

各国中銀、堅調な経済を踏まえ 段階的緩和へ

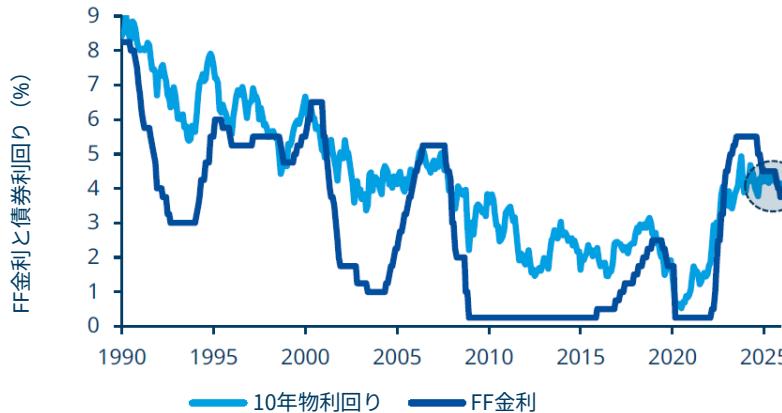
昨年はいくつかの点で異例の1年となりました。グローバル株式が最高値をつけ、新興国株式も2021年の高値に並ぶ水準にまで上昇しました。こうした動きは、米国政権の（特に通商面における）いささか型破りな政策にもかかわらず起きたもので、結果として安全資産である金（ゴールド）が驚異的なパフォーマンスを発揮しました。

リスク資産と安全資産がそろって大幅に上昇した点は注目に値します。直近では、欧州と日本の債券利回りが上昇しました。興味深いのは、米連邦準備制度理事会（FRB）が利下げを進めるなかでも、米国の国債利回りが上昇したことです。長期金利は（短期金利と比べて）金融政策決定の影響を受けづらいとはいえ、双方が反対に動くのは珍しいことです。

今後を展望すると、特に米国、ドイツ、日本では財政政策が景気刺激の主役を担うと予想されますが、金融政策も景気の下支えとなるでしょう。したがって、個人消費、雇用情勢、インフレ環境といった要因が政策決定の行方を左右するとみられます。人工知能（AI）関連の投資には市場から一段と厳しい目が注がれることになりそうです。こうした動きと並行して、「米国一強」の構図も揺らいでいくとみられます。

■ **所得税還付金の増額は2026年上半期の米国の経済成長見通しを小幅に改善させるとみられますが、見通しをそれ以上変えることはないでしょう。**当社では2026年の経済成長率予測を1.9%から2.0%に小幅に上方修正しましたが、今後も潜在成長率を下回る成長が続くと考えています。米国における個人消費の鈍化からは、労働市場が崩壊ではなく、軟化していることがうかがえます。さらに、トランプ政権が中間選挙をにらんで予想外の政策を打ち出す可能性もあります。当社では、インフレが今年の中間選挙の重要な争点になるとみており、トランプ大統領はそれを受けた関税に対する姿勢を軟化させる可能性があります。

FRBの利下げにもかかわらず、最近は米国10年物国債の利回りが上昇



利下げ局面にあるなかでも、経済の底堅さや財政赤字・債務懸念を背景に、10年物国債利回りが上昇している。



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2025年12月19日現在）。FF金利の誘導目標上限を示す。

