

Investment
Institute

貿易戦争の波乱を どう乗り切るか？

CROSS ASSET INVESTMENT STRATEGY

2025年4月 • 機関投資家向けマーケティング資料



**MONICA
DEFEND**
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「最も重要な利益が確認できる決算発表シーズンに注目が集まっている。利益率は、投入コスト上昇の圧力にさらされており、収益は需要減退の中で脆弱化している。景気後退に先立ち、あるいは景気後退がなくても、利益後退が現実化する可能性がある。」

「この貿易戦争の環境下では、市場のローテーションが続き、ボラティリティは高止まりすると予想する。アムンディは、欧州債券と、株式と金に分散投資するスタンスを志向する。」



**VINCENT
MORTIER**
GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER

今月の話題

貿易戦争の波乱を乗り切るための 7つのポイント

**MONICA
DEFEND**

 HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

**VINCENT
MORTIER**

 GROUP CHIEF
INVESTMENT OFFICER,
AMUNDI

重要ポイント

現在進行中の貿易戦争と関税引き上げにより、世界経済は大きな混乱に直面している。この不安定な状況乗り越えるためには適切な戦略を採用することが極めて重要と考える。

状況が流動的であるため、経済動向を正確に予想することはできないが、コスト上昇、需要減少、不確実性の増大により、利益後退が発生する可能性がある。アムンディは考えている。市場は関税による成長ダメージに注目しているが、インフレリスクも高まっている。

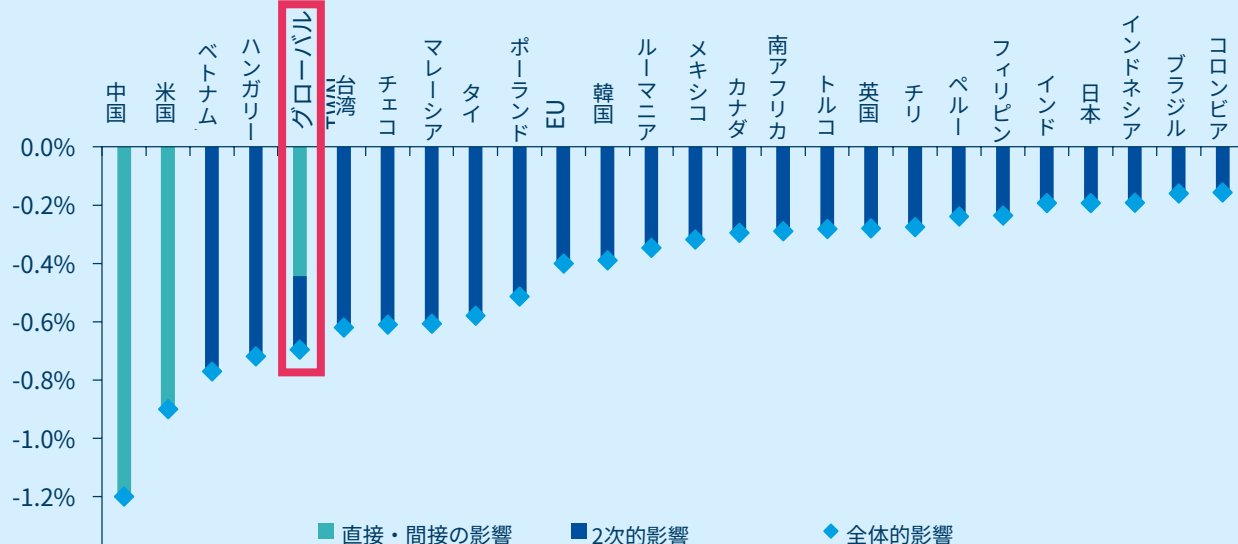
構造的な変化の時代に合わせて投資機会を探る必要がある。全体としては、欧州債券と、高度に分散された株式に投資するスタンスを選好し、ヘッジと金で全体的な配分のバランスを取り続ける。

1. 経済的勝者のいない世界におけるリスクのバランス

自由貿易モデルの深刻な崩壊は、関係するすべての経済に影響を及ぼし、即座に深刻な結果をもたらすとアムンディは考えている。この「解毒剤」の程度とその結果としての報復は、経済成長に影響を与え、企業収益を悪化させるだろう。

