

3年のタイム・ホライズンにおける投資見直し

2025年6月

経済サイクルとバリュエーションを揺るがす貿易戦争： 今後も不安定なリターンが予想される

コロナ後のインフレ上昇、トランプの大統領就任によって拍車がかかった地政学的再編の進行、人工知能（AI）の台頭によって、経済サイクルを、より予想困難なものにするパラダイム・シフトが進んでいる。ダイナミック・アセット・アロケーション（以下、DAA）は、アロケーションの機会を再認識することで、このような環境を乗り切りに有益なフレームワークである。

世界経済は、トランプ大統領の関税政策に起因する下振れリスクにさらされ、潜在成長率を下回る水準で推移すると予想される。ほとんどの先進国中銀は、量的引き締めを縮小するとともに、年内において、さらなる利下げを実施する可能性があり、依然、やや抑制的な政策スタンスを緩和する方向での動きが予想される。このようなシナリオにおいては、中銀の意思決定は引き続き経済データ次第となるため、今後3年間の潜在的なインフレの動向（上下幅）を適切に評価することが極めて重要になる。

アムンディのDAAモデルは、これらの前提を踏まえ、経済的背景の評価として、「インフレを伴う景気サイクル後期レジーム」が、今年、最も可能性の高いシナリオであることを示唆している。とはいえ、別のレジームが展開する確率も30%以上と大幅に高まっているため、短期的にはリスクを注視し、ドローダウンの軽減に取り組む必要がある。一方、バリュエーションは最近の調整後、年初ほど極端な割高ではなくなっており、3年という時間軸で見れば興味深い投資機会が提供されている。

全体として、今後1～3年は、経済的背景がより強い下振れリスクにさらされるため、米国のリスク資産（株式とハイ・イールド債券）のリターンは、過去の長期平均¹を下回る水準で推移すると予想される。この結果、伝統的な株式60%-債券40%（60-40）のアロケーションの期待リターンは低下する。

今日の市場環境においてダイナミック・アセット・アロケーションが重要となる理由



MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI
INVESTMENT
INSTITUTE

2008年の金融危機の後、各国中銀は前代未聞の水準で流動性を供給したが、コロナ後のインフレ復活によって、新たな長期的パラダイムへのシフトの到来が告げられた。インフレのボラティリティは上昇、経済変動もより顕著になり、不透明な経済政策によって悪化する可能性も高まったことで、経済サイクルの予想は、より困難になってきている。今後1～3年の経済情勢を理解することは、中期的なアロケーションによる投資機会を、より幅広く活用できるようになることを意味し、投資家にとって極めて重要となっている。成長、インフレ、金融政策、レバレッジを考慮し、レジームを効果的に認識することで、リターンのパターンを見極めること可能となる。

投資ホライズン	<1年	1～3年	>5年以上
	タクティカル・アセット・アロケーション（TAA）	ダイナミック・アセット・アロケーション（DAA）	ストラテジック・アセット・アロケーション（SAA）
ターゲット	短期的な市場の動きを捉えたリターン獲得	経済サイクルの認識に基づく資産配分	長期目標に沿った戦略的資産配分
主なドライバー	相対価値、モメンタム、リスク指標	経済レジームの認識+トップダウンのバリュエーション要素	長期経済・市場予想
見直しの頻度	随時	四半期	年次

1：長期平均リターンは過去25年間で計算されている。

経済的背景と資産クラスの見通しから得られる指針



世界経済の背景

米国の関税政策は、今後3年間の世界経済の成長を左右するであろう。現在のところ、アムンディのメイン・シナリオは世界的な景気後退を予想してはいないが、下振れリスクの可能性はある。関税がインフレ正常化の障害となる可能性もある。なぜなら、生産者物価の急騰は消費者物価への上昇圧力となり、スタグフレーションの可能性を高めるためだ。全体として、今後数年間の動向は、より予想困難となってきた。サービス業が衰退し、製造業が失速し、地域間格差が拡大する可能性がある。中国では、脆弱な回復基調のなか、関税がさらなる景気刺激策を催促し、株価を下支えする可能性がある。