トランプ政権の型破りな政策やFRBへの圧力により米国の実質利回りの上昇は抑えられ、安全資産としての米ドルの魅力が低下するとみられます。

- FRB、欧州中央銀行（ECB）、イギリス中央銀行（BOE）など世界のほとんどの中央銀行は利下げを実施する見通しです。当社では、BOEが昨年の12月と同様に、今年も利下げを実施すると予想しています。重要なのは、財政赤字の対国内総生産（GDP）比が低下すればBOEの利下げ余力が高まることです。こうした状況は総じて、英國国債にとって有利な環境を生み出します。
- 日銀による2025年12月の利上げは当社が予想した通りのものでした。日銀は例外的な立場を維持しており、年内に1回の利上げを実施する見通しです。日本の債券利回りが継続的に上昇すれば、国内投資家にとって日本債券の魅力が高まり、やがて大規模なレバトリエーション（本国への資金還流）を誘発する可能性があります。しかし、名目・実質金利の上昇が持続するには日銀が金利の正常化に取り組む姿勢をもっと強く打ち出す必要がありますが、現段階でその可能性は低そうです。
- 人工知能（AI）は好機をもたらしますが、市場では設備投資の期待リターンを疑問視する声が高まる可能性があり、そのような投資からいかに収益を生み出し採算性を確保できるのかを明確に示せる企業が評価を高めることになるでしょう。さらに、AIの投資サイクルはハイペースケーラー（大手クラウド事業者）にとどまらず、公益事業企業（電力供給会社など）や、自動化ロボットや自律型車両・機器などのエンドユーザー向け製品を製造する資本財企業へと拡大する可能性があります。こうした企業で資金需要が高まれば、クレジット市場の供給が増加することになるでしょう。
- 地政学的観点から見ると、AIの覇権を巡る米中の争いは今後も継続すると考えられます。両国ともに自国にとって有利なAIエコシステムを構築しようと躍起になっており、特に中国は米国からの「半導体独立」を達成する方法を模索しています。

アムンディ・インベストメント・インスティテュート：金融政策の緩和が続く

FRB議長の後任人事を巡っては不透明感がくすぶっていますが、よりハト派寄りの人物が次期議長に就任することは確実です。緩和的な金融政策は今後も続くとみられ、FRBが年内に2回の利下げを行うという当社の見方に変わりはありません。FRBは昨年12月に当社の予想通り利下げを実施しました。さらに「準備金管理購入」という措置で主に短期国債（Tビル）の買い入れを行い、流動性の維持に注力する姿勢を示しました。今のところ流動性は充分に保たれています。この措置は量的緩和（QE）ではありませんが、バランスシートの拡張を示唆するものです。それでも、政治的な不透明感が高まる局面でボラティリティが上昇すれば、流動性が低下する可能性があります。

ECBによる昨年12月の政策判断を踏まえ、当社ではECBが年内に2回の利下げを実施するとの見方を据え置きました。ユーロ圏の景気見通しは冴えず、ECBは米国の関税が欧州の輸出に与えるマイナスの影響を過小評価している可能性があります。さらに、新たな排出量取引制度（EU ETS2）の導入の遅れにより、ECBがインフレ予測を下方修正する可能性があります。ECBの量的引き締め（QT）は受動的なものであり、ECBがこの方針を翻すとしたら金融環境が大幅に引き締まった場合に限られますが、現状こうした状況は見込まれません。

マクロ流動性（バランスシートの拡大、マネーサプライなど）と市場の流動性¹はどちらも十分ですが、政策面の不透明感やボラティリティが高まった場合には急速に低下する可能性があります。こうした状況を勘案し、当社では中立寄りのリスクスタンスを取っています。

モニカ・ディフェンド

アムンディ・インベストメント・インスティテュート・ヘッド

先進国が抱える巨額の債務や財政赤字の拡大、そして世界の地政学的緊張に関連するリスクは根強く残るでしょう。こうした状況下、先進国の中銀銀行が金融緩和を進めていることもあり、新興国市場は個別の投資機会を発掘する場として非常に魅力的です。以下に当社の投資方針を詳しく説明します。

