

関税のUターン、市場のUターン

政策決定の秘訣は、期待する成果を設定し、その成果に照らして今後すべての決定を評価することです。トランプ米国大統領が「解放の日」に法外な関税を発表すると、市場の懸念は顕著に高まりました。その後、米国労働市場の底堅さや、予想を上回る決算、貿易戦争の緊張緩和を受け市場心理は上向き、リスク資産が反発し、債券利回りは上昇しました。

リスク資産がこのまま上昇し続けるかは、景気動向と通商政策の先行き次第です。債券については、財政問題や巨額の債務を背景に長期金利への上昇圧力が続くとみられ、特に米国（トランプ減税法案が最大の要因）や日本ではその傾向が高いと考えられます。当社では当面の間、米国、ユーロ圏、中国について経済成長予測を上方修正するとともに、米国のインフレ予測を下方修正することとしました。

- **米国、ユーロ圏の経済成長予測を上方修正**：関税の引き下げを受け、米国の国内総生産（GDP）成長率予測を2025年、2026年ともに前年比1.3%（実質ベース）から同1.6%に小幅に上方修正しました。それでも昨年と比べれば景気は減速し、経済成長率が潜在成長率を引き続き下回るとともに、個人消費も低迷すると予想しています。ユーロ圏については、今年の経済成長予測を0.8%に上方修正しましたが、スペイン、イタリア、フランス、ドイツの間で明暗が大きく分けられるとみています。
- **米連邦準備制度理事会（FRB）と欧州中央銀行（ECB）による景気低迷への対応が市場にとってのカギです**。直近の決定からも明らかのように、FRBは受け身の対応に終始するとみられます。市場はFRBとECBの利下げ予想を引き下げましたが、当社ではFRBとECBの年内の利下げ回数に関して従来の予想を据え置いています。