したがって、景気後退に先行して、あるいは景気後退がなくても、利益後退が現実化する可能性があり、その結果、ボラティリティが高い状態が継続するであろう。関税が課されるのか、それとも一旦保留されるのか不確実な状況が継続しているが、これは全体的な方向を変えるものではなく、むしろ金融フローのボラティリティを高める可能性が高い。

4月9日現在の関税がGDPに与える影響の推定値



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、S&Pモデル。2025年4月10日現在。

その結果、関税が発効する前に注文の前倒しが増える可能性がある。また、先行きが極めて不透明なため、投資や設備投資計画の停滞を招く可能性もある。

→ **投資への示唆**：大幅な売り越しによって、市場環境の大幅な悪化はすでに織り込み済みである。リスクを追加するのは時期尚早だが、状況は流動的であるため、パニックに陥って極端なリスク・オフのスタンスに陥るタイミングでもない。バランスの取れたリスク・スタンスで臨むべきである。

2.バリュエーションの見直し

アムンディは、最近の市場のボラティリティの上昇が米国株の急速な見直しにつながり、バリュエーションはPER25倍から20倍に低下したと見ている。アムンディは、バリュエーションは過去の平均と比較して依然として高いと考えているが、この状況を見極めるには、特にITや通信といった成長に密接に関連するセクターにおいて、倍率がさらに低下するリスクを考慮する必要がある。

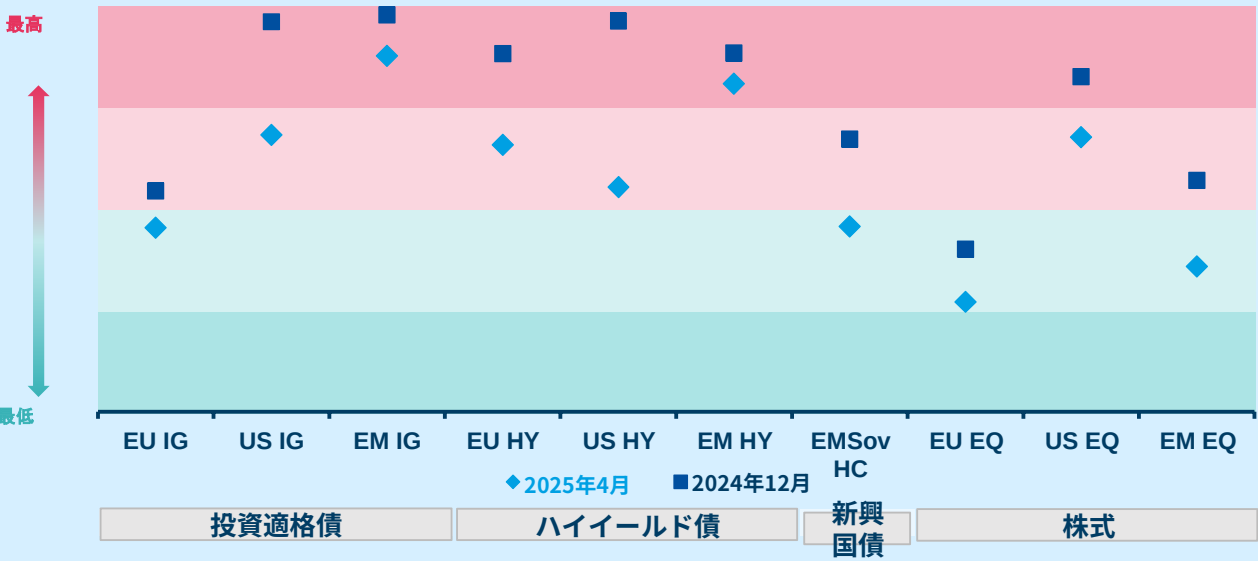
→ **投資への示唆**：米国のメガ株やハイテク株など、バリュエーションが引き続き高い分野には慎重であるものの、欧州株（小型株を含む）での投資機会を検討するとともに、関税の影響を受けにくいラテンアメリカ諸国などの新興国市場や、バリュエーションが魅力的になっているセクターや銘柄を選別する。

3.新たな貿易提携から生まれる機会を探索

現在進行中の貿易摩擦により、各国は経済関係を再構築し、新たな同盟関係を模索するようになるとアムンディは考えている。関税は以前から経済環境の一部であったため、特に新しい現象ではない。例えば、欧州は8つの、中国は9つの貿易協定を締結している。