- 債券については、**デュレーション全般に中立に近い見方をした上で、欧洲連合（EU）と英国に対してややポジティブ、米国に対して慎重な見方をしています。また、日本のデュレーションに対する見方を引き上げたほか、日銀の政策判断、インフレ動向、財政政策を注視しています。日銀は利上げを行う見込みですが、当社では日銀が「ビハインド・ザ・カーブ（政策が後手に回る状態）」に陥っており、それが要因で12月に利回りが急上昇したと考えています。日本では大規模な財政出動が見込まれることから、日銀は2026年も利上げを継続するとみられます。新興国債券にはポジティブな見方を維持しており、バリュエーションに割高感があるなかでも、個別の投資機会が拡大する余地があるとみています。
- 株式については、**分散投資を行う時だと考えますが、投資先の選別を強めるとともに、バリュエーション、業績、経済見通しにおいて長期的な確信が持てる分野に資金を振り向けることが推奨されます。加えて、市場は、企業によるテクノロジーや人工知能（AI）への投資がどれだけの利益を生むのか、より明確な見通しを求めるところです。したがって、欧洲などの地域に資金を振り向けるには絶好のタイミングだと言えます。インドなどの新興国にも、国内経済の高い成長力に伴う投資機会があります。
- マルチアセットについては、**引き続きアクティブな姿勢で臨んでいます。中国株式に対する見方は戦術的に引き下げましたが、資産クラスとしての新興国市場にはポジティブな見方をしています。債券については、日本のデュレーションに対して慎重な見方を弱めたほか、金融・財政政策の行方を注視しています。

米国労働市場の軟化や高リスク資産のバリュエーションを巡る懸念は、財政・金融政策による下支えや潤沢な流動性により相殺されます。このように状況はそれほど単純ではなく、当社ではリスク選好の姿勢を若干弱めました。

全体的なリスクセンチメント

リスクオフ

リスクオン

主にリスクセンチメントと需給動向が小幅に悪化したことを受け、全体的なリスクスタンスを戦術的に引き下げました。

前月からの変化

- マルチアセット：**中国株式に対する見方を戦術的に中立に引き下げたほか、日本のデュレーションに対する慎重な見方を弱めた
- 債券：**日本のデュレーションに対する見方を引き上げ、全体的にアクティブな姿勢で臨む
- 為替：**新興国通貨全般にポジティブな見方を強め、ユーロに対する見方を中立に引き上げたほか、米ドルに対してネガティブな見方に転じた

全体的なリスクセンチメントは、様々な投資プラットフォームが表明するリスク資産（クレジット、株式、コモディティ）に対する定性的見解であり、グローバル投資委員会（GIC）で共有されたものです。当社のスタンスは、市場や経済的背景の変化を反映して調整されることがあります。

デュレーションに中立、地域ごとに濃淡をつける

世界経済がますます底堅く推移する一方で、主要地域の間には微妙な違いがあります。例えば、ユーロ圏では資金上昇の伸びが鈍く、全体的なディスインフレが順調に進行しているようです。最近、欧州中央銀行（ECB）の一部理事がタカ派的な発言をしましたが、それでも当社ではECBの年内の利下げ予想を据え置いています。日本において当社が注目するのは、日本国債が十分に魅力的となる利回り水準はどの程度か、政府は追加の財政出動をどこまで行うのかという点です。

こうした状況下、当社では、安定性の確保と上乗せ利回りを求めて地域をまたいだ投資を実施する方針です。特に上乗せ利回りについては、社債と新興国債券（分散投資の観点からも有望）に質の高い利回りを獲得する機会があります。

デュレーション/イールドカーブ

- デュレーション全体に中立に近い見方をしつつ、ユーロ圏と英の見通しをややポジティブ、米国（2年物）の見通しを慎重とする。日本以外の先進国ではイールドカーブのスティープ化が進むと引き続き考えている。
- 日本には利回りが上昇したことで中立な見方に転じた。それでも、利回りにはまだ国内への大規模な資金還流を誘発するほどの魅力はない。一方で、日銀はインフレを抑制する必要に迫られるとみられ、利上げの重要性が高まっている。