ヴァンサン・モルティエ
アムンディ・グループCIO

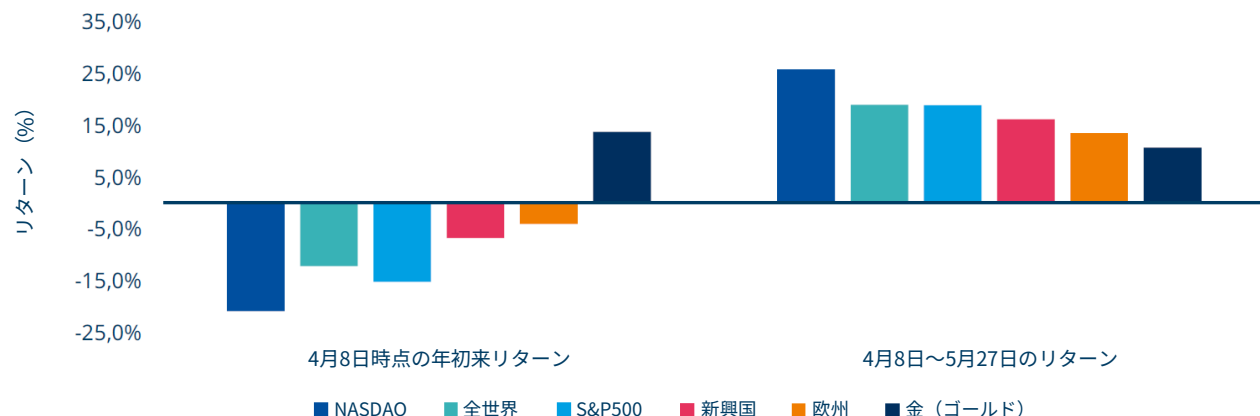


モニカ・ディフェンド
アムンディ・インベストメント・
インスティテュート・ヘッド



フィリップ・
オルジュヴァル
アムンディ・グループ
デビュティCIO

トレンドの反転？ それともモメンタム相場？



リスク資産の上昇が
継続するかは、
経済活動の底堅さ、
消費者心理、企業の
信頼感、通商政策に
左右されます。

- 消費者心理とインフレ期待は米国の個人消費にとって重要な要素です。関税のショックが想定よりも小さかったことから、当社では今年の米国消費者物価指数（CPI）の上昇率を3%程度に下方修正しました。しかし、貿易関税の引き上げや、米国政府が進めようとしている歳出削減、インフレ期待といった要因が個人消費を押し下げ、やがて支出行動にも影響を及ぼす可能性があります。
- 米国と中国の長期的なデカップリング（経済分断）は、両国がこの外交・経済における関係悪化を「管理」しようとしても、継続することになるでしょう。経済成長に関しては、2025年の中国のGDP成長率予測を3.9%から4.3%に上方修正しました。見通しはほぼ完全に回復したかのような印象ですが、一部のダメージが不可逆である点は強調しておきたいところです。通商政策を巡る不確実性は依然高く、それが民間セクターの信頼感を損なう要因になりそうです。

消費、経済成長、インフレに関する以上のポイントを踏まえると、状況は市場の織り込み以上に混迷を深めることが予想されます。例えば、米国のインフレ圧力は弱まっているように思われますが、より長期的な通商政策決定の詳細が明らかになれば、全体的なインフレ傾向が強まる可能性もあります。

さらに、米欧企業の第1四半期の決算発表は予想外に良く、リスク資産の見通しが短期的に改善していることを示している可能性があります。とはいえ、当社ではリスク評価の構造的な見直しが必要だとは考えていません。

アムンディ・インベストメント・インスティテュートの見解：主要中銀の政策に微妙な「ズレ」が生じる

FRBとECBは年内に3度の利下げを実施し*、FRBの政策金利は年末までに3.75%まで引き下げられると予想されます。当社では米国の経済成長予測を引き上げましたが、米国の経済成長率が2025年、2026年ともに潜在成長率を下回る見込みであることで、FRBは来年も利下げに意欲を示すとみられることから、FRBの利下げについては従来の予想を据え置いています。ECBもFRBと同様に3度の利下げ（各0.25%）行う公算が大きく、政策金利は9月*までに1.5%まで引き下げられると予想されます。対照的に、日銀は主要中央銀行の中で唯一、利上げ方針を打ち出しています。当社では、日銀が第3四半期までに政策金利を0.75%に引き上げるとみえています。

中国の政策当局は後の段階で活用できるように手段を一部温存したい考えです。米中間の交渉の結果を受け、第3四半期に大規模な財政出動が実施される可能性は低下しましたが、当局は経済成長を支える姿勢を崩さないものと思われます。金融政策に関しては、中国人民銀行（人民銀）による0.1%の利下げ対応は当社の予想よりも穏やかなものでした。これは同行が年初に打ち出した、経済成長を全面的に支援するとの方針に変化があったことを示すものです。当社では、人民銀が今年7月と9月に計2回、各0.1%の利下げを実施すると予想しています。

世界の金融政策決定において微妙なズレが拡大しつつあります。FRBはインフレ期待を考慮した上で利下げを行う必要に迫られるとみられますが、ECBの置かれた状況はそれより若干良く、それに対して日銀は利上げを行う公算が大きいとみられます。