金融政策（先進国中銀）

目標に向けたインフレ収束のラスト・ワンマイルは、貿易政策によって阻害される可能性がある。貿易障壁の高まりは世界的な成長の重荷となり、インフレ率を押し上げるため、中銀はスタンスを調整する必要があるであろう。金利の中立水準への収束はまだ続くと思われるが、そのタイミングは以前の予想よりも不透明である。



企業利益

関税紛争から世界の企業利益は非常に大きな影響を受ける可能性がある。2025年の利益成長率予想は8%から5%に引き下げられ、さらなる下振れリスクもある。2026-27年には一株当たり利益（EPS）が回復する可能性があるが、今後数年間のコンセンサス予想は楽観的すぎるため、米国では失望が予想される。欧州の企業業績は一時的に圧迫されようが、世界の新興国市場の企業利益の改善度合いは相対的に高いと思われる。



経済・金融レジーム

全体として、経済・金融サイクルの進行順序が変化し、景気悪化レジーム（つまり2025年の減速）の発生確率が大幅に上昇した。2025年については、景気サイクル後期レジームがメイン・シナリオであることに変わりはないが（平均発生確率45%）、市場にとって、より好ましくないレジームが複合的に発生する確率も依然として高い（平均発生確率35%）。バリュエーションは直近の調整（特に米国株）後、やや低下し、3年という時間軸でみると、年初より魅力的になっている。



3年間のアセットクラスの見通し

国債と投資適格債は、利下げが予想されることから良好なパフォーマンスを享受する可能性があるが、ハイイールド債はバリュエーションが割安ではないため、過去と比較したパフォーマンスは低下する可能性がある。グローバル株式は、過去の平均と比べ、好ましい環境にあるとは言えず、新興国等出遅れた地域やセクターに重点を置く。コモディティは、全体として、相対的にバリュエーションが割安であるため、パフォーマンスが改善する見込みである。

ダイナミック・アセット・アロケーションの枠組み

経済的背景

アムンディの経済サイクル・モデル（アドバンスド・インベストメント・フェイザー（以下、AIP）とインフレ・フェイザー（以下、InfP）は、今後の各経済金融サイクル・レジームとインフレ・レジームの発生確率を推計し、主要資産クラスの期待リターン分布の導出を可能にする。



バリュエーション

各アセットクラスのフェア・バリューをトップダウンで算出することで、市場が何を織り込み、何を織り込んでいないかという価格動向を推計することができる。バリュエーションの乖離は中長期的には収斂するため、これは将来のリターンの分布を算出する上で重要な変数となる。過小評価されている資産の今後のリターンはプラスになる可能性が高く、過大評価されている資産は、今後の価格上昇の機会が抑制される可能性がある。

各資産クラスの今後3年間の期待リターンのパターンと、長期平均（25年間）との乖離を予想し、アセット・アロケーションへのインプリケーションとする。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート。例示のみを目的とする。

