国経済が関税の影響に対して予想以上に耐性を示す可能性や、FRBが予想以上の利下げを実施することで、リスク資産が急騰する展開も考えられます。

Q.現在の環境下で、ポートフォリオのリスク管理はどのように行っていますか？

私たちは、資産クラスおよび地域の分散を通じてポートフォリオを構築しています。可能な限り、株式オプションを活用することで、上昇局面への参加を図りつつ、下落リスクを限定しています。また、スタグフレーションリスクへのヘッジ手段として、金や米国物価連動国債（TIPs）への分散も進めています。

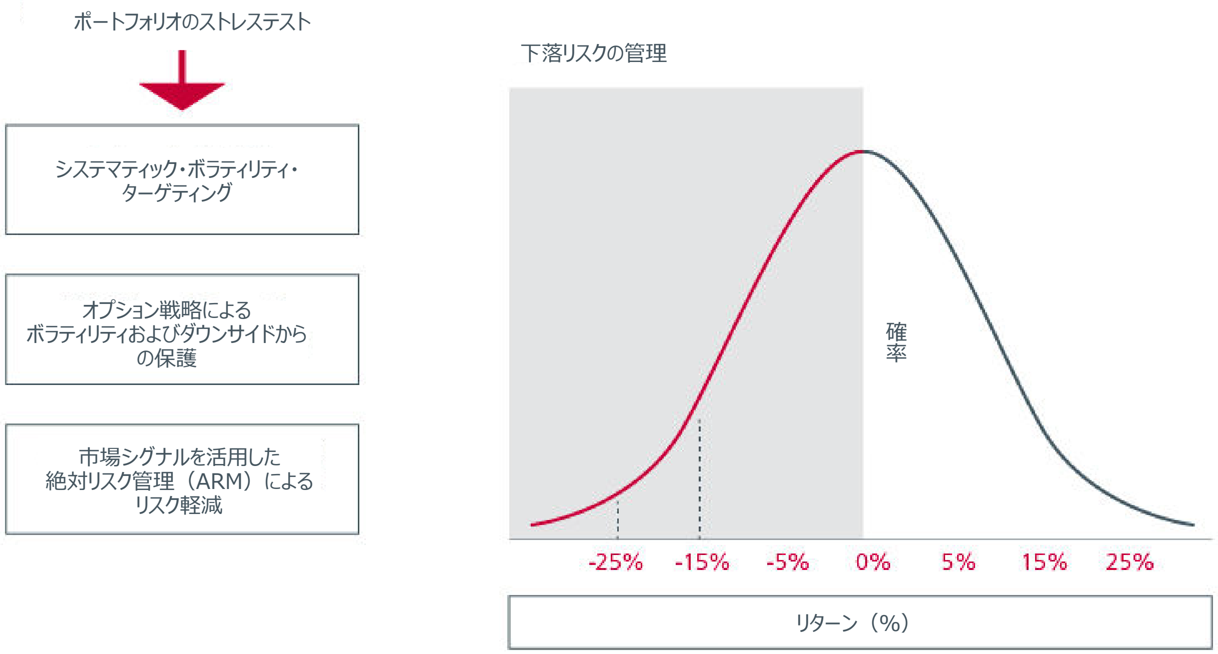
私たちのリスク管理は、事後対応ではなく、事前対応を基本としています。トータルリターンを目指すポートフォリオに対しては、様々な経済・市場シナリオにおける耐性を評価するため、定期的にストレステストを実施しています。

私たちの三位一体のリスク管理フレームワーク（次頁、図表3参照）は以下の要素で構成されています：

- システマティック・ボラティリティ・ターゲティング：特定の資産クラスに短期的な異常なボラティリティが見られた場合、その原因に関係なくポートフォリオのリスクを引き下げます。
- オプション戦略による機動的な保護：市場価格やストレステストの結果に基づき、費用対効果の高い保護手段を選択し、イベント発生後ではなく事前に対応します。
- 絶対リスク管理：過去の市場シグナルを活用し、必要に応じてリスク資産を削減し、キャッシュ比率を引き上げます。

invested in insights.

図表3：ポートフォリオの絶対収益の保護



出所：イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）作成。
注：図表はイメージ

＜当資料に関してご留意いただきたい事項＞
○当資料は、イーストスプリング・インベストメンツ（シンガポール）が作成した資料をもとに、イーストスプリング・インベストメンツ株式会社が、情報提供を目的として作成した資料であり、金融商品取引法に基づく開示資料ではありません。また、特定の金融商品の勧誘・販売等を目的とした販売用資料ではありません。○当資料は、信頼できると判断された情報等をもとに作成していますが、必ずしもその正確性、完全性を保証するものではありません。○当資料の内容は作成日時点のものであり、当社の見解および予想に基づく将来の見通しが含まれることがありますが、将来予告なく変更されることがあります。また、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。○当資料で使用しているグラフ、パフォーマンス等は参考データをご提供する目的で作成したものです。数値等の内容は過去の実績や将来の予測を示したものであり、将来の運用成果を保証するものではありません。○当資料では、個別企業や業種・テーマに言及することがありますが、当該企業の株式／債券や業種・テーマについて組入の保証や売買の推奨をするものではありません。○当社による事前の書面による同意無く、当資料の全部またはその一部を複製・転用並びに配布することはご遠慮ください。○抄訳には正確性を期していますが、必ずしもその完全性を担保するものではありません。また、必ずしも原資料の趣旨をすべて反映した内容になっていない場合があります。