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

こうした状況を背景に、当社では以下の方針に従い投資を実施しています。

- **財政懸念や政府債務問題が再浮上したことで、日本を含む世界各国の債券市場に影響が及ぶ可能性があります。**米国のデフレシオンに対しては中立に近い見方をしつつ、インフレ期待の高まり、関税の不確実性、国債の供給増に起因する利回りの変動を注視しています。地域別では、欧州連合（EU）と英国に引き続きポジティブな見方をしていますが、日本に対しては以前よりも慎重な見方を強めました。クレジットについては、質の高い短期銘柄に注目するとともに、米国よりもEU諸国の銘柄を 선호しています。
- **株式に対してはバランスの取れたスタンスで臨むとともに、グローバル市場に重点を置いた投資を実施しています。**米国株は下げ幅を取り戻しており、このところの上昇を受けて、今やバリュエーションが長期平均を上回る水準にあります。地域別では、欧州と英国を 선호していますが、米国のグロース銘柄は市場心理に左右されやすいように思われます。
- **貿易緊張の緩和は新興国市場にとって追い風ですが、90日間の停止措置が解除された後の関税の状況は依然不透明です。**全体として、米国のデフレーション傾向、FRBの利下げ、米ドル安を背景に、新興国資産を取り巻く状況は好転しています。
- **マルチアセットについては、戦術的なリバランスを行うとともに、ヘッジを強化しています。**経済成長見通しは冴えないとはいえ、依然まずまずの水準であり、収益も以前と比べて伸びが鈍いながらもプラス圏を維持しています。そのため、リスク資産に対しては株式に注目しつつポジティブな見方を維持するとともに、短期的に米国株に対するポジティブな見方をやや強めました。

米中間で続く競争はボラティリティと投資機会を生み出すとみられます。
したがって、リターンを高めながらも守りを崩さぬように、一時的に値下がりした分野で投資機会を模索しています。

全体的なリスクセンチメント

リスクオフ

リスクオン



マクロ経済や市場の動向変化を考慮して見方を若干調整しましたが、全体的なリスクスタンスはこれまでと変わらずポジティブです。

前月からの変化

- **債券：**日本のデフレシオンに慎重な見方を強め、EUのデフレシオンにポジティブな見方を小幅に弱めた。
- **新興国市場：**アジア新興国の株式に対してポジティブな見方に転じながらも、インド株には楽観的な評価を小幅に引き下げたが、長期的な投資妙味は依然として高いと考える。
- **マルチアセット：**先進国株式の見通しを戦術的に引き上げつつ、ヘッジを強化した。
- **為替：**英ポンドの見通しを引き下げるとともに米ドルの見通しを中立に引き上げたが、米ドル安は長期化すると考える。

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。

債券市場

執筆者

アモリ・ドルセー
債券部門ヘッド

赤字懸念で長期金利が上昇

米国の消費者物価指数（CPI）や賃金の伸びは抑制されているようですが、債券自警団は巨額の財政赤字や政府債務（今年は大量の米国国債が満期を迎える）、高まる期待インフレ率に懸念を示しています。関税引き下げによる経済成長の促進はまた利回りを押し上げつつあります。先進国全体で利回りが急上昇するなか、当社では引き続き、グローバルな視点で市場を捉え、選別的な投資を実施する方針です。

同時に、当社では欧州、特にドイツと英国のハードデータ（実際の経済活動の結果を集計して発表される経済指標）や、欧州中央銀行（ECB）とイングランド銀行（BOE）が打ち出す対応を注視しています。今のところECBの任務は、比較的高いインフレリスクに直面する米連邦準備制度理事会（FRB）に比べて難しくはないと考えています。全体としては、ややポジティブな見方を維持するとともに、米国のイールドカーブがスティープ化すると引き続き予想しています。

デュレーション・イールドカーブ	社債	為替
- デュレーション全般にポジティブな見方をするが、EU域内の経済がECBの利下げの影響を受け始めるとみられることから、EU主要国への見方を小幅に引き下げた。 - EU周辺国と英国のデュレーションについてはポジティブな見方を据え置いた。 - 米国では5-30年債の金利差が拡大し、スティープ化が進行すると予想する。 - 日本に対しては慎重な見方をより一層強めた。	- クレジットの利回りは引き続き魅力的であるとともに、経済成長と継続する金融緩和の恩恵を受ける可能性が高い。 - 引き続き質が高く（ハイイールド債よりも投資適格債）年限の短い銘柄を選好するが、年限の長い銘柄には全体的に慎重な見方をする。 - 地域別では、米国よりもEUを選好し、英国のクレジットには中立の見方をする。 - セクター別では、銀行銘柄とBBB格の銘柄に注目する。	- 米ドルについては、市場が不安定であることからスタンスを中立に変更した。ドルと米国金利の間の相関は正に転じている。したがって、もはや米ドルは以前ほど効果的な分散投資先ではない可能性がある。しかし、米ドルへの国際的な関心は依然として高く、ある程度の値固めが予想される。 - 英ポンドに対するスタンスは中立に変更したが、状況が流動的であるため、引き続きアクティブな投資を実施する。

