

2026年2月

Trust must be earned

## 過度に冷え込まない経済に市場は安心

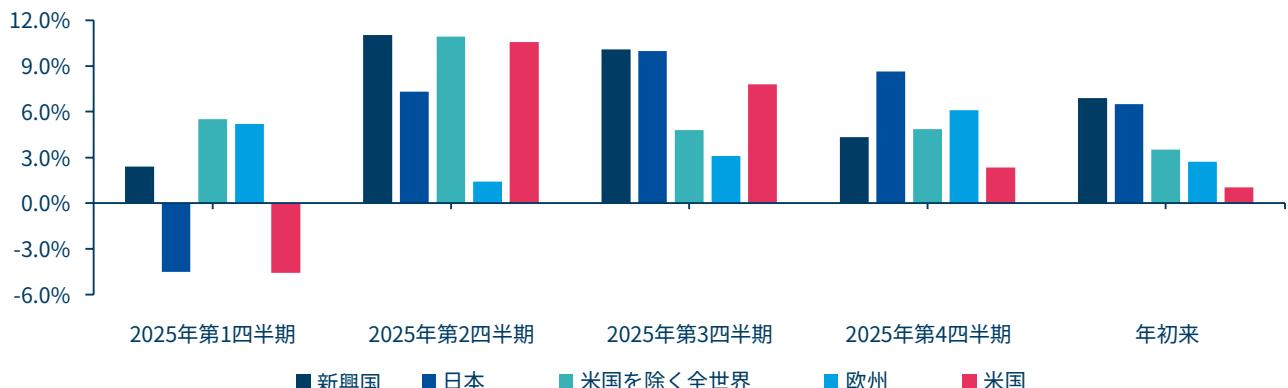
米国は、年明け早々から、トランプ大統領の外交政策目標の達成に向けて、軍事力と経済的影響力を駆使しているが、FRBへの召喚状やベネズエラでの軍事行動は、原油価格やリスク資産にほとんど影響しなかった。一方で、NATO同盟国の主権に対する脅威は、一時的にせよ警戒感を高めた。市場は最終的には、その懸念から回復したものの、米国市場は他地域に後れを取っている。同時に、日本の積極財政とインフレ懸念が国債利回りを押し上げた。

リセッションを引き起こすほども冷え込みもせず、一方で過熱感もない経済状況に、市場参加者の間に強い安心感が広がっていることが、リスク資産の継続的な価格上昇を支えている。このシナリオでは、緩やかな経済成長とディスインフレが、中央銀行の慎重な対応を可能にし、市場流動性を維持することになる。

しかし、改めて今後を考えると、FRBの独立性への脅威、トランプ氏の国内政策、そして伝統的な同盟関係の大幅な見直しというような多くのリスクが想定される。FRBの独立性の毀損は、それがどのような形態になるにせよ、インフレ懸念のアンカーを外しかねない（基本シナリオではないがリスクは高まっている）。こうした状況は、米国からの資産の分散投資と、欧州の戦略的自立性追求を推奨するアムンディの見方を裏付ける。現時点では、米国経済のモメンタムが強いため、ユーロ圏（EZ）の成長予想を上方修正した：

- アムンディは、フランスとスペインの堅調さを考慮し、ユーロ圏の成長率を前回からわずかに上方修正し、1.0%の実質GDP成長率を予想しているが、これはECB予想の1.2%には、まだ、及ばない。実質可処分所得の増加、既に実施された利下げによる投資促進、周縁国におけるNGEU（欧州復興基金）資金の投入がアムンディの予想を裏付ける。ただし、域内の消費動向と労働市場は注視している。

### 株式市場のモメンタムは継続：日本と新興国が主導、米国は現時点では出遅れている



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、2026年1月23日時点。新興国および米国を除く世界指数はMSCI指数、米国はS&P500指数、欧州はStoxx 600指数、日本はTOPIX指数を使用。全指数は現地通貨建て価格。