クレジット/新興国債券

- 社債が利回りと質の高さを求める市場の動きを牽引している。EU投資適格債の中では、資本基盤が強固で収益性の高い金融セクターに投資妙味がある。ハイイールド債については中立な見方をしており、通信と金融セクターの一部銘柄に割安感がある。
- 新興国債券にはポジティブな見方をするが、一部に割高な銘柄があることも認識している。現地通貨建債券の中では、利回りが魅力的でディスインフレが進行しているブラジル、メキシコ、ハンガリー、インドの銘柄を選好している。

為替

- 為替については、マイナスの季節要因や米国例外主義の後退を踏まえ、米ドルの見通しを「慎重」に引き下げた。FRBは利上げモードではなく、関税が引き続き不確実性を生み出す要因となっている。
- 新興国の通貨にはポジティブな見方をわずかに強めた。ブラジルレアルやトルコリラなど高利回りの通貨を選好している。ロシア・ウクライナ間の合意が進展し地合いが好転すれば、それがポーランドズウォティなど一部の東欧通貨にも表れる可能性がある。

財政拡大と金融引き締めが日本の国債利回りを押し上げている



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2026年12月22日現在）。

欧州中小型株に分散投資

世界経済はまづまず好調に推移しており、こうした状況は、流動性が潤沢なかで市場のパフォーマンスにも表れています。一方で、政策の不確実性、消費が鈍化する兆し、高バリュエーションのリスクといった材料は株価に織り込まれていません。こうしたなか、当社では引き続きファンダメンタルズに注目とともに、リスクとリターンのバランスが取れた銘柄を選好しています。このような銘柄は米国以外の地域で増えています。

例えば、欧州は公共投資の拡大や戦略的サプライチェーンのオンラインショアリング（国内回帰）に強い意欲を示しています。また、新興国市場は今年のパフォーマンスが先進国市場を上回る見通しであることから、当社ではポジティブな見方を強めました。全体として、質の高い資本財銘柄とディフェンシブなセクターにポジティブな見方をすることで、引き続きバーベル型の戦略を実施しています。

先進国株式

- 欧州では防衛・インフラ支出計画が市場の構造を長期的に変える要因であり、エネルギー価格の下落も同地域の支援材料となる。欧州株式の中では、内需関連の銘柄が多い欧州の中小型株を選好している。AI関連のテーマでは、設備・電力の需要の高まりが追い風となる銘柄（データセンター向けの電力インフラ提供企業など）を発掘している。欧州の金融銘柄に対しては以前より慎重な見方を弱めた。
- 英国の予算案は好意的に受け止められ、割安感と配当利回りの高さを背景に、投資環境が魅力的になっている。
- 対照的に、米国株式は割高だと考えており、投資先を選別している。一方で、日本株式のバリュエーションは魅力的。

新興国株式

- 新興国市場では輸出と内需がともに堅調だが、選別的投資を行っている。
- 中南米は多くの新興国に比べて割安であるため、中南米を選好するほか、欧州新興国にも注目している。
- アジア地域では、中国株式のバリュエーションに割高感があり、同国のマクロ環境も以前ほど良好ではないことから、中国株式に中立な見方をしている。インド株式（特に金融セクター）には投資機会を模索している。
- 中東・南北アフリカ地域は政治情勢とは裏腹に業績動向は堅調。最近の信用格付の引き上げは当社のスタンスを裏付ける材料。
- セクター別では、IT、素材、エネルギーに慎重な見方をする一方で、一般消費財にはポジティブな見方をしている。