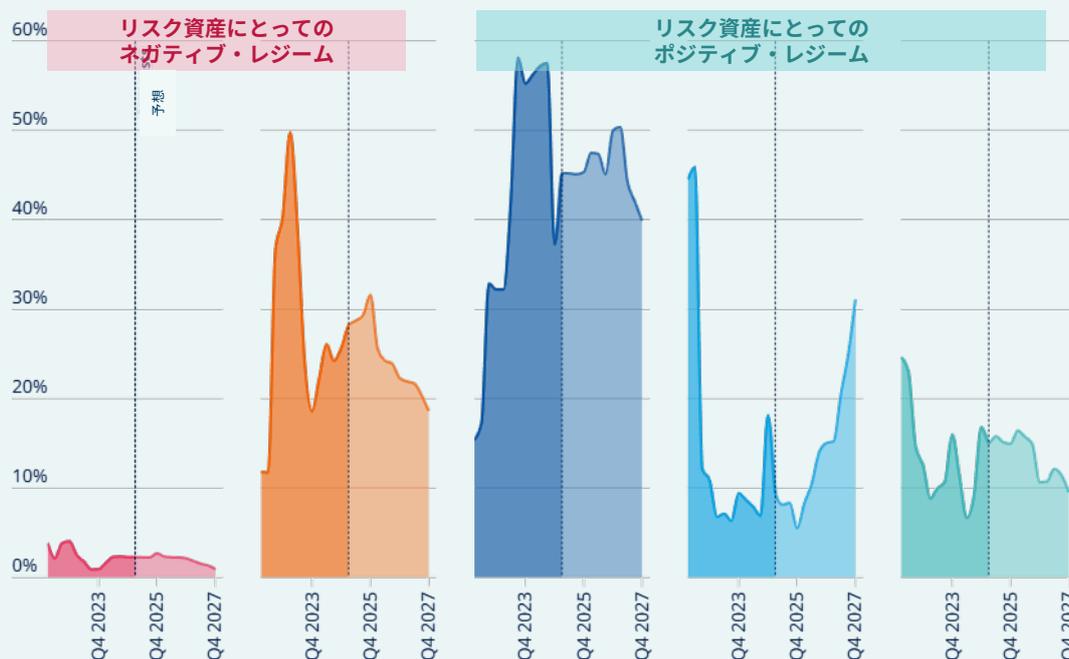
経済的背景：経済・金融サイクル

アドバンスド・インベストメント・フェイザーによる経済的背景の分析

経済レジームが下方修正される可能性は大幅に高まったものの、2025年末時点で最も発生確率の高いレジームは**景気サイクル後期**で、31%となっている。このようなリスクの上昇は、米国の関税政策の影響と、それ以前からの米国経済の減速見込みに起因している。経済情勢が予想以上に悪化した場合、中銀が方針転換する可能性もあるため、**資産リフレ**・レジームの可能性も完全には排除できない。

今後の投資レジームは、**リスク資産に、より好ましいものになる**が、**上振れよりも、下振れリスクの可能性が高く、リスクは下方に傾いている。**

アドバンスド・インベストメント・フェイザー-今後の経済・金融サイクルの見通し



経済変数/ レジーム	景気後退	景気減速	景気サイクル後期	景気回復	資産リフレ
GDP成長率	▼▼	▼	▲	▲▲	◁▷
一株当たり利益成長率	▼▼	▼	◁▷	▲▲	▲
インフレ	▼▼	▼▼	◁▷	▲	▼
金融政策	▲▲	▲	◁▷	▼	▲
レバレッジ、 財務状況	▼	◁▷	▼	▲	▲
市場と配分への インプリケーション	リスク資産に魅力はなく、クオリティへの逃避が発生 選好資産 ：国債、金、キャッシュ	世界の株式は下落、ボラティリティは上昇 選好資産 ：国債、金、投資適格債	クオリティの高いリスク資産に注目 選好資産 ：先進国株、優良クレジット	リスク資産が最も魅力的 選好資産 ：新興国資産、ベースメタル、ハイベータ先進国株式	ボラティリティは低く、資産価格は上昇（キャッシュを除く） 選好資産 ：グローバル株式&クレジット

経済成長率、インフレ率、金融政策、金融レバレッジの4つの次元におけるマクロ変数に、包括的にクラスタリング・アルゴリズムを適用してレジームを特定する。金融政策と金融レバレッジを含める点において、アムンディのAIPは、成長とインフレの組み合わせに依存する一般的なレジーム・ベースのアプローチとは一線を画している。企業収益、クレジット、インフレ、金融政策といった複数の主要なサイクルが考慮されている。

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートは2025年4月14日現在。例示のみを目的とする。成長変数は以下の通りである：GDP、失業率、売上高、EPS。インフレ変数：消費者物価、生産者物価、単位労働コスト。金融政策変数は以下の通りである：M1-M2-M3、CBG4総資産の対GDP比率、政策金利、信用スプレッド。レバレッジ変数は、家計債務、公的債務、企業債務である。赤（緑）は成長率/インフレ率の低下（上昇）、金融引き締め（緩和）、金融引き締め（緩和）を示す。