米国のGDPは、財政支援を考慮しても潜在成長率を下回る2%台の伸びに留まると予想する。

- **米国の消費者物価指数（CPI）は通年ベースで3.0%から2.8%に下方修正された。**しかし、財政刺激策や中間選挙が控えていることを考慮すると、インフレ率はFRBの目標である2%を上回る状態がより長く続くと予想される。一方、住宅関連インフレ（CPIの約3分の1を占める）は鈍化し、全体的なインフレ率を押し下げる予想される。さらに、現在までは、高関税の消費者への転嫁は限定的であり、企業が高コストを吸収しているが、今後、引き続き注視する必要がある。成長面では、主に上半期に税還付による消費の後押しを見込まれ、実質GDP成長率の予想は2%を維持する。
- **中国のGDP成長は、国内活動の弱さ（住宅セクターと消費の調整）と外需の減速により、2025年から2026年は4.4%に減速する見通しだ。**政府はハードランディング回避のため、的を絞った穏やかな刺激策を実施しようが、大規模な刺激策を実施する可能性は低い。12月末の発表はこの見方と一致している。
- **金価格は構造的な押し上げ要因からサポートを受けているが、地政学的緊張（トランプ氏の非伝統的政策を含む）、構造的トレンド（財政赤字・債務の拡大）、中央銀行の需要が金価格をさらに押し上げよう。**最近の米国によるベネズエラへの措置は原油価格に、ほとんど影響を与えたかったが、イランとの緊張が激化すれば、供給増ではなく、供給停止（ホルムズ海峡経由）のリスクを孕むことになり、より重大な価格上昇要因となる。とはいえ、原油市場は現在供給過剰状態にあり、第1四半期には価格低下圧力が予想される。年後半に供給過剰が縮小するにつれ、ブレント価格はバレル当たり60～70ドル台で落ち着く可能性がある。

## アムンディ・インベストメント・インスティテュート：ユーロ圏と米国の金融政策の不透明感の増大

ECBの利下げは先送りされたが、アムンディは、依然、今年2回の利下げを見込んでいる\*。ECBは、ユーロ圏の成長率見通しを踏まえ、現在の政策金利に満足していると考えられる。一方で、アムンディは、成長予想を上方修正したものの、ユーロ圏のディスインフレ・プロセスは継続中と見ている。したがって、ECBは引き続きデータ次第のスタンスを維持するであろうが、3月に発表される域内予想を受けて、第1四半期から第2四半期に今年初の利下げを実施すると予想する。2回目の利下げは第3四半期に実施され、政策金利は現在の2.0%から1.5%までに低下する見通しだ。

アムンディは、FRBが今年2回、それぞれ25ベーシスポイントの利下げを行うという予想\*を再確認しているが、FRBに対して前例のない圧力がかけられており、FRBの独立性に関する政治的リスクは高い。政治的な意図もっての行動と思われるものに対して、パウエル議長は強く反発しているが、これは、金融政策の決定は、FRBの独立した経済情勢判断に純粋に依存すべきとの考えを示している。いずれにせよ、これは、今後、ボラティリティが高まる事を示唆している。デュレーションについて明確な方向性を示すことは難しいが、代わりに5年物から30年物のセグメントでカーブがステイプル化することを予想し、ブレークイーブンについては引き続きポジティブな見方を維持する。

消費が弱含みで推移し、インフレが鈍化し、賃金上昇率が低下するという見通しに基づき、ECBが年内に政策金利を2回引き下げる予想している。ECBが、どのようにインフレ見通しを修正するかも注視しているが、これによりECBの行動方針がより明確になるだろう。

MONICA DEFEND

HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

欧州のディスインフレ環境、米国の財政支援と「政治的ノイズ」、そして、中国の低成長率の継続を踏まえ、アムンディはリスクオンのスタンスを維持する。各資産クラスを見通しは以下の通り：