ECBの利下げを背景に、内需関連の銘柄が多い中小型株に上昇の機運が高まる



出所：ブルームバーグのデータを基にアムンディ・インベストメント・インスティテュートが作成（2025年12月19日現在）。中小型株=MSCI欧州中型株指数

マルチアセット

リスクオン継続：調整するが撤退はしない

米国ではマクロ指標に強弱が混在しています。労働市場は悪化していますが、そのペースは落ち着きつつあります。一方で、米連邦準備制度理事会（FRB）は利下げを進めるとともに流動性の維持にも注意を払っており、財政政策も景気の下支えとなっています。欧州では消費が落ち込む一方で、インフレ率は低下しつつあります。これらの要因に加え、市場流動性の潤沢さや信用状況の良好さにより、高水準バリュエーションのリスクはある程度相殺されます（それでも完全には排除されません）。したがって、当社では中期的なスタンスは変えずにリスクに対する見方を調整しました。さらに、金（ゴールド）の保有や先進国株式に対するヘッジといった備えは、バリュエーションが高水準なかで不可欠だと引き続き考えています。

株式に対しては、米国、英国、欧州連合（EU）を含めて楽観的な見方をしています。FRBの利下げや企業業績が株価の下支えとなっています。しかし、市場は、人工知能（AI）だけでなく、米国的情報技術（IT）セクター全体における設備投資の採算性にますます厳しい目を向けることになるでしょう。新興国市場では、中国国内の景況感が悪化しつつあるなかでバリュエーションが割高であることから、中国株式の見通しを戦術的に「中立」に引き下げました。当社では、引き続き中国の経済状況を注視していく方針です。また、新興国全体（中国を含む）に対してポジティブな見方をすることで、これまで以上にバランスを重視したスタンスを保ちたいと考えています。

デュレーションについては、米国と欧州を通して引き続きポジティブな見方をする一方で、日本に対しては、日銀が金融政策の正常化に意欲を見せ、利回りがこの数ヵ月で急上昇したことから、ネガティブな見方を弱めました。それでも見通しが慎重なことに変わりはありません。米国では、イールドカーブの長期ゾーンよりも短中期ゾーンに魅力があると考えています。欧州では、景気がやや軟調であるため、将来的に金利が低下するとみています。対ドイツ国債でのイタリア国債についてもポジティブな見方をしています。EUの投資適格債と新興国債券では引き続き魅力的な投資機会を発掘しています。

為替については、米ドルの構造的な下押し要因を軸に見通しを立てており、さらに、対ユーロでのノルウェークローネと日本円にポジティブな見方をしています。ノルウェー経済は世界の景気循環と連動しやすく、ますます良好な世界経済がノルウェークローネの追い風になると思われます。

アムンディによるマルチアセットの投資見解*



▼ 前月比で引き下げ

▲ 前月比で引き上げ

出所：アムンディ（2025年12月23日現在）。
 「前月比の変化」は前月からのデータを含んでいます。本表は、マルチアセット・プラットフォームにおける主要な投資方針（ヘッジ含む）を表したものです。*投資見解は標準組入比率（ベンチマーク：株式45%、債券45%、コモディティ5%、キャッシュ5%）を基準とした相対評価で示されており、イコール（=）は中立を表します。実施にあたってはデリバティブを用いることがあります。本表は特定の一時点における評価であり、隨時変更される可能性があります。本情報は将来の成果の予測を意図したものではなく、特定のファンドまたは証券に関する調査、投資助言、あるいは推奨として読者が依拠すべきものではありません。本情報は例示を目的としたものであり、アムンディの商品の現在、過去、または未来における実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。