5月に米国30年物国債の利回りが5%に到達、今後も激しい変動が予想される



出所：米国財務省、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5月22日現在）。

株 式 市 場

執 筆 者

関税の不透明感がバリュエーションに影響

米国と中国が関税の一時引き下げで合意したことを受け、市場では安堵感が広がり、株価が反発しました。しかし、決算発表で示された各社の業績見通しは、企業が投資判断や、今後の業績への影響の見極めを行うには、先行きがより明確になる必要があるという当社の見方を裏付ける内容でした。長く高止まりする雇用関連指標や期待インフレ率が低下した場合には、支出行動や株価バリュエーションへの影響が見込まれます。

そのため、今後も不安定な値動きが続くとみられ、当社では、個別企業のファンダメンタルズを重視したボトムアップ分析で現在のバリュエーションと企業の業績見通しを比較することで、こうした状況に対処することを目指しています。欧州、英国、アジア市場にはこのような質の高い企業が見受けられます。一方で、こうした値動きの影響を最小限に抑えるために、国際貿易を巡って継続する不確実性の影響を受けにくい強固なビジネスモデルを有する銘柄を発掘しています。

バリー・グラヴィン
株式プラットフォーム・
ヘッド

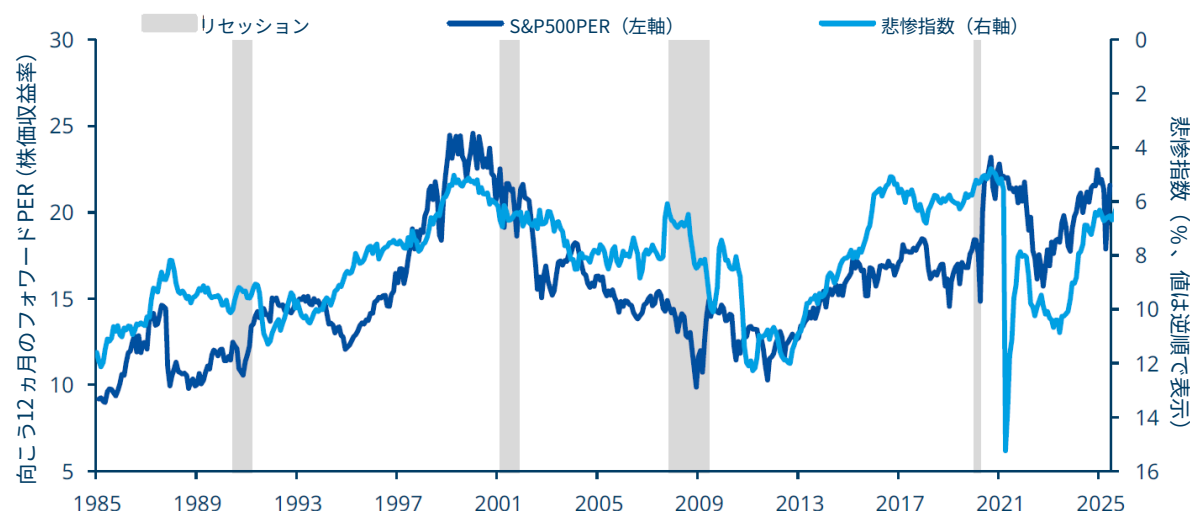
グローバル株式の見通し

- 米欧企業の決算発表は予想を上回る内容だった。しかし、米国株全般には集中リスクやバリュエーションリスクがあるため引き続き慎重な見方をしており、その一方でボトムアップ分析により資本財関連のクオリティ銘柄や割安なディフェンシブ銘柄を選別している。
- 欧州株には下値の安心感があることから引き続きポジティブな見方をしている。英国株は米国との間で続く関税の不確実性のなかでも状況が良い模様。
- 日本株については、企業改革と収益性・資本効率向上の機運が続いていることから、ポジティブな見方を維持している。