→ **投資への示唆**：今は、こうしたシフトから恩恵を受ける可能性のある地域やセクターを見極める好機と考える。特に中国は製造業の拠点を東欧に求めている。

年初以降のバリュエーションの変化（1998年以降のヒストリカル・パーセンタイル）



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、データストリーム、2025年4月4日現在の最新月次データ。25年4月は2025年4月4日、24年12月は2025年1月8日を指す。EUIG、USIG、EMIG、EUHY、USHY、EMHYはICEBofA社債インデックスである。IG：投資適格。HY：ハイ・イールド。EMソフHC：JPモルガンEMBIGローバル・ダイバーシファイド。EUEQ、USEQ、EMEQは、株式市場のMSCIインデックスである。すべての指数は特定の地域を指す（EU：EU：欧州、US：米国、EM：新興市場）：EM：新興市場。分析は、債券指数についてはスプレッド、株式指数については12ヶ月先PEレシオに基づいている。バリュエーションは1998年以降のヒストリカル・パーセンタイルである。最も割安なのは第1四分位値、最も割高なのは第4四分位値である。

4. 欧州債券での投資機会に着目

現在の環境では、米国債よりも欧州の国債や投資適格社債（特に銀行）に妙味がある。10年米国債の利回りが4.80%から4%まで変動する債券市場のボラティリティは、市場が景気後退の可能性をより高く見積もっていることを示している。ECBはFRBよりも良好な立場にあり、主に貿易摩擦による成長への影響に注目している。

→ **投資への示唆：**ユーロのアグリゲート債券に投資機会を求め、デュレーションを戦術的に調整する。

5. インフレ圧力への準備

市場は長期的なインフレ圧力を過小評価している可能性があると考えられる。当初、市場は、成長率に焦点が当てて反応したが、インフレがより重要な懸念材料となるリスクがあるとアムンディは見ている。

→ **投資への示唆：**ブレイク・イーブン・レートがインフレ・プロテクションの必要性を示唆しているため、コモディティやインフレ連動債の組み入れなど、インフレ・プロテクション戦略を検討すべきである。

6. 株式の高ボラティリティには分散投資のスタンスで対応

現在の貿易戦争環境下では、市場のローテーションが継続し、高いボラティリティが続くと予想される。特に、ドルが安全な避難先としての従来の役割を失うにつれ、分散投資がこれまで以上に重要になる。また、関税やリロケーション動向によるコスト上昇を乗り切るために、どのセクターやビジネスが最適なポジションにあるかを見極めることも、ますます重要になっている。

→ **投資への示唆：**アムンディは、景気循環セクターとディフェンシブ・セクターのエクスポージャーをバランスさせている。小型株は歴史的に大型株より割高で取引されてきたが、現在は大幅なディスカウントで取引されている。特に欧州と日本は、国内中心であるため、関税の影響に打たれ強いと考える。

7. リスク管理を重視し、不確実性を回避するために金とヘッジを導入

このような激動の環境を乗り切るには、迅速なポートフォリオ・マネジメントを継続することが重要である。業績予想が下方修正される可能性が高いため、市場環境の変化に応じてエクスポージャーを調整する準備をすべきである。

→ **投資への示唆：**金や、デリバティブを含むヘッジ戦略は、効果的なリスク管理に有効。

関税によるドルの下落

「解放の日」以降、米ドルと株式の典型的なマイナスの相関関係が試され、為替の見通しに関するアムンディの重要な前提の1つが確認された。関税は、世界経済にとってマイナス要因であろうが、金融危機以来の米ドル資産への巨額の蓄積を考えると、投資資金の還流（またはヘッジ比率の上昇）が米ドルの打撃となる可能性が高い。

成長とインフレのミックスは、FRBが極端にハト派的になることを、まだ許容していないが、短期的に金利を安定的に推移させるということは、将来のさらなる利下げを示唆している可能性がある。米国のイールド・カーブのブル・スティーピングは歴史的に米ドルの下落を示唆しているが、ファンダメンタルズに対する強固なプレミアムが、依然、継続していることから、修正の余地は残されている。