執筆者

フランセスコ・
サンドリーニ

アムンディ・イタリアCIO
マルチアセット戦略
グローバルヘッド

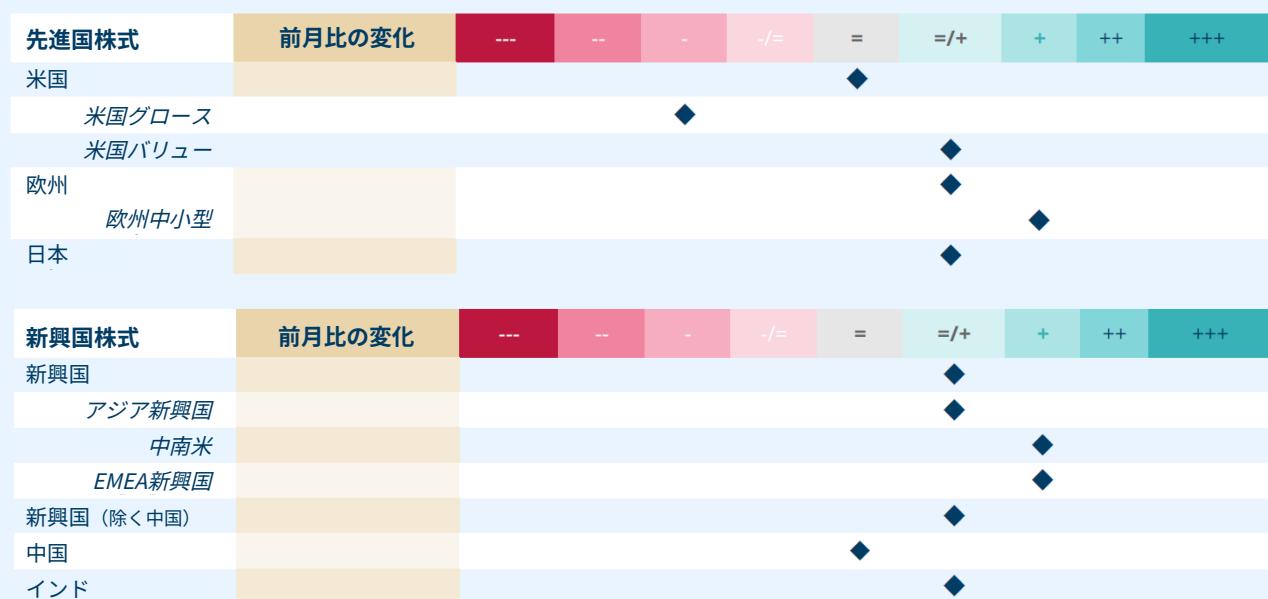
ジョン・
オトウール

CIOソリューション部門
グローバルヘッド

“新興国株式に対してよりバランスの取れたスタンスに転じた一方で、デュレーションについては日本に対する見方を戦術的に調整しました。”

資産クラス別見通し

株式見通し

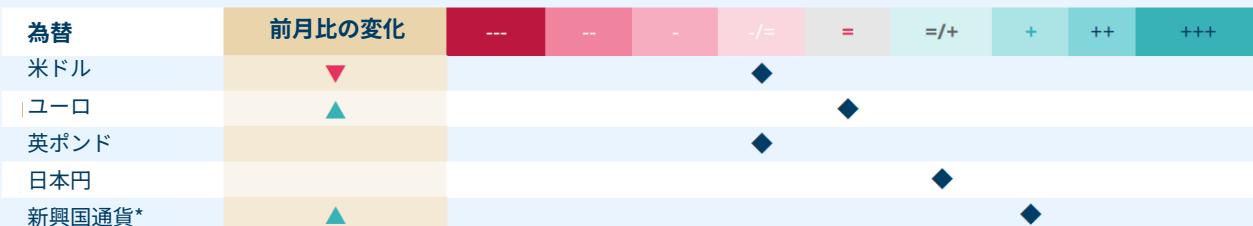


債券見通し



EMEA=欧州・中東・アフリカ、HC=ハードカレンシー建債券、LC=現地通貨建債券

グローバル為替見通し



出所：2025年12月17日に開催された直近のグローバル投資委員会（GIC）で表明された見解の要約。本表は各資産クラスの絶対的な評価を9段階で示したものであり、イコール（=）は中立スタンスを表します。本資料は特定の一時点における市場の評価を表したものであり、将来の出来事の予想または将来の成果の保証を意図したものではありません。本情報は特定のファンドまたは証券に関する調査または投資助言として読者が依拠すべきものではありません。本情報は例示および教育のみを目的としたものであり、変更される可能性があります。本情報は、過去、現在、または未来におけるアムンディの実際の資産配分またはポートフォリオを表すものではありません。為替の表はGICによる為替の絶対的見解を示したものです。*複数の新興国通貨を総合した評価。