- 債券市場**：デュレーション全体としては中立スタンスを維持するが、米国債にはやや慎重、欧州債（周縁国債を含む）と英国債にはポジティブな見方を継続。社債は良好なキャリー収益を提供しており、特にEUの投資適格のBBB債とBB格付け債を選好する。アムンディの基本シナリオではないが、リスク要因としては「粘着性の高いインフレ」に関連する事項が挙げられる。世界経済の背景が好転していることを踏まえ、新興国債券で、選別的な視点を持ちながら、キャリー収益を追求する。
- 株式市場**：日本のコーポレートガバナンス改革、ドイツの財政刺激策、人工知能ブーム以外の銘柄探索といった構造的テーマを重視する。堅調な経済活動とFRBの緩和スタンスから、新興国もポジティブに見ている。
- マルチアセット**：安定性の高い特性を評価し、金の見通しを上方修正、原油は下方修正した。新興国では中南米株式へのスタンスを慎重ながらも上方修正。全体として、バランスの取れたリスクオン・スタンスを維持することを推奨する。

グリーンランド  
/NATOに関するトランプ大統領の言動、米中間選挙、関税問題と欧州の対応が、短期的な市場動向を左右する見通し。

## 総合的なリスクセンチメント

### リスクオフ



### リスクオン

強気のモメンタムは、極端に高いバリュエーションによって部分的に相殺されるため、リスクに対するスタンスは変更なし。

#### 対前月での変更

- マルチアセット**：金に対してよりポジティブに、原油に対して、より慎重に変更。新興国株式に対しては、よりポジティブに変更し、米国と欧州に対してはポジティブ度をやや引き下げ。
- 為替**：米ドルを中立に上方修正、ユーロは短期的にやや慎重スタンスに転換。

全体的なリスクセンチメントとは、様々な投資プラットフォームによって表明され、グローバル投資委員会で共有される、リスク資産（クレジット、株式、コモディティ）に対する定性的な見方です。アムンディのスタンスは、市場や経済環境の変化を反映して調整される場合があります。

ECB=欧州中央銀行、DM=先進国市場、EM=新興国市場、CBs=中央銀行、IG=投資適格、HY=ハイイールド、HC=ハード通貨、LC=現地通貨。その他の定義については、本資料の最終ページをご参照ください。

## 債券

## インフレ：ECB政策パズルの鍵

ECBの利下げに対しての市場価格の動きは非対称的にはなっておらず、市場は、特に利下げを予想していないことが示唆されている。しかし、アムンディは、ユーロ圏（EZ）では物価上昇圧力がECBの2%目標を下回り、デフレ傾向が継続すると考えており、その結果、利下げの可能性は、利上げの可能性よりもはるかに高いと想定している。また、ECB内で、よりハト派的な意見が台頭する可能性にも注視しており、これが利下げ論をさらに後押しする可能性がある。

米国では、FRBの独立性、指導部の交代、そして（弱含みの兆しが見え始めている）労働市場が、金融市場の注目を集め続けるだろう。アムンディは、グローバルでイールドカーブの動きに焦点を当て続けており、企業クレジットおよび新興国債券において、選択的にキャリーを追求する。

AMAURY  
D'ORSAY  
HEAD OF  
FIXED INCOME

デュレーションと  
イールドカーブ

- 英国とユーロ圏のデュレーションについては、引き続きポジティブな見方を維持し、周縁国にもポジティブなスタンスを継続する。中期的にイールドカーブのステイプル化を予想するが、これは既に広範なコンセンサスであることも認識している。したがって、全体としてはステイプル化を予想しつつも、10年物と30年物のタームについては、タクティカルに、この見方を後退させている。
- 日本については中立、米国デュレーション（2年物および30年物）についてはやや慎重な見方を維持するが、インフレ連動債についてはポジティブである。