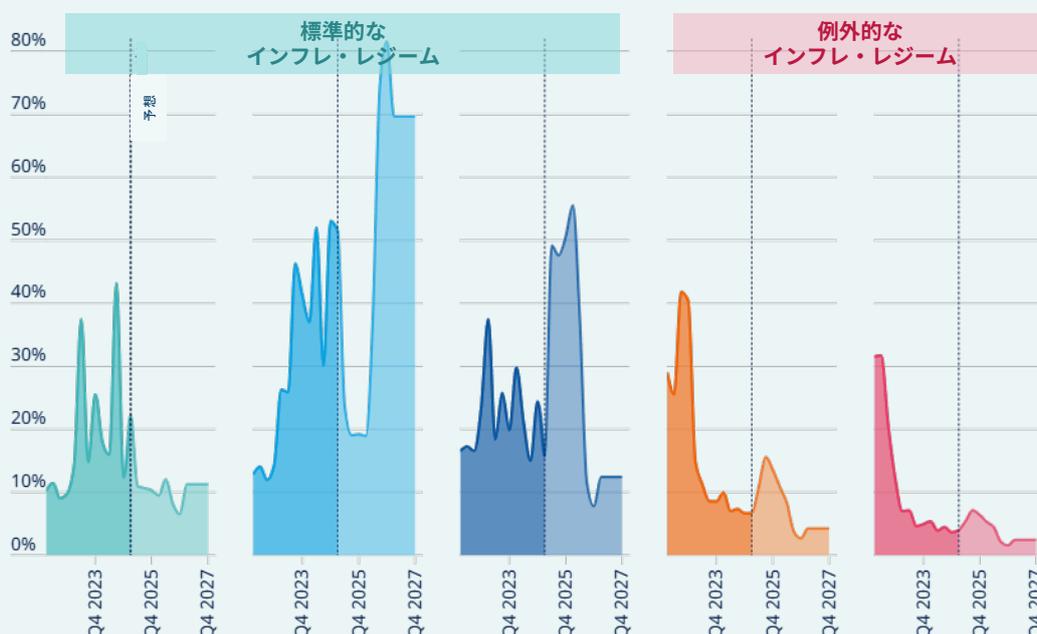
経済的背景：インフレ・サイクル

インフレ・フェーザーによる経済的背景の分析

米国では、関税の導入がCPIとPPIの両方に上昇圧力をもたらすため、トランプ大統領の貿易政策によってディスインフレのさらなる進行が阻害される可能性がある。特に2025年第2四半期からは、このような動きが顕著になり、フェーザーにおいてインフレ・レジームの発生確率が上昇方向に転じると見ている。経済成長へのネガティブな波及効果と労働市場の漸進的な冷え込みが相俟って、関税による一過性の効果が薄れ始める2026年第2四半期から第3四半期には、ノーマル（平常）・インフレ・レジーム（前年比インフレ率で2〜3%）に戻ることが予想される。ただし、より極端なハイパー・インフレ・レジーム（2025年における発生確率は約15%）になる可能性も無視できず、商品価格に影響を与える地政学的環境が悪化した場合には、さらに上昇する可能性もある。

2025年末までは関税によってインフレが上昇するであろうが、2026年にはノーマル（平常）・レジームに戻るであろう。

インフレ・フェーザー-今後のインフレ・サイクルの見通し



インフレ・レジーム	デフレ	ノーマル（平常）	インフレ	ハイパーインフレ下の景気回復	ハイパーインフレ下の不況
CPI前年比(%)	<2	2-3	3-6	6-10	>10
PPI前年比(%)	<1	2-3	3-6	6-10	>10
PCE前年比(%)	<2	2-3	3-6	6-8	>8
ULC前年比(%)	<1	2-3	3-6	6-9	>9

標準的なインフレ・レジーム（デフレ、ノーマル、インフレ）の下では、リターン・パターンは、主に経済・金融サイクルの影響を受ける。その結果、**アドバンスド・インベストメント・フェイザー**は、資産配分の決定において極めて重要なツールとなる。一方、例外的なインフレ状況では、インフレそのものが資産配分の重要な要因となる。したがって、**（インフレ・フェイザーを通じて）**様々なインフレ・レジームの可能性を精査し、将来、極端なインフレ状況になる可能性が高い場合には、インフレを考慮した配分で資産を組み入れる準備が不可欠である。
(UCL:単位労働コスト)

インフレ指標	定義
消費者物価指数 (CPI)	都市部の消費者が商品とサービスのバスケットに対して支払う価格の平均的な変動を示す
生産者物価指数 (PPI)	商品が生産者から出荷される際の平均的な価格変動を示す
コア個人消費支出デフレーター (コアPCE)	消費者が商品やサービスに対して支払う物価のうち、食品とエネルギーを除いたものの平均的な価格変動を示す
単位労働コスト (ULC)	1単位の生産物を得るために企業が負担するコスト全体の変動を示す