▼ 前月比で引き下げ

▲ 前月比で引き上げ

IMPORTANT INFORMATION

The MSCI information may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. None of the MSCI information is intended to constitute investment advice or a recommendation to make (or refrain from making) any kind of investment decision and may not be relied on as such. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The MSCI information is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. MSCI, each of its affiliates and each other person involved in or related to compiling, computing or creating any MSCI information (collectively, the "MSCI Parties") expressly disclaims all warranties (including, without limitation, any warranty of originality, accuracy, completeness, timeliness, non-infringement, merchantability and fitness for a particular purpose) with respect to this information. Without limiting any of the foregoing, in no event shall any MSCI Party have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages. (www.msiccbarra.com). The Global Industry Classification Standard (GICS) SM was developed by and is the exclusive property and a service mark of Standard & Poor's and MSCI. Neither Standard & Poor's, MSCI nor any other party involved in making or compiling any GICS classifications makes any express or implied warranties or representations with respect to such standard or classification (or the results to be obtained by the use thereof), and all such parties hereby expressly disclaim all warranties of originality, accuracy, completeness, merchantability or fitness for a particular purpose with respect to any of such standard or classification. Without limiting any of the foregoing, in no event shall Standard & Poor's, MSCI, any of their affiliates or any third party involved in making or compiling any GICS classification have any liability for any direct, indirect, special, punitive, consequential or any other damages (including lost profits) even if notified of the possibility of such damages.

This document is solely for informational purposes. This document does not constitute an offer to sell, a solicitation of an offer to buy, or a recommendation of any security or any other product or service. Any securities, products, or services referenced may not be registered for sale with the relevant authority in your jurisdiction and may not be regulated or supervised by any governmental or similar authority in your jurisdiction. Any information contained in this document may only be used for your internal use, may not be reproduced or disseminated in any form and may not be used as a basis for or a component of any financial instruments or products or indices. Furthermore, nothing in this document is intended to provide tax, legal, or investment advice. Unless otherwise stated, all information contained in this document is from Amundi Asset Management S.A.S. and is as of 23 December 2025. Diversification does not guarantee a profit or protect against a loss. This document is provided on an "as is" basis and the user of this information assumes the entire risk of any use made of this information. Historical data and analysis should not be taken as an indication or guarantee of any future performance analysis, forecast or prediction. The views expressed regarding market and economic trends are those of the author and not necessarily Amundi Asset Management S.A.S. and are subject to change at any time based on market and other conditions, and there can be no assurance that countries, markets or sectors will perform as expected. These views should not be relied upon as investment advice, a security recommendation, or as an indication of trading for any Amundi product. Investment involves risks, including market, political, liquidity and currency risks. Furthermore, in no event shall Amundi have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages due to its use.

Date of first use: 23 December 2025. DOC ID: 5084074.

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée". SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 - Head office: 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com.

Photo credit: ©iStock/Getty Images Plus - Doug Armand

Marketing material for professional investors.

当資料は、アムンディ・アセットマネジメント、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、アムンディ・ジャパン（以下、弊社）が一部翻訳したものであります。当資料は、当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。当資料は法令に基づく開示資料ではありません。当資料中に記載したアムンディ・アセットマネジメント、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、予測、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ます、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。当資料は、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。当資料に記載されている内容は、全て当資料作成日以前のものであります、今後予告なしに変更される可能性があります。当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、当資料を複製または再配布することはできません。当資料中に引用した各インデックス（指数）の著作権・知的財産権及びその他一切の権利は、各インデックスの算出元に帰属します。また各インデックスの算出元は、インデックスの内容を変更する権利及び発表を停止する権利を有しています。

商号等：アムンディ・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