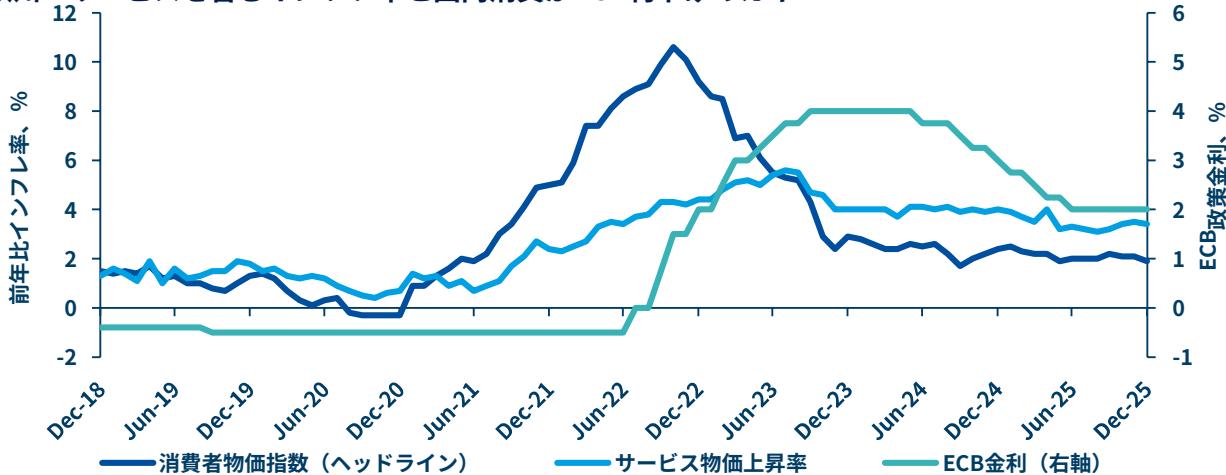
## 社債クレジット

- グローバルな視点では、英国や米国よりもEUを選好する。
- クレジットではベータよりもキャリーを優先する。資本バッファーが頑健な金融セクターを、非金融セクターより重視し、長期債より短期債を選好する。
- さらに、利回りとクオリティのバランスを重視する。現在は、BBB格付けのような資本構造のクオリティの低いクレジットが魅力的なキャリーを提供していると考えている。

## 新興国債券・為替

- グローバル・マクロ環境は新興国債券にポジティブだが、地政学リスクが変動要因となり得る。アムンディは、引き続き、2026年は新興国債券においてキャリー収益が得られる年になると想定する。ポジティブな見方を維持する。現地通貨建て債券、ハードカレンシー建て債券、社債のいずれにおいてもハイイールド債を優先する。地域別では、サハラ以南のアフリカ、ラテンアメリカ（例：アルゼンチン）を選好する。
- 為替では、ユーロをタクティカルに下方修正、米ドルを中立に上方修正した。FRBの利下げ2回分は既に市場に織り込まれている。新興国通貨については、引き続きポジティブな見方を維持する。

## 欧州：サービスを含むインフレ率と国内消費がECB利下げのカギ



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、ユーロスタット。2025年1月22日時点の最新月末値。

## 株式

## 熱狂より構造的ストーリーを重視

米国と欧州の株式は、経済・地政学的なニュースが混在する中、1月に過去最高値を更新した。今後は、地域間のバリュエーション格差と企業収益の堅調さが、どの市場がアウトパフォームするに影響しよう。現在進行中の決算発表は、EPS成長率、そしてより重要な資本支出（CAPEX）を確認することになる。米国では、集中リスク、政治的不確実性、AI分野における資本配分の誤りが懸念される。これらのリスクを勘案すると、市場が要求する現在のバリュエーションは妥当ではないと考えられる。

米国やAIハイパースケーラーからの分散投資を推進し、日本・新興国・欧州の構造的に成長ストーリーが見込める銘柄へのシフトを進める。全体として、バリュエーションと増益ポテンシャルのバランスが良好な局面では、ボラティリティを投資機会と捉える方針である。