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート2025年4月14日現在。例示のみを目的とする。

バリュエーション

- **先進国国債**：米国とドイツのイールド・カーブは、i)金融政策が抑制的な水準から、より中立的な水準へと徐々にシフトすること、ii)長期的なインフレ期待は、足元で安定しているものの、依然としてパンデミック以前の平均を上回っていること、iii)経済成長が潜在成長率を下回る水準で減速していること、などを背景に、現在の水準から低下するものと思われる。現在、バリュエーションに関しては、両カーブのロングエンドが最も魅力的である。貿易政策と地政学的動向は、利回りの今後の予想が、どの程度直線的か、あるいは上下に変動するものかを左右する重要な要因となるであろう。
- **投資適格債**：絶対水準ベースにおいては、投資適格債は、デュレーション構成要素から恩恵を受けるであろう。しかし、最近の売り越しにもかかわらず、スプレッドが、現在の水準から大幅にタイト化する可能性は低いと思われる。ユーロ圏の投資適格債は米国の投資適格債債券よりも割安だが、これは米国の関税引き上げによるプレッシャーが少ないことを反映していると思われる。
- **ハイイールド債**：ハイイールド債でも同様の傾向が見られ、米国のハイイールド債は割高に見えるが、ユーロ圏のハイイールド債には一定のバリュエーションがある。米国に比べて欧州の経済見通しがよりネガティブであることが、相対的な割安感の理由であろう。しかし、欧州企業は利益面で底堅さを見せており、ユーロ圏と中国からの景気刺激策は下支えとなる見込みだ。全体として、現在のスプレッド水準は、米国ハイイールド債のデフォルト率を非常に低く（ある意味、楽観的すぎるシナリオ）織り込んでいる。
- **新興国債券**：新興国債券の利回りは魅力的であり、予想される金融政策スタンスが、この資産クラスをサポートするであろう。健全なファンダメンタルズと比較的割安なバリュエーションにより、この資産クラスはインカムと分散投資を求める投資家の需要を満足させられると予想する。
- **先進国株式**：現在の米国株式のバリュエーションを見ると、株価収益率とマクロ経済的なフェアバリュエーションに基づく割高感の大半は解消されており、過去に比べれば極端ではなくなっているように見受けられる。しかし、現在の不透明感、持続的な強い上昇トレンドが間近に迫っていることを示すものではなからう。投資家は警戒を怠らず、貿易戦争の激化に起因する成長リスクを見極めた上で、妙味のあるエントリー・ポイントを見つけるべきである。相対的に見て、欧州と日本は相対的に割安に見える。
- **新興国株式**：新興国株式は、先進国株式に比べて、魅力的なバリュエーションを提供しており、リロケーションのダイナミクスと国内消費パターンから恩恵を受ける可能性がある。
- **金**：金にポジティブになる理由は、FRBの緩和サイクル、量的引き締めを終了、膨れ上がる米国債務、地政学的緊張、ドル安、そして無視できない景気後退の可能性等、複数挙げられる。しかし、現在の水準はすでに上記の多くを織り込んでいるため、今日のバリュエーションはあまり割安ではない。
- **シクリカル・コモディティ**：サイクルの現段階では、主に在庫水準の低さと最近の調整により、石油とベースメタルが過小評価されている。加えて、グリーン・トランジションや世界的な生産拠点におけるエレクトリフィケーションといった長期的なトレンドが、特定の金属需要を、世界の名目GDP成長率を上回る水準に牽引している。



「現在の経済環境は、景気サイクル後期としては、リスク資産にとって、好ましい状況とは言えない。一方、国債は、地政学的な問題により物価のパターンが予想しにくくなっているにもかかわらず、インフレ率の鈍化から恩恵を受けている。この動きは、今後、18ヶ月間、非常に重要になる。その後は、景気サイクルが安定化し、新たな景気拡大とバリュエーションの正常化の舞台が整うにつれて、リスク資産にとってより支援的な環境となることが期待できよう。」

出典 アムンディ・インベストメント・インスティテュート独自のモデル。データは2025年3月31日現在。バリュエーションは、公正価値評価と比較した各資産クラスの公正価値を考慮し、フォワード・ルッキング・ベースで評価している。