にもかかわらず、米ドルは、依然、世界で最も割高な通貨のひとつである。世界の成長に対するリスクは、米ドルを全面的に売るのは時期尚早であることも示唆している。今のところ、G10の「中核通貨」、特にユーロ（EUR）と日本円（JPY）がより安全な選択肢であるように思われる。対照的に、景気循環通貨はまだ危機を脱していない。

FEDERICO CESARINI

HEAD OF FX STRATEGY, AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

今月トピック

貿易戦争で未知の海域へ

**MAHMOOD
PRADHAN**

 HEAD OF GLOBAL
MACROECONOMICS,
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

保護主義と不確実性の大幅な増大

依然として極めて不透明な状況にあり、米国が前例のない高関税を課す中で、中期的なシナリオを構築することは、同様に高い不確実性を伴う。90日間の相互関税の停止があっても、米国の国内経済政策を含め、不確実性は高い。その結果、米国の成長率は大幅に低下するだろう。

米国の成長見通しは悪化

その影響は広範囲に及び、世界経済の成長率低下をもたらすだろう。米国への依存度が大きい貿易相手国への影響も大きい。米国自身が、最も大きな成長への打撃を受け、かつ、それは長期化するだろう。インフレ率も上昇するであろうが（今後2年間のインフレ期待値はすでに著しく上昇している）、成長率の低下はインフレの重荷にもなると予想される。米国の成長率は、去年の3%近くから、今年は1%程度に低下、事実上の停滞となり、来年もわずかな上昇にとどまるだろう。インフレ率は、しばらく3%以上にとどまる可能性がある。インフレは実質所得の減少にもつながりが、今年は中立的で、財政政策の発動による相殺も期待できないであろう。

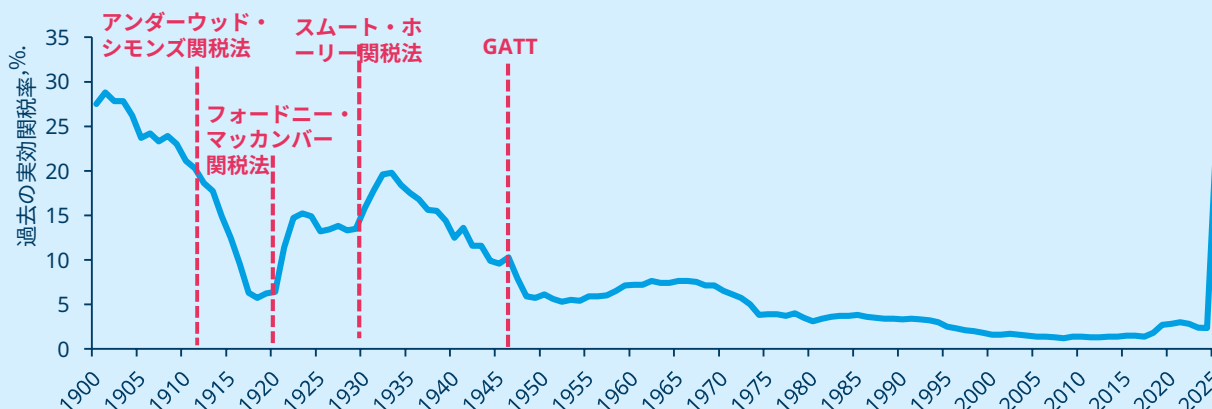
FRBの目先の課題は、関税によるインフレ率の上昇によって複雑になるだろうが、低い成長率を背景に、年内に少なくとも3回の利下げが可能になる見込みだ。

他国では、より強力な政策支援が実施される見込み

中国とEUは、より多くのマクロ政策支援を実施するインセンティブが高まっている。中国はより大規模な国内経済刺激策を実施するだろう。また、欧州では、財政再建への取り組みが遅れる一方、インフレ見通しは引き続き穏やかで、今年の成長率が1%を大きく下回る可能性があるため、ECBはより積極的に緩和する可能性がある。ECBの政策金利は年末までに1.75%かそれ以下になると予想される。