**BARRY GLAVIN**  
HEAD OF EQUITY  
PLATFORM

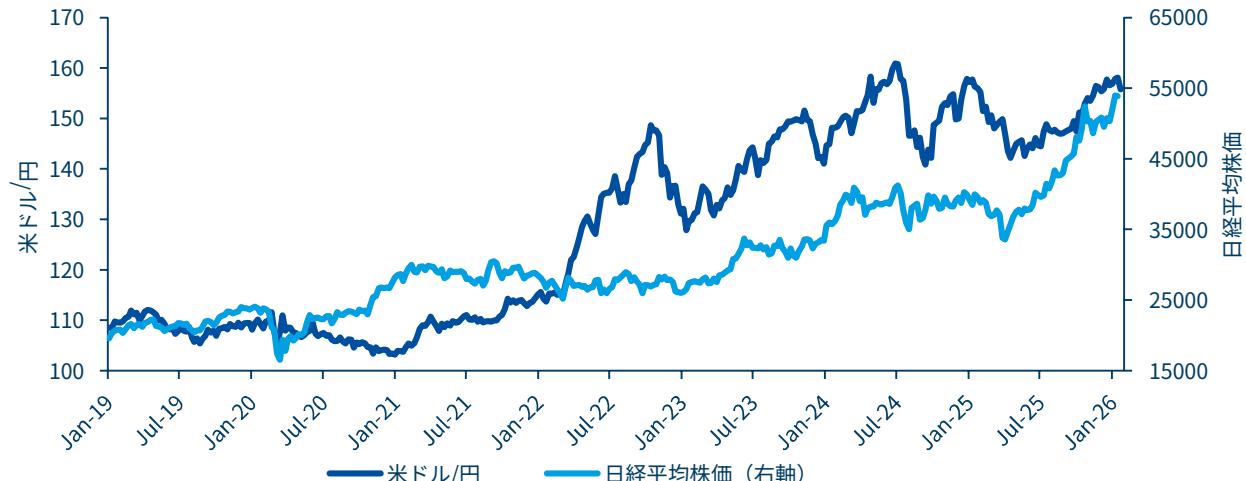
## 先進国市場

- 欧州では、昨年、増益の加速がサポート要因となった。現在のバリュエーション水準で欧州株式市場が好調を維持するには、今年は1桁台後半の収益成長率の達成が必要となる。セクター別では、リスクとリターンのバランスが改善したことから、銀行セクターに対する見通しを上方修正した。
- 日本は、金利正常化、円高、政治情勢に関連して短期的にボラティリティが高まる可能性はあるが、長期構造的なストーリーは、依然、説得力が高い。
- 欧州と日本では、中小型株が大型株に対して極端に割安なバリュエーションとなっているため、有望な投資対象である。資本利益率や負債比率といったクオリティも改善傾向にある。
- AI分野では、電気工学、電力需要、AI導入サブセクターに焦点を当てている。

## 新興国市場

- FRBとECBによる金融緩和と、地域全体での堅調な経済成長（地域差はあるものの）への期待が相まって、新興国市場には、引き続きポジティブな見方を継続している。
- ラテンアメリカ、欧州新興国、UAEを好感している。ラテンアメリカのバリュエーションは魅力的であり、政治環境を注視している。ブラジルでは今後12ヶ月で利益成長がプラスになると予想している。
- 中国については、政府の景気刺激策と過剰生産能力抑制策を検証中だが、現時点では中立スタンスを維持している。政府は成長モデルを国内消費主導型へ転換しつつあるが、これには時間を要すると見られる。台湾とサウジアラビアは慎重なスタンスとしている。
- セクター別では通信サービス株を選好する。

## 日本：長期的な期待は継続しているが、円高が短期的な変動要因となる可能性



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、2026年1月23日時点の最新週間データ。左縦軸の上方移動は円安を示し、下方移動は円高を示す。

## マルチアセット

## 安全策を強化し、リスクを微調整

米国と欧州の経済環境は相応の水準にあるものの、多くの資産クラスでバリュエーションが高水準にある中、米国労働市場に減速の兆候が見られる。加えて、最近の地政学的なニュースフローは警戒の必要性を引き上げているが、全体としてはややリスクを選好するスタンスを継続している。株式とクレジットに対するアムンディのポジティブな見方は、堅調な利益サイクル、力強いモメンタム、そして豊富な流動性にサポートされている。具体的には、新興国市場におけるバリュエーションを探求するとともに、金を通じた安全策の強化と、米国・欧州のリスク資産におけるヘッジの強化が必要であることを強調したい。