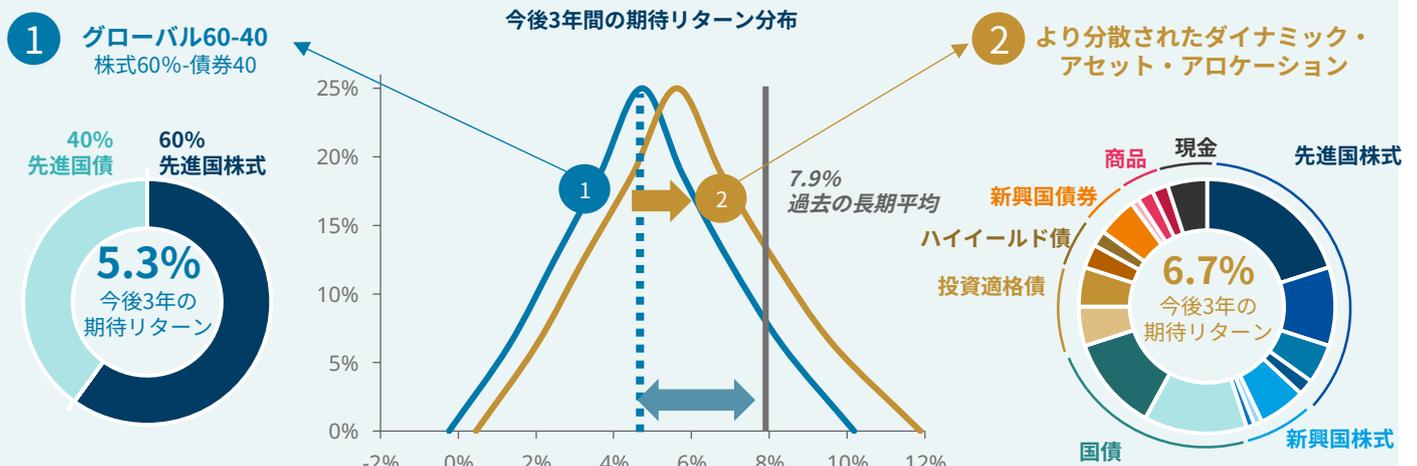
今後、1～3年のアセットクラス見通し-メイン・シナリオ

資産クラス	今後の潜在的リターンと長期平均リターンの比較			前期からの変化	2つのフェーザーからのバリュエーションのシグナル	
	平均以下	長期平均	平均以上			
先進国株式				▲		
米国株				▲		
欧州株式				=		
日本株				=		
日本を除く太平洋株式				▲		
新興国株式				▲		
新興国アジア株式				=		
新興国中南米株式				=		
新興国EMEA株式						
国債				=		
米国国債				=		
ユーロ国債						
投資適格債				▲		
米国投資適格債				=		
ユーロ投資適格債						
ハイイールド債				=		
米国ハイイールド債				=		
ユーロ・ハイイールド債						
新興国債券				=		
新興国ハードカレンシー債				=		
新興国現地通貨建て債						
コモディティ				=		
シクリカル・コモディティ						
金				=		
現金				▼		

出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュートは2025年4月14日現在。説明のみを目的としている。表は3年間の期待リターン評価と25年間の長期ヒストリカル平均との比較である。アセットクラスの潜在的リターンは現地通貨ベースである。バリュエーションは-2（濃い赤）から+2（濃い緑）の範囲で変化する。対前期増減は、各アセットクラスの2つのフェーザーの評価と評価の平均の増減を示す。

ダイナミック・アセット・アロケーション・アプローチはリターン獲得の可能性向上に寄与

各資産クラスの今後のリターン分布の分析をベースに考えると株式60%、債券40%という伝統的なアロケーションのリターンは、過去の長期平均と比べて、低くなると予想されるため、リターン分布を上方にシフトさせることを目的とした、より分散されたダイナミック・アセット・アロケーション戦略を検討することが可能となる。