「ほとんどすべての国が関税の大幅引き上げの対象となり、特にアメリカの最大の貿易相手国も含まれていることから、その影響は世界的な成長率の低下に繋がらるだろう。」

米国の関税率、21世紀は前例のない時代となる



出典 アムンディ・インベストメント・インスティテュート、米国国勢調査局、タックス・ファンデーション。データは2025年4月現在。

今月のトピック

90日間の関税一時停止後の新興国市場

ALESSIA
BERARDIHEAD OF EMERGING
MACRO STRATEGY
AMUNDI INVESTMENT
INSTITUTE

トランプ大統領は10%以上の関税を90日間停止すると発表した。しかし、ほぼ同時に、トランプ大統領は中国に対する関税をさらに125%まで引き上げた。報復として、中国は4月10日から米国の全輸入品に84%の関税を課すと発表した。状況は、まだ非常に流動的だが、経済的な観点から、成長とインフレに関するいくつかの懸念材料を説明する。

この一時停止にもかかわらず、米国に対する最終的な実効関税は、中国からの報復が主な原因となって、一時停止前に予想されていた水準から劇的に変化することはなさそうだ。その結果、世界経済の見通しは引き続き下降傾向にあり、世界的なインフレ圧力は最近の米中貿易戦争の激化によってさらに悪化する可能性が高い。

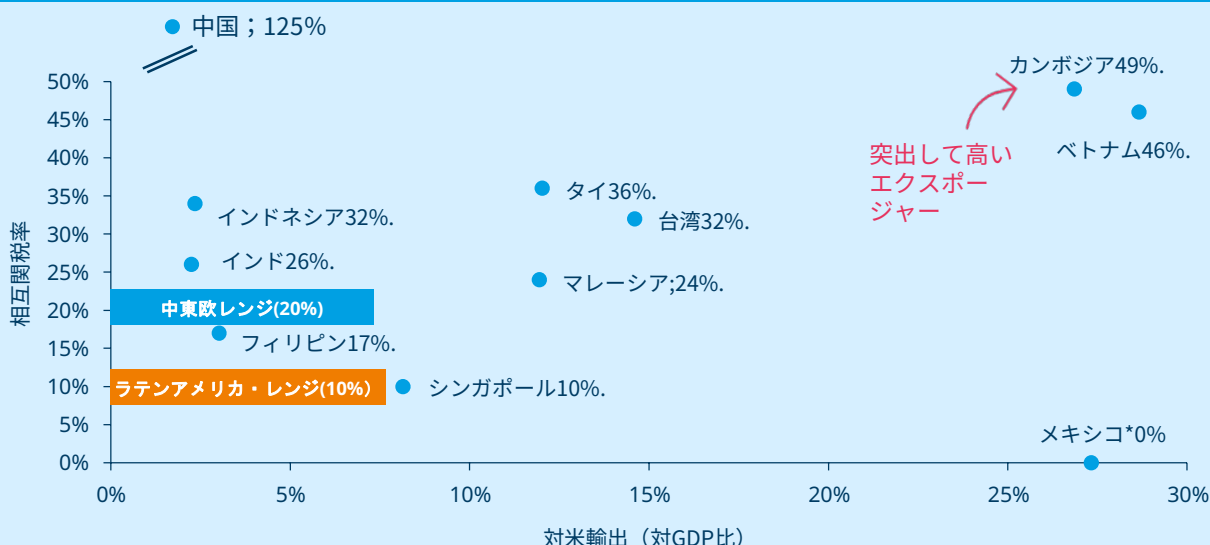
発表された関税は、アジアに最も大きな打撃を与える見込みであるが、この地域が米国向け商品の生産と輸出において高い水準で統合され、この統合が大幅な対外黒字を生んでいることを考えれば、予想された結果ということにもなる。当初、ベトナム、カンボジア、ラオス、スリランカといった小国に最高税率が課されたが、すぐに報復措置で中国への関税も引き上げられた。

中東欧については、その影響はより間接的で、欧州とドイツに対する関税の見通しや、同国のマクロ経済の悪化と関連している。最も影響を受けやすいのは、ドイツ主導のEU自動車サプライチェーンで高度に統合されているハンガリーとチェコだ。これとは対照的に、ルーマニアとポーランドは、直接的な貿易関係が少ないため、より影響は小さいと思われる。

「貿易戦争の影響はアジア諸国には深刻だが、中東欧諸国や中南米諸国はより影響を受けにくいと思われる。」

対米輸出「相互」関税が4月10日付に発効、多くの国がその脅威にさらされる

「相互」関税は4月9日から90日間保留されたが、中国は例外で145%の関税がかけられる。この停止期間中、他のすべての国は10%の関税を課せられる。



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ、ホワイトハウス、アネックスI：関税率。データは2024年4月9日現在。*中国の合計関税率。メキシコはUSCMA協定に基づき、相互関税の影響を受けない。