セクター・スタイル別の見通し

- ディフェンシブセクターとシクリカルセクターへの投資を組み合わせるバーベル戦略を継続する。欧州では生活必需品株やヘルスケア株が買われている。一方で、一部のクオリティの高いシクリカルセクターは割安感が高まっていることから選好している。さらに、財務状況が健全で配当利回りが魅力的な銀行株には投資妙味があるとみている。
- 米国ではトランプ大統領の二転三転する政策の影響に左右されにくいバリュー銘柄とクオリティ銘柄を選好する。大型の銀行株はイールドカーブのスティープ化や、トランプ政権が進める規制緩和や減税が追い風となる可能性があるため同様に選好する。

経済成長の下振れリスクとインフレの上振れリスクが株価の上値を抑える可能性



出所：データストリーム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5月12日現在）。悲慘指数は失業率とインフレ率の和で表され、この数値が高いほど株価バリュエーションが低い傾向がある。

新興国市場

執筆者

ヤーラン・
シズディコフ
新興国市場
グローバルヘッド

緊張緩和が新興国市場の追い風に

米連邦準備制度理事会（FRB）の利下げや米ドル安は新興国市場にとって好材料です。また、米中通商協議の初期成果が予想外に良かったことで楽観論が台頭しつつありますが、懸念材料は依然として払拭されていません。90日間の猶予期間後の関税の状況、予測不能なトランプ大統領の交渉、先般の米国信用格付けの引き下げといった問題により、ボラティリティが高まる可能性もあります。

中国では市場心理が改善しており、関税交渉の期間が進むなか、当社ではこの状況がどれだけ持続するかを見極めようとしています。同時に、大規模な財政出動が見込みづらく、同国に対しては依然として強気のポジションを取りづらい状況です。当社では、新興国全体の株式と債券を対象に、引き続きボトムアップの銘柄選別を実施しています。

新興国債券

- **ハードカレンシー建債券と現地通貨建債券に対してポジティブな見方を維持する。**現地通貨建債券は世界的なディスインフレや新興国中銀による利下げが継続していることが追い風になるとみられる。また、新興国では関税の引き下げによりインフレ圧力の低下が見込まれ、それが現地通貨建債券の一段の押し上げ材料となる。具体的には、ブラジル、メキシコ、ペルーなど中南米諸国に注目している。
- **国別では、中国債券に対して中立に近い見方をするとともに、インドではディスインフレが継続していることから、インド債券に対してポジティブな見方をしている。**
- **為替市場では、トランプ大統領が為替レートの切り上げを交渉材料とした場合は（台湾ドルで見られたように）値動きの荒い展開が続くとみられる。**

新興国株式

- **アジア新興国に対してポジティブな見方を小幅に強める。**貿易緊張が一時的に緩和したことがその要因であり、これにより台湾の情報通信セクターの見通しも改善した。長期的にはインドに対してポジティブな見方をするが、短期的には民間設備投資が弱く、市場バリュエーションが割高だとみている。
- **欧州・中東・アフリカ（EMEA）新興国については、全体的にポジティブな見方を維持するとともに、欧州全体の成長が底堅いことから、欧州新興国に注目している。**
- **中南米地域については、ブラジルとメキシコにポジティブな見方をする。**域内の回復はかなり進行していると認識しているが、中南米地域は米国の貿易関税の影響を比較的受けにくい。