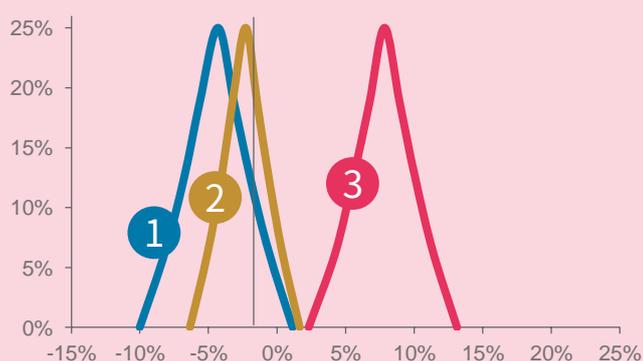
出典：アムンディ・インベストメント・インスティテュート分散ダイナミック・アセット・アロケーション・ポートフォリオは、上表の資産クラスを指し、アムンディ・インベストメント・インスティテュートのDAAモデルに基づいている。このポートフォリオは例示を目的としたものであり、為替を考慮しておらず、いくつかのポートフォリオ制約（株式45%~75%、クレジット5%~40%、政府20%~40%、コモディティ0%~5%、金0%~15%、現金0%~15%）に基づいている。過去のパフォーマンスは将来の結果を保証するものではない。右図に示したインデックスの詳細リストはP.8を参照のこと。

さまざまなシナリオに対応したダイナミック・アセット・アロケーション

レジームを想定した資産配分のアプローチは、極端なシナリオにおいて最も効果的な資産配分の分析を可能にし、ネガティブな結果をヘッジするため、あるいは潜在的な上昇機会へのエクスポージャーを高めるために検討すべきポートフォリオ戦略に向けたインプリケーションの提供を可能にする。

ダウンサイド・シナリオ

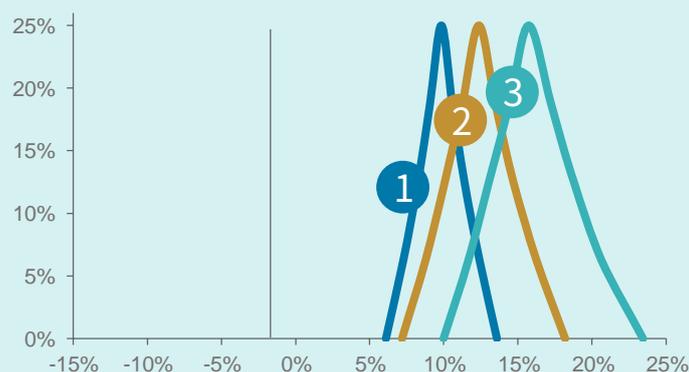
- **シナリオ**：このシナリオでは、アドバンスド・インベストメント・フェーザーのネガティブ・レジーム（景気減速と後退）のみを考慮する。
- **このシナリオのトリガーは何か**：このシナリオは極端なネガティブシナリオであり、現在のところ確率は20%程度である。このシナリオのトリガーとなりうるリスクは、クレジット不安、地政学的な混乱による経済の大幅な減速、米国の経済見通しの急速な悪化（インフレの再燃による金融緩和の停止、企業や家計のバランスシートの悪化）などである。
- **リターン分布と資産配分への影響**：



- 1 伝統的な60対40の配分**：このアロケーションが、このような厳しいシナリオに遭遇すると、リターン分布のマイナス側のウェイトが高まり、3年間の期待リターンがマイナスになると予想される。
- 2 より分散されたダイナミック・アセット・アロケーション**：期待リターンをプラス側にシフトさせ、極端な損失が発生する確率を低減させる。ただし、株式の最低エクスポージャーに関する一定の制約があるため、期待リターンは、依然、マイナスとなる。
- 3 完全に制約を外したダウンサイド・シナリオ向けアロケーション**：このアロケーションは、まったく制約をかけず、国債、現金、および一部の投資適格債にアロケーションを傾斜させている。このアロケーションは、このように極端なシナリオで、プラスのリターンを生み出す可能性がある。

アップサイド・シナリオ

- **シナリオ**：このシナリオでは、アドバンスド・インベストメント・フェーザーにおいて、最もポジティブなレジーム（景気回復と景気サイクル後期）のみを考慮する。
- **このシナリオのトリガーは何か**：このシナリオは極めてポジティブな見通しであるが、現在のところ、アムンディのモデルが推計した発生確率は極めて低い（10%未満）。このシナリオでは、例えば、AIによる生産性向上が急速に実現する場合など、非常に力強い収益成長が見込まれる。
- **リターン分布と資産配分への影響**：