さらに驚くべきことに、南アフリカは、アフリカ成長機会法（AGOA）に基づき米国と既存の貿易協定を結んでいるにもかかわらず、当初、関税は30%に設定された。これはAGOAの将来に疑問を投げかけ、米国とアフリカの貿易関係に、より広い意味での不確実性を発生させた。

ラテンアメリカは関税引き上げの影響が最も小さく、メキシコのような主要貿易相手国には一時的な猶予が与えられた。

さらに、銅（チリやペルーなどの主要輸出品）は当分の間、関税の対象外とされた。

新興国のインフレ見通しは、依然、不透明で、相互に関連するいくつかの要因に大きく依存する：

- 健全な通貨切り下げは、対外的なショックを吸収するのに有益で、関税の上昇を前にある程度の競争力を維持することができる。その結果、輸入インフレ率が上昇する。
- 報復措置や一時的なサプライチェーンの混乱により、一時的にインフレ率が急上昇する可能性がある。
- 逆に、世界的な原油価格の下落は、関税主導のインフレ圧力を緩和する。

市場への影響

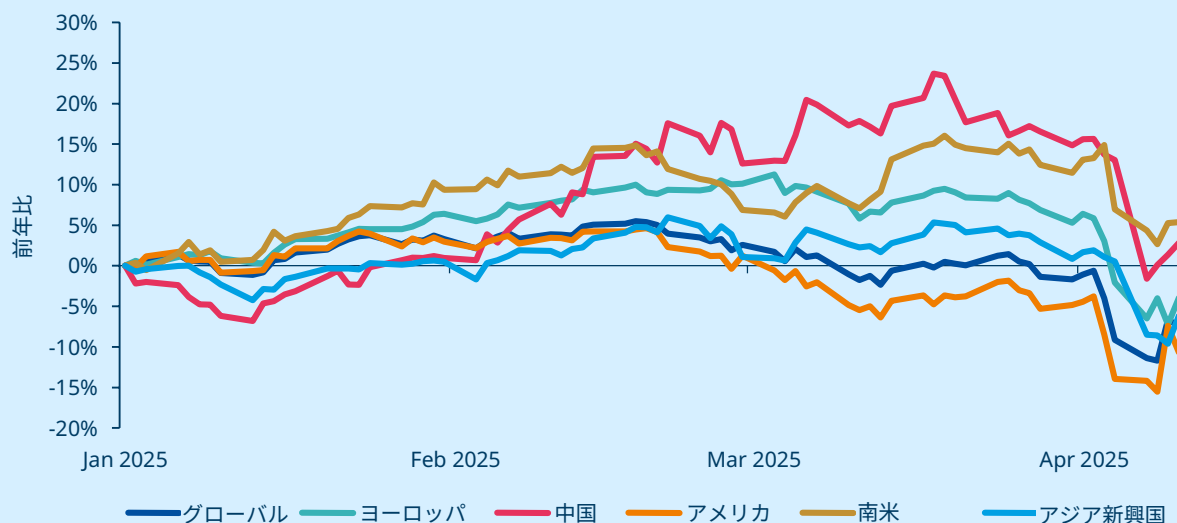
新興国市場全体の株式バリュエーションが見直されたことで、上昇余地が拡大した。しかし、すでにコンセンサスを下回っていた12ヵ月後の1株当たり利益予想は、輸出見通しがより低下したため、さらに下方修正されるリスクがある。

中国を除くアジアは、現在のバリュエーションから最も恩恵を受けるだろう：インドとフィリピンは、関税に対する脆弱性が低いことと、内需がトレンドを支えていることから、相対的な勝者となる可能性がある。一方、地域レベルでは、中南米と欧州・中東・アフリカの見通しは引き続き中立／ポジティブで、メキシコは関税の一時停止に支えられ、引き続き優位である。

債券では、以前からアムンディが提唱している通り、米ドル安が支援材料となり、新興国通貨ユニバース全体における選択的かつ戦術的な配分の継続に繋がっている。インド・ルピーについては、高いキャリーと低いボラティリティ動向を背景に、ややポジティブな見方を強めている。