アジア市場の主要な投資方針

つかの間の安堵：米国と中国との間で法外な関税率を引き下げる貿易協定が合意されたことがアジア市場に好感されました。それでも、米国例外主義を巡る市場の思惑の変化には歯止めがかからない状況です。そのため、アジアの機関投資家からは、米ドル安に対するプロテクション需要が増す可能性があるともみています。さらに、マクロ経済を巡る不確実性の高まりは、企業の投資判断を短期的に妨げるかもしれません。しかし、サプライチェーンを再構築して世界経済の秩序の変化に適応したいというアジア企業の中期的な意向には変わりはないと考えられます。

アジア債券：米ドル安を背景に、インフレが抑制されているアジア諸国では中央銀行が利下げを実施しやすい環境にあります。アジア新興国と米国の間では国債のスプレッドがさらに縮小する余地があり、アジア債券は現地通貨ベースのトータルリターンで見て魅力が高まっていると考えています。社債については、安定したインカム収入を生み出す手段として、格付の高い投資適格債券を引き続き選好するとともに、ハイイールド債券に選別的な投資を行っています。

アジア株式：株価の急反発でバリュエーションの割高感が再燃しつつあるなか、銘柄選別が極めて重要です。アジア域内の経済成長が緩やかに鈍化するとの見方から、引き続き中国、インド、フィリピンの国内市場に注目しています。投資家は、インドネシアの銀行株など過小評価された分野だけでなく、中国の人工知能関連の川下セクター（ソフトウェア、アプリケーション、クラウドサービスなど）をはじめとするグロース分野の投資機会にも注目することが推奨されます。

マルチアセット

執筆者

モメンタム相場のなかスタンスを見直す

フランセスコ・
サンドリーニ
マルチアセット戦略
ヘッド

ジョン・
オトゥール
マルチアセット
投資ソリューション・
ヘッド

米中の関税を巡る最悪のシナリオは避けられた格好ですが、通商政策、経済成長・インフレ動向、下半期の決算には依然として強い不透明感があるとみています。財政赤字と政府債務を巡っては懸念が再燃しています。今のところ、米国の経済と労働市場は力強さを見せています。したがって、足元のモメンタムが相場の動きを主導するなか、当社ではリスクスタンスを戦術的に見直しました。投資家はこれを機に、ヘッジの強化を検討すべきだと当社では考えています。

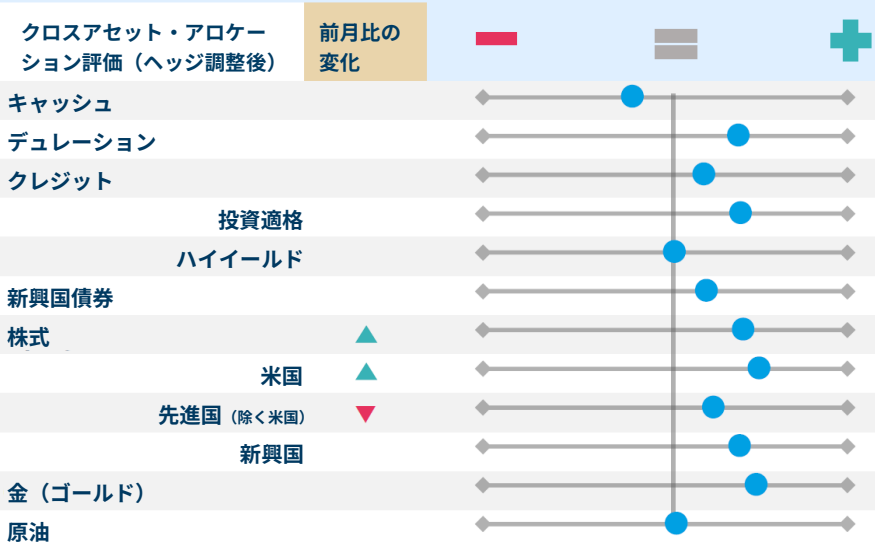
先進国株式については、貿易戦争の休戦やこのところの大型銘柄の決算が好感され市場心理が好転していることを踏まえ、米国株に対する見方を小幅に引き上げました。米国の中型株に対しても、足元のバリュエーションを踏まえてややポジティブな見方をしています。一方で、ユーロ圏に対しては引き続きポジティブな見方を維持していますが、値動きが不安定であるため、一部市場のプロテクションを強化する好機であるとみています。また、英国は欧州市場の中で有力な分散投資先となります。新興国については、中国株に注目しつつポジティブな見方を維持しています。中国のハイテク銘柄や、追加の流動性供給や財政政策の恩恵が期待される分野に対しては見方を小幅に調整しました。