欧州、英国、米国株式については強気の見方を維持する一方、ラテンアメリカの強気への転換により新興国市場へのスタンスを慎重ながら上方修正した。一般的にラテンアメリカは、他の新興国市場と比較して魅力的な相対的バリュエーションを提供している。同地域最大の経済国であるブラジルは金融緩和サイクルにあり、これに加え今年の堅調な収益見通しがブラジル株式にとってプラスに働く見込みだ。

米国債（5年物）とEU債（10年物）のデュレーションについてはポジティブな見方を維持。米国では労働市場の減速に加え、関税引き上げのインフレへの波及が限定的である。成長や企業収益の潜在的な減速を想定し、米国債をポジティブに見ているが、金融環境のタイト化には、デリバティブでヘッジしている。また、対ドイツ国債でのイタリア国債の選好も継続しているが、財政圧力が継続する日本国債には慎重なスタンスを維持する。EUの投資適格債には堅調な需要が見込まれる。

コモディティ市場では、金に対する見方をよりポジティブに転換した。中期的な上昇要因も継続しているが、現在はデリバティブよりも現物受渡しの金への選好度が高まっており、市場がストレスを想定していることを示唆している。一方、石油については、OPECによる価格支援策が限定的であることから慎重なスタンスに変更した。為替市場では、対ユーロでのノルウェー・クローネ（NOK）と日本円（JPY）を強気に見ている。日銀の金利正常化が円高を誘発する可能性がある一方、インフレ率が高いノルウェーでは中央銀行の利下げが困難になる見込みだ。