- 1 伝統的な60対40の配分**：このアロケーションにおいて、この極めて好ましいシナリオが実現した場合、3年間の投資ホライズンにおける年間リターンは約10%に達するものと予想される。
- 2 より分散されたダイナミック・アセット・アロケーション**：このアロケーションは、期待リターンをプラス側にシフトさせ、さらに大幅なプラス・リターンの可能性が高まる。このアロケーションでは、ハイ・イールド債、新興国債、新興国株式、コモディティを組み入れ、景気サイクルのにおける、より好ましいレジームを活用する。
- 3 完全に制約を外したアップサイド・シナリオ向けアロケーション**：このアロケーションはまったく制約をかけず、リスク資産とコモディティをより重視することで、リターン分布をさらに引き上げることを特徴としている。

Trust must be earned

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.

Visit research-center.amundi.com

or find us on



CHIEF EDITOR

MONICA DEFEND
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSTITUTE

CONTRIBUTORS

SILVIA DI SILVIO
SENIOR CROSS ASSET STRATEGIST, AII*

LORENZO PORTELLI
HEAD OF CROSS ASSET STRATEGY, AII*

EDITORS

CLAUDIA BERTINO
HEAD OF AMUNDI INVESTMENT INSIGHTS, PUBLISHING AND CLIENT DEVELOPMENT, AII*

LAURA FIOROT
HEAD OF INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION, AII*

FRANCESCA PANELLI
INVESTMENT INSIGHTS & CLIENT DIVISION SPECIALIST, AII*

DESIGN AND DATA VISUALISATION

CHIARA BENETTI
DIGITAL ART DIRECTOR AND STRATEGY DESIGNER, AII*

VINCENT FLASSEUR
GRAPHICS AND DATA VISUALIZATION MANAGER, AII*

*: Amundi Investment Institute

Indices shown on right-hand chart on p. 6:

- **US government bonds** = JP Morgan GBI US unhedged local currency.
- **Euro government bonds** = JP Morgan GBI EMU unhedged local currency.
- **EU IG** = ICE BofA Euro Corporate Index.
- **EU HY** = ICE BofA Euro High Yield Index.
- **US IG** = ICE BofA US Corporate Index.
- **US HY** = ICE BofA US High Yield Index.
- **EM bonds** = JP Morgan EMBI Global Core.
- **US equity** = S&P 500 Index.
- **European equity** = STOXX Europe 600 Price Index.
- **Japan equity** = Topix Index.
- **Pacific ex-Japan equity** = MSCI Pacific ex-Japan local currency.
- **EM equity** = MSCI EM Local.
- **Asia equity** = MSCI EM Asia Local.
- **EMEA equity** = MSCI Emerging Markets Europe Middle East Africa Local.
- **Latam equity** = MSCI EM Latin America Local.
- **Gold price** = Gold spot price in US dollars.
- **Base metals** = Commodity Research Bureau BLS/US Spot Raw Industrials.
- **Oil** = Generic 1st 'CL' Future for WTI (NYM-NYMEX Exchange).
- **Cash** = DB Euro Overnight Rate Index.

DISCLAIMER

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 warranties 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.msccibarra.com). In the European Union, this document is only for the attention of “Professional” investors as defined in Directive 2014/65/EU dated 15 May 2014 on markets in financial instruments (“MIFID”), to investment services providers and any other professional of the financial industry, and as the case may be in each local regulations and, as far as the offering in Switzerland is concerned, a “Qualified Investor” within the meaning of the provisions of the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 (CISA), the Swiss Collective Investment Schemes Ordinance of 22 November 2006 (CISO) and the FINMA’s Circular 08/8 on Public Advertising under the Collective Investment Schemes legislation of 20 November 2008. In no event may this material be distributed in the European Union to non “Professional” investors as defined in the MIFID or in each local regulation, or in Switzerland to investors who do not comply with the definition of “qualified investors” as defined in the applicable legislation and regulation.

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 SAS and is as of **15 April 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 SAS 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 any person involved in the production of this document have any liability for any direct, indirect, special, incidental, punitive, consequential (including, without limitation, lost profits) or any other damages.

Date of first use: **17 April 2025**.

Document ID: **4509929**.

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: 90-93 boulevard Pasteur - 75015 Paris - France - 437 574 452 RCS Paris - www.amundi.com

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