現地通貨建て債のパフォーマンスは、引き続きFRBの動向と新興諸国の中央銀行の反応に左右される。米国利回りのターム・プレミアムはリスク要素となる。ハード・カレンシー債では、関税の発表を受けてスプレッドが全面的に拡大し、投資適格債とハイ・イールド債の両セグメントに影響を与えた。しかし、アムンディは、引き続き、ポジティブに見ており、特に、スプレッドの縮小が予想される新興国投資適格債には、久しぶりにに一定のバリューが見込まれる。

株式では、ラテンアメリカが最も底堅い



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2025年4月10日現在。MSCI価格指数は現地通貨ベース。過去の実績は将来の成果を保証するものではない。

長期の視点

金はまだ投資可能な価格

金は不確実性が高まる中でも安定継続

トランプ政権が、少なくとも、この100年で最大の貿易戦争を開始し、ただちに緩和される見込みもないことから、不確実性が新たなレベルに急上昇した。このような環境の中で、金は、ドル安とスタグフレーション懸念に支えられ、数少ない安定資産の一つとして際立っている。さらに、金や他の貴金属は関税の影響を受けない可能性が高い。

財政赤字は、歴史的にはGDPの4%を超えると市場に影響を与えると考えられているが、金にとっての、もうひとつの重要な中期的要因である。この閾値は、ほとんどの先進国ですでに突破されている。こうした財政赤字に対処する政府計画の信頼性と、支出の性質（生産的か非生産的か）は、市場の信頼に大きく影響する。その結果、財政と政治的安定が密接に関連しているが、多くの先進諸国で両者は悪化している。現在、この公的債務のごく一部を支えているに過ぎない金は、大幅に再評価される可能性がある。

現在の地政学的緊張は、市場力学やインフレ動向に影響を及ぼすほど広範で、かつ持続的である。中東の緊張はエネルギー価格の高騰につながる可能性があり、保護主義の激化は輸入生産者のコストに影響を与える可能性がある。ウクライナでの停戦の可能性は緊張を和らげる可能性があるが、和平交渉の継続に対する疑念とEUの国防支出の増加は、金の長期的なプレミアムをサポートする可能性が高い。

為替変動や地政学的な不確実性へのプロテクションとして、中銀、特にドル取引への依存度を減らそうとしている中銀は金の購入を続けると予想される。金は現物としてのファンダメンタルズにも支えられている。鉱山からの供給量の伸び悩みと採掘コストの上昇がスポット価格の上昇に寄与する一方、宝飾品需要は、主にインドの牽引で、中期的に増加すると予想される。

JEAN-BAPTISTE BERTHON

SENIOR INVESTMENT
STRATEGIST, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

LORENZO PORTELLI

HEAD OF CROSS ASSET
RESEARCH, AMUNDI
INVESTMENT INSTITUTE

「...財政と政治的安定は密接に関連しているが、多くの先進諸国で両者は悪化している。こうした公的債務のごく一部を支えているに過ぎない金は、大幅に再評価される可能性がある。」

金のバリュエーションは割安ではないが、過度に割高でもない

インフレ調整後で見ても、金は史上最高値で取引され続けている。金が、依然、合理的な価格で取引されているかどうかを判断することは、金が、通貨、商品、投資資産、贅沢な消費財、そして工業用原料という複数の役割を担っていることに立ち戻る必要がある。

商品としての金は、特に他の貴金属と比べると割高に見える。伝統的なマクロ経済要因を見ると割高に見えるが、不確実性に対しては異なるため、投資資産としては妥当な価格である。消費財・産業財としての金は、国民一人当たりの所得や富と比較すると割高に見えるが（ただし、インドでの需要急増が下支えとなるだろう）、金を多用するハイテク企業を勧奨すると割安に見える。

最後に、金は通貨としては、まだ非常に割安に見える。公的債務の大半は有形資産には裏付けられていない。その代わり、国民と市場の信頼、そして経済政策の健全性に依存している。例えば、現在、米国では、1オンスの金が13万8000ドルの公的債務を支えているのに対し、ブレトンウッズ崩壊以前は500ドルにも満たなかった。したがって、通貨としての金の再評価の可能性は非常に大きいと思われる。