## アムンディ・マルチアセット投資見通し\*



## ▼ 前月比で引き下げ

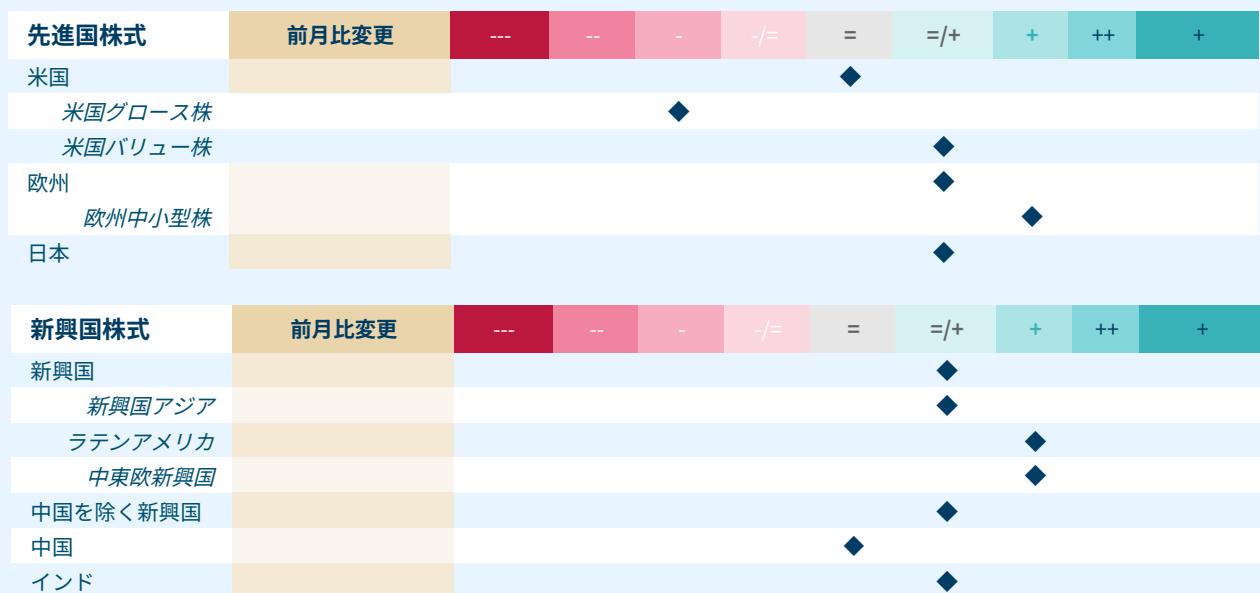
## ▲ 前月比で引き上げ

出典：アムンディ、2026年1月21日時点。前月比（M-1）は前月からの変動を示す。本表はマルチアセットプラットフォームの主要な投資方針（ヘッジを含む）を表す。“見方は、リファレンス資産配分（ベンチマーク：株式45%、債券45%、商品5%、現金5%）を基準に示されており、「=」は中立を示します。デリバティブ運用により、+と-の合計が一致しない場合があります。これは特定の時点での評価であり、随時変更される可能性があります。本情報は将来の結果を予想するものではなく、特定のファンドや証券に関する調査、投資助言、推薦として読者が依拠すべきものではありません。本情報は説明目的であり、アムンディ製品の実際の現在・過去・将来の資産配分やポートフォリオを表すものではありません。