デュレーションに対してはポジティブな見方を維持していますが、財政赤字拡大の影響を受けにくい分野への選好を徐々に強めています。米国国債については5年物に対してややポジティブな見方をするとともに、欧州連合（EU）の主要国や周辺国、英国に対してもポジティブな見方をしています。欧州ではエネルギー価格の下落を背景にディスインフレは継続が見込まれ、欧州中央銀行（ECB）が利下げを実施できる状況にあります。日本国債に対しては慎重な見方をしており、円高が日銀にとっての悩みの種になるとみています。また、新興国のスプレッド物はキャリアがますますの水準であり、割安感があるとみています。

米ドルの例外主義の衰退は続いています。一定のペースでは進まない可能性もあります。当社では、ユーロ/米ドルと日本円/米ドルに対してポジティブな見方をしています。全体としては、金（ゴールド）を選好するとともに、欧州株に対してプロテクションを講じるべきとの見方を強めました。

“このところのリスク資産の反発を機に、プロテクションを強化し、より底堅い市場の一角へと戦術的にスタンスを調整するべきだと考えています。”

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5月30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るため、プラス（+）とマイナス（-）の合計が釣り合わない場合があります。本表は特定の一時点における評価であり、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。

資産クラス別見通し

株式見通し

株式	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国					◆					
米国グロース			◆							
米国バリュー						◆				
欧州								◆		
欧州中小型								◆		
日本						◆				
新興国						◆				
グローバルファクター	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
グロース					◆					
バリュー							◆			
小型						◆				
クオリティ						◆				

債券見通し

デュレーション	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国						◆				
EU	▼						◆			
英国								◆		
日本	▼			◆						
全体							◆			
クレジット	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米国投資適格						◆				
米国ハイイールド				◆						
EU投資適格								◆		
EUハイイールド						◆				
全体							◆			
為替	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
米ドル	▲					◆				
ユーロ						◆				
英ポンド	▼					◆				
日本円								◆		
人民元 (オンショア)				◆						

▼ 前月比で引き下げ
▲ 前月比で引き上げ

出所：2025年5月22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。

新興国市場見通し

新興国債券	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
中国国債						◆				
インド国債								◆		
新興国HC								◆		
新興国LC									◆	
新興国社債								◆		
新興国株式	前月比の変化	---	--	-	-/=	=	=/+	+	++	+++
新興国							◆			
アジア新興国	▲						◆			
中南米								◆		
EMEA新興国								◆		
新興国（除く中国）							◆			
中国						◆				
インド	▼						◆			

出所：2025年5月22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。※HC＝ハードカレンシー建債券、LC＝現地通貨建債券、EMEA＝ヨーロッパ、中東、アフリカ

▼ 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.msicibarra.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 4 June 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. As of 7 May 2025, economic growth projections from Amundi Investment Institute include tariffs of +100% tariff for China (partially offset by fiscal stimulus) and +10% for the RoW. As of 7 May, tariffs are 10% universal, 145% on China; +25% on non USMCA compliant imports from Canada/Mexico (10% in certain energy and related products); 25% sectoral tariffs under the section 232 (Steel and Aluminium; auto and auto parts), mildly reduced by the recent proclamations on Import Adjustment Offset.

Date of first use: 4 June 2025. DOC ID: 4285688
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: Unya-MT @gettyimages
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、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、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