金は3200ドル/オンスの節目を迎え、3500ドル/オンスへの道が開ける見込み

バリュエーションが上昇し、国内外の政治力学が不安定なままであるため、金のボラティリティは上昇すると予想される。しかし、リスクは依然として上方にティルトしていると考える。金は3200ドル/オンスの節目にあるが、不確実性が依然として高いため、3500ドル/オンスが次のターゲットになると予想する。

投資家が金の配分を増やす可能性

現在、世界の投資家はポートフォリオの約2%、約4兆ドルを金に割り当てていると推定される。この配分は、ポートフォリオの最適化手法が示唆する配分を大幅に下回っている。3%に増加する可能性が出てくれば、金価格は大幅に上昇する可能性がある。

投資家は、金地金への直接投資、金ETF、金鉱会社の株式など、さまざまな手段を通じて金へのエクスポージャーをとることができる。金ETFは、伝統的な金投資の魅力的な補完的オプションとして機能し、相対的に見れば割安であり続ける。

21世紀における戦略資産としての金の特性の変化

アムンディのモデルは、21世紀における金相場は、市場動向と投資家心理の変化を基準に、特徴の異なる3つの期間に分けられることを示唆している。

- 1. 2000-2008年:金が伝統的なセーフヘイブンであった期間。金は、ポートフォリオの分散化、景気後退期やネガティブなリスク心理の発生期間中のセーフヘブン、地政学的緊張が高まった期間における安定的な資産としての古典的な役割を継続。
- 2. 2009年～2022年：中銀の影響を強く受けた期間。中銀による非伝統的金融政策（主に量的緩和）の実施により、金の特性は根本的に変化し、安全資産として大幅に価格が見直された。非伝統的な金融政策が失敗する可能性への懸念が高まるにつれて、市場参加者は不換紙幣システムの長期的な信頼性に疑問を呈し、金への需要が高まった。
- 3. 2022年-現在：戦略的リザーブの分散先としての金の新たな世界。世界の通貨システムにおけるドルの基軸性が失われつつある現在、安全資産としての金の魅力はますます高まっており、需要は引き続き維持されるであろう。この新たな世界では、金には引き続き需要があり、さらに増大する可能性があると考える。



出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート、ブルームバーグ。データは2025年4月7日現在。

Amundi Investment Institute

In an increasing complex and changing world, investors need to better understand their environment and the evolution of investment practices in order to define their asset allocation and help construct their portfolios.

This environment spans across economic, financial, geopolitical, societal and environmental dimensions. To help meet this need, Amundi has created the Amundi Investment Institute. This independent research platform brings together Amundi's research, market strategy, investment themes and asset allocation advisory activities under one umbrella; the Amundi Investment Institute. Its aim is to produce and disseminate research and Thought Leadership publications which anticipate and innovate for the benefit of investment teams and clients alike.

Get the latest updates on:



- Geopolitics
- Economy and Markets
- Portfolio Strategy
- ESG Insights
- Capital Market Assumptions
- Cross Asset Research
- Real and Alternative Assets

Visit us on



[Visit the Research Center](#)

Amundi
Investment Solutions

Trust must be earned

本資料のご利用に当たっての注意事項等

本資料は、アムンディ・インベストメント・インスティテュートが一般・参考情報の提供を目的として作成した資料を弊社が一部翻訳したものです。

本資料は、本資料に含まれるいかなる金融商品の販売や媒介を意図、または購入・売却の勧誘を目的としたものではありません。

本資料は法令に基づく開示資料ではありません。

本資料中に記載したアムンディ・インベストメント・インスティテュートの見通し、予想、予想意見等（以下、見通し等）は、当資料作成日現在のものであり、今後予告なしに変更されることがあります。また、見通し等や過去の運用実績を含むいかなる内容も、将来の投資収益等を示唆または保証するものではありません。

本資料は、信頼できると考えられる情報に基づき作成しておりますが、情報の正確性、完全性について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は、全て本資料作成日以前のものであり、今後予告なしに変更される可能性があります。

本資料に含まれる情報から生じるいかなる責務（直接的、間接的を問わず）を負うものではありません。

弊社の許可なく、本資料を複製または再配布することはできません。

アムンディ・ジャパン株式会社

金融商品取引業者登録番号：関東財務局長（金商）第350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

日本証券業協会

一般社団法人第二種金融商品取引業協会