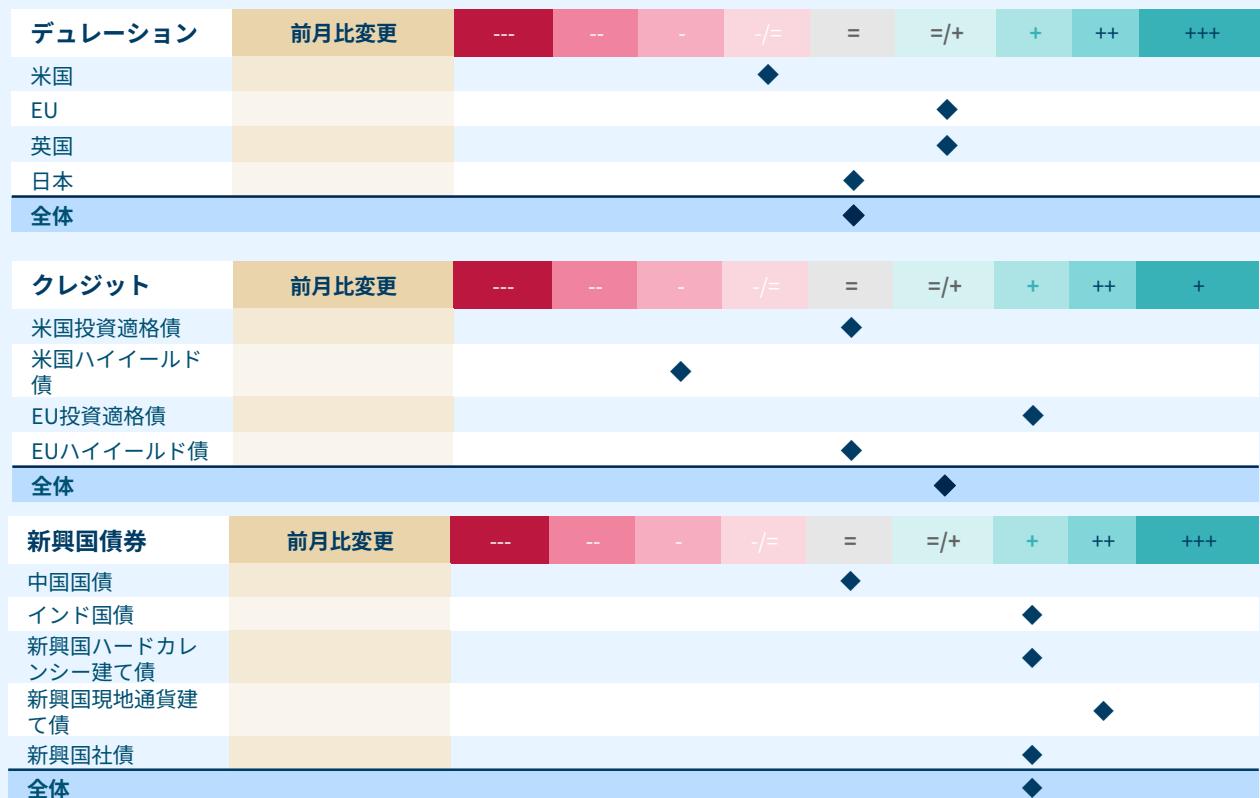
## アムンディの資産クラス別見通し

▼ 前月比で引き下げ  
▲ 前月比で引き上げ

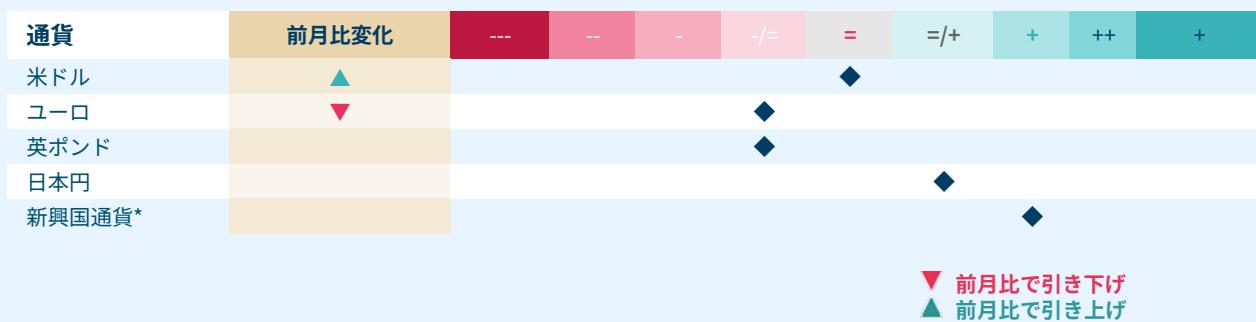
## 株式見通し



## 債券見通し



## グローバル為替見通し



出典：2026年1月21日時点における最新のグローバル投資委員会（GIC）での見方およびその後の議論の概要。表は各資産クラスに対する絶対的な見方を示しており、9段階の尺度で表現されています。ここで「=」は中立的なスタンスを指します。本資料は特定の時点における市場評価を示すものであり、将来の出来事の予想や将来の結果を保証するものではありません。本情報は、特定のファンドや証券に関する調査、投資助言、推奨として読者が依拠すべきものではありません。本情報はあくまで説明・教育目的であり、変更される可能性があります。本情報は、アムンディ製品の実際の現在・過去・将来の資産配分やポートフォリオを示すものではありません。FX表はGICの絶対的な為替見方を示します。\*は複数の新興国通貨の統合見方を表します。

## DEFINITION ABBREVIATIONS

Currency abbreviations: USD – US dollar, BRL – Brazilian real, JPY – Japanese yen, GBP – British pound sterling, EUR – Euro, CAD – Canadian dollar, SEK – Swedish krona, NOK – Norwegian krone, CHF – Swiss Franc, NZD – New Zealand dollar, AUD – Australian dollar, CNY – Chinese Renminbi, CLP – Chilean Peso, MXN – Mexican Peso, IDR – Indonesian Rupiah, RUB – Russian Ruble, ZAR – South African Rand, TRY – Turkish lira, KRW – South Korean Won, THB – Thai Baht, HUF – Hungarian Forint.

## 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.msccbarra.com](http://www.msccbarra.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 January 2026. 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 January 2026. DOC ID: 5156533

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](http://www.amundi.com).

Photo credit: Unya-MT @gettyimages

Marketing material for professional investors.

# 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**

### CHIEF EDITORS



**CLAUDIA BERTINO**  
Head of Amundi  
Investment Insights,  
Publishing and Client  
Development



**LAURA FIOROT**  
Head of Investment  
Insights & Client  
Division



**UJJWAL DHINGRA**  
Senior Specialist -  
Investment Insights  
and Client Division

### THIS EDITION'S CONTRIBUTORS

**PAULA NIALL**  
Investment Insights and Clients Division

**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・インスティチュートが一般・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・インスティチュートの見通し、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